

地方政府债务进一步分化，部分省份降杠杆幅度较大

2021 年半年报



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

地方政府债务进一步分化，部分省份降杠杆幅度较大

——2021 年上半年地方政府债务报告

联合资信 宏观研究部

摘要：

2021 年上半年经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，新增地方政府债券额度推迟下达，叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严等因素，地方政府债务增长放缓。总体来看，2021 年上半年各区域债务主要呈现以下的特点：

区域债务情况进一步分化。地方政府债务规模较大的省份主要集中于东部地区，如山东、江苏、广东、浙江等省，部分省份增速也较高。截至 2021 年上半年末，山东地方政府债券余额超过江苏，以 1.83 万亿元位居第一；江苏由于城投债务规模较大，广义债务余额达 8.74 万亿元，位居各省之首。西北和东北地区政府债务规模和广义政府债务规模均相对较小，且债务余额增速相对较低，2021 年上半年区域债务分化格局进一步加剧。

各省广义杠杆率相较（狭义）杠杆率更加分化，主要是城投债务规模差异较大所致。中部地区杠杆率水平相对较低且均衡；东部、西部地区各省杠杆率分化程度较大，其中青海杠杆率接近 80%，贵州杠杆率接近 60%，两省广义杠杆率也在 110% 以上，另外天津和甘肃的广义杠杆率达到 120% 左右的水平，区域债务风险值得关注；东北地区各省杠杆率在 40% 左右，相对较高，但城投债务规模相对较小，广义杠杆率相对较低。

部分负担较重的省份降杠杆力度较大，贵州、青海、宁夏、天津等省份实现一定幅度的降杠杆，其中贵州杠杆率下降 2.55 个百分点至 60% 以下，广义杠杆率下降 5.28 个百分点至 124.62%，广义杠杆率排名升至全国最高；天津广义杠杆率大幅下降 8.70 个百分点至 123.85%，排名下降至第二。

部分省份广义债务显性化程度提高。天津、黑龙江、新疆、青海城投占比较上年末下降超过 2 个百分点，在不断加大对地方政府隐性债务管理力度的背景下，广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快，反映出区域债务的化解更多通过地方政府债券来实现。

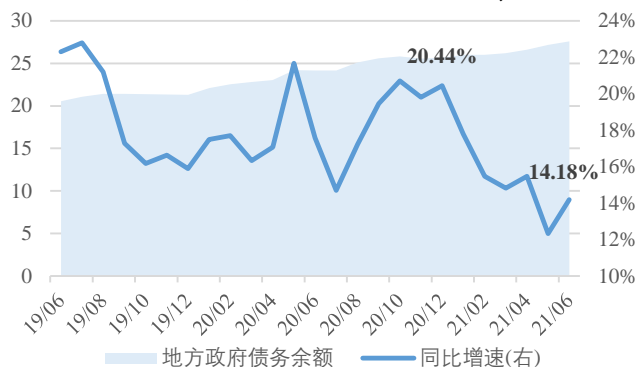
未来，地方政府债务存量风险化解和增量风险防范仍是政策主线，还需持续关注高杠杆省份地方政府债务风险情况，特别是天津、贵州、青海和甘肃等地降杠杆情况。

风险提示：隐性债务统计存在偏差，包括城投样本偏差以及隐性债务范围偏差。

一、我国地方政府总体债务情况

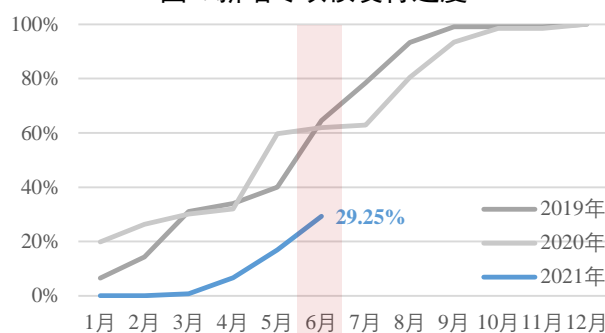
在经历 2020 年为对冲疫情的阶段性宽松后，2021 年上半年地方政府债务增长放缓，地方政府债券发行缓慢。截至 2021 年 6 月末，全国地方政府债务余额 27.58 万亿元，同比增速下降至 14.18%。上半年新增地方政府债券累计发行 1.48 万亿，仅占下达新增限额¹的 34.68%，其中新增专项债发行仅占下达新增限额的 29.25%，而 2019 年和 2020 年上半年发行进度均超过 60%，相比之下今年发行节奏明显偏慢，一方面是 2020 年为对冲疫情，专项债发行额度大幅提高，仍存在部分资金闲置，财政资金较为充裕，一定程度上降低了地方政府发债需求；另一方面是由于 2021 年上半年经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，新增地方政府债券额度推迟下达，叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严，导致上半年地方政府债券发行较慢。

图1. 地方政府债务余额情况（万亿元，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

图2. 新增专项债发行进度



截至 2021 年 6 月末，全国地方政府广义债务²规模达到 67.88 万亿元，同比增速从上年末的 16.94% 下降至 13.74%。地方政府广义债务结构方面，2021 年上半年末全国城投企业有息债务占政府广义债务余额总和的比重（以下简称“城投占比”）为 59.68%，与上年末基本持平，城投有息债务规模与地方政府债券余额增长同步放缓。

2021 年上半年我国地方政府杠杆率有所下降，由 2020 年末的 25.26% 降低至 2021 年上半年末的 25.23%。地方政府杠杆率先降后升，二季度地方政府杠杆率有所回升，与新增专项债发行于 4 月开始加速有关。广义杠杆率有所上升，由 2020 年末的 62.17% 上升至 2021 年上半年末的 62.28%。

¹ 财政部下达 2021 年新增地方债限额为 4.27 万亿，其中新增一般债限额 0.80 万亿，新增专项债限额 3.47 万亿。

² 由于地方政府隐性债务数据不便获取，本文采用政府债券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 2021 年半年报数据的企业后，得到城投企业样本 1782 家，根据其所属省份分别计算各省城投企业有息债务规模。

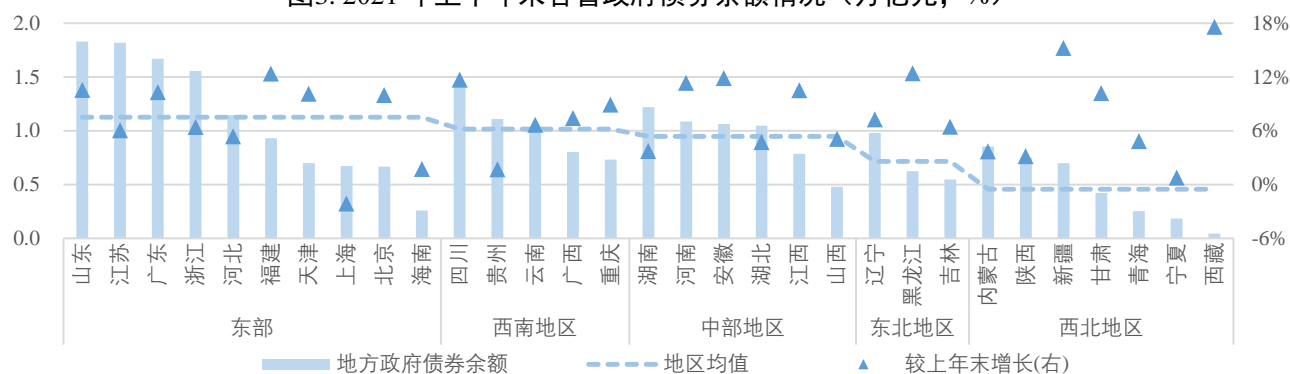
二、地方政府债务情况

1. 地方政府债券余额情况

截至 2021 年上半年末，各区域地方政府债券余额规模分化明显，东部和西南地区地方政府债券余额较高，均值超过 1 万亿；中部、东北地区地方政府债券余额均值分别为 9467.26 亿元、7170.11 亿元；西北地区地方政府债券余额最低，均值仅不到 5000 亿元。具体来看，截至 2021 年上半年末，东部地区的山东、江苏、广东和浙江四省地方政府债券余额超过 1.50 万亿，其中山东地方政府债券余额超过江苏，以 1.83 万亿元位居第一；海南、山西、甘肃、青海、宁夏和西藏 6 个省份地方政府债券余额不到 5000 亿元。

债务余额增长方面，上半年除了上海没有发行地方债、债务余额较上年末下降之外，其他省份均有不同程度的增长。上半年西藏由于基数较小，债券余额增长最快；新疆、黑龙江、福建增长超过 12%，或是上半年这三省地方债发行节奏较快带动；山东、广东、四川在债务规模较大的基础上仍然达到了 10% 以上的增长；宁夏、贵州、海南地方政府债券余额增长不到 2%。

图3. 2021 年上半年末各省地方政府债券余额情况（万亿元，%）



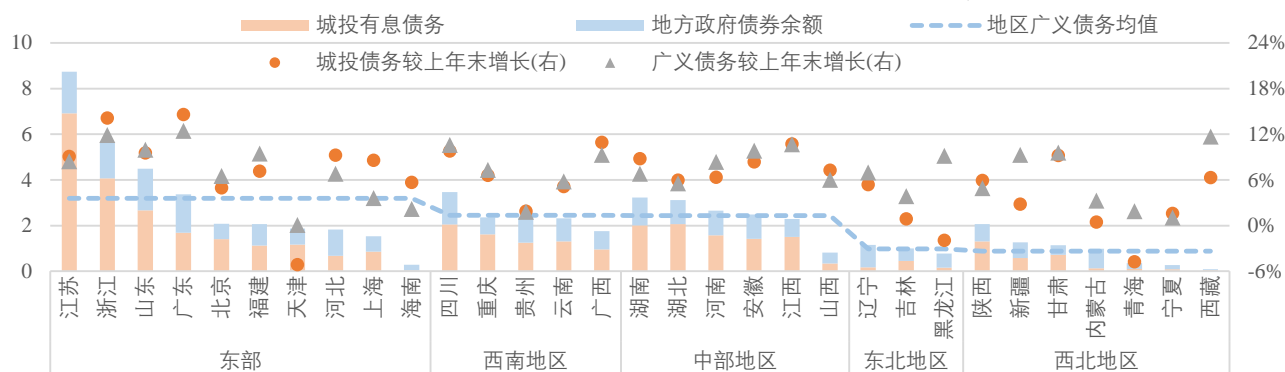
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 地方政府广义债务余额情况

各省政府广义债务规模较政府债务差异更大，东部地区广义债务余额均值超过 3 万亿，西南和中部地区在 2.4 万亿左右，东北和西北地区广义债务规模较小，均值不到 1 万亿。截至 2021 年上半年末，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，主要是江苏城投企业众多，有息债务规模接近 7 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；内蒙古、山西、黑龙江等 7 个省份政府广义债务余额不到 1 万亿。

地方政府广义债务增长方面，浙江、广东等头部省份在广义债务规模较大的基础上仍然较快增长；四川、广西、江西、安徽、甘肃广义债务增长 10% 左右，城投债务和政府债券均增长较快；而新疆、黑龙江、西藏等省份广义债务增长较快主要是地方政府债券增长带动；天津、贵州、青海、宁夏等省份广义债务增长不到 2%，其中天津和青海主要是城投有息债务规模收缩所致。

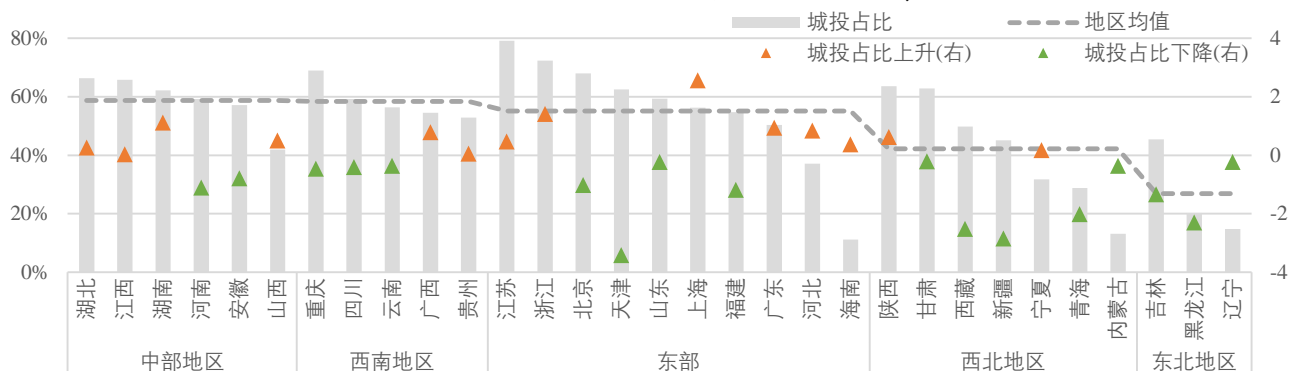
图4. 2021 年上半年末各省广义债务余额情况（万亿元，%）



数据来源：Wind，联合资信整理

从地方政府广义债务结构上看，截至 2021 年上半年末，中部、西南和东部地区平均城投有息债务占比超过 50%，西北和东北地区城投占比较低。上半年中部和西南地区各省份城投占比变化不大，变动基本在 1 个百分点内；东部地区各省份城投占比变化差异较大；西北和东北地区多数省份城投占比有所下降。具体看，上海城投占比大幅上升主要是上半年没有发行地方政府债券所致；江苏、浙江城投占比超过 70%且上半年进一步上升；天津、黑龙江、新疆、青海和西藏城投占比较上年末下降超过 2 个百分点，政府广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快，反映出区域债务的化解更多借助地方政府债券来实现。

图5. 2021 年上半年末各省城投有息债务占比情况（%，百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、地方政府杠杆率情况

1. 地方政府杠杆率

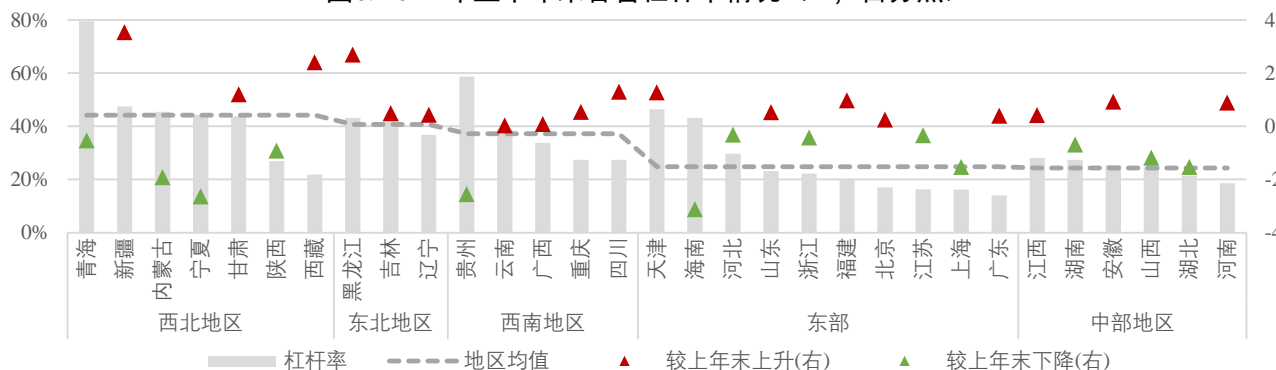
截至 2021 年上半年末，各省地方政府杠杆率³分化明显，西北、东北和西南地区杠杆率普遍较高，均值处在 40%左右的水平；东部和中部地区杠杆率较低，均值在 24%左右。其中，青海的杠杆率最高（79.48%），

³地方政府杠杆率为地方政府债券余额/该省 4 个季度滚动 GDP 之和。

超过 60% 的警戒线⁴，反映出债务规模与经济体的不匹配；贵州杠杆率（58.69%）略低于警戒线；其他省份杠杆率均在 50% 以下，除天津和海南以外的东部、中部地区省份杠杆率均不到 30%，地方经济对债务的承担能力较好。

截至 2021 年上半年末，13 个省份杠杆率较上年末有所下降，18 个省份杠杆率有所上升，东北三省和西南地区多数省份均有所上升。各省杠杆率的变化主要由分子端债务增长驱动，地方政府债券余额增长较快的省份杠杆率均有所提升。具体来看，贵州、宁夏、海南和内蒙古杠杆率明显下降，其中贵州下降 2.55 个百分点至 60% 以下；而新疆、黑龙江、西藏杠杆率上升超过 2 个百分点。

图6. 2021 年上半年末各省杠杆率情况（%，百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 广义杠杆率

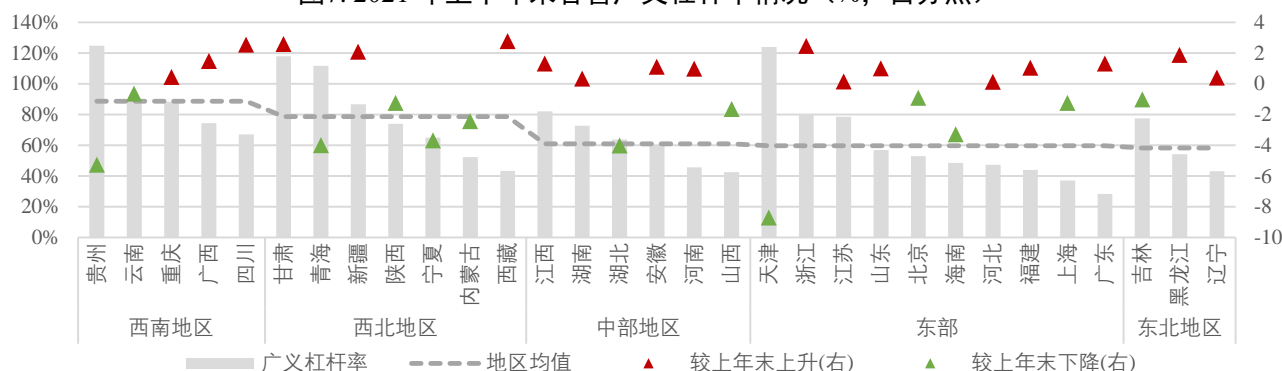
截至 2021 年上半年末，西南、西北地区广义杠杆率较高，均值分别为 88.69%、78.67%；中部、东部和东北地区广义杠杆率较低，均值在 60% 左右；但东部地区内部分化明显，杠杆较高的天津和杠杆较低的海、广东相差较大；而中部地区内各省份差距相对较小。其中，贵州和天津的广义杠杆率⁵最高，超过 120%；青海、甘肃广义杠杆率也超过 110%；其他省份均在 90% 以下。

与 2020 年末相比，19 个省份广义杠杆率有所上升，12 个省份有所下降。天津、贵州、青海、宁夏、海南和湖北广义杠杆率下降超过 3 个百分点，其中高杠杆的天津、贵州、青海和宁夏主要是债务端增长较慢从而实现了较大程度的去杠杆；而湖北和海南则主要是分母 GDP 提升的带动，广义杠杆率常态化回归。另一方面，广义杠杆率较高的甘肃、新疆上半年增长超过 2 个百分点，区域经济对广义债务的负担能力进一步下降。

⁴ 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%。

⁵ 地方政府广义杠杆率为地方政府广义债务余额/该省 4 个季度滚动 GDP 之和。

图7. 2021 年上半年末各省广义杠杆率情况（%，百分点）



数据来源：Wind，联合资信整理

四、总结

2021 年上半年，我国经济稳定修复，逆周期调节必要性下降，新增地方政府债券额度推迟下达，叠加专项债的监管加强、项目资金审核趋严等因素，地方政府债务增长放缓。总体来看，2021 年上半年各区域债务情况主要呈现以下的特点：

区域债务情况进一步分化。地方政府债务规模较大的省份主要集中于东部地区，如山东、江苏、广东、浙江等省，债务余额增速均在 6% 以上，截至 2021 年上半年末，山东地方政府债券余额超过江苏，以 1.83 万亿元位居第一；江苏由于城投债务规模较大，广义债务余额达 8.74 万亿元，位居各省之首。西北和东北地区政府债务规模和广义政府债务规模均相对较小，且债务余额增速相对较低，2021 年上半年区域债务分化格局进一步加剧。

各省广义杠杆率相较（狭义）杠杆率更加分化，主要是城投债务规模差异较大所致。中部地区杠杆率水平相对较低且均衡；东部、西部地区各省杠杆率分化程度较大，其中青海杠杆率接近 80%，贵州杠杆率接近 60%，两省广义杠杆率也在 110% 以上，另外天津和甘肃的广义杠杆率也在 120% 左右的水平，区域债务风险值得关注；东北地区各省杠杆率在 40% 左右，相对较高，但城投债务规模相对较小，广义杠杆率相对较低。

部分负担较重的省份降杠杆力度较大，贵州、青海、宁夏、天津等省份实现一定幅度的降杠杆，其中贵州杠杆率下降 2.55 个百分点至 60% 以下，广义杠杆率也下降了 5.28 个百分点至 124.62%，广义杠杆率排名升至全国最高；天津广义杠杆率大幅下降 8.70 个百分点至 123.85%，排名下降至第二。

部分省份广义债务显性化程度提高。天津、黑龙江、新疆、青海城投占比较上年末下降超过 2 个百分点，在不断加大对地方政府隐性债务管理力度的背景下，广义债务向政府债券倾斜。其中天津、黑龙江和青海在城投有息债务规模下降的同时政府债券增长相对较快，反映出区域债务的化解更多通过地方政府债券来实现。

表1. 2021 上半年各省债务及杠杆率情况

省份		政府债券	政府债券	广义债务	广义债务	杠杆率	杠杆率变化 (百分点)	广义杠杆率	广义杠杆率 变化 (百分点)
		余额 (万亿元)	余额增长	余额 (万亿元)	余额增长				
西南地区	贵州	1.11	1.70%	2.36	1.80%	58.69%	-2.55	124.62%	-5.28
	云南	1.02	6.68%	2.33	5.79%	38.85%	0.04	88.98%	-0.65
	重庆	0.73	8.92%	2.36	7.29%	27.43%	0.54	88.31%	0.43
	广西	0.80	7.43%	1.77	9.30%	33.83%	0.09	74.36%	1.47
	四川	1.42	11.71%	3.47	10.57%	27.38%	1.30	67.18%	2.54
西北地区	甘肃	0.42	10.21%	1.14	9.57%	43.74%	1.21	117.78%	2.58
	青海	0.25	4.86%	0.35	1.89%	79.48%	-0.52	111.65%	-4.00
	新疆	0.70	15.24%	1.27	9.27%	47.53%	3.55	86.60%	2.09
	陕西	0.75	3.16%	2.06	4.89%	26.90%	-0.92	73.93%	-1.26
	宁夏	0.19	0.78%	0.27	1.03%	44.30%	-2.63	64.91%	-3.68
	内蒙古	0.85	3.70%	0.98	3.26%	45.48%	-1.91	52.37%	-2.44
	西藏	0.04	17.60%	0.09	11.69%	21.82%	2.41	43.47%	2.76
中部地区	江西	0.79	10.55%	2.30	10.66%	28.10%	0.42	82.06%	1.30
	湖南	1.22	3.76%	3.23	6.81%	27.45%	-0.68	72.68%	0.34
	湖北	1.05	4.74%	3.11	5.54%	21.48%	-1.53	63.86%	-4.03
	安徽	1.06	11.90%	2.48	9.83%	25.49%	0.93	59.52%	1.09
	河南	1.09	11.37%	2.66	8.34%	18.61%	0.89	45.59%	0.97
	山西	0.48	5.09%	0.83	5.99%	24.68%	-1.18	42.51%	-1.65
东部地区	天津	0.70	10.13%	1.87	0.07%	46.41%	1.28	123.85%	-8.70
	浙江	1.56	6.44%	5.63	11.88%	22.21%	-0.42	80.34%	2.45
	江苏	1.82	6.08%	8.74	8.44%	16.36%	-0.34	78.61%	0.13
	山东	1.83	10.58%	4.49	9.95%	23.15%	0.53	56.85%	0.99
	北京	0.67	10.02%	2.07	6.52%	17.01%	0.25	53.03%	-0.92
	海南	0.26	1.73%	0.29	2.16%	43.13%	-3.12	48.59%	-3.30
	河北	1.15	5.39%	1.82	6.79%	29.72%	-0.31	47.25%	0.13
	福建	0.93	12.40%	2.06	9.45%	19.87%	0.98	43.95%	1.04
	上海	0.67	-2.11%	1.54	3.61%	16.24%	-1.53	37.13%	-1.25
	广东	1.67	10.34%	3.36	12.43%	14.06%	0.40	28.32%	1.31
东北地区	吉林	0.55	6.46%	1.00	3.85%	42.25%	0.50	77.49%	-1.02
	黑龙江	0.62	12.42%	0.78	9.17%	43.23%	2.70	54.22%	1.87
	辽宁	0.98	7.28%	1.15	6.99%	36.80%	0.44	43.18%	0.40

注：各地区省份按照广义杠杆率由高到低排序，增速或变化值为较上年末比较的结果

数据来源：Wind，联合资信整理

由于 2021 年上半年杠杆率的变化会受到各地地方政府债券发行进度的影响，用 2021 年上半年各地政府债券新增量与 2020 年全年新增量的比值代表各地的发行进度来看，**辽宁、福建、新疆、黑龙江**上半年发行进度较快，政府杠杆率和广义杠杆率均有所提升，下半年杠杆率上升空间可能相对有限；而发行进度较慢的**上海、海南、宁夏、贵州**等省份随着地方债发行加速，下半年政府杠杆率或将有较为明显的提升。未

来，地方政府债务存量风险化解和增量风险防范仍是政策主线，还需持续关注高杠杆省份区域债务风险情况，特别是天津、贵州、青海和甘肃等地降杠杆情况。