

2012 年 09 月 20 日

地方债务风险制约着地方投资热情

——我国地方政府融资风险研究

《寻找均衡点,把脉升值路——人民币低升值路径研究》

2011 年 06 月 25 日

《透视“金砖”——五国机制意味着什么

2011 年 05 月 15 日

《贸易竞争力——追踪中国制造业升级》

2011 年 04 月 14 日

《对内确保社会稳定和可持续发展,对外保国家利益安全》

2011 年 03 月 05 日

《中国版马歇尔计划谱写中欧经贸关系新篇章》

2011 年 01 月 12 日

《他山之石 可以攻玉——从世界经验看中国经济较快增长仍有 10 年的持续期》

2010 年 11 月 4 日

《行长之意不在利率 在乎汇率升值预期》
2010 年 10 月 18 日

分析师

李蓉 A0230511040010
lirong@swsresearch.com

研究支持

魏强 A0230112040001
weiqiang@swsresearch.com

韩思怡 A0230112030033
hansy@swsresearch.com

联系人

吉灵浩
(8621)23297336
jilh@swsresearch.com

地址:上海市南京东路 99 号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

- **结论:** 我们认为经济状况差强人意的主要原因是投资未达预期, 尽管地方政府投资雄心勃勃, 但是由于前几年积累下来的地方政府债务风险, 制约着它们为新项目融资的能力; 由于中央政府三令五申打压房地产, 导致地方政府依靠土地出让获得收入的渠道大幅受压, 这也制约着地方政府的投资能力, 投资下滑又拖累了经济的增长。考虑到地方债务融资的系统性风险和个案风险仍然存在, 我们认为下半年政府政策仍然难有太大作为, 放松的幅度不会太大, 步伐也不会太快, 而银行或地方金融机构的信贷投放也更加谨慎。因此, 我们可以据此判断下半年的经济会有反弹, 但是力度不会太大, 受资金流动性的影响, 资本市场表现也难有太好的起色。
- **地方政府的投资热情并没有达到拉动经济回升的预期:** 5 月之后, 政府开始转向“稳增长”的政策, 地方政府跑部委、上项目, 新一轮的投资热情高涨, 但是从目前的效果来看, 实施的并不理想。投资仍然延续了上半年的下滑态势, 经济增长筑底徘徊。由于经济表现低于预期, 资本市场进一步受挫下滑。
- **资金不足浇灭了地方的投资热情:** 土地出让收入下降, 导致地方预算外收入难以支撑大规模的投资规划。因此, 地方政府受制约最大的因素就是能否募集到足够的资金支持项目的建设。从资金来源结构看, 固定资产投资、房地产投资中占比最大的国内贷款、利用外资、自筹资金都处于同比增长下滑趋势。过去几年的财政刺激计划导致许多地方政府的债务风险不断累积, 银行等金融机构为了降低违约风险, 加大了贷款的审批监管, 降低了对地方平台项目的资金支持力度。这种“断奶式”的贷款审批, 对于借债搞投资的地方政府而言, 几乎浇灭了新一轮投资的热情。
- **出于对地方债务系统性和个案违约的担心, 政策难有作为, 民资不敢进入:** 西部省份债务风险较高, 但是主要是地方政府债务, 由中央财政担保; 东部地区债务风险较低, 但主要是地方融资平台发行的债务。从目前来看, 地方债务风险总体可控, 但是考虑到系统性风险会最终转嫁到中央财政或者货币化上, 央行和银监会的政策放松非常谨慎, 政策调整难有太大作为。
- **地方融资风险还会继续制约地方的融资能力, 进而拖累经济复苏和资本市场强力反弹:** 下半年信贷控制放松力度不会太大, 地方投资全靠平台或者企业负重前行, 困难程度可见一斑。如果因资金不足导致投资反弹力度有限, 进而拖累经济复苏的步伐。
- 在本文的写作过程中, 实习生吕焱做出了巨大的贡献, 在此深表感谢!

目 录

1. 钱袋子抑制了地方政府的投资刺激规划.....	3
1.1 地方政府投资热情高涨.....	3
1.2 经济状况表现低于预期.....	4
2. 钱袋子抑制了地方政府的投资刺激规划.....	7
2.1 雄心易，募资难.....	7
2.2 地方借贷搞投资的模式不是长久之计.....	11
3. 中央对地方债务系统性风险的担心制约着政策的调整.....	13
3.1 地方政府的财政压力会不断上升.....	13
3.2 虽然目前可控，仍不可忽视的系统风险.....	15
3.3 地方政府债务风险向上转嫁的风险.....	16
4. 个体信用风险制约地方政府融资能力.....	18
4.1 东部地区城投债占比高，西部地区地方政府债占比高.....	19
4.2 个体信用风险打击了地方金融机构的放贷信心.....	24
5. 土地财政承压制约了地方政府的投资.....	25
5.1 我国土地财政模式及政策的变迁.....	25
5.2 土地出让收入是地方政府投资的主要收入来源.....	26
5.2 土地财政模式就是“寅吃卯粮”.....	27
5.3 土地政策的调控空间趋向狭窄.....	27
6. 投资增速下滑拖累了我国经济复苏.....	29
6.1 投资还是很“差钱”.....	29
6.2 牵一发而动全身：投资下滑辐射到国民经济的许多产业.....	31
6.3 投资肩负着转型的重任.....	32
7. 下半年展望：地方融资风险意味着经济反弹有限.....	33
7.1 地方投资会帮助下半年经济触底反弹.....	33
7.2 地方融资风险，政策难有大作为.....	34

图表目录

图 1 GDP同比增长率（季度）	图 2 工业增加值环比增长率（月度）
.....	4
图 3 社会零售总额	图 4 进出口同比增速大幅下滑
.....	4
图 5 中央和地方政府投资累计同比	.....
.....	5
图 6 三大需求对GDP的贡献率	图 7 三大需求对GDP的拉动力
.....	6
图 8 根据资金来源划分的固定资产投资累计同比	.....
.....	8
图 9 固定资产投资资金来源占比（2012.7）	.....
.....	8
图 10 各时期固定资产投资资金来源占比(2000.1-2012.7)	.....
.....	8
图 11 房地产投资同比（2000.1-2012.7）	图 12 房地产投资资金来源占比
（2012.7）	.....
.....	9
图 13 根据资金来源房地产投资累计同比	.....
.....	10
图 14 根据资金来源房地产投资累计占比	.....
.....	10
图 15 地方政府债务借款来源	.....
.....	12
图 16: 国地方政府和中央政府的利益关联性	.....
.....	16
图 17: 我国信贷增长率和通货膨胀率	.....
.....	18
图 18 各省债务规模	.....
.....	19
图 19 债务规模与经济总量	.....
.....	20
图 20 城投债和地方债的比例	.....
.....	21
图 21 各省地方债	.....
.....	22
图 22 各省城投债	.....
.....	22
图 23 各省占城投债发行的比重	.....
.....	23
图 24 地方融资平台的土地财政质押模式	.....
.....	26
图 25 各省的土地购置面积和增长率（2012 年 7 月）	.....
.....	28
图 26 地方政府财政收支差额	.....
.....	28
图 27 新增贷款	.....
.....	30
图 28 房地产产业链	.....
.....	31
表 10 房地产增加值变化对各部门总产出的影响	.....
.....	31
附表 1 5 月份以后中央和政府的刺激规划	.....
.....	36
附表 2 我国土地政策的变革整理	.....
.....	2
附表 3: 最近出现的地方融资平台信用违约事件	.....
.....	7

1. 钱袋子抑制了地方政府的投资刺激规划

1.1 地方政府投资热情高涨

从 2010 年以来，我国经济连续下滑了 6 个季度，并于今年第二季度跌破了“八”的位置，出现了 08 年金融危机以来的新低点。中国经济面临极大的困难和挑战，实体经济发展不振，钢铁、水泥等许多行业产能过剩，中小企业面临比 08 年更为严重的困境。

在经济表现大幅低于预期的情况下，无论是市场，还是地方政府，“稳增长”的呼声不断高涨。我们的政策及时从抑制通胀转向稳定增长，通过政策的调整，遏制经济的下滑，对于稳定就业和社会和谐而言，是可以理解的。但是，在我国经济发展方式转型以及世界经济增长放缓的大背景下，消费刺激远水不解近渴，国内市场需求还没有完全释放，外需疲软更是雪上加霜，这就导致目前缺乏具有增长拉动力的亮点，稳增长可采用的方式非常有限。因此，自 5 月份开始，温总理提出政府宏观调控向“稳增长”转变的思路之后，中央领导不断下地方调研吹风，鼓励地方政府的“信心”。而地方政府为了达到“稳增长”的目标，往往还会从传统的发展思路着手，或者只能求助于投资的拉动效应，这样投资依赖症仍然绑架着中国经济的前进步伐。

现在回过头来看，今年 5 月份之后，各地方政府也确实积极响应中央政府的号召，动作频频，一方面加快到北京跑部委拿项目，另一方面开始设计新的项目规划，投资冲动此起彼伏。一些地方政府甚至提出了宏大而惊人的投资计划。另一方面，发改委和财政部等中央部委对于地方政府项目审批的速度也大大提高，条件进一步放宽¹。政府投资项目在东部、中部、西部各地全面开花，一些新的经济提振和投资刺激规划鱼贯登场。虽然目前还无法准确统计刺激规划的总体规模，但是从附表 1 可以看出，未来规划的项目总投资金额不低于 13 万亿元，仅江苏就有 6 万亿的项目规划，和 2008 年底出台的“4 万亿”刺激规划相比，中央及各地方政府的雄心壮志似乎仍然不减当年。

如果你对最近的地方投资项目感兴趣，请参考附表 1。

¹ 8 月 22 日，温总理主持召开的国务院常务会议，决定取消和调整 314 项部门行政审批项目，批准广东省在行政审批制度改革方面先行先试。这次改革重点对投资领域、社会事业和非行政许可审批项目，特别是设计实体经济、小微企业发展、民间投资等方面的审批项目进行了清理。

1.2 经济状况表现低于预期

尽管各地方政府雄心勃勃，但是许多宏大的投资规划“大跃进”的味道很浓，看起来非常不靠谱，只是“集体行动的逻辑”。究其原因，其中最关键的问题是仅凭地方政府的投资热情就能“保增长”？

经济筑底徘徊

从上半年表现来看，GDP 增长差强人意，从 1 季度的 8.1% 跌落到 2 季度的 7.6%，低于市场年初时的预期。而且，从工业增加值来看，经济并没有确定的表现出企稳迹象，其增速并没有在进入下半年就开始反弹，7 月份的环比增长率甚至继续下滑。经济数据的持续低迷加深了市场对中国经济增速放缓的担忧，近期各大投行及机构纷纷下调对中国经济的增速预期。

图 1 GDP 同比增长率（季度）

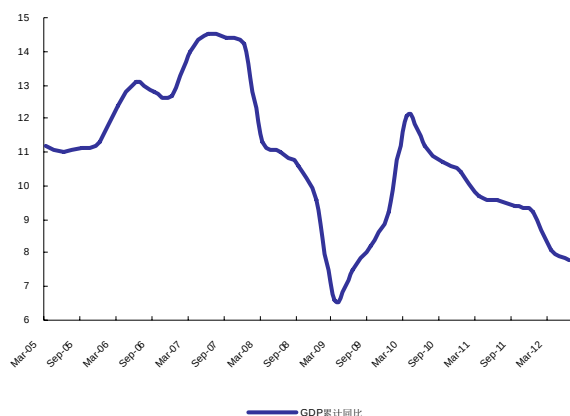
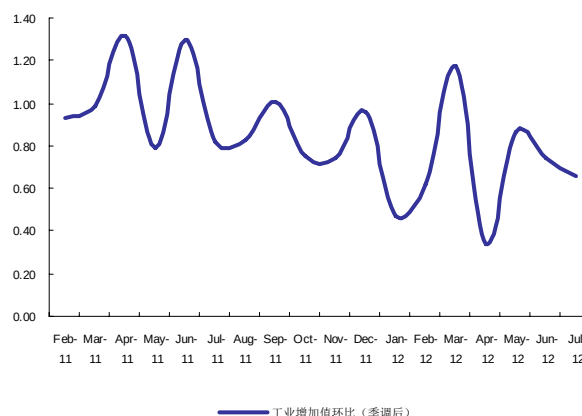


图 2 工业增加值环比增长率（月度）



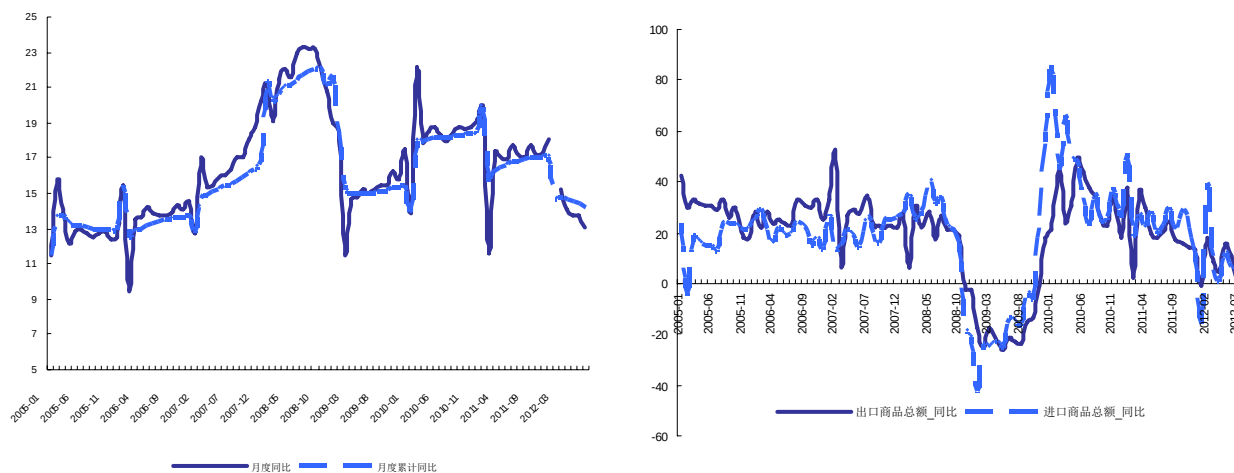
资料来源：申万研究，Wind

消费持续低迷

由于我国收入差距水平的拉大，收入分配改革的缓慢，以及消费者对于未来收入增长预期的下降，消费信心受到一定的冲击。从图 3 可以看出，7 月份的社会消费品零售总额继续延续了上半年的回落趋势，消费持续低迷。从月度来看，7 月份社会消费品零售总额，16315 亿元，环比下降 1.6%，同比名义增长 13.1%，比 6 月份下降 0.6 个百分点。从累计额来看，1-7 月份，社会消费品零售总额 114537 亿元，同比名义增长 14.2%，下降 0.2 个百分点。总而言之，今年消费增长低迷几成定局，其对经济增长的贡献也会低于预期。

图 3 社会零售总额

图 4 进出口同比增速大幅下滑



资料来源：申万研究，Wind

外贸增速下滑

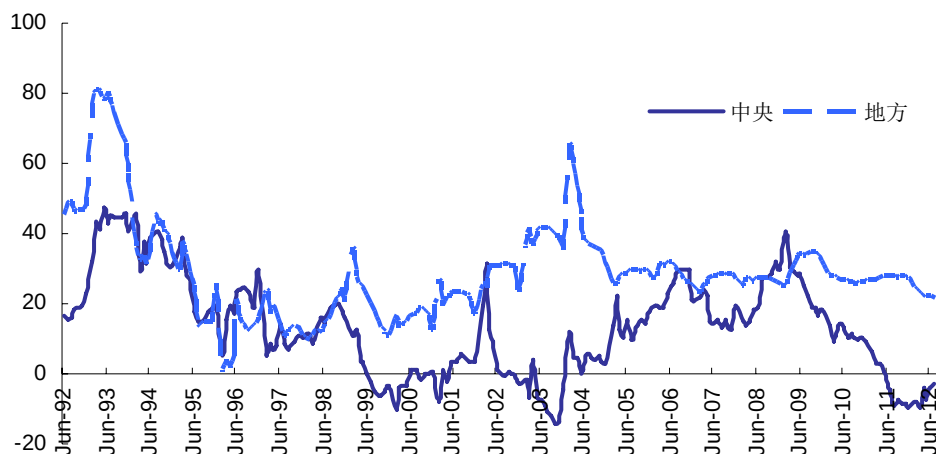
欧盟是我国商品出口占比最大的地区，其次是美国。由于欧盟经济受欧元区主权债务危机的影响，短期内难有很好的起色；美国政策的转向是鼓励储蓄，降低消费，并且支持制造业的回归。另外，东盟、金砖国家等新兴市场国家的经济形势表现都不是很好，以及我国与日本的领土纠纷问题。这些国外经济、政治形势的变化，严重影响了我国的对外贸易。

从图 4 可以看出，7 月份，我国出口总额同比增长率下降到了 1%，进口增长率也下降到了 4.7%，不仅低于 6 月份的水平，而且低于上半年的平均增长速度。尤其值得关注的是，出口的表现相对应进口还要差很多，这说明我们面对的外需水平持续疲软，拖累了国内经济的增长。

投资表现差强人意

在 5、6 月份，政府的投资热情高涨初期，对于处于低谷中的资本市场似乎带来了一线曙光。但是，这些项目毕竟只是规划，能否落到实处，尚需时日。从目前来看，无论是中央还是地方政府的实际投资表现都不是很理想。从图 5 来看，中央政府投资月度累计同比从 2011 年开始一直呈下滑趋势，到今年 7 月份仍然是负增长；而地方政府投资累计同比虽然仍能维持正向增长，但是增长速度处于平稳走缓趋势。中央和地方政府的投资状况与 2000 年前后经济衰退时期非常类似，都表现为同步下滑或者徘徊的趋势。

图 5 中央和地方政府投资累计同比



资料来源：申万研究，CEIC

综合分析，对于消费、投资、净出口的三大需求而言，经济增速表现低于预期的主要原因在于投资不足，从图 6-7 可以看出，在支出法的构成中，投资对 GDP 增长的贡献率和拉动力下滑最大。地方政府雄心勃勃的投资计划为什么没有作为呢？

图 6 三大需求对 GDP 的贡献率

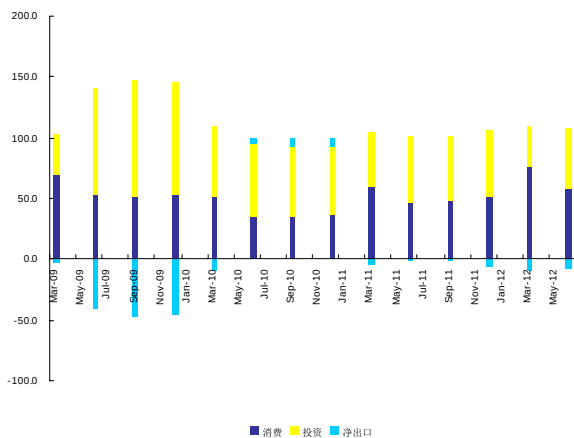
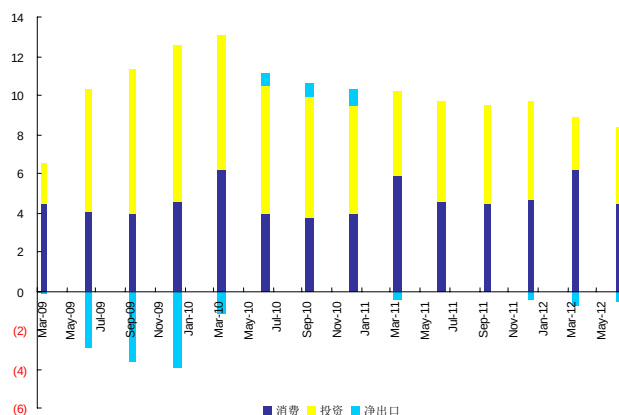


图 7 三大需求对 GDP 的拉动力



资料来源：申万研究，Wind

仅凭地方政府的过人“胆识”，似乎并没有取得“稳投资”的效果。追究背后的原因，我们认为无非有以下几个方面：2008 年金融危机时推出的“4 万亿”政策还没有完全消化干净²，而且国外需求下降，因此国内存在严重的产能过剩。这种情况下，继续追加投资，面临的风险就是投资无效率，或者投资难以收回成本。当然，不可否认，地方政府的投资项目从立项、中央审批完成、地方政府募集到足够的资金，到项目开工建设，需要很长的一段时

²为了应对全球性的金融危机，国家及时出台了 4 万亿的经济刺激计划，其中，中央计划 1.18 万亿，其他的计划由地方政府和社会资金配套承担。此外，各地方政府也相继推出了各自的投资计划，各省出台的总计划投资金额合计已超过了 22 万亿元。

间，也就是说，地方政府的投资可能有滞后效应。如果真是投资滞缓的原因，那么问题可能就变得简单了，下半年的投资回暖应该可期。问题是这是最主要的原因？

我想大家都不会否认，当前经济增速表现不尽如人意，其背后的原因也是多方面的。当今之世，正处于国家发展模式转变之时，而如果单纯用转型或者制度变革这些长期的因素来解释市场低迷，对于仍然困在原地的人们而言，似乎只能用来暖心，不能解除心中的痛楚。这种“逗你玩”的分析方法，对于投资者而言，只会备受痛楚，心如刀绞而已，如何期待一个美好春天？我们认为对于经济以及资本市场走势的分析，既要双眼凝望星空，更应该脚踏实地。也就是说，无论从短期还是长期来看，如何抓住分析的重点，正所谓“牵牛要牵牛鼻子”。

我们认为主要是资金不足导致了地方政府投资难有作为，进而拖累了经济复苏的步伐。而制约地方政府或者地方融资平台募集资金的因素正是前几年经济刺激计划时留下的地方债务风险，还没有完全消化干净。在系统性风险和个案风险犹存的情况下，中央各政府部门的政策放松步伐不会太快，力度也不会太大，而银行或地方金融机构的信贷投放也更加谨慎。

2. 钱袋子抑制了地方政府的投资刺激规划

尽管有很多因素可能会影响到地方政府的投资规划，但是，对于过去几个月投资滞缓的原因，我们当前更倾向于认为主要问题出在了“募集资金”这个环节，也就是说，地方政府没有足够的钱去上项目、搞投资。

2.1 雄心易，募资难

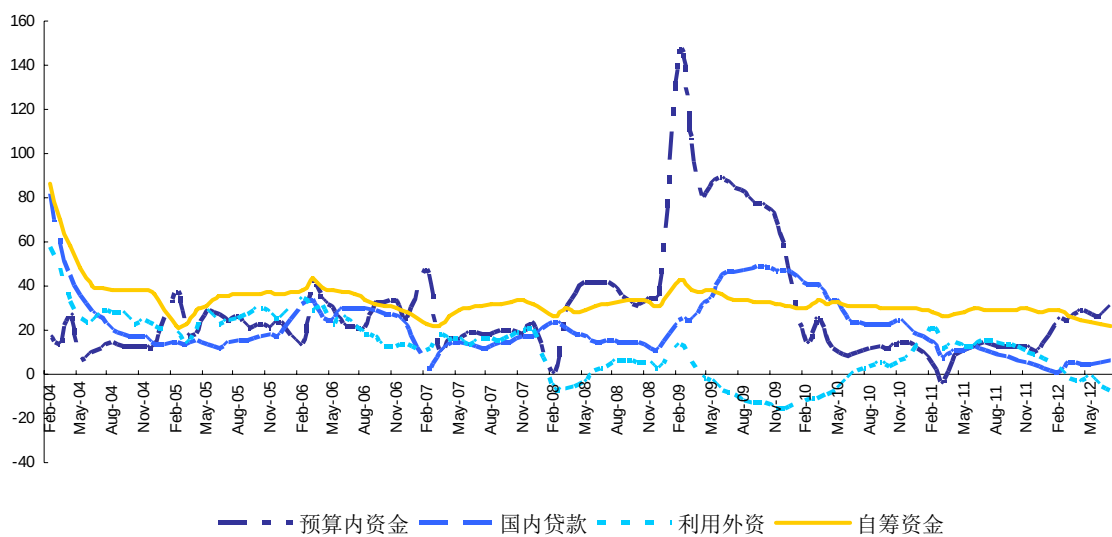
固定资产投资

从图 8 可以看出，固定资产投资的资金来源中，除了预算内资金在年初同比增长幅度较大之外，国内贷款、利用外资、自筹资金都处于同比增长下滑趋势。尤其是，利用外资从今年 3 月份开始，一直处于同比负增长的状态。从图可以看出，从年初开始，固定资产投资的资金主要依靠自筹，占比超过三分之二，其中，企事业单位自有资金大概占四分之一的比重；其次是国内贷款，占比 13% 左右；其他筹资来源包括债券、信托等，占比也是 13% 左右；而预算内资金仅占 5%，即使同比增长上升，对于固定资产投资的总投资而言，并不是非常重要。

如果从各时期的固定资产投资资金来源的结构，再进一步分析，从图 9 中，我们可以明显看出，2000 年以来，自筹部分占比处于上升趋势；国内贷款除了 2009 和 2010 年份占比有所反弹外，其他时期也是处于下降的趋势；利用外资以及其他筹资方式占比处于下降趋势。当前，国内贷款和其他筹资

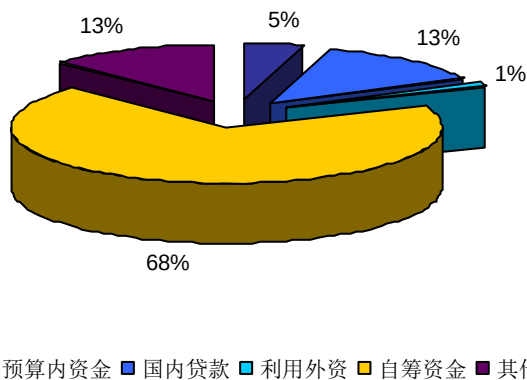
方式占比都处于固定资产投资资金来源的最低时期。也就是说，从趋势上看，未来的固定资产投资更多的需要依靠自筹资金，国内贷款的能力要下降很多。

图8 根据资金来源划分的固定资产投资累计同比



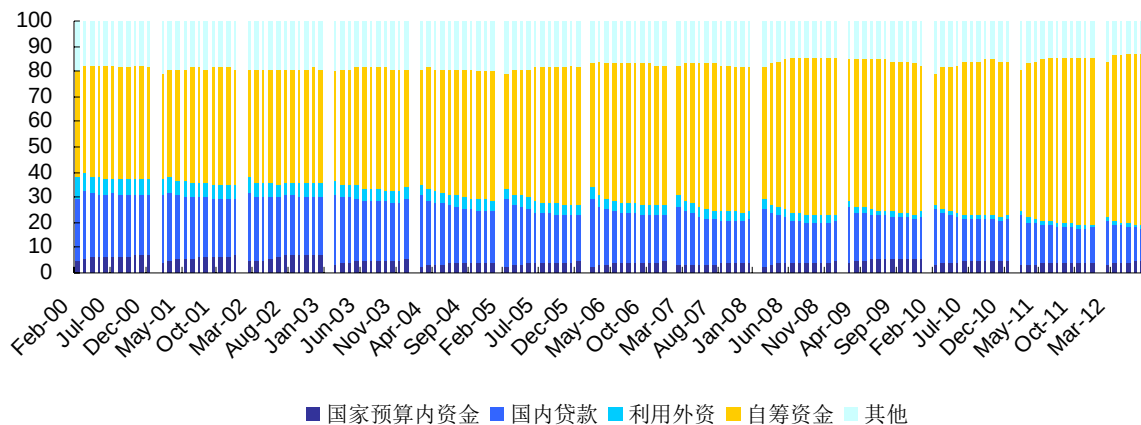
资料来源：申万研究，CEIC

图9 固定资产投资资金来源占比（2012.7）



资料来源：申万研究，CEIC

图10 各时期固定资产投资资金来源占比(2000.1-2012.7)



资料来源：申万研究，CEIC

房地产投资

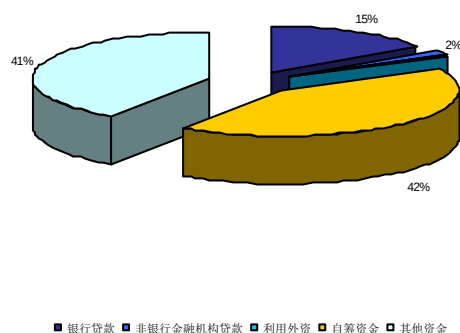
2011 年以来，房地产投资在政府限购和其他宏观调控措施下，曾经一度低迷。而今年 5 月份之后，在中央和地方政府稳增长首先是稳投资的传统思维方式下，虽然对房地产调控并没有松口，但是地方政府明紧暗松的办法强化了上涨预期，于是房地产价格逆市反弹，导致房地产投资似有回暖趋势。但是，从图 11 可以看出，到今年 7 月份，房地产投资完成额的同比增长率仍然处于下降趋势。

图 11 房地产投资同比（2000.1-2012.7）



资料来源：申万研究，Wind

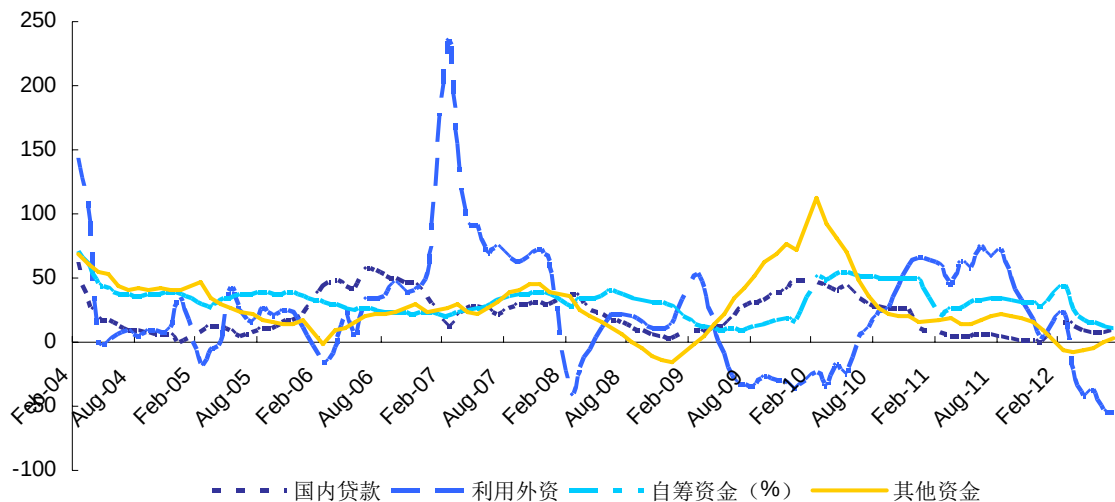
图 12 房地产投资资金来源占比（2012.7）



制约房地产投资的关键因素仍然是资金来源问题。从图 12-13 可以看出，对于房地产投资来讲，到今年 7 月份，无论是国内贷款，还是自筹资金，以及利用外资，其累计同比增长率都处于下滑趋势。其中，利用外资自今年 3

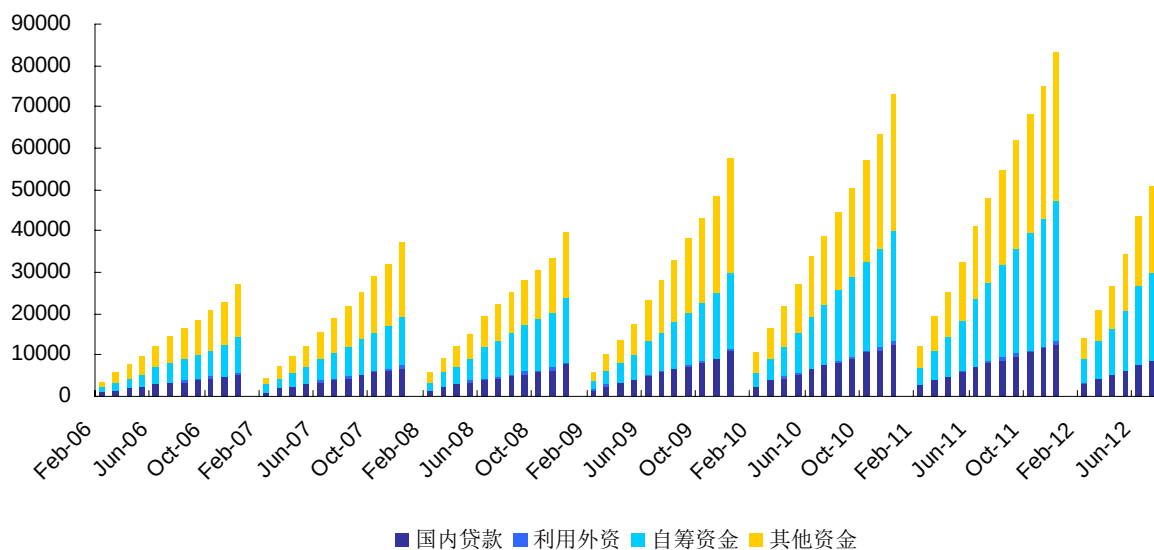
月份开始就已经出现负增长，而且下滑幅度较大，超过了 08 年金融危机爆发初期的程度。比较特殊的是，利用其他资金的同比增长率在今年 4 月份之后止跌回升，这应该与房地产销售的量价同时回升有很大的关系。

图 13 根据资金来源房地产投资累计同比



资料来源：申万研究，CEIC

图 14 根据资金来源房地产投资累计占比



资料来源：申万研究，Wind

2.2 地方借贷搞投资的模式不是长久之计

从微观上来看，经济刺激计划的实际效果如何，在很大程度上取决于地方政府资金的跟进与落实。在政府政策的支持下，2009年以来，各省市的地方融资平台如“雨后春笋”般成长起来，发展非常迅速。这些地方融资平台的投资对象主要集中在环境保护、保障房、城市基础设施建设、交通设施等公益性或者基础性项目。这些领域前期投资大，回报率较低、时间较长，这就导致地方融资平台积累了大规模的债务违约风险。银行等金融机构为了规避风险，在信贷投放方面变得异常谨慎。在这种背景下，地方政府如果还要在2012年顺利完成大规模的投资计划，钱从何处来？

