

加速发债之后，中国地方政府或将迎来流动性考验

2022 年 3 月 2 日

要点速览

- 中国地方政府高度依赖境内债券市场融资，形成了一波到期高峰，2022 年和 2023 年到期金额将达到约合 1 万亿美元左右。
- 地方政府拥有灵活的流动性选项，如发行债券、出售资产等；大部分地区的资金渠道将保持畅通。
- 但考虑到债务到期规模之大，低收入地区高负债地方政府的流动性安排或将面临考验。

本报告不构成评级行动。

随着 2022 年、2023 年约合 1 万亿美元的债券到期，中国部分地方政府或许终于迎来了流动性考验。很久以来，标普全球评级一直假定这些地方拥有充足的资金来偿还债务。而今考虑到到期债务的规模，我们认为有几家实力较弱的省市可能会面临偿债挑战。有鉴于此，我们重新梳理了很多时候既不透明也不完整的地方政府流动性数据。

2015 年中央放开地方政府债券发行之后，各地大力发行，2021 年发行债券 7.5 万亿元（含再融资债券，约合 1.2 万亿美元），到同年年底存量政府债券余额达到了 30.5 万亿元。中国的地方政府债券存量位列全球第二，仅次于美国。

主分析师

朱素微

香港
(852) 2912-3055
susan.chu
@spglobal.com

其他联系人

Felix Ejgel

伦敦
+ 44 20 7176 6780
felix.ejgel
@spglobal.com

