

浙江省与江苏省地级市地方政府债务简析

目录

摘要

摘要 1

浙江省地级市的政府债务水平分化较小，且债务水平整体低于江苏省地级市 2

江苏省多数地级市政府以隐性债务为主，且隐性债务负担普遍重于浙江省地级市 3

浙江省地级市的政府债务增速差异较江苏省地级市大，且增幅较高 4

江苏省政府债券平均发行期限及平均剩余期限均短于浙江省政府 4

- 江苏省（A+/稳定）和浙江省（AA-/稳定）作为中国（AA/稳定）东部沿海省份，两省相邻，同属于长江下游区域且接壤上海市。两省均为我国经济大省，经济发展十分活跃，实力居全国前列，人均地区生产总值在中国大陆省级地区（除直辖市外）中分列第一、二位。
- 通过对浙江省 11 个地级市和江苏省 13 个地级市政府债务情况（包含直接债务和隐性债务）进行比较分析，我们认为，得益于两省发达的经济、良好的预算收入（包含一般公共预算和政府性基金预算），整体上两省地级市地方政府财力对债务的支持能力较强。我们的计算显示，两省多数地级市 2019 年债务率均低于全国地方政府平均水平。
- 我们评估后认为，2019 年浙江省地级市政府债务负担整体明显轻于江苏省地级市，且政府债务水平分化较小。根据我们的测算，浙江省地级市 2019 年政府广义债务/预算收入比例均值为 110%，比江苏省地级市均值低 56 个百分点。同期，江苏省下辖的镇江是两省中政府债务水平最高的城市，而同省的苏州是政府债务负担最轻的城市，两者债务率差值达 254 个百分点，比浙江省地级市的极差高 104 个百分点。
- 我们认为，2019 年江苏省多数地级市政府以隐性债务（指政府提供潜在支持的或有债务）为主，且隐性债务负担普遍重于浙江省地级市。据我们估算，2019 年，江苏省地级市的政府隐性债务占总债务比例均值为 58%，而浙江省地级市为 45%；同期，江苏省地级市政府隐性债务占预算收入比例均值为 95%，而浙江省地级市为 50%。我们认为，江苏省地级市政府隐性债务水平偏高主要由于该省近十年基础建设投资大，政府通过举债筹资（特别是政府融资平台借款），故当地政府融资平台数量多，且融资平台有息债务规模大。
- 我们计算后认为，2017-2019 年，若考虑地区生产总值（GDP）规模因素，两省中政府直接债务增速最高的是江苏省镇江，主要由于其近年隐性债务压力大，新增了较多直接债务以置换隐性债务；而政府隐性债务占 GDP 比例增长最快的是浙江省舟山。整体上，相对江苏省，浙江省地级市的政府债务占 GDP 比例增速差异较大，且增幅较高。
- 我们的计算显示，江苏省政府债券平均发行期限及平均剩余期限均短于浙江省政府。目前，由省级政府代市县各级政府发债募集资金，因此，我们认为对省级政府债券期限结构进行分析有助于探析该省地级市政府的债务期限结构。发行期限方面，2015-2020 年上半年，浙江省与江苏省政府债券平均发行期限均呈现上升趋势，但前者明显长于后者。我们认为，政策放宽是地方政府债券发行期限明显拉长的重要原因。此外，一般而言地方政府财政实力越强，越有助于发行长期限债券，但地方政府亦会根据自身情况灵活决定债券发行期限。剩余期限方面，2020 年 6 月末，江苏省政府债券平均剩余期限明显低于同期的浙江省及全国地方政府平均值。

联系我们

主分析师

姓名 左一鸣
 职位 高级分析师
 电话 +852 3615 8341
 Email Jameson.zuo@pyrating.com

分析师

姓名 胡莉
 职位 分析师
 电话 +86 755 8321 0225
 Email li.hu@pyrating.com

表 1：2019 年浙江省与江苏省地级市政府债务情况（人民币亿元）

城市	省份	广义债务/收入	广义债务/GDP	预算收入	GDP	直接债务 ¹	隐性负债 ²	广义债务	直接债务/收入	隐性债务/收入
苏州	江苏	74%	16%	4,208 [*]	19,236	1,391	1,737	3,128	33%	41%
金华	浙江	76%	20%	1,220 [*]	4,560	808	122	930	66%	10%
温州	浙江	86%	32%	2,484	6,606	1,278 [*]	851	2,129	51%	34%
宁波	浙江	91%	27%	3,597	11,985	1,922	1,356	3,278	53%	38%
台州	浙江	93%	27%	1,479 [*]	5,134	987	389	1,376	67%	26%
杭州	浙江	94%	32%	5,286 [*]	15,373	2,541	2,407	4,948	48%	46%
衢州	浙江	108%	40%	582	1,574	463	167	630	79%	29%
浙江所有地级市		110%	34%	19,382	62,353	11,725	9,625	21,350	60%	50%
嘉兴	浙江	112%	31%	1,465	5,370	987	659	1,646	67%	45%
徐州	江苏	126%	25%	1,424 [*]	7,151	938	856	1,794	66%	60%
无锡	江苏	132%	22%	1,959	11,852	1,205	1,375	2,580	62%	70%
丽水	浙江	149%	41%	411 [*]	1,477	526	86	612	128%	21%
南通	江苏	152%	29%	1,807 [*]	9,383	1,563	1,180	2,742	86%	65%
宿迁	江苏	160%	35%	673	3,099	667	411	1,078	99%	61%
江苏所有地级市		166%	34%	20,406	99,977	14,355	19,442	33,797	71%	95%
常州	江苏	168%	40%	1,774 [*]	7,401	1,007	1,981	2,988	57%	112%
绍兴	浙江	192%	48%	1,449 [*]	5,781	1,039	1,740	2,779	72%	120%
舟山	浙江	194%	71%	503	1,372	442	534	976	88%	106%
扬州	江苏	194%	29%	882 [*]	5,850	850	864	1,714	96%	98%
泰州	江苏	199%	36%	921	5,133	759	1,078	1,837	82%	117%
南京	江苏	208%	52%	3,526 [*]	14,030	2,585	4,743	7,329	73%	135%
湖州	浙江	226%	66%	906 [*]	3,122	733	1,314	2,047	81%	145%
盐城	江苏	238%	46%	1,097	5,702	1,177	1,428	2,605	107%	130%
淮安	江苏	253%	48%	734 [*]	3,871	586	1,274	1,861	80%	174%
连云港	江苏	259%	54%	653 [*]	3,139	531	1,161	1,692	81%	178%
镇江	江苏	328%	59%	747 [*]	4,127	1,097	1,354	2,450	147%	181%

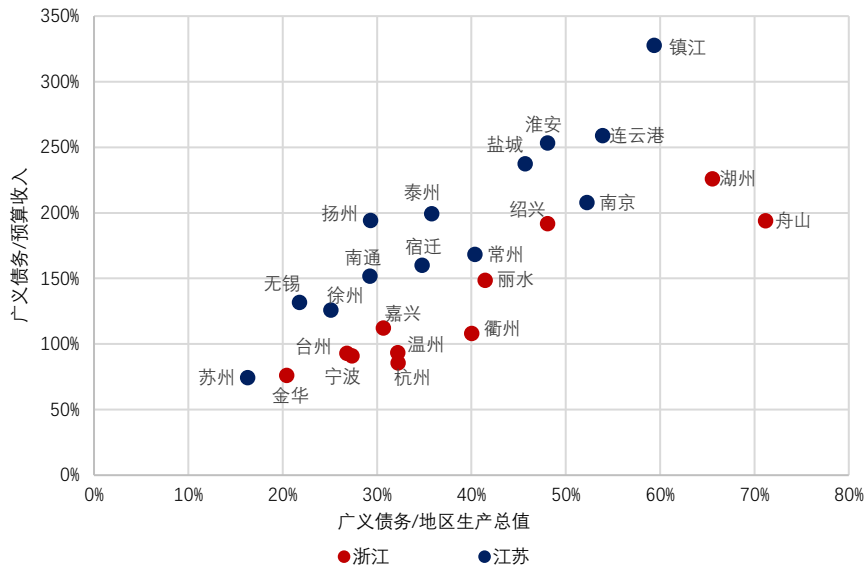
注：1.直接债务是政府公布的年末债务余额。2.隐性债务指政府或有债务，采用基于城投公司有息负债的测算方式。3.“*”号表示数据为估计数。温州的直接债务采估计数；除了宿迁、泰州、无锡、盐城、舟山、温州、嘉兴、衢州、宁波外，其他城市的上级补助均参考 2018 年数据进行估计。

