



# 大公經濟

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

## 經濟新聞提要

- 中海油 164 億購加國油商砂商 ..... B2
- 恒大反擊 沽空大減七成七 ..... B3
- 地產代理 3.3 萬人締新高 ..... B6
- 東方海外上季收入升 1.4% ..... B7
- 華夏基金看好本季股市 ..... B8

地方債系列報導二之二

# 未來兩年地方面臨巨大還債壓力 中央救助方案傳快出台

隨着未來兩年將有大量貸款到期，地方政府將面臨重大的還本壓力。渣打認為，中央政府出台地方債解決方案的可能性將越來越高，有消息顯示，一些救助方案可能隨後出台。申銀萬國發表報告指出，鑒於中國政府過去幾次處理債務的經驗，以及可動用的資產存量（見表）來看，中國政府有能力化解此次地方債風險。

本報記者 羅紫韻

根據各年地方貸款到期分布，中投證券分析稱，二〇一二年地方政府將出現絕對資金缺口，二〇一四年以後逐年擴大；總體看，明後兩年債務負擔最沉重的，這也是違約最高峰的時期，屆時銀行資產將趨於惡化，而地方政府投資銳減亦會拖累經濟。

考慮到地方債違約風險逐漸在全國蔓延，渣打銀行大中華區研究主管王志浩表示，中央政府出台地方債解決方案的可能性將越來越高。消息顯示，決策層對此已有所準備，一些救助方案可能隨後出台。

從化解債務風險的總體框架看，申萬首席宏觀分析師李慧勇認為，當前地方債務的負責人中，資信和收入前景良好的融資平台公司，可以通過借舊債還新債的模式將債務償還期限推延，也可以通過在銀行間市場發行短融、中票等短期融資工具置換已有債務，這些模式都是完全的市場化行為，不屬於債務違約，因此這部分債務幾乎不會出現問題；但前提是債權人要有足夠的資信，能夠從市場中融資。

### 業界提解決違約風險途徑

對於其他有違約風險的債務，李慧勇指出，主要有兩大解決途徑：一是展期有抵押擔保物的債務，以時間換取迴旋空間；二是利用地方政府的資產，如地方國資委持有的國有企業股份、土地出讓收入，直接還債或者注入給債務人以充實其清償能力。

在李慧勇看來，地方政府的首選模式是債務展期，由於隨着時間推移，負債項目的收入可以沖抵借債成本，中央政府對地方債務承擔責任的態度也將逐漸明朗；另一方面，由於地方政府主要責任人任期有限，展期債務很可能就將本屆地方政府債務順延到下屆政府。但從債權人利益角度看，債務展期實際上也是一種違約，債權人的利益將受到損害，因此債權人將要求被展期的債務由充足的抵押擔保。

然而，當地方政府無法自行處理的債務部分，李慧勇認為這就需要地方、中央和債權人三方共擔，並可能通過此前剝離四大國有銀行不良資產的方式出手解決。而利用資產管理公司剝離貸款有兩種模式，一是通過發行由中央財政擔保的金融債券與國有銀行不良貸款進行資產置換；二是中央銀行發行再貸款或央行票據以置換國有銀行的不良資產。

無論何者，李慧勇認為，都只是將地方政府的債務轉變為中央政府債務，並不能有效地消解債務風險，最終債務都成為中央財政的隱性負擔。通過財政節約或者財政赤字方式解決。因此，中國社會科學院副院長李揚揚提到，處理地方債務問題不能只將焦點放在解決負債上，還應拓展到資產上，類似資產或貸款交易、資產證券化、甚至創造這些貸款的衍生品等，

▲▼電力投資是地方債中回報較理想的資產

### 政府所有可動用資產存量估算

項目	數量	統計時點	來源
外匯	3.2 萬億美元	2011 年 6 月	人民銀行
國企價值	53.5 萬億元	2009 年底	財政部
可盤活股票市值—中央	8.3 萬億元	2011 年 6 月	wind, 申萬估算
可盤活股票市值—地方	2.5 萬億元	2011 年 6 月	wind, 申萬估算
社保基金	8500 億元	2010 年底	2010 年全國社保基金年報
2011 年全國計劃新增建設用地	44.67 萬公頃	2011 年	國土資源部
土地出讓收入	2.7 萬億元	2010 年	CEIC

都應考慮試行；更何況，這也可豐富中國債券市場品種結構，從而促進債券市場發展。

### 中投建議放行地方債券

儘管如此，王志浩始終認為，中央需要考慮更長遠的解決方案，要不然，「這一次的救助，就不可能是最後一次」。他強調，中國需要在財政和金融領域進行大膽改革，如：更為集中的財政支出責任、政府預算公開，以及增加地方政府在收入彙集和發行債券方面的自主權等。

滙豐銀行大中華區首席經濟學家屈宏斌亦認同中央需採取配合時點的解決方案，短期內基本上可行的就是地方政府用更透明的方式舉債；但長期而言，還是要採取盤活資產、進行稅制改革等最終解決方案。中投證券則建議，政府可以放開債券市場參與者，讓普通百姓也能認購地方債；一旦地方債券放行，將推動地方在民生領域的投資增長，並將成為未來五年中國經濟的新亮點。

## 專家籲推體制改革找出路

國務院發展研究中心宏觀部副部長魏加寧認為，解決地方債的根本出路在推進體制改革，從根本上順中央與地方關係。他建議，中國政府成立一個專門的「地方事務部」。此外，與銀行貸款相比，讓有條件的地方政府自主發債，除可借助市場力量來約束地方政府的行為，還可給地方政府正向激勵，推動地方治理結構、財政、相關體制改革的積極性。

魏加寧提出成立的「地方事務部」有兩個作用：一方面，作為地方政府的代理人，在參與中央決策時替地方政府說話，反映地方財力狀況能否實現中央部委提出的「達標指標」；另一方面，負責監督地方財政，監督地方負擔。他指出，在計劃經濟時期，中央政府以管地方政府的項目為主；而在市場經濟條件下，中央政府應以監督地方政府的財政為主。

他贊同讓有條件的地方政府自主發債，因為地方債的責任主體更明確，約束環節更多，市場反應更靈敏，風險能夠及時得到釋放，比目前銀行貸款方式更好。在借助市場力量來約束地方政府的行為同時，還可以給地方政府以正向激勵，推動地方治理結構、財政、相關體制改革的積極性。

他分析稱，與銀行貸款只有兩道約束機制相比，地方債券至少有五道約束機制，一是發行地方債首先要由地方人大進行審核，然後有信用評級機構介入，再有中央政府的總量控制和指導，此外還有地方媒體的監督，最後投資者還可以「用腳投票」。這些約束機制能夠讓債務公開透明並做到風險可控。同時，地方政府要先把舊債還上才能發行新債，不像現時「騙」了一家銀行，再去「騙」另外一家銀行。

## 銀行充足資金應對壞帳

對於可能出現潛在風險的龐大地方債務問題，中國銀行稱他們已預留數量可觀的緩衝資金，應對那些貸款變成壞帳的情形。

中國銀監會要求內地銀行的存貸比不得高於 75%，令內地的銀行現金留存量得以高於全球金融危機前的歐美同行，部分內地大型銀行更擁有全球最低的存貸比和最高的壞帳撥備率。所以即使面對來自地方債務可能出現違約危機的考驗，也有能力去駕馭。

其中，工商銀行稱，截至去年底，其對地方政府融資平台的壞帳撥備覆蓋比率高達 1009%。這意味著即使地方政府融資平台壞帳數字在今後激增 10 倍，工行仍擁有充足的撥備來彌補全部損失。

建設銀行投行部金融策略部門主管 Paul Schulte 也表示，目前市場的擔憂程度簡直是難以置信。「目前談及的壞帳總額並不令我太擔心，中國銀行業體系擁有足夠的儲備資金確保業務的可持續性。」

國際評級機構標準普爾也認為，中國強勁的經濟增長將可能限制地方政府債務的信用成本，並緩衝地方債對內地主要銀行的潛在衝擊。此外，如果經濟持續增長，預計不會有哪家主要銀行出現虧損。

## 民資做基建 南海成典範

【本報記者黃裕勇廣州二十日電】藏富於民的珠三角地區政府正嘗試在地方政府融資平台關閉後，尋求民間資金參與城市建設發展，解決城市建設資金不足問題。其中，佛山市南海區的「南海範本」：通過成立區級引導基金以利用民間資本力量，推動城市建設與產業發展。

南海區區長區邦敏在今年新年後就直言，現在南海整個政府的融資平台已全部關閉，下一步就是將民間資本引入到政府要推動的這些城市建設與產業發展上來，即通過公有資產，建設一部分產業平台和載體，利用政府的政策導向，把民間資本吸引到政府要推動的工程中，在這個過程中，民間資本得到增值，政府推動的工程也得到資本支持。

據悉，在南海的里水、羅村，這個城建模式已取得成效，這裡已成立了由政府的公有資產和民間資本結合的發展基金，助推城市建設發展。

而為了拓展融資渠道，南海將會成立區級引導基金以利用民間資本力量。據悉，去年南海城鄉居民存款達 1531 億元，在全國居首，但存貸比只有 47.5%。如何將這些豐富的民間資本「活水」引到產業發展上，南海的出路是利用市場力量撬動龐大的民間資本。通過成立政府平台，與民間資本對接，推動城市建設與產業發展，是當前內地政府債務激增背景下的「南海範本」。



▲雲投集團或其持有的全部電力資產轉往新公司

## 重組資產 滇新公司下月掛牌

在國家清理地方融資平台債務的關鍵期，市場對雲南最大融資平台公司——雲南省投資控股集團有限公司（下稱，雲投集團）擬將其核心資產劃轉組建新公司格外敏感。雲南省政府在四月中旬公布，原則同意省國資委提出的組建雲南省能源投資集團（下稱，能投集團）的方案。根據方案，雲投集團將其持有的全部電力、煤炭資產及雲投集團控股的雲南電力投資有限公司（下稱，雲電投）帳面總資產進行整合，組建新的能投集團。新的能投集團將成為雲南省國資委直接管理的省屬重點企業，由國資委持有其不低於 51% 的股權，雲投集團不再控股。預計新組建的能投集團將於今年八月掛牌成立。

業內人士認為，由於電力資產是雲投集團最為優良的資產，很多債務是以電力資產作為抵押，或者以電力收益作為還款來源，這一塊資產剝離勢可能導致債券主體及債券信用評級下降；還會造成債券融資主體與募投項目不一致，給企業債券監管部門形成監管困難。

對此，雲投集團總裁劉一農對外澄清，組建能投集團是雲南省政府能源投資戰略的重大調整，並不是所謂的應對資金鏈斷裂的應急措施，更不會是倒下的多米諾骨牌。雲電投總經理、能投集團籌備組組長段文泉進一步表示，為充分保護債權人權益，一是將新能投集團 30.9% 的股權無償劃轉給雲投集團持有，同時在雲投集團債券債務存續期間，雲南國資委還將其持有的能投集團股權的相關收益權讓渡給雲投集團；二是將雲南省政府持有的雲南國際信託公司 25% 股權劃轉給雲投集團；三是安排 10 億元加大對雲投集團控股的雲南鐵路投資公司的支持力度；四是雲投集團作為富滇銀行的大股東，雲南省政府將處置富滇銀行不良債務的 17 億元借款轉為雲投集團的資本金，並適時將其有效資產劃入雲投集團。

另外，為確保債券穩定，雲投集團還與能投集團簽訂「債券發行人不變、擔保人不變、募集用途不變、債權人不變」的債務承擔協議，雲投集團繼續履行發行人、債權人義務，能投集團籌集還債資金並按時支付給雲投集團，保證雲投集團償債能力。雲南方面還承諾，在 35 億元雲投債券存續期間，債券對應的能投集團資產不作發行新的企業債券或其他債券的依據。



▲雲投集團或其持有的全部電力資產轉往新公司