

本文从三个维度，总量债务负担、显性债务偿付能力、城投债到期偿付能力，综合考察地方债务压力，尝试建立一个衡量地方债务风险的通用框架。

► 2020年-2022年，地方政府债务扩容较快。

2020年至2022年，地方债务年均增长10万亿。2022年年末，地方债务总量突破90万亿，为2015年的2.6倍。

2022年末，江苏、浙江、山东、四川、广东为债务存量最高的五个省份，债务规模加总占全国总债务的39%。全国层面显性债务比重将近四成。经济较强省份依赖城投融资，例如江苏、浙江两省城投有息债务占比分别在80%和74%；经济实力较弱省份，也较依赖城投融资，例如河南、贵州、云南、甘肃，三地城投有息债务占比均高于50%。

► 债务评估维度一，地方总债务负债率（或债务率），衡量总量债务的持续性。

负债率角度（总债务/GDP），2022年地方政府负债率（宽口径）达74.4%，三分之二省份负债率突破60%（国际警戒线）。其中天津、贵州、青海、云南、甘肃负债率已经超过100%。

债务率角度（总债务/地方综合财力），2022年地方政府债务率（宽口径）达到332%，突破世界警戒线（120%）。债务率最高地区是重庆、天津、贵州、黑龙江、湖北、新疆。

现行债务监管框架下，债务率过高地区政府新增融资规模可能受限，所谓“债务红橙黄绿4个等级”。

► 债务评估维度二，利息负担比测算，衡量显性债务的偿付能力。

用利息负担（付息支出/财政总支出）衡量地方政府显性债务偿付能力。

公共财政（账本一）利息负担稳定在2%的较低水平，土地出让收入所在的政府性基金（账本二）利息负担近年快速上行，从4.3%（2021年）快速上升至6.0%（2022年）。

疫情三年之中，所有省份政府性基金利息支出比重均加重。天津、黑龙江、内蒙古、西藏、云南、青海这些省份尤甚，这些省份账本二付息支出比重提升超过6个百分点。

按规定，利息负担超过10%，地方财政可以选择进入“财政重组”（一段时间内扩收节支）。

2022年，天津、黑龙江、内蒙古、青海、云南、辽宁2022年账本二利息负担已然超过10%，这些债务压力较大县市可能在未来积极应对债务压力。

► 债务评估维度三，城投债到期偿付压力观察，衡量地方“隐性”债务偿付能力。

现金偿债比（经营性现金流净额/到期债务）、保障能力（财政相关支出/到期债务）可用来衡量城投有息债务偿付能力。

2023年城投债到期集中度（到期债务/存量债务）达31.9%，城投现金偿债比<0。即便是经济实力较强的上海、江苏、浙江，城投平台短债现金比也为负，说明绝大部分城投靠自身偿还债务能力有限。

城投到期债务保障倍数2022和2023年（预计）分别在90%和78%。近年财政预算内资金运行逻辑发生变化，一则财税及土地出让金收入增速下降，二则预算内资金更向国防外交、民生保障等领域支持，财政对基建资金拨付力度下降。这一背景下，2022年城投到期债务保障程度已经低于100%，仅达90%，预计2023年进一步下降至78%。

► 当下地方债务现实意味着什么？期待后续非市场化债方式。

用上述三个维度衡量各个省份债务负担，发现贵州、云南、天津不论是总量债务压力，还是显性债务利息负担，亦或城投到期压力，都明显高于全国平均水平。而市场也对上述省份存在的债务到期风险充分定价。一则贵州、云南、天津、甘肃城投净融资于2021年由正转负，债权人对上述地区债务接续意愿较低。二则开年至今，云南、天津、贵州城投票面利率达6%，显著高于全国平均水平（4.8%）。

当前弱资质地区债务压力本就高过其他地区。经历三年疫情之后，财政收入降温，叠加存量债务到期集中，这些弱资质地方城投再融资压力加大，甚至陷入债务压力大、融资成本高、债务压力再度上行的负向循环。我们认为，城投债务风险最终可控，毕竟这是一场内债。当下城投债务压力预示着未来或有两大政策推进，一是存量债务压力化解；二是城投运行模式转型。

风险提示：数据统计存在偏差，地方财政收入表现超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：情绪边际修复-2023/07/02
- 2.人民币汇率点评：汇率贬值或已超调-2023/06/30
- 3.2023年H2宏观经济展望：融冰-2023/06/28
- 4.2023年H2宏观指标预测：寻找大变量-2023/06/28
- 5.全球大类资产跟踪周报：再起变数-2023/06/25

目录

引言:	3
1 地方政府债务规模及结构	4
1.1 地方存量总债务约为 90 万亿	4
1.2 近年地方显性债务占比提升	4
2 维度一，地方总量债务压力观测	5
2.1 当下地方负债率（宽口径）达 74%	5
2.2 当下地方债务率（宽口径）达 332%	6
3 维度二，显性债务偿付现状测算	7
3.1 地方显性债务利息负担现实	7
3.2 显性债务利息负担的意义	8
4 维度三，城投债到期偿付压力观察	9
4.1 城投债集中到期，当前债务还本压力较大	9
4.2 现金偿债比为负，城投自有现金流偿付债务能力有限	10
4.3 到期债务政府保障倍数下降，财政资金偿债能力有限	11
5、当下地方债务现实意味着什么？	12
5.1 关注票面融资利率逾 6%的城投债券	12
5.2 当下债务现实或意味着未来城投两大走向	13
附录	14
风险提示	16
插图目录	17
表格目录	17

引言:

地产链下行已有两年，地产下行的影响正逐步扩散开来。如果说 2021 年下半年至 2022 年，地产下行更多影响经济增长，那么今年以来地产下行的影响更多落在资产负债表。具体表现为居民缩表压力以及，城投债务压力。

近期市场逐步将目光聚焦在城投债务风险。当下城投债务压力几何，未来城投方向又将落在何方，这是我们关注中国城投债务绕不开去的两个命题。

本文从三个维度，总量债务负担、显性债务偿付能力、城投债到期偿付能力，综合考察地方债务压力，尝试建立一个衡量地方债务风险的通用框架。

1 地方政府债务规模及结构

2015年新《预算法》实施之后，地方政府债务仅指2014年后纳入预算管理的地方显性债务。但市场上一般将地方显性债务与城投带息债务规模加总，视作宽口径地方政府债务。

1.1 地方存量总债务约为90万亿

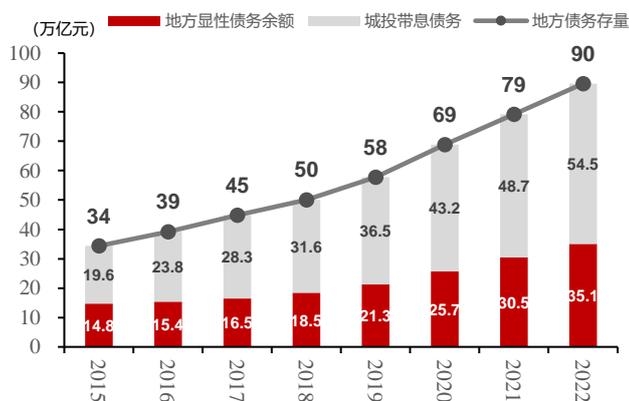
2022年末地方债务总量突破90万亿，是2015年2.6倍。

加总既有地方债券以及城投有息债务存量规模，我们发现2015-2018年地方政府债务年均增长约5万亿，2019-2022年地方政府债务年均增长约10万亿。截至2022年末，地方政府债务规模达到90万亿，是2015年的2.6倍。

经济体量大省，存量债务规模也相对较大。

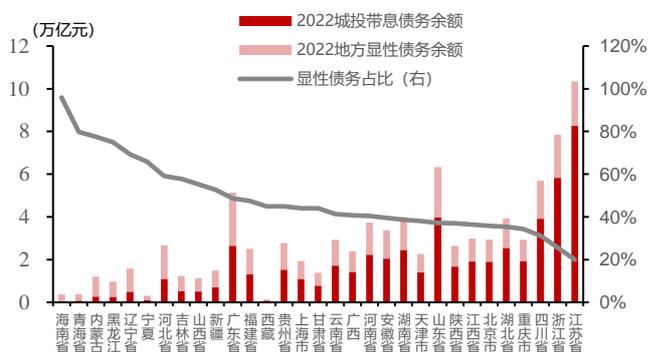
2022年末，江苏、浙江、山东、四川、广东为债务存量最高的五个省份，上述省份债务规模加总占全国总债务的39%。

图1：2022年地方债务（宽口径）达90万亿



资料来源：企业预警通、celma，民生证券研究院

图2：2022年末地方债务地区分布



资料来源：企业预警通，民生证券研究院

1.2 近年地方显性债务占比提升

存量地方债中，显性债务比重将近四成，近年占比有所上升。

2022年末地方存量债务中，显性债务35万亿，占比达39%；城投带息债务54万亿，占比达61%。

2018年隐性债务监管收紧以后，显性债务比重边际提升（2018,37%），主要是2020-2022年专项债发行规模扩容。

不同地区，显性债务与城投带息债务比重存在明显差异。

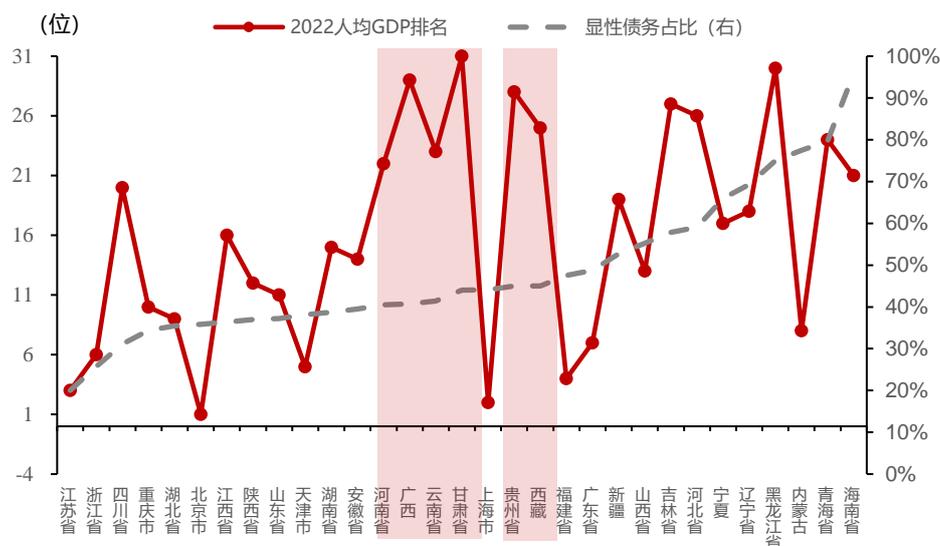
江苏、浙江两省更依赖城投融资，江苏城投有息债务占存量债务比重达到80%，

浙江达到 74%。

经济实力较弱地区譬如青海、内蒙古更加依赖预算内融资，城投有息债务比重不足 10%。

也有部分省份，譬如河南、贵州、云南、甘肃，其经济实力较弱，城投带息债务存量占比仍然偏高，均高于 50%。

图3：部分经济实力较弱（人均 GDP 排名靠后）地区城投债务占比较高



资料来源：企业预警通，民生证券研究院。

2 维度一，地方总量债务压力观测

仅仅从债务规模这一绝对指标观察地方债务负担略显单薄，市场上衡量地方债务负担往往会参考另外两个相对指标：一是负债率（总债务/GDP）；二是债务率（债务规模/地方综合财力）。

前者衡量地方债务创造 GDP 增长的能力，而后者衡量债务新增财政收入的能力，两项指标值越大，则地方债务负担越重。

2.1 当下地方负债率（宽口径）达 74%

国际上通过负债率（债务规模/GDP）衡量政府债务负担，并且将 60% 负债率作为警戒线。

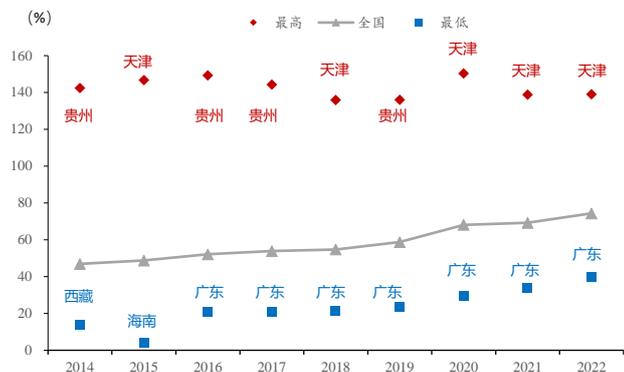
2022 年，我国地方政府负债率（宽口径）达 74.4%，三分之二的省份负债率突破 60%。

2020 年之前，我国负债率维持在 60% 以下（2015 年达 59%）。2020 年以后，政府负债率快速上行，2022 年地方政府负债率上行至 74.4%，已然突破国际

警戒线，地方政府债务负担较疫情前更为严峻。

分地区观察，当前 31 个省市中，有三分之二负债率已经超过 60%。其中天津、贵州、青海、云南、甘肃负债率已经超过 100%。

图4：地方政府负债率于 2022 年达到 74.4%



资料来源：企业预警通，民生证券研究院

图5：2022 年三分之二省份负债率超过 60%



资料来源：企业预警通，民生证券研究院

2.2 当下地方债务率（宽口径）达 332%

国际上通过债务率（债务规模/地方综合财力）衡量这一债务创收能力，并将 120% 作为这一指标警戒线。

2022 年我国地方政府债务率（宽口径）达到 332%，突破世界警戒线。

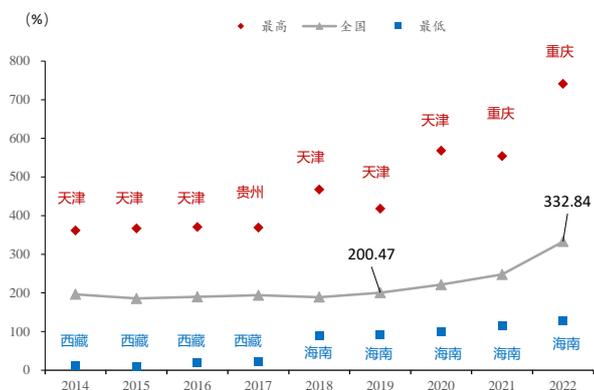
2020 年之前，我国债务率维持在 200% 左右。2020 年以后，地方财力走弱，政府债务率快速上行，2022 年上行至 332%。

分地区观察，债务率最高地区是重庆、天津、贵州、黑龙江、湖北、新疆，这些省市债务率均在 600% 以上。这些地区一方面财力在疫情期间明显走弱，另一方面加杠杆力度较大，抬升当前债务率水平。

显性监管框架下，债务率过高地区，2023 年政府新增融资规模可能受限。

2017 年财政部明确，每年中央会在年初集中分配当年债务额度至各省，其中债务风险、举债空间是考虑的关键因素。

2019 年，财政部建立一套地方政府债务风险等级评定制度根据债务率数据，将债务风险分为红橙黄绿 4 个等级。2020 年通过这一等级约束城投债的融资投向，风险最高等级地区新增城投债只能用于借新还旧。

图6：地方政府债务率于 2022 年快速上升至 332.8%


资料来源：企业预警通，民生证券研究院

图7：各地区 2022 年政府债务率排名


资料来源：企业预警通，民生证券研究院

3 维度二，显性债务偿付现状测算

预算法规定法定债务利息负担必须由预算内资金偿付，即不能通过发行新增债务付息，债务利息也就成为政府一项刚性支出。我们用债务利息占支出比重衡量显性债务的利息负担。

3.1 地方显性债务利息负担现实

中国财政收入分类型计入不同的账本，税收计入公共财政预算，即账本一。账本一支出都是纯公益或刚性支出，譬如公共服务支出（公务员工资等）、教育、社保、国防支出。土地出让收入计入政府性基金收入，即账本二。账本二以收定支，一般支出用向有一定收益的政府经营项目。我们探讨利息负担，需要分账本讨论，如果账本一利息负担过重可能影响基层运转即民生支出，账本二负担过重可能挤占该地区项目支出规模。

当前账本一利息负担稳定在 2% 的较低水平，而账本二利息负担近年快速上行。

2016 年至 2022 年，账本一付息支出从 1700 亿上升至 4950 亿元，占支出比重从 1.1% 小幅上行至 2.2%。账本二付息支出从 430 亿元上升至 6259 亿元，占支出比重从 1.0% 上行至 6.0%。

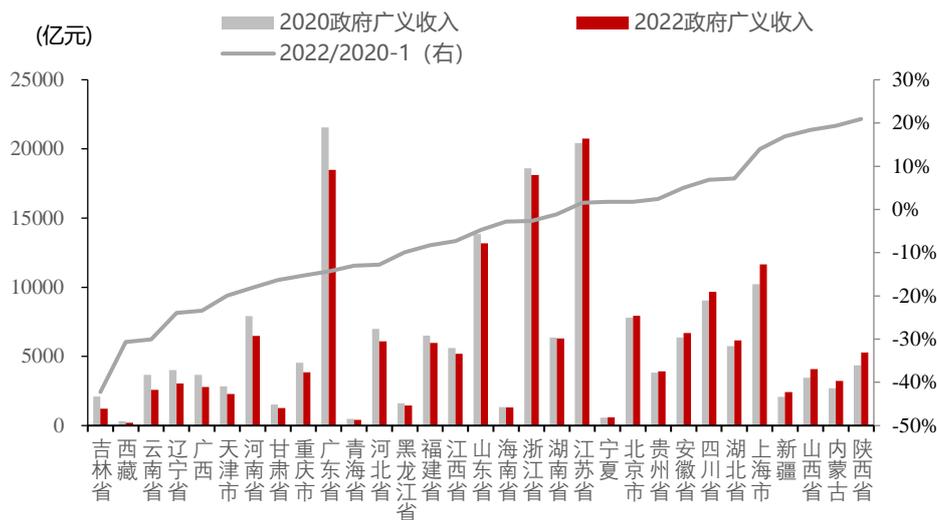
账本二利息负担明显更重，主要是因为 2018 年以后专项债年均新增额度大幅高于一般债。2022 年末专项债余额达 20.7 万亿，一般债余额仅达 14.4 万亿，利息规模也在快速扩张。

另一方面，账本一的运转逻辑是以收定支，因此支出增速一般偏向稳定，税收不足时会通过非税收入、调用存量资金补足，而账本二以收定支，一旦土地出让收入大幅减收，支出总规模便会收缩，利息负担便会明显加重。

根据 2023 年预算，账本二 2023 年付息支出占比可能进一步上行至 6.7%。

观察不同省份利息支出负担，发现所有省份政府性基金利息支出比重均在过去两年加重。其中天津、黑龙江、内蒙古、西藏、云南、青海账本二付息支出比重均上升 6 个百分点以上，付息负担加重尤为明显。

图8：多数省份 2022 年广义财政收入较 2020 年下行



资料来源：企业预警通，民生证券研究院。注：政府广义收入=一般公共预算收入+政府性基金收入。

3.2 显性债务利息负担的意义

利息负担占财政支出 10%以上，地方财政或有财政重组可能。

财政部曾在 2016 年建立地方债务风险的监测框架¹，明确当利息负担占财政支出 10%以上时（不论是账本一、账本二），基层政府可以进入“财政重整”状态。

所谓财政重整，是指债务高风险地区在保障必要基本民生支出和政府有效运转支出基础上，依法履行相关程序，通过实施一系列增收、节支、资产处置等短期和中长期措施安排，使债务规模和偿债能力相一致，恢复财政收支平衡状态。

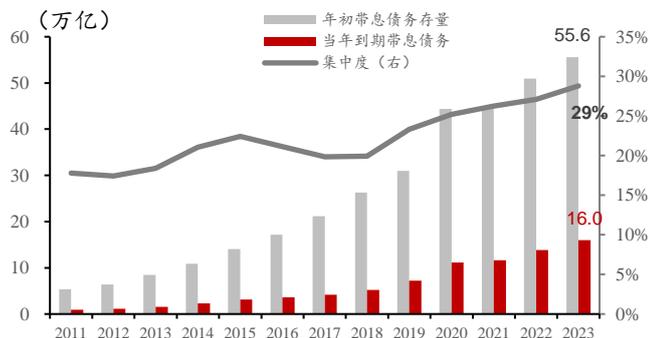
2018 年、2020 年，四川雁江区、安岳县，黑龙江鹤岗就曾进行过财政重整。

我们注意到，2022 年，天津、黑龙江、内蒙古、宁夏、青海、云南、辽宁 2022 年账本二利息负担已然超过 10%。

按照财政部债务风险检测框架，未来债务压力较大县市或有主动增收节支，更

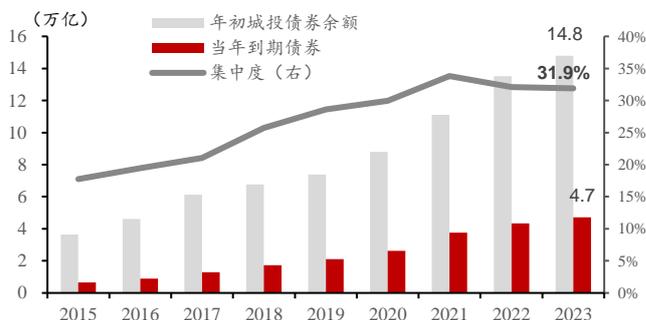
¹（2）市县债务管理领导小组或债务应急领导小组认为确有必要时，可以启动财政重整计划。市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。
[国务院办公室关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知](http://www.gov.cn) [地方政府性债务风险应急处置预案](http://www.gov.cn) 2016 年第 33 号国务院公报 中国政府网 (www.gov.cn)

图11：2023 年城投带息债务到期集中度达 29%



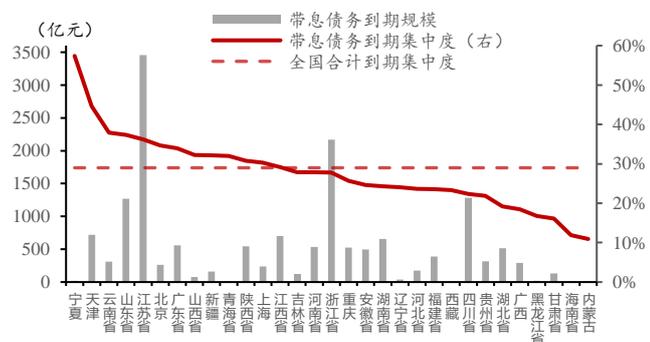
资料来源：企业预警通，wind，民生证券研究院

图12：2023 年城投债到期集中度达到 32%



资料来源：企业预警通，wind，民生证券研究院

图13：分省份 2023 年城投有息债务到期集中度



资料来源：企业预警通，wind，民生证券研究院

图14：分省份 2023 年城投债到期集中度

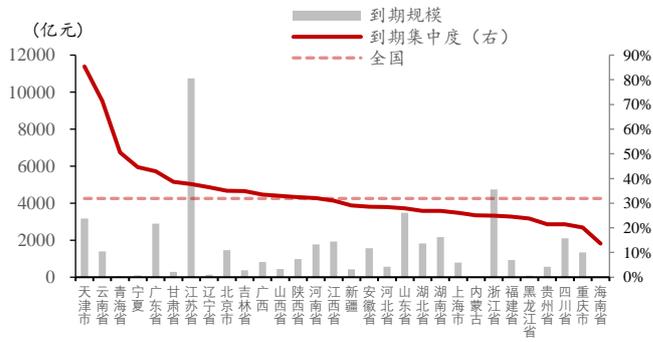
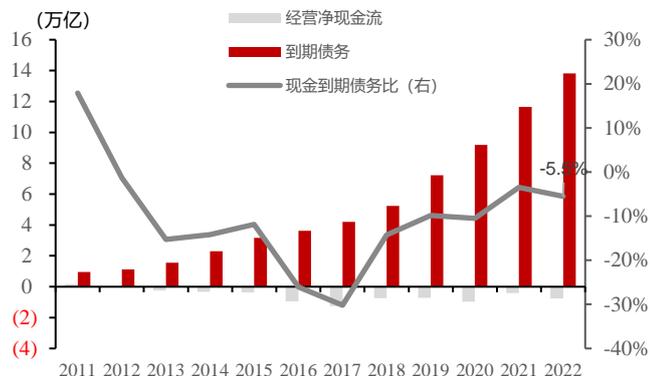
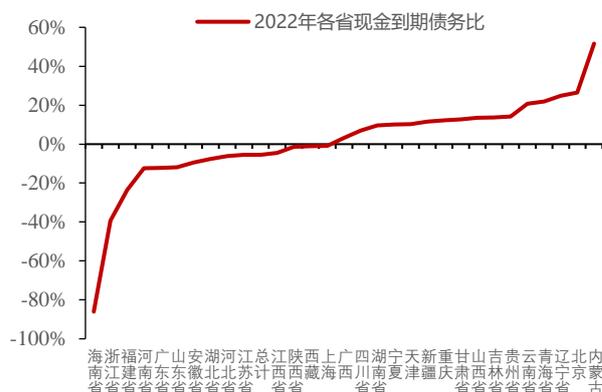


图15：2022年全国现金到期债务比为负值



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022年各省份现金到期债务比



资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 到期债务政府保障倍数下降，财政资金偿债能力有限

城投投资项目大部分为准公益性质，同时当前资产负债表上相当部分应收政府存款，用向基建的财政资金或可以“保障”后续城投债的兑付。

我们用财政用向基建资金除以到期城投债，得到到期债政府保障倍数。

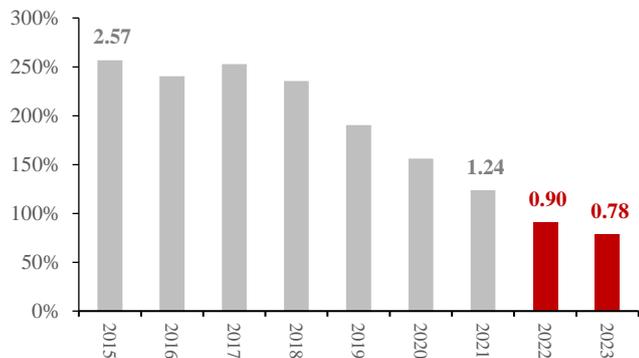
地方财力走弱，政府对城投到期债务保障能力收缩。

土地出让减收以及近年地方支出更加倾向民生领域，财政对2022年城投到期债务保障程度已经低于100%，仅达90%。

根据2023年财政预算数据推算，今年政府资金对到期债务担保能力或进一步收缩，保障倍数降至78%。

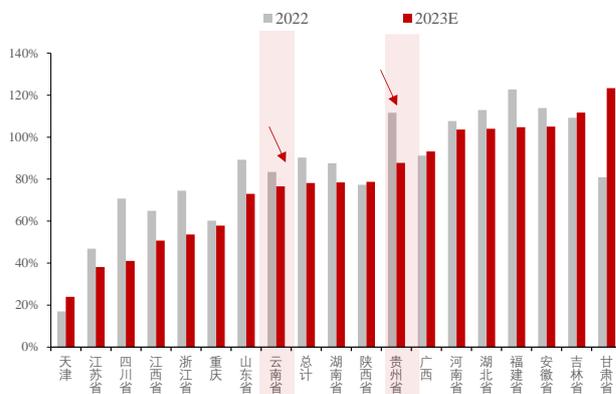
分地区观察，云南、贵州、四川三个省份2023年财政资金对标债的保障能力将深度走弱。

图17：历年地方政府财力/城投到期债务



资料来源：企业预警通，各省份财政厅，民生证券研究院

图18：部分省份2023年偿付水平进一步收紧



资料来源：企业预警通，民生证券研究院

5、当下地方债务现实意味着什么？

5.1 关注票面融资利率逾 6%的城投债券

综合三个债务压力衡量维度，贵州、云南、天津三个地区债务风险偏高。

我们在前文用总量债务负担、显性债务付息压力以及城投债到期偿付压力三个维度衡量地方债务风险。

在不同衡量指标下，我们都可以从高到低对地方债务风险进行排序，如果在不同维度下，某一个地区的排名都靠前，那么这个地区的债务风险将更值得关注。

通过整理排序，我们发现，贵州、云南、天津三个省份（市）在不同衡量维度下，债务压力排名都靠前——这三个地区不仅面临较大的总量债务负担，同时预算内付息压力较大，城投债短期偿付能力也更弱。

贵州、云南、天津三个地区的债务风险为市场充分定价。

一方面，贵州、云南、天津、甘肃几个省份城投净融资规模在 2021 年由正转负，债权人对上述地区债务接续意愿较低。

另一方面，2023 年 1-5 月云南、天津、贵州当前城投票面利率达 6%左右，且期限以 1 年期为主，显著高于全国平均水平（4.8%）。

图19：贵州省、云南省、天津市在四个债务压力均较大

债务压力维度			指标较高省份											
1	地方政府债务规模及结构	隐性债务占比过高	西藏	贵州省	甘肃省	云南省	广西	河南省	四川省					
2	地方长期债务负担有多重	负债率	天津市	贵州省	甘肃省	青海省	云南省	浙江省	重庆市	四川省	吉林省	江西省		
		债务率	重庆市	天津市	贵州省	黑龙江省	湖北省	新疆	西藏	河南省	江西省	陕西省		
3	法定债务还本付息压力几何		天津市	黑龙江省	内蒙古	宁夏	青海省	辽宁省	云南省	西藏	贵州省	北京市		
4	城投债到期偿付压力几何	债务集中到期	天津市	云南省	青海省	宁夏	广东省	甘肃省	江苏省	辽宁省	北京市	吉林省		
		财政保障倍数	天津市	江苏省	四川省	江西省	浙江省	重庆	山东省	云南省	湖南省	陕西省	贵州省	
省份	天津市	云南省	贵州省	甘肃省	青海省	江西省	四川省	西藏	北京市	吉林省	江苏省	辽宁省	宁夏	
出现次数	5	5	5	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	
省份	陕西省	浙江省	黑龙江省	河南省	重庆市	广东省	湖南省	山东省	重庆	内蒙古	湖北省	新疆	广西	
出现次数	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	

资料来源：企业预警通，民生证券研究院

5.2 当下债务现实或意味着未来城投两大走向

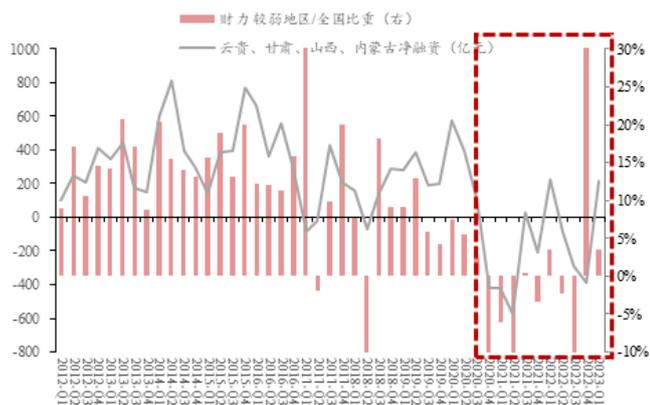
从维度三来看，当前城投短期面临较重的偿付压力，且部分地区偿付能力较弱，城投债务风险或从两个方向予以化解。

一是存量债务处理；二是城投债务转型。

当前一级市场上的融资接续意愿走弱，成本抬升，将使得债务压力较大，风险较高地区变得更为脆弱，容易形成债务压力大、融资成本高、债务压力上行的正向螺旋循环。妥善化解这些地区债务风险，未来或有更多债务化解方式推进，譬如债务置换、债务重组、债务展期。

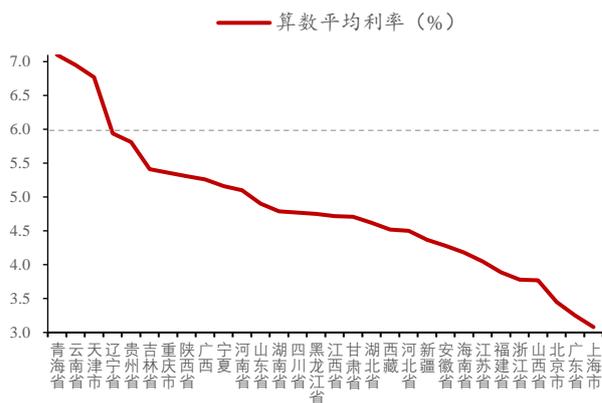
此外，化解债务是短期应对方式，要实质性化解城投债务风险，本质上是在土地出让金走弱的大趋势下完成城投转型。

图20：非标信贷违约地区标债净融资转负



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：当前城投票面利率分化明显



资料来源：wind，民生证券研究院

附录

表1：地方债务率（宽口径）上升明显

省份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
重庆市	193.9	189.6	224.1	217.0	232.6	251.8	269.0	553.9	740.9
天津市	361.5	366.9	370.3	352.3	467.1	418.0	568.3	504.9	731.1
贵州省	300.5	327.7	362.4	368.8	349.6	344.9	339.9	345.6	678.4
黑龙江省	114.2	120.9	114.7	121.6	133.0	142.3	146.3	164.7	657.5
湖北省	158.8	114.3	198.2	220.2	187.1	207.7	238.8	252.2	625.1
新疆维吾尔自治区	277.8	129.1	143.3	174.3	164.2	177.1	202.7	226.0	609.3
西藏自治区	10.9	7.6	18.5	21.8	147.6	251.8	303.7	443.1	588.5
河南省	128.7	142.1	148.0	150.0	145.0	161.0	191.1	230.4	568.5
江西省	124.4	134.8	158.3	165.3	160.6	177.5	207.9	236.7	560.7
陕西省	221.7	228.0	271.3	292.1	268.0	267.8	288.2	455.2	484.7
河北省	129.8	137.8	134.2	118.8	120.3	130.6	171.9	220.0	435.3
甘肃省	152.0	172.3	187.2	202.0	217.9	234.4	236.7	268.7	376.4
内蒙古自治区	207.9	181.2	178.7	185.9	177.6	182.1	196.3	200.0	367.4
江苏省	243.9	284.2	308.3	333.2	292.4	307.9	316.5	308.2	362.6
云南省	228.2	266.2	276.8	309.7	252.4	252.9	308.6	323.9	360.9
浙江省	248.1	202.4	192.7	197.4	196.2	200.1	228.5	263.4	328.9
北京市	207.2	217.7	211.7	186.5	225.0	245.3	276.3	277.8	323.9
四川省	279.7	153.9	201.8	204.4	200.5	219.1	245.1	282.7	310.8
山东省	289.2	133.2	154.1	165.9	159.7	181.7	225.5	253.1	310.5
安徽省	148.1	175.2	178.0	183.2	203.0	210.8	245.8	273.6	307.2
福建省	104.9	243.2	164.5	163.5	155.8	174.6	184.9	210.0	304.8
广西壮族自治区	170.2	154.1	173.1	169.7	170.7	185.3	197.4	251.2	287.7
湖南省	214.4	211.5	239.1	257.4	239.0	244.5	238.9	254.4	284.8
吉林省	241.3	127.0	126.9	139.5	150.6	182.6	185.7	202.4	231.0
辽宁省	57.2	217.1	229.8	205.1	187.0	170.8	166.7	172.6	228.1
青海省	131.6	144.6	153.9	163.6	159.9	157.4	169.0	176.6	220.4
广东省	125.6	116.8	109.6	103.6	92.8	101.9	115.1	140.4	194.1
宁夏回族自治区	117.9	131.7	126.0	128.3	159.3	180.2	177.7	179.1	170.4
山西省	94.3	107.9	128.0	132.9	126.3	124.7	139.5	148.8	165.3
上海市	177.4	119.8	101.4	102.9	100.4	112.2	123.8	128.0	128.0
海南省	93.5	8.8	91.4	89.7	88.0	91.2	99.6	114.2	126.5
全部地方	196.3	185.5	189.9	194.0	189.0	200.5	221.3	247.7	332.8

资料来源：企业预警通，民生证券研究院整理

表2：地方负债率（宽口径）上升明显

省份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
天津市	141.9	146.75	148.76	143.96	135.98	135.12	150.43	138.83	139.06
贵州省	142.43	140.64	149.33	144.29	135.35	136.03	141.45	137.05	137.49
甘肃省	66.41	80.53	88.21	94.18	101.77	109.18	120.23	120.45	123.39
青海省	92.23	94.51	94.66	96.12	95.55	99.67	108.72	105.88	105.77
云南省	79.41	84.52	92.92	94.89	90.15	91.68	100.35	99.11	100.91
浙江省	52.19	49.72	52.09	58.97	64.44	71.52	84.46	89.02	100.86
重庆市	75.23	75.87	82.28	82.06	82.29	83.82	90.78	93.66	100.64
四川省	52.92	56.83	62.3	63.63	66.21	72.13	85.78	91.49	100.24
吉林省	43.91	48.84	50.14	55.66	60.8	74.96	81.86	85.53	94.8
江西省	46.45	49.02	54.5	59.27	61.26	67.24	81.99	85.43	93.13
广西壮族 自治区	61.45	60.57	64.87	63.71	64.93	70.3	81.36	84.45	90.63
江苏省	52.77	56.49	63.4	66.34	68.01	74.16	82.86	80.77	84.1
新疆维吾 尔自治区	51.28	55.95	61.78	70.71	66.34	71.45	83.81	80.23	83.91
湖南省	52.65	54.64	59.42	63.38	64.54	68.46	76.59	78.88	81.78
陕西省	61.21	63.3	67.12	72.13	69.52	71.61	82.45	79.87	80.77
安徽省	44.9	49.22	52.6	55.37	55	57.43	65.72	68.86	74.77
湖北省	40.8	27.68	46.8	51.32	52.34	56.85	71.24	68.85	72.96
山东省	28.78	29.05	32.95	36.81	41.08	48.29	61.84	65.86	72.44
北京市	70.04	64.48	56.31	59.58	60.29	63.93	69.39	66.72	70.77
河北省	34.18	34.11	33.68	33.19	35.73	39.37	52.93	55.87	62.91
黑龙江省	37.81	41.07	41.34	45.71	48.86	52.08	59.09	59.93	61.14
河南省	28.79	30.4	32.25	33.32	34.57	38.19	46.16	51.32	60.78
宁夏回族 自治区	55.42	61.93	57.31	54.1	64.48	69.09	70.65	63.46	59.71
西藏自治 区	13.89	11	24.93	28.61	30.85	44.71	50.16	57.74	59.16
辽宁省	19.79	63.83	69.51	62.17	56.61	54.6	56.14	54.63	54.7
海南省	42.41	4.04	41.32	40.48	41.12	43.26	48.9	48.14	53.32
内蒙古自 治区	61.61	59.19	60.45	58.4	55.73	56.96	62.62	54.6	52.05
福建省	16.3	35	35.36	34.74	33.14	35.14	40.64	41.56	47.17
山西省	35.31	39.69	46.9	45.79	44.18	46.02	51.78	45.14	44.38
上海市	50.4	42.85	34.83	32.77	31.49	34.07	40.2	39.82	43.35
广东省	25.24	22.73	21.15	20.7	21.48	23.59	29.71	34.1	39.84
全部地方	46.88	48.79	52.13	53.91	54.76	58.80	68.12	69.21	74.36

资料来源：企业预警通，民生证券研究院整理

风险提示

1) 数据统计存在偏差。由于各地隐性债务数据不可得，本文将城投带息债务归为地方债务处理。在此方法下，本文所得债务负担、债务规模指标存在高估可能。

2) 地方财政收入表现超预期。本文选取的省份财政收支数据来源于政府 2023 年预测目标，若今年经济表现超预期，地方财政预算数也将与实际数存在差异，可能会对 2023 年偿债压力的测算造成一定的影响。

插图目录

图 1: 2022 年地方债务 (宽口径) 达 90 万亿.....	4
图 2: 2022 年末地方债务地区分布	4
图 3: 部分经济实力较弱 (人均 GDP 排名靠后) 地区城投债务占比较高.....	5
图 4: 地方政府负债率于 2022 年达到 74.4%	6
图 5: 2022 年三分之二省份负债率超过 60%	6
图 6: 地方政府债务率于 2022 年快速上升至 332.8%	7
图 7: 各地区 2022 年政府债务率排名	7
图 8: 多数省份 2022 年广义财政收入较 2020 年下行.....	8
图 9: 2022、2023 年债务利息负担迅速走阔	9
图 10: 2022 年部分省份账本二利息负担逾 10%.....	9
图 11: 2023 年城投带息债务到期集中度达 29%.....	10
图 12: 2023 年城投标债到期集中度达到 32%.....	10
图 13: 分省份 2023 年城投有息债务到期集中度	10
图 14: 分省份 2023 年城投债到期集中度.....	10
图 15: 2022 年全国现金到期债务比为负值	11
图 16: 2022 年各省份现金到期债务比.....	11
图 17: 历年地方政府财力/城投到期债务	11
图 18: 部分省份 2023 年偿付水平进一步收紧	11
图 19: 贵州省、云南省、天津市在四个债务压力均较大.....	12
图 20: 非标信贷违约地区标债净融资转负	13
图 21: 当前城投票面利率分化明显	13

表格目录

表 1: 地方债务率 (宽口径) 上升明显.....	14
表 2: 地方负债率 (宽口径) 上升明显.....	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026