

危机第二波：地方债务规模、风险与化解

事件：

在近期国内外多家媒体集中报道地方融资平台债务风险后，随着 6 月 27 日国家审计署对地方政府债务规模的公布，引发了市场和公众对地方债务危机的高度关注和持续担忧，资本市场出现大幅度调整。

研究结论

- **地方债务问题对银行影响的风险底限可控。**压力测试显示在最悲观的情景假设下，银行的核心资本充足率可能受到一定的影响，但是影响幅度较小；银行业整体盈利也不至于如外界揣测的那样悲观，在银行和政府两方面的合力下，真正对银行盈利能力产生的影响是可控的，这有助于 A 股坚守估值。
- **当前债市对地方债务违约风险的反应过度。**市场目前当务之急是稳定恐慌情绪，这只要政策做出姿态开始试点市政债和成立资产剥离机构就可以实现，而趋势性的机会有待资金面的实质性松动（三季度末），建议左侧配置部分超跌利率产品，中行、石化转债和精选高级别信用债。
- **地方政府负债发生系统性风险的可能性不大，但发生局部冲击的可能性存在。**兴于金融危机期间，在中国式分权结构下地方财政预算软约束、GDP 至上的政绩考核相互作用下，地方债务其实是被迫式反危机和主动型大跃进的结合体。但从负债规模、偿债保证以及风险类型三个方面看，目前我国地方政府负债水平总体可控，发生系统性风险的可能性不大。但是在系统性风险可控的背景下，不排除某些区域和行业的偿债风险较大，随着偿债高峰的到来将会受到一定冲击。
- **以全球视野来看，从欧洲到美国再到日本也都在经历一次公共债务的危机。**这是危机的第二波，从欧洲希腊违约，到美国的债务上限，再到中国地方融资平台问题，概莫能外。而且这个问题会长期化，持续 3-5 年时间。横向上看与陷入公共债务危机“泥淖”的欧美日相比，中国的前景是最为乐观的，债务水平整体还不高，风险可控；从纵向来看，现在也并非最坏的时候，更多的是第一轮危机的后遗症。而且即便风险进一步恶化，倒逼政府采取进一步改进措施的空间依然存在。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2011 年 7 月 27 日

东方证券策略团队

梁宇峰

执业证书编号：S0860510120002

联系人

杨娜

8621-63325888×6253

yangna@orientsec.com.cn

王鹏

8621-63325888×6111

wangpeng@orientsec.com.cn

高子惠

8621-63325888×6106

gaozihui@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

策略观点：	4
1、权益投资策略：地方债务问题对银行影响的风险底限可控	4
2、固定收益投资策略：债券市场对地方债务问题反应过度	7
一、地方债务问题引发担忧	9
二、地方政府债务的前世今生	9
三、地方债务问题产生的根源	12
1、中国式分权是地方政府债务膨胀的制度根源	12
2、地方债务是被迫式反危机和主动型大跃进的结合体	14
四、对地方政府债务违约风险的分析	15
1、债务风险总体可控	15
2、个案风险难以避免	17
五、地方政府债务风险的化解	17
六、全球视野——金融危机第二波：公共债务危机	18

图表目录

图 1：2003 年来不良贷款余额和不良贷款率	4
图 2：不良贷款所有者权益比	5
图 3：短端信用利差分析	8
图 4：全国 10.7 万亿地方政府性债务余额分类	10
图 5：地方政府性债务按政府层级部分	12
图 6：地方政府债务按区域分布	12
图 7：全国 10.7 万亿地方政府性债务兴于两次金融危机期间	13
图 8：各国政府负债率比较	15
图 9：地方政府债务按清偿期限分布	16
表 1：主要银行资本充足率与风险情景分析	5
表 2：不良贷款的利润影响测算（亿元）	6
表 3：2008-2010 年土地使用权出让收入和支出	6
表 4：考虑土地财政盈余后的银行利润影响测算	7
表 5：债市发行企业核心资产转移不规范案例	7
表 6：1991-2008 年中国地方财政收支缺口（单位：亿元）	10
表 7：分税制体制下中央政府和地方政府收入、支出划分	11
表 8：地方政府债务分布结构	12

策略观点：

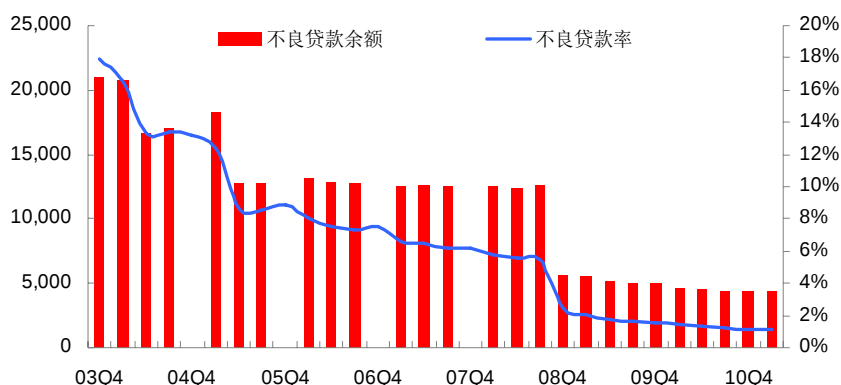
兴于金融危机期间，在中国式分权结构下地方财政预算软约束、GDP至上的政绩考核相互作用下，地方债务其实是被迫式反危机和主动型大跃进的结合体。但从全球视野来看，横向上与陷入公共债务危机“泥淖”的欧美日相比，目前我国债务水平整体还不算高，其风险主要集中在地方政府债务上，风险总体可控；从纵向来看，现在也并非最坏的时候，即便风险进一步恶化，倒逼政府采取进一步措施的空间依然存在。我们认为，对于银行业而言，可能引发的风险底限在可控范围之内，大盘底部坚实；而债券市场对城投债的信任危机反应过度，恐慌过后情绪底正在逐步形成。左侧配置机遇已经打开，需要精选个券。对于未来，我们持谨慎乐观态度并持续关注决策层对系统性风险的政策响应。

1、权益投资策略：地方债务问题对银行影响的风险底限可控

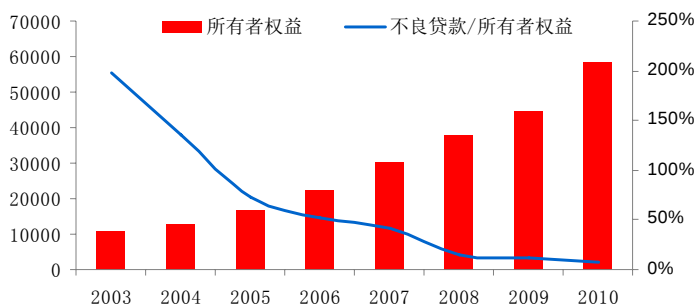
根据审计署报告，2010年底地方政府性债务余额中，银行贷款为84679.99亿元，占79.01%。虽然地方债中银行贷款占比非常大，但我们通过测算，认为这些地方债务对于银行的整体影响是在可控范围内的。

