

2021年07月19日

## 从债务付息，看地方财政压力

宏观研究团队

——宏观经济专题

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

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

作为财政刚性支出项，债务付息变化的特点、驱动及影响，本文梳理可供参考。

### ● 付息压力快速上升，地方政府性基金突出

广义财政付息压力近年来快速上升，地方政府性基金付息增长尤为突出。作为较为刚性的财政支出，债务付息规模快速增长，由2015年不到5000亿元增长至2020年近1.4万亿元，占广义财政支出比重从2015年的2%抬升至2020年近4%，抬升幅度在主要支出项中居前。其中，地方财政付息增长较快，占全部付息规模的比重由21%抬升至59%，地方政府性基金增长尤为突出，占比抬升至29%。东部和西部付息规模居前，西部和东北付息增长较快，相对压力较大。2020年，广义财政付息规模，东部、中部、西部和东北依次为3181亿元、1615亿元、2282亿元和650亿元，较2015年分别增长15倍、12倍、11倍和12倍。考虑财政收入，东北和西部付息压力较大，付息规模与广义财政收入之比分别为8.4%和6.4%，高于东部的2.9%和中部的4.6%，政府性基金和一般财政付息压力均居前。

### ● 地方隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因

财政付息压力持续上升，缘于国债和地方债快速增长，后者与前期隐性债务置换、近年来新券扩容等有关。2015年以来，国债存量增长1.3倍至20.7万亿元，而地方债存量增长4.3倍至25.4万亿元，是付息压力快速累积的主要推手。其中，2015年至2017年，地方债置换券发行近11万亿元，推动地方债存量超过国债；2018年以来，专项债新券大幅扩张，同时地方债到期续发，使地方债持续累积。债务累积的同时，财政收入增长放缓，进一步推升债务付息压力，尤其是部分前期债务增长较快的地区。近年来，持续累积的债务带动付息规模年均增长超20%，而广义财政收入增速逐年回落，从2017年最高13.5%回落至2020年的4.7%。分地区来看，西部和东北付息增长较快，与前期债务置换较大等有关；同时，西部广义财政收入增速的逐步回落、东北收入的持续低迷，进一步加大债务平衡难度。

### ● 债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间

伴随债务压力加速显性化，地方债相关监管明显加强，传统负债驱动型投资动能明显弱于以往。2020年以来，地方债监管逐步完善，从项目审核、信息披露、绩效考核到债务偿付等，建立项目全生命周期管理，使得地方债资金运用更加注重质效。同时，存量债务不断累积下，债务付息支出不断上升，叠加社会保障等其他刚性支出，掣肘财政支出腾挪空间，进一步降低地方政府负债驱动投资的动能。地方债或告别高增长，新券额度未来可能逐步下降，分配或更加注重项目质量等因素。持续累积的债务，不仅使得利息刚性支出大增，还推升地方政府债务率至94%、接近100%警戒线，成为影响未来政策空间和思路的重要因素。政策“调结构”、“防风险”背景下，地方债增长或逐步放缓，新券额度可能逐步下降；伴随“零基”预算等改革逐步落地，地方债额度分配或更加注重项目质量、绩效等。

● 风险提示：债务监管趋严，数据统计过程中的偏差。

### 相关研究报告

《宏观经济专题-变异病毒蔓延，对全球经济的影响》-2021.7.18

《宏观经济点评-6月经济释放的“信号”》-2021.7.15

《宏观经济专题-地方债供给再论》-2021.7.11

## 目 录

1、 付息压力快速上升，地方政府性基金突出 .....	3
2、 隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因.....	5
3、 债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间.....	7
4、 风险提示 .....	9

