



联讯证券专题研究

深度解析地方政府债务

2019年03月01日

投资要点

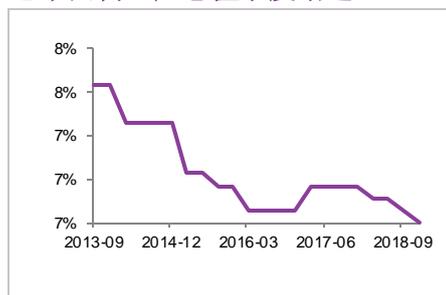
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《制造业投资高增速还能延续吗？》

2019-01-27

《信用周期 70 年》2019-02-01

《天量社融反映了什么》2019-02-15

《风起普惠，科技先行》2019-02-20

《深度解析居民杠杆》2019-02-26

深度解析地方政府债务

用两分法来看政府债务，我们可以发现中央债务比较明确，自财政与央行职能明确分工后，其主要手段是发行国债，近几年净融资规模（赤字）大约在 1.4 万亿左右，债务扩张仍存在一定的空间。

而地方政府债务比较复杂，统计口径与范围虽存在异议，但规模较高已经成为共识，是当前政府杠杆的主要贡献方，也是决定政府能否继续加杠杆的主要推手。

本文以地方政府的债务为焦点，主要讨论四个问题：

- 第一， 地方政府债务是如何形成与演变的；
- 第二， 明晰地方政府债务分类与统计口径；
- 第三， 依据第二部分的口径分类，对地方政府的债务规模与风险进行测算；
- 第四， 总结与相关的政策建议。

风险提示：地方政府债务规模超预期，政策超预期



目 录

一、地方政府债务的形成与演变	3
(一) 2009-2016: 从放任到规范.....	3
(二) 2017-至今: 双管齐下的纠偏.....	5
1、针对地方政府和城投的债务监管	5
2、对金融机构的监管	6
二、地方政府债务的分类与统计	7
三、地方政府的债务规模与压力测算	9
(一) 隐性债务的规模测算	9
1、从资金运用的角度进行测算	9
2、从资金来源的角度进行测算	10
3、从举债主体的角度测算	13
4、对三种测算方法的评价	15
(二) 地方政府的债务负担与压力	15
1、债务率视角.....	16
2、财政可用于偿债的支出角度	19
四、总结与政策建议.....	21

图表目录

图表 1: 50 号文的核心要点	5
图表 2: 地方政府显性债务的组成.....	7
图表 3: 某省银行隐性债务用途	9
图表 4: 2013 年 6 月末, 地方政府或有债务的资金主要来源于银行贷款、债券和非标和融资租赁	10
图表 5: 资金信托投向基础产业的规模占信托贷款的比例现在稳定在 35%左右	11
图表 6: 不同类型的融资租赁企业的期末合同余额	12
图表 7: 融资租赁公司的应收融资租赁款及相应投向基建行业的比例	12
图表 8: IMF 测算的地方政府债务情况.....	13
图表 9: 城投可能形成的隐性债务多以长期贷款为主.....	14
图表 10: 各省级行政区的隐性债务规模呈现中东部高、西部低的特征, 分化较大.....	16
图表 11: 考虑折算系数的地方政府债务一览.....	17
图表 12: 地方综合财力分项的计算公式.....	18
图表 13: 各省级行政区的综合财力一览.....	18
图表 14: 各省级行政区的债务率一览	19
图表 15: 地方一般公共预算支出中的刚性支出比例大概在 78%左右	20
图表 16: 各省级行政区的最高隐性债务到期率一览	21



用两分法来看政府债务，我们可以发现中央债务比较明晰，自财政与央行职能明确分工后，其主要融资手段是发行国债，近几年净融资规模（赤字）大约在 1.4 万亿左右。

而地方政府债务比较复杂，统计口径与范围虽存在异议，但规模较高已经成为共识，是当前政府杠杆的主要贡献方，也是决定政府能否继续加杠杆的主要推手。

本文即以地方政府的债务为焦点，主要讨论四个问题：

第一， 地方政府债务是如何形成与演变的；

第二， 明晰地方政府债务分类与统计口径；

第三， 依据第二部分的口径分类，对地方政府的债务规模与风险进行测算；

第四， 总结与相关的政策建议。

一、地方政府债务的形成与演变

地方政府债务问题的源头最早可追溯至 1994 年，当时施行的分税制改革重构了中央与地方政府之间的财政关系，财权向中央政府倾斜，而事权向地方政府下放，对地方财政产生了非对称的影响。

在发展才是硬道理的引领下，地方政府有举债创收，搞活经济的诉求。但作为分税制改革配套的旧《预算法》，规定地方政府不得直接举债。

在收支压力之下，1992 年上海成立上海市建设投资开发总公司参与城市建设的模式，开始在全国范围内推广。地方政府及其所属部门陆续出资成立平台公司，发展成城投模式这一具有中国特色的地方投融资模式。