目前市场给予地方债务问题过度担忧的很大一部分原因在于地方债务风险底限的不明确性。审计署，银监会甚至穆迪都给出了差距迥异的测评数据。为了更谨慎地计算地方债务对银行业的影响，我们这里使用银监会9万亿地方债务总额的数据作为计算基础。按银监会地方融资平台贷款的解读，其中有约23%可能存在问题，即约2万亿的贷款可能成为坏账。这2万亿的可能坏账与1998年资产剥离前的银行状况有一定的相似性，两者皆是由政策贷款引发的信贷高增长导致的资产质量问题。但是与1998年不同的是，中国国有银行的不良贷款率逐年下降，已经由1998年的39.3%降至2010年的1.1%。同时，银行通过IPO和再融资等手段时权益资本不断上升，不良贷款对权益比率已由1998年的3.8倍降至2010年的0.07倍。

图 1：2003 年来不良贷款余额和不良贷款率



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 2：不良贷款所有者权益比


资料来源：Wind、东方证券研究所

假设 2 万亿在 5 年内全部被认定为坏账,则根据目前贷款余额为 51.4 万亿元,也远远没有超过 1998 年之前 39.3% 的不良贷款率, 与国际上公认的 10% 不良贷款警戒线相比, 也同样处于较低水平。同样的, 即使 2 万亿最终被核销, 中国银行业的不良贷款对权益比率仍将保持在低于 1 倍的水平, 远低于 1998 年之前的数值。

就资本充足率而言, 平台公司自身现金全覆盖和基本覆盖的比例一般都在 70% 以上。根据银监会 2011 年 34 号文要求, 11 年 6 月末要按照平台贷款最高 300% 的风险权重来计算资本充足率, 我们能够对部分银行资本充足率的影响进行测算。**整体来看, 银行的核心资本充足率可能受到一定的影响, 但是影响幅度较小, 基本都在 0.2%-0.4%。**

表 1：主要银行资本充足率与风险情景分析

	工行	农行	中行	建行	交通	浦发	民生
平台余额 (亿元)	5151	3493	4000	3900	1500	1050	1792
平台占比	7.29%	6.74%	6.77%	6.57%	6.47%	8.84%	16.60%
项目现金流半覆盖或未覆盖比例	33%	30%	30%	20.50%	15%	23%	17%
平台贷款不良率	0.30%	1.49%	0.24%	0.50%	0.21%	0.00%	0.00%
核心资本充足率	9.66%	9.61%	9.80%	10.33%	9.24%	9.09%	7.66%
权益 (亿元)	8722	5766	7115	7491	2372	1294	1116
风险资产 (亿元)	90292	59997	72606	72515	25666	14237	14570
调整风险资产 (亿元)	93692	62093	75006	74114	26116	14720	15180
调整后核心资本充足率	9.31%	9.29%	9.49%	10.11%	9.08%	8.79%	7.35%
核心资本充足率下降幅度	0.35%	0.32%	0.31%	0.22%	0.16%	0.30%	0.31%

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：工行、农行、浦发、民生平台贷款数据来源于业绩发布会，其他为 2010 年年末数为基础的估计值；近似假设股东权益等于核心资本）

除了银行的资产负债表外, 市场另一大担忧来源于地方债的坏账导致银行利润的大幅度下滑。我们也因此对 2011-2015 年的贷款进行了测算, 我们假设:

- 1、按照 2010 年银监会的要求, 到 2015 年拨备比达到 2.5%, 2011 年以 2.38% 为起点逐年增加。
- 2、谨慎起见, 不良贷款拨备率仅为 100%。

3、 贷款余额增速均逐年递减，一般不良贷款率略有升高，平台贷款维持在目前的 9.1 万亿元。

表 2：不良贷款的利润影响测算（亿元）

年份	贷款增速	贷款总额	拨备比	平台贷款	非平台贷款不良率	贷款拨备额	非平台不良贷款拨备额	平台贷款拨备额
2011	16.5%	558262	2.38%	91000	1.15%	13287	5374	7913
2012	16%	647584	2.41%	91000	1.20%	15607	6679	8928
2013	15.5%	747959	2.44%	91000	1.20%	18250	7884	10367
2014	15%	860153	2.47%	91000	1.20%	21246	9230	12016
2015	14%	980575	2.50%	91000	1.20%	24514	10675	13839

资料来源：东方证券研究所

根据测算，到 2015 年银行在平台贷款方面已拨备的损失为 13839 亿元，与 2 万亿相比较而言，算上利息，尚有近 8000 亿元的缺口。假设这些损失在未来 5 年内集中平均确认，则每年给银行带来的新增损失为 1600 亿，折合税后 1200 亿。根据银监会年报，以 2010 年银行净利润 8991 亿为基数，则对 2011-2015 年整个银行业净利润的影响在 10%-15% 之间。若再假设不考虑地方债务时 2011-2015 年银行业净利润复合增长率为 18%，则对净利润影响进一步下降到 8%-10%，影响之后的复合增长率也能达到 16% 左右。即便是极端的情况，地方债务风险集中在一年爆发，银行业也不至于出现亏损。可见银行业整体盈利可能会受到一定影响，但并不至于如外界揣测的那样悲观，这也是我们维持对 A 股市场谨慎乐观的重要原因之一。

以上分析的假设基于地方政府在问题贷款上完全无所作为，但事实上，许多地方政府承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额。2010 年地方土地出让金达到 2.9 万亿，并有 2 亿多的土地财政盈余，而近两年的数据表明中国土地出让每年都有盈余。

表 3：2008-2010 年土地使用权出让收入和支出

	2008	2009	2010
国有土地使用权出让收入	10375.28	13964.8	29109.9
国有土地使用权出让收入安排的支出	10172.5	12327.1	26975.8
其中：征地拆迁补偿等成本性支出	3778.15	5180.58	13395.6
城市建设的支出	3035.32	3340.99	7531.67
其他支出	3359.03	3805.53	6048.53

资料来源：财政部、东方证券研究所

虽然中央目前对房地产的调控影响到土地出让的金额，但是我们认为 2011 年土地出让金预算的 19753 亿元能够实现。而在地方债务的偿还压力下，地方可能削减土地出让金开支，剩余的现金流盈余用于偿债。我们维持征地拆迁补偿等成本性支出 46% 的收入占比，并假设城市建设支出和其他支出均在 4500 亿的水平，之后盈余以 10% 的比例增长，而政府愿意以盈余的 60% 来偿还债务，计算得出 5 年银行在拨备损失之后的额外损失进一步收缩到 2000 亿左右。可以说，虽然地方债务的规模很大，但是在银行和政府两方面的合力下，真正对银行盈利能力产生的影响是可控的。

