

分析师： 邓二勇 (8621) 68751691 dengey@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120005

联系人： 胡瑞丽 (8621) 68751589 hurl@cjsc.com.cn

地方债务或加速本轮经济调整，利于“涅槃重生”行情

报告要点

■ 我国省、市、县三级地方政府性债务余额共计 10.72 万亿元

据审计署统计结果：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 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 23369.74 亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元，占 15.58%。

■ 债务规模尚未超出政府偿债能力，同时要注重防范部分地方政府负债率高、融资规范欠佳的风险

审计署公布的地方债务余额 10.7 万亿元，低于央行测算的 14 万亿元，高于银监会测算的 9 万亿元。部分地方政府负债率高，债务负担重，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%，部分地区出现了逾期债务；另一方面，地方政府财政赤字高，同时面对土地出让收入锐减的财政收入被动收缩，偿债压力大。

■ 短期内地方政府债务风险加速实体经济快速下滑

地方政府债务风险使得短期内地方政府政府贷款会更加严格，地方项目建设在短期内面临较为严峻的资金短缺，与我们在中期策略中提出的“短期经济快速下降”的判断一致，叠加市场对地方政府的地方债及融资平台的企业债风险的担忧，短期内政府资金压力较大，加剧短期经济快速下滑的速度和力度。

■ 地方债务风险对行业的影响

地方政府债务中，银行贷款占比为 79.01%，当地方政府政府部分债务贷款划分为不良贷款，且由商业银行银行承担部分损失时，将直接影响银行贷款质量，需要银行增加拨备计提，降低银行拨备覆盖率甚至侵蚀银行利润，同时政府的基础建设及保障房建设会受限，会减少对钢铁、水泥等建筑建材、重卡、机械的需求，给钢铁、水泥、重卡、机械行业带来一定的压力

■ 作为保障房建设资金保障的今年首批地方债推迟发行

财政部公告，原定于 6 月 27 日招标发行的 5 年期地方政府债券，因故推迟到 7 月 11 号，与 3 年期债券一并招标发行。根据原有计划，此次发行的债权共计 504 亿元，约为今年总发行额的四分之一，其中 3 年期债权 250 亿元，5 年期债权 254 亿元，涉及到云南、陕西、青岛、厦门、新疆等 11 个省市。

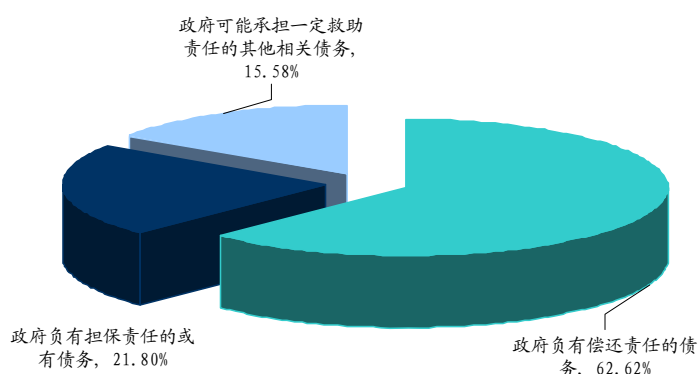
■ 地方债“一拖再拖”，短期内利空保障房

5 年期地方政府债券推迟发行，我们认为原因主要集中在资金供给面的紧张，将招标日期推延是出于对债券发行人较为有利考虑。目前保障房建设仍有较大资金缺口，因此地方债发行被推迟将在短期内对保障房建设造成一定的负面影响，特别是短期内实体经济造成压制，加快经济的快速下滑。

我国省、市、县三级地方政府性债务余额共计 10.72 万亿元

据审计署统计结果：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 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 23369.74 亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元，占 15.58%。

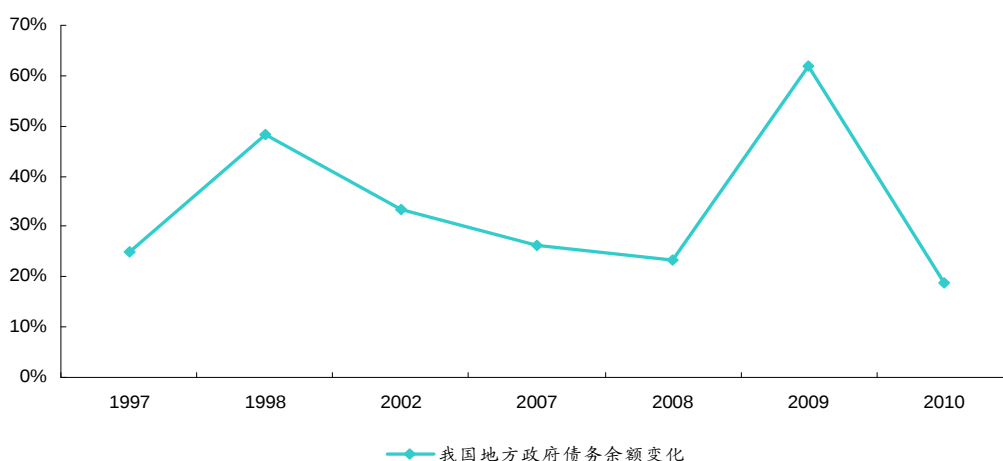
图 1：地方政府债务构成



资料来源：审计署报告，长江证券研究部

在 107174.91 亿元地方政府性债务余额中，其中 54816.11 亿元约为总额的 51.15% 是 2008 年前积累的债务，主要用于续建 2008 年以前开工项目的。在 2009 年国家 4 万亿刺激计划的推出造成地方债迅速增加，2009 年我国地方债务余额增长了 61.92%，2010 年增长 18.86%。

图 1：地方政府债务变化率



资料来源：审计署报告，长江证券研究部（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）

债务规模尚未超出政府偿债能力，同时注重防范部分地方政府负债率高、融资规范

欠佳的风险

审计署公布的地方债务余额 10.7 万亿元，低于央行测算的 14 万亿元，高于银监会测算的 9 万亿元，相对市场前期预计的 14 万亿元，政府的压力稍小，但同时我们可要认识到存在的潜在风险。

部分地方政府负债率高，债务负担重。据审计署报告：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%。由于偿债能力不足，部分地方政府只能通过举借新债偿还旧债，截至 2010 年底，有 22 个市级政府和 20 个县级政府的借新还旧率超过 20%。还有部分地区出现了逾期债务，有 4 个市级政府和 23 个县级政府逾期债务率超过了 10%。

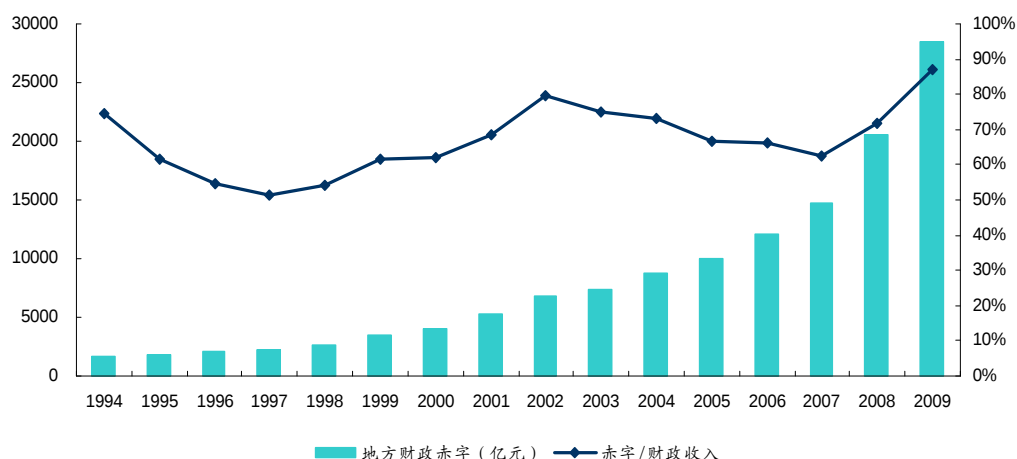
表：地方政府债务未来偿还情况

偿债年度	债务额	比重
2011 年	26246	24.49%
2012 年	18402	17.17%
2013 年	12195	11.37%
2014 年	9941	9.28%
2015 年	8012	7.48%
2016 年及以后	32377	30.21%
合计	107175	100.00%

