



宏观专题

净现金流视角下，哪些区域政府性债务压力较大？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

刘子博

资格编号：S0120523040001
邮箱：liuzb@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**财政回款是城投平台最合理的主要付息资金来源，如果某个地方政府的真实财政收入扣减“三保”支出、地方债付息支出后，地方财政净现金流对下属城投付息的保障倍数很低甚至为负，那么我们需要进一步结合定性分析衡量当地城投的现金流是否仍可持续。
- **现金流入方面：**为降低部分国企出于特定任务拿地、相关拿地款并未真实构成地方财政收入对本文测算的影响，我们需要将国企拿地部分从国有土地使用权出让收入中剔除。参考地方财力的官方计算公式及转移支付是否可自由使用的相关规定，地方财政现金流入 = 一般公共预算收入总计 - 一般债务收入 - 上解中央支出 - 调出资金 - 上级补助收入 + 返还性收入（不含成品油税费改革税收返还收入） + 均衡性转移支付 + 政府性基金预算收入总计 - 专项债务收入 - 本级收入 + 国有土地使用权出让收入 *（1 - 国企拿地占比） - 上解中央支出 - 调出资金。
- **现金流出方面：**地方债付息支出可根据各地公开披露的存量地方债规模、当期票面利率计算；而“三保”支出可用各省在职及离退休公职人员总薪酬 * 2 估算，经实际案例检验，该方法可靠性相对较高。
- **从地方财政净现金流测算结果上看，**假设各地 2023 年财政净现金流恢复至 2021 年水平，那么不考虑一般公共预算转移支付时，广西、贵州、云南的财政净现金流对发债城投有息负债的付息保障倍数靠后。
- 具体到特定省份看，以山东省为例，2022 年除青岛市、德州市数据暂缺外，在其他城市中仅烟台市、泰安市、枣庄市财政净现金流（不考虑一般预算转移支付）略有增长，其他城市同比下降大部分超过 10%。若各市财政净现金流恢复至 2021 年水平，则各市财政净现金流（不考虑一般预算转移支付）均有能力完全保障发债城投有息负债利息支出，但潍坊市、威海市、青岛市该数值相对较低。
- **风险提示：**（1）从国有土地使用权出让收入中将国企拿地全部剔除可能过于保守；（2）参考实际控制人逐一判定拿地主体是否为国企可能不够准确；（3）对转移支付是否为地方政府可灵活自由动用的理解可能不够准确；（4）“三保”支出的估算方法应用于直辖市可能误差较大；（5）2022 年各地预算执行数据披露较少，个别指标的估算值可能与事实偏差较大。

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 财政现金流入如何测算? | 5 |
| 1.1. 一般公共预算财力 | 5 |
| 1.2. 政府性基金预算财力 | 5 |
| 1.2.1. 基本公式 | 5 |
| 1.2.2. 围绕土地出让修正基金财力 | 5 |
| 2. 财政现金流出如何测算? | 6 |
| 2.1. “三保”支出 | 6 |
| 2.2. 地方债付息支出 | 9 |
| 3. 测算财政净现金流是否需考虑转移支付? | 9 |
| 3.1. 返还性收入 | 10 |
| 3.1.1. 所得税基数返还收入 | 10 |
| 3.1.2. 成品油税费改革税收返还收入 | 11 |
| 3.1.3. 增值税税收返还收入与消费税税收返还收入 | 11 |
| 3.1.4. 增值税“五五分享”税收返还收入 | 12 |
| 3.2. 一般性转移支付收入 | 13 |
| 3.2.1. 均衡性转移支付收入 | 13 |
| 3.2.2. 共同财政事权转移支付收入 | 13 |
| 3.3. 专项转移支付收入 | 14 |
| 4. 财政净现金流测算结果 | 15 |
| 5. 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 自 2021 年至今, 各省国企“招拍挂”拿地占比多呈上升趋势 | 6 |
| 图 2: 近 3 年伴随地方债持续扩容, 各省地方债付息支出也随之提高 | 9 |
| 图 3: 国内增值税、消费税同比变动 2022 年涨跌不一 | 12 |
| 图 4: 各省财政净现金流对 2023 年发债城投有息负债支出的保障能力测算 (以 2021 年净 现金流数据近似代替) | 15 |
| 图 5: 各省财政净现金流对 2023 年发债城投有息负债支出的保障能力测算 (以 2022 年净 现金流数据近似代替) | 16 |
| 图 6: 2022 年, 山东省仅烟台市、泰安市、枣庄市财政净现金流 (不考虑一般公共预算转移支 付) 略有增长 (亿元) | 16 |
| 图 7: 若财政净现金流恢复至 2021 年水平, 则山东各市均能保障发债城投付息支出 | 17 |
| 表 1: 样本地区“三保”支出估算值与官方披露值对比 | 8 |
| 表 2: 2022-2023 年中央对地方转移支付结构拆分 | 10 |

城投平台实现债务滚动的根本要求为正常付息，从付息资金的来源上看，新增融资、城投自身经营性现金流、财政回款是3大主要来源。其中，新增融资以兑付利息属于“以贷养息”，新举借债务的成本直接决定了地方政府性债务增长的斜率，即债务雪球越滚越大的速度。城投自身经营性现金流主要来自公用事业、收费路桥、区域垄断性业务3类，实务中资金体量可能相对有限也较难估算，此处暂不做讨论。最终，财政回款是城投平台最合理的主要付息资金来源，如果某个地方政府的真实财政收入扣减“三保”支出、地方债付息支出后，地方财政净现金流对下属城投付息的保障倍数很低甚至为负，那么我们需要进一步结合定性分析衡量当地城投的现金流是否仍可持续。

本文的基本思路是以地方财政现金流入减地方财政现金流出测算地方财政净现金流。¹在具体计算时，可用一般公共预算财力与政府性基金预算财力之和，扣减“三保”支出及地方债付息支出，公式为：

地方财政净现金流

= 一般公共预算收入总计-一般债务收入-上解中央支出-调出资金

+ 政府性基金预算收入总计-专项债务收入-本级收入+国有土地使用权出让收入*（1-国企拿地占比）-上解中央支出-调出资金

-（年末常住人口×2.53%×对应城镇单位就业人员平均工资+年末常住人口×1.46%×对应城镇单位就业人员平均工资×42.5%）×2

- 地方债付息支出

= 一般公共预算收入总计-一般债务收入-上解中央支出-调出资金-上级补助收入+返还性收入（不含成品油税费改革税收返还收入）+均衡性转移支付

+ 政府性基金预算收入总计-专项债务收入-本级收入+国有土地使用权出让收入*（1-国企拿地占比）-上解中央支出-调出资金

-（年末常住人口×2.53%×对应城镇单位就业人员平均工资+年末常住人口×1.46%×对应城镇单位就业人员平均工资×42.5%）×2

- 地方债付息支出

¹ 20170323 关于印发《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》的通知
http://www.mof.gov.cn/gp/xxgkml/yss/201704/t20170401_2574289.htm