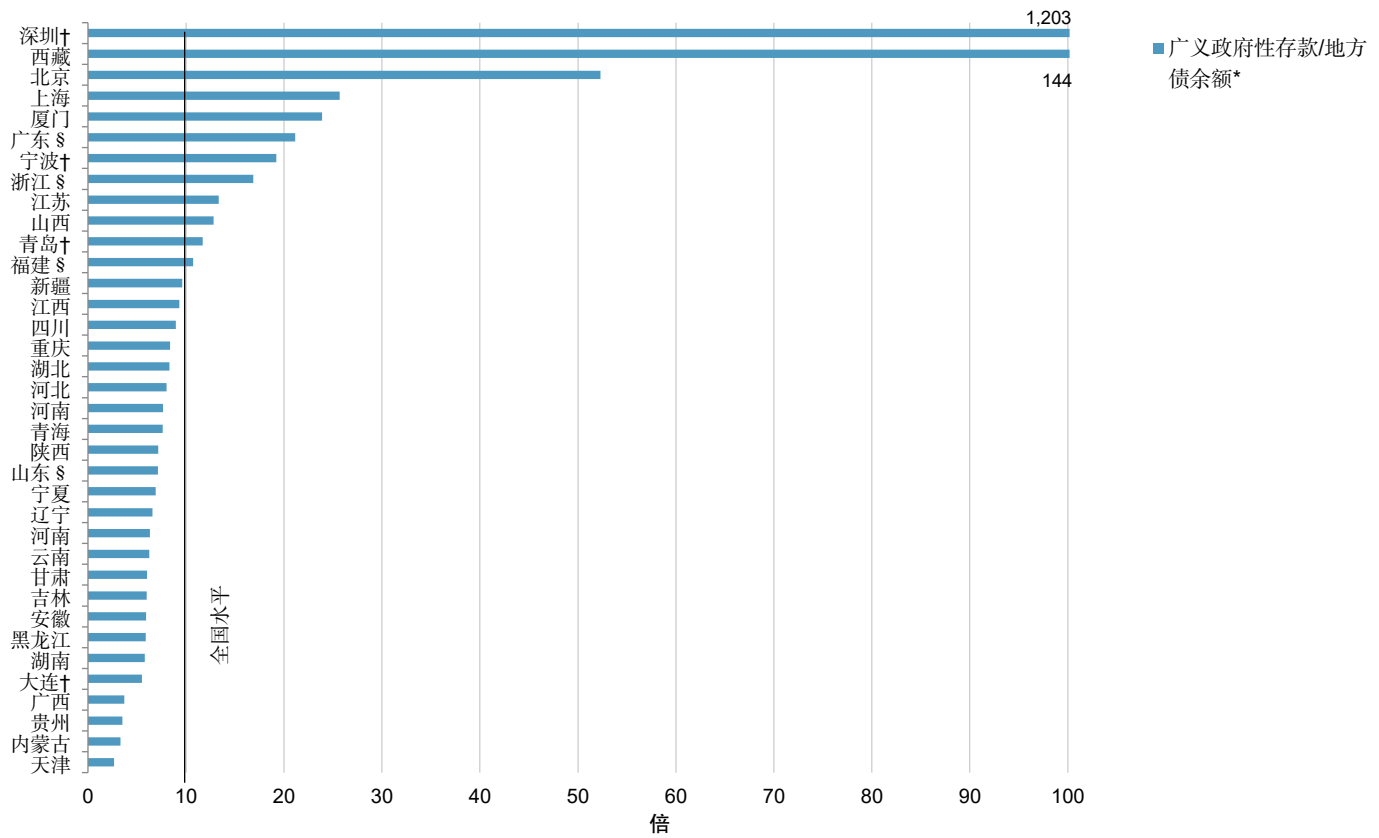
研究助理

许贇邦

香港

图1

各地方政府偿债能力强弱不均



*各地区 2023 年到期债券与 2021 年末广义政府性存款相比。\$不含各自的计划单列市。†计划单列市。资料来源：Wind，地方政府财务报告，标普全球评级。

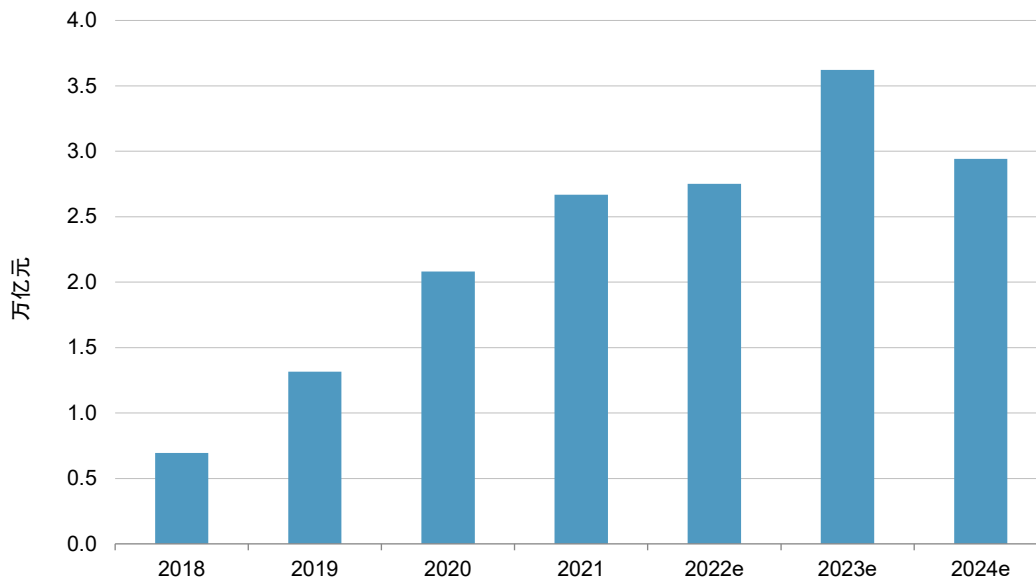
版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

大部分地方政府的偿债义务可能都会在 2022 年和 2023 年达到顶峰（见图 2）。同时，中国地方政府的财政状况并不透明，现金及流动资产数据披露不多，报表也未遵循相关国际准则。比如地方政府控制的哪些流动资产可用于还债，投资者就很难辨别。而且政府会计未采用权责发生制，进一步增加了投资者的分析难度。

图2

到期高峰即将来临

中国地方政府每年到期债券金额



e: 估计值。资料来源：国家统计局，财政部，标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

由于可靠数据的阙如，我们采用估计数据和替代性数据来描画中国地方政府的流动性状况。我们认为，绝大多数地方政府都有足够的资源来维持日常运作和未来两年及以后债务的偿还。然而在上述到期高峰期间，一些高负债地区可能有很大一部分到期债务都得用借新还旧的办法来处理。

