

2021年03月31日

## 地方债务四十年沉浮

宏观研究团队

——宏观深度报告

**赵伟（分析师）**

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

**杨飞（分析师）**

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

**马洁莹（联系人）**

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

伴随债务压力的不断累积，地方债务逐渐成为影响政策思路、宏观经济、资本市场的重要变量。对地方债务四十年大变迁的系统梳理，或有助于把握宏观形势。

### ● 快速城镇化、地方政绩考核等带动下，过去四十多年地方债务持续扩张

过去四十多年地方债务的持续扩张，与快速城镇化、地方政绩考核与地方财权事权不平衡等有关。改革开放后，我国进入快速城镇化阶段，带来大规模城市建设等投资需求；而投资权限的逐步下放，使地方政府逐渐主导投资。过去偏重经济增长的政绩考核制度下，地方政府官员有非常强的动力，通过大规模投资推动经济快速增长；而地方财权事权不平衡，使得地方政府需要举债来满足投资需求。伴随财政金融制度改革，地方举债从隐性到显性；稳增长加码下，地方债务增长一度加快。1979年仅有8个县区政府举债，到八十年代，大部分省市已开始举债；1994年预算法禁止地方政府举债后，城投平台等成为地方政府主要融资主体，其中2008年后地方债务增长加快、两年时间接近翻倍；2014年修正后的预算法允许地方政府发行地方债，大规模置换债务等，带动地方显性债务快速增长。

● 债务持续累积下，隐性债务远高于显性债务，不透明、不平稳、不稳定性凸显伴随债务的持续扩张，地方隐性债务规模已远高于显性债务，偿付压力不断上升。截至2020年年中，以城投平台带息债务表示的地方隐性债务规模达43.8万亿元，高于显性债务的23.9万亿元；两者合计对应的地方杠杆率超67%、债务率接近250%，远超通行警戒线水平。地方债务压力凸显，2020年，城投债募资注明用于“借新还旧”的比例超过85%，债务付息规模占财政支出占比已超5%。债务不断累积下，地方隐性债务增长不透明、不平衡、不稳定性等问题加速凸显。不同于显性债务，地方政府通过城投平台等举债，没有清晰的权责划分、缺少内在约束机制，使得债务增长不透明；同时，地方债务增长不平衡，部分地区债务压力过大、弱资质城投平台增多等，加大尾部风险。此外，城投平台债务短期化加剧，流动性负债占比攀升、城投债1年以内占比超30%，加大债务不稳定性。

● 隐性债务化解已成政策重心，当务之急是把风险关进笼子，长期靠改革转型伴随债务风险逐步显现，地方隐性债务化解，已成政策重心，带来的影响不容忽视。随着债务风险加快凸显，近年来地方债务治理明显加强，实行债务“终身追责”等遏制举债冲动，加快推进隐性债务化解；即使在疫情期间，政策托底加码的同时，对防范化解地方债务的要求并未放松。伴随经济回归常态，政策重心回归“调结构”、“防风险”，对隐性债务风险重视度进一步提升、相关措施加强。地方隐性债务化解，当务之急是把风险关进笼子，避免引发系统性风险；中长期要靠财政金融制度改革和经济转型等。风险加速暴露下，化解债务风险的紧迫性明显上升，当务之急在于推动隐性债务“阳光化”、把风险关进笼子，稳妥化解风险、市场化处置违约；同时，加强隐性债务增量控制、实现政府降杠杆。中长期来看，改革财政金融制度等，从源头“控增量”；加快经济转型以“化存量”。

● 风险提示：统计数据偏误或遗漏，地方债务风险加速暴露。

### 相关研究报告

《宏观经济专题-四月流动性展望》-2021.3.28

《宏观经济专题-低价券，今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

## 目 录

1、 大历史看，地方债务四十多年扩张之路 .....	4
1.1、 传统负债驱动增长，依靠地方信用扩张 .....	4
1.2、 从隐性到显性，地方债务压力持续累积 .....	6
2、 债务风险逐步凸显，化解工作已在路上 .....	9
2.1、 伴随债务问题不断增多，风险逐步凸显 .....	9
2.2、 化解隐性债务风险，从治标到标本兼治 .....	12
3、 加快地方隐性债务化解，已成工作重心 .....	14
3.1、 政府降杠杆大势所趋，重点在隐性债务 .....	14
3.2、 从源头上化解债务，时间与空间的平衡 .....	15
4、 研究结论 .....	18
5、 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 改革开放后，快速城镇化带动城市建设投资需求 .....	4
图 2: 财政基本建设支出与基建投资存在缺口 .....	4
图 3: 过去几十年来，地方政府杠杆率不断抬升 .....	5
图 4: 城投平台带息债务和地方债推算的杠杆先后抬升 .....	5
图 5: 经济承压阶段，基建发力稳增长 .....	5
图 6: 对应阶段，企业杠杆和城投平台带息债务明显增长 .....	5
图 7: 隐性债务规模显著大于显性债务 .....	6
图 8: 政府或有债务中，贷款占比最多、其次是债券 .....	6
图 9: 地方隐性债务模式多元化 .....	6
图 10: 2008 年之后，国企资产负债率明显高于非国企 .....	7
图 11: 地方国企逐渐成为第一大发债主体 .....	7
图 12: 地方政府债务率大幅抬升、接近 100% 预警线 .....	7
图 13: 地方债发行期限越来越长 .....	7
图 14: 东部地区地方政府债务规模最大 .....	8
图 15: 西部地区杠杆率较高、尤其是隐性债务 .....	8
图 16: 城投债“借新还旧”比例持续攀升 .....	9
图 17: 财政付息占财政支出比重超过 5% .....	9
图 18: 中西部政府债务率大多已超过 100% 全国警戒线 .....	10
图 19: 部分地区经济偏弱、债务压力较大 .....	10
图 20: 2015 年之后，低评级城投债到期占比在 20% 以上 .....	10
图 21: 部分省市一度对非标融资非常依赖 .....	10
图 22: 城投债发行期限结构明显缩短 .....	11
图 23: 城投平台流动负债占比逐渐抬升 .....	11
图 24: 国企亏损数量占比持续上升 .....	11
图 25: 有土地现金流的项目本息覆盖倍数多在 1.5 以内 .....	11
图 26: 地方国企违约数量上升 .....	12
图 27: 城投平台非标违约逐步增多 .....	12
图 28: 地方债务治理经过十几年的探索和尝试，从开前门堵后门到债务终身追责 .....	12
图 29: 存量债务化解主要包括债务置换等方式 .....	13

图 30: 财权事权分离 .....	13
图 31: 近年来, 政策对防范地方债务风险重视度明显提升 .....	14
图 32: 2021 年地方和中央政府债务增速预计超过 13% .....	15
图 33: 河南省南阳官庄工区化债计划 .....	17
图 34: 山西省汾西县化债计划 .....	17
表 1: 地方政府显性债务 VS 隐性债务 .....	6
表 2: 地方债项目存在管理不规范、资金闲置等情况 .....	8
表 3: 隐性债务增量控制愈加严格 .....	13
表 4: 部分地方违规举债被追责 .....	13
表 5: 2020 年稳增长阶段, 防风险并未放松 .....	15
表 6: 部分省市公布隐性债务年度化解目标达成 .....	15
表 7: 2020 年中开始, 政策重心回归“调结构”、“防风险” .....	15
表 8: 当局明确强调地方政府债务“阳光化”, 坚持不兜底原则 .....	16
表 9: 多地陆续出台化解债务方案 .....	17
表 10: 湖南省郴州市临武县化债计划 .....	17

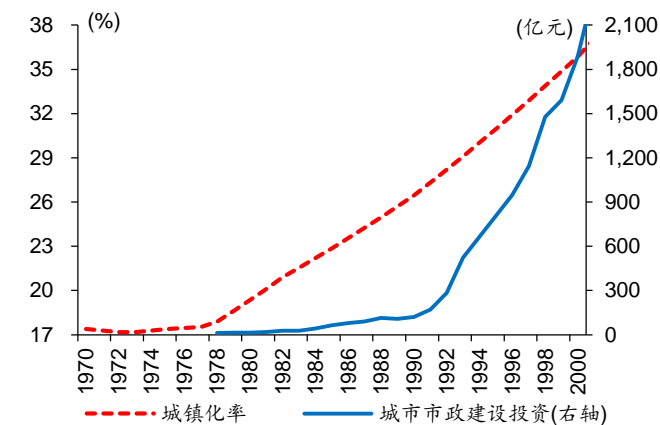
伴随债务压力的不断累积，地方债务逐渐成为影响政策思路、宏观经济、资本市场的重要变量。对地方债务四十年大变迁的系统梳理，或有助于把握宏观形势。

## 1、大历史看，地方债务四十多年扩张之路

### 1.1、传统负债驱动增长，依靠地方信用扩张

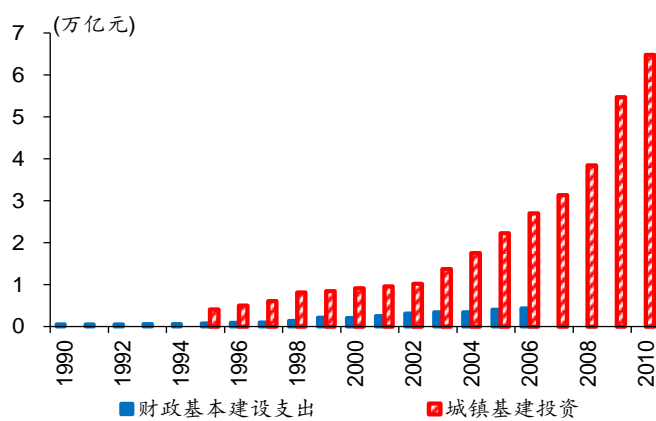
伴随我国进入快速城镇阶段，地方政绩考核、地方财权事权不平衡等，成为地方政府举债主要驱动。改革开放后，我国进入快速城镇化阶段，带来大规模城市建设等投资需求；而投资权限的逐步下放，使地方政府逐渐主导投资。过去偏重经济增长的政绩考核制度下，地方政府官员有非常强的动力，通过大规模投资推动经济快速增长<sup>1</sup>；而地方财权事权不平衡，使得地方政府需要举债来满足投资需求。

图1：改革开放后，快速城镇化带动城市建设投资需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：财政基本建设支出与基建投资存在缺口

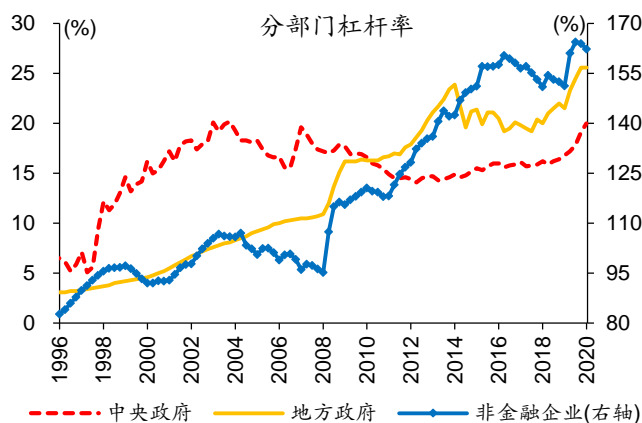


数据来源：Wind、开源证券研究所

传统负债驱动型增长模式下，过去四十多年地方债务持续扩张。1979年仅有8个县区政府举债，到八十年代大部分省市已开始举债，1981年至1985年有28个省级政府开始举债；1994年预算法禁止地方政府举债后，城投平台等成为地方政府主要融资主体；2014年修正后的预算法允许地方政府发行地方债。根据CNBS的统计，地方政府杠杆率，从1993年的3.6%抬升至2020年的25.6%；以地方城投平台带息债务推算的隐性杠杆率，2020年年中达42.7%。

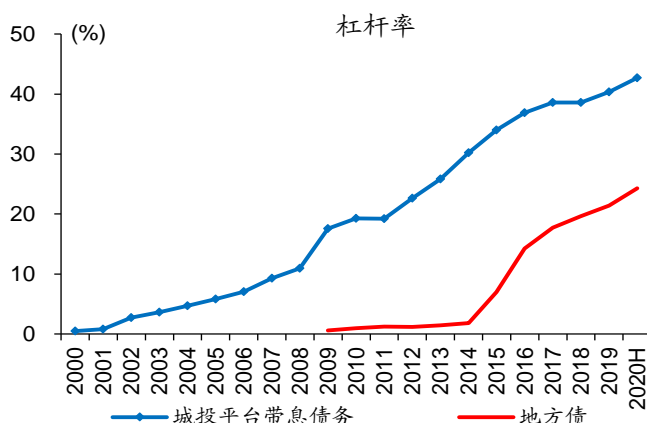
<sup>1</sup> 周黎安(2007)，中国地方官员的晋升锦标赛模式研究，经济研究第7期。

图3: 过去几十年来, 地方政府杠杆率不断抬升



数据来源: CNBS、开源证券研究所

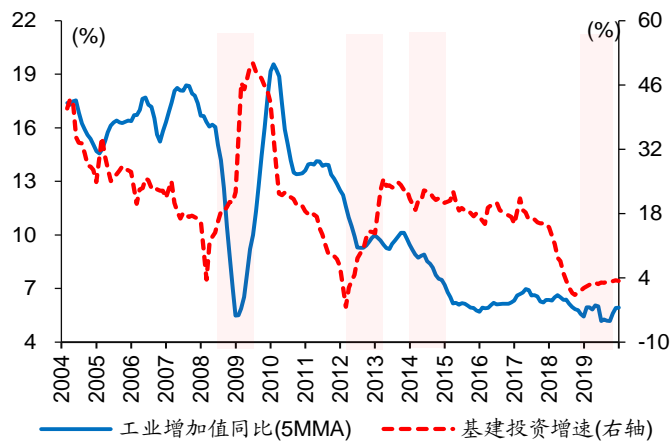
图4: 城投平台带息债务和地方债推算的杠杆先后抬升



数据来源: Wind、财政部、开源证券研究所

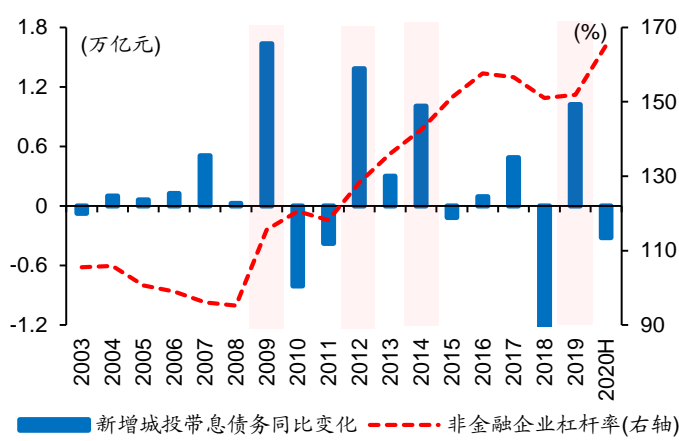
**多轮稳增长加码, 推动地方债务加快增长。**回溯历史, 经济承压阶段, 政府加码投资稳增长, 典型阶段如 1997 年亚洲金融危机和 2008 年金融危机后, 我国出台大规模刺激政策, 带动地方债务快速扩张。根据 2010 年审计署公布的全国地方政府性债务审计结果, 1998 年和 2009 年地方政府债务增速分别高达 48.2% 和 61.9%; 2010 年债务余额为 10.7 万亿元, 其中 51% 是 2008 年及之前累积的, 意味着短短两年时间地方债务接近翻番。

图5: 经济承压阶段, 基建发力稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 对应阶段, 企业杠杆和城投平台带息债务明显增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

**地方债务<sup>2</sup>的增长, 主要围绕地方政府信用扩张, 隐性债务规模远大于显性债务。**地方政府债务, 一般指地方政府债券(地方债)和此前认定的非地方债形式地方政府债务, 即本文所指显性债务。除此外, 地方城投平台和国有企业等举债、由政府提供担保或实质上承担偿还义务的债务, 大多归为隐性债务; 但举债形式多样、责任划分不明等, 使得隐性债务并没明确、统一的界定。截至 2020 年年中, 仅在债券市场募资的地方城投平台带息债务达 43.8 万亿元, 远高于地方政府债务存量的 23.9 万亿元。

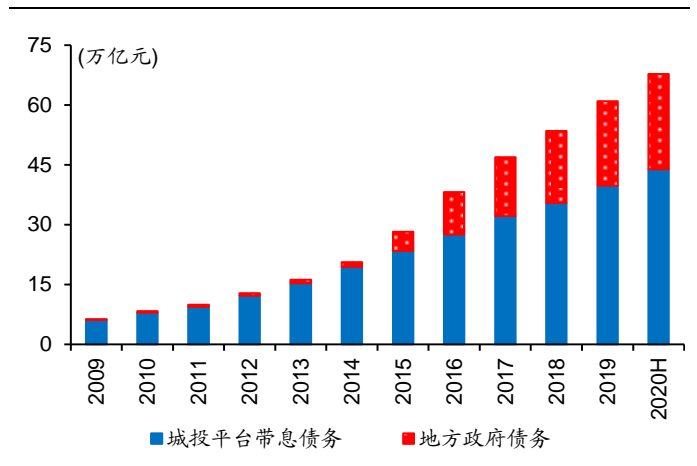
<sup>2</sup>本文所指地方债务, 包括地方政府债务, 及由地方城投平台和国有企业等举债、由政府提供担保或实质上承担偿还义务的债务等。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表1: 地方政府显性债务 VS 隐性债务

分类	定义
显性债务	2015年新《预算法》实施, 要求地方政府债务全部纳入预算管理, 唯一合法举债方式为发行地方政府债券, 并通过限额管理给地方政府举债设置上限。
隐性债务	①法定政府债务限额之外, 直接约定或承诺以财政资金偿还, 或违法提供担保(含流动性支持、差额补足), 或以承担救助责任等方式举借的债务或表外负债。 ②地方政府、国有企事业单位、直属机构等, 在法定政府限额以外直接举借, 或承诺以财政资金偿还, 以及违法提供担保等方式举借的债务。 ③由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务; 政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作(PPP)、政府购买服务等过程中, 通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务、承担政府未来支付义务的棚改政府购买方服务等。 ④建设性债务、消费性债务和政策性融资担保, 牵涉范围广, 如地方融资平台公司债务、政府和社会资本合作(PPP)项目的债务、棚改债务、政府购买服务项目的债务、地方“僵尸国企”债务、金融扶贫项目债务、养老金缺口、政策性融资担保等。

资料来源: 政府网站、第一财经、开源证券研究所

图7: 隐性债务规模显著大于显性债务

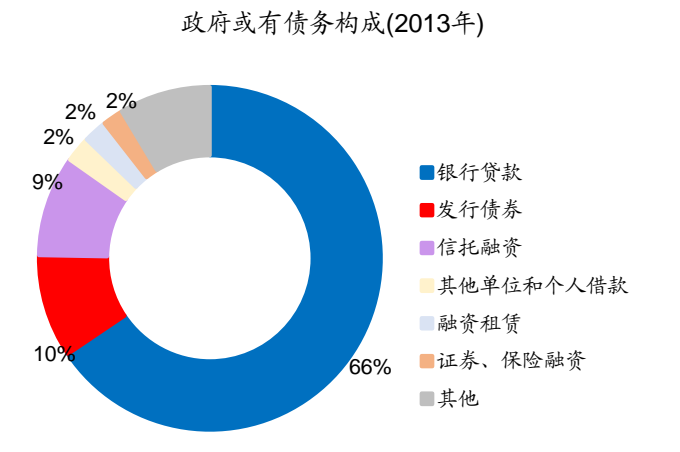


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.2、从隐性到显性, 地方债务压力持续累积

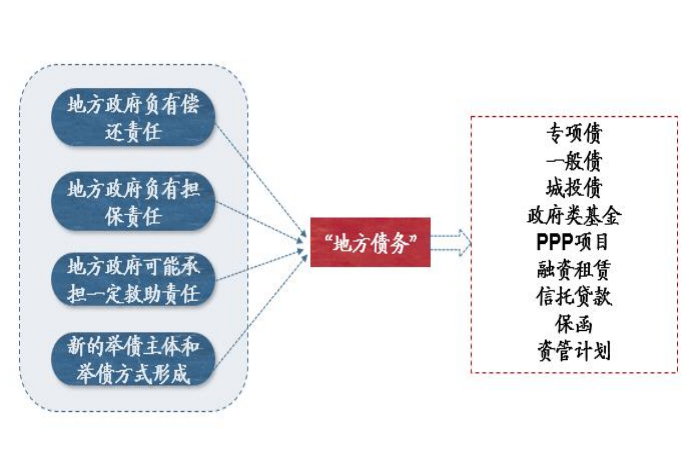
隐性债务中贷款和非标等非公开债务性融资较多, 显性债务以地方债为主。地方城投平台、国有企业举债方式多元化, 既有银行贷款、债券、信托计划、融资租赁等常见工具或渠道, 也有 PPP、BOT、“明股实债”等创新融资模式。按照 2013 年审计署公布的数据, 银行贷款、债券和信托融资分别占隐性债务比重分别为 66%、10% 和 9%。随着地方债大规模置换隐性债务, 官方公布的地方政府债务绝大部分为地方债。截至 2021 年 1 月, 地方政府债务余额为 26 万亿元, 其中地方债 25.8 万亿元、非地方债形式的存量债务 1751 亿元。

图8: 政府或有债务中, 贷款占比最多、其次是债券



数据来源: 审计署、开源证券研究所

图9: 地方隐性债务模式多元化

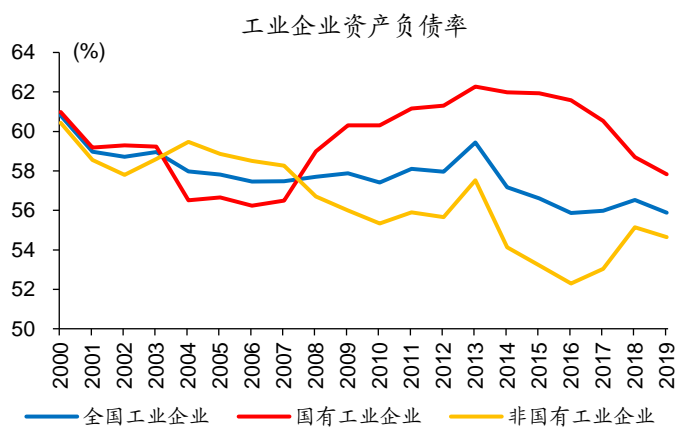


资料来源: 审计署、21 世纪经济报道、开源证券研究所

地方隐性债务缺乏有效约束, 规模不断扩张。不同于地方债的限额管理, 地方政府通过城投平台、国企等举债行为, 没有清晰的权责划分, 缺少内在的约束机制; 同时, 金融机构普遍倾向于向有政府背景的项目提供融资。在地方财力不足下, 为满足促增长、保民生等开支, 地方政府融资需求, 带动城投平台、国企等债务持续增长,

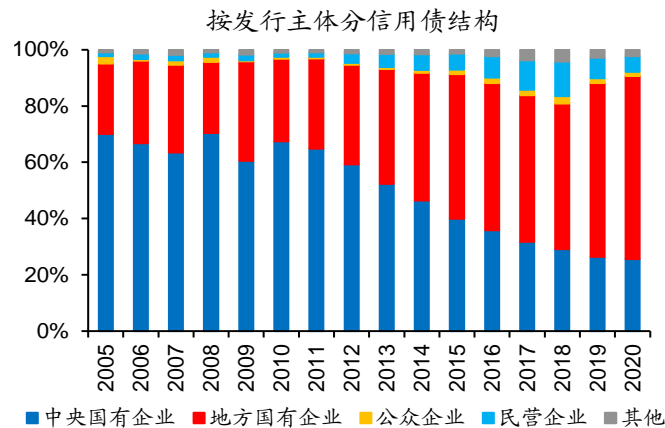
2008年至2017年国有企业资产负债率大幅抬升、显著高于非国有企业；地方国企逐渐成为市场第一大发债主体，2020年发行占比达65%、远高于2008年的25%。

图10: 2008年之后, 国企资产负债率明显高于非国企



数据来源: Wind、开源证券研究所

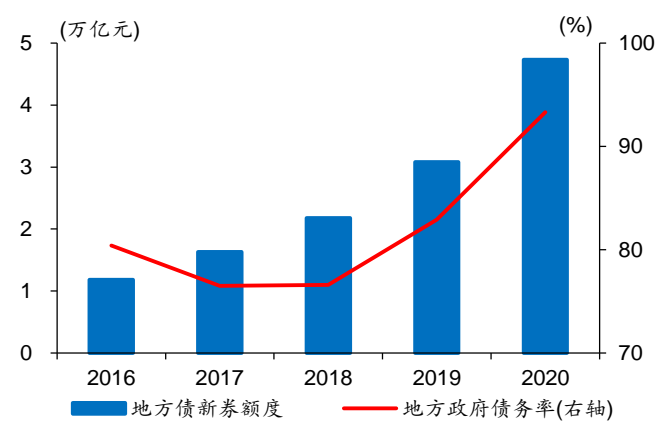
图11: 地方国企逐渐成为第一大发债主体



数据来源: Wind、开源证券研究所

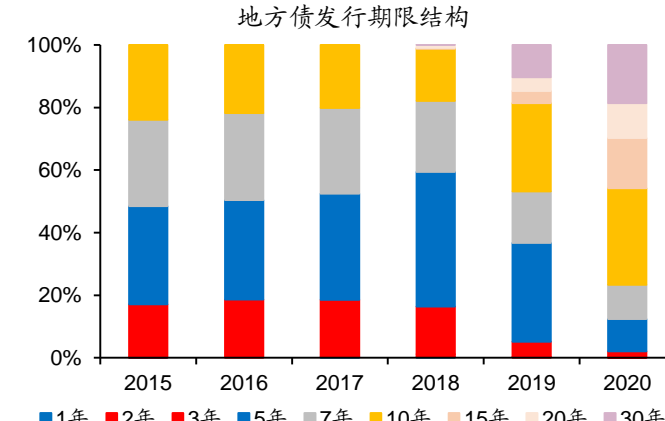
不仅隐性债务持续增长, 显性债务的压力和问题也在不断累积。随着前期地方债的大规模置换和近年来地方债新券放量, 2020年底, 地方政府债务规模超26万亿元、地方债务率也已接近100%的警戒线; 地方债“滚动续发”增多、发行期限拉长等, 进一步加大地方政府债务压力、压缩举债空间。

图12: 地方政府债务率大幅抬升、接近100%预警线



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 地方债发行期限越来越长



数据来源: Wind、开源证券研究所

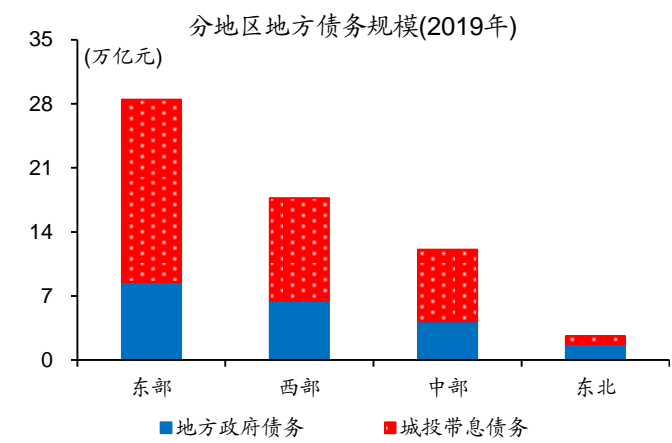
表2: 地方债项目存在管理不规范、资金闲置等情况

时间	地点	事件
2016年6月	重庆市云阳县凤鸣镇	由于项目管理不规范、配套资金不到位等, 该项目主体工程自2014年1月停工至今, 已投入的财政资金未及时发挥效益。
2017年3月	重庆市綦江区、辽宁省抚顺市	养老院改扩建工程等8个养老、儿童福利设施项目, 总投资23348万元, 全部应于2016年或以前完工, 由于建设方案迟迟无法确定、地方配套资金到位不及时、招标投标工作迟缓及施工道路受阻等原因, 截至2017年3月底仍未完工。
2017年6月	吉林省长春市九台区、安徽省寿县	3个污水处理项目, 应于2013年至2015年完工, 由于前期论证不充分等, 截至2017年6月底仍未完工, 涉及总投资5988万元。
2017年11月	广东省阳山县	阳山县岩溶地区石漠化综合治理工程规划于2012年至2014年实施, 项目总投资6000万元, 由于项目前期工作耗时长、项目配套资金未落实等, 造成项目进展缓慢。截至2017年11月底, 项目仅完成投资4133万元(占比69%)。
2018年3月	甘肃省	由于甘肃省人民政府对天水至定西高速公路质量隐患维修完善工作推动不力, 部分路基、路面、桥涵、隧道等质量问题和病害未得到解决, 该公路于2010年12月建成通车后已带病运营7年无法竣工验收, 存在安全隐患。
2019年9月	辽宁省	由于原项目取消或变化但又未对资金用途进行调整, 辽宁省沈抚新区一般债券资金74325.5万元闲置1年以上。
2019年9月	黑龙江省	配至黑龙江省北大荒农垦集团总公司的一般债券资金24000万元已不需按原用途使用, 但资金用途未进行调整, 效益未及时发挥。
2019年9月	湖北省建始县、重庆市云阳县	2个县的2个项目因论证不充分、设计不合理等终止实施, 造成前期已支付费用62.93万元损失浪费。

资料来源: 审计署、开源证券研究所

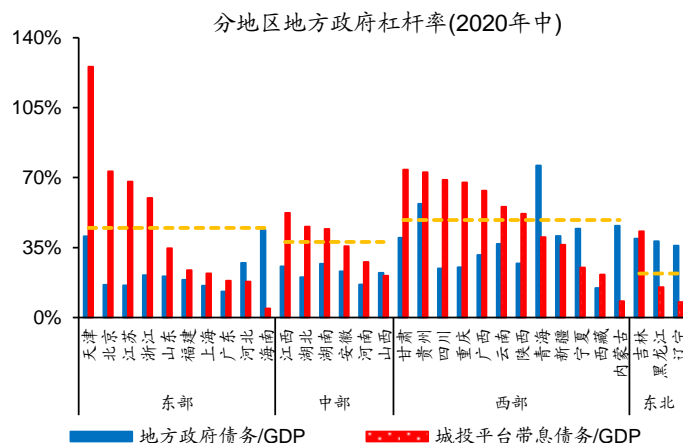
现存地方债务中, 东部地区规模最大、西部次之; 考虑经济发展水平, 西部杠杆居前。截至2020年年中, 包括地方债和城投平台带息债务在内的地方债务, 东部地区超28万亿元、西部地区超17万亿元, 其中, 江苏、浙江、山东等东部省份, 及四川、贵州等西部省份城投平台带息债务规模居前。考虑经济发展水平, 以城投平台带息债务/GDP计算的杠杆, 西部最高、超过49%, 其次是东部、接近45%, 其中天津、北京、甘肃、贵州等杠杆率超过70%; 以地方政府债务/GDP计算的杠杆, 西部和东北大部分省市均超过35%、水平相对较高。

图14: 东部地区地方政府债务规模最大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 西部地区杠杆率较高, 尤其是隐性债务



数据来源: Wind、开源证券研究所

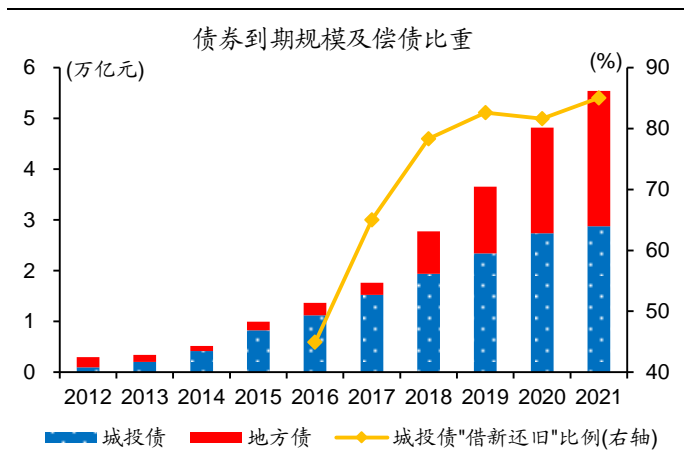


## 2、债务风险逐步凸显，化解工作已在路上

### 2.1、伴随债务问题不断增多，风险逐步凸显

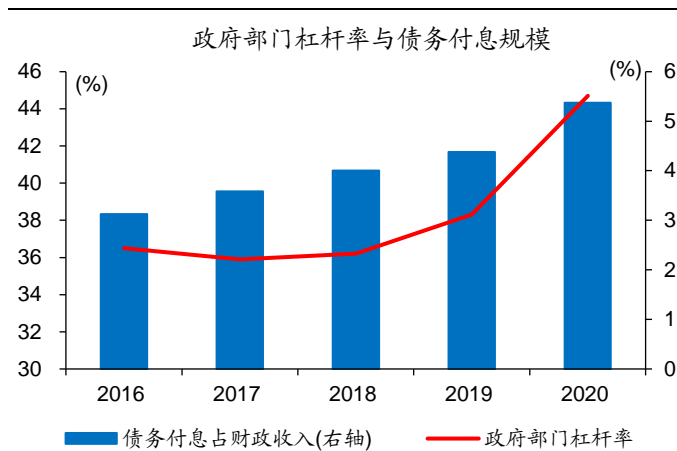
债务持续累积下，地方债务再融资和还本付息压力不断上升。近年来，城投债和地方法债等债务到期规模逐步扩大，城投债到期规模由 2015 年之前不足 1 万亿元，抬升至 2021 年近 3 万亿元<sup>3</sup>，大部分城投债募资用于“借新还旧”；地方法债到期规模，从 2017 年 0.2 万亿元抬升至 2021 年 2.7 万亿元。随着债务持续累积，财政利息支出压力逐步上升，2020 年债务付息规模占财政支出占比已超 5%。楼继伟指出，“十四五”时期，大约四分之一的省级财政 50% 以上的财政收入将用于债务的还本付息。

图16: 城投债“借新还旧”比例持续攀升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 财政付息占财政支出比重超过 5%

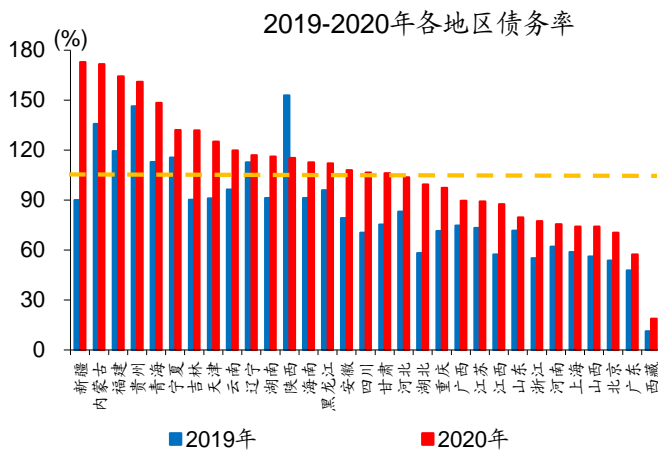


数据来源: Wind、开源证券研究所

**地区债务增长不平衡、弱资质城投平台增多等尾部风险加速累积。**传统负债驱动型增长模式下，部分地区加杠杆带来的债务增长，远快于经济增长，导致债务压力与经济、财政实力明显失衡。截至 2020 年底，以地方政府债务与地方综合财力之比衡量的地方政府债务率，新疆、内蒙古、贵州等西部地区超过 150%、远超全国 100% 的预警线；如果考虑隐性债务、经济发展水平，大多数西部地区隐性债务率高于全国平均水平、而人均 GDP 低于全国平均水平。此外，非标融资的扩张、弱资质城投平台增多，进一步加剧债务尾部的风险累积。

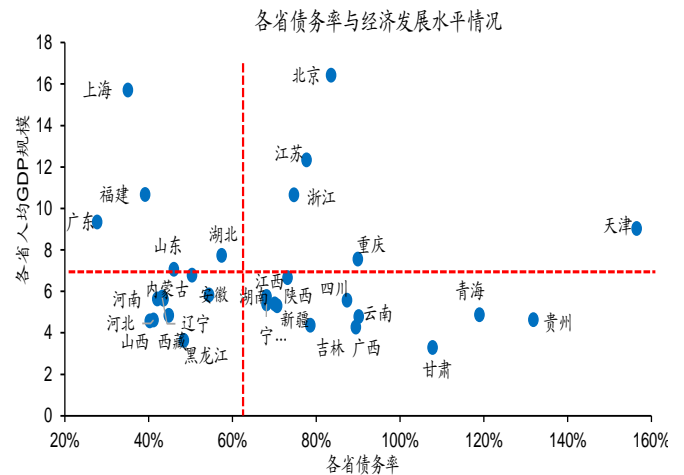
<sup>3</sup> 如果考虑当年发行当年到期规模，2021 年城投债到期规模或超过 3 万亿元。

图18: 中西部政府债务率大多已超过100%全国警戒线



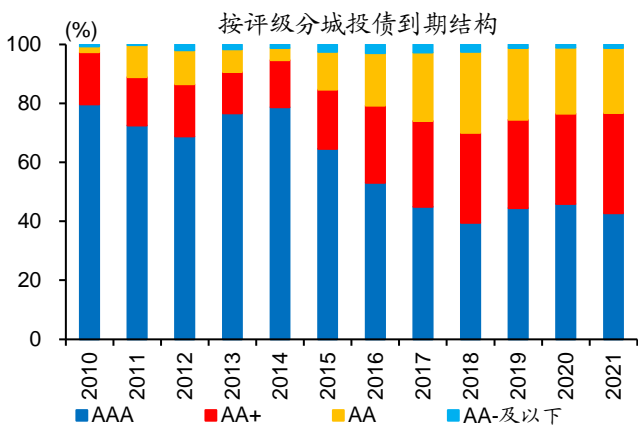
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 部分地区经济偏弱、债务压力较大



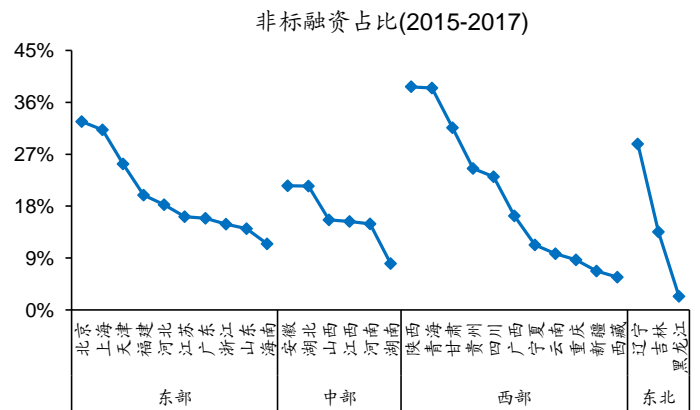
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2015年之后, 低评级城投债到期占比在20%以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

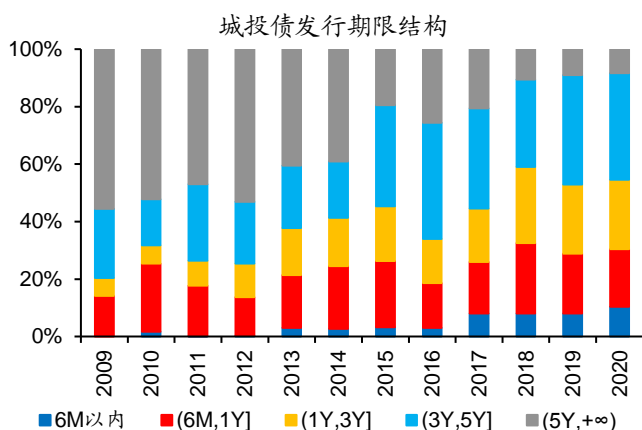
图21: 部分省市一度对非标融资非常依赖



数据来源: Wind、开源证券研究所

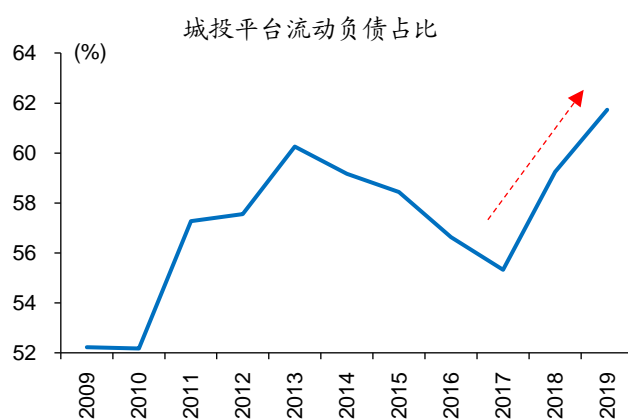
债务短期化、项目现金流不匹配等因素，加大债务的不稳定性。以城投债为例，3年以内发行占比从2009年的20%逐步抬升至2020年近55%，其中1年以内占比已超过30%；体现在城投平台债务结构上，流动性负债占比大幅攀升、2019年高达61.7%。负债短期化现象加剧的同时，资产问题也在逐步暴露，国企亏损数量不断攀升、总资产回报率持续下降，投资项目现金流与债务不匹配进一步加大债务压力。

图22: 城投债发行期限结构明显缩短



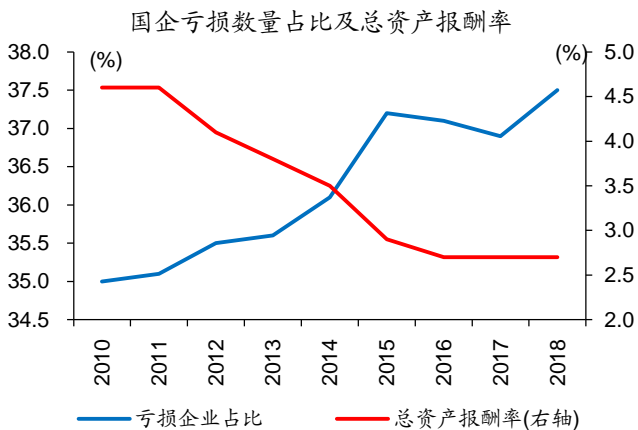
数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 城投平台流动负债占比逐渐抬升



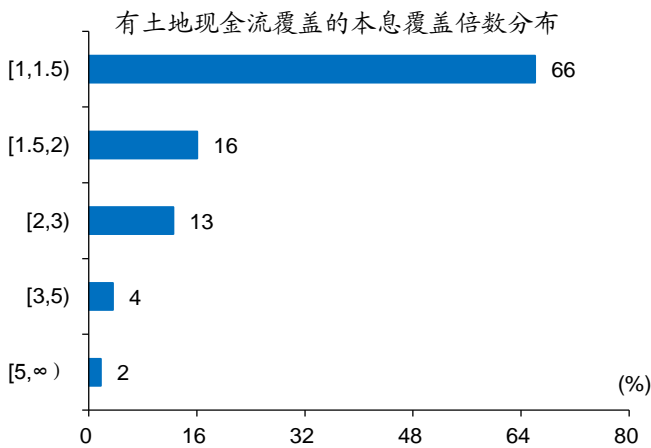
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 国企亏损数量占比持续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 有土地现金流的项目本息覆盖倍数多在 1.5 以内<sup>4</sup>

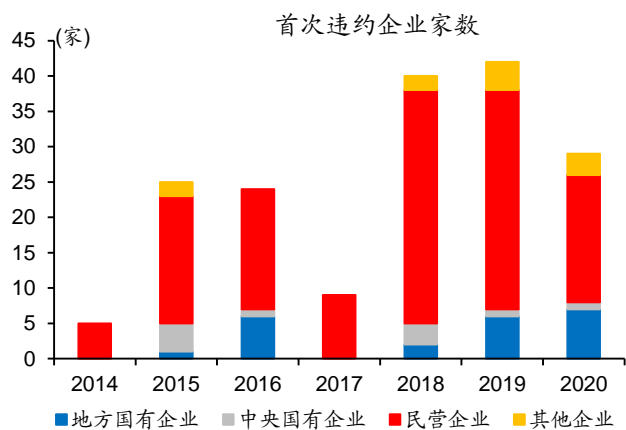


数据来源: 中国债券信息网、开源证券研究所

随着部分地区债务压力的加速凸显,信用风险事件屡现,地方国企债券和城投平台非标债务违约增多。2018年以来,信用债违约明显增多、以民企居多,但地方国企违约事件也在逐步增多,2020年地方国企首次违约家数达7家、创历史新高。与此同时,城投平台非标债务违约也在增多,2020年城投平台非标债务违约有37例、违约数量较2018年翻番。

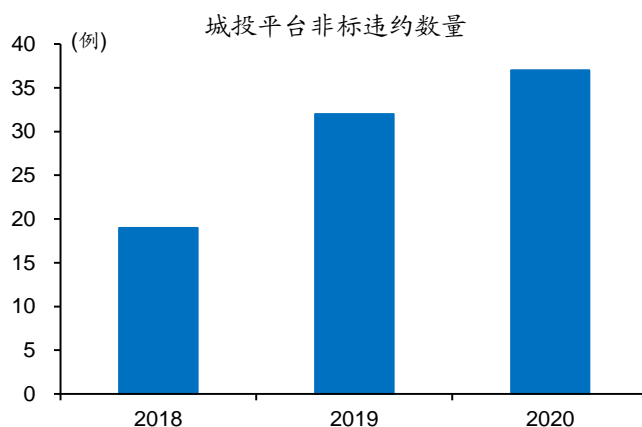
<sup>4</sup> 根据专项债发行披露文件,我们统计了485个专项债支持的项目,涉及22个省市。由于文件众多、统计繁琐,统计中可能存在偏误或遗漏,统计结果仅供参考

图26: 地方国企违约数量上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 城投平台非标违约逐步增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.2、化解隐性债务风险，从治标到标本兼治

地方债务持续累积的过程中，债务治理工作也在不断探索和改革，经历了三轮明显收紧的阶段。金融危机之后，以城投平台贷款为代表的地方债务快速增长，随着经济走向过热，2010年银监会开始规范城投平台融资行为。2014年新预算法推出后，地方债成为地方政府唯一合法融资工具，城投平台等融资不再确认为地方政府债务。2017年开始，中央进一步加强地方政府变相举债管理，强调债务“终身追责”，推动“结构性”去杠杆、降低地方政府和企业特别是国有企业杠杆。

图28: 地方债务治理经过十几年的探索和尝试，从开前门堵后门到债务终身追责



资料来源: 中国人民银行、政府网站、财政部、开源证券研究所

从“控增量”到“化存量”，对地方债务的直接管理范畴逐步扩大。2010年、2014年和2017年开始的三轮地方债务监管加强中，2010年以“控增量”为主；2014年地方债“开前门、堵后门”，兼顾“控增量”和“化存量”；2017年以来，“化存量”的节奏有所加快。主要举措来看，“控增量”措施包括，制止地方政府以购买服务名

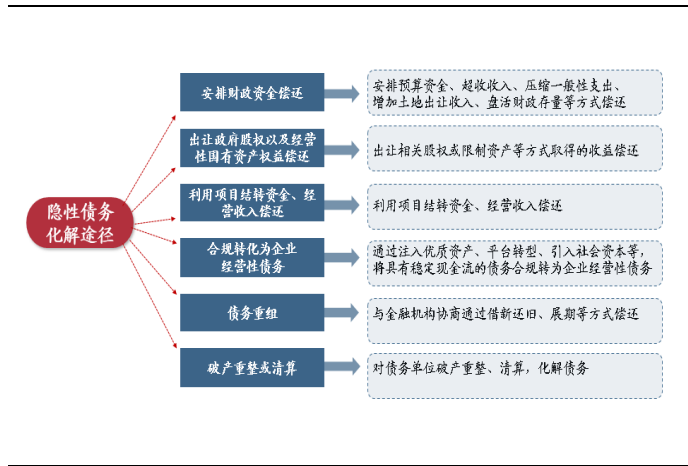
义违规融资、假借 PPP 明股实债等；“化存量”措施包括，债务置换、合规转化为企业经营性债务、破产重整或清算等。

表3: 隐性债务增量控制愈加严格

时间	文件/会议	主要内容
2017年5月	《关于坚决制止地方政府违法违规融资行为的通知》	组织全面摸底清查本地区政府的服务费情况，发现违法违规问题的，督促相关地区和单位限期依法依规整改到位。
2017年7月	全国金融工作会议	严控地方政府债务增量，终身问责、倒查责任。
2017年7月	政治局会议	有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量。
2017年7月	国务院	严格规范地方政府举债行为，继续整改违法违规担保，纠正PPP、政府投资基金、政府的购买服务中不规范的行为。
2017年12月	《关于坚决制止地方政府违法违规融资行为的通知》	坚决遏制隐性债务增量，组织核查部分市县，金融机构违法违规融资担保行为，发函至 10 个省财政厅和银保监会、商务部等部门建议依法问责处理。
2017年12月	全国金融工作会议	重点是有效防控地方政府债务风险，坚决遏制违法违规融资担保行为，严禁以PPP、政府投资基金、政府的购买服务等名义变相举债。
2018年1月	《关于进一步加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	除外国政府和国际经济组织贷款外，地方政府及其所属部门不得对保险机构投资业务中任何单位和个人的债务提供担保，坚决制止地方政府以引入保险机构等社会资本名义，通过融资平台公司、政府投资基金等方式违法违规变相举债上新项目、翻新项目。
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》	严格防范地方债务风险，坚决遏制地方政府隐性债务增量，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债。
2018年3月	政府工作报告	严禁违法违规举债、担保行为，严禁违法违规举债、担保行为。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	国有金融企业除依法合规举债外，不得直接或通过地方国有企业等单位间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款，不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。
2018年8月	《关于防范化解地方政府债务风险的意见》	遏制隐性债务增量，督促整改政府投资基金、PPP、政府的购买服务等中的不规范行为，严禁各种违法违规担保和变相举债。
2019年5月	《关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通报》	遏制新增 PPP 名义增加隐性债务，增加隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合规方式实施。对已纳入政府债务监测平台但存在争议的项目，相关部门应严格甄别项目是否增加隐性债务。
2020年12月	刘昆“开发生、政策性金融机构不得配合地方政府变相举债”	开发生、政策性金融机构等必须审慎合规经营，综合考虑项目现金流、股权质押等审慎授信，严禁向地方政府违法违规提供融资或配合地方政府变相举债，严格落实政府举债终身问责制和债务风险终身负责制，严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务。
2020年11月	“财预总发〔2021〕15号”	积极配合防控地方政府隐性债务风险。

资料来源: 政府网站、中国人民银行、财政部、开源证券研究所

图29: 存量债务化解主要包括债务置换等方式



资料来源: 财政部、开源证券研究所

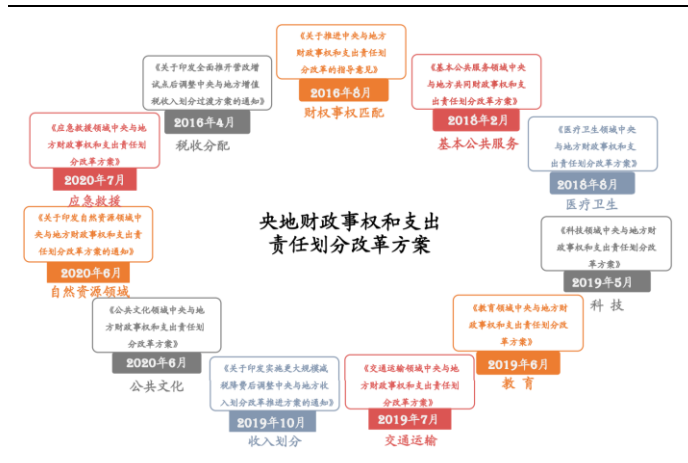
从治标到标本兼治，地方债务管理进一步深化，尝试从源头上加强管理。“控增量”、“化存量”，均是从债务角度来化解债务问题，主要在“治标”。近年来当局也在探索“治本”，比如加强债务“终身追责”、淡化经济目标考核等，来遏制地方政府举债冲突；加快推进制度改革，明确地方财政事权和支出责任，规范政府杠杆行为，先后公布基本公共服务、医疗卫生、科技、交通运输、教育等多个领域央地财政事权和支出责任划分改革方案。

表4: 部分地方违规举债被追责

时间	地区	事件	相关责任人
2015-2016年	宁夏银川市	银川市财政局与银川市城投公司签订协议，约定由银川市城投公司代银川市财政局发行城投债，对银川市城投公司进行担保和承销。	银川市财政局副局长李强、银川市城投公司董事长李强等。
2016年7月	云南省楚雄州禄丰县	2016年7月，禄丰县财政局与中江国际信托股份有限公司签订信托融资协议，计划融资2亿元。禄丰县委、人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	禄丰县委书记李强、宣传部长李强给予党内严重警告处分，对禄丰县委副书记李强给予党内警告处分，对禄丰县委书记李强给予党内警告处分，对禄丰县委书记李强给予党内警告处分。
2016年8月、2017年2月	昆明市官渡区	2016年8月，官渡区国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5000万元。官渡区人大常委会出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	官渡区人大常委会主任李强给予党内严重警告处分，对官渡区人大常委会副主任李强给予党内警告处分，对官渡区人大常委会副主任李强给予党内警告处分。
2016-2017年	青海省海东市	2016年9月，海东市国有资产经营有限公司与中江国际信托股份有限公司签订信托融资协议，计划融资1.8亿元。海东市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	海东市海东市委书记李强、海东市市长李强给予党内严重警告处分，对海东市海东市副市长李强给予党内警告处分，对海东市海东市副市长李强给予党内警告处分。
2016-2017年	广西壮族自治区崇左市	2016年10月，崇左市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。崇左市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	崇左市崇左市委书记李强、崇左市长李强给予党内严重警告处分，对崇左市崇左市副市长李强给予党内警告处分，对崇左市崇左市副市长李强给予党内警告处分。
2016-2017年	云南省保山市隆阳区	2016年9月，保山市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。保山市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	保山市保山市委书记李强、保山市市长李强给予党内严重警告处分，对保山市保山市副市长李强给予党内警告处分，对保山市保山市副市长李强给予党内警告处分。
2017年8月-11月	湖南省邵阳	2017年8月，邵阳市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。邵阳市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	邵阳市委书记李强、邵阳市长李强给予党内严重警告处分，对邵阳市委书记李强给予党内警告处分，对邵阳市委书记李强给予党内警告处分。
2017年12月、2019年4月	贵州省贵阳市	2017年12月，贵阳市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。贵阳市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	贵阳市市长李强给予党内严重警告处分，对贵阳市市长李强给予党内警告处分，对贵阳市市长李强给予党内警告处分。
2019年4月-5月	青海省海东市	2019年4月，海东市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。海东市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	海东市海东市委书记李强、海东市市长李强给予党内严重警告处分，对海东市海东市副市长李强给予党内警告处分，对海东市海东市副市长李强给予党内警告处分。
2020年初	甘肃省天水市	2020年初，天水市国有资产经营有限公司与光大汇融信托有限公司签订信托融资协议，计划融资5亿元。天水市人大常委会、人民政府、财政局出具决议、承诺函，承诺将信托资金列入县本级财政支出预算，由县财政按信托资金用途进行拨付。	天水市市长李强给予党内严重警告处分，对天水市市长李强给予党内警告处分，对天水市市长李强给予党内警告处分。

资料来源: 审计署、开源证券研究所

图30: 财权事权分离



资料来源: 政府网站、开源证券研究所

## 3、加快地方隐性债务化解，已成工作重心

### 3.1、政府降杠杆大势所趋，重点在隐性债务

防范化解重大风险，是从顶层设计高度进行的中长期安排；防范化解地方债务风险，作为防风险工作的重中之重，近年来在加快推进。从顶层设计高度来看，2017年召开的5年一届全国金融工作会议，将防风险列为三项任务之一，“防范化解重大风险”是2018年至2020年三年三大攻坚战之首。防范化解地方债务风险，作为防风险工作的重中之重，2017年以来一直在持续推进中，从债务“终身追责”到“结构性去杠杆”，再到一些领域央地财权事权分离等，防范化解债务一直在路上。

图31：近年来，政策对防范地方债务风险重视度明显提升



资料来源：中国人民银行、政府网站、新华社、开源证券研究所

百年不遇的疫情冲击下，“稳增长”并没有传统刺激的老路，托底政策更加理性克制、注重防范风险。为缓解疫情冲击，政策托底加码，但并非盲目举债、加码投资，更多是加快施工、开工节奏；随着国内疫情平复、经济逐渐修复，政策逐步回归常态，基建投资随之见顶回落。推动项目开复工的同时，政策始终强调防范地方债务风险，隐性债务化解工作仍在有序推进，据不完全统计<sup>5</sup>，17个公布2020年隐性债务化解进度的省市中，9个超额完成债务化解任务。

<sup>5</sup> 2021年3月，21世纪经济报道统计。

**表5: 2020年稳增长阶段, 防风险并未放松**

时间	文件/会议	主要内容
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议	加大对受疫情影响较重行业和企业金融支持...同时要进一步加大对制造业、小微企业、民营企业等 <b>实体经济领域信贷支持...防范化解地方政府债务风险</b> 。
2020年2月	支持中小微企业发展加大对个体工商户扶持力度发布会实录	<b>稳住宏观杠杆率</b> , 保持物价水平基本稳定, 妥善应对疫情冲击与经济短期下行压力, 平衡好稳增长和防风险的关系。
2020年3月	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	加大对疫情影响严重地区、行业、企业的融资支持, 强化对先进制造等重点领域和薄弱环节的金融服务, 助力复工复产...坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和 <b>“不将房地产作为短期刺激经济的手段”</b> 要求, 保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020年3月	货币政策委员会一季度例会	打好防范化解金融风险攻坚战, <b>平衡好稳增长、防风险、控通胀的关系</b> , 注重在改革发展化解金融风险, 守住不发生系统性金融风险的底线。
2020年4月	增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会实录	把握好政策力度重点和节奏, 把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置, 加强货币政策总量、逆周期调节, 同时 <b>处理好稳增长、防风险和控通胀的关系</b> 。
2020年4月	易纲行长文章《再论中国金融资产结构及政策含义》	<b>“稳住宏观杠杆率”</b> ...综合考虑经济增长对债务融资的需求, 以及 <b>防范杠杆过快上升可能导致的风险</b> , 保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择...要尽量长时间保持正常的货币政策, 维护好长期发展战略。”
2020年5月	一季度货币政策执行报告	把握好政策力度、重点和节奏, 加强货币政策逆周期调节, 把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置... <b>处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系</b> , 保持物价水平基本稳定, 多渠道做好预期引导工作。
2020年7月	政治局会议	完善宏观调控跨周期设计和调节, <b>实现稳增长和防风险长期均衡</b> 。

资料来源: 中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

**表6: 部分省市公布隐性债务年度化解目标达成**

省份	2020化解情况和具体举措
河南	<b>连续3年提前完成年度化解计划</b>
宁夏	全区隐性债务总量较2018年上报中央规模下降 <b>30%以上</b> , <b>连续3年超额完成化债任务</b>
河北	<b>连续3年超额完成隐性债务化解任务</b>
内蒙古	<b>超额完成政府隐性债务年度化解任务</b>
江苏	隐性债务化解任务 <b>超额完成</b> , 高成本债务逐笔“削峰”
江西	全省隐性债务增量有效遏制, <b>存量超额化解</b>
广西	<b>超额完成年度化债计划</b>
新疆	<b>超额完成全年隐性债务化解任务</b>
浙江	稳妥有序化解存量隐性债务风险, <b>完成化债目标任务</b>
四川	圆满 <b>完成全省隐性债务年度化解计划</b> , 债务风险总体可控
陕西	<b>按期完成年度化解任务</b>
甘肃	<b>完成全省年度化解隐性债务任务</b>
西藏	隐性债务处于中央财政认定的“绿色”安全区间
云南	全省地方政府隐性债务规模大幅减少, 地方政府债务率大幅下降, 地方政府债务风险 <b>稳定可控</b>
广东	坚决遏制隐性债务增量, 稳妥积极化解存量, 是全国债务风险水平最安全的地区之一
福建	隐性债务存量有效化解
湖南	<b>超额完成隐性债务化解任务</b>

资料来源: 21世纪财经、政府网站、开源证券研究所

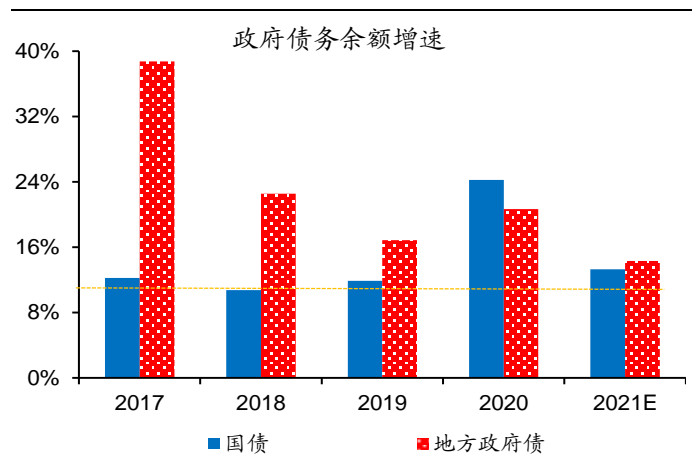
伴随经济回归常态, 政策重心重回“调结构”、“防风险”, 对地方债务重视度进一步提升、重提政府降杠杆要求。政策托底加码下, 实体杠杆率大幅提升, 债务风险进一步累积; 从“加”杠杆到“稳”杠杆, 再到“降”杠杆, 当局对防风险, 尤其对地方隐性债务风险的重视度进一步提升。按照国债和地方债预算规模推算, 2021年中央和地方政府债务余额增速预计超过13%, 要实现政府“降”杠杆, 或仍需要加强对地方隐性债务的管理。

**表7: 2020年中开始, 政策重心回归“调结构”、“防风险”**

时间	文件/会议	主要内容
2020年4月	易纲行长文章《再论中国金融资产结构及政策含义》	<b>“稳住宏观杠杆率”</b> ...综合考虑经济增长对债务融资的需求, 以及 <b>防范杠杆过快上升可能导致的风险</b> , 保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择
2020年10月	《“双循环”新发展格局与金融改革发展》	既积极支持经济发展, 又 <b>防止货币超发导致通货膨胀、债务扩张和资产泡沫</b> 等问题, 实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年10月	2020金融论坛	“在今年抗疫的特殊时期, <b>宏观杠杆率有所上升, 明年GDP增速回升后, 宏观杠杆率将会更稳一些</b> 。货币政策要把好货币供应总闸门, 适当平滑宏观杠杆率波动, 使之在长期维持在一个合理的轨道上。”
2020年11月	三季度货币政策执行报告	<b>尽可能长时间实施正常货币政策, 保持宏观杠杆率基本稳定</b> , 打好防范化解重大金融风险攻坚战...牢牢守住不发生系统性金融风险的底线... <b>把好货币供应总闸门</b>
2020年11月	“财经年会2021: 预测与战略”	<b>坚决防范和化解系统性金融风险, 持续拆解高风险影子银行业务, 严查严控资金违规流入房地产领域, 积极配合防控地方政府隐性债务的风险</b> 。
2020年12月	刘昆“开发性、政策性金融机构不得配合地方政府变相举债”	开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营, 综合考虑项目现金流、抵质押物等审慎授信, <b>严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债</b> , 要清理规范地方融资平台公司, 剥离其政府融资职能...加强督查审计问责, 严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。 <b>严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务</b> 。
2021年3月	2020年中国财政政策执行情况报告	<b>抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> ...做好重点领域风险防范化解工作, 确保财政稳健运行, 可持续。
2021年3月	国务院常务会议	保持宏观杠杆率基本稳定, <b>政府杠杆率要有所降低</b> 。

资料来源: 中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

**图32: 2021年地方和中央政府债务增速预计超过13%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、从源头上化解债务, 时间与空间的平衡

**防范化解地方债务风险, 当务之急是债务“阳光化”、把风险关进笼子。**疫情对地区经济、财政等影响, 一定程度加速了地方债务风险的暴露, 推升了化解债务风险的紧迫性。财政部部长明确强调, 给地方政府债务戴上“紧箍咒”, 进一步完善管理、强化监管, 推进地方政府债务“阳光化”, 切实把债务风险关进笼子里。应厘清政府职能和市场融资边界, 打破政府兜底等信仰、稳妥推进债务违约市场化处置。

**表8: 当局明确强调地方政府债务“阳光化”，坚持不兜底原则**

时间	会议/文件	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	地方政府对其债务负有偿还责任， <b>中央政府实行不救助原则</b> 。
2016年1月	《关于加强政府债务管理情况的报告》	明确规定具体使用债务资金的地方政府是地方政府债券的举债主体，负有偿债责任。 <b>中央明确不救助原则，不对地方政府债务兜底、埋单</b> 。
2016年11月	《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》	地方政府对其举借的债务负有偿还责任， <b>中央实行不救助原则</b> 。 <b>存量担保债务和存量救助债务不属于政府债务，地方政府对存量或有债务仅依法承担适当民事赔偿责任，但最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一</b> 。
2017年12月	中央经济工作会议	坚决遏制隐性债务增量， <b>坚持中央不救助原则</b> ，做到“谁家的孩子谁抱”，坚决打消地方政府认为中央政府会“买单”的“幻觉”， <b>坚决打消金融机构认为政府会兜底的“幻觉”</b> 。
2019年3月	十三届全国人大二次会议新闻发布会	<b>坚持中央不救助原则，坚持谁举债谁负责，做到谁家的孩子谁家抱</b> 。建立了市场化、法治化债务违约处置机制，依法实现债权人、债务人共担风险，继续整治违法担保，纠正政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为。
2020年12月	全国财政工作视频会议	积极的财政政策要 <b>提质增效、更可持续</b> ；加强财政资源统筹，保持适度支出强度，加大优化支出结构力度，增强国家重大战略任务财力保障。
2021年1月	财政部部长答记者问	“给地方政府债务戴上‘紧箍咒’... 财政部门将积极采取“开前门”和“堵后门”并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理、强化监管， <b>推进地方政府债务“阳光化”，切实把债务风险关进笼子里</b> 。
2021年1月	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	2021年积极的财政政策 <b>“提质增效”</b> 主要从 <b>优化结构和加强管理</b> 着眼...确保财政资金用到基层急需以及惠企利民领域，提高财政支出效率... <b>加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> 。
2021年3月	《2020年中国财政政策执行情况报告》	坚持中央不救助原则， <b>建立市场化、法治化的债务违约处置机制，做到“谁家的孩子谁抱”</b> 。

资料来源：中国人民银行、政府网站、新华网、开源证券研究所

地方债务化解是场“持久战”，“控增量”、“化存量”措施仍需要不断推进。2018年以来，各地陆续推进隐性债务化解工作，根据财政部统计说明和部分地区化解措施，隐性债务化解主要有六大途径，包括安排财政资金偿还、出让国有资产权益、借新还旧、破产清算等，多数地区都会采取多种方式相结合的模式。化解工作并非一日之功，据不完全统计<sup>6</sup>，化债计划时间大多在5-10年、甚至更长时间。

<sup>6</sup> 根据部分省市公布的化债计划统计。



### 表9: 多地陆续出台化解债务方案

省市	区/县/市	财政资金	出让资产	项目运营收入	转让企业经营性债务	借新还旧、展期、债务重组	破产清算	化债时间	披露时间
青海	海南藏族自治州	✓							2018年6月
江西	抚州市乐安县	✓	✓						2019年3月
湖南	郴州市临武县	✓	✓						2019年9月
	郴州市北湖区			✓				2019年	2019年4月
内蒙古	巴林右旗	✓	✓					10年	2019年8月
贵州	黔南州龙里县	✓			✓	✓		5-10年	2018年10月
	铜仁市沿河县	✓	✓	✓				至2028年	2018年11月
	黔东南州三穗县	✓	✓					10年	2018年12月
	遵义市桐梓县	✓	✓		✓				2020年9月
海南	海口市	✓				✓		3-5年	2018年7月
	信阳市固始县	✓	✓		✓				2018年5月
河南	濮阳市台前县	✓			✓				2018年7月
	新乡市卫滨区	✓			✓			10年	2018年10月
	南阳市官庄工区	✓			✓			至2025年	2018年11月
湖北	武汉市青山区	✓					3年	2018年6月	
吉林	四平市	✓				✓			2019年6月
江苏	兴化市大邹镇	✓						3年	2018年12月
江西	南昌市西湖区	✓						5-10年	2018年10月
	济南市长清区	✓						5-10年	2018年5月
山东	泰安市泰山区	✓	✓	✓	✓			至2027年	2018年12月
山西	临汾市汾西县	✓						至2028年	2019年1月
陕西	延安市子长县	✓						5-10年	2018年11月
四川	成都市新都县	✓	✓					10年内	2018年12月
云南	玉溪市澄江县	✓	✓		✓	✓			2019年7月

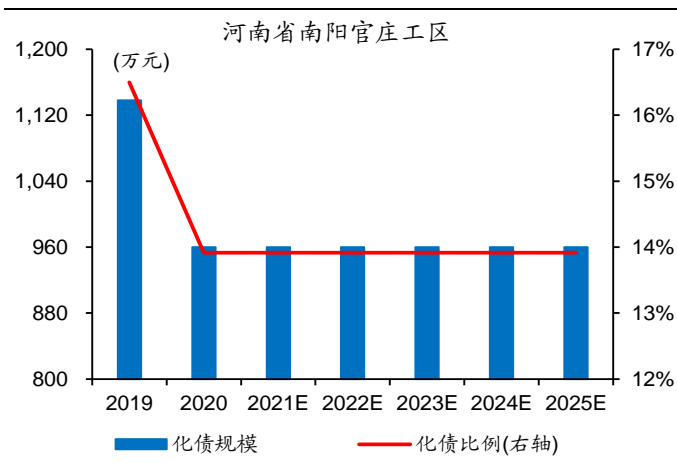
资料来源: 政府网站、开源证券研究所

### 表10: 湖南省郴州市临武县化债计划

偿还方式	规模	偿债资金
预算安排资金	1.84	以后年度安排的偿债资金按6%的速度增长, 可以确保财政偿债支出力度。
土地出让收益	5	截至8月末, 已经实现土地出让收入约3.03亿元, 根据融资平台公司财务情况, 计划从此项收入中追加财政预算3亿元用于隐性债务还本付息, 近期还将有2宗地块即将挂牌出让, 起拍总价约0.5亿元。
国有资产处置	1.34	截至8月末, 已实现资产处置收入0.65亿元, 四季度可实现国有资产处置收入0.7亿元, 完成年度目标。
平台经营收入	1.8	截至今年8月末, 县融资平台公司通过法定程序取得的资产有11宗, 资产规模约14.945亿元, 融资平台公司参与产业项目投资10个
上级政策支持		2019年, 省厅下达我县新增债务限额1.85亿元, 其中: 新增一般债券(券)限额1.27亿元, 新增专项债券(券)限额0.58亿元。同时, 省厅今年还发行了再融资债券置换偿还了2015年以前发行的国债转贷0.14亿元和2016年发行的三年期置换债券7.39亿元
展期降息		利率下调0.5个百分点, 同时调整还本计划, 计划每个项目每年还本0.05亿元

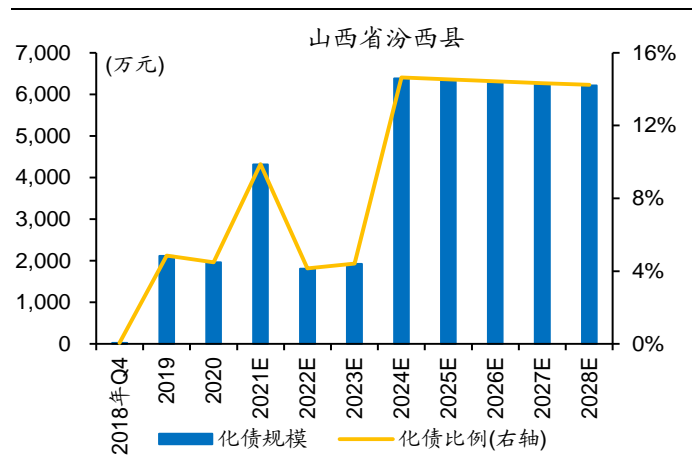
资料来源: 政府网站、开源证券研究所

### 图33: 河南省南阳官庄工区化债计划



数据来源: 政府网站、开源证券研究所

### 图34: 山西省汾西县化债计划



数据来源: 政府网站、开源证券研究所

中长期来看, 要彻底解决地方债务问题, 需加快财政金融改革和经济转型。地方债务的累积, 根源在于快速城镇化带来的投融资需求, 与财政、金融制度的不匹配, 缺少市场化的融资和风险分担机制, 导致债务集中于政府信用, 最终可能超过财政承载力。中长期来看, 推动财政和金融体制改革, 建立与城市建设相适应的市场化制度, 最终实现投融资市场化, 才能从根源上解决地方债务增量; 同时, 加快经济转型、提升发展质量, 逐步化解存量。

## 4、研究结论

(1) 过去四十多年地方债务的持续扩张，与快速城镇化、地方政绩考核与地方财权事权不平衡等有关。改革开放后，我国进入快速城镇化阶段，带来大规模城市建设等投资需求；而投资权限的逐步下放，使地方政府逐渐主导投资。过去偏重经济增长的政绩考核制度下，地方政府官员有非常强的动力，通过大规模投资推动经济快速增长；而地方财权事权不平衡，使得地方政府需要举债来满足投资需求。

(2) 伴随财政金融制度改革，地方举债从隐性到显性；稳增长加码下，地方债务增长一度加快。1979 年仅有 8 个县区政府举债，到八十年代，大部分省市已开始举债；1994 年预算法禁止地方政府举债后，城投平台等成为地方政府主要融资主体，其中 2008 年后地方债务增长加快、两年时间接近翻倍；2014 年修正后的预算法允许地方政府发行地方债，大规模置换债务等，带动地方显性债务快速增长。

(3) 伴随债务的持续扩张，地方隐性债务规模已远高于显性债务，偿付压力不断上升。截至 2020 年年中，以城投平台带息债务表示的地方隐性债务规模达 43.8 万亿元，高于显性债务的 23.9 万亿元；两者合计对应的地方杠杆率超 67%、债务率接近 250%，远超通行警戒线水平。地方债务压力凸显，2020 年，城投债募资注明用于“借新还旧”的比例超过 85%，债务付息规模占财政支出占比已超 5%。

(4) 债务不断累积下，地方隐性债务增长不透明、不平衡、不稳定性等问题加速凸显。不同于显性债务，地方政府通过城投平台等举债，没有清晰的权责划分、缺少内在约束机制，使得债务增长不透明；同时，地方债务增长不平衡，部分地区债务压力过大、弱资质城投平台增多等，加大尾部风险。此外，城投平台债务短期化加剧，流动性负债占比攀升、城投债 1 年以内占比超 30%，加大债务不稳定性。

(5) 伴随债务风险逐步显现，地方隐性债务化解，已成政策重心，带来的影响不容忽视。随着债务风险加快凸显，近年来地方债务治理明显加强，实行债务“终身追责”等遏制举债冲动，加快推进隐性债务化解；即使在疫情期间，政策托底加码的同时，对防范化解地方债务的要求并未放松。伴随经济回归常态，政策重心回归“调结构”、“防风险”，对隐性债务风险重视度进一步提升、相关措施加强。

(6) 地方隐性债务化解，当务之急是把风险关进笼子，避免引发系统性风险；中长期要靠财政金融制度改革和经济转型等。风险加速暴露下，化解债务风险的紧迫性明显上升，当务之急在于推动隐性债务“阳光化”、把风险关进笼子，稳妥化解风险、市场化处置违约；同时，加强隐性债务增量控制、实现政府降杠杆。中长期来看，改革财政金融制度等，从源头“控增量”；加快经济转型以“化存量”。

## 5、风险提示

统计数据偏误或遗漏，地方债务风险加速暴露。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn