



宏观研究

# 【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对

2023年01月04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：牛琴

电话：13681810367

## 近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看宁夏：“塞上江南”的财政之困》2022-12-18

《【粤开宏观】2023年财政如何“加力提效”》2022-12-19

《【粤开宏观】从财税视角看山西：资源型省份的财政转型与出路》2022-12-21

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

## 摘要：

中央经济工作会议两次提及防范化解地方政府债务风险，再次强调统筹发展与安全。厘清地方政府债务风险以及探寻应对之道是非常重要的工作。

## 一、如何看待地方债务风险？

第一，认识债务风险要放在财政整体运行的角度，债务是除转移支付外收支缺口的重要弥补方式，是财力与支出责任的缺口。近年来，财力和支出责任出现三大变化快速推升了地方政府债务：一是经济持续下行加之大规模减税降费，宏观税负持续下行。二是中央对地方政府的考核从单一 GDP 转到多元目标，经济增长之外还包括环境保护、脱贫攻坚、防范化解风险等，导致地方政府支出责任范围扩大、刚性程度上升。三是经济风险财政化增加政府的潜在支出责任。

第二，我国地方政府债务上升与我国所处的经济发展阶段有关，债务和投资驱动型的增长模式去驱动着地方政府债务规模和债务率呈现出持续上升的趋势。分税制（财权和事权不匹配）、城镇化只是表面原因，不能完全解释，政绩考核机制和近乎无限责任政府是根本驱动因素。

第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，是否产生期限错配的问题。具体而言：

一方面，专项债越发名不副实，从经济和社会收益角度，已成为事实上的一般债，不能实事求是反映风险；在包装发行、使用方向等环节增加了地方政府的负担。

另一方面，隐性债务集中体现在城投有息债务，在宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；在微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，近期支持拿地。

## 二、当前地方债务风险形势如何？

总体上地方政府显性债务压力可控，债务风险主要集中在城投平台等主体形成的隐性债务。

宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，前期支持拿地再度恶化现金流。

截至 2021 年底，我国地方政府债务率为 105.4%，负债率 26.7%，显性债务压力尚可控。但是考虑融资平台的有息债务后，整体偿债压力较大，尤其是中西部财政实力较弱的省份。考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义



债务率和广义负债率分别达到 259.5%和 65.7%，均处于较高水平。

城投平台有息债务纵向层级分布与区域财力相关。从全国来看，城投平台的层级分布较为均匀，省级、地市级和区县三分天下，占比相当。但具体到各省则大不相同，强区县省份浙江、江苏县级城投债务占比分别达到 71.8%和 59.2%；而宁夏、甘肃、西藏、吉林等属于弱区域，市县平台举债较为困难，隐性债务主要集中在省级和地级市平台。

城投短期债务占比较高，债务滚续频繁。在城投平台有息债务中，短期债务规模占比达到 24.5%，意味着一年内近四分之一债务需要借新还旧。

### 微观上，城投平台的经营情况持续恶化：

一是城投平台资产负债率缓慢抬升。从 2014-2021 年，城投平台资产负债率中位数上升到 2021 年的 58.2%，较 2014 年提高 9.8 个百分点。从整体资产负债率分布来看，近 1/10 的城投公司资产负债率超过 70%，62.6%的城投公司资产负债率分布在 50%~70%。

二城投平台还本付息能力逐年下降。从还本能力来看，以有形资产/城投平台带息债务衡量还本能力，自 2014 年以来整体呈现出下降趋势，2021 年该数值中位数仅为 1.0，即变卖所有有形资产刚刚够偿还所有带息债务。以经营活动产生的现金流、EBITDA 对企业带息债务的覆盖能力也较差，2014-2021 年城投平台经营活动产生的现金流净额/带息债务大于 1 的占比较小，2021 年仅有 0.02%，EBITDA/带息债务也呈现逐年下降趋势，2021 年中位数仅为 5.0%。从付息能力来看，企业利润对利息的覆盖亦呈下降趋势，2021 年 EBIT/利息费用中位数仅为 2.8，加回折旧摊销后 EBITDA/利息费用中位数也仅有 3.9。

三是城投平台盈利能力较弱，ROA 中位数不足 1%。城投平台盈利能力较弱，与一般企业债相比财务数据上并不具有投资吸引力。净资产收益率的中位数从 2014 年的 2.9%下降至 2021 年的 1.4%，总资产收益率的中位数从 2014 年的 1.5%下降到 2021 年的 0.6%。

除了债务风险外，未来财政还面临以下五大风险：一是房地产风险引发的财政冲击。二是金融风险财政化。三是城投风险与财政风险交织。部分高度依赖土地出让收入的地区土地出让收入大幅下降，而目前民营房企整体遇到现金流困难，部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血，但是城投也面临债务问题，这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。四是通胀风险引发的财政冲击。五是突发疫情、地缘政治因素等引发的财政冲击。

### 三、如何推动改革应对？——联动改革

第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。深化党和国家体制、行政事业单位改革，强化绩效管理。

第二，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度。



第三，建立政策出台前评估和实施效果问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。

第四，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。

第五，尽快稳定宏观税负，不宜再出台大规模减税降费，结构性加税（房地产税、消费税、环保税、资源税）。

第六，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第七，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。

第八，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政。

**风险提示：**经济转型困难；经济恢复不及预期



## 目 录

一、如何看待地方政府债务风险？ .....	5
二、当前地方债务风险形势如何？ .....	8
（一）地方政府债务风险 .....	8
（二）经济社会风险财政化，加大未来地方政府债务风险 .....	20
三、如何推动改革应对？——联动改革 .....	21

## 图表目录

图表 1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于 GDP 名义增速 .....	5
图表 2：一般公共预算收入和税收收入占 GDP 比重的变化趋势 .....	6
图表 3：历年广义宏观税负 .....	6
图表 4：国有土地使用权出让金占 GDP 比重变化趋势 .....	7
图表 5：广义宏观税负变化趋势 .....	7
图表 6：城投平台有息债务规模及增速 .....	7
图表 7：2021 年分省份城投平台有息债务余额 .....	8
图表 8：2021 年分省份显性负债率 .....	9
图表 9：2021 年分省份城投负债率 .....	10
图表 10：2021 年分省份广义负债率 .....	11
图表 11：2021 年分省份地方政府债务率与负债率情况 .....	12
图表 12：全国城投有息债务层级分布 .....	13
图表 13：分省份城投有息债务层级分布 .....	13
图表 14：城投债到期偿量 .....	14
图表 15：分省份城投债到期偿还分布 .....	15
图表 16：分行业城投债到期偿还分布 .....	15
图表 17：城投平台资产负债变化情况 .....	17
图表 18：城投平台有形资产/带息债务分位数 .....	17
图表 19：经营活动产生的现金流量净额/带息债务分布 .....	17
图表 20：城投平台 EBITDA/带息债务分位数 .....	18
图表 21：城投平台 EBITDA/利息费用分位数 .....	18
图表 22：城投平台 EBIT/利息费用分位数 .....	19
图表 23：城投平台 ROE 分位数分布 .....	19
图表 24：城投平台 ROA 分位数分布 .....	20



## 一、如何看待地方政府债务风险？

第一，认识地方债务风险要放在财政整体运行的角度，债务是除转移支付外收支缺口的重要弥补方式，是财力与支出责任的缺口。近年来，财力和支出责任出现了一些新的变化使得债务形势逐渐恶化。

一是经济持续下行加之大规模减税降费，宏观税负持续下行，财政汲取能力下降。2008 年国际金融危机之后，我国经济总体上持续下行，期间虽因逆周期调节有所波动，但不改整体下行趋势。疫情爆发以来的三年，大规模减税降费退税等措施持续出台以稳定经济，宏观税负持续下行。2021 年一般公共预算收入与 GDP 之比为 17.7%，税收收入与 GDP 之比仅有 15.1%，为 2015 年以来最低水平，预计 2022 年还要进一步下降。减税降费固然提高了市场主体的抗风险能力，但是在居民和企业预期较弱的背景下，难以转化为企业的投资和居民的消费，即分子端减税降费推升了债务、分母端经济增长不明显，因此地方政府的负债率和债务率进一步攀升。未来随着土地出让收入下行，地方政府财政汲取能力下降。

二是 2012 年以来，中央对地方政府的考核发生了变化，明确不再以 GDP 论英雄，但实际上地方政府面临的目标更加多元，包括环境保护、脱贫攻坚、防范化解重大风险等，这意味着地方政府支出责任的范围扩大、刚性程度上升，地方政府的收支缺口随之扩大。