过去地方政府项目或者融资平台的还款来源主要包括以下几个方面：

一是财政直接补贴还款。政府以财政收入建立还款基金或直接补贴借款人，用于归还政策性贷款。这种模式一般用于自身不能产生经营活动现金流，或现金流不足以归还银行贷款本息的公益性或基础性项目。

二是财政垫付还款。建设项目自身可创造足以归还贷款本息的经营现金流，但什么时候、产生多少现金流都不确定，难以按照约定的贷款期限归还贷款本息。对于此类项目贷款，银行要求政府以财政收入根据合同约定的期限和金额代为清偿贷款本息。

三是政府特许经营收费还款。对自身能够在约定的还款期内创造足够还款现金流的项目，政府不直接承担还款责任，但通过正式文件、会议纪要等形式，明确借款人对建设项目享有规定年限的经营权，以经营收费或收益作为还款来源。

四是政府回购。政府明确非经营性项目为其对平台公司的负债，签订项目回购协议，约定政府回购时间和金额，以资产回购资金作为还款来源。

目前来看，即使投资项目本身收益、地方政府财政补贴等方式能够保证一定量地方政府债的本息还款，但是从财政预算内收入和预算外收入两方面考虑，地方政府财政大多入不敷出，只好依靠银行贷款或者债券融资。

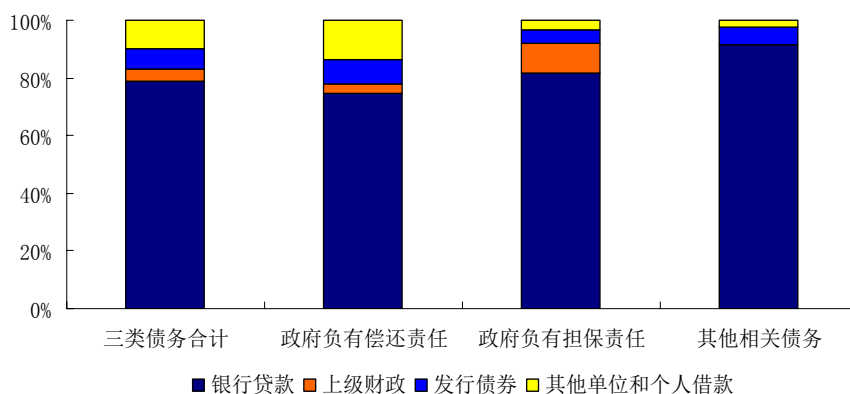
预算内收入方面，地方政府基本上没有太大的空间可以支持地方政府大规模的投资。1994年，分税制改革之后，我国明确了中央政府和地方政府之间在财政收入和支出中的权利与义务。中央政府获得财政收入比重不断上升，地方政府的比重不断下降；而在财政支出方面，正好相反，政府支出范围界定不清，哪些事该由政府负责，缺乏规范的制度规定，导致政府支出范围越来越大，支出责任越来越重。因此，地方政府在财政支出中的比重不断上升，中央政府财政支出中所占的比重不断下降。这就导致地方政府在财政上入不敷出，每年都会有财政赤字。为了避免地方政府财政缺口过大，中央政府负责每年在一定范围内，通过税收返还或者补助的形式，补偿地方财政收支上

的缺口。近些年来，中央税收返还和补助收入已经达到了地方收入的 50% 左右，地方本级收入在其总收入中的比重基本维持在 50% 左右。

另一方面，由于我国《预算法》规定，地方政府不能自主发债³。为了弥补地方政府的配套资金缺口，2009 年 3 月同意由财政部代理地方政府发行大概 2000 亿元的地方债券，不过，相对于大规模的财政刺激计划来讲，仍然是杯水车薪，差距非常明显。

无论是预算外还是预算内，最终而言，银行贷款是地方政府融资平台筹资的主要方式，并且大部分是从国家开发银行等政策性银行及国有商业银行获得的打捆贷款，另外，还有相当大比重的市县级平台是从城市商业银行获得的贷款。据 2011 年审计署的统计，银行贷款占地方融资平台资金来源的 80% 以上。

图 15 地方政府债务借款来源



资料来源：申万研究

发行城投债是融资平台的第二大资金来源。它以地方融资平台作为发行主体，是为配合地方政府进行市政基础设施建设而发行的企业债券，其最终信用主体是地方政府。城投债都有担保，土地抵押、外部担保和应收账款质押是最主要的三种模式，其中应收账款质押更被业界认为是地方政府对债券的变相担保，也被视为最有效的担保模式。相比于银行贷款，发债融资门槛更高，也需要公开披露发债主体的相关信息。根据审计署的报告，债券融资约占融资来源的 7% 左右。

我们地方政府的融资方式除了银行贷款、企业债、中期票据、短期融资券等之外，最近一段时期，为了逃避监管，地方政府更多的借助创新投融资模式的途径来筹集资金，包括私募、信托、“银信政”理财产品等。

即使不断通过融资方式的创新，为地方政府或地方融资的投资提供资金支持，都无法改变地方政府借贷搞投资的增长模式。然而，在地方政府的收入

³ 尽管 2011 年开始在上海、浙江、广东和深圳四省市进行地方自主发债的试点，但是 2012 年 6 月的预算法修正草案再一次明令禁止地方政府自主发债。

来源非常有限的情况下，如果投资项目收益率过低，周期过长，根据“李嘉图等价”原理，欠的帐早晚要还，地方政府的这种借债搞投资的模式不是长久之计。

3. 中央对地方债务系统性风险的担心制约着政策的调整

由于分税制改革，中央政府获得财政收入比重不断上升，地方政府的比重不断下降。这有助于增加中央政府对地方的调控能力，提升中央政府在经济和政治上的话语权，同时也导致地方政府在财政上入不敷出，每年都会有财政赤字。

地方政府的本级财政收入和中央补助与转移支付的收入主要是为了应对地方政府本级的财政支出，这一块不能用来作为偿还地方政府债务的保障。在地方政府收入中，只有预算外收入减去预算外支出的盈余，才是地方政府可以用来调解地方债务赤字的收入保证。地方政府预算外收入与支出中占比最大的就是地方政府的基金性收入与支出（其中主要是土地收入与支出）。

由于地方政府的财力有限，在大规模的投资规划下，为了获得足够的资金支持，不少地方只好转向预算外收入，或者千方百计举债或筹集非税收入，负债规模迅速扩大。这种情况下，如果银行或者其他金融机构的监管缺位，就会导致许多地方政府的债务风险继续不断累积，最终转嫁到银行以及中央政府机构解决。

3.1 地方政府的财政压力会不断上升

我国经济持续 30 多年的高增长，在十二五期间就要成为“休止符”，未来的经济转型以及发展方式的转变，导致我国经济增长速度开始下台阶，导致地方政府的收入下滑。另外，全球经济萧条时期对失衡的修正，土地出让收入的下滑，进一步拉低了地方政府收入。

另一方面，社会保障、医疗卫生、节能环保等财政支出力度的增加，又要求地方政府未来需要更多的资金投入。在这种此消彼长的情况下，地方政府的财政压力未来会不断上升。

下面，根据经济环境的变化，我们推测了未来地方政府的财政收入和支出：

情景一：根据地方财政收入与经济增长的关系，我们推测了未来五年地方政府本级收入和中央返还与转移的收入，从而估计出地方政府预算内总的财政收入。根据可开发土地的数量，加上土地价格变化不大，我们推测出 2010-2015 年的土地转让收入和地方政府性的基金收入。

表 1 地方政府财政收入推算（情景一） 单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
地方政府可用收入	105560.13	134314.57	152529.951	175105.9094	203340.712	239107.9433
地方政府预算内总收入	72954.13	92468.32	110348.931	132418.7172	160226.6478	195476.5103
地方本级收入	40613.04	52547.11	63056.532	75667.8384	91558.08446	111700.863
中央税收返还和转移支付	32341.09	39921.21	47292.399	56750.8788	68668.56335	83775.64728
地方政府性基金收入	32606	41846.25	42181.02	42687.19224	43114.06416	43631.43293
其中：土地出让收入	29397.98	33477	33744.816	34149.75379	34491.25133	34905.14635

资料来源：申万研究

根据地方财政支出与经济增长的关系，我们推测了未来五年地方政府支出，从而估计出地方政府预算内本级支出。未来几年土地拆迁补偿支出的下降幅度不应该很大，甚至还有上升的可能，我们暂且假设未来 4 年土地补偿支出和 2011 年预算相同，推算出未来 4 年的地方政府支出。

表 2 地方政府财政支出推算（情景一） 单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
地方政府支出	104183.02	136672.24	160207.17	187215.60	218542.29	253334.76
地方政府本级支出	73884.43	92733.68	115917.10	140259.69	171116.82	205340.19
地方政府基金性支出	30298.59	43938.56	44290.07	46955.91	47425.47	47994.58
其中：土地安排的支出	26975.79	30798.84	31045.23	31417.77	31731.95	32112.73

资料来源：申万研究

情景二：考虑到政府限购和经济形势下滑，导致土地转让金收入可能会有下降等情况，假设未来 4 年土地价格不变，可开发土地资源的总量每年大约下降 5%左右，我们重新估计了地方政府的基金性收入，从而推算出来地方政府的可用收入。

表 3 地方政府财政收入推算（情景二） 单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
地方政府可用收入	105560.13	134314.57	150102.87	170184.96	196104.58	229560.54
地方政府预算内总收入	72954.13	92468.32	110348.931	132418.7172	160226.6478	195476.5103
地方本级收入	40613.04	52547.11	63056.532	75667.8384	91558.08446	111700.863
中央税收返还和转移支付	32341.09	39921.21	47292.399	56750.8788	68668.56335	83775.64728
地方政府性基金收入	32606	41846.25	39753.9375	37766.24063	35877.92859	34084.03216
其中：土地出让收入	29397.98	33477	31803.15	30212.9925	28702.34288	27267.22573

资料来源：申万研究

考虑到医疗、社会保障、环境卫生等地方支出的上升，以及经济政策的变化要求地方政府投资规模上升等因素。同时，根据土地出让权补偿性支出，加上城市基础设施建设配套费支出上升等因素，我们推测出未来 4 年地方政府的基金性支出。

表 4 地方政府财政支出推算（情景二） 单位：亿元

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
地方政府支出	104183.02	124547.20	150911.97	183390.73	223464.26	272978.76
地方政府本级支出	73884.43	92733.68	115917.10	144896.38	181120.47	226400.59
地方政府基金性支出	30298.59	31813.52	34994.87	38494.36	42343.79	46578.17
其中：土地安排的支出	26975.79	27515.31	28065.61	28626.92	29199.46	29783.45

资料来源：申万研究

3.2 虽然目前可控，仍不可忽视的系统风险

由于财政分权下，中央政府负债弥补地方财政收支上的缺口，因此，根据上面的分析，地方政府财政风险或者债务的风险应该主要集中在或有债务上。一旦地方融资平台出现难以清偿债务的情况，风险最终会转嫁到所借贷的银行。如果地方政府风险积累到一定程度，就可能引发系统性风险，随着风险的向上级传导，地方债务的偿还责任不得不由中央财政兜底。中央政府与地方政府在金融稳定目标上存在激励不相容和责任不对称问题，意味着银行对地方政府而言已经兑变为块典型的公共地，地方政府对国有银行有“过度放牧”的激励。因此，尽管中央政府不断出台政策控制地方融资风险，但是，地方政府一般通过对控股和全资地方金融机构的干预，并没有慎重考虑还贷的成本，从而过度放大地方融资平台的风险。这一点，在2009年以来的政府干预过程中，表现的最为明显。

对于未来几年的债务风险，我们大致估计出了2011—2015年，地方政府各年需要归还的债务本息以及债务余额（见表5）。

表5 我国地方政府债务期限估计

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
地方政府债务余额	91645.91	82408.02	78453.88	76357.88	75981.41
新增地方政府债务	10717.49	9164.59	8240.8	7845.39	7635.79
归还债务本金	26246.49	18402.48	12194.94	9941.39	8012.26
利率	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
需要支付的利息	6231.92	5603.75	5334.86	5192.34	5166.74
需要归还的本息	32478.41	24006.23	17529.8	15133.73	13179

资料来源：申万研究

2010年，地方政府债务余额中，政府负有偿还责任的占到62.6%，负有担保责任的占到21.8%，其他相关债务占15.6%。如果未来5年新增债务量不大，政府债务责任的比重变化应该也不会很大，因此我们可以估计出2011—2015年，地方政府负有偿还责任和担保责任的债务（见表6）。

表6 按责任分我国地方政府债务期限估计

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
政府偿还责任	67091.49	57370.34	51587.42	49112.13	47800.03	47564.36

政府担保责任	23364.13	19978.81	17964.95	17102.95	16646.02	16563.95
其他相关债务	16719.29	14296.76	12855.65	12238.81	11911.83	11853.10
总计	107174.91	91645.91	82408.02	78453.88	76357.88	75981.41

资料来源：申万研究

负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为 52.25%，加上地方政府负有担保责任的或有债务，债务率为 70.45%。我们根据地方政府财政收入、财政支出以及地方政府债务余额与每年的还本付息额，大致推算出中国地方政府 2011-2015 年的债务率、债务依存度、偿债率等指标（见表 7），发现 2011 年是地方债务风险最高的一年，以后几年会逐渐趋于稳定，风险也会相对下降。如果考虑到 6 万多亿元的国债和 3800 多亿的乡镇政府债务，债务风险的概率就会上升。

表 7 我国地方政府债务风险衡量指标

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
债务负担率	20.2	16	13.42	11.56	10.14
财政负债率	73.37	57.76	47.85	40.02	33.8
债务依存度	74.16	58	47.48	39.28	33.29
偿债率	26	16.83	10.69	7.93	5.86

资料来源：申万研究

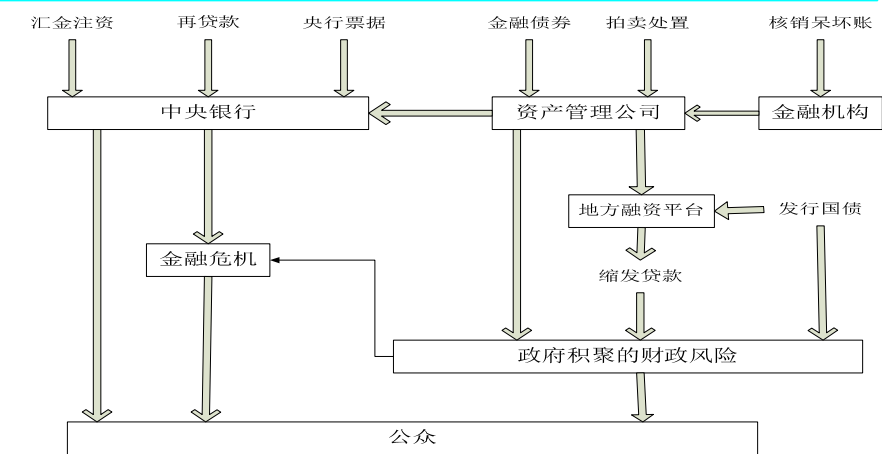
根据审计署的报告，2010 年总的债务余额中，政府负有偿还和担保责任的债务占 84%，省级和市级的地方政府债占 73%，多为系统性风险，政府具有出面救助的动力。

3.3 地方政府债务风险向上转嫁的风险

面对巨额的债务风险，尽管地方政府的融资方式多种多样，但是考虑到在目前的财政体制下，地方政府不能破产清算，一旦地方政府出现难以清偿债务的情况，中央财政不可避免成为作为“最后支付人”进行兜底。正如我们在此前关于地方融资风险的几篇报告⁴中多次指出的，由于我国是上级对下级的任命制，上级政府对下级政府承担着无限责任，地方政府不能破产清算，一旦地方融资平台出现系统性偿债风险，为了避免演化为区域性，甚至是全国性的金融风险，地方融资平台的风险就只能不断向上级政府转移，因此，地方政府独立举债将加大地方政府向中央政府转嫁债务风险的可能性。

图 16： 国地方政府和中央政府的利益关联性

⁴ 有兴趣的读者可以参考我们此前的报告：《客观威胁若隐 主观恐惧若现——我国地方债风险研究》、《我国地方融资风险研究》、《恐惧大于风险，偿还主要在政府——我国地方融资风险研究》、《土地财政受制、地方还债承压》等。



资料来源：申万研究

对于银行等贷款方来说，无论是再贷款还是债转股，如果地方平台的投资收益不理想，都后造成银行的坏账损失。短期来看，如果不改善实体经济的业绩和银行的经营效率，任何处理坏账的做法都像是“宛肉补疮”。这样看来，上级政府对下级政府实际上承担着无限责任，由财政或有债务形成的财政压力，会由基层政府向上层层传递，压力最终势必汇聚到中央政府。从国际经验看，地方政府，特别是大的省、市债务违约风险往往会演化为区域性、甚至是全国性金融恐慌。为防止事态恶化，损害国家债信，中央政府不得不对其进行救助。被救助的地方政府将部分或是全部债务成本成功转嫁给中央政府。

当省、市级的地方政府风险达到一定程度并转化为公共风险或公共危机时，通常会出现“病急乱投医”的情景，或由央行再贷款、资产剥离，或由财政买单、赤字货币化，实际上最后都是民众买单。

