

## 經濟觀察家

# 民間融資真實成本被高估 ——警惕財政支出的「擠出效應」



分析指，當財政支出力度較大時，就會引起民間融資溢價的上升。這意味着，在當前穩增長的政策背景下，需要特別警惕財政支出所可能存在的「擠出效應」

民營企業的融資成本一直為人們所關注，由此估算宏觀上民企的具體融資成本，就引起了市場機構的興趣。目前市場上出現的利用固定資產投資中的國有投資佔比來推導民間融資成本的做法，估算出目前民間融資利率仍高達9.9%。我們的研究顯示，利用民間投資佔比作為民間在貸款中佔比的替代，顯然低估了民營企業在貸款中的佔比，由此高估了民間融資的真實成本。

興業銀行首席經濟學家、華福證券首席經濟學家、興業研究副總裁 魯政委



## 政委世界觀

本文嘗試在現有公開數據的基礎上，來估算宏觀上「民營企業」的貸款成本。考慮到公開數據中並無針對「民營企業（或民間融資）」口徑的專門統計，因而我們採用從總量數據中剔除國有企業之後的「非國有企業」數據來作為「民營企業（或民間融資）」的代理指標（在本文中，「非國有企業」即等同於「民營企業」）。

我們可從中國央行發布的金融機構人民幣貸款加權平均利率的基礎上，估算非國有企業的貸款利率。為此，需估算非國有企業貸款在總貸款中的佔比。

## 貸款利率先升後降

市場上的一種常見方法是，利用新

增固投中國有企業的投資佔比作為國有企業貸款佔比的替代變量，但這種方法存在嚴重缺陷。因為從歷史數據上看，新增固定資產投資完成額與企業部門新增貸款之間的一致性並不強（見配圖一）。

在此情況下，以固投數據來估計民營企業貸款成本，就會存在較大偏差。考慮到國有企業的貸款利率一般較低，在民間投資快速下滑的背景下，給定貸款加權平均利率，使用固投中國有投資的佔比作為替代就可能高估國有企業在貸款中的佔比。由此，低利率的融資比例被高估之後，反過來就會導致剩餘部分的融資利率會被估計得虛高，即非國有企業的貸款成本由此會被高估。

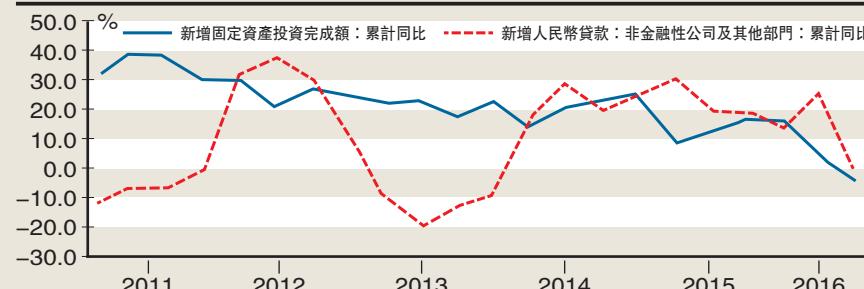
## 市場估算多有偏差

需指出的是，我們估計所得到的結果，即使是2011年以來的最高水平，也比某家市場機構所估計的目前仍高達9.9%數值要低，其中的主要原因就是該機構使用了固投中國有投資的佔比倒推民間在融資中的佔比，由此導致了民間融資利率被大幅高估了。

進一步觀察非國有企業貸款利率與國有企業貸款利率之間的差值（我們將其定義為「民間融資溢價」）可以發現，2011年以來，民間融資溢價平均約為三個百分點。更有趣的是，民間融資溢價的波動與財政支出力度存在密切相關。當財政支出力度較大時，就會引起民間融資溢價的上升。歷史數據顯示，如果當季公共財政支出同比增速上升，一般就會推高下一個季度的民間融資溢價。這意味着，在當前穩增長的政策背景下，需要特別警惕財政支出所可能存在的「擠出效應」。