表 4：考虑土地财政盈余后的银行利润影响测算

	2011	2012	2013	2014	2015
土地出让盈余	1667	1834	2017	2219	2441
盈余偿债额	1000	1100	1210	1331	1464
平均年损失	-1600	-1600	-1600	-1600	-1600
核销后对银行利润影响	-600	-500	-390	-269	-136

资料来源：东方证券研究所

风险提示：考虑到还有保障房建设的大量融资需求带来的压力，地方政府还有可能通过减持政府或地方国资委所持股票获取资金，这可能对相应的上市公司形成压力，但也可能更多采取的是资产注入或者存量资产证券化的方式而非直接套现，这对危机的解决是有力的保证。而在银行面对损失压力时，也有可能展开新一轮融资活动来增厚资本垫，这是未来可能存在的主要风险。同时压力测试没有考虑存在相关性的其他贷款的损失，市场和决策者都很清楚银行的风险都是系统性风险。

2、固定收益投资策略：债券市场对地方债务问题反应过度

地方债务风险将导致地方政府信用评级降低，商业银行贷款审批将更为严格，贷款利率及城投债利率将更高，地方政府融资额受限，短期资金压力较大，从而叠加市场对地方债务风险的担忧。

自今年 4 月开始，地方频频爆发的城投债信用事件，更加剧了机构的担忧，风险溢价随之不断抬升。

表 5：债市发行企业核心资产转移不规范案例

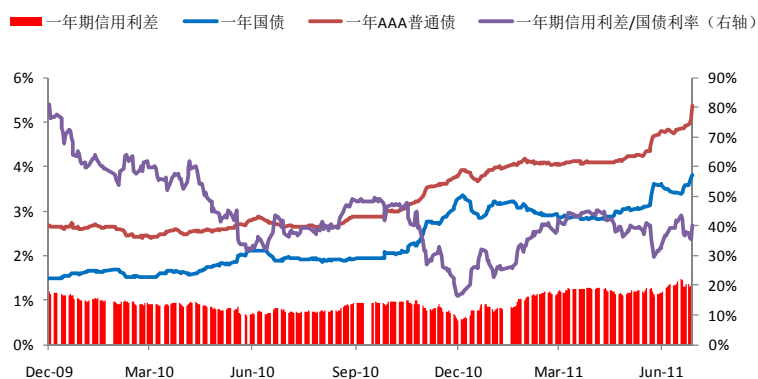
债券名称	种类	核心资产划转规模及时间	对公司资产或利润的影响
10 广州建投债	企业债	自 2010 年初开始划转，划转资产合计 296 亿元，其中所有者权益约 119 亿元，负债 177 亿元	按 2009 年财报计算，划转资产收入占公司主营总收入的 89.56%
10 华靖债	企业债	2010 年将公益性资产置换为经营性资产	导致公司总资产和净资产较发债时公告的下降了 50% 和 41%
08 云投债 10 云投债	企业债	拟将核心电力资产划转至正在组建的云南省能源投资集团	划转资产占其总资产规模的三分之一以上，且具备较强的盈利能力
10 川高速 MTN1 10 川高速 MTN2	中期票据	2011 年 3 月，川高速所持的 31.88%成渝高速股权已全部过户至新成立的平台公司川交投名下	成渝高速股权是川高速旗下的核心资产，对川高速所发债券的偿付能力起着至关重要的作用

资料来源：互联网、东方证券研究所

城投债信任危机也导致投资者开始用脚投票。近期，以 10 渝交通为代表的多只企业债券均遭到抛售，这些债券多为 2009 年以来发行的企业债，其中以城投债居多。城投债抛售风潮，也使得场内交易型债券基金交易价格普遍下滑，尤其是杠杆债基的高风险份额，和一些投资城投债比例较高的基金，近日来连创新低。由于公募债基折价率高，近期遭受赎回压力大，因此被迫斩仓，而城投债

流动性差，尽管风险溢价大幅抬升但仍有价无市，只好抛售流动性较好的转债和其他利率产品，致使转债价格也大幅下跌，从城投债、地方债到企业债，长期国债，再到近期的短融，已变成逢债即跌，整个固定收益市场风雨飘摇。

图 3：短端信用利差分析



资料来源：Wind、东方证券研究所

目前资金面紧张、通胀预期持续、信用利差拉大等，整个市场陷于利率风险、流动性风险和信用风险交织的困境中。几乎所有的利空都已经释放出来，市场为情绪所左右，失去了为信用风险的定价能力，导致停顿。但我们认为超调意味着交易机会，市场目前当务之急是稳定恐慌情绪，这只要政策做出姿态开始试点市政债和成立资产剥离机构就可以实现，财政部部长谢旭人 23 日在北京市考察时指出，要加强地方政府债务管理，按照分类管理、区别对待的原则，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题。谢旭人还指出，要继续抓紧清理规范融资平台公司，坚决禁止政府违规担保行为，研究建立规范的地方政府举债融资机制。这是一个好的信号。我们建议左侧配置超跌的部分转债和精选高级别信用债。1 年短融配置 AAA 高等级，3、5 年中票配置 5 年期 AAA、AA+ 等级；企业债则积极配置 5 年期 AA+ 和 AA 等级。但趋势性的收获机会有待资金面的实质性松动（四季度）。

一、地方债务问题引发担忧

在近期国内外多家媒体集中报道地方融资平台债务风险后，随着 6 月 27 日国家审计署对地方政府债务规模的公布，引发了市场和公众对地方债务危机的高度关注和持续担忧。为什么是现在？与之前市场预期的 2013 年才会迎来地方政府偿债高峰不同，审计署公告表明地方政府在 2011 年即迎来了偿债高峰，地方政府的短期偿债压力巨大。

一方面，审计署的公告表明，部分地方的债务偿还对土地出让收入的依赖较大。2010 年底，地方政府负有偿还责任的债务余额中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为 25473.51 亿元。地方政府运营城市的核心就是土地出让，上半年土地出让情况并不乐观，一旦继续受到影响就会阻断地方的还款资金来源，引发连锁反应。上半年，上海土地出让金约为 493.91 亿元，位居全国 130 个城市之首，但同比下降 27.22%；北京土地出让金收入为 327.2 亿元，同比下降了 48.2%，约为 2010 年上半年的一半。在房地产调控紧缩不变的背景下，以往成为地方财政收入重要来源的土地出让金大幅缩减，加剧了公众对地方政府偿债能力的担忧。

