

2021年03月31日

## 地方债务四十年沉浮

宏观研究团队

——宏观深度报告

**赵伟 (分析师)**

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

**杨飞 (分析师)**

yangfeil@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

**马洁莹 (联系人)**

majieying@kysec.cn

证书编号: S0790120080081

伴随债务压力的不断累积,地方债务逐渐成为影响政策思路、宏观经济、资本市场的重要变量。对地方债务四十年大变迁的系统梳理,或有助于把握宏观形势。

### ● 快速城镇化、地方政绩考核等带动下,过去四十多年地方债务持续扩张

过去四十多年地方债务的持续扩张,与快速城镇化、地方政绩考核与地方财权事权不平衡等有关。改革开放后,我国进入快速城镇化阶段,带来大规模城市建设等投资需求;而投资权限的逐步下放,使地方政府逐渐主导投资。过去偏重经济增长的政绩考核制度下,地方政府官员有非常强的动力,通过大规模投资推动经济快速增长;而地方财权事权不平衡,使得地方政府需要举债来满足投资需求。伴随财政金融制度改革,地方举债从隐性到显性;稳增长加码下,地方债务增长一度加快。1979年仅有8个县区政府举债,到八十年代,大部分省市已开始举债;1994年预算法禁止地方政府举债后,城投平台等成为地方政府主要融资主体,其中2008年后地方债务增长加快、两年时间接近翻倍;2014年修正后的预算法允许地方政府发行地方债,大规模置换债务等,带动地方显性债务快速增长。

● 债务持续累积下,隐性债务远高于显性债务,不透明、不平稳、不稳定性凸显伴随债务的持续扩张,地方隐性债务规模已远高于显性债务,偿付压力不断上升。截至2020年年中,以城投平台带息债务表示的地方隐性债务规模达43.8万亿元,高于显性债务的23.9万亿元;两者合计对应的地方杠杆率超67%、债务率接近250%,远超通行警戒线水平。地方债务压力凸显,2020年,城投债募资注明用于“借新还旧”的比例超过85%,债务付息规模占财政支出占比已超5%。债务不断累积下,地方隐性债务增长不透明、不平衡、不稳定性等问题加速凸显。不同于显性债务,地方政府通过城投平台等举债,没有清晰的权责划分、缺少内在约束机制,使得债务增长不透明;同时,地方债务增长不平衡,部分地区债务压力过大、弱资质城投平台增多等,加大尾部风险。此外,城投平台债务短期化加剧,流动性负债占比攀升、城投债1年以内占比超30%,加大债务不稳定性。

● 隐性债务化解已成政策重心,当务之急是把风险关进笼子,长期靠改革转型伴随债务风险逐步显现,地方隐性债务化解,已成政策重心,带来的影响不容忽视。随着债务风险加快凸显,近年来地方债务治理明显加强,实行债务“终身追责”等遏制举债冲动,加快推进隐性债务化解;即使在疫情期间,政策托底加码的同时,对防范化解地方债务的要求并未放松。伴随经济回归常态,政策重心回归“调结构”、“防风险”,对隐性债务风险重视度进一步提升、相关措施加强。地方隐性债务化解,当务之急是把风险关进笼子,避免引发系统性风险;中长期要靠财政金融制度改革和经济转型等。风险加速暴露下,化解债务风险的紧迫性明显上升,当务之急在于推动隐性债务“阳光化”、把风险关进笼子,稳妥化解风险、市场化处置违约;同时,加强隐性债务增量控制、实现政府降杠杆。中长期来看,改革财政金融制度等,从源头“控增量”;加快经济转型以“化存量”。