资料来源：审计署报告，长江证券研究部

地方政府财政赤字高，同时面对财政收入被动收缩，偿债压力大。从政府财政收入和支出看，中央财政收入的比重逐渐增大，地方财政收入的比重逐渐缩小，而从财政支出看，中央财政支出占比逐渐缩小，而地方财政支出占比增大，收支不均使得地方政府的赤字财政日益加剧。

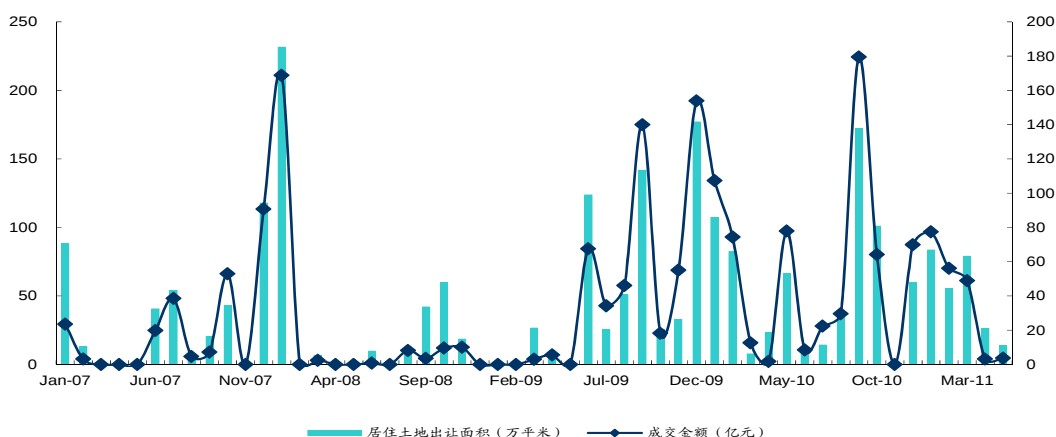
图 1：政府财政赤字大



资料来源：wind，长江证券研究部

目前地方政府的债务偿还的主要资金来源是土地出让收入，据审计署统计：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，共涉及 12 个省级、307 个市级和 1131 个县级政府。而近期在房地产市场的调控下，政府土地出让收入锐减，政府财政收入受限。

图 1: 主要城市（上海）土地出让收入锐减

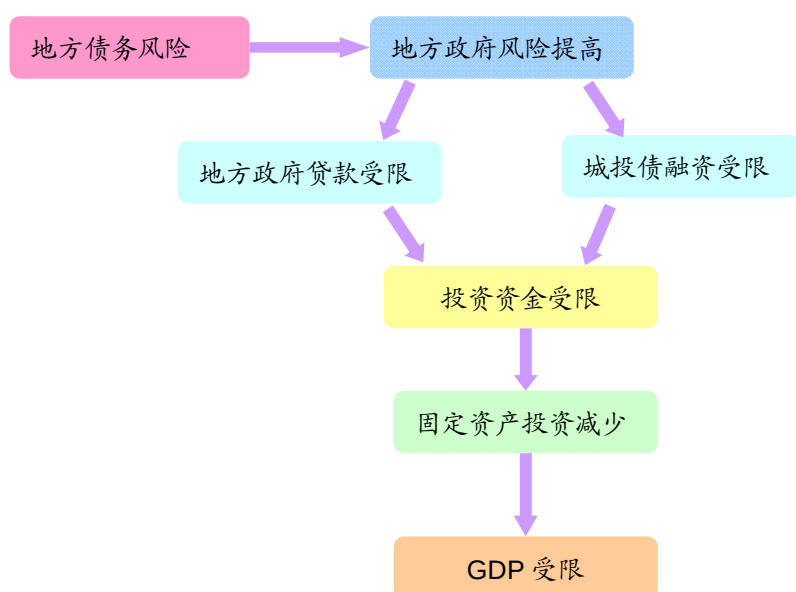


资料来源: wind, 长江证券研究部

地方政府债务风险对实体经济的压力

在前期的报告中我们中，我们讨论了地方债务清理暴露的地方债务风险对实体经济的影响，我们仍然坚持先前的观点，审计署统计报告披露了地方政府债务存在的规范问题，特别是财政收入被动收缩时所引起的债务偿还能力受到质疑的风险，对实体经济的影响。

图 3: 地方债务清理对经济的影响



资料来源: 长江证券研究部

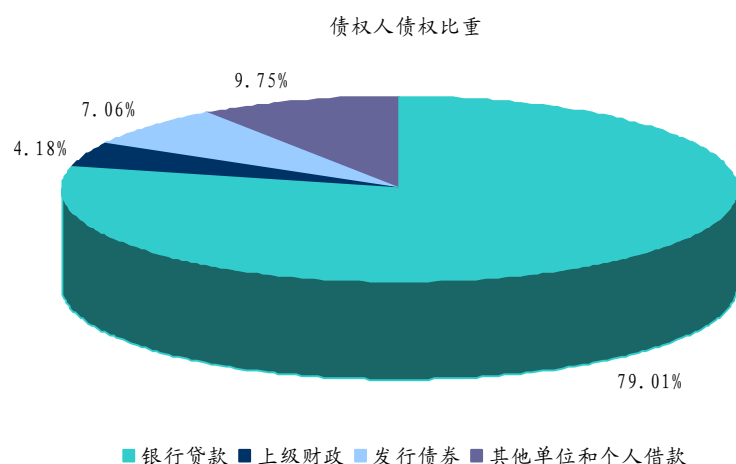
地方政府债务风险将导致地方政府信用评级降低，商业银行贷款审批将更为严格，贷款利率及城投债利率将更高，地方政府融资额受限，政府将降低固定资产投资，由固定资产投资形成的资本额亦会出现下降，直接影响 GDP 绝对值。

根据前期事件研究法的结论，在不利消息公布时，市场往往会出现过激反应，短期内地方政府政府贷款会更加严格，地方项目建设在短期内面临较为严峻的资金短缺，与我们在中期策略中提出的“短期经济快速下降”的判断一致，叠加市场对地方政府的债务及融资平台的企业债风险的担忧，短期内政府资金压力较大，加剧短期经济快速下滑的速度和力度。

地方债务风险对行业的影响

根据审计署统计，地方政府的所有债务中，银行贷款占比为 79.01%，当地方政府政府部分债务贷款划分为不良贷款，且由商业银行银行承担部分损失时，将直接影响银行贷款质量，需要银行增加拨备计提，降低银行拨备覆盖率甚至侵蚀银行利润，在前述的报告中我们测算了银行承担不同比例不良贷款时对行业利润的影响，详细内容查看报告《地方政府债务清理影响情景分析》。

图 3：债权人债券比重



资料来源：长江证券研究部

在地方债务风险较大，资金受限时，政府的基础建设及保障房建设会受限，会减少对钢铁、水泥等建筑建材、重卡、机械的需求，给钢铁、水泥、重卡、机械行业带来一定的压力，对钢铁、水泥需求的影响定量分析详见前述报告。

作为保障房建设资金保障的今年首批地方债推迟发行

6月22日财政部发布了《关于调整2011年地方政府债券首次代理发行计划的通知》，将原定于6月27日发行的5年期地方政府债券推迟到了7月11日并与3年期债券一同招标发行。该公告未对推迟发行的原因做进一步解释，但为何今年本就“姗姗来迟”的地方债会被“一拖再拖”？

表：调整前地方债发行计划

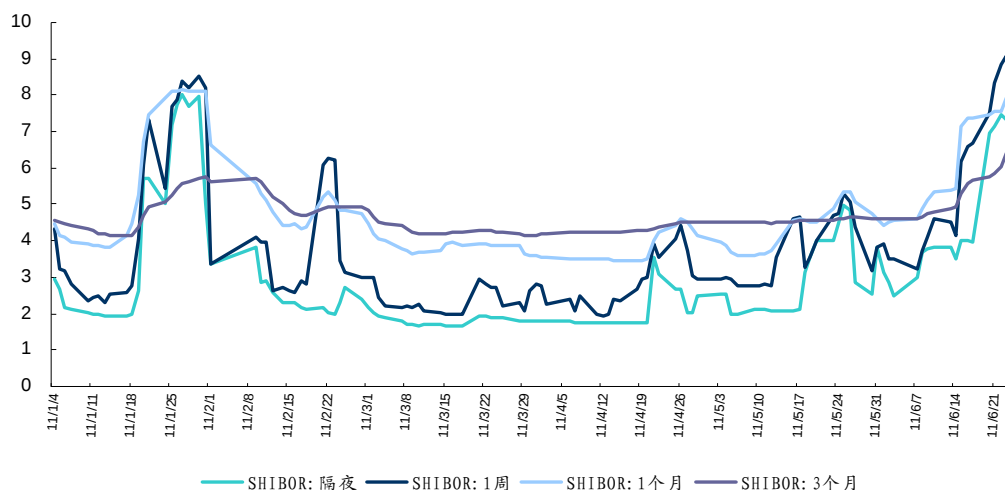
地区	5 年期债券		3 年期债券	
	计划发行额（亿元）	招标日期	计划发行额（亿元）	招标日期
青岛	6	6 月 27 日 (周一)	5	7 月 11 日 (周一)
厦门	4		4	
新疆	30		30	
青海	20		19	
陕西	34		34	
福建	24		23	
重庆	25		25	
山东	31		31	
云南	40		39	
海南	15		14	
山西	25		26	

合计	254		250	
----	-----	--	-----	--

资料来源：长江证券研究部

我们认为原因主要集中在资金供给面，进入 6 月份以来商业银行间资金面异常紧张。其中，截至 6 月 24 日 SHIBOR 隔夜利率达 7.05%较月初上扬了 400 个基点，而 7 天期 SHIBOR 利率更达 8.67%较月初疯涨 475 个基点。高涨的利率将加大债券发行人的付息压力，而市场普遍预期 7 月份流动性将趋于缓和，因此将招标日期推延是出于对债券发行人较为有利考虑。

图：商业银行间资金面紧张



资料来源：长江证券研究部

从另一个角度而言，此前有消息指出今年地方债所募集资金将优先用于保障房建设。而保障房投资收益相对较低，长期以来其面临投资“热情”不足的尴尬局面。在当前市场资金较紧、且经济下滑趋势愈发明显的大前提下，似乎本次财政部将地方债发行时间推迟更有深层次的“隐忧”。

保障房建设目前仍有较大资金缺口，今年 1000 万套保障性住房建设，总计资金需求约 1.3-1.4 万亿元，若其中 5000 多亿将由中央和地方两级财政分担，而剩下的缺口部分仍然庞大。需要指出的是，6 月 20 日已下发的国家发改委《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》放开了符合条件的地方投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资渠道，然而企业债的发行目前尚在“摸索”之中。因此今年 2000 多亿的地方债能否发行成功将变得尤为重要，而它的“一拖再拖”将在短期内对保障房建设造成一定的负面影响，特别是短期内实体经济造成压制，加快经济的快速下滑。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

胡瑞丽，华中科技大学金融学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究方向为主题投资与策略。

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。