

# 多维度视角下区域信用风险 量化指标分析

联合资信 公用评级二部 | 张依 赵思羽



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



## 报告摘要

随着经济发展进入新常态，我国经济增速进入下行通道，区域经济及财力出现加速分化的态势，加之因城镇化进程推进逐步累积的政府债务、债券市场违约常态化及区域性负面风险事件频发等因素，全国各省区市区域信用风险呈现出不同的特征。本文选取区域经济发展、财政实力、政府债务负担、区域金融市场环境等 4 个维度 16 个量化指标进行分析，对各维度下量化指标进行单一指标及维度综合排序，并用颜色深浅按指标排序进行标记，更直观地展现 31 省区市不同维度下区域信用风险特征。

## 一、区域信用风险多维量化指标选取

本文选取区域经济实力、财政实力、政府债务负担、区域金融市场状况等 4 个维度共 16 个量化指标，并按经济发展水平及财政实力的强弱、债务负担的轻重及金融市场状况的优劣顺序对各维度下单一指标及指标数据标准化（根据指标算数平均值和标准偏差的分布返回正态化值）后加权计算得出的维度综合结果进行排序，按颜色由浅到深进行标记。各维度具体指标选取及权重设置情况如表 1 所示。

本文基于数据可获得性和可量化性选取的指标数量有限，同时指标测算与分析仅基于 2021 年单年数据，单一指标及维度综合排序结果具有一定局限性。

**表 1 区域信用风险多维量化指标选取情况**

维度	指标选取	权重	经济含义	数据取得方式
经济实力	GDP	20%	衡量地区经济发展状况	直接获取数据
	GDP 增速	20%	衡量区域经济发展水平变化趋势	直接获取数据
	城镇化率	30%	从工业化进程和人口集聚角度衡量地区经济发展水平	城镇人口/常住人口*100%
	人均 GDP	30%	从个人财富创造角度衡量地区经济发展水平	GDP/常住人口*100%
财政实力	一般公共预算收入	20%	衡量地区纳入一般公共预算管理的财政收入完成状况	直接获取数据
	政府性基金预算	30%	衡量地区纳入基金预算管理具有指定用途的财政收	直接获取数据

	收入		入完成状况	
	一般公共预算收入增速	25%	衡量一般公共预算收入变化趋势	直接获取数据
	财政自给率	25%	衡量地方政府一般公共预算的自平衡能力	一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%
债务负担	地区宽口径负债率	40%	反映地区宽口径债务负担水平	(地方政府债务+区域内城投公司债务)/GDP*100%
	政府负债率	20%	反应地方政府债务负担水平	地方政府债务/GDP*100%
	政府债务率	20%	反映地方政府债务的偿还能力	地方政府债务/(一般公共预算收入+政府性基金预算收入+上级补助)*100%
	宽口径债务增速	20%	衡量地方政府债务及区域内城投公司债务整体变化趋势	(本年地方政府债务余额+本年区域内城投公司债务)/(上年地方政府债务余额+上年底区域内城投公司债务)*100%-100%
金融市场环境	社融增量	20%	实体经济从金融体系获得的资金总额	直接获取数据
	社融增量/GDP	30%	金融体系对实体经济的支持程度	社融增量/GDP*100%
	城投债券区域利差	30%	不同区域信用风险溢价程度	区域内城投行业无担保、债项评级 AA <sup>+</sup> 、期限 5 年的存续债券日区域利差平均数
	城投债券区域利差离散程度	20%	不同区域债券市场对不确定性因素的反馈程度	区域内城投行业无担保、债项评级 AA <sup>+</sup> 期限 5 年的存续债券日区域利差标准偏差

注：上述指标中涉及城投公司的相关指标，统计口径为截至 2022 年 7 月底全国具有存续主体级别的发债城投公司财务数据（剔除子公司影响）及存续债券数据；日区域利差为无担保、债项评级 AA<sup>+</sup>、发行期限 5 年的存量个债当日绝对利差的算术平均值，其中绝对利差等于债券到期收益率减去同期限国债到期收益率  
资料来源：联合资信整理