1. 财政现金流入如何测算？

1.1. 一般公共预算财力

在地方财政实务中，一般公共预算财力=本级收入+转移支付收入+上年结余+调入资金+动用预算稳定条件基金+下级上解收入-转移支付支出-上解上级支出-调出资金。对于全省口径，下级上解收入、转移支付支出已内部抵消；区域间转移性收支如接受其他地区援助收入、援助其他地区支出通常规模较小，此处暂不考虑。因此，全省口径下，按照地方预决算报表的披露口径，一般公共预算财力=一般公共预算收入+中央补助收入+上年结余收入+调入资金+动用预算稳定调节基金-上解中央支出-调出资金。由于许多省份在预决算报表中，并不披露除一般公共预算收入、中央补助收入以外的细项，因此外界无法直接计算一般公共预算财力。但考虑到一般公共预算收入总计=一般公共预算收入+一般债务收入+中央补助收入+上年结余收入+调入资金+动用预算稳定调节基金，因此一般公共预算财力的计算公式最终可改写为：一般公共预算收入总计-一般债务收入-上解中央支出-调出资金。

1.2. 政府性基金预算财力

1.2.1. 基本公式

在地方财政实务中，政府性基金预算财力=本级收入+转移支付收入+上年结余+调入资金+下级上解收入-转移支付支出-上解上级支出-调出资金。对于全省口径，下级上解收入、转移支付支出已内部抵消。因此，全省口径下，按照地方预决算报表的披露口径，政府性基金预算财力=政府性基金预算收入+中央补助收入+上年结余收入+调入资金-上解中央支出-调出资金。考虑到政府性基金预算收入总计=政府性基金预算收入+专项债务收入+上级补助收入+上年结余收入+调入资金，因此政府性基金预算财力的计算公式可改写为：政府性基金预算收入总计-专项债务收入-上解中央支出-调出资金。

1.2.2. 围绕土地出让修正基金财力

借助中国土地市场网数据，我们手动整理了 2015 年至今超过 100 万条土地出让明细数据；随后对其中涉及“招拍挂”拿地的约 40 万个拿地主体，通过判断实控人是否为政府部门，逐一判定拿地主体是否属于国企；最终得到了各省自 2015 年至今的国企拿地占比时间序列数据。考虑到近年来，由于房地产销售承压，民营房企愈加重视自身现金流安全，拿地投资更加谨慎，国有企业在地方政府“招拍挂”出让土地中的占比有所上升。为降低部分国企出于上级任务而拿地、相关拿地款并未真实构成地方财政收入对本文测算的影响，我们将国企拿地部分从国有土地使用权出让收入中全部剔除。

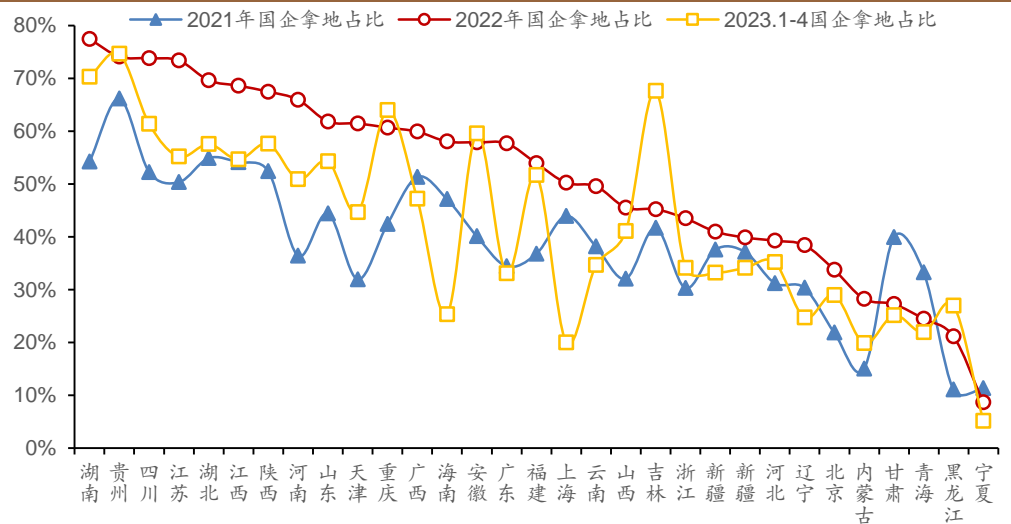
此外，①考虑到除“招拍挂”外，地方政府还有划拨、协议出让、作价出资或入股等市场化程度较弱的土地出让方式。因此，此处对国企拿地占比的计算仅针对“招拍挂”拿地。

②考虑到 2010 年发布的《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》²规定，土地出让成交后，必须在 10 个工作日内签订出让合同，合

² 国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知 https://www.mnr.gov.cn/gk/tzgg/201003/t20100310_1990258.html

同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款, 余款要按合同约定及时缴纳, 最迟付款时间不得超过一年。因此, 地方政府在 2022 年实际收取的土地出让收入可能部分来自 2021 年已成交的土地, 为更准确衡量国企拿地占比, 此处选用 2021-2022 年的国企拿地占比, 而非 2022 年国企拿地占比, 作为估算 2022 年相关数据的关键参数, 其他年份同理。

图 1: 自 2021 年至今, 各省国企“招拍挂”拿地占比多呈上升趋势



资料来源: 中国土地市场网, 德邦研究所

因此, 政府性基金预算财力的计算公式最终可改写为

$$= \text{政府性基金预算收入总计} - \text{专项债务收入} - \text{上解中央支出} - \text{调出资金}$$

$$= \text{政府性基金预算收入总计} - \text{专项债务收入} - \text{本级收入} + \text{国有土地使用权出让收入} * (1 - \text{国企拿地占比}) - \text{上解中央支出} - \text{调出资金}$$

2. 财政现金流出如何测算?

2.1. “三保”支出

本文以各省在职及离退休公务员、事业编人员 (简称“公职人员”) 总薪酬 × 2 近似衡量地方政府“三保”支出。其具体逻辑为, 参考荆门市东宝区披露 2022 年全区“三保”支出约 14.6 亿元, 其中保基本民生支出约 6 亿元、保工资支出约 7.9 亿元、保运转支出约 0.7 亿元; 黄冈市麻城市披露 2023 年全市“三保”预算为 41.6 亿元, 其中保基本民生和保工资预算各约 20 亿元、保运转约 1.3 亿元等多个市县披露的“三保”结构数据可知, 保基本民生、保工资支出是“三保”支出的核心组成部分, 二者在“三保”支出中的占比可能相仿, 保运转支出即办公经费的占比相对较低。³

- 不采用一般公共预算支出按功能分类科目估算“三保”支出的原因是: 根据《国家基本公共服务标准 (2021 年版)》,⁴ 国家基本公共服务包括“幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱

³ 此处未考虑教师、医护等其他财政供养人员的薪酬支出; 该估算方法在直辖市的应用结果可能误差较大
荆门市东宝区、黄冈市麻城市数据 http://www.jmdbq.gov.cn/art/2021/12/10/art_17162_843795.html 及
<https://www.jwview.com/jingwei/html/m/04-27/538494.shtml>

⁴ http://www.gov.cn/zhengce/content/2021-02/18/content_5587538.htm

有所扶、优军服务保障、文体服务保障”9大方面内容，这与地方政府一般公共预算支出按功能分类科目难以准确对应。

- **不采用人均水平估算各省“三保”支出的原因是：**根据《国务院关于国家基本公共服务标准（2021年版）的批复》（国函[2021]20号）⁵，各省需结合当地实际，不低于国家统一标准制定本地区基本公共服务具体实施标准，相关支出规模与各省物价水平等因素密切相关，因此各省对应的人均水平、同一省份不同年份的人均水平可能差异较大，难以较为准确地估算。
- **不采用地方政府公布的“民生保障支出”近似代替“三保”支出的原因是：**地方政府日常极少披露基本民生支出规模，而是披露大口径的民生保障支出规模。如2022年四川省、辽宁省、福建省分别披露民生保障支出占全省一般公共预算支出的比例分别为65.5%、76.7%、76.2%⁶，若保工资支出与之相仿，则数据发生明显错误。此外考虑到保基本民生、保工资支出的资金需求大部分均被纳入一般公共预算支出范围，因此本文认为地方政府披露的民生保障支出与“三保”所指的基本民生支出出入较大，官方披露的前者数字无法作为本文所需后者数字的近似替代。

各省在职及离退休公职人员总薪酬

=各省在职公职人员薪酬+各省离退休公职人员薪酬

=①各省在职公职人员人数*②各省在职公职人员人均年薪+③各省离退休公职人员人数*④各省离退休公职人员人均年薪

其中：①各省在职公职人员人数、③各省离退休公职人员人数可按照当地常住人口的一定比例估算。一方面，参考2021年12月时任国家发改委副主任、国家统计局局长在2021-2022中国经济年会上的发言，全国7亿多就业人员中政府公务员及事业单位共占约4000万人，即在职公职人员占当时全国总人口（141260万人）的约2.83%。⁷另一方面，参考2019年6月发改委官网文章引用的、2016年出版的《离退休干部工作历程与发展》披露-“全国退休干部已经超过2000万，以每年3%的速度持续增长”，⁸截至2021年，全国离退休干部的总人数可能已突破2318万人⁹，即离退休公职人员占当时全国总人口的1.64%。此外，人社部2015年在《2015年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》¹⁰中曾披露，当年全国共录用公务员19.4万人，其中，中央机关及其直属机构2.1万人、占10.8%，地方17.3万人、占89.2%。因此，此处以2.53%（4000/141260×89.2%）作为各省在职公职人员人数占比，以1.46%（2318/141260×89.2%）作为各省离退休公职人员人数占比。

⁵ https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202104/t20210420_1276841.html

⁶ <https://www.sc.gov.cn/10462/10464/10797/2023/2/5/5086d45c696349df8e79276970814271.shtml> 及 https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA4NTkyODA1Ng==&mid=2650539407&idx=1&sn=8c5680ae0a594880e97ae4ae6c4ea385&hksm=87d8d498b0af5d8e66a8ee2405d492d836556ee8ff90cb8fd152f965fba95e25758cb62cdec3&scene=27 及 https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzU1NTAzMzU1MQ==&mid=2247565578&idx=2&sn=6fdf9bbbd0089c914f639d228d6b37db&chksm=fbd9f7aacc7ebcb0ae9cf223bb7d122b40f785e9a3deed6fbacfae5907c8989e97f37ac376&scene=27

⁷ <https://economy.caixin.com/2021-12-11/101816652.html>

⁸ https://www.ndrc.gov.cn/fggz/fjih/yxyd/201906/t20190619_1095243_ext.html

⁹ 即 2000 万人 * (1+3%)⁵

¹⁰ https://www.gov.cn/xinwen/2016-05/30/content_5078119.htm

②各省在职公职人员人均年薪可用各省历年城镇（非私营）单位就业人员平均工资作为近似代替。

④对于离退休公职人员而言，其人均年薪较在职公职人员下降较为明显。一方面，2006年发布的《关于机关事业单位离退休人员计发离退休费等问题的实施办法》¹¹规定，公务员退休后的退休费按本人退休前职务工资和级别工资之和的一定比例计发，事业单位工作人员退休后的退休费按本人退休前岗位工资和薪级工资之和的一定比例计发。其中，工作年限满35年的按90%计发；工作年限满30年不满35年的，按85%计发；工作年限满20年不满30年的，按80%计发。另一方面，公务员的职务工资、级别工资，以及事业单位工作人员的岗位工资、薪级工资分别只构成两类从业群体的基本工资。但在实务中，地方公职人员的年薪由基本工资和津贴补贴两大部分构成，参考2014年人民网文章，公职人员的基本工资由中央政府统一规定，调涨频率及幅度有限，在公职人员年薪中的占比已明显低于绩效补贴。2016年，人社部原副部长何宪曾表示，当年机关事业单位工作人员基本工资在工资中的占比有望从40%增长到45%左右。因此，此处以在职公职人员人均年薪×42.5%（基本工资占比50%×退休费打折比例85%）近似替代④各省离退休公职人员人均年薪。

最终，各省“三保”支出的估算公式可改写为：

=当地在职及离退休公职人员总薪酬×2

=(当地在职公职人员人数×当地在职公职人员人均年薪+当地离退休公职人员人数×当地离退休公职人员人均年薪)×2

=(当地常住人口×2.53%×对应城镇单位就业人员平均工资+当地常住人口×1.46%×对应城镇单位就业人员平均工资×42.5%)×2

表 1：样本地区“三保”支出估算值与官方披露值对比

| 区域 | 湖北省黄冈市 麻城市 | 湖北省荆门市 东宝区 | 山东省聊城市 阳谷县 | 湖南省 株洲市 | 计算公式 |
|---|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------|
| ①2022年当地常住人口（万人） | 87.35 | 32.20 | 69.18 | 387.11 | |
| ②在职公务员、事业编占常住人口比例 | 2.53% | 2.53% | 2.53% | 2.53% | |
| ③离退休公务员、事业编占常住人口比例 | 1.46% | 1.46% | 1.46% | 1.46% | |
| ④2021年该城市城镇单位就业人员平均工资（万元/人/年） ¹² | 8.15 | 8.15 | 9.48 | 8.54 | |
| ⑤2021年当地在职公务员、事业编年薪（亿元） | 17.99 | 6.63 | 16.56 | 83.54 | ①*②*④ |
| ⑥2021年当地离退休公务员、事业编年薪（亿元） | 4.43 | 1.63 | 4.08 | 20.57 | ①*③*④*42.5% |
| ⑦2021年当地“三保”支出估算值（亿元） | 44.84 | 16.53 | 41.28 | 208.23 | (⑤+⑥)*2 |
| 当地披露的保工资支出官方数字（亿元） | 2023年约20 | 2022年约7.9 | - | - | |
| 当地披露的“三保”支出官方数字（亿元） | 2023年约41.6 | 2022年约14.6 | 2022年40.15 | 2021年1-11月188.36 | |

资料来源：湖北省统计年鉴、山东省统计年鉴、湖南省统计年鉴、德邦研究所绘制

¹¹ https://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/10/content_5116759.htm 及 https://www.gov.cn/zhengce/content/2019-03/19/content_5375052.htm 及 <http://rsj.kaifeng.gov.cn/news/5482.cshtml>

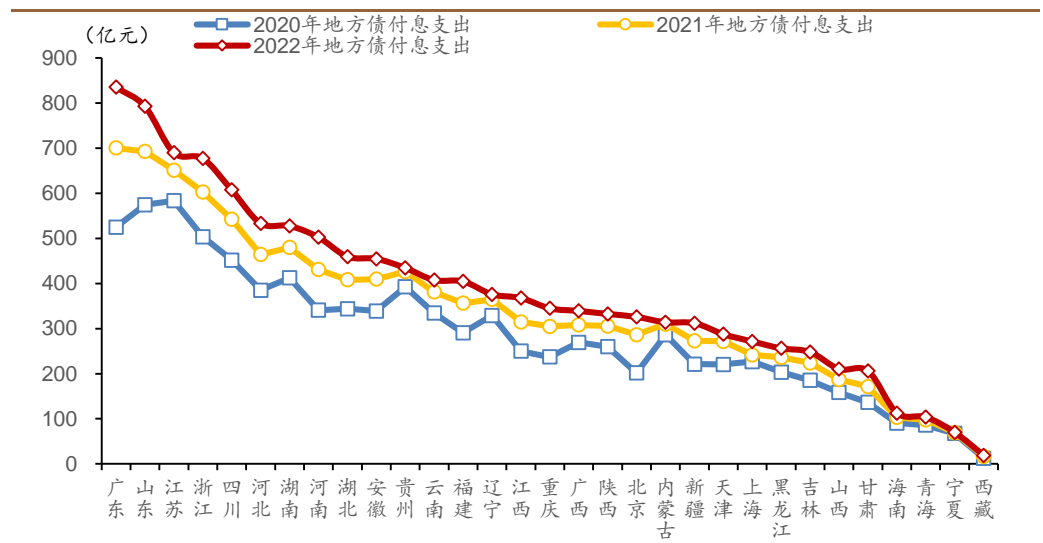
¹² <http://tjj.hubei.gov.cn/tjsj/sjksx/tjnj/qstjnj/202211/P020221121409334668403.rar> 及

<http://tjj.shandong.gov.cn/col/col6279/index.html> 及 <http://tjj.hunan.gov.cn/hntj/tjsj/tjnj/index.html>

2.2. 地方债付息支出

截至 2023 年 3 月末，全国地方政府债券余额 366468.05 亿元，其中一般债券余额 146206.71 亿元，专项债券余额 220261.34 亿元。地方政府债券剩余平均年限 8.7 年，其中一般债券 6.2 年、专项债券 10.3 年。地方政府债券平均利率 3.37%，其中一般债券 3.37%、专项债券 3.38%。加上非政府债券形式存量政府债务 1622.73 亿元，全国地方政府债务余额为 368090.78 亿元，即全国地方政府债务中约 99.56% 为地方政府债券（简称“地方债”）形式。因此，对地方政府债务付息支出的测算首先可参考地方财政披露数据，若未披露，则可以仅考虑一般债券、专项债券的付息需求，相关债券数据可从 Wind 导出并进一步进行处理。

图 2：近 3 年伴随地方债持续扩容，各省地方债付息支出也随之提高



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 测算财政净现金流是否需考虑转移支付？

习惯上，业界参考《政府收支分类科目》将一般公共预算转移支付分为 3 类，分别为返还性收入、一般性转移支付收入、专项转移支付收入。但根据 2022 年 4 月财政部发布的《中央对地方均衡性转移支付办法》，中央对地方转移支付包括一般性转移支付和专项转移支付，其中一般性转移支付包括税收返还及固定补助、共同财政事权转移支付、体制结算补助等，因此部分区域披露的一般性转移支付收入事实上包括了返还性收入。关于测算财政净现金流是否需考虑转移支付，本文认为唯一判断标准为相关资金是否被上级政府规定了使用用途，即是否为地方政府可灵活安排用途、动用较为自由。此外，考虑到 2022 年中央对地方政府性基金预算转移支付总额仅为 786.69 亿元，与同期中央对地方一般公共预算转移支付合计达 97144.75 亿元相差甚远，因此前者可忽略不计，本文对前者不作展开讨论。¹³

¹³ http://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/202303/t20230316_3872867.htm

表 2：2022-2023 年中央对地方转移支付结构拆分

| 中央对地方转移支付科目 | 2022 年执行数 (亿元) | 2023 年预算数 (亿元) | 同比变动 |
|--------------------------|-----------------|------------------|-----------|
| 1. 税收返还及固定补助 | 11942.89 | 11353.20 | -5% |
| /中央转移支付总额 | 12% | 11% | |
| 2. 一般性转移支付 (不含税收返还及固定补助) | 69051.34 | 75772.51 | 10% |
| /中央转移支付总额 | 71% | 75% | |
| 其中: 均衡性转移支付 | 21437.15 | 23649.00 | 10% |
| /一般性转移支付总额 | 31% | 31% | |
| 其中: 共同财政事权转移支付 | 35934.92 | 37860.37 | 5% |
| /一般性转移支付总额 | 52% | 50% | |
| 其他 | 11679.27 | 14263.14 | 22% |
| 3. 专项转移支付 | 16150.52 | 13499.29 | -16% |
| /中央转移支付总额 | 17% | 13% | |
| 其中: (用于) 基建支出 | 4932.50 | 5330.00 | 8% |
| /专项转移支付总额 | 31% | 39% | |
| 合计 | 97144.75 | 100625.00 | 4% |

注: 未考虑使用以前年度结转资金
 资料来源: 财政部, 德邦研究所

3.1. 返还性收入¹⁴

返还性收入分为 5 类, 分别为所得税基数返还收入、成品油税费改革税收返还收入、增值税税收返还收入、消费税税收返还收入、增值税“五五分享”税收返还收入。

3.1.1. 所得税基数返还收入

2001 年 12 月,《国务院关于印发所得税收入分享改革方案的通知》规定,除少数特殊行业或企业外,对其他企业所得税和个人所得税收入实行中央与地方按比例分享。中央因改革所得税收入分享办法增加的收入全部用于对地方主要是中西部地区的一般性转移支付。保证地方既得利益,不影响地方财政的平稳运行。

具体而言,以 2001 年为基期,按改革方案确定的分享范围和比例计算,地方分享的所得税收入,如果小于地方实际所得税收入,差额部分由中央作为基数返还地方;如果大于地方实际所得税收入,差额部分由地方作为基数上解中央。具

¹⁴ 《国务院关于印发所得税收入分享改革方案的通知》国发〔2001〕37 号

https://www.gov.cn/gongbao/content/2002/content_61880.htm

《国务院关于明确中央与地方所得税收入分享比例的通知》国发〔2003〕26 号

https://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content_62796.htm

《国务院关于实施成品油价格和税费改革的通知》国发〔2008〕37 号

https://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1196450.htm

《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》国发〔1993〕85 号 <https://www.waizi.org.cn/tax/35687.html>

《关于分税制财政管理体制税收返还改为与本地区增值税和消费税增长率挂钩的通知》国发〔1994〕47 号

https://www.gov.cn/xxgk/pub/govpublic/mrlm/201011/t20101115_62795.html

《国务院关于完善出口退税负担机制有关问题的通知》国发〔2015〕10 号 https://www.gov.cn/zhengce/content/2015-03/03/content_9512.htm

《国务院关于实行中央对地方增值税定额返还的通知》国发〔2016〕71 号 https://www.gov.cn/zhengce/content/2016-12/15/content_5148521.htm

《财政部 税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》财税〔2016〕36 号

https://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5088782.htm

《国务院关于印发全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡方案的通知》国发〔2016〕26 号

https://www.gov.cn/zhengce/content/2016-04/30/content_5069490.htm

《国务院关于印发实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案的通知》国发〔2019〕21 号

https://www.gov.cn/zhengce/content/2019-10/09/content_5437544.htm

体计算办法由财政部另行通知。2002年所得税收入中央分享50%，地方分享50%；2003年所得税收入中央分享60%，地方分享40%。2003年11月，《国务院关于明确中央与地方所得税收入分享比例的通知》明确，从2004年起，中央与地方所得税收入分享比例继续按中央分享60%，地方分享40%执行。

考虑到，《国务院关于印发所得税收入分享改革方案的通知》规定地方所得的转移支付资金由地方政府根据本地实际，统筹安排，合理使用，首先用于保障机关事业单位职工工资发放和机构正常运转等基本需要，即优先用于保障“三保”支出，因此我们认为该资金应被纳入财政净现金流的计算范围。

3.1.2. 成品油税费改革税收返还收入

2008年12月，国家实施成品油价格和税费改革。《国务院关于实施成品油价格和税费改革的通知》规定，取消原在成品油价外征收的公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等6项收费，逐步有序取消政府还贷二级公路收费；同时，提高价内征收的汽油、燃油等成品油消费税单位税额。调整后的成品油消费税属于中央税，但新增成品油消费税连同由此相应增加的增值税、城市维护建设税和教育费附加具有专项用途，不作为经常性财政收入，不计入现有与支出挂钩项目的测算基数，除由中央本级安排的替代航道养护费等支出外，其余全部由中央财政通过规范的财政转移支付方式分配给地方。改革后形成的交通资金属性不变、资金用途不变、地方预算程序不变、地方事权不变。

从新增税收收入的分配顺序上看，一是替代公路养路费等六项收费的支出。具体额度以2007年的养路费等六费收入为基础，考虑地方实际情况按一定的增长率来确定。二是补助各地取消政府还贷二级公路收费。每年安排一定数量的专项补助资金，用途包括债务偿还、人员安置、养护管理和公路建设等。三是对种粮农民增加补贴，对部分困难群体和公益性行业，考虑用油量和价格水平变动情况，通过完善成品油价格形成机制中相应的配套补贴办法给予补助支持。四是增量资金，按照各地燃油消耗量、交通设施当量里程等因素进行分配，适当体现全国交通的均衡发展。

考虑到成品油税费改革税收返还收入的用途被严格限制，并非地方政府可自由动用，因此我们认为该资金不应被纳入财政净现金流的计算范围。

3.1.3. 增值税税收返还收入与消费税税收返还收入

1994年国家进行分税制改革，实行按税种划分收入的办法，原属地方支柱财源的“两税”收入（增值税的75%和消费税的100%）上划为中央收入，中央财政相应给予地方一定税收返还。具体而言，1993年，《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》规定：“为了保持现有地方既得利益格局，逐步达到改革的目标，中央财政对地方税收返还数额以1993年为基期年核定。按照1993年地方实际收入以及税制改革和中央与地方收入划分情况，核定1993年中央从地方净上划的收入数额（消费税+75%的增值税-中央下划收入）。1993年中央净上划收入，全额返还地方，保证现有地方既得财力，并以此作为以后中央对地方税收返还基数。

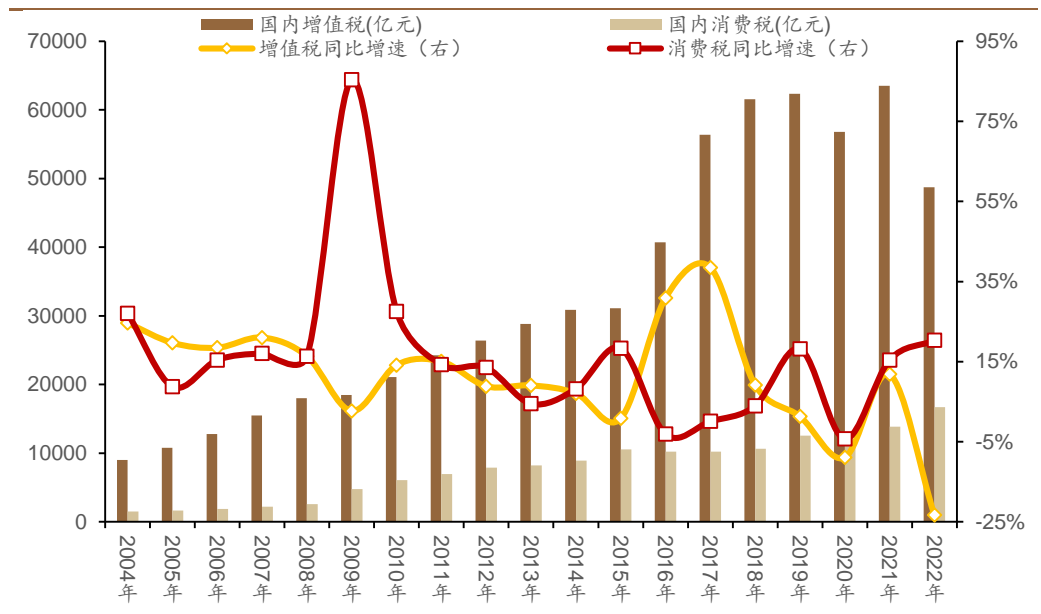
1994年以后，税收返还额在1993年基数上逐年递增，递增率按全国增值税

和消费税的平均增长率的 1:0.3 系数确定,即上述两税全国平均每增长 1%, 中央财政对地方的税收返还增长 0.3%。如若 1994 年以后中央净上划收入达不到 1993 年基数,则相应扣减税收返还数额。”1994 年,《关于分税制财政管理体制税收返还改为与本地区增值税和消费税增长率挂钩的通知》调整上述规定为:“为了调动地方政府发展生产、培植财源的积极性,支持国税局加强税收征管,促进增值税和消费税的合理增长,根据今年 8 月全国财政工作会议上,各省、自治区、直辖市协商一致的意見,国务院决定,中央财政对地方税收返还额的递增率改为按本地区增值税和消费税增长率的 1:0.3 系数确定。”

但是,2015 年 3 月,《国务院关于完善出口退税负担机制有关问题的通知》规定,出口退税(包括出口货物退增值税和营业税改征增值税出口退税)全部由中央财政负担,地方 2014 年原负担的出口退税基数,定额上解中央。中央对地方消费税不再实行增量返还,改为以 2014 年消费税返还数为基数,实行定额返还。2016 年 12 月,《国务院关于实行中央对地方增值税定额返还的通知》规定,自 2016 年起,调整中央对地方原体制增值税返还办法,由 1994 年实行分税制财政体制改革时确定的增值税返还,改为以 2015 年为基数实行定额返还,对增值税增长或下降地区不再实行增量返还或扣减。

考虑到增值税、消费税“两税”返还收入的用途并未受限,因此该资金应被纳入财政净现金流的计算范围。

图 3: 国内增值税、消费税同比变动 2022 年涨跌不一



资料来源:财政部,德邦研究所

3.1.4. 增值税“五五分享”税收返还收入

2016 年 3 月,《财政部 税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》规定,自 2016 年 5 月 1 日起,在全国范围内全面推开营业税改征增值税试点,中央与地方政府就营业税与增值税的分配关系由“中央获得 75%的增值税、地方获得 25%的增值税+营业税”转变为央地就增值税“五五分享”。

但同时为保持现有财力格局不变、调动地方积极性、兼顾好东中西部利益关系,《国务院关于印发全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡

方案的通知》提出：所有行业企业缴纳的增值税均纳入中央和地方共享范围，中央分享增值税的 50%、地方按税收缴纳地分享增值税的 50%，中央上划收入通过税收返还方式给地方，确保地方既有财力不变，中央返还和地方上缴基数以 2014 年为基数核定。中央集中的收入增量通过均衡性转移支付分配给地方，主要用于加大对中西部地区的支持力度。这一过渡方案与全面推开营改增试点同步实施，即自 2016 年 5 月 1 日起执行，过渡期暂定 2-3 年。

2019 年 9 月，上述过渡方案到期后，《国务院关于印发实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案的通知》确定过渡期到期后，继续保持增值税收入划分“五五分享”比例不变，即中央分享增值税的 50%、地方按税收缴纳地分享增值税的 50%。进一步稳定社会预期，引导各地因地制宜发展优势产业，鼓励地方在经济发展中培育和拓展税源，增强地方财政“造血”功能，营造主动有为、竞相发展、实干兴业的环境。同时在留底退税方面，为缓解部分地区留抵退税压力，增值税留抵退税地方分担的部分（50%），由企业所在地全部负担（50%）调整为先负担 15%，其余 35%暂由企业所在地一并垫付，再由各地按上年增值税分享额占比均衡分担，垫付多于应分担的部分由中央财政按月向企业所在地省级财政调库。

考虑到增值税“五五分享”税收返还收入的用途并未受限，因此该资金应被纳入财政净现金流的计算范围。

3.2. 一般性转移支付收入¹⁵

2022 年，中央对地方一般性转移支付（不含税收返还及固定补助）达 69051.34 亿元，其中均衡性转移支付、共同财政事权转移支付分别为 21437.15 亿元、35934.92 亿元，占比分别为 31%、52%，二者占比合计达 83%，占比较高，因此此处重点讨论二者是否应当被纳入财政净现金流的测算范围。

3.2.1. 均衡性转移支付收入

根据最新一次（2022 年 4 月）发布的《中央对地方均衡性转移支付办法》，中央财政按照测算办法，对标准财政支出大于标准财政收入的省级行政区、计划单列市、新疆生产建设兵团安排均衡性转移支付。资金分配选取影响财政收支的客观因素，按照各地标准财政收入和标准财政支出差额及转移支付系数计算确定。其中，标准财政收入反映地方收入能力，根据工业增加值等因素及全国平均有效税率计算确定；标准财政支出旨在衡量地方支出需求，考虑人口规模、人口密度、海拔、温度、少数民族等成本差异计算确定。均衡性转移支付不规定具体用途，由相关省根据本地区实际情况统筹安排使用，因此该资金应被纳入财政净现金流的计算范围。

3.2.2. 共同财政事权转移支付收入

财政部对十三届全国人大三次会议第 3420 号建议的答复¹⁶指出，2019 年，

¹⁵ 20220413《中央对地方均衡性转移支付办法》http://ysss.mof.gov.cn/ybxyzyzf/jhxyzyzf/202204/t20220428_3807232.htm
财政部关于统一界定地方财政经常性收入口径的意见 财预[2004]20 号 <http://fcouncil.com/index.php/Home/server/lawdetail/ID/36336>
转移支付细项的政策根据 <http://www.hld.gov.cn/zwgk/fdzdgnr/zdly/zfcz/ybggyjsgk/202201/P020220120355129198372.pdf>
财政部 税收返还和转移支付制度 http://www.mof.gov.cn/zhuantihuigu/czjbqk1/jbqk2/201405/t20140504_1074655.htm

¹⁶ 财政部对十三届全国人大三次会议第 3420 号建议的答复

http://ysss.mof.gov.cn/jytafwgk_8379/2017jytafwgk_14529/2018rddbgyfwgk/202010/t20201015_3604534.htm

财政系统进一步完善转移支付制度，将原一般性转移支付、专项转移支付中明确属于中央与地方共同财政事权的项目归并，设立共同财政事权转移支付，用于履行中央承担的共同财政事权的支出责任，暂列入一般性转移支付管理。设立共同财政事权转移支付后，一般性转移支付将专门用于均衡地区间财力差异，专项转移支付将用于贯彻落实中央重大决策部署和引导地方干事创业，共同财政事权转移支付则用于履行中央承担的共同财政事权的支出责任。**由于共同财政事权转移支付事实上被限定了使用方向，因此该资金不应被纳入财政净现金流的计算范围。**

3.3. 专项转移支付收入

考虑到 2004 年 2 月，财政部在《财政部关于统一界定地方财政经常性收入口径的意见》提出，财政经常性收入原则上包括以下 3 个方面：地方一般预算收入（剔除城市维护建设税、罚没收入、专项收入及国有资产经营收益等一次性收入）；中央核定的增值税及消费税税收返还、所得税基数返还及出口退税基数返还；中央通过所得税分享改革增加的一般性转移支付收入。但由于各地“收支两条线”改革进度不一致，对于行政事业性收费是否纳入地方财政经常性收入范围，财政部交由各地财政部门与人大有关部门商定。

同时，根据 2014 年财政部官网的释义，专项转移支付指中央政府对承担委托事务、共同事务的地方政府，给予的具有指定用途的资金补助，以及对应由下级政府承担的事务，给予的具有指定用途的奖励或补助，主要用于教育、社会保障、农业等方面，即资金已经被指定了优先用途。**因此，财政净现金流的计算不应将专项转移支付考虑在内。**

综上所述，本文认为在财政净现金流的测算中，若参考地方政府动用该资金是否被指定用途，判断转移支付的细分科目是否构成财政净现金流的有效组成部分，则在一般公共预算转移支付中，仅返还性收入中的所得税基数返还收入、增值税税收返还收入、消费税税收返还收入、增值税“五五分享”税收返还收入，及一般性转移支付收入中的均衡性转移支付收入应当被纳入财政净现金流的计算范围。但是，考虑到地方政府很少披露返还性收入、一般性转移支付收入的详细构成，数据可得性较差、外界难以准确估算，因此本文最终采用不考虑转移支付的财政净现金流测算对当地发债城投偿还利息的保障能力，随后参考转移支付规模进行定性判断。

最终，地方财政净现金流的具体计算公式为

= 一般公共预算财力+政府性基金预算财力-“三保”支出-地方债付息支出

= 一般公共预算收入总计-一般债务收入-上解中央支出-调出资金

+ 政府性基金预算收入总计-专项债务收入-本级收入+国有土地使用权出让收入*（1-国企拿地占比）-上解中央支出-调出资金

-（年末常住人口×2.53%×对应城镇单位就业人员平均工资+年末常住人口×1.46%×对应城镇单位就业人员平均工资×42.5%）×2

- 地方债付息支出

= 一般公共预算收入总计-一般债务收入-上解中央支出-调出资金-上级补助

收入+返还性收入（不含成品油税费改革税收返还收入）+均衡性转移支付

+ 政府性基金预算收入总计-专项债务收入-本级收入+国有土地使用权出让收入*（1-国企拿地占比）-上解中央支出-调出资金

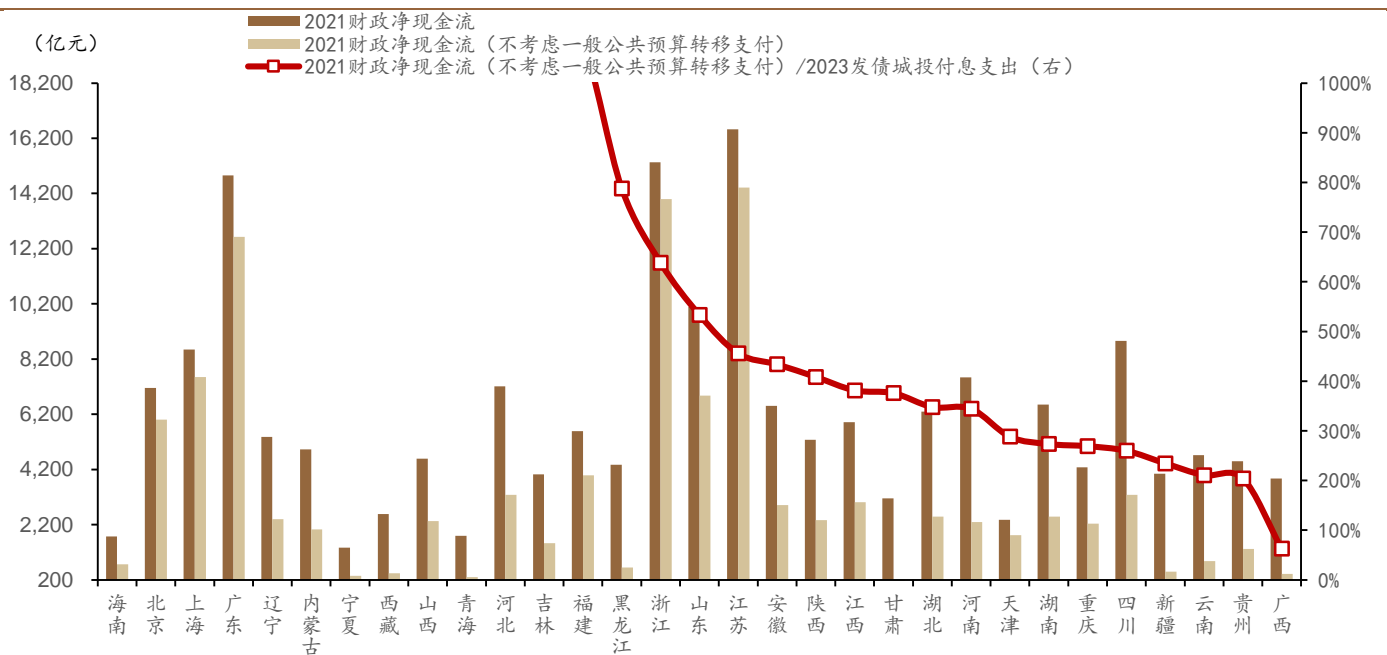
-（年末常住人口×2.53%×对应城镇单位就业人员平均工资+年末常住人口×1.46%×对应城镇单位就业人员平均工资×42.5%）×2

- 地方债付息支出

4. 财政净现金流测算结果

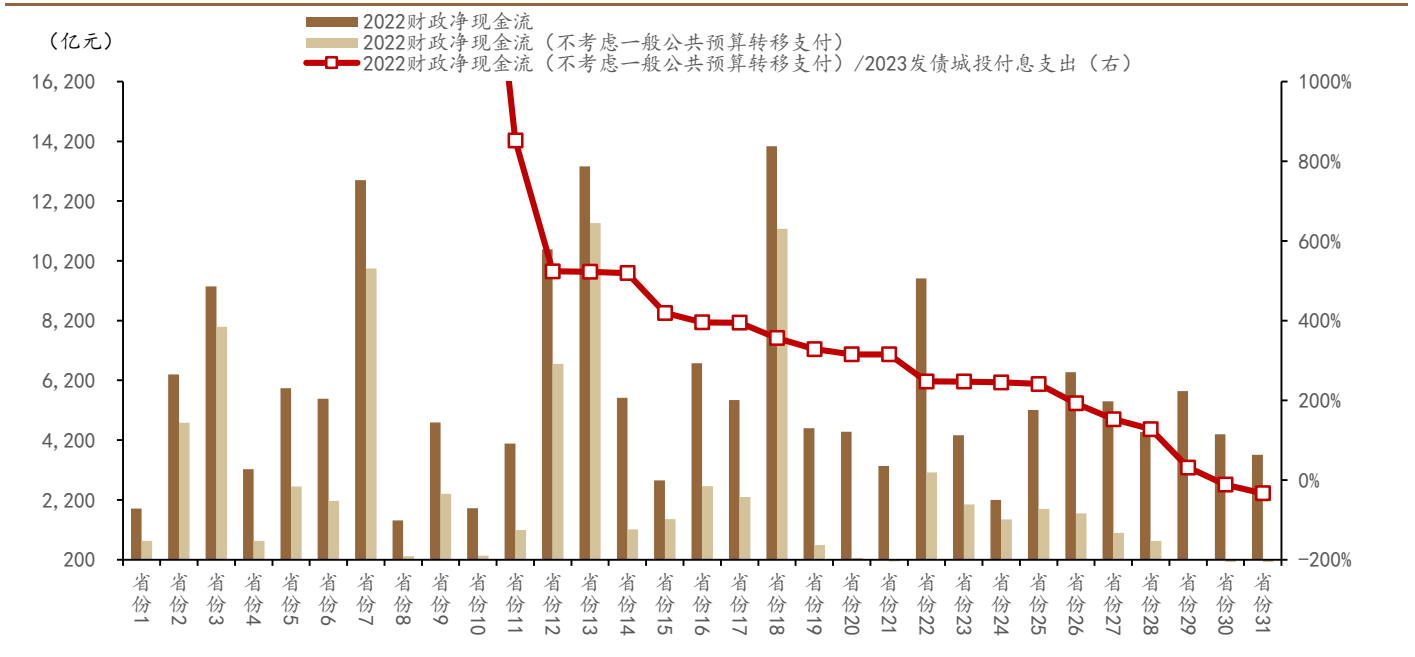
由于 2022 年财政净现金流的估算根据的是地方政府披露完整度较低的预算执行数据，其中必要数据缺失较多、大量数值需要估算，最终导致本文测算结果与真实情况可能偏差较大。因此，我们选用 2021 年数据质量较好的财政净现金流数据（主要基于披露度较高的决算数据），以 2021 年财政净现金流/2023 年发债城投付息支出展开分析，即此处假设各地 2023 年财政净现金流恢复至 2021 年水平。经计算，不考虑一般公共预算转移支付时，广西、贵州、云南的财政净现金流对发债城投有息负债的付息保障能力较弱。其次为新疆、四川、重庆，但这些省份地处西部，每年获得的中央转移支付较多，后者能够对当地财力构成有力补充。

图 4：各省财政净现金流对 2023 年发债城投有息负债支出的保障能力测算（以 2021 年净现金流数据近似代替）



注：为便于展示中下游省份保障倍数，上图右轴显示的保障倍数上限为 10x 即 1000%
资料来源：各省 2021 年财政决算公开披露文件，德邦研究所

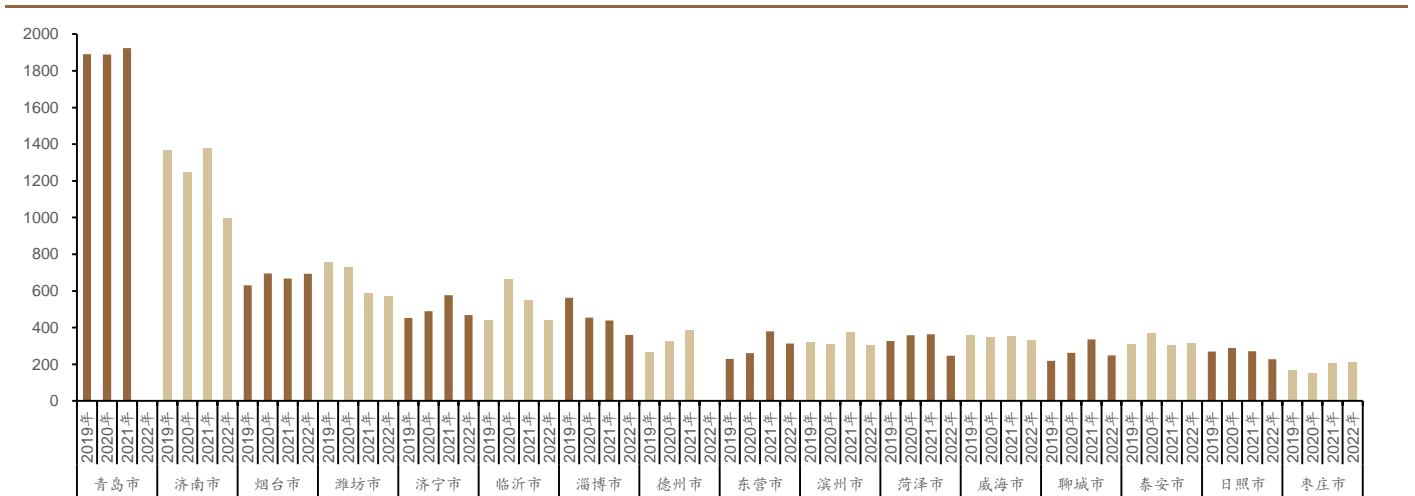
图 5：各省财政净现金流对 2023 年发债城投有息负债支出的保障能力测算（以 2022 年净现金流数据近似代替）



注：为便于展示中下游省份保障倍数，上图右轴显示的保障倍数上限为 10x 即 1000%
资料来源：各省 2022 年预算执行公开披露文件，德邦研究所绘制

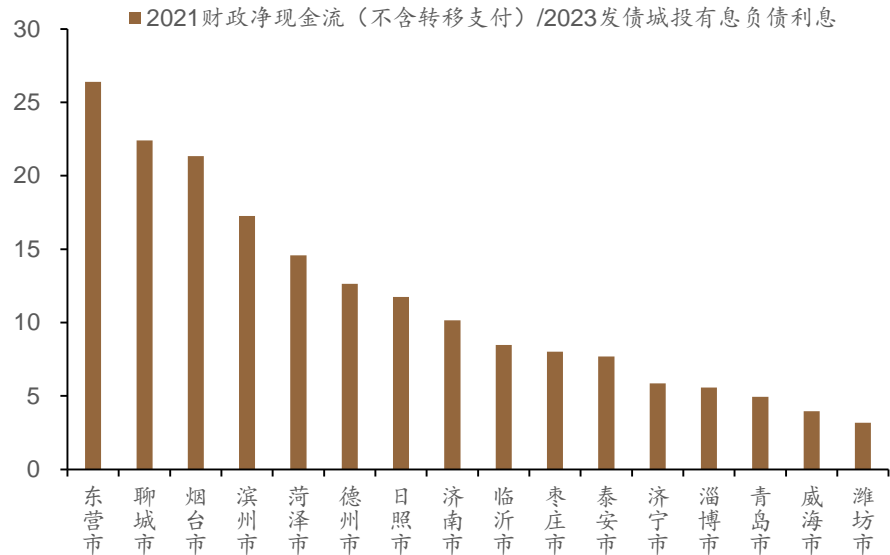
考虑到，部分省份的城投债市场认可度有限，因此发债城投平台较少，本文以发债城投的有息负债付息支出反映当地政府性债务风险可能有失偏颇，因此与横向对比各省财政净现金流对当地发债城投有息负债利息的保障能力相比，纵向对比具体省份乃至城市近年财政净现金流的变动趋势可能更有意义。以山东省为例，2022 年除青岛市、德州市数据暂缺外，在其他城市中仅烟台市、泰安市、枣庄市财政净现金流（不考虑一般公共预算转移支付）略有增长，其他城市同比下降大部分超过 10%。此外，从财政净现金流（不考虑一般公共预算转移支付）对发债城投有息负债利息的保障能力上看，若各市财政净现金流恢复至 2021 年水平，则各市财政净现金流（不考虑一般公共预算转移支付）均有能力完全保障发债城投有息负债利息支出，但潍坊市、威海市、青岛市该数值相对较低。

图 6：2022 年，山东省仅烟台市、泰安市、枣庄市财政净现金流（不考虑一般公共预算转移支付）略有增长（亿元）



注：青岛市、德州市 2022 年数据暂缺；图中不同颜色仅用于区分城市不同，无其他特殊含义；图中各城市按 2021 年对应数值降序排列
资料来源：各市 2022 年预算执行公开披露文件，德邦研究所绘制

图 7：若财政净现金流恢复至 2021 年水平，则山东各市均能保障发债城投付息支出



资料来源：各市 2021 年财政决算公开披露文件，德邦研究所绘制

5. 风险提示

- (1) 从国有土地使用权出让收入中将国企拿地全部剔除可能过于保守；
- (2) 参考实际控制人逐一判定拿地主体是否为国企可能不够准确；
- (3) 对转移支付是否为地方政府可灵活自由动用的理解可能不够准确；
- (4) “三保”支出的估算方法应用于直辖市可能误差较大；
- (5) 2022 年各地预算执行数据披露较少，个别指标的估算值可能与事实偏差较大。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

刘子博，德邦证券研究所宏观组分析师。毕业于对外经济贸易大学，拥有 4 年美国收资产投研经验，曾从事境内高收益债买方研究。研究领域覆盖地方政府行为研究、地方财政、城投平台与地产行业，致力于在“自下而上”的视角下，通过研究地方政府行为完善大类资产配置思路。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。