



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
工商银行	601398.SH	5.26	买入
建设银行	601939.SH	6.52	买入
农业银行	601288.SH	3.50	买入
招商银行	600036.SH	26.52	买入
上海银行	601229.SH	10.98	增持

资料来源：万得，中银证券
以2018年08月17日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

*林颖颖为本报告重要贡献者

地方政府债务专题报告

稳字当先，循序渐进

随着去杠杆推进，今年以来债务违约事件明显增多，而此前兵团六师债券的技术性违约事件更使市场担心地方政府债务系统性风险的发生。在国内下半年经济尚存不确定性情况下，投资者对银行资产质量问题担忧加剧。本篇报告通过回溯过去十多年来地方政府债务的发展与现状，对其未来的潜在风险敞口进行判断，探讨有效的化解及应对措施。我们认为，随着地方政府债务杠杆的提升，长期来看降杠杆存在必要性，但去化过程需要把握好节奏，疏堵结合有序推进。

支撑评级的要点

■ 回溯：监管让步于经济稳增长，地方债务规模持续攀升

我们回溯过去十年地方政府债务发展历程，发现期间曾有两轮监管试图剥离融资平台公司的政府融资职能，控制债务规模发展速度，但由于地方政府依靠投资拉动经济的冲动与地方财力有限的矛盾，催生了大量规避监管的融资新模式（非标、PPP、产业基金等），加大地方政府债务穿透难度，且监管实施过程受限于融资平台“托底经济”作用。因此过去两轮地方政府债务监管作用甚微。2008年以来，地方政府债务规模持续攀升（据测算2017年末约44万亿），政府杠杆率（考虑平台融资）也快速提升至2017年末的82%，超欧盟60%警戒线。

■ 现状：存量规模约44万亿，部分平台偿债存压

真实的地方政府债务包括了显性的地方债以及隐性的融资平台债务，其中以平台为融资主体的债务规模主要包括城投债、银行表内贷款以及非标。我们对地方政府显隐性债务进行测算，2017年末地方政府债务余额约为44万亿。其中，地方政府债余额约15万亿，城投债7万亿，银行表内贷款约7万亿，银行非标业务投向融资平台规模约11万亿，信托主动管理资金投向平台约4万亿。从“现金流覆盖债务本息比例”来看平台的偿债能力，约有60%的平台公司能够实现全覆盖或基本覆盖，但我们也注意到部分平台偿本付息能力较弱，如果出台政策对平台债务进行强制剥离，存在偿付困难的平台极有可能发生信用风险。

■ 应对：去杠杆更需控风险，疏堵结合有序推进

随着地方政府债务高筑及政府部门杠杆率的不断提升（从2013H 50%提升至2017年82%），地方政府债务风险存在去化的必要性。但由于债务存量规模庞大，且下半年宏观经济不确定性加大，去化的过程需要把握好节奏。我们认为去杠杆应注重“疏堵结合”：首先需要推进地方政府债务隐性融资的显性化，强化非标投资穿透。但更重要的是为存量债务处置提供思路，监管应实行新老划断，允许存量业务的续作，在此基础上支持存量债务的平稳退出，可采用增加地方债置换规模、适当延长融资平台还款期限等方式。从近期政策释放的积极信号来看，短期融资平台偿债压力将有缓解。

■ 投资建议

近期多项政策释放积极信号，我们认为融资平台风险底线明确，夯实板块底部根基。目前银行板块估值对应18年0.81xPB，估值安全垫厚实，短期体现防御配置价值。从中长期来看，在行业业绩稳健背景下，绝对收益确定性依然较强，后续仍需关注政策落地情况及中美贸易战进程。个股我们推荐业务稳健的大行和招行，边际改善显著的上海银行。

■ 评级面临的主要风险：金融监管超预期、中美贸易战升级。

目录

摘要:	5
一、回溯：监管让步于经济稳增长，地方债务规模持续攀升.7	
1.1 过去十年地方政府债务监管历程梳理.....	7
1.2 债务形势多元化，强监管让步稳经济.....	15
二、现状：存量规模约 44 万亿，部分平台偿债存压.....	18
2.1 政府部门杠杆率已超欧盟 60%警戒线.....	18
2.2 2017 年末地方政府债务真实规模近 44 万亿.....	19
2.3 部分平台偿债压力，政策“硬着陆”易引发系统风险	22
三、应对：去杠杆更需控风险，疏堵结合有序推进.....	25
3.1 长期来看，去杠杆存在必要性.....	25
3.2 短期来看，经济不确定性加大的背景下要把握好推进节奏.....	25
3.3 严控新增债务，平稳化解存量债务	28
披露声明	31

图表目录

图表 1. 文件出台支持地方债发行、鼓励融资平台组建.....	7
图表 2. 2009-2011 年城投债规模快增	8
图表 3. 2010-2011 年多部门下发监管文件规范融资平台融资业务.....	9
图表 4. 表外融资规模扩张加速	10
图表 5. 政信合作加快.....	10
图表 6. 多文出台欲控制地方政府隐性债务规模增长	11
图表 7. 2015-2016 年地方政府债置换规模增长.....	12
图表 8. PPP 入库项目和规模快增.....	12
图表 9. 2015 年融资平台监管有所放松	12
图表 10. 2012-2015 年经济增速下行.....	13
图表 11. 2015 年银行不良贷款率进一步上升.....	13
图表 12. 2015-2017 年地方政府债务（显性）增长较慢.....	13
图表 13. 2015-2017 年基建投资维持较高增速	13
图表 14. 地方政府平台相关监管文件.....	14
图表 15. 2018 年上半年表外融资渠道收紧	14
图表 16. 银行压降非标规模	14
图表 17. 平台非标融资加长链条	15
图表 18. PPP 一般名股实债模式.....	15
图表 19. 固定资产投资占 GDP 比重高.....	16
图表 20. 固定资产投资构成.....	16
图表 21. 地方财政收入占比低于 60%	16
图表 22. 地方财政支出占比高于 80%	16
图表 23. 经济增长承压时期，地方政府债务监管相对宽松.....	17
图表 24. 地方政府债务定义.....	18
图表 25. 地方融资平台融资方式	18
图表 26. 2013 年以后中国政府部门杠杆率提升	19
图表 27. 中国政府部门宏观杠杆率处国际较高水平.....	19
图表 28. 地方政府真实债务测算	19
图表 29. 城投债发行余额	20
图表 30. 城投债结构（2017 年）	20
图表 31. 银行平台贷款占比.....	21
图表 32. 上市 16 家银行非标占生息资产比重	21
图表 33. 2017 年末银行理财投向中非标占 16.22%.....	21

图表 34. 地方政府真实债务结构	22
图表 35. 地方政府平台 2017 年有息负债约 30 万亿	22
图表 36. 2017 年末融资平台杠杆率约 59.3%	22
图表 37. 地方融资平台风险类别划分	23
图表 38. 地方融资平台风险类别统计	23
图表 39. 半覆盖及无覆盖平台数目分布（省份）	24
图表 40. 半覆盖及无覆盖平台数目分布（分东、中、西）	24
图表 41. 中国宏观杠杆率提升	25
图表 42. 政府部门杠杆率被低估	25
图表 43. GDP 增速存下行压力	26
图表 44. PPI 增速下行，投资增速创新低	26
图表 45. 中美贸易战持续升级	26
图表 46. 资管新规执行细则的重要变化	27
图表 47. 2018 年上半年专项债发行规模较低	28
图表 48. 地方政府专项债发行文件的重要变化	28
图表 49. 资管新规及委贷新规加大非标穿透力度	29
附录图表 50. 报告中提及上市公司估值表	30

摘要:

随着去杠杆推进，今年以来债务违约事件明显增多，而此前兵团六师债券的技术性违约事件更使市场担心地方政府债务系统性风险的发生。在国内下半年经济存不确定性情况下，投资者对银行资产质量问题担忧加剧。本篇报告通过回溯过去十多年来地方政府债务的发展与现状，对其未来的潜在风险敞口进行判断，探讨有效的化解及应对措施。我们认为，随着地方政府债务杠杆的提升，长期来看降杠杆存在必要性，但去化过程需要把握好节奏，疏堵结合有序推进。

■ 回溯：监管让步于经济稳增长，地方债务规模持续攀升

我们回溯过去十年地方政府债务发展历程，发现期间曾有两轮监管试图剥离融资平台公司的政府融资职能，控制债务规模发展速度，但由于地方政府依靠投资拉动经济的冲动与地方财力有限之间的矛盾，催生了大量规避监管的融资新模式（非标、PPP、产业基金等），加大地方政府债务穿透难度，且监管实施的过程受限于融资平台“托底经济”作用。因此过去两轮地方政府债务监管作用甚微。2008年以来，地方政府债务规模持续攀升（据测算2017年末约44万亿），政府杠杆率（考虑平台融资）也快速提升至2017年末的82%，超欧盟60%警戒线。

■ 现状：存量规模约44万亿，部分平台偿债存压

真实的地方政府债务包括了显性的地方债以及隐性的融资平台债务，其中以平台为融资主体的债务规模主要包括城投债、银行表内贷款以及非标。我们对地方政府显隐性债务进行测算，2017年末地方政府债务余额约为44万亿。其中，地方政府债余额约15万亿，城投债7万亿，银行表内贷款约7万亿，银行非标业务投向融资平台规模约11万亿，信托主动管理资金投向平台约4万亿。从“现金流覆盖债务本息比例”来看平台的偿债能力，约有60%的平台公司能够实现全覆盖或基本覆盖，但我们也注意到部分平台偿本付息能力较弱，如果出台政策对平台债务进行强制剥离，存在偿付困难的平台极有可能发生信用风险。

■ 应对：去杠杆更需控风险，疏堵结合有序推进

随着地方政府债务高筑及政府部门杠杆率的不断提升（从2013H 50%提升至2017年82%），地方政府债务风险存在去化的必要性。但由于债务存量规模庞大，且下半年宏观经济不确定性加大，去化的过程需要把握好节奏。我们认为去杠杆应注重“疏堵结合”：首先需要推进地方政府债务隐性融资的显性化，强化非标投资穿透。但更重要的是为存量债务处置提供思路，监管应实行新老划断，允许存量业务的续作，在此基础上支持存量债务的平稳退出，可采用增加地方债置换规模、适当延长融资平台还债期限等方式。从近期政策释放的积极信号来看，融资平台偿债压力将有缓解。

■ 投资建议

在资管新规执行细则对非标监管进行适当的放松情况下，我们认为融资平台风险底线明确，夯实板块底部根基。目前银行板块估值对应18年0.81xPB，估值接近过去四年的中枢水平（0.85x），我们测算目前行业估值隐含不良率接近12%，反应市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分，短期体现防御配置价值。从中长期来看，行业基本面整体稳健，资产质量压力可控，ROE依然能够维持在12%-13%区间，绝对收益确定性较强，后续仍需关注政策落地情况及中美贸易战进程。个股我们推荐业务稳健的大行和招行，边际改善显著的上海银行。

■ 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

2、金融监管超预期。2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。

3、中美贸易战进一步升级。8月2日，特朗普政府表示，正在考虑对2000亿美元进口中国商品拟加征的关税税率从10%提高至25%。中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

一、回溯：监管让步于经济稳增长，地方债务规模持续攀升

随着地方政府债务形势多样化、以平台为融资方的债务规模的快速扩张，地方政府债务管控难度提升，隐含的风险也不断加大，因此过去监管也曾陆续出台政策旨在防范系统性风险的发生，但成效甚微，导致地方政府债务规模持续攀升。2017 年以来，监管再次重启，对地方政府融资进行规范。

1.1 过去十年地方政府债务监管历程梳理

通过梳理，我们发现尽管在过去十年也曾有过地方政府债务监管。第一轮监管始于 2010 年，地方政府在“四万亿”刺激后举债过多，为了避免地方政府财力的透支以及防范债务风险，监管发文规范融资平台贷款，禁止违规或变相担保。在表内贷款受限情况下，表外信贷兴起，银行借助非银通道向平台输送资金。第二轮监管于 2013 年开启，旨在控制新增平台债务规模以及将隐性债务显性化，但由于国内经济处于下行周期，考虑到债务处置对经济带来的负面影响，最后监管有所放松。在这样的背景下，地方政府债务形式更趋多元化、杠杆率不断提升。为了防范地方债务风险的发生，2017 年以来进入第三轮监管，加大平台融资渠道穿透力度，从非标业务的资金方、通道方和融资方进行管制，规范平台融资渠道。

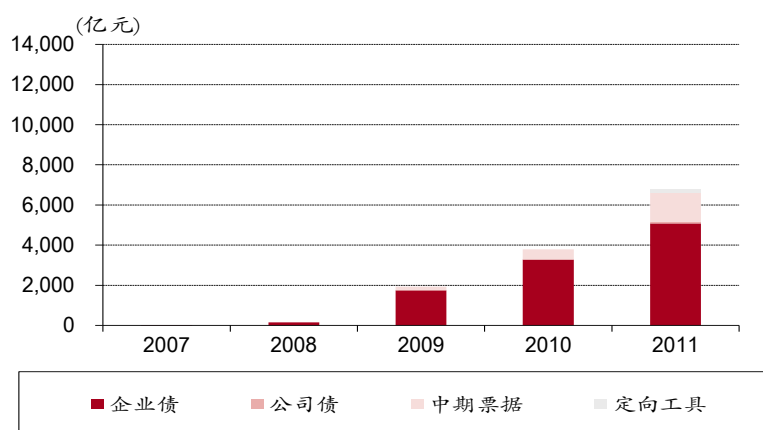
第一轮监管 (2010-2011 年)：限制表内贷款，派生表外创新

4 万亿投资计划刺激下，融资平台无序扩张。针对 2008 年的金融危机，中央实施了 4 万亿投资计划以及扩张的财政政策。2009 年，央行、原银监会下发的《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》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。”。在此背景下，融资平台公司大量涌现，相应的平台融资迅速增加，投向平台的贷款和城投债的规模均大幅增长。

图表1.文件出台支持地方债发行、鼓励融资平台组建

时间	事件
2008 年 9 月	国际金融危机爆发，国内经济受其影响经济增速快速回落。
2008 年 10 月	银行间市场交易商协会制定“六真原则”，扩大城投债发行品种。
2008 年 11 月	国务院常务会议提出为应对国际金融危机冲击，进一步扩大内需，促进经济增长，推出“四万亿”刺激经济计划。
2008 年 12 月	国务院公布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（126 号文），扩大债券发行规模，积极发展企业债、公司债、短期融资券和中期票据等债务融资工具，优先安排与基础设施、民生工程、生态环境建设和灾后重建等相关的债券发行。
2009 年 3 月	财政部颁布《2009 年地方政府债券预算管理办法》，正式将地方政府债券发行提上日程，2009 年财政部将代发代办 2000 亿地方政府债。
2009 年 3 月	人民银行联合银监会公布《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》（92 号文），鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府融资平台等多种方式，支持有条件的地方政府组建融资平台，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。
2009 年 10 月	财政部发布《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》（631 号文），地方政府配套资金可利用政府融资平台通过市场机制筹措。

资料来源：国务院、央行、原银监会、财政部、银行间市场交易商协会及中银证券

图表 2.2009-2011 年城投债规模快增


资料来源：万得数据及中银证券

产能过剩，隐含信用风险累积。在 2008 年-2010 年间，大量涌现的地方政府融资平台通过举债为地方经济和社会发展筹集资金，在基础设施建设以及应对国际金融危机冲击中发挥了积极作用，经济增速回暖。但与此同时，相应的问题也接踵而来。一方面，地方政府在“四万亿”刺激后举债过多，导致经济体中积累了大量过剩产能，促使监管层对地方政府融资行为进行约束，避免地方财政被透支；另一方面，由于平台融资存政府信用背书，银行对平台的贷款要求在一定程度上有所放松，隐性债务风险累积。截至 2010 年末，由融资平台举借的地方政府性债务规模接近 5 万亿元，占地方政府性债务余额的 46%。虽然平台贷款属于商业化融资，但或多或少存在地方政府违规或变相提供的担保的情况，增加偿债风险，因此融资平台引起了监管部门的关注。

规范融资平台贷款，禁止违规或变相担保。2010-2011 年，多部分下发监管文件，规范地方政府融资平台债务，抑制了平台无序扩张的现象；同时还规范了银行对融资平台的贷款，提升融资平台贷款的风险权重、对平台贷款进行风险类别划分、明确规定地方政府不能对平台违规或变相提供担保。

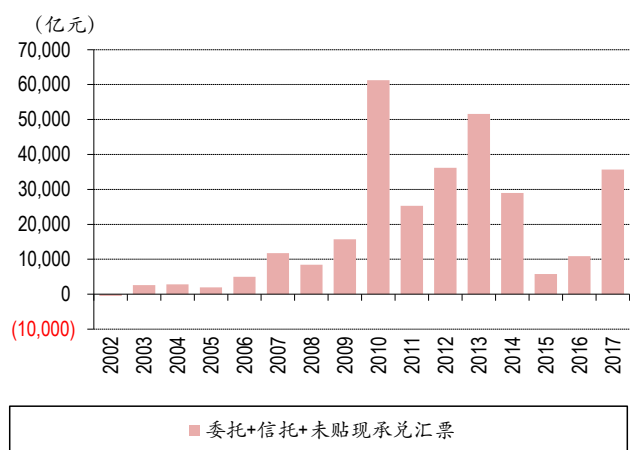
图表3.2010-2011年多部门下发监管文件规范融资平台融资业务

时间	会议/文件	部门	具体内容
2010年5月	国务院常务会议	国务院	部署加强地方政府融资平台公司管理,要求抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务,分类清理规范地方政府已设立的融资平台公司,加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的放贷管理,坚决制止地方政府违规担保承诺行为。
2010年6月	《关于加强地方政府融资平台管理有关问题的通知》(19号文)	国务院	要求对融资平台公司债务按照分类管理、区别对待的原则,妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题,对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还的融资平台公司,今后不得再承担融资任务;加强融资平台信贷管理,凡是没有稳定现金流作为还款来源的,不得发放贷款,适当提高融资平台公司贷款的风险权重,按照不同情况严格进行贷款质量分类,严谨地方政府提供违规隐性担保(包括应收账款质押等)。
2010年7月	《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》(412号文)	财政部、发改委、央行、原银监会	明确解释19号文的相关定义和要求,债务清理以2010年6月30日为时间截点实行“新老划断”,以偿债资金70%来源于财政性资金为限划分公益性债务,以偿债资金70%来源于自身收益为限划分公益性平台,要求加强信贷管理,禁止注入公益性资产,坚决制止地方政府违规担保。
2010年8月	《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(244号文)	原银监会	要求按照“全覆盖、部分覆盖、基本覆盖、无覆盖”的标准对平台贷款划分风险类别。
2010年10月	《关于做好下一阶段地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(309号文)	原银监会	要求监测公司类贷款,监督保全分离为公司类贷款、清理回收贷款处理情况,监控平台类贷款,确保存量贷款得到妥善处理,严格监控新增贷款情况。
2010年11月	《关于加强当前重点风险防范工作的通知》(98号文)	原银监会	要求抓紧做好地方政府融资平台贷款风险管控,对地方政府融资平台贷款实施动态台账管理,按现金流覆盖原则开展分类处置工作,切实加强平台贷款押品、项目现金流和还贷条件以及资产分类、拨备计提的管理。
2010年11月	《关于进一步规范地方政府融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》(2881号文)	发改委	收紧企业债发行条件,要求偿债资金来源70%以上必须来自公司自身收益,公益类项目收入占比超过30%的平台公司须提供本级政府债务余额和综合财力完整信息表,禁止地方政府违规担保,公益性资产不得注入资本金。
2010年12月	《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》(110号文)	原银监会	要求对融资平台贷款进行准确分类和动态调整(正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类),平台贷款的拨备率不得低于一般贷款拨备水平,按现金流覆盖比例计算资本充足率贷款风险权重。
2011年3月	《关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》(34号文)	原银监会	健全“名单制”管理系统,平台贷款审批权限统一收至总行,推出名单监管条件:一是符合“全覆盖”原则,二是符合“定性一致”原则,三是符合“三方签字”原则。
2011年6月	《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》(1388号文)	发改委	融资平台公司发行企业债券应优先用于保障性住房建设,优先办理核准手续。
2011年6月	《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》(191号文)	原银监会	退出类平台按照商业化原则自主放贷,对仍按平台管理的符合公路法项目、保障房、国务院重大项目、全覆盖且已完成整改四类可以新发贷款,对名单制以外融资平台、有地方政府担保承诺、以公益性资产抵债、以土地使用权证的土地抵押四类不准新发贷款,“四贷四不贷”适用于2010年6月30日之后新发放而非新增贷款。

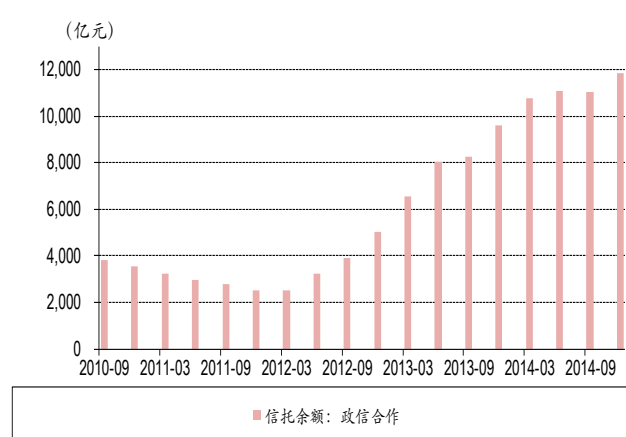
资料来源:国务院、央行、原银监会、发改委及中银证券

受信管制政策的影响,银行的表内信贷逐步收紧。根据审计署报告,2010年底地方政府债务中银行贷款占比约为80%(预计融资平台有息债务中银行借款占比更高),而从2013年6月末来看,地方政府债务中银行贷款占比约为57%,因此融资平台债务中向银行借款的比重也有所下降。

表外信贷兴起。一些平台通过信托贷款、资管计划、融资租赁等方式变相融资,尤其是政信合作类产品大幅增加,信托成为银行资金变相流入融资平台的重要通道。从表外融资规模来看,政信合作产品的规模由2011年2000多亿快速发展至2014年破万亿。

图表4.表外融资规模扩张加速


资料来源：万得数据及中银证券

图表5.政信合作加快


资料来源：信托业协会及中银证券

第二轮监管 (2013~2014 年)：规范融资形式，融资平台面临转型压力

表外信贷难穿透，平台债务与政府债务界限不清，监管出台规范融资形式。银行通过“通道业务”为地方融资平台提供资金，而通道业务存在底层资产无法穿透、风险不可控等问题，因此2013年《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》(8号文)出台整顿银行的通道业务。此外，尽管此前相关文件明确规定禁止政府对平台债务进行担保和承诺，但实际上地方平台仍然通过地方政府或财政出具承诺函、安慰函、人大决议等形式获得了政府隐性担保，平台债务和地方政府债务的边界模糊不清，因此2014年43号文和新预算法相继落地，对地方政府债务进行规范管理。

2014年10月国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文)，要求政府债务融资主体仅为政府及其部门，不得通过企事业单位等举债，并特别强调“剥离融资平台政府融资功能”以及“融资平台公司不得新增政府债务”，同时地方政府债务的融资渠道仅限于政府债券（一般债券和专项债券）、PPP和规范的或有债务。

图表6. 多文出台欲控制地方政府隐性债务规模增长

时间	会议/文件	部门	具体内容	目的
2013 年 3 月	《关于规范商业银行理财业务投资运作问题通知》(8 号文)	原银监会	1. 对非标业务进行定义; 2. 要求分开建账、单独管理; 3. 要求对非标资产投向进行披露; 4. 对非标理财产品进行总量控制, 设置不超过理财余额的 35% 以及总资产的 4% 的监管红线; 5. 明确不能提供直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺;	8 号文对理财资金投向非标规模进行约束, 由于非标投向中融资平台是重要的一部分, 因此 8 号文的出台在一定程度上是抑制银行资金流向融资平台。
2014 年 8 月	《中华人民共和国预算法》	财政部	1. 经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金, 可以在国务院确定的限额内, 通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措; 2. 地方政府债券只能用于偿还当前债务或指定的公共服务或项目的债务; 3. 地方政府债券必须纳入地方财政预算; 4. 地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保;	新预算法“开前门”+“堵后门”旨在以透明、规范的地方债券发行的方式逐步替代地方融资平台。
2014 年 9 月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文)	国务院	1. 对地方政府债务实行规模控制和预算管理, 赋予地方政府依法适度举债权限, 分为一般债券融资(一般公共预算收入偿还)和专项债券融资(政府性基金或专项收入偿还); 2. 明确政府和企业的责任, 政府债务不得通过企业举借, 企业债务不得推给政府偿还。 3. 剥离融资平台公司政府融资职能, 融资平台公司不得新增政府债务; 4. 推广使用政府和社会资本合作模式;	43 号文旨在剥离平台的政府信用, 防范区域性和系统性风险。43 号文也明确规定政府债务的融资渠道仅限于政府债券、PPP 以及合规的或有债务。

资料来源: 国务院、原银监会、财政部及中银证券

43 号文后融资平台公司面临转型压力, 新增债务与政府债务的剥离也使得其融资渠道受阻。为了疏导存量以及新增的地方政府债务压力, 地方政府债务置换以及新兴的融资方式 (PPP、政府引导基金基金等) 登场:

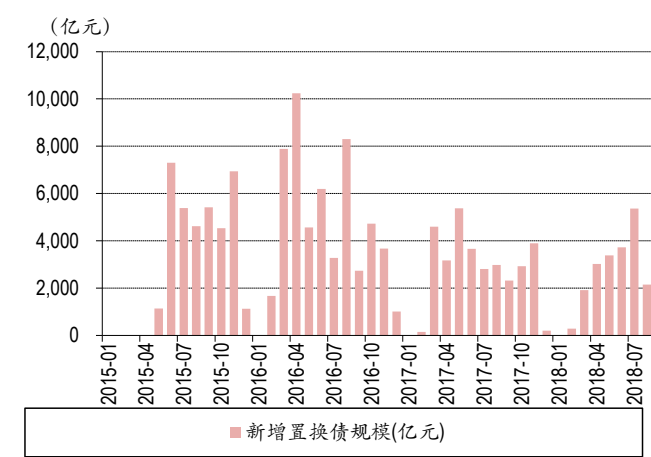
(1) 进行存量债务置换, 推出专项债

43 号文规定, 纳入预算管理的地方政府存量债务可以发行一定规模的地方政府债券置换; 2015 年 3 月, 财政部批复 3 万亿的存量债务置换, 缓解地方政府再融资压力, 并且发布一般债和专项债的管理办法。2015 年推出专项债, 新增专项债规模为 1000 亿元, 且专项债不计入财政赤字。

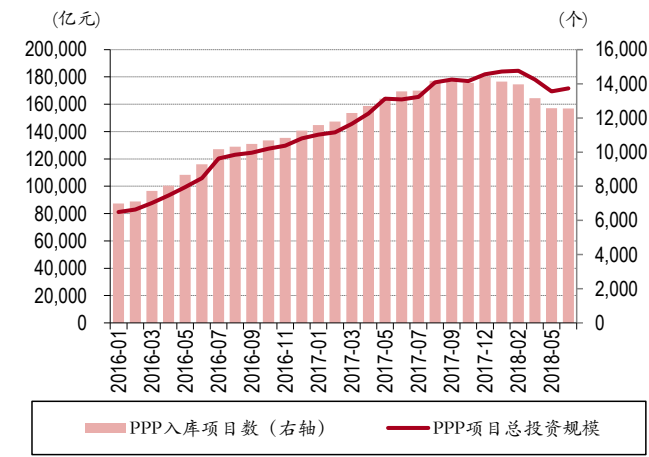
(2) 新型隐性债务融资方式出现

新预算法和 43 号文实施以来, 尽管各级地方政府加快建立健全规范的融资机制, 但融资平台依然在通过政府购买服务、政府与社会资本合作 (PPP)、政府引导基金等方式隐性举债。从 PPP 平台数量以及融资余额来看, PPP 入库项目和规模从 2016 年初的 6997 个/8.11 万亿元快速增长至 2017 年末的 1.4 万个/18.2 万亿元。

PPP 的项目融资带来隐性债务问题。以 BOT 模式的 PPP 项目为例, 融资过程一般是先成立项目公司, 由项目公司负责向银行贷款融资。项目公司拥有项目的无形资产和收益权, 但项目的资产所有权却登记在政府下属的国有公司, 资产所有权却属于政府。实际上部分 PPP 项目无法覆盖运营成本, 需要进行运营补贴 (政府付费、缺口补贴), 根本上属于政府隐性债务。此外, PPP 投入太多带来的重复建设以及低效率问题, 可能会引发产能过剩以及偿债问题。

图表7.2015-2016 年地方政府债置换规模增长


资料来源：财政部及中银证券

图表8.PPP 入库项目和规模快增


资料来源：万得数据及中银证券

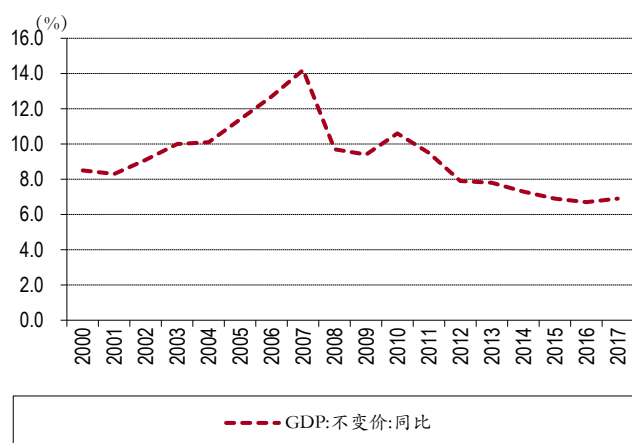
尽管 43 号文短期内对地方政府平台融资起到规范作用，但随着 2015 年经济整体下行，对地方政府融资平台的监管有所放松。2015 年相关文件下发，要求依法依规积极支持融资平台公司在建项目后续融资，切实满足实体经济的合理融资需求，有效防范和化解财政金融风险。

从银行角度来看，在经济下行周期，行业不良率上升，因此银行对有政府信用背书的融资平台项目贷款偏好度提升。可以看到，尽管 2015-2017 年地方政府显性债务增长较慢，但基建投资仍然维持较高增速，而基建投资是非标业务的重要投向领域，侧面也反映出隐性债务规模的快速增长。

图表9.2015 年融资平台监管有所放松

时间	文件	部门	内容
2015 年 5 月	《关于妥善解决地方政府融资平台在建项目后续融资问题的意见》（40 号文）	国务院、发改委、财政部、央行	1.要求支持在建项目的存量融资需求，规范实施在建项目的增量融资，重点支持农田水利设施、保障性安居工程、城市轨道交通等领域的融资平台公司在建项目； 2.“借款合同并已在放，但尚未到期的融资平台公司在建项目贷款银行不得盲目抽贷、压贷”、“合同到期的融资平台公司在建项目贷款，如果自身运营收入不足以还本付息，银行在确保借款合同金额增加的前提下重新修订合同，合理确定贷款期限，补充合格有效抵质押品。”
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平衡较快发展的通知》（1327 号文）	发改委	放宽企业债发行条件，简化发债审核审批程序，鼓励优质企业发债用于重点领域和重点项目，支持县域企业发行企业债券融资。

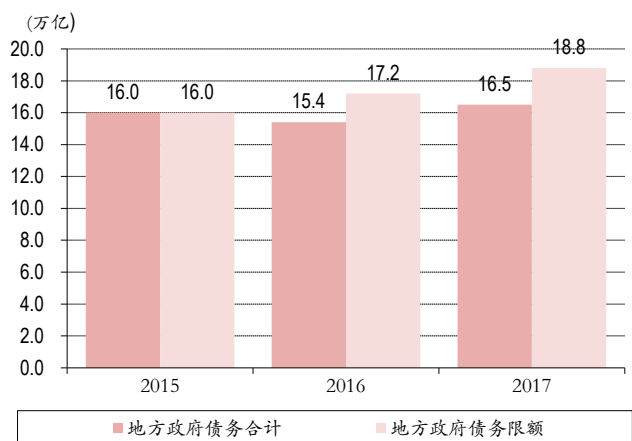
资料来源：国务院、央行、原银监会、财政部及中银证券

图表10.2012-2015 年经济增速下行


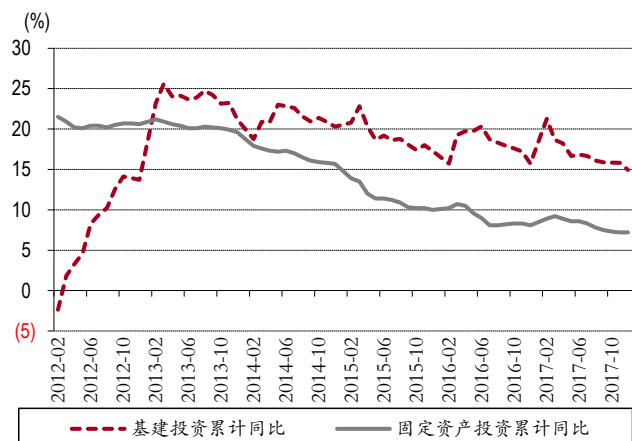
资料来源：万得数据及中银证券

图表11.2015 年银行不良贷款率进一步上升


资料来源：万得数据及中银证券

图表12.2015-2017 年地方政府债务（显性）增长较慢


资料来源：万得数据及中银证券

图表13.2015-2017 年基建投资维持较高增速


资料来源：万得数据及中银证券

第三轮监管 (2017 年至今)：非标监管出台，防范系统风险

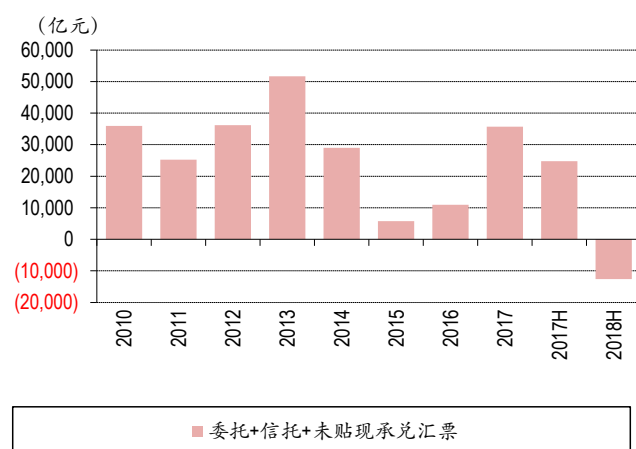
随着国内宏观杠杆率不断上升，为了保障经济的平稳发展，2016 年年底开始陆续出台非标业务监管文件，从非标业务的资金方、通道方和融资方进行管制。经过 2017 年的调整，银行表内外非标规模呈下降趋势，地方政府平台融资渠道收紧。

2018 年以来，更是有多个文件明确规定禁止非标投向地方政府融资平台，并且 4 月下发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中，对资管产品的期限错配等问题进行约束，非标业务进入整治阶段。非标监管导致表外融资渠道收紧，市场担忧表外融资渠道收紧可能带来的地方政府债务偿还问题。

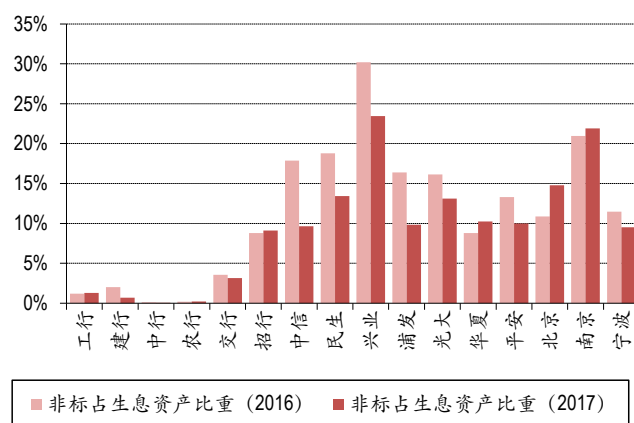
图表14.地方政府平台相关监管文件

机构	时间	文件名	内容	监管方向
财政部	2017/4/26	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作；切实加强融资平台公司融资管理；禁止通过政府和社	违规担保、融资平台、PPP、变相举债
财政部	2017/5/28	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	禁止的通过政府购买服务采购货物、工程，以及违背先有预算、后购买服务的行为。	政府购买
发改委	2017/8/15	《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》	1.针对存量企业债，若涉及政府性债务，发改委应做好地方政府债务风险的排查化解。针对新增企业债，发债企业与政府信用应当严格隔离；2.严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴等情况。	城投债
银保监会	2017/12/22	《关于规范银信类业务的通知》	1 不得利用信托通道掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定；2 不得通过信托通道虚假出表；3 不得违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。	融资平台
银保监会	2018/1/6	《商业银行委托贷款管理办法》	1 银行不能做委托人变相放贷；2 资管产品不能发委贷；3 募集资金不得投资国家禁止的领域和用途。	融资平台等
银保监会	2018/1/8	《关于加强保险资金运用管理，支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	严禁以“明股实债”为地方融资平台融资。	融资平台
发改委	2018/2/13	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》	1.提高城投企业发行企业债的要求；2.纯公益性项目不得作为募投项目申报企业债券；3.规范PPP项目发行债券融资。	城投债
财政部	2018/3/28	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	1 不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；2 不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；3 不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；4 不得提供债务性资金作为地方建设项目、PPP项目资本金。	贷款、违规担保、PPP等

资料来源：银保监会、财政部、发改委及中银证券

图表15.2018年上半年表外融资渠道收紧


资料来源：万得数据及中银证券

图表16.银行压降非标规模


资料来源：万得数据及中银证券

1.2 债务形势多元化，强监管让步稳经济

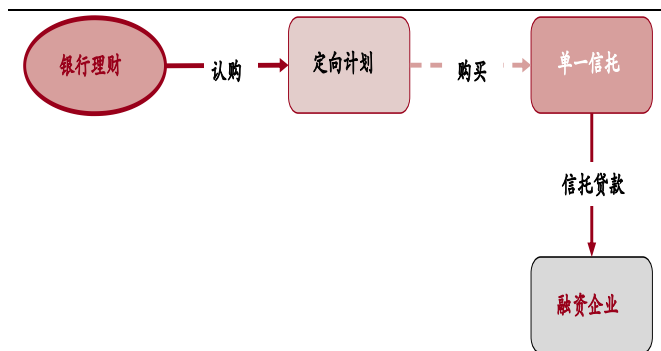
回溯过去十年，地方政府债务的发展过程可以归纳为：鼓励平台融资，隐性债务快速发展（2008~2010年）→监管出台抑制表内贷款，表外融资兴起（2010~2013年）→非标业务监管出台，抑制平台融资（2013~2014年）→经济下行周期，融资平台监管放松（2015~2016年）→金融去杠杆，城投平台融资渠道收紧（2017年至今）。在此过程中，地方政府债务发展特点可以归为以下两点：

（1）债务形式多元化、复杂化

初期地方政府主要通过发行地方债、银行贷款等途径进行融资，但由于地方政府债务额度有限以及监管对平台表内贷款的限制，平台非标融资规模快速发展，既规避了监管要求又满足地方经济发展需求。而后监管出台严控非标融资渠道，派生了更为复杂的 PPP、产业基金等形式。

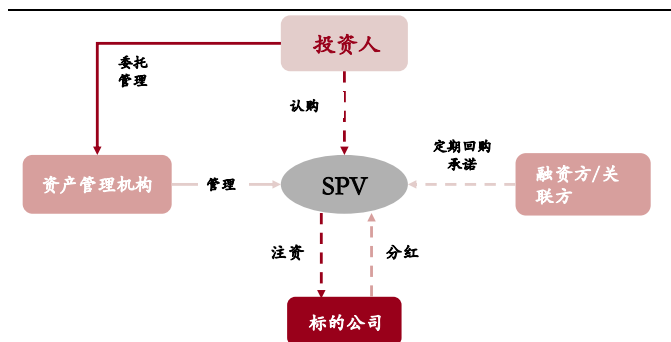
平台融资形式多样化的过程中伴随着复杂化，加大债务穿透难度。我们以信托投资以及 PPP 的一般名股实债为例进行说明。从最简单的信托投资来看，银行理财投向端认购定价计划来持有单一信托，间接为地方政府融资平台提供资金，这样的方式规避了表内信贷监管、加长融资链条，并且也加大了非标穿透底层的难度。一般名股实债模式则是在操作过程中，名为股权投资、实际上是简单债券融资，由投资人通过 SPV 直接以股权方式投资标的公司，并约定固定分红比例，到期后由融资方或其关联方回购股权实现退出，通过 PPP 的模式能够突破地方政府债务限额，变向举债，且风险仍由财政兜底。

图表17.平台非标融资加长链条



资料来源：万得数据及中银证券

图表18.PPP 一般名股实债模式



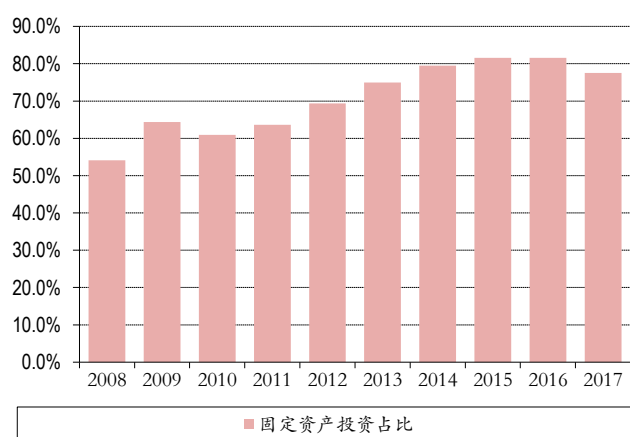
资料来源：万得数据及中银证券

（2）为经济托底

我们认为地方政府显隐性债务规模之所以能够快速增长，不仅是因为形式复杂化加大了监管难度，更重要的是在于融资平台在推动地方经济发展过程发挥的不可替代的作用，地方经济对融资平台的依赖性难以解除。

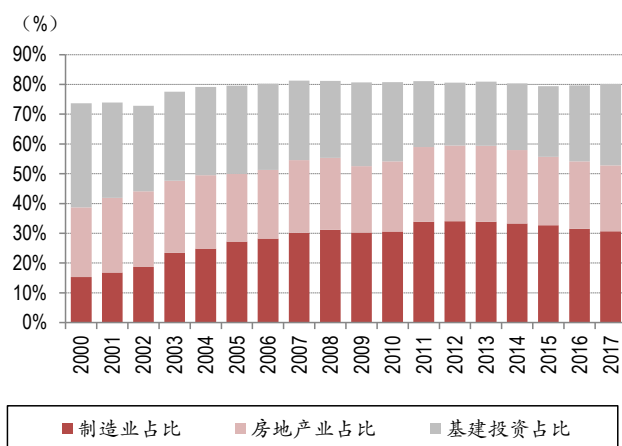
首先，投资活动对于经济增长起重要的作用，固定资产投资占 GDP 比重从 2009 年以来一直高于 60%，在 2015 年甚至高达 81.5%；而从投资结构来看，以基建、房地产以及制造业活动为主。如果基建投资、房地产投资增速放缓，地方经济发展增速也将受影响。

图表19.固定资产投资占 GDP 比重高



资料来源：万德数据及中银证券

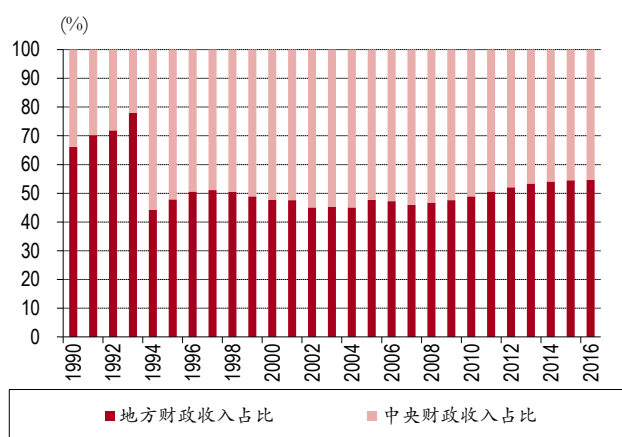
图表20.固定资产投资构成



资料来源：万得数据及中银证券

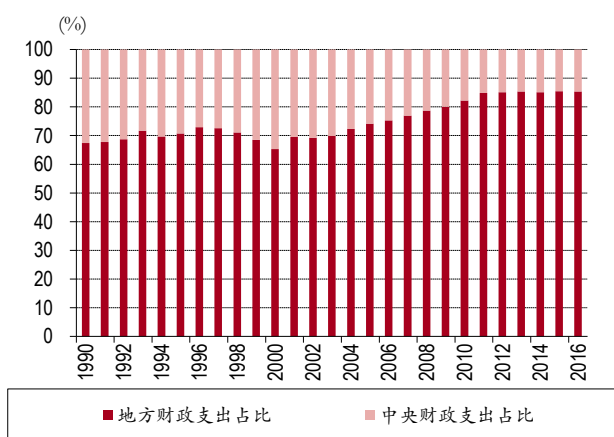
其次，从地方政府财力来看，分税制改革后存在全国税收从地方向中央集中趋势，导致地方政府财政缺口较大，收支不平衡。可以看到，2008年以来，尽管地方财政收入占全国总收入比重有所提升，但基本在 60%以下；而支出端，地方财政支出占比基本在 75%以上。在地方政府承担经济增长责任但又面临收支失衡难题时，土地财政、地方融资平台成为解决地方政府融资困难的途径，融资平台对于地方经济增长的重要性不言而喻。

图表21.地方财政收入占比低于 60%



资料来源：万德数据及中银证券

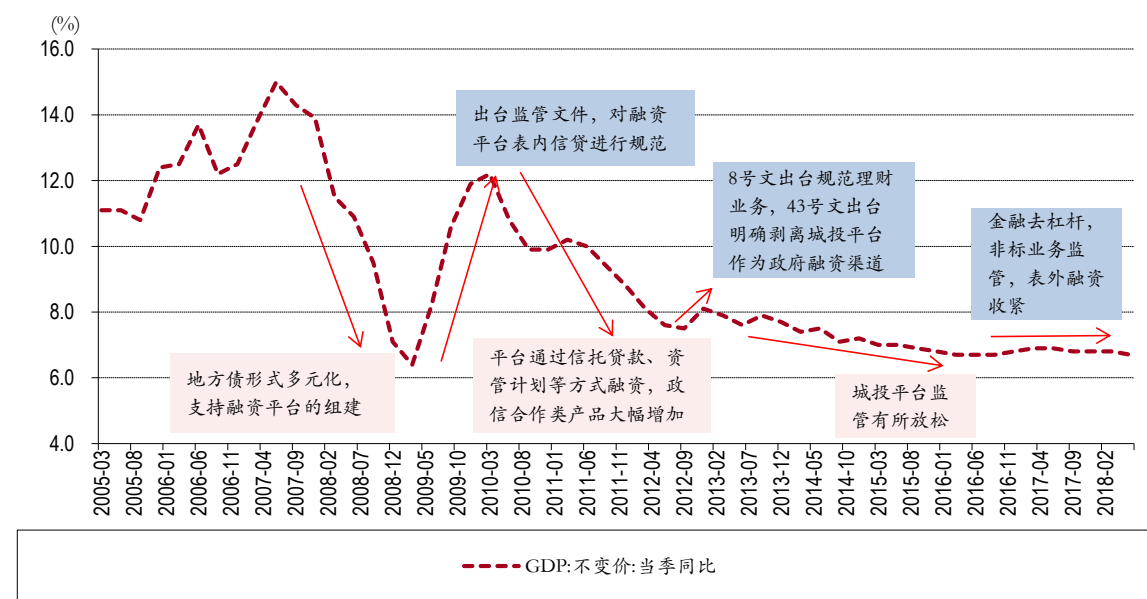
图表22.地方财政支出占比高于 80%



资料来源：万得数据及中银证券

由于地方经济对融资平台的依赖，地方政府债务监管受制于经济稳增长。随着债务规模的与日俱增，处置地方政府隐性债务可能带来的风险也在增长，地方政府债务风险的去化更需要注意与经济增长之间的平衡。在经济发展存隐患阶段，地方政府债务监管相对放松以促进经济的平稳增长。

图表23.经济增长承压时期，地方政府债务监管相对宽松



资料来源：万德数据及中银证券

二、现状：存量规模约 44 万亿，部分平台偿债存压

2.1 政府部门杠杆率已超欧盟 60%警戒线

根据审计署 2013 年发布的《全国政府性债务审计结果》，地方政府性债务主要分为政府负有偿还责任的债务以及政府或有债务，后者包括了政府负有担保债务的债务以及其他相关债务。尽管 2014 年出台的 43 号文以及后续出台的系列文件都在强调地方政府的或有债务并不属于政府债务，但实际上或有债务（主要为融资平台债务）或多或少具有政府信用背书，与政府债务界限不清。

图表24.地方政府债务定义

	按照责任主体	定义	偿债资金来源
地方政府债务 (显性)	负有偿还责任的债务	由财政资金偿还、政府负有直接偿债责任的债务，例如地方政府债券。	政府财政
地方政府债务 (隐性)	负有担保责任的债务	因地方政府（包括政府部门和机构）提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿还责任的债务，例如政府融资平台公司、国企等有着政府信用背书所举借的债务。	非财政资金
	其他相关债务	政府融资平台公司、经费补助事业单位等举借的债务。	非财政资金

资料来源：国家审计局及中银证券

经过十年的演变，我们认为目前真实的地方政府债务可以归为两大类：

1) 显性债务：地方政府债券

地方政府债券指地方政府地方公共机构发行的债券，一般用于交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施的建设。

地方政府债券按资金用途和偿还资金来源分类，通常可以分为一般债券和专项债券。前者指地方政府为缓解资金紧张或解决临时经费不足而发行的债券，一般债券的偿还通常以本地区的财政收入作担保；后者是指为筹集资金建设某项具体工程而发行的债券，对专项债券，地方政府往往以项目建成后取得的收入作保证。

2) 隐性债务：融资平台债务及其他债务

地方融资平台债务的形成是依靠地方政府划拨土地、股权、国债等资产建立的城市建设投资公司、城市建设开发公司来承接社会资金，并将融入的资金运用于公用事业、市政建设和城乡基础设施建设等项目中。而地方融资平台的债务依据产品划分，可以分为银行表内贷款、非标以及债券发行。

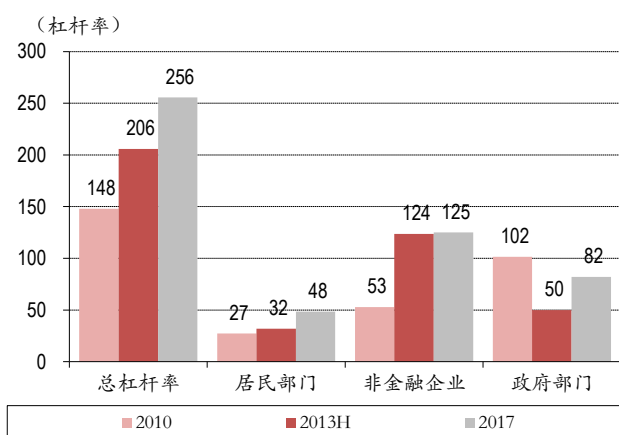
图表25.地方融资平台融资方式

类型	融资类型	具体形式
显性	地方政府债	一般债、专项债
隐性	城投平台融资 其他	城投债、银行贷款、非标融资 PPP 项目、政府购买服务、政府基金、融资租赁等

资料来源：中银证券

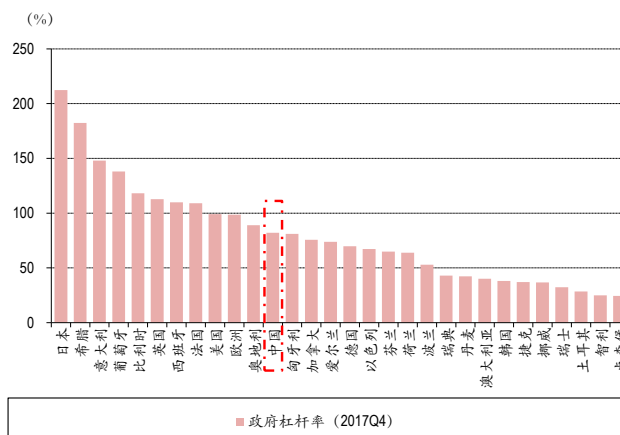
随着地方政府债务（尤其是以平台为融资主体的债务）不断扩张，政府部门实际杠杆率超欧盟 60% 警戒线，政府部门去杠杆存在必要性。截至 2017 年末，BIS 统计的中国宏观杠杆率水平达 256%，其中，政府部门、居民部门以及非金融企业部门的杠杆率分别为 47%、48%、160%。我们根据 BIS 的杠杆率计算公式：宏观杠杆率=负债/GDP，如果将 30 万亿的地方政府融平台债务从非金融企业部门纳入到政府部门，那么 2017 年末政府部门的杠杆率约为 82%；同理对 2013 年半年末实际的政府部门杠杆率进行测算，将 8 万亿的融资平台余额从非金融企业部门纳入到政府部门，则 2013 年半年末政府部门的杠杆率则由 36% 提升至如 50%。从两个时间点可以看出，随着隐性政府债务规模的发展，政府部门的杠杆率有明显提升，2017 年末已经高于欧盟 60% 的警戒线。

图表26.2013 年以后中国政府部门杠杆率提升



资料来源：BIS 及中银证券

图表27.中国政府部门宏观杠杆率处国际较高水平



资料来源：BIS 及中银证券

2.2 2017 年末地方政府债务真实规模近 44 万亿

2017 年以来，非标业务监管趋严环境下市场对地方政府债务信用风险发生的担忧加剧。根据财政部，截至 2017 年末，全国地方政府债务余额 16.5 万亿元，控制在人大限额范围内。但如果考虑了地方政府隐性债务，根据我们测算，截至 2017 年末，真实的地方政府债务余额约为 44 万亿。其中，地方政府债务余额约 15 万亿，融资平台债务约 29 万亿。下面我们将具体解释测算过程。

图表28.地方政府真实债务测算

融资主体	融资方式	测算过程重要数据及假设	规模 (万亿, 2017)
地方政府	地方政府债	-	14.7
	城投债	-	7.02
	银行表内贷款	(1) 根据披露平台贷款数据的银行，表内信贷占贷款余额比重在 1%-7% 不等；保守估计 2017 年末融资平台贷款余额/金融机构人民币贷款余额比重为 6%； (2) 17 年末金融机构人民币贷款 120 万亿；	约 7
融资平台	非标	(1) 17 年末上市 16 家银行的表内非标规模约为 6.4 万亿； (2) 对于其他中小银行（资产规模总计 48 万亿），预计应收款项投资/总资产比重约 15%，非标规模约 7 万亿； (3) 银行表外非标 4.8 万亿； (4) 预计银行非标投资平台比例约 60%； (5) 信托主动管理类资金规模 10.6 万亿，预计投资平台比例约 40%；	约 15
总计			约 44

资料来源：万德数据及中银证券

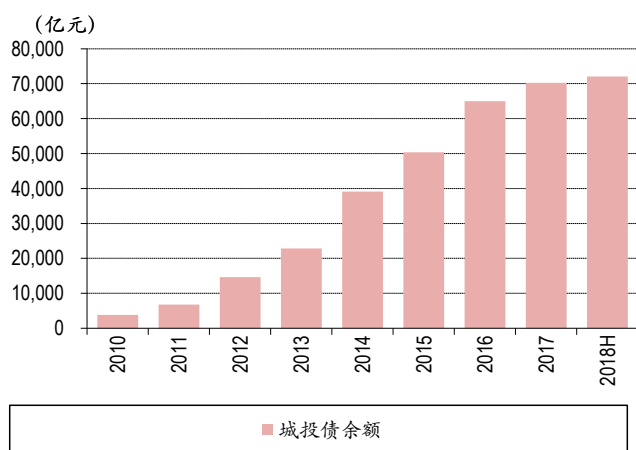
根据地方政府债务形式，我们主要考虑地方政府债余额以及城投平台融资余额。其中，地方政府债余额存公开数据（2017 年末地方债余额约为 14.7 万亿）；城投平台融资敞口我们从两个角度来测算，一方面我们从融资形式考虑，考虑城投债、银行贷款以及非标形式；另一方面，我们测算融资平台负债端的有息负债规模。

从融资形式进行测算：

城投债：2017 年末 7.02 万亿

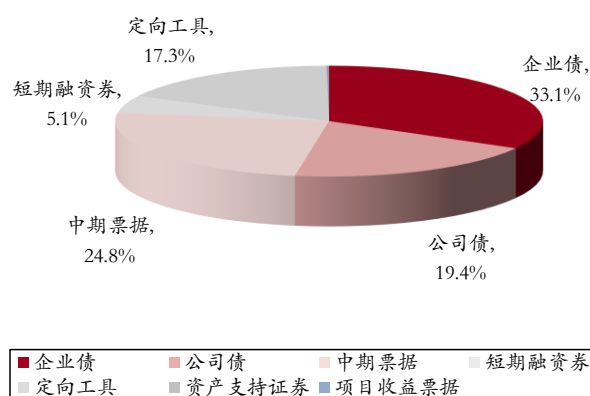
根据 Wind 数据统计，截至 2017 年末，城投债的余额规模约为 7.02 万亿元；结构上来看，以企业债、中期票据、公司债和定向工具为主，占比分别为 33.1%、24.8%、19.4%、17.3%。

图表29.城投债发行余额



资料来源：万德数据及中银证券

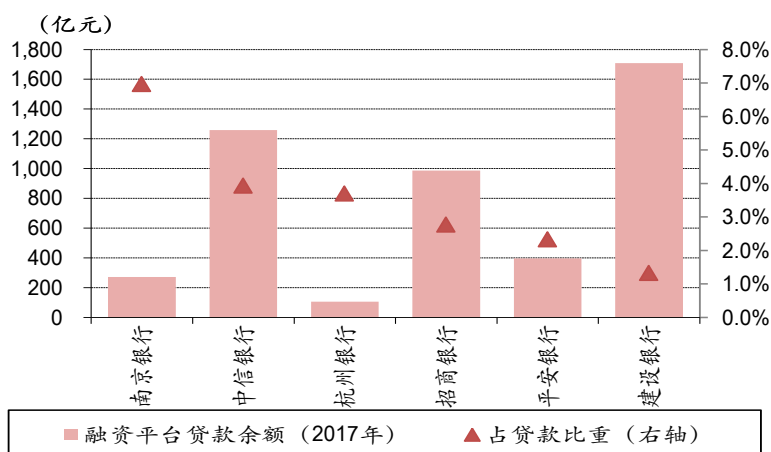
图表30.城投债结构（2017 年）



资料来源：万得数据及中银证券

银行表内贷款：2017 年末约为 7 万亿

根据审计司发布的 2013 年 6 月末的地方政府债务报告来匡算贷款规模，根据报告，2013 年 6 月末，银行贷款（包括了政府负有偿还责任债务以及或有债务）余额为 10.1 万亿；金融机构人民币贷款余额为 68 万亿，因此 2013 年 6 月末融资平台贷款余额/金融机构人民币贷款余额约为 14.8%。但从第一部分的分析中可知，随着银行表内贷款投向融资平台监管的趋严，部分资金以非标、委托贷款形式流向地方平台，因此 2017 年末该比值应低于 15%。我们参考几家公布表内贷款投向融资平台数据的银行，整体来看融资平台表内信贷占贷款余额比重在 1%-7%不等，因此我们保守估计 2017 年末融资平台贷款余额/金融机构人民币贷款余额比重为 6%。2017 年末金融机构人民币贷款余额为 120 万亿，则地方政府融资平台获得的银行表内贷款余额约为 7 万亿。

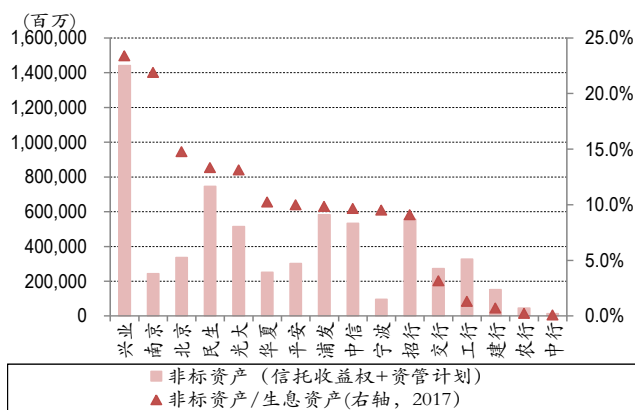
图表 31. 银行平台贷款占比


资料来源：万德数据及中银证券

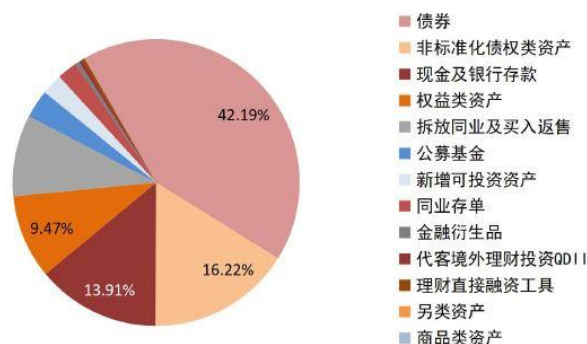
非标投向融资平台余额：2017 年末约为 15 万亿

我们对非标投向城投平台的资金测算分为两部分：（1）银行表内外非标投向平台资金；（2）信托资金来源中，主动管理资金投向平台部分。实际上投向平台非银资金来源还包括券商、基金子公司等，但 2015 年以来监管对基金子公司、券商资管在内的资管计划监管趋严，因此信托成为重要的融资平台非银资金募集渠道。

银行表内外非标投向的主要领域是城投平台、地产等领域。在这里我们进行粗略的计算，将上市 16 家银行的表内非标（信托受益权+资管计划）规模进行加总，得到 2017 年末 16 家银行的非标余额约为 6.4 万亿；对于其他中小银行（资产规模总计 48 万亿），我们参考非标投资/总资产的比重来推算非标规模，上市 16 家银行该比值约 10%~15%，考虑中小银行较高的非标占比，我们预计该占比为 15%，因此这部分中小银行的非标规模约 7 万亿。根据《中国银行业理财市场报告（2017 年）》，理财投资非标规模约 4.8 万亿元（占理财比重 16.22%），因此银行表内外非标规模约 18 万亿。我们假设银行表内外非标投资中，投向融资平台的比重约为 60%，测算得到表内外非标中投向城投平台的资金余额约 18 万亿*60%≈11 万亿。信托部分，2017 年末资管规模为 26.2 万亿元，扣除了通道类 15.6 万亿，主动管理类资金规模约 10.6 万亿，假设投向平台的资金比重为 40%，则信托主动管理类资金投向平台的规模约为 4 万亿。综上，平台通过非标获得的资金为 15 万亿。

图表 32. 上市 16 家银行非标占生息资产比重


资料来源：万德数据及中银证券

图表 33. 2017 年末银行理财投向中非标占 16.22%


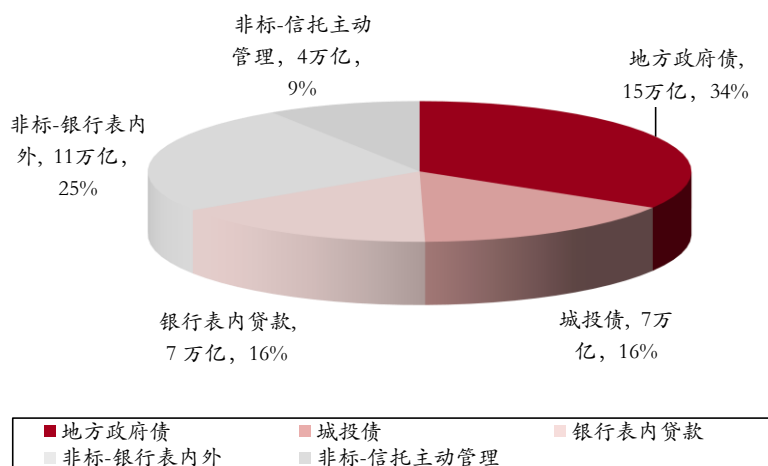
资料来源：万德数据及中银证券

从融资平台负债端进行测算：

此外，我们从2017年末发行城投债的平台负债端进行测算有息负债规模（有息负债规模=短期借款+一年以内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+应付票据），根据测算结果，2017年末的融资平台有息债务规模约为30万亿，与前一种测算方法规模相近。

我们测算的2017年末地方政府融资平台债务余额约29万亿，则地方政府债余额+地方政府融资平台债务余额近44万亿。

图表 34.地方政府真实债务结构

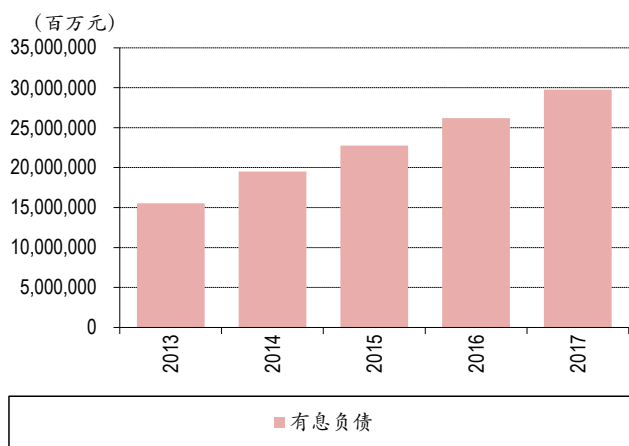


资料来源：万德数据及中银证券

2.3 部分平台存债压力，政策“硬着陆”易引发系统风险

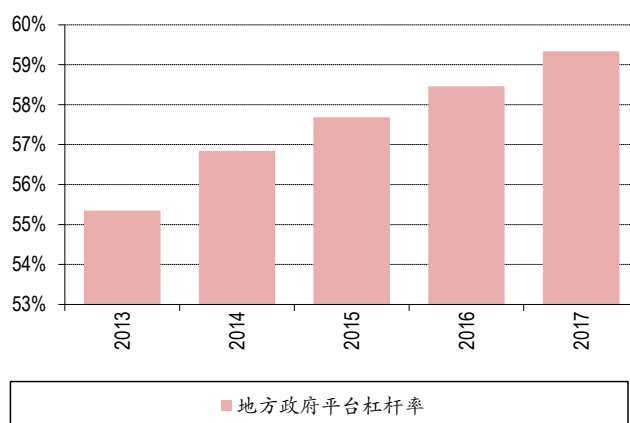
我们从有息负债规模及杠杆率水平来看地方政府平台的负债情况，从城投债发行主体（截至2018年8月4日共有1967家发行城投债的平台）的有息负债规模来看，截至2017年末，1967家平台的有息负债规模已接近30万亿水平。从杠杆率来看，这1967家发债主体的杠杆率从2013年以来不断提升，截至2017年末已达到59.3%。从杠杆率边际变化来看，可以看到2015年-2017年杠杆率增长幅度较均衡，基本每年增长0.8-1.0个百分点，反映了融资平台更倾向于发挥“融资”的作用，自身的经营能力有待提升。

图表35.地方政府平台2017年有息负债约30万亿



资料来源：万德数据及中银证券

图表36.2017年末融资平台杠杆率约59.3%



资料来源：万德数据及中银证券

另外，我们以银监会 2011 年 191 号文所提及的“现金流覆盖债务本息比例”来对发行城投债的平台进行偿债能力测算。根据 191 号文要求，可计入现金流的还贷资金来源包括：借款人自身经营性收入、已明确归属于借款人的专项规费收入、借款人拥有所有权和使用权的自身资产可变现价值。因此：

- (1) 现金流覆盖债务本息比例 = (货币资金 + 经营活动产生净现金流) / (短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 需支付利息)
- (2) 需支付利息 = 有息负债 * 5% = (短期借款 + 一年以内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 应付票据) * 5%

图表37.地方融资平台风险类别划分

风险类别	现金流覆盖债务本息比例
全覆盖	100%以上
基本覆盖	70%-100%
半覆盖	30%-70%
无覆盖	30%以下

资料来源：银保监会及中银证券

从上述融资平台的“现金流覆盖债务本息比例”来看，部分平台无法偿还本息。我们统计的 1967 家融资平台中，全覆盖及基本覆盖类的有 1186 家，占比近 60%，但也可以看到，无覆盖类融资平台有 407 家，相应的有息负债规模约 5 万亿。如果出台强硬的监管政策，这些存在偿付困难的平台极有发生流动性风险，对经济发展带来一定负面影响。考虑到隐性债务监管的“硬着陆”可能带来的经济冲击，我们认为监管政策出台更需注重节奏的把控。

图表38.地方融资平台风险类别统计

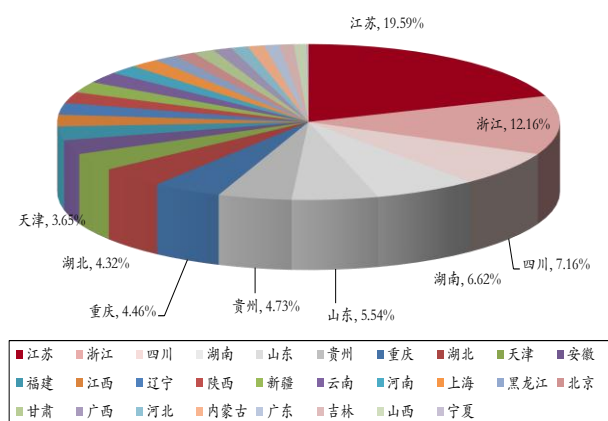
风险类别	平台数 (2017 年, 个)	占比
全覆盖	960	48.81%
基本覆盖	220	11.18%
半覆盖	330	16.78%
无覆盖	407	20.69%
其他	50	2.54%

资料来源：万德数据及中银证券

注：其他为有息负债为 0 的城投平台

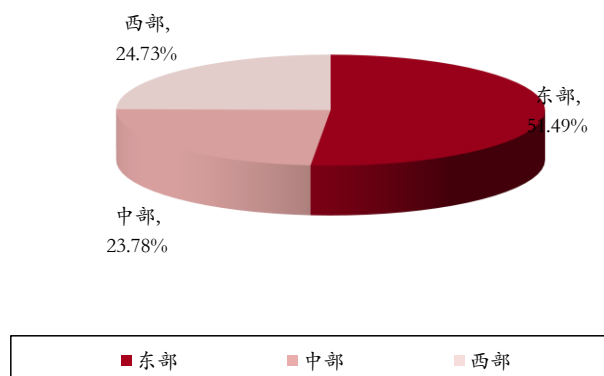
从平台分布来看，737 家半覆盖及无覆盖平台大多集中在江浙一带（江苏占 19.6%、浙江占 12.2%）以及西南地区（四川 7.2%、湖南 6.6%）。我们认为江浙一带半覆盖及无覆盖平台数目占比高的原因受区域平台总数目基数大的影响。

图表39.半覆盖及无覆盖平台数目分布（省份）



资料来源：万德数据及中银证券

图表40.半覆盖及无覆盖平台数目分布（分东、中、西）



资料来源：万德数据及中银证券

总结来看，随着政府杠杆率上升、债务形式复杂化及管控难度加大，我们认为地方政府债务监管存在必要性。尽管上一轮监管出台欲遏制隐性债务规模，但由于经济处在下行周期，最后监管有所放松。2008年以来地方政府债务规模快增（发展至2017年末44万亿），且杠杆率不断提升（2017年末约82%），超欧盟60%警戒线，地方政府债务风险加剧（部分平台不具备偿本付息能力），因此地方政府债务去杠杆的推进是必要的。

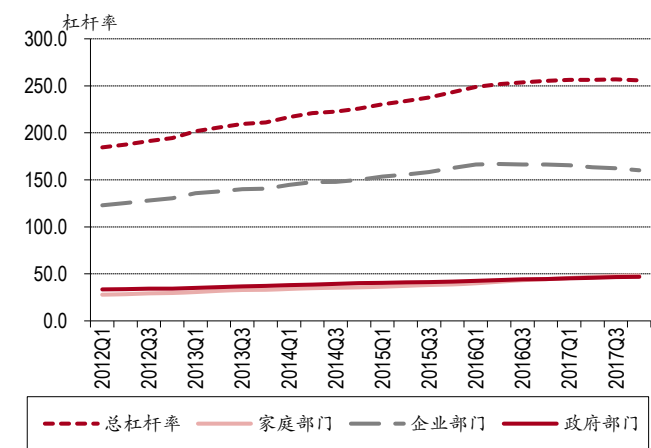
三、应对：去杠杆更需控风险，疏堵结合有序推进

随着地方政府债务高筑以及政府部门杠杆率的不断提升，地方政府债务风险存在去化的必要性。但由于债务存量规模庞大，且下半年宏观经济不确定性尚存，去化的过程需要把握好节奏。我们认为地方债务去杠杆应注重“疏堵结合”。

3.1 长期来看，去杠杆存在必要性

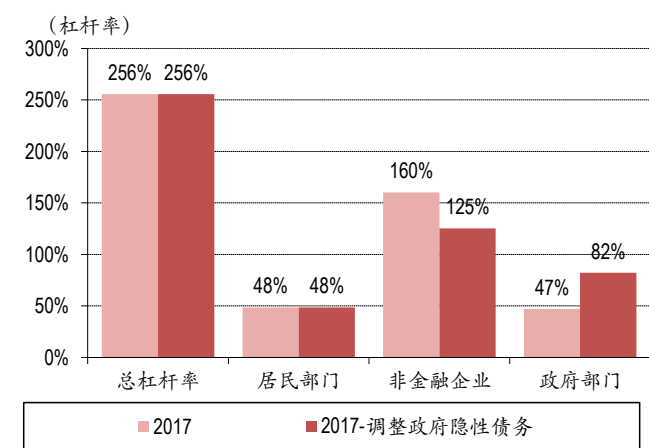
由于债务形式更趋复杂以及管控难度的加大，地方政府债务规模也快速发展。据我们测算 2017 年末真实的债务规模高达 44 万亿，且政府部门的杠杆率也在不断提升。根据 BIS 数据统计，政府部门杠杆率从 2012 年的 34.4% 提升至 2017 年的 47.0%，但该比例并未考虑地方政府债务，如果加入了平台融资规模，政府部门 2017 年末的杠杆率将提升至 82%。我们之前也提到，国内政策部门的实际杠杆率水平已经超欧盟 60%，且在国际上处于中高水平，因而长期来看，政府部门债务风险去化是必然趋势。

图表41.中国宏观杠杆率提升



资料来源：BIS 及中银证券

图表42.政府部门杠杆率被低估



资料来源：万得数据及中银证券

3.2 短期来看，经济不确定性加大的背景下要把握好推进节奏

经济形势复杂，内外忧患并存。今年以来国内经济形势更为复杂，可以说是“外忧内患”。外部，中美贸易拉锯战持续；内部，国内经济稳增长承压。为了保障国内经济的稳健发展，我们认为监管层具备一定的“底线思维”，即将出台的监管政策会慎重考虑引发系统性风险的可能性。此外，从近期出台的政策来看，释放了非标监管宽松的信号，短期来看融资平台偿债压力有所缓解。

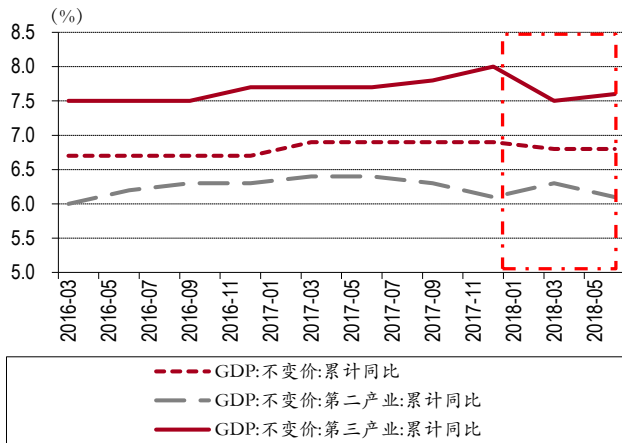
内部因素：经济存在下行压力

在国内去杠杆、去产能、地方政府债务管控持续的综合背景下，2018 年以来国内经济增长略显疲弱：

(1) 投资因素表现不佳：在基建资金来源受限情况下，以往对经济增长起较大拉动作用的投资因素表现不佳，7 月固定资产投资累计增速为 5.5%，环比继续下滑 0.5 个百分点，增速创历史新低。**(2) 下半年来看，投资表现很大程度受基建影响。房地产投资以及基建投资是影响投资的两个重要因素。**从下半年来看，受限购政策以及监管政策影响，房地产投资对经济的支撑力度有限：在 2018 年全国银行业监督管理工作会议上，银监会表示在未来的一段时间里将继续防控金融风险，控制居民杠杆率过快增长，继续遏制房地产泡沫化；同时，7 月 31 日政治局会议也表示下半年可能要出台更多房价调控政策。因此，下半年投资表现将很大程度取决于基建项目的投放规模。**(3) 进出口因素不确定性加大：**随着中美贸易战的不断升级，进出口因素对经济的拉动作用存在不确定性。

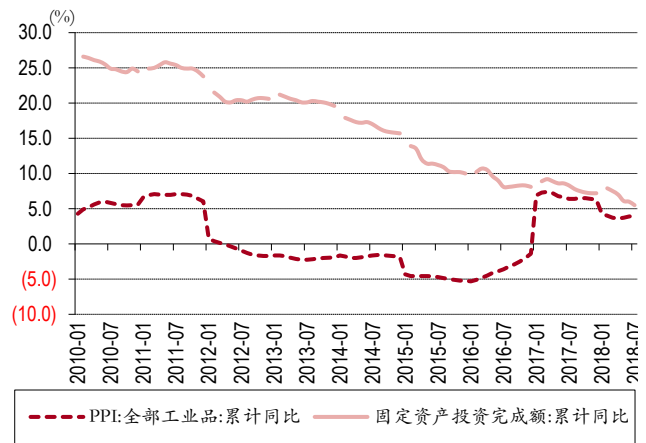
上半年国内 GDP 累计同比增速为 6.8%，在投资增速放缓以及进出口因素存不确定性情况下，预计全年 GDP 增速存在下行压力。

图表43.GDP 增速存下行压力



资料来源：万德数据及中银证券

图表44.PPI 增速下行，投资增速创新低

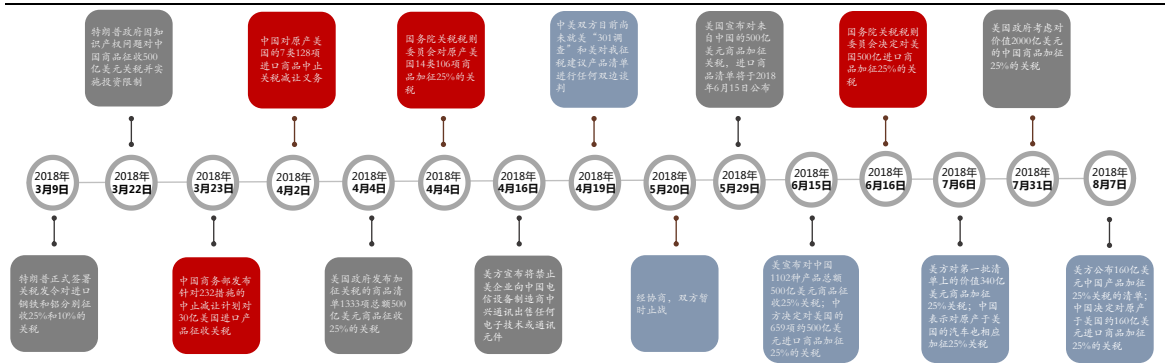


资料来源：万得数据及中银证券

外部因素：中美贸易战拉锯增加经济不确定性

3月23日，美国总统特朗普宣布将有可能对从中国进口的600亿美元商品加征关税并限制中国企业对美投资并购活动。自此之后，中美贸易战开始不断拉锯。8月2日，特朗普政府表示，正在考虑对2000亿美元进口中国商品拟加征的关税税率从10%提高至25%，中美贸易战发展方向摇摆不定，加大国内经济不确定性。

图表45.中美贸易战持续升级



资料来源：万德数据及中银证券

我们认为政府部门降杠杆的过程会注意风险的把控，尤其在下半年国内经济增速存在下行压力情况下。近期落地多项政策释放了积极信号，短期来看预计融资平台调整压力缓解。具体的积极政策如下：

(1) 资管新规执行细则对非标监管的“过渡性放松”