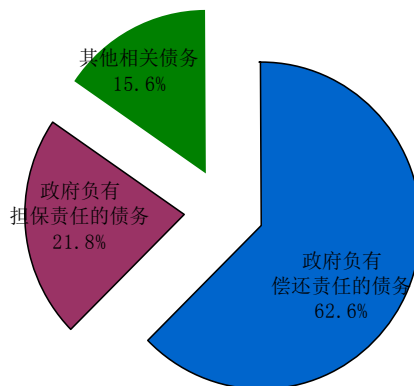
另一方面，在货币政策紧缩背景下，地方融资平台信贷准入条件将更加严格，以往靠“借新还旧”来维系项目资金来源的办法已经受阻，如何保证地方融资平台已经开工或者准备开工建设项目的资金需求？而这又是一个影响中国经济增长的问题。正是洞悉这一风险，资本市场才会“沉吟至今”（一度跌至 2600 左右）。目前对地方政府债务风险的担忧已成下半年宏观经济面临的重大风险之一。决策层也不断对市场进行喊话，对挑衅的海外热钱当头棒喝，诚然在一个具有群众癫狂特征和流动性过于凶猛的博弈市场上，这会起到震慑效应和引导作用，但必须拿出实质的解决方案，市场需要的不仅仅是信心。

地方政府债务何时产生？其发展路径以及债务结构分布有哪些特点？地方政府债务风险主要体现在哪些方面？又将如何化解。本文意在回顾地方政府债务的前世今生以及现状，并对未来地方政府债务风险的走向及化解进行分析和判断。理解了这一系列问题，就能够把握中国未来 1-2 年宏观经济的演进趋势和资本市场变化规律。以更大视野来看，从欧洲到美国再到日本也都在经历一次公共债务的危机，它究竟是金融危机的后遗症还是危机的第二波，不管怎样它都将会塑造全球经济演化的新格局，谁会笑到最后呢？

二、地方政府债务的前世今生

根据审计署 2011 年第 35 号审计报告，我国地方政府负有偿还责任的债务最早发生在 1979 年，有 8 个县区当年举借了政府负有偿还责任的债务。此后，各地开始陆续举债，至 2010 年底，全国只有 54 个县级政府没有举借政府性债务。截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 107174.91 亿元，其中政府负有偿还责任的债务、政府负有担保责任的债务、政府可能承担一定救助责任的其他相关债务分别为 67109.51 亿元（占比 62.62%）、23369.74 亿元（占比 21.8%）、16695.66 亿元（占比 15.58%）。

图 4：全国 10.7 万亿地方政府性债务余额分类



资料来源：国家审计署、东方证券研究所

地方政府债务是地方政府财权与事权不匹配、城市基础设施建设资金缺口巨大、中央政府禁止地方政府举债等方面相互作用的结果。

一是分税制改革后，地方财政收入占全国财政总收入的比例不断下降，而地方财政支出却明显上升，造成地方政府财权与事权不匹配。如 2009 年地方财政收入占全国财政总收入的 47.6%，但 2009 年地方财政支出占全国财政支出总额的 80.0%，地方财政收支缺口巨大。

二是城市化水平迅速提升，城市基础设施建设资金需求巨大。2000 年我国城市化率为 36.2%，2010 年达到 47.5%，平均每年提高 1.13 个百分点。而据有关测算，按 2002 年的价格水平，每增加 1 个城市人口，需要基础设施投资 9 万元，按每年增加 1800 万人计算，我国每年需要新增的城市基础设施投资高达 16200 亿元¹。

三是现行法律不允许地方政府直接举债。《中华人民共和国预算法》明确规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行债券”。因此，一方面现行分税制体制下地方财政收支缺口逐年扩大，另一方面现行法律法规又禁止地方政府直接发行债券。为解决资金需求与供给矛盾的问题，产生了两种变通的办法：一是中央财政替地方政府发行国债再转借给地方政府；二是通过注册成立各种城市基础设施项目的融资平台公司，向银行借款或向社会发行债券，即地方融资平台负债。

表 6：1991-2008 年中国地方财政收支缺口（单位：亿元）

年份	地方财政支出	地方财政收入	地方财政缺口
1991	2259.81	2211.23	-48.58
1995	4828.33	2985.58	-1842.75
2000	10366.65	6406.06	-3960.59
2005	25154.31	14388.80	-10765.51
2006	30431.33	18129.31	-12302.02
2007	38339.29	23572.62	-14766.67
2008	49248.49	28644.91	-20603.58
2009	61044.14	32602.59	-28441.55

¹ 周沅帆：《城投债-中国式市政债券》，中信出版社，2010

2010	73602.49	40609.80	-32992.69
------	----------	----------	-----------

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 7：分税制体制下中央政府和地方政府收入、支出划分

中央政府和地方政府收入划分	
中央固定收入	关税，海关待征消费税和增值税，消费税，铁道部门，各银行总行，各保险公司总公司等集中缴纳的收入（包括营业税，利润和城市维护建设），未纳共享范围的中央企业所得税，中央企业上交的利润等
中央与地方共享收入	增值税中央分享 75%，地方分享 25%；纳入共享范围的企业所得税和个人所得税中央分享 60%，地方分享 40%；资源税按不同的资源品种划分，海洋石油资源税为中央收入，其余资源税为地方收入；证券交易印花税中央分享 97%，上海，深圳分享 3%
地方固定收入	营业税（不含铁道部门，各银行总行，各保险公司总公司集中缴纳的营业税），地方企业上缴利润，城镇土地使用税，城市维护建设税（不含铁道部门，各银行总行，各保险公司总公司集中缴纳的部分），房产税，车船使用税，印花税（不含证券交易印花税），耕地占用税，契税，烟叶税，土地增值税，国有土地有偿使用收入等
中央政府和地方政府支出划分	
中央财政支出	国防，武警经费，外交支出，中央统管的基本建设投资，中央直属企业的技术改造和新产品试制费，地质勘探费，中央安排的农业支出，中央负担的国内外债务的还本付息支出，以及中央负担的公检法支出和文化，教育，卫生，科学等各项事业费支出
地方财政支出	地方行政管理费，公检法经费，民兵事业费，地方统筹安排的基本建设投资，地方企业的改造和新产品试制经费，农业支出，城市维护和建设经费，地方文化、教育、卫生等各项事业费以及其他支出

资料来源：周沅帆：《城投债-中国式市政债券》，中信出版社，2010

地方政府债务在 20 多年的发展过程中形成了以下分布特点：

(1) 从政府层级来看，市级债务余额占比较大。截至 2010 年底，全国省级、市级和县级政府性债务余额分别为 32111.94 亿元、46632.06 亿元和 28430.91 亿元，分别占 29.96%、43.51%和 26.53%。

(2) 从区域看，东部地区债务余额占比最大。截至 2010 年底，东部 11 个省（直辖市）和 5 个计划单列市政府性债务余额 53208.39 亿元，占 49.65%；中部 8 个省政府性债务余额为 24716.35 亿元，占 23.06%；西部 12 个省（自治区、直辖市）政府性债务余额 29250.17 亿元，占 27.29%。

(3) 从举借主体看，融资平台公司、政府部门和机构举借的债务额占比高达一半以上。2010 年底地方政府性债务余额中，融资平台公司、政府部门和机构举借的分别为 49710.68 亿元和 24975.59 亿元，占比共计 69.69%。

