

横看成岭侧成峰

—— 地方政府融资平台贷款专题报告

研究结论

- **政府融资平台贷款并非新事物**：纵向来看，地方政府融资平台在我国的发展已超过 15 年，从 1994 年中央政府和地方政府财权分离就已开始，商业银行对这类贷款也积累了相当的操作经验。作为专门负责我国铁路建设的中央部委，铁道部其实是我国政府融资平台中的“国家队”，并且早在上世纪 90 年代就开始发债筹资。横向来看，国外地方政府融资行为也十分普遍，其中美国地方政府以发债为主，英国地方政府则以贷款为主，而德国和日本二者兼而有之。从美国情况来看，在经济出现波动时，地方政府债务占财政收入的比重也会提升。
- **考察政府平台贷款风险不应忽视项目本身自偿性**：根据银监会近期公布的数据，截止至 2009 年地方融资平台贷款余额已达到 7.4 万亿元左右。按照这一数据测算，2009 年政府融资平台贷款余额占地方政府财政收入比值已达到 1.7X。中性假设下，2010 年这一比值将小幅升至 1.84X，作为第二还款来源的地方财政收入对地方政府融资平台贷款的覆盖率不会大幅恶化。更为重要的是，我们认为，市场在讨论政府融资平台贷款问题时，忽略了项目本身的自偿性。根据测算，平台项目投产后，每年的息税前利息保障倍数将达到 2X，基本能满足还本付息的需要。
- **用发展的眼光看待地方政府融资平台贷款现象**：首先，即使不考虑项目自身现金流及卖地收入，地方政府仍有多种筹资还款方式，包括平台贷款资产证券化、中央加大转移支付力度、地方政府减持国有资产等；其次，我们认为需要用发展的眼光看待平台贷款项目的效益和现金流。随着当地经济的发展，原本盈利能力不高的项目可能逐渐成为优质项目，产生的现金流也足以偿还贷款，早期的宁沪高速就是一个很好的案例；再次，近期监管层对政府融资平台贷款的监管趋严，有利于帮助银行梳理平台贷款风险，控制地方政府融资平台贷款的未来风险；最后，如果将地方政府融资平台贷款也归为政府债务，我国政府当前的显性和隐性债务占 GDP 的比重大致为 40%，即使在悲观情景下，2010 年我国政府债务/GDP 比率仅有 46.8%，仍处世界各国的最低端。从这个意义上讲，中央和地方财权未来的重新调整，也可视为未来平台贷款的解决途径之一。
- **投资建议**：监管利空过后是利多。短期内政府融资平台贷款的监管压力比较大，不过我们认为，地方政府融资平台贷款的最终质量会明显好于市场的担忧，因此当前银行股股价存在一定修复的要求。但我们也承认，这种修复过程可能会持续 2-3 年。考虑到行业的长期发展前景，未来银行业的投资机会将多为波段性机会。短期来看，目前行业估值在 1.9 倍 2010 年 PB 和 11 倍 2010 年 PE，有一定上升空间。维持“浦发、兴业、招行、民生”的推荐组合。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

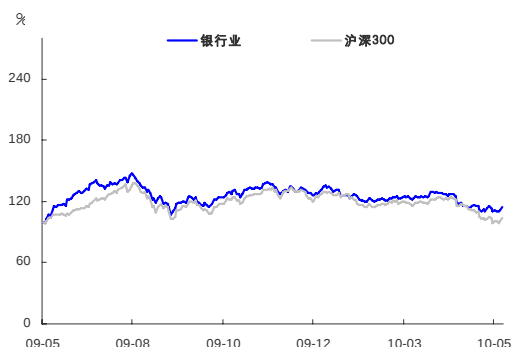
银行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 银行
报告日期 2010 年 5 月 25 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
浦发银行	1.50	2.01	2.34	19.74	买入
兴业银行	2.66	2.77	3.42	28.06	买入
招商银行	0.95	1.19	1.47	14.02	买入
民生银行	0.54	0.66	0.82	6.86	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

银行涉房贷款质量将好于预期	2010-5-24
监管去杠杆，控风险力度超预期 银行估值	2010-4-22
压力进一步强化	
地产调控对银行估值构成长期压力	2010-4-19

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、政府融资平台贷款并非新事物	3
1.1 地方政府融资平台早已有之	3
1.2 政府融资平台也有“国家队”	4
1.3 海外同样存在地方政府融资	4
2、考察政府平台贷款风险不应忽视项目本身自偿性.....	6
2.1 2009 年政府融资平台贷款发展迅猛	6
2.2 政府融资平台贷款占地方财政收入比重较高	7
2.3 地产调控加剧市场对政府融资平台贷款风险担忧	8
2.4 第二性还款来源不致大幅度恶化	11
2.5 市场忽略第一性还款来源是重大逻辑缺失.....	12
3、用发展的眼光看待地方政府融资平台贷款现象	13
3.1 政府融资平台贷款偿还资金有多种筹集方式	13
3.2 用发展的眼光看平台项目的效益	14
3.3 监管加强有利于政府融资平台资产长期健康	15
3.4 中央与地方财权的划分可能改变	16
4、投资建议：监管利空过后是利多	19

1、政府融资平台贷款并非新事物

政府融资平台贷款这个名词是过去两年提出的。不过无论横向还是纵向来看，政府融资平台绝不是一个新事物。

1.1 地方政府融资平台早已有之

从概念上讲，地方政府融资平台是由地方政府发起，通过划拨土地、股权、规费等资产，组建一个资产和现金流均可达融资标准的公司，辅之以财政补贴等作为还款保证，融入资金后重点投向市政建设、公用事业等项目。从实质来讲，由于地方政府无法发行债券，却又承担当地基础设施建设责任，因此组建政府融资平台公司，向银行借款筹集必要资金投入基建。

尽管市场对政府融资平台的风险讨论如火如荼，但直到现在，似乎很少有人对政府融资平台的历史进行阐述。其实地方政府融资平台早已有之，并大致可以分为以下几个发展阶段。

融资平台前身（20 世纪 80 年代初—1994）：广东省上世纪 80 年代初推行了“贷款修路、收费还贷”政策。当时省内各地政府集资贷款建桥修路，并采用道路建成后通行车辆收费的方式偿还贷款，这种模式政府借钱发展当地基建的模式正是地方政府融资平台的前身。1988 年交通部下发《贷款修建高等级公路和大型公路桥梁、隧道收取车辆通行费规定》进一步规范了此类贷款，而这类政府融资进行基础设施建设的模式也逐步在全国推行开来。

融资平台的初创期（1994—1997）：地方政府融资平台的真正发端始于 1994 年的分税制改革。伴随着中央政府与地方政府财权的明确，以往在基础设施建设方面模糊不清的关系逐步得以明确。各地政府从经营城市的角度出发，纷纷成立了类似于建设开发领导小组办公室的机构，对市政设施建设进行统一规划和领导。尽管在此期间政府融资平台的经济作用尚不明显，但各地政府在基建项目方面的经验积累，也为后期政府融资平台的发展奠定了坚实的基础。