● 风险提示:统计数据偏误或遗漏,地方债务风险加速暴露。

### 相关研究报告

《宏观经济专题-四月流动性展望》-2021.3.28

《宏观经济专题-低价券,今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

## 目 录

1、 大历史看，地方债务四十多年扩张之路 .....	4
1.1、 传统负债驱动增长，依靠地方信用扩张 .....	4
1.2、 从隐性到显性，地方债务压力持续累积 .....	6
2、 债务风险逐步凸显，化解工作已在路上 .....	9
2.1、 伴随债务问题不断增多，风险逐步凸显 .....	9
2.2、 化解隐性债务风险，从治标到标本兼治 .....	12
3、 加快地方隐性债务化解，已成工作重心 .....	14
3.1、 政府降杠杆大势所趋，重点在隐性债务 .....	14
3.2、 从源头上化解债务，时间与空间的平衡 .....	15
4、 研究结论 .....	18
5、 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 改革开放后，快速城镇化带动城市建设投资需求 .....	4
图 2: 财政基本建设支出与基建投资存在缺口 .....	4
图 3: 过去几十年来，地方政府杠杆率不断抬升 .....	5
图 4: 城投平台带息债务和地方债推算的杠杆先后抬升 .....	5
图 5: 经济承压阶段，基建发力稳增长 .....	5
图 6: 对应阶段，企业杠杆和城投平台带息债务明显增长 .....	5
图 7: 隐性债务规模显著大于显性债务 .....	6
图 8: 政府或有债务中，贷款占比最多、其次是债券 .....	6
图 9: 地方隐性债务模式多元化 .....	6
图 10: 2008 年之后，国企资产负债率明显高于非国企 .....	7
图 11: 地方国企逐渐成为第一大发债主体 .....	7
图 12: 地方政府债务率大幅抬升、接近 100% 预警线 .....	7
图 13: 地方债发行期限越来越长 .....	7
图 14: 东部地区地方政府债务规模最大 .....	8
图 15: 西部地区杠杆率较高、尤其是隐性债务 .....	8
图 16: 城投债“借新还旧”比例持续攀升 .....	9
图 17: 财政付息占财政支出比重超过 5% .....	9
图 18: 中西部政府债务率大多已超过 100% 全国警戒线 .....	10
图 19: 部分地区经济偏弱、债务压力较大 .....	10
图 20: 2015 年之后，低评级城投债到期占比在 20% 以上 .....	10
图 21: 部分省市一度对非标融资非常依赖 .....	10
图 22: 城投债发行期限结构明显缩短 .....	11
图 23: 城投平台流动负债占比逐渐抬升 .....	11
图 24: 国企亏损数量占比持续上升 .....	11
图 25: 有土地现金流的项目本息覆盖倍数多在 1.5 以内 .....	11
图 26: 地方国企违约数量上升 .....	12
图 27: 城投平台非标违约逐步增多 .....	12
图 28: 地方债务治理经过十几年的探索和尝试，从开前门堵后门到债务终身追责 .....	12
图 29: 存量债务化解主要包括债务置换等方式 .....	13

图 30: 财权事权分离 .....	13
图 31: 近年来, 政策对防范地方债务风险重视度明显提升 .....	14
图 32: 2021 年地方和中央政府债务增速预计超过 13% .....	15
图 33: 河南省南阳官庄工区化债计划 .....	17
图 34: 山西省汾西县化债计划 .....	17
表 1: 地方政府显性债务 VS 隐性债务 .....	6
表 2: 地方债项目存在管理不规范、资金闲置等情况 .....	8
表 3: 隐性债务增量控制愈加严格 .....	13
表 4: 部分地方违规举债被追责 .....	13
表 5: 2020 年稳增长阶段, 防风险并未放松 .....	15
表 6: 部分省市公布隐性债务年度化解目标达成 .....	15
表 7: 2020 年中开始, 政策重心回归“调结构”、“防风险” .....	15
表 8: 当局明确强调地方政府债务“阳光化”, 坚持不兜底原则 .....	16
表 9: 多地陆续出台化解债务方案 .....	17
表 10: 湖南省郴州市临武县化债计划 .....	17

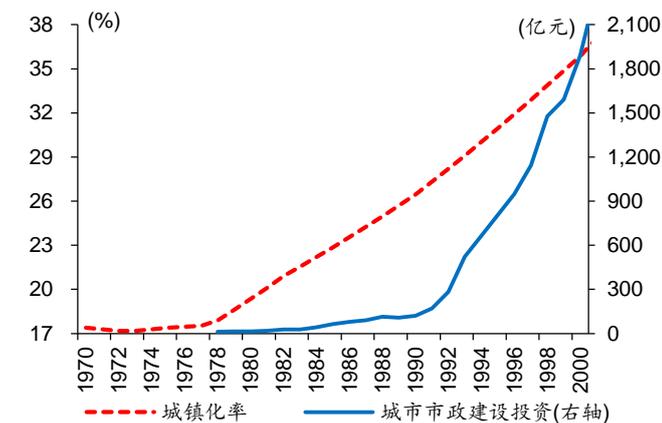
伴随债务压力的不断累积，地方债务逐渐成为影响政策思路、宏观经济、资本市场的重要变量。对地方债务四十年大变迁的系统梳理，或有助于把握宏观形势。