(4) 从借款来源看，以银行贷款为主。2010 年底地方政府性债务余额中，银行贷款为 84679.99 亿元，占 79.01%。

(5) 从资金投向看，以市政建设、交通运输等为主。2010 年底地方政府性债务余额中，尚未支出仍以货币形态存在的有 11044.47 亿元，占 10.31%；已支出 96130.44 亿元，占 89.69%。已支出的债务资金中，用于市政建设、交通运输、土地收储整理、科教文卫及保障性住房、农林水利建设等公益性、基础设施项目的支出占 86.54%。

图 5：地方政府性债务按政府层级部分

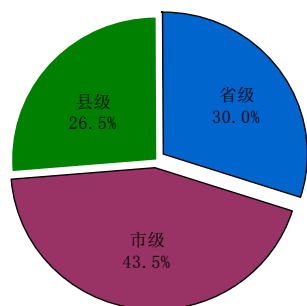
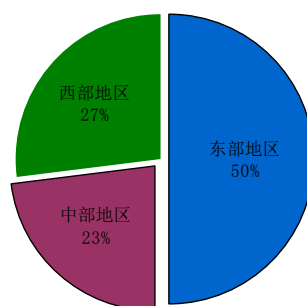


图 6：地方政府债务按区域分布



资料来源：国家审计署，东方证券研究所

表 8：地方政府债务分布结构

按政府层级	债务额（亿元）	比重	按举措主体类别	债务额（亿元）	比重
省级	32111.94	29.96%	融资平台公司	49710.68	46.38%
市级	46632.06	43.51%	地方政府部门和机构	24975.59	23.30%
县级	28430.91	26.53%	经费补助事业单位	17190.25	16.04%
按资金投向	债务额（亿元）	比重	公用事业单位	2498.28	2.33%
市政建设	35301.04	36.72%	其他单位	12800.11	11.94%
交通运输	23924.46	24.89%	合计	107174.91	100.00%
土地收储	10208.83	10.62%	按偿债年度	债务额（亿元）	比重
教科文卫、保障性住房	9169.02	9.54%	2011 年	26246.49	24.49%
农林水利建设	4584.10	4.77%	2012 年	18402.48	17.17%
生态建设和环境保护	2733.15	2.84%	2013 年	12194.94	11.37%
化解地方金融风险	1109.69	1.15%	2014 年	9941.39	9.28%
工业	1282.87	1.33%	2015 年	8012.26	7.48%
能源	241.39	0.25%	2016 年及以后	32377.35	30.21%
其他	7575.89	7.89%	合计	107174.91	100.00%

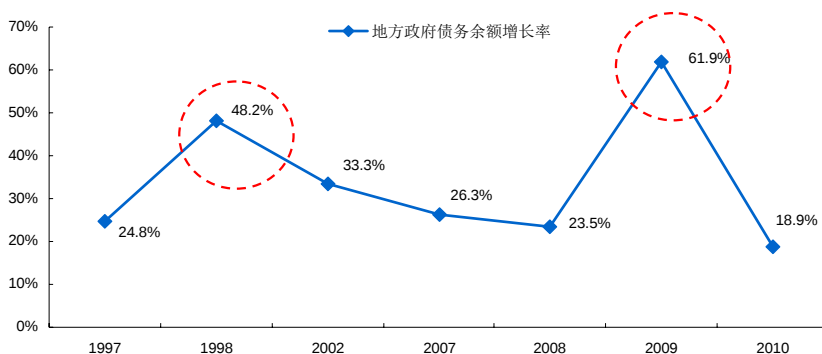
资料来源：国家审计署，东方证券研究所

三、地方债务问题产生的根源

1、中国式分权是地方政府债务膨胀的制度根源

仔细梳理地方政府债务近年来的发展路径以及近期被媒体报道的地方融资平台债务风险报道,可以发现两个鲜明的特征:一是地方债务大部分都是在亚洲金融危机和本轮金融危机中形成的。回顾1979-2010年各年地方政府债务规模的走势,可以发现,两次金融危机期间,地方政府债务均有较大幅度增长,也就是说,目前地方政府债务规模大部分形成于两次金融危机期间。1998年和2009年债务余额分别比上年增长48.20%和61.92%。2010年的债务余额比上年增长18.86%,但增速下降43.06个百分点。二是地方政府偿债风险担忧首先在公路投资建设领域爆发。

图7：全国10.7万亿地方政府性债务兴于两次金融危机期间



注：2002年增长率为1998年至2002年年均增长率，2007年增长率为2002年至2007年年均增长率

资料来源：国家审计署、东方证券研究所

为什么地方政府债务在两次危机中都会爆炸式增长？对地方政府债务危机的担忧为什么会首先在公路投资行业爆发？这两者是否存在某种联系？其实这几个问题实质上是一种问题，是中国式分权结构下地方财政预算软约束、GDP至上的政绩考核相互作用的结果。中国式分权结构主要表现为“政治集权、经济分权”，即地方政府具有组织地方经济和社会发展的权利和资源，但同时在政治上却要对中央负责，由此形成了财政预算软约束和GDP至上的政绩考核体系。

一是经济分权下，分税制改革后，地方政府财权与事权不匹配越发严重，地方政府财政处于预算软约束的境况。1994年的分税制改革，收入划分上向中央政府集中，而支出划分上则往地方政府下压。财权与事权的不匹配，造成地方财政收支缺口很大，虽然一部分可以通过中央对地方的转移支付制度得到缓解，但更多的会促使各级地方政府通过各种方式负债，以缓解日益庞大的资金缺口。虽然现行《预算法》规定地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不允许地方财政实行赤字预算，地方政府也不得发行地方政府债券。但由于分税制改革后，地方财政收支缺口很大，为了维持地方政府各项职能的正常履行，各级政府不得不大量借债以弥补资金缺口，造成了地方财政预算处于软约束的境况。

二是政治集权下，GDP至上的政绩考核和官员晋升制度成为地方政府过度负债偏好形成的重要诱因。在我国目前的政治体制下，“对上负责”意味着地方政府必须接受来自中央政府的绩效考核，而中央政府偏好将GDP等显性指标作为评价和奖惩地方官员的主要依据，并依此作为官员晋升的重要指标。在GDP为主的政绩考核和官员逐级晋升的机制下，地方政府官员热衷于追求高于其他地区的GDP增长率、市政基础设施建设等，有着强烈的投资意愿和负债需求，以打造其任期内的政绩。

三是地方政府拥有强大的资源支配能力，债权人容易产生“政府不会破产”的预期，助长了地方政府过度负债的冲动。再加上地方政府辖区内的银行独立性较差，容易受到地方政府的干预，使得金融机构对于地方政府负债的约束力较弱。