从财政方面来看，地方政府的债务风险可以由地方政府掌控的国有企业作为资产担保，或者土地转让收入作为担保资产，为地方平台进行融资。如果地方平台发生风险，有担保或者抵押资产进行清偿。

表 8 我国政府的资源和融资能力 单位：亿元

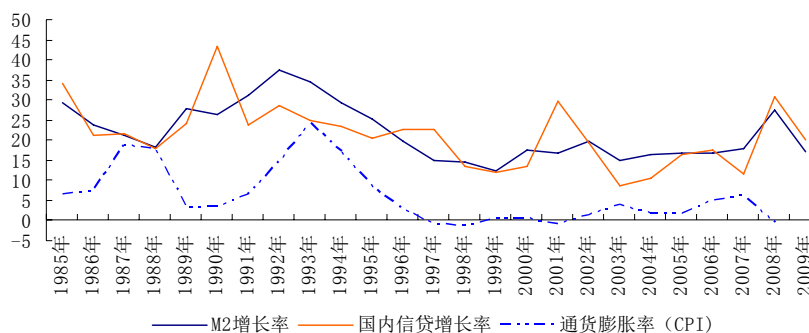
项目	国有资产总额			土地出让收入
数额	全国	中央	地方	全国
2001	59827.20	32045.20	27782.00	
2002	65476.70	36168.20	29308.50	
2003	70405.60	40704.00	29701.60	
2004	77345.60	47663.10	29682.50	5894.14
2005	87831.60	53964.20	33867.40	5505.15
2006	96170.60	50784.20	45386.40	7676.89
2007	112205.80	65872.70	46333.10	13000.00
2008	134365.50	73606.80	60758.70	9736.96
2009	162029.46	93473.50	68555.96	15910.20
2010	182342.94	103962.43	78380.51	29397.98

2011	207125.39	116365.94	90759.45	33474.00
2012	237359.97	131003.07	106356.90	33744.82
2013	274246.17	148236.47	126009.70	34149.75
2014	319247.32	168475.11	150772.22	34491.25
2015	374148.74	192175.74	181972.99	34905.15

资料来源：申万研究

从货币方面来看，财政赤字货币化也是化解地方债务风险的一种方式。通过成立资产管理公司，把银行中与地方债有关的资产剥离出去，打包管理或者打折销售，就会将银行的呆坏账转化为中央的或有隐性债务。地方政府债务转嫁到中央之后，央行通过在二级市场购买国债或者增发央票，本身就可以铸币税或者通货膨胀税的形式化解掉一部分债务风险。2009 年，我国信贷增长率 30%，2010 年大约在 20% 左右，这就意味着 2009 年信贷多扩张了 4 万亿元左右，此后两年的信贷增长量每年大约在 9-10 万亿元。改革开放后，我国的年度信贷增长率一般在 17-20% 左右，过高就会导致通胀。1988—1989 年、1993-1995 年发生过两次较高的通货膨胀，而在此之前国内信贷增长率都超过 30%。

图 17： 我国信贷增长率和通货膨胀率



资料来源：CEIC, 申万研究

总之，地方政府融资风险最后会通过各种方式转换为中央政府的财政风险。地方政府的债务最终或者通过财政上担保资产变现清偿，或者通过资产剥离和财政赤字货币化，中央银行在二级市场上购买国债或者发行票据，制造通货膨胀来化解。

4. 个体信用风险制约地方政府融资能力

2011 年开始，地方政府债和融资平台债务已然高企，许多地方平台甚至已经债台高筑，个案信用风险威胁到地方政府的再融资能力。

另一方面，受宏观经济形势的影响，2010 年下半年开始，政府开始加大政策紧缩的力度，货币政策的具体措施包括：连续 5 次加息（持续到 2012 年上半年），不断上调准备金率（大型金融机构最高时达到 21.5%，并持续半年之久），以及通过窗口指导、按月监控贷存比等加强信贷控制、人民币升值

幅度加快等。另外，还有力度较大的房地产调控、投资项目审批放缓、降低政府投资等财政或者产业政策。

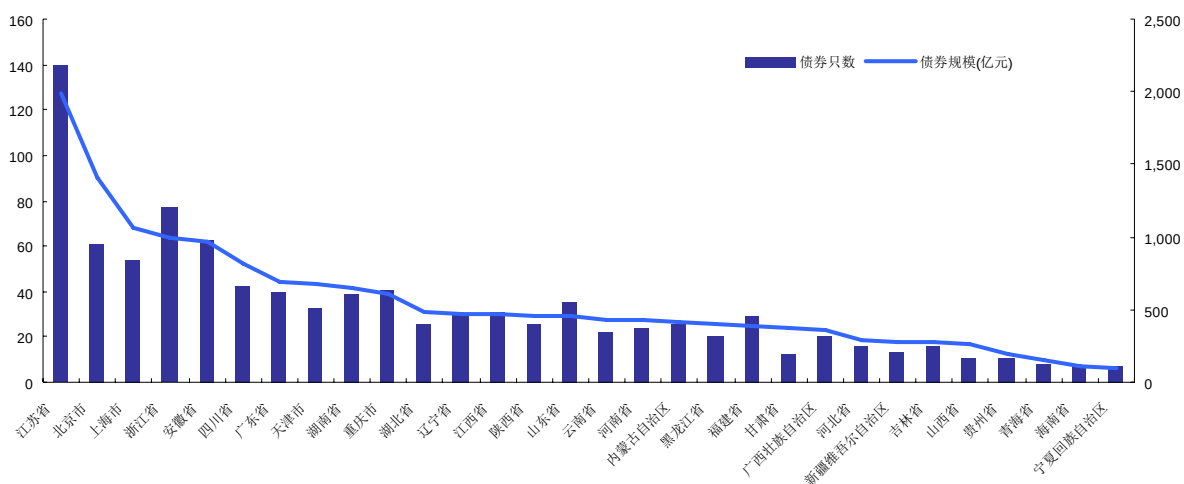
这些政策的出台以及实施，基本上改变了政府调控的方向，提高了地方融资平台的融资成本。对于那些没有做好应对经济波动的地方平台来讲，项目建设受到影响，有的甚至停滞下来，更有甚者已建成的项目出现问题，收益没有了保障。因此，从2011年上半年开始，对地方政府融资平台风险的担心与日俱增，市场炒作甚嚣尘上。但凡某地的一个小平台有风吹草动，就会激起一池涟漪，牵动全国各地平台风险的神经，在市场的进一步炒作下，信用风险更加放大。

下面我们从分省和个别地方案例来看，地方政府的个案风险制约了地方政府进一步融资能力。

4.1 东部地区城投债占比高，西部地区地方政府债占比高

从目前分省的情况来看，我国地方政府债务风险总体还是可控制之内。总体来讲，东部省份的负债规模较大，尤其是江苏、北京和上海的规模几乎占了全国四分之一强的比重。西部地区的负债总规模比较小，最后五位的宁夏、海南、青海、贵州、山西总量占比不足5%。无论是债务发行的数量还是债务的资金规模，东部省份都占有绝对高的比重。

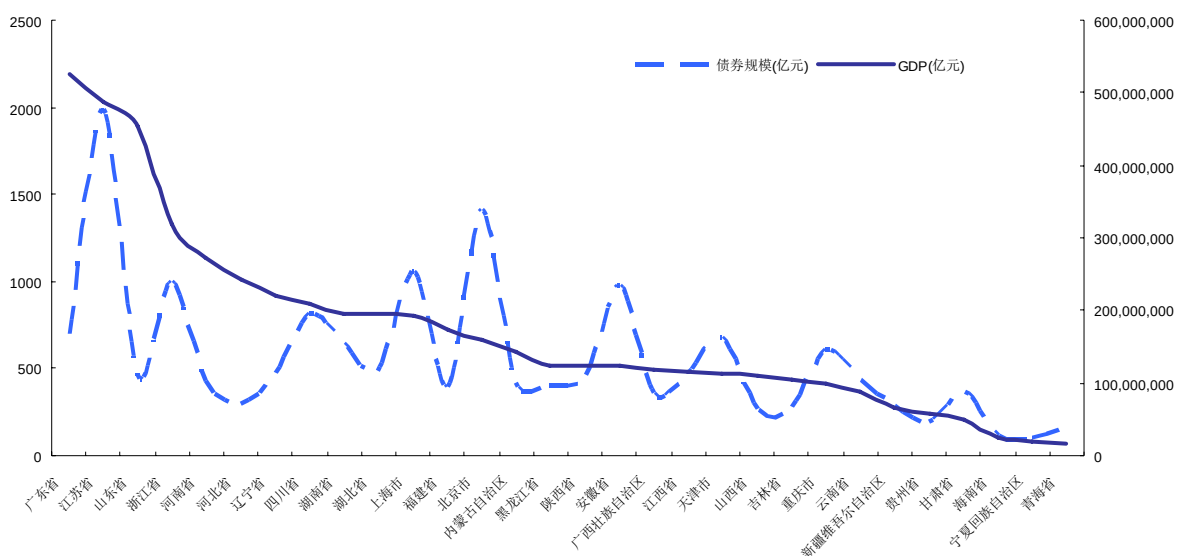
图 18 各省债务规模



资料来源：申万研究 财汇

可以看出，债务规模与该省的经济发展程度是高度相关的，因此，负债主要集中在经济比较发达的地区，这些地区税收规模比较大，融资方式比较多样，可供抵押的资产规模较大，这就使得总体债务风险目前仍然处于相对可控的区间。

图 19 债务规模与经济总量



资料来源：申万研究 财汇

如果考虑负债率和债务负担率这两个指标，虽然西部省份总体规模不大，但是负债率却相对较高，其中，青海省、甘肃省等省份的债务风险已经处于相对较高的水平，尤其是青海省负债率已经超过了 100%。如果总体来看，大部分省份的负债率在 30% 左右，低于国际公认的风险指标⁵。

表 9 地方债务规模与风险

地区	债券只数	债券规模(亿元)	债务负担率	负债率
青海省	8	155	9.48	102.11
北京市	61	1,409.60	8.8	46.89
安徽省	63	969.2	7.84	66.23
甘肃省	12	368	7.36	81.71
重庆市	41	611	6.1	41.05
天津市	33	677.7	6.06	46.58
上海市	54	1,060.50	5.52	30.92
上海市	53	1,024.50	5.34	29.87
云南省	22	433	4.95	38.98
宁夏回族自治区	7	100	4.85	45.46
新疆维吾尔自治区	13	281	4.34	38.98
海南省	7	109	4.33	32.05
江苏省	140	1,985.90	4.09	38.58
江西省	31	472	4.07	44.81
四川省	42	814.3	3.87	39.83

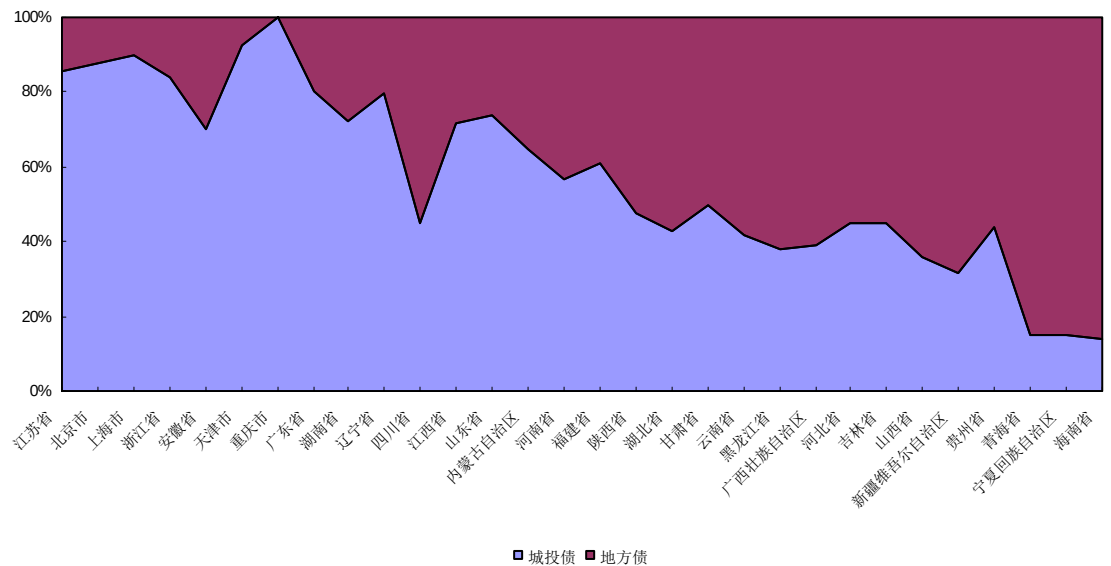
⁵ 欧盟的马斯特里赫特条约（简称“马约”）规定，债务总额占GDP的比重不应该超过 60%。

陕西省	26	461.5	3.72	17.9
贵州省	11	193	3.38	24.96
湖南省	39	645.4	3.29	26.23
黑龙江省	20	403	3.22	40.41
浙江省	77	995.49	3.11	31.59
广西壮族自治区	20	354.5	3.03	37.41
内蒙古自治区	26	411.59	2.89	30.34
吉林省	16	274	2.6	32.23
湖北省	26	481.5	2.46	32.75
山西省	11	260.5	2.35	21.47
福建省	29	393	2.26	26.18
辽宁省	30	475	2.16	17.99
河南省	24	430	1.58	24.98
广东省	40	696.5	1.32	12.63
河北省	16	294	1.21	16.92
山东省	35	456	1	13.2

资料来源：财汇，申万研究

上表的地方债务总规模包括地方政府债和城投债两部分，其中，城投债占总规模的绝对比重，从全国整体看，大概在 70%以上。根据已公布的地方债务数据，江苏、北京、上海等发达地区的城投债占比均在 85%以上，由中央财政担保发行的地方政府债占比非常低；而宁夏、青海等经济发展较落后的西部省份，城投债占比均不足 15%，由中央财政担保发行的地方政府债占比在 80%以上。由于中央财政担保发行的债务，财政部承担违约责任，因此，这些债务基本上不具备倒账风险。

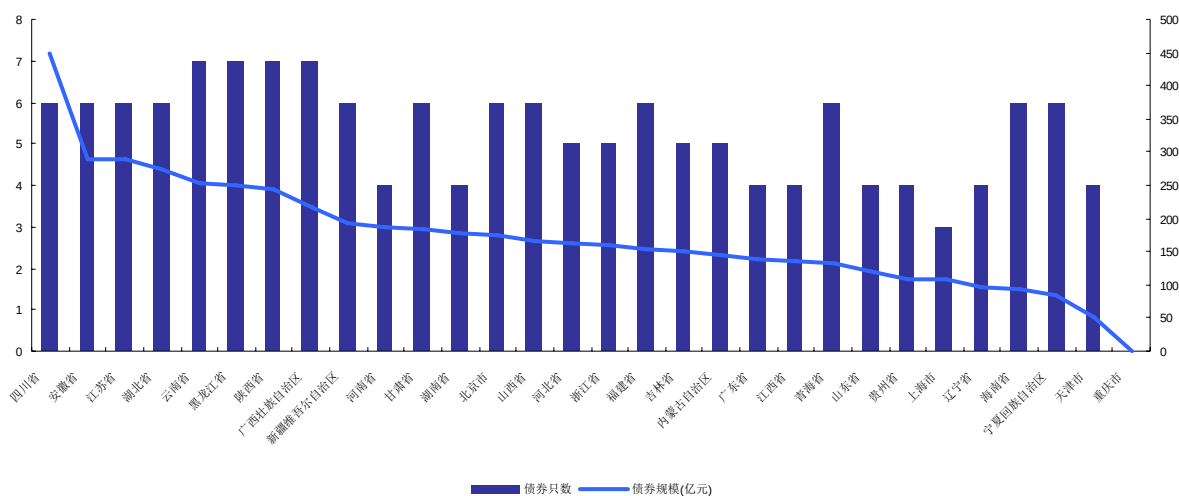
图 20 城投债和地方债的比例



资料来源：申万研究 财汇

虽然去年上海、浙江等地开始进行地方债试点，但是地方政府自主发债的草案并没有在人大通过。到目前为止，仍然是中央财政担保，代理地方政府发行地方债，全国总规模大概是 5256 亿元。从图可以看出，地方债的发行规模最大的省份是四川、安徽、江苏、湖北、云南等省，而上海、天津、重庆等地区规模较小。从发债主体来看，西部省份虽然债务率相对较高，但是其发行的债务大多是有中央财政担保的地方政府债。结合上表，我们知道虽然西部省份的债务率较高，表面风险较大，但是如果考虑到中央财政的担保作用，风险基本上处于可控区域。

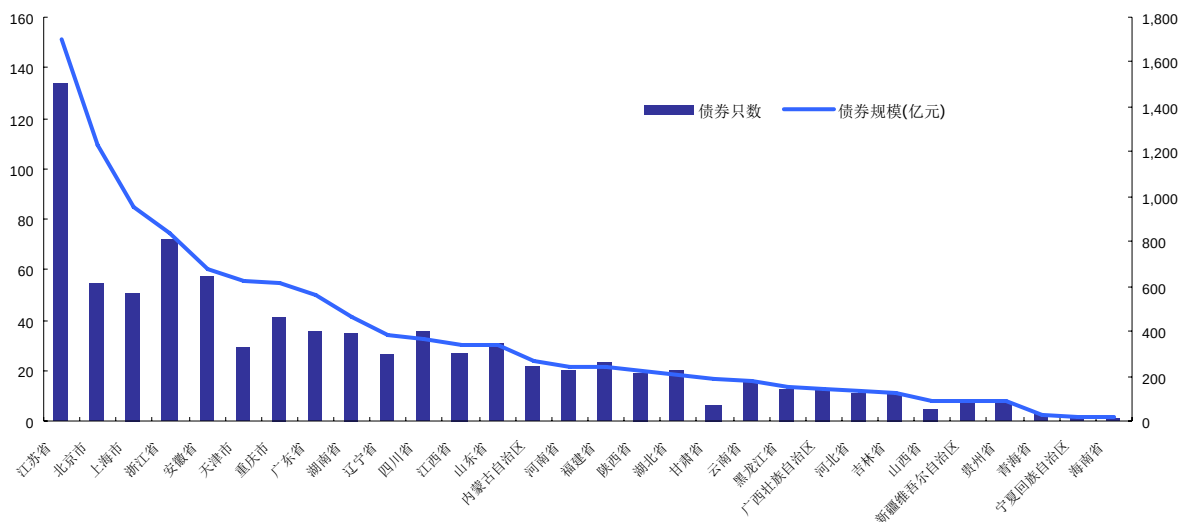
图 21 各省地方债



资料来源：申万研究 财汇

地方政府往往通过发起成立投融资企业，即地方融资平台。一般来讲，地方政府通过向平台划拨土地、股权、规费等资产，使其具备融资能力，为地方基础设施建设筹措资金。在资产抵押的基础上，银行贷款成为地方融资平台的主要资金来源。另一方面，由于地方政府不能独立发债，为了绕开《预算法》，并为当地投资募集到足够的资金，通过地方融资平台发行城投债，也起着非常重要的作用。根据中国债权登记结算有限责任公司发布的数据显示，2008 年底开始，城投债的发行地区逐步从大型重点城市扩展到中西部地区，中小型城市及区级财政的融资平台开始成为发债主体。城投债的发行规模也由 2009 年初的聊聊数笔迅速扩张到目前的 1.2 万亿元以上，增长速度之快可见一斑。

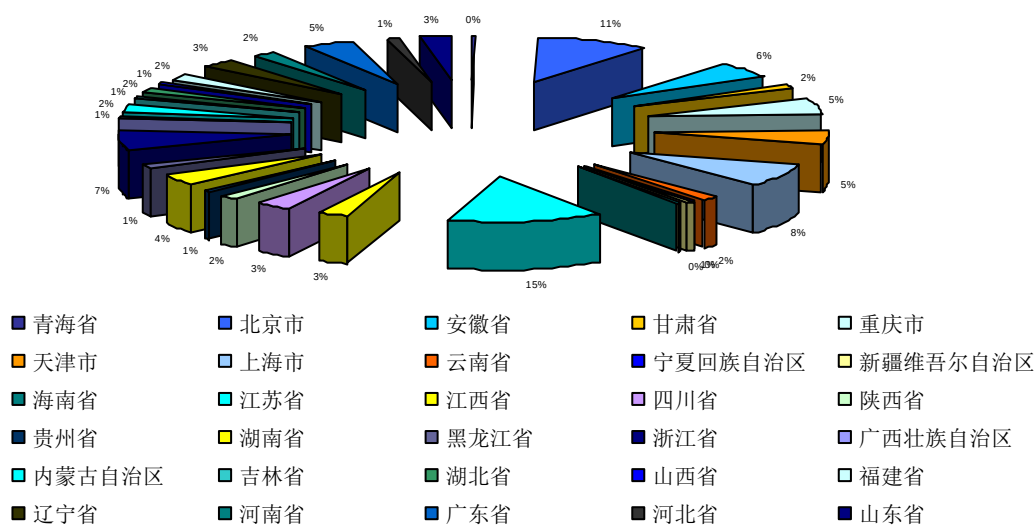
图 22 各省城投债



资料来源：申万研究，财汇

从全国来看，在债券市场发行的城投债规模目前超过 1.24 万亿元，其中，江苏、上海、北京、浙江就占了将近三分之一的比重。也就是说，城投债主要集中在发达地区，与这些地区的经济规模存在密切的正相关性，而且这些地区财税和可抵押资产所占规模也比较大。这种情况与债务总规模的地区分布也是极其相似。

图 23 各省占城投债发行的比重



资料来源：申万研究 财汇

总而言之，从城投债和地方政府债分省所占的比重来看，地方政府债务风险，在发展落后的地区更多的由中央财政担保，在经济发达地区由更多的

财政税收或者资产作抵押。从地方债的结构上看，目前我国地方政府债务总规模的风险仍然在可控的范围内。

4.2 个体信用风险打击了地方金融机构的放贷信心

无论何种方式投资，建成的项目是有回报的，只不过有的回报周期长，有的收益率低，有的没有达到预期的收益率。我们需要关注的是地方平台投资的在建工程是否可以顺利完工，或者后续投资可以继续通过借款、债券融资以达到可持续性，而不至于造成“烂尾楼”现象。

根据审计署的调研报告，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%。这些领域或者行业属于投资周期长、回报率低的行业。交通运输、工业、能源类行业属于投资大、回报率较大，但是收益率与宏观经济周期密切相关的行业，风险受宏观经济波动的影响。

总体上看，地方政府负债投资效率和质量不高，有的投资项目效率低下，尤其是公路的重复建设项目有许多刚刚建成即亏损，给当地财政背上沉重的负担，也降低了经济增长的质量。

2011 年下半年开始，由于受国内外市场形势的影响，经济增长速度大幅度下滑。实体经济的萧条传导到地方融资平台，加深了其倒账或者违约的风险，使得地方信用事件连续爆发。比较典型的有云南城投、川高速、广东建设等事件。许多前几年规划好的工程，由于资金链的断裂，而随着项目负责人的携款远遁他乡，最终成为半拉子工程，完全失去了还本付息的能力。

如果你对 2011 年以来的地方平台信用事件感兴趣，请参考附表 3。

由于今年上半年以来，经济形势的表现差强人意，各地政府出于“稳增长”的需要，更因为“政绩考核”的梦想，投资建设的热情又在当政者心中开始澎湃不已。一些地方政府甚或完全不考虑自身的财政能力，在前两年债务风险还没有消化掉的前提下，又开始雄心勃勃忙于举债上项目、建设“新区”，各种市政规划“自由地飞翔”⁶，寅吃卯粮，遗忘了未来债务偿还的责任。从而使得地方融资平台的债务总量继续不断累加，债务风险进一步累积。2012 年 8 月 17 日，据有关媒体报道，江西萍乡等地方政府或地方融资平台的债务都已经进入还款高峰期，但是当地并没有停止大额举债、开发投资项目的脚步。与阔步迈进、大额举债的高涨热情相对的是，当地政府的还债节奏却要

⁶ 比如，2012 年 8 月 13 日，据相关媒体报道，河南开封斥资千亿豪赌，准备将开封市老城区改造成近 20 平方公里的实景人文旅游胜地，重现北宋“汴京”时期盛景。这样的复古工程仅拆迁费就要 1000 亿元，而 2011 年开封市的 GDP 为 1094 亿元，财政收入不到 50 亿。

低调的多。由于财政困难，收支严重失衡，使得萍乡市政府没有更多的资金偿还债务，还贷的压力骤然增大。关键是，江西省偿债的压力不仅萍乡一地，南昌、赣州等地也隐藏着巨额的债务风险。也许目前零星爆出的只是局部地区的个案风险，但是这足以对地方金融机构的风险具有威慑作用。

对于中国经济而言，比经济下滑更危险的，是警惕地方政府在“稳增长”的烟雾弹下，再次拿出庞大的投资计划，将政绩留给自己，将债务留给银行和后任，这种多年来累计的风险已经无以复加，不下决心解决，则很可能成为中国经济面临的最可怕的定时炸弹，炸掉中国经济的未来。

5. 土地财政承压制约了地方政府的投资

土地作为最重要的生产要素，是地方政府拥有的最大价值的资产，土地的非流动性以及地方政府对土地的实际拥有权，客观上给地方政府相当大的支配权，也为地方政府依靠土地资源增加地方财政收入提供了制度空间。1994年分税制改革后，土地出让金成为中国地方政府预算外财政收入的一个重要来源，对于地方经济发展起到了重要作用。

5.1 我国土地财政模式及政策的变迁

地方政府要加大投资力度，做大GDP，彰显政绩，恐怕没有比围绕着土地做文章更短的路径了。正是认识到土地的资本和资产功能，越来越多的地方开始借助地方融资平台等方式，走上了以“经营土地”来“经营城市”、“经营发展”的道路。

地方融资平台借贷是以政府融资平台公司为承贷主体，以财政出具的还款承诺作为偿债保证，将一城市或区域的若干基础设施建设项目组合起来作为一个整体项目向银行或其他金融机构贷款。在担保中，除了项目本身之外，比较普遍的是土地抵押。土地市场调控步履维艰的背后，更是直指饱受诟病的土地财政。

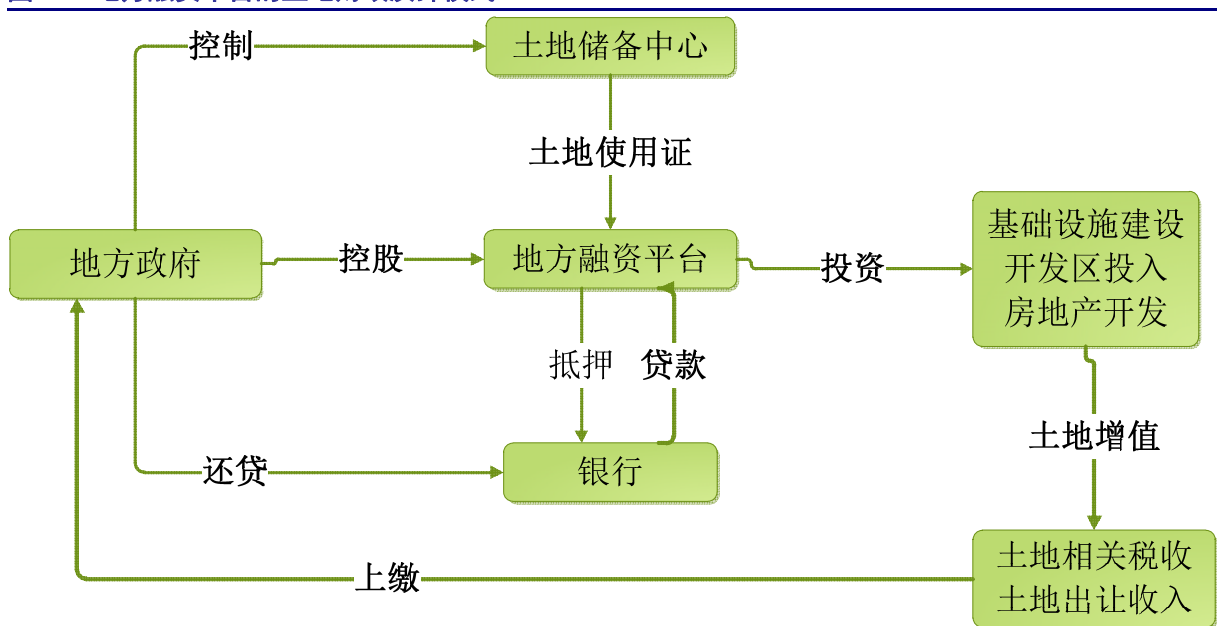
我国土地出让制度的形成与完善是一个循序渐进的过程，其前身是1987年深圳开展的土地出让制度试点。其后，为使土地出让制度法制化，国家出台了一系列的土地出让条例和法规。1994年出台的《城市房地产管理法》规定，土地出让可以采取拍卖、招标和协议出让的方式，但没有对出让方式做出严格要求，因此在实际操作中以协议出让为主。但是，鉴于协议出让方式下寻租、暗箱操作和国土利益流失等现象比较严重，国务院于2001年发布了《关于加强国有土地资源管理的通知》，国土资源部于2002年制定了《招标投标挂牌出让国有土地使用权规定》、于2003年制定了《协议出让国有土地使用权规定》，国土资源部、监察部于2004年联合下发文规定，从2004年8

月 31 日起，所有经营性的土地一律采用“招拍挂”方式，掀起了地产界的“土地革命”。

如果你对于我国土地政策变革的历程感兴趣，可以参见附表 2。

另一方面，地方政府手中的土地和政府信用是金融机构看好的优质抵押品。近年来，特别是在城市基础设施投融资上，地方政府获得的抵押贷款增长较快。据银监会统计，截至 2009 年末，地方政府融资平台贷款余额为 7.38 万亿元。而卖地收入是还贷的主要来源。

图 24 地方融资平台的土地财政质押模式



资料来源：申万研究

5.2 土地出让收入是地方政府投资的主要收入来源

在不断变革的土地政策下，近年来，土地转让收入在我国地方财政收入中所占的比重不断上升。1999 至 2011 年间，中国土地出让面积从 45391 公顷上升至 333900 公顷，年均增长率 15% 以上。同期的土地出让金收入也不断上升，成交价款从 514.3 亿元上升至 31500 亿元，后者大约是前者的 60 倍。剔除通货膨胀因素，土地出让金成交价款年均增长率更是高达 45%，是财政来源中上升最快的一种。根据我们的推算，2011 年，地方财政本级收入为 52547 亿元，可用收入达到 134314 亿元，而预算外的土地出让收入就达 31500 亿元，超过地方可用收入的将近四分之一，已成为地方财政的“顶梁柱”。

此外，土地出让后，地方政府还能获取包括建筑业、房地产业等营业税为主的财政预算收入，这些收入全部归地方支配。仅此两项就占到地方税收的近四成。在一些地方，“土地财政”成了名副其实的“第二财政”，有的甚至成了财政收入的主要来源。附着在土地上的收入，还有名目繁多的费。土地从征用、出让到规划建设等环节，土地管理、房产、财政、水利、交通、人防等部门，都会收取不菲的费用。如果算上以土地作为抵押向银行贷款，地方政府的实际可支配收入会更多。

根据国土资源部的数据，2010年之后我国大约还有3200万公顷建设用地。地方政府就是通过把这些土地未来的收益变现，获取当前的收益。按前几年的市场价估算⁷，如果土地在50年转换完毕，政府每年可以利用的土地转让收入大约在4万亿，再加上地方政府的国有资产总额9万亿左右，那么地方政府每年可以担保等方式借债的总额大约在13万亿。

5.2 土地财政模式就是“寅吃卯粮”

从理论上讲，土地出让金是若干年期的土地使用权价格，实际上是政府向企业一次性收取若干年的地租。而地租是对企业当年利润的扣除，属于社会一次分配范畴。对企业而言，一次集中交纳若干年地租，意味着预支未来利润，属于负债经营。因此，当前“土地财政”的收取和使用还严重透支未来收益。地方政府在出让土地时，按照年限累计的地租做了一次性收取并用于当期支出，虽然短时间增加了财政收入，但实质上透支了未来几十年的收益，势必损害子孙后代的利益，相当于“寅吃卯粮”。

由于土地资源存在稀缺性的特点，目前这种依靠开发土地作为发展动力的“土地财政”，并不是一种可持续的发展模式。从长期来看，地方政府用来还债的来源只能依靠所投项目的收益。未来改变这种不可持续的“以地生财”的行为，寻找一种稳定并且可持续的财政收入方式非常迫切，也非常重要。

5.3 土地政策的调控空间趋向狭窄

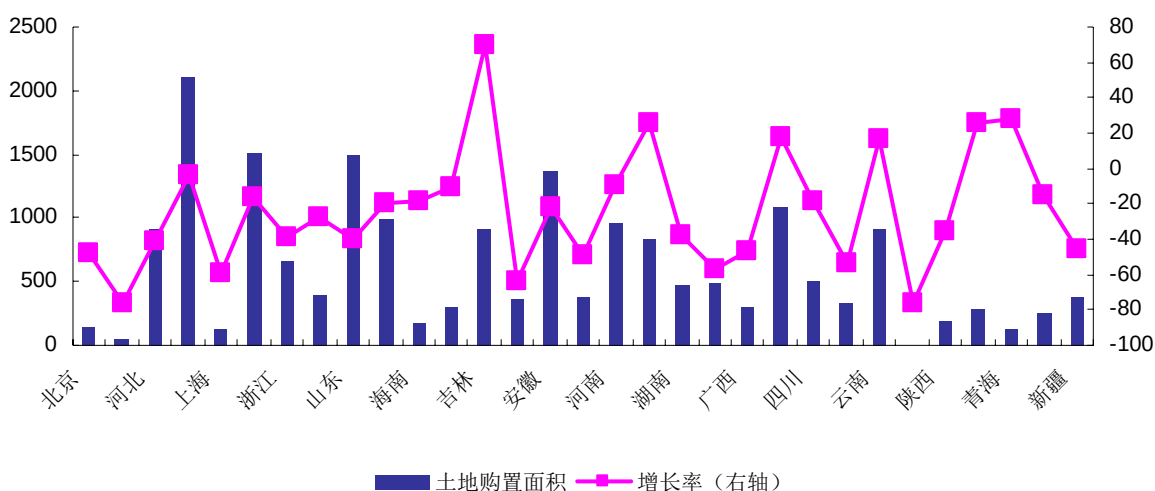
从短期来看，由于土地出让收入在地方预算外收入占有较大的比重，这就导致房地产调控时期，地方政府的可用收入波动很大。当行情看涨、土地出手顺利时，政府可以通过丰厚的土地出让收入归还银行贷款，一旦房价大幅

⁷ 土地估值采用的方法有收益还原法、成本逼近法、市场比较法、剩余法等，其中市场比较法是指：待估土地价格=比较交易实例价格×交易情况修正系数×交易日期修正系数×区域因素修正系数×个别因素修正系数×容积率修正系数×使用年期修正系数。我们估计土地价值采用的就是市场比较法。

下行，土地价值必定下降，薄薄的抵押合同书力量究竟有限，银行、财政所承担的风险显而易见。受金融危机的影响，土地市场低迷，出让金有所下降。

比如，当流动性充裕、房地产市场向好时，地方政府有动力、有能力推升地价和房价；而当楼市出现危机，土地交易冷清时，地方政府的财政平衡压力就会增大。受限购和经济增速下滑的影响，今年上半年地方的财政状况非常紧张，大部分地区的收入未达年初设定的目标。其中，受影响最为严重的浙江、广东等地区土地出让收入下滑也比较严重。

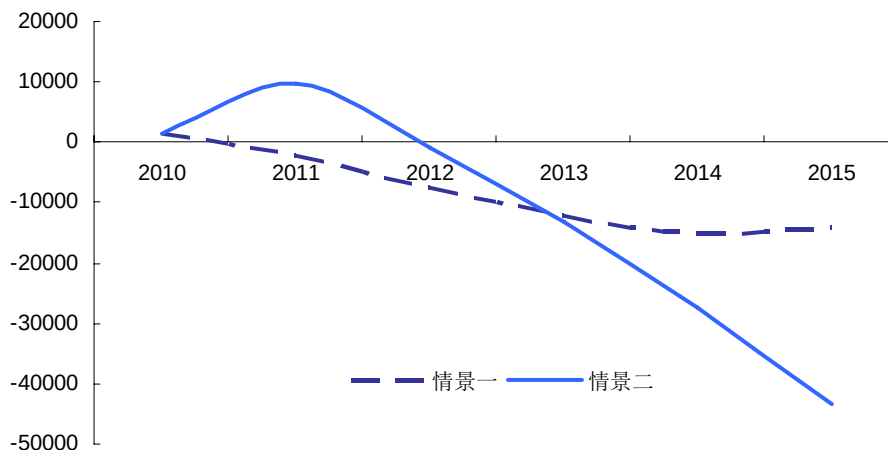
图 25 各省的土地购置面积和增长率（2012 年 7 月）



资料来源：申万研究，CEIC

受土地出让收入下滑的影响，我们认为未来地方政府面临的财政压力会越来越大。从图 16 可以看出，根据我们对地方财政收入和支出的推算，2011-2015 年，我国地方政府基金性盈余呈现下降的趋势，尤其是在土地转让金收入大幅下滑的情况下，地方政府预算外盈余将会在 2013 年转为赤字。也就是说，如果土地收入下滑，地方政府将会没有多少钱可以用来还债。

图 26 地方政府财政收支差额



资料来源：CEIC，申万研究

考虑到可供转让的土地会越来越少，这种“寅吃卯粮”的做法，并不能持续的维持下去。地方融资平台如果经营得好，有稳定的盈利，可以逐步清偿这笔负债；如果经营不好或者破产了，就不能清偿。也就是说，如果投资的项目收益率很低，仅依靠未来的土地出让收入将不能归还银行的本息。如果平台项目再生产因此中断，最终则会转化为银行的坏账，成为整个社会的问题。

这种情况下，银行或者其他投资者在考虑地方项目投资时，将会变得非常谨慎。比如，受去年地方融资平台贷款展期的影响，商业银行继续贷款的条件是地方政府先行偿还此前债务的 10% 以上。并且，随后又出台了“降旧控新”的贷款原则，令地方政府增加新的投资，只能望洋兴叹。

6. 投资增速下滑拖累了我国经济复苏

我国属于典型的以投资和出口为主导的经济增长模式。尤其在经济萧条，出口疲软的情况下，我国经济发展的主要动力就只能依靠投资拉动。在中央稳增长的倡导下，各地的“大工程、大项目”的投资加上各地方政府曾经推出的与“十二五”规划相配套的交通、电力等行业基本建设项目，需要大规模的资金投入。

6.1 投资还是很“差钱”

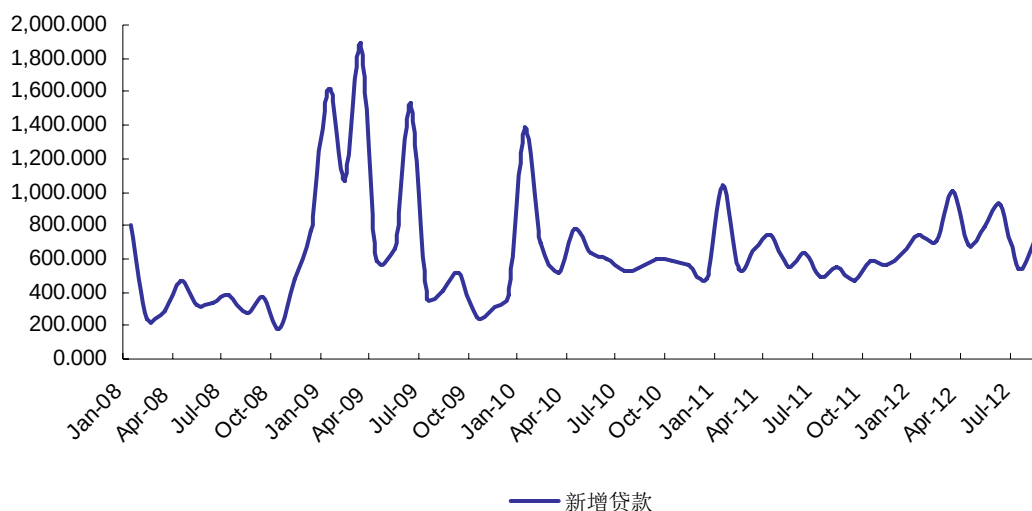
从地方政府历来的发展思维看，只要中央不遏制，地方从来不缺乏投资冲动。这一方面和高层从来不强调投资的效益有关，另一方面，也和地方多年来追求经济增速以及经济规模排名的恶性不无关系。在单纯追求速度和规模的情况下，地方政府就会不顾自己的实力，不顾自己的财力，不顾自己的能力强行上马一些“看得见”的项目，换取任期内的政绩，但将庞大的地方债务和财务黑洞却留给了下一任。过去几年的“四万亿”刺激计划，地方配套投资高达 18 万亿，短短两年时间就使得地方债务飙升至 10 多万亿，而很多地方上马的项目，即使现在来看，也基本还债无望，很可能引发不容乐观的银行坏账。

根据我国改革开放之后的调控经验，为了短期的稳定而放开货币水龙头，启动政府投资，加大项目审批的速度，长期看不仅无法稳定增长，反而会造成通货膨胀，甚至积累更多的风险，从而使得中国经济陷入一个内外失衡的恶性循环。因此，如果为了“稳增长”，再次听任地方随意涂鸦，大胆投资，在地方政府自身的财力有限的情况下，只能借助于银行信贷或者发债。

然而，通过前面的讨论，我们知道即使中央号召“稳增长”，当前央行和银监会出于对“4 万亿”之后，地方融资平台过度借贷而出现违约风险的担心，政策放松的步伐一直比较缓慢，放松的幅度也不是很大，而且还不断辟谣房地产的信贷调控不动摇。因此，2010 年下半年开始，信贷控制一直非常严格。

据估计，我国今年准备新增贷款大概在 8 万亿元左右，从图 27 可以看出，1-8 月份的新增贷款累计达到了 6 万亿元以上，如果按照全年四季 3:3:2:2 的投放原则，目前的信贷投放已经超过了预期。上半年投放量比较大，达到了 4855 亿元，如果按照全年 8 万亿的投放计划，略有超额。如果继续按照计划投放，7 月份的新增贷款 5401.2 亿元也算比较合理，但是，8 月份新增贷款达到了 7039 亿元，意味着为了支持新一轮的地方投资，商业银行的贷款略有放松。如果考虑到地方投资项目的审批和开工有一定的滞后期，那么 8 月份的信贷增长超过预期，可能是对 5 月、6 月地方投资加速的反映。

图 27 新增贷款



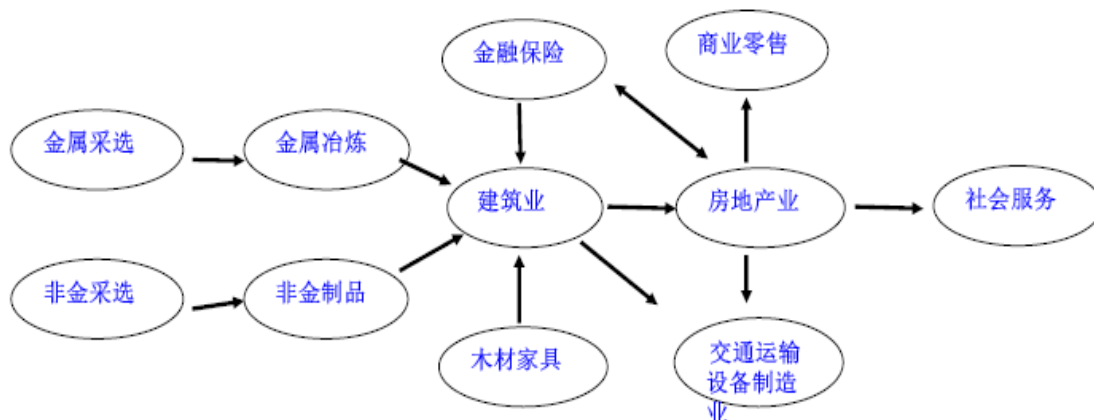
资料来源：申万研究，CEIC

那么 8 月份的信贷投放力度是不是会在下半年继续？我们认为考虑到地方融资平台的风险，未来几个月的信贷增速不会超预期太多。值得注意的是，最近商业银行采取的“降旧控新”原则，逼迫有条件的地方融资平台只好转向债市。另一方面，利率市场化的步伐开始加快，存贷款利率调整的不对称性，使得地方融资平台的融资成本进一步上升，这将会降低地方投资的力度。

6.2 牵一发而动全身：投资下滑辐射到国民经济的许多产业

房地产业的产业链长、与其他许多行业关联度较强，能直接或间接带动许多产业的发展。如：建筑业、工业、社会服务产业等，其带动作用范围广泛并且巨大。

图 28 房地产产业链



资料来源：申万研究，CEIC

从表 10 可以看出，房地产投资对金属矿采选业、金属冶炼及压延工业、电力、热力的生产供应业等有非常强的带动作用。在严厉的房地产调控下，房地产投资下滑，势必会导致其他关联性较强的行业产出下降幅度较大。

表 10 房地产增加值变化对各部门总产出的影响

	下降 10%	下降 5%	不变	增加 5%	增加 10%
农林牧渔业	8.543	8.559	8.575	8.591	8.607
煤炭开采和洗选业	11.445	11.484	11.523	11.561	11.600
石油和天然气开采业	18.756	18.845	18.934	19.023	19.112
金属矿采选业	19.885	19.936	19.988	20.039	20.090
非金属矿及其他矿采选业	10.727	10.752	10.778	10.803	10.828
食品制造及烟草加工业	8.452	8.470	8.489	8.508	8.527
纺织业	9.252	9.268	9.284	9.300	9.316
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	8.338	8.357	8.375	8.394	8.413
木材加工及家具制造业	9.265	9.284	9.303	9.323	9.342
造纸印刷及文教体育用品制造业	10.276	10.333	10.389	10.445	10.502
石油加工、炼焦及核燃料加工业	11.662	11.722	11.783	11.844	11.905
化学工业	12.132	12.176	12.219	12.262	12.306
非金属矿物制品业	9.273	9.290	9.306	9.323	9.340
金属冶炼及压延加工业	11.574	11.604	11.633	11.663	11.693
金属制品业	10.595	10.644	10.693	10.741	10.790
通用、专用设备制造业	11.433	11.454	11.475	11.497	11.518
交通运输设备制造业	9.305	9.327	9.350	9.372	9.394
电气机械及器材制造业	10.795	10.834	10.873	10.912	10.950
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	15.761	15.788	15.815	15.842	15.869
仪器仪表及文化办公用机械制造业	17.589	17.653	17.717	17.781	17.846
工艺品及其他制造业	8.876	8.896	8.916	8.937	8.957
废品废料	14.652	14.696	14.740	14.784	14.828
电力、热力的生产和供应业	11.497	11.541	11.584	11.628	11.672
燃气生产和供应业	9.753	9.781	9.810	9.838	9.866
水的生产和供应业	10.011	10.047	10.084	10.121	10.158
建筑业	7.914	7.925	7.937	7.948	7.959
交通运输及仓储业	9.695	9.724	9.753	9.782	9.811
邮政业	9.428	9.491	9.553	9.615	9.677
信息传输、计算机服务和软件业	9.075	9.108	9.141	9.174	9.207
批发和零售业	9.096	9.117	9.138	9.158	9.179
住宿和餐饮业	8.918	8.982	9.046	9.110	9.174
金融业	9.291	9.390	9.489	9.588	9.688
房地产业	-5.169	-1.412	2.346	6.103	9.860
租赁和商务服务业	10.693	10.827	10.961	11.094	11.228
研究与试验发展业	15.244	15.279	15.313	15.347	15.382
综合技术服务业	9.627	9.662	9.698	9.733	9.768
水利、环境和公共设施管理业	8.416	8.435	8.454	8.473	8.493
居民服务和其他服务业	8.581	8.639	8.697	8.754	8.812
教育	8.098	8.102	8.107	8.111	8.115
卫生、社会保障和社会福利业	8.523	8.527	8.531	8.535	8.539
文化、体育和娱乐业	9.342	9.421	9.500	9.579	9.658
公共管理和社会组织	8.020	8.022	8.023	8.025	8.027

资料来源：申万研究，CEIC

6.3 投资肩负着转型的重任

政府掌握的大量资金投向哪里，对产业结构的变化有重要的引导作用。近年来，地方政府的土地出让收入主要投向城市建设，刺激了建筑业、房地产业的大繁荣，带动了建材、民用电器、民用五金、民用化工等产业的发展，生产能力严重过剩。这条产业链基本处于低端，过度的发展占用了大量社会资源，与中央加快转变发展方式的方针背道而驰。

今年中国经济之所以快速下滑，除了外需疲软的影响之外，更大的原因就在于前两年的刺激政策延缓了结构调整的努力，因为使得包括钢铁、水泥等产能过剩的行业再次非理性膨胀，从而造成了更多的产能，短期内无法消化。

另一方面，依靠投资拉动经济增长就像为垂死中的病人打了一支“强心针”，只能解决眼前紧迫的问题，并不能从根本上去除病根。当前的发展方式转型已经棋至中盘，如果开始放松，中国经济结构转型又将半途而废！即使经济增速下滑较大，在这种背景下，房地产调控的力度及时间长度不会有太大的放松。

7. 下半年展望：地方融资风险意味着经济反弹有限

通过前面的分析，我们认为未来几年对中国经济增长威胁最大的应该是地方债务和房地产问题。尤其是地方债务问题，不仅会增加地方政府财政和银行体系的风险，还可能会降低经济发展的速度，增加金融市场的系统性风险。

7.1 地方投资会帮助下半年经济触底反弹

在经济形势日益严峻，出口、内需疲态尽显的情况下，无论是中央还是地方，投资都已成为短期内使经济企稳回升的救命稻草，尤其是针对基础设施建设的重大投资。为了“稳增长”，“稳投资”成为当前地方政府的全部寄托，中央高层不断出来号召，不少地方投资规模计划正悄然放大。

比如，9月8日，在俄罗斯符拉迪沃斯托克举行的亚太经合组织(APEC)工商领导人峰会上，胡锦涛主席再次提出了要发挥政府在基础设施建设中的重要作用，加大对基础设施建设的财政性资金支持，积极探索和完善基础设施投融资机制，建立多元参与机制。

9月11日，国务院总理温家宝在夏季达沃斯论坛开幕式上再次指出，坚持把稳增长放在更加重要的位置，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，进一步加大预调微调力度，实施结构性减税，保持货币信贷平稳适度增长，并着力促进实体经济发展。

经济增速仍未见企稳迹象。于是国家在近期再度加码，9月5日，国家发改委先后审批核准了25个轨道交通和铁路干线项目；9月6日，国家发改委又审批通过了13处公路工程项目和7处港口工程项目，其中公路总长度超过了2000公里。据不完全统计，上述项目的总投资规模超过1万亿元。地方政府更为积极，今年7月以来，各地密集出台了经济刺激政策。

在政府的鼓励下，放开民间资本在基建、电信、金融、能源、医疗和教育等方面的投资渠道，为地方政府有效摆脱投资过度依赖土地财政的局面提

供可能。如果有民资参与，在配备银行信贷的支持，将会有助于地方投资在下半年的反弹。

7.2 地方融资风险，政策难有大作为

5 月份之后，各地方政府相继推出招商引资计划，充分体现了“稳增长”即是“稳投资”的思路。不过，资金来源始终是一个巨大的问题。地方政府依靠出让土地获得收入的方式更是受到很大的制约。若各级政府希望实现“稳投资”，银行贷款仍将成为主要的资金来源。在经济困难，地方财力普遍减弱时，既有模式的回潮很难避免。这无疑将令银行承压。

