



罗志恒：地方债务风险 与应对



意见领袖 | 罗志恒

罗志恒系粤开证券首席经济学家、研究院院长，中国首席经济学家论坛理事

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非常重要。

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，债务是转移支付之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新的三大变化，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经济发展阶段有关，与债务和投资驱动型的增长模式有关。分税制（通常所谓财权和事权不匹配）、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才是根本驱动因素。

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。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、债务支出形成的优质资产有限；在微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差。

第四，未来经济社会风险财政化，加大地方债务风险。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。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。

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，尤其是中西部财政实力较弱的省份。

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；二是城投平台还本付息能力逐年下降；三是城投平台盈利能力较

弱，ROA 中位数不足 1%。详见正文。

三、如何推动改革应对？

八大改革，详见正文。

正文

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。部分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，这在无形中增加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。

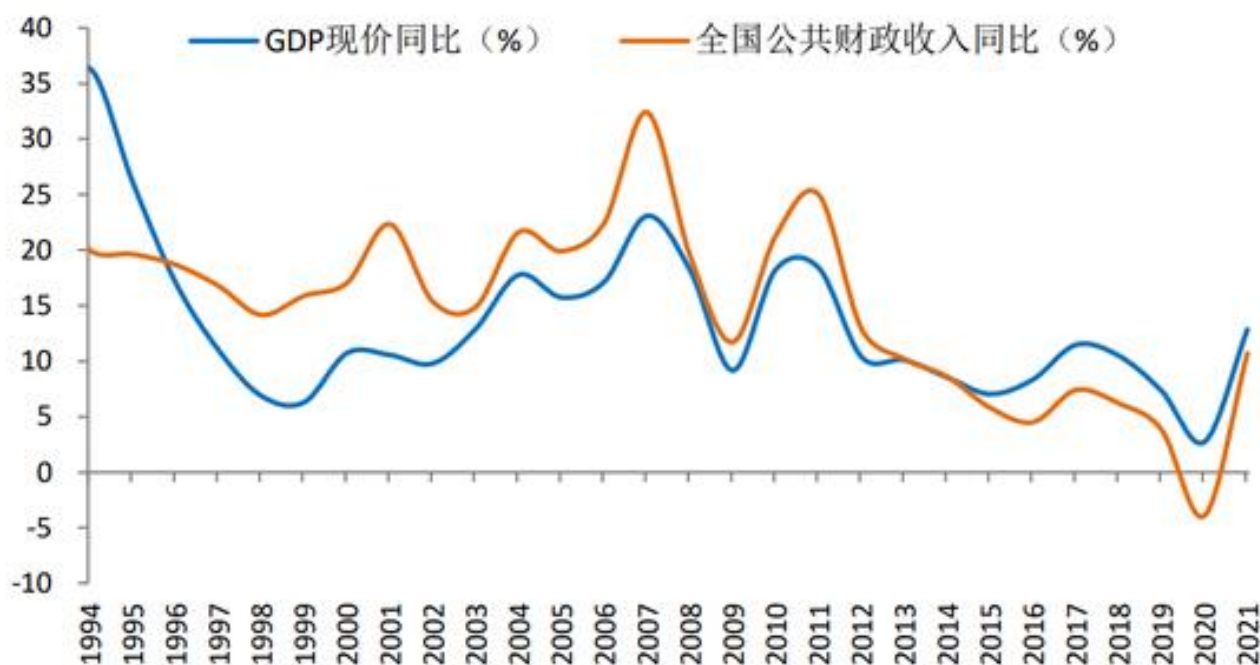
第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，

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。

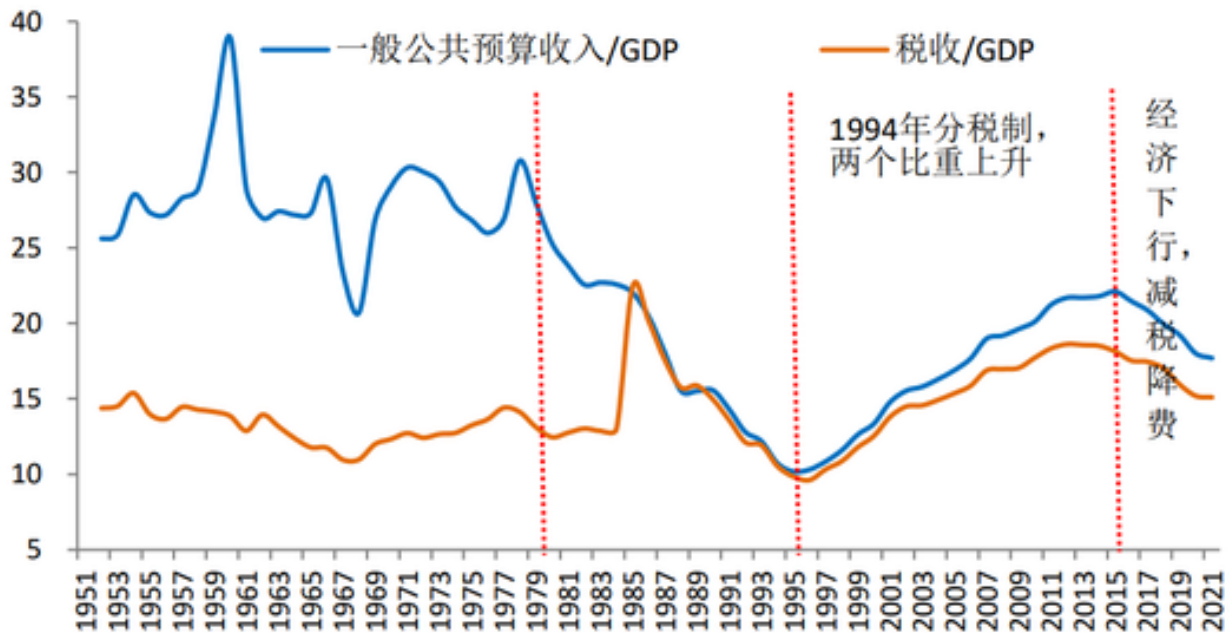
图表1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于GDP名义增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

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

粤开志恒宏观

图表3：历年广义宏观税负

年份	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	41219	41219	20.2%	
2011	103874	89738	41363	33140	1094	#N/A	25758	#N/A	48790	48790	21.3%	
2012	117254	100614	37535	26692	857	3496	31423	#N/A	53581	53581	21.8%	
2013	129210	110520	52069	39143	1360	1713	35994	7372	211814	592963	21.8%	35.7%
2014	140370	119175	54314	40480	1414	2908	40429	8447	228483	643063	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	2659	51112	11089	247881	746395	21.4%	33.2%
2017	172593	144370	61480	49997	1771	2581	58438	12352	282739	832036	20.7%	34.0%
2018	183380	156403	75479	62911	2044	2906	78003	16777	323870	919382	19.9%	35.2%
2019	190390	158000	84518	70679	1764	3972	83152	19103	342929	986215	19.3%	34.8%
2020	182934	154312	83491	82159	1883	4775	75684	21016	336328	1013567	18.0%	33.2%
2021	202555	172736	98024	84979	1992	5170	96877	22626	380020	1143670	17.7%	33.2%

资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

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_52496



云报告
www.yunbaogao.cn

云报告
www.yunbaogao.cn