

地方政府债务处置及风险

防范化解重大风险是二十大报告中提到的重要任务，而地方政府债务风险属于重大风险范畴。近年来，我国地方政府债务规模不断壮大，增速较快。对于地方政府隐性债务的梳理和化解是各地区政府和财政部门的重点工作。

- 根据财政部指引，隐债化解包括六大途径，分别为（1）财政资金偿还；（2）出让政府股权与经营性国有资产权益；（3）利用项目收益偿还；（4）转化为经营性债务；（5）通过借新还旧、展期等方式偿还；（6）破产重组和清算。我们分别对每一种化债途径进行了分析解读。
- 通过具体分析地方政府债务处置方法及可能产生的风险，我们发现，各地具体采取何种方式化债，和地方具体的财力状况、地方国企资质、和地方金融机构沟通能力等等灵活相关。
- 目前来看确定的是，2023 年隐债梳理和化解仍将是地方政府的工作重心，现有各地的化债方式比较灵活，各地将依据自身资质进行不同方案的化解，尚未出现可全国推广的统一方案。
- 同时，我们梳理了 2022 年 31 省的隐债化解进度情况。根据各省预算决算报告披露，2022 年有 9 个省份表示超额完成当年化债任务，分别为广东、河南、陕西、天津、广西、北京、甘肃、青海和宁夏。
- **风险提示：政策超预期。**

专题报告

主要预测

%	2022E	2023E
GDP	3.0	5.5
CPI	2.0	2.3
PPI	4.1	0.0
社会消费品零售	-0.2	7.5
工业增加值	3.6	5.3
出口	7.0	3.0
进口	1.1	3.5
固定资产投资	5.1	6.8
M2	11.8	10.2
社会融资余额	9.6	10.1
1 年期 MLF 利率	2.75	2.65
1 年期 LPR	3.65	3.55
人民币汇率	6.72	6.5

最新数据（12 月）

工业增加值	1.3
固定资产投资	5.1
社会消费品零售	-1.8
CPI	1.8
PPI	-0.7

资料来源：CEIC、招商证券

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
刘亚欣 S1090516100001
liuyaxin@cmschina.com.cn
张秋雨 S1090519010001
zhangqiuyu@cmschina.com.cn
张岸天 S1090522070002
zhangantian@cmschina.com.cn
马瑞超 S1090522100002
maruichao@cmschina.com.cn
赵宏鹤 S1090522070005
zhaohonghe@cmschina.com.cn
陈宇 研究助理
chenyu13@cmschina.com.cn

正文目录

1、 地方政府债务	3
2、 隐债化解的途径及影响	4
3、 地区化债进展观察	7

图表目录

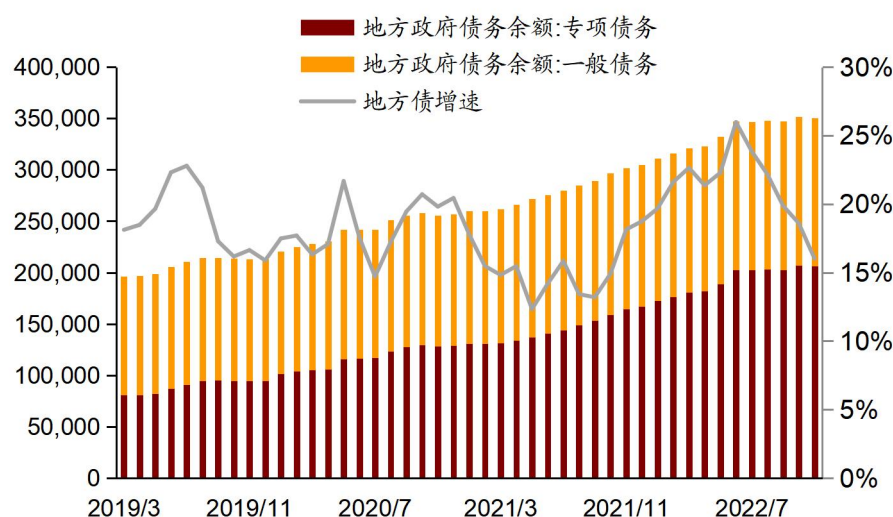
图 1: 地方债务余额增速较快	3
图 2: 疫情期间中国政府杠杆率上升速度超过美国、英国，仅次于日本	3
图 3: 2021 年 31 省全口径债务率	5
图 4: 截至 2022 年 11 月地方财政盈余	5
图 5: 土地财政收入与公共财政收入均下降	6
图 6: 中央、地方财政收入均不同幅度下行	6
图 7: 土地财政收入增速下滑明显	6
表 1: 中央经济工作会议对隐性债务的具体表述	4
表 2: 9 省公布隐债化解进度	8

1、地方政府债务

(1) 显性债务

规模与增速：截至 2023 年 1 月，中国现有地方政府债务余额 35.1 万亿，其中包括专项债 20.7 万亿和一般债 14.4 万亿。2020 年至 2022 年疫情三年以来，地方债余额增速维持在年均 16-20% 增速上涨，其中专项债余额增速维持在 25-35%，一般债增速维持在 5-8%。

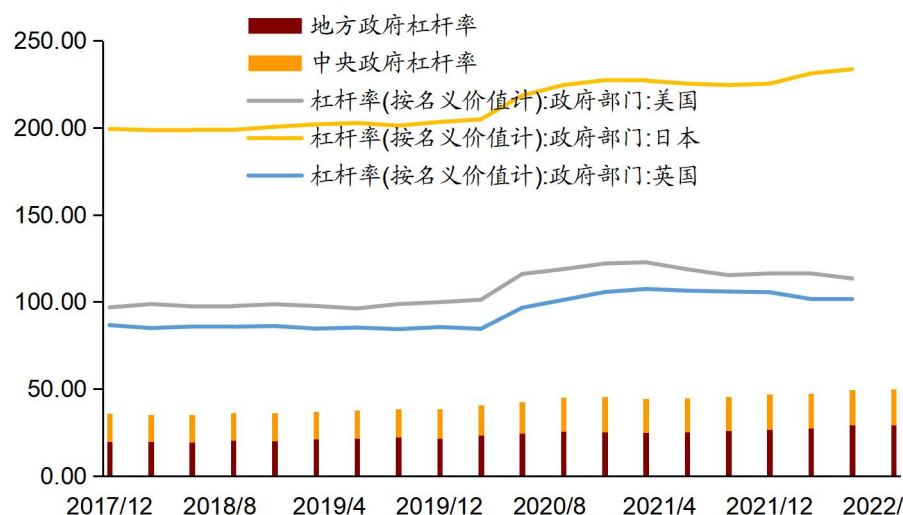
图 1：地方债务余额增速较快（单位：亿元）



资料来源：Wind，招商证券

近三年政府杠杆率上升速度超过美英。2019 年 12 月，中国政府部门杠杆率为 38.5%，2022 年 9 月，政府杠杆率达到 49.7%，上升了 12.2 个百分点，其中，地方政府杠杆率上升了 7.5 个百分点（21.6%至 29.1%），中央政府杠杆率上升了 3.7 个百分点（16.9%至 20.6%）。整体看来，疫情三年中国政府杠杆率上升的速度仅弱于日本，高于美国、英国，从 2019 年 12 月至 2022 年 6 月，按照 BIS 的统计，美国政府杠杆率上升 13.6 个百分点（99.8%至 113.4%），英国政府杠杆率上升了 15.8 个百分点（85.5%至 101.3%），中国政府杠杆率上升 17.4 个百分点（57.6%至 75.0%），日本政府杠杆率上升了 30.3 个百分点（203.3%至 233.6%）。但从绝对值来看，中国杠杆率水平仍远未达到主要发达国家水平。

图 2：疫情期间中国政府杠杆率上升速度超过美国、英国，仅次于日本



资料来源：Wind，招商证券

(2) 隐性债务

根据 2013 年 8 月 1 日审计署发布的《全国政府性债务审计实施方案》（审办财发〔2013〕123 号文）对地方政府债务基本内涵、口径与范围的界定，地方政府债务主要是指地方政府负有偿还、担保、救助责任的债务。其中，地方政府负有偿还责任的债务属于地方政府的“直接显性债务”，地方政府负有担保责任的债务属于地方政府的“直接隐性债务”，地方政府可能承担一定救助责任的债务属于地方政府的“或有隐性债务”。这些债务具体以地方政府债券、城投债、融资平台公司非债券类债务、政府类基金、PPP 项目政府承诺债务等形式存在。

2014 年 10 月财政部 43 号文要求对地方政府性债务进行清理甄别。以新预算法为分界点，2015 年 1 月 1 日新《预算法》实施后，所有地方政府的负债均要在财政部限制的额度范围之内。2017 年 5 月，财政部对穆迪下调中国评级回应时指出：对于地方政府融资平台、国有企业等债务与政府债务之间的关系，我国相关法律制度也已经作出了明确规定。按照新《预算法》规定，除发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。

根据 IMF 测算，截至 2020 年中国隐性债务规模约 40 万亿。

表 1：中央经济工作会议对隐性债务的具体表述

时间	中央经济工作会议关于隐性债务的表述
2013 年 12 月	要把控制和化解地方政府性债务风险作为经济工作的重要任务。
2014 年 12 月	各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼治、对症下药，建立健全化解各类风险的体制机制。
2015 年 12 月	要有效化解地方政府债务风险，做好地方政府存量债务置换工作，完善全口径地方政府债务管理，改进地方政府债券发行办法。
2016 年 12 月	要支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低企业杠杆率。要规范地方政府举债行为。要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。
2017 年 12 月	调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。
2018 年 12 月	打好防范化解重大风险攻坚战，重点稳妥处理地方政府债务风险。
2019 年 12 月	必须强化风险意识，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2020 年 12 月	抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021 年 12 月	坚决遏制新增地方政府隐性债务。
2022 年 12 月	要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线。

资料来源：中国政府网，招商证券

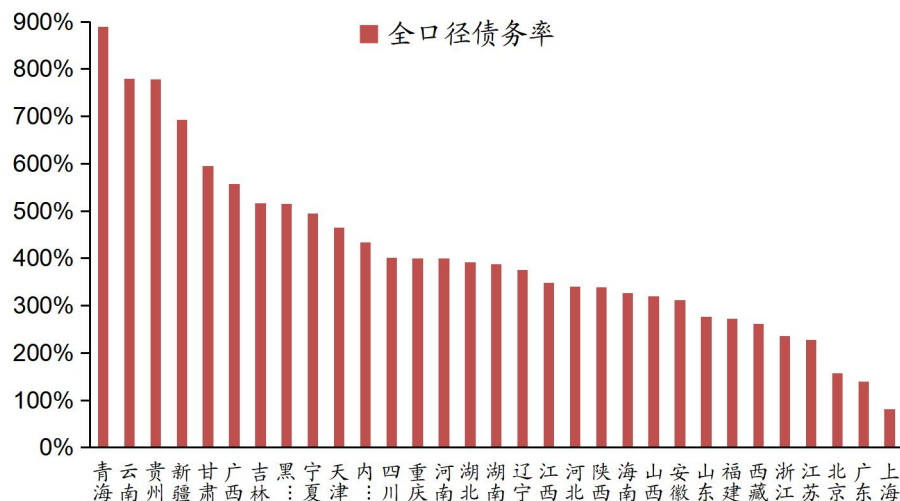
2、隐债化解的途径及影响

根据 2018 年 8 月财政部印发的《地方全口径债务清查统计填报说明》第十五条，隐性债务化解包括六大途径。

(1) 财政资金偿还。指安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等来偿还债务。

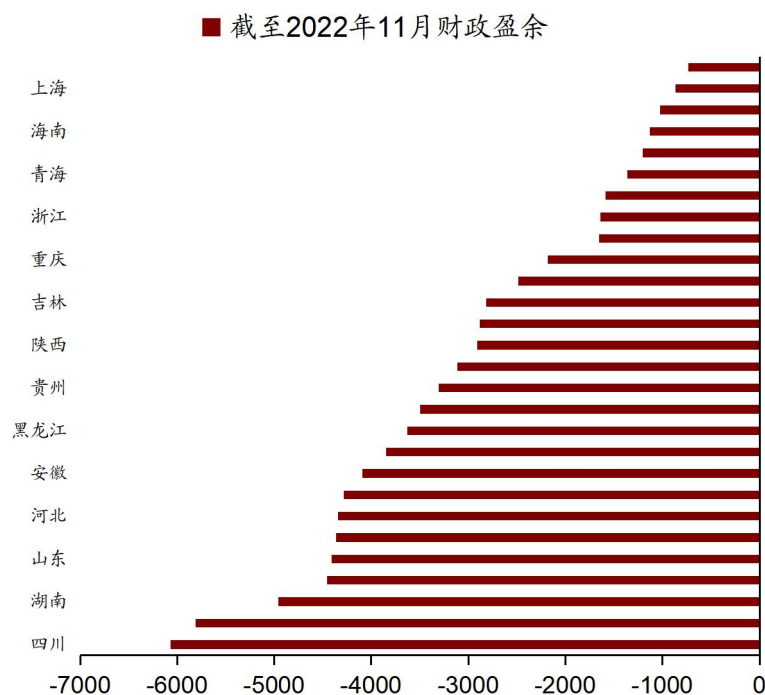
财政资金偿还隐性债务，归根结底依赖于地区财力的强弱。但矛盾的是，目前来看，由于历史发展等原因，地方财力较弱的地区面临的债务率反倒越大，财政资金的匮乏可能会导致地方筹措预算资金偿还债务的难度较大。相对而言，地方财力较强的地区债务率较为可控，同时也更有能力筹措预算资金偿还隐性债务。从 31 省 2021 年全口径债务率（包括城投平台债、PPP 等）来看，财力较弱的部分中西部地区及东北地区省份，面临超 400% 的全口径债务率；财力较强的部分中部及东部省份，全口径债务率数据较低。

图 3：2021 年 31 省全口径债务率



资料来源：Wind，招商证券

图 4：截至 2022 年 11 月地方财政盈余（单位：亿元）

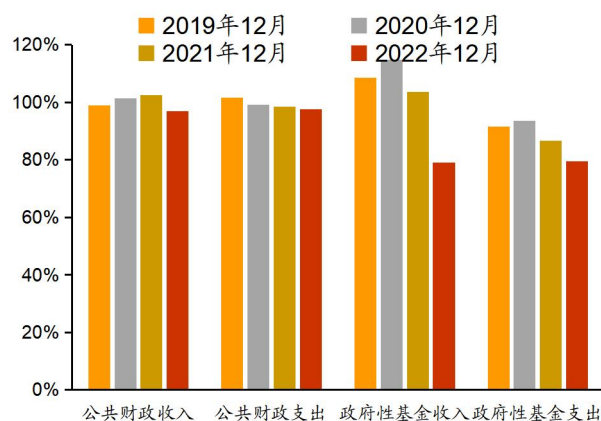


资料来源：Wind，招商证券

同时值得注意的是，整体来看，当前财政面临的问题之一就是财政收支矛盾加剧，财政收入增速下降，财政支出刚性较强。以刚过去的 2022 年为例，2022 年在国内外三重压力下，国内经济发展经历了一季度的“大干特干”，第二季度的“疫情冲击”，第三季度的“修复以及修复不及预期”和四季度的“全面放开”。全年来看，我们预计 GDP 增速将在 3.0% 左右，是近五年来经济增速较低的年份。经济发展的疲弱是全国财政收支困境的最主要原因。

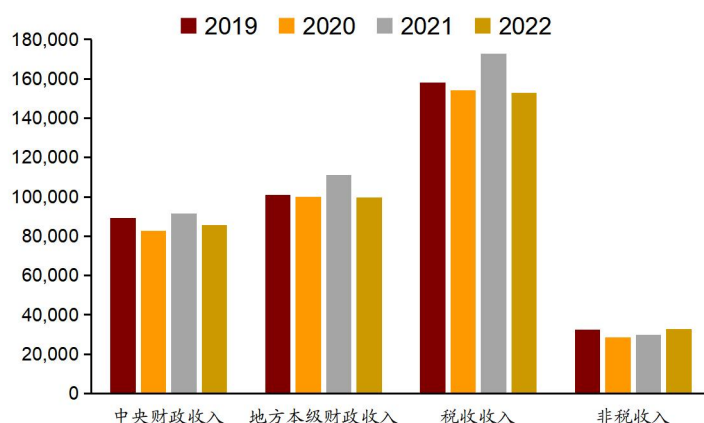
从 2022 年财政数据来看，由于经济的疲弱，财政收入节奏较慢，第一本账公共财政收入和第二本账政府性基金收入增速比往年均出现较大幅度的下行，前者主要由于**税收收入的增幅下降**，后者主要由于房地产市场低迷导致**国有土地出让收入增速大幅下行**。同时，维持民生、刺激经济需要财政支出的支持，这导致公共财政支出与政府性基金支出增速与往年较一致，支出刚性较强。

图 5：土地财政收入与公共财政收入均下降



资料来源：Wind、招商证券

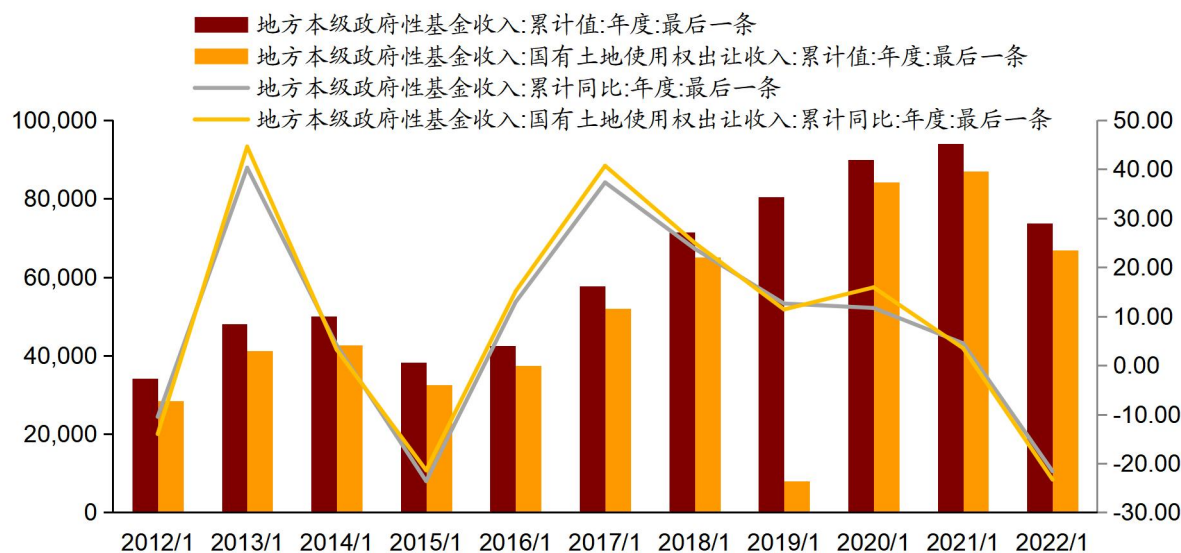
图 6：中央、地方财政收入均不同幅度下行（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

短期来看，今年减税降费力度大概率会回归常态，但土地财政收入的下滑短期尚未能看到大幅回升的前景。地方政府当前考虑财政资金偿还隐性债务，是对地方财力规划及预算的考验。

图 7：土地财政收入增速下滑明显（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

（2）出让政府股权与经营性国有资产权益。指通过出让相关股权取得收益来偿还债务。此条化解措施最主要是依靠出售地方优质国企股权获得收益偿还地方政府隐性债务。近年来可参考的三个案例如下：

案例一：贵州省政府主导茅台集团发行债券收购贵州高速股权，帮助贵州城投平台贵州高速化解债务风险。2020 年 9 月 11 日，贵州省人民政府批复黔府函〔2020〕41 号文，要求贵州省国资委将持有的部分贵州高速股权以 150 亿元的转让价款转让给茅台集团。茅台集团为了向贵州省国资委支付 150 亿元的股权转让交易对价，又通过发行债券方式筹集收购股权的资金。2020 年 11 月 6 日，茅台集团在上海证券交易所成功发行了 7 年期、130 亿元公司债，发债募集资金主要用于收购贵州高速股权。从深层次来看，这一“售股还债”行为的主要目的还是为了帮助贵州省政府化解债务风险。由第一部分我们梳理的全口径债务率可以看出，贵州省债务率已经远超国际通常使用的政府债务率控制标准参考值（100%）。由于债券市场具有较强的风险传导性，一旦贵州高速在债券市场发生信用违约风险，将严重影响贵州省企业在债券市场的整体融资环境。

案例二：2019 年 3 月 16 日，古井贡酒发布公告称将安徽古井贡酒集团 60%股权无偿划转至亳州国有资本运营公司。

案例三：2020 年 12 月 26 日，老白干酒发布公告称“衡水市财政局将通过衡水市建设投资集团持有的老白干酒集团 10% 股权无偿划转给河北省财政厅持有”。2020 年 10 月 30 日，泸州老窖发布公告称“泸州国资委将持有的泸州老窖集团

10%股权无偿划转给四川省财政厅，由其代社保基金持有”。

整体来看，出让政府股权或经营性国有资产权益，通常会采用以优质国企出资作为股权购买方，帮助弱质国企偿还债务的“以强救弱”模式，这首先需要地方政府当地获得较优质企业的实质性支持，同时也可能产生相关问题。因此，“以强救弱”的模式并不具有全国推广性。

（3）利用项目收益偿还。由企事业单位利用项目结转资金、经营收入（不含财政补助资金）偿还债务。这需要地方政府投融资平台拥有较优质的项目，也就是能够产生稳定现金流收入的优质项目。

（4）转化为经营性债务。将具有稳定现金流的债务合规转化为经营性债务。此种化解途径同样需要地方政府投融资平台拥有较优质的项目，与上一条（3）类似。

化解途径3和4面临相似的困境，即需要地方政府平台公司拥有较优质的可产生稳定现金流收入的项目。实际上，当前优质项目的缺乏也使得这两条化解路径可能遇到相关障碍。

（5）通过借新还旧、展期等方式偿还。借新还旧、展期有两种方式，一是通过由企事业单位与金融机构协商通过借新还旧、展期等方式偿还债务；二是通过政府债券置换，优化地方债务结构，同时降低债务成本。

方式一：2022年12月，贵州遵义市最大城投发债主体——遵义道桥建设（集团）有限公司（以下简称遵义道桥）银行债务化债完成相关协议签署。12月30日，遵义道桥公告称，公司按照市场化、法治化原则积极探索研究存量银行贷款重组工作，经与各银行类金融机构友好平等协商，基本明确相关重组安排，并在近期完成签署相关补充协议。根据公告，本次遵义道桥的银行贷款重组涉及债务规模155.94亿元，以债权保全为前提，经各方友好平等协商，近期完成签署相关补充协议。按照重组协议，重组后银行贷款期限调整为20年，利率调整为3.00%/年至4.50%/年，前10年仅付息不还本，后10年分期还本。

遵义道桥通过与金融机构协商，以低利率展期债务，实质上会带来银行等金融机构的收益下降。如果大规模推广，可能会产生金融机构系统性风险。

方式二：部分地方通过发行政府再融资债券来置换存量隐性债务，这也是化解隐性债务风险的一个重要方式。目前地方政府置换债、再融资债有部分置换地方存量隐性债务。但采取这种方式面临两个约束，一个是每年地方政府债务都会有有限额约束；另一个是当前置换隐性债务额度主要集中在经济发达、财力较强的地区，财力较弱的地区自身发债限额更多用于自身经济发展。财力较弱地区如果没有人大批准更多限额，较难将本用于经济发展的限额转用置换隐性债务。

（6）破产重组和清算。对项目单位进行破产重整，并按照公司法等法律法规进行清算，以化解相应的债务。

截至目前尚未出现城投平台公司在尚未偿还债务之前破产重整。

总体来看，各地具体采取何种方式化债，和地方具体的财力、资质、地方国企强弱、和地方金融机构沟通能力等等具体相关。目前来看确定的是，今年的隐债梳理和化解仍将是地方政府的工作重心，现有各地的化债方式比较多样，各地会依据自身资质进行不同方案的化解，尚未出现可全国推广的统一方案。

3、地区化债进展观察

2018年10月，相关审计和监管部门已完成对于地方政府隐性债务的摸底统计。对于隐性债务的处理，许多地方公布了隐性债务化解方案，大多要求在5-10年间将隐性债务化解完毕。

截至目前，全国31个省份都披露了《2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》，根据各地预算报告披露，目前有9个省份表示超额完成2022年化债任务。一些省份还披露了化债进度情况，

广东省预算报告显示，2021年底实现全省存量隐性债务全部化解目标，2022年顺利完成化债结果核实认定、隐性债务风险隐患清理整顿等既定工作，如期高质量完成试点任务。北京预算报告显示，提前三个月完成中央提出的全域无隐性债务试点任务要求。

江苏、河南、陕西、甘肃四省表示，超额完成年度化债计划；天津市表示，超进度完成既定的隐性债务化解任务，没有出现一笔逾期违约；广西表示，全区完成截至 2022 年末政府隐性债务累计化解计划的 150%以上。宁夏表示，全区政府全口径债务总额较 2021 年底减少 139 亿元，总体债务率较 2020 年下降 17 个百分点。2022 年全区化解隐性债务 213 亿元，连续 5 年超额完成隐性债务化解任务。

表 2：9 省公布隐性债务化解进度

地区	化债进度
广东	2021 年底，实现全省存量隐性债务全部化解目标。2022 年，顺利完成化债结果核实认定、隐性债务风险隐患清理整顿等既定工作，并向省人大常委会作出专题报告，如期高质完成试点任务。
河南	我省超额完成 2022 年隐性债务化解计划，全省债务风险总体可控。
陕西	压实市县和部门偿债责任，加大督促指导力度，超额完成全年隐性债务化解任务。
天津	在全市共同努力下，超进度完成既定的隐性债务化解任务，没有出现一笔逾期违约，守住了不发生系统性风险底线。
广西	稳妥化解政府隐性债务存量，全区完成截至 2022 年末政府隐性债务累计化解计划的 150%以上。建立政府融资平台公司到期债务风险日常监测机制，做到风险早发现、早处置。坚决遏制新增政府隐性债务和杜绝化债不实行为。
北京	加快化解隐债，提前三个月完成中央提出的全域无隐性债务试点任务要求。
甘肃	靠实隐性债务化解主体责任，积极筹措资金，稳妥化解隐性债务存量，超额完成既定的年度化解任务。
青海	合理制定地方政府债务还本付息偿付计划，足额拨付还本付息资金，省本级超额完成年度隐性债务化解任务，全省债务风险总体安全可控。
宁夏	2022 年，全区化解隐性债务 213 亿元，隐性债务规模较峰值下降 50%，连续 5 年超额完成隐性债务化解任务。坚决遏制新增隐性债务，对发现的部分新增漏报隐性债务线索问题高度重视，逐项清查规范，及时整改消除隐患。

资料来源：各省 2022 年决算与 2023 年预算报告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师战略研究部副总经理。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。获评《第一财经》2018年度十大经济学家。自2017年起获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家。

张静静：南开大学理学硕士，现任招商证券研发中心首席宏观分析师（董事）。曾任天风证券固定收益总部资深研究员、广发证券发展研究中心宏观联席首席。此前就职于西部证券担任宏观首席、执行董事。2020年新浪金麒麟未来之星，所在团队于2017-2021年连续五年获得新财富第一。2021年带队首年入围水晶球（第六名）。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任招商证券研究发展中心宏观经济联席首席分析师（董事），长期专注于宏观经济和大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

马瑞超：中南财经政法大学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

赵宏鹤：中央财经大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

陈宇：研究助理。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。