

地方政府债务问题的前路在哪？

2023 年 01 月 09 日

当前财政压力愈发加大，市场不免担忧地方政府债务的持续性以及风险化解问题。那么其他国家的处置方法能够带来哪些借鉴和启发？本文聚焦于此。

➤ **当前我国地方政府债务面临哪些问题？**

(1) 存量角度：地方政府债务率逼近警戒线。近年来在控制地方政府隐性债务的背景之下，城投融资有所约束，然稳增长诉求之下，不论是全国总体视角还是地方省份维度来看，显性债务压力均不小，且地区分布不平衡，中西部地区地方政府负债率和债务率明显高于东部地区，且债务余额较接近债务限额，剩余债务增长空间也相对有限。我们预计 2022 年地方政府债务率水平或达到 114% 左右，逼近国际风险区间上限 120%，未来仍有超出国际警戒线水平的风险。

(2) 流量角度：财政付息支出占比持续上升。随着近几年专项债的快速扩张，利息刚性支出的上升加大了地方政府债务支付压力，叠加政府性基金预算支出的压缩，利息支出率快速上升。考虑到地产和土地市场的负反馈链条，10% 的上限或将对地方政府债务的增长形成一定制约。

2020 年以来，政策端便围绕财政收支压力指出诸多相关问题，对应可以看到近年中央赤字规模占比逐年提升。而近年财政收支矛盾日益凸显，地方政府债务压力持续攀升，中长期视角怎么看？

➤ **地方政府债务问题的前路：来自其他国家的经验**

我们选取地方政府债务管理经验较为成熟的美国 and 英国，以及同为发展中国家且债务成因有相似性的巴西作案例分析，以期有所启发。**(1) 美国：市场约束下的地方政府债务风险管理。**美国市政债建立了包括信息披露、信用评级、信用增进的风险控制体系；形成了以市场自律监管为主、监管机构监管为辅的市政债券监管结构；个人投资者和共同基金成为投资主体，二级市场交易较为活跃，流动性相对较强；且基本形成了一套比较完备的市政债违约和破产处置机制。

(2) 英国：制度约束下的地方政府债务风险管理。与美国不同，英国地方政府债务风险管理主要依靠制度约束，市场约束较少。例如，当 PFI 模式（私人融资计划）暴露风险和问题时，英国政府提出 PF2 模式进行改革，措施包括完善股权分配，促进公私合作，提高 PF2 项目的信息透明度等。

(3) 巴西：债务危机下的地方政府债务管理改革。20 世纪 80 年代以来，巴西先后发生三轮债务危机，之后巴西出台一系列政策来控制地方政府债务：1998 年通过的“78 号法案”加强对债务规模的控制；2000 年发布的《财政责任法》从制度上解决预算软约束问题。

➤ **如何看待我国地方政府债务问题？**

中长期视角下，既需要学习西方发达国家成熟的风险管理模式，也需要吸取他国陷入债务危机的教训，逐步完善我国的政府债务风险管理体系：**(1) 重视政府债务规模控制。**从需求端控制地方政府的举债行为和债务规模，从供给端约束金融机构的贷款行为和规模；**(2) 保持相对较快的经济增速。**维持适度宽松的宏观经济政策，对于化解地方政府债务风险意义重大；**(3) 建立合理的风险预警机制。**一方面逐步完善全国性的地方政府债务管理信息系统，另一方面各级政府逐步建立与完善地方政府债务风险指标体系，构建与经济发展、财政收入和偿债能力等相适应的风险预警机制。

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.交易所批文更新跟踪周报 20230108：岁末年初，城投债提交注册节奏放缓-2023/01/08
- 2.信用一二级市场跟踪周报 20230108：信用债发行及净融资迎“开门红”-2023/01/08
- 3.城投、产业利差跟踪周报 20230108：城投、产业利差全面收窄-2023/01/08
- 4.债券违约研究系列：2022 年，违约有何新特征？-2023/01/08
- 5.资本补充类工具专题：银行资本债不赎回的几点思考-2023/01/07

目录

1 当前我国地方政府债务面临哪些问题？	3
1.1 存量角度：地方政府债务率逼近警戒线	4
1.2 流量角度：财政付息支出占比持续上升	6
2 地方政府债务问题的前路：来自其他国家的经验	10
2.1 美国经验：市场约束下的地方政府债务风险管理	11
2.2 英国经验：制度约束下的地方政府债务风险管理	16
2.3 巴西经验：债务危机下的地方政府债务管理改革	18
3 如何看待我国地方政府债务问题？	22
4 风险提示	23
插图目录	24
表格目录	24

近年来，地方政府债务问题一直受到市场高度关注，我们国家很特殊，除了法定的地方政府债务外，城投这一类主体的债务也是地方政府相关隐性债务的重要组成部分，而在当前宏观经济图景下，随着财政压力愈发加大，市场不免担忧地方政府债务的持续性以及风险化解问题。

对此，其他国家针对地方政府债务问题处置有哪些启发和经验借鉴？本文聚焦于此。

1 当前我国地方政府债务面临哪些问题？

首先，我们从量化角度来看看当前我国地方政府债务面临哪些问题？

定义上来说，**地方政府债务**是地方政府为了满足经济建设和地方社会公益事业的发展，按照法律规定向社会发行的债券。地方政府债务是地方财政收支的重要组成部分，纳入各级预算管理，包括一般债和专项债。¹

从经济社会视角来看，地方政府债务可分为显性直接债务、显性或有债务、隐性直接债务、隐性或有债务四类。

而自 2014 年《新预算法》颁布后，地方政府债务的新形成形式仅有地方政府债券一种，其余类型是在特殊时代背景下由地方政府融资平台或地方政府支出责任累积的隐性债务。

表1：经济社会视角下地方政府债务的形态

指标类别		具体含义
显性债务 (法律或合同所确认的债务)	显性直接债务	在任何情况下都会发生的政府法定或是合同规定的责任。主要包括财政部代理发行的地方政府债券，省级财政部门在财政部批准下达的地方政府债务规模内代理发行的地方政府债券。
	显性或有债务	在特定事项发生的情况下，政府需要支付的法定债务，以及根据法律和政策规定地方政府或财政要兜底的支付事项。最常见的地方政府显性或有负债就是因地方政府提供直接或间接担保。
隐性债务 (政府出于公共或利益集团压力而承担的债务)	隐性直接债务	经济运行中任何情况下都存在的负债，但并非基于法律或合同关系的政府责任，而是基于公众和利益集团压力的政府道义责任。主要包括社会保障资金缺口所形成的债务，各级政府为扩大义务教育及发展高等教育、成人教育所形成的债务等。
	隐性或有债务	在特定的情况下政府承担的非法定的责任或义务。政府融资平台公司、国有独资或控股企业等通过融资租赁、集资、回购（BT）、垫资施工、延期付款或拖欠等新的方式形成。

资料来源：《政府显性债务界定与隐性债务评估研究》，民生证券研究院整理

¹ http://www.gov.cn/zhengce/2016-12/01/content_5140834.htm

对于当前地方政府债务面临的问题，我们从存量和流量两个角度来观察：

1.1 存量角度：地方政府债务率逼近警戒线

首先，基于存量角度来观察。近年来我国地方政府债务规模快速上升，债务率水平逼近警戒线，且地区分布不平衡。

受赤字率约束，每年一般债限额的上升空间相对有限，2021 年维持在 15 万亿元左右。其中，新增一般债与地方财政赤字规模基本匹配，地方财政赤字的扩张比较有限，故而新增一般债规模增长也表现相对平稳。

而自 2018 年以来，专项债务限额的规模体量出现了显著上升，由 2018 年的 8.6 万亿元大幅上升至 2021 年的 18.2 万亿元。2022 年在稳增长诉求下，积极财政政策继续发力，除了新增专项债限额的 3.65 万亿元，9 月 7 日国常会还提出动用 5000 多亿元专项债结存限额，全年来看新增专项债规模超 4 万亿元。

近年来在控制地方政府隐性债务的背景之下，城投融资有所约束，然稳增长诉求之下，显性债务规模在快速扩张，2018-2021 年平均增速达到 15% 左右，明显超过综合财力的增长幅度，地方政府显性债务率随之攀升。

进一步从地方政府债务率²和负债率³来看：

全国层面而言，2021 年末，地方政府债务余额 30.5 万亿元，占限额的比例为 91.6%，地方政府债务率为 106.1%，突破了我国设置的地方政府债务整体风险警戒线 100%，⁴ 并进入国际风险控制区间 100%-120%。⁵

截至 2022 年底，全国地方政府债务余额达到 35.0 万亿。⁶ 我们预计 2022 年地方政府债务率水平或将达到 114% 左右，进一步逼近国际风险区间上限，未来仍有超出国际警戒线水平的风险，这当中有近年受房地产市场冲击，我国土地出让收入急剧下滑对综合财力的不利影响。

从另一显性指标来看，负债率反映的是基于地方经济发展水平来衡量债务的偿付能力。2021 年，整个政府债务水平的负债率为 47.0%，低于国际通行的 60% 警戒线水平，⁷ 风险总体可控。结合《2023，债市寻锚的三个阶段》中的预测，我们预计 2022 年名义 GDP 增速为 6.2%，在该指标分子扩张和分母增长有限的背景下，政府负债率水平或将上升至 50.8%，尽管距离警戒线水平仍有一定空间，但是其上升的态势不容忽视。

² 地方政府债务率=地方政府债务余额/综合财力=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金预算收入+中央转移支付）

³ 地方政府负债率=地方政府债务余额/名义 GDP

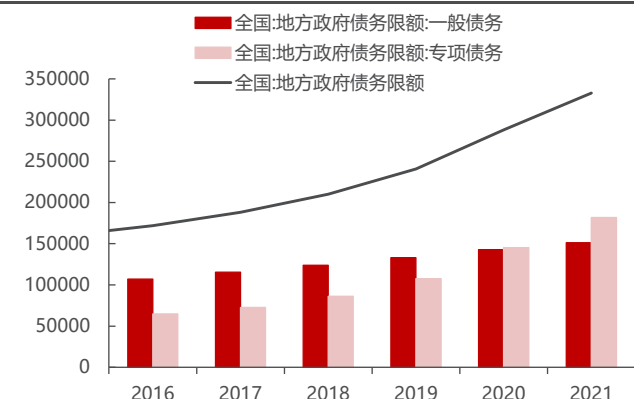
⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2015-08/29/content_2921963.htm

⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/23/content_5360689.htm

⁶ http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjtj/202212/t20221229_3861047.htm

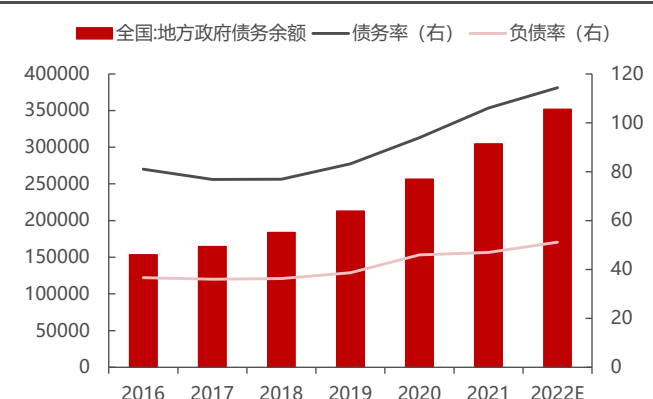
⁷ <http://www.gov.cn/xinwen/2021zccfh/57/index.htm>

图1：地方政府债务规模呈上升趋势（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：地方政府债务余额、债务率和负债率（亿元，%）

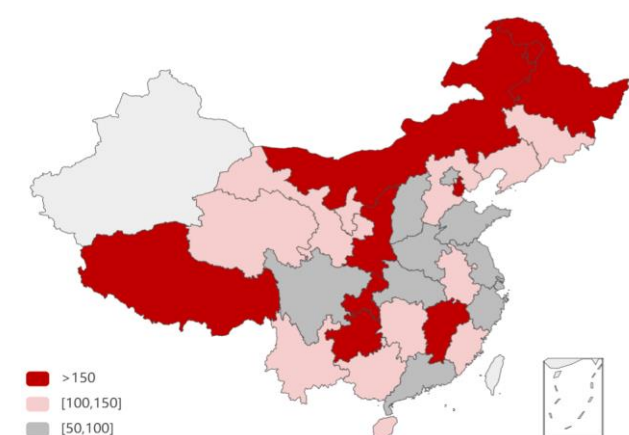


资料来源：wind，民生证券研究院预测

地方层面而言，2021年，有20个省的地方政府债务率超过了我国100%的风险警戒线，并且有8个省超出了IMF的风险控制区间上限150%，⁸其中，黑龙江和内蒙古的债务率更是高达390.2%、308.7%，这当中与近年来土地出让收入大幅下滑引发财政收入退坡有关，且叠加稳增长和疫情防控政策下财政支出的加速。

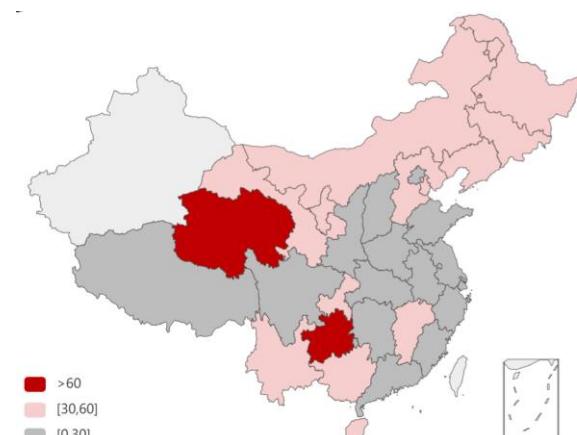
从负债率来看，经济总量越低的中西部地区，其债务负担越重；经济较发达的东部地区，债务负担较轻。2021年青海省和贵州省地方政府债务负债率超过国际通行的60%警戒线，分别为83.3%、60.6%；此外，甘肃、宁夏、内蒙古、西藏等多地也超过了40%。中西部地区大多面临着经济发展水平较低，债务负担较重的双重困境，加大了地方政府的偿债压力，故而局部地区所引发的债务风险也仍需重视。

图3：2021年各省地方政府债务率（%）



资料来源：wind，企业预警通，民生证券研究院

图4：2021年各省地方政府负债率（%）



资料来源：wind，企业预警通，民生证券研究院

⁸ <http://theory.people.com.cn/n1/2018/0109/c40531-29752900.html>

综上所述，不论是全国总体视角还是地方省份维度，面临的显性债务压力整体不小，且仍有继续上行的迹象。其中，中西部地区由于经济发展水平和地方综合财力的约束，其地方政府负债率和债务率明显高于东部地区，偿债压力进一步加大，潜在风险更高，且部分地区的地方政府债务余额接近债务限额，剩余的债务增长空间也相对有限。