三是经济社会风险财政化，增加政府的潜在支出责任，推升债务。债务风险的形成固然有外部的冲击，如中美贸易摩擦等，还部分地源于内部非经济政策与经济政策之间的不协调，尤其是环保一刀切、市场监管等过严。一刀切的非经济政策导致经济下行、企业经营困难，社会呼吁财政发力来解决这些问题，即经济风险财政化，这在无形中形成了政府的潜在支出责任，进一步导致政府债务增加。同时，部分地方政府超前承诺的问题也加大了潜在政府债务，比如省级政府要办为老百姓办 10 件实事，到市县就要办 15 件甚至 20 件。

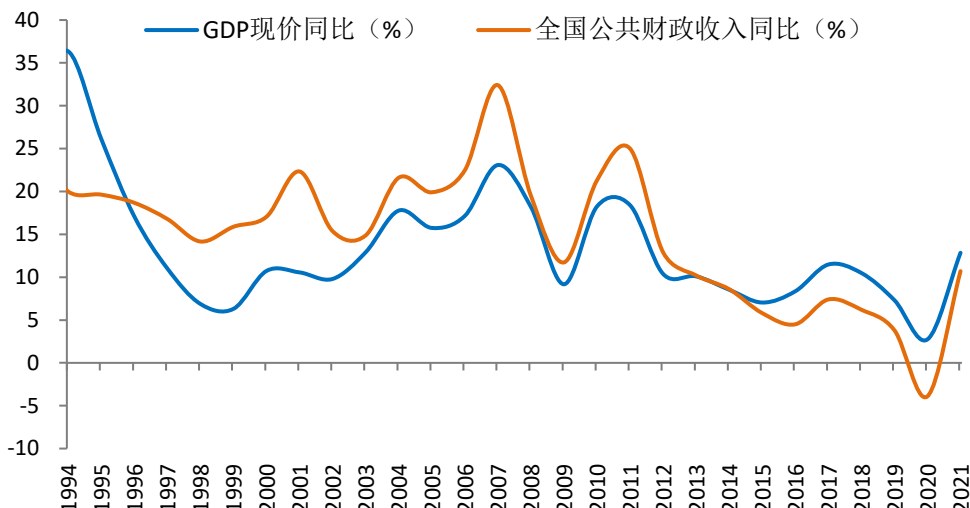
第二，我国地方政府债务上升与我国所处的经济发展阶段有关，债务和投资驱动型的增长模式去驱动着地方政府债务规模和债务率呈现出持续上升的趋势。分税制（财权和事权不匹配）、城镇化只是表面原因，不能完全解释，政绩考核机制和近乎无限责任政府是根本驱动因素。分税制并不必然导致地方债务，因为中央转移支付给地方政府后，实际上中央占比非常低，收支差通过国债弥补，真正的原因是政府职能的扩展和不稳定，这又源于政府与市场关系未能法治化定型。

第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，是否产生期限错配的问题。

一方面，专项债越发名不副实，从经济和社会收益角度，已成为事实上的一般债，不能实事求是反映风险；在包装发行、使用方向等环节增加了地方政府的负担。

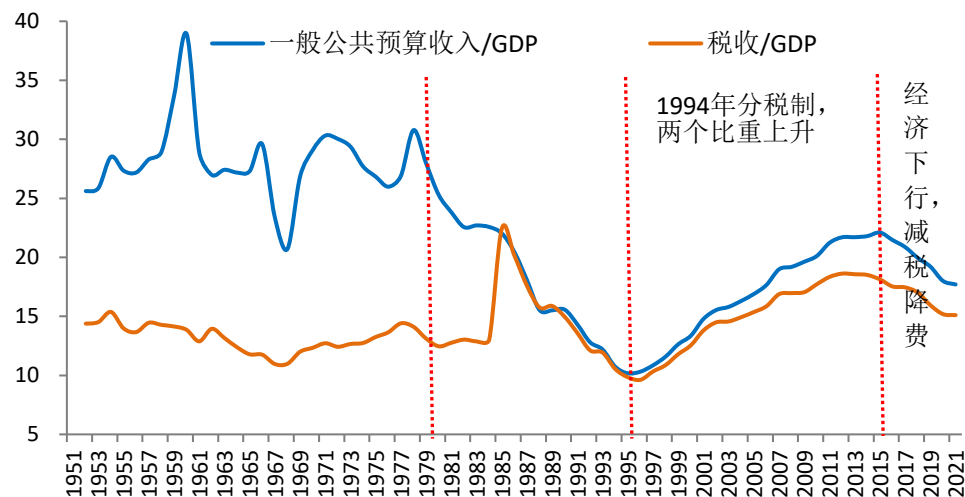
另一方面，隐性债务集中体现在城投有息债务，在宏观风险上，偿还本金集中到期、偿债利息加大、债务支出使用效率下降、债务支出并未形成优质的资产；在微观风险上，城投公司总体上盈利能力弱、现金流差，近期支持拿地进一步恶化了现金流。

图表1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于 GDP 名义增速



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表2: 一般公共预算收入和税收收入占 GDP 比重的变化趋势



资料来源: wind、粤开证券研究院

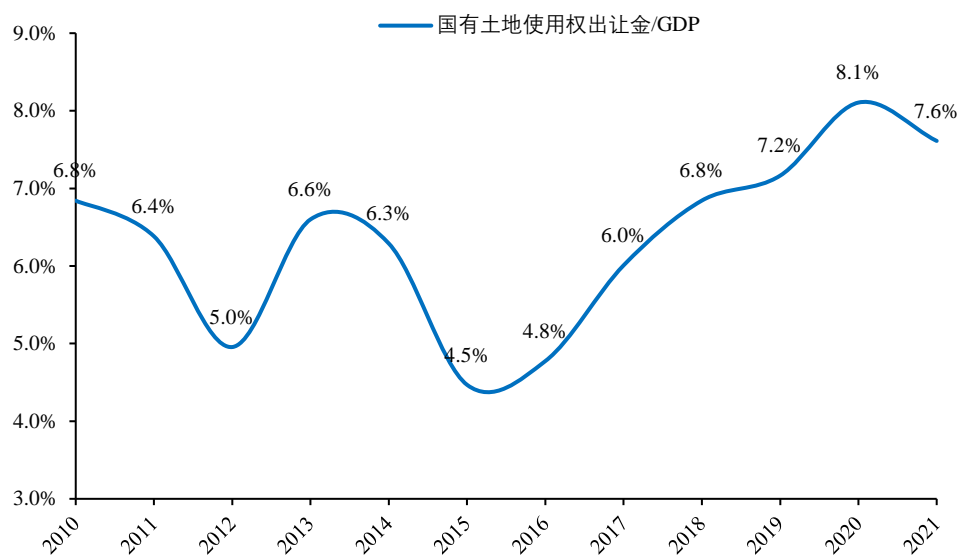
图表3: 历年广义宏观税负

年份	一般公共预算收入 (1)	其中: 税收收入	政府性基金预算收入 (2)	其中: 土地出让金	其中: 国有土地收益基金	国有资本经营预算收入 (3)	社会保险基金预算收入 (4)	其中: 财政补贴	合计(1)+(2)+(3)+(4)+(5)	GDP现价	一般公共预算/GDP	广义宏观税负
2010	83102	73211	36785	28198	1025	#N/A	17071	#N/A	141157	412119	20.2%	
2011	103874	89738	41363	31140	1094	#N/A	25758	#N/A	172693	487940	21.3%	
2012	117254	100614	37535	26692	897	1496	31411	#N/A	149854	538580	21.8%	
2013	129210	110631	52289	39142	1280	1713	35994	7372	177029	592963	21.8%	35.7%
2014	140370	119175	54114	40480	1414	2008	40439	8447	198463	643563	21.8%	35.5%
2015	152269	124922	42338	30784	1025	2551	46354	10244	233268	688958	22.1%	33.9%
2016	159605	130361	46643	35640	1190	2609	50112	11089	247881	746395	21.4%	33.2%
2017	172593	144370	61480	49997	1771	2581	58438	12352	282739	832036	20.7%	34.0%
2018	183360	156403	75479	62911	2044	2906	79003	16777	323970	919281	19.9%	35.2%
2019	190390	158000	84518	70679	1764	3972	83152	19103	342929	986515	19.3%	34.8%
2020	182914	154312	93491	82159	1893	4775	75864	21016	336028	1013567	18.0%	33.2%
2021	202555	172736	98024	84978	1992	5170	96877	22606	380021	1143670	17.7%	33.2%