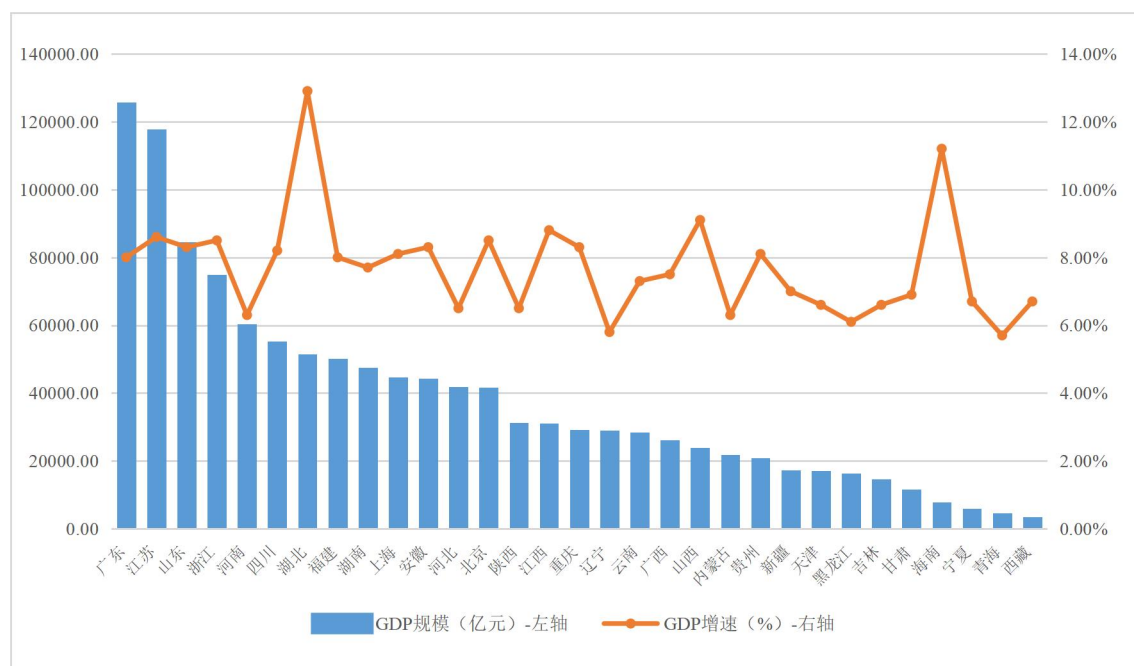
## 二、区域信用风险单一指标分析

### (1) 经济实力维度

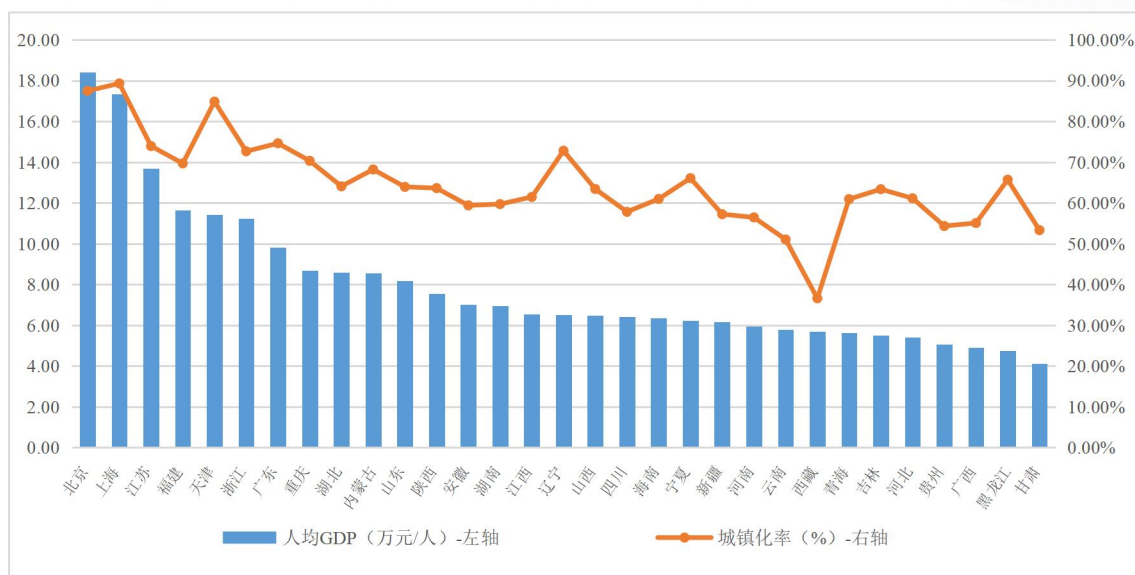
2021 年，全国各省区市经济均保持增长势头，经济发展仍不平衡。总量上看，广东、江苏、山东、浙江等沿海地区经济发展水平明显较高；增速方面，湖北、海南增速领跑，内蒙古、黑龙江、辽宁、青海等东北及西北地区省区市经济增长乏力。与经济发达程度相匹配，大部分沿海省区市人均 GDP 和城镇化水平明显高于其他省区市。

本文经济实力维度选取 GDP、GDP 增速、城镇化率及人均 GDP 四个量化指标进行分析。

从指标表现角度看，2021 年以来，全国各省区市经济均保持持续增长；受区域经济基础、资源禀赋差异、区域经济政策倾斜等因素影响，全国各省区市经济发展仍呈现不平衡状态，且地区间差异不断扩大。GDP 规模方面，广东和江苏 GDP 规模优势显著，两省合计约占全国的 21%，排名首位的广东 GDP 是排名末尾的西藏的 59.79 倍。GDP 增速方面，全国各省区市均保持经济增长趋势，湖北、江西、江苏、浙江等 13 个省区市 GDP 增速均高于全国水平（8.1%），其中湖北在疫情负面影响逐渐消退后重回高速发展，海南受自由贸易试验区利好快速发展，两省 GDP 增速超过 11.0%，高于其他省区市。人均 GDP 方面，全国 11 省市人均 GDP 高于全国水平（8.10 万元/人），其中北京、上海、江苏、福建、天津、浙江的人均 GDP 超过 10.00 万元/人，广西、黑龙江、甘肃的人均 GDP 低于 5.00 万元/人。城镇化率方面，上海、北京、天津城镇化率超过 80%，仅西藏（36.61%）城镇化进程较为落后，其他省区市城镇化率均超过 50%，其中上海、北京、天津城镇化进程领跑全国。



资料来源：国家统计局及 Wind，联合资信整理

**图1 2021年全国各省区市 GDP 规模及增速情况**


资料来源：国家统计局及 Wind，联合资信整理

**图2 2021年全国各省区市人均 GDP 规模及城镇化率情况**
**表2 2021年全国各省区市经济实力单一指标排序**

省区市	GDP (由高到低)	GDP 增速 (由高到低)	人均 GDP (由高到低)	城镇化率 (由高到低)
广东	1	14	7	4
江苏	2	5	3	5
山东	3	8	11	14
浙江	4	7	6	7
河南	5	27	22	26
四川	6	11	18	24
湖北	7	1	9	13
福建	8	14	4	9
湖南	9	16	14	22
上海	10	12	2	1
安徽	11	10	13	23
河北	12	25	27	19
北京	13	6	1	2
陕西	14	26	12	15
江西	15	4	15	18
重庆	16	8	8	8
辽宁	17	30	16	6
云南	18	18	23	30
广西	19	17	29	27
山西	20	3	17	16



内蒙古	21	28	10	10
贵州	22	13	28	28
新疆	23	19	21	25
天津	24	24	5	3
黑龙江	25	29	30	12
吉林	26	23	26	17
甘肃	27	20	31	29
海南	28	2	19	20
宁夏	29	22	20	11
青海	30	31	25	21
西藏	31	21	24	31

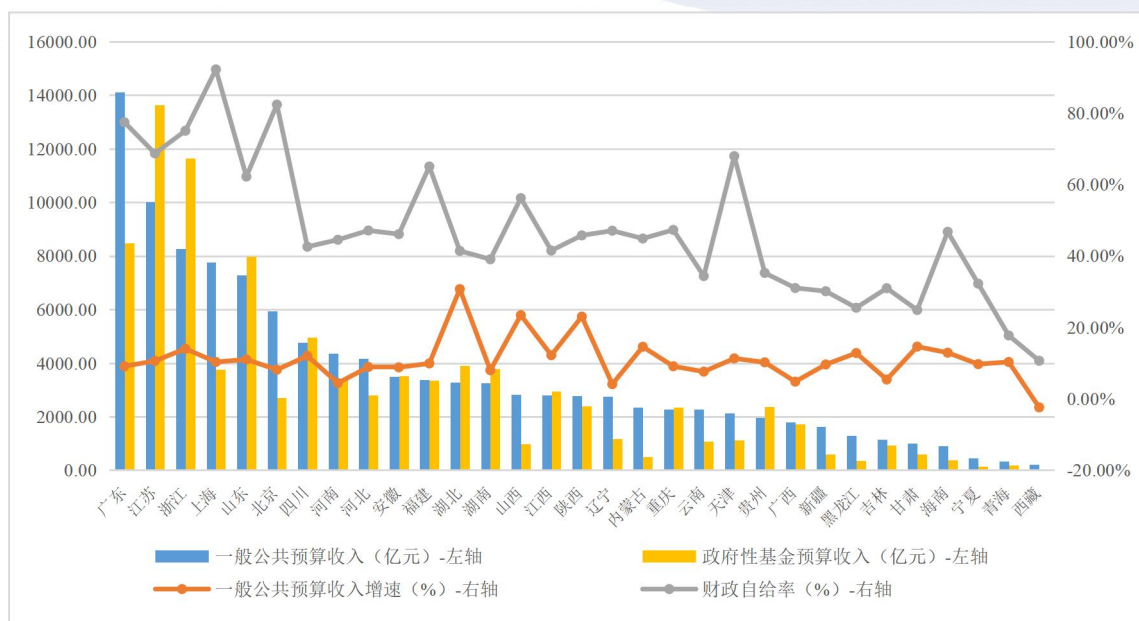
资料来源：联合资信整理

## （2）财政实力维度

2021 年，全国各省区市一般公共预算收入规模区域差异较大，除西藏外其余省区市一般公共预算收入均呈增长趋势，上海、北京、广东、浙江、江苏、天津、福建等省区市财政自给能力较强。江苏和浙江政府性基金预算收入规模领跑全国，部分省区市政府性基金预算收入超过一般公共预算收入，成为地方综合财力的主要来源。

本文财政实力维度选取一般公共预算收入、一般公共预算收入增速、财政自给率及政府性基金预算收入四个量化指标进行分析。

全国各省区市一般公共预算收入和政府性基金预算收入规模序列与一般公共预算收入规模序列保持较高的正相关性。2021 年，各省区市一般公共预算收入规模差距明显，广东和江苏一般公共预算收入规模突破万亿，海南、宁夏、青海、西藏不足千亿。从政府性基金预算收入看，江苏和浙江政府性基金预算收入规模领跑全国并突破万亿，海南、黑龙江、青海、宁夏和西藏政府性基金预算收入规模均小于 500.00 亿元；江苏、浙江、山东、湖北、湖南、贵州、四川、江西、重庆和安徽等 10 个省区市的政府性基金预算收入规模超过一般公共预算收入，成为地区综合财力的主要来源。除西藏一般公共预算收入增速为负外，其余省区市一般公共预算收入均有不同程度增长，其中湖北、山西和陕西增速超过 20.00%；广东、江苏、浙江、北京、上海一般公共预算收入增量规模排名前列，但受限于规模基数大，在一般公共预算收入增速序列中排名相对靠后。从财政自给率看，天津、四川、河南、重庆、湖南和湖北财政自给率与一般公共预算收入规模明显不匹配；除上海、北京、广东、浙江、江苏、天津、福建和山东外，各省区市财政自给率均低于 60.00%，新疆、黑龙江、甘肃、青海及西藏排名末尾。



资料来源：各省区市财政厅（局），联合资信整理

**图3 2021年全国各省区市**  
一般公共预算收入规模、增速、财政自给率及政府性基金预算收入情况

**表3 2021年全国各省区市财政实力单一指标排序**

省区市	一般公共预算收入 (由高到低)	政府性基金预算收入 (由高到低)	一般公共预算收入增速 (由高到低)	财政自给率 (由高到低)
广东	1	3	20	3
江苏	2	1	13	5
浙江	3	2	6	4
上海	4	8	14	1
山东	5	4	12	8
北京	6	14	24	2
四川	7	5	10	18
河南	8	10	29	17
河北	9	13	22	11
安徽	10	9	23	14
福建	11	11	17	7
湖北	12	6	1	20
湖南	13	7	25	21
山西	14	22	2	9
江西	15	12	9	19
陕西	16	15	3	15
辽宁	17	19	30	12
内蒙古	18	26	5	16
重庆	19	17	20	10
云南	20	21	26	23

天津	21	20	11	6
贵州	22	16	16	22
广西	23	18	28	25
新疆	24	24	19	27
黑龙江	25	28	8	28
吉林	26	23	27	26
甘肃	27	25	4	29
海南	28	27	7	13
宁夏	29	30	18	24
青海	30	29	14	30
西藏	31	31	31	31

资料来源：联合资信整理

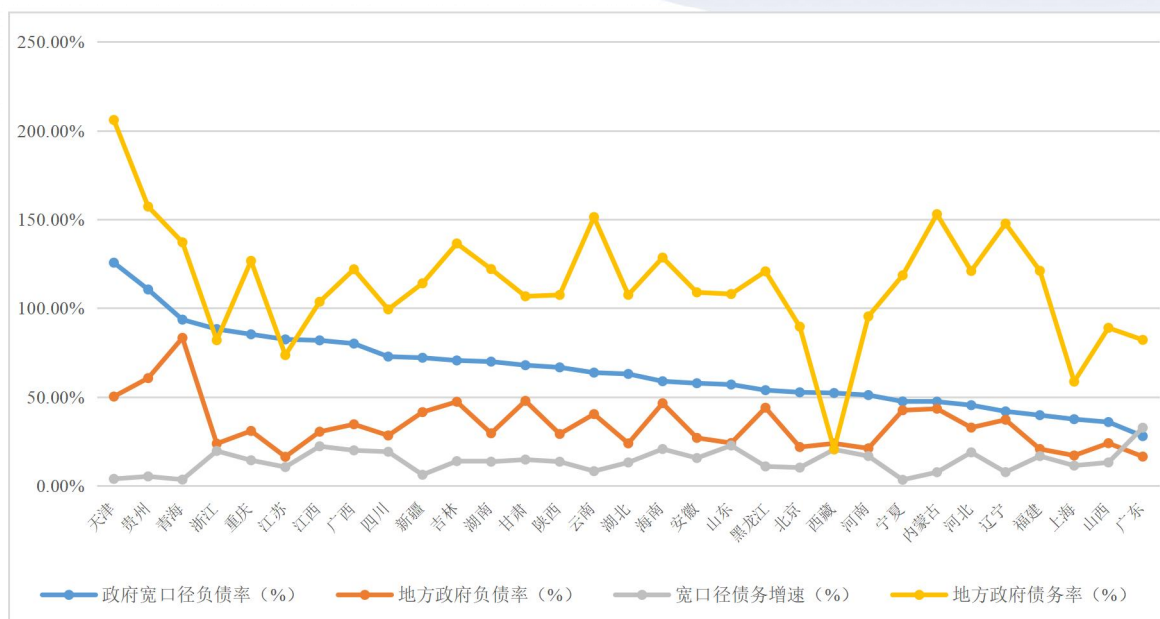
### （3） 债务负担维度

2021 年，全国 16 个省区市地方政府宽口径负债率超 60%，天津、贵州、青海、浙江、重庆宽口径负债水平相对较高，广东、山东、江西、海南和西藏宽口径债务增速较快，西藏、上海、江苏区域综合财力对地方政府债务保障能力较强。

本文债务负担维度选取政府宽口径负债率、政府负债率、政府债务率及宽口径债务增速入四个量化指标进行分析。

从政府债务水平看，以“地方政府债务+区域内城投公司债务”口径测算区域宽口径负债率，天津、贵州、青海、浙江、重庆、江苏、江西等 16 个省区市宽口径债务负担超过 60.00%，其中天津和贵州超过 100.00%，广东宽口径负债率最低，不超过 30.00%。与地方政府负债率对比看，全国 16 个省区市的城投债务大于政府债务余额，其中江苏和浙江城投债务对地区宽口径负债率影响程度超 70.00%。从宽口径债务增速来看，广东宽口径债务增速达 32.69%，领跑全国；山东、江西、海南和西藏宽口径债务增速均超过 20.00%，天津、青海和宁夏宽口径债务增速较低（低于 5%）。剔除区域内城投债务，仅从地方综合财力对地方政府债务保障能力看，全国 22 个省区市区域综合财力无法完全覆盖地方政府债务，其中天津地方政府债务率高达 206.00%；西藏、上海、江苏的地方政府债务率水平较低，区域综合财力对地方政府债务保障能力较强。





