

2021 年 07 月 19 日

从债务付息，看地方财政压力

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

作为财政刚性支出项，债务付息变化的特点、驱动及影响，本文梳理可供参考。

● 付息压力快速上升，地方政府性基金突出

广义财政付息压力近年来快速上升，地方政府性基金付息增长尤为突出。作为较为刚性的财政支出，债务付息规模快速增长，由 2015 年不到 5000 亿元增长至 2020 年近 1.4 万亿元，占广义财政支出比重从 2015 年的 2% 抬升至 2020 年近 4%，抬升幅度在主要支出项中居前。其中，地方财政付息增长较快，占全部付息规模的比重由 21% 抬升至 59%，地方政府性基金增长尤为突出、占比抬升至 29%。**东部和西部付息规模居前，西部和东北付息增长较快、相对压力较大。**2020 年，广义财政付息规模，东部、中部、西部和东北依次为 3181 亿元、1615 亿元、2282 亿元和 650 亿元，较 2015 年分别增长 15 倍、12 倍、11 倍和 12 倍。考虑财政收入，东北和西部付息压力较大，付息规模与广义财政收入之比分别为 8.4% 和 6.4%，高于东部的 2.9% 和中部的 4.6%，政府性基金和一般财政付息压力均居前。

● 地方隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因

财政付息压力持续上升，缘于国债和地方债快速增长，后者与前期隐性债务置换、近年来新券扩容等有关。2015 年以来，国债存量增长 1.3 倍至 20.7 万亿元，而地方债存量增长 4.3 倍至 25.4 万亿元、是付息压力快速累积的主要推手。其中，2015 年至 2017 年，地方债置换券发行近 11 万亿元，推动地方债存量超过国债；2018 年以来，专项债新券大幅扩张，同时地方债到期续发，使地方债持续累积。**债务累积的同时，财政收入增长放缓，进一步推升债务付息压力，尤其是部分前期债务增长较快的地区。**近年来，持续累积的债务带动付息规模年均增长超 20%，而广义财政收入增速逐年回落，从 2017 年最高 13.5% 回落至 2020 年的 4.7%。分地区来看，西部和东北付息增长较快，与前期债务置换较大等有关；同时，西部广义财政收入增速的逐步回落、东北收入的持续低迷，进一步加大债务平衡难度。

● 债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间

伴随债务压力加速显性化，地方债相关监管明显加强，传统负债驱动型投资动能明显弱于以往。2020 年以来，地方债监管逐步完善，从项目审核、信息披露、绩效考核到债务偿付等，建立项目全生命周期管理，使得地方债资金运用更加注重质效。同时，存量债务不断累积下，债务付息支出不断上升，叠加社会保障等其他刚性支出，掣肘财政支出腾挪空间，进一步降低地方政府负债驱动投资的动能。**地方债或告别高增长，新券额度未来可能逐步下降，分配或更加注重项目质量等因素。**持续累积的债务，不仅使得利息刚性支出大增，还推升地方政府债务率至 94%、接近 100% 警戒线，成为影响未来政策空间和思路的重要因素。政策“调结构”、“防风险”背景下，地方债增长或逐步放缓，新券额度可能逐步下降；伴随“零基”预算等改革逐步落地，地方债额度分配或更加注重项目质量、绩效等。

● 风险提示：债务监管趋严，数据统计过程中的偏差。

相关研究报告

《宏观经济专题-变异病毒蔓延，对全球经济的影响》-2021.7.18

《宏观经济点评-6 月经济释放的“信号”》-2021.7.15

《宏观经济专题-地方债供给再论》-2021.7.11

目 录

1、 付息压力快速上升，地方政府性基金突出	3
2、 隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因.....	5
3、 债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间.....	7
4、 风险提示	9