资料来源：中证鹏元数据库，地方政府部门，鹏元国际计算

浙江省地级市的政府债务水平分化较小，且债务水平整体低于江苏省地级市

- 在债务水平的衡量上，我们主要考虑政府广义债务/预算收入的衡量结果，因为该比例能直接反映地方政府财力对债务偿还的支持情况。另外，我们将政府广义债务/GDP 作为评估地方政府债务水平的补充指标。我们认为，浙江省地级市政府债务负担整体明显轻于江苏省地级市，且债务水平分化较小。
- 根据我们的估算，2019 年浙江省地级市政府广义债务/预算收入的均值为 110%，比江苏省地级市均值低 56 个百分点。同期，浙江省地级市政府广义债务/GDP 的均值与江苏省地级市较为接近，均为 34% 左右。
- 我们的计算显示，在广义债务/预算收入方面，2019 年，江苏省下辖的镇江是两省中政府债务水平最高的地级市，而同省的苏州政府债务负担最轻，两者债务率差值达 254 个百分点，比浙江省地级市极差高 104 个百分点。广义债务/GDP 方面，两省地级市中 GDP 规模最小的浙江省舟山 2019 年政府债务水平最高。而在江苏省内，经济偏弱的北部地区（如连云港、淮安、盐城）政府债务负担普遍重于南部。同期，浙江省地级市政府广义债务/GDP 最高值与最低值相差 51 个百分点，略大于江苏省地级市的 43 个百分点。
- 我们认为，整体上，浙江省和江苏省经济发达，预算收入较好，因此地方政府财力对债务的支持能力较强。根据我们的测算，两省多数地级市 2019 年政府广义债务/预算收入比例低于全国地方政府 228% 的平均水平，政府广义债务/GDP 比例也低于全国地方政府 59% 的平均水平。

图 1：2019 年浙江省与江苏省地级市政府广义债务占预算收入或地区生产总值的比例

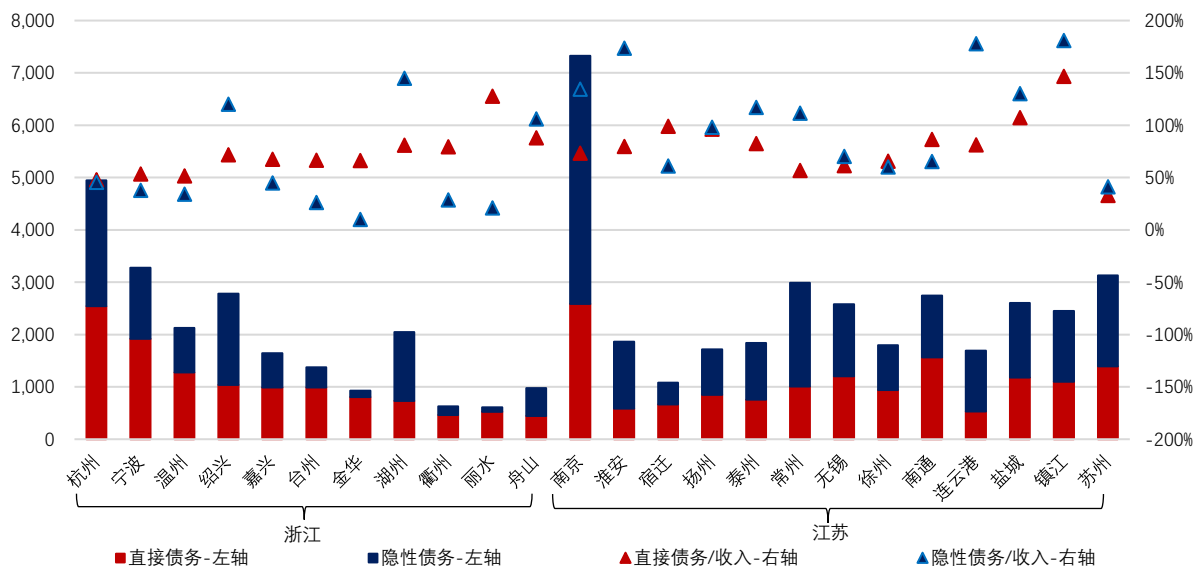


资料来源：中证鹏元数据库，地方政府部门，鹏元国际计算

江苏省多数地级市政府以隐性债务为主，且隐性债务负担普遍重于浙江省地级市

- 我们的计算显示，2019 年，江苏省的省会——南京是两省中政府直接债务和隐性债务绝对金额最高的地级市，但受益于当地经济和预算收入基础好，债务占预算收入及债务占 GDP 比例的表现均为中等偏下。
- 债务结构方面，我们认为，多数浙江省地级市政府以直接债务为主；而江苏省地级市政府普遍以隐性债务为主。根据我们的估算，2019 年，江苏省地级市政府隐性债务占总债务比例的均值为 58%，而浙江省地级市为 45%。
- 我们认为，江苏省地级市的政府隐性债务水平普遍高于浙江省地级市。在我们的测算方法下，2019 年，江苏省地级市的政府隐性债务占预算收入比例的均值为 95%，而浙江省地级市为 50%。我们认为，江苏省近十年基础设施建设投资大，而财政预算的支持有限，当地政府通过举债的方式来筹资金（特别是政府融资平台借款），从而导致当地政府融资平台数量多，且融资平台有息负债规模大，地方政府隐性债务负担较重。

图 2：2019 年浙江省与江苏省地级市政府直接债务和隐性债务水平（人民币亿元）

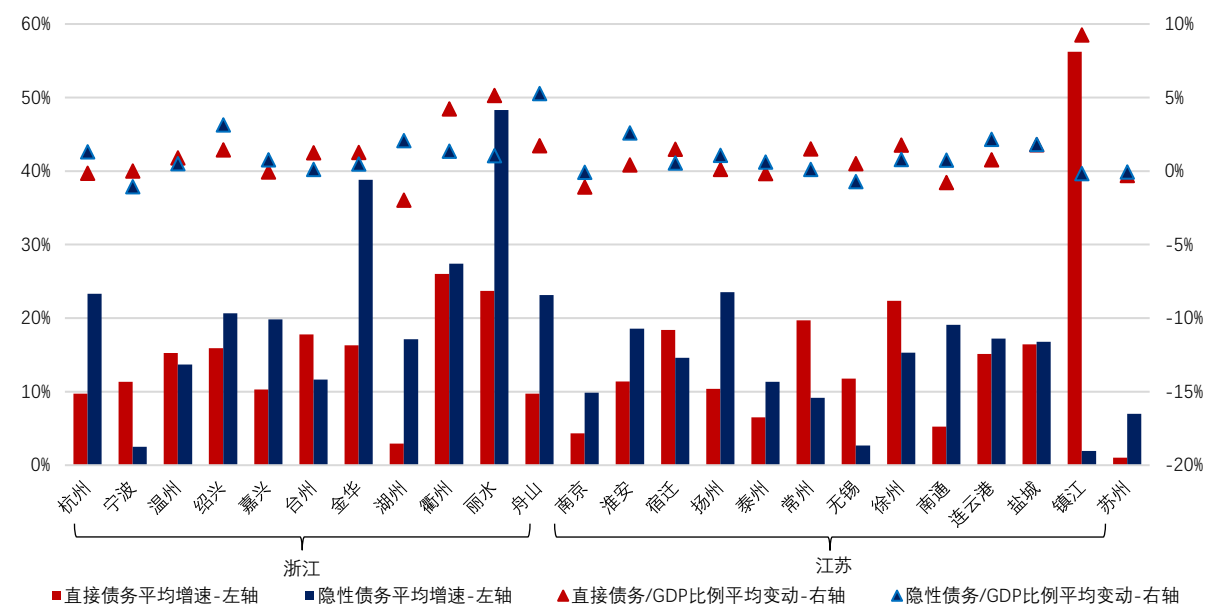


资料来源：中证鹏元数据库，地方政府部门，鹏元国际计算

浙江省地级市的政府债务增速差异较江苏省地级市大，且增幅较高

- 我们的计算结果显示，无论是债务绝对增速，还是债务/GDP 比例的变动率，两省中，2017-2019 年政府直接债务增长最快的是镇江，我们认为这与它近年隐性债务压力大，部分隐性债务通过直接债务置换的形式化解有关（其同期的隐性债务增幅较小）。近三年政府隐性债务平均绝对增速最快的是丽水，我们认为主要由于其原有隐性债务规模较小，且近年来当地政府通过隐性债务融资等手段加快公益性项目建设，进而隐性债务百分比增幅明显。同期，隐性债务/GDP 比例的平均变动率最高的是舟山，我们认为主要因其政府直接债务限额较小，且近年直接债务余额接近限额，当地政府转而通过隐性债务筹集资金进行投资，以拉动经济，但相应投资成果有待进一步释放，当前阶段隐性债务增长率较 GDP 增速高。
- 我们认为，如考虑 GDP 规模因素，整体上，相对江苏省，浙江省地级市的政府债务增速差异较大，且增幅较高。根据我们的测算，除了镇江外，2017-2019 年江苏省地级市政府直接债务/GDP 比例及隐性债务/GDP 比例平均变动率的均值分别为 -0.05 和 0.45 个百分点；而浙江省地级市分别为 0.22 和 0.85 个百分点。