因此，政治集权容易导致地方政府的投资和 GDP 竞赛，再加上官员晋升制度也强化了地方政府对高增长的偏好。与此同时，经济分权使得现有制度环境无法对地方政府预算加以约束，地方政府有着强烈的负债需求。在 GDP 增长至上和地方政府预算软约束的相互作用下，地方政府投资意愿和负债意愿强烈，且支出结构偏向见效快、增长效应明显的基本建设投资、忽视科教文卫的投入。特别是危机中，各级地方政府为在抗击金融危机中走在前列，纷纷加大举债力度，以加大基础设施建设力度，拉动经济增长。

2、地方债务是被迫式反危机和主动型大跃进的结合体

客观上讲，全赖地方政府肯定是不对的，有关投资主管部门和货币当局也难辞其咎，在中国要上项目要搞建设，总归要过发改委审批这关和从银行拿到弹药才能开干。如果没有天量信贷支持和飞一般的审批速度，光有地方热情也是搞不出这么多状况的。2008 年，为对冲国际金融危机对中国的冲击，中央政府启动了两年四万亿的投资计划，其中投向铁路、公路和机场等重大基础设施建设达 18000 亿元，占 45%，成为 7 大投向领域中投入最多的一个领域。据统计，仅 2009 年新开工高速公路项目里程在 1000 公里以上的省份就达 11 个。而截至 2010 年 3 月，我国公路总里程已达 370 万公里，其中高速公路总里程 6.5 万公里，居世界第二位，仅次于美国。而在“4 万亿”经济刺激计划中，中央政府只负责投资 1.18 万亿元，其余配套资金全由地方政府解决，由此一方面带来了地方政府负债总额的大量累积，同时地方政府偏好基础设施建设领域也导致基础设施领域的负债比较集中。所以大家都心知肚明，地方债务其实是被迫式反危机和主动型大跃进的结合体。

公路和铁路同样是投资的两大“重灾区”，为什么违约风险传闻先在公路投资得到了验证？其实这只是一个问题两个方面而已，主要原因在于公路和铁路投融资体系的不一样。公路投融资模式主要以地方政府财政投入为主，而铁路投资基本是由铁道部代理中央政府执行的。从上个世纪五十年代开始，公路建设的投资任务就以地方政府为主。鉴于地方政府有限的财力，1984 年国务院作出允许贷款或集资修路收取车辆通行费（即“贷款修路，收费还贷”）的决定。1997 年颁布的《公路法》，更是以法律形式对政府收费还贷公路作出了明确规定。此后，虽然公路建设的融资模式经过不断地探索和创新，但以地方政府财政投入为主的格局并没有发生多大变化。以 2010 年为例，在当年的公路建设到位资金中，国内贷款占 39.9%，地方自筹占 31.3%，两者占比达 71.2%。这就说明，地方政府在公路建设中充当了必不可少的“主力军”角色，具有举足轻重的地位。反观铁路建设投融资体系，则主要以铁道部为代表的国家出资为主。近些年，铁路建设投资模式也在不断创新，铁路投融资体系单一由国家投入变为多元化投资，即省部共同投资的模式。在省部共同投资的模式中，铁道部也居于主导地位，建设和运营均以铁道部为主。因此，高速公路和铁路投资存在的问题其实是一致的，只不过其反应的主体不一样而已，即公路投资的问题主要反应在地方政府债务风险上，而铁路投资的问题主要反应在国家信用风险上，后者可控性更强。

四、对地方政府债务违约风险的分析

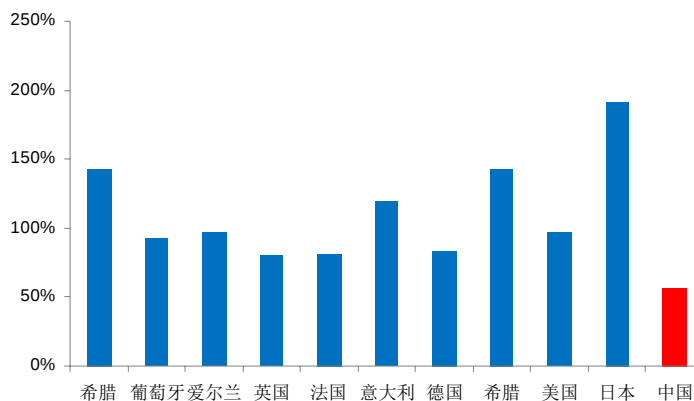
从横向上与陷入公共债务危机“泥淖”的欧美日相比，目前，我国债务水平整体还不算高，其风险主要集中在地方政府债务上。从纵向来看，现在也并非最坏的时候，即便风险进一步恶化，倒逼政府采取进一步措施的空间依然存在。

1、债务风险总体可控

从负债规模上看，目前我国政府负债率（中央、地方政府负债总规模/GDP）处于国际中下水平，整体负担不重。

由于历来众说纷纭的地方政府负债规模已由审计署公布，因此计算我国政府负债率主要在于估算中央政府负债规模。考虑到政策性银行发行的债券和铁道部的负债都是国家信用，可以看作中央政府的隐形负债，因此中央政府负债主要由国债余额、政策性金融债余额（为避免重复计算，应剔除国开行对地方融资平台贷款）、铁道部负债余额组成。截止 2010 年底，我国国债余额为 6.89 万亿元，政策性金融债余额为 5.11 万亿元，铁道部负债约为 1.40 万亿元，则三者相加约为 13.4 万亿元，再剔除国开行对地方融资平台贷款 1.7 万亿（保守估计国开行在地方融资平台贷款中占比为 20%），则中央政府负债实际约为 11.7 万亿。因此，加上地方政府负债 10.72 万亿，我国政府负债总规模约为 22.42 万亿元。而 2010 年我国名义 GDP 为 39.80 万亿元，依此可算出我国政府负债率为 56.3%。从国际水平来看，我们政府负债率不高。依据 IMF 的统计数据，2010 年，日本政府负债率在 200%以上，意大利、希腊在 100%以上，美国、法国、葡萄牙均在 80-100%之间，而巴西、印度和俄罗斯也均在 60%以上。而且 IMF 的统计数据以中央政府负债为主，如果加上地方政府负债（通常是市政债），则上述国家的负债率将更高。值得注意的是，中国的债务基本上是内债，这同日本类似，这远比债权人大规模发布于海外的欧美情况来说，要稳妥的多。

图 8：各国政府负债率比较



资料来源：CDB、东方证券研究所

从偿债保证上看，中国财政总体情况强健。财政收入份额(税收收入+非税财政收入+社会保障缴款+中央债务融资收入) 每年占 GDP 约 30%以上；此外，政府掌握着巨额可盘活国有资产和城市土地、矿产（估值在 50 至 100 万亿元）等自然资源的所有权，对政府负债偿还具有较强的保护作用。