## 1、大历史看，地方债务四十多年扩张之路

### 1.1、传统负债驱动增长，依靠地方信用扩张

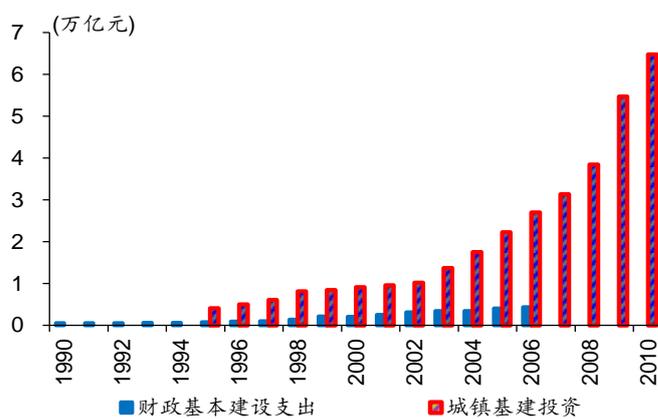
伴随我国进入快速城镇阶段，地方政绩考核、地方财权事权不平衡等，成为地方政府举债主要驱动。改革开放后，我国进入快速城镇化阶段，带来大规模城市建设等投资需求；而投资权限的逐步下放，使地方政府逐渐主导投资。过去偏重经济增长的政绩考核制度下，地方政府官员有非常强的动力，通过大规模投资推动经济快速增长<sup>1</sup>；而地方财权事权不平衡，使得地方政府需要举债来满足投资需求。

图1：改革开放后，快速城镇化带动城市建设投资需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：财政基本建设支出与基建投资存在缺口

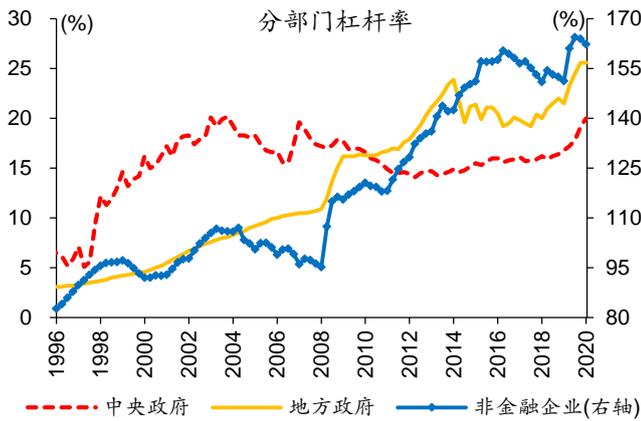


数据来源：Wind、开源证券研究所

传统负债驱动型增长模式下，过去四十多年地方债务持续扩张。1979年仅有8个县区政府举债，到八十年代大部分省市已开始举债，1981年至1985年有28个省级政府开始举债；1994年预算法禁止地方政府举债后，城投平台等成为地方政府主要融资主体；2014年修正后的预算法允许地方政府发行地方债。根据CNBS的统计，地方政府杠杆率，从1993年的3.6%抬升至2020年的25.6%；以地方城投平台带息债务推算的隐性杠杆率，2020年年中达42.7%。

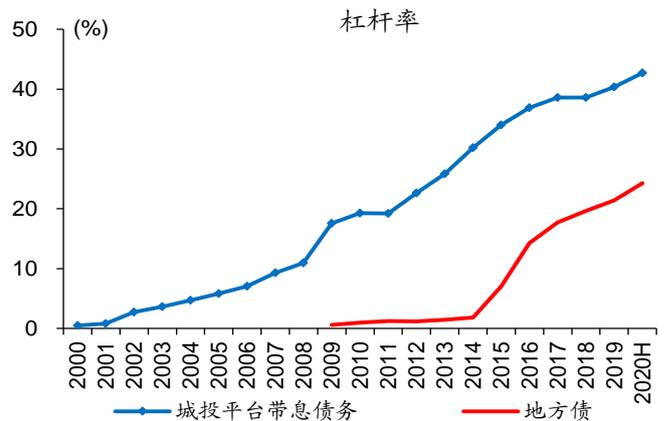
<sup>1</sup> 周黎安(2007)，中国地方官员的晋升锦标赛模式研究，经济研究第7期。

