

## 深度报告

## 宏观经济

## 义乌、昆明、郑州调研总结之二

2010年09月28日

本报告的独到之处

## 定期报告

•

相关研究报告:

《从美国6大金融机构财报审视金融危机第二波》09-02-11

《欧美大型金融机构财务现状及其影响》

09-03-15

《“去货币化”将主导下阶段宏观经济》

09-04-14

《“大稳健”(the Great Moderation)趋势与中国区域振兴》09-06-12

《出口复苏主导2010年中国经济》09-12-14

《战略性新兴产业:经济转型的真正突破口》10-06-01

## “严格减法”中的地方政府资金出路

“地方调研总结系列之二”主要说投融资平台问题,关于这个问题会否引发经济系统性矛盾,分析的报告很多,我们认为暂时非常难以做判断。我们这里仅就较确定的几点做介绍:

## ●地方政府资金紧张毋庸置疑

截止现在,我们仍见到不少报告认为地方政府资金不紧张,列的原因很多(如各种偿债能力指标不是很差等)。但不管如何,就我们所看到的,紧张是毫无疑问的。

调研中,地方政府对资本市场表现出了极大的热情,我们调研地方经济,他们反过来咨询平台整顿后的新融资渠道,非常希望了解政府手中资产如何打包上市(包括高新区的整体上市),换回资金以支持政府后续的开发建设。我们看到,地方资金紧张之现状已被不加掩饰地表现出来。

必须明白,本次平台整顿是一种严格的“减法”,简要概括,不外(1)“以前可贷的,现在不可以贷了”(财政的纯借钱平台,公益无现金流平台),(2)“以前可担保的,现在不可以了”(仍可贷的有现金流项目)。因而,地方整体资金的紧张是必然的。

## ●发展速度越快的地区,资金越紧张

这现象是因为,地方发展的两种主要形式(园区建设、旧城改造)展开的初期,均需要较大投资。园区建设的现金流是,先一笔大投入,之后吸引企业进驻,产生稳定递增的现金流(以企业税收为主);而旧城改造则是一笔大投入(拆迁安置),之后产生一笔一次性的大回报(土地拍卖收入)。由此,越是经济活跃、发展速度加快的区域,政府越缺钱。正文中各地政府人员的相关言论可以给出一些直观的认识。

## ●政府的资金形势正左右着一些商业模式,特别是有关地产行业

一些地方的政府认识到,开发商垫资参与一级开发的形式,导致了政府前期垫资少、后期回收少的局面,因而他们正努力筹集更多的资金,由政府主导一级开发,争取在以后的土地出让环节获取更多的收益。而一些开发商则以政府资金紧张的问题,等待政策的改变(重回一二级联动的模式)。

## ●“土地滚动开发”是地方政府资金问题的唯一出路

针对地方政府对于新融资方式的咨询,我们同行的资深投资者提出较系统的建议:包括向中央要政策要钱来支持(分税制下中央更有钱)、发地方债、做BT或BOT项目(特别是找有钱的央企合作)、寻找信托渠道合作的融资等。但我们发现,地方资金问题的最终出路仍然仅在于“土地的滚动开发”,其他方式本质上均属辅助措施。

不管是发债、信托还是BT、BOT,都是拆东墙、补西墙,在政府体系的资产负债表上,其根本的会计处理方式,不外是贷负债A,借负债B,负债总额并未减少,作用是问题的舒缓拖延(有时甚至是扩大,包括利息支付、以及鼓励业已不切实际的开支等)。“土地滚动开发”则不是这样,完成出让之后,还掉多少,债务就减掉多少,大约是贷资产A,借负债B。为此,能解决资金紧张最根本的方式还是得靠土地财政。

## 宏观研究小组

联系人 周炳林  
分析师 林松立  
SAC 执业证书编号: S0980209080421  
Tel: 0755 - 82130833 -1856  
Email: zhoublin@guosen.com.cn

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 内容目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| “严格减法”中的地方政府资金出路 .....        | 4 |
| 地方政府资金紧张毋庸置疑 .....            | 4 |
| 经济发展速度越快的地区，资金紧张程度越高 .....    | 5 |
| 政府资金左右着一些商业模式，特别是有关地产行业 ..... | 5 |
| “土地滚动开发”是最终出路 .....           | 6 |

## 图表

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 表 1: 国家对平台贷款的政策规定 .....      | 4 |
| 图 1: 各省（市、自治区）平台贷款债务率分布..... | 5 |
| 表 2: 未来地方政府偿债率测算 .....       | 7 |

## “严格减法”中的地方政府资金出路

“地方调研总结系列之二”主要说投融资平台问题，关于这个问题会否引发经济系统性矛盾，分析的报告很多，我们认为暂时非常难以做判断。

我们这里仅就较确定的几点做介绍：

- 1、就现状而言，各地政府资金可能确实较为紧张，因国家对地方投融资平台的整顿政策是一种严格的“减法”；
- 2、发展速度越快的地区，资金越紧张；
- 3、政府资金形势正在左右着一些商业模式，特别是有关地产业的商业模式；
- 4、地方对多种新的融资手段孜孜以求，但我们认为“土地滚动开发”是问题的唯一出路。

### 地方政府资金紧张毋庸置疑

第一个问题：地方政府资金是否紧张？截止现在，我们仍见到不少报告认为地方政府资金不紧张，列的原因很多（如各种偿债能力指标不是很差等）。但不管如何，就我们所看到，紧张是毫无疑问的。

调研中，当地政府对资本市场表现出了极大的热情，我们调研地方经济，他们反过来咨询平台整顿后的新融资渠道，非常希望了解政府手中资产如何打包上市（包括高新区的整体上市），换回资金以支持政府后续的开发建设。我们看到，地方资金紧张之现状已被不加掩饰地表现出来。

必须明白，本次平台整顿是一种严格的“减法”，简要概括，不外（1）“以前可贷的，现在不可以贷了”（财政的纯借钱平台，公益无现金流平台），（2）“以前可担保的，现在不可以了”（仍可贷的经营性项目）。因而，地方整体资金的紧张是必然的。

国家政策中，配套“信贷减法”的是“项目减法”（一种“支出减法”），要求严格限制新开工项目，把有限的钱用于在建项目上。就我们观察，各地对“项目减法”并不积极，在其策略排序中，这大约是下下之策，当下各地关心的是，在调控中，如何继续获取资金，继续推进地方建设，方法包括：新的融资来源与方式，向国家要信贷的特殊待遇——以区域发展大战略的名义，如昆明。由此，信贷减法与项目减法的不平衡也是地方资金紧张的来源之一，而这一点还将延长紧张的时间。

**表1：国家对平台贷款的政策规定**

| 新的政策     | 平台类型       | 政策原文                                                                                                                                              |
|----------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1、不可再贷   | 财政的纯借钱平台   | “对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务，相关地方政府要在明确还债责任，落实还款措施后，对公司做出妥善处理；”                                                                |
| 2、不可再贷   | 公益无现金流平台   | “对承担上述公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设、运营任务的融资平台公司，要在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能。”                                                                          |
| 3、财政不再担保 | 有自我偿还能力的平台 | “对承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，要按照《中华人民共和国公司法》等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作；要通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善融资平台公司的股权 |

|          |    |                                     |
|----------|----|-------------------------------------|
|          |    | 结构。”                                |
| 4、财政不再担保 | 其他 | “对其他兼有不同类型融资功能的融资平台公司，也要按照上述原则进行清理” |

资料来源：国发〔2010〕19号，国信证券经济研究所

### 经济发展速度越快的地区，资金紧张程度越高

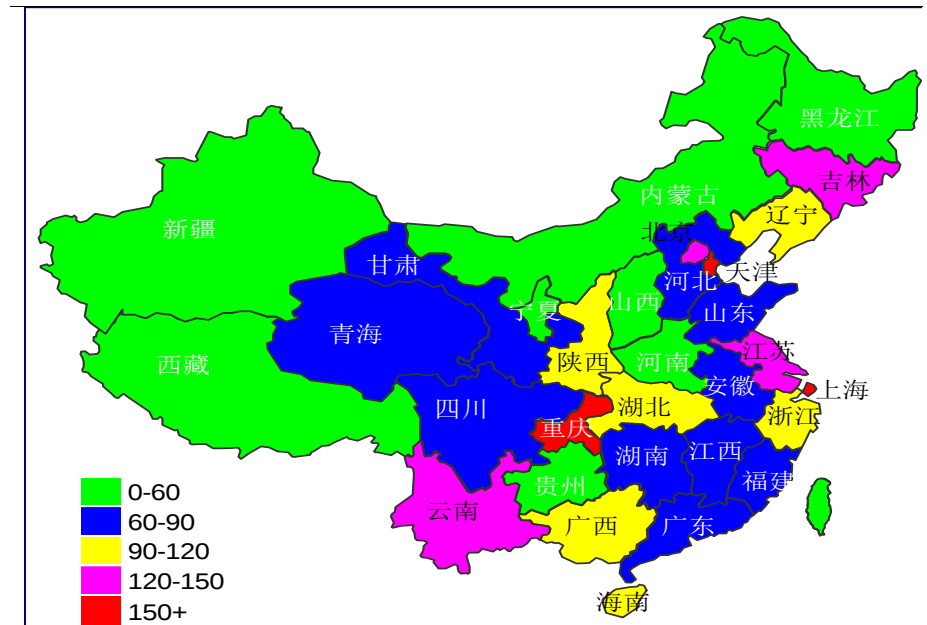
第二个问题：经济发展速度越快的地区，资金紧张程度越高。这是因为，地方发展的两种主要形式（园区建设、旧城改造）展开的初期，均需要较大投资。园区建设的现金流是，先一笔大投入，之后吸引企业进驻，产生稳定递增的现金流（以企业税收为主）；而旧城改造则是一笔大投入（拆迁安置），之后产生一笔一次性的大回报（土地拍卖收入）。