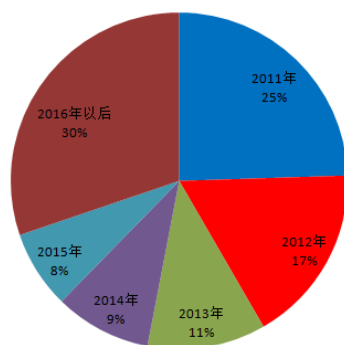
地方政府融资平台资金主要投向具有经济效益和社会效益的项目，因此，一部分能够产生稳定和充足现金流收入的项目可以依靠自身运营收益来偿还债务，另一部分现金流不足以覆盖债务本息的项目，则主要依靠地方政府财政补贴来偿还债务。因此，我国政府债务还款来源，主要包括财政部门预算内资金安排、土地出让金、自身运营收益等。

即使政府财政收入不足以偿还债务，我们政府所掌握的充足资源也可以充当偿债的重要保证。一是外汇储备规模庞大，截止 2011 年 6 月末，国家外汇储备余额为 31975 亿美元。二是巨量的国有企业资产。据国资委的统计数据，截止 2009 年底，我国全部国有企业资产总额达 53.5 万亿元（以及 80 万亿的国有金融机构资产）。三是地方政府掌握的土地资源丰富，“十一五”期间我国土地出让收入达 7 万多亿元，土地可盘活资产空间还较大。

从风险类型上看，我国地方政府债务面临的主要是再融资的“流动性风险”，而非无力清偿债务的“偿付风险”。

从目前媒体报道的云南公路开发投资有限公司和上海申虹投资发展有限公司来看，都是由于短期资金链出现问题导致债务展期出现困难而引发的违约担忧。上述事件的发生有两个大的背景。一方面，2011-13 年迎来了地方政府债务到期偿还高峰，地方政府债务偿还压力较大。2010 年底地方政府性债务余额中，2011 年、2012 年到期偿还的占 24.49% 和 17.17%，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28% 和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%。另一方面，从去年 6 月份以来，银监会加大了对地方融资平台贷款清理的力度，严格了信贷准入条件。2010 年银监会发布了《流动资金贷款管理暂行办法》，禁止流动资金贷款用于固定资产、股权等投资。2011 年银监会进一步明确要求银行的平台贷款“不得新增、不得展期、不得借新还旧”。大量以前靠“短贷长投”、“借新还旧”来扩充资金来源的地方融资平台一下子出现了资金来源枯竭的情况，加大了平台贷款出现“逾期”的风险。从我们四月、五月去湖南和云南调研的多家地方融资平台公司的情况来看，今年基本上没有再获得新的信贷支持，资金面的压力扩大。近期媒体报道的上海申虹投资发展有限公司出现的逾期贷款就是由于旧的短期贷款已经到期，而新安排的固定资产贷款还未放款，导致部分贷款出现逾期。

图 9：地方政府债务按清偿期限分布



资料来源：国家审计署、东方证券研究所

此外，当前的宏观紧缩经济背景下，大规模变现地方政府资产，例如土地拍卖和在低迷的资本市场上出售国有股权都会由于市场深度和广度有限，导致流动性匮乏。因此，我国地方政府债务面临的

主要是再融资的“流动性”风险，即只要给予地方融资平台公司持续的资金支持，其有能力逐步清偿债务；而非面临无力清偿债务、并有可能破产违约的“偿付风险”。

从负债规模、偿债保证以及风险类型三个方面看，目前我国地方政府负债水平总体可控，发生系统性风险的可能性不大。因此总体我们并不悲观，历史上看，1999 年国债余额、银行不良贷款、社保空帐三项合计占 GDP 的 70% 左右。但随着中国经济快速发展，政府债务问题逐步化解，2008 年末政府债务负担率大概为 40%。

2、个案风险难以避免

但是在系统性风险可控的背景下，不排除某些区域和行业的偿债风险较大，随着偿债高峰的到来将会受到一定冲击。从审计署的公告来看，个别地区、行业债务负担较重，偿债压力较大。

一是个别地方政府负有偿还责任的债务负担较重。2010 年底，有 78 个市级和 99 个县级政府负有偿还责任债务的债务率高于 100%，分别占两级政府总数的 19.9% 和 3.56%。

二是部分地区高速公路、普通高校和医院债务规模大、偿债压力较大。截至 2010 年底，地方政府性债务余额中用于高速公路建设的债务余额为 11168.11 亿元，其中政府负有偿还责任的债务 754.02 亿元、政府负有担保责任的债务 7809.63 亿元、其他相关债务 2604.46 亿元，分别占 6.75%、69.93% 和 23.32%。部分地区的高速公路处于建设期和运营初期，其收费收入不足以偿还债务本息，主要依靠举借新债偿还，2010 年全国高速公路的政府负有担保责任的债务和其他相关债务借新还旧率达 54.64%。它们很可能就是设置在 2012 年的定时炸弹。而且更糟的是，因为局部信用风险的急剧上升会瞬间冻结货币市场的流动性，充斥着互不信任情绪的市场使得货币乘数迅速下降，这在雷曼兄弟这一具有系统重要性的银行破产并导致市场突然死亡的案例中的教训殷鉴不远。设想，假如一家地方商业银行大量持有一个可能全部形成违约损失的县级主体的城投债，这将招致对手风险，进而导致市场的流动性下降和停滞。对此管理层绝不可掉以轻心，必须准备好应急方案。

五、地方政府债务风险的化解

如前文所述，诚然每次债务膨胀中的主力都是周期性的因素，但造成中国地方政府债务风险的根源还在于财政预算软约束和 GDP 至上的政绩考核体系。因此，长远来说，修改现行《预算法》，改革中央与地方财政体制（包括加大中央对地方转移支付力度、允许地方政府负债等），建立行之有效、透明的地方政府财政预算约束机制是根本之策。但短期来看，现行的中央与地方财政体制难以有重大改变，化解地方政府融资平台债务风险只能在现行框架下逐步进行与突破。从目前的条件看，我们觉得可以从以下几个方面逐步化解地方政府债务风险。

一是加快资源税、房产税改革的推进力度，增厚地方财政实力，增强地方财政对于地方债务的保护程度。“十二五”期间，我国将全面实施资源税改革、推进房地产税改革，无疑将增强地方财政实力。资源税改革已在新疆率先试点，资源税改革实行一年来，新疆资源税收增加 35.78 亿元，资源税改革对矿产资源丰富的地方财政收入影响较大。目前，资源税改革方案已扩大到内蒙古、甘肃等 12 个省区，随着“十二五”期间资源税改革的全面推进，其对地方财政收入的影响将越来越大，也有助于增强地方财政实力对债务的保护程度。房产税目前看起来微不足道，但在未来一线城市建