图3: 过去几十年来, 地方政府杠杆率不断抬升



数据来源: CNBS、开源证券研究所

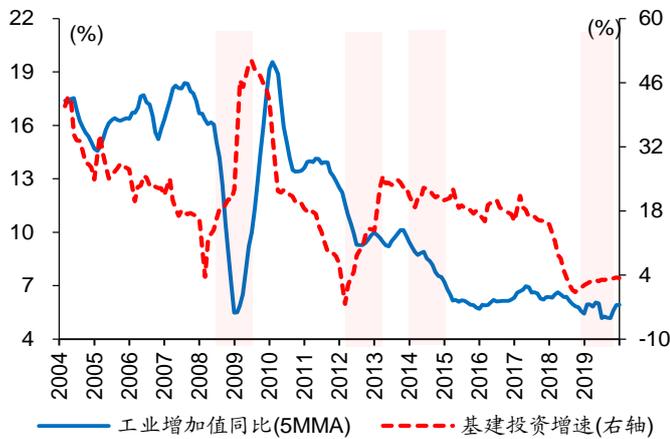
图4: 城投平台带息债务和地方政府推算的杠杆先后抬升



数据来源: Wind、财政部、开源证券研究所

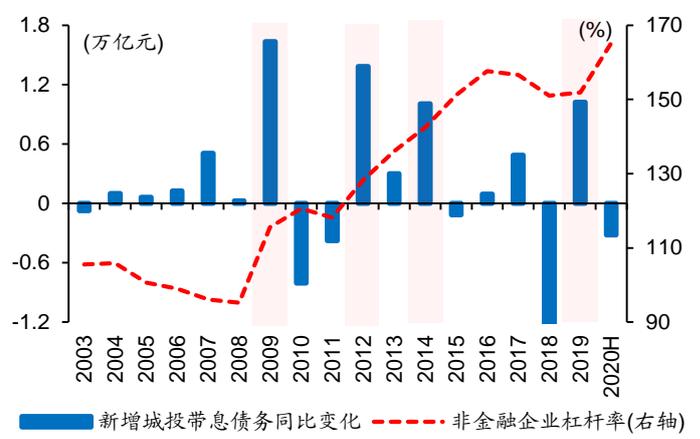
**多轮稳增长加码, 推动地方债务加快增长。**回溯历史, 经济承压阶段, 政府加码投资稳增长, 典型阶段如 1997 年亚洲金融危机和 2008 年金融危机后, 我国出台大规模刺激政策, 带动地方债务快速扩张。根据 2010 年审计署公布的全国地方政府性债务审计结果, 1998 年和 2009 年地方政府债务增速分别高达 48.2% 和 61.9%; 2010 年债务余额为 10.7 万亿元, 其中 51% 是 2008 年及之前累积的, 意味着短短两年时间地方债务接近翻番。

图5: 经济承压阶段, 基建发力稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 对应阶段, 企业杠杆和城投平台带息债务明显增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

**地方债务<sup>2</sup>的增长, 主要围绕地方政府信用扩张, 隐性债务规模远大于显性债务。**地方政府债务, 一般指地方政府债券(地方债)和此前认定的非地方债形式地方政府债务, 即本文所指显性债务。除此外, 地方城投平台和国有企业等举债、由政府提供担保或实质上承担偿还义务的债务, 大多归为隐性债务; 但举债形式多样、责任划分不明等, 使得隐性债务并没明确、统一的界定。截至 2020 年年中, 仅在债券市场募资的地方城投平台带息债务达 43.8 万亿元, 远高于地方政府债务存量的 23.9 万亿元。