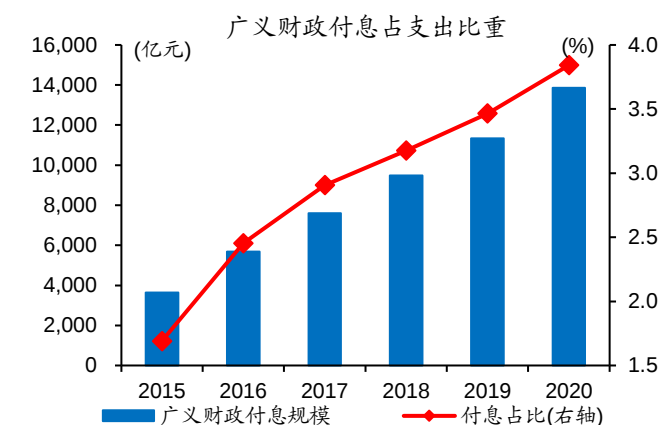
图表目录

图 1： 广义财政付息压力快速上升	3
图 2： 2016 年至 2020 年债务付息增长居前	3
图 3： 地方政府债务付息规模占全部的比重近 60%	3
图 4： 一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升	3
图 5： 地方政府性基金付息规模增长快于一般财政	4
图 6： 地方政府性基金付息压力大于一般财政	4
图 7： 东部付息规模居前，东北付息压力相对较大	4
图 8： 西部和东北付息压力增长较快	4
图 9： 西部政府性基付息压力居前	5
图 10： 部分省市政府性基金付息压力较为突出	5
图 11： 近年来，地方债存量规模已超过国债.....	5
图 12： 前期置换债大规模发行、近年来专项债新券增多.....	5
图 13： 近年来，广义财政收入增速持续回落	6
图 14： 一般公共财政收入和政府性基金收入增速均回落.....	6
图 15： 各地区债务持续累积，西部和东北债务置换较大.....	6
图 16： 西部广义财政收入逐步回落，东北地区持续低迷.....	6
图 17： 地方政府杠杆抬升，而基建投资增速中枢下移.....	8
图 18： 教育、社会保障、城乡社区等刚性支出占比抬升.....	8
图 19： 地方政府债务率持续抬升、接近 100%的警戒线	8
图 20： 相较新券，再融资券更多向西部和东北地区倾斜.....	8
表 1： 地方政府债务相关监管明显加强	7

1、付息压力快速上升，地方政府性基金突出

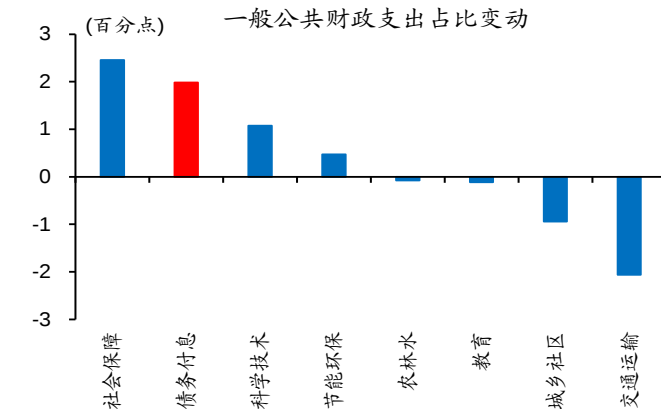
广义财政付息压力近年来快速上升，相对增长幅度在主要支出项中居前。作为较为刚性的财政支出，债务付息规模快速增长，由 2015 年不到 5000 亿元增长至 2020 年近 1.4 万亿元，占广义财政支出比重从 2015 年的 2% 抬升至 2020 年近 4%，抬升幅度在主要支出项中居前。期间，一般财政付息规模占支出比重抬升近 2 个百分点，抬升幅度仅次于社会保障；政府性基金付息规模占支出比重抬升超 3 个百分点，抬升幅度为政府性基金主要支出最大。