由于监管层加强了对城投平台的控制，不少城商行在与地方政府签订授信协议时，并未公布具体对象，但从资金使用方向看，几乎全部集中于保障房、城市基础项目、土地储备整理、园区工业建设等领域。当前的这一轮“稳投资”，并没有中央政府的信用背书，地方的财力也显然力不足以兜底，一旦出现风险，将让银行十分被动。

另一方面，虽然 7 月份之后通胀压力有所减缓，但国内永远不要对通胀压力掉以轻心。在中国以高速投资增长和信贷扩张为特色的经济增长阶段，随着欧美近期先后推出 OMT、QE3 等宽松政策，全球大宗商品价格很可能会上升会从外围推高中国基础商品的价格，因此，未来通胀的风险总是远远大于通缩的风险。在这种情况下，政策难有太大的作为，这同时也成了经济增速进一步下滑的助推剂。

在地方财力捉襟见肘的情况下，为了中央达到“稳增长”的目标，对于商业银行而言，既要参与，更会注重风险，尤其会注重对相关项目的审核。因此，通过前面的分析，我们认为在中央和地方“稳增长”的努力下，下半年投资反弹会带动经济触底回升。但是，考虑到地方融资平台的系统性风险和个案风险，央行和银监会的放松不会太大，政策难有作为，因此，经济反弹的力度也会有限。

7.3 下半年经济增速反弹有限

2008 年为应对国际金融危机推出的“四万亿”投资计划造成了通货膨胀、产能过剩、地方融资风险等一系列后遗症。随着刺激效应的不断衰减以及为治理通胀国家收紧了货币政策，GDP 季度增速快速下滑，虽在 2010 年小幅反弹至 9.80%，但其后便一路下探。

从宏观层面看，受国内外宏观环境和地方融资风险的影响，我国经济增速上半年持续放缓，二季度更是跌破了市场和政府长期维持的预期红线 8%，只

有 7.6%。而若从微观层面看，企业遭遇成本上升、销售困难，出现大面积亏损。因此，企业反映的情况普遍比宏观经济数据更为糟糕。

从 7、8 月份的经济表现来看，今年第三季度的 GDP 增速能实现 7.6% 就应该算是不错的结果，这意味着第三季度可能才是今年我国经济的底部。在政府投资和放松调控政策的背景下，我国经济将从第三季度开始恢复，到第四季度将会出现一定幅度的回升。但是考虑到资金面紧张和政策难有很大作为问题，回升的势头不会太强。全年来看，GDP 增速可能要维持在 7.8% 左右。

在本文的写作过程中，实习生吕炎做出了巨大的贡献，在此深表感谢！

附表 1 5 月份以后中央和政府的刺激规划

区域	省市	中央及地方政府的投资项目
东部	河北	国家发改委核准了首钢迁钢项目，规划形成 780 万吨铁、800 万吨钢、637 万吨热轧板材、120 万吨冷轧板材的生产规模。
	广东	广东省公布第一批面向民间投资招标重大项目共 44 项，总投资 2353 亿元，涵盖交通项目、城建项目、社会事业项目、产业园区基础设施项目、休闲旅游项目等。其中交通项目占据了大头，总共 11 项，总投资额达 1280 亿元。提出 19 条稳增长的举措，要把全力扭转投资持续下滑作为扩内需、稳增长的重中之重。
	广州	下半年要重点抓好年度投资 714 亿元的 101 个重点项目建设 and 列入省现代产业 500 强的 120 个项目建设；抓好国有企业总投资为 1270 多亿元的 76 个续建和新开工项目建设。这一系列的投资计划也超过 2000 亿元。与此同时，近期该市动工的白云机场扩建工程以及新近获批的 7 条地铁线总投资合计也超过了 1400 亿元。
	宁波	出台了《市政府关于推进工业经济稳增长调结构促转型的若干意见》，简称“26 条新政”，涉及减免企业税费、加强工业有效投资、优化产业结构和推进企业创新。其中，涉及减轻企业税费负担，并加大工业投资、优化产业结构和推进企业创新方面安排多项专项基金。提出加快推进重大工业项目建设，对投资额 20 亿元以上的重大工业项目和 3 亿元以上的战略性新兴产业项目，予以单独考核和表彰。
	南京	出台《关于进一步扩大内需拉动消费的若干意见》旨在拉动基建投资、地产汽车消费和新兴服务业消费。在年底前发放 10-20 亿元住房公积金贷款支持保障房建设。要积极发挥投资对拉动内需的作用，加快推进基础设施项目建设，新兴产业项目建设和消费载体建设。
	福建	筛选推出 136 项省级重点招商项目，总投资约为 4120 亿元，将在第十六届中国国际投资贸易洽谈会等重大经贸活动上面向海内外招商。其中，工业项目 52 项，总投资 826.7 亿元；农业项目 10 项，总投资 14.1 亿元；服务业项目 41 项，总投资 2232.6 亿元；基础设施项目 33 项，总投资 1046.6 亿元。
	北京	下半年实现一个“全面”一揽子经济刺激措施来应对经济放缓问题。市政府将专注于在交通、能源、医疗保健和教育等部门吸引更多私人投资，甚至还将鼓励私人企业参与国有企业的重组。新计划还将推动消费信贷的扩张和节能汽车的销量。
	江苏	七个部门起草的《江苏省促进金融业创新发展若干意见》。提出“十二五”期间，努力将江苏省打造成与上海国际金融中心相互互动的直接融资、科技金融创新区，投融资规模新增超过 6 万亿元。
	海南	主动服务重点项目建设，对重点项目建设用地应保尽保，拟安排 5 万亩土地保障重点项目建设。今年上半年，保障了大广坝二期、华能东方电厂、三亚绕城公路、保障性住房等重大基础设施和民生项目用地。据了解，海南省今年已有偿出让土地 185 宗、1.2 万亩，成交款达 77.67 亿元，同比增逾四成。
中部	陕西	提出十条“稳增长”意见，提出着力推进重大项目建设，充分发挥投资对稳定经济增长的关键作用，包括加快开工一批重大项目、争取国家批复一批项目、积极谋划储备一批项目、加快在建项目建设速度等。这其中，包括加快开工一批重大项目，确保西成客专、西合复线、蒙西-华中运煤通道等项目下半年实质性开工建设；争取国家批复一批项目，力保韩国三星(微博)、美国强生、神华陶氏等一批重大项目早日获批。
	长沙	2012 年重大推介项目 195 个，总投资额达 8292 亿元。其中，“四十”重大项目最为重要，它们将在推进城市化和城镇化、加大基础设施投资建设和提升新兴产业竞争力方面投资 3478 亿元。长沙还推出了 155 个一般项目，特别在节能环保和社会事业领域补充了一批辐射带动力强的项目。
	湖北	出台《湖北长江经济带“十二五”规划》，经济带内的沿江基础设施建设力度将进一步加大，建设计划涵盖了桥梁、铁路、公路、机场等多个领域。在“十二五”期间，湖北长江流域将再添 13 座跨江大桥，并建成多条高速公路和城际铁路，同时要多个机场的扩建工程。仅完成上述项目需要的投资就达 3000 亿元。据测算，未来三年，湖北长江经济带三年内 GDP 将达到 4 万亿元左右，其投资总额将超过 1 万亿元。以交通基础设施建设为突破口，一批沿江重点交通、基础设施建设正成为拉动湖北长江经济增长新动力。

	长春	出台 25 条新政保经济稳增长 设立 20 亿专项资金。发布《关于进一步促进经济稳步增长的实施意见》，涵盖在财政、税收、审批、土地、金融等各方面对企业的扶持。提高中小微企业的税收起征点，年应纳税所得额低于 10 万元的，减半征收；设立企业研发投入补贴专项资金，实行技术转让减免税政策；对优势产业升级、战略性新兴产业和现代服务业重大项目，优先保障用地需求等。《意见》还专门提到了实施“消费扩容”工程。
	黑龙江	出台十七条措施促进工业经济稳定增长，涵盖 7 个方面，4 个核心内容。一是支持企业增加生产。二是缓解企业资金难题。三是帮助企业拓展市场。四是减轻企业负担。年初来，黑龙江省围绕现代装备制造、新材料、生物医药、电子信息等战略性新兴产业和冶金、建材、食品、化工等传统优势行业，谋划储备了一批重点工业项目。相关负责人表示储备了 801 个重点工业项目，其中亿元以上项目 529 个，从中筛选确定 2012 年全省“双百工程”重点项目，项目总投资 1774.9 亿元，今年计划投资 511.3 亿元，项目全部达产达效后，预计可新增主营业务收入 3908 亿元。
	湖南	召开湘南承接产业转移示范区首批重大项目建设推进会。大会共启动重大项目 92 个，总投资额达 719.4 亿元。2011 年 10 月，湘南地区正式获国家发改委批复，成为第 4 个国家级承接产业转移示范区。示范区范围包括衡阳、郴州、永州三市，土地面积 5.71 万平方公里，覆盖 34 个县（市、区）。
西部	四川	《眉山市支持天府新区眉山区域发展政策》出台，为四川天府新区再次叠加优惠政策。作为四川省委兴川大计的“一号工程”，天府新区总体发展定位是以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际现代新城区。四川省不断推出支持天府新区建设的具体政策和实施细则，在金融、土地、价格、对外开放、人才等方面，构建优惠政策体系。
	广西	广西防城港钢铁基地项目全面开工。作为我国西部沿海千万吨钢铁项目，项目预计投资约 600 亿元，建设工期 3 至 4 年。5 月 24 日，国家发展和改革委员会下发《国家发展改革委关于广西防城港钢铁基地项目核准的批复》，防城港钢铁基地项目获得国家的正式核准。截至目前，项目已完成前期投资 37 亿元。
	重庆	明确了重庆市汽车惠农政策，重庆市农村人口即日起购买重庆市产的 1.6 升及以下排量的微型客车、载重量不超过 6 吨(含 6 吨)的轻型、微型载货车，按购买汽车销售价格的 6%给予补贴。此次补贴政策从 6 月 1 日起实施，但基于人性化考虑，政府同时将 2012 年 3 月 1 日之后，在政策补贴范围内的所有车型，也纳入了追加补贴的范围之内。
	贵州	即将公布的《贵州省生态文化旅游发展规划》显示，从各地上报 2382 个项目筛选出总额 3 万亿元左右的重点投资项目，初步提出规划 10 个国家级重大项目、50 个省级重大项目和 200 个省级重点项目。
	新疆	目前在疆央企已计划在当地投资逾 7000 亿，主要涉及电网投资。国家电网公司预计将对新疆给予强有力的特殊帮扶和倾斜照顾，“十二五”期间援疆资金高达 600 亿元。《新疆维吾尔自治区能源发展“十二五”规划》近日获批实施。国电预计“十二五”期间在当地投产装机规模将超过 1000 万千瓦，煤炭产能超过 3000 万吨/年，总投资将超过 1000 亿元；华电到 2015 年在疆装机总容量将力争达到 1000 万千瓦以上，形成 1500 万吨以上的煤炭生产能力，建成 40 亿标准立方米的煤制天然气项目，累计完成总投资约 462 亿元。
资料来源：申万研究，根据申万宏观周报《地方政府积极稳增长》整理。		

附表 2 我国土地政策的变革整理

2003	治理整顿土地市场秩序	2 月 21 日, 国土资源部下发《进一步治理整顿土地市场秩序工作方案》 6 月 5 日, 中国人民银行发出《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121 号), 为防范金融风险, 收紧房地产信贷 7 月 18 日, 国务院办公厅发出《关于暂停审批各类开发区的紧急通知》“一律暂停审批新设立和扩建各类开发区”, 为清理整顿做准备。 7 月 30 日, 国务院办公厅发出《关于清理整顿各类开发区加强建设用地管理的通知》, 全面清查和整顿规范各类开发区, 并加强开发区建设用地的集中统一管理 8 月 12 日, 国务院发出《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发[2003]18 号), 从住房供应、住房制度、住房信贷、规划管理和土地供应, 以及市场监管等方面, 提出促进房地产市场持续健康发展的措施。 11 月 3 日, 国务院发出《关于加大工作力度进一步治理整顿土地市场秩序的紧急通知》, 改变地方政府等待观望的局面, 加大治理整顿力度。 12 月 23 日, 国务院办公厅发出《关于制止钢材电解铝水泥行业盲目投资若干意见的通知》(国办发[2003]103 号), 以防范可能造成的部分行业的产能过剩、无序竞争, 甚至金融风险。
2004	严格土地审批制度	3 月 18 日, 国土资源部和监察部联合发出的《关于继续开展经营性土地使用权招拍挂出让情况执法监察工作的通知》(国土资发[2004]71 号), 全面推行经营性用地招拍挂出让制度; 严肃查处违法违规批地用地行为; 继续进行全国范围内的执法监察工作; 各地要在 2004 年 8 月 31 日前将历史遗留问题处理完毕, 即“8. 31 大限”。 4 月 27 日, 国务院办公厅发出《关于清理固定资产投资项目的通知》, 清理的重点是: 钢铁、水泥、电解铝、党政机关办公楼和培训中心、城市快速轨道交通、高尔夫球场、会展中心、物流园区、大型购物中心等项目, 以及 2004 年以来新开工的所有项目。 4 月 28 日, 查处江苏铁本钢铁有限公司违规建设钢铁项目 4 月 29 日, 国务院办公厅发出《关于深入开展土地市场治理整顿严格土地管理的紧急通知》, 集中半年左右时间, 继续土地市场治理整顿, 严格建设用地审批管理, 实施“三个暂停” 5 月 21 日, 国土资源部发出《关于贯彻落实国务院紧急通知精神进一步严格土地管理的通知》这两个政策实际上是暂停了半年的土地审批。 10 月 21 日, 国务院印发《关于深化改革严格土地管理的决定》(国发[2004]28 号), 严格执行土地管理法律法规; 加强土地利用总体规划、城市总体规划、村庄和集镇规划实施管理; 完善征地补偿和安置制度; 健全土地节约利用和收益分配机制; 建立完善耕地保护和土地管理的责任制度, 明确土地管理的权力和责任等方面全面提出深化改革严格土地管理的各项措施。 12 月 6 日, 财政部、国土资源部、中国人民银行联合发出《进一步加强新增建设用地土地有偿使用费征收使用管理的通知》, 凡不按国家规定的标准足额缴纳的, 一律不得下发农地转用和土地征收批准文件。
2005	抑制房价上涨	1 月 10 日, 国土资源部颁布《2005 年工作要点》, “从严从紧”供应建设用地。 3 月 17 日, 中国人民银行调整商业银行自营性个人住房贷款政策, 宣布取消住房贷款优惠利率, 将原有住房贷款优惠利率回归到同期贷款利率水平; 对房地产价格上涨过快的城市或地区, 引导商业银行适当提高个人住房贷款最低首付款比例。央行此举表明, 中央政府对房地产的政策调控力度进一步加大。 3 月 26 日, 国务院办公厅发出《关于切实稳定住房价格的通知》, 加大住房供应结构调整的力度等八点意见, 抑制住房价格过快上涨, 即“国八条”。 4 月 27 日, 国务院办公厅发出《加强房地产市场引导和调控八项措施》, 解决房地产投资规模 and 价格上升幅度过大的问题。即“新国八条”。 4 月 30 日, 建设部、国土资源部等七部委发出《关于做好稳定住房价格工作意见的通知》, 进一

