

分析师： 李冒余	021- 68751691	limy@cjsc.com.cn	执业证书编号： S0490510120003
联系人： 王夏儒	021-68751610	wangxr@cjsc.com.cn	

地方债试水，是机遇也是挑战

报告要点

■ 财政部发布通知允许四省市地方债试点

10月20日，财政部向上海市、浙江省、广东省、深圳市财政厅印发《2011年地方政府自行发债试点办法》（下称《办法》），允许四省市在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省市级政府债券。早在今年4月，央行行长周小川即表示，有关部门正积极研究市政债推出等事宜。而在7月的国务院召开的常务会议中，高层领导也提出将研究建立规范的地方政府举债融资机制，纳入举债融资及风险化解“一揽子”解决方案。

■ 分税制改革后，地方财政长期陷入困难

自1994年实施分税制改革以来，在全国财政收入占GDP比重长期上升的大背景下，中央财政支出在财政总支出的比例却在呈下降趋势，对应的，地方财政支出在财政总支出的比例逐年上升。那么对于地方政府来说，就长期面临着需要筹资拨款的项目数量与其财政收入能力严重不匹配的困难境地。1993年，地方财政尚且实现了61亿元的财政盈余，而在1994年即转变为1727亿元的财政赤字，并且这一规模逐年扩大，截至去年已达到了3.3万亿，地方财政长期陷入入不敷出的困境。

■ 美国和日本地方债的一些特点

此次地方债试点无疑将成为我国财税制度改革中的一项重大突破，是探索地方政府融资的进一步尝试，为将来中长期制度改革积累经验。从美国和日本等发达国家的历史来看，有几项明显特征值得我们思考。首先是政府层级较少，均只有三级，更容易明确划分政府间的财权事权，简化转移支付的环节，提高效率；其次是执行法制化管理，从资金的来源、管理、用途到偿还都有明确的法律规定；另外地方债主要是以长债为主，由于地方债主要用于基础设施建设项目，普遍建设周期长、资金回收慢，因此还款周期必须设置得足够长。

■ 很多细节并不确定

首先，发债规模不明确，根据《办法》此次地方债试水的规模由中央确定，那么地方债规模何时可以扩大、何时可以将制定规模的权利下放地方政府仍然值得关注；其次，此次试点的四省市均属东南沿海经济发达地区，有利于形成一种“吸引资金-投资项目-获取收益”的良性循环，何时且以何种条件将范围扩大至中西部欠发达地区同样引人注目；而最为关键的一项是，如何真正建立起地方债发行的审批、监督、监管、约束机制，以防止地方债面临像城投债这样的尴尬局面，仍然是一项艰巨的长期任务。

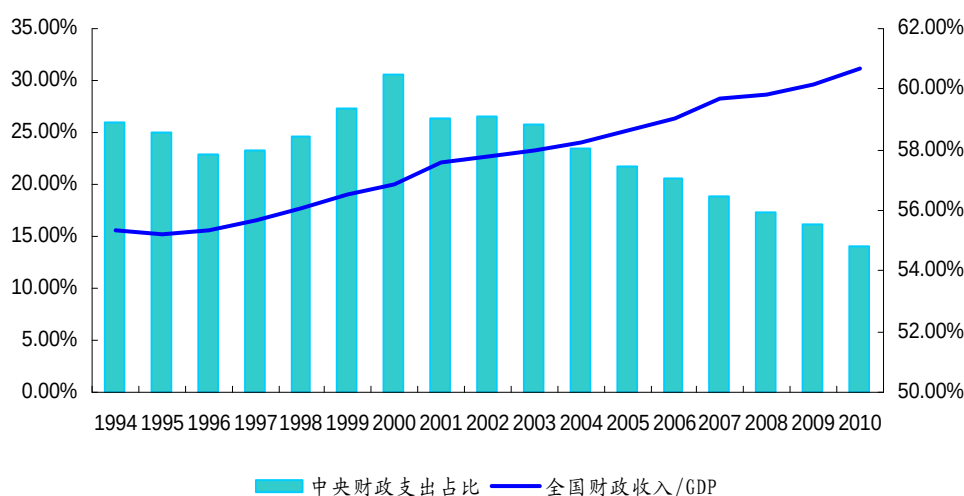
■ 具体影响有待市场检验

而对于债市来说，3年或者5年的期限对于债券投资来说比较适中，发行利率预计也将略低于当前新发国债发行利率。尽管目前地方债规模不大，短期内不足以对于债市供给形成冲击，但从长期角度来看，地方债无疑将成为投资者的一个新的选择。而对于城投债来说，利好的方面在于地方债可以成为其背后还本付息的隐性支撑，但同样有可能被认为是一种变相的借新换旧，反而引发市场担忧情绪。综合下来，具体影响仍有待市场检验，短期不建议过度关注之。

10月20日，财政部向上海市、浙江省、广东省、深圳市财政厅印发《2011年地方政府自行发债试点办法》（下称《办法》），允许四省市在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省市政府债券。早在今年4月，央行行长周小川，即表示，有关部门正积极研究市政债推出等事宜。而在7月的国务院召开的常务会议中，高层领导也提出将研究建立规范的地方政府举债融资机制，纳入举债融资及风险化解“一揽子”解决方案。时至今日，地方政府债终破题。

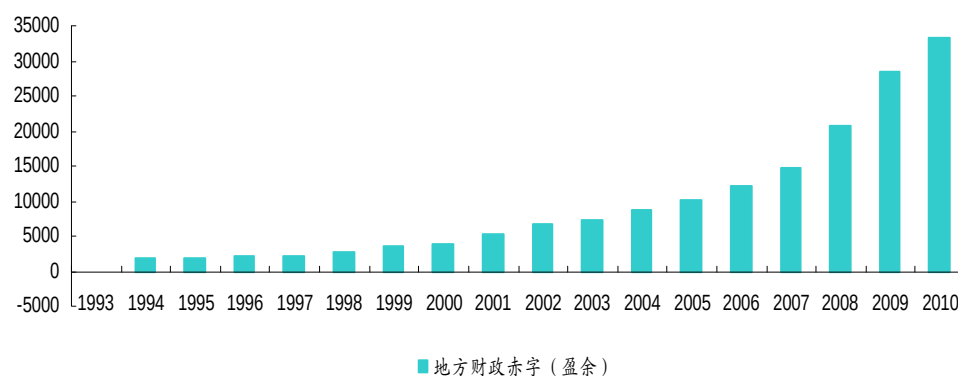
自1994年实施分税制改革以来，在全国财政收入占GDP比重长期上升的大背景下，中央财政支出在财政总支出的比例却在呈下降趋势，对应地方财政支出在财政总支出的比例逐年上升。那么对于地方政府来说，就面临着需要筹资拨款的项目数量与其财政收入能力严重不匹配的困难境地。1993年，地方财政尚且实现了61亿元的财政盈余，而在1994年即转变为1727亿元的财政赤字，并且这一规模逐年扩大，截至去年已达到了3.3万亿，地方财政长期陷入入不敷出的境地。

图 1：中央财政支出比例呈下滑趋势，对应地方财政责任加大



资料来源：财汇，长江证券研究部

图 2：地方财政赤字规模逐渐扩大



资料来源：财汇，长江证券研究部

特别是2008年，为应对全球性的金融海啸，我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并陆续出台了多项政策措施，以扩大内需、拉动经济增长，尤其是总额在4万亿元的基础设施建设规划。同时，各地方政府也随之提出了大量配套计划，如湖北省即在2010年年初提出了总规模在12万亿元的投资计划，这几乎相当于湖北省全年GDP的10倍。但对于资金来源，国务院仅仅通过财政安排了其中的一部分，庞大的资金缺口更多是地方政府通过银行贷

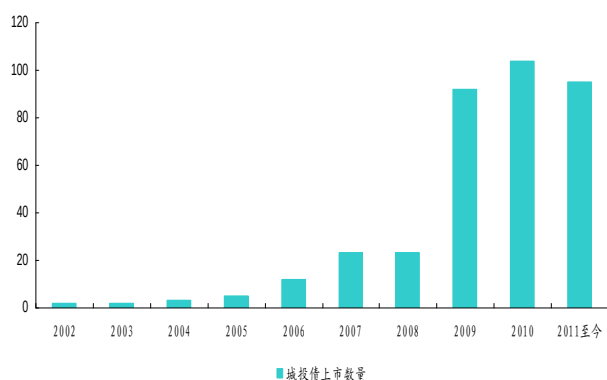
款以及其他融资方式来弥补。各地纷纷上马地方政府融资平台，这给城投债的爆发提供了条件，也为当前的城投债信用事件埋下了隐患。

表 1: 部分债务信用事件

时间	事件	后续
2010-12-31	广州建设发展公司将所属年票制相关资产进行无偿划转	联合资信将其列入信用观察名单
2011-03-29	川高速将成渝高速国有股权无偿划转至四川交通投资集团	交易商协会注销其剩余发债额度
2011-05-13	江苏华靖资产公司对于旗下资产进行等额置换但进度偏慢	最新公告显示置换已经完成
2011-06-27	云南省公路开发投资有限公司宣布只付息不还本	地方政府增资、垫款
2011-06-29	上海申虹投资发展有限公司出现债务逾期	上海银监局组织贷款支援

