

2014.01.06

从评级角度对 2013 年 政府债务审计结果的解读



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

从评级角度对2013年政府债务审计结果的解读

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平

债务规模可控

2013年12月30日，审计署公布了中国五级政府债务审计结果。审计结果显示，2012年底，五级政府债务规模为27.77万亿元（全国政府负有偿还责任的债务余额19.07万亿元），中央政府11.88万亿元（中央政府负有偿还责任的债务余额9.44万亿元），地方政府15.89万亿元（地方政府负有偿还责任的债务余额9.63万亿元）；2013年6月底，五级政府债务规模为30.27万亿（全国政府负有偿还责任的债务余额20.70万亿元），中央政府12.38万亿（中央政府负有偿还责任的债务余额9.81万亿元），地方政府17.89万亿元（地方政府负有偿还责任的债务余额10.89万亿元），政府债务规模处于市场预期范围内。从政府债务负担情况看，截至2012年底，全国政府负有偿还责任的债务余额与当年GDP（518 942 亿元）的比率（负债率）为36.74%，全国政府负有偿还责任债务的债务余额与当年综合财力的比率（债务率）为105.66%。若将政府负有担保责任的债务按照19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照14.64%的比率折算，2012年底全国政府性债务的总负债率为39.43%，总债务率为113.41%，处于国际通常使用的60%的负债率、90-150%的债务率控制标准参考值范围内，同时相对国际上美国、日本、欧盟还是要低很多，中国政府债务规模可控、债务负担仍处于合理范围内。

债务增长较快

从地方政府债务增长¹情况来看，截至2013年6月底，地方政府债务为17.89万亿元，较2010年底增长66.93%，年均增长22.75%，其中：省级、市级、县级债务余额分别较

¹ 与2011年地方政府债务审计相比，此次债务审计统计口径发生变化，新增了审计范围和融资方式，这也是导致本次政府债务增速较快的原因之一。

2010年底增长61.74%、56.34%和77.34%；省市县三级政府负有偿还责任的债务余额10.58 万亿元，较2010 年底增长36.09%，年均增长19.97%。其中：省级、市级、县级年均分别增长14.41%、17.36%和26.59%。2011-2013年6月，地方政府债务年化增长率虽低于2009年61.92%的增长水平，但高于2010年18.86%的增长水平，也远高于同期GDP的增速，与全社会固定资产投资增速相当。由此可见，2011年-2013年6月，地方政府债务膨胀速度较快，尤其是县级政府债务增长最快，在投资驱动型的中国经济增长模式中，债务融资仍是投资资金的重要来源。

债务结构不平衡

从债务结构来看，由于中国并没有通过立法对各级政府的事权进行明确划分，事权配置缺乏制度规范，这导致了上级政府的事权层层下移，中央政府和地方政府、地方政府与基层政府事权错位。体现为越低层级的政府承担的事权越多，债务占比相应越高。

首先，从中央和地方两级政府债务结构看：截至2013年6月底，中央政府和地方政府债务余额分别占比40.9%和59.1%，地方政府债务余额占比高于中央政府，这与中央及地方两级政府财权分布及财力调控能力不尽匹配。

其次，从地方政府债务结构看：地方政府债务余额方面，全国省级、市级、县级和乡镇政府债务余额占比29.03%、40.74%、28.18%和2.04%，市县级政府是地方政府债务主体；地方政府刚性债务方面，各级地方政府负有偿还责任债务在各自债务总额占比中，省级最低，为34.2%，市级66.4%，县级78.5%、乡镇84.2%，层级越向下，刚性债务占比越高，这与中国目前地方基层政府财力形成“倒挂”；地方政府债务区域和行业分布方面，截至2012 年底，有3个省级、99 个市级、195 个县级、3465 个乡镇政府负有偿还责任债务的债务率高于100%；其中，有2 个省级、31 个市级、29 个县级、148 个乡镇2012 年政府负有偿还责任债务的借新还旧率（举借新债偿还的债务本金占偿还债务本金总额的比重）超过20%。从行业债务状况看，截至2013 年6 月底，全国政府还贷高速公路和取消收费政府还贷二级公路债务余额分别为19 422.48 亿元4433.86 亿元，债务偿还压力较大。地方政府债务区域和行业结构性不平衡。

整体偿债风险较低，但短期承压

从中国政府整体债务偿还能力来看，审计结果显示，截至2012 年底，全国政府负有偿还责任债务的债务余额与当年综合财力的比率为105.66%。若将政府负有担保责任的债务按19.13%、可能承担一定救助责任的债务按照14.64%的比率折算，总债务余额与当年综合财力的比率为113.41%，中国政府综合财力对政府债务具有一定的保障。同时，在政府负有担保责任的债务及政府可能承担一定救助责任的债务中，用于土地收储的债务形成了大量的土地储备资产；用于城市轨道交通、水热电气等市政建设和高速公路、铁路、机场等交通运输的债务，形成相应资产且大多有经营性收入；用于公租房、廉租房、经济适用房等保障性住房的债务，有相应的资产、租金和售房收入，上述收入均能作为政府债务偿还的重要资金来源；此外，在中国特色背景下，中国政府可以调控的资源比较多，国企占比高，整体质量较好，中国政府良好的可变现资产或股权对政府债务的偿还提供了良好的补充，中国政府整体债务偿还能力较强，债务安全性较高；同时中国作为单一制国家，如果局部地方政府出现债务风险，中央政府凭借其强大的调控能力对下级地方政府救助的可能性很大，中国政府债务偿还意愿较强。

从短期偿债能力来看，由于债务规模趋增、到期债务在2013-2015年集中释放，而宏观经济增速放缓导致公共财政收入增速放缓、房地产调控导致政府性基金收入下滑、银行融资渠道趋紧等多重因素导致政府债务短期支付压力加大，流动性风险上升，仍将有赖于阳光融资提供的流动性支持。具体来看：

※ **债务偿还分布上：**2013 年7 月至12 月、2014 年、2015年到期需偿还的政府负有偿还责任债务分别为2.49万亿元、2.38万亿元和1.86万亿元，分别占2013 年6月底政府负有偿还责任债务总额的22.92%、21.89%和17.06%，2013-2015年政府债务年度偿还金额均远高于历史年度。

※ **偿债资金来源上：**公共财政收入方面，2012年以来，受经济增长放缓、企业利润增幅低、物价涨幅回落特别是工业生产者出厂价格下降以及结构性减税力度较大等因素叠加影响，2012年全国财政收入增长12.8%，同比回落12.2个百分点。

2013年1-11月全国财政收入增长9.9%，同比回落2个百分点，财政收入增速出现明显放缓，接近分税制改革以来的最低值，且在宏观经济增速放缓、税制改革等背景下，财政收入增速持续放缓已经是大概率事件，未来2-3年，公共财政收入/当年需偿还的债务本息的保障能力减弱；政府性基金收入方面，自2007年起土地出让收入开始纳入政府性基金预算以来，全国政府性基金收入从2008年的1.56万亿元增长到2011年的4.14万亿元，年复合增长率达38.30%。2012年以来，受房地产调控政策影响，土地出让收入减少，导致政府性基金收入在2012年首次出现下滑，为3.75万亿元，在房地产持续调控的背景下，未来2-3年，全国政府性基金收入大幅回升的可能性很低。与此同时，审计结果显示，截至2012年底，11个省级、316个市级、1396个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额3.49万亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额9.37万亿元的37.23%，地方政府债务偿债资金来源对土地收入的高度依赖性和土地收入的滑落，使得未来2-3年大规模到期的债务偿还流动性承压；全国国有及国有控股企业经济运行情况方面，2012年国有企业累计实现利润总额21959.6亿元，同比下降5.8%。2013年1-11月，国有企业累计实现利润总额21484.1亿元，同比增长8.2%，增速反弹，但国有企业利润来源与政府债务分布不匹配，利润占比较大的行业为电力行业、电子行业、施工房地产行业、汽车行业等，这类企业主要为市场化运作的企业，虽然该部分利润能为政府贡献一部分国有收益或者分红，但相对于整个政府债务规模而言，贡献率很低。

※ **融资渠道上：**近年来，由于银监会不断加强商业银行对地方政府贷款的监管，2011-2013年6月新增地方政府贷款规模1.5万亿元，仅占新增地方政府债务7.1万亿元的21%，银行贷款虽仍为地方政府债务资金的主要来源，但在地方政府债务的比例由2010年底的79.01%下降了22.45个百分点至2013年6月底的56.56%。与此同时，政府一方面由于大规模的投资需要债务资金跟进，另一方面自2011年以来，地方政府债务陆续进入偿债高峰期，为满足流动性需求，政府融资方式更为多样化，尤其是资金成本较高的信托融资、BT等呈现快速增长趋势，2013年6月底，分别占地方政府债务余额的8.25%和7.97%，但信托融资、BT等融资方式不易监管和不便于管理，可能容易滋生新的债务风险。

平台债信用风险将出现分化

融资平台公司仍然是地方政府债务的主要举债主体，2013年6月底，融资平台公司债务余额6.97万亿元（政府负有偿还责任的债务占58.47%），占地方政府债务余额的38.96%，其中平台企业债券规模达1.1万亿元（政府负有偿还责任的债务占44.74%）。对于平台企业债务风险，债务属性、地方政府现有债务水平、未来偿债资金来源（包括综合财力和自身经营性收入）与债务扩张的匹配性是衡量其债务风险的关键。不同类型的平台企业，信用风险有所分化。

※ 已纳入地方政府债务口径的平台债：

（1）对于全口径债务率 $\leq 90\%$ 且未来年度偿债资金来源与债务扩张速度相当的省市级政府所属平台，尤其是特大型、大型城市（500万人口以上）所属的平台企业，由于后续大规模固定资产投资增速有望放缓，其整体债务扩张将相对有序，随着我国下一阶段财政偏向于居民收入增长安排，其消费占比上升导致税收上升、以及已投资项目陆续进入收益回报期，偿债资金来源的多样化和稳定增长将对平衡其债务风险产生积极效应，信用风险相对较低。

（2）对于负有偿还责任债务的债务率超过100%的省、市、县级政府所属平台，由于现有债务偿还压力较大，自身偿债能力较弱，债务风险累积，信用基本面较差；或者即使负有偿还责任债务的债务率未超过100%，但未来偿债资金的增幅与债务扩张严重不匹配的区县平台及部分中西部地区市级平台，由于其基础设施相对落后、城镇化水平较低，随着城镇化速度加快，其债务规模可能大幅增长，而偿债资金增幅远低于债务增幅，该类平台整体偿债风险上升是大概率事件，信用风险相对较高。从目前已经发债的百强县平台企业来看，经济较为发达的江浙地区百强县，政府负有偿还责任债务的债务率均控制在100%以内，但县级平台近几年债务规模快速攀升，与其偿债资金来源增长不匹配，平台企业现金类资产对其到期债务平均覆盖程度较低，自身偿债压力大，为改善流动性，此类县级平台在一定程度上借助于融资成本较高的信托融资等方式借新还旧，信用水平相应有所弱化。

※ 未纳入地方政府债务口径的平台债：

纳入地方政府债务中的融资平台债务，并非融资平台举借的所有债务，即使公开市场发行的债券，仍有部分债务尚未纳入广义的地方政府债务口径，由于平台企业整体盈利能力很弱，此类平台债信用风险最高，不排除个别地方政府融资平台公司所发行的债券，由于政府连最低的“承担一定救助责任”的义务都没有，而出现违约。

针对 2014 年企业债券偿债高峰的到来，2013 年 12 月 31 日国家发改委就企业债券市场发展有关情况答记者问中，明确提出推行“阳光融资”，实行债务重组。允许平台公司发行部分债券对“高利短期债务”进行置换，加大债务重组力度；同时还提出，平台公司项目建设资金出现缺口，无法完工实现预期收益的情况下，可考虑允许这些平台公司发行适度规模的新债，募集资金用于“借新还旧”和未完工的项目建设，确保不出现“半拉子”工程。平台企业发行的城投债 80%以上集中于发改委主管的企业债，国家发改委对 2014 年企业债券市场发展采取的相关举措，在一定程度上有助于缓解城投债到期偿付的流动性风险，并降低违约事件发生的概率。