		步加强对房地产市场的引导和调控,努力实现商品住房供求基本平衡,切实稳定住房价格。即“七部委意见”。 5月31日,国家税务总局、财政部、建设部等联合发出《关于加强房地产税收管理的通知》,对“七部委意见”做出更细化的要求。 8月22日,国土资源部发出《关于坚决制止“以租代征”违法违规用地行为的紧急通知》,从严从紧控制建设用地总量。
2006	规范土地供给,调整土地供给结构以规范房地产市场、抑制房价。	4月26日,国土资源部下发《关于下达2006年全国土地利用计划的通知》,强调今年仍坚持从严从紧安排用地的原则,全年全国土地利用总量仍维持去年水平。 5月17日,温家宝总理主持召开国务院常务会议,针对少数大城市房价上涨过快,住房供应结构不合理矛盾突出,房地产市场秩序比较混乱的状况,提出住房供应结构、税收、信贷、土地、廉租房和经济适用房建设等六项措施,开启了2006年房地产调控的序幕,称为“国六条”。 5月29日,国务院办公厅转发建设部等九部委联合制定的《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》,涉及税收、信贷、土地政策等对“国六条”进一步细化的15项措施,即“九部委意见”。 5月30日,国土资源部发出《关于当前进一步从严土地管理紧急通知》,进一步落实《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》,对地方政府及有关部门批准建设的用地项目,放缓了供地节奏,从严建设月地审查报批。 5月31日,国税总局下发《关于加强住房营业税征收管理有关问题的通知》,对“国六条”中二手房营业税新政策的具体执行问题予以明确。 5月31日,中国人民银行发布《关于调整住房信贷政策有关事宜的通知》,规定从2006年6月1日起,商业银行发放的住房贷款首付款比例不得低于30%;对购买套型建筑面积90m²以下的自住住房贷款最低首付款比例仍执行20%的规定。 6月28日,国家发改委、国土资源部、银监会联合发文,要求从严控制新开工项目,加强固定资产投资调控。 7月6日,建设部颁发《关于落实新建住房结构比例要求的若干意见》(165号文)。 7月6日,建设部联合国家发展和改革委员会、国家工商行政管理总局下发《关于进一步整顿规范房地产交易秩序的通知》(166号文)。 7月11日,建设部、商务部、国家发展和改革委员会、中国人民银行、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局下发《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》(171号文),被业内称为“外资限炒令”。 7月13日,国务院办公厅发布《关于建立国家土地督察制度有关问题的通知》,建立国家土地督察制度,设立国家土地总督察及其办公室,向地方派驻九大国家土地督察局,全国省(区、市)及计划单列市土地审批利用全部纳入严格监管。 7月27日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,提出必须采取更严格的管理措施,切实加强土地调控,措施包括调整新增建设用地土地有偿使用费缴纳标准、城镇土地使用税征收标准和耕地占用税征收标准等。 8月中旬,国务院副总理曾培炎要求,进一步加强土地管理和调控,从体制机制入手,对土地收益分配进行调整,要提高土地收益用于“三农”的比重,从土地纯收益中安排部分资金用于廉租房建设。 8月31日,国务院发出《关于加强土地调控有关问题的通知》(国发[2006]31号),进一步明确土地管理和耕地保护的责任;切实保障被征地农民的长远生计;规范土地出让收支管理;调整建设用地有关税费政策;建立工业用地出让最低价标准统一公布制度;禁止擅自将农用地转为建设用地;强化对土地管理行为的监督检查;严惩土地违法违规行为;是继2004年《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》出台后,中央政府在土地管理和调控政策上的又一次重大调整。 9月26日,国务院总理温家宝主持国务院常务会议,严肃处理郑州市违法批准征收占用土地建设

		龙子湖高校园区问题 11 月 7 日, 财政部、国土资源部、中国人民银行联合发布《关于调整新增建设用地土地有偿使用费政策等问题的通知》(财综[2006]48 号)。 12 月 17 日, 国务院办公厅发布《关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》(国办发[2006]100 号)。 12 月 23 日, 国土资源部发布《关于发布实施<全国工业用地出让最低价标准>的通知》(国土资发[2006]307 号)。
2007	加强土地供给监管力度, 包括: 土地出让用途; 土地出让金的收取及分配。开始结构性调整房地产市场, 加大了保障房建设的重视力度。	1 月 1 日, 修改后的《城镇土地使用税暂行条例》开始实施, 城镇土地使用税每平方米年税额提高两倍, 最高税额达每平方米 30 元。 1 月 16 日, 国税总局发布《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》, 从 2 月 1 日起, 正式征收 30%~60% 不等的土地增值税。 2 月 25 日, 曾培炎副总理指出, 要继续贯彻国务院 2005 年“26 号文”和 2006 年“37 号文”部署, 合理安排建设用地, 调整住房供应结构, 加大住房供应力度, 进一步发展住房二级市场和租赁市场; 继续抑制投资需求; 着力解决低收入家庭住房问题; 继续规范房地产市场秩序。3 月 6 日, 《中华人民共和国物权法》经人大审议通过, 自 10 月 1 日起施行。规定住宅建设用地 70 年使用权期届满自动续期; 保护被拆迁人的合法权益, 保障个人住宅被征收收入的居住条件; 规划用于停放汽车的车位、车库应当首先满足业主的需要。 3 月 26 日, 财政部、国土资源部发布《关于调整中央分成的新增建设用地土地有偿使用费分配方式的通知》, 中央分成(30%)的新增建设用地土地有偿使用费由各省分配给市县, 专项用于基本农田建设和保护、土地整理、耕地开发等支出, 落实 9 月 30 日, 国土资源部下发《关于认真贯彻(国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见)进一步加强土地供应调控的通知》优先供应保障性住房及中低价位、中小套型普通商品住房用地, 比例不得低于 70% 土地出让净收益用于廉租住房保障资金的比例不得低于 10% 控制单宗土地供应规模, 成片开发土地统一规划建设, 按净地分块供应加大批后监管力度, 对违约并拒整改的企业, 禁止购置新的土地加大闲置地处理力度, 收回的闲置土地优先用于廉租住房、经济适用住房建设。 9 月 27 日, 央行和银监会联合发布的《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》, 要求申请购买第二套(含)以上住房的贷款人, 首付比例不得低于 40%, 贷款利率不得低于同期同档次基准利率的 1.1 倍。 11 月 14 日, 财政部出台《廉租住房保障资金管理办法》 11 月 27 日, 建设部、国土资源部等九部门联合发布了《廉租住房保障办法》 11 月 30 日, 建设部、发改委、国土资源部等七部门联合发布《经济适用住房管理办法》 11 月 19 日, 国土资源部、财政部、中国人民银行联合制定印发《土地储备管理办法》土地储备是为实现调控土地市场、促进土地资源合理利用目标, 依法取得土地, 进行前期开发、储存以备供应土地的行为土地储备机构应为隶属于国土资源管理部门的事业单位明确土地储备机构功能要紧扣调控, 定位于不以赢利为目的, 发挥稳定土地供应市场、减少动拆迁矛盾的作用。
2008	住房优惠政策(房屋交易税收减免、贷款优惠), 促进经济复苏	1. 《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》(财税[2008]137 号) 2. 《关于个人住房转让营业税政策的通知》(财税[2008]174 号) 3. 中国人民银行《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》(银发[2008]302 号文件) 4. 国务院办公厅发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(国办发[2008]131 号文件)

2009	通过土地供应用途及价格, 调整住房建设结构, 加大保障房的建设	1. 《国土资源部关于调整工业用地出让最低价标准实施政策的通知》(国土资发[2009]56 号) 2. 《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》规定保障性住房和普通商品住房项目的最低资本金比例为 20%, 其他最低资本金比例为 30%。 3. 《限制用地项目目录(2006 年本增补本)》和《禁止用地项目目录(2006 年本增补本)》 规定商品住宅用地的宗地出让面积小城市(镇)确过 7 公顷, 中等城市不超过 14 公顷, 大城市不能超过 20 公顷 4. 《关于进一步加强土地出让收支管理的通知》(财综[2009]74 号) 开发商拿地首付款比例五成, 分期缴纳全部价款期限原则上不超过一年。
2010	严格进行房地产调控: 对土地供应用途的引导, 支持保障房和普通上篇房建设的土地供应, 对土地购置费用进行严格审查。	2010 年 1 月 10 日, 国务院办公厅《关于促进房地产市场平稳健康发展“国十一条”的通知》: 各地要综合考虑土地价格、价款缴纳、合同约定开发时限及企业闲置地情况等因素, 合理确定土地供应方式和内容, 探索土地出让综合评标方法。对拖欠土地价款、违反合同约定的单位和个人, 要限制其参与土地出让活动。从严控制商品房项目单宗土地出让面积。 2010 年 3 月 10 日, 国土部《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》: 土地出让成交后, 必须在 10 个工作日内签订出让合同, 合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50 的首付款, 余款要按合同约定及时缴纳, 最迟付款时间不得超过一年; 各地应及时将住房特别是保障性住房用地供应计划在部门门户网站及当地土地有形市场公开, 接受社会监督 2010 年 1 月 14 日, 国土资源部《关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》: 申报住宅用地的, 经济适用住房, 廉租房和中低价位, 中小套型普通商品房用地占住宅用地的比例不得低于 70。 2010 年 4 月 15 日国土资源部发布 2010 年各省(区、市)住房供地计划: 全国 2010 年度住房用地计划拟供应量为 18 万公顷, 同比增加 135, 保障性住房、棚户区改造和中小套型商品房用地计划供应量占住宅用地计划供应总量的 70。 2010 年 4 月 17 日国务院《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》: 增加居住用地供应, 加快闲置房地地处理, 探索土地出让新方式, 完善土地出让合同内容; 清算与稽查土地增值税; 调整住房供应结构, 保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的 70, 并优先保证供应。 2010 年 9 月 27 日国土资源部、住房和城乡建设部《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》: 对于因企业原因造成土地闲置 1 年以上的企业, 在结案和问查处整改到位前, 禁止竞买人及其控股股东参加土地竞买活动。若企业存在伪造公文骗取用地和非法倒卖土地等犯罪行为、非法转让土地使用权等违法行为以及违背出让合同约定条件开发利用土地的行为, 同样禁止拿地。 2010 年 9 月 29 日, 住房和城乡建设部、国土资源部、监察部《进一步贯彻落实国务院坚决遏制部分城市房价过快上涨通知提出四项要求》: 对房地产开发企业土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为, 要继续加大曝光和处罚力度。对有上述违法违规记录的房地产开发企业, 要暂停其新购置土地。 2010 年 12 月 19 日, 国土部要求抑制地价 拍地溢价率超 50 要上报: 省市区国土资源行政主管部门及派驻地方的国家土地督察局, 严格落实房地产监管和调控政策措施, 打击囤地炒地闲置土地等违法违规行为, 坚决抑制少数城市地价过快上涨趋势。对招拍挂出让中溢价率超过 50、成交总价或单价创历史新高的地块, 市、县国土资源主管部门要在成交确认书签订或中标通知书发出后 2 个工作日内, 按国土资源部规定填写房地产用地交易异常情况, 上报国土资源部和省(区、市)国土资源主管部门。
2011	控制地价; 强调土地的合理使用与配置, 加紧“土地上市”的流程。	1 月 26 日: 国务院常务会议再度推出八条房地产市场调控措施, 要求强化差别化住房信贷政策, 对贷款购买第二套住房的家庭, 首付款比例不低于 60%, 贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍。 1 月 27 日: 财政部公布了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》, 规定个人将购买不足 5 年的住房对外销售的, 将全部征收营业税。

		1 月 28 日：上海和重庆正式实施房产税，深圳宣布成为第三个房产税试点城市。
		3 月 10 日，国土资源部发出通知，要求各地切实做好 2011 年城市住房用地管理和调控，坚决杜绝土地出让中出现楼面地价超过同类地价历史最高价的情况。
		3 月 11 日，国土部《关于切实做好 2011 年城市住房用地管理和调控重点工作的通知》对落实国家 1000 万套保障性安居工程建设用地实行责任制，由地方各级国土资源主管部门主要负责人负全责，责任人名单向全国公示
		5 月 19 日：住建部与各省、自治区、直辖市签订《保障性住房目标责任书》，完成 1000 万套保障性安居工程住房的分配任务。
		5 月 26 日国土部向各省国土部门下发了《关于严格落实异常交易地块上报制度有关问题的函》，要求各县级国土部门及时上报高价地块，对 2011 年以来的成交地块进行清理，对漏报的地块应在 6 月 30 日前补充上报，以便及时为三四线城市房地产价格波动作出预警。
		7 月 20 日，国务院发布土地市场“国 5 条”，进一步完善土地调控，多种措施力保商品房用地供应，坚持和完善土地招拍挂制度。
		12 月 22 日，中国国土资源部起草的《闲置土地处置办法（修订草案）》，开始征求社会各界意见。修订草案规定，闲置土地可无偿收回。
		2012	加强土地利用效率；土地政策配合产业政策，调整经济结构，调控房地产	2 月 28 日，国土资源部关于严格土地利用总体规划实施管理的通知
6 月 19 日，国土资源部国家发展和改革委员会关于发布实施《限制用地项目目录（2012 年本）》和《禁止用地项目目录（2012 年本）》的通知		
7 月 1 日起施行《闲置土地处置办法》：		
7 月 12 日《关于提升耕地保护水平全面加强耕地质量建设与管理的通知》		
7 月 20 日，国土资源部 住房城乡建设部《关于进一步严格房地产用地管理巩固房地产市场调控成果的紧急通知》：加强住房建设用地的供给；完善土地交易方式，控制高地价		
9 月 3 日，国土资源部政策法规司日前发布《土地复垦条例实施办法（草案）》，向社会公开征求意见		
资料来源：申万研究，实习生吕炎整理		

附表 3：最近出现的地方融资平台信用违约事件

时间	公司名称	事件	市场的反应	平台层级
2012 年 8 月 25 日	江西省各级政府	大规模举债，土地财政严重透支		
2012 年 8 月 12 日	财政部代地方政府发债	五年期国债认购倍数创 2 个月新低		
2012 年 8 月 7 日	重庆市能源投资集团公司	央企在渝掀投资潮		省、直辖市
2012 年 7 月 30 日	北京市首都公路发展集团有限公司	京石高速 80 位被淹车主索赔 首发集团称需上级批准		省、直辖市
2012 年 7 月 25 日	北京市首都公路发展集团有限公司	京石高速暴利调查：暴雨救援紧要时刻仍发卡拦车		省、直辖市
2012 年 7 月 10 日	中山公用事业集团股份有限公司	中山公用上半年净利 2.11 亿 同比降 18%		地级市（含副省级市）
2012 年 7 月 9 日	长春城市开发（集团）有限公司	频频“违约”叩问脆弱财政担保		地级市（含副省级市）
2012 年 7 月 6 日	陕西省高速公路建设集团公司	陕西高速激进扩张致债台高筑 欲筹组新平台开源		省、直辖市
2012 年 7 月 4 日	南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司	城投债核心资产转移隐忧再起 南京交投近半资产或被划转		地级市（含副省级市）
2012 年 3 月 23 日	天津市基础设施建设投资集团	上市遭大幅折价销售		省、直辖市
2012 年 3 月 21 日	镇江城投	资产悄然转移		地级市（含副省级市）
2011 年 9 月 13 日	武汉城市投资开发集团公司	银行贷款授信额度将近		地级市（含副省级市）
2011 年 8 月 10 日	重庆交投&重庆水投；嘉兴高投&嘉兴城投	438 家城投公司互相担保成风		
2011 年 7 月 11 日	云南省投资控股集团游戏公司	拟转出核心资产组建新投资集团	造成市场波动	省、直辖市
2011 年 6 月 29 日	上海申虹投资发展有限公司	出现债务逾期	债务结构转化 过程中出现的“时间差”问题	省、直辖市
2011 年 6 月 27 日	云南省公路开发投资有限公司	宣布只付息不还本	政府出面调节， 公司收回宣告	省、直辖市
2011 年 5 月 13 日	江苏华靖资产公司	将旗下资产进行等额置换		省、直辖市
2011 年 3 月 29 日	四川高速公路建设开发总公司	将成渝高速国有股权无偿划转至四川交通投资集团		省、直辖市
2010 年 12 月 31 日	广州建投发展公司	将所属年票制相关资产进行无偿划转		地级市（含副省级市）
2009 年 12 月	安庆市城市建设投资发展	延迟一天付息	而后发表声明 是工作失误造成，最终还是按省级市时付息	地级市（含副省级市）
2009 年 5 月 10 日	岳阳城建	资产注入造假		

资料来源：申万研究，实习生吕炎整理

附表 4 月度经济指标预测

	8 月（实际值）	9 月	10 月	11 月	12 月
CPI（%）	2	2.1	2.1	2.4	2.8
PPI（%）	-3.5	-3.1	-2.8	-2.4	-2
社会消费零售总额（%）	13.2	13.2	13	13.4	13.7
工业增加值（%）	8.9	9.2	8.9	9.3	9.6
固定资产投资:累计（%）	20.2	20.1	19.9	20.2	19.8
房地产投资:累计（%）	15.6	15.4	15.4	15.7	16.2
出口（%）	2.7	5.2	4.9	7.8	8.6
进口（%）	-2.6	2.1	1.8	5.7	6.2
新增信贷（亿元）	7039	6500	5500	6000	5500
M1（%）	4.5	4.6	4.7	5.1	5.2
M2（%）	13.5	13.8	13.5	13.8	13.6
资料来源：申万研究					

附表 5 季度经济指标预测

	1 季度（实际值）	2 季度（实际值）	3 季度	4 季度	2011 年（实际值）	2012 年
GDP（%）	8.1	7.6	7.6	8	9.2	7.8
第一产业（%）	3.8	4.3	4.3	4.5	4.5	4.2
第二产业（%）	9.1	8.3	8.1	8.9	10.6	8.6
第三产业（%）	7.5	7.7	7.9	8.7	8.9	8
CPI（%）	3.8	2.9	2	2.4	5.4	2.8
PPI（%）	0.1	-1.4	-2.8	-2.8	6	-1.7
社会消费零售总额（%）	14.9	13.9	13.2	13.4	17.1	13.9
工业增加值（%）	12.8	9.5	9.1	9.3	13.9	10.2
固定资产投资:累计（%）	21.5	20.4	20.1	19.8	23.8	19.8
房地产投资:累计（%）	23.5	16.6	15.8	16.2	27.9	16.2
出口（%）	14.3	10.5	3	7.1	20.3	8.7
进口（%）	20.9	6.4	1.4	4.6	24.9	8.3
新增信贷:累计(亿元)	24602	48600	67540	84540	74700	84540
M1（%）	4	3.7	4.6	5	7.9	4.4
M2（%）	13.5	13.8	13.5	13.8	13.6	13.6
资料来源：申万研究						

信息披露

分析师承诺

李蓉：经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。