资料来源：长江证券研究部

图 3: 城投债上市数量



资料来源：WIND，长江证券研究部

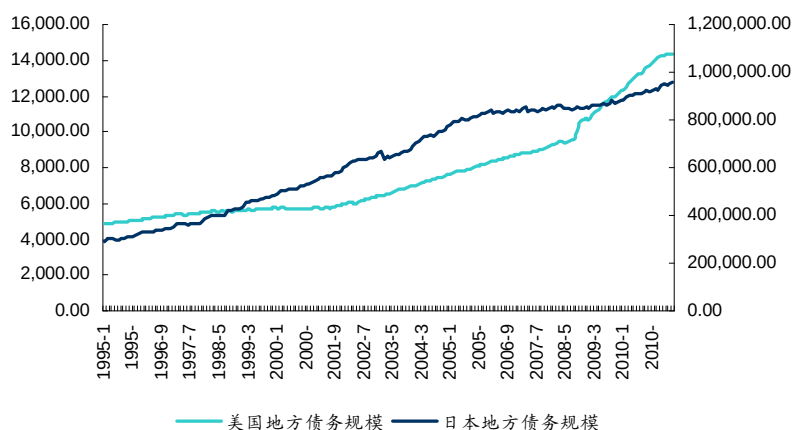
图 4: 城投债上市规模



资料来源：WIND，长江证券研究部

此次地方债试点无疑将成为财税制度改革中的一项重大突破，是探索地方政府融资“进一步尝试，为将来中长期制度改革积累经验。从美日等发达国家的历史来看，几项明显特征值得我们思考。首先是政府层级较少，均只有三级，更容易明确划分政府间的财权事权，简化转移支付的环节，提高效率。其次是执行法制化管理，从资金的来源、管理、用途到偿还都有明确的法律规定。另外地方债主要是以长债为主，由于地方债主要用于基础设施建设项目，普遍建设周期长、资金回收慢，因此还款周期必须设置得足够长。

图 5: 美日地方债规模

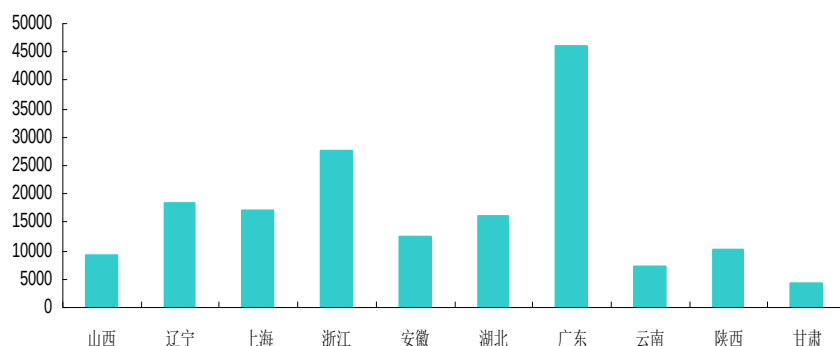


资料来源：WIND，长江证券研究部

根据《办法》，我们可以粗略地勾画出一个地方政府发债的轮廓。先由国务院确定发债规模限额，随后地方政府组建承销团，以新发国债发行利率以及市场利率为基准确定发行利率，并组织招标，债券在发行结束后将在银行间和交易所市场上市交易。

首先，发债规模，根据《办法》此次地方债试水的规模由中央确定，市场对于此多有传言，但无论是 250 亿或者是 800 亿，对于目前各省地方融资平台的债务问题并没有非常直接的意义。浙江省目前上市城投总规模为 474 亿元，上海市紧随其后为 426 亿元，广东省略少，为 78 亿。然而城投债仅仅为地方政府负债中较小的一部分，仅广东省各级财政的负债就已经达到了 3000 多亿元。那么地方债规模何时可以扩大、何时可以将制定规模的权利下放地方政府值得关注。其次，此次试点的四省市均属东南沿海经济发达地区，有利于形成一种“吸引资金-投资项目-获取收益”的良性循环，何时、以何种条件将范围扩大至中西部欠发达地区同样引人注目。而最为关键的一项是，如何真正建立起地方债发行的审批、监督、监管、约束机制，以防止地方债面临像城投债这样的尴尬局。

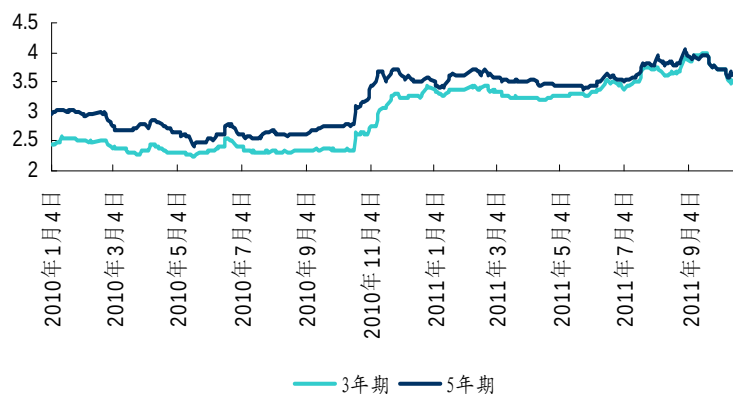
图 6： 东中西部省份 2010 年 GDP



资料来源：WIND，长江证券研究部

而对于债市来说，一种新的可供投资的信用债品种闪亮登场。3 年或者 5 年的期限对于债券投资来说比较适中，发行利率预计也将略低于当前新发国债发行利率。尽管目前规模不大，短期内不足以对于债市供给形成冲击，但从长期的角度上来看，地方债无疑将成为投资者一个新的选择。而对于城投债来说，利好的方面在于地方债可以成为其背后还本付息的隐形支撑，但同样有可能被认为是一种变相的借新换旧，反而引发市场担忧情绪。综合下来，具体影响仍有待市场检验。

图 7： 银行间市场国债收益率



资料来源：WIND，长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

王夏儒，上海财经大学公共管理硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。