图 3：2017-2019 年浙江省与江苏省地级市政府直接债务和隐性债务增速



注：镇江的债务增速仅反映 2019 年增速情况。

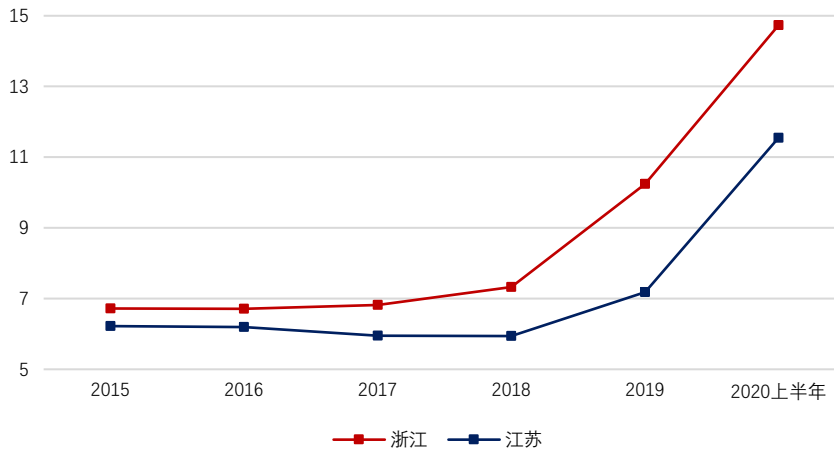
资料来源：中证鹏元数据库，地方政府部门，鹏元国际计算

江苏省政府债券平均发行期限及平均剩余期限均短于浙江省政府

- 根据新预算法及地方政府债券发行管理的相关规定，地方政府只能通过发行地方政府债券方式举债，且仅省、自治区、直辖市及计划单列市可以发行地方政府债券。市县级政府确需发行地方政府债券的，由省级政府统一发行并转贷给市县级政府。因此，我们认为对省级政府债券期限结构进行分析有助于探析该省地级市政府的债务期限结构。
- 根据我们的测算，浙江省与江苏省政府债券平均发行期限均呈现上升趋势，但前者明显长于后者，且两者间的差异逐渐扩大。浙江省政府债券平均发行期限从 2015 年的 6.7 年增加至 2020 年上半年的 14.7 年，同期江苏省则从 6.2 年增加至 11.5 年，两省的差异从 0.5 年扩大至 3.2 年。我们认为，政策放宽是地方政府债券发行期限明显拉长的重要原因。2018 年 8 月，财政部《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号）指出，“财政部不再限制专项债券期限比例结构”。2019 年 4 月，财政部《关于做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2019〕23 号）明确，不再限制地方债券期限比例结构，地方财政部门可自主确定期限。相应地，2019 年和 2020 年上半年浙江省与江苏省政府债券平均发行期限明显增加。此外，我们认为，一般而言地方政府财政实力越强，越有助于发行长期限债券，但地方政府亦会根据自身情况灵活决定债券发行期限。

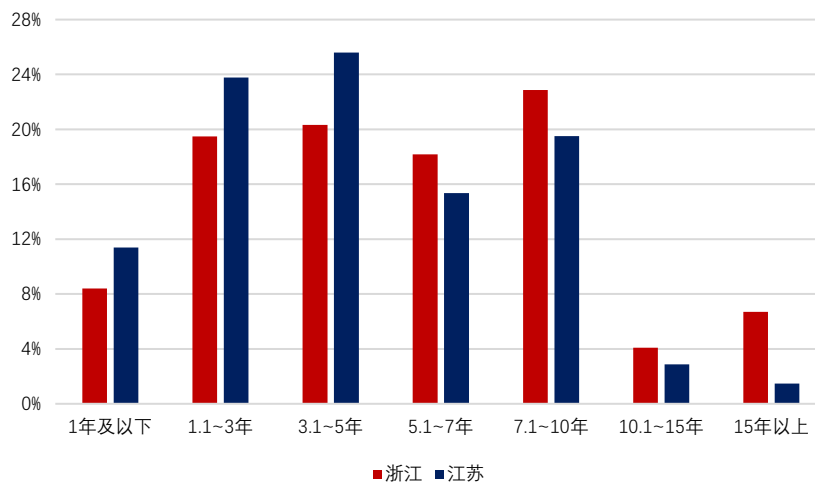
- 我们的计算显示，江苏省政府债券平均剩余期限较浙江省政府短。2020年6月末，江苏省政府债券平均剩余期限为5.0年，明显低于浙江省政府的6.4年，且低于全国地方政府6.1年的平均值。同期，江苏省政府存续债券中剩余期限在5年及以下的占比达60.8%，而浙江省政府这一比例仅为48.2%。特别地，江苏省一年内到期的地方政府债券占比达11.4%，浙江省仅为8.4%，因此我们认为，短期内江苏省政府偿债压力大于浙江省政府。

图 4：2015-2020 年上半年浙江省与江苏省政府债券平均发行期限（年）



资料来源：Wind，鹏元国际计算

图 5：2020 年 6 月末浙江省与江苏省政府债券剩余期限分布



资料来源：Wind，鹏元国际计算

附录一 主要计算指标表

指标	计算公式
人均地区生产总值	地区生产总值/常住人口
预算收入	一般公共预算收入+政府性基金预算收入, 含上级补助
预算支出	一般公共预算支出+政府性基金预算支出, 含上解支出
人均预算收入	预算收入/常住人口
预算余额	预算收入-预算支出
预算平衡率	预算余额/预算收入 ×100%
预算收入自给率	不含上级补助的预算收入/预算收入 ×100%
一般公共预算收入完成率	一般公共预算收入决算数/预算数 ×100%
一般公共预算支出完成率	一般公共预算支出决算数/预算数 ×100%
政府性基金预算收入完成率	政府性基金预算收入决算数/预算数 ×100%
政府性基金预算支出完成率	政府性基金预算支出决算数/预算数 ×100%
广义债务	直接债务+隐性债务
新债发行额度	直接债务限额-上年末直接债务余额
债务循环额度	直接债务还本金额
流动性资产覆盖率	(上年末财政性存款)/(债务还本付息)
内部流动性来源覆盖率	(上年末财政性存款+预算盈余)/(债务还本付息+预算赤字)
广义流动性来源覆盖率	(上年末财政性存款+预算盈余+新债发行额度+债务循环额度)/(债务还本付息+预算赤字)

注: 如无特别说明, 以上数据均为当年数据。

附录二 中证鹏元数据库简介

本报告的大部分数据来自中证鹏元数据库。中证鹏元数据库涵盖了中国地方政府财政、中国债券违约等相关数据，支持数据查询及导出功能。

其中，中国地方政府财政数据分为了政府数据及相关指标计算，涵盖了中国大陆 31 个省级政府及 293 个地级市政府的相关数据及指标。政府数据均来自有关部门官网数据及预算报告、统计年鉴等官方渠道，涵盖了从 2015 年起的一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算、政府流动资产和可变的现资产、政府债务六大方面的重要科目的预算数、预算执行数及决算数。数据口径分为全口径（含辖区内下级政府）及本级口径，方便使用者全面了解中国地方政府财政情况。相关指标计算功能主要是依据我们方法论¹的评估思路，自动生成财政实力、债务负担、流动性等方面的指标计算结果，以便使用者更好地评估中国地方政府信用状况。中国地方政府财政数据支持关键字查询，以及单选或多选同时查询多个地区多项财政数据及指标，且均能实现数据导出。

中国债券违约数据分为违约汇总、历年违约和兑付情况三部分，涵盖了违约债基本信息、发行人信息、违约情况、兑付情况等，方便使用者全面了解中国违约债及违约发行人的相关情况。中国债券违约数据支持发行人、债券代码、债券简称等关键字搜索或高级检索及数据导出。

注释 1：我们的《中国地方政府评级方法论》请详见：

<https://www.pyrating.com/static/clientlibs/pengyuancms/pdf/Criteria/Governments/Chinese%20Local%20Government%20Rating%20Criteria%20-%20updated.pdf>

免责声明

鹏元资信评估（香港）有限公司（“鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部流程拟备不同的信用研究和相关评论（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性信息。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责任。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2020 版权所有 © 鹏元资信评估（香港）有限公司 保留所有权利。