图1：广义财政付息压力快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

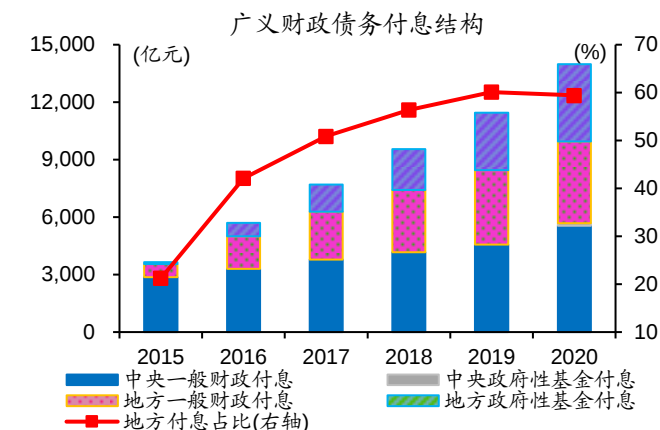
图2：2016年至2020年债务付息增长居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

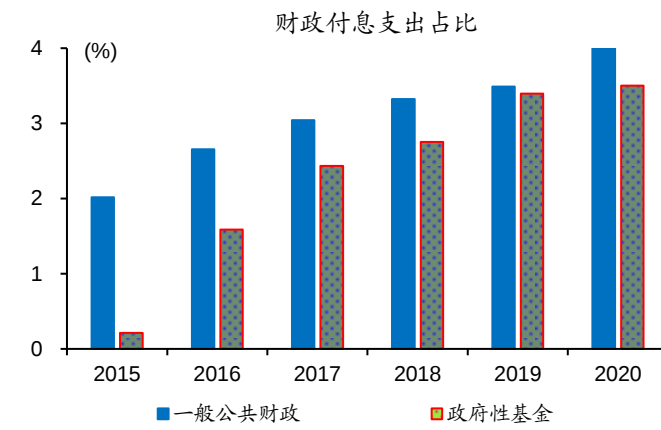
一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升，其中地方政府性基金付息压力抬升较快。2020 年，一般财政和政府性基金付息规模分别为 9804 亿元和 4175 亿元，分别较 2015 年增长 1.8 倍和 45.5 倍，付息支出占总支出比重分别抬升至 4.0% 和 3.5%。其中，一般财政中中央付息规模略大于地方，政府性基金主要由地方贡献。2020 年，地方政府性基金付息规模达 4037 亿元，占地方政府性基金支出比重，较 2015 年抬升 3.3 个百分点至 3.5%。

图3：地方政府债务付息规模占全部的比重近 60%



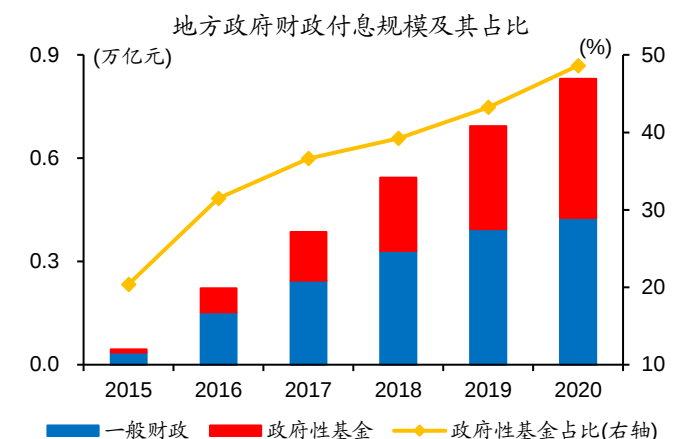
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：一般财政和政府性基金付息压力均持续抬升



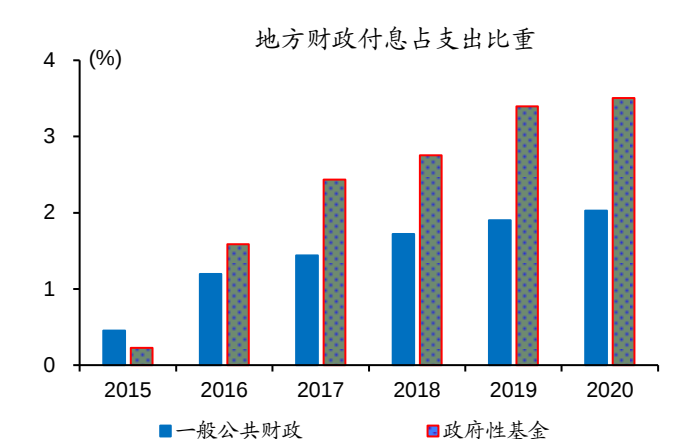
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：地方政府性基金付息规模增长快于一般财政



数据来源：Wind、开源证券研究所

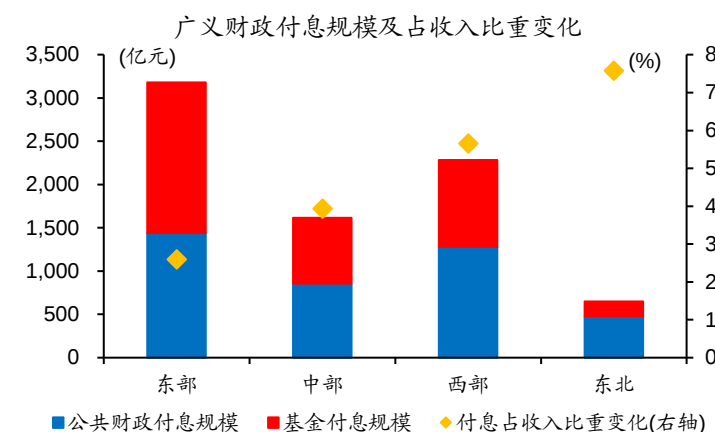
图6：地方政府性基金付息压力大于一般财政



数据来源：Wind、开源证券研究所

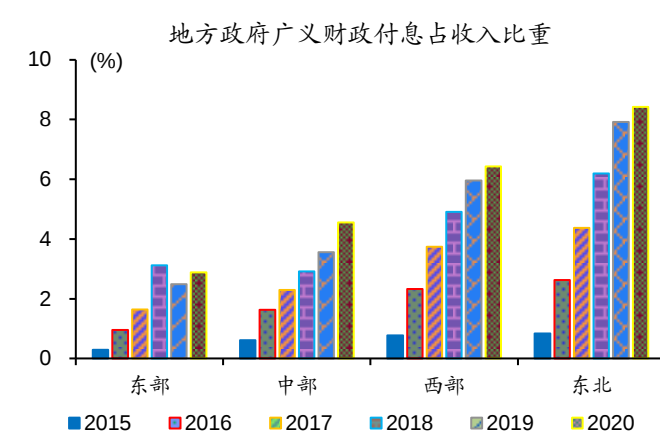
东部和西部付息规模居前，西部和东北付息增长较快、相对压力较大。2020年，广义财政付息规模，东部、中部、西部和东北依次为3181亿元、1615亿元、2282亿元和650亿元，较2015年分别增长15倍、12倍、11倍和12倍。考虑财政收入，东北和西部付息压力较大，付息规模与广义财政收入之比分别为8.4%和6.4%，高于东部的2.9%和中部的4.6%，政府性基金和一般财政付息压力均居前。其中，黑龙江、新疆、重庆、天津等地政府性基金债务付息占收入比重超10%、付息压力较为突出。

图7：东部付息规模居前，东北付息压力相对较大

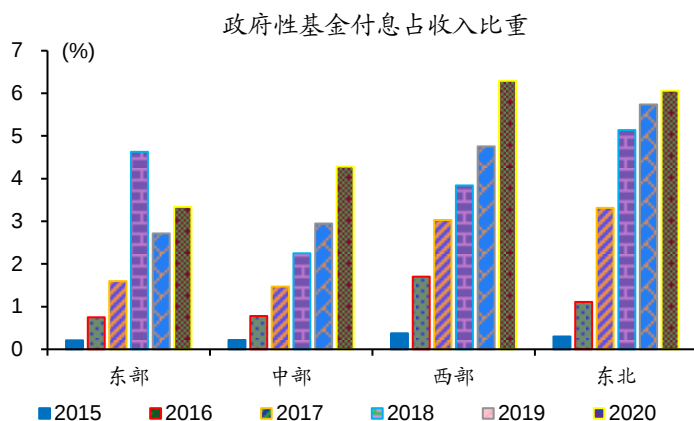


数据来源：Wind、开源证券研究所

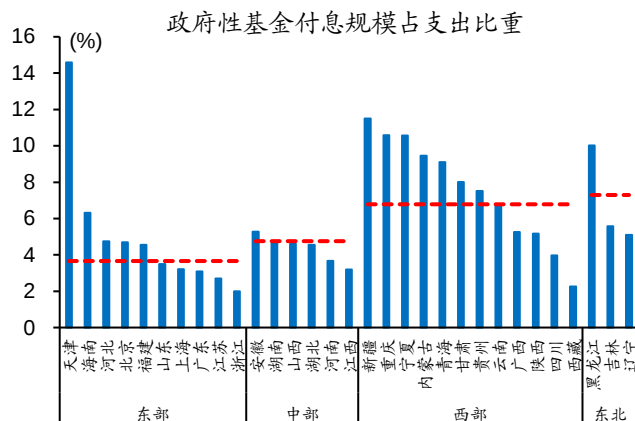
图8：西部和东北付息压力增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：西部政府性基金付息压力居前


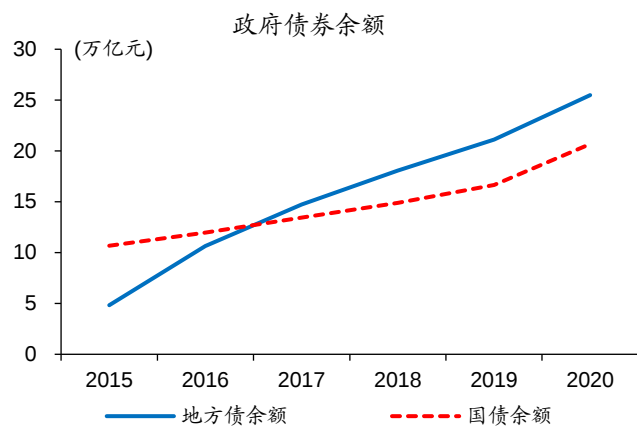
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：部分省市政府性基金付息压力较为突出


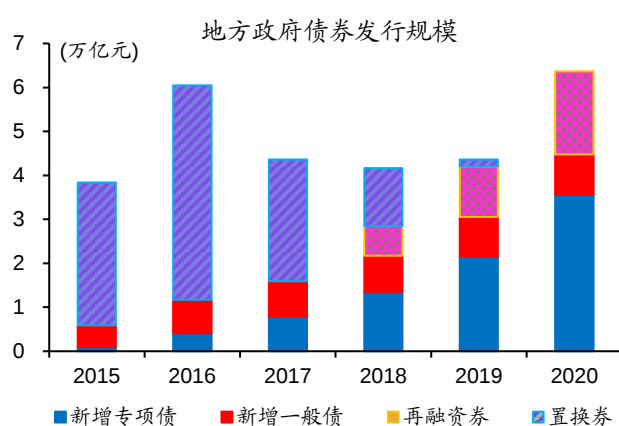
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、隐性债务置换、专项债扩容等是付息压力抬升的主要原因

财政付息压力持续上升，缘于国债和地方债快速增长，后者与前期隐性债务置换、近年来新券扩容等有关。2015年以来，国债存量增长1.3倍至20.7万亿元，而地方债存量增长4.3倍至25.5万亿元、是付息压力快速累积的主要推手。其中，2015年至2017年，地方债置换券发行近11万亿元，推动地方债存量超过国债；2018年以来，专项债新券大幅扩张，同时地方债到期续发再融资券，使地方债持续累积。

图11：近年来，地方债存量规模已超过国债


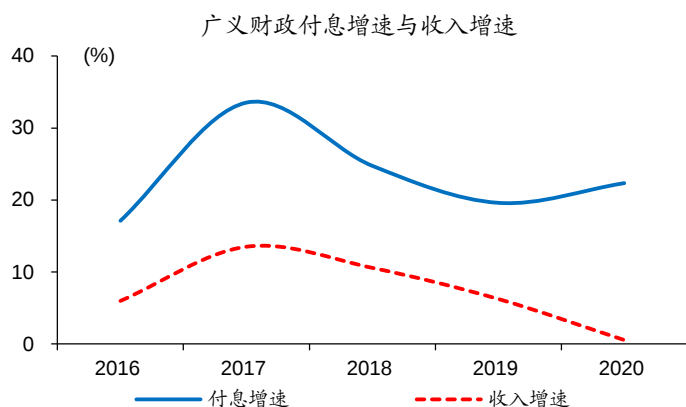
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：前期置换债大规模发行、近年来专项债新券增多


数据来源：Wind、开源证券研究所

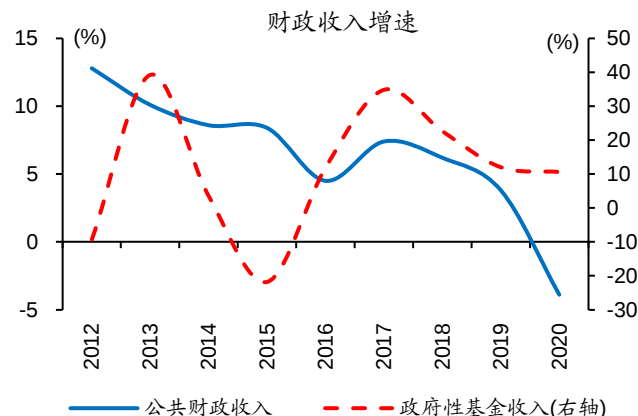
债务累积的同时，财政收入增长放缓，进一步推升债务付息压力。近年来，持续累积的债务带动付息规模年均增长超20%，而广义财政收入增速逐年回落，从2017年最高的13.5%回落至2020年的0.5%。其中，一般公共预算与政府性基金均有拖累，2017年至2019年收入增速分别回落3.6个百分点和22.8个百分点；疫情影响下，2020年一般公共预算收入下降3.9%、近年来首次落入负增长区间。

图13: 近年来, 广义财政收入增速持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

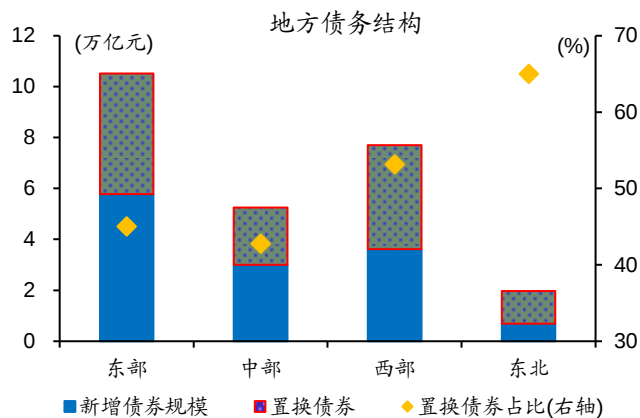
图14: 一般公共预算收入和政府性基金收入增速均回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

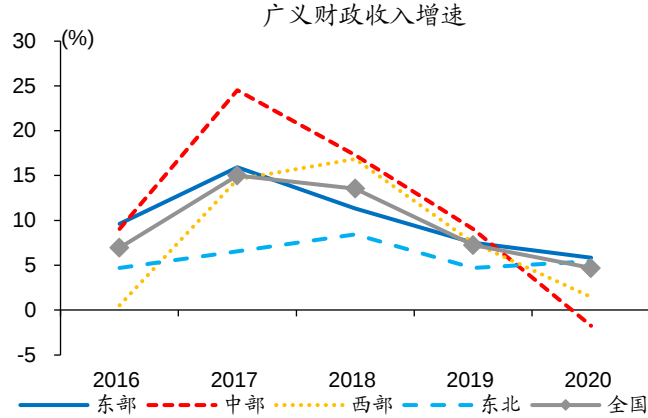
不同地区驱动因素有所不同，东部和东北地区主因存量债务增长，中部和西部地区受财政的拖累同样较为明显。东中部地区付息增长，与近期新增债务快速累积有关；西部和东北则与前期债务置换规模较大有关，西部和东北地区置换债务占比分别达 53%和 65%；同时，西部地区广义财政收入增速逐步回落，东北地区收入持续低迷，进一步加大债务平衡难度。

图15: 各地区债务持续累积, 西部和东北债务置换较大



数据来源: 财政部、开源证券研究所

图16: 西部广义财政收入逐步回落, 东北地区持续低迷¹



数据来源: Wind、开源证券研究所

¹ 2020 年中部地区广义财政收入增速大幅回落受湖北拖累较为明显。

3、债务付息压力抬升掣肘财政支出腾挪空间，及地方债扩张空间

伴随债务压力加快显性化，地方政府债务相关监管明显加强，相关措施逐步落地。地方债的持续扩张，使得存量债务付息压力不断累积；但项目质量等问题，导致项目现金流较难覆盖项目债务性融资，加大地方财政压力。为此，地方债相关监管不断完善，尤其是 2020 年以来相关措施加快落地，从项目审核、信息披露、绩效考核到债务偿付等，建立项目全生命周期管理，加强地方债全方位监管。

表1：地方政府债务相关监管明显加强

时间	事件	主要内容
2020 年 1 月	《关于启用地方政府新增专项债券项目信息披露模板的通知》	2020 年 4 月 1 日起，各地发行地方政府新增专项债券时， 须增加披露地方政府新增专项债券项目信息披露模板 ，以表格形式展现项目核心信息，将项目融资结构、融资计划、预期收益、预期收益测算依据、总收益对总债务融资本息的覆盖倍数等主要信息提炼出来。
2020 年 8 月	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	加快新增专项债券资金使用进度，依托地方政府债务管理信息系统， 对专项债券发行使用实行穿透式、全过程监控 ，动态监测地方财政、相关主管部门以及项目单位等各类参与主体，逐个环节跟踪进展， 层层压实相关主体责任，强化问责，既要尽快形成实物工作量，也要确保项目质量，提高债券资金使用绩效。
2021 年 2 月	《地方政府债券信息公开平台管理办法》	地方财政部门， 在公开平台及时公开地方政府债务限额、余额，地方政府债券发行、项目、还本付息、重大事项、存续期管理，以及经济社会发展指标、财政状况等相关信息。
2021 年 4 月	国新办发布会	加强预算控制约束和风险控制。 实施项目全生命周期管理 ，预算支出全部以项目形式纳入预算项目库， 未入库项目一律不得安排预算。强化中期财政规划对年度预算的约束 ，加强财政运行风险控制，加强重大政策、重大政府投资项目等财政承受能力评估， 健全地方政府依法适度举债机制。
2021 年 4 月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	(1) 加强对项目执行情况的分析和结果运用 ，将科学合理的实际执行情况作为制定和调整标准的依据。 加快推进项目要素、项目文本、绩效指标等标准化规范化。 (2) 将项目作为部门和单位预算管理的基本单元，预算支出全部以项目形式纳入预算项目库， 实施项目全生命周期管理，未纳入预算项目库的项目一律不得安排预算...实行项目目标标准化分类，规范立项依据、实施期限、支出标准、预算需求等要素。 建立健全项目入库评审机制和项目滚动管理机制。
2021 年 5 月	《建立健全有利于高质量发展的现代财税体系》	充分利用信息化手段掌握项目资金使用和建设进度等情况...坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加隐性债务的要求。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22241

