

# 长沙样本联想：地方版“4万亿”启动？

陈勇 高远

地方政府似乎开始在打破僵局。从宁波到南京，再到长沙，地方政府的一系列动作开始拓宽我们对政策的理解。

以长沙为例，在投资惯性增长之外，未来5年将投资重点项目共8292亿元，假设最终只有60%的项目付诸实施，则每年需增加1000亿元投资。中国的行政区划可以折算成多少个长沙市？这使我们猛然想到：一个地方版的“4万亿”政策是否正悄然启动？

按此前对政策、流动性和基本面的理解，经济很难看到一个很强的逆转。

信贷正处在可控而缓慢的改善过程中。虽然有资本流出现象，但央行一直通过公开市场操作和降准的方式对冲资本流出。其结果是，广义货币(M<sub>2</sub>)增速自低点反弹后，将在13%~14%的区间内波动，狭义货币(M<sub>1</sub>)增速将缓慢趋近于M<sub>2</sub>增速。

从基本层面来看，长期增速下行到目前基本到位，周期波动处于底部位置。上半年工业生产明显减速，很可能是因为企业去库存行为。由于中期内需求基本平稳，随着主动去库存的结束乃至库存回补，未来产出将企稳反弹。

纠结在于政策。政策的纠结在于两个方面：一是房地产。如果房地产销售好转带动价格明显反弹，将招致政策打压；如果房地产再次降温，则市场对需求预期又会再次恶化。二是刺激政策。如果出台刺激政策，则有可能进一步强化政府对经济的干预，恶化经济结构；如果政策无所作为，则需求下滑预期继续强化。

稳增长和结构转型同样迫切，但两者目标有诸多不相容。在中央政府换届的当口，一个系统性强、兼顾转型与增长的政策组合就变得难于预期。

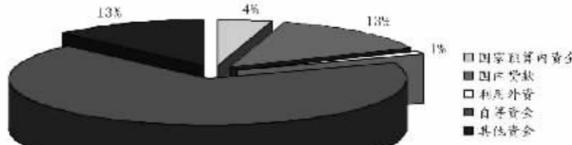
由此，地方政府的一系列动作拓宽了我们对政策的理解。

## 长沙没有“画饼”

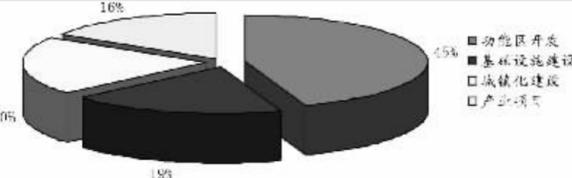
长沙规划的195个项目约占“十二五”期间固定资产投资总额的30%。遥信信贷支持有空间，袁非信贷融资渠道拓宽，袁其重点项目大概不会面临明显资金短缺。袁未来几年长沙的固定资产投资增速仍会较高。

对于一个中部正在崛起的省会城市，长沙市今年固定资产投资增速疲弱。长沙固定资产投资累计同比增速在今年上半年并不理想，在3月时投

## 2012年上半年固定资产投资资金来源构成



## 长沙市重点项目分类占比 (%)



资增速甚至接近于0。中国两大著名的工程机械厂商中联重科和三一重工都坐落长沙，投资增速快速下滑让长沙市有些尴尬。

长沙市在7月24日公布了重大项目计划的具体内容：“四十”重大项目总投资3748亿元。其中“四大片区建设”总投资1736亿元；“四大基础设施”总投资714亿元；“十大中心镇(小城市)”总投资788亿元；“十大产业项目”总投资510亿元。另有155个一般项目，总投资4544亿元。

以上项目绝大多数是长沙力争在“十二五”期间要完成的。未来五年8292亿元的投资额平摊到每年是1658亿元。该规模占2011年长沙城镇固定资产投资总额的52%左右。基于长沙这四年固定资产投资增速30%

金融危机后的“4万亿”大投资过后，一度涌现经济泡沫，也留下一本地方政府难以厘清的家务债。今日今时的政策纠结，皆围绕拉内需、稳增长展开。长沙样本，拓展一条经济稳增长的新思路。从这个行政区划的投资政策起步，地方版“4万亿”一旦展开，资金来源如何？效应如何？会是前一个“4万亿”的续集或升级版吗？

左右的历史表现，并考虑到“十二五”期间投资增速不会明显下行到低于20%，这195个项目占“十二五”期间固定资产投资总额的30%左右，这一投资计划并不显得过分。

长沙8292亿元的投资项目，是否有足够的资金来源？

从银行贷款看，银行贷款占固定资产投资资金来源的比重已从2000年左右的20%降至2011年的13%。假设8292亿元的投资资金有15%是靠银行信贷来筹集，那么需要1200亿新增信贷资金。而“十二五”期间长沙年均1500亿新增中长期贷款是比较可能的，即五年约7500亿新增信贷。这些项目所需信贷资金占新增信贷16%，并不算高。

再看基建资金来源。由于中长期贷款中30%左右投向基建，30%投向房地产，另外40%投向其他方面。以“十二五”期间年均长沙1000亿中长期贷款计，那么每年大概300亿投放给基建项目，5年共计有1500亿，完全能覆盖十大基础设施714亿的资金。

长沙的地方财政一般预算收入在2010年和2011年实现了高增长，增速都在30%左右。即使在经济环境较差的2008年和2009年，增速也有20%。今年前5月，长沙的地方财政一般预算收入增速为17.4%，从月度数据趋势上看已经止跌企稳，接下来应该能有所反弹。预计未来几年，长沙地方财政一般预算收入增速应当在20%~30%。

2011年长沙土地出让金收入高达224亿。虽然2012年以来长沙土地出让金收入出现了大幅下降，上半年的累计同比增速为-42%，但降幅比之前已经放缓。随着房地产销量的回暖，土地出让金收入将会有所改善。未来几年，土地出让收入增速应当会较前几年低一些，可能降至10%的增速水平。另外，长沙还通过发行城投债和基础设施建设信托等方式为投资项目融资。

整体来看，这195个重点项目的资金来源可以总结为：一是“十二五”期间的信贷占比并不高；二是预计“十二五”期间地方财政保持平稳，只是略微下滑；三是土地出让收入增速会下

经济的支持力度在加大：6月末的固定资产投资贷款余额增速比3月末高0.4个百分点。房地产贷款余额增速在经历多个季度的下滑后，6月末的增速比3月末高0.2个百分点，是2年多来首次改善，其中地产开发贷款和房产开发贷款余额增速均有所反弹。

商业银行在未来几个月完全有增加中长贷投放的能力。在今年前5个月，商业银行为了完成年度贷款目标，大量增加了票据融资的投放，这些票据融资将在6个月内到期，到期后能为中长贷腾挪空间2009年就是非常典型的例子。

简单数值模拟显示，假设三季度和四季度中长期贷款每月分别增加3500亿和3000亿，根据历史规律，三季度中长贷一般比四季度多。我们这个估计是保守的，因为按以上估计匡算的2012年中长贷是3.52万亿，和去年的3.56万亿差不多。

2012年6月中长贷余额增速为9.27%，此前的5月为9.11%，虽然数值仍较低，但已经一改2010年2月以来的下滑趋势，呈现底部迹象。对今年剩余月份信贷投放进行预测，中长贷增速能逐渐反弹，在年底升至11%左右。

城投债发行提速。作为企业债的一种，城投债被称为“准市政债”，由各地政府下辖的融资平台企业发行。城投债在发改委商协会监管的中票市场和与发改委审批的企业债市场中发行。

今年以来，城投债的发行规模明显上升。今年以来，城投债的发行规模较去年明显扩大，截至7月24日今年新发城投债达到2600亿元，已接近去年全年的发行额。

近日，从银行间市场交易商协会传来消息，城投公司发行中期票据和短期融资券，正酝酿全面放松。并且一些大型城市城投公司已经在二季度通过银行

从宁波、南京到长沙，地方稳增长政策相继出台，如果故事继续演绎下去，我们需要考虑：地方版“4万亿”会不会面临明显的资金缺口？其经济效应大致如何？是否会导致经济结构的进一步恶化？下面我们从有关方面逐一分析：

信贷政策开始松动。今年5月以来，中央政府已意识到了信贷对实体经济支持力度不够。温总理多次指出：“引导货币信贷平稳适度增长，更注重满足实体经济的需求；加强金融监管政策与货币政策的协调配合，改善信贷投放能力，保持货币政策传导机制畅通有效”。7月20日，王岐山副总理也表示：“金融系统要适当加大预调微调力度，进一步优化信贷结构，确保重点项目建设资金供给，满足有市场、有效益进出口企业的信贷需求”。

信贷结构已经开始改善。央行近日发布了2012年上半年金融机构贷款投向统计报告，从中可以看出信贷对实体

## 稳增长保就业重要性将更突出

谢亚轩

中国人民银行8月2日发布《2012年第二季度中国货币政策执行报告》。

1、“把稳增长放在更加重要位置”。首次承认“经济增速有所放缓”，“扩张性政策刺激增长的效应可能下降”，“劳动年龄人口增长逐步放缓，资源环境约束渐趋增强，发展模式面临调整转变，在保持经济平稳增长的同时，需更加关注增长的质量和可持续性”。

2、货币政策依然是以“稳健、适时适度预调微调”为主基调。但强调要“进一步提高货币政策的有效性，有效解决信贷资金供求结构性矛盾。促进物价总水平基本稳定和经济平稳较快发

展，为经济结构调整创造稳定适宜的货币金融环境。”

3、着重谈论了当前的就业形势，增加对农民工的就业问题的关注。强调了“与上季度比，市场用人需求有所减少，求职人数有所增长”，“制造业、住宿和餐饮业的用人需求有所减少，居民服务和其他服务的用人需求有所增长”，“市场对年龄、文化程度无需求的劳动力需求下降幅度较大”，“支持稳定和扩大高校毕业生、返乡农民工群体的就业”。

4、报告认为物价形势平稳，“供求关系变化有利于物价继续回稳”。“物价对需求扩张仍比较敏感，扩张性政策刺激通胀的效应则在增

强。8月份后同比CPI可能出现一定回升，目前看回升力度不会太大”。

5、金融机构流动性依然宽松。6月末金融机构超额准备金率为2.1%，略低于3月末的2.2%。由于外汇占款持续低迷，与一季度相比，央行基础货币同比增速快速下滑5.6%至12.1%；而反映货币流通速度的货币乘数则连续4个季度上升。

6、金融机构贷款利率总体下行，下浮利率贷款占比上升。与今年一季度相比，执行上浮利率的贷款占比下降3.4%至67.0%，执行下浮利率的贷款占比上升3.3%至7.9%，下浮区间最低为基准利率的0.9倍，并未达到央行7月5日调整的浮动区间的下限，即0.7倍

的基准利率。

7、全球经济展望中强调“新兴经济体增速普遍放缓，且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战”；以及发达经济体“全面同步去杠杆化加大了经济下行的风险，而政策应对空间较次贷危机时已大幅压缩”，对发达国家宽松货币政策下物价水平的担忧减轻。

8、维持此前对于货币政策取向更为积极判断，8月或将再次下调存准率。就业问题或正处于峭壁边缘，未来政策的着眼点依然是通过对铁路、城市基础设施以及农田水利方面投资来“稳增长”，特别是增加制造业对就业的支持力度。

(招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)



翟超/制图

展，为经济结构调整创造稳定适宜的货币金融环境。”

3、着重谈论了当前的就业形势，增加对农民工的就业问题的关注。强调了“与上季度比，市场用人需求有所减少，求职人数有所增长”，“制造业、住宿和餐饮业的用人需求有所减少，居民服务和其他服务的用人需求有所增长”，“市场对年龄、文化程度无需求的劳动力需求下降幅度较大”，“支持稳定和扩大高校毕业生、返乡农民工群体的就业”。

4、报告认为物价形势平稳，“供求关系变化有利于物价继续回稳”。“物价对需求扩张仍比较敏感，扩张性政策刺激通胀的效应则在增

强。8月份后同比CPI可能出现一定回升，目前看回升力度不会太大”。

5、金融机构流动性依然宽松。6月末金融机构超额准备金率为2.1%，略低于3月末的2.2%。由于外汇占款持续低迷，与一季度相比，央行基础货币同比增速快速下滑5.6%至12.1%；而反映货币流通速度的货币乘数则连续4个季度上升。

6、金融机构贷款利率总体下行，下浮利率贷款占比上升。与今年一季度相比，执行上浮利率的贷款占比下降3.4%至67.0%，执行下浮利率的贷款占比上升3.3%至7.9%，下浮区间最低为基准利率的0.9倍，并未达到央行7月5日调整的浮动区间的下限，即0.7倍

的基准利率。

7、全球经济展望中强调“新兴经济体增速普遍放缓，且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战”；以及发达经济体“全面同步去杠杆化加大了经济下行的风险，而政策应对空间较次贷危机时已大幅压缩”，对发达国家宽松货币政策下物价水平的担忧减轻。

8、维持此前对于货币政策取向更为积极判断，8月或将再次下调存准率。就业问题或正处于峭壁边缘，未来政策的着眼点依然是通过对铁路、城市基础设施以及农田水利方面投资来“稳增长”，特别是增加制造业对就业的支持力度。

(招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

强。8月份后同比CPI可能出现一定回升，目前看回升力度不会太大”。

5、金融机构流动性依然宽松。6月末金融机构超额准备金率为2.1%，略低于3月末的2.2%。由于外汇占款持续低迷，与一季度相比，央行基础货币同比增速快速下滑5.6%至12.1%；而反映货币流通速度的货币乘数则连续4个季度上升。

6、金融机构贷款利率总体下行，下浮利率贷款占比上升。与今年一季度相比，执行上浮利率的贷款占比下降3.4%至67.0%，执行下浮利率的贷款占比上升3.3%至7.9%，下浮区间最低为基准利率的0.9倍，并未达到央行7月5日调整的浮动区间的下限，即0.7倍

的基准利率。

7、全球经济展望中强调“新兴经济体增速普遍放缓，且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战”；以及发达经济体“全面同步去杠杆化加大了经济下行的风险，而政策应对空间较次贷危机时已大幅压缩”，对发达国家宽松货币政策下物价水平的担忧减轻。

8、维持此前对于货币政策取向更为积极判断，8月或将再次下调存准率。就业问题或正处于峭壁边缘，未来政策的着眼点依然是通过对铁路、城市基础设施以及农田水利方面投资来“稳增长”，特别是增加制造业对就业的支持力度。

(招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

强。8月份后同比CPI可能出现一定回升，目前看回升力度不会太大”。

5、金融机构流动性依然宽松。6月末金融机构超额准备金率为2.1%，略低于3月末的2.2%。由于外汇占款持续低迷，与一季度相比，央行基础货币同比增速快速下滑5.6%至12.1%；而反映货币流通速度的货币乘数则连续4个季度上升。

6、金融机构贷款利率总体下行，下浮利率贷款占比上升。与今年一季度相比，执行上浮利率的贷款占比下降3.4%至67.0%，执行下浮利率的贷款占比上升3.3%至7.9%，下浮区间最低为基准利率的0.9倍，并未达到央行7月5日调整的浮动区间的下限，即0.7倍

的基准利率。

7、全球经济展望中强调“新兴经济体增速普遍放缓，且面临跨境资本流动逆转和货币贬值的挑战”；以及发达经济体“全面同步去杠杆化加大了经济下行的风险，而政策应对空间较次贷危机时已大幅压缩”，对发达国家宽松货币政策下物价水平的担忧减轻。

8、维持此前对于货币政策取向更为积极判断，8月或将再次下调存准率。就业问题或正处于峭壁边缘，未来政策的着眼点依然是通过对铁路、城市基础设施以及农田水利方面投资来“稳增长”，特别是增加制造业对就业的支持力度。

(招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)

招商证券宏观研究员)