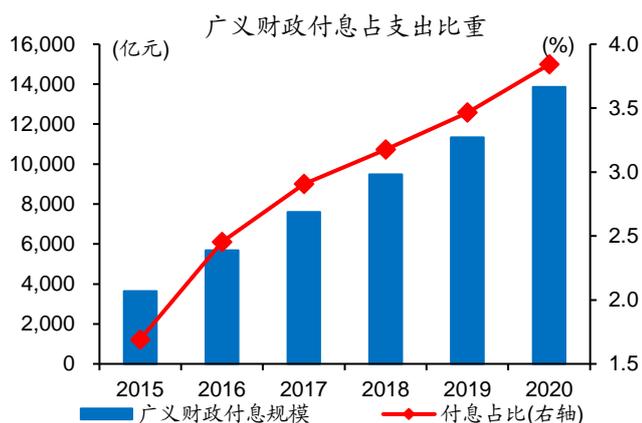
## 图表目录

图 1: 广义财政付息压力快速上升 .....	3
图 2: 2016 年至 2020 年债务付息增长居前 .....	3
图 3: 地方政府债务付息规模占全部的比重近 60% .....	3
图 4: 一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升 .....	3
图 5: 地方政府性基金付息规模增长快于一般财政 .....	4
图 6: 地方政府性基金付息压力大于一般财政 .....	4
图 7: 东部付息规模居前，东北付息压力相对较大 .....	4
图 8: 西部和东北付息压力增长较快 .....	4
图 9: 西部政府性基付息压力居前 .....	5
图 10: 部分省市政府性基金付息压力较为突出 .....	5
图 11: 近年来，地方债存量规模已超过国债.....	5
图 12: 前期置换债大规模发行、近年来专项债新券增多.....	5
图 13: 近年来，广义财政收入增速持续回落 .....	6
图 14: 一般公共财政收入和政府性基金收入增速均回落.....	6
图 15: 各地区债务持续累积，西部和东北债务置换较大.....	6
图 16: 西部广义财政收入逐步回落，东北地区持续低迷.....	6
图 17: 地方政府杠杆抬升，而基建投资增速中枢下移.....	8
图 18: 教育、社会保障、城乡社区等刚性支出占比抬升.....	8
图 19: 地方政府债务率持续抬升、接近 100%的警戒线.....	8
图 20: 相较新券，再融资券更多向西部和东北地区倾斜.....	8
表 1: 地方政府债务相关监管明显加强 .....	7

## 1、付息压力快速上升，地方政府性基金突出

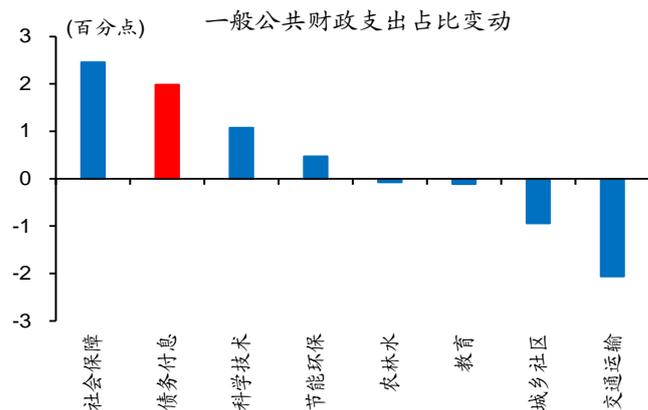
广义财政付息压力近年来快速上升，相对增长幅度在主要支出项中居前。作为较为刚性的财政支出，债务付息规模快速增长，由2015年不到5000亿元增长至2020年近1.4万亿元，占广义财政支出比重从2015年的2%抬升至2020年近4%，抬升幅度在主要支出项中居前。期间，一般财政付息规模占支出比重抬升近2个百分点，抬升幅度仅次于社会保障；政府性基金付息规模占支出比重抬升超3个百分点，抬升幅度为政府性基金主要支出最大。

图1：广义财政付息压力快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

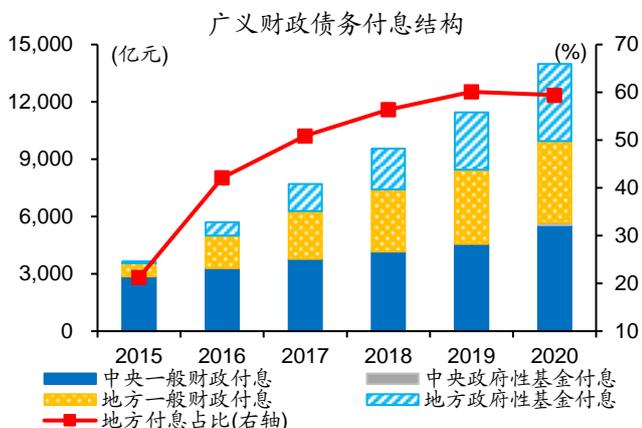
图2：2016年至2020年债务付息增长居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

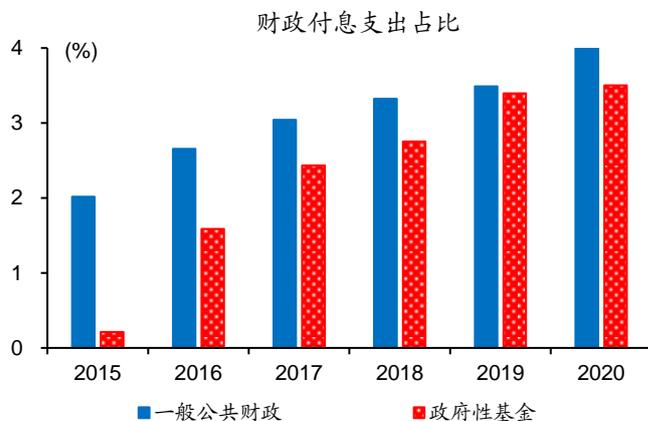
一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升，其中地方政府性基金付息压力抬升较快。2020年，一般财政和政府性基金付息规模分别为9804亿元和4175亿元，分别较2015年增长1.8倍和45.5倍，付息支出占总支出比重分别抬升至4.0%和3.5%。其中，一般财政中央付息规模略大于地方，政府性基金主要由地方贡献。2020年，地方政府性基金付息规模达4037亿元，占地方政府性基金支出比重，较2015年抬升3.3个百分点至3.5%。

图3：地方政府债务付息规模占全部的比重近60%



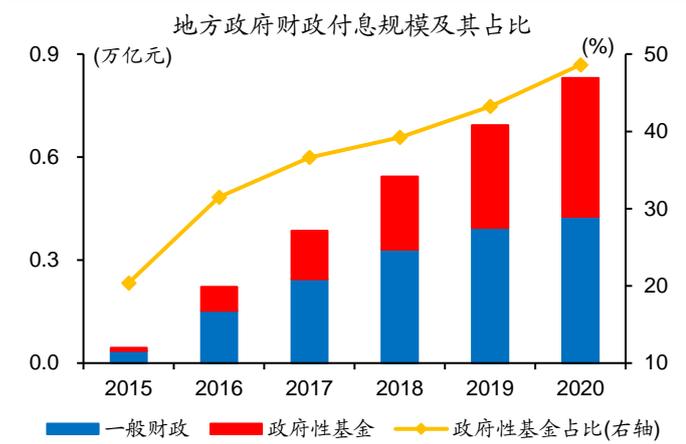
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升



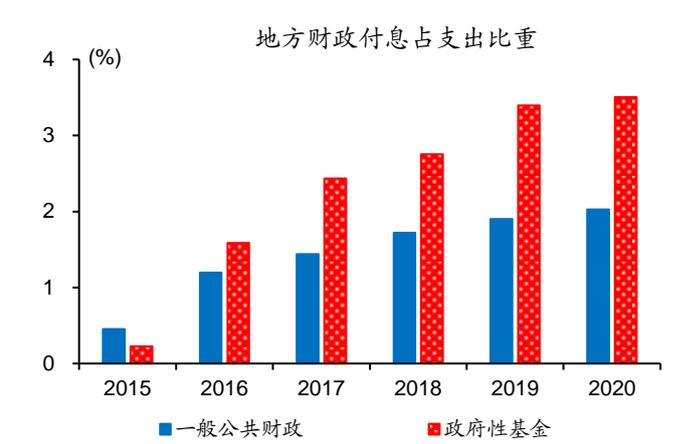
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 地方政府性基金付息规模增长快于一般财政