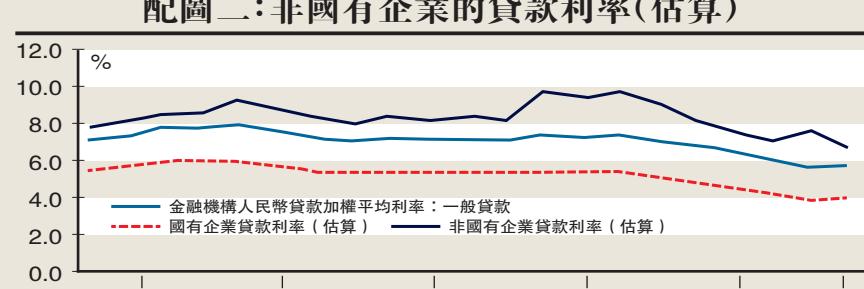
此外，在2011至2014年間，非國有企業息稅前利潤率與其貸款利率之間的差距逐漸縮小，這與當時企業所感受到的盈利壓力不斷增大的現實是相當融合的。而自2014年第四季度起，非國有企業的貸款利率有了較為明顯的下降，由2014年第一季度的9.6%下降到了2016年第一季度的6.7%。假定非國有企業息稅前利潤率維持不變，那麼，這就意味着2015年以來，非國有企業息稅前利潤率與其融資成本之間的差值已有所擴大，給定其他條件，企業的盈利壓力由此將有所緩解。到2016年第一季度，這一差值大致恢復到了4.7個百分點，接近2012年第四季度那時的水平。

## 配圖一：新增固定資產投資完成額與新增企業貸款



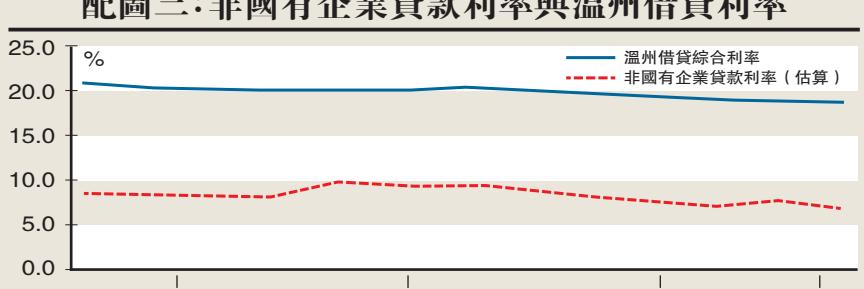
資料來源：Wind，興業研究

## 配圖二：非國有企業的貸款利率（估算）



資料來源：Wind，興業研究

## 配圖三：非國有企業貸款利率與溫州借貸利率



資料來源：CEIC，興業研究

# 槓桿才是A股牛熊關鍵

申萬宏源

牛市背後是槓桿的演進，牛熊轉換也

基於槓桿的退潮，成也蕭何，敗也蕭何。

與2007年的儲蓄大搬家不同，本輪牛熊從頭至尾貫穿着槓桿興衰。2012年開始的結構性牛市背後其實是A股槓桿資金的演進，2015年上半年場外配資的快速擴張成爲牛市最後加速段的主要驅動力量。至2015年下半年，場外配資在三次異常波動當中被快速擠出，此後「八條底線」的約束，以及銀行對於結構化產品槓桿水平的謹慎態度，也使得結構化產品短時間內難以再掀高潮。申萬宏源認爲，本輪熊市最後一次出清的過程，也可能與融資餘額的快速下降相伴隨。

從結構上看，目前市場的風險收益情況甚至差於四月。大盤的回調使得投資者心態發生了實實在在的變化，從渴望吃飯到更加注重保留戰鬥果實。但一個有意思的觀察是，投資者心態的平和，更多的體現在對於價值股認同度的邊際提升，倉位的明顯下降並未出現。儘管我們認爲，上周就已經開始的調整是健康的，有利於中期寬幅震盪區間的維持，但投資者的倉位並未真正下降，微觀市場結構的優化程度仍無法使得我們變得更加樂觀。

在今年四月，滬綜指從3100點回落到2800點，基金持有的很多優質公司卻從低位一路震盪向上，所以申萬宏源策略當時堅定看「平頭」震盪做結構。但現如今，單純看指數似乎與四月份有類似之處，但是結構上風險其實更大，不少公司估值已經不再具有很強的吸引力，四月份的成功經驗未必能夠再次適用。

投資者的樂觀情緒無法支撐大盤

在3000點以上更進一步。存量宏觀流動性充裕、資產荒在未被證偽之前都只能托底，無法引發上漲。全球即使再來一輪量化寬鬆，也無法讓已經爲負的國債收益率繼續向下進而推動資產價格上漲；如果是財政政策刺激，全球長端利率大概率要往上走，大宗價格可能反彈，又破壞了邊際寬鬆的流動性邏輯。