融资平台的推广期（1997—2008）：随着 1997 年亚洲金融危机的爆发，政府大力实施积极财政政策，通过扩大财政投入的方式来刺激经济，而其中基础设施建设是其中的重要内容。按照基建项目的融资体制，中央政府可以为审批通过的基建项目提供一定的中央财政支持，但地方政府也必须安排配套资金作配合。但地方财政出于收支平衡以及《预算法》对地方政府发债的限制，使得地方政府承担了巨大的基建项目资金压力。为缓解压力，地方政府开始尝试新型的项目融资方式，充分发挥政府融资平台作用。与此相对应，政府融资平台的组织结构也发生改变，从原来的领导小组，逐步转变为城市经营管理委员会，并在此基础上由政府相关部门共同组建建设投资有限公司。在此阶段，除城投公司兴起以外，政府融资平台还将中小企业、高科技企业及工业园区企业等自身融资能力较弱、但对于城市发展不可或缺的经济主体融入其中。

融资平台的大发展期（2008—至今）：随着去年政府 4 万亿经济刺激政策的逐步落实，地方基建项目掀起了新一轮建设热潮，公路、铁路、机场、电厂、棚户区改造等一系列城建项目动工，地方政府融资平台数目也达到 8000 多家，地方政府融资平台的贷款余额达到 7.4 万亿元左右。

地方政府融资平台历经 20 多年发展到目前的规模，我们暂不论 2009 年政府融资平台贷款的增长是否过快，但有一点可以肯定，**政府融资平台并非是一个新事物，商业银行与这类平台打交道的时间已有 10 多年，已积累了相当多的经验。**事实上，在工行和交行近期的业绩推介会上，两家银行的

管理层也均将当前的政府融资平台贷款与 97-98 年投放的基建贷款做了类比，并称在此过程中积累了相关的经验，并非市场所言的对此类贷款毫无经验。

1.2 政府融资平台也有“国家队”

说起政府融资平台，一般媒体和投资者会想当然的提到那些地方政府设立的融资平台公司。不过我们在研究中发现，政府融资平台并非是地方政府的专利，其中也有“国家队”的身影！一个比较典型的融资平台就是铁道部。

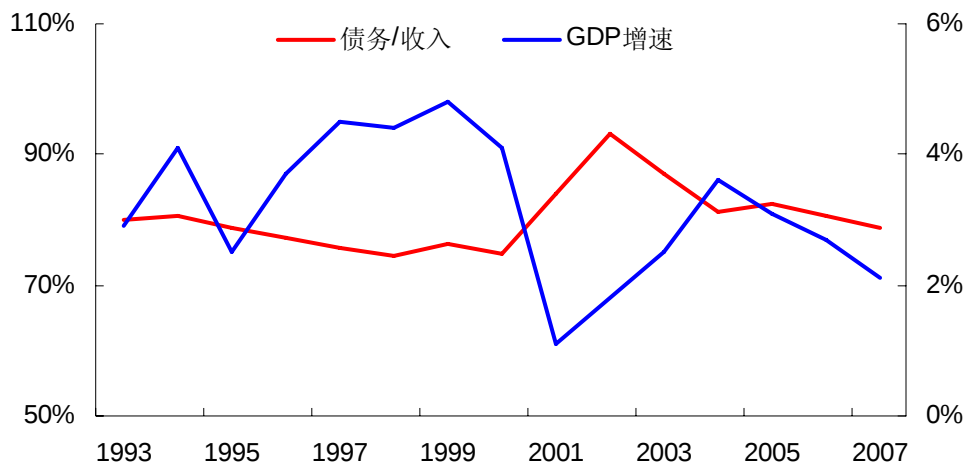
尽管铁道部是国务院的直属部委，不过却几乎符合一家政府融资平台的所有特征。按照职责划分，铁道部是制定铁路发展规划、负责国家铁路财务工作，安排使用全路建设基金和资金并负责铁路建设的部委。但同时，作为一家特殊企业，铁道部有自己的财务报表，可以向银行申请信贷，并在资本市场发债，融入资金后投向铁路基础设施建设。

从财务角度看，截止至今年 1 季度铁道部总资产达到了 2.5 万亿元，但由于本身是铁路建设的投融资平台，铁道部利润中要按照当年货物运输的总距离和总重量提取铁路建设基金上缴财政部，作为后续铁路建设的资本金（相当于部分地方财政收入需上缴国库）。这也直接导致过去几年铁道部的净利润持续维持在低位，2008 年甚至亏损 130 亿元。

1.3 海外同样存在地方政府融资

从海外经验来看，举债不仅是发达国家地方政府普遍采用的融资手段，而且也越来越受到发展中国家重视。目前各国地方政府举债通常有发行债券和银行借款两种方式。分国别看，美国和印度以发行市政债券为主，英国以银行借款为主，德国和日本二者兼而有之。其中美国州及州以下地方政府融资几乎全部采用发行市政债券方式。英国地方政府融资主要来自公共工程贷款委员会和商业银行的贷款。隶属于英国财政部债务管理办公室的公共工程贷款委员会通过转贷来自国债资金的国家贷款基金，为地方政府提供了近 80% 的借款。

我们通过测算美国各州债务与财政收入之比，得到两个结论：第一，这一指标在 1993 年至 2007 年之间维持在 80% 附近，表明美国各州的债务占地方政府财政收入的比重在 80% 附近。第二，GDP 增速与地方债务/财政收入指标的相关性为 -0.7，表明在美国经济出现调整时，地方政府债务占财政收入的比重会有所上升，反之亦然。2001 年由于美国经济遭遇科网股泡沫破灭及 911 事件冲击，GDP 增速由 2000 年的 4.1% 快速回落到 1.1% 的水平，而美国地方政府债务/财政收入的比重也由 75% 骤升至 84%，并在 2002 年继续上升至 93% 的最高位。这一点与我国情况类似，同样是为了抵御金融危机，2008 年底起，我国地方政府债务占财政收入占比也出现了迅速的提升。

