中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 6 月 29 日　　2020 年第 24 期（总第 293 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：李义举　中国银行研究院
电　话：010　-　6659 4026

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：梁　婧　叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

疫情背景下地方政府债务最新发展及建议*

近年来，中国经济面临的内外部环境不断恶化，经济下行压力不断增大，发行地方政府债券已成为财政政策提升有效需求的重要手段。当前地方政府债券发行呈现出规模增加、期限延长、利率下行的特点，成为地方政府举债最主要方式。疫情之下，地方政府财政收支矛盾上升，地方政府偿债压力加大，隐性债务风险依然存在。未来既要客观认识中国地方政府债务风险，避免因噎废食，过度夸大中国地方政府债务问题，又要不断完善地方债的风险预警机制、监管体系以及发行机制，提升地方债项目管理能力，有效提升地方债对经济的推动作用。

疫情背景下地方政府债务最新发展及建议

近年来，中国经济面临的内外部环境不断恶化，经济下行压力不断增大，发行地方政府债券已成为财政政策提升有效需求的重要手段。当前地方政府债券发行呈现出规模增加、期限延长、利率下行的特点，成为地方政府举债最主要方式。疫情之下，地方政府财政收支矛盾上升，地方政府偿债压力加大，隐性债务风险依然存在。未来既要客观认识中国地方政府债务风险，避免因噎废食，过度夸大中国地方政府债务问题，又要不断完善地方债的风险预警机制、监管体系以及发行机制，提升地方债项目管理能力，有效提升地方债对经济的推动作用。

一、2020 年中国地方政府债务管理政策新举措

（一）主要举措

近年来，中国不断强化地方政府债券的逆周期调节功能。在较大幅度增加地方政府债券规模的基础上，加强宏观政策协调配合，不断促进宏观经济良性循环及高质量发展。2020 年以来，地方政府债券管理政策主要涉及以下三个方面：

一是提前下发并增加地方政府债券发行额度。自 2018 年开始，财政部便开始提前下达新增地方债务额度，加快资金向项目投放的进度。2020 年《政府工作报告》提出拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，不断增加的地方债额度有利于补短板、稳投资、扩内需。

二是积极完善地方政府债券市场化发行机制。发行渠道方面，地方债券主要选择公开发行，机构及个人投资者均可购买，提升了投资主体的多元化，增加了债券的流动性。**发行定价方面**，在评级机构的参与下，债券定价的市场化程度不断提升。发行期限方面，提高了长期债券的发行比例，原则上实现债券期限与项目期限相匹配。**债券使用范围方面**，拓宽地方政府债券使用范围，允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，并保障在建项目的后续融资。

三是不断提升地方债风险管控举措。持续合理控制地方政府债务规模，“开前

门，堵后门”，严控政府隐性债务并做好风险防范及化解，坚持举债要同偿债能力相匹配的原则。

表 1：近一年地方债务管理举措

时间	政策内容
2019.06	财政部、国家发改委、人民银行、审计署、银保监会和证监会《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》
2019.06	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》
2019.09	国务院常务会议：“提前下达 2020 年专项债部分新增额度，并扩大使用范围；将专项债可用作项目资本金范围明确为符合重点投向的重大基础设施领域；以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019.11	国务院常务会议：“降低部分基础设施项目最低资本金比例”
2019.11	财政部提前下达 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿元
2019.12	全国财政工作会议：“用好地方政府专项债券，规范地方政府举债融资行为，防范化解地方政府隐性债务风险；资金跟着项目走，优化债券投向结构，落实好扩大专项债券使用范围”
2019.12	财政部办公厅《关于启用地方政府新增专项债券项目信息披露模板的通知》（财办库〔2019〕364 号）
2020.02	财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元
2020.04	财政部提出四项具体措施：一是要求各地按照中央提前下达的额度，抓紧发行。二是要选好项目。地方要根据中央确定的领域选择项目，特别是要把重点项目、迟早都要干的项目，以及拉动作用大的项目选出来，并报国家发改委和财政部进行审核把关。三是要求所有专项债券项目都必须合格合规，必须符合专项债券管理条件，即要用于有一定收益的公益性项目，项目要有融资收益平衡方案，确保在项目建设取得实效的同时防范风险。四要全程监管。按照专项债券穿透式监管的要求，全程跟踪了解专项债券发行使用情况，发现问题立即整改落实
2020.05	2020 年《政府工作报告》拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元

资料来源：中国银行研究院

（二）发行概况

今年地方债券发行整体呈现出规模大、期限长和利率低的特点，充分反映出财政政策的积极导向。从发行规模来看，2020 年 1-5 月，中国地方债发行规模累计 31997 亿元，与去年同期相比增长了 65.14%。其中，发行一般债券 9448 亿元，发行专项债券 22549 亿元；按用途划分，发行新增债券 27024 亿元，发行再融资债券 4973 亿元。**从发行的期限来看，**2020 年 1-5 月，地方政府债券平均发行期限 15.2 年，与去

年同期相比增加了 6.7 年。其中，一般债券为 15.2 年，专项债券为 15.2 年。**从发行利率来看，**地方政府债券平均发行利率为 3.27%，与去年同期相比下降了 17 个基点。其中，一般债券为 3.13%，专项债券为 3.33%。**从资金投向来看，**地方政府债券主要投向市政建设（29.61%）、教科文卫(20.68%)、交通基础设施(20.52%)等公共属性较强的行业（图 1）。

图 1：中国地方债投向

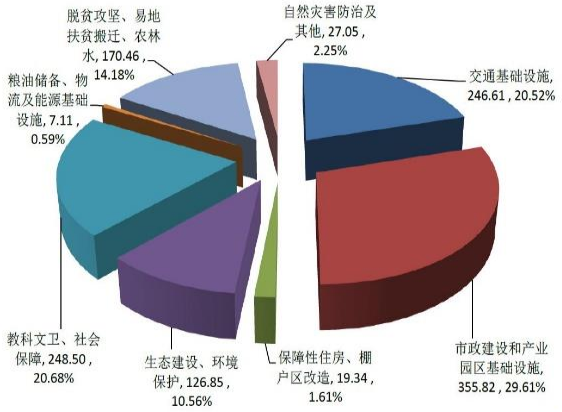
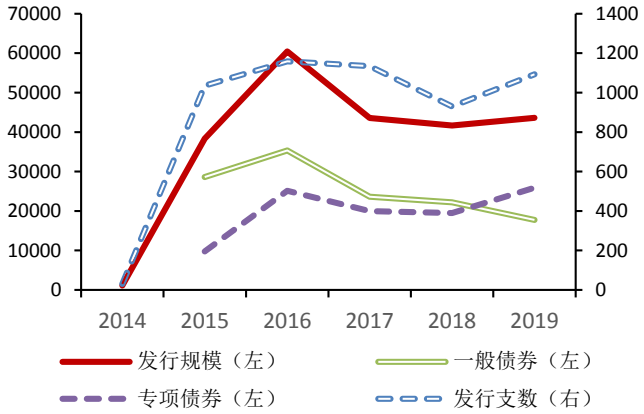


图 2：中国地方债发行规模（亿元）



资料来源：财政部，中国银行研究院

二、当前中国地方债务管理面临的突出问题

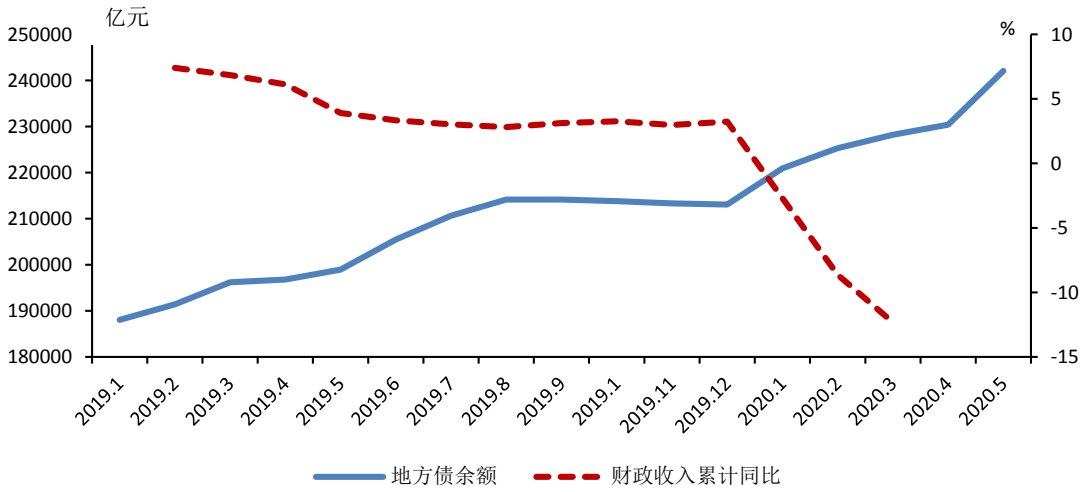
（一）疫情之下地方政府偿债压力增大

近年来，中国地方债发行节奏加快，地方债已成为地方政府举债最主要方式。**从规模上来看，**地方债数量不断上升，偿债压力不断上升。截至 2019 年末，地方政府债券发行规模扩容，发行数量为 1093 支，与去年同期相比增加了 163 支；发行规模为 4.36 万亿元，与去年同期相比增加了 4.74%。其中，专项债券成为主要的发行品种，占比达到 59.33%（图 2）。

疫情之下，地方政府偿债压力不断加大。一方面，地方政府债务余额不断上升。截至 2020 年 5 月，全国地方政府债务余额为 24.2 万亿元，近三年的年均复合增长率为 13.75%。另一方面，地方政府的财政收入增速不断下降。截至 2020 年一季度，地方财政收入增速为-12.33%，与去年同期相比下降了 19.17 个百分点，财政收支压力不

断上升（图 3）。此外，债务集中偿还压力也在不断加大。当前中国地方政府债券偿还期集中在 2020-2024 年的五年，年均到期 2.7 万亿元，占债务余额的 33.47%。

图 3：中国地方政府偿债压力不断加大

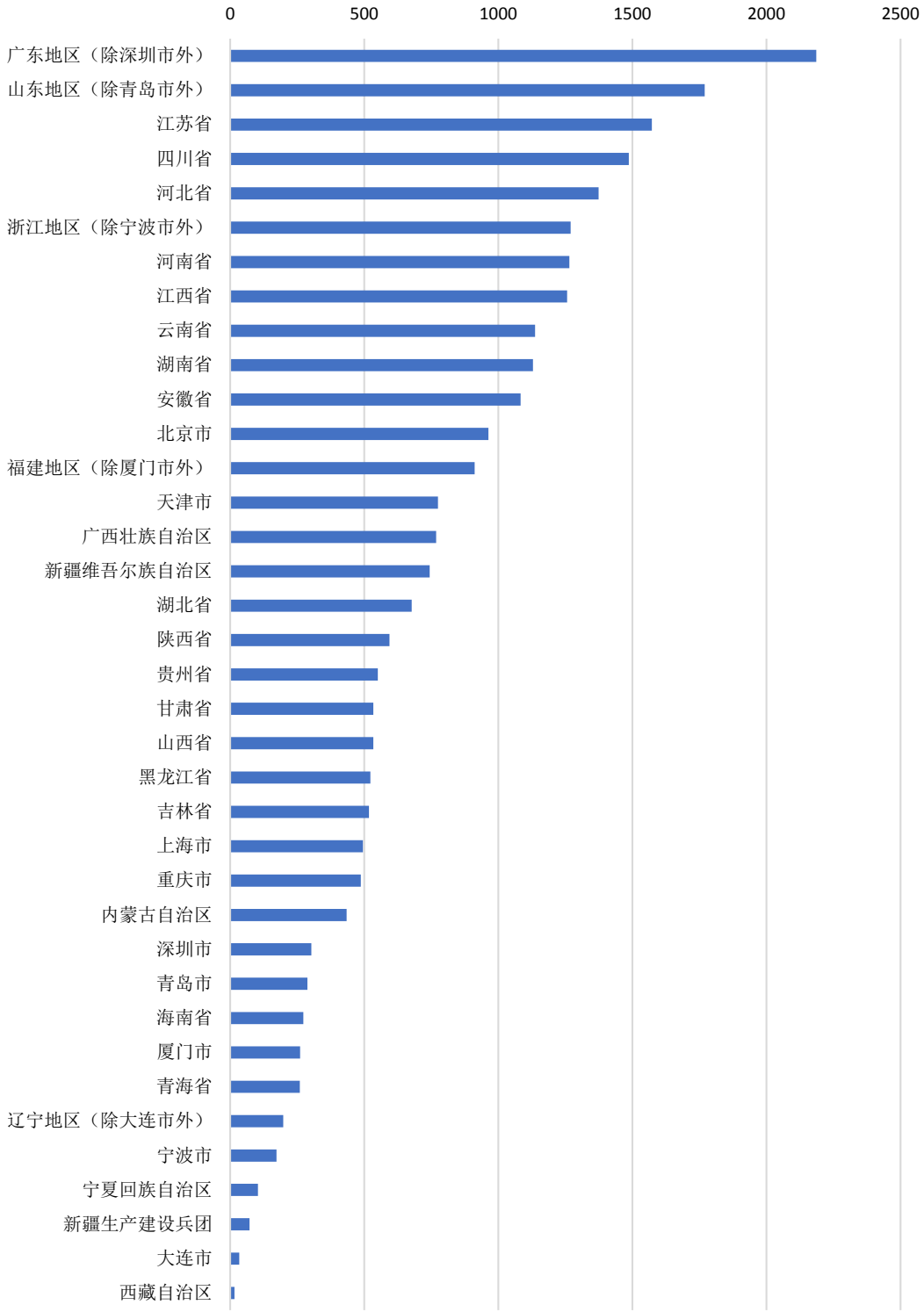


数据来源：Wind，中国银行研究院

（二）西部地区省份地方债债务风险较高

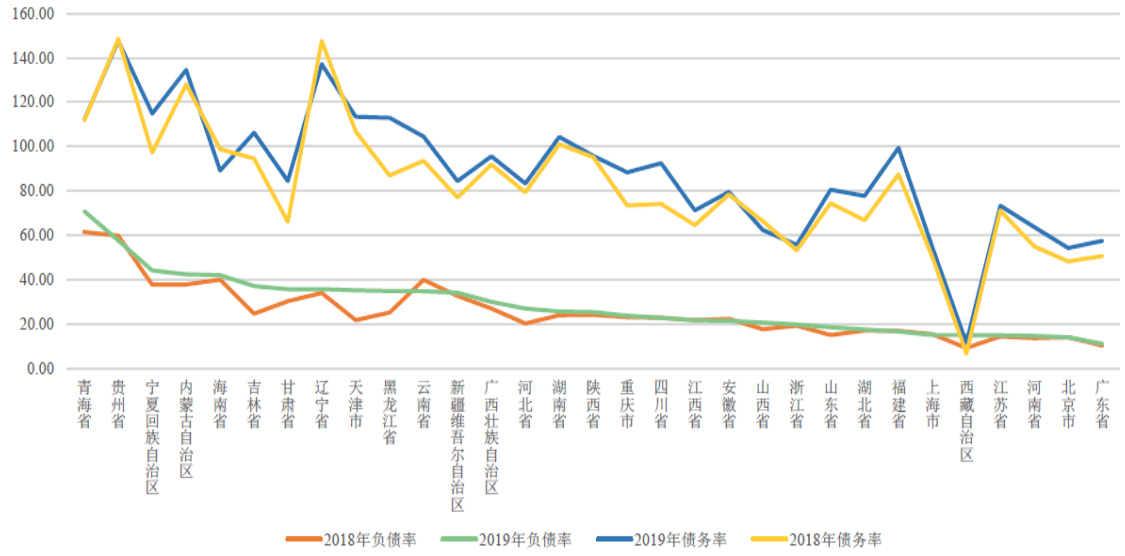
从规模来看，经济较为发达的东部地区省份债务规模较大，经济发展水平中等的中部地区省份债务规模相对较低。广东省、山东省、四川省、河南省、河北省和浙江省是地方政府债务规模排名靠前的省份（图 4）。**从负债率来看，**2019 年底地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP）最高的地方政府为青海省（70.88%），其次为贵州省、宁夏和内蒙古，均超过 40%（图 5）。**从存量债券到期分布来看，**截至 2020 年 2 月 28 日，深圳市、青海省、新疆、山西省存量政府债券中长期限债券比重较高 5 年及以上到期债券占比超过 50%。贵州省、辽宁省、湖北省 1 年内到期的政府债券占比较高。

图 4：2020 年 1-5 月各地区地方债数量（亿元）



数据来源：财政部，中国银行研究院

图 5：不同地区地方政府负债率（%）



数据来源：联合资信，中国银行研究院

综上可知，以青海、贵州、宁夏和内蒙古为代表的西部地区政府债务风险较高。主要原因为：**一是西部地区地方政府对中央转移支付和税收返还依赖程度高。**受制于经济发展水平，西部地区财政收入中一般公共预算收入占比较低，需要中央财政转移支付的支持。截至 2019 年末，宁夏、新疆、甘肃、青海、西藏的一般公共预算收入占比分别为 31.1%、29.6%、23.1%、15.4%、11.2%，中央转移支付和税收返还占比分别为 60.3%、58.5%、66.3%、69.6%、84.45%。这导致地方经济建设资金需求与其财政实力不匹配，地方债债务风险较高。**二是部分地方政府盲目举债，投融资监管不当。**由于地方经济发展是中国政府考察机制中最重要的部分之一，地方政府为促进经济的短期增长，容易过度举债，存在追求“面子工程”等不符合经济长期可持续发展的情况，导致地方政府债务风险不断增加。随着地方债务规模的不断增加，尤其是隐性债务的不断增长，地方财政收支压力与日俱增，负担沉重，同时造成未来政策调控空间的减少。

（三）地方隐性债务规模依旧庞大

“地方隐性债务”概念首先是由 2017 年政治局会议提出，主要是指政府在法定政府债务限额之外直接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由于

隐性债务规模较为模糊，且并不一定形成优质资产，若任其无序增加，可能带来较大的债务风险。我们认为，地方政府隐形债务主要包括产业引导基金、PPP 项目等形式（表 2）。近年来在中央“开前门堵后门”的治理措施之下，地方政府举债逐步规范，但由于存量隐性债务集中到期、增量隐性债务控制机制尚未完善，隐性债务规模的增长依然是重要的金融风险点。

关于隐性债务规模，许多机构及学者进行了测算。其中，标普预测 2018 年中国地方债务隐性规模或达到 4.34-5.78 万亿美元。国内机构预测大多处于 30 到 40 万亿人民币。若以 2019 年数据来看，将城投平台信贷、城投债券余额、非标贷款、融资租赁的基建部分、可行性缺口类 PPP 项目加总之后，2019 年地方隐性债务规模大约在 49.28 万亿元。根据预测数据来看，地方政府隐性债务规模依然较高，需要继续加强隐性债务的监管，防止风险继续提升。

表 2：地方隐性债务存在形式

债务主体	债务形式
国企及其融资平台	以国有资产作为抵押或质押品；以储备土地出让收入作为偿债来源；依靠政府补贴偿还债务的融资平台。
机关事业单位	地方政府以文件、批示等形式要求企业为机关事业单位举债；以教育等社会公益设施作为抵押。
地方政府	棚改项目；将公益性工程作为政府购买项目；其他企业融资行为纳入政府购买项目。
产业引导基金	将信贷资金用于设立基金，承诺回购企业投资本金并承担基金损失；额外附加条款变相举债。
PPP 项目主体	承诺最低收益；承担项目无限连带责任；承诺回购企业投资本金并承担基金损失。

资料来源：中国银行研究院

三、客观看待中国地方政府债务问题

（一）地方政府债务风险整体可控

近年来，为提升有效需求，保障经济平稳发展，中国地方债发行进入快车道。地方政府债务风险虽有所上升，但整体可控。截至 2019 年末，中国地方政府债务余额为

21.31 万亿元，如果以债务率（债务余额/综合财力）衡量地方政府债务水平，2019 年地方政府债务率为 82.9%。再加上 16.8 万亿元的中央政府债务，整体债务负债率仅为 38.3%，低于主要发达国家水平（图 6）。

图 6：政府债务率国际对比（%）

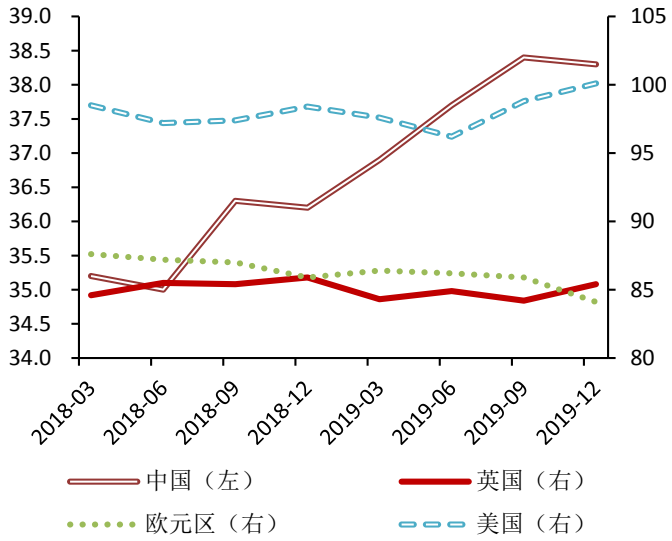
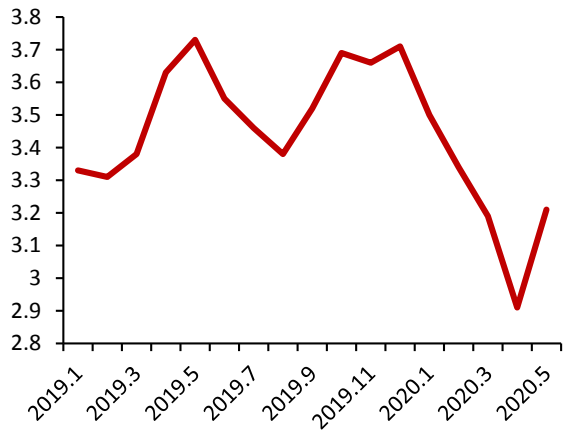


图 7：中国地方债券发行利率（%）



数据来源：Wind，中国银行研究院

（二）发行的期限增加、利率降低有利于缓解地方政府偿债压力

2020 年地方政府债券的发行期限出现了明显提升，其中，一般债券发行期限由 2019 年 5 月的 9.5 年提升至 15.2 年，专项债券发行期限也由 7.5 年提升至 15.2 年。发行利率也不断下行，截 2020 年 5 月，地方债平均发行利率为 3.27%，与去年同期相比下降了 17 个基点（图 7）。**一方面，**一般债券发行期限的上升以及发行利率的下降有助于缓解地方政府的短期偿债压力，以时间换取空间。**另一方面，**专项债券发行期限的上升充分体现了项目收益与偿债相匹配的原则。发行地方政府专项债获取的资金主要应用于基建等长期项目领域，与其匹配的债券发行期限有助于地方政府债券的发行管理，避免因期限错配带来的偿债风险。

（三）基建 REITs 破冰有助于化解地方政府债务风险

基建 REITs（房地产/不动产投资信托基金）具有流动性较高、收益相对稳定、安

全性较强等特点。**一方面，**基建 REITs 可作为支持基建项目地方政府专项债的补充，拓宽了基建资金来源，缓解地方政府财政收支压力。**另一方面，**基建 Reits 在基础设施领域的推行，一定程度上盘活流动性较低的存量基础设施资产，帮助地方政府和基建项目主体快速回笼投资资金，融入资金再次投入基建领域。

四、政策建议

（一）完善地方债发行机制，撬动更大社会资本参与

从宏观调控层面来看，地方债发行机制需不断完善。**一方面，**当前的地方债投放存在集中发行的现象，这对于金融市场的冲击较为明显，表现为货币市场上的流动性收紧，市场利率上行压力较大，债券市场大幅波动。未来地方债应在债券投放上与货币政策积极协调，与市场积极沟通，完善预期管理，实现多频段投放，有利于稳定市场利率降低债券投放带来的风险。**另一方面，**应加强与私人资本的合作，撬动更多社会存量资金参与到投资项目当中，在满足项目融资的同时降低了地方政府的债务负担。

（二）完善地方债的风险预警机制和监管体系

一是完善地方债风险预警机制。通过设立科学的风险指标对地方债务风险进行评估，形成预警体系，为地方政府处理债务可持续问题提供参考。**二是完善地方隐性债处置机制。**首先，应增大信息披露程度，综合各部门力量联合对隐性债规模进行审计。其次，完善地方债务评级制度，加大隐性债务置换机制的建设，合理控制地方政府隐性债务规模。**三是完善地方债审查监管体系。**科学分析地方债的用途和举债规模，增加资金使用效率。同时实行项目全流程监管，建立责任落实到人的问责体系，提升监管的效率。

（三）提升地方债项目管理能力

专项债发行存在由于其缺乏严格的风险评估进而带来投资效率降低问题，也可能挤占私人投资项目。为此，**一方面，**应加强项目风险评估能力。未来应建立地方政府债券评级指标，根据不同的项目对专项债券进行评级，使债券的收益与风险相匹配。

另一方面，未来应重点把握地方政府专项债的资金流向，避免对私有企业的发展产生负面影响，从而形成有效的资本存量，提高经济增长率。