粤开证券 YUEKAI SECURITIES

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@ykzq.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

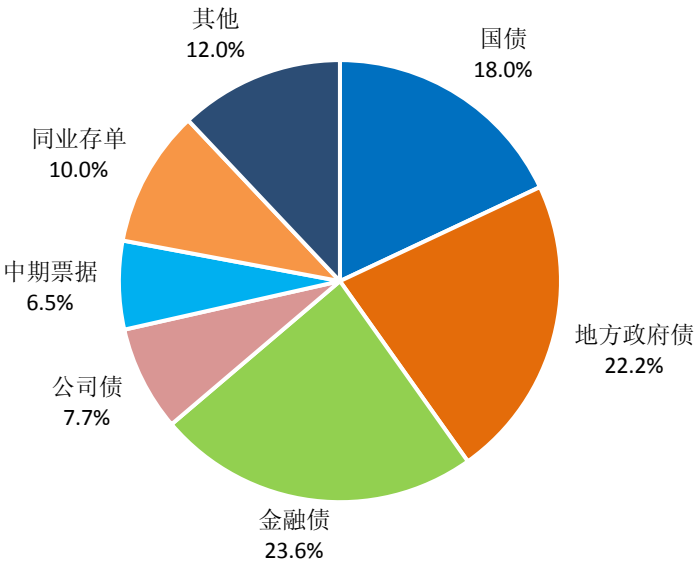
根据财政部数据，2020 年底，中国政府债务为 46.55 万亿元，较上年增加 8.6 万亿元，负债率为 45.8%，较上年增加 7.5 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。其中，中央政府债务余额 20.89 万亿，较上年增加 4.24 万亿元，占 GDP 的 20.6%，较上年增加 3.8 个百分点。地方政府债务余额 25.66 万亿元，较上年增加 4.35 万亿元，占 GDP 的 25.3%，较上年增加 3.8 个百分点，均控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 127395 亿元，专项债务 129220 亿元，专项债务余额首次超过一般债务。

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。

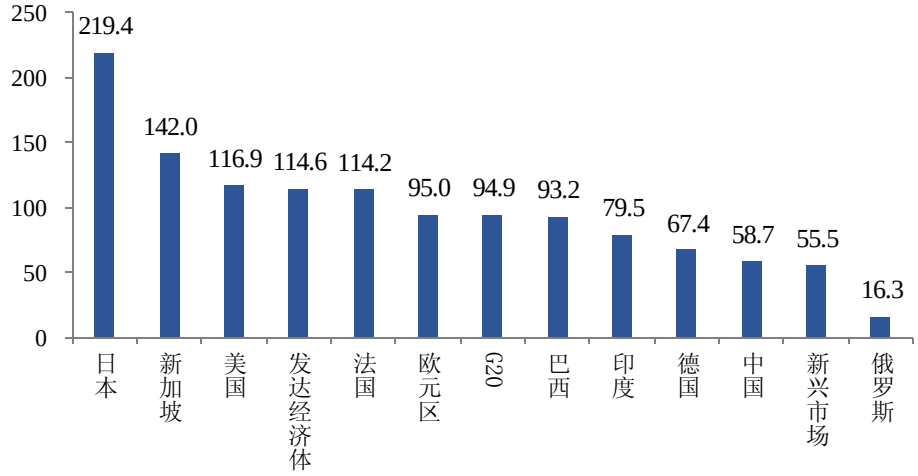
政府部门杠杆率在国际上处于中等水平，政府债务风险整体可控。衡量政府杠杆率主要有负债率、债务率指标，负债率=债务余额/GDP，债务率=债务余额/综合财力。其中，债务余额可分为显性债务、含隐性债务的全部债务等口径；综合财力可分为一般公共预算、一般公共预算+政府性基金收入+国有资本经营收入+社会保险基金收入，在地方政府层面还可细分为是否包含中央转移支付及税收返还等口径。不同机构对我国政府债务测算的结果有差异。

图表1：2020 年末债券市场余额结构



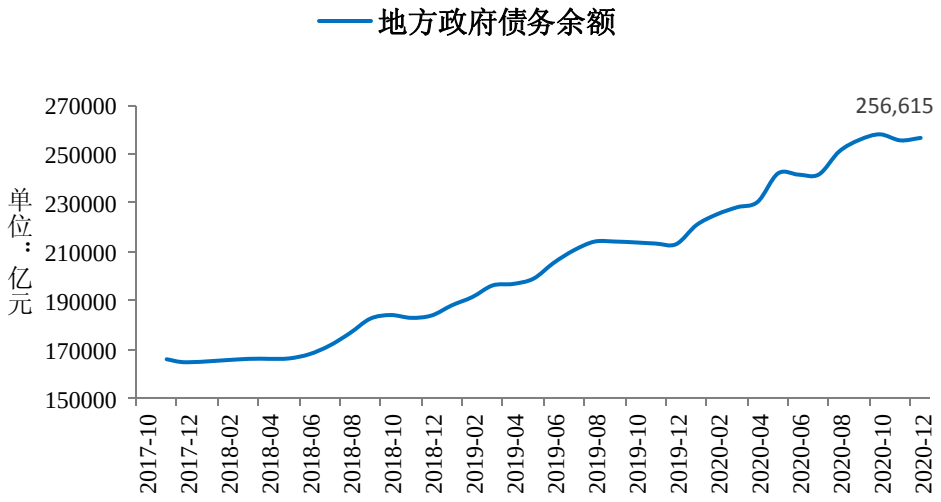
资料来源:Choice、粤开证券研究院

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

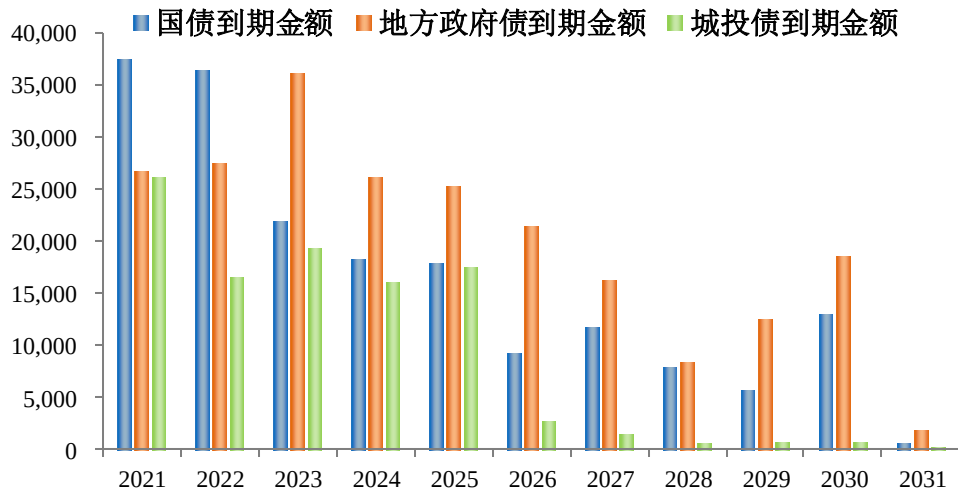
图表3：中国地方政府债务余额



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。

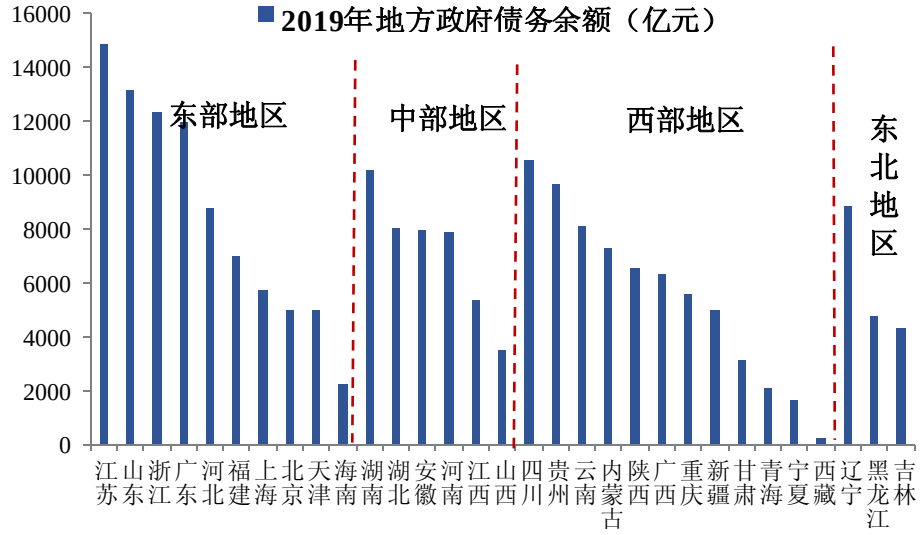
负债规模方面，2019 年末债务余额规模前五的地区为江苏（14878 亿元）、山东（13128 亿元）、浙江（12309 亿元）、广东（11949 亿元）和四川（10577 亿元），占地方政府债务总额的 7.0%、6.2%、5.8%、5.6%和 5.0%。

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。

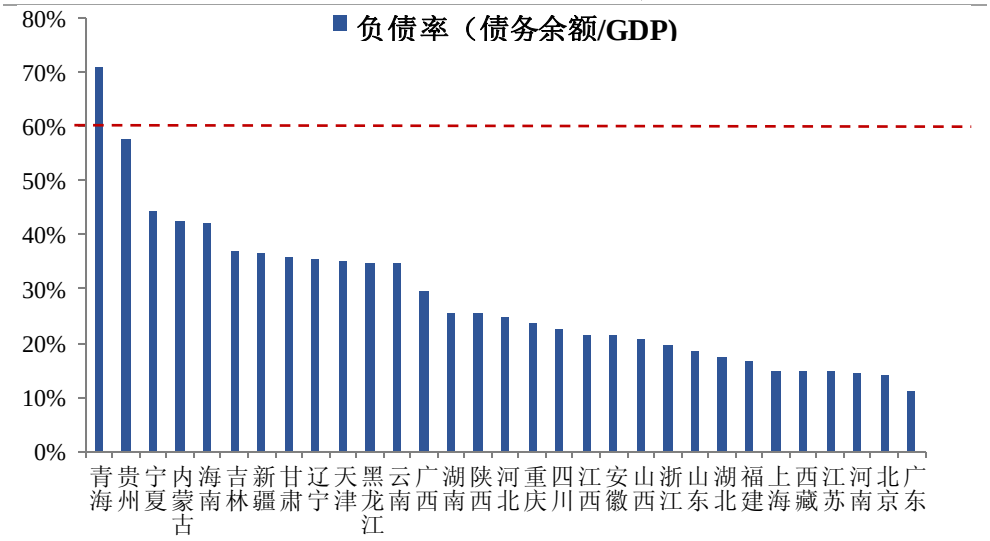
分区域看，东部经济发达省份，虽债务规模大，但 GDP 规模大，债务率较低。西部地区负债率显著高于东部和中部地区，处于经济发展水平尚未提升但政府负债过高的阶段。另外，促进经济发展又需要政府适当举债，西部省份的举债空间正逐步缩小，经济发展程度与政府债务不适应。中部地区地方政府债务占 GDP 的比重整体安全可控，其中湖南的债务率较高，偿债能力有限。东北地区，辽宁经济相对落后，加之沉重的养老负担，经济转型困难，政府债务率靠前，限制了政府的举债能力，也提高了举债融资成本。

图表5：2019 年分区域各省市地方政府债务余额



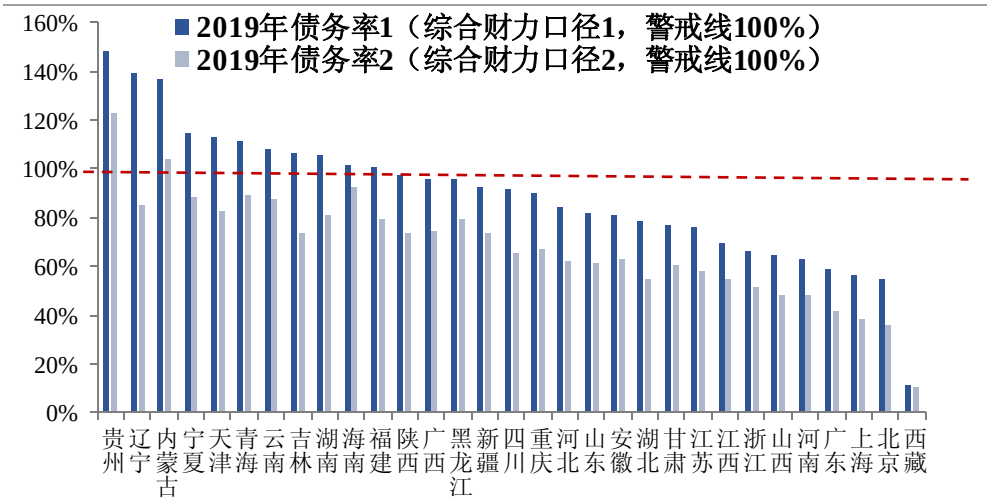
资料来源:各省市财政厅（局）、粤开证券研究院

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7：11 个省份债务率超过 100%



资料来源:各省市财政厅（局）、粤开证券研究院

债务率 1=债务余额/（公共财政+中央转移支付和税收返还+政府性基金收入）

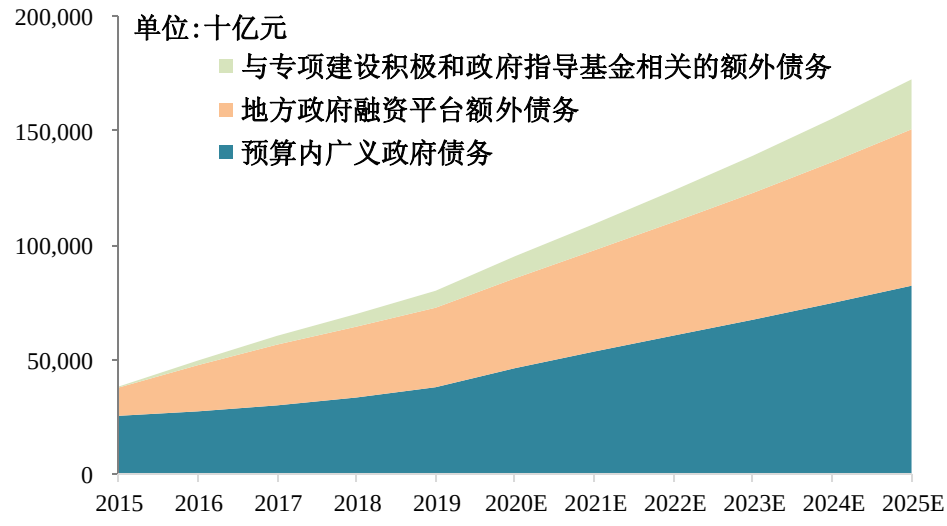
债务率 2=债务余额/（公共财政+中央转移支付和税收返还+政府性基金+国有资本经营+社保基金收入）

（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

从存量债务看，据 IMF 2020 年第四条磋商报告测算，2019 年末含地方政府隐性债务的中国政府总债务为 80.09 万亿，其中官方广义政府债务为 37.95 万亿，有可能被确认为地方政府融资平台额外债务为 34.75 万亿，与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务为 7.42 万亿，即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%。

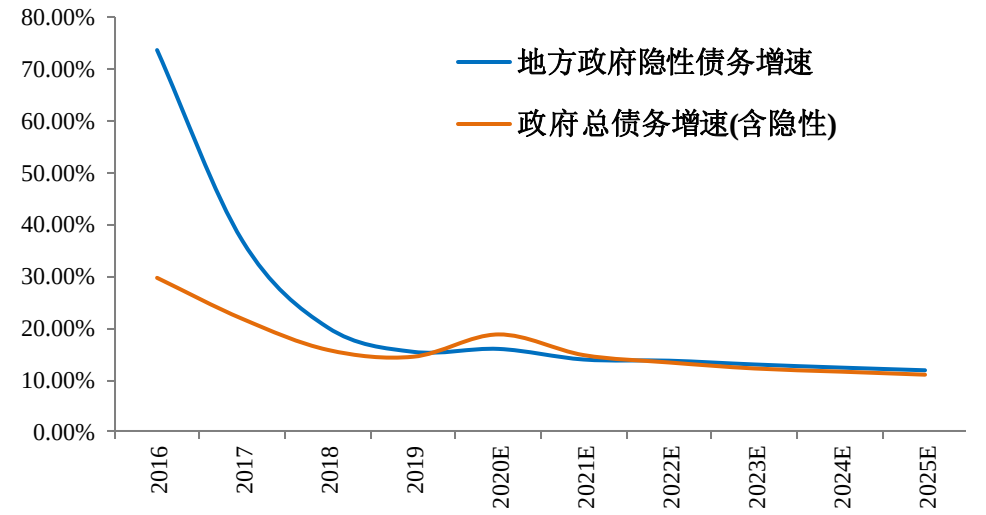
从增速看，2016 年地方政府隐性债务增速高达 73.8%，2017-2018 年降至 36.9%和 20.2%。在严控地方债务增量、终身追责等政策影响下，2019 年隐性债务增速下滑至 15.5%。据 IMF 预测，2025 年地方政府隐性债务增速将下滑至 11.9%，含隐性债务的政府总债务增速降至 11.0%，2024 年中央和地方政府总债务合计将达 172 万亿。

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



资料来源: IMF 2020 年第四条磋商报告、粤开证券研究院

图表9：中国地方政府隐性债务增速逐渐放缓



资料来源: IMF 2020 年第四条磋商报告、粤开证券研究院

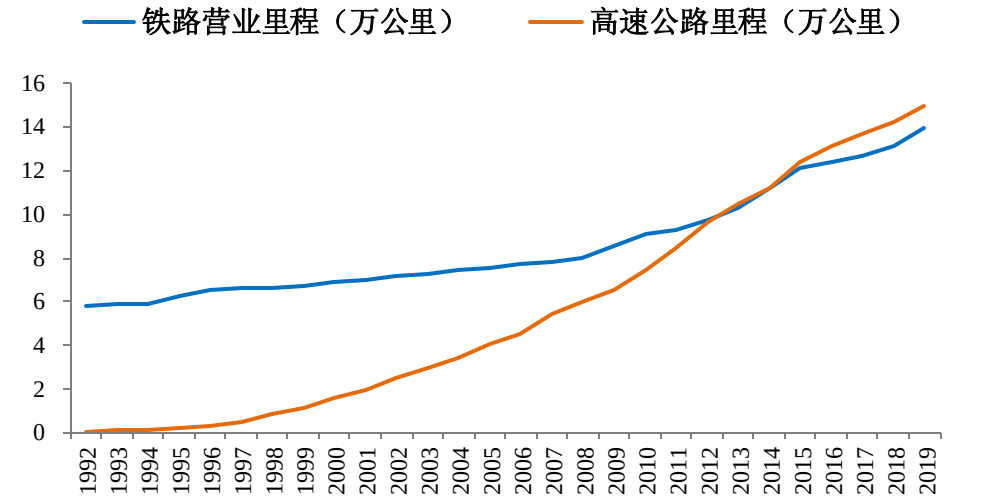
二、地方政府债务形成的四大根本原因

（一）城镇化过程以及基建的巨额资金需求

我国目前仍然是一个人口众多、城镇化水平不断提高、区域间发展不均衡的发展中国家，这一基本国情要求政府部门必须推进基础设施建设、提供更优质公共服务以促进经济持续平稳增长，由此产生的巨额资金需求是推动政府债务规模扩张的主要因素。

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 14.0 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。

图表10：中国地方政府隐性债务增速逐渐放缓



资料来源：国家统计局、粤开证券研究院

（二）GDP 目标导向的政绩考核体系、预算软约束

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）现行财政体制下地方政府财力与支出责任存在矛盾

当前的财政体制基本由 1994 年分税制改革的确立，由于分税制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，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）减税降费、刚性支出导致收支缺口扩大

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。2019 年全国一般公共预算收入增速为 3.8%，是自 1987 年以来的最低增速；税收增速仅为 1%，已接近零增长。进入 2020 年以来，全年一般公共预算收入同比下降 3.9，税收和非税收入同比增速分别为-2.3%和-11.7%。同时，近年来债务利息支出增速较快，2020 年债务付息支出 9829 亿元，同比增长 16.4%。公共财政收入是政府偿债付息的主要来源，增速放缓直接削弱了政府偿债保障能力。

三、地方政府债务管理历史沿革回溯

我国在单一制政体下实行中央与地方两级治理结构，其中地方政府可划分为省(自治区、直辖市)、市、县、乡四个层级。1994 年财政分税制改革后，中央政府上收部分财权，但地方政府仍承担着经济建设等公共事务责任，且无独立举债权。大规模基础设施建设的需求使得地方政府财政收支不平衡日益加剧，债务融资需求不断扩张。在此条件下，地方政府往往通过搭建投融资平台进行资金筹集，但此类融资具有“隐性化”和高成本的特点。2014 年新《预算法》实施后，地方政府获准自主发债，地方债管理走向“开前门、堵后门”的追求规范化时代。回顾我国地方政府债务融资历史，按照地方政府债券发行发展情况划分，大体可分为四个阶段。

（一）1949-1978 年：建国初期曾举债，1968 年后“既无外债也无内债”

新中国成立后便就是否可以发行公债进行了反复讨论，并先后进行了两次发行国债的尝试，即 1950 年和 1954 年发行的“人民胜利折实公债”和“国家经济建设公债”。为了解决建国初期经济处于崩溃边缘和人民生活水平极度匮乏问题，增加建设资金投入，经中央政府批准，我国出现了两次地方政府公债发行活动，即“东北生产建设折实公债”和“地方经济建设公债”。

我国首次发行的地方债券，是 1950 年的“东北生产建设折实公债”。公债的发行是为了迅速筹措生产建设资金，恢复与发展东北经济建设。公债发行主要面对东北地区职工、农民、工商界和市民等当时相对富裕的阶层，明确分配了认购指标，并规定不得作为货币进入市场流通。另外考虑到通货膨胀因素，这批公债的募集及还本付息均以实物为计算标准，并用沈阳市当时具有代表性的生活用品（包括高粱米、五福布、粒盐、原煤）价格来定义其计算单位，与当时中央政府发行的人民胜利折实公债保持一致。

1958 年中央先后发布了《关于发行地方公债的决定》和《中华人民共和国地方经济建设公债条例》，规定自 1959 年起，停止发行全国性公债，并停止举借外债，改由各级地方政府必要时发行短期地方公债，以作为筹集地方建设资金的一种方式。上述文件还对经济建设公债的发行目的、数量等管理制度作了原则性规定。此后安徽、黑龙江省等地方政府结合本地区实际，发行了“地方经济建设公债”。安徽省在 1959 年至 1962 年期间先后发行了 7660 万元的安徽省地方经济建设公债。1959 到 1960 年期间，黑龙江也发行了地方经济建设公债。

除上述两次地方经济建设公债的发行外，有些地方政府和企业因超范围使用和超计划投资而形成了政府性债务。由于 1958 年的“大跃进”使得通货膨胀严重，各地政府纷纷出现了财政赤字，很多地方政府通过采用各种渠道筹资和从银行获取大量超范围贷款的方式解决财政困难。在监管机制缺乏的情况下，这一阶段大量地方政府的投资项目效率低下、浪费严重，造成欠账、亏损和基本建设欠款等现象。为了清理原建设单位拖欠企业贷款，1962 年中央政府向建设银行拨付了超过 20 亿元的款项，这在实质上将其转变为中央债务，债务风险由地方政府转移至了中央政府。

20 世纪 60 年代，随着计划经济体制的逐步形成，中央将全社会的财力集中掌握，将各级财政的税收和利润集中收缴，同时银行信用由中央政府集中管理，不再需要通过发行公债筹集建设资金。1968 年还清所有的内债外债后，进入了一段较长的“既无外债也无内债”时期。

（二）1979-1997 年：从“拨转贷”到分税制下的地方融资平台模式兴起

改革开放初期，我国经济体制由计划经济向市场经济转型，关于中央和地方的财权事权划分方面曾做出了一些尝试。中央为调动地方政府的积极性，提出了“分级管理”的思想，授予地方一定的自主权。通过“分权让利”政策，地方政府配置资源的权力范围扩大，激发了地方政府发展经济的积极性，形成了各地争先发展的局面。地方财政支出的比重得到了提升，支出责任逐渐增加。

这一时期可以称之为地方政府负债的活动是“拨转贷”现象，即中央将拨给地方政府的基本建设预算拨款转为银行贷款。中央政府为加强对地方政府基本建设活动的支持力度，于 1979 年在一些企业和省市内进行试点，将基本建设资金预算实行拨转贷，并逐渐将预算内基本建设资金全部采用这种方式。**由于拨转贷在使用过程中政策灵活，权责规定较模糊，地方政府在贷款使用过程中，违规现象严重，大量的地方基本建设项目立项不规范，导致了地方政府债务集中出现，给银行也造成了大量坏账。直到 1988 年我国进行了投资体制改革才对这一问题进行了治理。**

这一时期，为了解决财政收入不能满足资金需求的情况，许多地方政府再次尝试开展举债融资。**1993 年，由于担心地方政府缺乏债务偿还能力，国务院制止了地方政府的举债行为。1994 年颁布的《预算法》进一步明确：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”**

在此背景下，地方政府开始发展融资平台。1992 年上海市政府批准建设上海市城市建设投资开发总公司，是我国最早设立的地方政府融资平台公司。该平台公司的融资模式主要有两类，**一种是通过发行城市建设债券筹措资金，另一种是发展项目融资**，通过与投资者签署“特许权协议”，利用公开招标方式来选择投资者，对缺乏现金流量的城市基础设施项目给投资者以补贴。

（三）1998-2014 年：两次危机后的债务扩张积累大量风险

在此期间出现了两次地方政府债务的大规模增长，且**都是在中央政府为应对国际金融危机实施财政扩张政策背景下，地方政府为响应中央政策而造成的结果。第一次是为应对 1998 年亚洲金融危机而导致的债务规模大幅增长。第二次是为了应对由美国次贷危机引发的国际金融危机。**

1998 年前后的亚洲金融危机后，中央政府实行以国债投资为主的积极财政政策，其中有一部分是以国债转贷的方式转贷给地方政府使用。由于偿债责任是由地方政府来承担的，因此形成了事实上的地方政府债务。1998-2005 年，国债转贷资金规模达到了约 3300 亿元左右。中央在安排这些国债转贷项目时，大多都要求地方政府提供配套资金。地方政府在资金有限的情况下，不得不采取变相融资方式筹措资金，形成了大量的政府负债。

地方政府在筹措资金过程中，采用的融资平台等方式出现了大量违规发债和担保等行为，这类问题在全国范围内普遍存在。其具体融资方式主要包括获取银行信贷和发行“城投债”等债券两种。地方融资平台公司以政府财政拨款或注入的土地、股权等为资产作为获取贷款或者发行债券的自有资本依托，获取资金后再投入到具体项目中。由此形成的政府性债务规模没有准确的统计汇总，使得国内各界对地方性债务风险及其对整体经济环境的影响产生了普遍担忧。

2009 年，伴随着国内应对国际金融危机措施的出台，地方融资平台在数量和融资规模上都呈现“爆炸式”增长。这一时期，地方融资平台公司数量和债务规模迅速膨胀，潜在风险逐步显现。

2009 年下半年，相关政府部门开始关注地方融资平台风险。中央相继出台了《2009 年地方政府债券预算管理办法》、《2009 年地方政府债券资金项目安排管理办法》和《财政部代理发行地方政府债券财政总预算会计核算办法》等多项文件，规定由财政部代理地方政府发行债券，债券名中明确带有地方政府名称，并采用记账式国债发行方式，通过国债发行渠道进行发行。中央政府根据地方政府申报的债券发行申请，充分考虑地方政府偿债能力和向中西部倾斜的原则，确定地方政府每年发行债券的总额度、发行期限、债券资金用途等，并要求地方债券纳入省级财政预算。债券实行年度发行额管理，期限为 3-7 年，债券资金用途应为中央公益性建设项目投资中的地方配套部分或融资困难的公益性基础建设项目，不得用于经常性支出项目。

2010 年 6 月，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，正式拉开了地方融资平台清理整顿序幕。

2011 年，财政部发布《2011 年地方政府自行发债试点办法》，允许上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点，这在当时被视为对传统地方政府债券由财政部代为发行模式的一次突破。

2014 年 5 月 21 日，财政部印发《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，经国务院批准，2014 年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还。所谓自发自还，指地方政府可以在国务院批准的发债规模限额内，自行组织本地区的政府债券发行、支付利息和偿还本金。这被视为对以往地方政府债券“自发代还”模式的又一次推进。

（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

2014 年，新《预算法》出台，允许地方政府举借债务，同时从六个方面作出限制性规定：

（1）限制举债主体。地方政府举借债务的主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府。**（2）控制举债规模。**省级政府举借债务的规模由国务院报全国人大或者全国人大常委会批准。地方政府在国务院下达的限额内举借的债务。**（3）明确举债方式。**举借债务只能采取发行地方政府债券的方式，不得采取其他方式筹措，除法律另有规定外，地方政府不得在法律规定之外以其他任何方式举借债务，不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。**（4）限定债务资金用途。**地方政府举借债务只能用于公共预算中必需的部分建设投资，公益性资本支出，不得用于经常性支出。**（5）列入预算并向社会公开。**地方政府举借的债务列入本级预算调整方案，报本级人大常委会批准。政府举借债务的情况要向社会公开并作出说明。**（6）严格控制债务风险。**地方政府举借债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，国务院建立地方政府债务风险评估和预警机制、应急处置机制以及责任追究制度。

同年 10 月，国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，这是国务院首次发文全面规范地方政府性债务管理，也标志着我国地方政府性债务管理的制度框架开始建立。

四、政府债务风险治理路径

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，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。2019 年中央经济工作会议提出“要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任”，2020 年中央经济会议强调“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。

我国政府债务风险主要是地方债务风险，更主要是两大领域的风险：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，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。

（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

短期内，为保证不发生风险传递的连锁反应、保障各地经济社会平稳运营，化解存量债务风险。

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。在减税降费政策进一步落实、财政收入增长乏力的背景下，各地应通过压缩一般性支出、推进预算绩效管理提高财政资金使用效率进而为偿还政府债务留出空间。

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。其中，债务置换主要以长期债务置换短期债务，以低成本债务置换高成本债务，缓解高息政府债务的滚雪球效应。海口市政府发布的《2018-2019 年政府性债务化解规划方案》提出，“加快债务置换，优化债务结构，节约利息支出”。镇江市已与民生银行合作，用贷款置换存量债务，规模 6.8 亿元。债务展期指延长还债周期，从而暂时减轻政府的短期债务负担。债务重组通过重新梳理债务结构，提高资金使用效率，降低融资成本，从而减小偿债压力。山西省是通过债务重组化解存量债务的典型例子。当地政府通过将高速公路、交通企业（整合前由山西交通厅负责资金的筹集和偿还）等整合为山西交控集团，并于 17 年挂牌，将政府债务转化为企业债务，简化债务关系，减少利息支出约 30 亿元，大大化解了地方债务风险。

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。我国是公有制为主体的国家，政府除了有依靠政治权力获取的法定税收等收入外，还可以利用土地、国有资产本身或者其产生的收入化解债务。2020 年，全国国有企业利润总额 3.42 万亿元；同时，当前国有企业分红率较低，据 OECD 研究报告，2018 年我国国有企业实际分红率 16.1%，非金融国企仅为 5.8%，远低于十八届三中全会提出的 2020 年达到 30%的分红目标。同时，与新西兰（85%）、芬兰（69%）、印度（60%）、俄罗斯（50%）等国家相比处于低水平，国有资产完全有能力在适度的范围内化解存量债务。

海口市政府提出当地政府应盘活土地资源、盘活存量资金，筹集资金偿还债务，明确提出目标“2018 年，从盘活的存量资金中安排 16 亿元偿债”,“2018 年，完成土地出让收入 295 亿元 ,在保障省市重大项目建设之后 ,筹集 80 亿元用于偿债”。2019 年 12 月 25 日，茅台集团将其持有的 4%的茅台股份（市值近 600 亿元）无偿划转至贵州省国有资本运营有限责任公司。

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。2018 年 8 月份《中共中央国务院关于防范化解地方地方隐性债务风险的意见》出台，当前应加快对地方投融资平台收益能力的评估，将投融资平台所属债务合理分类为地方政府隐性债务与企业债务两种，对于前者应采用置换形式使其显性化，对于后者应通过资产重组等方式提高其市场化交易与偿还程度。

第五，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重整、清算等方式减计债务。

（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

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。在事权和支出责任方面 ,2018 年 1 月国务院印发《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案的通知》,后期应从公共服务领域的共同责任改革逐步推广 ,深化财政制度改革 ;在财力构建方面 ,要推进地方税体系建设 ,将消费税移交地方、加快房地产税改革。2020 年全国财政工作会议提出“2020 年要健全地方税体系，研究适时完善综合与分类相结合的个人所得税制度，推进知识产权保护、养老保险等领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革。”

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。2018 年 7 月陕西省印发《关于我省融资平台公司转型发展的意见》，支持地方政府平台公司市场化转型，并提出“加大对转型后融资平台公司的优质资产注入”“加强对转型后公益类国有企业融资的财政引导支持力度”等支持政策。

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。

（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

第一，放开基础领域及医疗教育等服务业市场准入，培育新的经济增长点。第二，落实竞争中性和所有制中性，消除所有制歧视。第三，建立居住导向的新住房制度和长效机制，关键是人地挂钩和金融稳定。第四，中央政府加杠杆、转移杠杆，让微观主体轻装上阵，大规模减税，基础设施建设。第五，大力发展多层次资本市场，从间接融资到直接融资，发展 PE、VC 等。第六，当务之急是调动地方政府和企业家积极性，给地方官员新的激励机制，给民营企业家吃定心丸。

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com