

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《地方债危机解决方案猜想-放开地方债&房地产政策微调》，2011 年 7 月 18 日

宏观点评报告

财政部下发《通知》，地方政府自行组织发债正式试水

主要观点:

■ 《通知》重点内容的解读

- 上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。四个省（市）将于四季度自行组织发行政府债券，发行总规模 300 亿，由财政部代办还本付息
- 《通知》对发债规模管理、债券期限、发行方式、发行利率、发债定价机制、偿债保障机制等方面做了具体规定：（1）通过发行额度管理限制发行规模；（2）债券期限为中期。债券期限分为 3 年和 5 年，发行额分别占批准发债规模的 50%；（3）规定建立偿债保障机制。

■ 《通知》下发的影响和意义

- 开闸地方债自主发行试点具有标志性意义。此次《通知》突破了 1995 年《预算法》对地方政府发债的约束，将地方政府发债试点纳入合法化，我们预计未来 2-3 年地方政府自行发债试点会在全国展开，逐步建立起地方债券市场，市场参与者也会从机构投资者逐步扩展到个人投资者
- 地方政府自行发债成为拓宽地方政府融资渠道重要途径。根据我们测算，2012 年地方政府将出现绝对资金缺口，2014 年以后逐年扩大，总体看 2012、2013 年是债务负担最沉重的。
- 允许地方政府发债是管理我国经济运行风险的重要手段。地方政府债务已成为我国金融体系和经济运行面临的主要风险因素：一是银行资产趋于恶化；二是地方政府投资下降拖累经济
- 对未来我国经济的短、中、长期影响。短期在试点和摸索阶段规模相对有限，对投资的支撑和拉动作用较小；中期而言，一来松绑银行业，二来有助于地方政府突破财政困境和融资限制，推动地方政府在新兴产业、民生、中西部基础设施等领域的投资增长；长期而言，短期和中期的问题的长期化，如果未能通过经济增长将问题消化掉将成为未来我国经济运行的更大潜在风险因素
- 偿债资金来源问题或将倒逼市场进一步扩容

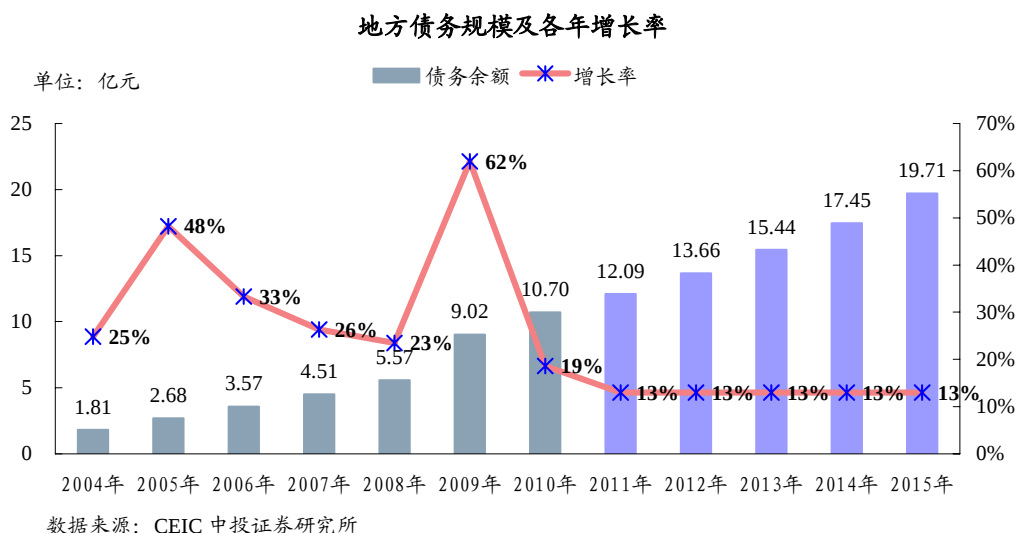
■ 风险提示：地方政府债务规模及违约风险远高于预期

一、《通知》重点内容的解读

10月20日，财政部下发了《关于印发<2011年地方政府自行发债试点办法>的通知》。

《通知》重点内容的解读：第一、上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。四个省（市）将于四季度自行组织发行政府债券，发行总规模300亿；第二、《通知》对发债规模管理、债券期限、发行方式、发行利率、发债定价机制、偿债保障机制等方面做了具体规定：（1）通过发行额度管理限制发行规模。试点省（市）发行政府债券实行年度发行额管理，发债规模限额当年有效，不得结转下年；（2）债券期限为中期。债券期限分为3年和5年，发行额分别占批准发债规模的50%；（3）规定建立偿债保障机制。2011年试点省（市）还是由财政部代办还本付息，通过要求在规定时间内将财政部代办债券还本付息资金足额缴入中央财政专户建立起偿债保障机制。

图1：2009年我国地方政府债务天量式增长¹



二、《通知》下发的影响和意义

（1）开闸地方债自主发行试点具有标志性意义

上世纪80年代至90年代初，许多地方政府为了筹集资金进行基础设施建设曾经发行过地方债券。1993年国务院禁止了地方政府发债的行为。1995年颁布的《中华人民共和国预算法》则明确规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。2009年，为应对国际金融危机，国务院特别批准地方政府发行债券，并列入省级预算管理，但需要由财政部代理发行。2009年和2010年，财政部代发的地方债发行规模为2000亿元，今年以来已经代理发行地方政府债券共计1416亿元。

此次通知的下发，突破了1995年《预算法》对地方政府发债的约束，将

¹ 2011年后为我们的预测数字

地方政府发债试点纳入合法化，我们预计未来 2-3 年地方政府自行发债试点会在全中国逐渐开展，逐步建立起地方债券市场，市场参与者也将会从机构投资者逐步扩展到个人投资者

(2) 地方政府自行发债将成为拓宽地方政府融资渠道重要途径

土地收入下滑以及保障性住房等民生投资的增加导致地方政府陷入财政困境。在我国地方政府的可支配收入中，国有土地使用权出让金是重要影响变量，房地产调控政策导致的土地出让金下滑抑制地方政府可支配收入的增长。“十二五”期间地方政府在民生等领域投入的增加将导致地方财政支出增速加快，从而使地方政府面临较严重的资金压力。

图 2: 土地出让金下降拖累地方收入

错误！链接无效。

资料来源：CEIC、中投证券研究所

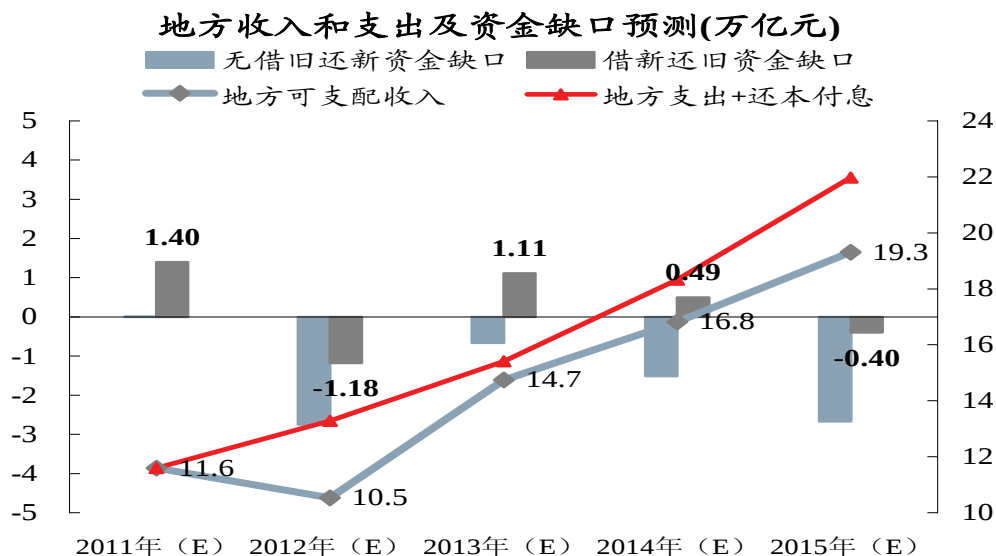
根据我们的测算，2012 年地方政府将出现绝对资金缺口（地方可支配收入+新增债务融资-地方支出-还本付息），即使考虑到借新还旧，即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补，2012 年依将出现 1.18 万亿资金缺口。2014 年以后，地方政府绝对资金缺口逐年增大。根据债务率计算的债务负担来看，如果按照地方政府负有偿债和担保责任债务估算债务规模，2012、2013 年是债务负担最沉重的。地方政府融资平台公司发行城投债难度加大，融资成本上升，自行发债将成为地方政府继地方融资平台后重要的融资渠道。

(3) 允许地方政府发债是管理我国经济运行风险的重要手段

目前，地方政府债务已成为我国金融体系和经济运行面临的主要风险因素。我们预计地方政府在明、后年就将进入违约高峰期，我国经济面临较大风险因素：一是银行资产趋于恶化；二是地方政府投资下降拖累经济。

“十二五”期间地方政府在城镇化推进、民生领域建设等方面承担主体作用，而融资瓶颈成为最大制约因素。解除省级及市级政府发行债券的限制，放行地方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，通过将即将到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，防止银行体系和经济出现系统风险。

图 3: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大



资料来源：CEIC、中投证券研究所

(4) 对未来我国经济的短、中、长期影响

地方债发行试点的推开以及《通知》的下发，表明国务院已经明确认识到地方债问题的严重性，但是不希望短期挤破它，而是想往后拖靠未来的增长把这个问题慢慢消化掉。对经济的短、中、长期影响而言，短期因为是在试点和摸索阶段，规模相对有限，对投资的支撑和拉动作用较小；中期而言，是将即将爆发和凸显的问题向后拖，一来是松绑银行业，二来有助于地方政府突破财政困境和融资限制，将推动地方政府在新兴产业、民生、中西部基础设施等领域的投资增长；长期而言，短期和中期的问题的长期化，如果未能通过经济增长将问题消化掉将成为未来我国经济运行潜在风险因素。

(5) 偿债资金来源或将倒逼市场进一步扩容

地方融资平台的债务以及自行发债后的债务都涉及一个重要的问题，即偿债资金的来源，地方政府只有通过经济增长、银行信贷、土地财政以及国有股权的转让与出售等途径，地方政府所持有的国有股权的转让与出售在未来 2-3 年将势在必行，这将导致市场被迫进一步扩容。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

张 捷, 中国社会科学院金融学博士, 中投证券研究所宏观经济研究员。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇, 研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖, 目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、政策研究等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434