资料来源: wind、粤开证券研究院

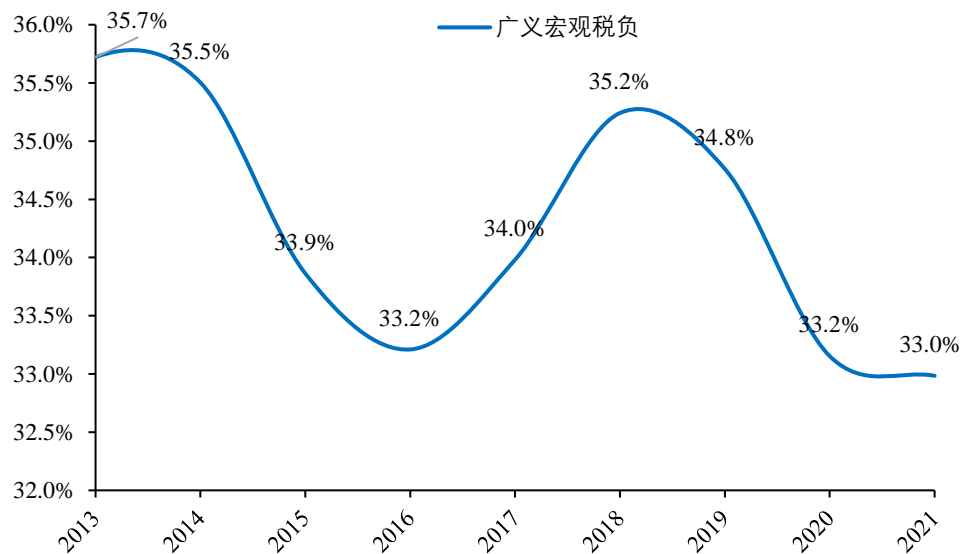


图表4：国有土地使用权出让金占 GDP 比重变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

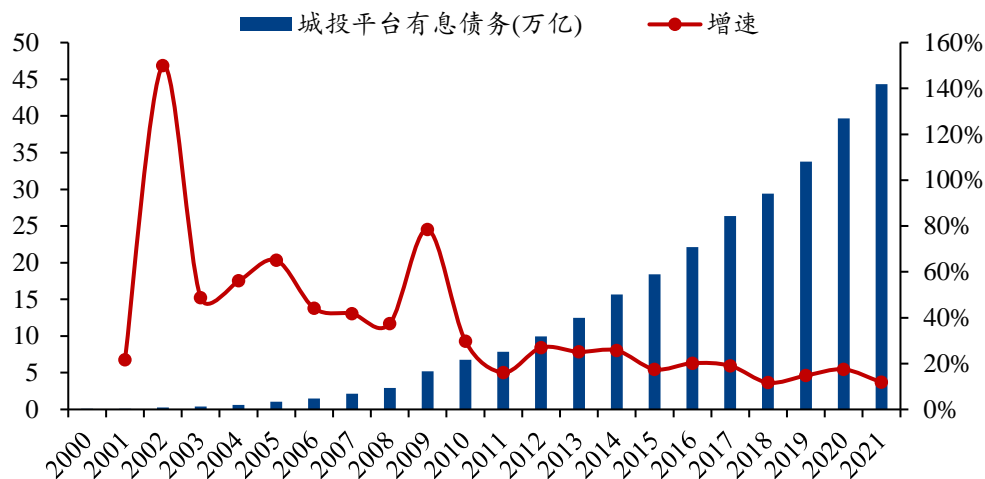
图表5：广义宏观税负变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

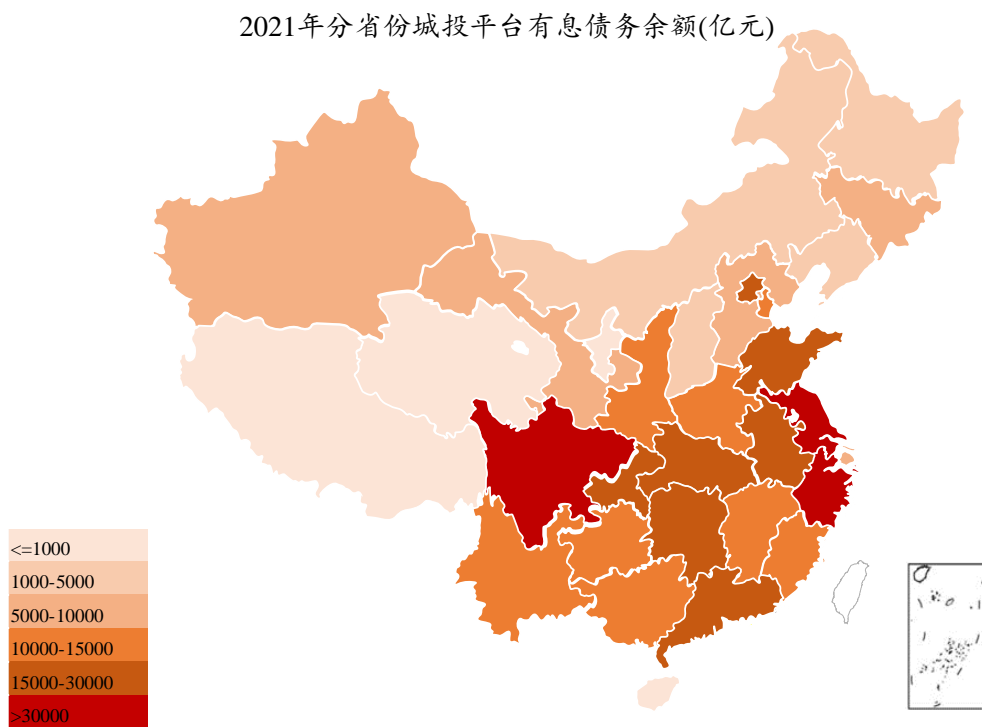
图表6：城投平台有息债务规模及增速





资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表7：2021年分省份城投平台有息债务余额



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

## 二、当前地方债务风险形势如何？

### (一) 地方政府债务风险

地方政府显性债务压力可控，债务风险主要集中在城投平台等主体形成的隐性债务。截至2021年底，我国地方政府债务率为105.4%，负债率26.7%，显性债务压力尚



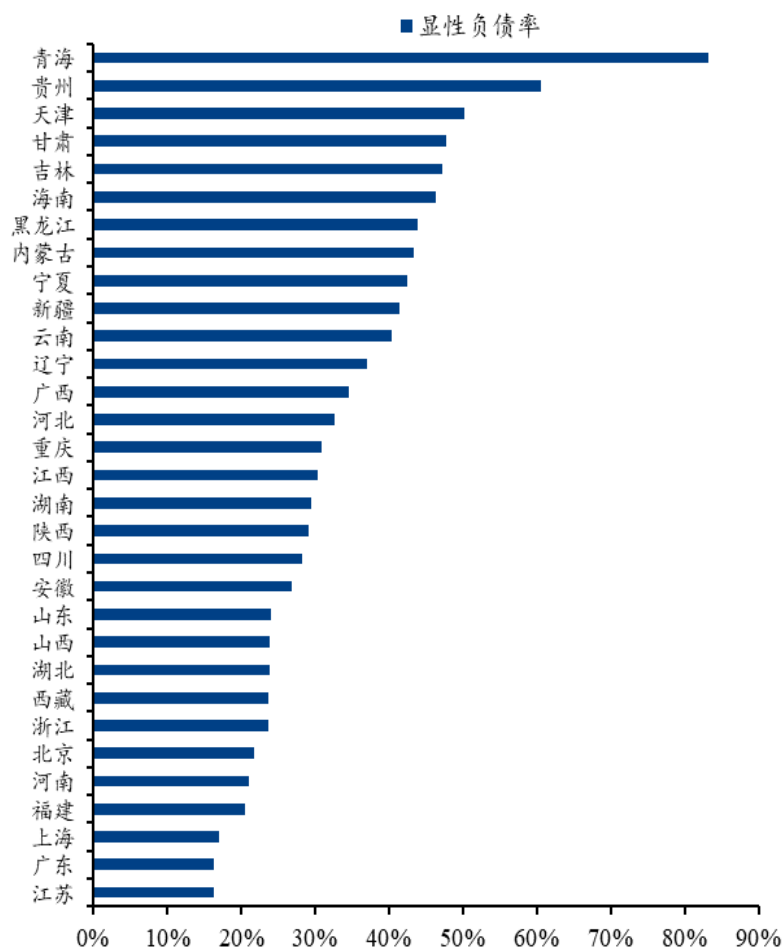


可控。分省份来看，8 个省份的债务率超过 120%，其中天津、贵州、内蒙古和云南 4 个省份超过 150%，分别达到 205.2%、157.0%、153.2%和 152.3%。但是考虑融资平台的有息债务后，整体偿债压力较大，尤其是中西部财政实力较弱的省份。截至 2021 年底，考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义债务率和广义负债率分别达到 259.5% 和 65.7%，均处于较高水平。分省份来看，广义债务率超过 300%的省份有 9 个，其中天津、北京和重庆分别为 530.0%、382.5%和 378.3%；广义负债率最高的省份分别是天津、甘肃、贵州和青海四省，负债率超过 100%，分别达到 129.7%、120.2%、118.3% 和 107.1%。