数据来源: Wind、开源证券研究所

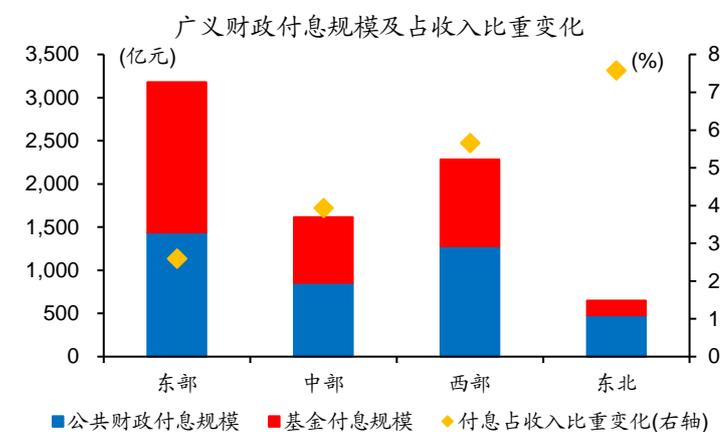
图6: 地方政府性基金付息压力大于一般财政



数据来源: Wind、开源证券研究所

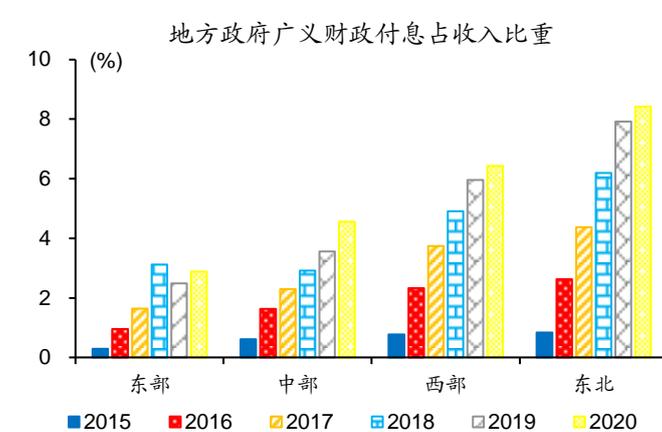
东部和西部付息规模居前，西部和东北付息增长较快、相对压力较大。2020年，广义财政付息规模，东部、中部、西部和东北依次为3181亿元、1615亿元、2282亿元和650亿元，较2015年分别增长15倍、12倍、11倍和12倍。考虑财政收入，东北和西部付息压力较大，付息规模与广义财政收入之比分别为8.4%和6.4%，高于东部的2.9%和中部的4.6%，政府性基金和一般财政付息压力均居前。其中，黑龙江、新疆、重庆、天津等地政府性基金债务付息占收入比重超10%、付息压力较为突出。

图7: 东部付息规模居前，东北付息压力相对较大



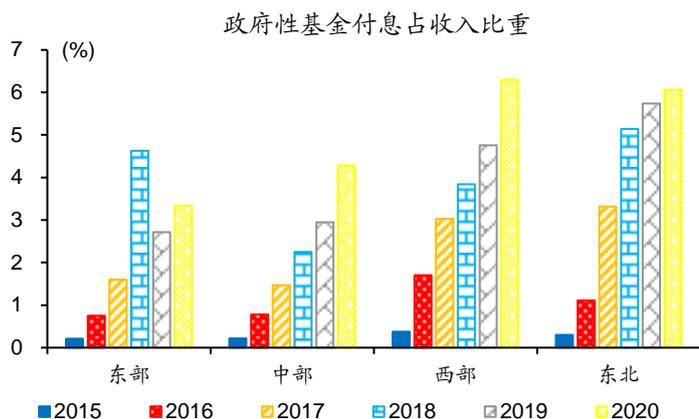
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 西部和东北付息压力增长较快



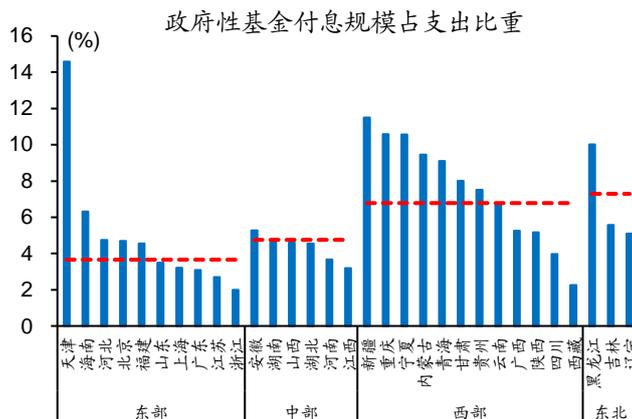
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 西部政府性基金付息压力居前



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 部分省市政府性基金付息压力较为突出

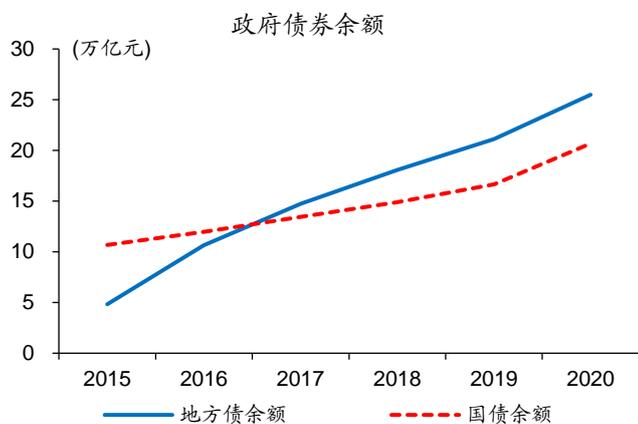


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因

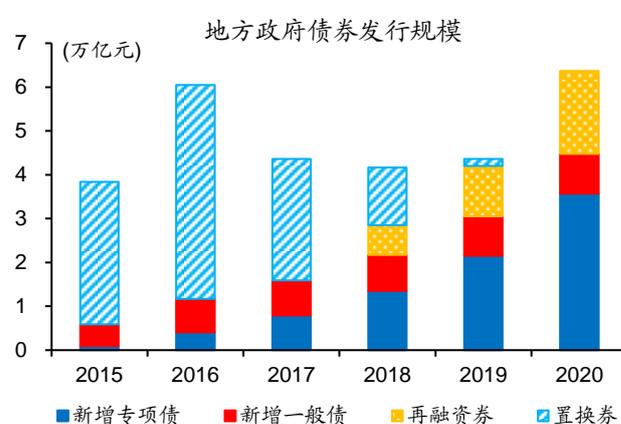
财政付息压力持续上升，缘于国债和地方债快速增长，后者与前期隐性债务置换、近年来新券扩容等有关。2015年以来，国债存量增长1.3倍至20.7万亿元，而地方债存量增长4.3倍至25.5万亿元、是付息压力快速累积的主要推手。其中，2015年至2017年，地方债置换券发行近11万亿元，推动地方债存量超过国债；2018年以来，专项债新券大幅扩张，同时地方债到期续发再融资券，使地方债持续累积。

图11: 近年来，地方债存量规模已超过国债



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 前期置换债大规模发行、近年来专项债新券增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

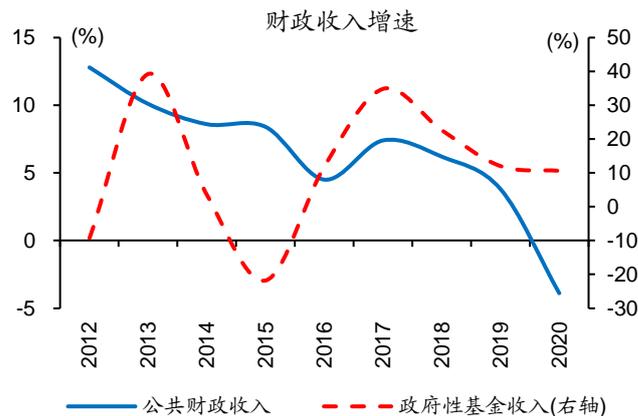
债务累积的同时，财政收入增长放缓，进一步推升债务付息压力。近年来，持续累积的债务带动付息规模年均增长超20%，而广义财政收入增速逐年回落，从2017年最高的13.5%回落至2020年的0.5%。其中，一般公共预算与政府性基金均有拖累，2017年至2019年收入增速分别回落3.6个百分点和22.8个百分点；疫情影响下，2020年一般公共预算收入下降3.9%、近年来首次落入负增长区间。

图13: 近年来, 广义财政收入增速持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

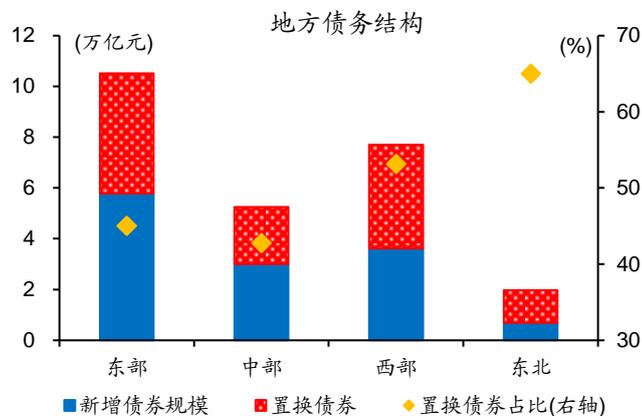
图14: 一般公共预算收入和政府性基金收入增速均回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

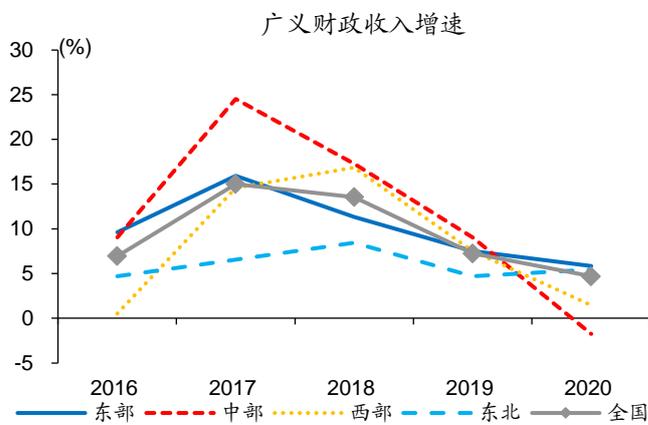
不同地区驱动因素有所不同，东部和东北地区主因存量债务增长，中部和西部地区受财政的拖累同样较为明显。东中部地区付息增长，与近期新增债务快速累积有关；西部和东北则与前期债务置换规模较大有关，西部和东北地区置换债务占比分别达53%和65%；同时，西部地区广义财政收入增速逐步回落，东北地区收入持续低迷，进一步加大债务平衡难度。

图15: 各地区债务持续累积, 西部和东北债务置换较大



数据来源: 财政部、开源证券研究所

图16: 西部广义财政收入逐步回落, 东北地区持续低迷<sup>1</sup>



数据来源: Wind、开源证券研究所

<sup>1</sup> 2020年中部地区广义财政收入增速大幅回落受湖北拖累较为明显。

### 3、债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间

伴随债务压力加快显性化，地方政府债务相关监管明显加强，相关措施逐步落地。地方债的持续扩张，使得存量债务付息压力不断累积；但项目质量等问题，导致项目现金流较难覆盖项目债务性融资，加大地方财政压力。为此，地方债相关监管不断完善，尤其是2020年以来相关措施加快落地，从项目审核、信息披露、绩效考核到债务偿付等，建立项目全生命周期管理，加强地方债全方位监管。

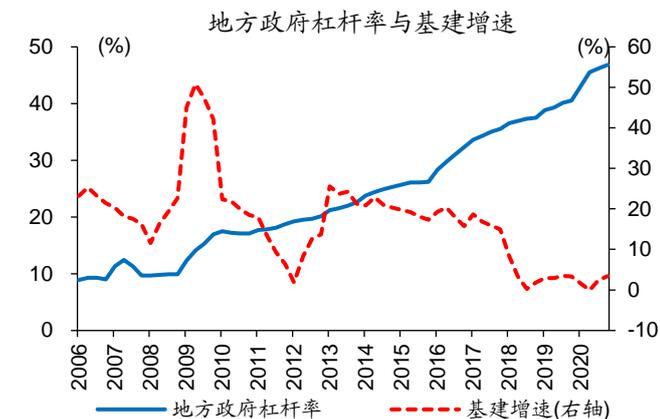
表1: 地方政府债务相关监管明显加强

时间	事件	主要内容
2020年1月	《关于启用地方政府新增专项债券项目信息披露模板的通知》	2020年4月1日起，各地发行地方政府新增专项债券时， <b>须增加披露地方政府新增专项债券项目信息披露模板</b> ，以表格形式展现项目核心信息，将项目融资结构、融资计划、预期收益、预期收益测算依据、总收益对总债务融资本息的覆盖倍数等主要信息提炼出来。
2020年8月	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	加快新增专项债券资金使用进度，依托地方政府债务管理信息系统， <b>对专项债券发行使用实行穿透式、全过程监控</b> ，动态监测地方财政、相关主管部门以及项目单位等各类参与主体，逐个环节跟踪进展， <b>层层压实相关主体责任，强化问责，既要尽快形成实物工作量，也要确保项目质量，提高债券资金使用绩效。</b>
2021年2月	《地方政府债券信息公开平台管理办法》	地方财政部门， <b>在公开平台及时公开地方政府债务限额、余额，地方政府债券发行、项目、还本付息、重大事项、存续期管理，以及经济社会发展指标、财政状况等相关信息。</b>
2021年4月	国新办发布会	加强预算控制约束和风险控制。 <b>实施项目全生命周期管理</b> ，预算支出全部以项目形式纳入预算项目库， <b>未入库项目一律不得安排预算。强化中期财政规划对年度预算的约束</b> ，加强财政运行风险控制，加强重大政策、重大政府投资项目等财政承受能力评估， <b>健全地方政府依法适度举债机制。</b>
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	(1) <b>加强对项目执行情况的分析和结果运用</b> ，将科学合理的实际执行情况作为制定和调整标准的依据。 <b>加快推进项目要素、项目文本、绩效指标等标准化规范化。</b> (2)将项目作为部门和单位预算管理的基本单元，预算支出全部以项目形式纳入预算项目库， <b>实施项目全生命周期管理，未纳入预算项目库的项目一律不得安排预算...实行项目标准化分类，规范立项依据、实施期限、支出标准、预算需求等要素。</b> 建立健全项目入库评审机制和项目滚动管理机制。
2021年5月	《建立健全有利于高质量发展的现代财税体系》	<b>充分利用信息化手段掌握项目资金使用和建设进度等情况...坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加隐性债务的要求。</b>
2021年6月	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	(1) <b>提高专项债券资金使用效益，有效防范政府债务风险...专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理...坚持“举债必问效、无效必问责”</b> ...注重融资收益平衡与偿债风险。 (2)将事前绩效评估作为项目 <b>进入专项债券项目库的必备条件...对专项债券项目实行穿透式监管</b> ...每年选取部分重大项目开展重点绩效评价...对严重偏离绩效目标的项目要暂缓或停止拨款，督促及时整改...项目无法实施或存在严重问题的要及时追回专项债券资金并按程序调整用途。

资料来源：中国政府网、国新办、财政部、开源证券研究所

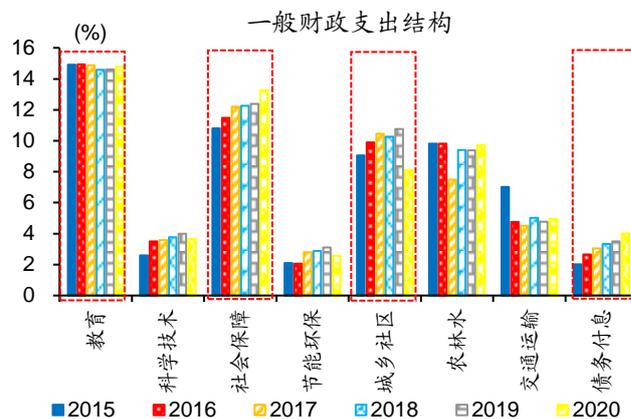
债务付息等刚性支出增多，进一步降低地方政府负债驱动投资的动能。伴随地方债务的持续累积、监管加强等，传统负债驱动增长动能逐步减弱，基建投资增速中枢逐步下移。同时，存量债务不断累积下，债务付息支出不断上升，叠加社会保障等其他刚性支出，掣肘财政支出腾挪空间，进一步降低地方政府负债驱动投资的动能。

图17: 地方政府杠杆抬升, 而基建投资增速中枢下移



数据来源: Wind、开源证券研究所

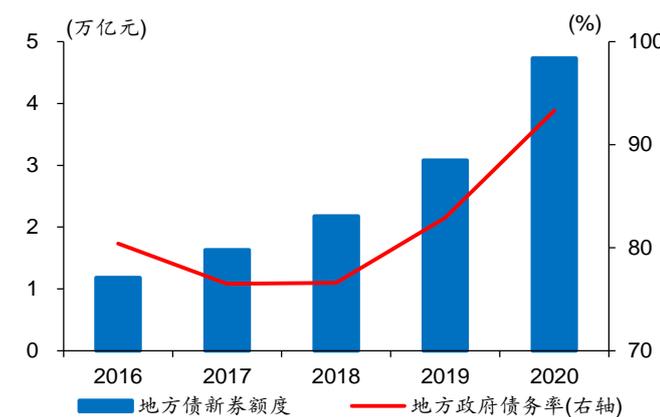
图18: 教育、社会保障、城乡社区等刚性支出占比抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

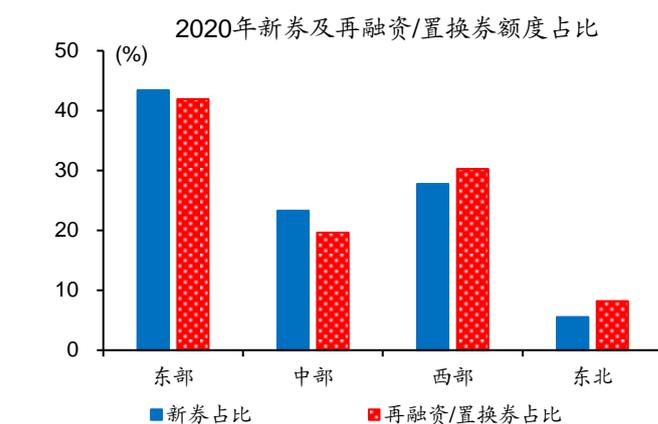
地方债或告别高增长，新券额度未来可能逐步下降，分配或更加注重项目质量等因素。持续累积的债务，不仅使得利息刚性支出大增，还推升地方政府债务率至94%、接近100%警戒线，成为影响未来政策空间和思路的重要因素。政策“调结构”、“防风险”背景下，地方债增长或逐步放缓，新券额度可能逐步下降；伴随“零基”预算等改革逐步落地，地方债额度分配或更加注重项目质量、绩效等。

图19: 地方政府债务率持续抬升、接近100%的警戒线



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 相较新券, 再融资券更多向西部和东北地区倾斜



数据来源: 财政部、开源证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 广义财政付息压力近年来快速上升, 地方政府性基金付息增长尤为突出。

其中，东部和西部付息规模居前，西部和东北付息增长较快、相对压力较大。

(2) 财政付息压力持续上升，缘于国债和地方债快速增长，后者与前期隐性债务置换、近年来新券扩容等有关。债务累积的同时，财政收入增长放缓，进一步推升债务付息压力，尤其是部分前期债务增长较快的地区。

(3) 伴随债务压力加速显性化，地方债相关监管明显加强，传统负债驱动型投资动能明显弱于以往。地方债或告别高增长，新券额度未来可能逐步下降，分配或更加注重项目质量等因素。

#### 4、风险提示

债务监管趋严，数据统计过程中的偏差。

## 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