



宏观研究

【粤开宏观】防范化解债务风险：当前形势与 14 条应对举措

2023 年 08 月 01 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

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367

近期报告

《【粤开宏观】资产负债表衰退：理论缺陷，不适用于当前的中国》2023-07-11

《【粤开宏观】疫后恢复的结构性特征明显，全年“保 5”仍需加力》2023-07-18

《【粤开宏观】持续优化发展环境，促进民营经济更大作为》2023-07-20

《【粤开宏观】政治局会议的新提法与信号》2023-07-24

《【粤开宏观】财政收入恢复性增长的背后——上半年财政形势分析与展望》2023-07-30

导读：

7 月 24 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。

摘要：

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才是根本驱动因素。

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。

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，债务集中到期、偿债利息加大、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 2022 年底，我国地方政府债务余额 35.1 万亿元，其中，一般债务 14.4 万亿元，专项债务 20.7 万亿元。考虑综合财力和 GDP 后，我国地方政府债务率为 125.1%，负债率 29.0%，显性债务压力尚可。分省份来看，7 个省份的债务率超过 150%，分别是天津、吉林、云南、辽宁、贵州、重庆和福建。

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 2022 年底，城投平台形成的带息债务规模达到 55.0 万



亿元。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 320.4%和 74.4%，均处于较高水平。分省份来看，广义债务率超过 300% 的省份有 18 个，其中天津、重庆、江苏和云南 4 地超过 400%，分别为 774.2%、469.7%、444.1%和 415.4%。

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、地市级和区县级三分天下，占比相当，分别为 28.1%、38.5%和 33.5%。但具体到各省则大不相同，强区县省份浙江、江苏区县城投债务占比分别达到 70.0%和 56.4%；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市级平台。

从城投平台公开债来看，城投短期债务占比较高，债务滚续频繁。从到期分布来看，2021-2025 年是城投债到期高峰期，年均到期量达到 3.3 万亿。

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 2014-2022 年，城投平台资产负债率中位数上升到 2022 年的 58.7%，提高 10.3 个百分点。从整体资产负债率分布来看，超 11%的城投公司资产负债率超过 70%，65.4%的城投公司资产负债率分布在 50%-70%。

二是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，2022 年该数值中位数仅为 0.9，即变卖所有有形资产仍不能偿还所有带息债务。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，2014-2022 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，2022 年仅有 0.3%，EBITDA/带息债务也呈现逐年下降趋势，2022 年中位数仅为 4.0%。从付息能力来看，企业利润对利息的覆盖亦呈下降趋势，2022 年 EBIT/利息费用中位数仅为 2.6，加回折旧摊销后 EBITDA/利息费用中位数也仅有 3.7。

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 2022 年的 1.3%，总资产收益率的中位数从 2014 年的 1.5%下降到 2022 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。四是受国际大宗商品价格下行以及国内需求不足的影响，物价水平尤其是与财政关系度较大的 PPI 持续负增长，不利于财政增收。五是突发疫情、地缘政治因素等引发的财政冲击。

三、何化解债务？——短期六条与中长期八条建议

短期要应对好债务到期后的再融资问题，避免引发处置风险的风险，集中在拉长周期和压降成本。



第一，安排财政资金偿还，通过财政资金使用效率的提升为偿还债务留出空间，主要来自于年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等。

第二，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有资产权益偿还债务，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务，典型案例为贵州的“茅台化债”。

第三，利用项目结转资金、经营收入偿还。

第四，通过债务甄别将部分存量隐性债务显性化、市场化，合规转化为企业经营性债务。

第五，通过债务置换、展期等方式优化债务结构，优化债务期限结构、降低利率负债。1) 通过发行再融资债券、企业债券、银团贷款等置换高成本债务。例如，贵州、青海等中西部省份提出，争取高风险建制市县降低债务风险试点等政策支持，通过发行政府债券置换隐性债务。2) 以与金融机构协调，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”，以时间换空间。例如，贵州城投遵义道桥 2022 年 12 月 30 日发布公告推进银行贷款重组，涉及债务规模为 155.94 亿元，贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3%/年至 4.5%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。

第六，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。

中长期要推动体制机制的联动改革：

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：外部冲击超预期、经济下行压力超预期



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	21
三、如何化解债务？——短期六条与中长期八条建议	22

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	6
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 3：2020 年前土地出让收入及其占 GDP 比重总体上升，2022 年大幅下降	7
图表 4：近年来，广义宏观税负下降	7
图表 5：城投平台有息债务规模及增速	8
图表 6：2022 年分省份显性债务率	9
图表 7：2022 年分省份城投债务率	10
图表 8：2022 年分省份广义债务率	11
图表 9：2022 年分省份地方政府债务率与负债率情况	12
图表 10：截至 2022 年底，地方政府债务余额层级分布	13
图表 11：截至 2022 年底，分省份地方政府债务层级分布	13
图表 12：截至 2022 年底，全国城投有息债务层级分布	14
图表 13：截至 2022 年底，分省份城投有息债务层级分布	14
图表 14：2021-2025 年，城投债迎来到期高峰	15
图表 15：分省份城投债到期偿还分布	16
图表 16：分行业城投债到期偿还分布	17
图表 17：城投平台资产负债变化情况	18
图表 18：城投平台有形资产/带息债务分位数	18
图表 19：经营活动产生的现金流量净额/带息债务分布	19
图表 20：城投平台 EBITDA/带息债务分位数	19
图表 21：城投平台 EBITDA/利息费用分位数	20
图表 22：城投平台 EBIT/利息费用分位数	20
图表 23：城投平台 ROE 分位数分布	21
图表 24：城投平台 ROA 分位数分布	21



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。以一般公共预算收入/GDP衡量的宏观税负在2015年见顶，从2015年22.1%下降到2022年的16.8%，相当于2005年的水平。以税收收入/GDP衡量的宏观税负在2013年见顶，从2013年18.6%下降到2022年的13.8%，相当于2001年的水平，2020-2022年分别下降0.8、0.2和1.3个百分点，下降速度较快。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。

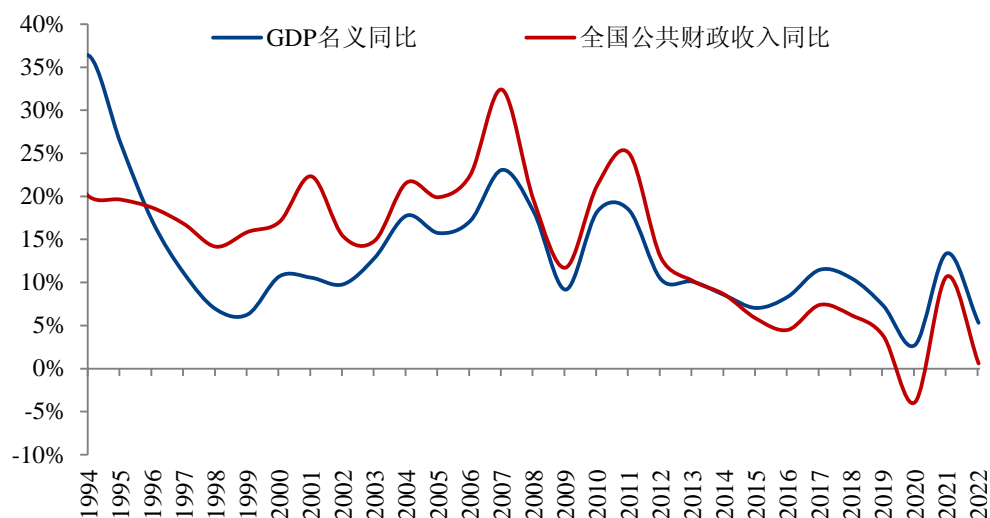
第三，债务本身并不是风险，问题的关键是债务的支出结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配，是否形成了优质的资产和充裕的现金流，是否产生期限错配的问题。

一方面，专项债越发明不副实，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。

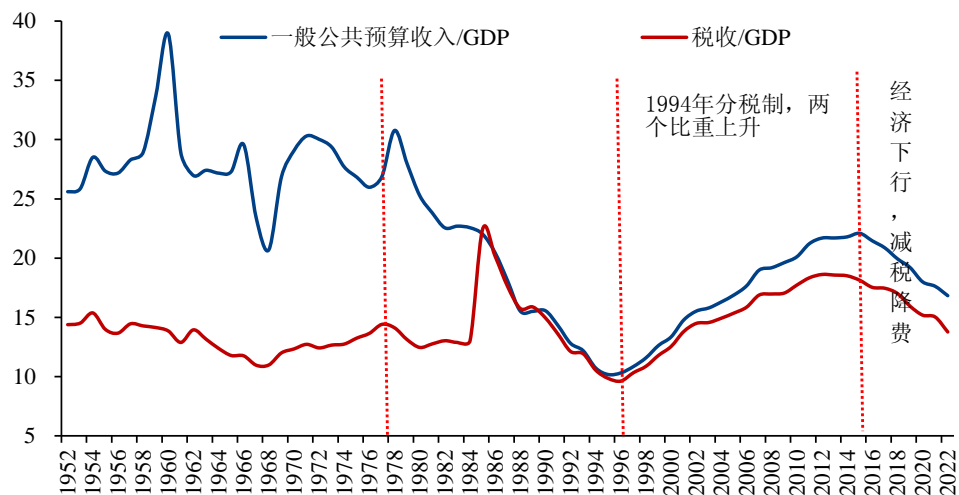


图表1：近年来，一般公共预算收入增速持续低于 GDP 名义增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

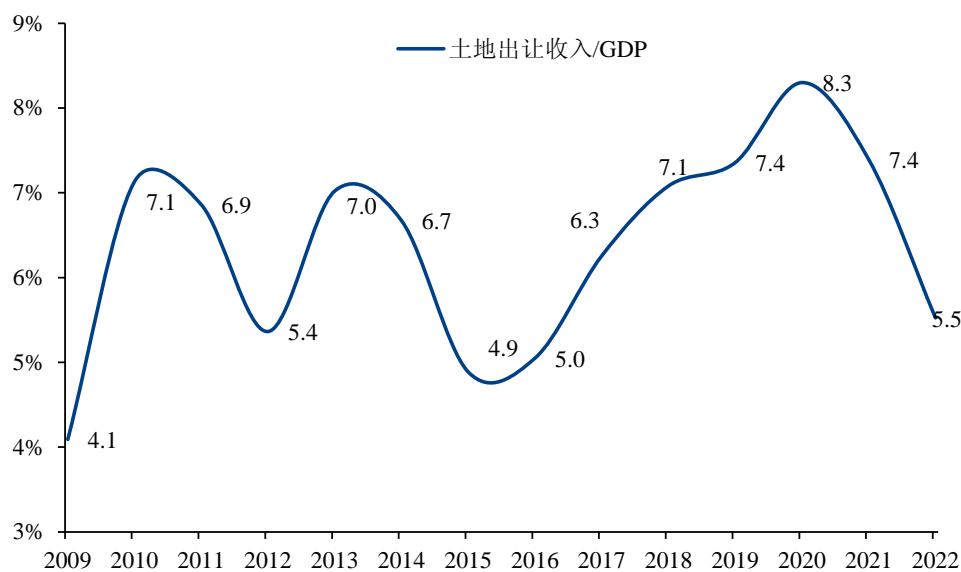
图表2：一般公共预算收入和税收收入占 GDP 比重的变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

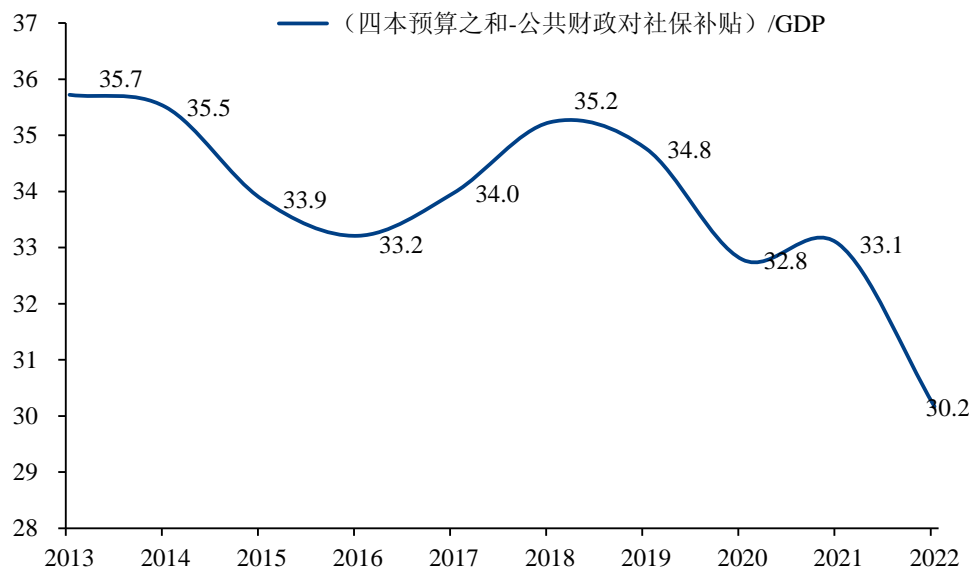


图表3: 2020年前土地出让收入及其占GDP比重总体上升, 2022年大幅下降



资料来源: wind、粤开证券研究院

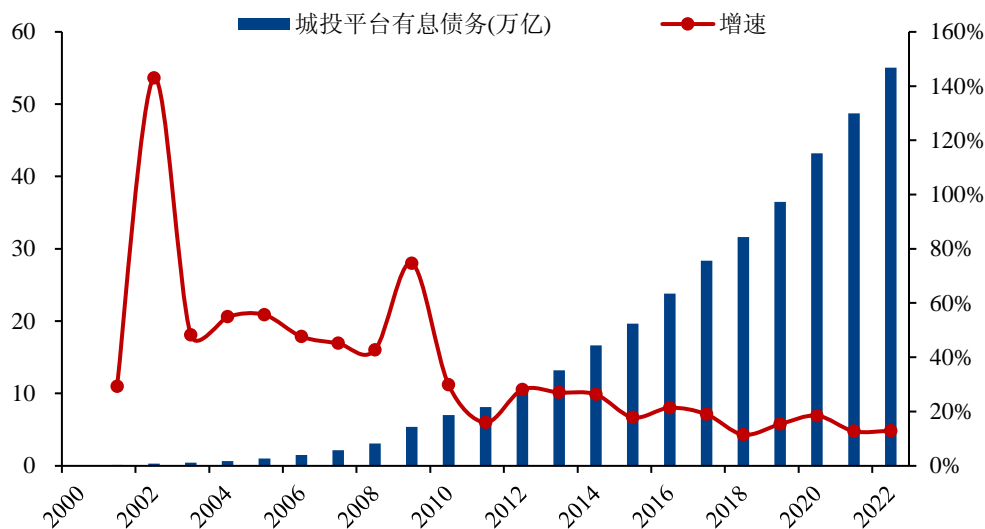
图表4: 近年来, 广义宏观税负下降



资料来源: wind、粤开证券研究院



图表5: 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

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 2022 年底, 我国地方政府债务余额 35.1 万亿元, 其中, 一般债务 14.4 万亿元, 专项债务 20.7 万亿元。考虑综合财力和 GDP 后, 我国地方政府债务率为 125.1%, 负债率 29.0%, 显性债务压力尚可。分省份来看, 7 个省份的债务率超过 150%, 分别是天津、吉林、云南、辽宁、贵州、重庆和福建。分层级来看, 地方政府债务余额纵向层级分布因地而异。从全国来看, 截至 2022 年末, 省级、地市级和区县地方政府债务余额占比分别为 16.3%、30.5% 和 53.1%, 区县地方政府债务超过半壁江山。但具体到各省则因地而异, 不考虑四个直辖市, 宁夏、青海、海南、甘肃、吉林五地省级债务余额占比较高, 分别为 61.6%、60.7%、56.1%、53.2% 和 38.2%; 而强县域省份浙江和江苏则主要集中于区县, 区县地方政府债务余额占比分别达到 71.4% 和 63.7%。

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 2022 年底, 城投平台形成的带息债务规模达到 55.0 万亿元 (剔除母子公司重复计算部分, 但未剔除已经成功转型为普通国有企业的债务, 不包括尚未披露年报的城投公司)。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 320.4% 和 74.4%, 均处于较高水平。分省份来看, 广义债务率超过 300% 的省份有 18 个, 其中天津、重庆、江苏和云南 4 地超过 400%, 分别为 774.2%、469.7%、444.1% 和 415.4%。

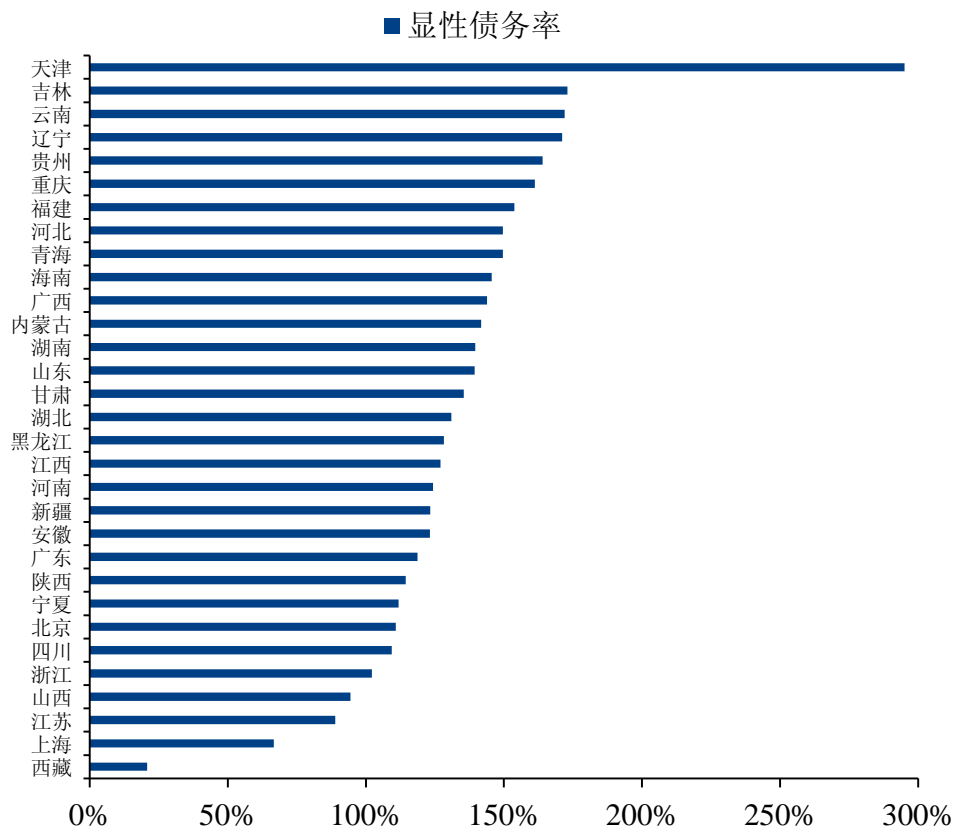
城投平台有息债务纵向层级分布与区域财力相关。从全国来看, 城投平台的层级分布较为均匀, 省级、地市级和区县级三分天下, 占比相当, 分别为 28.1%、38.5% 和 33.5%。但具体到各省则大不相同, 强区县省份浙江、江苏区县城投债务占比分别达到 70.0% 和 56.4%; 而宁夏、甘肃、西藏、吉林等属于弱区域, 市县平台举债较为困难, 隐性债务主要集中在省级和地市级平台。

城投债迎来到期高峰, 借新还旧压力较大。从到期分布来看, 2021-2025 年是城投债



到期高峰期，年均到期量达到 3.3 万亿。从地区分布来看，天津、云南和青海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 87.4%、61.7%和 50.5%，居全国前列。从行业分布来看，建筑装饰和综合年内城投债到期规模较大，分别达到 18604 亿元和 13450 亿元，占上年末存量债券的比分别为 29.5%和 34.0%。

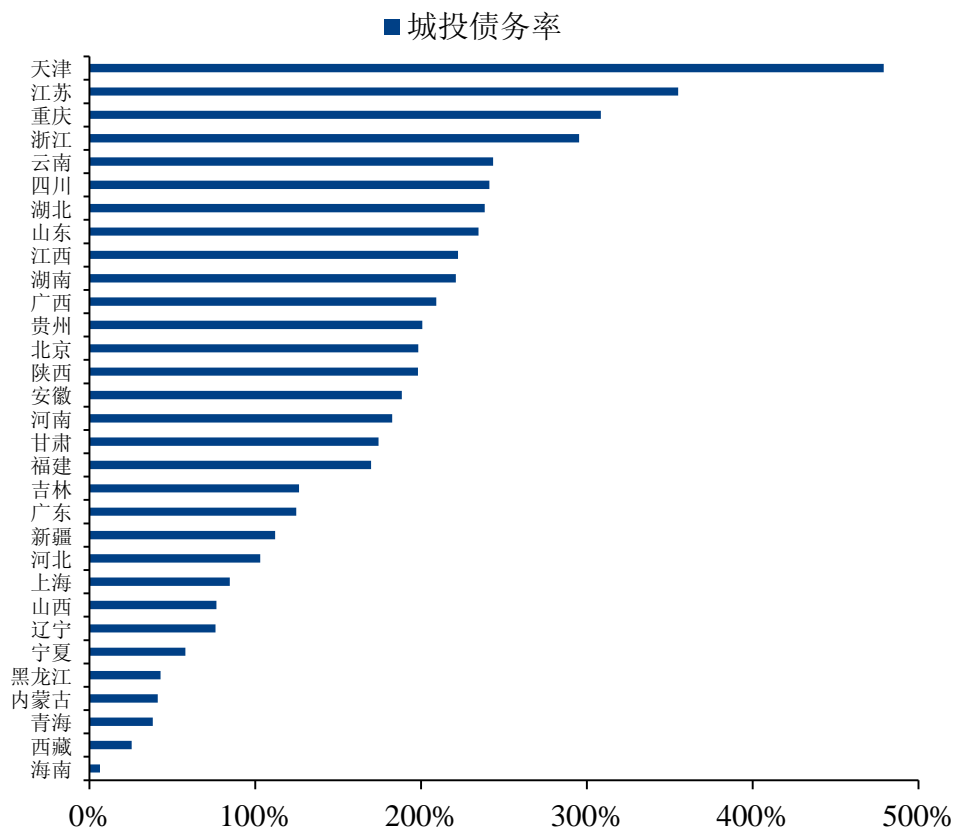
图表6: 2022 年分省份显性债务率



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院



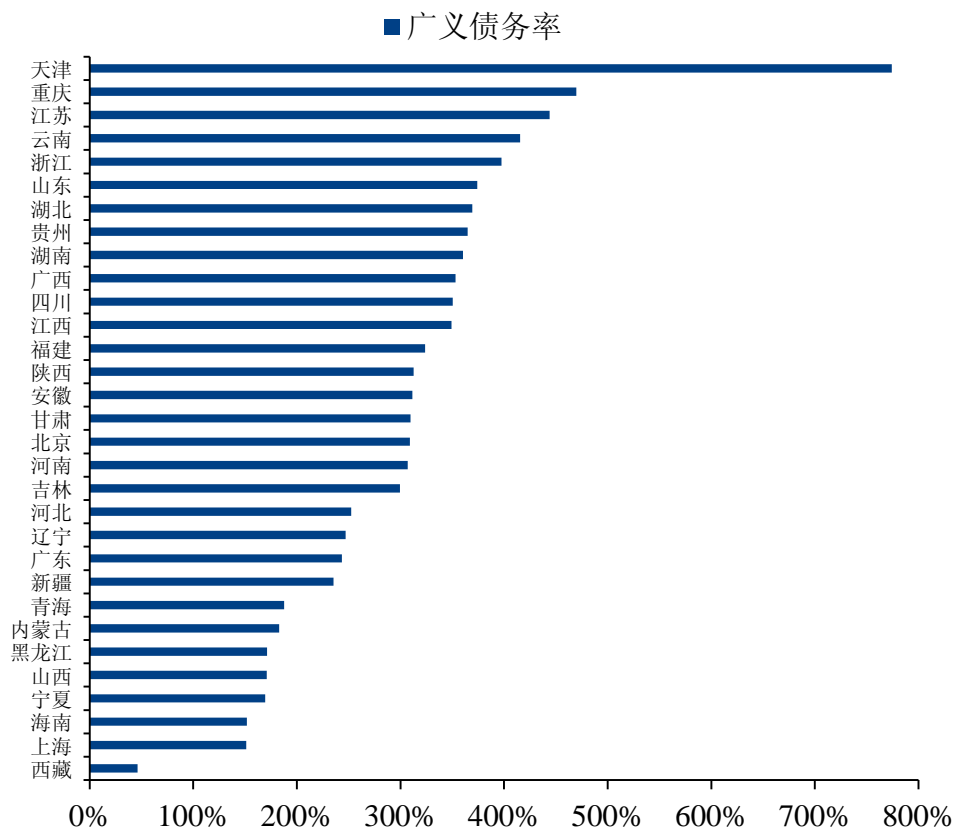
图表7：2022年分省份城投债务率



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表8: 2022年分省份广义债务率



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院


图表9：2022年分省份地方政府债务率与负债率情况

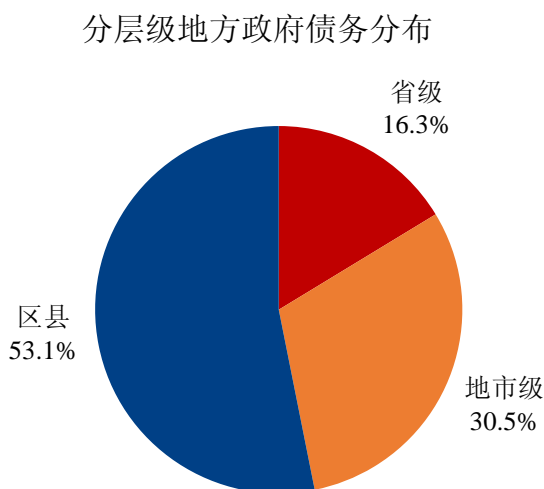
省份	地方政府债务余额 (亿元)	城投平台有息债务 (亿元)	综合财力 (亿元)	债务率	广义债务率	GDP (亿元)	负债率	广义负债率
天津	8645.5	14037.3	2929.9	295.1%	774.2%	16311.3	53.0%	139.1%
重庆	10071.0	19275.1	6248.1	161.2%	469.7%	29129.0	34.6%	100.7%
江苏	20694.1	82629.4	23267.3	88.9%	444.1%	122875.6	16.8%	84.1%
云南	12098.3	17118.0	7032.5	172.0%	415.4%	28954.2	41.8%	100.9%
浙江	20168.8	58296.5	19742.4	102.2%	397.4%	77715.4	26.0%	101.0%
山东	23588.0	39726.9	16928.9	139.3%	374.0%	87435.1	27.0%	72.4%
湖北	13900.1	25307.4	10615.8	130.9%	369.3%	53734.9	25.9%	73.0%
贵州	12470.1	15257.0	7601.8	164.0%	364.7%	20164.6	61.8%	137.5%
湖南	15405.1	24375.5	11036.3	139.6%	360.5%	48670.4	31.7%	81.7%
广西	9714.2	14123.3	6751.7	143.9%	353.1%	26300.9	36.9%	90.6%
四川	17705.4	39031.7	16185.2	109.4%	350.5%	56749.8	31.2%	100.0%
江西	10859.5	19005.6	8547.5	127.0%	349.4%	32074.7	33.9%	93.1%
福建	11901.7	13147.9	7739.0	153.8%	323.7%	53109.9	22.4%	47.2%
陕西	9782.2	16931.1	8546.5	114.5%	312.6%	32772.7	29.8%	81.5%
安徽	13304.1	20340.1	10795.8	123.2%	311.6%	45045.0	29.5%	74.7%
甘肃	6087.5	7835.2	4494.7	135.4%	309.8%	11201.6	54.3%	124.3%
北京	10565.3	18894.2	9533.2	110.8%	309.0%	41610.9	25.4%	70.8%
河南	15103.8	22173.4	12146.0	124.4%	306.9%	61345.1	24.6%	60.8%
吉林	7167.6	5239.1	4143.7	173.0%	299.4%	13070.2	54.8%	94.9%
河北	15749.1	10840.3	10527.2	149.6%	252.6%	42370.4	37.2%	62.8%
辽宁	10979.8	4870.2	6417.9	171.1%	247.0%	28975.1	37.9%	54.7%
广东	25082.3	26361.8	21133.6	118.7%	243.4%	129118.6	19.4%	39.8%
新疆	7852.7	7131.9	6366.6	123.3%	235.4%	17741.3	44.3%	84.5%
青海	3044.3	774.1	2035.5	149.6%	187.6%	3610.1	84.3%	105.8%
内蒙古	9339.8	2714.5	6588.8	141.8%	183.0%	23158.7	40.3%	52.1%
黑龙江	7290.9	2430.8	5682.0	128.3%	171.1%	15901.0	45.9%	61.1%
山西	6285.8	5095.6	6653.5	94.5%	171.1%	25642.6	24.5%	44.4%
宁夏	1996.3	1031.0	1785.5	111.8%	169.5%	5069.6	39.4%	59.7%
海南	3486.6	148.8	2395.0	145.6%	151.8%	6818.2	51.1%	53.3%
上海	8538.6	10818.9	12801.2	66.7%	151.2%	44652.8	19.1%	43.4%
西藏	567.9	693.8	2729.5	20.8%	46.2%	2132.6	26.6%	59.2%

注：地方综合财力=本级一般公共预算收入+中央一般公共预算补助收入-地方一般公共预算收入上解+本级政府性基金预算收入+中央政府性基金预算补助收入-地方政府性基金预算上解。因地方一般公共预算上解和地方政府性基金预算上解数据缺失较多且体量较小，本处在计算时暂未考虑。

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

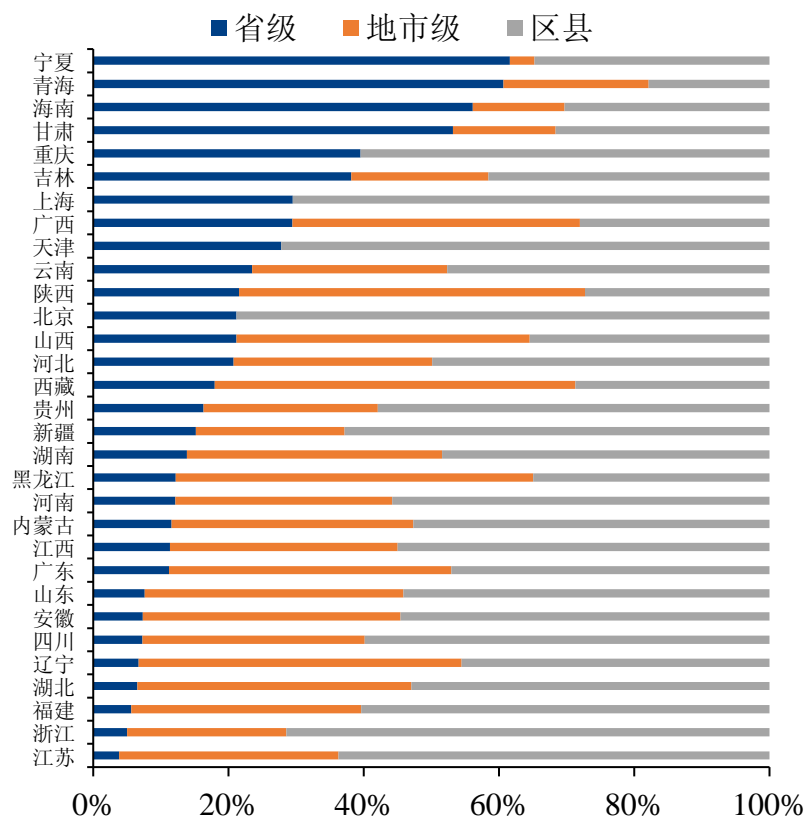


图表10: 截至 2022 年底, 地方政府债务余额层级分布



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院

图表11: 截至 2022 年底, 分省份地方政府债务层级分布

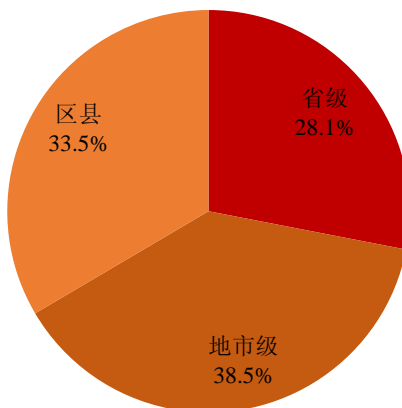


资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院



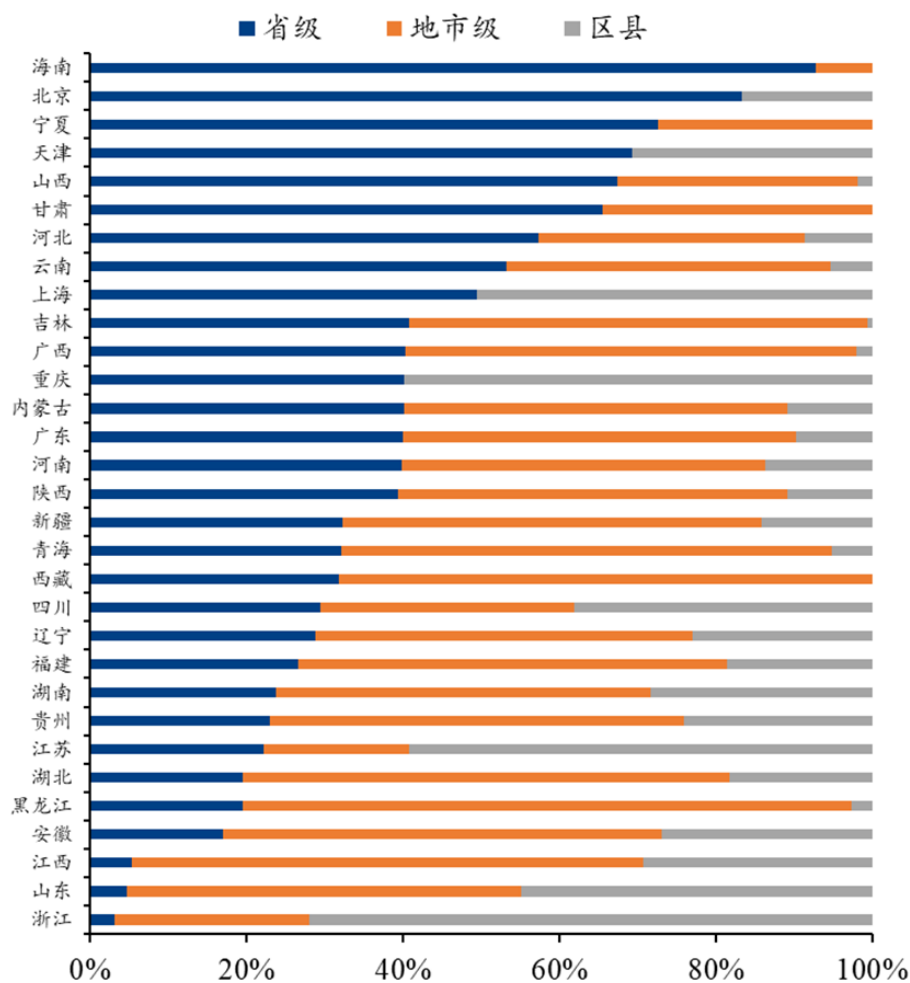
图表12: 截至 2022 年底, 全国城投有息债务层级分布

分层级城投平台有息债务分布



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院

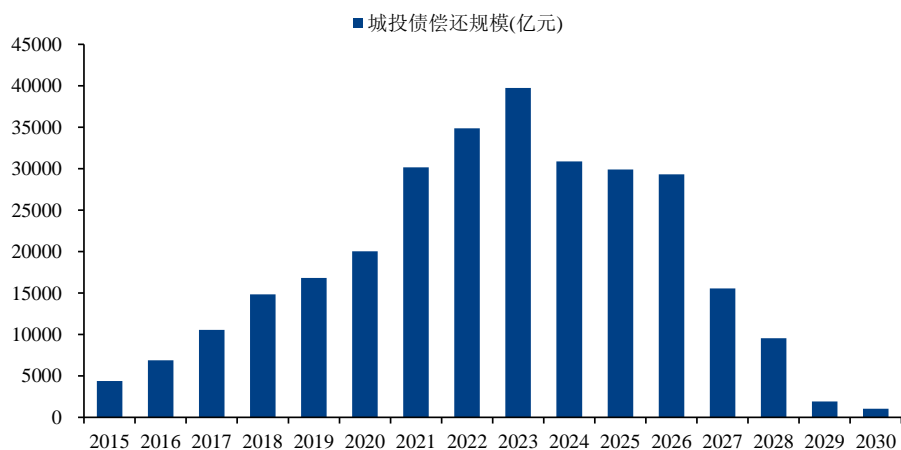
图表13: 截至 2022 年底, 分省份城投有息债务层级分布



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院



图表14: 2021-2025 年, 城投债迎来到期高峰



资料来源: wind、粤开证券研究院

注: 截至2023年7月26日;


图表15：分省份城投债到期偿还分布

序号	省份	2023年初债券余额 (亿元)	2023年到期量 (亿元)	到期率
1	天津	3557.9	3110.2	87.4%
2	云南	1104.1	681.3	61.7%
3	青海	90.1	45.5	50.5%
4	甘肃	315.2	150.8	47.8%
5	宁夏	145.1	68.5	47.2%
6	广东	3442.0	1455.4	42.3%
7	江苏	26948.6	10246.8	38.0%
8	吉林	705.7	248.5	35.2%
9	陕西	2920.6	997.4	34.1%
10	河南	4319.5	1463.2	33.9%
11	辽宁	296.3	100.2	33.8%
12	广西	2001.7	671.1	33.5%
13	江西	5423.3	1606.1	29.6%
14	北京	1779.8	522.3	29.3%
15	新疆	1220.4	351.9	28.8%
16	上海	2009.4	547.2	27.2%
17	湖南	7935.2	2131.4	26.9%
18	山东	10095.9	2683.7	26.6%
19	福建	3664.4	966.3	26.4%
20	浙江	18698.9	4828.1	25.8%
21	安徽	5029.0	1282.6	25.5%
22	河北	1494.4	376.4	25.2%
23	内蒙古	115.8	29.0	25.1%
24	山西	999.9	246.5	24.6%
25	湖北	5262.8	1273.7	24.2%
26	重庆	5489.0	1267.6	23.1%
27	海南	142.4	31.4	22.0%
28	黑龙江	257.2	56.3	21.9%
29	四川	8831.0	1844.3	20.9%
30	贵州	2272.5	429.1	18.9%
31	西藏	213.7	28.2	13.2%

资料来源：wind、粤开证券研究院

注：截至2023年7月26日；



图表16：分行业城投债到期偿还分布

序号	申万一级行业	2023年初债券余额 (亿元)	2023年到期量 (亿元)	到期率
1	传媒	2.5	2.5	100.0%
2	机械设备	19.8	12.0	60.7%
3	电气设备	5.0	3.0	60.0%
4	计算机	79.7	37.0	46.4%
5	商业贸易	2360.1	1061.0	45.0%
6	化工	23.0	10.0	43.5%
7	休闲服务	365.9	157.2	43.0%
8	综合	39615.1	13449.6	34.0%
9	其他	7169.2	2358.2	32.9%
10	房地产	1587.1	491.6	31.0%
11	交通运输	7934.9	2359.6	29.7%
12	建筑装饰	63058.8	18604.4	29.5%
13	公用事业	3876.3	1058.8	27.3%
14	农林牧渔	85.7	23.3	27.2%
15	采掘	94.0	25.0	26.6%
16	医药生物	74.4	17.2	23.1%
17	食品饮料	67.1	12.0	17.9%
18	非银金融	257.7	44.6	17.3%
19	钢铁	105.6	10.8	10.2%
20	有色金属	150.4	2.9	1.9%
21	纺织服装	121.7	0.0	0.0%
22	电子	8.0	0.0	0.0%

资料来源：wind、粤开证券研究院

注：截至2023年7月26日；

我们统计 wind 口径下 2014-2022 年以来可比的 2090 家融资平台的经营情况发现：

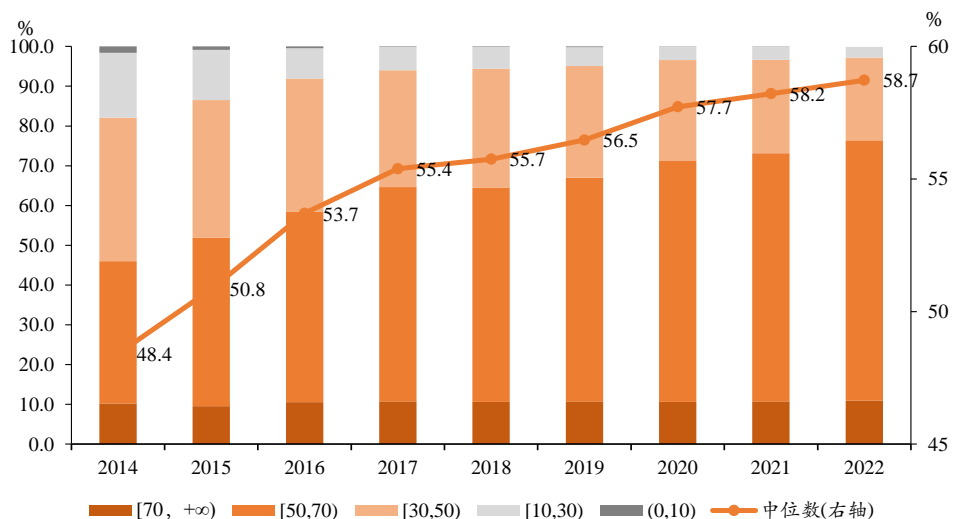
一是城投平台资产负债率缓慢抬升。从 2014-2022 年，城投平台资产负债率中位数上升到 2022 年的 58.7%，提高 10.3 个百分点。从整体资产负债率分布来看，超 11% 的城投公司资产负债率超过 70%，65.4% 的城投公司资产负债率分布在 50%-70%。

二是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，2022 年该数值中位数仅为 0.9，即变卖所有有形资产仍不能偿还所有带息债务。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，2014-2022 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，2022 年仅有 0.3%，EBITDA/带息债务也呈现逐年下降趋势，2022 年中位数仅为 4.0%。从付息能力来看，企业利润对利息的覆盖亦呈下降趋势，2022 年 EBIT/利息费用中位数仅为 2.6，加回折旧摊销后 EBITDA/利息费用中位数也仅有 3.7。

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 2022 年的 1.3%，总资产收益率的中位数从 2014 年的 1.5% 下降到 2022 年的 0.6%。

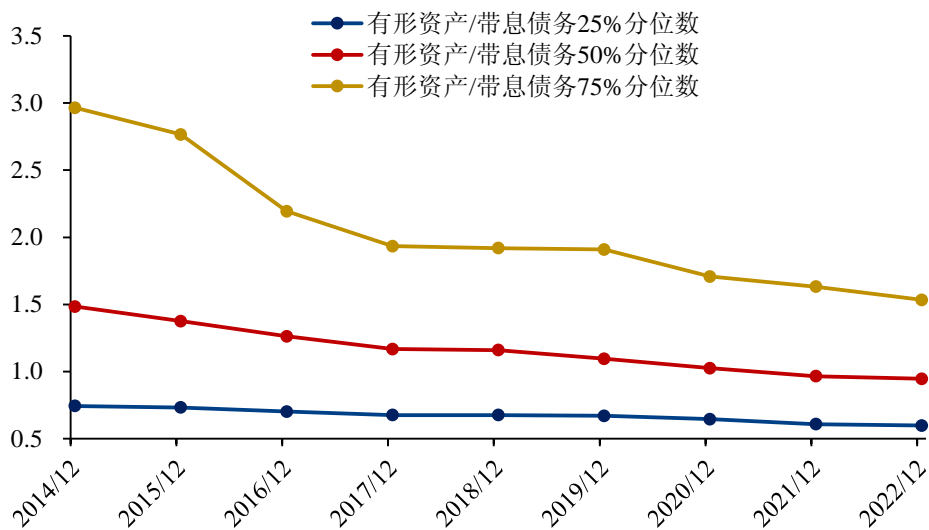


图表17: 城投平台资产负债变化情况



资料来源: wind、粤开证券研究院

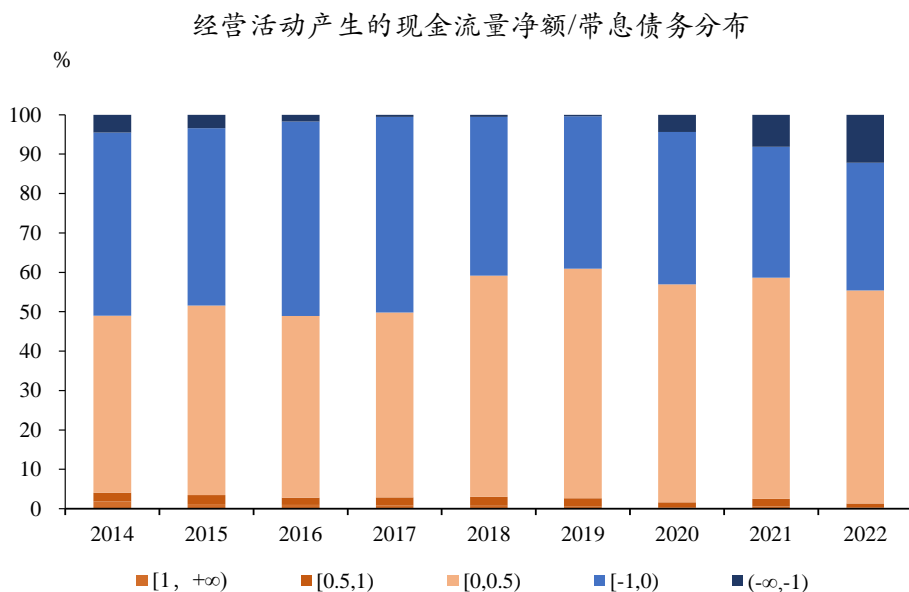
图表18: 城投平台有形资产/带息债务分位数



资料来源: wind、粤开证券研究院

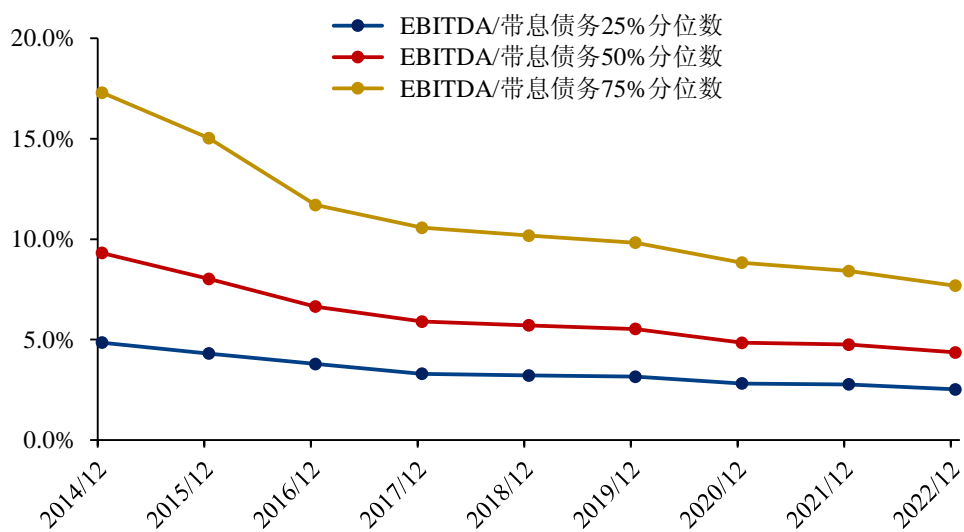


图表19: 经营活动产生的现金流量净额/带息债务分布



资料来源: wind、粤开证券研究院

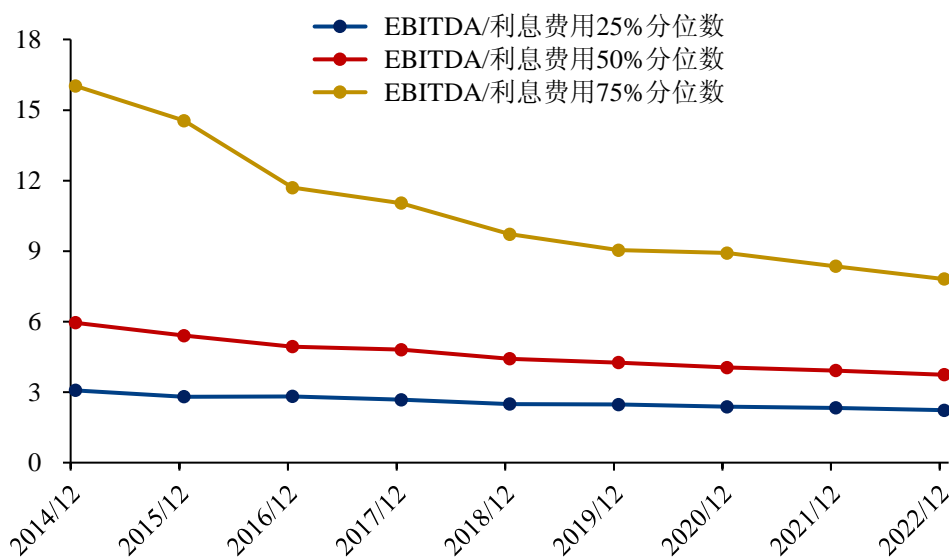
图表20: 城投平台 EBITDA/带息债务分位数



资料来源: wind、粤开证券研究院

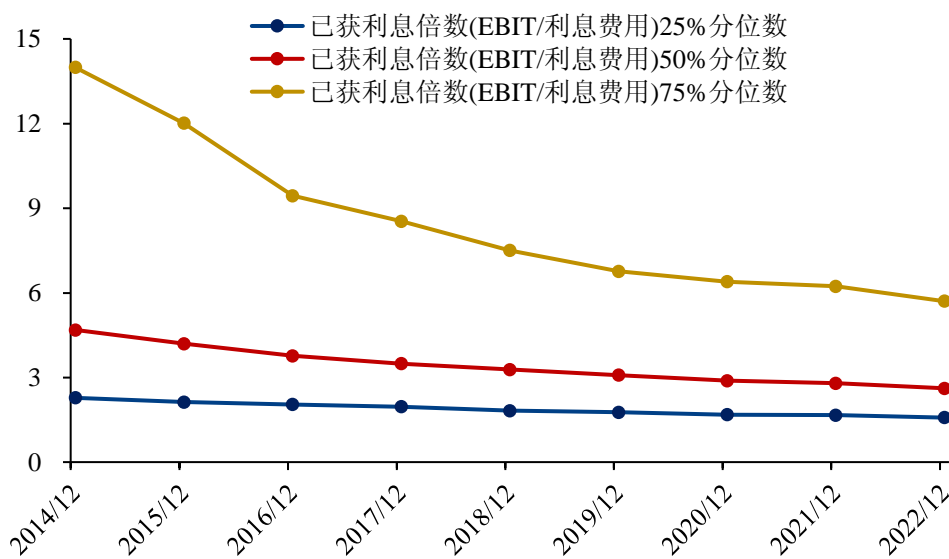


图表21: 城投平台 EBITDA/利息费用分位数



资料来源: wind、粤开证券研究院

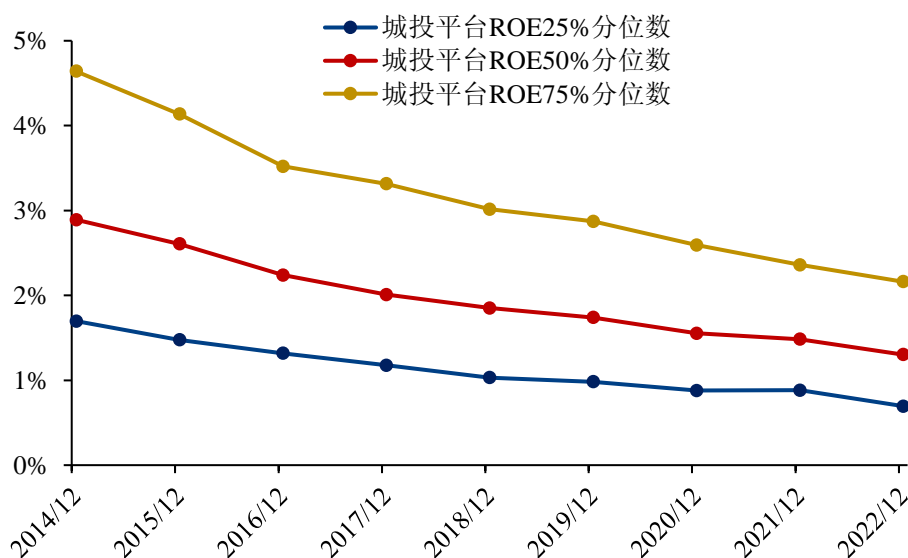
图表22: 城投平台 EBIT/利息费用分位数



资料来源: wind、粤开证券研究院

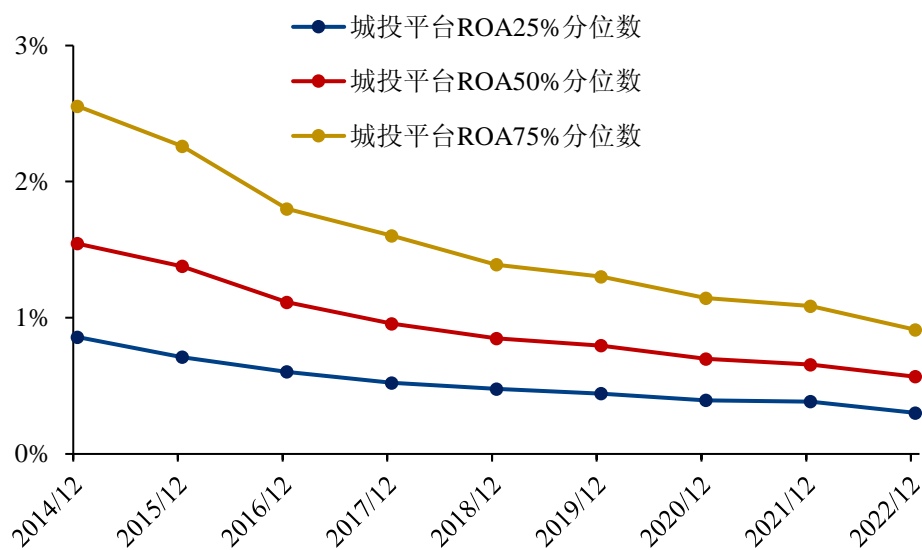


图表23: 城投平台 ROE 分位数分布



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，2023年1-6月土地使用出让收入在上年低基数的前提下同比下降20.9%。(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。2022年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。”2022年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。房企迎来偿债高峰，尤其是境外债偿还压力较



大。截至 2023 年 7 月 26 日，房企未来一年内到期的信用债余额 3300 亿元，海外债余额 3960 亿元（556 亿美元），合计 7260 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 54.5%。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 2022 年末，全国村镇银行共有 1645 家。2022 年四季度人民银行评级的高风险村镇银行 112 家，占全部高风险机构的 32.4%，占村镇银行总数比例为 6.8%。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，例如，2022 年 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。

四是受国际大宗商品价格下行以及国内需求不足的影响，物价水平尤其是与财政关系度较大的 PPI 持续负增长，不利于财政增收。

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、如何化解债务？——短期六条与中长期八条建议

地方债务的形成原因复杂，包括体制性原因，又经过经年累月的积累，解决也非一朝一夕可以完成。尤其是当前地方债务风险、金融风险和社会风险交织，需要注意处置的力度和节奏。有效控制债务率要处理好几对关系：一是存量和增量关系，确保存量债务逐步化解，严格控制增量，中央对地方提出党政干部负责的机制，省以下政府关系也应该建立起市县党政领导负责机制，解决道德风险问题。二是显性债务和隐性债务关系，隐性债务要逐步显性化，根据公共属性强弱划分为政府债务和企业债务，分别通过财政和市场化法治化方式解决。三是分子与分母的关系，即分子端的债务尽可能要有更大的分母端产出，必须提高债务资金的使用效率。

短期要应对好债务到期后的再融资问题，避免引发处置风险的风险，集中在拉长周期和压降成本。

第一，安排财政资金偿还，通过财政资金使用效率的提升为偿还债务留出空间，主要来自于年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等。

第二，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有产权益偿还债务，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务，典型案例为贵州的“茅台化债”。

第三，利用项目结转资金、经营收入偿还。

第四，通过债务甄别将部分存量隐性债务显性化、市场化，部分债务合规转化为企业经营性债务。

第五，通过债务置换、展期等方式优化债务结构，优化债务期限结构、降低利率负债。1) 通过发行再融资债券、企业债券、银团贷款等置换高成本债务。例如，贵州、青



海等中西部省份提出，争取高风险建制市县降低债务风险试点等政策支持，通过发行政府债券置换隐性债务。2) 以与金融机构协调，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”，以时间换空间。例如，贵州城投遵义道桥 2022 年 12 月 30 日发布公告推进银行贷款重组，涉及债务规模为 155.94 亿元，贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3%/年至 4.5%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。

第六，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。

中长期要推动体制机制的联动改革：

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。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

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