

2014 年上海市人民政府债券

信用评级报告



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

二〇一四年八月二十二日

评级声明

一、本信用评级报告结论是大公国际资信评估有限公司(下称“大公”)在履行尽职调查和诚信义务的基础上,按照财政部《关于 2014 年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见》,依据大公地方政府信用评级方法做出的独立判断,不存在受评对象或其他任何组织及个人对评级行为的影响。

二、大公履行了必要的尽职调查程序。

三、本信用评级报告结论是在受评对象提供的当地经济、财政、政府债务及其他数据真实、可靠的基础上,对其当期债务信用状况做出的综合评价,不作为报告使用者投资决策的唯一参考依据,大公不承担因使用本评级结果而产生的任何法律责任。

四、大公拥有跟踪评级、变更等级和公告的权利。

五、本信用评级报告版权属大公所有,未经授权,任何机构和個人不得复制、转载、出售和发布;如引用、刊发,须注明出处且不得歪曲和篡改。

2014 年上海市政府债券 信用评级报告

大公报 D【2014】737 号

信用等级

评级结果	AAA
评级时间	2014 年 8 月 22 日

评级小组负责人：尼楚君
评级小组成员：席宁 刘道全
王小玲 金晔
邢志娟 郭佳丽

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

大公将 2014 年上海市政府债券信用等级评定为 AAA。给予这一评级结果的理由是：

- 上海市偿债环境较好，为经济可持续发展和财政实力提升创造了有利条件。上海具备区位、人才、资本、技术等多项资源优势；政府职能转变较快，市场化程度高；信用环境稳定，有利于支撑实体经济发展。

- 上海财富创造能力强，经济实力雄厚，为财政实力提升提供有力支撑。2013 年上海地区生产总值为 2.16 万亿元，在四个直辖市中排名第一，在全国 31 个省级行政区¹中排名第 12 位。经济结构不断

¹考虑到数据可得性和可比性，此处选取可比对象包括 31 个省级行政区（香港、澳门、台湾除外），下同。

优化，第三产业发展较为强劲，2013年占比为62.2%，对税收贡献超过70%。经济增长动力充足，消费是拉动经济主要动力，2013年消费对经济增长的贡献率为70%左右，满足了中国经济扩大内需促进增长的现实发展需要，未来经济发展可持续性较强。

●上海政府可用偿债来源稳定，对偿债具有较强的保障。上海市2013年公共财政收入规模为4,109.50亿元，在四个直辖市中排名第一，在全国31个省级行政区中排名第4位，政府性基金收入2,340.40亿元，财政支出弹性强，积累机制健全，现金流充裕，可用偿债来源稳定性较强，与财富创造能力偏离度²为1.43，处于较低水平，有效保障政府偿债能力。

●上海市政府性债务风险可控。上海逐步规范与完善债务管理制度使得债务规模下降，存量债务期限结构较为合理，债务风险可控。2013年末政府负有偿还责任的债务比2013年6月末下降238.30亿元，呈现出财力持续增长、债务余额回落态势，可用偿债来源足以覆盖负有偿还责任的债务，覆盖倍数为1.1倍。2012年政府负有偿还责任债务的债务率为76.1%，低于国际警戒线（90%~150%）下限。未来有较大的新增债务空间。

●本次发行债券债务偿还安全度³为4.83，处于高水平，且债务本息偿还资金纳入公共财政预算，充分保障了本次发行债券的偿还。

大公国际资信评估有限公司

二〇一四年八月二十二日

²偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。偿债来源偏离度 = $\sum(\text{各类可用偿债来源} \times \text{风险系数}) / \sum \text{各类可用偿债来源}$ ，其中，风险系数的取值范围为1~5，风险系数与可用偿债来源的可靠性呈现负向关系，即可用偿债来源的可靠性越强，对应的风险系数越小。

³债务偿还安全度是指债务主体经过风险调整后的可用偿债来源对债务的保障程度，债务偿还安全度越高，说明债务主体经过风险调整后的可用偿债来源对债务的保障程度越强，偿债能力越强。债务偿还安全度是将地区经济等因素作为调整系数对债务保障倍数进行调整后得到的，取值范围为0~5，该指标反映了债务的安全等级，指标值越大，债务安全等级越高。其中，债务保障倍数 = $\{\sum[\text{每种偿债来源} \times (1/\text{风险系数})]\} / \text{存量债务}$ ，风险系数与偿债来源偏离度的风险系数相同，分子表示的是将各种偿债来源转化为标准偿债来源，该指标反映了标准化后的偿债来源对存量债务的保障程度。

评级报告导读

大公地方政府债券信用评级回答的是基于地方政府可用偿债来源与财富创造能力的偏离度确定的债务偿还安全度。上海市人民政府债券信用评级报告是依据大公地方政府信用评级方法，通过偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面对本次债券债务偿还安全度做出的判断。

大公地方政府债券信用等级确定的逻辑思路：偿债环境是影响债务人财富创造能力和偿债来源的宏观制度环境；债务人财富创造能力是其偿债来源的根本和基石；梳理债务人偿债来源，对每种偿债来源进行分类和预测排序，在此基础上确定债务人可用偿债来源与财富创造能力的偏离度，一般来说，偏离度越大，可用偿债来源稳定性越弱，债务偿还安全度越低；反之，偏离度越小，可用偿债来源稳定性越强，债务偿还安全度越高。运用每种偿债来源的风险因素对偏离度进行调整，确定债务偿还安全度，据此确定信用等级，债务偿还安全度越高，信用等级越高；反之，债务偿还安全度越低，信用等级越低。

大公地方政府信用评级主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源、偿债能力四个方面对债务人本次发行债券信用状况进行分析，具体要素分析如下：

1. 偿债环境是指影响债务人债务偿还能力的宏观环境，主要从法律政策环境和信用环境两方面分析宏观制度环境对债务人经济增长和偿债来源的影响。

2. 财富创造能力主要指地区经济总量和债务人财政收入增长水平，分析的是债务人所属地区经济增长能力及其经济增长对偿债来源的贡献。对地方政府来讲，财富创造能力重点分析地区主税产业发展潜力及对税收贡献的趋势。

3. 偿债来源是指债务人在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配现金，主要通过分析政府初级偿债来源、政府支出、可用偿债来源，对债务人可用于偿债的资金来源可靠性进行判断，并通过可用偿债来源与财富创造能力偏离度衡量债务人可用

偿债来源风险。

4. 偿债能力是指债务人在一定时间内由可用偿债来源决定的最大负债数量区间及其对存量债务、新增债务的安全保障程度，从总债务偿还能力、存量债务偿还能力、新增债务偿还能力三个方面进行衡量，偿债能力分析是依据可用偿债来源与财富创造能力偏离度对债务人债务偿还安全度进行的综合考察。

注：大公对地方政府的信用评级有别于中央政府，中央政府的信用等级是为国际投资人提供的信用信息，它是在不同国家间进行比较的结果；地方政府的信用等级是为国内投资人提供的信用信息，它是在本国不同地方政府间进行比较的结果，因此，中央政府与地方政府信用等级不具有可比性。

一、债务人概况

1. 行政概况。上海是中国四个直辖市之一，位于中国南北海岸中心点，长江和黄浦江入海汇合处，是长江三角洲地区的龙头城市，是中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心。上海下辖 16 个区和 1 个县。上海总面积为 6,430.5 平方公里。至 2013 年末，上海市常住人口 2,415.15 万人，占全国总人口的 1.8%。

2. 经济总量。2013 年上海地区生产总值 21,602.12 亿元，占全国 GDP 的 3.8%，比上年增长 7.7%；2014 年上半年全市生产总值同比增长 7.1%。2013 年全市人均生产总值 9.01 万元，在全国 31 个省级行政区中排名第 3 位。预计未来三年，上海经济仍将平稳增长。

3. 财政规模。2013 年上海实现公共财政收入 4,109.5 亿元，在四个直辖市中排名第一，在全国 31 个省级行政区中排名第 4 位，同比增长 9.8%，2014 年上半年，公共财政收入增长 16.5%。2009~2013 年平均增速 11.8%，预计未来三年，财政收入将平稳增长。

4. 债务规模。截至 2013 年末，上海市政府负有偿还责任的债务 4,956 亿元，负有担保责任的债务 509 亿元，可能承担一定救助责任的债务 2,821 亿元。政府负有偿还责任的债务比 2013 年 6 月末下降 4.6%。

5. 债务率⁴。根据审计结果，截至 2012 年末，政府负有偿还责任债务的债务率为 76.1%，低于国际警戒线（90%~150%）下限。

二、本次发行债券相关信息

1. 发行规模。2014 年上海政府债券发行总额为 126 亿元。发行后按规定可在全国银行间债券市场和证券交易所债券市场上市流通。

2. 债券期限结构。本次债券发行期限为 5 年、7 年、10 年，计划发行规模分别为 50.4 亿元、37.8 亿元和 37.8 亿元。

3. 债务偿还计划。各期债券利息按年支付，到期后一次性偿还本金。债券利率为固定利率。

⁴此处及下文债务率指标采用上海市审计局口径，即债务余额与地方政府综合财力比率，数据取自上海市政府性债务审计结果（2014 年 1 月 24 日公告）。

4. 募集资金用途。本次债券全部转贷有关区县政府，主要用于重大公益性项目支出等。

5. 偿债资金安排。转贷各区县的债券资金均按 5 年、7 年和 10 年期限及 4: 3: 3 的比例执行。本期债券收入和本息偿还资金均纳入相关区县公共财政预算。

三、偿债环境

良好的偿债环境有利于上海经济增长和财政实力提升。区位、人才、技术等资源优势为上海经济发展提供了基础条件；明确的发展战略、健全的财政管理体制与政府职能转变为经济发展提供制度保障；信用环境稳定，金融改革与创新加强了信用环境服务于实体经济的能力，为经济增长与财政实力提升提供保障。

1. 资源禀赋

区位、人才、技术等极具优势的资源禀赋为上海经济发展提供了基础条件。

从区位要素来看，国际性港口优势和长江三角洲龙头地位是上海经济发展的根本条件。

港口设施方面，港区拥有各类码头泊位 1, 183 个，其中万吨级以上生产泊位 243 个，码头线总长为 122. 9 公里。港内河港区货主专用码头泊位 1, 007 个，最大靠泊能力 30 万吨级。2013 年上海港货物吞吐量完成 7. 76 亿吨，同比增长 5. 5%；集装箱吞吐量完成 3, 361. 7 万国际标准箱，同比增长 3. 3%。货物吞吐量连创新高，集装箱吞吐量继续保持世界第一。

临港产业方面，上海临港产业区面积 241 平方公里，主要分为重装备区、物流园区、主产业区、综合园区、奉贤园区五大功能区，已基本形成了汽车整车及零部件、大型船舶关键件、发电及输变电设备、海洋工程设备、航空零部件配套等五大装备产业制造基地。根据国家经济发展战略与城市总体规划的要求，上海临港产业区将建成集先进

重大装备、民用航空制造、现代物流、海洋科技、研发服务、出口加工、教育培训等功能为一体的国家新型工业化产业示范基地。

交通设施方面，上海交通设施较为完善，交通便利。截至 2014 年 7 月，上海轨道交通总里程达 567 公里（不含磁悬浮、金山铁路，3、4 号线共线段不重复计算），车站共计 332 座，工作日日均客流约 670 万人次，运营规模位列世界第一；航空方面，上海拥有上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场两座国际机场，上海浦东国际机场为中国三大国际航空港之一；铁路方面，拥有上海南站、上海火车站、上海虹桥火车站三大火车站，上海虹桥综合交通枢纽在全球范围首开高铁与机场融合之先河，是目前全球最大的综合交通枢纽。

长江三角洲龙头地位为上海经济发展创造有利条件。2010 年 5 月 24 日，国务院正式批准实施的《长江三角洲地区区域规划》明确了上海在长江三角洲地区发展的龙头作用。一方面，优化提升上海核心地位，充分发挥国际经济、金融、贸易、航运中心作用，有利于发展现代服务业和先进制造业，加快形成以服务业为主的产业结构，进一步增强创新能力；另一方面，加快区域一体化进程，促进生产要素跨地区自由流动，增强上海资源配置能力。

从人力要素来看，上海作为中国经济和金融中心，对国内外人才具有强大吸引力，人力资源充足。2009 年初，上海市委、市政府印发了《关于进一步优化上海人才发展环境的若干意见》和《上海市引进人才申办本市常住户口试行办法》等相关人才优化引进政策，为上海经济发展储备了高质量的人力资源。

从技术要素来看，上海重视技术创新。技术投入方面，2013 年用于研究与试验发展（R&D）经费支出 737 亿元，相当于上海地区生产总值的 3.4%，从 2010 年到 2013 年呈现逐年上升趋势。技术创新方面，2013 年受理专利申请量 86,450 件，比上年增长 4.6%，其中发明专利 39,157 件，增长 5.4%。全市国家级创新型企业达到 15 家，国家级创新型试点企业 19 家，市级创新型企业达到 500 家。2013 年内全市认定和复审高新技术企业 1,446 家，认定高新技术成果转化项

目 709 项,其中电子信息、生物医药、新材料等重点领域项目占 86.3%。

整体来看,良好的资源禀赋优势为上海经济发展提供了基础条件,有利于其经济增长与财政实力提升。

2. 制度环境

明确的发展战略、健全的财政管理体制与政府职能转变为经济发展提供制度保障。

发展战略方面,以“四个中心”为主的国家战略明确了上海的发展定位,将上海建设成为“国际经济中心、国际金融中心、国际贸易中心、国际航运中心”。2009 年 4 月,国务院正式发布了《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,进一步明确了加快上海国际金融中心和国际航运中心建设的目标与相关政策措施,从国家战略的高度加快了“四个中心”建设,落实了相关政策与具体方案,为经济发展指明了方向,有效促进了经济增长。

自由贸易试验区(以下简称“自贸区”)建设方面,以自贸区建立为契机,上海加快贸易、航运、金融等多个领域的发展,促进了制度创新。投资管理方面,实行负面清单管理制度、商事登记制度、企业准入“单一窗口”制度,实施外商投资管理制度、境外投资管理方式改革,大幅度简化了企业注册手续,暂停或取消 6 个领域与 18 个行业准入限制;贸易监管方面,“一线放开、二线管住、区内自由”监管制度、研究货物状态分类监管制度、探索建立国际贸易“单一窗口”管理制度,提高了贸易便利化水平;金融制度创新方面,自贸区建立了自由贸易账户体系、推进投融资汇兑便利、人民币跨境使用、利率市场化试点和外汇管理改革,同时各类金融机构新增 2,297 家,开展金融创新业务,增强了金融服务功能,不断完善金融监管和建立防范金融风险的机制;综合管理方面,自贸区管委会承接相关部门下放的 60 多项行政审批事项,探索公开透明、可预期的行政权力公开制度,通过建立安全审查制度、反垄断审查制度、健全社会信用体系、

建立企业年度报告公示和经营异常名录制度、健全信息共享和综合执法制度、建立社会力量参与市场监督制度，加强对市场主体“宽进”以后的过程监督和后续管理，保障自贸区经济平稳运行。自贸区制度创新为上海经济增长创造了良好的发展环境。

从财政管理制度来看，上海在财政管理过程中坚持稳中求进、改革创新，继续实施积极的财政政策。在财税管理体制改革方面，深化完善“十二五”期间市与区县财税管理体制，在全国率先开展“营改增”试点，推动经济结构调整和发展转型升级；在财政支出方面，优化财政支出结构，重点支持民生项目，厉行节约，严控“三公经费”等支出；在财政预算管理方面，盘活财政存量，建立结转结余资金定期清理机制，加大资金统筹使用力度；全面推进现代国库集中收付制度，建立动态监管体系，不断扩大绩效评价范围，严肃财经纪律，建立预算、执行、监督制衡机制；在市与区县财政收入的分配方面，加强市与区县协调发展，加大市对区县转移支付力度，增强了区县财政保障能力，为上海市与区县经济联动发展、优化财税结构创造了良好的制度环境。

从政府职能转变来看，上海以政府管理创新为重点，以决策、执行、监督为关键环节，加快行政体制改革，建设服务政府、责任政府、法治政府、廉洁政府，把上海建设成为全国行政效能最高、行政透明度最高、行政收费最少的行政区之一，为经济发展营造良好的法律制度环境，促进了经济的有序发展。具体来看，一是强化政府公共服务职能。完善政府经济调节、市场监管职能，创造公平竞争的市场环境。二是创新政府管理方式。深化行政审批制度改革，加强行政审批标准化建设。近五年共取消调整行政审批 1,040 项，并建立健全权力清单、负面清单和监管清单制度，突出了市场在资源配置中的决定性作用，促进了经济有序、高效发展。三是加强依法行政制度建设。推动社会管理和公共服务领域的立法，完善规范政府共同行为的立法，规范重大行政决策和行政执法程序。健全科学决策、民主决策、依法决策机制，提高公共决策透明度和公众参与度。四是完善“两级政府、三级管理”

体制。依法规范和合理划分市、区县、街镇的管理权限,清理各级政府融资平台债务,建立政府性债务风险预警和监控机制,规范和加强政府性债务管理。

整体来看,明确的发展战略、健全的财政管理体制与政府职能转变为经济发展提供制度保障,为经济增长与财政水平提升创造了良好的环境。

3. 信用环境

信用环境稳定为上海经济发展提供资金支持。

在信用供给规模方面,充足的信用供给满足经济转型的需求,有效提升了经济发展水平与质量。2013年,上海社会融资规模为7,978.3亿元,占全国社会融资总量的比重为4.6%。其中,投向第三产业的贷款增量占全部境内企业贷款(不含票据融资)增量的79.0%,比重同比大幅提高,为建立以服务业为主的产业体系提供了有力保障。

在信用监管环境方面,上海金融法治环境不断优化,金融市场体系不断完善,在全国率先成立金融审判庭、金融检察科、金融仲裁院,推出《上海国际金融中心法治环境建设》白皮书,为信用环境的稳定发展提供了保障。

在信用工具创新方面,金融产品呈现多元化发展。金融产品在以传统股票、债券等基础性金融产品基础上,不断创新,近年来推出住房抵押贷款支持证券、汽车消费贷款支持证券,期货产品、金融衍生产品等创新产品。未来结构性衍生产品、黄金ETF、钯金交易产品也将推出,不断丰富信用工具,为信用供给增加提供渠道。

在信用关系方面,上海地区信用关系较为稳定。上海注重信用资源服务于实体经济的能力,加强对战略性新兴产业、现代服务业、中小企业、重大基础设施建设、民生的信用支持,有效促进经济增长。2013年末,上海金融机构不良贷款率为0.8%,处于较低水平,信用关系较为稳定,为实体经济发展提供了有力保障。

整体来看,上海信用资源充足,信用环境稳定。值得注意的是,

过度信用资源如果不能与实体经济有效结合，将会降低信用资源使用效率，从而产生信用风险。

四、财富创造能力

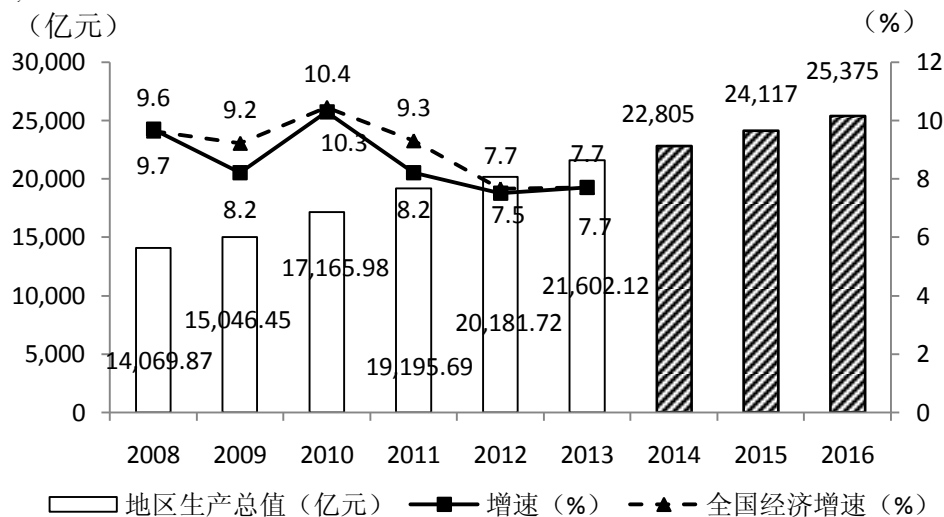
基于良好的偿债环境，上海经济总量不断增加，经济结构不断优化，经济增长动力充足，未来财富创造潜力较大，将有力提升政府财政实力。

1. 财富创造能力基本情况

上海经济总量大，经济增长平稳，第三产业是推动经济发展的主导产业和主要税源产业。

上海经济总量大。2013 年上海经济总量为 20,612.12 亿元，在四个直辖市中排名第一，经济增长率为 7.7%；人均 GDP 为 9.01 万元，在全国 31 个省级行政区中排名第 3 位。近年来上海经济保持持续平稳增长，2008~2013 年平均增长率 8.6%，经济增速波动较小。预计未来上海地区生产总值仍将平稳增长。

图 1 上海地区生产总值及增速



数据来源：2013 年上海统计年鉴，2013 年上海市国民经济和社会发展统计公报，国家统计局

注：图中 2014~2016 年地区生产总值为大公预测

从经济结构来看，第三产业对经济和税收的贡献显著，经济结构持续优化。1999 年第三产业占比已经超过 50%，成为上海经济发展的

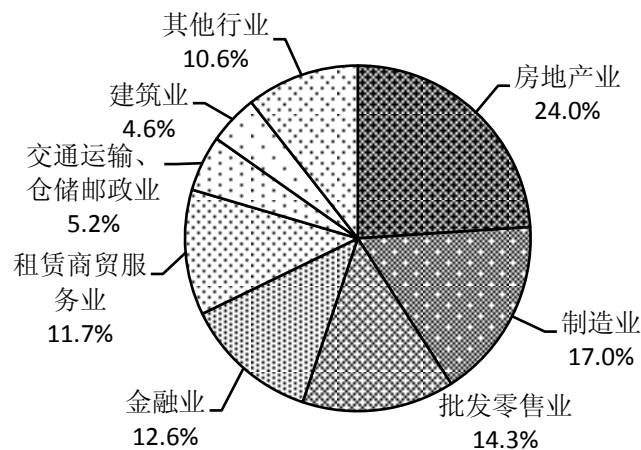
主导产业，第三产业比重持续提高,2013年上海三次产业结构比例为0.6:37.2:62.2。

从第二产业来看，第二产业效益持续提升，内部结构不断优化，第二产业向着中高端方向发展。2013年，上海第二产业增加值为8,027.77亿元，增长率为6.1%，上海工业全年完成主营业务收入34,533.53亿元，同比增长2.9%，而主营业务成本为28,569亿元，增长1.5%，低于收入增幅。2013年，实现工业利润2,415.2亿元，全市工业经济效益继续向好，增长13.1%，产品产销率99.1%，高于全国标准值3个百分点。从战略性新兴产业制造业来看，2013年，节能环保、新一代信息技术、生物医药、高端装备、新能源、新材料和新能源汽车等战略性新兴产业制造业增加值为1,511.14亿元，比上年增长4.0%，占第二产业增加值比重为18.8%。

从第三产业来看，第三产业对经济增长的贡献率高达68.4%。2013年，上海第三产业增加值为13,445.07亿元，增长率为8.8%，占上海地区生产总值的62.2%，比上年提高1.8个百分点。第三产业主要以房地产业、批发零售业、金融业为主。2013年，这三个行业增加值占第三产业增加值比重达57.3%，各行业增加值同比分别增长11.3%、7.1%和13.7%。

上海税源稳健，产业发展多元化，在很大程度上保障了政府财政实力的稳步提升。

图2 2013年上海地方级税收收入贡献行业



数据来源：上海市税务局

从制造业来看，六个重点发展工业行业为电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工及精细化工制造业、精品钢材制造业、成套设备制造业和生物医药制造业，2013 年共完成工业总产值 21,585.91 亿元，比上年增长 4.5%，在全部工业总产值中占比为 63.7%。2013 年，制造业对地方级税收贡献达到 17.0%。随着制造业内部产业不断优化升级，制造业仍将是主导产业和主要税源产业之一。

表 1 2013 年上海六个重点发展的工业行业增长情况

单位：亿元，%，个百分点

行业	工业总产值	增速	对全市工业增长贡献率	拉动全市工业增长
六个重点发展的工业行业	21,585.91	4.5	70.0	3.0
电子信息产品制造业	6,486.35	-1.8	-9.1	-0.4
汽车制造业	4,884.08	15.9	50.0	2.2
石油化工及精细化工制造业	4,148.22	8.4	24.3	1.1
精品钢材制造业	1,517.07	-1.5	-1.7	-0.1
成套设备制造业	3,713.40	-0.6	-1.6	-0.1
生物医药制造业	836.80	14.9	8.1	0.4

数据来源：上海市经济和信息化委员会

从金融业来看，2013 年全年实现金融业增加值 2,823.29 亿元，比上年增长 13.7%，对税收贡献达到 12.6%。从金融机构来看，2013 年末全市各类金融单位达到 1,240 家，其中，在沪经营性外资金融单位达到 215 家，外资金融机构代表处 198 家。大量国外金融机构进驻及未来金砖国家开发银行落户将进一步加速上海国际金融中心建设进程。从金融产品来看，上海金融产品丰富且不断创新，与国际金融市场接轨程度高，极大活跃了国内外金融市场。从金融市场体系来看，上海已形成了包括股票、债券、货币、外汇、商品期货、金融期货与黄金市场等在内的全国性金融市场体系。从金融交易量来看，2013 年，金融市场（不含外汇市场）交易总额达到 588.87 万亿元，上海证券交易所各类有价证券总成交金额 86.51 万亿元(同比增长 58%)，上海证券交易所股票交易额位居全球第五，股票市值位居全球第七。综合来看，上海金融业实力较强，国际化发展进程不断加快，为上海

地区经济提升提供有力的资金支持，促进经济实力增强；同时金融业发展直接扩展了税收基础，支持财政实力增长。

表 2 2013 年全球十大证券交易所股票市值

单位：亿美元

证券交易所	股票市值	排名
纽约证券交易所	179,498.84	1
纳斯达克证券交易所	60,849.70	2
东京证券交易所	45,431.69	3
伦敦证券交易所	44,289.75	4
欧洲证券交易所	35,839.00	5
香港证券交易所	31,007.77	6
上海证券交易所	24,969.90	7
多伦多证券交易所	21,138.22	8
德国证券交易所	19,361.06	9
瑞士证券交易所	15,407.00	10

数据来源：世界交易所联合会

从房地产业来看，2013 年房地产业实现增加值 1,343.77 亿元，比上年增长 11.3%，商品房销售面积 2,382.2 万平方米，增长 25.5%。其中，商品住宅销售面积 2,015.81 万平方米，增长 26.6%。2013 年，房地产业占地方级税收收入比重为 24.0%。虽受到国内房地产市场波动的影响，但根据《上海市住房发展“十二五”规划》，上海不断扩大廉租住房受益面、加快推进旧区改造，房地产投资需求依然较强。

从批发零售业来看，2013 年批发零售业实现增加值 3,533.1 亿元，比上年增长 7.1%。其中，商品销售总额 60,496.05 亿元，增长 12.5%；住宿餐饮业实现增加值 314.34 亿元，增长 2.3%。批发零售业的稳步发展为上海财税奠定坚实的基础，2013 年，批发零售业占地方级税收收入比重为 14.2%。未来，随着居民收入的提升将进一步加大消费需求，带动批发零售业的持续发展，因此，批发零售业仍将是地方财政的重要税源行业。

从租赁商贸服务业来看，长三角区域合作不断深化，为上海租赁商贸服务业区域化聚集发展创造了有利条件。2013 年上半年，租赁商贸服务业总产值为 2,670.87 亿元，比上年同期增长 10.3%，占服

务业的比重为 35.9%。2013 年，租赁商贸服务业占地方级税收收入比重为 11.7%。随着上海着力发展以服务业为主的产业体系，上海租赁商贸企业将加强服务种类创新、服务内容创新、组织创新、品牌创新、发展战略创新等，这将促进租赁商贸服务业的发展，未来租赁商贸服务业仍将是地方财政的重要税源行业。

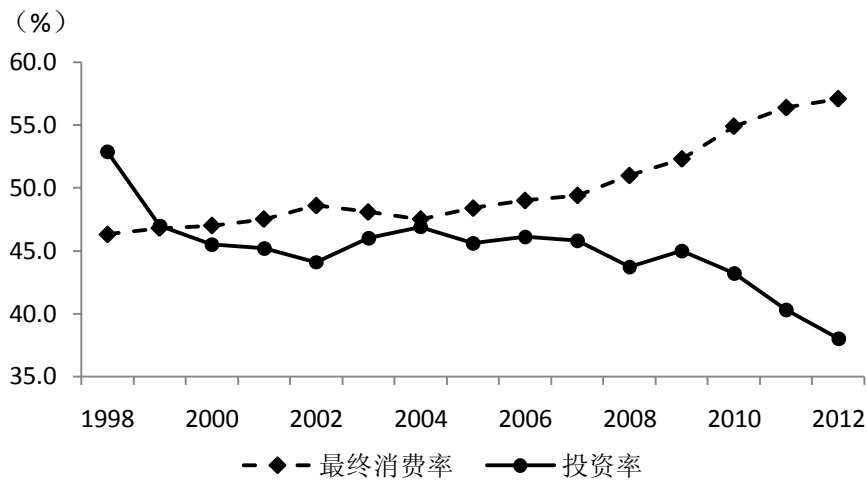
从会展业来看，上海会展业近年来保持着持续、较快的增长态势，展览总规模仍保持全国会展城市之首，展览会的国际化、专业化、市场化、品牌化特征日益凸显。据上海市会展行业协会统计的数据，2013 年，上海共举办各类展会 793 个，展览总面积达到 1,200 万平方米，继续在全国各城市中处于领先。2014 年 9 月，位于虹桥商务区的中国博览会综合体即将进入试运营，2015 年正式投入使用，这为未来上海会展行业发展带来新的机遇。根据上海会展业发展“十二五”规划目标，到 2015 年上海要初步建成亚太地区的国际会展中心城市之一，打造成为亚太地区综合会展服务功能完善、法规制度基本健全、国际高端会展优势突出、国际化水平较高、专业性会展高度发展、市场运行机制较为成熟、展会场馆设施较为齐全的国际会展之都。未来上海会展业继续稳步发展，为上海经济增长提供有力支撑，从而有利于促进税源的扩充。

上海经济增长主要依靠消费，投资和外贸对经济增长作用趋于平稳。

从市场需求结构来看，目前消费是上海经济增长的主要动力。2012 年，上海最终消费率为 57.1%，2013 年社会消费品零售总额 8,019.05 亿元，同比增长 8.6%，近五年平均增长 12.3%。上海居民人均可支配收入水平高，促使消费成为拉动经济的坚实基础，2013 年城市、农村居民家庭人均可支配收入分别为 43,851 元、19,208 元，同比分别实际增长 6.6%和 7.9%，收入水平在全国各省级行政区排名均为第一。随着国际大都市和贸易中心建设，国内外市场需求有力促进了消费对经济增长的拉动作用。未来，随着上海人均可支配收入的

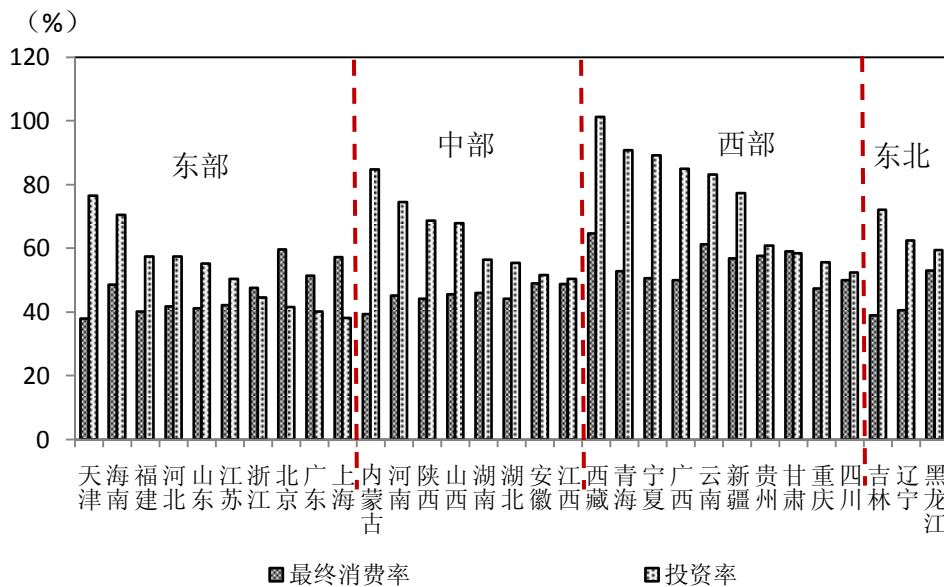
逐年提升，消费动力仍然强劲。

图3 1998~2012年上海最终消费率与投资率趋势



数据来源：2013年上海统计年鉴

图4 2012年各省级行政区最终消费率与投资率对比

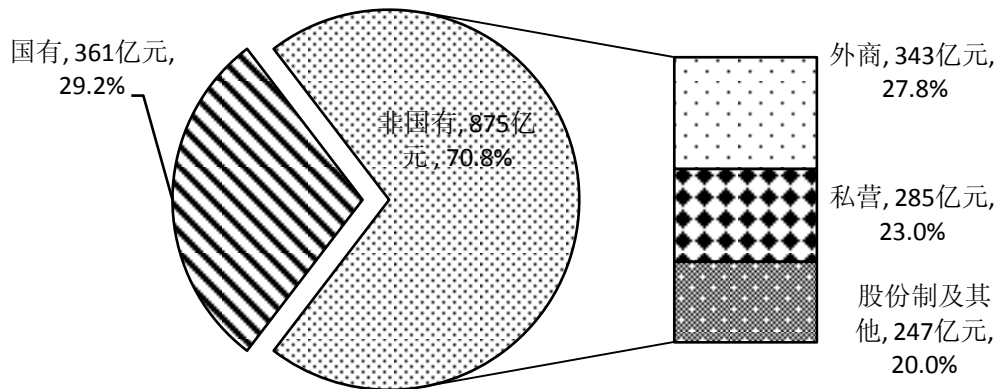


数据来源：2013年中国统计年鉴

从投资对经济增长作用来看，投资不再是拉动经济的主要动力。2012年，上海投资率为38.0%，2013年固定资产投资总额为5,647.79亿元，增长率为7.5%，占GDP的27.4%。其中，工业固定资产投资完成1,236.35亿元，比上年下降4.4%。六大重点产业投资平稳增长，尤其是生物医药、汽车行业规模实现较大提升。精品钢材制投资呈较

大降幅，投资产业结构转型明显。从投资企业性质来看，非国有投资占重要地位。2013 年工业投资中，非国有投资占比超过 70%，外商、私营经济完成投资占比超过 50%，是推动工业投资的主要力量。总体来看，虽然投资对经济增长拉动作用下降，但在推动产业转型升级方面起到了积极作用。

图 5 2013 年上海市工业投资结构情况



数据来源：上海市经济和信息化委员会

从进出口来看，进出口对经济拉动作用逐渐好转。2013 年进出口规模为 4,413.98 亿美元，比上年增长 1.1%。其中，进口 2,371.54 亿美元，增长 3.1%；出口 2,042.44 亿美元，下降 1.2%。外贸出口主要以机电产品和高新技术产品为主，出口国家及地区主要是美国、欧盟、日本和东盟。2013 年上海对香港、美国、欧盟等主要市场进出口均实现了正增长，分别增长 4.0%、4.6%和 1.6%；中东地区、非洲等新兴市场成为上海外贸新的增长亮点，中东地区和非洲分别增长 5.6%和 14.4%；澳大利亚也实现了 10.1%的较大幅度增长。2014 年 1~6 月，对欧盟实现进出口 500.7 亿美元，大幅增长 17.7%；美国 354.1 亿美元，增长 4.3%；日本 264.8 亿美元，增长 1.6%；中东地区和拉美分别增长 8.0%和 16.7%，澳大利亚也实现了 25.2%的较大幅度增长，多元贸易格局降低了上海外贸风险，在一定程度上保障了经济的稳步增长。

2. 未来财富创造动力

未来消费仍将是拉动经济增长的主动力，投资将有利于产业转型升级，进出口对经济拉动作用将有所提升。

从消费动力来看，未来随着上海国际化水平的提高和经济、金融、贸易、航运四个中心的建设，经济仍将持续平稳增长，居民收入水平将稳步提升，上海消费需求将进一步扩大，消费仍将是上海经济增长的主要动力。

从投资动力来看，上海城镇化率已达到 90%以上，基础设施较完善，因此，投资对经济直接拉动作用有限。上海政府着力发展战略性新兴产业，鼓励自主创新，技术改造投资稳步上升。2013 年上海全市技术改造投资达 705 亿元，占工业投资的 57%。其中汽车、装备等行业中的产品升级换代和工艺流程改造项目投资占比较大。稳步增长的技术改造投资将有力支持产业创新升级，增强产业竞争力，从根本上提高经济增长效率和水平。在转变经济增长方式、产业创新升级的背景下，未来投资结构的优化将在一定时期内成为上海经济增长动力。

从外贸进出口动力来看，未来随着欧美市场经济复苏，上海国际化进程将进一步加快，贸易便利化程度随之提升，外贸进出口对经济增长的拉动作用将逐步增强。其中，货物贸易将有效带动制造业、物流业和运输业等相关产业的发展，拉动经济增长；服务贸易将带动相关服务业的发展，推动经济增长。2013 年服务贸易进出口规模为 1,725.40 亿美元，约占全国的三分之一。随着国际大都市的建设，上海服务贸易将成为促进贸易增长的主导力量。

未来，现代服务业、先进制造业、战略性新兴产业的快速发展将继续推进上海产业结构调整和经济转型升级，“四新”经济⁵发展将进一步提升上海国际竞争力。

从政策支持方面，未来国家和上海政府将继续着力推进先进制造业、战略性新兴产业、现代服务产业的发展。根据 2009 年国务院发

⁵新产业、新业态、新技术和新模式，简称“四新”经济。

布的《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，以及上海政府发布的《上海市国民经济和社会发展第十二个五年（2011—2015 年）规划纲要》和《上海市战略性新兴产业发展专项资金管理细则》，政府将不断推进现代服务业、先进制造业、战略性新兴产业快速发展。

从发展基础来看，上海人才资源和技术创新投入将有力支持未来高新技术发展和自主创新增强，进一步加快产业转型升级。分行业来看，汽车产业持续提升研发设计和创新能力，推进自主品牌建设，根据市场需求变化及时调整生产计划，加大节能产品应用力度；高技术船舶和海洋工程装备将进一步提升市场占有率，配套产业向长兴海洋装备岛和临港产业区集聚发展；电子信息制造业加快转型升级步伐，计算机代工制造占比进一步下降；消费品工业以品牌建设为引领，将与创意设计产业、时尚产业有机结合；钢铁、石化等行业加快技术改造和转型升级；新材料产业的批量生产能力逐步增强。

从发展方式转变来看，未来制造业和服务业联动融合发展，将有效推动产业升级优化。上海不断发掘和培育创新型电子商务平台企业，强化现代物流与供应链管理的发展，促进制造业和物流业两业联动，将有效提高产业转型升级效率。

从产业组织形式来看，上海产业集群快速发展进一步推动先进制造业、战略性新兴产业、现代服务产业对传统产业的升级优化。上海产业园区的建立为产业集群发展创造条件，新型工业化产业示范基地建设有序进行，先后有 13 家“国家新型工业化示范基地”获工信部批准和授牌，示范基地以先进制造业和战略性新兴产业为主导，全市工业区的主导产业集聚度达到 85%。2013 年，工业总产值在 300 亿元以上的产业集群达 14 个，其中电子信息产业集群、交通运输设备集群、石油化工产业集群位列前三。上海工业区已经初步形成以大产业集群为主、成长性产业集群跟进、战略性新兴产业集群迅速发展的产业结构，未来仍将不断推动产业集群作用，加快产业转型升级。

从发展战略来看，未来在“四新”经济发展理念下，产业国际竞

争力将不断增强。通过新技术新模式推动制造业升级，利用智能技术提升制造业能级、用“再制造”的方式推进传统制造向绿色低碳生态方式转变等；通过深化制造业和服务业融合，将机器间交互式通信广泛应用于智能家居和工业控制等，由物联网、汽车电子、云计算等多技术与汽车产业融合形成“车联网”；跨界融合应用催生服务新形态。未来在“四新”经济发展理念下，上海产业转型升级将有质的突破，不断提升国际竞争力，为政府财政实力提供有力保障。

综合来看，未来上海经济发展可持续性较强，有利于政府财政实力不断增强。

五、偿债来源

基于强劲财富创造能力，上海可用偿债来源稳定性和可靠性强，可用偿债来源与财富创造的偏离度小，为政府债务偿付提供有效保障。

1. 初级偿债来源

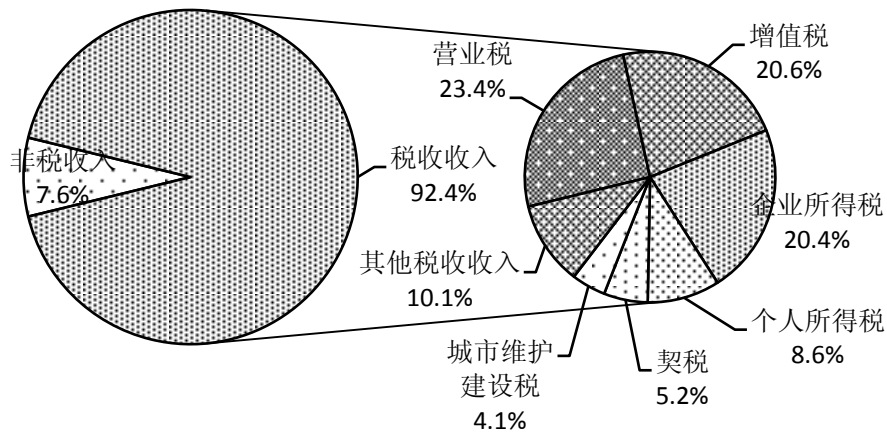
上海初级偿债来源规模大，主要来自于公共财政收入和政府性基金收入，公共财政收入平稳较快增长，为偿债来源可靠性和稳定性提供有力保障。

上海初级偿债来源来自公共财政收入、中央税收返还及补助收入、政府性基金收入、可变现资产等。

公共财政收入规模大且平稳增长。从公共财政收入规模来看，上海市公共财政收入规模大，2011~2013 年全市公共财政收入分别为 3,429.8 亿元、3,743.7 亿元和 4,109.5 亿元，增速分别为 19.4%、9.2%和 9.8%。2013 年上海公共财政收入在全国城市排名中位居第一，31 个省级行政区排名第 4 位。依托于上海产业结构调整和优化升级，经济发展可持续性较强，经济步入平稳增长阶段，上海公共财政收入保持稳定增长，近几年均保持 10%左右的增速。从公共财政收入结构来看，一方面，税收收入占公共财政收入比重大，近几年上海全市税收收入占公共财政收入的比重均在 90%以上，2013 年为 92.4%；另一方

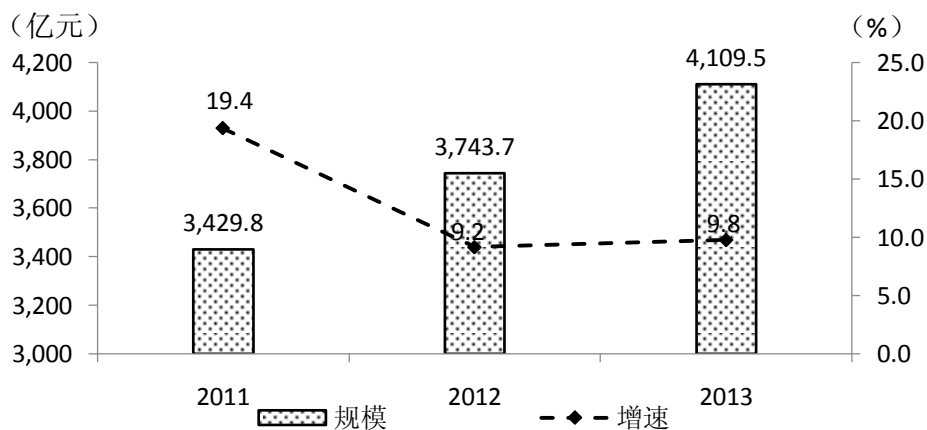
面，随着上海经济结构转型升级效果逐渐显现，税源结构不断优化，为公共财政收入持续较快增长提供重要支撑。税收收入中的营业税、增值税、企业所得税和个人所得税是上海主要税种，2013 年全市四项税收收入之和占税收收入的比重为 79.1%。2012 年上海率先实施“营改增”试点，政策实施在节约相关产业的纳税成本、促进经济转型升级的同时，起到了优化税源结构的作用。总体来看，上海市公共财政收入稳定性强，增强了偿债来源可靠性，为债务偿还提供重要保障。

图 6 2013 年上海全市公共财政收入结构



数据来源：2013 年上海全市公共财政收入决算表

图 7 2011~2013 年上海全市公共财政收入规模与增速



数据来源：2011~2013 年上海全市公共财政收入决算表

中央税收返还及补助收入较为稳定，在上海初级偿债来源中占比较小。2011~2013 年，中央税收返还及补助收入分别为 614.4 亿元、

604.0 亿元和 615.3 亿元，规模基本保持不变。

政府性基金收入是上海初级偿债来源的重要组成部分。2011~2013 年，上海政府性基金收入分别为 1,808.2 亿元、1,290.6 亿元和 2,340.4 亿元，规模较大，但存在一定的波动性。政府性基金收入中以国有土地使用权出让金收入为主。2013 年全市国有土地使用权出让金收入为 2,003.9 亿元，占政府性基金收入比重达 85.6%。值得注意的是，国有土地使用权出让金收入受土地储备及出让情况、房地产市场等诸多因素的影响，会对政府性基金收入造成一定的波动。

表 3 2011~2013 年上海全市政府性基金收入表

单位：亿元、%

主要指标	2013		2012		2011	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
全市政府性基金收入	2,340.4	81.3	1,290.6	-28.6	1,808.2	-19.8
国有土地使用权出让金收入	2,003.9	94.9	1,028.1	-31.1	1,491.1	-23.3

数据来源：2011~2013 年上海全市政府性基金收入决算表

从国有企业可变现资产来看，上海地方国有企业竞争力强，政府拥有大规模的可变现资产，为债务偿还提供了一定保障。根据上海市国资委提供的上海市国有企业资产资料，2013 年，上海全市国有企业资产总计 11.06 万亿元，归属地方政府所有的净权益 1.54 万亿元，较上年净增加 0.13 万亿元，同比增长了 9.3%。其中，金融保险企业占上海地方国有企业资产比重最大。金融保险企业包括浦发银行、上海银行、太平洋保险等 12 户，资产总计 6.18 万亿元，占上海地方国有企业资产的 55.9%，净资产收益率达 15.0%。随着国有企业深入改革和不断转型升级，企业竞争力将持续提升，为充实地方政府财力提供一定支持。根据 2013 年 12 月 17 日上海出台的《关于进一步深化上海国资促进企业发展的意见》，政府提出推进国资向战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障领域集聚。重点发展新能源汽车、高端装备、新一代信息技术、新能源等有一定基础和比较优势的战略性新兴产业。利用国内外多层次资本市场，加快企业整体上市、核心业务资产上市。未来上海市地方国有企业的竞争力

将不断提升，国有企业可变现资产规模将增加，且变现能力强，为偿债提供支撑。

2. 财政支出

上海财政支出主要投向民生领域和经济结构转型升级等方面，有效增强了政府的偿债能力。

上海财政支出增长较为平稳，灵活性较大。2013 年上海公共财政支出 4,528.6 亿元，同比增长 8.2%。从财政支出管理上，上海严格控制一般性支出，并强化“三个聚焦”，即重点聚焦经济稳增长和创新转型、重点聚焦民生保障和社会管理创新、重点聚焦城乡一体化发展。从财政支出结构来看，2013 年，一般公共服务支出为 260.1 亿元，在公共财政支出中占比略有下降；教育、社会保障和就业、医疗卫生、住房保障、公共安全、文化体育与传媒等支出达 1,783.3 亿元，在公共财政支出中占比较为稳定，2013 年为 39.4%；城乡社区事务、农林水事务、交通运输、资源勘探电力信息、科技等支出 2013 年达 1,728.4 亿元，在公共财政支出中占比达 38.2%，有力促进了上海基础设施的完善，推动了高新技术产业的发展，增强了政府的偿债能力。2011~2013 年，财政支出中一般公共服务、教育支出、医疗卫生、社会保障和就业四项刚性支出占比分别为 35.6%、36.8%、35.8%，占比较为稳定，财政支出灵活性大，为债务偿还提供了有力保障。

表 4 2011~2013 年上海全市公共财政支出表

单位：亿元、%

类别	2013		2012		2011	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
公共财政支出	4,528.6	100.0	4,184.0	100.0	3,914.9	100.0
一般公共服务	260.1	5.7	251.5	6.0	236.1	6.0
教育	679.5	15.0	649.0	15.5	549.2	14.0
社会保障和就业	468.0	10.3	443.0	10.6	417.5	10.7
医疗卫生	214.9	4.7	197.3	4.7	190.0	4.9
城乡社区事务	712.9	15.7	627.4	15.0	579.3	14.8
资源勘探电力信息等事务	426.1	9.4	401.9	9.6	379.5	9.7
科学技术	257.7	5.7	245.4	5.9	218.5	5.6

数据来源：2011~2013 年上海全市公共财政支出决算表

3. 可用偿债来源偏离度

上海初级偿债来源和财政支出变化趋势决定其未来可用偿债来源偏离度仍将维持较低水平，有利于保障债务偿还安全度。

上海偿债来源稳定性较强，可用偿债来源与财富创造能力的偏离度较小，为债务偿付提供有效保障。上海偿债来源中，公共财政收入源于地区财富创造，占比大，稳定性和可靠性高，在偿债来源中占有最重要的地位；政府性基金收入是上海偿债来源的重要组成部分，其中国有土地使用权出让金收入占比较大，由于受房地产市场波动的影响，政府性基金收入存在一定的波动性；一定规模的国有企业资产可变现能力强，为上海债务偿还提供了流动性保障。通过对各种偿债来源可靠性进行测算，上海可用偿债来源偏离度为 1.43，在全国处于较低水平⁶。

综合各种偿债来源及财政支出的发展趋势，未来上海可用偿债来源与财富创造能力的偏离度将维持较低水平。在强劲财富创造能力保障下，公共财政收入将会保持较强的稳定性和可持续性，政府性基金收入仍将是偿债来源的重要组成部分；从财政支出趋势来看，上海依然在民生支出、城乡基础设施建设及经济结构转型方面投入较多，但财政支出灵活性较大。由此推断，未来上海政府可用偿债来源偏离度将继续维持在较低水平，有效保障政府债务的偿付，增强债务偿还安全度。

六、偿债能力

上海债务管理制度较为完善，对债务偿还能够起到有效的监督和保障作用；基于良好的偿债环境、雄厚的经济和财政实力，上海总债务偿付能力强。上海债务风险可控，存量债务期限结构较为合理，可用偿债来源能够覆盖存量债务，未来新增债务空间较大。本次债券债

⁶在大公通过整理城投公司评级报告获得的地方政府数据样本池中，上海偿债来源偏离度处于较低水平。大公的样本池涵盖了全国东部、中部、西部、东北各个地区的省级、地级、县级行政区划，足以反映所有行政区划总体的特征。

务偿还安全度为 4.83，处于高水平，偿债能力极强。

1. 债务管理制度

逐步完善的政府性债务管理制度对上海政府性债务的偿还起到较为有效的监督和保障作用。

为了有效防范和化解政府性债务风险,上海逐步建立了相对规范的政府性债务管理制度。2014 年,上海市人民政府出台了《关于进一步加强本市政府性债务管理若干意见的通知》(沪府[2014]44 号),进一步完善地方政府性债务管理制度,健全偿债管理机制、新增债务年度审核平衡机制;规范土地储备机构管理和融资平台公司管理,并进一步完善债务管理考核机制,加强债务预算管理,健全债务动态监控和风险预警。具体来说,各方面债务管理制度及实施效果体现如下:

融资平台管理方面,2011 年 2 月,上海市政府发布了《上海市市级政府融资平台公司管理试行办法》(沪府[2011]16 号)和《关于本市进一步加强区县政府融资平台公司管理工作的通知》(沪府办[2011]13 号),从市级及区县级层面加强对融资平台公司的管理,防范财政金融风险,规定了负责市级融资平台公司工作的管理、协调、服务和监督的相关部门职责,并对债务管理、偿债管理、财务和资产管理做出明确的规定。近年来,上海市通过整合融资平台优质资产、完善法人治理结构、控制债务举借等方式,提升了融资平台公司的资产质量和盈利能力,降低了融资平台公司的债务风险,确保了政府或有债务风险可控性。

债务偿还安排方面,上海市本级及区县政府依照《本市设立政府性债务偿债准备金实施办法》(沪财预[2011]79 号),根据本级政府财力可能、政府性债务总量和年度还款计划、政府性债务风险程度等情况安排偿债准备金并纳入预算管理。合理的偿债准备金安排和严格的管控制度有效保障到期债务的偿付,增强政府性债务偿付能力。

债务资金使用方面,加强地方政府债券资金管理,提高资金使用效益。2011 年和 2012 年,上海先后出台了《关于进一步加强本市地

方政府债券资金管理的实施意见》（沪财预[2011]85号）、《上海市地方政府债券转贷区县资金使用管理办法》（沪财预[2012]71号），加强地方政府债券资金的预算编制、执行和监督管理，提高了资金使用效益，确保信用关系稳定性，有利于增强政府偿债能力。

债务信息监控方面，上海设立债务月报统计制度，通过按月对政府性债务进行实时统计分析，实现对政府性债务的全口径管理和动态监控。在债务预警方面，债务预警制度的建立加强了对市、区县两级政府性债务风险的评估、预警和监控。

总体来看，上海政府着力防范政府性债务风险，债务管理体制较为完善，能够对各级政府的举债规模起到约束作用，并对政府性债务偿还起到较为有效的监督和保障作用。

2. 总债务偿付能力

未来依托于良好的偿债环境、强劲财富创造能力和稳定的可用偿债来源，上海政府总债务偿付能力强。

从资源禀赋方面，区位、人力、技术等资源要素在未来经济发展过程中仍起到积极作用，推动经济结构转型升级。从制度环境方面，上海政府仍将继续完善各项制度，提高信息披露透明度，加快政府职能转变，为经济发展提供良好的环境。从信用环境来看，国际化金融环境和充足的信用供给为经济发展提供充足的资金支持。从市场需求动力方面，随着上海经济稳步增长，居民收入水平不断提升，消费仍将继续拉动经济增长；随着产业结构转型和优化升级，未来投资将趋于平稳，但投资效率提升会继续推动产业优化升级；对外贸易格局将不断优化，国际市场多元化发展增强上海国际竞争力，推动临港产业、物流业、运输业、制造业的国际化发展。从市场竞争力动力来看，上海现代服务业和战略性新兴产业将释放其发展能力，增强上海经济和金融国际化竞争力，未来经济发展可持续性强，为财政实力进一步提升提供了保障。从可用偿债来源看，基于良好的偿债环境和雄厚的经济实力，未来上海政府可用偿债来源稳定性强，可用偿债来源偏离度

仍将处于低水平，预计未来三年在 1.30~1.50 之间。

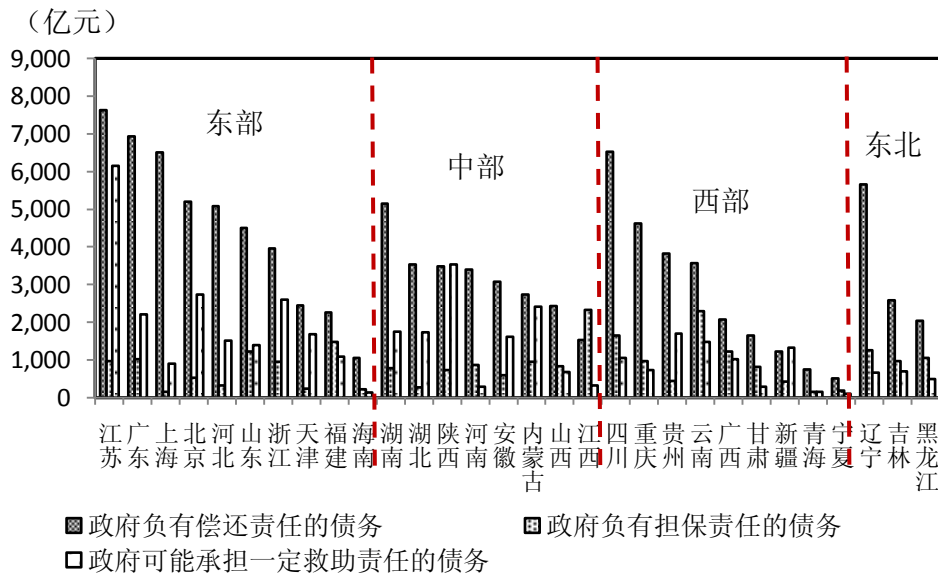
综合来看，未来上海政府总债务偿付能力强。

3. 存量债务偿付能力

上海政府性债务规模基本保持稳定，政府负有偿还责任的债务有所下降，债务风险可控。

近两年上海政府性债务规模基本保持稳定，政府负有偿还责任的债务有所下降。根据审计署组织审计的 2013 年 6 月末各省地方政府债务数据，上海市政府负有偿还责任债务 5,194.30 亿元，负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务分别为 532.37 亿元和 2,729.18 亿元。截至 2013 年末，全市政府负有偿还责任的债务为 4,956.00 亿元，比审计认定的 2013 年 6 月的债务下降 238.30 亿元，降幅为 4.6%。在一定程度上反映了政府债务管理成效。基于上海政府较为完善的债务管理制度以及不断增强的经济和财政实力，未来政府性债务整体压力会持续下行，政府债务偿付能力将不断增强。

图 8 2013 年 6 月末各省级行政区政府性债务结构



数据来源：各省级行政区政府审计厅（局）公布的政府性债务审计报告

从政府层级来看，截至 2013 年 6 月末，市级、区县级、乡镇级政府负有偿还责任的债务分别为 1,846.58 亿元，3,217.65 亿元和

130.07 亿元。可以看出政府负有偿还责任的债务集中在区县层级，所占比例为 61.9%。这与上海财政体制分配中财力主要下沉于区县相适应，加上区域经济一体化发展程度提高，债务风险可控。从举债主体来看，截至 2013 年 6 月末，融资平台公司、政府部门和机构、国有独资或控股企业为政府负有偿还责任债务的主要举借主体，举借规模分别为 1,726.67 亿元、1,105.39 亿元和 881.87 亿元，所占比例分别为 33.2%、21.3%和 17.0%，合计超过 70%。上海市各级政府不断加强对融资平台公司的管理，融资平台债务主要投向于基础设施建设和公益性项目，推动了民生改善和社会发展，同时形成大量优质资产，且盈利能力不断提升，在很大程度上确保或有债务风险可控。

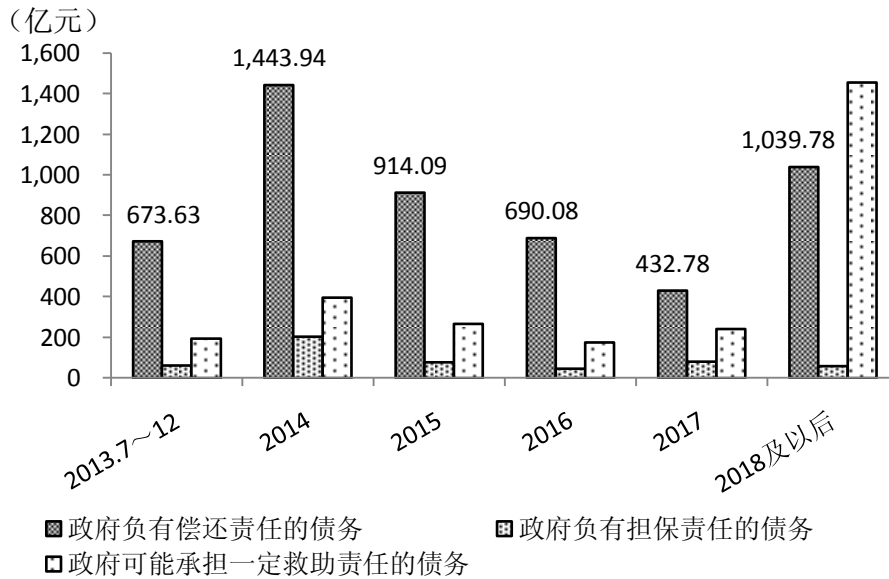
上海市债务率低于国际警戒线水平，存量期限结构较为合理，可用偿债来源能够覆盖政府负有偿还责任的债务，存量债务偿付能力强。

从全市债务率来看，2012 年末上海市政府负有偿还责任债务的债务率为 76.1%，低于国际警戒线（90%~150%）下限。

从债务期限来看，上海政府性债务期限结构较为合理，未来可用偿债来源对各年到期债务的覆盖能力较强。从 2013 年 6 月末存量债务的偿还期限分布来看，偿债比例分布相对均匀，且从 2014 年起逐年下降。2014 年末到期存量债务规模为近三年内（2014~2016 年）最大值，到期的政府负有偿还责任的债务为 1,443.94 亿元，政府预算显示该年度刚性支出所占比例较小，财政支出灵活性较大，可用偿债来源⁷对其覆盖倍数为 3.6 倍，覆盖程度很高。总体来看，未来各年到期债务分布较为合理，各年到期债务偿还安全度较高，偿债压力较小。

⁷此处可用偿债来源只考虑了满足政府稳定运行后的公共财政收入、中央税收返还及补助收入、政府性基金收入等流量部分。

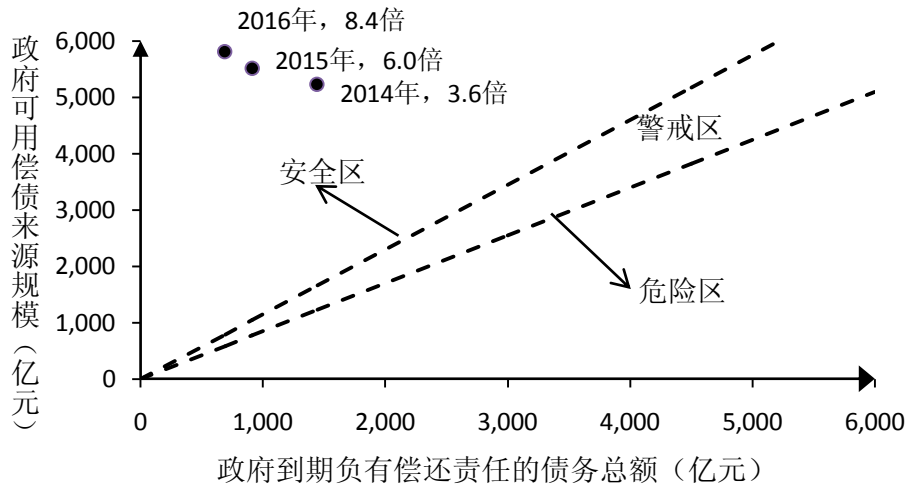
图9 2013年6月末上海全市政府性债务期限结构



数据来源：上海市政府性债务审计结果（2014年1月24日公告）

从可用偿债来源对存量债务的覆盖来看，2013年上海可用偿债来源对全市政府负有偿还责任的债务的覆盖倍数为1.1倍，全市可用偿债来源可以覆盖全市政府负有偿还责任的债务。

图10 2014~2016年上海全市可用偿债来源对到期债务的期限覆盖



数据来源：上海市政府性债务审计结果（2014年1月24日公告），大公预测与整理

注：图中政府可用偿债来源总规模数据为大公预测数据，预测是依据上海市预算报告、中央对中国经济增长预期目标等资料进行的推算

4. 新增债务偿付能力

政府总债务偿付能力强，存量债务风险可控，未来将拥有较大的新增债务空间；政府对本次发行债券的偿债能力极强。

上海市政府总债务偿付能力强，资源禀赋优势继续突显、制度环境规范程度高且不断完善，经济增长动力充足，未来经济发展可持续性强，财政实力不断提升。存量债务风险可控，上海市政府债务管理制度不断完善使得政府负有偿还责任的债务规模有所下降，存量债务期限结构较为合理。总债务偿付能力强，存量债务风险可控，共同决定了未来上海拥有较大的新增债务空间。

上海新增债务空间较大决定了上海政府对本次债券发行的债务偿付能力极强。本次债券发行总额为 126 亿元，债务期限为 5 年、7 年和 10 年，分别需要偿还 50.4 亿元，37.8 亿元和 37.8 亿元。根据政府对此次债券的偿还安排，未来 1~2 年，在原有到期债务偿还基础上每年新增 5 亿元左右的利息。2014 年，全市可用偿债来源对到期负有偿还责任的债务的覆盖倍数为 3.6 倍；2015 年，将本次发行债券新增利息支出计算在内，全市可用偿债来源对到期债务的覆盖倍数为 6.0 倍。本次债券债务偿还安全度为 4.83，处于高水平，偿债能力极强。

跟踪评级安排

自本信用评级报告出具之日起，大公将对 2014 年上海政府债券（下称“受评债券”）进行持续跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注影响受评债券信用状况的因素，并出具跟踪评级报告，动态反映受评债券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1. 时间安排

定期跟踪评级：大公在本次发行债券存续期内每年出具一份跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：自本评级报告出具之日起进行。大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行评级，在跟踪评级分析结束后下一个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2. 程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公跟踪评级结果按照监管部门要求进行披露。

3. 特别处理

如债务人不能及时提供跟踪评级所需资料，大公可根据相关公开信息进行分析并调整信用等级，或宣布前次信用等级失效。

关键指标列表

上海市政府债券信用评级主要指标

指标名称 \ 年度	2013	2012	2011
地区生产总值 (亿元)	21,602.12	20,181.72	19,195.69
人均地区生产总值 (万元/人)	9.01	8.54	8.26
经济增长率 (%)	7.7	7.5	8.2
三次产业结构	0.6:37.2:62.2	0.6:39.0:60.4	0.7:41.3:58.0
规模以上工业总产值 (亿元)	32,088.88	31,896.88	32,445.15
固定资产投资 (亿元)	5,647.79	5,254.38	5,067.09
固定资产投资增速 (%)	7.5	3.7	0.3
社会消费品零售总额 (亿元)	8,019.05	7,412.30	6,814.80
社会消费品零售总额增速 (%)	8.6	8.8	12.3
进口总额 (亿美元)	2,371.54	2,299.51	2,276.47
进口增速 (%)	3.1	1.0	21.0
出口总额 (亿美元)	2,042.44	2,068.07	2,097.89
出口增速 (%)	-1.2	-1.4	16.0
农村居民人均可支配收入 (万元)	19,208.00	17,401.00	15,644.00
城镇居民人均可支配收入 (万元)	43,851.00	40,188.00	36,230.00
社会融资总量 (亿元)	7,978.30	5,720.60	—
社会融资总量/GDP (倍)	0.37	0.28	—
公共财政收入 (亿元)	4,109.50	3,743.71	3,429.83
中央税收返还及补助收入 (亿元)	615.30	604.00	614.40
政府性基金收入 (亿元)	2,340.40	1,290.60	1,808.20
政府负有偿还责任的债务 (亿元)	4,956.00	5,184.99	—
政府负有偿还责任债务的债务率 (%)	—	76.1	—

数据来源：2012~2013年上海统计年鉴，2013年上海市国民经济和社会发展统计公报，2013年上海市金融运行报告，2011~2013年上海全市财政决算表，上海市政府性债务审计结果（2014年1月24日公告），大公整理

补充概念

序号	名词	释义
1	偿债环境	偿债环境是指影响地方政府偿还债务能力的宏观环境。
2	信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国经济社会发展需要对宏观信用资源的供给能力。
3	信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
4	财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。在这里主要考察的地区经济总量和政府财政收入状况。
5	政策支持	政策支持是指中央及地方政府对地区重点税源行业发展提供的各项政策支持。政策支持具体考察政治法律环境、行业规划、行业管制。
6	偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
7	初级偿债来源	初级偿债来源是指在偿债时点上的理论偿债来源，包括经常性收入、投资性收入、资产抵押债务收入、信用债务收入、资产变现收入、转移收入、外部支持和外汇收入等。
8	可用偿债来源	可用偿债来源是指在偿债时点上可用于直接偿还债务的资金来源。
9	可用偿债来源偏离度	偿债来源偏离度是指债务主体的实际偿债来源与以财富创造能力为基础形成偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。偿债来源偏离度 = $\frac{\sum (\text{各类可用偿债来源} \times \text{风险系数})}{\sum \text{各类可用偿债来源}}$ ，其中，风险系数的取值范围为 1~5，风险系数与可用偿债来源的可靠性呈现负向关系，即可用偿债来源的可靠性越强，对应的风险系数越小。
10	偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
11	总债务偿付能力	总债务偿付能力是指债务人在未来一定时期内的全部债务偿还安全度。
12	存量债务偿付能力	存量债务偿付能力是指债务人在一定时间内的存量债务偿还安全度。
13	新增债务偿付能力	新增债务偿还能力是指债务人在一定时间内的新增债务偿还安全度。
14	债务偿还安全度	债务偿还安全度是指债务主体经过风险调整后的可用偿债来源对债务的保障程度，债务偿还安全度越高，说明债务主体经过风险调整后的可用偿债来源对债务的保障程度越强，偿债能力越强。债务偿还安全度是将地区经济等因素作为调整系数对债务保障倍数进行调整后得到的，取值范围为 0~5，该指标反映了债务的安全等级，指标值越大，债务安全等级越高。其中，债务保障倍数 = $\frac{\{\sum [\text{每种偿债来源} \times (1/\text{风险系数})]\}}{\text{存量债务}}$ ，风险系数与偿债来源偏离度的风险系数相同，分子表示的是将各种偿债来源转化为标准偿债来源，该指标反映了标准化后的偿债来源对存量债务的保障程度。

信用等级符号和含义

根据财政部《关于 2014 年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见》，地方债信用评级等级符号及含义如下：

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级、CC 级、C 级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。