

伯明翰破产——茶杯中的风波

核心内容：

- 北京时间9月5日晚间，英国第二大城市伯明翰公布了“114条通知”，即宣布政府进入破产状态。这是自去年12月以来英国出现的第三起地方政府破产事件。我们认为英国地方政府当前面临的财政困境既有短期的通胀因素，其背后也存在长期的财政体制问题。

核心观点：

- 本次财政困境主要源于英国在应对当前高通胀下的财政紧缩政策。我们认为本次伯明翰政府破产不同于其他国家因债务或政府投资失利而导致的债务风险问题，其主要原因还是来源于英国自去年以来的财政紧缩方案，包括降低政府负债、减少政府支出和增加政府税收。而财政紧缩主要还是来自于目前的高通胀压力。自疫情以来，欧洲面临的通胀问题不亚于美国，英国更是经历了自1990年之后的历史最高通胀水平，去年年底一度高达11%。目前来看虽然整体通胀有所下行，但核心CPI仍处于历史高位。为应对通胀，执行紧缩的财政政策对英国来说是必要的。
- 破产后续？虽然其政府在通知中被描述为“实质性破产”，但这仅意味着政府不会再做出新的支出承诺，现有的支出承诺将会继续履行。其次，在公告发布的21天内政府需要召开会议讨论下一步的行动和重组方案。而对于伯明翰的财政问题，苏纳克在之前7月份便表示过不会介入。我们判断如果之后英国政府选择介入该问题，也将附加较为严苛的条件，例如解散现有市政府委员会。
- 在短期通胀问题之外的财政体制问题：英国中央和地方政府过去也长期面临财权与支出事权不匹配的问题。英国中央财权的集中度几乎是国际上最高的国家之一，中央政府税收占比超过90%，地方严重依赖中央的转移支付。除此之外，地方政府的债务融资也被严格限制于资本开支，2022年地方债务占政府总债务比重仅9.3%。因此，面对财政紧缩带来的支出压力，其地方政府既不具备税收调节能力，又不具备为经常性支出的债务融资能力，只能选择政府破产。
- 小结：基于以上财政体制问题，英国地方政府面对类似于伯明翰政府的财政缺口时，只能宣布政府破产。而正是由于其地方在财政中的“自主权”较低，其地方政府破产，除了影响本地居民的福利支出之外，大概率不会造成系统性风险。有鉴于此，中国未来在化解地方政府债务风险过程中，政策大方向也是通过债务置换和中央加杠杆来降低地方政府的整体债务率。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

风险提示：

1. 政策理解不到位的风险
2. 政策落实不及预期的风险

英国通胀有所缓和，但核心CPI仍在高位



北京时间9月5日晚间，英国第二大城市伯明翰公布了“114条通知”，即宣布政府进入破产状态，停止目前所有的财政开支，这是自去年开始英国出现的第三次地方政府破产事件（前两次为去年12月的瑟罗克市议会破产和今年6月的沃金自治市议会破产）。我们认为英国地方政府目前面临的财政困境既有短期通胀因素，其背后也存在长期的财政体制问题。

一、本次伯明翰政府破产的主要原因及后续

（一）高通胀下的财政紧缩或是问题的“导火索”

我们认为本次伯明翰政府的破产不同于其他国家因债务或政府投资失利而导致的债务风险问题，其主要原因还是来自于英国自去年以来的财政紧缩方案，包括降低政府负债、减少政府支出和增加政府税收。英国的地方政府过去长期以来税收占比较低，地方收入来源主要来自于中央政府的财政补贴。在财政紧缩下，政府债务及中央对地方补贴大幅降低是英国多地政府进入破产状态的主要“导火索”。

通胀粘性下，英国政府债务率及中央对地方补贴大幅降低。自疫情以来，欧洲面临的通胀问题不亚于美国，英国更是经历了自1990年之后的历史最高的通胀水平，去年年底一度高达11%。目前来看虽然整体通胀有所下行，但核心CPI仍处于历史高位。为应对通胀，执行紧缩的财政政策对英国来说是必要的。截止2022年底，英国政府整体杠杆率由2021年初的107.5%将至101.8%，赤字率降低了5.7个百分点，对应减少了约1400多亿英镑的政府债务资金。此外，近年来地方政府的财政收入还面临长期降低的趋势，根据英国政府智库研究所的数据显示，2009年至2020年期间，英格兰地方政府的财政收入（包括中央拨款和地方税收）整体下降了17.5%。