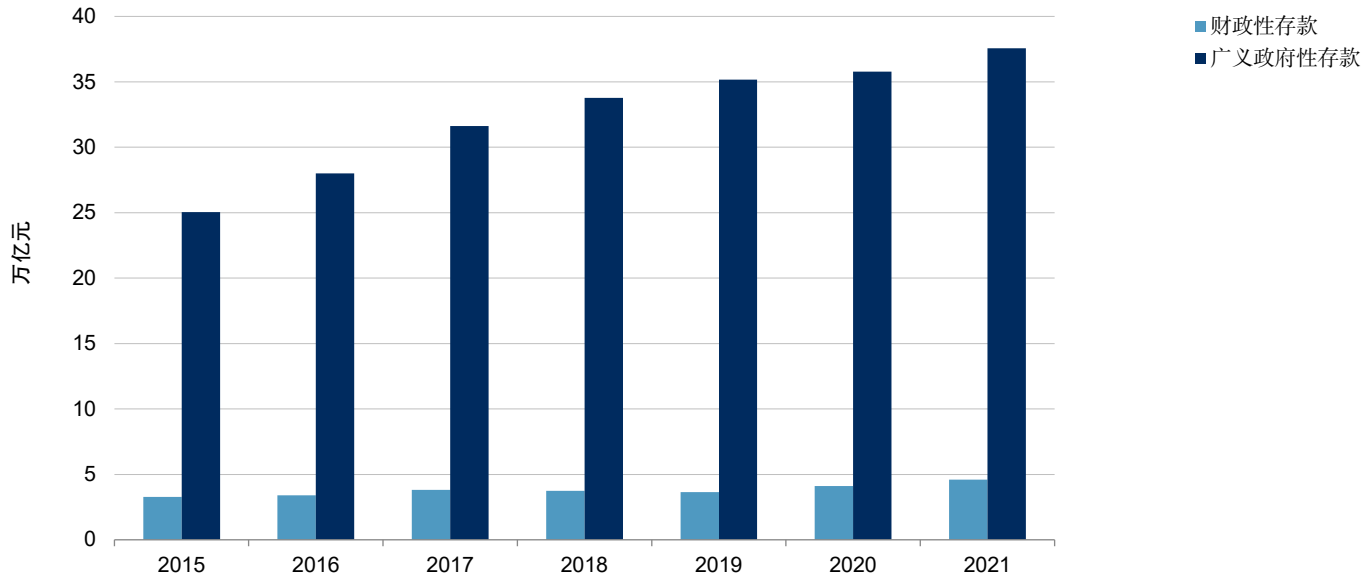
数数地方政府有多少钱

大部分省级政府都会定期发布存款数据，包括“财政性存款”和“广义政府性存款”。财政性存款是指用于满足地方政府未来一段时间财政活动所需的存款，广义政府性存款则进一步包含了机关团体（通常是事业单位）名下的存款。事业单位包括从事公共服务的机构，如政府性基金和学校等。

对于所辖区域的存款，即使有一部分无法立即取用，地方政府总体上应该也能够控制其中的大部分。我们认为，这些存款将随着各地经济的增长而增多（见图3）。我们估计，截至2021年年末各地财政性存款总量有4.6万亿元，广义政府性存款总量有37.6万亿元。对比之下，我们计算所得的2022年、2023年地方债到期规模分别为2.8万亿元和3.6亿元。

图3

多数地方政府都掌握了大量存款



注：图中数据包含除海南省、深圳市和吉林省以外的所有地区。资料来源：各地政府工作报告，标普全球评级。

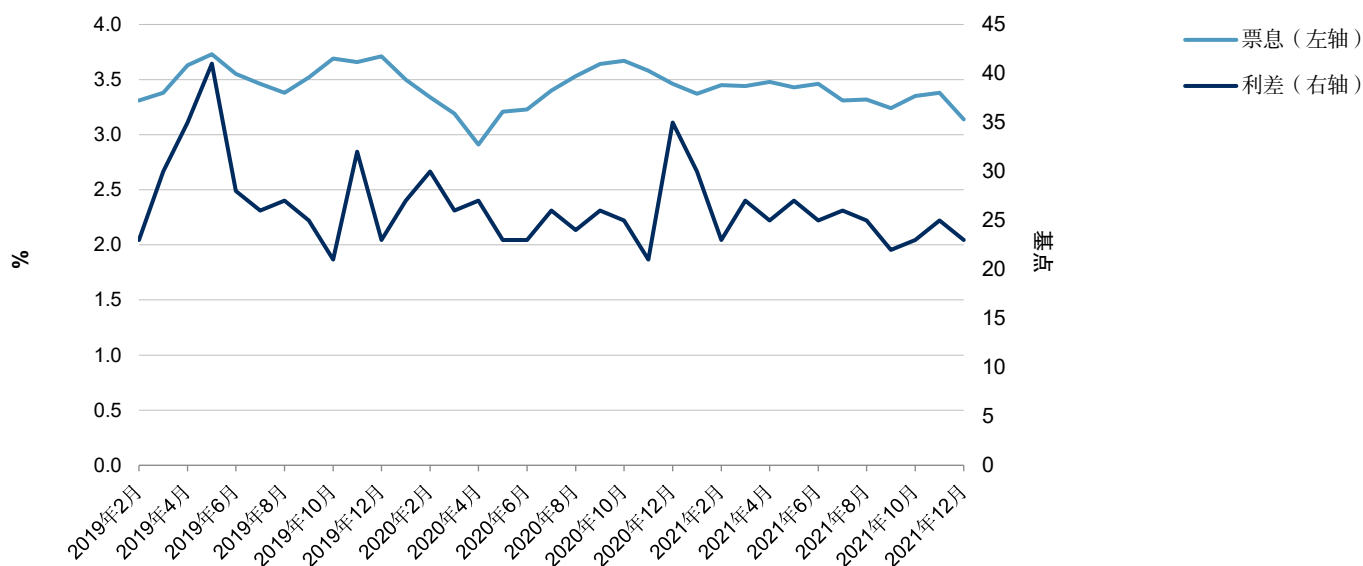
版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

地方政府高度依赖境内债券市场。中国境内债券市场是世界上最大的资本市场之一，其中约四分之一的发债主体都是地方政府。新发行的地方债通常会获得投资者的超额认购，强劲的需求意味着大部分地方政府都可以在债券到期时轻松实现滚动。

此外，地方债发行时的票面利率和信用利差一直保持在较低水平（见图 4）。10 年期地方债相比 10 年期国债的利差通常保持在 20 到 30 个基点的水平，即便是在 2020 年上半年国内疫情最严重的时候也没有重大变化。

图4

境内债券市场对地方债保有高度接受性
新发行 10 年期地方债加权平均票息和利差



注：票息为新发行地方债加权平均票面利率；利差为 10 年期地方债相对于 10 年期国债的平均利差。资料来源：财政部，标普全球评级。
版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

单笔地方债通常有 80% 以上的部分被商业银行所持有。中央政府控制的银行（包括政策性银行和国有商业银行）是地方债的购买主力，意味着中央随时可以对陷入流动性困境的地方政府施以援手。

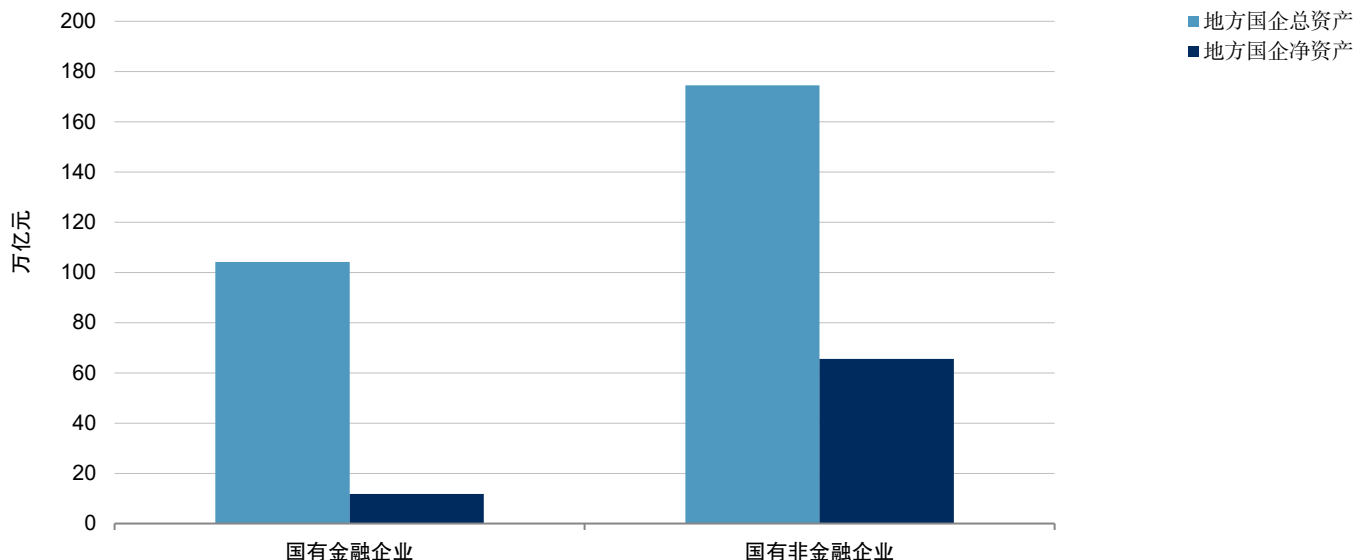
压力情景下，国有企业可为地方政府提供支持。地方政府掌握的大量国企资产是一把双刃剑。国有企业增加了地方的债务负担。而如果国企陷入困境，那么地方政府可能需要予以支持，这也是我们过去讨论地方债时谈得最多的一个情景。但是，一些经营良好的商业化国有企业可以为相关地方政府提供稳定的现金分红，而如果地方政府本身陷入流动性困境，那么必要情况下国有企业也是可以出售的高价值资产。

地方国企的规模日益成长。截至 2020 年末，地方国企资产总额 279 万亿元，净资产 77 万亿元（见图 5）。有一些国企是境内上市公司，我们估计它们的总市值在 18 万亿元。此外，很多地方政府还掌握有土地储备、特许经营权等高价值资产。

地方政府常将所持高价值资产视为战略资产，不太可能大规模变现。但我们认为，这些资产还是会使得地方政府在面对流动性困境的时候能够有备无患。

图5

地方政府的大量国企资产可在变现之后用于还债



注：仅限地方政府掌握的国有企业。资料来源：国务院，标普全球评级。
版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

资金状况参差不齐，部分地方需早做准备

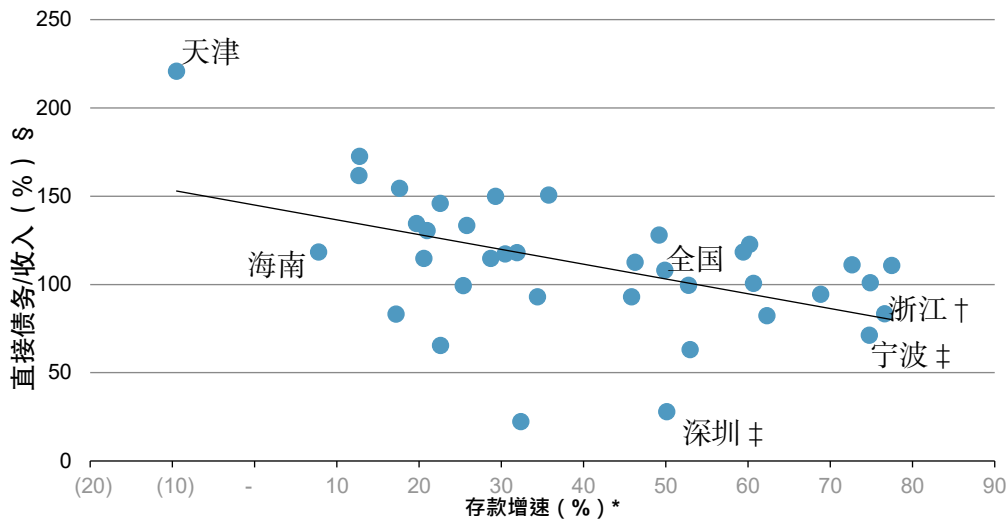
我们的研究表明，地方政府的存款增长趋势正在分化。就在中央加强对地方政府财政约束之际，大部分地方仍希望扩大举债规模，或在债券到期之时借新还旧。

中央可能正在紧盯地方政府存量债务对收入的比值。按我们估计，到 2021 年年底这一比值已上升到 100% 左右。约四分之一的地方政府的 2021 年末比值可能会超过 120%，部分地方想要通过举借新债来维持其现金水平，可能会有难度。中央政府控制着地方政府的发债量，过去两年还针对高负债地区抑制了发债额度。

在评估地方政府信用状况的时候，我们除了看一些重点指标，也会了解 12 个月时间段内的债务到期规模。一般而言，我们认为低收入地区的政府更依赖于外部融资，特别是债券市场融资。这些地方（很多位于西部或北部）资金内生能力疲弱，资金短缺之时能够用于出售的高价值资产也不多。总之，部分高负债地方可能正在滑向流动性挑战，如果中央政府限制它们在债券市场融资，还会进一步增加它们的压力。

图6

地方政府发债补充存款



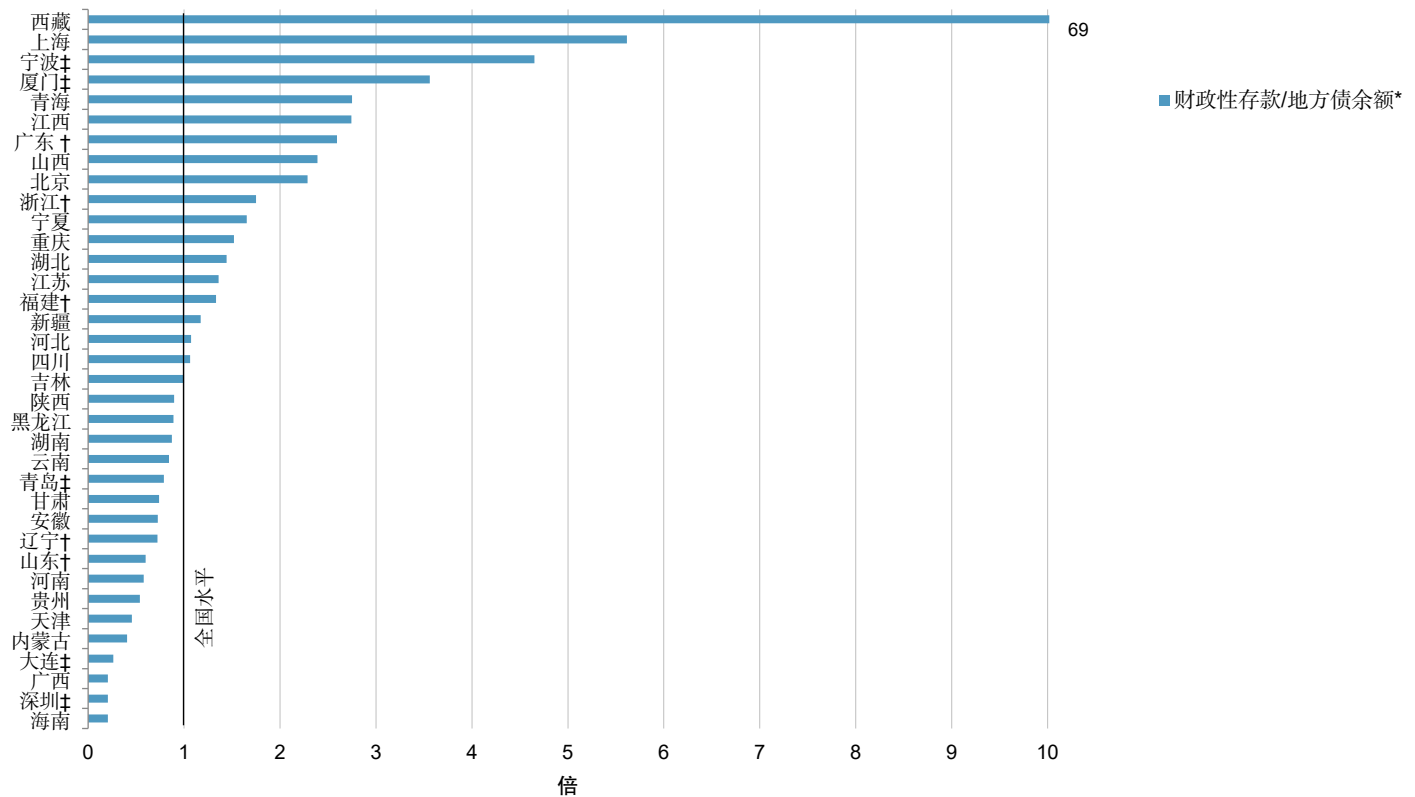
§ 不含各自的计划单列市。‡计划单列市。资料来源：国务院，标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

附录

图7

实力较弱的地方政府可能会随着债券的到期而面临流动性挑战



*各地区 2023 年到期债券与 2021 年末财政性存款相比。§ 不含各自的计划单列市。† 计划单列市。资料来源：Wind，地方政府财务报告，标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

相关研究

- [中国首支境外地方政府债将提升融资透明度](#)，2021 年 10 月 17 日
- [Institutional Framework Assessment: China Provincial Governments](#)，2021 年 8 月 31 日
- [China Provincial Governments' Risk Indicators](#)，2021 年 6 月 16 日
- [中国境内债券市场：国际投资者的最后一片蓝海](#)，2021 年 4 月 15 日
- [Local Government Debt 2021: Global Borrowing To Hit \\$2.25 Trillion](#)，2021 年 3 月 25 日

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=12292157&ArtRevId=1&sid=&sind=A&>

版权© 2022，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（收费网站），及 www.spcapitaliq.com（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。