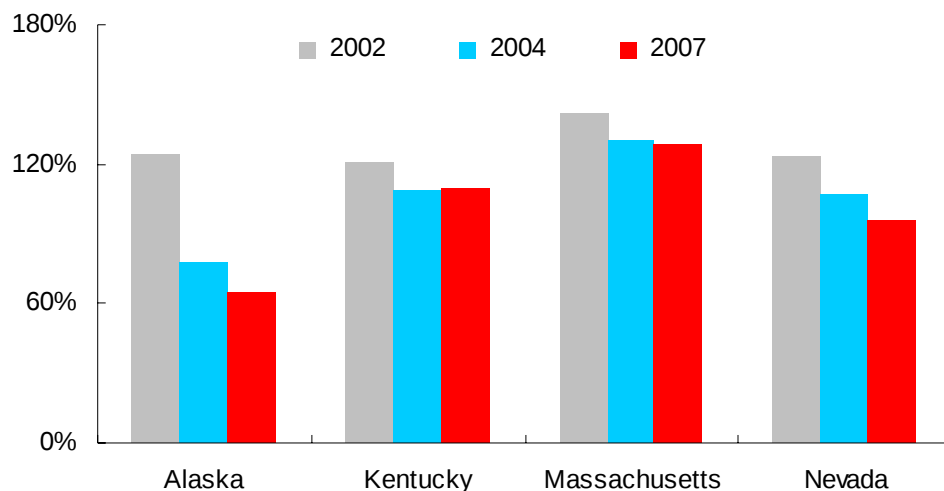
图 1：美国地方债务占财政收入比重


资料来源：CEIC，东方证券研究所

不过与我国目前数量庞大而处于规范之中的地方融资平台贷款相比，海外地方政府融资的历史较长，对债务监管和风险控制相对成熟。

以美国为例，美国州及州以下地方政府举债具有完全的自主权，联邦政府并不为州及州以下地方政府所举借的债务提供担保，但仍要对市政债券进行严格的事后监管，并制定相关法律法规。此外，在州政府层面，美国各州都制定了专门法律，并设立风险控制指标，以防范债务风险。目前有 30 个州的宪法规定了州政府本级发行一般责任债券的规模限额，各州还根据实际情况制定了相应的风险控制办法。州审计部门定期监控市政债务，并在情况恶化时提供技术服务。此外，为了应对地方政府的偿债压力，美国政府规定，按债券还本付息总额的 100%—120%，或按债券发行额的 10% 建立偿债准备金。其来源主要有发行溢价收入、投资项目收益和信用证收益等。

2002 年美国地方政府债务占收入达到最高值时，有四个州的债务占财政收入的比重高于 120%，不过由于有相关制度的制约，随后这些州或者加大财政收入，或者紧缩债务，到 2004 年这四个州的债务占财政收入的比重较最高点平均下降了 20%。

图 2：美国四州地方债务占财政收入占比


资料来源：CEIC，东方证券研究所

2006 年改革之后，日本地方政府可直接举债，但报请总务省审批的地方政府可获两项优惠：总务省在计算对地方政府的转移支付时考虑偿债因素；中央政府为满足条件的地方政府提供优惠借款。受此激励，地方政府大多选择经中央政府批准后再举债，实际上总务省对地方政府债务的监管力度并未减弱。这一机制给了地方政府举债更多选择权，同时通过中央政府的激励约束，强化了地方政府的责任。

印度自 2005 年初起实施财政改革计划以来，规定邦政府年度举债上限以约束其举债规模。同时建立了邦政府债务预警与纠错机制，若邦政府超过举债上限，必须在 14 天透支期内偿还所有债务，否则其债务资金账户将被冻结，印度储备银行将启动自动扣款机制。

2、考察政府平台贷款风险不应忽视项目本身自偿性

2.1 2009 年政府融资平台贷款发展迅猛

2009 年中央为了抵御全球金融危机，推出了 4 万亿投资、十大产业振兴规划等一揽子经济刺激政策。2009 年 3 月 23 日，中国人民银行和中国银监会联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，更是明确提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。地方政府为了筹集 4 万亿刺激计划相关配套资金，趁此机会设立了数量众多的政府融资平台。根据银监会披露的数据，截止 09 年底，各级地方政府融资平台已增长到 8000 多家，地方政府融资平台的贷款余额达到 7.4 万亿元左右，占一般贷款余额的 20%，其中新增 3.1 万亿元，占一般贷款新增的 34.5%，同比增长 70.4%。

而从部分披露政府融资平台贷款的上市银行的数据来看,上市银行政府平台贷款占比较中国银行业整体要低。考虑到统计口径的差异(部分上市银行采用的是本行口径,与人民银行口径差距较大),采取相对宽泛的人行口径,估计上市银行的地方融资平台贷款占比在 15%左右。

表 1: 部分上市银行公布的截止 2009 年底的政府融资平台余额

	平台贷款余额	平台贷款占一般贷款比重
工商银行	7200	12.90%
建设银行	6463	13.77%
中国银行	4243	8.84%
交通银行	1390	7.72%
华夏银行	600	14.30%
中信银行	1576	15.00%
宁波银行	50	6.19%

注:各银行公布的政府融资平台余额口径可能并不一致,仅供参考

资料来源:东方证券研究所

2.2 政府融资平台贷款占地方财政收入比重较高

地方财政收入是指地方财政年度收入,包括地方本级收入、中央税收返还和转移支付。地方财政收入分为地方财政预算收入和预算外收入。其中地方财政预算收入包括:1、地方所属企业收入和各项税收收入;2、各项税收收入,含营业税、地方企业所得税、个人所得税、城镇土地使用税、固定资产投资方向调节税、土地增值税、城镇维护建设税、房产税等;3、中央财政的调剂收入,补贴拨款收入及其它收入。地方财政预算外收入主要有各项税收附加,城市公用事业收入,文化、体育、卫生及农、林、牧、水等事业单位的事业收入,市场管理收入及物资变价收入等。值得注意的是,政府卖地所得的土地出让金收入就归入地方财政预算外收入的范畴。

从静态来看,单靠目前的地方财政收入可能很难在短期内偿付 7.3 万亿的地方融资平台贷款本息。由于未公布 09 年的地方政府预算外收入及地方政府土地购置费用,我们采用 09 年全国土地出让收入增速作为地方政府土地购置费用增速,同时由于土地购置费用占地方政府预算外收入的 7 成,我们将这一增速作为地方政府预算外收入的增速。按照这一假设,2009 年地方政府预算内外的收入总额大致在 4.4 万亿左右,如果不进行任何支出,则需要 1.7 年将 2009 年底的 7.4 万亿元平台贷款全部偿还完毕,这还不考虑任何利息支出及其他政府开支。