## 看好價值成長個股

此外，管理層近期對於資產泡沫的關注，即便指的不是股票市場，也限制了後續邊際寬鬆的空間。「脫虛向實」的政策導向已經明確，規範銀行理財監管只是壓垮駱駝的最後一根稻草，如果A股真的便宜到非買不行，又何懼監管政策？產業資本仍在大量減持，告訴我們負利率也未必可以無限提升A股的估值；對槓桿、理財等監管政策使增量資金的預期缺乏支撐，市場總體預期仍有下修空間。

市場的倉位尚未有效下調，但結構卻在向價值遷移。我們認爲，單純的補漲和長期景氣向下的低估值仍非長久之計，都需要踐行逆向思維和反轉策略。

我們持續推薦價值型成長、推薦高股息，都必須以長周期的景氣展望至少維持現狀為前提，這類標的在2016年下半年有望成為最確定的趨勢，現階段風險收益比核算的價值成長和高股息的個股愈發稀缺，所以有效倉位其實應該是不斷降低的。

至於申萬宏源策略底部推薦、本輪啓動前又聯合各行業推薦的國企改革與當前市場風格融合，相對收益仍有，但千萬別忘了，既然是價值型股票，就有估值天花板，絕對收益投資者爲主導的邊際交易者很難真的高位接盤。

# 房屋政策釜底抽薪

祥益地產總裁 汪敦敬



## 樓市新態

近期美匯指數又開始下跌。一直我都認爲影響樓市最大因素就是貨幣，今年年初發表的「2016年我對樓市的十大忠告」裏面的第一點是說，「上半年樓價找到谷底，下半年就以匯率爲主！」筆者不用以往的寫法如「先跌後升」等，是因爲我認爲應該將重點寫得更清楚給讀者知道。發表以上文章的時候，美匯是上升中的，但去到今年上半年，我們看到在脫歐前美匯都是不斷下跌，正正在這個時候，樓價是出現由谷底回升的。

樓市日益波譎雲詭，影響因素是要包括了國際大局中的社會動盪，在樓市中竟也印證一場貨幣戰爭，見到香港政府如何用一個特區的能耐去抵禦環球資產上升的滔滔浪潮。

在二手放盤量缺盤甚至趨向「乾塘」下，近期樓價上升可以說銳不可當。但是，突然有發展商推出「開心價」令市場錯愕。因爲筆者是地產代理，個別樓花我並不方便就銷情做評論，或者構成銷售的效果。本文我只是想由討論房屋政策的角度去分享我的意見。

政府雖然發表了未來三至四年提供9.3萬的供應，但我們不可以期望旺市因此能變爲靜市。「開心價」的出現並不是因爲發展商見到供應量增加

而「腳軟」，而是政府將釜底抽薪地將地價減低，雖然發展商未必會因平買而會平賣，但的確給了發展商除了待價而沽外，有更多選擇策略的空間（如以較平價爭取貨如輪轉），這些選擇就製造了公衆的利益了。再加上以招標方式爲主去出售土地，這其實是脫離了港英時期的高地價政策（或曾蔭權時期的超高地價政策）了！

## 樓價仍會輾轉向上

我一直認爲梁振英政府對土地供應的增加功不可沒，將斷了的房屋供應鏈重新接駁困難很大，而且市民及發展商都普遍不支持及合作。但這艱難的任務的確初步做到了，我認爲市民現在要做的是進一步支持政府。預計房屋供應要比現在再多兩倍，才可能做到「令樓價下跌」的偉大意願。

原因很簡單，市場持份者不單只在市場基制下會適應、閃避，甚至「還拖」。無論香港人有多少人欣賞梁振英也好，特首的確是給了更好的置業空間予年輕人。在環球量化貨幣引起的資產增值浪潮中製造了最多的迴旋空間，年輕人只要落地領情，今天其實仍有上車的機會。

近年買一手樓消費者利益已經大增，沒有發水樓，地價平了、水票也收斂了。但我認為樓市仍然會輾轉向上，即在持續慢升的過程中，將不斷有悲觀情緒及衝擊出現。年輕朋友們！量力而爲，能買得起就買！珍重！

## 祥益指數VS美匯指數2016

