



# 大公經濟

TEL: 2575 7181 FAX: 2572 5593 E-mail: tkpj@takungpao.com

## 經濟新聞提要

- 嘉里上半年賣樓超標..... B3
- 二手債市有待突破..... B4
- 歐銀行臨4.6萬億缺口..... B5
- 滬股再失守2800點..... B12

地方債系列報 (二之)

# 官方數據「打架」 穆迪危言聳聽

# 地方債究竟有多大?

國家審計署六月末公布的地方債數據，可說是地方債浮面以來出現的最詳細、最權威的，但有關數據卻因與早前中國銀監會及中國人民銀行的數據「打架」，而受到國際評級機構質疑。早在〇三年已提出關注地方債務風險的國務院發展研究中心宏觀經濟部副部長魏加寧認為，審計署的數字是最全面，也是最權威的，它的結果真實可信。

本報記者 彭巧容

審計署的報告稱，截至去年底，全國地方政府性債務餘額超過10.7萬億元（人民幣，下同），融資平台公司的債務餘額為4.97萬億元，佔比46.38%。魏加寧分析審計署的地方債數據真實可信的原因：由於是次審計前，國家既沒有承諾如何化解這些債務，也沒有表示要追究當事人的責任，並且每筆債務由負責人簽字書押，所以，審計的結果應當是真實可靠，既不會誇大債務規模，也不會人為縮小債務規模，因為地方政府根本就不會不知道中央政府將怎樣解決這些債務。

### 學者稱審計署數據可信

他進一步表示，若地方預判中央會出手相助，地方政府就可能誇大債務規模；若預判中央不會伸出援手，反而還要追究責任，就有可能隱瞞債務規模；因此結果就一定會有人出。在是次審計前沒有傳遞任何有關解決地方債務的信息下，它的結果真實可信。

其實，就在審計署公布數據的一周，國際評級機構穆迪發表報告指出，中國地方政府債務負擔將比審計估計數字多出3.5萬億元。一方面是根據中國央行六月公布的「地方政府融資平台貸款佔當地貸款餘額比例不超過30%」及去年底全國貸款餘額48萬億元兩項數字得出的地方數額為14.4萬億元。另一方面是銀監會去年底對地方債的估算數字為估計地方債總額約為9.09萬億元。

穆迪還預計，地方政府貸款的潛在不良率為20%至33%，中國銀行業的不良貸款比率最高可能達到8%至12%，對中國銀行業的信用評級構成威脅，或將銀行業信用展望轉向負面。對於穆迪的報告，除審計署、中國央行提出反駁外，不少投行也認為報告數字有誇大之嫌，論點有失偏頗。

審計署方面明確，全國地方政府性債務的審計結果不存在個別機構和個人所說的低估或遺漏。審計署是獨立行使審計監督權的監督機構，不受其他行政機關、社會團體和個人的干涉。國家審計署新聞發言人陳慶華表示，此次地方政府性債務審計歷時三個月，全國4萬多名審計人員對所有涉及債務的37萬多個項目和187萬餘筆債務進行了逐筆、逐項核實，每一筆債務、每一個數據都是有據可查、真實可靠的，不存在個別機構和個人毫無依據、憑空推測出的所謂「低估」或「遺漏」的問題。

對此，中國央行研究局局長張健華強調，審計署此次審計相關數據都一一對應到項目上，非常嚴謹細致，審計報告也很客觀。

中國社科院副院長李揚認為，這次審計組理清了地方政府性債務這本帳，讓公眾基本做到了心中有數，應能在相當程度上打消中國會因此而不發生系統性金融風險、經濟會不會「硬著陸」等疑慮。

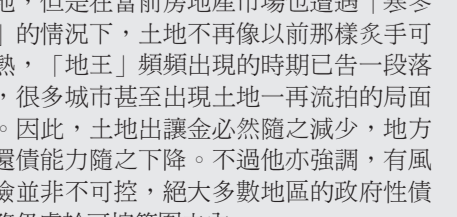
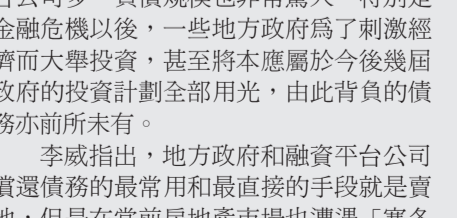
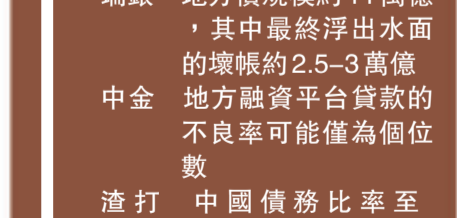
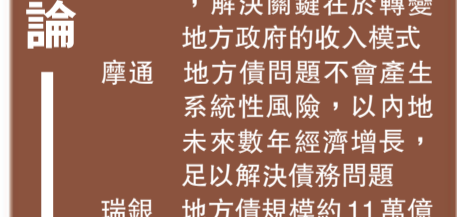
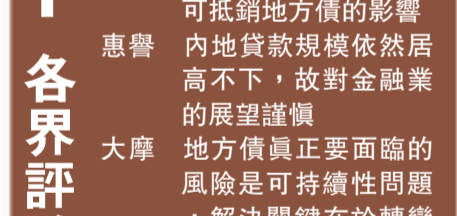
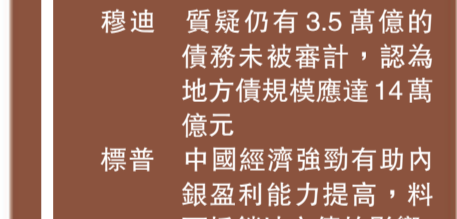
### 投行斥穆迪報告不嚴謹

部分投行也形容穆迪的報告為「不嚴謹」。招商證券銀行業分析師羅毅直指：「穆迪報告中的兩項數據出處相當不嚴謹，基本上屬於主觀判斷：一是規模，一是壞帳率。」美銀美林中國區首席經濟學家陸挺也指出，穆迪對中國地方債規模推算有漏洞，對所謂「超出」部分風險判斷過於主觀。

陸挺表示，首先，央行報告中提出的「各地融資平台貸款比例不超過30%」，只是說明一個上限，加上各地之間地方貸款佔比高低不同，所以總體來看地方平台貸款佔全國總貸款餘額的比例一定低於30%，而穆迪錯將上限當比例，得出第一個錯誤的數據；其次，銀監會估計地方債規模達9.09萬億的信息首次被報道是在去年十一月，這一數據並非對全年狀況的描述；最後，穆迪在對以上兩個數據「取中間值」時，明顯並不在「中間」，而是偏向高值。

中金公司則反駁穆迪，融資平台貸款不良率不會達兩位數。據該行兩位分析員毛軍華和羅繼指出，目前貸款利率6%，存款成本2%，存貸利差4%，且不考慮經營成本，5%的違約率意味著中國銀行體系對實體經濟的信貸定價是系統性的錯誤。兩人估計，約10%左右的地方政府的債務率高於100%。即使假設這部分債務全部違約，不良率也就在10%左右。而此情況出現的概率並不高，最終不良率可以控制在個位數水平。

此外，針對大部分地方債是由〇八年底的四萬億刺激經濟計劃所衍生，貸款的年期為三至五年，款項要至二〇一二至二〇一三年貸款才到期。據此，現階段地方融資平台尚不存在償還本金的壓力，地方融資平台面對的真正考驗可能在明年至一三年。



▲內地地方債務主要用於高速公路等基礎設施建設

# 交通貸款 償還缺口六千億

國泰君安一份調研報告顯示，目前全國交通系列貸款總額約2.3萬億元（人民幣，下同），貸款年利息支出約2400億元，而交通年收費淨收入約1800億元，交通收費平台項目經營現金流本息償還缺口較大。報告指出，如果僅僅依靠項目經營現金流，交通運輸類平台貸款本息償還缺口將高達6000億元。

### 路費收入不夠付利息

進入今年以來，國內高速公路行業急劇膨脹的負債規模，正迫使更多的平台公司資產負債率突破75%的理論上限，個別省屬高速公路建設集團的資產負債率已接近90%高位。據不完全統計，截至去年底，陝西高速、湖南高速、重慶高速資產負債率已超過或接近75%的上限，其中陝西高速和湖南高速資產負債率已高達88%和79.92%。

針對有關情況，國內主流評級公司中誠信國際信用評級有限責任公司日前已向客戶發出調級公告，將收費公路行業展望由「穩定」調整為「負面」。中誠信表示，目前收費公路超前或過度投資已影響到全行業的信用狀況，尤其是在當前貸款利率進入上升通道、信貸資金緊張、中央政府對地方融資平台監管日益嚴格的背景下，處於建設高峰期的收費公路行業的償債能力出現一定程度的下滑。

中誠信一位內部人士直言，急劇膨脹的資產負債表，幾何級增長的負債規模以及相對增長有

限的通行費收入，正在成為拖垮高速公路平台的罪魁禍首。與此同時，收費公路的行業特徵決定了近期建設的收費公路，其所處的地理位置、沿途的經濟區、車流量預期遠不及前期運營的路產，從而導致個別省屬高速公路的通行費收入不足以支付全部債務的利息支出，出現資金流緊張的局面。

