



## 宏观研究

# 【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对

2023 年 01 月 04 日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：牛琴

电话：13681810367

## 近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看宁夏：“塞上江南”的财政之困》2022-12-18

《【粤开宏观】2023 年财政如何“加力提效”》2022-12-19

《【粤开宏观】从财税视角看山西：资源型省份的财政转型与出路》2022-12-21

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

## 摘要：

中央经济工作会议两次提及防范化解地方政府债务风险，再次强调统筹发展与安全。厘清地方政府债务风险以及探寻应对之道是非常重要的工作。

## 一、如何看待地方债务风险？

第一，认识债务风险要放在财政整体运行的角度，债务是除转移支付外收支缺口的重要弥补方式，是财力与支出责任的缺口。近年来，财力和支出责任出现三大变化快速推升了地方政府债务：一是经济持续下行加之大规模减税降费，宏观税负持续下行。二是中央对地方政府的考核从单一 GDP 转到多元目标，经济增长之外还包括环境保护、脱贫攻坚、防范化解风险等，导致地方政府支出责任范围扩大、刚性程度上升。三是经济风险财政化增加政府的潜在支出责任。

第二，我国地方政府债务上升与我国所处的经济发展阶段有关，债务和投资驱动型的增长模式去驱动着地方政府债务规模和债务率呈现出持续上升的趋势。分税制（财权和事权不匹配）、城镇化只是表面原因，不能完全解释，政绩考核机制和近乎无限责任政府是根本驱动因素。

第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，是否产生期限错配的问题。具体而言：

一方面，专项债越发名不副实，从经济和社会收益角度，已成为事实上的一般债，不能实事求是反映风险；在包装发行、使用方向等环节增加了地方政府的负担。

另一方面，隐性债务集中体现在城投有息债务，在宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；在微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，近期支持拿地。

## 二、当前地方债务风险形势如何？

总体上地方政府显性债务压力可控，债务风险主要集中在城投平台等主体形成的隐性债务。

宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，前期支持拿地再度恶化现金流。

截至 2021 年底，我国地方政府债务率为 105.4%，负债率 26.7%，显性债务压力尚可控。但是考虑融资平台的有息债务后，整体偿债压力较大，尤其是中西部财政实力较弱的省份。考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义



债务率和广义负债率分别达到 259.5%和 65.7%，均处于较高水平。

城投平台有息债务纵向层级分布与区域财力相关。从全国来看，城投平台的层级分布较为均匀，省级、地市级和区县三分天下，占比相当。但具体到各省则大不相同，强区县省份浙江、江苏县级城投债务占比分别达到 71.8%和 59.2%；而宁夏、甘肃、西藏、吉林等属于弱区域，市县平台举债较为困难，隐性债务主要集中在省级和地级市平台。

城投短期债务占比较高，债务滚续频繁。在城投平台有息债务中，短期债务规模占比达到 24.5%，意味着一年内近四分之一债务需要借新还旧。

### 微观上，城投平台的经营情况持续恶化：

一是城投平台资产负债率缓慢抬升。从 2014-2021 年，城投平台资产负债率中位数上升到 2021 年的 58.2%，较 2014 年提高 9.8 个百分点。从整体资产负债率分布来看，近 1/10 的城投公司资产负债率超过 70%，62.6%的城投公司资产负债率分布在 50%~70%。

二城投平台还本付息能力逐年下降。从还本能力来看，以有形资产/城投平台带息债务衡量还本能力，自 2014 年以来整体呈现出下降趋势，2021 年该数值中位数仅为 1.0，即变卖所有有形资产刚刚够偿还所有带息债务。以经营活动产生的现金流、EBITDA 对企业带息债务的覆盖能力也较差，2014-2021 年城投平台经营活动产生的现金流净额/带息债务大于 1 的占比较小，2021 年仅有 0.02%，EBITDA/带息债务也呈现逐年下降趋势，2021 年中位数仅为 5.0%。从付息能力来看，企业利润对利息的覆盖亦呈下降趋势，2021 年 EBIT/利息费用中位数仅为 2.8，加回折旧摊销后 EBITDA/利息费用中位数也仅有 3.9。

三是城投平台盈利能力较弱，ROA 中位数不足 1%。城投平台盈利能力较弱，与一般企业债相比财务数据上并不具有投资吸引力。净资产收益率的中位数从 2014 年的 2.9%下降至 2021 年的 1.4%，总资产收益率的中位数从 2014 年的 1.5%下降到 2021 年的 0.6%。

除了债务风险外，未来财政还面临以下五大风险：一是房地产风险引发的财政冲击。二是金融风险财政化。三是城投风险与财政风险交织。部分高度依赖土地出让收入的地区土地出让收入大幅下降，而目前民营房企整体遇到现金流困难，部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血，但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。四是通胀风险引发的财政冲击。五是突发疫情、地缘政治因素等引发的财政冲击。

### 三、如何推动改革应对？——联动改革

第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。深化党和国家体制、行政事业单位改革，强化绩效管理。

第二，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度。



第三，建立政策出台前评估和实施效果问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。

第四，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。

第五，尽快稳定宏观税负，不宜再出台大规模减税降费，结构性加税（房地产税、消费税、环保税、资源税）。

第六，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第七，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。

第八，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政。

**风险提示：**经济转型困难；经济恢复不及预期



## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、如何看待地方政府债务风险？ .....           | 5  |
| 二、当前地方债务风险形势如何？ .....           | 8  |
| （一）地方政府债务风险 .....               | 8  |
| （二）经济社会风险财政化，加大未来地方政府债务风险 ..... | 20 |
| 三、如何推动改革应对？——联动改革 .....         | 21 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于 GDP 名义增速 ..... | 5  |
| 图表 2：一般公共预算收入和税收收入占 GDP 比重的变化趋势 .....  | 6  |
| 图表 3：历年广义宏观税负 .....                    | 6  |
| 图表 4：国有土地使用权出让金占 GDP 比重变化趋势 .....      | 7  |
| 图表 5：广义宏观税负变化趋势 .....                  | 7  |
| 图表 6：城投平台有息债务规模及增速 .....               | 7  |
| 图表 7：2021 年分省份城投平台有息债务余额 .....         | 8  |
| 图表 8：2021 年分省份显性负债率 .....              | 9  |
| 图表 9：2021 年分省份城投负债率 .....              | 10 |
| 图表 10：2021 年分省份广义负债率 .....             | 11 |
| 图表 11：2021 年分省份地方政府债务率与负债率情况 .....     | 12 |
| 图表 12：全国城投有息债务层级分布 .....               | 13 |
| 图表 13：分省份城投有息债务层级分布 .....              | 13 |
| 图表 14：城投债到期偿量 .....                    | 14 |
| 图表 15：分省份城投债到期偿还分布 .....               | 15 |
| 图表 16：分行业城投债到期偿还分布 .....               | 15 |
| 图表 17：城投平台资产负债变化情况 .....               | 17 |
| 图表 18：城投平台有形资产/带息债务分位数 .....           | 17 |
| 图表 19：经营活动产生的现金流量净额/带息债务分布 .....       | 17 |
| 图表 20：城投平台 EBITDA/带息债务分位数 .....        | 18 |
| 图表 21：城投平台 EBITDA/利息费用分位数 .....        | 18 |
| 图表 22：城投平台 EBIT/利息费用分位数 .....          | 19 |
| 图表 23：城投平台 ROE 分位数分布 .....             | 19 |
| 图表 24：城投平台 ROA 分位数分布 .....             | 20 |



## 一、如何看待地方政府债务风险？

第一，认识地方债务风险要放在财政整体运行的角度，债务是除转移支付外收支缺口的重要弥补方式，是财力与支出责任的缺口。近年来，财力和支出责任出现了一些新的变化使得债务形势逐渐恶化。

一是经济持续下行加之大规模减税降费，宏观税负持续下行，财政汲取能力下降。2008 年国际金融危机之后，我国经济总体上持续下行，期间虽因逆周期调节有所波动，但不改整体下行趋势。疫情爆发以来的三年，大规模减税降费退税等措施持续出台以稳定经济，宏观税负持续下行。2021 年一般公共预算收入与 GDP 之比为 17.7%，税收收入与 GDP 之比仅有 15.1%，为 2015 年以来最低水平，预计 2022 年还要进一步下降。减税降费固然提高了市场主体的抗风险能力，但是在居民和企业预期较弱的背景下，难以转化为企业的投资和居民的消费，即分子端减税降费推升了债务、分母端经济增长不明显，因此地方政府的负债率和债务率进一步攀升。未来随着土地出让收入下行，地方政府财政汲取能力下降。

二是 2012 年以来，中央对地方政府的考核发生了变化，明确不再以 GDP 论英雄，但实际上地方政府面临的目标更加多元，包括环境保护、脱贫攻坚、防范化解重大风险等，这意味着地方政府支出责任的范围扩大、刚性程度上升，地方政府的收支缺口随之扩大。

三是经济社会风险财政化，增加政府的潜在支出责任，推升债务。债务风险的形成固然有外部的冲击，如中美贸易摩擦等，还部分地源于内部非经济政策与经济政策之间的不协调，尤其是环保一刀切、市场监管等过严。一刀切的非经济政策导致经济下行、企业经营困难，社会呼吁财政发力来解决这些问题，即经济风险财政化，这在无形中形成了政府的潜在支出责任，进一步导致政府债务增加。同时，部分地方政府超前承诺的问题也加大了潜在政府债务，比如省级政府要办为老百姓办 10 件实事，到市县就要办 15 件甚至 20 件。

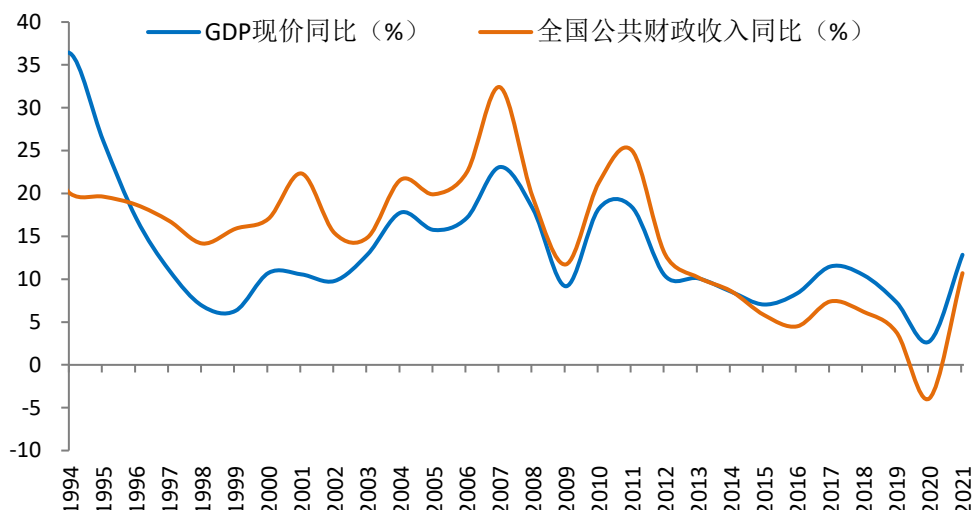
第二，我国地方政府债务上升与我国所处的经济发展阶段有关，债务和投资驱动型的增长模式去驱动着地方政府债务规模和债务率呈现出持续上升的趋势。分税制（财权和事权不匹配）、城镇化只是表面原因，不能完全解释，政绩考核机制和近乎无限责任政府是根本驱动因素。分税制并不必然导致地方债务，因为中央转移支付给地方政府后，实际上中央占比非常低，收支差通过国债弥补，真正的原因是政府职能的扩展和不稳定，这又源于政府与市场关系未能法治化定型。

第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，是否产生期限错配的问题。

一方面，专项债越发名不副实，从经济和社会收益角度，已成为事实上的一般债，不能实事求是反映风险；在包装发行、使用方向等环节增加了地方政府的负担。

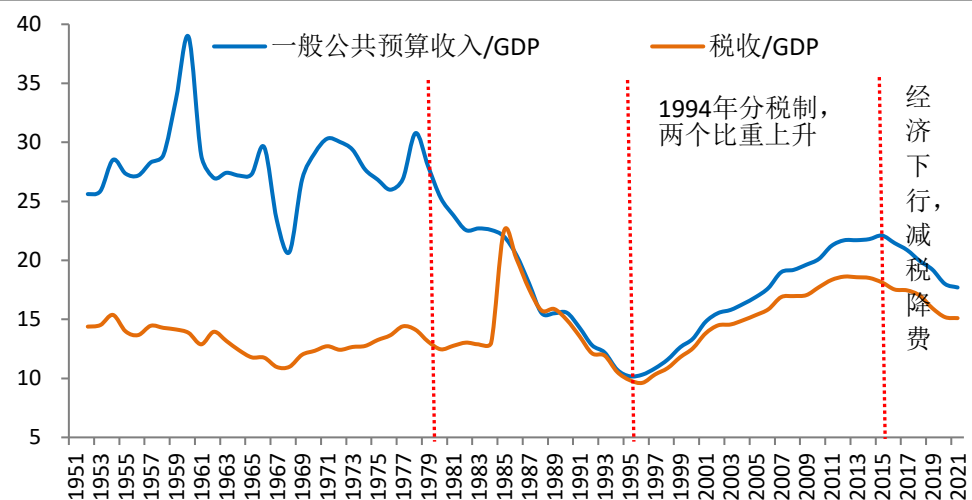
另一方面，隐性债务集中体现在城投有息债务，在宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；在微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，近期支持拿地进一步恶化了现金流。

图表1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于 GDP 名义增速



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表2: 一般公共预算收入和税收收入占 GDP 比重的变化趋势



资料来源: wind、粤开证券研究院

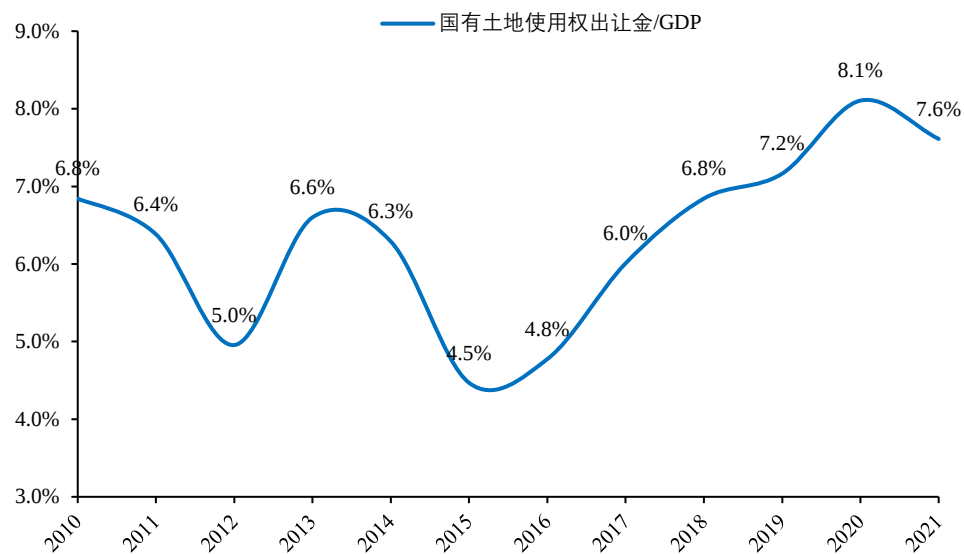
图表3: 历年广义宏观税负

|      | 一般公共预算收入 (1) | 其中: 税收收入 | 政府性基金预算收入 (2) | 其中: 土地出让金 | 其中: 国有土地收益基金 | 国有资本经营预算收入 (3) | 社会保险基金预算收入 (4) | 其中: 财政补贴 | 合计(1)+(2)+(3)+(4)+(5) | GDP现价   | 一般公共预算/GDP | 广义宏观税负 |
|------|--------------|----------|---------------|-----------|--------------|----------------|----------------|----------|-----------------------|---------|------------|--------|
| 2010 | 83102        | 73211    | 36785         | 28198     | 1025         | #N/A           | 17071          | #N/A     | 147119                | 412119  | 20.2%      |        |
| 2011 | 103874       | 89738    | 41363         | 31140     | 1094         | #N/A           | 25758          | #N/A     | 182835                | 487940  | 21.3%      |        |
| 2012 | 117254       | 100614   | 37535         | 26692     | 897          | 1496           | 31411          | #N/A     | 193888                | 538580  | 21.8%      |        |
| 2013 | 129210       | 110631   | 52289         | 39142     | 1260         | 1713           | 35994          | 7372     | 211814                | 592963  | 21.8%      | 35.7%  |
| 2014 | 140370       | 119175   | 54114         | 40480     | 1414         | 2008           | 40439          | 8447     | 228483                | 643563  | 21.8%      | 35.5%  |
| 2015 | 152269       | 124922   | 42338         | 30784     | 1025         | 2551           | 46354          | 10244    | 233268                | 688858  | 22.1%      | 33.9%  |
| 2016 | 159605       | 130361   | 46643         | 35640     | 1190         | 2609           | 50112          | 11089    | 247881                | 746395  | 21.4%      | 33.2%  |
| 2017 | 172593       | 144370   | 61480         | 49987     | 1771         | 2581           | 58438          | 12352    | 282739                | 832036  | 20.7%      | 34.0%  |
| 2018 | 183360       | 156403   | 75479         | 62911     | 2044         | 2906           | 79003          | 16777    | 323970                | 919281  | 19.9%      | 35.2%  |
| 2019 | 190390       | 158000   | 84518         | 70679     | 1764         | 3972           | 83152          | 19103    | 342929                | 986515  | 19.3%      | 34.8%  |
| 2020 | 182914       | 154312   | 93491         | 82159     | 1893         | 4775           | 75864          | 21016    | 336028                | 1013567 | 18.0%      | 33.2%  |
| 2021 | 202555       | 172736   | 98024         | 84978     | 1992         | 5170           | 96877          | 22606    | 380020                | 1143670 | 17.7%      | 33.2%  |

资料来源: wind、粤开证券研究院

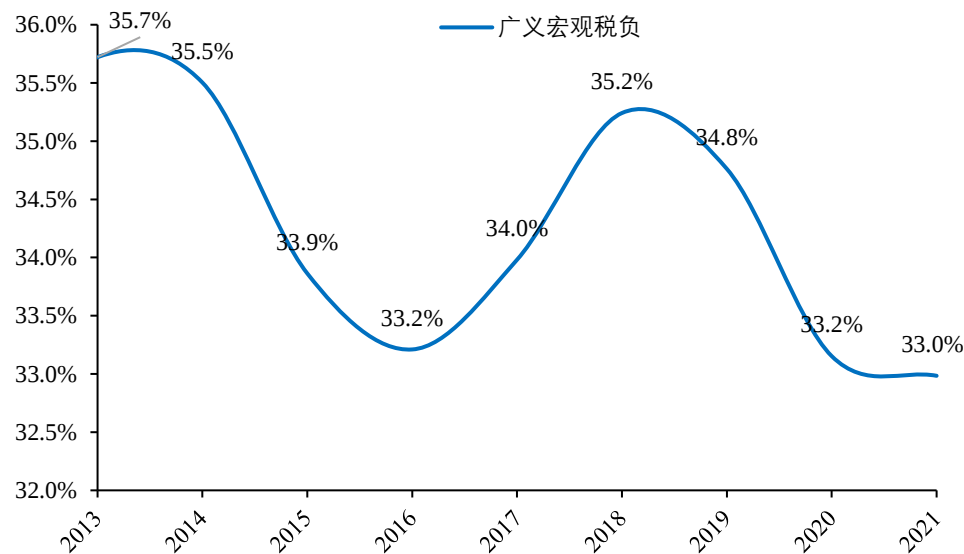


图表4：国有土地使用权出让金占 GDP 比重变化趋势



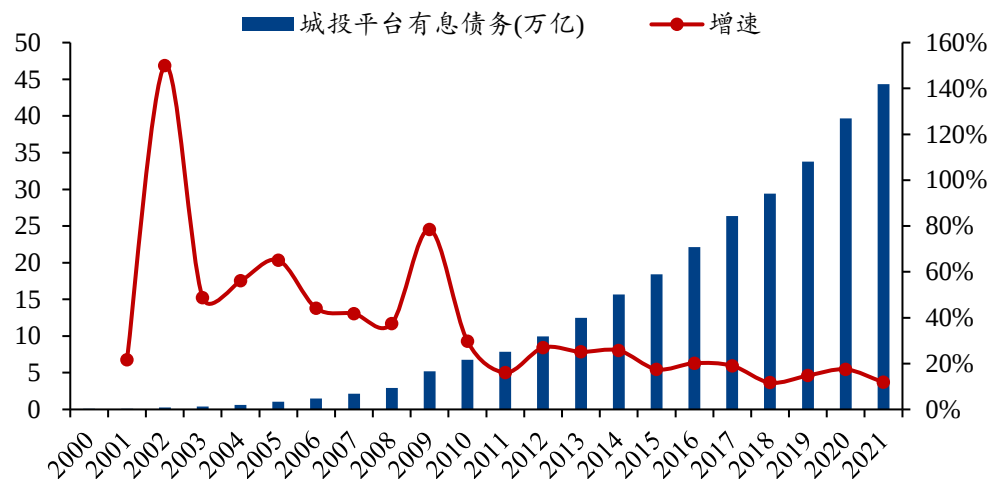
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：广义宏观税负变化趋势



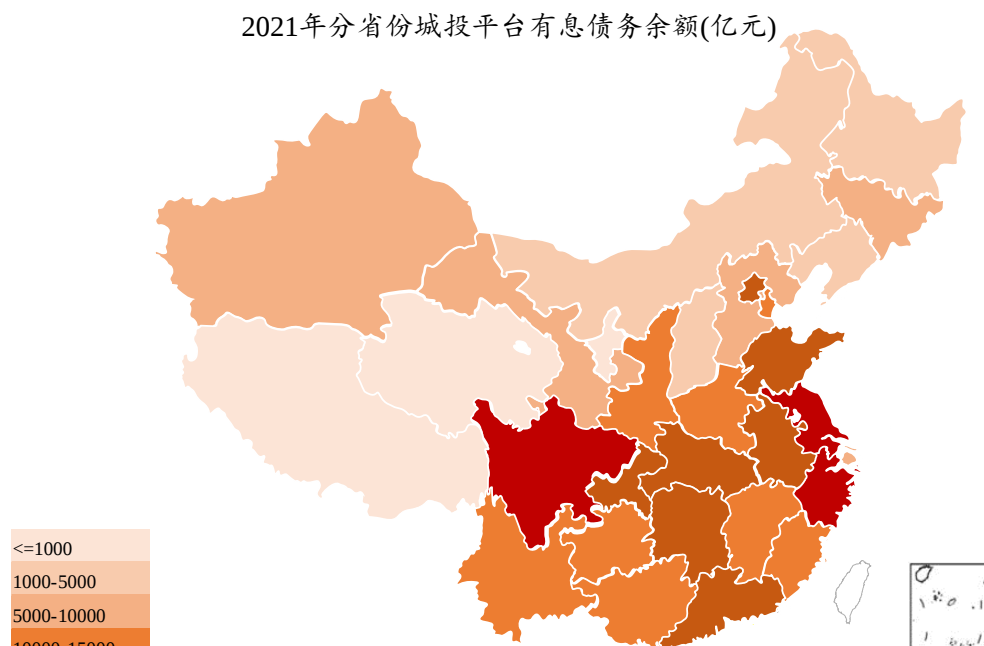
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：城投平台有息债务规模及增速



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表7：2021年分省份城投平台有息债务余额



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\\_50871](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50871)