由此，越是经济活跃、发展速度加快的区域，政府越缺钱。各地的相关言论可以给出一些直观的认识：

“支持地方经济发展有各种途径，招商是其中一种，由于基础设施条件和配套不足，我们在招商过程中确实遇到很大问题，地方政府如果不做好先期投入，对企业就不具备吸引力。对于地方政府的困扰是：要做先期投入，钱从哪里来？”

“对于富士康员工的居住、商业等配套设施由政府和市场共同开发。前期由政府参与主导，后期由市场运作。富士康有 16 万员工，一期配套宿舍区必须要尽快入住，政府先出钱建，富士康来出租金。”

图1：各省（市、自治区）平台贷款债务率分布



债务率：平台贷款余额/地方财政收入，越发达、发展越快的地区，该指标明显越高。

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所

### 政府资金左右着一些商业模式，特别是有关地产行业

第三个问题：政府资金正左右着一些对上市公司有重要影响的商业模式。

一些地方认识到，开发商垫资参与一级开发的形式，导致了政府前期垫资少、后期回收少的局面。因而他们正努力筹集更多的资金，由政府主导一级开发，争取在以后的土地出让环节获取更多的收益。

“一二级联动，土地价值没有体现，政府该拿到的钱没有收到。这种形式对初

期引导社会资金参与是有好处的，但没有形成良性循环，因此现在进行了调整，政府来做一级开发。”

而昆明的调研中，开发商则以政府资金的问题，等待政策的改变，“以前旧城改造采取政府和地产商一二级联动的形式。7月份下达了一个通知，规定一二级开发要分开，但我们判断还是要回去搞一二级联动，我们正在等政策（变化）。”

### “土地滚动开发”是最终出路

第四个问题：“土地滚动开发”是解决地方资金问题的最终出路。

针对地方政府的咨询，我们同行的资深投资者提出了较系统的融资替代方法。包括向中央要政策要钱来支持、发地方债、做 BT 或 BOT 项目（特别是找有钱的央企合作）、寻找信托渠道合作的融资等。但我们发现，地方资金问题的最终出路仍然仅在于“土地的滚动开发”，其他方式本质上均属辅助措施。

不管是发债、信托还是 BT、BOT，都是拆东墙、补西墙，在政府体系的资产负债表上，其根本的会计处理方式，不外是贷负债 A，借负债 B，负债总额并未减少，作用是问题的舒缓拖延（有时甚至是扩大，包括利息支付、以及鼓励业已不切实际的开支等）。“土地滚动开发”不是这样，完成出让之后，还掉多少，债务就减掉多少，大约是贷资产 A，借负债 B。为此，能解决资金紧张最根本的方式还是得靠土地财政。

由此看，市场坚定地将银行与地产捆绑在一起显示出其有效性。对于平台贷款规模，一个广为讨论的数据时截至上半年余额为人民币 7.7 万亿元，占行业贷款总额的 16.2%（2009 年占比为 17.4%），较 09 年底人民币 7.4 万亿元的贷款余额环比增长了 4%；其中 27% 的贷款对应的项目拥有充足的现金流用于偿还贷款；约 50% 的贷款将依赖于借款人和潜在抵押品或贷款担保人的现金流；约 23% 的贷款被视为高风险贷款。

23% 高风险贷款可能包括的范围有，1) 部分或完全依赖于地方政府隐性担保来偿还债务的地方融资平台贷款（即“公益性项目”）；2) 为地方融资平台股权融资的贷款；3) 对不合格借款人的贷款；4) 被滥用的贷款。

不难看出，全国土地出让金未来数年的规模对于银行资产质量有着根本的影响，其不仅决定着 50% 平台贷款所依赖的潜在抵押品现金流，而且，对于 23% 高风险贷款的还款可能性也是决定性的。

7.7 万亿的平台贷款，以 10 年本息等额还款计算，年还款约 1 万亿；以 20 年本息等额还款计算，年还款约 6500 亿元。预计未来数年地方政府一般预算收入加土地出让金收入将在 5 万亿到 7 万亿之间，年均 6500 亿的还本付息规模占比地方总收入约 9-13% 之间，风险相对可控；而如果 1 万亿每年，则还款规模占当期收入要达到 15-20% 之间，压力加大很多，一些研究认为 2012 年项目多数建成要开始大规模偿付本金，每年本息合计 1.5 万亿，还款压力过大（达收入的 30%），显然不会成为最终的执行方式。

**表2: 未来地方政府偿债率测算**

未来地方政府偿债率测算（单位：亿元）

| 年份   | 贷款利率 % | 付息   | 还本   | 财政一般预算收入 | 土地出让金收入 | 地方政府负债 | 还本付息 / 财政收入 (不含土地出让金) % | 还本付息 / 财政收入 (含土地出让金) % |
|------|--------|------|------|----------|---------|--------|-------------------------|------------------------|
| 2009 | 5.35   | 4010 | 0    | 31719    | 15910   | 75000  | 12.6                    | 8.4                    |
| 2010 | 5.59   | 4611 | 0    | 35842    | 9600    | 82500  | 12.9                    | 10.2                   |
| 2011 | 6.08   | 5513 | 0    | 40502    | 9600    | 90750  | 13.6                    | 11.0                   |
| 2012 | 6.08   | 5458 | 9075 | 45767    | 9600    | 89843  | 31.8                    | 26.3                   |
| 2013 | 6.08   | 5403 | 8984 | 51717    | 9600    | 88944  | 27.8                    | 23.5                   |
| 2014 | 6.08   | 5349 | 8894 | 58440    | 9600    | 88055  | 24.4                    | 20.9                   |
| 2015 | 6.08   | 5296 | 8805 | 66037    | 9600    | 87174  | 21.4                    | 18.6                   |
| 2016 | 6.08   | 5243 | 8717 | 74622    | 9600    | 86302  | 18.7                    | 16.6                   |
| 2017 | 6.08   | 5190 | 8630 | 84323    | 9600    | 85439  | 16.4                    | 14.7                   |
| 2018 | 6.08   | 5139 | 8544 | 95285    | 9600    | 84585  | 14.4                    | 13.1                   |

资料来源：中国人民银行、国土资源部、财政部

资料来源：中国银行，国信证券经济研究所

对于上述测算，我们持保留态度，我们的观点：2012 年的还本压力大约在 3000-5000 亿之间，利息压力在 4500-5000 亿之间，彼时土地出让金预计是 2 万亿，因而，2012 年后还本付息压力/地方财政收入（含地金）的比例应为 12%-15% 左右。

## 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登

**国信证券经济研究所团队成员**

|                 |                |                |                |              |                |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>宏观</b>       |                | <b>策略</b>      |                | <b>交通运输</b>  |                |
| 周炳林             | 0755-82130638  | 黄学军            | 021-60933142   | 郑 武          | 0755- 82130422 |
| 林松立             | 010-66026312   | 崔 嵘            | 021-60933159   | 陈建生          | 0755- 82133766 |
|                 |                |                |                | 岳 鑫          | 0755- 82130432 |
|                 |                |                |                | 高 健          | 0755-82130678  |
| <b>银行</b>       |                | <b>房地产</b>     |                | <b>机械</b>    |                |
| 邱志承             | 021- 60875167  | 方 焱            | 0755-82130648  | 余爱斌          | 0755-82133400  |
| 黄 飙             | 0755-82133476  | 区瑞明            | 0755-82130678  | 黄海培          | 021-60933150   |
| 谈 煊             | 010- 66025229  | 黄道立            | 0755- 82133397 | 陈 玲          | 0755-82130646  |
|                 |                |                |                | 杨 森          | 0755-82133343  |
| <b>汽车及零配件</b>   |                | <b>钢铁</b>      |                | <b>商业贸易</b>  |                |
| 李 君             | 021-60933156   | 郑 东            | 010- 66026308  | 孙菲菲          | 0755-82130722  |
| 左 涛             | 021-60933164   | 秦 波            | 010-66026317   | 吴美玉          | 010-66026319   |
|                 |                |                |                | 祝 彬          | 0755-82131528  |
| <b>基础化工</b>     |                | <b>医药</b>      |                | <b>石油与石化</b> |                |
| 张栋梁             | 0755-82130532  | 贺平鸽            | 0755-82133396  | 李 晨          | 021-60875160   |
| 陈爱华             | 0755-82133397  | 丁 丹            | 0755- 82139908 | 严蓓娜          | 021-60933165   |
| 邱 斌             | 0755-82130532  | 陈 栋            | 021-60933147   |              |                |
| <b>电力设备与新能源</b> |                | <b>传媒</b>      |                | <b>有色金属</b>  |                |
| 皮家银             | 021-60933160   | 陈财茂            | 021-60933163   | 彭 波          | 0755-82133909  |
|                 |                |                |                | 谢鸿鹤          | 0755-82130646  |
| <b>电力与公用事业</b>  |                | <b>非银行金融</b>   |                | <b>通信</b>    |                |
| 徐颖真             | 021-60875162   | 邵子钦            | 0755- 82130468 | 严 平          | 021-60875165   |
| 谢达成             | 021-60933161   | 田 良            | 0755-82130513  | 程 峰          | 021-60933167   |
|                 |                | 童成敦            | 0755-82130513  |              |                |
| <b>造纸</b>       |                | <b>家电</b>      |                | <b>计算机</b>   |                |
| 李世新             | 0755-82130565  | 王念春            | 0755-82130407  | 段迎晟          | 0755- 82130761 |
| 邵 达             | 0755-82130706  |                |                |              |                |
| <b>电子元器件</b>    |                | <b>纺织服装</b>    |                | <b>农业</b>    |                |
| 段迎晟             | 0755- 82130761 | 方军平            | 021-60933158   | 张 如          | 021-60933151   |
| 高耀华             | 0755-82130771  |                |                |              |                |
| <b>旅游</b>       |                | <b>食品饮料</b>    |                | <b>建材</b>    |                |
| 廖绪发             | 021-60875168   | 黄 茂            | 0755-82138922  | 杨 昕          | 021-60933168   |
| 刘智景             | 021-60933148   |                |                |              |                |
| <b>煤炭</b>       |                | <b>建筑</b>      |                | <b>新兴产业</b>  |                |
| 李 然             | 010-66026322   | 邱 波            | 0755-82133390  | 陈 健          | 010-66215566   |
| 苏绍许             | 021-60933144   | 李遵庆            | 0755-82133055  | 李筱筠          | 010-66026326   |
| <b>固定收益</b>     |                | <b>指数与产品设计</b> |                | <b>投资基金</b>  |                |
| 李怀定             | 021-60933152   | 焦 健            | 0755-82133928  | 杨 涛          | 0755-82133339  |
| 高 宇             | 0755- 82133538 | 王军清            | 0755-82133297  | 刘舒宇          | 0755-82133568  |
| 侯慧娣             | 021-60875161   | 彭甘霖            | 0755-82133259  | 康 亢          | 010-66026337   |
| 张 旭             | 010-66026340   | 阳 瑾            | 0755-82133538  | 刘 洋          |                |
| 蔺晚熠             | 021-60933146   | 周 琦            | 0755-82133568  |              |                |
| 刘子宁             | 021-60933145   | 赵学昂            | 0755-66025232  |              |                |
| <b>量化投资</b>     |                | <b>交易策略</b>    |                |              |                |
| 葛新元             | 0755-82133332  | 戴 军            | 0755-82133129  |              |                |
| 董艺婷             | 021-60933155   | 秦国文            | 0755-82133528  |              |                |
| 林晓明             | 0755-25472656  | 徐左乾            | 0755-82133090  |              |                |
| 赵斯尘             | 021-60875174   | 黄志文            | 0755-82133928  |              |                |
| 程景佳             | 021-60933166   |                |                |              |                |
| 郑 云             | 021-60875163   |                |                |              |                |
| 毛 甜             | 021-60933154   |                |                |              |                |

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 万成水         | 0755-82133147<br>13923406013<br>wancs@guosen.com.cn    |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 李 锐         | 010-66025249<br>13691229417<br>lirui2@guosen.com.cn   | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 徐文琪         | 010-66026341<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
|             |                                                       | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 黎 敏         | 0755-82130681<br>13902482885<br>limin1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 徐 冉         | 13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn                    |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn                     |