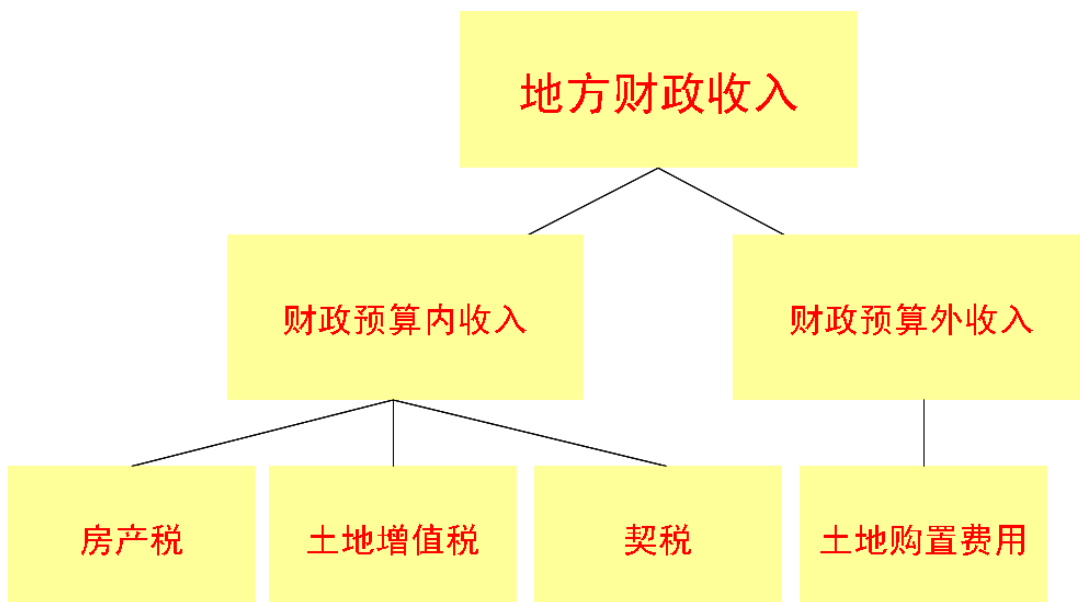
表 2：地方融资平台贷款余额占地方财政收入比重（单位：万元）

	地方财政预算内 收入	地方财政预算外收入 (预测数)	地方财政收入总和	政府融资平 台额	倍数
2008	286497900	77386572	363884472	410000000	1.13
2009	325810000	110662798	436472798	740000000	1.70

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2.3 地产调控加剧市场对政府融资平台贷款风险担忧

目前在地方政府财政收入中，与房地产相关的收入主要有 4 项：1、土地购置费用；2、房产税；3、土地增值税；4、契税。除土地购置费用以外，其余收入均为预算内收入。

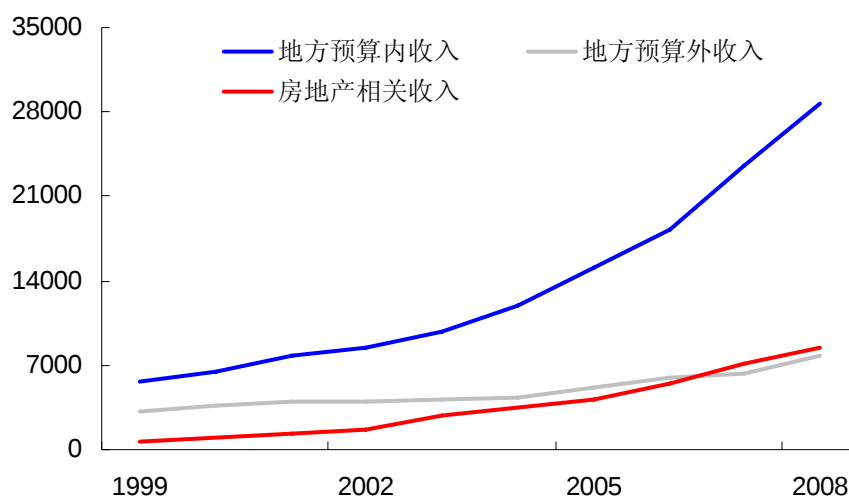
图 3：地方财政收入中房地产相关收入分解


资料来源：东方证券研究所

近年来，房地产相关收入占地方财政收入比重逐年提高，并成为地方财政重要来源。房地产相关财政收入总额占地方财政收入的比重由 1999 年的 7.9% 升至 2008 年的 23.4%，其中地方政府卖地收入一项占地方财政收入的比重由 99 年的 5.7% 大幅升至 16.5%，地方政府卖地收入占地方政府预算外收入的比重更是由 15.6% 骤升至 77.5%。

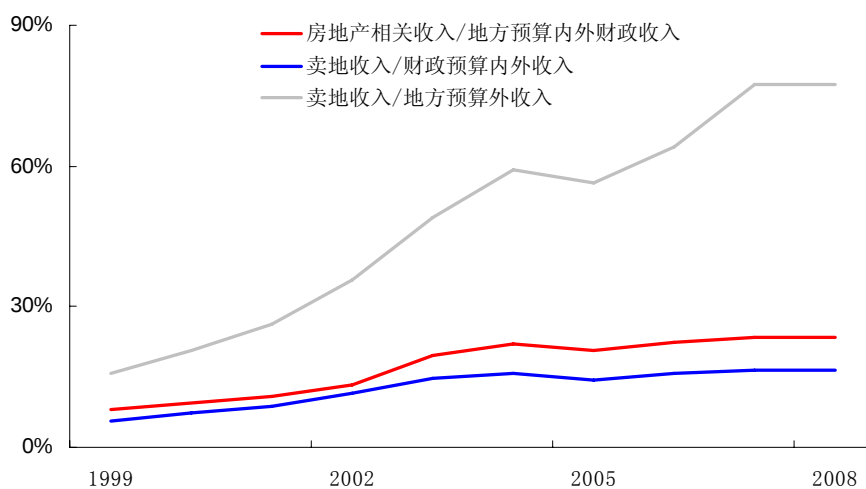
自从 1998 年国务院下发《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》启动房地产由“福利化”向“商品化”过渡的第一次房改以来，房地产相关收入占地方财政的比重就不断提升，时至今日，已成为地方政府财政收入的一项不可或缺的重要来源。

图 4：地方财政收入中房地产相关收入分解



资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

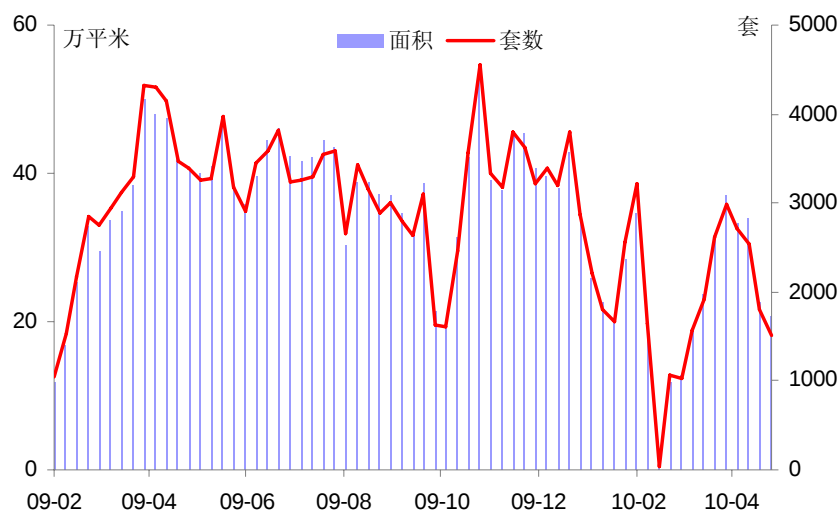
图 5：地方财政收入中房地产相关收入分解



资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

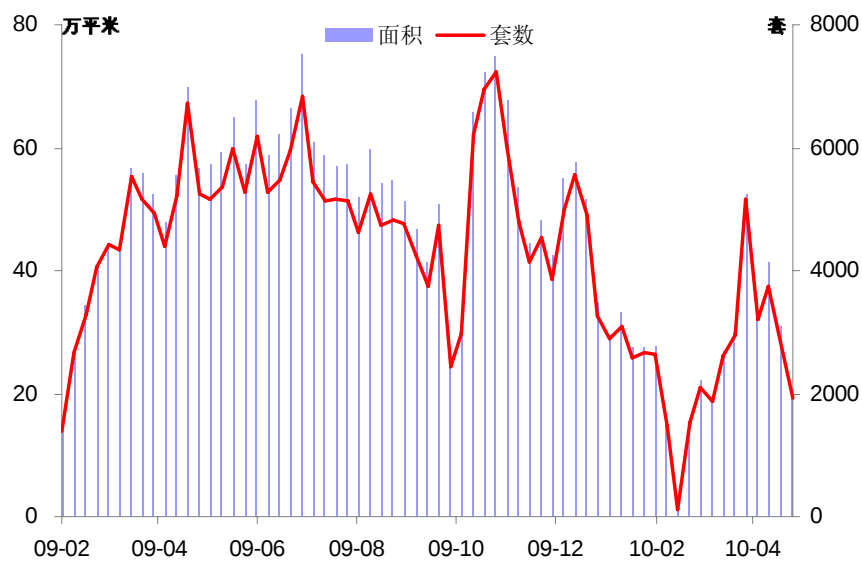
自 4 月 14 日国务院下发关于坚决遏制部分城市房价过快上涨通知并掀起新一轮房地产调控以来，房地产成交量下降明显，市场对地方财政收入中房地产相关收入产生担忧。

图 6：北京一手房成交量下滑明显

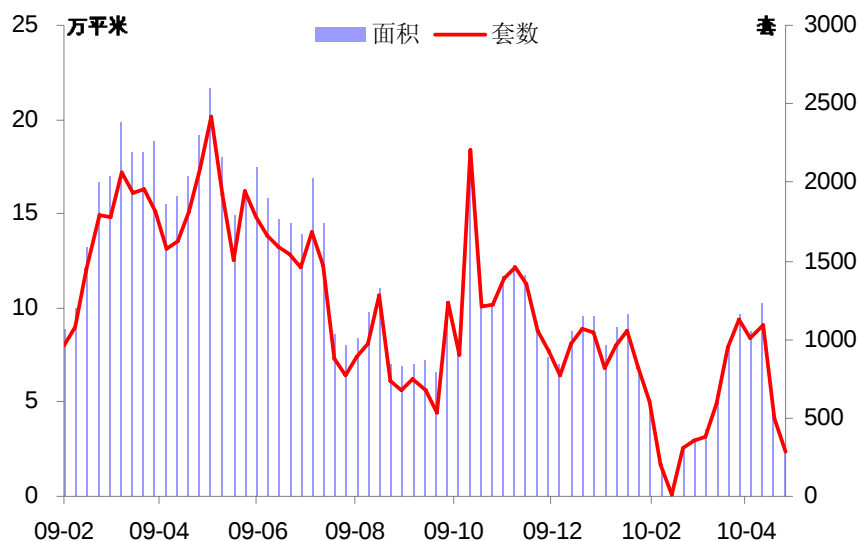


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

图 7：上海一手房成交量下滑明显



资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

图 8：深圳一手房成交量下滑明显


资料来源：国家统计局，WIND，CEIC，东方证券研究所

2.4 第二性还款来源不致大幅度恶化

下表列示了在不同土地购置费用增速和其他财政收入增速变化情况下，地方财政收入未来增速的情景预测。倘若今年土地购置费用增速为 0，除此以外其他项财政收入增速为 20%，则地方政府整体的财政收入增速将降至 16%左右。而如果土地购置费用增速下降 40%，其他财政收入增速仍为 20%，则地方政府 2010 年整体的财政收入增速将降到 12%左右。

表 3：地方政府财政收入增速情景分析

		除土地购置费用以外的其他地方财政收入增速				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
土	20%	-13.4%	-5.1%	3.3%	11.6%	20.0%
地	10%	-15.1%	-6.7%	1.6%	10.0%	18.4%
购	0%	-16.7%	-8.4%	0.0%	8.4%	16.7%
置	-10%	-18.4%	-10.0%	-1.6%	6.7%	15.1%
费	-20%	-20.0%	-11.6%	-3.3%	5.1%	13.4%
用	-30%	-21.6%	-13.3%	-4.9%	3.4%	11.8%
增	-40%	-23.3%	-14.9%	-6.6%	1.8%	10.1%
速						

资料来源：东方证券研究所

以下我们考察在多种政府融资平台贷款余额上升幅度及地方政府财政收入增速情景下，地方融资平台贷款余额/财政收入的比重。由于后续放款需要，假设 2010 年地方政府融资平台贷款余额继续上升 20%、地方财政收入增长 20%，则今年地方政府融资平台贷款余额/财政收入仍将维持在 170% 的水平，而在极端情况，即在地方政府融资平台贷款余额较 09 年升 30%、地方财政收入下降 10% 的情景下，2010 年地方融资平台贷款余额/财政收入将升至 250% 左右。

我们判断，考虑到地方政府融资平台贷款的后续建设和投放要求，此类贷款余额可能在未来两年内继续有 30% 左右的增速。同时，继续保持稳定增长的中国经济将继续保证地方财政保持较快增长。因此，我们认为，中性情景假设下，地方政府融资平台贷款/地方财政收入比例可能从 2009 年底的 1.70 倍小幅上升至两年后的 1.84 倍。作为第二性还款来源的地方财政对地方政府融资平台贷款的覆盖能力虽然可能有所下降，但降幅将比较有限。

表 4：地方融资平台债务/地方财政收入的情景分析

		政府融资平台余额上升幅度				
		0	10%	20%	30%	40%
财 政 收 入 增 速	30%	130.4%	143.5%	156.5%	169.5%	182.6%
	20%	141.3%	155.4%	169.5%	183.7%	197.8%
	10%	154.1%	169.5%	185.0%	200.4%	215.8%
	0	169.5%	186.5%	203.4%	220.4%	237.4%
	-10%	188.4%	207.2%	226.1%	244.9%	263.7%
	-20%	211.9%	233.1%	254.3%	275.5%	296.7%
	-30%	242.2%	266.4%	290.6%	314.9%	339.1%

资料来源：东方证券研究所

2.5 市场忽略第一性还款来源是重大逻辑缺失

市场在讨论地方政府融资平台贷款风险时，有一个重大的逻辑缺失，即忽略了项目自身的自偿性。事实上，作为商业信贷而言，项目自身的现金流才是第一性还款来源，而作为担保的地方财政收入，仅仅起到第二性还款来源的作用。这就构成重大差异：如果地方政府融资平台贷款被用于弥补地方财政赤字，那么第一性还款来源就是地方财政收入，从 170% 的负债率指标来看确实偏高；但如果地方政府融资平台贷款所投资项目能够产生新的收入来源，那么继续用 170% 的负债率水平来判断此类贷款质量，就是舍本逐末。如果要类比的话，用以弥补财政赤字的地方融资平台贷款可以视为个人消费贷款，例如信用卡的循环授信；而用于投资新项目的地方政府融资平台贷款可以视为按揭贷款。众所周知，按揭贷款的损失率（美国情况来看，一般在 20BP 以下）显著低于消费贷款（美国平均在 2 个百分点以上）。而从近期上市银行交流的情况来看，地方政府融资平台贷款进入实体项目的比例在 90% 以上。

即使考虑到 2008 年下半年匆忙立项和上马可能造成这些项目效益偏低，项目自身的偿付能力也是相对充足的。粗略测算，假设 4% 的 ROA，并假设 40% 的项目资金来源于银行贷款（2008 年，规

模以上工业企业 ROA 为 7.09%，；固定资产投资资金来源中，贷款占比仅 14.5%），则项目投产后，每年的息税前利息保障倍率将达到 2 倍，基本上能满足还本付息的需要。

3、用发展的眼光看待地方政府融资平台贷款现象

2009 年政府融资平台贷款增速较快，且今年以来无论是监管层还是银行内部都开始关注到政府融资平台贷款可能带来的风险，银监会今年 4 月提出“各银行业金融机构在 6 月底前完成对地方政府融资平台授信业务的全面自查清理”，进一步引发了市场对政府融资平台的担忧。我们承认这种担忧的合理性，但同时认为，市场对政府融资平台贷款的担忧可能存在过度的情况。

3.1 政府融资平台贷款偿还资金有多种筹集方式

我们不考虑能够依靠产生的现金流归还贷款本息的平台项目，在此仅讨论短期内无法产生现金流、必须由担保人——地方政府筹集资金归还贷款的平台项目贷款。目前，地方政府可以采取以下的策略来获得现金流，归还平台贷款本息。

策略 1：资产证券化。在对政府融资平台清理的前提下，可将目前平台贷款资产证券化成地方政府债券，由政府财政化当前的负债。去年 9 月中国人民银行副行长刘士余在“中债信用增进投资股份有限公司”成立仪式上就指出，资产证券化和市政债的发展有望成为化解地方政府融资平台风险的重要途径。我们认为，资产证券化能最大程度上解决政府融资平台中公益性项目的风险，由于这类项目没有现金流，完全由地方政府财政偿还，通过发债的方式一方面起到规范项目的作用，另一方面也解决贷款风险问题。

策略 2：中央政府加大转移支付力度。我国的地方政府没有所谓的破产之说，一旦无法归还融资平台贷款本息，地方政府将向上级政府求援，要求上级拨款解决还款问题。由于目前中央和地方的财税分成大致为 5.5：4.5，未来中央如果能够加大财税转移支付力度，地方将有更多财政收入偿还地方融资平台贷款。

策略 3：变现地方政府手中资产。尽管很难计量规模，不过地方政府目前确实拥有众多的有形和无形资产。上市公司股权、收费权、土地使用权等都是可以变现的资产。只要采取合理的方式，这些资产都可以用于偿还银行贷款。安徽省财政厅厅长陈先森在今年两会期间就曾表示，安徽省考虑以减持国有股的手段向地方融资平台注入资金，以发挥政府“做实”地方融资平台的作用。

策略 4：借新还旧，在发展中解决问题。从直观感觉上，借新还旧对银行风险很大，这好比“蓬齐游戏”，债务泡沫会越变越大。不过必须明确的是，与一般企业不同，我国地方政府只有现金流风险，没有破产风险。倘若平台项目逐步产生效益，项目现金流就能满足未来银行贷款本息的偿还。再退一步，倘若项目本身仍无法产生现金流，那么随着当地经济的发展，只要当地政府的财政收入增长到足以支付贷款本息，平台贷款还款问题也能逐步解决。事实上，从一定程度上讲，铁道部目前就是采用借新还旧的策略支持铁路建设，靠当前产生的利润很难偿还银行贷款。

策略 5：大幅减少政府开支，严格控制基建投资。通过压缩政府开支，地方政府把节省下的资金偿还平台贷款本息。不过在减少政府开支的同时，当地总需求的降低无疑对地方经济造成负面影响，

而基建的放缓也不利于当地经济的长远发展。因此这一对策在解决平台贷款问题的同时，可能会引发其他问题。

策略 6：地方政府加收税费，提高财政收入。这是条简单粗暴的解决政府债务的方法，但预计会遭遇来自民间和中央政府强烈的干预，也不利于当地经济和社会的稳定，并非好的策略。

3.2 用发展的眼光看平台项目的效益

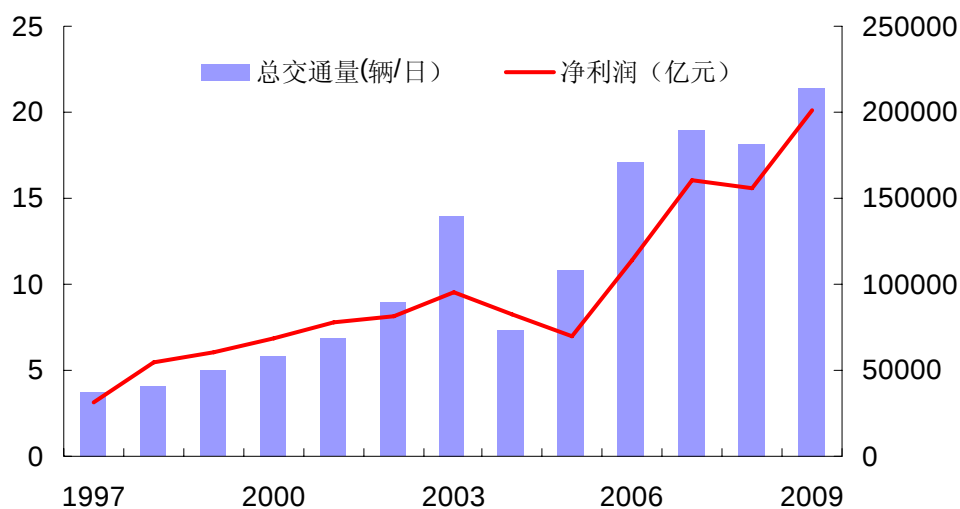
2009 年政府融资平台贷款大发展，贷款项目能否在未来产生效益也成为市场担忧的问题之一。我们认为，这一问题需要用发展的眼光来看待。

比如，有人认为，在中西部经济欠发达地区，个别高速公路车流量很小，而这些公路的还款来源是通过收费实现的，如果车流量小，政府融资平台的压力将随时间推移越变越大。在此，我们用一个实际的案例来回应这种说法。

宁沪高速的大股东是江苏交通投资公司，隶属于江苏省国资委监管，是江苏省高速公路建设的主要投资主体，按照现在的标准，算作一家政府平台公司。1997 年宁沪高速在香港市场募股集资，香港投资者对这家公司提出质疑，认为之所以要在香港上市，主要是因为政府平台公司资金不足，只能将手中的项目上市集资，并将募集资金用作其他高速公路的修建。此外，由于 1997 年是宁沪高速正式运营的第一年，交通流量处于低位，市场对这条高速公路的盈利能力存在怀疑。因此当时投资者对宁沪高速 IPO 异常谨慎。

不过长三角地区经济的高速增长最终带动了区域内交通运输业的发展，广受投资者质疑的宁沪高速交通量和净利润也突飞猛进。宁沪高速的总交通量由 1997 年的 37119 辆/日升至 2009 年的 213427 辆/日，整整提升了 5 倍，而宁沪高速的净利润也由上市时的 3 亿元升至 09 年的 20 亿元。值得指出的是，宁沪高速 04—05 年期间还将原来的 4 车道改为 8 车道，仍时常出现拥堵状况，完全是 97 年担忧其车流量的投资者所无法想象的。

图 9：宁沪高速交通量及净利润



资料来源：公司网站，WIND，东方证券研究所

图 10：宁沪高速 H 股股价走势


资料来源：WIND，东方证券研究所

总体而言，我们认为，政府融资平台项目贷款的效益需要本着发展的眼光来看待。如果静态来看，可能会出现项目短期现金流不足、政府财政兜底的情况，但随着经济的发展，会有相当部分原本现金流不足的项目可能如宁沪高速那样，使用效率有明显提升，现金流的上升将使项目贷款还款不再需要财政的支持。

3.3 监管加强有利于政府融资平台资产长期健康

政府融资平台贷款去年爆发式的增长引发了监管部门的重视。今年以来，央行和银监会多次谈及政府融资平台贷款风险。4月下旬，银监会已下发通知，要按照逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全的流程，将平台公司的“项目包”打开及分类处置。各银行业金融机构要在6月底前完成对地方政府融资平台授信业务的全面自查清理。此外，市场有传言称，对于解包后没有担保和相关抵押物的政府融资平台贷款，监管部门将要求银行对这类贷款加提拨备。

我们认为，今年以来监管部门对政府融资平台贷款监管的加强并非是为了削弱银行盈利或惩罚银行去年投放的平台贷款，而是督促商业银行对此类贷款进行一次彻底的梳理和清查，减少未来可能引发的风险。去年投放的超过3万亿政府融资平台中不可避免地存在打捆、缺少担保、项目资本金或现金流不足的违规贷款，此次在银监会主导下的银行对政府融资平台贷款的排查将有利于及时查出问题，控制风险。此外，归功于年初监管机构对平台贷款的风险提示，今年以来商业银行对新增政府融资平台贷款控制极其严格，这将使未来中国政府隐性债务的风险有所降低。总的来说，监管加强有利于政府融资平台资产质量的长期健康。

表 5：相关领导及部门对地方政府融资平台贷款风险重视程度明显加强

时间	事件
2009 年 10 月	刘明康在银监会 2009 年第四次经济金融形势通报分析会上强调，要切实加强融资平台和项目贷款风险管控，
2010 年 1 月	国务院总理温家宝在国务院第四次全体会议上提出，“尽快制定规范地方融资平台的措施，防范潜在财政风险。”
2010 年 3 月	银监会主席刘明康强调：“各银行要借助当前地方政府对自身债务进行清理的契机，对原有政府融资平台贷款逐笔打开梳理，按项目开展重新评审和严密的风险排查。” 中国央行行长周小川在第十一届全国人民代表大会第三次会议期间表示，金融机构应审慎保守对待地方政府融资平台。
2010 年 4 月	中国银监会主席刘明康要求全国 144 家城市商业银行，要在 2010 年 6 月份前完成对各地方政府设立的融资平台的投融资状况清查，并做出相应处理。
2010 年 5 月	银监会已下发通知，要按照逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全的流程，将平台公司的“项目包”打开及分类处置。各银行业金融机构要在 6 月底前完成对地方政府融资平台授信业务的全面自查清理。 央行《2010 年一季度中国货币政策执行报告》中强调，加强对金融机构的风险提示，加强地方融资平台公司贷款风险管理

资料来源：东方证券研究所

3.4 中央与地方财权的划分可能改变

如果将地方政府融资平台贷款一并归为中国政府债务，我国政府目前的显性和隐性负债是否过多？我们通过比较全球各主要国家政府债务占 GDP 的比重来回答这一问题。我们的测算表明，尽管 2009 年我国政府债务增长较快，不过与其他国家相比，中国的政府债务占 GDP 的比例仍处在比较低的位置。

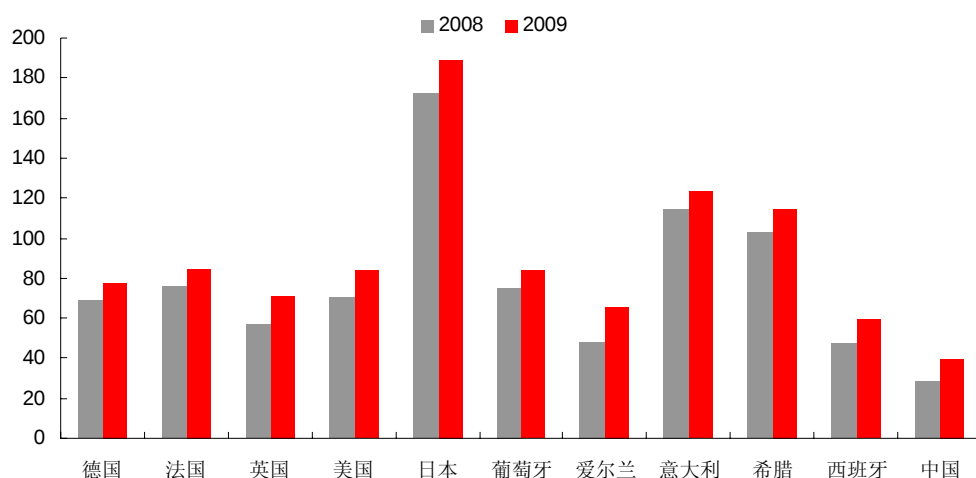
我们将国债、地方政府债和地方政府融资平台贷款归为政府债务，其中国债和地方政府债为显性债务，地方政府融资平台贷款则是隐性负债。数据显示，截至 2009 年，我国政府债务共计为 13.1 万亿，而当年的 GDP 总额为 33.5 万亿元，政府债务占 GDP 的比重为 39.2%，较 08 年大幅提升 10 个百分点，主要原因就在于 2009 年地方政府债务增速较快。

表 6：中国政府债务/GDP 测算（单位：亿元人民币）

	2008	2009
国债	48753	55411
地方政府债	---	2000
地方政府融资平台贷款	41000	74000
GDP	314045	335353
政府债务/GDP	28.58%	39.19%

资料来源：WIND，中债登，东方证券研究所

不过从全球主要国家数据来看，09 年为了抵御全球金融危机，全球主要国家的政府债务/GDP 均出现较大增长（这也是欧洲债务危机的诱因之一）。目前我国政府债务占 GDP 的比重在全球主要国家中处于最低端。只要未来政府债务增速不显著高于 GDP 增速，则我国政府债务规模仍处于比较安全的位置。

图 11：世界各国政府债务/名义 GDP


资料来源：WIND，中债登，CEIC，东方证券研究所

我们再分不同情境对 2010 年中国政府债务/GDP 指标进行测算。即使在悲观情景下（GDP 增速 8%，国债增速 15%，政府融资平台贷款增长 40%），我国政府政府/GDP 仍仅有 46.8%，这一指标仍处世界各国的最低端。考虑到 2010 年可能将是政府融资平台贷款余额的最高点，因此预计中国政府债务规模未来仍将处于可控状态。

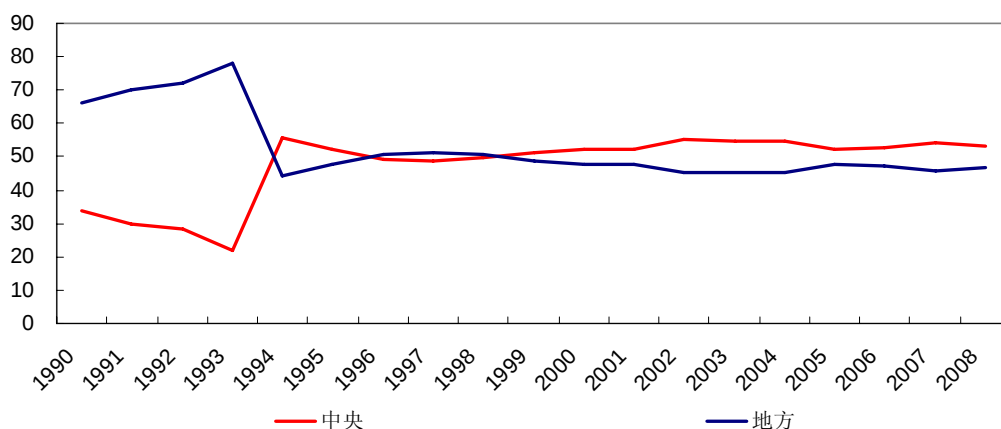
表 7：不同情境下 2010 年中国政府债务/GDP 变化情况

		融资平台贷款余额增速				
		0	10%	20%	30%	40%
国 债 增 速	GDP 增速为 8%					
	-5%	35.5%	37.6%	39.6%	41.6%	43.7%
	0%	36.3%	38.3%	40.4%	42.4%	44.5%
	5%	37.0%	39.1%	41.1%	43.2%	45.2%
	10%	37.8%	39.9%	41.9%	43.9%	46.0%
	15%	38.6%	40.6%	42.7%	44.7%	46.8%
	GDP 增速为 9%					
	-5%	35.2%	37.2%	39.2%	41.3%	43.3%
	0%	36.0%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%
	5%	36.7%	38.7%	40.8%	42.8%	44.8%
	10%	37.5%	39.5%	41.5%	43.5%	45.6%
	15%	38.2%	40.2%	42.3%	44.3%	46.3%
	GDP 增速为 10%					
	-5%	34.9%	36.9%	38.9%	40.9%	42.9%
	0%	35.6%	37.6%	39.6%	41.6%	43.6%
	5%	36.4%	38.4%	40.4%	42.4%	44.4%
	10%	37.1%	39.1%	41.1%	43.1%	45.1%
	15%	37.9%	39.9%	41.9%	43.9%	45.9%

资料来源：东方证券研究所

中国中央与地方财政整体负债率并不高，这意味着目前地方负债率偏高的局面，可以通过中央—地方财政分配比例的调整来加以优化。1994 年之后，中央财政掌握的财政收入比重大幅度上升，而地方财政相对于不断扩大的地方事权来说相对下降。这是产生地方政府融资平台的制度性原因，而中央与地方财政比例的重新调整，也可视为未来可能的解决途径之一。

图 12：中央和地方财权变化



资料来源：东方证券研究所

4、投资建议：监管利空过后是利多

当前商业银行都在对地方政府融资平台贷款进行解包还原和重新分类，重新分类结果可能影响到当期利润。短期内监管压力会比较大。但我们认为，地方政府融资平台贷款的最终质量会明显好于市场的担忧。理由在前文已经有所分析，包括（1）市场忽略了项目的自偿性。要用发展的眼光去看地方融资平台贷款的收益前景。（2）当前的监管利空有利于稳定贷款质量，长期来看是利多。（3）将中央和地方财政作为一个整体来看，负债率明显低于多数国家水平。

因此，我们认为，当前银行股股价中所反映的对地方政府融资平台贷款的担忧，存在修复的要求。但我们也承认，这种修复的空间将需要在长期内逐步释放，纠错过程会持续到 2—3 年。

从长期来看，银行股的估值有系统性下降的压力：

（1）ROA 面临持续下降的压力，具体来说：

- i. NIM 长期内下滑。监管去流动性杠杆降低银行流动性风险溢价；利率市场化冲击银行存贷款基础利差；城商行的成长将加剧信贷市场的供给竞争。银行拓展零售客户虽然可以减缓上述影响，但难以改变趋势。
- ii. 信用成本有上升要求。当前银行的风控表现处于史上最好水平，且明显优于西方同业。未来经济增速长期下滑导致的企业 ROA 下降、优质客户脱媒化等因素都将对贷款质量构成挑战。
- iii. 非息收入有提升空间，但难以弥补主业的下滑

iv. 成本收入比有上升压力。零售业务具有更高的成本收入比要求。此外，城商行的快速扩张也将强化对人力资源的竞争，薪酬的上升将挑战银行的盈利。

(2) 行业规模增速系统性下降。压力来自于：

- i. GDP 潜在增速逐步下滑，企业融资需求增长趋缓；
- ii. 脱媒化推动直接融资比重上升，降低社会融资需求对银行体系的依赖。

(3) 监管去杠杆趋势仍将延续

因此，未来行业的投资机遇将多为波段性机会。短期来看，目前行业估值在 1.9 倍 2010 年 PB 和 11 倍 2010 年 PE，有一定上升空间。维持“浦发、兴业、招行、民生”的推荐组合。

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，未给予投资评级等相关信息。

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