

2011.10.21

地方债试点短期影响有限，长期代表改革方向

——2011 年地方政府自行发债试点点评

	李清		汪进
	021-38674894		021-38674624
	liqing010753@gtjas.com		wangjin008085@gtjas.com
编号	S0880111080206		S0880511080005

本报告导读：

对财政部印发《2011 年地方政府自行发债试点办法》的点评。

摘要：

- 财政部 10 月 20 日正式印发《2011 年地方政府自行发债试点办法》，允许上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。
- 由于此次试点的地方债仍由财政部代办还本付息，且此次试点的四省市也是经济较为发达地区，本身其财政实力就高于全国平均水平，因此其信用级别相较之前的地方债变化不大，发行利率也不会明显高于之前发行的地方债。
- 从目前的发行办法看，本次地方债试点办法发行的地方债所使用的额度可能是各省份本来就有的发债的预算数，发行规模并不大，对金融体系、社会融资的影响可以忽略。
- 今年以来，地方政府债务问题越来越受到政府和社会各界的关注，国家对改革地方政府举债融资机制决心较大。然而，目前如果由地方政府完全自主发债，还存在着法律上和制度上的约束。此次允许四省市自行发债主要是为了在制度上做一些探索，为今后地方自主发债做铺垫。
- 未来，地方政府的资金需求仍较高，2012 年到期债务大，要求地方政府发行新债来偿还旧债，以时间换空间，来解决地方债务问题。因此，地方债改革的推动可以缓解地方政府短期的还债压力。
- 未来若各省市自主发债，那么由于地区间经济状况、财政收入有所不同，地方债收益率将出现分化。但是，根据我们对日本地方债的研究，在单一制国家体制下，不同地方政府发行的债券利率差异并不大。
- 地方债的改革利好城投债，主要原因有：（1）地方债的改革将缓解地方政府偿债压力；（2）使城投债下一步政策走向更明晰，未来，如借鉴美国和日本的经验，城投债将定位在那些有固定收入来源和现金流入的地方平台所发行的债务，例如收费路桥、港口、机场、水务等。而对于一些公共性较强、盈利能力较弱的地方建设项目，将通过地方债获得融资。

债券研究团队

姜超 021-38676430
 Jiangchao6164@gtjas.com
 陈岚 021-38676055
 Chenlan7474@gtjas.com
 黄纪亮 021-38676558
 Huangjiliang@gtjas.com
 范鑫 021-38674749
 Fanxin010280@gtjas.com
 李清 021-38674894
 Liqing010753@gtjas.com
 陈雷 021-38674751
 Chenlei010790@gtjas.com

相关报告

《政策回归中性信号，利率下降空间打开——点评 3 年期央票发行利率下降》
 2011.10.20
 《资金面将暂受冲击，超调增加债市机会》
 2011.08.29
 《11 国开 49、11 国开 50 定价分析》
 2011.08.25
 《2011 年海正药业公司债定价分析》
 2011.08.24

目 录

1. 《地方债试点办法》出台	3
2. 新模式下利差变化有限	3
3. 规模不大短期影响有限	3
4. 自行发债是向自主发债的过渡	4
5. 缓解地方政府偿债压力	4
6. 自主发债后利差或分化	4
7. 地方债改革利好城投债	5

1. 《地方债试点办法》出台

财政部 10 月 20 日正式印发《2011 年地方政府自行发债试点办法》，允许上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。其中提到：

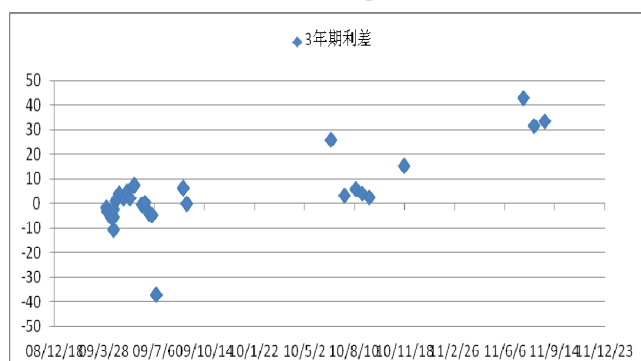
- (1) 自行发债是指试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券的发债机制。2011 年试点省（市）政府债券由财政部代办还本付息。
- (2) 各试点省（市）可自行组织承销团，具体发债定价机制由试点省（市）确定。
- (3) 试点省（市）应当通过中国债券信息网和本省（市）财政厅（局、委）网站等媒体，及时披露本省（市）经济运行和财政收支状况等指标。试点省（市）在发债定价结束后应当及时公布债券发行结果。

2. 新模式下利差变化有限

由于此次试点的地方债仍由财政部代办还本付息，且此次试点的四省市也是经济较为发达地区，本身其财政实力就高于全国平均水平，因此其信用级别相较之前的地方债变化不大，发行利率也不会明显高于之前发行的地方债。

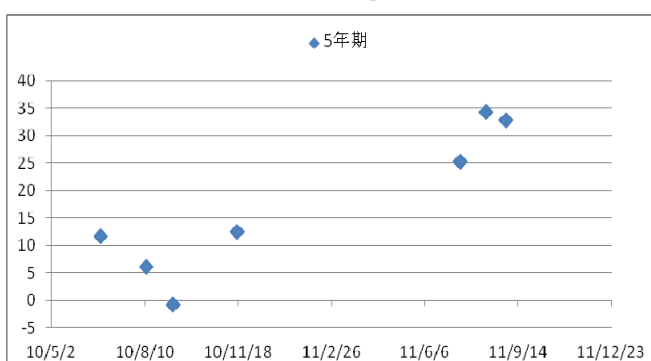
我们也对近年来地方债发行时的信用利差做了分析，可以看出，09 年到 11 年地方债的利差呈上升趋势。2011 年以来地方债利差基本保持在 30 个基点之上，主要是因为资金面紧张和对地方债务的担忧，导致其流动性溢价的上升。预计试点省份发行的地方债也将保持 30bps 左右的利差水平，具体情况仍视当时的市场状况而定。

图 1： 三年期地方债利差（bps）



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 2： 五年期地方债利差（bps）



数据来源：Wind，国泰君安证券

3. 规模不大短期影响有限

从目前的发行办法看，本次地方债试点办法发行的地方债所使用的额度可能是各省份本来就有的发债的预算数，发行规模并不大，预计试点省市自行发债总额度在 300 亿元以下，对金融体系、社会融资的影响可以忽略。

4. 自行发债是向自主发债的过渡

今年以来，地方政府债务问题越来越受到政府和社会各界的关注，国家对改革地方政府举债融资机制决心较大。审计署在今年 6 月份公布的《全国地方政府性债务审计结果》中提到，“建立规范的地方政府举债融资机制，实施全口径监管和动态监控。可研究赋予省级政府适度举债权，逐步探索向具备条件的市级政府推开，举债计划需经国务院审批，编制地方债务预算，纳入地方预算管理，报同级人民代表大会审查和批准。对政府负有偿还责任之外的其他相关债务，各级主管部门要严格审批和控制规模，建立备案制度。健全债务监管体系，将债务‘借、管、用、还’等情况作为考核地方政府绩效和任期经济责任的重要内容，明确和落实责任，防止违规、过度举债，提高资金使用绩效。”国务院总理温家宝于 2011 年 7 月 6 日主持召开国务院常务会议，也提到要研究建立“规范的地方政府举债融资机制”。

然而，目前如果由地方政府完全自主发债，还存在着法律上和制度上的约束。法律上，1995 年颁布的《预算法》第 28 条规定，“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”。当然，这里也留了一个口子就是国务院可以特事特批。制度上，中央和各级政府尚未建立起来一套针对地方债务的有效的审批、管理、预警、风险保障体系，缺乏预算上的硬约束，各级政府在财政信息上不够公开、透明也使得资本市场很难对各个地方债分别定价。

今年，此部分自行发债的金额并不能对地方政府产生多大的影响，但会为明年扩大地方债规模、规范地方债发行埋下伏笔。政府最终的方向是要允许地方政府自主发债；通过市场化的方式规范地方政府举债融资机制，并扩大地方债规模。由于今年自行发债的四省市的发债额度仍在全年预算内，因此并没有扩大今年地方债的规模。但如果试点成功，明年地方债或将扩容。

综合来看，此次允许四省市自行发债主要是为了在制度上做一些探索，为今后地方自主发债做铺垫。

5. 缓解地方政府偿债压力

未来，地方政府的资金需求仍较高，2012 年到期债务大，要求地方政府发行新债来偿还旧债，以时间换空间，来解决地方债务问题。一方面，城镇化率在十二五期间仍将保持每年 0.8 个百分点的提高，城镇化客观上要求地方政府投入更多资金用于城镇基础建设。另一方面，在分税制改革后，地方政府的税收收入减少，而支出却在增加，地方债务仍在不断扩大。尤其是，2012-2013 年是地方融资平台债务到期的高峰期，2012 年到期债务数量庞大，对地方财政造成了很大的压力，也客观上要求地方政府发行新债来偿还旧债，以时间换空间，来解决地方债务问题。

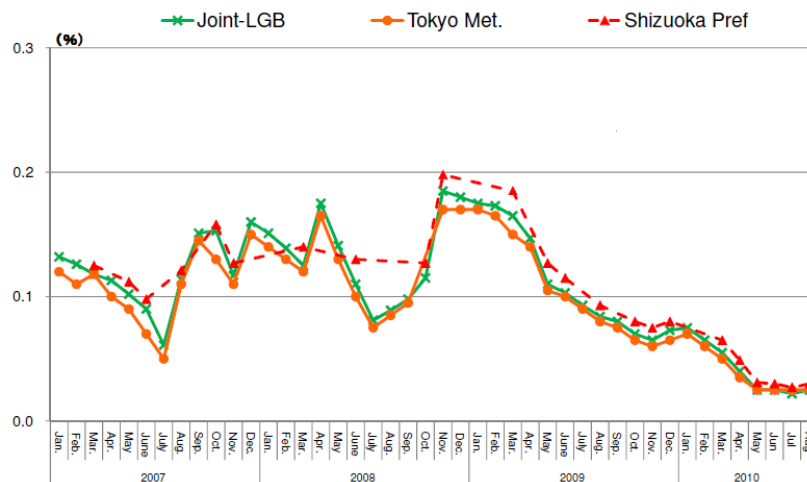
因此，此次地方政府自行发债的试点将推动未来地方政府自主发债，可以缓解地方政府短期的还债压力。在地方政府土地财政难以维继时，提供新的融资手段。

6. 自主发债后利差或分化

未来若各省市自主发债，那么由于地区间经济状况、财政收入有所

不同，地方债收益率将出现分化。但是，根据我们对日本地方债的研究，在单一制国家体制下，地方债务不可避免地被认为是中央的或有债务，中央依然是地方的最终责任人，因此日本地方债并未出现过违约，不同地方债利差也未出现明显差异。日本的地方债整体利差水平保持在3-20bps。

图 3： 日本地方债信用利差



注：Joint-LGB 指多个地方政府联合发行的地方债，Tokyo Met 和 Shizuoka Pref 为两只单个政府发行的地方债

资料来源：日本财务省，国泰君安研究

7. 地方债改革利好城投债

我们认为，地方债的改革利好城投债，主要原因有：

(1) 地方债的改革将缓解地方政府偿债压力

未来，地方自主发债的推进将扩大地方债规模，因而将缓解地方政府未来几年债务到期高峰的偿债压力。

(2) 使城投债下一步政策走向更明晰

无论在美国还是日本，我们都可以看到，地方债分为两类，一类是笼统的用地方未来税收偿还的债务，如美国的一般责任债(General obligation bonds, GOs)，如日本的地方债；另一类是用项目投资所带来的收费收入等偿还的债务，如美国的收入债券(Revenue bonds)，如日本的地方公企业债。在中国债券市场上，目前地方债务也可以分为两类，一类是地方债，另一类是城投债，只不过城投债的属性不清晰，难以界定其究竟是企业属性还是隐含地方政府担保。未来，如借鉴美国和日本的经验，城投债将定位在那些有固定收入来源和现金流的地方平台所发行的债务，例如收费路桥、港口、机场、水务等。而对于一些公共性较强、盈利能力较弱的地方建设项目，将通过地方债获得融资。因此，未来城投债仍将保持一定的发行量，政府对存量的城投债也必将采取措施保证偿还。当然，在政策未明朗之前，城投债仍有可能爆发信用事件，信用风险仍然存在。

作者简介:**李清:**

执业资格证书编号: S0880111080206

电话: 021-38674894

邮箱: liqing010753@gtjas.com

汪进:

执业资格证书编号: S0880511080005

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		