



宏观研究

【粤开宏观】政府债务形势分析：风险、成因及治理路径

2021年2月8日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-66235713

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《消费分析手册》2020-10-12

《【粤开宏观】1-9月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》
2020-10-27

《【粤开宏观深度】五中全会公报解读及11月经济展望》2020-10-31

《【粤开宏观】美国大选跟踪及资产配置展望（附回测图）》2020-11-03

《【粤开宏观深度】创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局——十四五规划建议解读》2020-11-05

导读：1994年分税制改革后确立新的中央和地方关系，提高了中央宏观调控能力，但财权上收、事权下移加重了地方政府收支矛盾。伴随经济发展和城镇化的快速进程，为了绕开《预算法》的限制，地方政府主导成立了各类融资平台，特别是2008年金融危机后政府强财政刺激，地方政府大量违规举债。2014年以来中央出台一系列整治措施，对违法违规举债“终身追责”，开展债务置换规范债务形式，债务逐步显性化，增速得到控制。

2020年积极的财政政策更加积极有为，有利地促进了经济社会运行稳定，但是政府负债率上升了7.5个百分点。当前政府债务风险有多大？区域分布呈现怎样特征？背后的深层次原因是什么？如何认识政府债务的两面性及治理债务问题？本文主要解决上述问题。

摘要：

一、当前中国政府债务风险有多大？各区域分别如何？

当前政府债务风险总体可控，显性债务水平在全球处于中等，偿债高峰在2021-2025年；西部地区债务风险较大，财政减收压力下地方债务风险有所扩大；地方政府存量隐性债务仍待化解。

1、据财政部数据，2020年底，中国政府债务为46.55万亿元，较上年增加8.6万亿元，负债率为45.8%，较上年增加7.5个百分点，低于国际通行的60%警戒线，风险总体可控。其中，中央政府债务余额20.89万亿，较上年增加4.24万亿元，占GDP的20.6%，较上年增加3.8个百分点。地方政府债务余额25.66万亿元，较上年增加4.35万亿元，占GDP的25.3%，较上年增加3.8个百分点，均控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务127395亿元，专项债务129220亿元，专项债务余额首次超过一般债务。政府债券合计46.2万亿，占债券市场（114.3万亿）比重为40.4%。此外，与政府关系紧密的城投债余额为10.76万亿元。

2、据BIS国际可比数据，截至2020年二季度（最新数据）中国政府部门杠杆率为58.7%，略高于新兴市场国家的55.5%，低于通行的60%警戒线，并显著低于G20成员均值94.9%以及美国的116.9%。

3、国债和地方政府债券偿还期限集中在2021-2025年，年均到期为2.6和2.8万亿元。城投债的偿债高峰期同样集中在2021-2025年，年均到期1.9万亿元。

4、分省市看，青海、贵州、宁夏等省市债务风险相对较高。第一，负债规模方面，2019年末有6个省份的债务余额超过1万亿，分别为江苏（14878亿元）、山东（13128亿元）、浙江（12309亿元）、广东（11949亿元）、四川（10577亿元）和湖南（10175亿元）；此外，接近1万亿的有贵州（9673亿元）、辽宁（8884）、河北（8754）、云南（8100），而这些省份属于经济相对较差的地区。第二，负债率方面，以债务余额/GDP衡量，青海的政府负债率高达70.9%，其余各省仍在安全线60%以内，贵州为57.7%、宁夏为44.2%。



海南为 42% 相对较高；广东（11.1%）、北京（14.0%）、河南（14.6%）相对较低。**第三，债务率方面**，以债务余额/综合财力衡量，综合财力=一般公共预算收入+中央转移支付和税收返还+政府性基金收入，**有 11 个省份超过 100%，较 2018 年增加 5 个**。贵州债务率最高，达到 148.4%，辽宁（139.0%）、内蒙古（136.9%）、宁夏（114.4%）、天津（113.1%）排名 2-5 位。各省市债务率普遍提高，与减税降费叠加刚性支出导致的债务规模不断扩大有关，**债务风险呈扩大趋势**。

5、地方政府隐性债务仍待化解，中央经济工作会议提出“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。据 IMF 2020 年第四条磋商报告测算，**2019 年地方政府隐性债务合计 42.17 万亿，其规模超过政府显性债务（2019 年为 37.95 万亿）**。由此测算的 2019 年含地方政府隐性债务的中国政府部门总杠杆率达 80.5%。IMF 预计 2024 年中央和地方政府总债务合计将达 172 万亿。