7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称“执行细则”），在操作细则上对过渡期内的实施要求方面进行了微调和放松。相较于理财新规，央行发布的资管新规执行细则中给予了银行理财以更大的操作弹性，主要体现在以下方面：1) 公募产品可以投资非标资产；2) 过渡期内，银行类资管产品和半年以上定开理财能够运用摊余成本法计价；3) 执行细则明确“对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。”；4) 非标回表要求放松，鼓励发行二级资本债。

中銀國際
BOC INTERNATIONAL

资管新规执行细则为存量非标资产的化解上得到了较大余地。首先，表外非标的可承接主体（公募理财产品）增加。其次，非标回表将获得监管上的放松。虽然此次执行细则提及的MPA考核的放松与允许银行发行二级资本债补充资本实际中无法完全解决银行的资本金压力，但已经表明了监管的态度，预计未来银保监会有更多支持政策出台，在此背景下，存量非标资产处置压力将大幅减轻，因此存量非标投向地方政府融资平台的部分将有更长的调整时间，缓解其偿债压力。

图表46.资管新规执行细则的重要变化

资管新规执行细则的明显变化	具体内容	影响
明确公募资管产品可以适当投资非标	明确公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外,还可以适当投资非标准化债权类资产(以下简称非标),但应当符合《指导意见》关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定。	进一步明确公募基金能够投资非标,明确及扩大非标业务的可承接主体
老产品可以投资新资产	过渡期内,金融机构可以发行老产品投资新资产,优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求,但老产品的整体规模应当控制在资管新规发布前存量产品的整体规模内,且所投资新资产的到期日不得晚于2020年底。	减缓非标的调整压力,尤其是对于存量非标业务,因此现有的地方政府平台融资情况将有改善
部分定期开放式资管产品可用摊余成本法计量	过渡期内,对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品,投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券,可使用摊余成本计量,但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍。	减缓银行理财转型压力,给予存量理财投向地方政府平台部分更多调整时间
非标回表要求放松,鼓励发行二级资本债	对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产,在宏观审慎评估(MPA)考核时,合理调整有关参数,发挥其逆周期调节作用,支持符合条件的表外资产回表。支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。过渡期结束后,对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产,以及未到期的存量股权类资产,经金融监管部门同意,采取适当安排妥善处理。	表明监管态度,预计未来银保监会会有更多支持政策出台减缓非标调整压力
不硬性设置阶段性压降要求,金融机构自主整改	过渡期内,由金融机构按照自主有序方式确定整改计划,经金融监管部门确认后执行。	减缓非标调整压力

资料来源：央行及中银证券

(2) 多策并举促经济稳增长，短期无需担忧平台系统性风险爆发

监管层指导信托公司加速项目投放

资管新规和 55 号文进一步封堵银信通道业务，使得银信通道业务逐渐缩减，但近期监管对部分信托公司等金融机构进行窗口指导，在符合资管新规和执行细则的条件下，加快项目投放。我们认为在此背景下，部分地方政府融资平台债务偿还压力将有缓解。

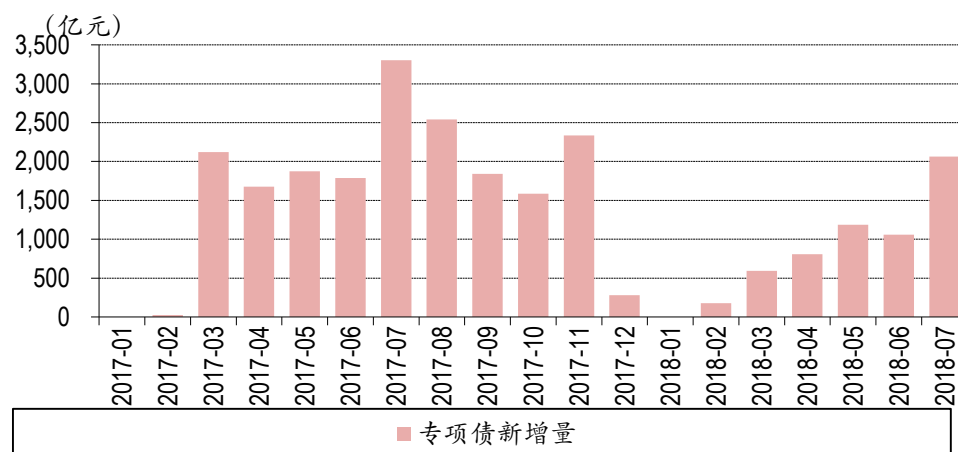
加速专项债发行，推动在建基建项目

7月23日国务院常务会议召开，表示将更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展。会议定调更为积极的财政政策，并且加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。我们认为政府专项债的加速发行，在一定程度上表示了存量融资平台债务的置换，加快存量债务从“非标”转化为标准的“专项债”。

7月31日政治局会议要求加大基础设施领域补短板的力度，考虑到基建项目的资金来源中融资平台发挥的重要作用，预计融资平台后续资金情况将有改善。

8月14日，财政部公布了《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券发行进度，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。根据国务院安排，2018年地方政府专项债券额度是1.35万亿元，而财政部披露数据，2018年上半年发行的专项债规模为3673亿元，因此，预计7-10月将有近万亿地方政府专项债券发行。2018年上半年专项债券发行规模较小，影响地方政府融资，因此上半年基础设施投资增速下滑较快。我们认为财政部加速推进专项债的发行举旨在筹集资金用于重点领域和在建项目的建设以稳投资。

图表 47.2018 年上半年专项债发行规模较低



资料来源：万得数据及中银证券

图表48.地方政府专项债发行文件的重要变化

重要变化	具体内容
季节均衡要求限制解除	2018 年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。
专项债券期限比例结构限制解除	财政部不再限制专项债券期限比例结构，各地应当根据项目建设、债券市场需求等合理确定专项债券期限。
简化债券信息披露流程	省级财政部门应当及时在本单位门户网站、中国债券信息网等网站披露地方债券发行相关信息，不再向财政部备案需公开的信息披露文件。
加快专项债券资金拨付使用	有条件的地方在地方债券发行前，可对预算已安排的债券资金项目通过调度库款周转，加快项目建设进度，待债券发行后及时回补库款。

资料来源：财政部及中银证券

3.3 严控新增债务，平稳化解存量债务

严控新增，隐性债务显性化

首先，针对目前地方政府债务不明晰、地方债务通过平台融资进行债务隐匿等问题，监管层面需要推进地方政府债务隐性融资的显性化，加大银行非标投资的穿透力度，理清平台融资渠道，同时堵住地方政府违法违规举借债务“后门”。融资渠道显性化的监管思路从今年出台的资管新规以及委贷新规可以看出。

图表49.资管新规及委贷新规加大非标穿透力度

时间	部门	文件	主要内容
2018-01-06	银保监会	《商业银行委托贷款管理办法》	<p>(1) 明确委托贷款的业务定位和各方当事人职责。《办法》明确商业银行作为受托人，按照权责利匹配原则提供服务，不得代委托人确定借款人，不得参与贷款决策，不得提供各种形式担保。</p> <p>(2) 规范委托贷款的资金来源。《办法》规定，商业银行不得接受受托管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等发放委托贷款。</p> <p>(3) 规范委托贷款的资金用途。《办法》规定资金不得用于生产、经营或投资国家禁止的领域和用途，不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得作为注册资本金、注册验资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等。</p> <p>(4) 要求商业银行加强委托贷款风险管理。《办法》要求商业银行将委托贷款业务与自营业务严格区分，加强风险隔离和业务管理。商业银行应建立、完善委托贷款管理信息系统，确保该项业务信息的完整、连续、准确和可追溯。</p>
2018/4/27	央行、银保监会、证监会	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	<p>(1) 限制期限错配。金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天。资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。</p> <p>(2) 打破产品刚性兑付。禁止 1) 资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益；2) 采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益；3) 资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。</p> <p>(3) 禁止产品多层嵌套。实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募基金投资公募基金除外）。</p>

资料来源：央行、银保监会、证监会及中银证券

为存量债务提供出路，避免引发系统性风险

除了严控新增债务，更重要的是为存量债务处置提供思路。监管应实行新老划断，允许存量业务的续作。在此基础上支持存量债务的平稳退出，借鉴上一轮监管经验，我们认为可以从以下几方面入手：

(1) **效仿上一轮融资平台债务处置方式，提升直接融资比例和债务置换速度。**从审计署 2013 年发布的报告中可以看到，在新预算法实施之前，地方政府债务资金主要来自于银行贷款、城投公司等间接融资途径，较少通过债券发行等直接融资途径；新预算法规定新增债务只能通过发行地方政府债券直接融资途径。因此我们认为，结合监管要求以及现存的隐性地方债务问题，对于新增的地方政府融资需求，将通过发行债券等直接融资的方式进行资金承接，提升直接负债占比；而对于存量融资平台债务，将加速推进置换债的发行。

(2) **适当延长融资平台还债期限。**融资平台的投资项目往往需要较长的资金回收期限，期初可能并没有经营收入对本息进行偿还，存在债务偿还期限-资金回收期限错配的问题，对平台的流动性带来一定压力。因此，适当的延长融资平台的债务期限或者完善债务置换将有助于平台的稳定经营。

(3) **推进平台公司的市场化转型。**我们前文前已经提到部分地方政府平台确实存在现金流无法覆盖负债本息的问题，且近年来地方政府平台的杠杆率不断提升，反映了平台更倾向“融资作用”而其经营能力存在提升空间。为了解决该问题，我们认为能够通过对平台进行产整合、债务重组等方式，优化平台企业的经营能力，促进平台公司成为优质的国有资本投资运营主体，提升融资平台的市场化投融资能力。

附录图表 50. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产
			(元)	(十亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
601398.SH	工商银行	买入	5.26	1,875	0.80	0.86	0.92	0.83	5.39
601939.SH	建设银行	买入	6.52	1,630	0.97	1.05	0.96	0.87	6.42
601988.SH	中国银行	未有评级	3.45	1,016	0.59	0.63	0.73	0.67	4.26
601288.SH	农业银行	买入	3.50	1,225	0.55	0.59	0.91	0.79	3.84
600036.SH	招商银行	买入	26.52	669	2.78	3.21	1.50	1.33	16.13
601998.SH	中信银行	未有评级	5.72	280	0.87	0.96	0.77	0.70	6.62
600016.SH	民生银行	中性	5.80	254	1.14	1.19	0.69	0.61	8.27
600000.SH	浦发银行	增持	9.98	293	1.85	1.88	0.74	0.65	12.45
601818.SH	光大银行	增持	3.45	181	0.60	0.64	0.67	0.62	4.41
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.26	93	1.55	1.64	0.63	0.56	10.17
601169.SH	北京银行	增持	5.67	120	0.89	0.96	0.76	0.70	6.63
601009.SH	南京银行	买入	7.11	60	1.14	1.36	1.05	0.96	5.80
002142.SZ	宁波银行	增持	15.85	80	1.84	2.29	1.60	1.34	10.19
601229.SH	上海银行	增持	10.98	120	1.40	1.72	0.94	0.86	9.85
600919.SH	江苏银行	未有评级	6.08	70	1.03	1.11	0.63	0.70	6.29
600926.SH	杭州银行	未有评级	7.71	40	0.89	0.92	0.76	0.87	6.35
002807.SZ	江阴银行	未有评级	5.44	10	0.46	0.49	1.05	0.98	5.20
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.55	10	0.54	0.61	1.11	1.03	5.02
601128.SH	常熟银行	未有评级	5.56	12	0.57	0.69	1.18	1.08	4.72
603323.SH	吴江银行	未有评级	6.05	9	0.50	0.59	1.05	0.98	5.77
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.63	10	0.42	0.47	1.23	1.14	4.85

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日 2018 年 8 月 17 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371