**城投平台有息债务纵向层级分布与区域财力相关。**从全国来看，城投平台的层级分布较为均匀，省级、地市级和区县三分天下，占比相当。2021 年底，省级、市级和区县城投平台有息债务余额占比分别为 33.2%、32.6%和 34.2%。但具体到各省则大不相同，强区县省份浙江、江苏县级城投债务占比分别达到 71.8%和 59.2%；而宁夏、甘肃、西藏、吉林等属于弱区域，市县平台举债较为困难，隐性债务主要集中在省级和地级市平台。

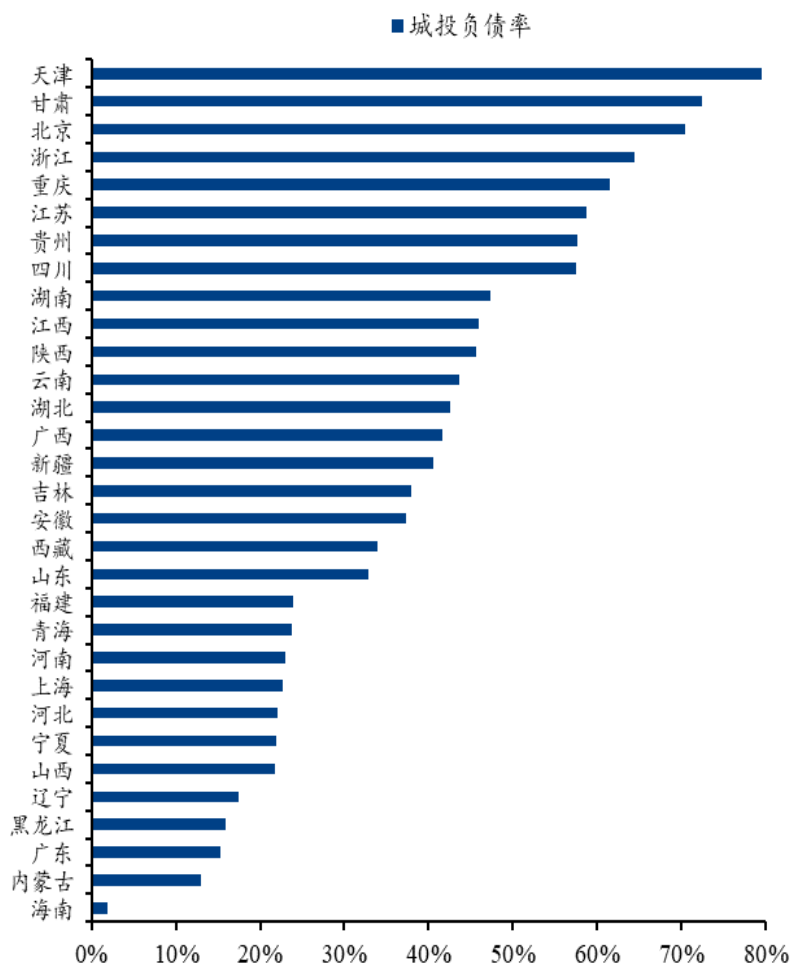
**城投短期债务占比较高，债务滚续频繁。**在城投平台有息债务中，短期债务规模占比达到 24.5%，意味着一年内近四分之一债务需要借新还旧。**从城投债到期分布来看，2021-2025 年是城投债到期高峰期，年均到期量达到 3.2 万亿。**从地区分布来看，天津和宁夏面临较高的到期压力，2023 年到期城投债在存续债中的占比高达 56.7%和 42.7%，居全国前列，两地城投平台在 2023 年面临较高的还债压力。**从行业分布来看，建筑装饰、交通运输、房地产三个行业年内城投债到期规模较大，分别达到 19245 亿元、3706 亿元和 2806 亿元，占上年末存量债券的比分别为 20.7%、30.7%和 24.9%。**

**图表8：2021 年分省份显性负债率**



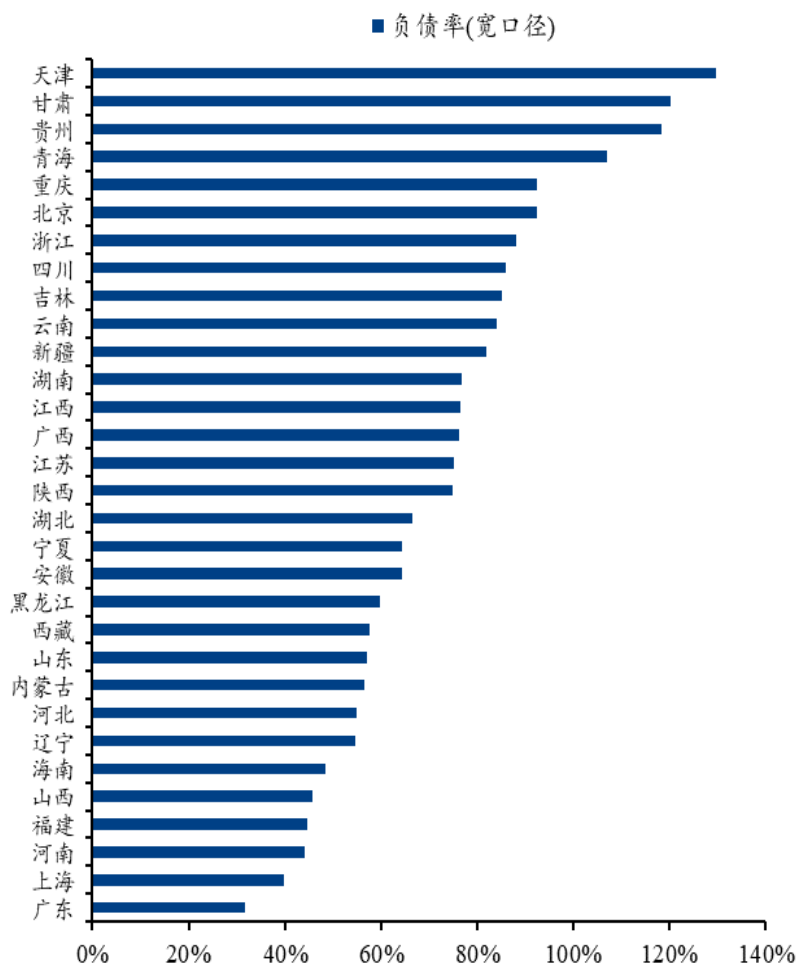
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表9：2021年分省份城投负债率



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表10: 2021年分省份广义负债率



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

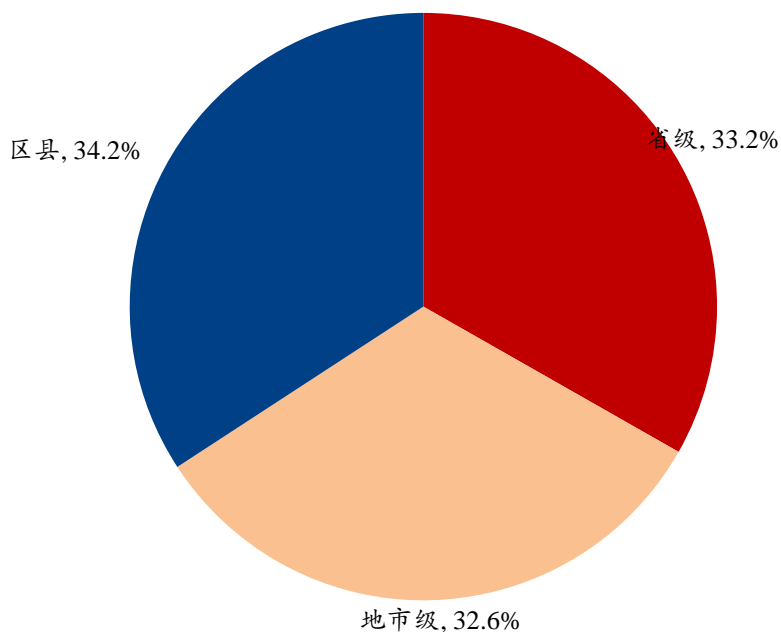
图表11：2021年分省份地方政府债务率与负债率情况



省份	地方政府债务余额(亿元)	城投平台带息债务余额(亿元)	一般公共预算收入(亿元)	政府性基金收入(亿元)	中央对地方一般公共预算转移支付(亿元)	中央对地方政府性基金转移支付(亿元)	债务率	广义债务率	GDP(亿元)	负债率	广义负债率
西藏	495.7	705.4	215.6	46.4	2246.0	8.7	19.7%	47.7%	2080.2	23.8%	57.7%
上海	7356.8	9820.4	7771.8	3769.0	832.6	8.2	59.4%	138.7%	43214.9	17.0%	39.7%
江苏	18963.8	63563.5	10015.2	13633.0	1865.4	13.6	74.3%	323.3%	116364.2	16.3%	70.9%
浙江	17426.8	45923.2	8262.6	11647.3	954.8	21.7	83.4%	303.3%	73515.8	23.7%	86.2%
广东	20417.4	19700.2	14105.0	8491.9	1597.1	32.0	84.3%	165.6%	124369.7	16.4%	32.3%
山西	5413.7	4903.5	2834.5	980.5	2230.9	13.7	89.3%	170.3%	22590.2	24.0%	45.7%
北京	8770.7	28406.6	5932.3	2705.7	1075.1	5.5	90.2%	382.5%	40269.6	21.8%	92.3%
河南	12395.3	13533.8	4353.9	3368.1	5180.9	31.1	95.8%	200.5%	58887.4	21.0%	44.0%
四川	15237.5	30663.2	4773.2	4951.5	5502.8	40.5	99.8%	300.6%	53850.8	28.3%	85.2%
江西	9013.3	13468.0	2812.2	2971.8	2904.9	30.2	103.4%	257.8%	29619.7	30.4%	75.9%
甘肃	4895.6	7420.5	1001.9	595.7	2980.4	11.8	106.7%	268.3%	10243.3	47.8%	120.2%
陕西	8687.6	13591.7	2775.4	2385.4	2886.5	21.2	107.7%	276.1%	29801.0	29.2%	74.8%
湖北	11932.2	21108.2	3283.3	3912.9	3808.3	59.3	107.8%	298.6%	50012.9	23.9%	66.1%
山东	19992.7	26644.5	7284.5	7976.9	3087.8	37.4	108.7%	253.6%	83095.9	24.1%	56.1%
安徽	11576.3	15970.9	3498.2	3516.2	3590.1	22.2	108.9%	259.2%	42959.2	26.9%	64.1%
新疆	6627.1	6331.1	1618.6	606.1	3430.8	35.0	116.5%	227.7%	15983.7	41.5%	81.1%
宁夏	1922.3	989.6	460.0	146.1	1019.1	4.8	117.9%	178.6%	4522.3	42.5%	64.4%
黑龙江	6534.5	2370.4	1300.5	370.3	3721.9	10.7	120.9%	164.8%	14879.2	43.9%	59.8%
河北	13226.4	8934.8	4167.6	2807.2	3900.4	24.5	121.3%	203.3%	40391.3	32.7%	54.9%
福建	10091.5	11433.4	3383.4	3342.7	1534.2	15.8	121.9%	260.1%	48810.4	20.7%	44.1%
湖南	13605.4	21779.3	3250.7	3808.0	4019.5	44.7	122.3%	318.1%	46063.1	29.5%	76.8%
广西	8561.2	10388.8	1800.2	1729.2	3412.6	33.4	122.7%	271.7%	24740.9	34.6%	76.6%
重庆	8610.0	17070.0	2285.5	2357.9	2040.6	103.8	126.8%	378.3%	27894.0	30.9%	92.1%
海南	3007.9	123.4	921.2	394.1	1009.9	12.3	128.7%	134.0%	6475.2	46.5%	48.4%
吉林	6259.4	5015.0	1144.0	938.4	2496.3	12.2	136.3%	245.6%	13235.5	47.3%	85.2%
青海	2787.2	796.9	328.8	199.3	1503.0	5.2	136.9%	176.0%	3346.6	83.3%	107.1%
辽宁	10252.5	4794.4	2765.6	1184.6	2881.5	17.4	149.7%	219.7%	27584.1	37.2%	54.5%
云南	10951.7	11642.3	2278.3	1087.0	3799.4	27.8	152.3%	314.1%	27146.8	40.3%	83.2%
内蒙古	8896.8	2674.7	2350.0	504.9	2885.7	66.4	153.2%	199.3%	20514.2	43.4%	56.4%
贵州	11872.3	11293.3	1969.4	2380.7	3186.1	25.2	157.0%	306.4%	19586.4	60.6%	118.3%
天津	7882.0	12476.0	2141.1	1126.5	567.5	6.3	205.2%	530.0%	15695.1	50.2%	129.7%
合计	303663.4	443537.1	111084.3	93935.2	82152.3	802.3	105.4%	259.5%	1137743.2	26.7%	65.7%

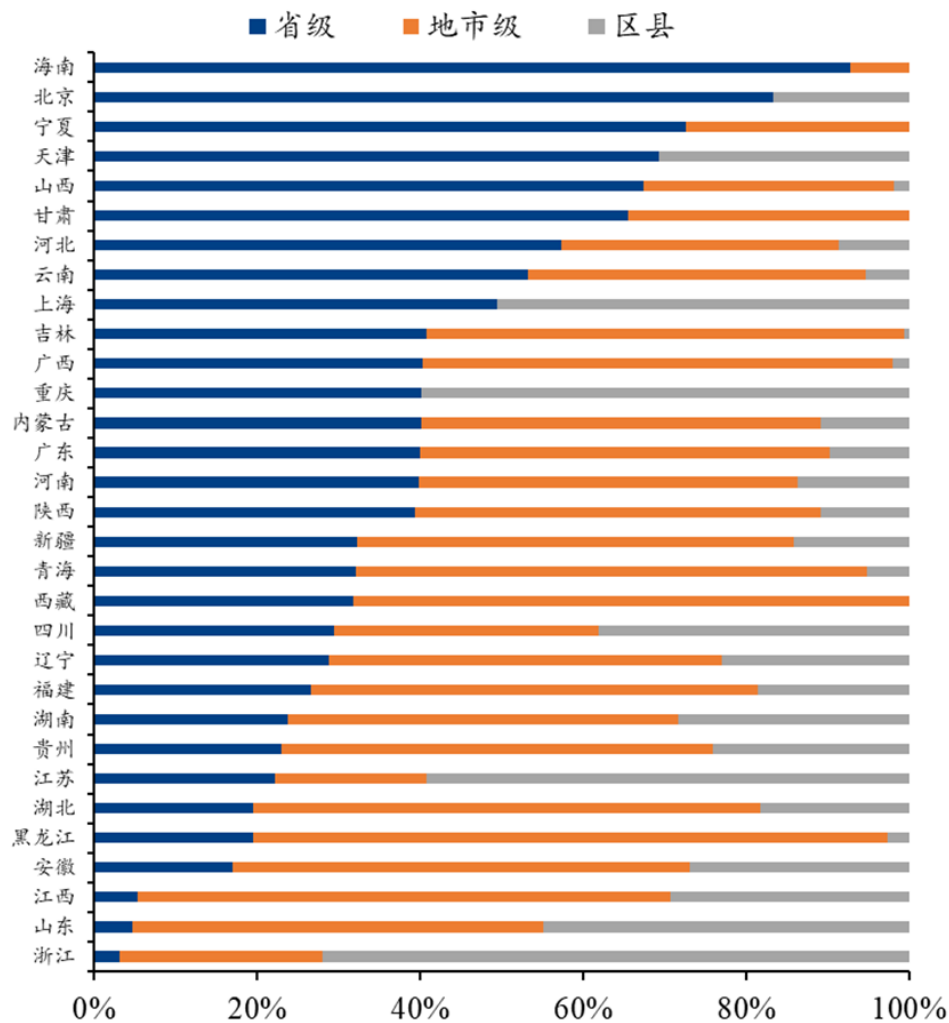
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表12：全国城投有息债务层级分布



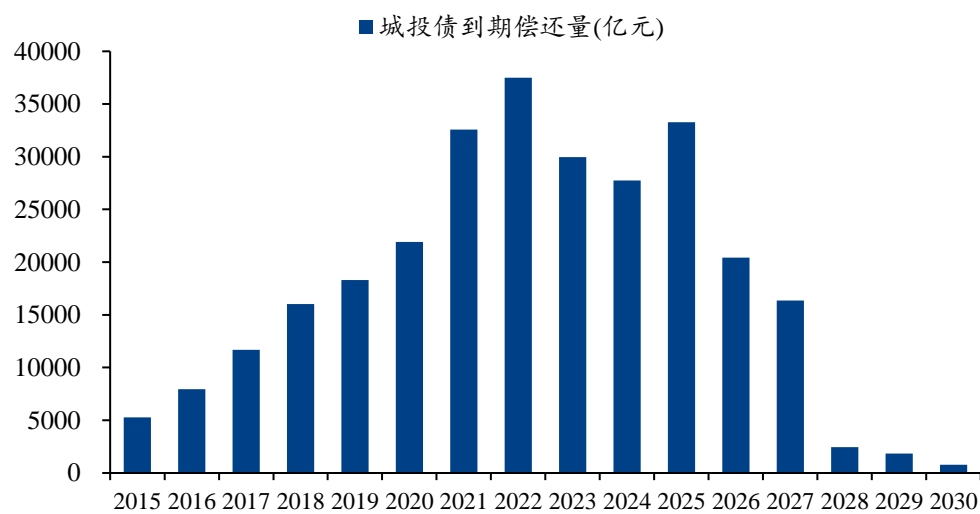
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表13：分省份城投有息债务层级分布



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表14：城投债到期偿量



资料来源：wind、粤开证券研究院



注：截至 2022 年 12 月 29 日；

图表15：分省份城投债到期偿还分布

省份	2023年到期规模 (亿元)	到期率	省份	2023年到期规模 (亿元)	到期率
天津	1999.4	56.7%	河南	790.7	20.6%
宁夏	88.8	42.7%	湖北	1337.2	20.5%
云南	466.9	39.7%	河北	335.8	19.8%
青海	33.0	36.6%	湖南	1582.7	19.7%
甘肃	233.4	36.5%	黑龙江	50.5	19.6%
广东	1624.1	35.6%	山西	198.2	19.5%
辽宁	85.4	28.8%	山东	2159.2	18.7%
江苏	7291.2	26.3%	上海	387.2	18.6%
陕西	762.9	26.0%	安徽	917.1	18.2%
内蒙古	28.5	24.6%	贵州	463.3	17.0%
吉林	257.2	24.4%	浙江	3170.7	16.8%
北京	436.1	24.4%	四川	1507.9	15.7%
福建	877.6	22.0%	重庆	872.2	14.3%
江西	1313.7	21.7%	西藏	15.7	7.3%
广西	435.2	21.1%	海南	3.0	2.1%
新疆	277.4	21.0%			

资料来源：wind、粤开证券研究院

注：截至 2022 年 12 月 29 日；

图表16：分行业城投债到期偿还分布





序号	行业	2023年到期规模 (亿元)	到期率	存量
1	建筑装饰	19245.0	20.7%	93184.8
2	交通运输	3705.7	30.7%	12051.6
3	房地产	2806.3	24.9%	11261.7
4	环保	684.7	31.3%	2184.9
5	社会服务	642.6	24.8%	2593.7
6	公用事业	598.4	21.9%	2732.3
7	商贸零售	586.0	21.1%	2774.4
8	综合	580.5	20.9%	2782.1
9	非银金融	469.8	36.6%	1282.1
10	基础化工	133.9	38.6%	347.1
11	医药生物	122.6	24.5%	500.6
12	机械设备	116.0	26.0%	446.2
13	食品饮料	58.1	9.0%	642.9
14	建筑材料	42.8	10.3%	416.8
15	电子	33.4	7.6%	439.4
16	汽车	33.1	16.1%	205.6
17	其他	32.0	10.8%	296.2
18	煤炭	27.4	23.2%	118.0
19	电力设备	21.0	11.0%	190.3
20	农林牧渔	17.8	8.5%	209.8
21	传媒	15.4	27.9%	55.2
22	钢铁	13.0	11.8%	110.0
23	石油石化	12.0	13.8%	87.0
24	有色金属	4.1	2.3%	178.4
25	计算机	0.7	0.8%	95.6
26	纺织服饰	0.0	0.0%	121.7

资料来源：wind、粤开证券研究院

注：截至2022年12月29日；

我们统计 wind 口径下 2090 家融资平台的经营情况发现：

一是城投平台资产负债率缓慢抬升。从 2014-2021 年，城投平台资产负债率中位数上升到 2021 年的 58.2%，较 2014 年提高 9.8 个百分点。从整体资产负债率分布来看，近 1/10 的城投公司资产负债率超过 70%，62.6% 的城投公司资产负债率分布在 50%~70%。

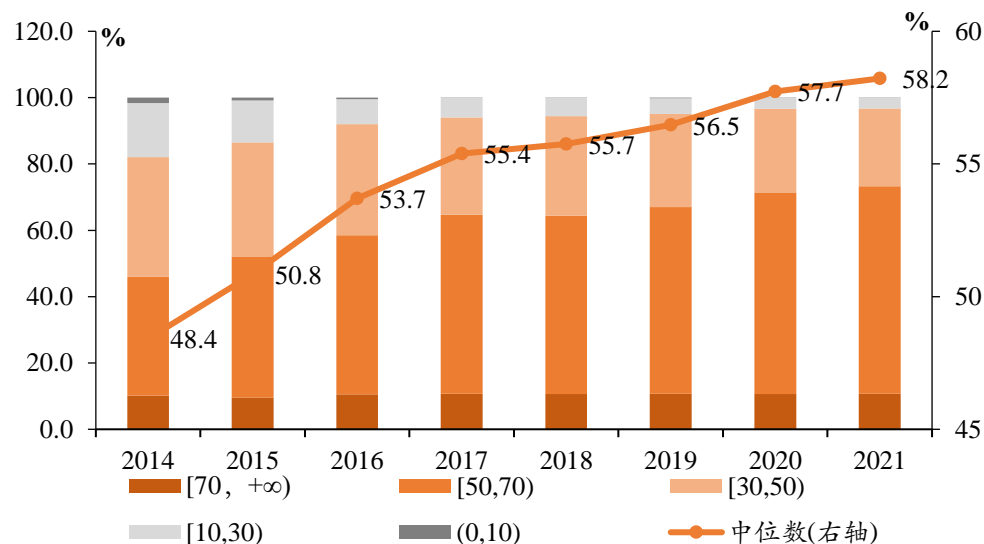
二城投平台还本付息能力逐年下降。从还本能力来看，以有形资产/城投平台带息债务衡量还本能力，自 2014 年以来整体呈现出下降趋势，2021 年该数值中位数仅为 1.0，即变卖所有有形资产刚刚够偿还所有带息债务。以经营活动产生的现金流、EBITDA 对企业带息债务的覆盖能力也较差，2014-2021 年城投平台经营活动产生的现金流净额/带息债务大于 1 的占比较小，2021 年仅有 0.02%，EBITDA/带息债务也呈现逐年下降趋势，2021 年中位数仅为 5.0%。从付息能力来看，企业利润对利息的覆盖亦呈下降趋势，2021



年 EBIT/利息费用中位数仅为 2.8, 加回折旧摊销后 EBITDA/利息费用中位数也仅有 3.9。

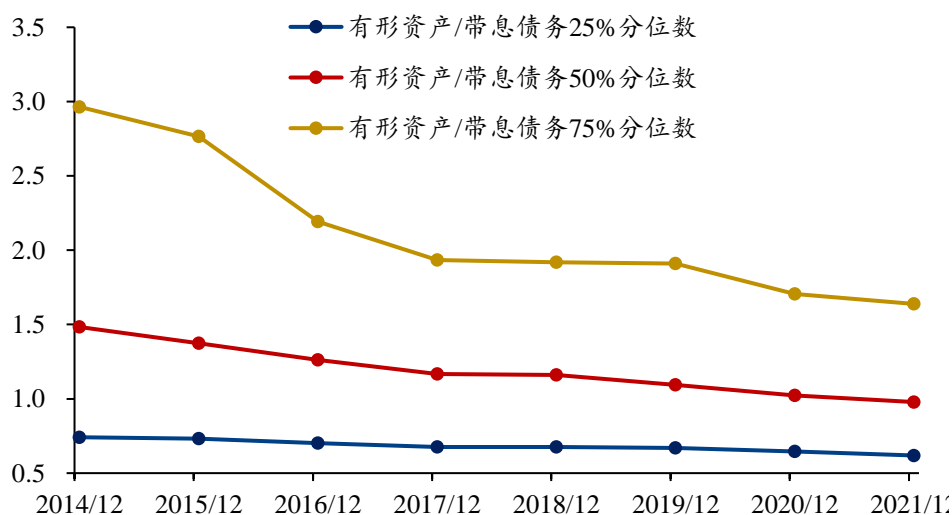
三是城投平台盈利能力较弱, ROA 中位数不足 1%。城投平台盈利能力较弱, 与一般企业债相比财务数据上并不具有投资吸引力。净资产收益率的中位数从 2014 年的 2.9% 下降至 2021 年的 1.4%, 总资产收益率的中位数从 2014 年的 1.5% 下降到 2021 年的 0.6%。

图表17: 城投平台资产负债变化情况



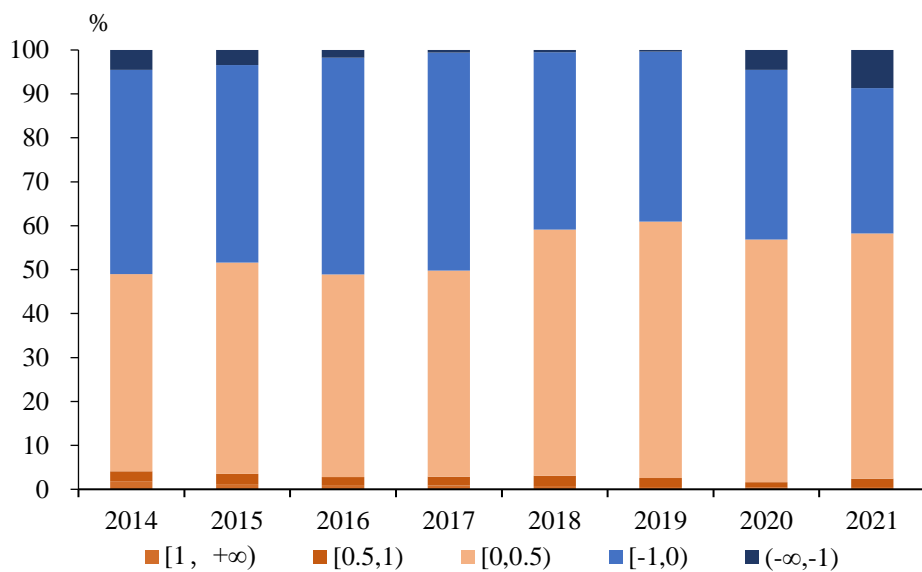
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表18: 城投平台有形资产/带息债务分位数



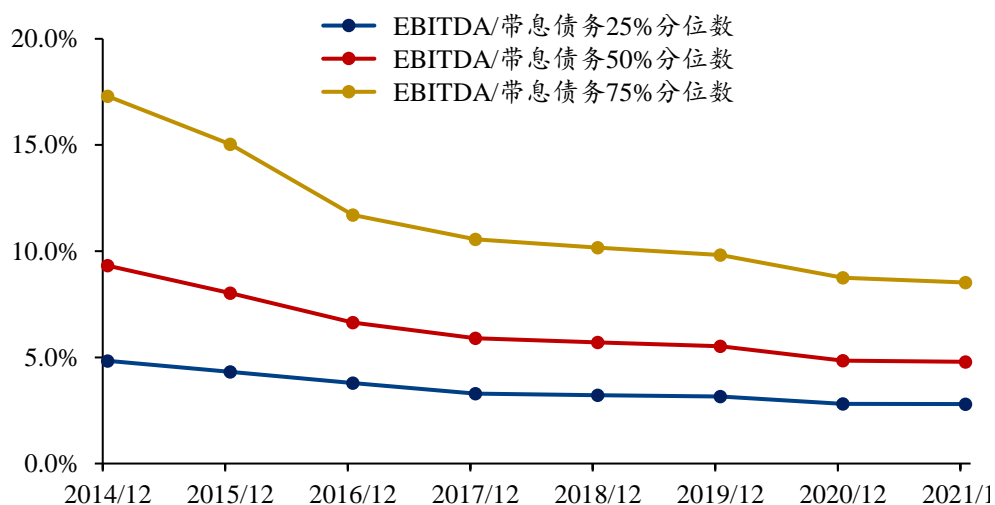
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表19: 经营活动产生的现金流量净额/带息债务分布



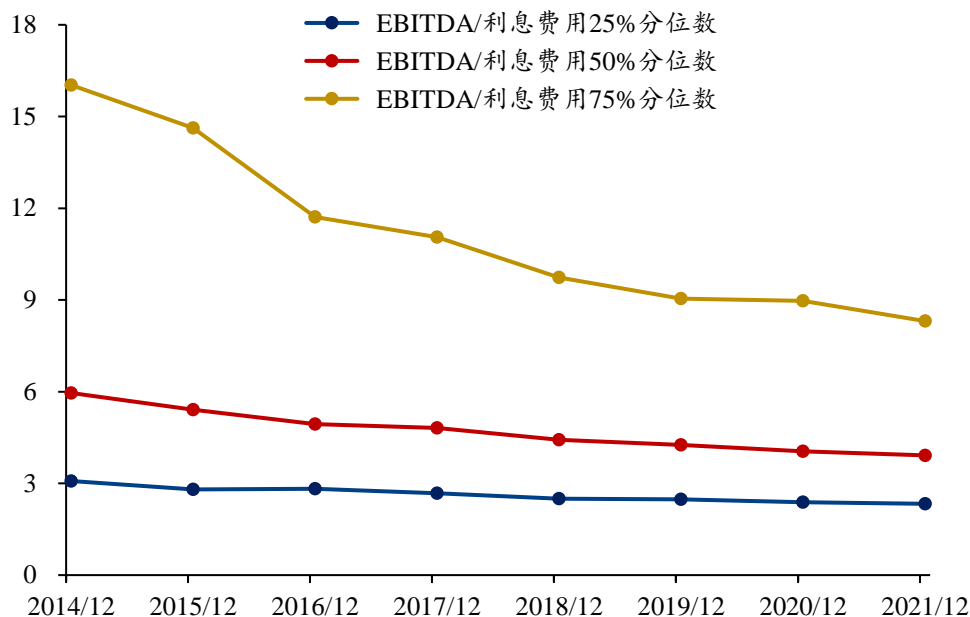
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表20: 城投平台 EBITDA/带息债务分位数



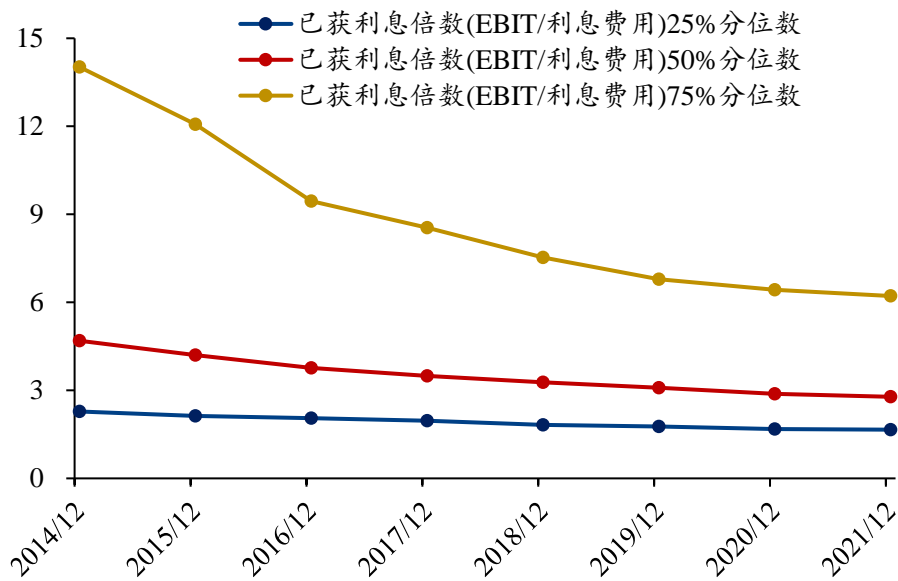
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表21: 城投平台 EBITDA/利息费用分位数



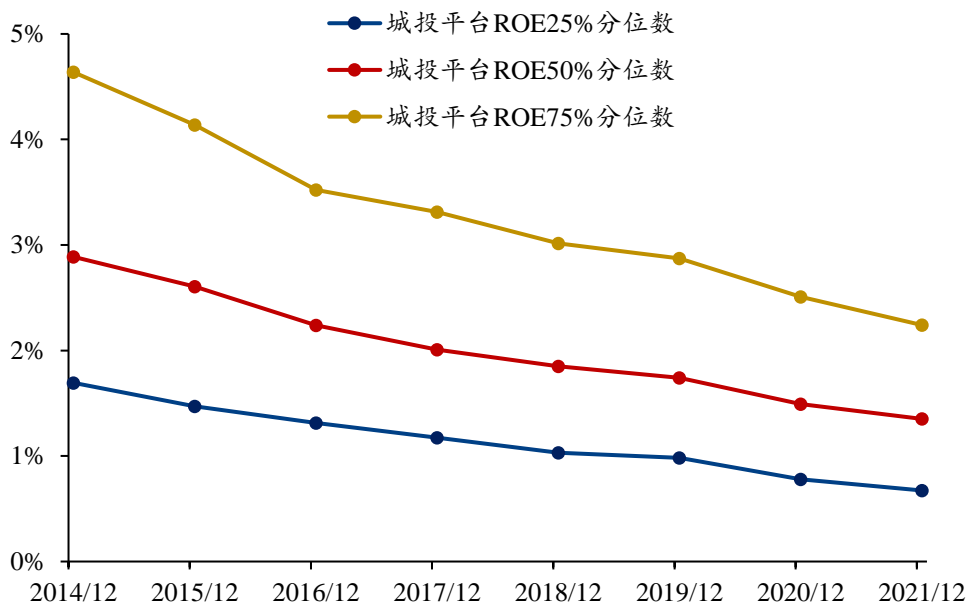
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表22: 城投平台 EBIT/利息费用分位数



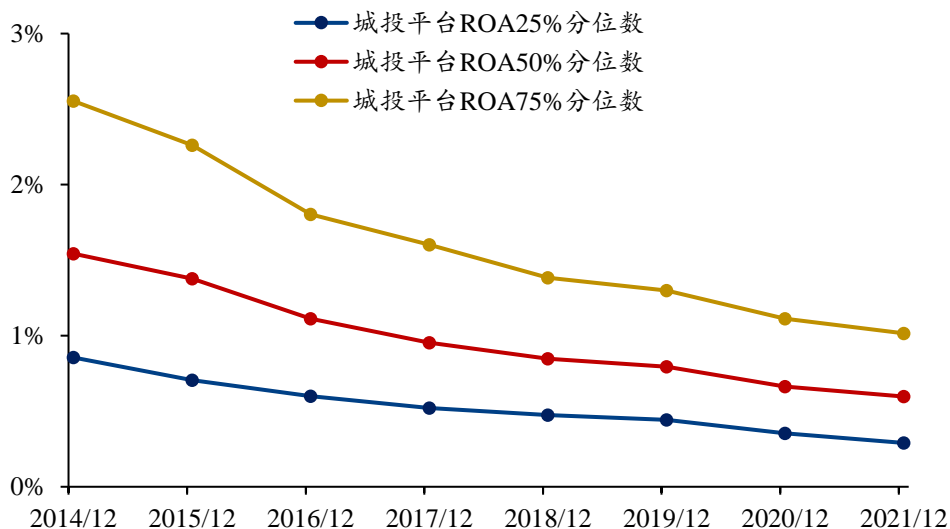
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表23: 城投平台 ROE 分位数分布



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表24: 城投平台 ROA 分位数分布



资料来源: wind、粤开证券研究院

## (二) 经济社会风险财政化，加大未来地方政府债务风险

一是房地产风险引发的财政冲击。(1) 冲击房地产相关税收及土地出让收入，土地出让收入可能较 2022 年减少 2.6 万亿元左右；(2) 房地产行业风险化解需要财政支持，增加地方政府救助责任。7 月 13 日，绍兴市镜湖新区开发建设办公室：“省里有明确规定，无论开发商出现任何问题，政府有责任确保交付。” 7 月 19 日，河南国资委旗下河



南资产与郑州国资委旗下郑州地产集团共同成立地产纾困基金。(3) 房企面临较大的偿债压力。房企将迎来偿债高峰,尤其是境外债偿还压力较大。截至2022年10月31日,房企未来一年内到期的信用债余额3851亿元,海外债余额4074亿元(568亿美元),合计7925亿元。2023年1月、4月房企迎来阶段性偿债高峰,到期量分别为958亿元和888亿元。其中,境外债的偿还压力较大,未来一年到期余额占比达到51.4%。美元加息将推升房企海外融资成本。

**二是金融风险财政化。**截至2021年末,全国村镇银行共有1651家。2021年四季度人民银行评级的高风险村镇银行103家,占全部高风险机构的32.6%,占村镇银行总数比例为6.2%。中小金融机构风险如处理不当,可能会对区域金融稳定形成威胁。为处置村镇银行风险,7月11日至8月11日,河南、安徽已累计垫付43.6万户、180.4亿元,客户、资金垫付率分别为69.6%、66%。大部分城商行以及一部分农商行的第一大股东是地方财政,且由于区域经营和属地监管,业务与当地财政紧密相关,因此地方财政承担着一定的兜底或关联责任。城商行和农商行存在以下问题:一是资产质量较差,不良贷款率高;二是盈利能力较弱,资产利润率低;三是风险承受和吸收能力较差,拨备覆盖率和资本充足率低。经济下行背景下,银行业总体提高资本充足率以应对风险,农商行却反而下行。

**三是城投风险与财政风险交织。**部分高度依赖土地出让收入的地区土地出让收入大幅下降,而目前民营房企整体遇到现金流困难,部分城投摇身一变通过拿地的方式为地方政府输血,但是城投也面临债务问题,这可能会导致城投与财政风险进一步捆绑。在今年第二批拿地中,深圳、广州、厦门、天津四城民企颗粒无收。

**四是通胀风险引发的财政冲击。**2023年PPI同比偏低、CPI同比偏高,财政收入的价格因素弱于2022年,但财政需补助中低收入人群和成本上升企业。

**五是突发疫情、地缘政治因素等引发的财政冲击。**突发疫情导致疫情防控减收增支;突发地缘政治因素,引发企业经营成本上升,增加减税降费和补贴支出需求。

### 三、如何推动改革应对?——联动改革

**第一,厘清政府与市场关系,界定政府职责与规模。**深化行政事业单位改革,强化绩效管理。如果政府长期大包大揽,家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权,市场的归市场,政府的归政府,大量的事业单位要么回归非盈利机构,要么走向市场自负盈亏。对人口流出地区的区县实施合并,减少财政供养人员,但是裁减冗员精兵简政,必须配合市场化的改革,比如放开市场准入、改善营商环境,提高就业的吸纳能力,否则改革将导致新的社会群体性问题。

**第二,建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度。**

**第三,建立政策出台前评估和实施效果问责机制,避免各领域风险蔓延至财政,避免风险财政化透支财政空间。**

**第四,深化社保制度改革,避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。**问题的解决不在于提高社保缴费率加重企业负担,而在于提高国有资产划转社保的比例和资产质量、发挥养老保障体系中第二(企业年金和职业年金)和第三支柱(商业保险)的重要作用实现多层次积累、提高养老保险基金的投资收益、尽快全面放开计划生育、适时适当推迟法定退休年龄。

**第五,尽快稳定宏观税负,不宜再出台大规模减税降费,结构性加税(房地产税、消费税、环保税、资源税)。**



第六，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第七，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。

第八，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政。





## 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，须在允许的范围内使用，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

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、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)