

宏观经济 * 研究框架

宏观研究宝典： 政府杠杆与基建投融资机制变迁

宏观首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

宏观研究助理：李紫洋

— 2022年2月18日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

总结

● 过往研究：两张政府资产负债表

根据中投、汇金和社保基金年报、国资年鉴、地方政府债务审计报告等，给出2002-2013年中国中央和地方政府资产负债表，可以发现：

2013年以前，中央政府总产负债率总体呈现下行趋势；2013-2014年，中央政府扩大国债发行规模，增加铁路等相关投资，资产负债率有所提升。

地方政府资产负债率持续提升。地方政府采用BT模式，BT承接商在项目建设中的负债融资造成地方政府融资占比（特别信贷）要高于直接比例。

● 政府杠杆比较研究

2020年末，中央财政债务余额为20.9万亿元；地方政府债务余额为25.6万亿元，其中一般债务余额12.7万亿元，专项债务余额12.9万亿元。

经加总，2020年末我国政府部门债务规模总计46.5万亿元。取政府债务余额与同年名义GDP的比值，获得政府部门杠杆率：2020年末我国政府部门债务杠杆率为45.9%。

与国际主流的政府部门杠杆率口径比较，基于债务测算的政府杠杆率介于BIS与CNBS口径之间，更靠近CNBS口径杠杆率水平。

总结

● 城投平台债务及杠杆：

从借债主体角度估算，通过WIND口径城投平台的财务数据，加总计算得：截至2020年底，城投债务规模为53.6万亿元。

2018年起城投债务增长放缓，增速由20%以上逐步回落至2020年的16.1%。

采用城投平台债务与资产的比例度量城投平台杠杆水平，可以发现城投平台杠杆水平先降后升，持续位于40%-45%区间。

● 地方政府债券政策脉络：

2014年新《预算法》和43号文后，我国对部分省市进行地方政府债券自发自还试点，2015年地方政府债券实行全面自发自还。

2017年陆续推出多种项目收益专项债券；2019年允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；2021年明确对专项债项目的全流程管理。

总结

● 地方政府隐性债务政策脉络：

2014年以前，由于未解决财权事权分离的根本问题，政府债务监管政策采取全面封堵的方式。国发〔2014〕43号文的出台意味着对地方政府债务的监管进入“修明渠、堵暗道”的全新阶段。

2014年以来，随着经济工作目标在“稳增长”和“防风险”中的切换，地方政府债务的监管环境也形成了“趋紧-趋松”的周期：

2014-2016年，监管层出台多项文件对隐性债务的界定和管理进行明确和补充。

2017-2018年，隐性债务监管趋严，明确违规举债的问责机制，打消政府兜底幻觉，设立债务监测平台，提出债务化解六大途径。

2018年10月起隐性债务监管出现边际放松，提出合理保障融资平台公司正常融资需求。2020上半年疫情冲击财政发力，隐性债务化解工作暂缓。

2020年底至2021年，隐性债务监管政策再度收紧。

总结

● 基建投融资机制变化：

随着对政府投资的监管逐步规范，投融资机制在金融机构、地方政府和投资项目三个层面受到约束，2018年以来非财政来源的基建投资资金增速大幅回落。

从中长期看，基建投资资金来自显性渠道的比例将会上升。而专项债对项目的审核也将逐步趋严，对项目盈利能力等方面要求将会加强，寻找优质项目的难度或将加大。

因此预计2022年在“稳增长”和适度超前开展基础设施投资下，基建投资显著回升；未来基建投资将保持稳健、温和增长速度。

● 2022年基建投资分析：

从资金端看，预计今年财政赤字率3.0%，新增专项债额度3.7万亿元，预计一般公共预算支出将达到27万亿元，政府性基金支出与去年大体持平。

从项目端看，去年7月发改委已部署开展今年专项债项目前期工作；截至目前已有13省份公布2022年重大项目名单，年度计划投资额超6万亿元，均较去年明显提前。

预计2022年全年基建投资增速将在6%左右。

风险提示：宏观经济、财政政策出现超预期变化，将带来较难预测的扰动。

目录

contents

- 1 过往研究：两张政府资产负债表
- 2 政府杠杆比较研究
- 3 城投平台债务及杠杆
- 4 地方债务规制
- 5 基建投融资机制变化
- 6 2022年基建投资分析



1 过往研究：两张政府资产负债表

1.1 规模与结构

1.2 中央政府资产负债表构成要素

1.3 地方政府资产负债表构成要素

1.1 政府资产负债表：规模与结构

参考报告《中国政府会有资产负债表危机吗？——政府资产负债表的编制与分析》(邵宇、孙付, 2013. 7. 29)和《还钱，地方政府！——债务规模与偿还压力定量分析》(孙付, 2014. 12. 7)，对政府资产负债表的编制，将其分解为中央和地方两级：

首先对于中央政府，其资产和负债主要为中央政府机构所持有和承载，所以编制中央政府资产负债表，最为重要的是确定哪些部门、机构是资产（负债）的权重持有机构，并将其有机的整合。

对于地方政府，从资产看，两块较为重要的资产是土地储备和地方国有资产（非金融+金融）。从负债看，其主要包括地方政府贷款、地方政府债券、地方政府向上级财政借款、通讨其他渠道（影子银行

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_37270