设的量级下降土地财政消散，城市化的重点从建设转到运营上来时，这将是一个可靠和持续的资金来源。

二是加快市政债的试点，改变地方政府债务以银行信贷为主的局面，在财政预算约束的前提下，加大发债在地方政府债务中的比例。未来有可能进一步解除省级及市级政府机构出售债券的限制，逐步放行市政债。从目前的情况来看，广东、浙江已获选为试点省份，最快在今年内即可以地方政府名义发债，规模分别在 100 亿左右。而财政部也在抓紧制定自行发债试点管理办法，协助广东、浙江制定债券发行兑付操作办法。解除省级及市级政府机构出售债券的限制，放行市政债一是解决长期积累的地方政府财权事权分离的状况；二是建立地方政府融资平台贷款风险对冲机制的重要一步，有助于地方政府融资途径由单一银行信贷方式转向金融市场，同时，通过将 5 年期的贷款转化为更长期的债券，延长地方政府还本时间，改善其短期现金流，防止银行出现金融风险。即便遭遇地方债发行遇冷的情况，也不排除政府放开债券市场参与者，带动社会资金进入这一领域。

三是建立健全地方融资平台的统计体系，针对不同类型融资平台实行不同的政策。目前国内对于地方融资平台的界定不明确，各大部委的统计数据也存在较大差异，应制定统一的平台认定方法。同时，可以将地方融资平台划分为纯公益性平台、半公益半经营性平台和经营性平台，制定不同的债务风险管理方法。如对于纯公益性平台，由于其偿债主要财政补贴，应作为地方政府债务管理的重点。

四是建立健全地方融资平台信息披露制度，提高其财务透明度。地方融资平台应定期向社会公布其债务到期、债务偿还安排等信息，接受债权人和社会的监督。

最后，就是成立专门的资产管理公司，构建最后一道安全网，准备剥离好的地方债务和坏的地方债务。投资者应该还记得，上次拯救中国银行业时，成立 4 家大资产管理公司（AMC）剥离银行坏账将近 1.4 万亿，这笔国民财富等于凭空消失，羊毛出在羊身上，总归纳税人买单了。考虑到通货膨胀因素，这次规模也差不多了。拿什么有新意的方案来拯救那些过于激进的地方政府，正在激烈的讨论中，不管怎样，应该比欧洲的情形回转余地更大些，也许透明的市场化的一揽子解决方案会成为主流和方向。实际上我们判断只要，2、5 两点有实质性动作出现，市场的风险情绪就会得到迅速缓解，价格发现功能会重新启动。

六、全球视野——金融危机第二波：公共债务危机

以更大视野来看，从欧洲到美国再到中国也都在经历一次公共债务的危机，从欧洲希腊违约，到美国的债务上限，再到中国地方融资平台问题，概莫能外。它究竟是金融危机的后遗症，还是危机的第二阶段，即从私人债务向公共债务过度，也一直是争论的焦点。

欧洲难在民族主义大过财政联邦一体化理想，欧洲为边缘国家的公共债务所困也久矣。在一些国家，尤其是希腊，宽松信贷导致公共部门债务大幅飙升。财政赤字激增主要是经济活动及财政收入锐减的结果，最终演变成了财政危机，进一步导致公共债务出现违约危机。以希腊为例，在这一年多的时间中财政整固收效甚微：其 2010 年 GDP 收缩 4.35%，年赤字率仍然高达 10.3%，公共债务率预计将在 2011 年突破 150% 的高位。6 月 13 日，标普将希腊的主权信用评级从 B 降至 CCC 后，希腊成为了世界上信用等级最低的经济体。而欧洲“救星”德国的倡议是希望以“维也纳模式”解决到期债务问题，在这一模式下，债权人以自愿的方式买入出事国家的新债务，但不要求额外的风

险溢价，等于变相让债务延期；欧洲央行和法国则强调这个过程自愿性。信用评级机构也表示，如果延期还款安排是强制性的，那么可能会构成债务重组，从而被视为违约，这将触发欧洲金融市场剧烈动荡。最新消息称，欧盟已就援助希腊达成了一致性草案，根据这一应对危机案，欧盟将允许希腊出现债务违约，这涉及债券回购、债务互换和展期等内容。面对严峻的形势，欧盟各国领导人也只能无奈选择妥协，欧洲总算给全球解决公共债务危机做出了榜样。希腊也许可以熬过 2014，但这仍旧不是最终答案。

美国则难在党派政治角力导致行动迟缓，8月2日之前美国国会和政府都会为债务上限争吵不休。在奥巴马政府制定的 2012 年总统预算中，对 2011 年赤字的预测高达 1.645 万亿美元（占 GDP 之比达 10.9%）。其中 58% 的增长同样归因于财政收入出人意料地低，只有 42% 归因于支出飙升。预计 2011 年美国财政收入将仅占 GDP 的 14.4%，远低于战后近 18% 的平均水平。距离美国提高债务上限的截止日期（8 月 2 日）已经没有几天了，提高美国债务上限，对于偿还债务、维持联邦政府正常运转都非常重要。如果谈判破裂，美国可能出现违约——德国可能不记得一战后美国逼迫同盟国偿还债务时，引发的惨痛教训了，但美国人一定记得，利用债多人不愁的优势地位，再加上储备货币的全球铸币税和通货膨胀效应，尽情的进行定量宽松，尽管长期来看这是一种慢性自杀，但谁管呢？以后政府会找到解决方法，经济也会自己找到新的增长点的，尽管对此我们深表怀疑。

美国的违约可能将会对全球经济带来直接的打击。亚洲持有大约 3 万亿美元以美国国债形式存在的外汇储备——仅中国和日本两国就超过了两万亿美元，因此亚洲将会首当其冲受到美国债务降级或违约的影响。不仅亚洲地区所持有的国债将会面临风险，而且投资者也很可能从新兴市场撤走资金。同时，由于国债经常被用于充当担保物，违约可能导致整个金融市场陷入“混乱”。

对于日本而言，其也困于政治的多变性，一个良好的重建机遇窗口可能因此被浪费掉，创记录的公共债务和停滞的经济增长交相辉映。根据日本财务省数据，截至 2010 年 12 月底，日本政府债务余额高达 919 万亿日元，占 GDP 比重接近 200%。3 月份日本遭遇了罕见的地震海啸灾害，可谓“雪上加霜”，日本政府通过发行国债筹集灾后重建资金，加重了其债务负担。灾后政府债务违约保险成本上涨，表明市场对日本债务违约风险担忧升高。预计在 2011 年财年，政府债务将达到 997.7 万亿日元，占 GDP 的比重达到 230%。由于日本高企的主权债务，标准普尔和穆迪已纷纷调降了日本的主权信用评级。

日本债务唯一的慰藉就是其 95% 的债务由国内投资者持有，因此目前爆发主权债务危机的可能性还不是很高。但日本债务的雪球会越滚越大，而税收渠道却越来越窄，债务形势也非常严峻。

总之，各主要经济体的转型和再平衡都各有各的难处。本质上来看解决公私债务的方法无非是：1，违约破产，2，发新补旧，3，变卖资产（土地，私有化等），4，通货膨胀（发货币）。各种尝试都在或明或暗的展开中。不管怎样，2012 看起来还真是个坎了，谁先崩溃？谁会笑到最后？毫无疑问，这一问题的答案无疑将塑造全球经济未来演化的新格局。我们的答案，相信您已经知道。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn