

宏观与策略- 中国出现债务危机的可能性较低

❖ **从经济生产比率来看，处于健康水平。**根据审计署公告，截止 2010 年末地方债务总额为人民币 10.72 万亿元(人民币·下同)，加上中央一级的国债存量 6.75 万亿元，以 2010 年名义 GDP 计算，中国政府总负债率为 43.9%，在国际上处于非常低的水平。根据 OECD 资料，2010 年“欧猪五国”的政府负债率分别为：葡萄牙 103.1%，意大利 126.8%，爱尔兰 102.4%，希腊 147.3%，西班牙 66.1%；而西方发达经济体如美国的政府负债率为 93.6%，英国 82.4%，德国 87%，法国 94.1%，意大利 126.8%，日本更高达 199.7%。即使按政府债务与财政收入的比率来算，中国约 151% 的水平也远低于发达国家，如日本已超过 700%，美国超过 300%，一些发展中国家如印度约 400%，巴西 200%。

❖ **快速增长的财政收入为偿债提供后盾。**2010 年中央财政收入按年增长 18.3%，财政支出增长 10.3%，地方财政收入按年增长 19.3%。根据审计署资料，2010 年政府债务增长 18.9%，与财政收入增速相仿。2011 年上半年，中央财政收入增长了 27%，地方财政收入增长了 36%，仍旧维持高速增长。我们预计，下半年受土地出让市场影响增速可能会放缓，但全年财政收入增速仍有望达到 25% 左右。考虑到今年信贷增速回落以及对“新债”的控制，全年地方债务增长率应低于 15%。快速增长的财政收入为偿还债务提供了坚实的保障。未来财政收入预计仍将稳健增长，而债务扩张的步伐预计将放缓。因此债务收入比有望实现“软着陆”式的平滑下降。

❖ **目前的风险来自期限错配，但相信问题可以解决。**目前来看，近期面临的主要风险是由于期限错配导致今明两年的偿债压力较大。据审计署，在政府负有偿还责任的 6.7 万亿地方债务中，在 2011 年和 2012 年需要偿还的金额合计超过人民币 3.2 万亿，而银监会对“新债”的严格限制使融资平台的债务展期变得困难。在此情况下，逾期的情况或时有发生，但是我们相信地方政府乃至中央政府不会坐视大范围逾期情况的出现，会在问题暴露之前采取一系列措施予以挽救。总而言之，中国债务短期出现系统性风险的可能性很小，其对市场的影响仅限于心理层面。

中国政府负债指标 (2010)

单位	人民币万亿元
地方债务合计	10.72
中央一级债务合计	6.75
政府债务总额	17.47
名义 GDP	39.80
政府负债率	43.9%

中央财政收入	4.25
地方财政收入	7.30
全国财政收入总额	11.55
政府债务/财政收入	151.3%

来源: 财政部、招银国际整理

负债率比较 (2010)

中国	43.9%
美国	93.6%
日本	199.7%
德国	87.0%
法国	94.1%
英国	82.4%
加拿大	84.2%
澳大利亚	25.3%
意大利	126.8%
葡萄牙	103.1%
爱尔兰	102.4%
希腊	147.3%
冰岛	120.2%
西班牙	66.1%
韩国	33.9%

来源: OECD、招银国际整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。