资料来源：各省区市财政厅（局），联合资信整理

图 4 2021 年全国各省区市政府债务负担相关指标情况

表 4 2021 年全国各省区市政府债务负担单一指标排序

省区市	地方政府负债率 (由低到高)	地方政府债务率 (由低到高)	宽口径债务率 (由低到高)	宽口径债务增速 (由低到高)
江苏	1	3	26	10
广东	2	5	1	31
上海	3	2	3	12
福建	4	20	4	21
河南	5	8	9	22
北京	6	7	11	9
浙江	7	4	28	25
西藏	8	1	10	27
湖北	9	13	16	13
山西	10	6	2	14
山东	11	14	13	30
安徽	12	15	14	20
四川	13	9	23	24
陕西	14	12	18	16
湖南	15	22	20	15
江西	16	10	25	29
重庆	17	23	27	18
河北	18	19	6	23
广西	19	21	24	26
辽宁	20	27	5	7
云南	21	28	17	8

新疆	22	16	22	5
宁夏	23	17	8	1
内蒙古	24	29	7	6
黑龙江	25	18	12	11
海南	26	24	15	28
吉林	27	25	21	17
甘肃	28	11	19	19
天津	29	31	31	3
贵州	30	30	30	4
青海	31	26	29	2

资料来源：联合资信整理

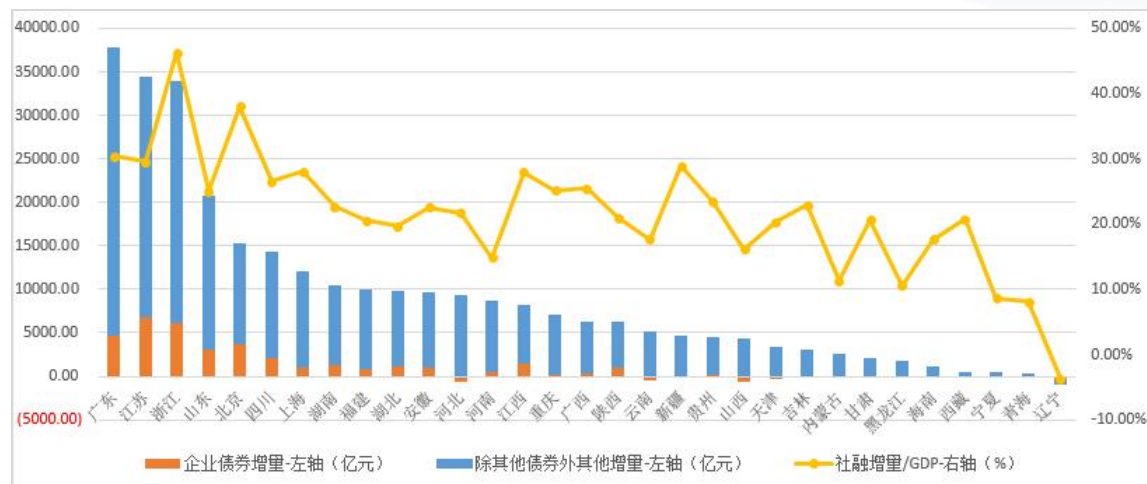
#### （4） 金融市场环境维度

2021 年，广东、江苏和浙江社融增量规模远超其他省区市，黑龙江、海南、西藏、宁夏、青海和辽宁社融增量规模较少，其中部分省份企业债券增量出现负增长；浙江、北京、广东和江苏金融体系对地区实体经济整体资金支持力度较大。上海、湖北、广东、福建的区域利差明显低于其他省区市，部分省区市利差离散度较大。

本文金融市场环境维度选取社融增量、社融增量/GDP、城投债券区域利差及城投债券区域利差离散程度四个量化指标进行分析。

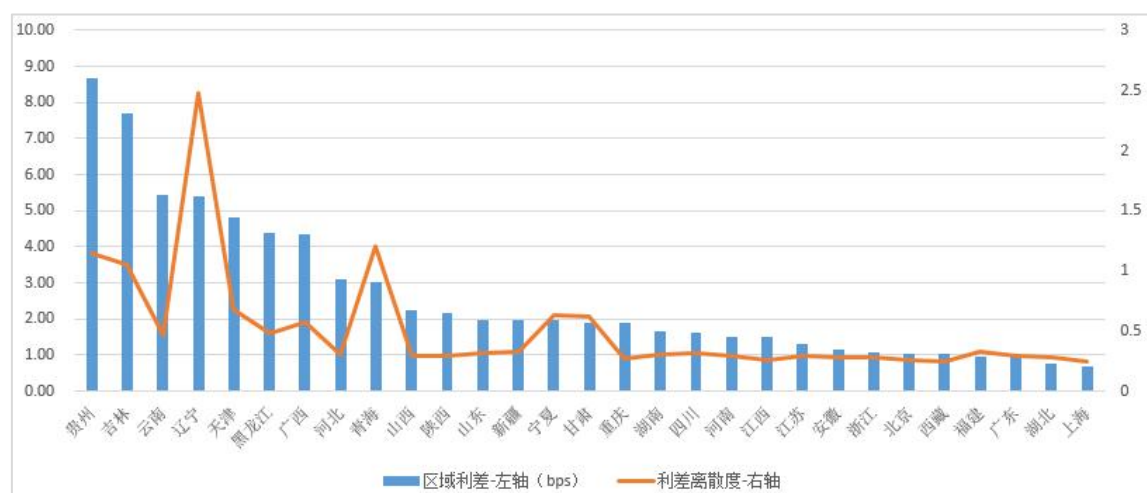
从社融增量看，2021 年，广东、江苏和浙江社融增量均突破 3 万亿元，规模远超其他省区市；黑龙江、海南、西藏、宁夏、青海和辽宁社融增量规模较小，其中辽宁省社融增量为负值。从社融增量来源看，山西、河北、辽宁、云南、天津、内蒙古、黑龙江、宁夏、海南和青海企业债券增量均为负值，上述地区对企业债券信用收缩明显；江苏、浙江、广东、北京和山东企业债券社融增量规模明显高于其他省区市；北京、江苏、江西、浙江、四川、西藏、陕西和湖南的企业债券增量在全部社融增量中比重超过 15%，辽宁省企业债券负增加对整体社融负增加的贡献率达 52.00%。从社融/GDP 看，浙江、北京、广东和江苏金融体系对实体经济整体资金支持力度较大，社融增量/GDP 超过 30.00%；辽宁、青海、宁夏、黑龙江及内蒙古社融增量/GDP 均小于 15.00%，其中辽宁社融收缩对经济发展产生负面影响。从区域利差看，以城投行业无担保、债项评级 AA<sup>+</sup>期限 5 年的存续债券为统计口径，2021 年，位于前 1/4 省区市的区域利差最高为 116.74BP，上海、湖北、广东、福建的区域利差明显低于其他省区市，贵州、吉林、云南、辽宁、天津、黑龙江、广西的区域利差超过 400BP。从区域利差的离散程度看，辽宁、青海、贵州、吉林、天津、宁夏、甘肃的区域利差离散程度较高，区域利差波动较大，市场对上述地区的不确定性因素（不限于经济发展预期、区域政策、资金

面、风险事件) 发生较为敏感, 表明市场投资人对上述区域信心不足。



资料来源: 中国人民银行及国家统计局, 联合资信整理

图 5 2021 年全国各省区市社融情况



注: 在进行利差离散度测算时, 剔除了个别异常值数据

资料来源: Wind, 联合资信整理

图 6 2021 年全国各省区市区域利差情况

表 5 2021 年全国各省区市金融市场情况单一指标排序

省区市	社融增量 (由高到低)	社融增量/GDP (由高到低)	城投债券超额利差 (由低到高)	城投债券区域利差离散程度 (由小到大)
广东	1	3	3	10
江苏	2	4	9	9
浙江	3	1	7	8
山东	4	11	18	16
北京	5	2	6	3
四川	6	8	12	17
上海	7	6	1	2

湖南	8	14	13	14
福建	9	20	4	18
湖北	10	22	2	6
安徽	11	15	8	7
河北	12	16	24	15
河南	13	26	11	13
江西	14	7	10	4
重庆	15	10	14	5
广西	16	9	25	24
陕西	17	17	19	11
云南	18	24	29	20
新疆	19	5	17	19
贵州	20	12	31	29
山西	21	25	20	12
天津	22	21	27	27
吉林	23	13	30	28
内蒙古	24	27	21	22
甘肃	25	19	15	25
黑龙江	26	28	26	21
海南	27	23	21	22
西藏	28	18	5	1
宁夏	29	29	16	26
青海	30	30	23	30
辽宁	31	31	28	31

资料来源：联合资信整理

### 三、 区域信用风险维度综合结果分析

本文基于 2021 年全年数据，将各维度下的各量化指标进行标准化处理（根据指标算数平均值和标准偏差的分布返回正态化值）后加权计算得出的维度综合量化得分并进行排序，按颜色由浅到深进行标记如表 6 所示。从经济实力维度综合排序看，北京、上海、江苏、广东、浙江排名前五位，整体经济实力较强；广西、云南、青海、甘肃、西藏排名末尾。从财政实力维度综合排序看，江苏、浙江、广东、上海、山东排名前五位，山西、陕西、四川、河北、甘肃等省区市排名与经济实力排名相比有所前移。从债务负担维度综合排序，上海、山西、宁夏、西藏、广东排名靠前；受地区资金供需、发展观念等诸多因素影响，部分经济欠发达地区的债务负担相对较轻，整体债务负担维度表现较好；重庆、江西、广西、贵州及天津债务负担维度排名末尾。从金融市场环境维度排序看，广东、浙江、

江苏、北京、上海等经济发达地区排名相对靠前，市场认可度较高；天津、青海、吉林、贵州、辽宁排名靠后，金融体系支持和认可程度相对较弱。

**表 6 2021 年全国各省区市区信用风险维度综合结果排序**

地区	特征评价			
	经济实力 (由强到弱)	财政实力 (由强到弱)	债务负担 (由轻到重)	金融市场环境 (由优到劣)
北京	1	7	6	4
上海	2	4	1	5
江苏	3	1	16	3
广东	4	3	5	1
浙江	5	2	26	2
湖北	6	6	15	7
福建	7	11	8	9
天津	8	12	31	27
山东	9	5	20	6
重庆	10	18	27	15
海南	11	20	22	23
山西	12	8	2	18
安徽	13	13	13	8
江西	14	15	28	12
四川	15	10	23	10
内蒙古	16	17	10	22
湖南	17	16	21	11
辽宁	18	22	7	31
陕西	19	9	17	16
河南	20	19	9	13
河北	21	14	12	19
宁夏	22	28	3	21
吉林	23	29	24	29
新疆	24	26	14	17
贵州	25	21	30	30
黑龙江	26	25	11	25
广西	27	27	29	24
云南	28	24	18	26
青海	29	30	25	28
甘肃	30	23	19	20
西藏	31	31	4	14

注：上表中标记数字为根据各维度综合得分按经济及财政实力的强弱、债务负担的轻重及金融市场环境的优劣顺序按升序排列位次，位次越靠前表示该维度表现越好



全国各省区市区域信用风险量化指标在区域经济发展、财政实力、政府债务负担、区域金融市场环境等 4 个维度呈现出不同的特征。受地理区位、自然禀赋、产业结构等多方面因素影响，全国 31 个省区市经济基础存在较大差异，加之近年来区域创新能力及公共服务管理水平的差异进一步加剧了新常态下各省区市的发展分化，全国 31 个省区市经济发展水平和财政实力地区分化特征明显。地方政府债务系地方政府推动当地经济发展的重要资金来源，随着地方经济不断发展，地方债务逐渐累积；受地区资金需求、发展观念等诸多因素影响，各地区宽口径债务存量及增速存在差异。此外，在债券违约常态化、尾部城投风险逐渐暴露的背景下，2021 年全国社融增量规模出现下滑，债券市场资金流动具有较强区域选择性，投资者对负面信息的敏感度大幅上升，投资者的选择很大程度上影响了区域融资环境的松紧程度。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8759chenye@lhratings.com

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。