图1：英国中央与地方财政支出大幅降低（单位：百万英镑）

图2：英国核心CPI仍处于历史高位（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

财政紧缩之下，英国的社会关怀（adult social care）等社会福利支出短期内又存在一定的支出刚性，地方政府“入不敷出”便不足为奇。其实，本次致使伯明翰陷入财政困境的因素也是因“福利欠账”而引起的。据伯明翰市政官网公告显示，市政府破产主要是由于2012年英国最高法院对伯明翰市政委员会开出的“巨额罚单”，即过去伯明翰女性员工承担了传统上由男性承担的工作职责，却没有获得对应的岗位奖金。对此，伯明翰市政

委员会在先前已经支付了 11 亿英镑的赔偿金，但目前仍有 6.5 亿至 7.6 亿的未偿资金，其利息以每月 500 万至 1400 万磅的速度增长。而本次破产主要是由于这笔“罚金”支付引发的 8700 万英镑的财政缺口。

（二）破产之后？

破产之后并不会影响现有的财政支出。根据英国 1988 年公布的《地方政府财政法案》，如果地方政府的首席财务官认为当局无法从收入中支付其支出承诺，其政府必须发出这样的通知。而市政府发出 114 条通知无需议员的同意。虽然其政府在通知中被描述为“实质性破产”，但这仅意味着政府不会再做出新的支出承诺，而现有的支出承诺将会继续履行。其次，在公告发布的 21 天内政府需要召开会议讨论下一步的行动和重组方案。

破产救助或将伴随市政府解散重组。对于伯明翰政府面临的财政问题，英国首相苏纳克曾在 7 月 24 日表示：将不会介入伯明翰市政府的资金问题。但根据英国目前中央高度集中的财政体制和地方政府被严格限制的融资功能，当伯明翰市政府宣布破产时，已经将问题抛给了英国政府。我们判断如果之后英国政府介入此问题，或许也将附加较为严苛的条件，例如解散现有市政府委员会。

在本次事件的背后，我们也注意到，过去英国高度集中的财政体制以及对地方政府严格的融资限制也是导致英国地方政府在资金紧缺情况下，不具备财政自主调节能力，继而引起政府破产的原因之一。

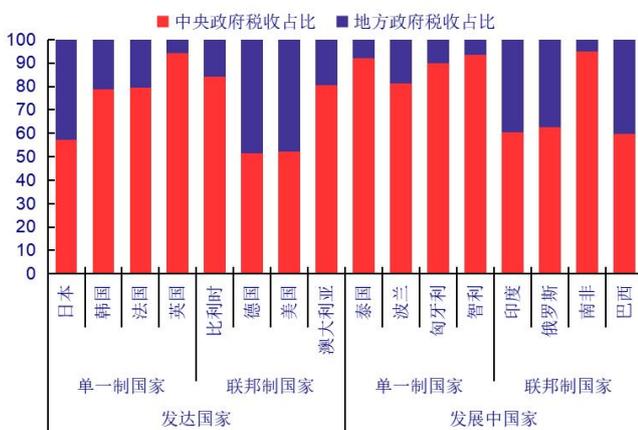
二、英国破产风波背后的财政体制问题

（一）英国属于财政高度集中的单一制国家，中央收入占比较大

英国作为单一制的国家体制，其中央财权的集中度几乎是国际上最高的国家之一。因此地方政府的财力较弱，财政支出主要依靠中央对地方的财政拨款。根据 IMF 公布的数据显示，英国中央政府税收占比超过 90%，这一比例不仅高于联邦制国家，也高于大多数单一制国家。地方政府收入方面，其中 70% 依靠中央的拨款，地方自身税收收入占比仅在 13% 左右。因此，英国中央政府和地方政府也同样存在财权与支出事权的不匹配问题。

图 3: 英国中央财政的税收收入占比远高于其他国家 (单位: %)

图 4: 英国地方财政收入严重依赖中央转移支付 (单位: %)



资料来源：IMF，中国银河证券研究院

资料来源：IMF，中国银河证券研究院

其实，英国税收体系中本身归属地方政府的税源就较少，例如公司税和个人所得税均100%归属中央，而仅部分财产税（主要为市政税）税归属地方。自上世纪80年代以来，撒切尔政府出台的《1984年财产税法案》又对地方政府征税额采取“封顶”限制，进一步限制了地方财政的“自主权”，这也使得地方政府通过调节税率以应对资金紧缺的功能丧失。1980年时英国地方税收占比还能维持在26%左右，这一比例在1995年之后显著降至10%左右。以上问题导致过去英国地方政府的财政收与支不平衡问题长期存在，而非偶然问题。

表1：各国主要税种在中央和地方间的分配（单位：%）

经济体制	国家	货物和劳务税收		公司所得税收		个人所得税收		财产税收		
		中央	地方	中央	地方	中央	地方	中央	地方	
发达国家	单一制国家	日本	66	34	83.1	16.9	53.4	46.6	19.3	80.7
	韩国	83.5	16.5	100	0	81.3	18.7	27.7	72.3	
	法国	87.7	12.3	100	0	100	0	19	81	
	英国	100	0	100	0	100	0	58.4	41.6	
	联邦制国家	比利时	91.6	8.4	100	0	93.4	6.6	9.7	90.3
	德国	66	34	24.2	75.8	45.8	54.2	2.8	97.2	
发展中国家	单一制国家	美国	11.8	88.2	85.3	14.7	78.7	21.3	2.1	97.9
	澳大利亚	80.1	19.9	100	0	100	0	0.04	99.96	
	泰国	84.7	15.3	100	0	100	0	0	100	
	波兰	98.5	1.5	78.5	21.5	56.5	43.5	0	100	
	联邦制国家	匈牙利	87.8	12.2	100	0	100	0	57.6	42.4
	智利	92.7	7.3	100	0			0	100	
其他国家	联邦制国家	印度	35	65	100	0	100	0	11.4	88.6
	俄罗斯	88.5	11.5	14.6	85.4	0.1	99.9	0	100	
	南非	97.1	2.9	100	0	100	0	19.1	80.9	
巴西	43.3	56.7	100	0	79.3	20.7	38.5	61.5		

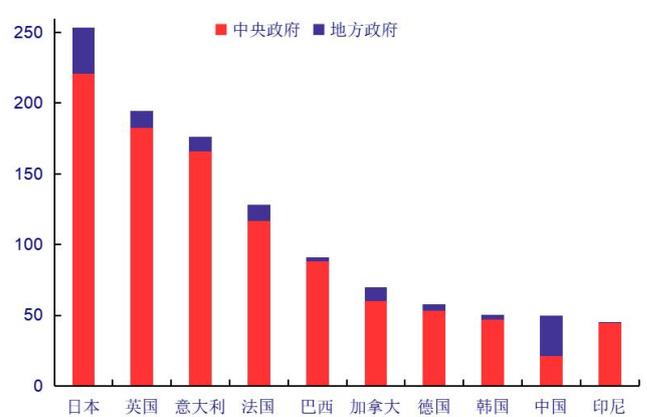
资料来源：IMF，中国银河证券研究院

（二）英国政府融资限制较为严格，地方政府负债占比较低

虽然英国地方政府与我国同属单一制的国家体制，且中央与地方间同样存在财权与支出责任不匹配的问题，但英国地方政府的融资行为被严格限制。英国法律规定：地方政府不列赤字预算，也不能发行地方债券，原则上如果本年财政出现赤字，需要在下一年度的预算中补回。而其地方政府的债务融资仅能用于资本性开支，且主要通过向中央财政借款。英国地方政府融资主要来源于公共工程贷款委员会（隶属于英国财政部）和商业银行的贷款，其中公共工程贷款委员会主要通过转贷来自国债资金的国家贷款基金，为地方政府提供了将近80%的借款。从数据中可看到英国地方政府金融负债金额较低，2022年仅2204.6亿英镑，占政府总债务比重9.3%，且自2004年以来显著降低。

图 5: 英国地方债务融资占比较低 (单位: 十亿英镑)

图 6: 英国政府债务率不低, 但主要集中在中央 (单位: %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

因此, 在英国地方政府面对类似于伯明翰的预算缺口时, 其既没有大幅调节税收的能力, 又不具备债务融资功能, 只能宣布政府破产。而也正是由于其地方财政几乎完全不具备“自主权”, 大部分财力又依靠中央财政补贴, 其地方政府虽然破产, 但除了会影响本地居民的福利支出之外, 不存在造成系统性风险的可能性。有鉴于此, 中国未来在化解地方政府债务风险过程中, 政策大方向也是通过债务置换和中央加杠杆来降低地方政府的整体债务率。

图表目录

图 1：英国中央与地方财政支出大幅降低（单位：百万英镑） 2

图 2：英国核心 CPI 仍处于历史高位（单位：%） 2

图 3：英国中央财政的税收收入占比远高于其他国家（单位：%） 3

图 4：英国地方财政收入严重依赖中央转移支付（单位：%） 3

图 5：英国地方债务融资占比较低（单位：十亿英镑） 5

图 6：英国政府债务率不低，但主要集中在中央（单位：%） 5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn