



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

## 地方政府债务

殷剑峰

王蒋姜

2020年7月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 中国地方政府债务区域问题研究

## 摘要

2020年二季度疫情趋于平缓，但经济依旧处于待恢复阶段，各级政府均进一步加大财政支出力度以缓解疫情带来的后遗症，财政压力进一步加大。为缓解财政吃力状况，政府通过发行抗疫特别国债、增发专项债、松解城投债等债务组合政策支持民生及基础建设各方面的发展。

地方政府债务的扩张在缓解经济冲击的同时也加大了政府的债务风险，其一，债务还本付息的加重及财政收入的难以为继进一步加大了未来地方政府偿债压力；其二，疫情爆发激化了地方政府债务的内在矛盾。疫情前地方政府债务风险已处于濒临爆发的边缘，为缓冲疫情采取的更加积极的财政政策只是暂时延缓了风险爆发的时间，但是却增加了未来潜在风险的爆发概率；其三，更容易加剧各个区域之间的债务不平衡问题。

短期需以稳经济为主，但要注意经济与债务之间的平衡，重点在于提升债券资金的使用效率，细化政策，精准使用，发挥债券资金最大效用，最大程度地撬动社会投资，促进当地的产业转型升级。长期则需要从根本上对内在体制问题进行改革。第一，进一步优化央地事权与支出责任；第二，需同步对债券发行市场进行改革，完善债券市场发行定价机制的同时建立健全风险预警体系，进一步优化债券市场监管制度，实现监管部门、银行部门、资本市场以及政府部门间的信息联动，为债券融资提供较好的政策环境；第三，建立银行间信息联通机制并进行风险预警改革；第四，可以针对经济发展水平、财政自有收入和财政支出效率不同的地区采取不同的债务融资机制。

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室  
副主任

● 王蒋姜

国家金融与发展实验室  
宏观金融研究中心助理  
研究员

### 【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

**地方政府债务**

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

财富管理市场

# 目 录

一、积极财政缓解财政压力 .....	1
(一) 政府财政压力依然很大 .....	1
(二) 债券组合缓解财政压力 .....	2
二、地方政府未来的债务风险 .....	3
(一) 加重地方政府未来偿债负担 .....	3
(二) 加速地方债务潜在风险爆发 .....	6
(三) 加剧地方债务区域不平衡 .....	9
三、建议.....	10

## 一、积极财政缓解财政压力

### (一) 政府财政压力依然很大

经济逐步恢复，各级政府依旧承担较大的财政压力。二季度疫情逐渐趋于平缓，各项经济活动逐渐步入正轨，政府财政收入累计降幅开始收窄，二季度全国总财政收入<sup>1</sup>同比降幅缩减 8.6 个百分点，其中地方政府总财政收入同比降幅缩减 6%。但经济恢复并非一朝一夕之事，国内内需尚未恢复的同时出口受国外疫情重创，全国各项税收收入累计同比依旧保持大幅下滑的趋势，短期内收入降幅虽有所收窄，但幅度不会太大。在消费、投资、出口均未恢复的情况下，各级政府财政情况依然不容乐观。2020 年上半年全国总财政收支逆差累计同比扩张 60% 以上，中央财政收支虽保持顺差趋势，但顺差趋势缩减 19%，主要原因在于中央财政收入上半年累计同比下滑 14%。同时地方政府财政收支逆差扩大 11%，财政收入降幅虽收窄，但仍保持下滑的趋势，上半年累计下滑 5%，同时财政支出依旧维持增长的趋势，主要在于对地方基层保就业保民生方面的支出进一步加大，在非土地出让支出之外的政府性基金预算收入支出较快。

多数省份财政逆差进一步扩大。2020 年 1-5 月全国 31 个省份中仅青海省、广西省财政收入保持不超出 2% 的微弱增速，其他 29 个省份财政收入均为负增长，其中湖北省财政收入增速下滑 42.4%。而财政支出除北京、福建、上海、四川同比增速下降之外，其余省份同比增速均上升，浙江省财政支出增速由 3 月份的 -3.57% 增至 4.42%，其中社保及卫生支出增长均超出 10%，即多数省份需进一步加大财政支出力度以缓解疫情带来的后遗症，同时多数地方经济尚处于待复苏阶段，尚未达到反哺财政的状态，超 20 个省份财政收支逆差在二季度继续扩大。

---

<sup>1</sup> 总财政收入指一般公共预算收入与政府性基金预算收入之和。

## （二）债券组合缓解财政压力

政府财力疲弱状态下，在提高赤字规模的同时，政府采取了发行特别国债、增发地方政府专项债及放宽城投债等组合措施来缓解政府财政压力。

### 1. 特别国债保民生

抗疫特别国债的发行直接填补基层地方政府财政缺口。二季度全国整体疫情逐渐进入可控阶段，政策方向逐渐侧重于缓解疫情对经济的冲击，4月政治局会议提出发行抗疫特别国债，根据《政府工作报告》，此次特别国债将全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民。发行抗疫特别国债的主要目的在于应对冲新冠疫情的冲击，因此，此次抗疫特别国债主要投向于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出以保障民生和基层运转，包括支持小微企业、贷款贴息及减免租金补贴等方面，同时预留部分资金用于弥补地方财政缺口，利息由中央财政全额负担，本金由中央和地方财政共同偿还。目前抗疫特别国债规模预计在1万亿元，截至7月15日已发行抗疫特别国债7200亿元。

### 2. 专项债券稳经济

专项债券已成为地方政府经济稳增长的融资主力。2020年上半年各省市累计发行地方政府债券34864亿元，同比增长23.75%，其中80%为新增债券，完成提前下达债务限额的97.9%，债券余额同比增长18.47%。新增债券中超六成以上为专项债券，上半年累计发行22313亿元，完成全年计划的59.5%。二季度地方债主要在5月份发行最多，其中以新增地方债券为主，新增债券发行同比增长433%，其中专项债5月同比增长594.72%。同时多数省市地方债发行速度加快。2020年上半年地方债发行规模超2019年的包含25个省市，其中北京市和云南省上半年同比增速超过100%，北京、天津、河北、山西等共27个省市已完成提前下达债券发行任务。专项项目收益债中超80%投向交通等

基础设施建设领域，主要为稳经济、稳基建提供资金支持，7月允许专项债券用于支持中小银行补充资本，可有效促进中小银行的信贷能力，促进地方政府债券更好地为中小微企业提供服务。

### 3. 城投债券稳基建

城投债助力地方基建投资稳步恢复。2020年疫情冲击致经济下行，地方政府融资需求增大，整体融资政策放松促使城投债规模快速扩张，2020年二季度城投债发行规模同比增长49.63%，存量同比增长20%，为2015年以来之最，同时城投债融资能力也在提升，2020年上半年城投债净融资额相对于2019年上半年翻了近一倍。全国超一半省市城投债发行同比增速在50%以上，其中西藏、河北、黑龙江、陕西上半年发行增速超100%。近年来推动融资平台转型和化解地方政府债务风险一直在稳步推进，2019年城投债融资环境开始放松，预计在疫情过渡期融资平台政策会继续放宽，城投债在短期内发行速度不会放慢。

经济发达地区城投债存量较大。东部沿海以及经济较为发达地区的城投债存量规模较大，其中江苏省以19622亿元位居第一，而中西部地区以及经济形势比较差的存量较少，宁夏、青海、西藏债务余额仅100多亿元。一方面说明经济发展越好的地区资源状况比较好，资源质量较高地方政府的财政能力较好，可以对融资平台进行财政，该地区的融资平台资产质量情况就越好；另一方面也说明经济发达地区补贴等优惠政策就越好，对融资平台的支持力度就越高，而且融资环境也较为良好，融资平台的发展就更加规范。

## 二、地方政府未来的债务风险

### （一）加重地方政府未来偿债负担

债务的快速扩张在缓解地方短期财政压力的同时对未来的债务偿还带来更大的压力。因为疫情的冲击，国内外需求较弱，经济下滑严重，地方政府财政疲软，债券融资成为现阶段的必然

选择，为保障社会正常运转、维持经济稳定运行提供了很强的资金支持。但是债务的增长使地方政府本就薄弱的财政雪上加霜，未来地方政府将面临更大的偿债负担。

### **1. 债务端：债务还本付息持续增长**

从债务端来看，各省市未来需要偿还的债务包含抗疫特别国债、地方政府债券以及城投债三方面的债务。

**抗疫特别国债为地方政府新增债务负担。**抗疫特别国债主要纳入政府基金性预算管理，其未来偿还主要取决于债券资金投入的项目收益，目前需地方政府承担的规模在 7000 亿。抗疫特别国债的发行期限多为 5 年、7 年、10 年，到期地方政府需偿还本金，直接增加了各级政府未来的财政压力。

**地方政府债券压力短期难以化解。**地方政府债券包含一般债券和专项债券两种，一般债券主要依靠政府的一般公共预算收入来偿还，专项债券的还本付息依靠项目的收益和政府性基金预算收入来偿还。地方政府债券作为地方政府主要融资渠道，自 2015 年以来便呈现快速增长趋势，2020 年的加速发行进一步加大了各省市的债务负担，截至 2020 年 6 月底，地方政府债券余额为 239696 亿元，其中仅在未来 5 年，地方债到期还本付息规模便近 20 万亿。尽管新发行的债券多为专项债，一方面部分专项债资金应用于地方的公益性或准公益性项目，未来可收回的项目收益仅有小部分，另一方面即使项目收益较好，专项债所投入的大多为长期基建项目，可回收资金周期较长，在未来 5 年内地方政府将面临巨大且难以化解的债务压力。

**城投债的偿还主要依靠城投公司自身的发展，城投公司发展一方面取决于项目的发展，另一方面也需要当地政府的财政补贴。**具体来说，一是有经营性业务的平台公司通过经营性项目收益产生的现金流作为平台债务的主要偿还方式；二是经营性业务占比较小的公司项目收益难以覆盖其债务本息，则需要政府进行财政补贴等方式来帮助平台进行债务偿还；三是对于纯公益性的



融资平台来说，由于没有项目收益，其债务需要由政府用财政性资金进行偿还。城投债自 2008 年发展迅猛，在经历了几次改革以及后期的债务置换之后存量有所减少，在今年整体融资信贷政策放松的情况下，规模急速膨胀，截至 2020 年 6 月城投债余额已突破 10 万亿元。虽然部分城投债可由项目收益来偿还，但疫情冲击下很多企业生存较为困难，项目搁置，这将增加地方政府进行财政补贴的比重，进而加重地方政府的财政负担。

## 2. 财政端：财政收入难以为继

地方政府未来偿还债务主要来源于三个部分，一是政府的自身收入，以税收为主。一方面从疫情期间持续的减税降费政策可预计未来自有收入不会增长太快，另一方面，疫情对国内外产业链的冲击短期难以恢复，未来税收难以保持可持续的增长。2020 年上半年各省市财政收入均为负增长或微增长，其中 15 个省市税收下滑 10%以上。二是中央的转移支付和税收返还。中央对地方的转移支付与地区发展密切相关，越不发达的地区对转移支付的依赖越大，转移支付资金的使用效率也越低，刺激产业发展进而增加政府收入的能力就越小，转移支付与偿债能力之间的反向矛盾关系进一步限制了政府财政发展。三是政府性基金收入，主要为土地的出让收入。我国“土地财政”历来已久，可以看到偿债情况较好的省份多为房地产发展较好的地区，但土地财政是不可持续的，尤其经历疫情冲击后，各省市国有土地出让收入均出现较大幅度的下滑，直接影响多数地区财政未来的偿债能力。

从地区结构来看，东部及发达地区的偿债压力相对较小，而西部地区及发达程度越低的地区偿债压力是最大的。东部地区及发达程度较高的地区偿债资金主要依赖于自身的财政收入和政府性基金收入，产业链较为完整，经济发展较为稳健，可以为债券的发行提供很好的融资环境，同时债券对于社会投资的拉动效果较好，且经济韧性较强，未来偿债来源是可持续的。西部地区和发达地区财政收入产业结构相对单一，财政收入中多依赖转

移支付，而转移支付比例越大，地区的偿债能力越弱。受疫情影响，未来西部及不发达地区的偿债压力会进一步提升，债务的还本付息额或许会突破当地财政收入的 50%。

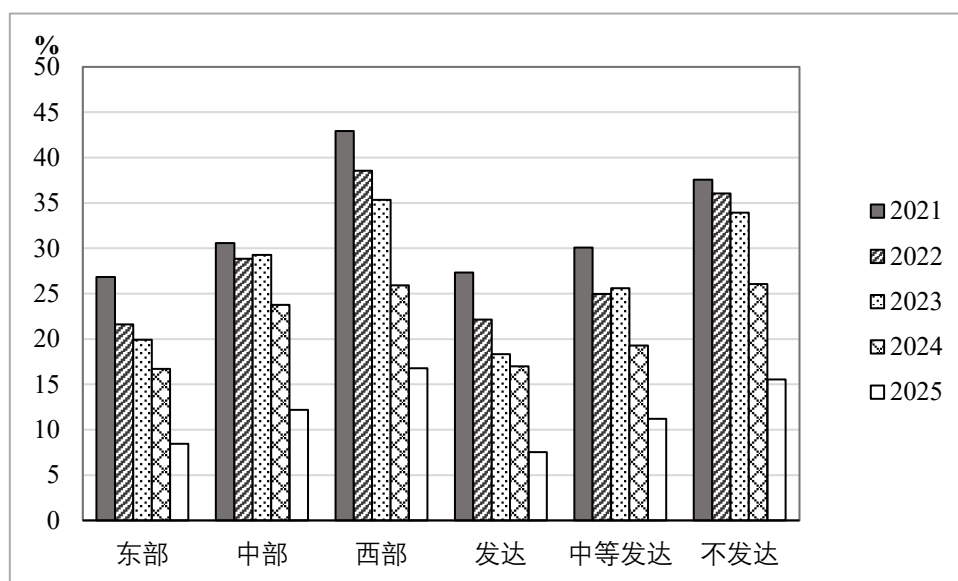


图 1 不同地区政府未来偿债压力

数据来源：CEIC，财政部，国家金融与发展实验室。

## （二）加速地方债务潜在风险爆发

为应对新冠疫情这一重大突发事件而采取的各项积极措施虽短暂地延缓了地方政府债务风险爆发的时间，但却增大了地方政府债务潜在风险的爆发几率。新冠疫情爆发之前地方政府债务已经存在很大的问题，地方政府债券和城投债自身存在的问题一直未能解决，新冠疫情出现之后，中央加大对地方债务的财政支持力度一定程度上延缓了债务风险爆发的时间，但债务融资需求的增长会进一步催化债务的内在风险。

疫情冲击突出了地方政府债券的内在矛盾。2014 年我国地方政府性债务进行了重大的改革调整之后，地方政府债券成为唯一融资渠道，但地方政府债券举债模式本身存在一定的缺陷。一是债务管理行政化与融资需求个性化的矛盾问题。我国地方政府债券的发行受行政和市场的双重约束，地方政府债务限额、发行规模等均由中央政府决定，在债券分配上会存在与地方债券的市场需求不匹配的问题，尤其市县级政府债券额度由省级政府评定，

市县融资需求多数难以合理匹配。疫情冲击下市县级政府是最需要债务融资以保障基础民生的地区,但地方债券的集中性管理体制使得地方债维护基层经济社会稳定的效用大打折扣。二是举债需求与市场认可不匹配的问题。经济越发达的地区债务融资需求相对较弱,而经济落后地区财政缺口更大,但地方政府债券面向市场投资者,以各类金融机构为主,经济发展越好的地方债券更易受到市场认可,融资成本相对较低,发行相对更为容易。而在疫情冲击之下,地方政府债券更多分配给疫情较为严重的地区是必然的选择,此次疫情更多集中在东部省份,即**新增地方政府债券更多地分布在东部和中部地区,在疫情需求和市场认可的双重效应下,西部地区债券融资更难**。三是**融资需求大与项目收益慢之间的冲突**。在新型城镇化背景下地方政府融资需求一直较大,但公共基础投资项目周期较长,项目收益较慢,而**疫情冲击进一步加大地方政府融资需求的同时又延长了项目的施工周期**。

**疫情经济催化城投债潜在风险**。城投债经历了鼓励扩张——清理调整——转型治理一系列改革之后,2019年城投债融资环境才开始放松,但是城投平台自身存在的问题不容忽视。一是**城投平台发展与土地财政密切相关**。土地财政难以持续,随着经济重心向优化经济结构方面转变,土地出让收入增速和政府补助增速在不断下降,平台公司债务难以偿还,而**疫情对于房地产市场的冲击进一步加大了平台公司的运营风险**。二是**平台监管制度缺失易引发地方政府财政危机**。政策上一直强调剥离平台的政府性融资功能,融资平台的债务并不列入地方政府的预算之中,同时预算软约束下债务规模的不断增长在没有完善的风险预警体系情况下,容易引发整体财政风险的爆发。**疫情过渡期对于城投债改革监管的放松进一步加深了财政风险爆发的可能性**。三是**中小银行风险管理的缺失引发金融风险**。县级地方政融资平台发行城投债主要面向地区的中小商业性银行,这些银行自身没有完善的风险管理体制来对融资平台进行贷款及审查,而**此次疫情影响最严**

重的便是这些中小银行，县级平台公司融资更难，进一步冲击基层金融体系的稳定，严重影响到整体金融系统稳定。

疫情经济下短期稳经济目标与长期债务可持续性之间的矛盾不断激化。一是所有地区总体债券发行差距不大，虽西部地区增速稍慢，但整体债券发行增速均在30%左右，说明所有地区在此次疫情冲击下均有较大的债务需求，债券融资是所有地区的必然选择，未来债务负担的增长也是必然的结果。二是所有地区城投债发行增长最快，其中以中部地区和中等发达地区的城投债增速为甚，中等发达地区上半年增速超出60%，疫情过渡期融资政策的放松对城投债的刺激较大，另一方面也反映了虽然已经不断加速加大地方政府债券的发行，但对于地方政府融资需求来讲是远远不够的。三是东部和发达地区更多的选择地方政府债券，而中西部、中等发达地区及不发达地区发行城投债更多，这与疫情发展区域特征密切相关，说明地方债券更多用于与抗疫相关方面的基建，而城投债更多用于促进当地产业的恢复。由于中西部地区融资平台对地方政府财政的依赖更大，中西部地区城投债的大规模增长会直接增加地方政府的财政压力。

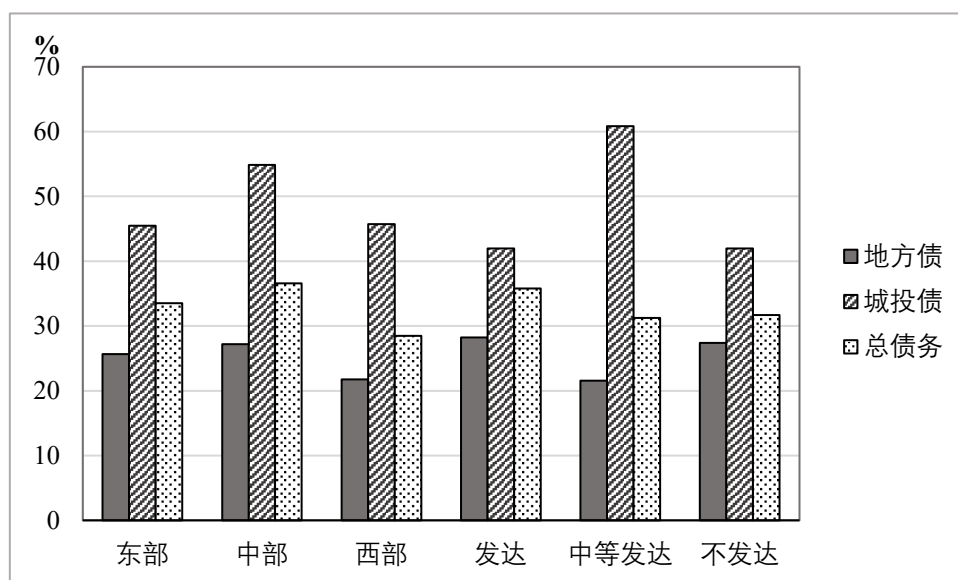


图2 2020年1-6月不同地区债务发行同比增速

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

### **(三) 加剧地方债务区域不平衡**

以传统行业为主的西部及不发达地区受疫情冲击更为严重。此次疫情对传统行业如工业、交通等行业的冲击性更大，新兴行业如信息、自媒体行业相对受冲击较小，受冲击较小的新兴行业多集中于东部及发达程度较高的地区，而经济落后地区多以传统行业为主，对于本就负债累累的不发达地区而言无疑是雪上加霜。虽然此次疫情较为严重的地区以东部、中部及经济较为发达的地区为主，2020年上半年这些地区的财政逆差增幅较快，主要原因在于用于抗疫相关的支出增加，但产业恢复潜力较强。对于中西部地区及经济较为不发达的地区而言，虽然疫情发展程度较轻，但全国统一的防控措施使得所有地区的产业链均受到冲击，而以传统行业或单一产业为主的西部及不发达地区影响最严重，因而2020年上半年中西部及不发达地区财政收入下滑程度较大。

政府债券投资效率的不同进一步扩大了债务风险的区域不平衡。不考虑疫情因素，经济落后地区的地方政府负债和财政支出的经济效应显著低于经济发达地区，因此地方政府债务的区域不平衡问题本就会持续。受疫情冲击较大的东中部地区债券发行较快，财政支出相对降幅较小，同时越发达的地区地方政府负债和财政支出的经济效应越强，因此可以预计经济发达地区可以通过政府负债及财政支出更好地促进当地产业的恢复，在疫情之后的经济恢复速度要远快于西部及不发达地区，而良好的产业发展可以对当地经济及政府财政情况形成正反馈机制。西部及不发达地区在产业受损情况下只能更加依赖转移支付，对于当地政府的财政结构是极为不利的，未来西部及不发达地区的偿债负担将会更加严重。

### 三、建议

疫情后在各项政策的刺激下经济开始步入复苏阶段，但稳经济的同时要注意防范地方政府债务风险的爆发，需从短期和长期来考虑债务的可持续性问题。

**短期内以稳经济为主，但要注意经济与债务之间的平衡。**债券发行的首要目的在于保民生、稳经济，主要缓冲疫情带来的冲击，因此资金会更多投向于医疗卫生及抗疫相关方面，但注重防疫的同时需注意财政和债务的可持续性问题。地方政府债务的可持续性取决于产业结构是否完善、经济韧性是否强劲，债券资金的投向和使用至关重要。重点在于提高债券资金的使用效率，细化落实相关政策，将专项资金更多投向收益性较强的项目，精准使用，把每笔资金用在刀刃上，发挥债券资金最大的效用，以最少的债券资金在最大程度上撬动社会投资，促进当地的产业转型升级，进一步形成“债务-产业-收入”的良性循环。

**长期需要从根本上对内在体制问题进行改革以保障地方政府财政的长期良性发展。**第一，进一步优化央地事权与支出责任，在刺激消费、扩大内需、提振经济方面，中央政府可以承担更多的支出责任，特殊时期中央的统一协调在提高公共支出效率的同时减轻地方政府的财政负担，进一步明确地方政府财政事权范围，强化地方财政纪律；第二，需同步对债券发行市场进行改革。一方面，完善债券市场发行定价机制，进一步优化债券市场监管制度。结合大数据平台，建立省级数据联动机制，实施各地政府债务大数据监管，通过大数据监管成立全国债务信息共享平台，实现监管部门、银行部门、资本市场以及政府部门间的信息联动，为债券融资提供较好的政策环境。另一方面，建立健全债券市场的风险预警体系，强化融资平台公司的风险运营管理能力，促进平台公司风险的主动管理。第三，建立银行间信息联通机制及并进行风险预警改革。一方面，增加各银行等金融机构间的信息互享联通机制，最大效用地利用好银行信贷资金。另一方面，中小

银行是中小微企业的主要融资方，需增加中小银行的信贷规模，同时对中小银行发展模式进行改革，建立中小银行的风险预警体系。**第四**，可以针对经济发展水平、财政自有收入和财政支出效率不同的地区采取不同的债务融资机制。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。