

哪里的置换债发行空间大？

——从地方财政看城投风险

宏观动态

◆ 2015《新预算法》实行后允许地方政府发行债券筹集资金用于资本性支出，并允许发行置换债券置换认定的存量地方政府债务。在前期置换债发行计划完成情况下，2019年继续允许发行一定数量的置换债，**哪些区域的置换空间较大？**

◆ **目前发债收入占综合财力的比重仍较低，但占比在上升，各区域债券发行规模和速度差异较大，江苏、河北发行规模较大，贵州、河北发行增速较快。**2018年全国地方政府新增债务占综合财力比重为9.1%（2017年6.5%），青海、天津、河北等19个区域占比高于全国，上海、北京、贵州、西藏等4个区域占比不足6%，对债务收入依赖较低；2018年地方政府新增债发行2.17万亿，同比增长58.4%（2017年32.2%），江苏、河北、广东等9个区域发债超过1000亿元，宁夏、西藏不足200亿；贵州、河北等12个区域发行同比增速高于全国，北京和上海发行同比增速不足10%。

◆ **部分负债率较高的区域未来发债空间或受限；海南、宁夏、上海等区域置换债发行空间对发债城投有息债务余额的保障程度较好。**2018年各省份的负债率（债务余额/GDP）平均为25.7%，西藏、广东等5省的负债率在15%之下，但青海、贵州两省的负债率已超过50%，未来发债空间有限。发债留存额度（债务限额-余额）显示北京、上海、广东、河南、江苏未来发债额度较大，发行置换债置换存量或有债务的空间也相应较大。海南、宁夏、上海、辽宁、北京、西藏、河南、广东可能发行置换债的留存额度对区域内发债城投有息债务余额保障程度较好，而重庆、内蒙古、天津和湖南的保障程度较低。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

郭永斌 （执业证书编号：S0930518060002）
010-56513030
guoyb@ebcn.com

继续发行置换债

2015 年 1 月 1 日起，开始实施《新预算法》，允许地方政府在国务院限额内发行一般债（利用一般公共预算偿还）和专项债（利用政府性基金偿还）筹集资金用于资本性支出，目前地方政府债务收入也可以作为地方政府的收入来源之一，为地方政府搞基础设施建设提供了合法有效的资金来源。

那么当前各区域地方政府发债情况如何？哪些区域发债空间较大？

但在 2015 年以前，预算法明确规定政府不能够赤字，地方政府只能通过区域投融资平台举借债务，因此在《新预算法》实施前审计署审计了截至 2014 年的地方政府负有直接偿还的债务和或有债务（负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务）（表 1）。

表 1：三次审计认定地方政府直接债务规模和或有债务规模（单位：万亿）

年份	地方政府负有偿还责任债务	或有债务	
		地方政府负有担保责任的债务	地方政府可能承担一定救助责任的债务
2010	6.71	2.34	1.67
2013-06	10.89	2.67	4.34
2014	15.40	3.10	5.50

资料来源：2010 年、2013 年 6 月、2014 年地方政府债务审计报告

对于 2014 年底认定的 15.4 万亿的地方政府债务，原财政部部长楼继伟在 2015 年 8 月份的第十二届全国人大常委会第十六次会议表示：“15.4 万亿中含 1.06 万亿元是过去批准发行地方政府债券，除去这部分之外，剩余 14.3 万亿那些通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务，国务院准备用 3 年左右的时间通过发行地方政府债券的形式进行置换。”根据财政部披露文件和 wind 数据总结显示，2015-2018 年共发行地方政府置换债 12.8 万亿（表 2），尽管置换债发行规模未达到 14.3 万亿，这主要是由于一些企业提前偿还了当时认定的地方政府负有偿还责任的债务，2014 年底 15.4 万亿债务基本置换完成。

表 2：地方政府债务发行规模（单位：万亿）

年份	发债总额	新增债	置换债
2015	3.8	0.63	3.17
2016	6.05	1.16	4.88
2017	4.36	1.59	2.77
2018	4.17	2.17	1.99

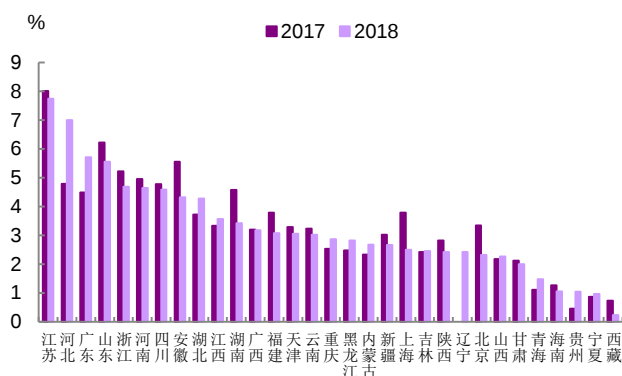
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2019 年政府工作报告指出“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”；《2018 年预算执行报告》中也要求“继续发行地方政府债券置换符合政策规定的债务，全面完成存量债务置换”。**哪些区域的置换空间较大？**

2018 年，哪里发债多？

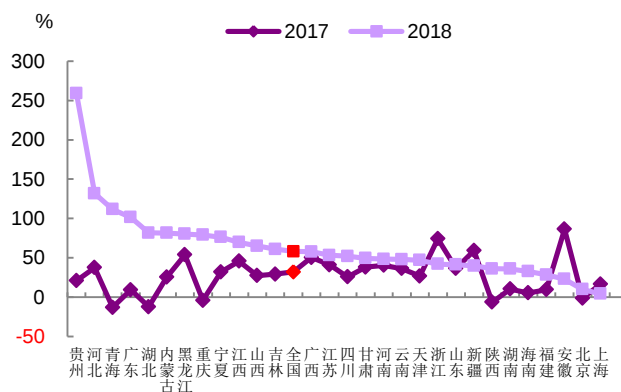
根据财政部公布数据显示，2018 年地方政府共发行地方政府新增债 2.17 万亿（2017 年为 1.59 万亿），同比增长 58.4%（2017 年为 32.2%）。从各区域新增债务占比来看，江苏、河北、广东、山东、浙江、河南、四川、安徽、湖北等 9 个区域占比超过 4%，发债规模超过 1000 亿元，宁夏、西藏发行占比不足 1%，需要重点强调，由于辽宁、贵州两省的债务负担过重，2017 辽宁并未发行新增债，贵州发行规模也较小（图 1）。从各区域新增债务增速来看，2018 年高于全平均发行增速（58.4%）省份包括贵州、河北、青海、广东、湖北、内蒙古等 12 个区域（图 2），北京和上海发行增速不足 10%，主要原因在于北京、上海财政收入较好，对债务收入的依赖水平较低。2018 年全国地方政府债务增速快于 2017 年，但需要注意浙江、新疆、安徽、上海等 4 个区域发行增速放缓（图 2）。

图 1：各区域新增地方政府债务占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理计算

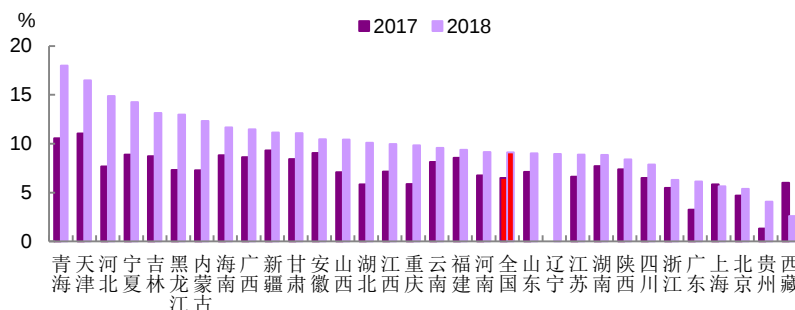
图 2：各区域新增地方政府债务同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理计算

从各区债务收入占综合财力¹的比重来看，2018 年全国地方政府债务收入占综合财力比重为 9.1%（2017 年为 6.5%），青海、天津、河北等 19 个区域占比高于全国，其中青海、天津、河北占比高于 15%，未来债务压力或逐步增加。上海、北京、贵州、西藏等 4 个区域占比不足 6%（图 3）。

图 3：各区域债务收入占综合财力的比重



资料来源：各地《关于 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，光大证券研究所整理计算

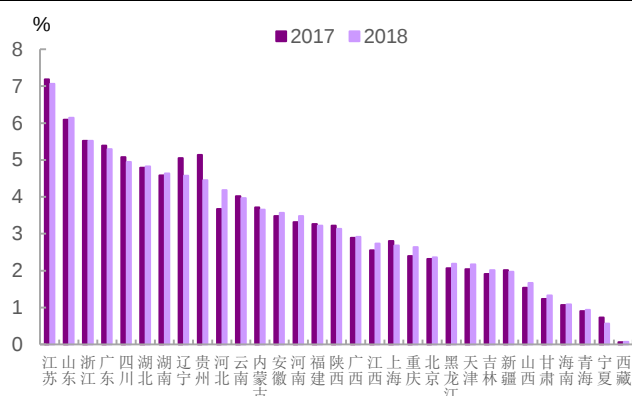
¹ 综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移支付收入+发债收入

哪里置换债发行空间大？

当前各区域地方政府债务压力有多大？各区域地方政府未来债务融资规模有多大？全国 31 个省级行政单位中，目前有 20 个区域公布了政府债务余额数据，其余 11 个区域通过测算得出²。2018 年全国各省政府债务余额总计达到 18.4 万亿，同比增长 12.3%。

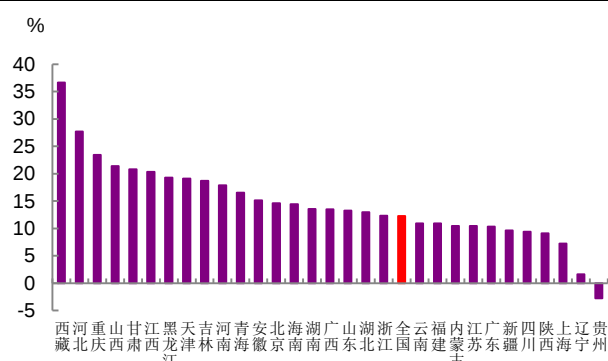
从各区域的地方政府债务余额占比来看，江苏省占比最大（7.07%），政府债务余额达到 1.33 万亿，之后是山东占比达 6.14%，占比超过 5% 的区域还包括浙江（5.5%）、广东（5.3%）。青海、宁夏、西藏占比不足 1%，政府债务余额不超过 1800 亿（图 4）。从各区域政府债务余额增速来看，2018 年政府债务余额增速高于全国的共 19 个区域，其中西藏、河北、重庆、山西、甘肃、江西债务余额增速高于 20%。而贵州呈现负增长，新疆、四川、陕西、上海、辽宁增速不到 10%（图 5）。

图 4：各区域地方政府债务余额/总债务余额



资料来源：各区域《关于 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，光大证券研究所整理计算

图 5：2018 年各区域债务余额同比增速

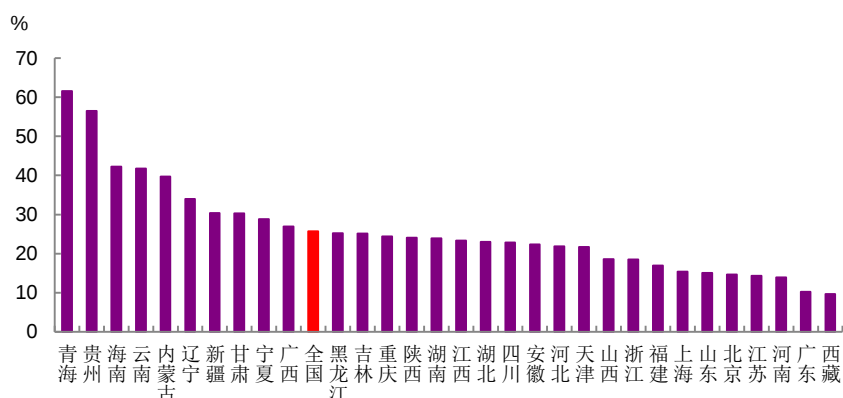


资料来源：各区域《关于 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，光大证券研究所整理计算

利用负债率（债务余额/GDP）衡量各区域存量债务风险（图 6）。2018 年各省政府的负债率平均为 25.7%，整体来看，全国地方政府承受的显性债务风险在可控范围之内，然而级差值却高达 51.9%，各省间负债率存在较大的差异。其中，西藏、广东、河南、江苏、北京五省的负债率皆在 15% 之下，显性债务风险可控。青海、贵州、海南、云南、内蒙古、辽宁、新疆、甘肃等八个省份的负债率皆高于 30%，其中青海、贵州两省的负债率已超过 50%，分别为 61.5%、56.5%，从新增债务发行量来看，由于部分区域的负债率较高，贵州、辽宁、海南、甘肃等区域的新增债务发行受到一定控制。不排除未来负债率较高的其他区域地方债发行的规模也可能面临限制。

²江西、山西、吉林、云南、海南、山东、浙江、河北、湖北、北京、内蒙古的债务余额数据=2017 年债务余额+2018 年新增债务，上述省份债务余额存在一定高估。其余省份为公布数据。

图 6：2018 年各区域负债率（2018 年各区域债务余额/GDP）



资料来源：Wind，各区域《关于 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，光大证券研究所整理计算

目前地方政府发债都在国务院的限额内发行，我们利用地方政府债务的限额-余额得到未来可能的发债空间，截至 2018 年底，地方政府债务限额为 20.99 万亿，债务余额为 18.39 万亿，留存可能的债务发行额度为 2.6 万亿。

2019 年两会政府工作报告和《2018 年预算执行报告》已经明确未来继续发行置换债，可置换的债务是 2014 年以前形成的存量或有债务，2014 年以前形成的存量或有债务规模为 8.6 万亿，按照 30%-40%在 2019 年以后偿还测算，目前约有 2.5-3.4 万亿的债务需要置换，但置换的额度不能超过地方政府债务限额，因此各区域留存的债务发行额度对债务置换至关重要。

从各区域留存的债务发行额度来看，北京市政府债务额度留存最大（图 7），高达 3860 亿元，距离债务限额锁定的“天花板”还有较大空间；之后是上海和广东，债务额度留存均超过 2000 亿元，可举债空间较大；债务额度留存超过 1000 亿元的区域还包括河南（1743 亿元）、江苏（1483 亿元）、浙江（1119 亿元），未来发行置换债的规模较大。西藏、山西、天津、湖南、内蒙古债务额度留存不足 100 亿元，濒临举债上限，未来可发行置换债的规模较小。

图 7：2018 年各区域（地方政府债务限额与余额之差）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13117