2008 年金融危机后，城投帮助地方政府融资的功能得到进一步体现，因为央行与银监会在 2009 年 3 月份联合提出：“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。”首次认可了城投公司的辅助融资功能。

文件发布后，融资平台在全国范围内加速组建。据统计，2009 年全国新增融资平台 2000 多家，与之对比的则是 1992 年至 2008 年全国以各种形式成立的融资平台仅 6000 多家。

但正如我们现在所了解到的，城投公司并不是完全市场化的企业，从它的诞生开始，就跟地方政府债务之间有着千丝万缕的联系。

（一）2009-2016：从放任到规范

2014 年前，为了提高城投公司的融资能力，完成基建任务，地方政府通过各种形式给城投融资提供担保是很常见的做法，但随着规模累计，这种行为背后所蕴藏的风险也越来越大。

一方面，投资端，公益性项目和非公益性项目不分，加之预算软约束，城投债务越滚越多；另一方面，融资端，城投债务和地方政府债务不分，地方政府实际承担的债务到底多少，难以计算。

2011-2013 年，中央开始对地方政府的债务摸底，为管控地方政府借助城投违规举债的行为做准备。



2014年9月，国务院下发43号文，正式开启了规范地方政府的举债行为的大幕，其中有几条规定为后续若干年的地方债务监管建立起了基础性的框架，影响深远。

(1) 明确剥离城投的政府性融资职能，融资平台不得新增政府债务；

(2) 赋予地方政府适度举债的权限，明确地方政府债券是地方政府唯一的融资渠道，在国务院确定并经全国人大批准的额度内，地方政府可以发行债券，并纳入预算管理；

(3) 对城投所举借的存量债务进行甄别，被甄别为地方政府负有偿还责任的债务，可以发行地方政府债券置换；

(4) 鼓励推广PPP模式，撬动社会资本参与基础设施和公共服务的提供。

但随着2015年的经济下行和稳增长压力显著增大，在不违背“企业债务和地方政府债务不分”这一大前提下，后续新出台的政策开始出现松动。

比如说PPP模式。此前规定“社会资本方不包括本级政府所属融资平台公司及其控股国有企业”。这一点很好理解，因为PPP模式的核心目标是通过引入社会资本，提高基础设施和公共服务的效率。

但随着稳增长压力加剧，2015年5月下发的42号文，对PPP社会资本方认定有所放松：“对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目，通过与政府签订合同方式，明确责权利关系”。

这一松动，给地方政府借助融资平台，以明股实债的PPP项目为载体，进一步扩张债务的机会。

再比如发改委发布的1327号文，大幅放松了发债条件，突破了原先县级主体必须是百强县才能有1家平台发债的限制，为后续区、县级的平台融资大扩张埋下了伏笔。

从地方政府的角度来看，允许发行地方政府债券虽然开了正门，但限额和预算管理与稳增长目标之间存在难以平衡的冲突，这让地方政府利用城投或其他方式进行债务扩张的冲动一直存在。

从金融机构的角度来看，资产有了地方政府的担保后，有了安全垫，能获得相对确定、收益率更高的回报，因此，金融机构在2015年后也借着各种“金融创新”将资金输送至城投领域，为地方政府违规举债提供了子弹。

本来43号文的初衷是为了切割地方政府债务和城投债务，让地方债务变得更加透明以便于监管，并通过地方政府债务限额管理控制地方债规模，同时在基础设施和公共服务领域，通过PPP模式引入社会资本，来提高基建项目和公共服务的运营管理水平。

但实际上，15-16年稳增长压力下，地方政府对城投企业频繁的担保和增信措施导致地方债务与企业债务并未完全切割，金融创新加剧了底层资产穿透识别的难度，明股实债类型的产业基金和PPP，在结构化融资和会计处理过程中更容易隐匿杠杆。

所以，相比于43号文推出之前，地方政府债务问题不仅没有化解，反而结构更加复杂、杠杆更加隐匿、债务更加不透明。



（二）2017-至今：双管齐下的纠偏

2016 年四季度后，稳增长效果显现，政策基调开始从稳增长转向防风险和严监管，中央开始对地方政府频繁突破 43 号文底线提供违规担保，增加地方债务负担的行为进行纠偏。

从出台的政策看，总体思路是让地方债问题重回 43 号文所要求的框架内。根据被监管对象，我们可以把这段时间内发布的各种监管措施分为两类，一类针对地方政府和城投，一类针对金融机构。

1、针对地方政府和城投的债务监管

2017 年 5 月，财政部、发改委等六部委联合发布了 50 号文，要点共有七条（图表 1），主要是再次明确了地方政府债券是地方政府举债的唯一合法手段，禁止地方政府对城投公司提供的各种隐性担保，禁止明股实债类项目。

与之前一系列的文件相比，50 号文更具指导性意义，因为后续一系列监管政策都是以 43 号文和 50 号文的思路为核心展开，在细节上做更明确的规定。

图表1： 50 号文的核心要点

序列	核心要点
1	地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。
2、	融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。
3、	金融机构为融资平台公司等企业提供融资时，不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、安慰函等任何形式提供担保。
4	地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券，除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式，要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债。
5	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用 PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债。
6	除国务院另有规定外，地方政府及其所属部门参与 PPP 项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。
7	允许地方政府结合财力可能设立或参股担保公司（含各类融资担保基金公司），构建市场化运作的融资担保体系，鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务，地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任。

资料来源：联讯证券

比如对政府购买服务进行规范的 87 号文，可以看作是 50 号文的补充。

通常来讲，合规的政府购买服务，应该满足：1）“公共服务”而不是工程建设；2）公共服务供应商是市场化主体，融资行为与地方政府无关；3）应该是先有预算后有购买服务，服务期限不得超过 3 年。

但在实际执行过程中，违规的政府购买服务盛行，甚至有超越 PPP 的趋势。因为相



对于 PPP 模式，政府购买服务省去了物有所值、财政承受能力论证等诸多评估环节，且不受 PPP 相关支出不超过前一年度一般公共支出 10% 的红线限制。金融机构出资后也无需运营项目，而且有政府信用担保风险更小。

87 号文的出台，重新明确了政府购买服务的“基本服务”、“先有预算，后购买服务”和“纳入指导性目录”的三个基本原则，并对服务范围列出了负面清单：铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设不得列入政府购买服务。

这些被列入负面清单的基础设施建设项目，通常具有稳定的现金流回报，是可以尝试采用 PPP 模式建设的。因此，在某种程度上讲，87 号文在倒逼地方政府在这些领域，推广正规的 PPP 模式。

还有 2018 年 2 月，发改委联合财政部印发的 194 号文，也是如此。

根据发文，地方政府严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，对于已将上述资产注入城投企业的，在计算发债规模时，必须从净资产中予以扣除。

作为中介的信评机构不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁申报企业做出涉及与地方政府信用挂钩的虚假陈述、误导性宣传，以此来强化地方政府和城投平台的债务切割的关系。

正如 43 号文“开正门，堵偏门”的思路一样，2017 年以来的这一波债务监管，在围堵地方政府违规举债的同时，也在开正门，明确了未来的转型思路，集中体现为财政部印发的 89 号文。

在该项文件中，中央明确表明支持地方政府在专项债券额度内，项目收益与融资自求平衡的领域，试点发行项目收益专项债券，可以单个项目发行，也可以同一地区多个项目集合发行，偿债资金来源包括政府性基金收入或者项目的专项收入。

2、对金融机构的监管

15-16 年大资管扩容时，以银行理财、券商资管为代表的广义基金，具有刚兑特性，有高成本压力，以资金池模式运作，对信用风险的承受力较强，对票息的依赖具有刚性。

所以，中低等级长久期信用债具有很强的配置盘，此时不少融资平台，包括区县一级融资平台是不愁融资问题的。

但 2017 年起，持续一年多的金融强监管对同业业务的规范，加之资管新规要求公募型产品转向净值型，高成本要求的刚兑资金开始萎缩。

而存量资金以及新增的净值型产品在开放式申赎压力下，去资金池后会加强对产品的流动性管理，会更偏爱高等级与短久期债券，对低评级城投的债券融资相当不利。

在非标领域，城投同样受到较大的打击。包括但不限于银信 55 号文，中基协禁止集合类资管投资信托贷款、禁止私募基金从事借贷活动，委贷新规等政策，直接使信托贷款和委托贷款出现断崖式的下跌。

而在银行贷款领域，在去杠杆的大环境下，控制银行信贷额度是紧信用的不二选择。在有限的额度内，信贷资金通常会向央企和国企等大客户倾斜，因为这些客户具有抵押品足、风险低的特征，可为银行带来存款、中间业务收入及维系与政府关系等诸多利益，不少区县一级平台，在此背景下也面临获取表内信贷难度上升的压力。



结构化产品方面，资管新规和八条底线对优先级份额/劣后级份额做了杠杆约束，中间级计入优先级份额，固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1，权益类产品的分级比例不得超过 1:1，分级资管产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

这意味着在政府参与的产业基金中，地方政府或城投公司对优先级做财政贴息保障或差额补足等条款不再合规，而且杠杆比例大为降低。

2018 年 3 月，财政部进一步印发 23 号文，从金融机构资产端加强监管，规范金融机构对地方政府和包括城投在内的国企融资。

根据 23 号文，国有金融企业不得直接或通过地方国有企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，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款，不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。

至此，财政部、央行、发改委等部委从两端双管齐下，一起形成了对地方政府债务监管的密网，有效遏制了地方政府违规债务的增长，开始着力化解存量的债务风险。

二、地方政府债务的分类与统计

历经数十年形成的地方政府债务，按照时间与标准的不同，有两种不同的分类与统计口径。

一是 2013 年审计署对地方政府债务审计时提出的分类，将地方政府债务分为：政府负有偿还义务的债务（简称“政府债务”）、或有担保债务、或有救助债务（两者合称“或有债务”）。

政府债务由地方政府用财政预算收入全额偿还，且在征得债权人同意后，地方政府可将 2015 年前非债券形式的存量债务用长期限低利率的置换债置换，以减少地方政府的财政收支压力。

或有债务依据 88 号文，有不同的处置方式。或有担保债务若出现原债务人无法全额偿还的情形，地方政府最多偿还未清偿债务的二分之一，或有救助债务则视情况给予一定的救助。

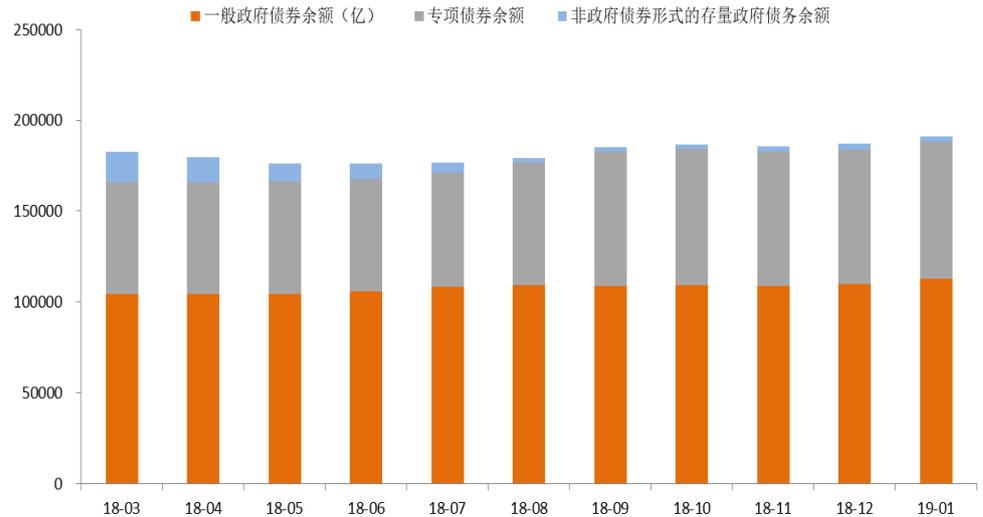
43 号文后，此种分类方式较少使用，因为地方政府在 2015 年后只能以发行一般债券和专项债券的方式举债融资，因此，原则上，2015 年后的地方政府的新增债务只有地方政府负完全偿还责任的地方债这一类。

二是 2017 年后在各大相关会议报告上屡被提及的隐性债务与显性债务的分类，近两年受市场关注较多。

显性债务较好理解，可以简单理解为，如果编制地方政府资产负债表，会直接体现在负债项目中的债务，在财政部预算司每月统计披露。

最新数据为：2018 年末地方政府显性债务存量规模共计 18.3 万亿，其中地方政府未偿债券 18 万亿，以非债券形式存在的债务 0.3 万亿（2015 年前形成的未置换的地方政府负有偿还责任的债务）。

图表2： 地方政府显性债务的组成



资料来源：联讯证券，wind

隐性债务虽然已经有相关的治理文件下发，但未公开，已有公开资料并没有明确的定义。但从当前已有的市场研究与政府相关公告来看，有几种比较常见的理解：

第一，从逻辑推演的角度来看，隐性与显性相对，显性债务既然指地方政府在限额管理和预算管理计划内发行的地方债，那么隐性债务应当是不在限额和预算管理计划内，不以地方债形式存在，但地方政府可能需要承担偿还责任的债务。

第二，从组成及形式来看，隐性债务主要包括三类：

1、为国企（城投平台）、机关事业单位、产业引导基金及 PPP 项目公司等主体举债融资提供隐性担保，包括出具承诺函或担保函（及其他文件），以机关事业单位的国有资产为抵押品帮助企业融资等形式；

2、为建设公益性或准公益性项目举借的债务，直接纳入到财政预算支出范畴，由财政资金偿还；

3、违背商业原则，具有固定支出责任的中长期财政支出，集中在 PPP、产业引导基金、政府购买服务等领域，包括承诺最低收益、承诺本金回购、承诺社会资本亏损损失等形式，具体到每一个细分领域，又有不同的特色形式。

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_13975

