

地方政府化债：多管齐下 长虑犹存

2023 年中国经济稳步复苏，但各区域因其经济基础、资源禀赋以及治理水平多重因素差异，经济发展一向不平衡。同时，全国房地产市场持续低迷导致地方政府土地出让收入大幅下滑，拖累财政收入，加之部分省份债务高企，中短期内地方政府财政与债务矛盾仍然突出。

2023 年 7 月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。10 月以来，特殊再融资债券发行金额过万亿，各类化债工具多管齐下，协力缓解地方政府与城投企业债务流动性压力。但随着地方政府显性债务规模持续扩张，中长期来看须关注显性债务后续还本付息压力。

惠誉博华认为，城投企业长期信用分析逻辑并未发生变化，其潜在信用质量仍是债务风险的决定要素。未来将有更多城投企业积极转型，依托自身资源投资或经营实业，盈利能力持续不及预期且杠杆高企的尾部企业仍存在较大信用风险。

目前各国地方政府的债务率水平和债务结构分化较大。中国地方政府杠杆率高于中央政府，若将地方政府隐性债务纳入计算将进一步推高地方政府杠杆率。短期内“遏增量、化存量”以及降低债务发行成本可有效缓解地方政府债务和利息支出压力，长期来看央地债务结构调整、经济持续发展、财政收入不断增长方是化债的决定性力量。

惠誉博华

相关研究

山东：地方债务风险与区域银行施助空间探究 | 化债之路道阻且长，银行施助负重前行（2023.03）

2023 年城投企业信用展望：履霜坚冰至，前路在何方（2023.02）

分析师

周纹羽，CPA（中国）；CPA, CGA(Canada)
+ 86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

王兴萍，CPA
+ 86 (10) 5663 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

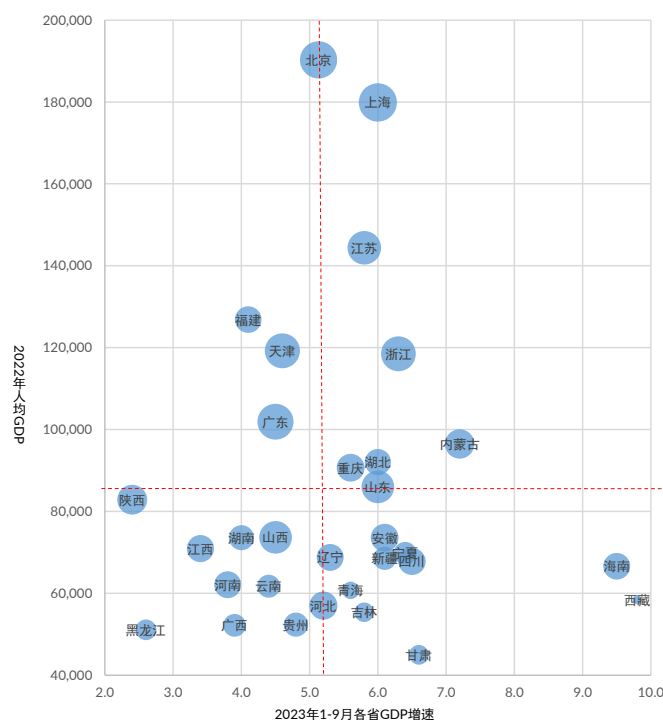
媒体联系人

李林
+ 86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

区域经济发展和债务显著不平衡

2023 年中国经济稳步复苏，但各区域因其经济基础、资源禀赋以及治理水平等多重因素差异，经济发展一向不平衡，譬如，约 2/3 的省级行政区人均 GDP 不及全国平均水平，人均 GDP 水平排名前五的省份均值为最后五名均值的 3 倍。财政自给率方面，最大值录得 81%，中位数为 40.3%，最小值为 4.4%，各省发展差异巨大。

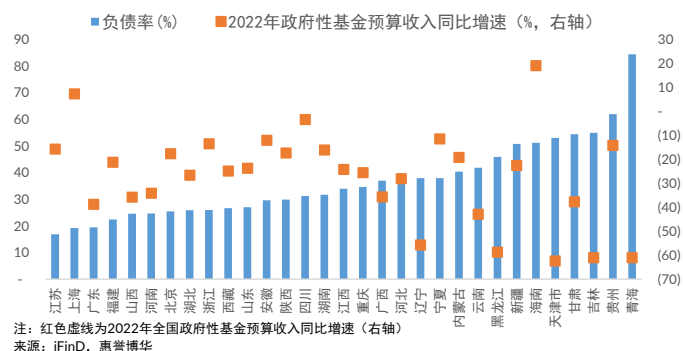
各省GDP增速、人均GDP及自给率



注：气泡大小为2022年各省自给率；图中虚线为全国数据
来源：iFinD，惠誉博华

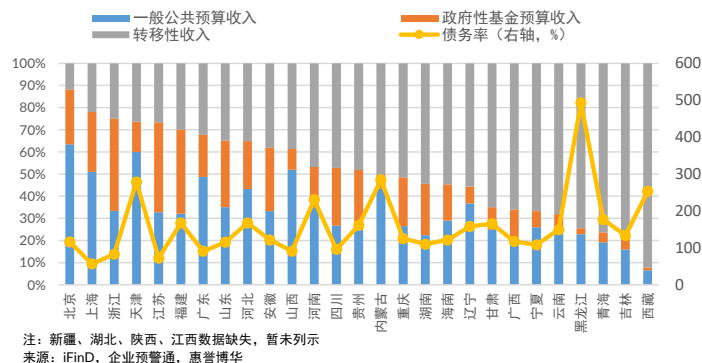
全国房地产市场持续低迷导致土地出让收入大幅下滑，拖累财政收入。2022 年全国政府性基金预算收入同比下降 20.5%，其中土地出让收入占当年政府性基金预算收入的 83.9%，且各省分化较为明显。部分地方政府性基金预算收入降幅较大且区域债务负担相对较重，财政压力陡增。2023 年 1-10 月，全国政府性基金预算收入延续下滑趋势，同比下降 16%，短期内地方政府财政与债务矛盾仍然突出。

2022年各省负债率及政府性基金收入变动



分区域来看，东北地区、部分西部地区省份严重依赖转移支付，政府性基金预算收入和一般公共预算收入占比不超过 50%，但对应的债务率绝大部分均超过了 120%，高企的累积债务与自身经济发展不匹配。

2022年各地区财政收入比例



“一揽子化债”持续发力，地方政府和城投债务流动性压力和市场情绪得到缓解

特殊再融资债发行过万亿

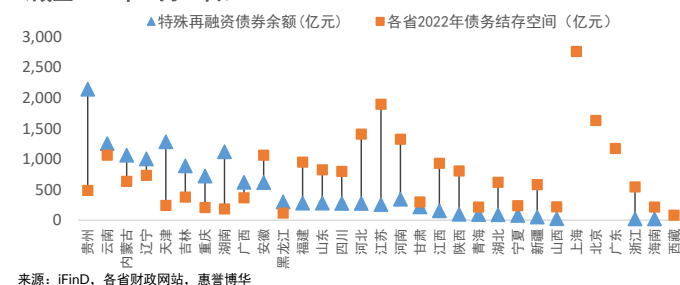
由于土地市场持续低迷，经济复苏曲折前行，地方政府财政收支压力日渐显现，债务还本付息压力也日益突出。2023 年 7 月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。化债措施当前主要包括发行特殊再融资债券置换存量债务、创设应急流动性金融工具（SPV）、商业银行参与协商债务展期和置换、金融和国资部门统筹资源等等。10 月以来，各地方积极发行特殊再融资债券，截至 2023 年 11 月 27 日，已有 27 个省份（单独发债的计划单列市合并至所在省份）发行特殊再融资债券规模超过 1.3 万亿元，债务压力相对较大的贵州、天津、云南、内蒙古等省份发行规模居前，发行规模在千亿元以上。分期限来看，特殊再融资债普遍期限较长，以 5、7、10 年期为主。

省/直辖市/自治区	特殊再融资债券发行情况		城投平台有息债务	
	特殊再融资债券余额截至2023年11月27日（亿元）	城投平台有息债务-截至2023年06月30日（亿元）	再融资发行额占城投有息债务比例	
贵州	2,148.8	15,666.4	13.7%	
天津	1,286.3	12,390.4	10.4%	
云南	1,256.0	13,060.6	9.6%	
湖南	1,122.0	27,139.6	4.1%	
内蒙古	1,067.0	2,984.5	35.8%	
辽宁	1,006.0	1,916.3	52.5%	
吉林	892.0	5,630.3	15.8%	
重庆	726.0	22,161.0	3.3%	
广西	623.0	13,149.7	4.7%	
安徽	620.0	19,291.3	3.2%	
河南	348.0	21,761.3	1.6%	
黑龙江	303.0	1,861.7	16.3%	
福建	282.0	16,582.8	1.7%	
山东	282.0	41,044.0	0.7%	
四川	280.0	45,163.0	0.6%	
河北	277.0	11,991.3	2.3%	
江苏	261.0	92,591.6	0.3%	
甘肃	220.0	8,132.3	2.7%	
江西	156.0	24,157.8	0.6%	
陕西	100.0	16,471.6	0.6%	
青海	96.0	546.8	17.6%	
湖北	92.0	28,455.2	0.3%	
宁夏	80.0	1,018.5	7.9%	
新疆	56.0	6,090.5	0.9%	
山西	28.0	4,451.7	0.6%	
浙江	25.0	75,461.8	0.0%	
海南	24.0	770.6	3.1%	

资料来源：Wind，iFinD，惠誉博华

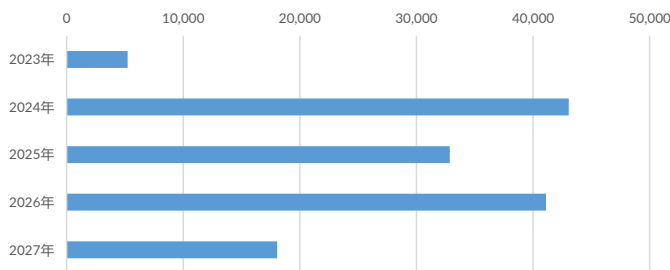
一般来讲，用于置换隐性债务而发行的特殊再融资债券或者原置换债券，也会纳入政府债额度管理，挤占该地区的发债限额与余额空间。截至 2022 年末，一般债结存额度 1.44 万亿元，专项债结存额度 1.15 万亿元。结存余额在各省间多寡不一，但政策上存在中央统筹再分配的空间。截至 2023 年 11 月 27 日，特殊再融资债券发行规模最大的省份贵州省，发行金额为 2,148.8 亿元，超过上年该省限额结存，说明区域间存在再分配可能。

各省2022年债务结存空间与特殊再融资债发行（截至2023年11月27日）



短期来看，获得再融资额度的省份债务压力将得到一定缓解，同时若置换前期成本较高的债券，也有压降综合融资成本的效果。如果按城投公开债券 2023 年 11 月 27 日-2024 年区间的到期压力来看，特殊再融资债券占上述城投债到期总量的 24.5%，对市场信心有明显提振作用。各项化债工具多管齐下让城投债重新得到投资人追捧，发行认购倍数飙升，市场情绪高涨有利于进一步缓解地方政府的再融资压力，降低债务成本。但从城投平台有息债务总量上看，截至 2023 年 6 月末，城投企业有息债务规模已超过 45 万亿元。2023 年-2025 年城投债券正迎来到期高峰，每年约有超过 3 万亿城投债到期。各省城投债务规模和经济实力的分化也导致部分省份在经济复苏曲折前进的背景下面临很大偿债压力。考虑到特殊再融资债券的置换空间相对有限，且部分省份财政收入增长乏力，未来显性债务付息压力或将进一步增大。

城投债到期统计（以2023.11.27日为基准，单位：亿元）



来源：企业预警通，惠誉博华

其他化债工具仍将持续助力缓解地方债务流动性压力与偿债压力

2023 年 11 月 8 日，央行行长潘功胜在 2023 金融街论坛年会开幕式上表示，“必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。”2020 年 6 月，央行曾设立普惠小微企业贷款延期支持工具以及普惠小微企业信用贷款支持计划，由人民银行提供再贷款资金，通过特别目的工具（SPV），直达实体经济。但应用应急流动性金融工具方式化债很可能有抵押品要求，对于资产价值不够丰富的地区来说有一定困难。

此外，遵义道桥于 2022 年 12 月公开其债务重组方案。2023 年 10 月末央行行长在金融工作报告中指出“统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作……引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险。”预计商业银行等金融机构仍将在中长期作为主力缓解地方政府债务压力。

10 月中央金融工作会议指出“建立防范化解地方债务风险长效机制”以及“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”。惠誉博华预期，防范化解地方债务风险将自上而下加速推进，后续财政、政策性金融机构、商业银行和地方政府等各方力量有望形成合力，全面系统化化解地方债务风险。此外，中央财政将于四季度增发 2023 年国债一万亿元，纳入赤字，2023 年全国财政赤字将增加至 4.88 万亿元，赤字率突破 3%，预计达到 3.8%，但作为特别国债管理。本次增发国债资金用途比较明确，主要用于灾后恢复重建和相关水利工程等，且全部通过转移支付方式安排给地方政府，分今明两年使用；全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。惠誉博华认为，中国中央杠杆率显著低于地方，优化央地债务结构可能对应中央承担更多债务融资责任。今年增发的 1 万亿国债为中央负担债务、地方履行事权，蕴含着重要的中央与地方间事权财权关系调整。预计中央政府今后很可能将通过提高赤字率等方式来承担更多的低成本债务，助

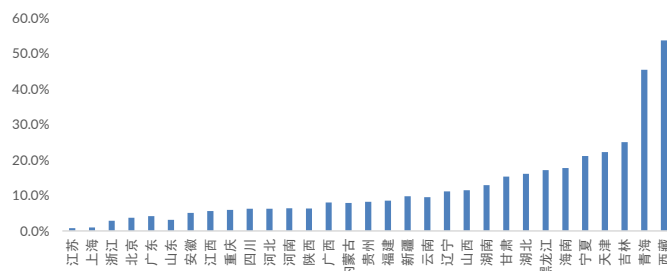
力地方政府更好地履行事权，并逐步、分层化解地方政府显性和隐性债务。

地方政府显性债务规模持续扩张，长期来看须关注显性债务后续还本付息压力

中央对地方债务风险的一系列表述，加之近期特殊再融资债券额度的再分配，以及增发万亿国债转移支付给地方使用但本息全部由中央承担，同时财政部再度通报隐性债务问责案例，传递出中央对地方债务自上而下、长期且坚定的管理决心。

化债也指向了“开前门，堵后门”的方向和力度。“开前门”方面，截至 2023 年 11 月 27 日，地方政府债余额已超过 40 万亿元，约为 2015 年的 8.4 倍。惠誉博华根据截至 2023 年 11 月 27 日地方债存量规模测算，2023 年全年地方债付息规模约为 1.14 万亿，较 2022 年 1.12 万亿元微增。但各省利息支出压力高低不一，如按 2022 年各省一般公共预算收入与政府性基金预算收入为财政收入口径测算，各省付息规模占财政收入的比例最大值与最小值相差 50%以上。如未来财政收入规模增长有限，付息占比将进一步提高。由于测算财政收入未包含转移支付，故实际付息比例将低于测算值，但是部分省份财政紧张将持续。

各省利息支出与财政收入占比测算



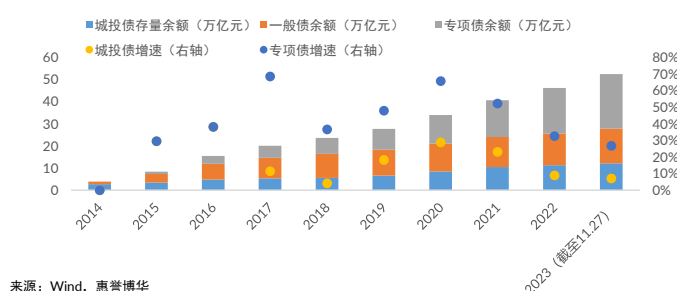
来源：iFinD，惠誉博华

上图注：

- 1.单独发债的计划单列市并入所属省份；不含新疆生产建设兵团
- 2.利息支出：按截至 2023 年 11 月 27 日地方债存量数据估算 2023 年地方政府利息支出金额（测算值）
- 3.财政收入：各省 2022 年一般公共预算收入+政府性基金预算收入（不含转移支付）
- 4.利息支出与财政收入占比：2023 年各省地方债利息支出（测算值）/2022 年各省财政收入

“堵后门”方面，自 2021 年下半年以来，城投债发行政策持续偏紧，2022 年，城投企业有息债务规模和城投债净融资增速放缓，但整体规模处于高位。长期来看，地方政府隐性债务和城投公开债务规模将缩小，银行贷款，地方政府债以及期限长、利率低的高等级城投债将会成为主要融资工具。

城投债与地方政府债存量情况



来源：Wind，惠誉博华

2018 年以来，国务院基本于当年四季度下达下一年度部分新增债务限额，2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议将该授权期限延长至 2027 年 12 月 31 日。2024 年提前额度尚未下达，但考虑到以往额度下达时间（除 2021 年外）基本在前一年的 11 月-12 月，且额度在 40%-60% 之间，预计 2023 年仍存提前下达可能。如按 60% 计算，提前下达额度约在 2.7 万亿元，其中专项债规模 2.28 万亿元。在地方政府土地出让收入低迷的情景下，惠誉博华将持续关注部分地方政府的专项债付息压力。

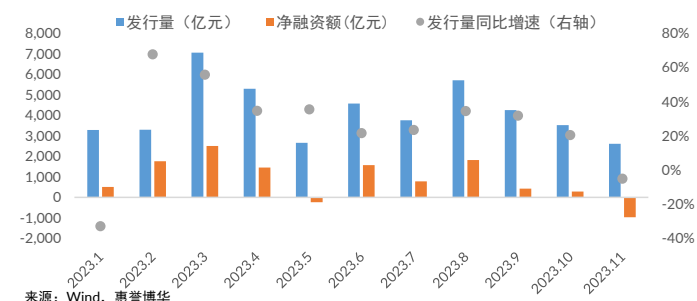
专项债历年提前下达情况汇总				
年份	提前下达时间	规模 (万亿)	新增限额 (万亿)	占比
2019 年	2018 年 12 月	1.39	2.18	64%
2020 年	2019 年 11 月 / 2020 年 2 月	1.00/0.85	3.08	60%
2021 年	2021 年 3 月	2.36	4.73	50%
2022 年	2021 年 12 月	1.79	4.47	40%
2023 年	2022 年 11 月	2.61	4.37	60%

来源：公开资料，惠誉博华

城投企业长期信用分析逻辑并未发生变化，转型或是必经之路

2023 年下半年“一揽子化债”提出以来，再融资债券置换持续进行，后续化债政策预期强烈。2023 年 9-11 月城投债发行额环比持续回落（11 月数据截至 2023 年 11 月 27 日，下同）。近期，伴随着特殊再融资债密集发行，不少城投债开始提前兑付，11 月单月净融资为-960.6 亿元，“遏增量，化存量”力度明显。

城投债发行与到期



来源：Wind，惠誉博华

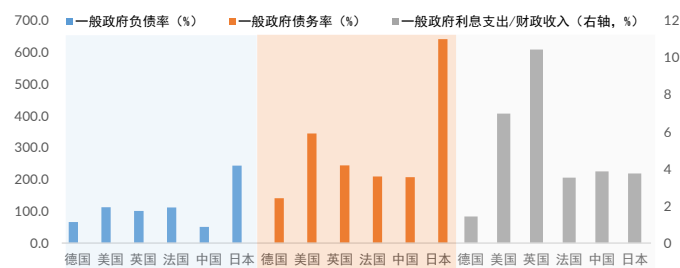
化债背景下城投债发行成本有所下降，叠加中央层面不断表态强调商业银行对地方政府相关化债的支持，料大多数城投企业再融资短期无虞。此外，未来城投公开债券存在“全省一盘棋”可能，由省级统筹管理以规避弱区域融资成本高、融资渠道不畅、风险易自下而上传导等现象。预计银行贷款占城投有息债务比例或有所上升，后续可关注城投企业 2023 年年报债务结构和现金流改善情况。

惠誉博华认为，实施多管齐下的化债举措，短期内可缓解地方政府流动性风险，降低债务成本，长期来看也是争取“以时间换空间”，在发展中解决债务问题的有效途径。但化债本质不是还债，地方政府和城投企业的潜在信用质量仍是其债务风险的决定要素。未来或将有更多城投企业积极转型，依托自身资源投资或经营实业，盈利能力持续不及预期且杠杆高企的尾部企业仍存在较大信用风险。

地方政府债务国际比较

根据惠誉评级（Fitch Ratings）测算的各国家负债率（General Government Debt (% of GDP)）和债务率（General Government Debt (% of General Government Revenue)）情况¹，2022 年中国政府总负债率低于西欧和北美 24 个样本国家的中位数（72.6%），但总债务率和利息支出占收入的比重超过了上述中位数（177.4%；2.9%）。分国家来看，虽然中国在负债率和债务率方面低于英国、美国，远低于日本，但由于日本政府长期以来维持超低利率政策，中国的付息水平略高于日本。

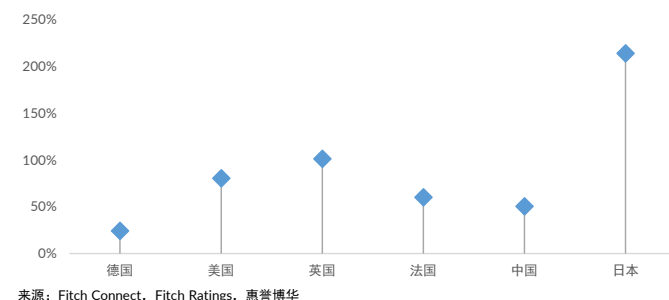
2022 年部分国家政府负债率及债务率



来源：Fitch Connect, Fitch Ratings, 惠誉博华

各国地方政府的债务率水平和债务结构分化显著。希腊、意大利、美国、日本等国家负债率超过 100%，卢森堡、丹麦等国家负债率不及 40%。债务结构方面，日本、中国以国内债务为主；日本中央政府杠杆率远高于地方政府，而中国地方政府杠杆率远高于中央政府，且如将地方政府隐性债务纳入计算将进一步推高政府总杠杆率和地方政府杠杆率。历史上，欧洲一些国家如希腊、西班牙等也通过不同方式将实际政府债务“隐性化”，且在债务危机爆发之后进行财政整顿，但结果却适得其反，以希腊为代表的部分国家反而产生了更为严重的经济、债务和社会问题。欧洲央行先后推出长期再融资操作（LTRO）缓释银行短期流动性压力，以及直接货币交易计划（OMT）充当“最后贷款人”，同时继续实施其他宽松货币政策，欧洲主权债务危机在 2015 年前后，随着经济恢复向好而逐渐缓解。

发行于国内资本市场的债务占 GDP 比重（2022 年）



来源：Fitch Connect, Fitch Ratings, 惠誉博华

对中国而言，短期内“遏增量、化存量”以及降低债务发行成本可有效缓解地方政府债务和利息支出压力，长期来看央地债务结构调整、经济持续发展、财政收入不断增长将是化债的决定性力量。

¹ 2023 年 6 月版本

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。