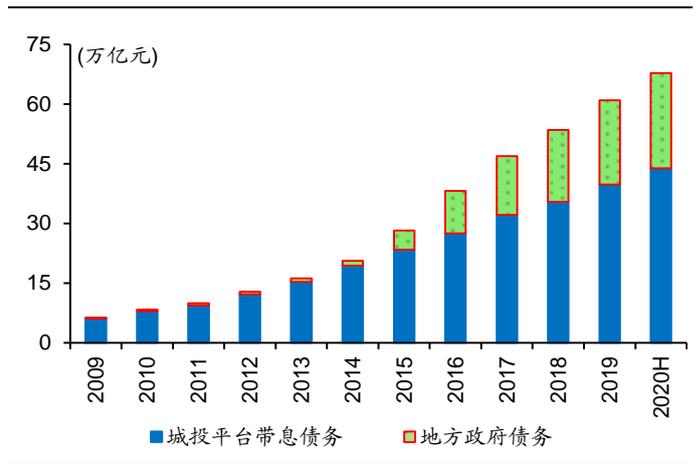
<sup>2</sup>本文所指地方债务, 包括地方政府债务, 及由地方城投平台和国有企业等举债、由政府提供担保或实质上承担偿还义务的债务等。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表1: 地方政府显性债务 VS 隐性债务

分类	定义
显性债务	2015年新《预算法》实施,要求地方政府债务全部纳入预算管理,唯一合法举债方式为发行地方政府债券,并通过限额管理给地方政府举债设置上限。
隐性债务	①法定政府债务限额之外,直接约定或承诺以财政资金偿还,或违法提供担保(含流动性支持、差额补足),或以承担救助责任等方式举借的债务或表外负债。 ②地方政府、国有企事业单位、直属机构等,在法定政府限额以外直接举借,或承诺以财政资金偿还,以及违法提供担保等方式举借的债务。 ③由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务;政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作(PPP)、政府购买服务等过程中,通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务、承担政府未来支付义务的棚改政府购买方服务等。 ④建设性债务、消费性债务和政策性融资担保,牵涉范围广,如地方融资平台公司债务、政府和社会资本合作(PPP)项目的债务、棚改债务、政府购买服务项目的债务、地方“僵尸国企”债务、金融扶贫项目债务、养老金缺口、政策性融资担保等。

资料来源: 政府网站、第一财经、开源证券研究所

图7: 隐性债务规模显著大于显性债务

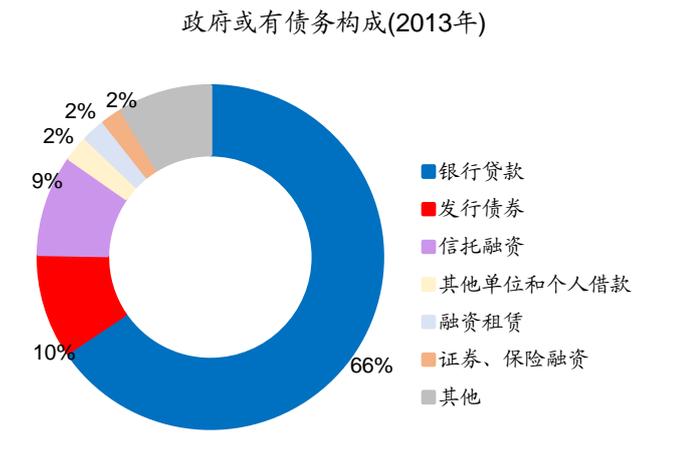


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.2、从隐性到显性, 地方债务压力持续累积

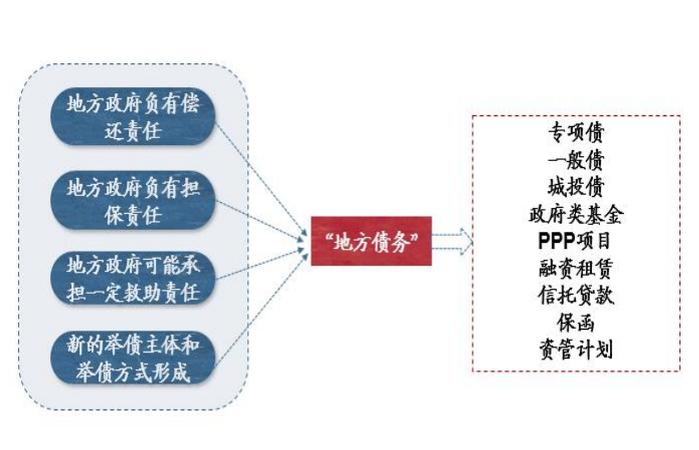
隐性债务中贷款和非标等非公开债务性融资较多, 显性债务以地方债为主。地方城投平台、国有企业举债方式多元化, 既有银行贷款、债券、信托计划、融资租赁等常见工具或渠道, 也有 PPP、BOT、“明股实债”等创新融资模式。按照 2013 年审计署公布的数据, 银行贷款、债券和信托融资分别占隐性债务比重分别为 66%、10% 和 9%。随着地方债大规模置换隐性债务, 官方公布的地方政府债务绝大部分为地方债。截至 2021 年 1 月, 地方政府债务余额为 26 万亿元, 其中地方债 25.8 万亿元、非地方债形式的存量债务 1751 亿元。

图8: 政府或有债务中, 贷款占比最多、其次是债券



数据来源: 审计署、开源证券研究所

图9: 地方隐性债务模式多元化

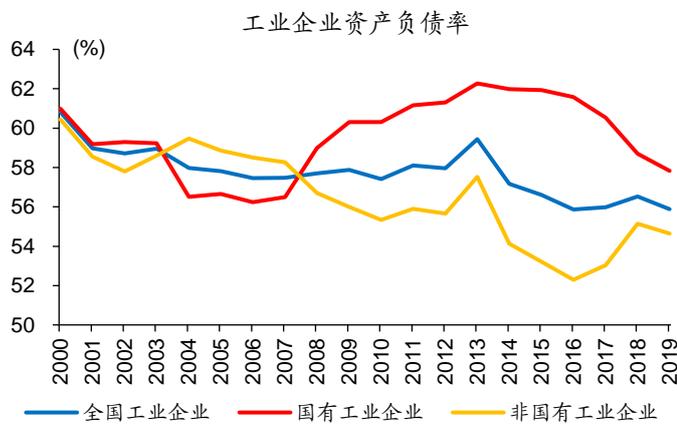


资料来源: 审计署、21 世纪经济报道、开源证券研究所

地方隐性债务缺乏有效约束, 规模不断扩张。不同于地方债的限额管理, 地方政府通过城投平台、国企等举债行为, 没有清晰的权责划分, 缺少内在的约束机制; 同时, 金融机构普遍倾向于向有政府背景的项目提供融资。在地方财力不足下, 为满足促增长、保民生等开支, 地方政府融资需求, 带动城投平台、国企等债务持续增长,

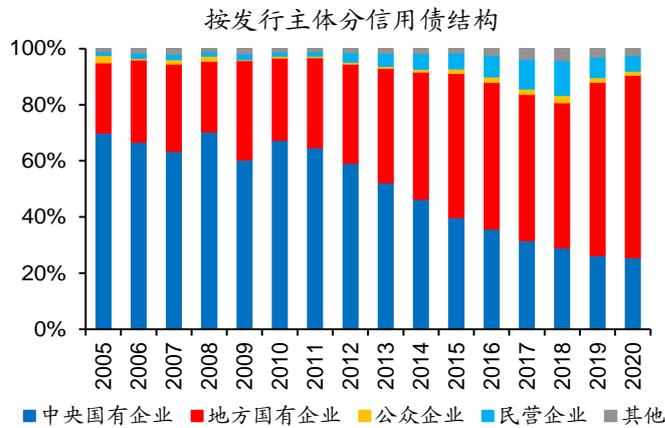
2008年至2017年国有企业资产负债率大幅抬升、显著高于非国有企业；地方国企逐渐成为市场第一大发债主体，2020年发行占比达65%、远高于2008年的25%。

图10: 2008年之后, 国企资产负债率明显高于非国企



数据来源: Wind、开源证券研究所

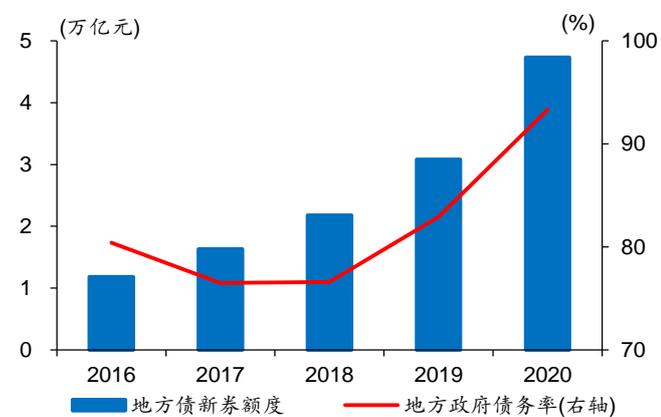
图11: 地方国企逐渐成为第一大发债主体



数据来源: Wind、开源证券研究所

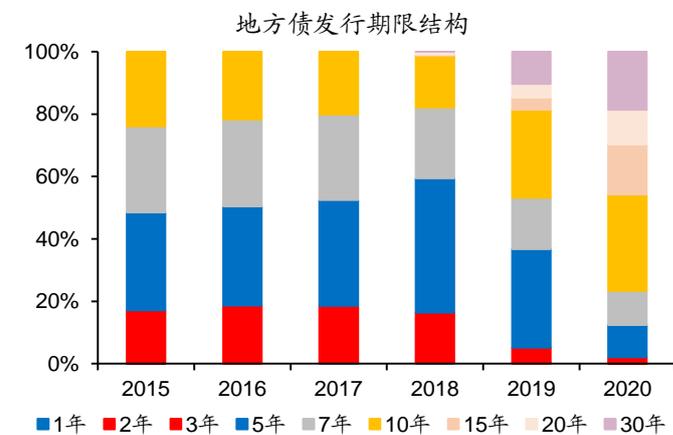
不仅隐性债务持续增长, 显性债务的压力和问题也在不断累积。随着前期地方债的大规模置换和近年来地方债新券放量, 2020年底, 地方政府债务规模超26万亿元、地方债务率也已接近100%的警戒线; 地方债“滚动续发”增多、发行期限拉长等, 进一步加大地方政府债务压力、压缩举债空间。

图12: 地方政府债务率大幅抬升、接近100%预警线



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 地方债发行期限越来越长



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表2: 地方债项目存在管理不规范、资金闲置等情况**

时间	地点	事件
2016年6月	重庆市云阳县凤鸣镇	由于项目管理不规范、配套资金不到位等, 该项目主体工程自2014年1月停工至今, 已投入的财政资金未及时发挥效益。
2017年3月	重庆市綦江区、辽宁省抚顺市	养老院改扩建工程等8个养老、儿童福利设施项目, 总投资23348万元, 全部应于2016年或以前完工, 由于建设方案迟迟无法确定、地方配套资金到位不及时、招标投标工作迟缓及施工道路受阻等原因, 截至2017年3月底仍未完工。
2017年6月	吉林省长春市九台区、安徽省寿县	3个污水处理项目, 应于2013年至2015年完工, 由于前期论证不充分等, 截至2017年6月底仍未完工, 涉及总投资5988万元。
2017年11月	广东省阳山县	阳山县岩溶地区石漠化综合治理工程规划于2012年至2014年实施, 项目总投资6000万元, 由于项目前期工作耗时长、项目配套资金未落实等, 造成项目进展缓慢。截至2017年11月底, 项目仅完成投资4133万元(占比69%)。
2018年3月	甘肃省	由于甘肃省人民政府对天水至定西高速公路质量隐患维修完善工作推动不力, 部分路基、路面、桥涵、隧道等质量问题和病害未得到解决, 该公路于2010年12月建成通车后已带病运营7年无法竣工验收, 存在安全隐患。
2019年9月	辽宁省	由于原项目取消或变化但又未对资金用途进行调整, 辽宁省沈抚新区一般债券资金74325.5万元闲置1年以上。
2019年9月	黑龙江省	配至黑龙江省北大荒农垦集团总公司的一般债券资金24000万元已不需按原用途使用, 但资金用途未进行调整, 效益未及时发挥。
2019年9月	湖北省建始县、重庆市云阳县	2个县的2个项目因论证不充分、设计不合理等终止实施, 造成前期已支付费用62.93万元损失浪费。

资料来源: 审计署、开源证券研究所

**现存地方债务中, 东部地区规模最大、西部次之; 考虑经济发展水平, 西部杠杆居前。**截至2020年年中, 包括地方债和城投平台带息债务在内的地方债务, 东部地区超28万亿元、西部地区超17万亿元, 其中, 江苏、浙江、山东等东部省份, 及四川、贵州等西部省份城投平台带息债务规模居前。考虑经济发展水平, 以城投平台带息债务/GDP计算的杠杆, 西部最高、超过49%, 其次是东部、接近45%, 其中天津、北京、甘肃、贵州等杠杆率超过70%; 以地方政府债务/GDP计算的杠杆, 西部和东北大部分省市均超过35%、水平相对较高。

**图14: 东部地区地方政府债务规模最大**
**图15: 西部地区杠杆率较高、尤其是隐性债务**

**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\\_18646](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18646)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn