



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

区域信用分析系列研究之三： 2020 年各省杠杆率上升 政府债务显性化程度提高

2020.6



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

区域信用分析系列研究之三： 2020 年各省杠杆率上升 政府债务显性化程度提高

联合资信 宏观研究部

摘要：

2020 年在疫情冲击下，地方政府专项债额度大幅提高，地方债余额增长至 25.49 万亿元，地方政府债务增速阶段性调整回升。截至 2020 年末，近三分之一省份政府债务破万亿，其中河北、贵州、湖北首次达到万亿，多数省份政府债务增速在 10%~30%，2020 年大部分省份债务增速与债务承担能力匹配。

截至 2020 年末，各省份杠杆率较上年均有所上升，天津和青海杠杆率增长超过 10%，区域政府债务压力亦大。除天津与湖北，其余省份广义杠杆率普遍下降，呈现出城投债务正逐步被政府债务替代的过程，政府债务显性化程度提高。

截至 2020 年末，共有 22 个省份地方政府债务率分布在 70%~120%的区间，仅天津、内蒙古和贵州债务率均超过 120%。除辽宁政府债务率同比小幅降低外，多数省份政府债务率同比增加 4~13 个百分点，此外，天津政府债务率大幅攀升，区域政府债务压力大。天津、江苏的政府广义债务率超过 300%，其中江苏主要是城投有息债务规模较大，天津则受分子扩大分母萎缩同时影响，贵州、重庆、湖北等 14 个省份广义债务率也较高，超过 200%。

总体看，2020 年各地方政府财政与债务发展的不平衡使得区域债务情况进一步分化，外部经济财政环境优良的区域的债务加速堆积，经济中等发达省份政府广义债务率替代西部省份成为增长较快的区域。相较于头部经济发达省份而言，其他省份地方政府债券对城投债的替代效应更为明显。**未来**，地方政府债务与城投债精细化管理逐步推进与落实，区域信用分化程度也将进一步加深，隐性债务占比高的城投或红橙区域的区县城投再融资能力弱化，应积极防范高杠杆重债务承担能力弱的区域的信用风险。

风险提示：一是隐性债务统计存在偏差，存在城投样本偏差及隐性债务范围偏差。二是省内债务分布存在不均衡的情况，部分省内债务较为集中的市、区、县级地区的债务风险也值得关注。

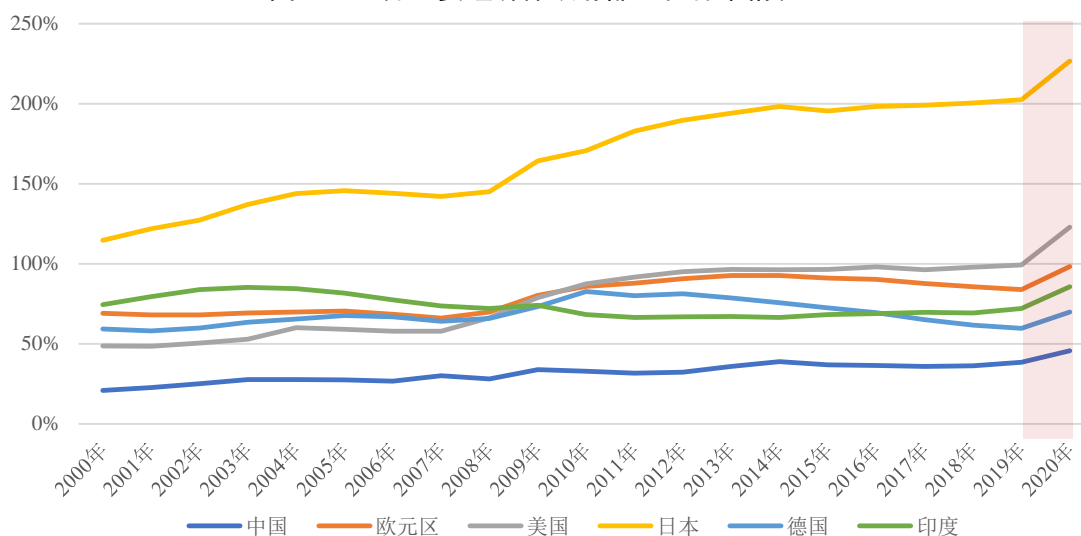
2020 年是“十三五”规划的收官之年，“十三五”期间地方政府债务风险管理制度逐步完善，地方政府债务的透明度与公开度不断提高，区域融资环境经历了由松至紧，再到边际放松的阶段性调整过程。特别是 2020 年为应对新冠疫情对宏观经济运行的负面冲击，积极发挥基建托底的经济作用，“十三五”期末地方政府债务及各区域城投企业的债务规模较前期扩张。同时，2020 年地方政府债务大规模的扩张也加大了地方政府偿债压力和地方债务风险。此外，各地方经济财政实力与债务发展的不平衡使得区域信用风险情况进一步分化。本文主要从政府债务及政府广义债务（政府债务+城投企业有息债务）两个角度出发，考察 31 个省份的债务风险情况。

一、我国地方政府总体债务情况

2020 年世界主要经济体为对冲疫情，政府杠杆率上升较快。截至 2020 年末，日本、美国、欧元区、印度政府杠杆率较 2019 年末分别增加 24.20、23.60、14.30 和 13.60 个百分点至 226.60%、122.80%、98.20%和 85.60%，一直在落实“债务刹车”计划控制政府债务规模、压降杠杆率的德国 2020 年政府杠杆率升幅也超过 10 个百分点至 69.90%。

相比于其他主要经济体，我国政府杠杆率上升相对较为平缓。截至 2020 年末，我国政府部门杠杆率从 2019 年末的 38.50%增长至 45.60%，增幅为 7.10 个百分点，低于世界上其他主要经济体。纵向比较来看，2020 年我国政府杠杆率的增幅为 1995 年以来（有统计数据以来）的历史最高值，高于 1998 年亚洲金融危机期间 5.50 个百分点和 2009 年全球金融危机期间 5.80 个百分点的增幅。考虑地方政府隐性债务后，政府部门杠杆率可能有所提升。

图1. 世界主要经济体政府部门杠杆率情况

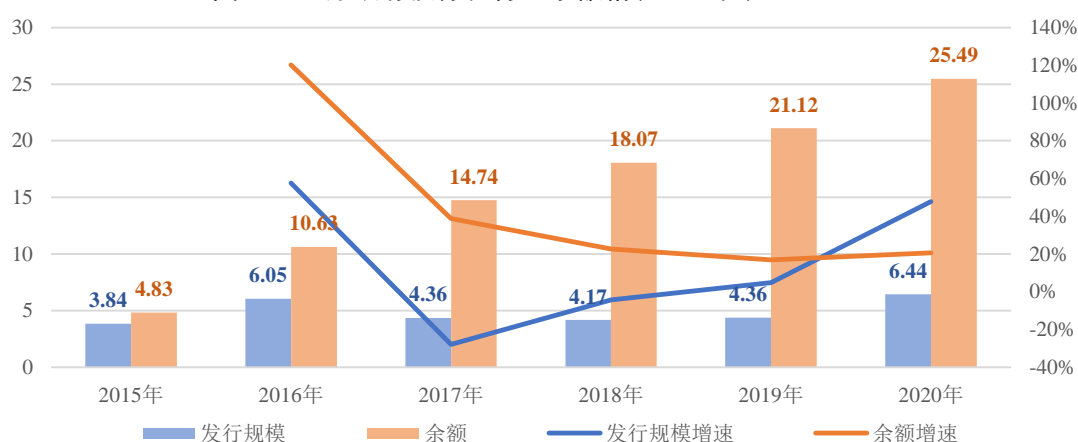


注：中国政府部门杠杆率数据来自中国社科院，欧元区、美国和日本数据来自国际清算银行。

数据来源：Wind，联合资信整理

2020 年我国地方政府债券增速也呈现阶段性回升。我国地方政府债自 2009 年问世以来，经历了中央代发代还、自发代还、自发自还三个阶段。2014 年，上海、浙江、广东等省份获批试点地方政府债券自发自还，发行规模很小；2015 年 1 月 1 日新《预算法》正式实施，地方债自发自还主体扩展至所有省、自治区和直辖市政府，地方政府债券开始快速增长；2017 年出现拐点，受去杠杆等相关政策影响，地方政府债券发行规模有所下降，余额增速持续放缓；2020 年在疫情冲击下，专项债额度大幅提高，地方债余额增长至 25.49 万亿元，地方政府债券发行规模和余额增速阶段性调整回升。

图2. 地方政府债券发行和余额情况（万亿元，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

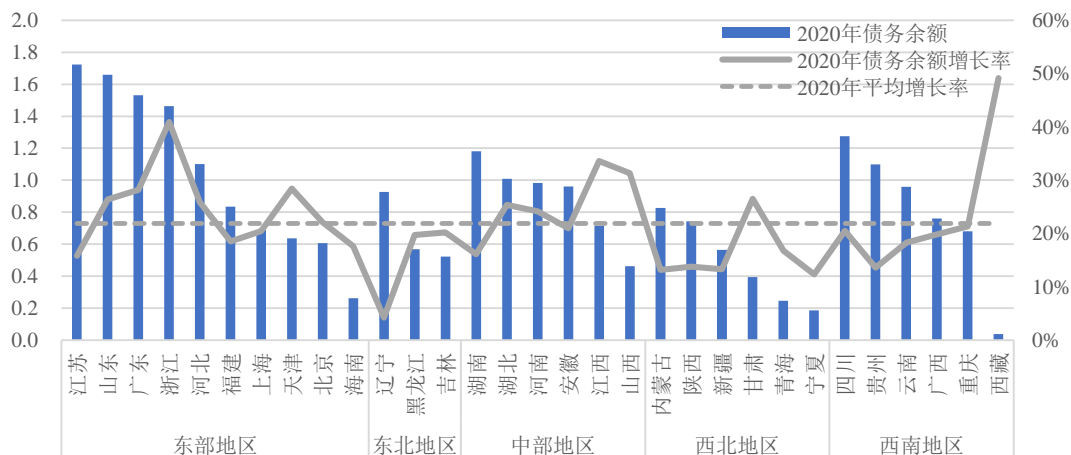
二、各省地方政府债务情况

1. 各省地方政府债务余额

截至 2020 年末，近三分之一省份政府债务达万亿，其中河北、贵州、湖北首次破万亿。2020 年，各省地方政府债券新增债券规模放量，截至 2020 年末有 9 个省份政府债务余额规模超过 1 万亿元，其中江苏、山东和广东债务余额超 1.5 万亿，河北、贵州、湖北债务余额首次达到 1 万亿；宁夏、青海、甘肃等 6 个省份政府债务余额不到 5000 亿元，主要呈现出部分东部区域地方政府债务余额高，东北及西北地区债务余额低的特点。

2020 年，多数省份政府债务增速在 10%~30%，债务增速与债务承担能力匹配度高。2020 年，各省政府债务平均增长率为 21.25%（见图 1 虚线），多数省份债务余额增速维持在 10%~30%之间。西藏由于债务规模较小，债务余额增速达到接近 50%的高位；其次为浙江，债务余额增速达到 40.95%，在债务体量较大的基础上继续大幅增长；江西和山西债务余额增速也超过 30%，债务增长较快；相反，辽宁是唯一一个债务余额增速仅为个位数的省份，疫情期间的债务增速也十分有限，或因其 2019 年政府债务率（116.39%）高而采取主动压减债务规模有关。总体看，除天津属于政府债务承担能力弱且 2020 年债务增速快的省份外，其余省份政府债务增速多与政府债务承担能力相匹配，即 2020 年债务增速快的省份多为 2019 年底债务承担能力高的省份，如浙江、江西、山西、广东等；反之则如辽宁、宁夏、内蒙古、贵州等地，因债务承担能力弱而导致债务增速减缓。

图3. 各省地方政府债务余额情况（万亿元，%）



数据来源：财政部，各省政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

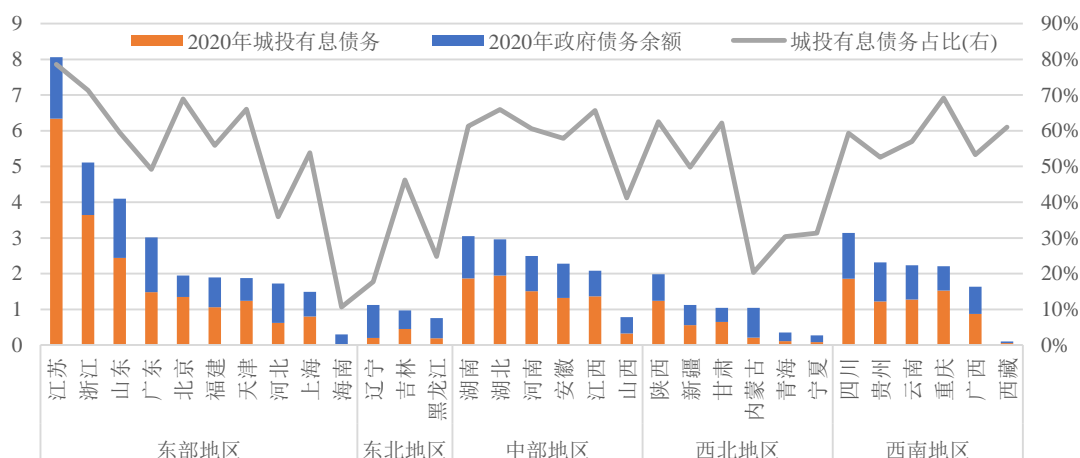
2. 各省地方政府广义债务余额

由于地方政府隐性债务数据不便获取，本文采用政府债务余额与城投有息债务之和作为政府广义债务，尽可能作为最大口径的政府债务加以测算。样本选取方面，以 2020 年末有存续债的城投企业为样本，剔除有母公司发债的子公司及未披露最新年报数据的企业后，得到城投企业样本 1821 家，根据其所属省份分别计算各省城投企业有息债务规模。

截至 2020 年末，各省地方政府广义债务余额的差异明显加大。江苏政府广义债务规模仍位居首位，超过 8 万亿，比规模排名第二的浙江高出近 3 万亿，主要是由于江苏城投企业众多，有息债务规模超过 6 万亿，远远超过其他省份；浙江、山东政府广义债务规模超过 4 万亿元；吉林、山西、黑龙江等 7 个省份政府广义债务余额不到 1 万亿元，整体呈现出部分东部政府广义债务余额高、东北和西北地区政府广义债务余额低、各省政府广义债务较政府债务差异更大的特点。

从地方政府广义债务结构上看，全国城投企业有息债务占政府广义债务余额总和的比重为 60%，较上年下降 1 个百分点。政府广义债务余额规模大的省份，城投有息债务占比一般也相对较高。具体看，有 20 个省份城投有息债务占比超过 50%，其中江苏、浙江占比超过 70%，城投有息债务规模较大；海南、辽宁、内蒙古和黑龙江的占比较低（不到 30%），区域城市基础设施建设等任务对城投企业的依赖程度较低。

图4. 2020 年各省政府广义债务情况（万亿元，%）

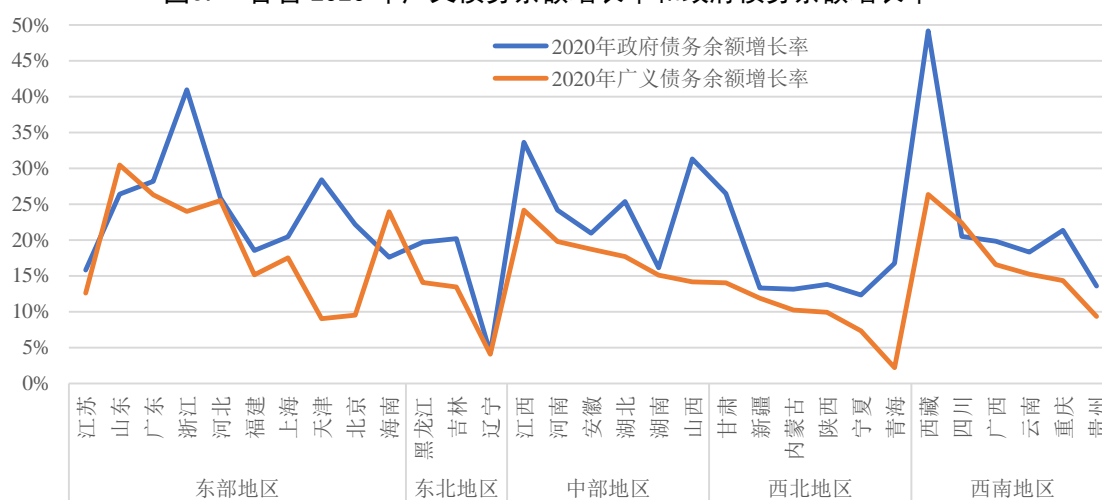


数据来源：财政部，各省政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

地方政府广义债务增长方面，多数省份处于10%~30%的区间内，增速最高的

山东为 30.47%，辽宁和青海增速不足 5%。除四川、山东和海南之外，其他省份 2020 年广义债务余额增长率普遍低于政府债务余额增长率，说明广义债务中的地方政府债务的比重在上升，反映出政府债务显性化程度提高。在广义债务增长率与政府债务余额增长率相差较大的省份中，浙江、北京由于整体区域经济实力较强，信用质量较高，融资渠道较为通畅，控制城投有息债务的扩张更偏向主动的显性化行为；而山西、甘肃、天津则可能是由于区域内城投融资渠道不够通畅，导致被动的显性化结果；西藏和青海主要受基数很小影响。

图5. 各省 2020 年广义债务余额增长率和政府债务余额增长率



数据来源：财政部，各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

三、各省杠杆率情况

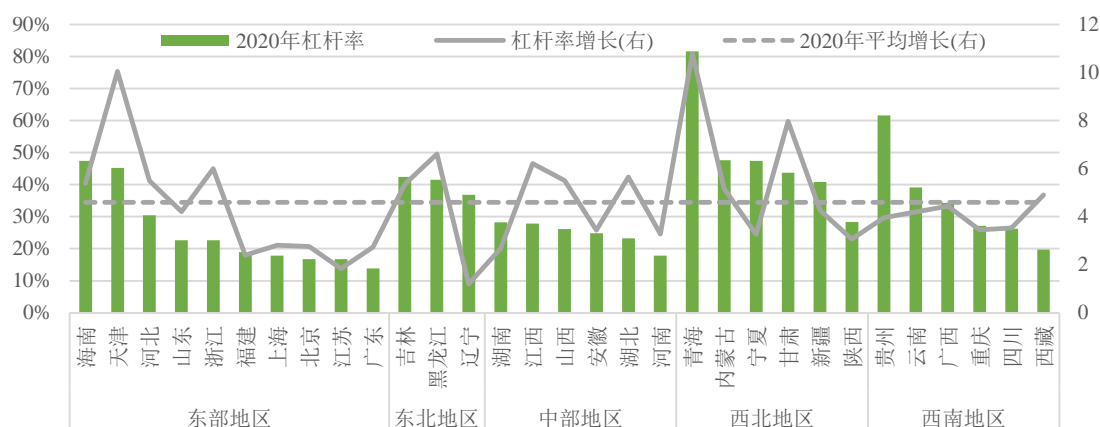
1. 各省地方政府杠杆率情况

地方政府杠杆率为地方政府债务余额与当地 GDP 的比值，可以反映出地方经济对债务的承担能力。参考欧盟《马斯特里赫特条约》规定，国际普遍使用的警戒线为 60%。截至 2020 年末，各省地方政府杠杆率分化明显，杠杆率较高的省份大多集中在西北、西南以及东北地区，其中青海和贵州的杠杆率最高，超过 60% 的警戒线，反映出债务规模与经济体量的不匹配；其他省份杠杆率均在 50% 以下，中、东部地区的杠杆率普遍处于较低的水平，地方政府债务压力相对较小。