综上，我国政府债务风险主要是地方债务风险，尤其是集中于两大领域：一是部分地区经济不发达、产业落后、营商环境较差、老龄化率高，财政能力弱而负债高，财政减收的趋势加剧风险；二是地方隐性债务风险，规模大、不透明。经历近年来中央强化问责、举债终身追责、债务置换等“开前门堵后门”的治理措施，地方政府举债逐步规范、债务规模增速下行，但是存量债务集中到期、增量债务控制的体制机制尚未根本性建立的问题凸显，且经过 2020 年刺激性的财政政策，政府债务规模增速和杠杆率短期再度上行。

二、政府债务规模攀升的根本原因是什么？

政府债务主要源于四大原因：经济建设需要、中央与地方财政体制、预算软约束与政绩考核机制、当前经济下行叠加减税降费扩大赤字并削弱偿债能力。

一是城镇化过程以及基础设施建设的巨额资金需求推动债务规模扩张。城镇化率提高代表着城镇扩容的过程，市政工程、地下管廊等城市基础设施的新建和改建需要大量资金。2019 年，我国常住人口城镇化率以及城镇常住人口分别达到 60.6% 和 8.5 亿人。此外，为促进区域间资源、人口等要素的流通，提高区域经济发展的协同性，我国的铁路与高速公路运营里程在不断增加。2019 年，中国铁路与高速公路运营里程分别达到 13.9 万公里和 15.0 万公里，两者在 2014-2019 年的平均增速分别为 4.6% 和 6.0%；铁路和高速公路建设是中国基建持续推进的一个缩影，建设过程中产生的资金需求大部分由政府部门借债支撑。

二是 GDP 目标导向的政绩考核体系、预算软约束助推了地方政府举债冲动。GDP 目标是长期以来官员晋升体系中非常重要的指标，且“新官不理旧账”，进一步促使地方政府官员盲目借债投资。虽然国务院于 2014 年 9 月印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，明确提出了“地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则”，但在我国单一制的政治体制及地方政府破产负外部性较大的背景下，中央政府的“不救助”原则难以落实。我国金融体系的国有化成分较高，同时大型商业银行资产和信贷规模占比高，风险偏好低，更愿意贷款给具有地方政府隐性担保的融资平台。

三是财政体制和减税降费引致的地方财力缺口。分税制改革仅在中央与省级政府的财权划分上做出了较明确的制度安排，但并未持续推进构建地方税体系、省以下政府财权划分、事权和支出责任匹配等配套改革，使得地方政府的财力与支出责任不匹配。地方政府支出压力大而可用财力不足，因而倾向于通过举债投资发展地方经济。1994-2019 年，地方财政收入占比在 50% 左



右，但地方财政支出占比从 67.4% 上升至 85.3%。地方政府财政收支差额不断扩大，从 1727 亿上升至 10.27 万亿，转移规模逐步扩大。

四是近年来我国经济增速放缓，且实施减税降费力度较大，叠加 2020 年以来的新冠疫情冲击。财政收入增速持续走低，而改革、发展和稳定及社保和利息支出的压力较大，地方财政捉襟见肘。债务弥补减收压力的需求提升的同时，偿债能力也在下降，风险上升。

三、如何看待政府债务？

应该客观、理性看到地方政府债务的两面性，既有风险的负面影响，也要认识到债务推动了经济发展、积累了一批优质资产的积极作用，适度超前的举债拉动基建有利于经济发展和城镇化进程，降低社会成本，提高当地居民生活水平。需要注意的是债务对经济的促进作用在减弱，且风险越来越高。未来债务仍会上升，应该控制的是宏观杠杆率的增速，化解风险不宜粗暴地直接削减债务，而是通过改革促进经济高质量发展，提高经济效率，做大分母来稳定债务率。

地方债务风险、金融风险和社会风险交织，需要注意处置的力度和节奏。地方债务的形成有复杂原因，尤其是体制性原因，是长期的过程，处置也需要在相对长的时间内处理，以时间换空间，筹措资金、降低利息负担、拉长债务周期等，强化地方政府尤其是省级政府责任。

四、如何处置政府债务风险？

短期积极化解存量集中到期风险。第一，安排财政资金偿还，通过财政资金使用效率的提升为偿还债务留出空间。第二，通过债务置换、债务展期、债务重组、借新还旧等方式优化债务结构，减轻地方政府债务负担。第三，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有资产权益偿还债务。第四，存量隐性债务显性化、市场化，部分债务合规转化为企业经营性债务，利用项目结转资金、经营收入偿还。第五，通过破产重整、清算等方式减计债务。

中期应着眼于体制改革，包括财政体制、政绩考核体制和政府债务管理体制，从根本上控制债务增量。第一，建立权责清晰的财政体系，建立财力协调、分配合理的中央和地方财政关系，将事权适当上移，规范和改善中央对地方转移支付的流程和效率。第二，硬化预算约束，真正问责，尤其是强化对地方行政长官的行政问责；并弱化 GDP 考核，建立涵盖高质量发展、三大攻坚战的政绩综合考核体系，抑制地方政府的盲目举债冲动。第三，规范地方政府债务管理，坚决遏制违规举债行为，严格把控 PPP 项目，推动地方融资平台转型。第四，改革政府投融资机制，鼓励社会资本参与基础设施的建设与公共服务的提供。第五，适度增发国债，通过中央加杠杆来缓解地方杠杆过高的困境。

长期应深化改革开放，通过推进经济高质量发展做大分母降低杠杆率。

风险提示：经济增长不及预期



目 录

一、当前政府债务形势	5
(一) 截政府部门杠杆率在国际上处于中等水平，但偿债高峰期集中在 2021-2025 年.....	5
(二) 2019 年 11 省市债务率超过 100%，西部地区债务风险高.....	7
(三) 地方政府隐性债务待化解，据 IMF2019 年末隐性债务规模或达 42.17 万亿.....	9
二、地方政府债务形成的四大根本原因.....	10
(一) 城镇化过程以及基建的巨额资金需求.....	10
(二) GDP 目标导向的政绩考核体系、预算软约束.....	11
(三) 现行财政体制下地方政府财力与支出责任存在矛盾.....	11
(四) 减税降费、刚性支出导致收支缺口扩大.....	11
三、地方政府债务管理历史沿革回溯.....	12
(一) 1949-1978 年：建国初期曾举债，1968 年后“既无外债也无内债”.....	12
(二) 1979-1997 年：从“拨转贷”到分税制下的地方融资平台模式兴起.....	13
(三) 1998-2014 年：两次危机后的债务扩张积累大量风险.....	13
(四) 2014 年至今“开前门、堵后门”，地方政府债券管理进入规范化时期.....	14
四、政府债务风险治理路径.....	15
(一) 短期着眼于风险防控：以时间换空间，筹措资金、降低利息负担、拉长债务周期等.....	15
(二) 中期着眼于体制改革，包括财政体制、政绩考核体制和政府债务管理体制，从根本上控制债务增量.....	16
(三) 长期深化改革开放，通过推进经济高质量发展做大分母降低杠杆率.....	16

图表目录

图表 1：2020 年末债券市场余额结构.....	5
图表 2：2020 年二季度末各经济体政府债务率（%）.....	6
图表 3：中国地方政府债务余额.....	6
图表 4：2021-2025 年为国债、地方债、城投债的偿债高峰期.....	7
图表 5：2019 年分区域各省市地方政府债务余额.....	7
图表 6：青海负债率超 70%、贵州接近 60%警戒线，风险较高.....	8
图表 7：11 个省份债务率超过 100%.....	8
图表 8：IMF 预计 2025 年中国含隐性债务的总债务将达到 172 万亿元.....	9
图表 9：中国地方政府隐性债务增速逐渐放缓.....	9
图表 10：中国地方政府隐性债务增速逐渐放缓.....	10



一、当前政府债务形势

(一) 截政府部门杠杆率在国际上处于中等水平，但偿债高峰期集中在 2021-2025 年

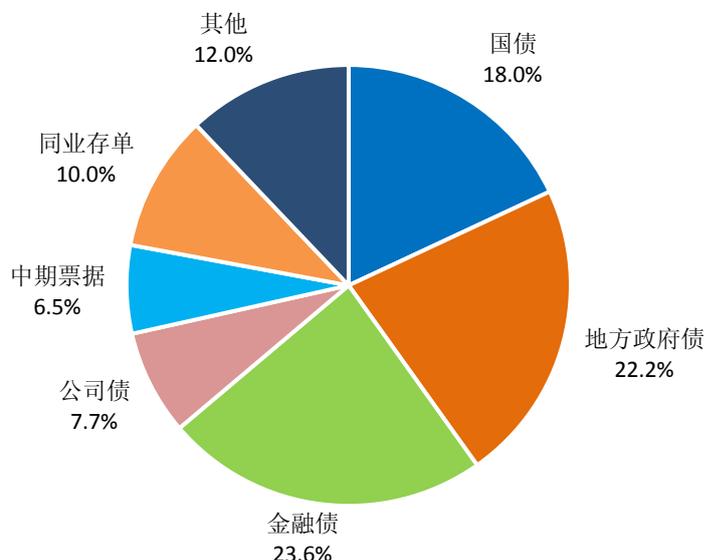
根据财政部数据，2020 年底，中国政府债务为 46.55 万亿元，较上年增加 8.6 万亿元，负债率为 45.8%，较上年增加 7.5 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。其中，中央政府债务余额 20.89 万亿，较上年增加 4.24 万亿元，占 GDP 的 20.6%，较上年增加 3.8 个百分点。地方政府债务余额 25.66 万亿元，较上年增加 4.35 万亿元，占 GDP 的 25.3%，较上年增加 3.8 个百分点，均控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 127395 亿元，专项债务 129220 亿元，专项债务余额首次超过一般债务。

截至 2020 年 12 月末，地方政府债务余额 25.66 万亿，其中以债券形式存在的有 25.49 亿元，占债券市场比重为 22.2%。中央政府发行国债余额为 20.89 万亿，其中债券 20.71 万亿。政府债券合计 46.2 万亿，占债券市场比重为 40.4%。此外，与政府关系紧密的城投债余额 10.76 万亿元。

据 BIS 数据，截至 2020 年二季度中国政府部门杠杆率为 58.7%，略高于新兴市场国家的 55.5%，低于通行的 60%警戒线，并显著低于 G20 成员均值 94.9%。发达经济体政府部门杠杆率均值为 114.6%，其中日本杠杆率高达 219.4%，因此尽管 60%警戒线有一定参考价值，但并非杠杆率高于 60%就会引发系统性金融危机，对于政府部门杠杆率提高不必过度担忧。

政府部门杠杆率在国际上处于中等水平，政府债务风险整体可控。衡量政府杠杆率主要有负债率、债务率指标， $\text{负债率} = \text{债务余额} / \text{GDP}$ ， $\text{债务率} = \text{债务余额} / \text{综合财力}$ 。其中，债务余额可分为显性债务、含隐性债务的全部债务等口径；综合财力可分为一般公共预算、一般公共预算+政府性基金收入+国有资本经营收入+社会保险基金收入，在地方政府层面还可细分为是否包含中央转移支付及税收返还等口径。不同机构对我国政府债务测算的结果有差异。

图表 1：2020 年末债券市场余额结构





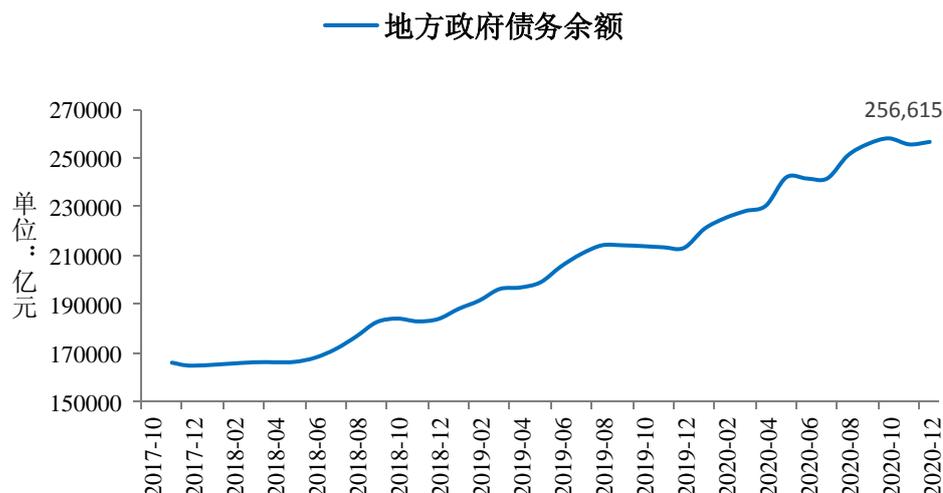
资料来源:Choice、粤开证券研究院

图表2：2020年二季度末各经济体政府债务率（%）



资料来源:BIS、粤开证券研究院

图表3：中国地方政府债务余额

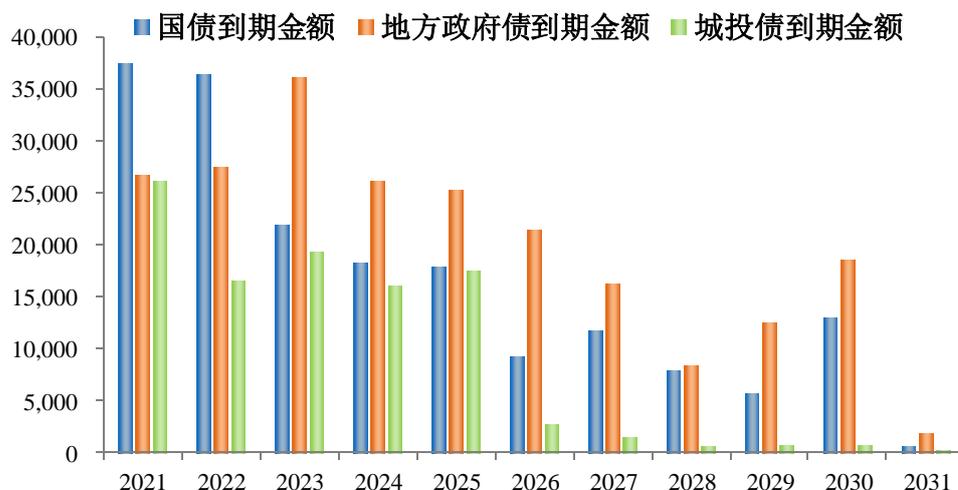


资料来源:财政部、粤开证券研究院

国债和地方政府债务偿还期限集中在 2021-2025 年的五年，年均到期为 2.6 和 2.8 万亿元。截至 2021 年 1 月 30 日，存量国债平均票面利率 3.34%，平均剩余期限 8.82 年，集中偿还期在 2021-2025 年，到期金额分别为 3.74 万亿元、3.64 万亿元、2.19 万亿元、1.82 万亿元、1.79 万亿元。截至 2020 年 12 月，地方政府债券剩余平均年限 6.9 年，其中一般债券 6.3 年，专项债券 7.5 年；平均利率 3.51%，其中一般债券 3.51%，专项债券 3.50%。地方政府债将集中在 2021-2026 年清偿，到期金额分别为 2.67 万亿元、2.75 万亿元、3.61 万亿元、2.61 万亿元、2.53 和 2.15 万亿元，地方政府需要发行新的债务延续，清偿过于集中将给地方政府增加债务周转压力。从城投债看，未来偿债高峰期同样集中在 2021—2025 年，到期金额分别为 2.86 万亿元、1.89 万亿元、2.13 万亿元、1.74 万亿元和 1.84 万亿元。



图表4：2021-2025 年为国债、地方债、城投债的偿债高峰期



资料来源：Wind、粤开证券研究院

(二) 2019 年 11 省市债务率超过 100%，西部地区债务风险高

分省市看，青海、贵州、宁夏等省市债务风险相对较高。

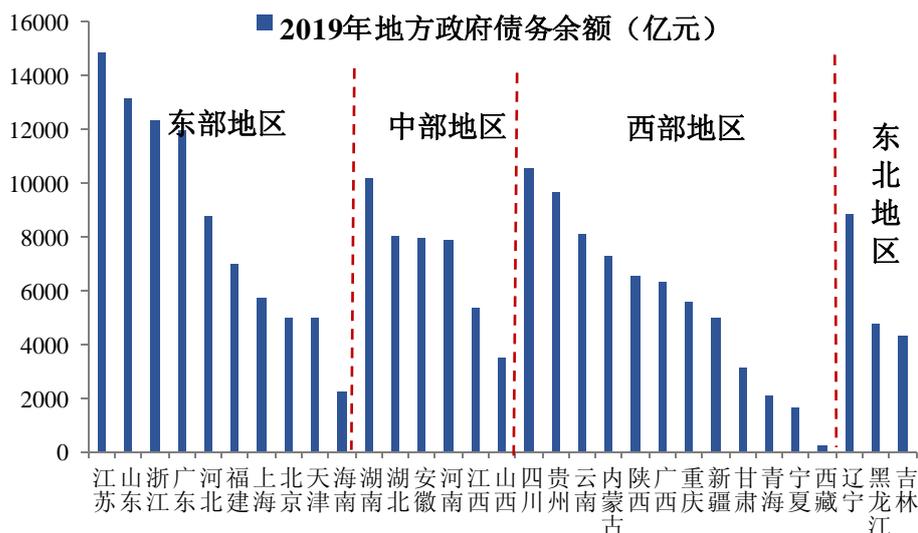
负债规模方面，2019 年末债务余额规模前五的地区为江苏（14878 亿元）、山东（13128 亿元）、浙江（12309 亿元）、广东（11949 亿元）和四川（10577 亿元），占地方政府债务总额的 7.0%、6.2%、5.8%、5.6%和 5.0%。

负债率方面，以债务余额/GDP 衡量，青海的政府负债率高达 70.9%，较 2018 年上升 9.4 个百分点；第二位是贵州（57.7%），较 2018 年下降 2.0 个百分点；其后是宁夏（44.2%）、内蒙古（42.5%）、海南（42.0%）和吉林（37.1%）。除青海以外，其余各省的政府债务仍在安全线 60%以内，如广东（11.1%）、北京（14.0%）、河南（14.6%）相对较低。

债务率方面，以债务余额/综合财力衡量，综合财力=公共财政收入+中央转移支付和税收返还+政府性基金收入，有 11 个省市超过 100%，较 2018 年增加 5 个。贵州债务率最高，达到 148.4%，辽宁（139.0%）、内蒙古（136.9%）、宁夏（114.4%）、天津（113.1%）排名 2-5 位。债务率在各省市的普遍提高，体现出在减税降费和支出刚性的形势下债务规模增加，债务风险有所扩大。

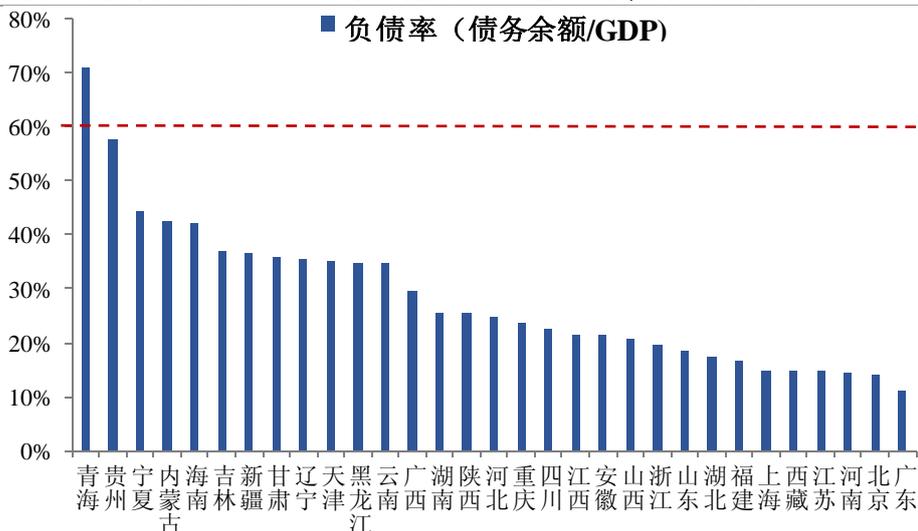
分区域看，东部经济发达省份，虽债务规模大，但 GDP 规模大，债务率较低。西部地区负债率显著高于东部和中部地区，处于经济发展水平尚未提升但政府负债过高的阶段。另外，促进经济发展又需要政府适当举债，西部省份的举债空间正逐步缩小，经济发展程度与政府债务不适应。中部地区地方政府债务占 GDP 的比重整体安全可控，其中湖南的债务率较高，偿债能力有限。东北地区，辽宁经济相对落后，加之沉重的养老负担，经济转型困难，政府债务率靠前，限制了政府的举债能力，也提高了举债融资成本。

图表5：2019 年分区域各省市地方政府债务余额



资料来源:各省市财政厅(局), 粤开证券研究院

图表6：青海负债率超70%、贵州接近60%警戒线，风险较高



资料来源:各省市财政厅(局), 粤开证券研究院

图表7：14个省份债务余额超过10000亿元

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_18152



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn