

宏觀與策略- 中國出現債務危機的可能性較低

❖ **從經濟生產比率來看，處於健康水平。**根據審計署公告，截止 2010 年末地方債務總額為人民幣 10.72 萬億元(人民幣·下同)，加上中央一級的國債存量 6.75 萬億元，以 2010 年名義 GDP 計算，中國政府總負債率為 43.9%，在國際上處於非常低的水平。根據 OECD 資料，2010 年“歐豬五國”的政府負債率分別為：葡萄牙 103.1%，意大利 126.8%，愛爾蘭 102.4%，希臘 147.3%，西班牙 66.1%；而西方發達經濟體如美國政府負債率為 93.6%，英國 82.4%，德國 87%，法國 94.1%，意大利 126.8%，日本更高達 199.7%。即使按政府債務與財政收入的比率來算，中國約 151% 的水平也遠低於發達國家，如日本已超過 700%，美國超過 300%，一些發展中國家如印度約 400%，巴西 200%。

❖ **快速增長的財政收入為償債提供後盾。**2010 年中央財政收入按年增長 18.3%，財政支出增長 10.3%，地方財政收入按年增長 19.3%。根據審計署資料，2010 年政府債務增長 18.9%，與財政收入增速相仿。2011 年上半年，中央財政收入增長了 27%，地方財政收入增長了 36%，仍舊維持高速增長。我們預計，下半年受土地出讓市場影響增速可能會放緩，但全年財政收入增速仍有望達到 25% 左右。考慮到今年信貸增速回落以及對“新債”的控制，全年地方債務增長率應低於 15%。快速增長的財政收入為償還債務提供了堅實的保障。未來財政收入預計仍將穩健增長，而債務擴張的步伐預計將放緩。因此債務收入比有望實現“軟著陸”式的平滑下降。

❖ **目前的風險來自期限錯配，但相信問題可以解決。**目前來看，近期面臨的主要風險是由於期限錯配導致今明兩年的償債壓力較大。據審計署，在政府負有償還責任的 6.7 萬億地方債務中，在 2011 年和 2012 年需要償還的金額合計超過人民幣 3.2 萬億，而銀監會對“新債”的嚴格限制使融資平臺的債務展期變得困難。在此情況下，逾期的情況或時有發生，但是我們相信地方政府乃至中央政府不會坐視大範圍逾期情況的出現，會在問題暴露之前採取一系列措施予以挽救。總而言之，中國債務短期出現系統性風險的可能性很小，其對市場的影響僅限於心理層面。

中國政府負債指標 (2010)

單位	人民幣萬億元
地方債務合計	10.72
中央一級債務合計	6.75
政府債務總額	17.47
名義 GDP	39.80
政府負債率	43.9%

中央財政收入	4.25
地方財政收入	7.30
全國財政收入總額	11.55
政府債務/財政收入	151.3%

來源：財政部、招銀國際整理

負債率比較 (2010)

中國	43.9%
美國	93.6%
日本	199.7%
德國	87.0%
法國	94.1%
英國	82.4%
加拿大	84.2%
澳大利亞	25.3%
意大利	126.8%
葡萄牙	103.1%
愛爾蘭	102.4%
希臘	147.3%
冰島	120.2%
西班牙	66.1%
韓國	33.9%

來源：OECD、招銀國際整理

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。