截至 2020 年末，各省份杠杆率较上年均有所上升，主要是 2020 年疫情导致各省 GDP 增速放缓，叠加地方政府逆周期调节力度加大共同作用的结果。其中天津和青海杠杆率增长超过 10 个百分点，2020 年两省 GDP 增速均很低

(1.50%)，且通过政府债券解决区域债务风险的需求亦很高，导致在本就很高的杠杆率情况下继续增长，区域政府债务压力进一步增大；甘肃杠杆率涨幅亦较高，受基数效应影响较大。杠杆率增速较低的省份中，辽宁仅增长 1.21 个百分点，主要系在区域政府债务风险可控的前提下，主动压降债务规模缓解地方政府债务压力的可能性更高；而江苏、福建、湖南、广东、北京和上海杠杆率也维持 2.50 个百分点左右的较低增长水平，地方经济与债务增长格局比较均衡。

图6. 各省杠杆率情况（百分点）

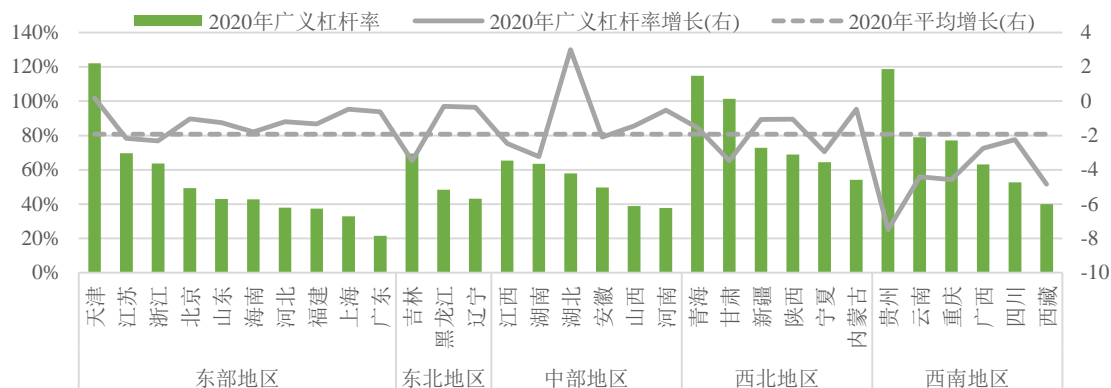


数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

2. 各省广义杠杆率情况

地方政府广义杠杆率为地方政府广义债务余额与当地 GDP 的比值。截至 2020 年末，天津政府广义杠杆率最高（122.15%）；贵州、青海、甘肃广义杠杆率也超过 100%；其他省份均在 80%以下。与 2019 年相比较，仅天津和湖北政府广义杠杆率有所提升，其中湖北（3.01 个百分点）存在一定程度上的对于疫情期间的补偿性增长，天津（0.18 个百分点）则更多的出于对区域债务风险化解的需求。总体看，在各省政府杠杆率普遍抬升的同时，广义杠杆率普遍下降，呈现出城投债务正逐步被显性政府债务替代的趋势，其中贵州下降幅度最大（7.49 个百分点），西藏、重庆和云南广义杠杆率也下降超过 4 个百分点，在政府债务管理制度不断完善的过程中，城投企业的债务呈现更大程度的压降。

图7. 各省广义杠杆率情况（百分点）



数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

四、各省地方债务率情况

1. 各省地方政府债务率情况

债务率为政府债务余额与政府财力的比值，主要反映地方政府的偿债能力。由于不同地区自然条件、地理环境、人口结构、经济发展程度等因素差异，相同财力规模的不同地区可偿债财力差异很大。为此，财政部在依法开展地方政府债务风险评估时，将可偿债财力¹作为度量地方政府偿还到期债务的核心指标，主要反映地方政府收入扣减部分必须安排的刚性支出后的财力。具体测算时，“部分必需的刚性支出”主要包括外交、国防、义务教育、社会保障等必须保证的基本民生支出，以及机关事业单位履行职能正常运转支出。上述刚性支出不能转用于偿还到期债务，否则将造成财政运行风险，甚至引发社会稳定风险，为此测算可偿债财力时应当予以扣除²。但由于各地“部分必需的刚性支出”情况存在一定差异，为了便于横向比较，我们计算财力最终的方法为综合财力=（一般公共预算收入+上级补助收入+上年结余收入+调入资金+动用预算稳定调节基金-上解支出-调入资金）+（政府性基金预算收入+上级补助收入+上年结余收入+调入资金-调出资金）。

截至2020年末，天津、内蒙古和贵州债务率均超过120%；共有22个省份债务率分布在70%~120%区间；西藏最低，仅为14.31%。与杠杆率相似，2020年债务率较高的省份也主要集中在西北、西南以及东北地区；北京、上海、广东以及

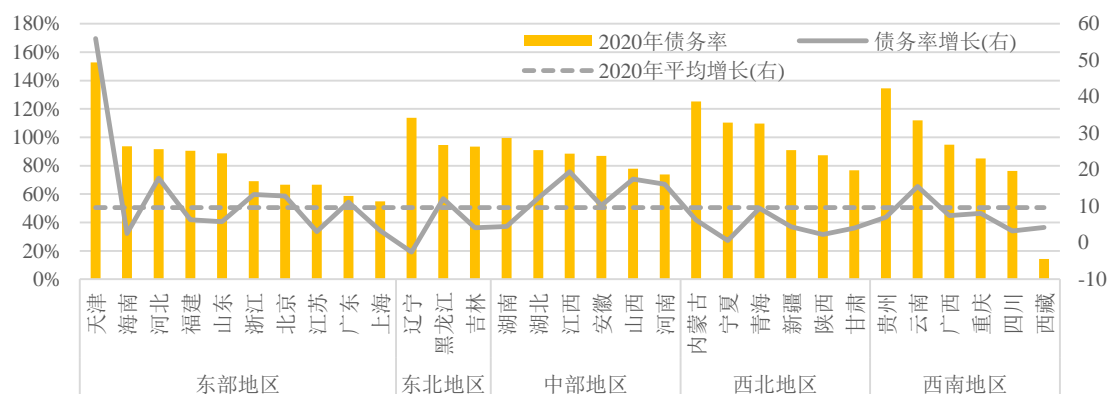
¹地方政府可偿债财力=（地方政府本级收入+上级补助收入（含税收返还和转移支付）+结余结转资金+预算稳定调节基金等调入资金-地方上解支出）-部分必需的刚性支出

²资料来源：财政部对十三届全国人大二次会议第7134号建议的答复（财预函〔2019〕74号）。

江浙地区的债务率相对较低，处于 50%~70%之间，政府负担债务能力相对较强。

截至 2020 年末，除辽宁政府债务率同比小幅降低外，多数省份政府债务率同比增加 4~13 个百分点，此外，天津政府债务率大幅攀升，区域政府债务压力大。2020 年疫情导致多个省份的一般公共预算收入和政府性基金收入下降，而地方政府债务规模大幅增长，使得多数省份 2020 年的政府债务率较 2019 年进一步升高。其中天津债务率增长最多（56 个百分点），主要是在债务余额增长较快的同时，综合财力出现较大幅度的下降，导致 2020 年债务率大幅上升；除天津外，其他省份债务率增长均在 20 个百分点以下，其中辽宁债务率降低 2.55 个百分点，债务余额和综合财力两项增长均较慢，主要是财力增长稍快于债务余额增长导致。

图8. 各省债务率情况（百分点）



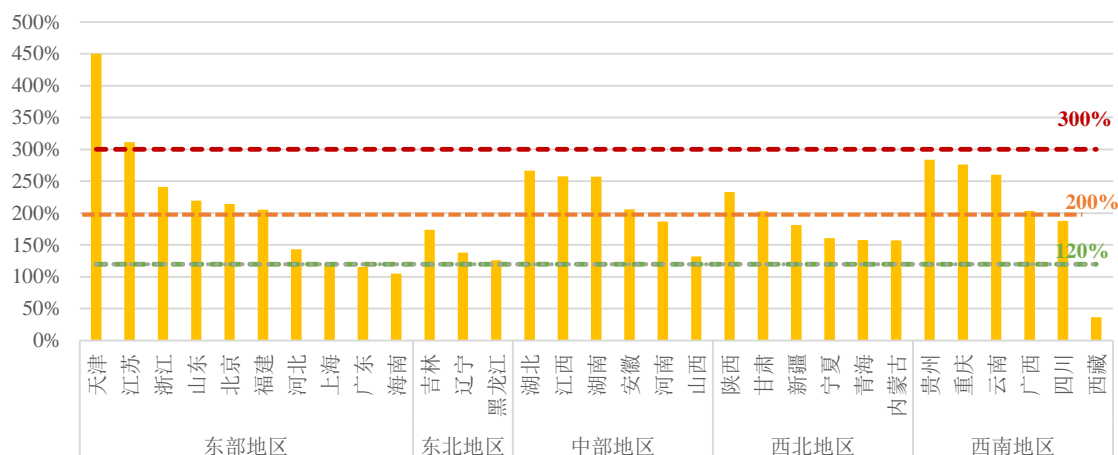
注：2019 年综合财力数据为决算数；2020 年为财政预算执行报告披露数，部分未获得数据采用往年数据模拟推算得到，计算结果可能存在误差。

数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

2. 政府广义债务率情况

广义债务率=广义债务余额 / 综合财力，2020 年末天津、江苏的广义债务率超过 300%，其中江苏主要是城投有息债务规模较大，尽管综合财力实力较强（仅次于广东），广义债务率仍然较高，而天津的情况则是萎缩的财力规模难以覆盖快速增长的债务；贵州、重庆、湖北等 14 个省份广义债务率也较高，超过 200%；上海、广东、海南和西藏 4 个地区广义债务率小于 120%，其中上海和广东政府财力足以保障相应的债务；而海南和西藏虽然财力体量不大，但债务规模也较小。

图9. 2020 年各省广义债务率情况

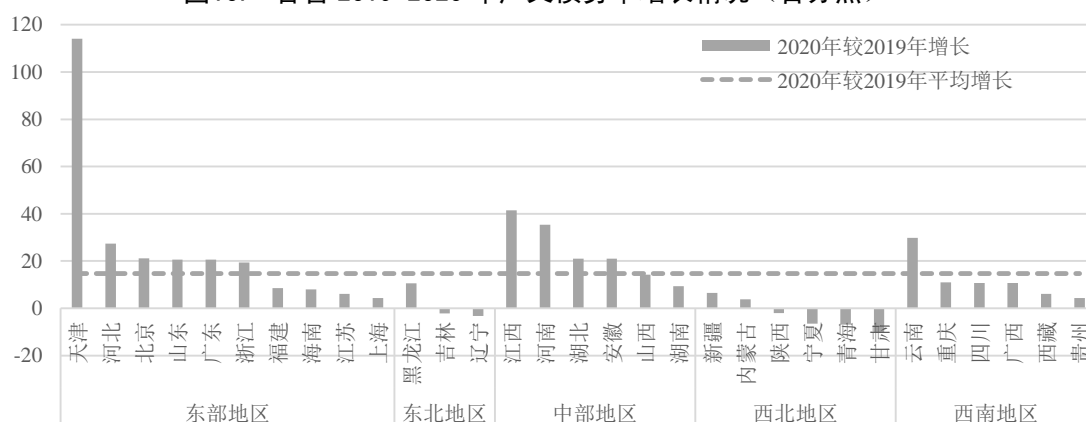


数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

广义债务率增长情况方面，我们从两个维度来分析：一是2020年末与2019年末的比较，观察对冲疫情导致地方政府债务大规模扩张后各省广义债务率的变化情况；二是“十三五”期初和期末的对比，也就是2015年末至2020年末的变化³，观察各省“十三五”期初与期末地方政府债务管理的阶段性变化结果。

2019年末至2020年末，天津广义债务率大幅增长114.13个百分点，显著高于其他省份增长水平。除天津之外，其他省份广义债务率增长均在50个百分点以下，其中江西、河南、湖北、安徽等中部省份广义债务率上升较快（增幅超过35个百分点），反映出区域信用分层后中部省份投资性性价比的提高；而甘肃、青海、宁夏、辽宁和吉林六个省份广义债务率有所降低，政府广义债务压力有所缓释。

图10. 各省 2019-2020 年广义债务率增长情况（百分点）

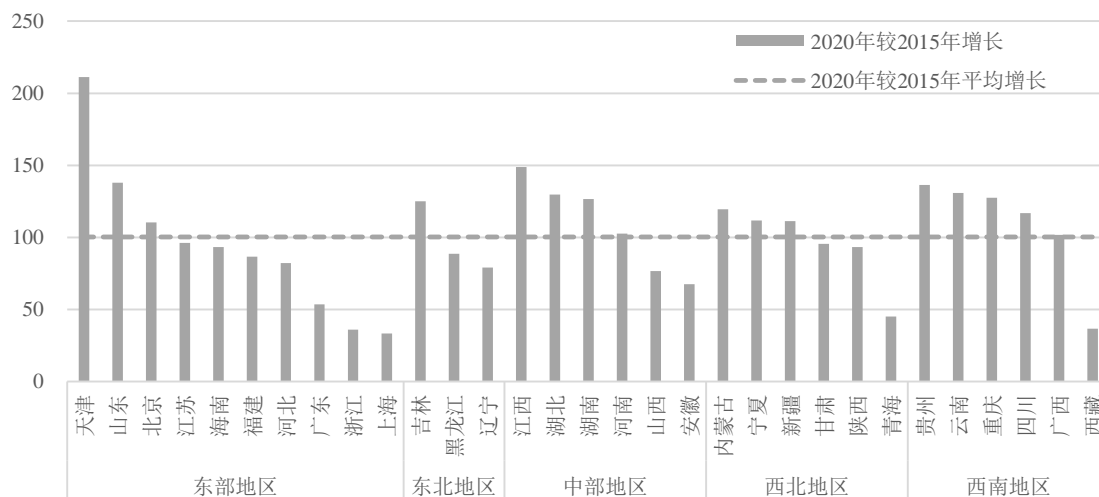


数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

³为了保证可比性，由于2016年各地财力数据缺失较多，此处简化了综合财力的计算，计算公式为：简化后综合财力=一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金预算收入；分子方面，对于2016年缺失的城投有息债务数据采用全国城投有息债务年均增速模拟推算得到。

“十三五”期初和期末对比来看，2015 年末至 2020 年末各省份广义债务率均有不同程度的上升。其中，有 16 个省份增长超过一倍，天津广义债务率增长幅度最大（211.18 个百分点），一方面广义债务余额呈快速增长态势，一方面综合财力下降，导致该市广义债务率大幅增长；江西、山东、贵州和云南广义债务率增长超过 130 个百分点，增长幅度也较大。而上海、浙江、西藏和青海增幅不到 50 个百分点：上海和青海主要是由于广义债务增速处于较低水平，其中青海主要是城投有息债务规模较 2015 年末缩小；浙江主要是财力大幅增长（135.96%）导致债务率增幅较低；而西藏主要是债务规模较小，债务率一直处于各省中较低的水平，增幅也较小。

图11. 各省 2015-2020 年广义债务率增长情况（百分点）



数据来源：各省人民政府、财政厅官网，Wind，联合资信整理

总体看，广义债务率的增长还是需要与各省财政实力相匹配。经济发达省份虽然广义债务规模增长较快，但因具备较好的产业基础，形成了优质财政收入来源，能够保持区域债务率控制在合理区间，对于外部融资环境的变化具备较强的风险抵抗能力。“十三五”期间广义债务率拉升较快的省份，需在后期放慢债务增速，主要便是控制省内城投企业债务，包括通过平台整合、债务重组等方式，以及极端的通过违约破产等路径控制区域广义债务规模，此外还需积极培育优质产业，提高区域财政收入水平，以化解前期形成的债务负担与信用风险。

四、结论

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，我国政府杠杆率阶段性上升较快，但相较于其他发达经济体而言，我国杠杆率增幅较低。国内来看，各省政府在抗击疫情中债务及杠杆水平也有所提升。

首先，各地方政府财政与债务发展的不平衡使得区域债务情况进一步分化。一是经济发达区域的债务加速堆积。政府债务余额主要呈现出东部债务余额高，西北地区债务余额低的特点，加上城投有息债务后的各省广义债务余额的差异明显加大。二是河南、河北、湖北、安徽、江西等经济中等发达省份政府广义债务率均增长较快。随着区域信用风险分化加剧，导致经济发达但信用风险很低的省份的城投债投资收益降低，在 2020 年较为宽松的资金环境下，中部省份的城投信用风险较为可控，也吸引了部分投资者对中部省份的信用挖掘。三是相较于经济发达省份，地方政府债券欠发达省份对城投债的替代更为明显。虽然多数省份城投有息债务增速整体低于政府债务增速，但是浙江、北京等实力较强的地区更偏向是主动的显性化行为，而山西、甘肃、天津等实力较弱的省份则更多的呈现出被动的显性化结果。

其次，偿债压力较大的省份大多集中在西北、西南以及东北地区。由于各省新增债务限额根据偿债能力和资金需求等维度考察，而偿债能力是基本的分配原则，所以债务率较高的地区，发行新增地方政府债券的空间相对有限，同时地方政府债券还本付息的支出压力较大，导致区域资金紧张，财力调控空间十分有限，区域的债务风险较高。

同时，对真实债务率的测算也存在一定的局限。一是隐性债务统计的偏差，由于我们计算各省城投有息债务的样本仅统计区域内发债的城投企业，存在城投样本量被低估的可能，同时由于并非所有城投有息债务均被认定为隐性债务，导致隐性债务规模的偏差；二是未考虑到省内债务不均衡的情况，由于我们统计的是全省的口径，可能存在部分省份整体债务率不高，但是由于债务更多的集中在某些市区，而综合财政实力较弱，导致省内部分市、区、县的债务风险过高，部分省内债务较为集中的市、区、县级地区的债务风险也值得关注。

未来，政府债务的精细化管理逐步落实，区域信用分化程度也将进一步加深，应积极防范高杠杆重债务压力区域的信用风险。一方面，从显性政府债务

方面严格控制债务风险，地方政府一般债券要与一般公共预算收入相匹配，地方政府专项债券则要考虑专项债务到期还本保障倍数（地方政府性基金预算收入/年均到期还本规模），确保各地当年政府性基金预算可偿债财力能够覆盖专项债券还本付息额并超出一定幅度。另一方面，从隐性债务方面严格控制，通过城投债按红橙黄绿和一二三档的分档分类管理将对区域政府广义债务格局产生影响，高债务率区域的城投债募集资金用途受限，特别是隐性债务占比高或红橙区域的区县平台，可能使得这些区域内的城投企业后续再融资能力弱化，导致信用风险事件的加速发生。