1.2 流量角度：财政付息支出占比持续上升

其次，基于流量角度，我们观察财政付息支出占比。

从全国层面来看，2021 年一般债利息支出率⁹为 2.2%，近几年增速有所放缓；而专项债付息规模则增长明显，2021 年较 2020 年增加约 1000 亿元，专项债利息支出率¹⁰也由 3.2% 上升至 4.3%，预估 2022 年将维持上升态势。

根据《地方政府性债务风险应急处置预案》，我国将把地方政府性债务风险事件划分为四个等级，实行分级响应和应急处置，其中对于 IV 级债务风险事件应急响应包括财政重整措施，III、II、I 级债务风险事件应对措施则在上一级风险应对措施的基础上升级加码。具体而言：

市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10% 的，或专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10% 的，债务管理领导小组须启动财政重整计划。¹¹

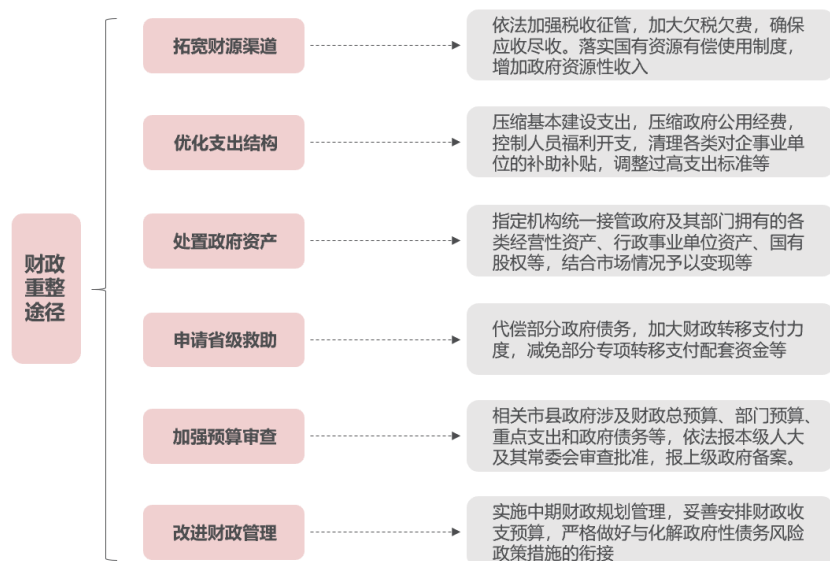
财政重整直接涉及的范畴是显性债务，主要是通过一系列增收、节支、资产处置等短期和中长期措施，使债务规模体量与其偿付能力相适应，逐步恢复财政收支平衡状态。

⁹ 一般债利息支出率=地方政府一般债券付息支出/一般公共预算支出

¹⁰ 专项债利息支出率=地方政府专项债券付息支出/政府性基金预算支出

¹¹ http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-11/14/content_5132244.htm

图5：财政重整的主要途径

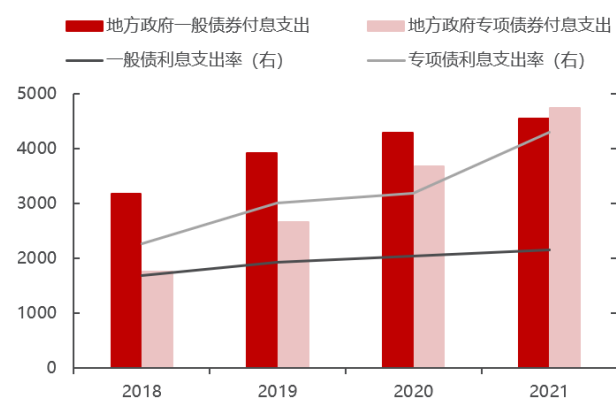


资料来源：《地方政府性债务风险应急处置预案》，民生证券研究院

从地方层面来看，2021年，内蒙古、贵州省的一般债利息支出率较高，分别为5.1%、4.0%，尚未超过10%的上限。而关于专项债利息支出率，宁夏超过了10%红线，天津市逼近10%，内蒙古、辽宁省、青海省均超过了7%，一定程度上反映出区域的债务压力。毕竟近两年受到房地产市场疲弱影响，整体土地出让收入下滑引致综合财力下滑，尤其对于债务水平较高、利息支付压力较大的部分地区，其财政收支平衡难度进一步加剧。

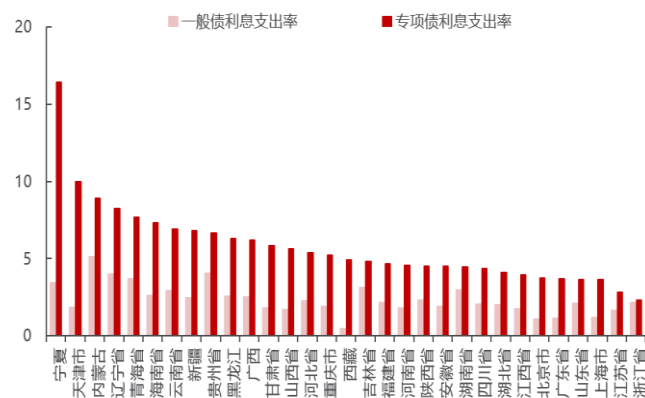
随着近几年专项债的快速扩张，利息刚性支出的上升加大了地方政府债务支付压力，叠加政府性基金预算支出的压缩，利息支出率快速上升。考虑到地产和土地市场的负反馈链条，10%的上限或将对地方政府债务的增长形成一定制约。

图6：地方政府一般债、专项债付息支出（亿元，%）



资料来源：财政部，民生证券研究院

图7：2021年各省一般债、专项债付息支出率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

最后，我们从逻辑上推演，2020 年以来便有诸多表述围绕着财政收支压力提出了相关问题：

2020 年 12 月，楼继伟发表《面向 2035 的财政改革与发展》的讲话，谈到：
“财政收支矛盾异常尖锐，财政压力不断加大。自 2020 年 4 月份以来，全国财政支出增速持续正增长并大幅度超过财政收入增速，地方财政压力不断加大，各个地区的财政赤字维持扩张趋势。可以说，财政困难不只是近期、短期的事情，中期也会非常困难。”

从政府债务上来看：“地方债务问题更是突出，地方政府债务存量一直在快速增加。虽然短期内增加债务可以缓解特殊时期财政紧缺的压力，但对未来地方财政可持续性提出了更大的挑战。”¹²

2022 年，财政部部长刘昆表示，我国经济发展面临“三重压力”，财政收支矛盾依然突出，要适当确定赤字率，科学安排债务规模，有效防范化解风险。¹³

“今年前 5 个月，全国一般公共预算收入 86739 亿元，按自然口径计算下降 10.1%；全国一般公共预算支出 99059 亿元，比上年同期增长 5.9%”。“从全年来看，财政收支平衡压力较大，完成预算需要付出艰苦努力。”¹⁴

12 月，中央经济工作会议及财政部部长刘昆在《学习时报》上发表的文章均强调，下一步的工作思路要“在有效支持经济高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。

对应我们可以看到，2020 年以来中央赤字规模占比逐年提升，这也是一种结构性应对之法。

12 月 25 日，财政部原部长楼继伟在中国财富管理 50 人论坛 2022 年会上谈到明年的财政政策，“总体估算需要增加中央财政赤字，地方赤字也可以适当增加，赤字率可能要提高到 3% 以上”。

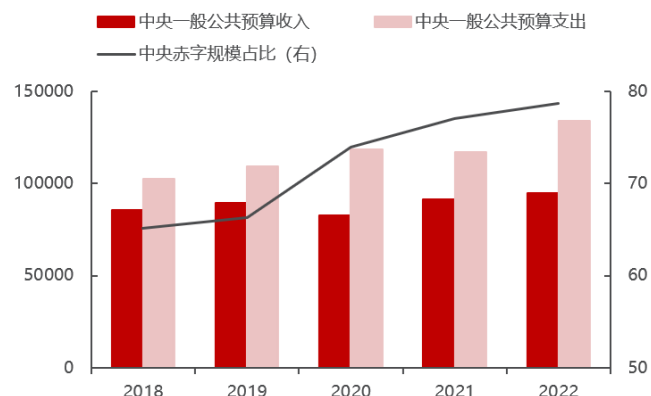
我们曾在《2023，社融怎么看？》中有过测算，预计明年财政支持力度将有所上升，目标赤字率或在 3%-3.2% 区间，**考虑到中央政府加杠杆空间相对更大，我们预估 2023 年中央和地方赤字规模占比或为 82% 和 18%。**

¹² <http://jer.whu.edu.cn/jjgc/7/2021-03-10/4994.html>

¹³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-02/18/content_5674419.htm

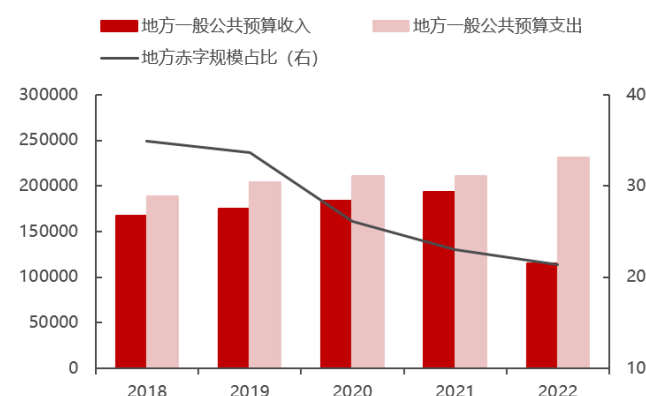
¹⁴ http://www.gov.cn/shuju/2022-06/21/content_5696994.htm

