



## 宏观研究

## 【粤开宏观】从财税视角看贵州：茅台的“酒”能否解债务的“愁”

2022年09月26日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨、牛琴

## 近期报告

《【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8月金融数据点评》2022-09-10

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

《【粤开宏观】8月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界》2022-09-16

《【粤开宏观】复盘本轮欧洲能源危机：特点、成因及影响》2022-09-18

《【粤开宏观】美联储破釜沉舟：9月美联储议息会议点评》2022-09-22

## 摘要

贵州地处我国西南内陆腹地，山水相隔，地形破碎，土地贫瘠，不适农耕，素有“八山一水一分田”的说法。贵州经济长期相对落后，贫困人口、贫困面积、贫困程度都创下全国之最，是全国脱贫攻坚的主战场之一。自然条件限制下，全省经济发展呈现出总量小、人均低的特征，2021年贵州省地区生产总值为19586亿元，排全国第22位；人均GDP为50808元，排全国第28位，仅高于甘肃、黑龙江和广西三省。

当前，贵州财政最鲜明的特点是债务问题，引发各方较大关注。中央和贵州陆续出台了化债的一系列政策文件，贵州仍处于化解债务风险的攻坚期。总体来看，贵州省财政主要具有以下七大特征：第一，财力吃紧态势加剧，对全国财政贡献为负，高度依赖中央转移支付，2020年中央对贵州省一般公共预算转移支付是全省一般公共预算收入的1.82倍。第二，纵向收入分配中，省本级收入占比高，2020年贵州省省本级一般公共预算收入占比达到26.3%。第三，工业及制造业基础薄弱，制约贵州省经济发展，造成全省税收来源单一、财政增收困难、抗风险能力差的局面。贵州省制造业贡献的税收占比低于三成，且主要集中于烟酒两大产业，技术密集程度较低。第四，创造的税收中消费税（中央税）占比偏高，高出全国平均水平9.5个百分点，主要源于贵州是烟酒生产大省，而消费税是烟酒行业中的重要税种。年报数据显示，2021年贵州茅台缴纳的消费税为120.6亿元，占税金及附加的78.8%。第五，财政收入总量低、质量差，税收占比在31个省份中排名最末。第六，财政自给率低位运行，财政压力由省级至区县级地方政府逐级递增，基层财政困境持续深化。第七，债务负担较重、化债压力较大。截至2021年末，贵州省负债率为60.6%，超过国际警戒线水平，全国排名第2；考虑隐性债务后，广义负债率攀升至137.0%。

风险提示：地方财政形势超预期变化；



## 目 录

一、贵州省财政体制与税源结构概况 .....	3
二、贵州财政形势：总量小、增速低，区域分化明显，自上而下财政收支矛盾逐级加大 .....	4
三、贵州债务形势：债务规模大、负债率高，局部地区债务风险持续扩大 .....	5



## 一、贵州省财政体制与税源结构概况

根据《中国财政年鉴 2021》《中国税务年鉴 2021》《贵州统计年鉴 2021》及贵州省各级地方政府财政决算报告，贵州省财政体制和税源结构呈现出以下特点：

**第一，从对全国财政的净贡献来看，位于我国西部地区的贵州省对全国财政净贡献为负，中央转移支付对贵州省财政平衡起重要作用。**2020 年，贵州省对中央财政的净贡献为-1985 亿元，在全国排名第 22 位，仅居黑龙江、四川、河南、湖北、新疆、甘肃、云南、湖南和广西之前。贵州省作为我国唯一没有平原支撑的省份，经济基础薄弱、财力吃紧，对中央转移支付较为依赖。2020 年中央对贵州省一般公共预算转移支付 3259 亿元，是全省一般公共预算收入的 1.82 倍，成为地方财力的主要来源。

**第二，从省以下财政体制来看，贵州省的省本级在纵向收入分配中相对集权。**贵州省的省级政府需兼顾全省性重大民生支出，重点经济建设以及对民族地区、贫困地区、革命老区的扶持力度，因此收入统筹力度较大。2020 年贵州省省本级、市本级、县级及以下政府一般公共预算收入占比分别为 26.3%、22.0%和 51.7%。其中，税收收入在省本级、市本级、区县纵向间的分配比例为 20.7%、20.7%及 58.6%。茅台集团、贵州中烟、瓮福集团和盘江集团 4 户企业的企业所得税，中国移动通信等 13 户企业的企业所得税均为省级固定收入，除此之外增值税、企业所得税、个人所得税三大税种地方分享部分按省、市、县三级“2:2:6”比例分享。与税收收入相比，贵州省本级政府非税收入截留比例更高，2020 年非税收入在三级政府间的分配比例为 35.1%、24.0%和 40.9%，主要原因在于 85.7%的国有资本经营收入归贵州省本级政府所有。

从支出来看，贵州省财政支出责任下沉区县，基层财政支出压力明显。从支出层级来看，2020 年贵州省省本级、市本级、县级及以下政府一般公共预算支出占比分别为 20.3%、15.4%和 64.3%。与收入占比相比，区县级政府支出责任更大，这样的财力与事权划分在一定程度上加大了基层政府收支平衡难度，需要通过省对下一一般性转移支付予以补助。从支出结构来看，贵州省省本级、市本级与区县级政府间事权划分较为分明。省级政府集中财力主要用于交通运输、农林水、社保和就业等基建和全省性重大民生性支出，城乡社区、节能环保、教育等方面支出主要由区县级政府承担，以上三项支出中区县级地方政府支出占比分别为 89.7%、81.0%和 80.8%。

**第三，贵州省工业及制造业基础薄弱，制造业对全省贡献的税收低于三成，且主要集中于烟草和白酒两大产业，技术密集程度较低。**从全国范围来看，贵州省工业基础比较薄弱、制造业实力欠缺。2021 年贵州省工业增加值全国排名第 22，第二产业增加值占全省经济总量的 35.7%，远低于第三产业；在 2021 中国制造业 500 强企业中，贵州省仅有贵州茅台和贵州磷化两家企业上榜，是我国顶级制造业企业最少的省份之一。制造业作为实体经济的基础，其发达程度在很大程度上决定了地区经济发展水平及发展高度，进而影响到税收的稳定性与可持续性。2020 年贵州省制造业创造的税收占比仅为 27.7%，低于全国平均 3.2 个百分点；从细分行业来看，烟草制造业以及酒、饮料和精制茶制造业创造的税收占制造业的比重为 78.3%。

**第四，从税种来看，增值税、企业所得税、消费税、个人所得税和契税是贵州省税收收入主要来源；与全国平均水平相比，贵州省消费税占比偏高，与其以烟酒主导的产业结构有关。**增值税仍是贵州省第一大税种，2020 年增值税贡献了贵州税收收入的 36.3%。其次为企业所得税、消费税、个人所得税和契税，占比分别为 21.2%、17.3%、4.5%和 4.0%。值得注意的是，与全国平均水平相比，贵州省消费税占比偏高，高出全国平均水平 9.5 个百分点，主要源于贵州是烟酒生产大省，而消费税是烟酒行业中的重要税种。年报数据显示，2021 年贵州茅台税金及附加合计 153.0 亿元，其中消费税为 120.6 亿元，占税金及附加的 78.8%。相较而言，贵州省增值税和个人所得税占比偏低，



分别较全国平均水平低 6.3 和 2.6 个百分点。

## 二、贵州财政形势：总量小、增速低，区域分化明显，自上而下财政收支矛盾逐级加大

**第一，总量低位徘徊、分布极化效应明显是当前贵州省财政收入形势的重要特征。**西部地区是我国经济建设的薄弱环节。2021 年，贵州省一般公共预算收入为 1969 亿元，仅位列全国第 22 名；一般公共预算收入两年平均增速为 5.6%，排全国第 14 位。

贵州省财政的另一重要特征是极化效应明显。从一般公共预算收入看，省会贵阳及拥有贵州茅台的遵义在全省中占比颇高。2021 年贵阳及遵义两市一般公共预算收入分别为 426.7 亿元及 270.2 亿元，占全省财政收入的比重分别为 21.7% 及 13.7%，是贵州省财政创收的中坚力量。除贵阳及遵义外，其余 7 市一般公共预算收入均在 60-125 亿元之间。区县方面，贵州省区县级财政自身的供血能力较差。一方面，是受自身经济发展水平限制；另一方面，也是贵州省收入上移分配体制的结果。2021 年，除遵义怀仁市（85.8 亿元）、贵阳观山湖区（58.0 亿元）两个区县外，其他区县一般公共预算收入均低于 50 亿元，其中 55 个区县一般公共预算收入低于 10 亿元。

**第二，贵州整体财政收入质量较差，财政收入的稳定性有待加强。**相比一般公共预算收入，税收收入是经济发展结果的最直接体现。2021 年贵州省税收收入占一般公共预算收入的比重为 59.8%，在 31 个省市中排名最末，比倒数第二名宁夏的税收收入占比还低 5.6 个百分点。分地市来看，贵州省各地市税收收入占比有一定分化。税收收入占比最高的贵阳（76.9%）与占比最低的黔西南州（40.2%）相差 36.7 个百分点。除贵阳与遵义外，贵州省其它地市税收收入占比均在 70% 以下。

**第三，贵州省财政自给率持续低位运行，财政压力由省级政府至区县级地方政府逐级递增，财政“紧平衡”形势严峻，基层财政困境持续深化。**2021 年贵州省财政自给率为 35.2%，远低于全国平均水平，居全国第 22 位。在地市层面，各地市财政自给率与当地经济发展程度高度相关，极化效应依旧明显。省会贵阳市自给率相对较高，2021 年财政自给率为 62.6%。贵阳以外的 8 地市财政自给率均较低，在 14%-35% 之间低位徘徊。地方政府财政自给能力明显偏弱，财政困难现象普遍且程度较深。从区县来看，贵州省地方政府财政困难表现更加深刻。2021 年，贵州省 88 个区县中，财政自给率超过 50% 的仅有 7 个，分布在贵阳（5 个）、遵义（1 个）和黔西南（1 个）三地。财政自给率排名靠后的区县大多属于黔东南、铜仁等发展程度相对更低的地区，其中铜仁市沿河土家族自治县财政自给率甚至低至 6.8%。贵州省区县级政府财政自给能力弱于省级政府，财政困难现象普遍且程度较深，基层政府面临较大财政风险。

**第四，从政府性基金收入看，贵州省政府性基金收入增长迅速，一般公共预算收入总量较小，导致地方财力对土地财政的依赖程度高。**2021 年贵州省的政府性基金收入为 2381 亿元，排全国第 16 位。2020-2021 两年平均增速为 18%，仅次于上海（24.8%）、江苏（21.4%）与吉林（18.8%），位列全国第 4，增长迅速。在地级市层面，贵阳市仍然以 788.3 亿元遥遥领先。遵义市（454.7 亿元）、黔南州（260.2 亿元）两市政府性基金收入紧随其后。其他城市政府性基金收入规模均在 200 亿以下，分布在 60-160 亿元之间。

以政府性基金预算收入 / (一般公共预算收入 + 政府性基金预算收入) 来近似衡量贵州对土地财政的依赖程度。2021 年，贵州省土地依赖度高达 54.7%，高居全国第三位。由于一般公共预算收入低，贵州省对土地财政的依赖程度较大。地市层面，贵州省所有地市土地财政依赖度均超过 50%，土地财政在补足财政缺口中发挥重要作用。其中，黔



南州、铜仁市和贵阳市的土地财政依赖程度最高，政府性基金收入占两项收入之和的比重高达 69.3%、67.3%和 64.9%，黔东南州、毕节市和安顺市对土地财政依赖程度较低，分别也达到了 55.1%、51.9%和 50.4%，均超过 50%。

### 三、贵州债务形势：债务规模大、负债率高，局部地区债务风险持续扩大

**第一，债务规模大、负债率高、付息压力大是贵州省地方债务的重要特征。**截至 2021 年末，贵州省政府地方政府债务余额为 11874 亿元，较 2019 年增加 2201 亿元，两年平均增速为 10.8%。考虑地区生产总值后，2021 年贵州省负债率为 60.6%，超过国际警戒线水平，在全国 31 省份中排名第 2，仅次于青海省。高负债率使得贵州债务付息压力加大，尤其是专项债务。2021 年贵州专项债务付息率（专项债务付息支出/政府性基金支出）达到 6.6%，在全国 31 个省份中排名第 5。随着房地产进入下行周期、土地出让收入下滑，政府性基金收入对专项债务利息的覆盖能力进一步下降，可能触发财政重整条件，影响地方政府正常运转。

**第二，贵州省各地市债务余额普遍较高，4 城债务规模达千亿级别。**贵阳债务余额最高，2021 年债务规模高达 2499 亿元，占全省债务余额的比重达到 21.0%。遵义、毕节及黔南州紧随其后，债务规模均超过 1000 亿元，其他地市债务余额也在 600 亿元以上。从负债率来看，贵州省各地级市债务负担均较重。2021 年贵州省负债率水平最高的是黔南州，达到 61.2%；其他地市负债率均分布在 40%-60%之间，负债率最小的遵义市，也有 42.6%。在区县层面，贵州省债务形势进一步恶化，88 个区县中，2021 年负债率超过 60%警戒线的有 13 个，其中黔南州的三都水族自治县最高，达到 106.9%。

**第三，除显性债务外，贵州隐性债务规模与化债压力均较大，广义债务率居全国第二。**随收支缺口拉大，地方政府隐性融资冲动强烈。截至 2021 年底，贵州省城投融资平台形成的有息债务规模达到 14799 亿元，是显性债务规模的 1.2 倍。以（地方政府债务余额+融资平台有息债务）/GDP 测算地方广义负债率，则贵州省广义负债率攀升至 137.0%，在 31 个省份中排名第 2，仅次于天津市，债务问题已成为地区发展的重大挑战。分地市来看，安顺、贵阳和六盘水三市广义负债率均超过 100%，其余地市在 75% 以上。

**贵州省债务困境既有发展阶段的原因，也有深层的制度原因。**一是有限的财政收入与民生保障、产业发展所需的财政支出不匹配。随着经济增长动能转换，贵州省烟酒、能源等传统支柱税源增速下降明显，新兴产业税源尚未形成规模，难以有效支撑财政需要。二是财权与事权分配失衡，财政收入上划、层层分割，支出责任下移、层层下推，导致基层政府收入缺口逐级扩大。第三，政府拉动的增长模式造成政府投资负担过重。

近年来，贵州债务问题得到了党中央、国务院的高度重视，关于支持贵州化债的文件频出。2022 年 9 月 9 日，财政部发布《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》，指明地方政府化债的三步走，一是“缓”，与金融机构协商进行展期、债务重组等，缓解债务集中后还本压力，防止因债务违约引发市场恐慌；二是“降”，逐步降低债务付息成本，缓解付息压力，以时间换空间；三是“还”，通过盘活存量资金、争取地方政府债务额度等方式筹集资金，逐步融化债务冰山。

相较于常规的化债方式，投资者更关注“茅台化债”能否重现。贵州茅台及其背后的茅台集团在贵州乃至全国来看，都是极为优质的国有资产，不仅是贵州省偿债资金来源的压舱石，还为贵州国企及城投平台进行“信仰充值”。具体来看，茅台化债实际上有三种方式：一是卖股还债，也是最为常见的一种。历史上曾发生过两次，2019 年 12 月，茅台



集团将 5024 万股、4%的贵州茅台股份无偿划转至贵州省国资运营公司,开启“茅台化债”之路。2020 年 12 月,茅台集团再次划转 4%股权,以当日收盘价算,股权价值约 925 亿元。二是低息发债,利用茅台集团良好信用在资本市场筹集资金化解债务。2020 年 9 月,茅台集团首次公开发债,融资 150 亿元,用于收购贵州高速,缓解其债务压力。三是由茅台系购买贵州各级政府的城投债。值得注意的是,贵州茅台属于省级国有企业,在极端情况下可以处置变现应急,确实对贵州省债务起到一定的兜底作用。据 2022 年中报,贵州集团持有贵州茅台 54%的股权,期末参考市值达 13871 亿元。但受制于层层问责机制及国有资产流失问题,实际可操作空间有限,“杀鸡取卵”行为亦不可为。除茅台集团外,贵州省国资委下还拥有贵州磷化、贵州盘江煤电、贵州高速、贵州机场集团等省级国企,但资产规模、资产优质性及可变现性无法与贵州茅台相比,部分还需要贵州茅台输血。

**十四五时期仍是贵州省打好防范化解地方政府债务风险阻击战的关键期,要妥善处理好“保当前”与“谋长远”的关系。**一方面,多举措并举,防范债务违约风险。在坚决遏制新增隐性债务的基础上,展期、债务重组、盘活存量资产、降低债务利息成本等多措并举,化解存量隐性债务,支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点。另一方面,扩大数字经济比较优势,涵养培植税收新增长点。贵州是“东数西算”8 大枢纽之一、综合算力位居全国“第一方阵”,数字经济增速连续 7 年全国第一。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)