### 二級公路還款能力更差

事實上，地方政府交通融資平台第一波償付壓力已來臨。今年六月，多家省級交通控股平台公司發行多隻短期融資券和中票用以償還或置換銀行貸款，但某城投公司副總裁直言，高擴張導致高負債，而負債規模、利息支出大幅增加，流動性急劇下降，一旦遭遇資金鏈危機，出現還不起本息的現象不足為奇。據悉，近期已有多家交通融資平台公司被曝違約，而省級交通投資平台，尤其是財力薄弱的中西部地區，正在成為地方融資平台第一輪違約危機衝擊的對象。

另外值得注意的是，省級高速平台當中相當一部分資產是盈利能力較差的一二級公路。國泰君安數據透露，儘管〇九年開始中央財政計劃每年下劃地方財政260億元用於補償17個省市取消二級公路收費後的二級公路支出；但二級公路貸款仍不減反增，由〇九年的3300億元增加到去年的8300億元。由此可見，與能夠產生穩定通行費收入的高速公路相比，二級及以下公路平台其還款來源的可靠性更低。

## 各界評論

- 穆迪 質疑仍有3.5萬億的債務未被審計，認為地方債規模應達14萬億元
- 標普 中國經濟強勁有助內地銀盈能力提高，料可抵銷地方債的影響
- 惠譽 內地貸款規模依然居高不下，故對金融業的展望謹慎
- 大摩 地方債真正要面臨的風險是持續性問題，解決關鍵在於轉變地方政府的收入模式
- 摩通 地方債問題不會產生系統性風險，以內地未來數年經濟增長，足以解決債務問題
- 瑞銀 地方債規模約11萬億，其中最終浮出水面的壞帳約2.5-3萬億
- 中金 地方融資平台貸款的不良率可能僅為個位數
- 渣打 中國債務比率至2015年可降至GDP的45%

## 地方政府融資平台債務統計

	銀監會	人民銀行	審計署
披露時間	2010年10月，《中國銀行家調查報告（2010年）》	2011年6月初，《中國區域金融運行報告》	2011年6月底，《全國地方政府性債務審計結果》
統計範圍	省、市、縣三級政府	省、市、縣三級政府	省、市、縣三級政府
統計時點	2010年6月底	2010年年底	2010年年底
平台數量		1萬餘家	6576家地方融資平台公司
債務規模	貸款餘額7.6萬億元	平台貸款佔人民幣各項貸款比例不超過30%	地方政府性債務餘額107174.91億元，其中融資平台公司49710.68億元

資料來源：《中國銀行家調查報告（2010年）》，《2010年中國區域金融運行報告》，《2011年第35號：全國地方政府性債務審計結果》，中萬研究

## 銀行嚴控地方信貸

【本報記者賀鵬飛南京十九日電】儘管國務院常務會議強調要妥善處理債務償還和在建項目後續融資問題，但江蘇省一家融資平台公司總經理李威（化名）表示，各地的融資平台公司已根本無法從銀行獲取貸款，不僅之前獲得的銀行授信無法兌現，甚至是已簽約的貸款也出現了放款緩慢的問題。

國家開發銀行一名省級分行員工亦證實，目前該行對於地方政府融資平台公司的貸款審批確實是慎之又慎，盡量控制信貸規模，同時集中精力對現有貸款項目進

行梳理，對貸款的流向、借款方的財務狀況和償還能力等進行監測和評估，防止出現大量呆壞帳，保證貸款風險處於可控範圍之內。他說，目前很多銀行實際上和地方政府融資平台公司一樣，都處於觀望狀態，待中央政策進一步細化和明朗之後再決定下一步走向。

雖然目前地方債確實存在較大的風險，但李威認為，由於各地情況迥異，不能一概而論。以江蘇省為例，蘇北很多縣市融資平台公司較少，負債規模也不大，但蘇南一些縣市的情況正相反，不僅融資平

台公司多，負債規模也非常驚人。特別是金融危機以後，一些地方政府為了刺激經濟而大舉投資，甚至將本應屬於今後幾年政府的投資計劃全部用光，由此背負的債務亦前所未有。

李威指出，地方政府和融資平台公司償還債務的最常用和最直接的手段就是賣地，但是在當前房地產市場也遭遇「寒冬」的情況下，土地不再像以前那樣炙手可熱，「地王」頻頻出現的時期已告一段落，很多城市甚至出現土地一再拍的局面。因此，土地出讓金必然隨之減少，地方償還能力隨之下降。不過他亦強調，有風險並非不可控，絕大多數地區的地方性債務仍處於可控範圍之內。