图8：2020-2022 年中央赤字规模占比上升 (亿元, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2020-2022 年地方赤字规模占比下降 (亿元, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

近几年在经济下行压力加大、大规模减税降费 and 土地出让收入缩减的交织影响下，财政收支矛盾日益凸显，地方政府债务压力持续攀升，中长期视角怎么看？

我们看一看其他国家的经验。

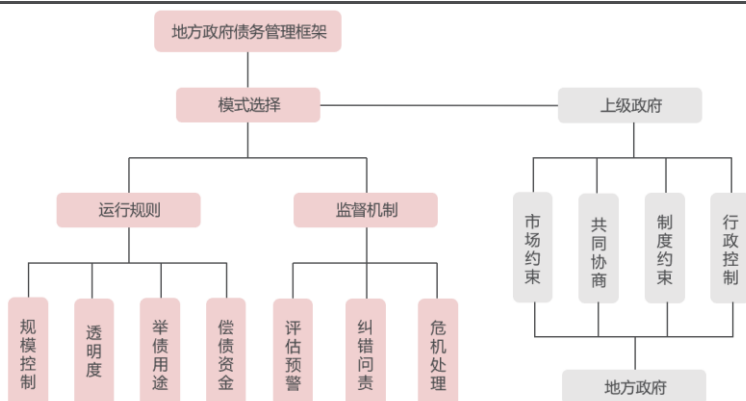
2 地方政府债务问题的前路：来自其他国家的经验

各国基于中央与地方关系、金融市场完善程度、历史文化传统等因素，对地方政府债务风险采取不同的管理模式，主要包括市场约束型、共同协商型、制度约束型、行政控制型四类。

分权程度高、市场完善、信息披露健全的国家倾向于选择市场约束管理，如美国、加拿大等；

中央集权程度高的国家则倾向采用行政控制管理，如日本等。

图10：地方政府债务管理框架



资料来源：张华强等，《地方政府债务管理框架：国际比较分析及中国政策选择》，民生证券研究院

规模控制是地方政府债务风险管理的重要方式，主要包括两类控制手段：

第一类是需求控制，约束作为借款方的地方政府，涉及余额控制和增量控制；

第二类是供给控制，约束作为出借方的银行及非银行金融机构。

表2：债务规模控制相关指标

指标类别		具体公式
需求控制	负债率	年末政府债务余额/当年地方 GDP
	债务率	年末政府债务余额/当年财政收入
	新增债务率	当年新增债务余额/当年财政收入增量
	偿债率	当年债务还本付息额/当年财政收入
	担保债务比重	年末担保债务余额/当年财政收入
	利息支出率	当年利息支出额/当年财政收入
	债务依存率	当年举借债务数额/（当年财政支出+当年债务还本付息额）
	资产负债率	年末政府债务额/年末政府资产额
供给控制	地方政府贷款/金融机构净资产比	对地方政府贷款余额/金融机构净资产值
	地方政府贷款/地方政府净资产比	对地方政府贷款余额/地方政府净资产值
	贷款损失分担率	金融机构承担的贷款损失/对地方制度贷款的全部损失

资料来源：李萍，《地方政府债务管理：国际比较与借鉴》，民生证券研究院

关于举债资金用途，多个国家明确规定地方政府举债要遵循“黄金法则”，即除短期债务以外，地方政府举债只能用于基础性和公益性资本支出项目，不能用于弥补地方政府经常性预算缺口。

表3：各国地方政府的举债资金用途

国家	举债方式	举债资金用途
美国	主要以州及州以下地方政府债券的方式发行	为公共资本项目提供资金；支持并补贴私人活动；为短期周转性支出或特种计划提供现金；借新债还旧债
加拿大	向传统市场和加拿大养老金计划发行债券	省政府举债可用于经常性支出和资本性支出；市政府举债一般只能用于资本性支出
英国	公共工程贷款委员会贷款；商业银行贷款	法律禁止地方政府为经常性支出举债，但允许其为资本性支出借款
日本	发行债券和证书借款	交通事业、煤气事业等公用团体经营的企业所需经费；对地方公营企业提供的资本金和贷款；抗灾应急事业费、灾后恢复事业费以及灾害救济事业费；公共设施建设事业费用等
巴西	从国内私人银行取得贷款；从联邦金融机构取得贷款；通过各种非正式机构取得贷款	主要用于公共基础设施建设
俄罗斯	地方政府举债方式为发行债券和借款；1998 批准的《预算法》禁止联邦以下各级政府向国外借款	各级政府借款用途限定为资本性投资（不得用于经常性支出）

资料来源：李萍，《地方政府债务管理：国际比较与借鉴》，民生证券研究院

我们选取地方政府债务管理经验较为成熟的发达国家——美国 and 英国，以及同为发展中国家，债务成因有相似性的巴西作为案例，分析其地方政府债务管理的相关经验，以期有所启发。

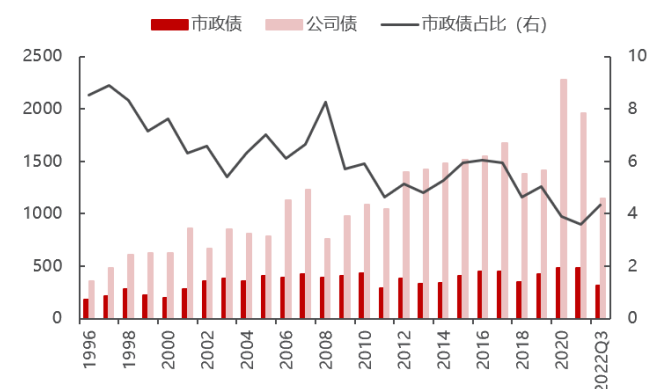
2.1 美国经验：市场约束下的地方政府债务风险管理

美国的财政体制包括联邦、州和地方的三级管理体制，州及州以下政府可发行公债进行债务融资，即市政债券。它包括一般责任债券（General Obligation Bonds）和收益债券（Revenue Bonds），前者是以发行者征税能力作为保证，后者是以特定项目收入为偿债资金来源。

从发行规模来看，近 10 年，美国市政债发行量基本维持在 3000-5000 亿美元左右，与公司债券发行相比，整体比较平稳。2021 年美国收益债券发行规模扩大，一般责任债券发行额有所缩减。从存量规模来看，美国市政债存量从 2010 年以来总体保持在 4 万亿美元左右，此外，市政债占 GDP 比重总体呈下降趋势，近几年处于 15%-20% 的水平。

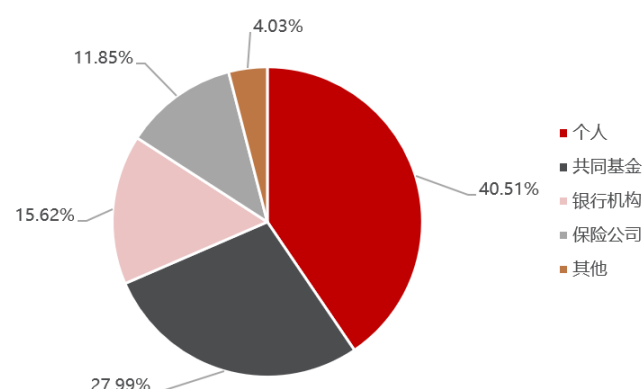
从投资者结构来看，个人投资者和共同基金是投资市政债的主要力量，根据 2022Q2 数据，二者分别占比 40.5%、28.0%，银行机构和保险公司分别持有了市政债总量的 15.6%、11.9%，其他类型投资者占比最低，仅为 4.0%。

图11：市政债发行量及其占比（十亿美元，%）



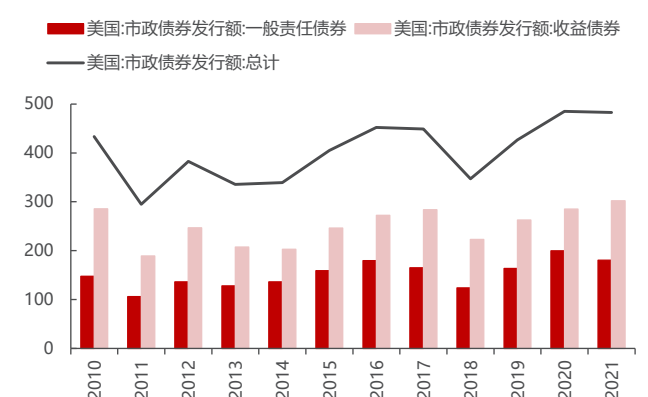
资料来源：SIFMA，民生证券研究院

图12：2022Q2 市政债投资者结构（%）



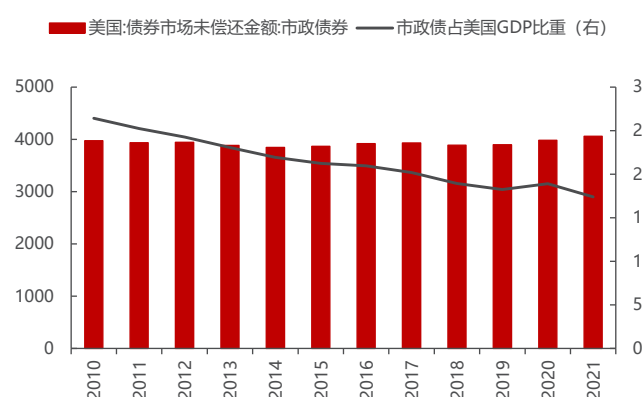
资料来源：SIFMA，民生证券研究院

图13：一般责任债券和收益债券发行额（十亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：市政债余额稳定和GDP占比下降（十亿美元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

从违约情况来看，穆迪将公共领域的违约主体分为三类：

(1) 一般政府主体：主要指的是州政府和地方政府（市、县），还包括消防、公园和图书馆，以及税收支持的医院和社区大学区等提供基本公共服务的主体。该类主体不仅发行具有征税权的一般责任债券，还涉及以特定税收收入承诺担保的收益债券。

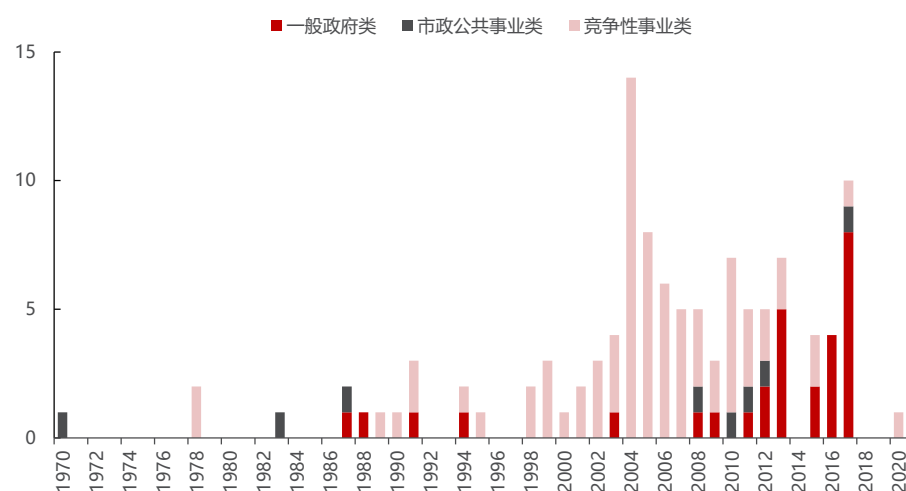
(2) 市政公用事业主体：指的是提供基本服务的公共事业，包括环境设施（水、下水道、固体废物）、电力设施（发电、天然气）和交通设施（机场、停车场、收费公路、公共交通、港口）等。该类主体主要是发行以特定项目收入作为偿债资金来源的收益债券。

(3) 竞争性事业主体：包括提供重要公共职能的非营利性企业，如住房、高等教育和医疗保健等，该类主体处在竞争性环境之中。

美国市政债券的发行主体主要是一般政府和市政公共事业，可以发现，其在

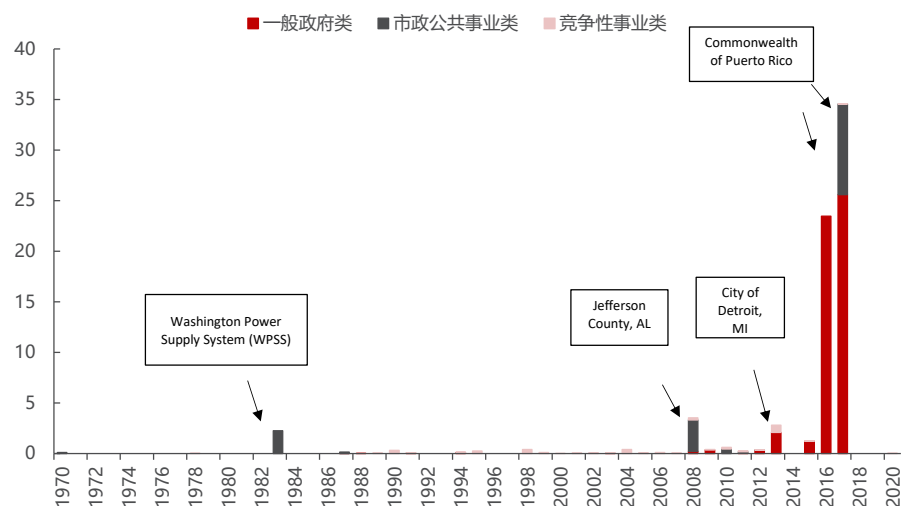
2007 年左右开始出现较大规模的违约事件，关于一般责任债券违约，涉及 2013 年的“汽车城”底特律市政府破产等；关于收益债券违约，有 2017 年的波多黎各电力局违约等。与一般责任债券相比，收益债券的收益率更高，面临的风险更大，出现的违约数量也相对较高。

图15：1979-2020 美国违约率数量与主体分布（起）



资料来源：Moody's，民生证券研究院

图16：1979-2020 美国违约金额及其主体分布（十亿美元）



资料来源：Moody's，民生证券研究院

从市政债平均累积违约率来看，2011 至 2020 年，五年期市政债的平均违约率为 0.12%，与五年期公司债的平均违约率 7.40%相比，仍处于较低水平。分评级来看，级别 Aaa 市政债在 10 年期间内未出现违约情况，而随着级别的下探，违约率呈现上升态势，级别 Caa-C 市政债 10 年期间内的违约率达到 24.36%，而综

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/936152240115010211>