

# 新世纪评级

## 地方政府债券 信用评级研究专辑



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

# 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”）成立于 1992 年 7 月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了除中国台湾、香港、澳门外的全部省市，涵盖了全部信用评级业务品种。

同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了技术合作关系，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

新世纪评级在 20 多年的发展中取得了八个第一。在资质方面，新世纪评级是全国第一家取得中国人民银行（1997）、发改委（2003）、保监会（2003/2013）、证监会（2007）等全部资质的信用评级机构；在研究方面，新世纪评级出版了全国第一本以国际视野介绍的《资信评级》（1996）著作、全国第一本《英汉信用评级词汇手册》（2009）；在业务方面，新世纪评级出具了全国第一份投资价值报告——《青岛啤酒股份公司投资价值报告》（1994）、评定了全国第一支证券公司债券——国泰君安短期融资券（2005）、评定了全国第一批三支中小企业集合票据（2009）、评定了全国第一支外资银行人民币债券——三菱东京日联银行（中国）有限公司金融债券（2010）、评定了全国第一支地方政府债券——广东省地方政府债券（2014）。

新世纪评级将坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略，为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融风险的防范和化解、中国金融的国际化贡献自己的力量！

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 新世纪评级参与地方政府债券信用评级的经验 .....   | 1  |
| 财政内控制度建设是政府治理现代化的重要体现 .....  | 10 |
| 地方政府债务管理和政府内控 .....          | 12 |
| 地方政府债务限额管理启动 风险管控进一步规范 ..... | 22 |
| 地方政府债首现部分流标，会否成为新常态？ .....   | 25 |
| 2015 年地方政府债券发行情况和利差分析 .....  | 28 |
| 全国各省市经济财政实力及债务分析 .....       | 37 |
| 2015 上半年各省份财政收入数据简评 .....    | 48 |
| 2015 年政府性基金收入分析 .....        | 51 |

# 新世纪评级参与地方政府债券信用评级经验

朱荣恩 郭继丰 郑宇/文

为深入贯彻十八届三中全会、中央经济工作会议提出的“建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制”、“着力防控债务风险”等要求，达成国务院关于2014年深化经济体制改革重点任务“建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制”的目标以及落实财政部的管理办法和指导意见，上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”）积极参与了广东、山东、江西、深圳等地方政府的债券评级，更新并披露了《中国地方政府债券信用评级方法》。

## 一、地方政府债券信用评级的意义

我国地方政府债券发行中首次引入信用评级机制，对债券市场、评级市场的发展、财税体制改革等具有积极的、重要的、里程碑式的意义。

### （一）地方政府债券信用评级是推进地方政府治理的重要机制

第一，地方政府债券信用评级有利于提高地方政府信息的透明度。地方政府债券的评级将标志着我国市政债评级的开启，不仅有利于推进我国地方政府债务的管理，也将促进我国地方政府债务的市场化、透明化和规范化，并促进未来我国市政债的进一步发展。

第二，地方政府债券评级有利于推动地方政府加强财政内控制度建设。目前，我国地方政府债务的风险点主要体现在两个方面：一是地方政府债务期限结构不合理，短期债务为主、中长期债务较少，因此，地方政府债务的集中偿还与财政资金稳定流入的不匹配容易产生流动性风险；二是地方政府债务筹集的主体和渠道的多元化。在地方政府债券发行中设置地方政府债券评级，有利于推动地方政府加强财政内控制度建设，优化期限结构、规范融资行为、强化债务管理。

### （二）地方政府债券信用评级有利于提升评级机构的竞争力和公信力

第一，地方政府债券信用评级为评级机构提供了新的债券评级品种。地方政府债券评级既能完善我国多层次资本市场，同时也丰富了评级机构的评级产品。地方政府债券的启动是在国内前期先后推出工商企业类债券、金融机构债券、结构化融资工具的基础上，填补了地方政府债券这一债券品种的空白，进一步完善了信用债券的种类。而本次地方政府债券发行制度引入市场化的评级机构，有利于推动国内评级机构完善评级方法体系，并在实践的基础上进一步累积评级经验，为更好地推进主权评级、争取国际话语权和提高竞争力打下了坚实的基础。

第二，地方政府债券信用评级有利于培育本土信用评级机构。随着我国多层次金融和资本市场的发展，坚持信用评级的“国际视野、中国特色”，将国际评级的经验、知识和理论中国化，将中国的评级经验、知识、理论国际化；坚持“本土的评级机构、本土的评级人员、为本土国际化债券市场服务”，中国的地方债券市场有利于培养和培育出具有国际竞争力的本土评级机构。

## 二、坚持信用评级的基本原则是做好地方政府债券评级的前提

独立、客观、公正是信用评级机构的基本原则，也是信用评级机构打造公信力和竞争力的基础。在地方政府信用评级中，从评级机构的选择到评级结果的出具的整个过程中，坚持独立、客观、公正的原则，是进行地方政府债券信用评级的前提。

### （一）评级机构选择需要独立、客观和公正

广东省、山东省、江西省和深圳市政府通过公开、公正、透明的方式选择市场化的评级机构为地方政府债券的评级提供服务，是独立、客观、公正的最好表现。从国外市政债的评级看，国外市政债的评级也都是市场化的评级机构进行评级。

从广东省、山东省、江西省和深圳市的地方政府债券信用评级机构招标文件看，政府评级招标过程由具有相应评级资质的合格评级机构报名申请，并在规定时间内递交投标文件；招标人按照机构实力、评级经验、评级方案、费用成本等各项指标对参与投标的各评级机构进行打分；通过公开招标方式，最终从合格的投标机构中选择得分较高的一家评级机构担任地方政府债券信用评级机构。

### （二）评级机构评级过程需要独立、客观和公正

首先，新世纪评级与政府不存在股权、债权、投融资方面的利益相关，能够为地方政府债券的评级提供独立、客观、公正的评级服务。

第二，从新世纪评级的内部管理来说，新世纪评级通过防火墙制度、回避制度等，保障了评级过程的独立、客观、公正。新世纪内部设立有防火墙制度，规定市场拓展部门的人员不得参与评级活动、不得参加专家委员会对债券信用等级的评审；评级部门的人员待遇不与被评级债券的发行成功与否、被评债券的收费情况挂钩。此外，新世纪评级的回避制度和职业操守准则明确规定：评级人员与发债主体存在相关利益时，则回避此债券的评级业务；评级人员不得接受发债主体的馈赠，不得参加超过一定金额的餐饮和娱乐活动等。

同时，新世纪已经建立了较为完善的评级方法体系，在具体的执行过程中遵照客观、公正、一致原则对被评对象进行评级，并根据我们的实践经验和研究累积及

时更新公司的方法体系，以便更恰当地对被评对象提供评级服务。新世纪评级对广东省、山东省、江西省和深圳市地方政府债券评级均建立在新世纪评级地方政府评级方法的基础之上，保持了评级方法的一致性与评级结果的可比性。

### 三、研究能力是做好地方政府债券信用评级的基础

做好地方政府债券信用评级，需要评级机构长期的信用评级实践和研究，不断积累经验和提高研究能力。

第一，信用评级作为实践性较强的工作，需要在长期、丰富的评级经验中不断提升评级技术。在评级业务时间维度上，新世纪评级自成立起已经有 22 年的历史，经历了中国的资本市场变革和发展的重要时期，长期的评级实践积淀了深厚的评级理论和评级经验。在业务空间维度上，新世纪评级业务范围遍布全国各个省份，评级对象分布在多个行业，评级品种涵盖除市政债之外所有的金融产品。并且，新世纪评级在上海、江苏、浙江、广东等省份从事了长期的、大规模的评级业务，对区域经济和发展情况较为熟悉。

第二，新世纪评级正是通过长期实践和研究，获得了各评级业务主管部门认可的所有资质，是国内第一家获得包括人民银行、证监会、保监会、发改委在内的监管部门颁发的全牌照或全资质的评级机构，是目前为止国内少数获得全牌照或全资质的评级机构之一。

第三，构建了具有“国际视野、中国特色”、相对完善的评级方法体系。新世纪评级在二十二年的评级实践中，不断进行理论探索，持续提升评级技术和评级理念，形成了许多引领信用评级行业发展的研究成果。1996 年，新世纪评级出版《资信评级》（1996），最早对国外评级方法进行了系统的研究和介绍；并结合中国的实践，于 2006 年再版了《资信评级》（2006）；2012 年，新世纪评级成立 20 周年之际，出版了《新世纪信用评级研究与探索》，书中详细介绍了标准普尔、穆迪、惠誉国际三大评级机构的评级方法和评级的基础理论，并介绍了新世纪评级在主体评级、债项评级及投融资平台债务评级等产品上的方法体系。新世纪评级于 2012 年也披露了《新世纪评级方法总论》，2014 年新世纪评级披露了一系列行业信用评级方法、中国银行业信贷资产证券化（CLO）信用评级方法和地方政府债券信用评级方法。

第四，新世纪评级在地方政府债券信用评级的长期积累。市政债是国际评级机构重要的评级产品之一，新世纪评级历来重视市政债评级理论的研究和积累。公司内部建立有地方政府财力评价体系，还协同财政部财政科学研究所就地方政府财政实力相关课题进行了合作研究，并形成了初步的研究成果。新世纪评级还积极借鉴国际市政债评级经验，自 2008 年起，新世纪评级一直与标准普尔进行技术合作，并就市政债评级理论和经验进行了深入的交流与探讨。

第五，为了更好地完成地方政府债券信用评级，新世纪评级对地方政府的预决算制度、政府采购制度、国库集中支付制度、政府预算执行审计制度、地方政府综合财务报表体系等进行了深入的研究，能够熟练的审阅和评价地方政府的预决算、政府采购、国库集中支付、政府预算执行审计、地方政府综合财务报告等，为地方政府债券的信用评级奠定了基础。

## 四、合理的地方政府债券信用评级方法是提高评级质量的保障

新世纪评级的地方政府债券信用评级方法是以地方政府五类基本分析要素为基础，结合支持评级，得出地方政府的指示性信用水平，再根据地方政府债券是否具有信用增进措施及其信用增进效果，最终确定地方政府债券的信用评级结果。其中，不是所有的地方政府债券评级都会涉及支持评级和信用增进分析。

### （一）地方政府债券评级的基本理念

首先，地方政府债券评级方法是一个分析框架。地方政府债券信用评级以五类要素为分析的起始，不断进行要素或指标的细化，并最终与宏观经济、地方经济、财政预决算报表、债务情况、地方治理、实地调查情况等进行对接。该对接从直观上表达了四个方面的内容，即评级的基础数据或信息、评级基础数据和信息风险的基本判定标准、评级的分析过程和评级的最终结果。同时，这四个方面的内容也表达了评级方法给出的是一个分析框架，即从基础数据和信息为出发点、按照分析路径进行逻辑递进的分析，分别判别各种环节、各指标或要素的风险大小，并最终判定地方政府信用风险的大小。

其次，地方政府债券评级方法中的打分是分析手段。在地方政府债券评级的打分析体系中，不同层次的要素或指标分别通过打分来标识这个要素或指标的风险程度，并表现为风险大的得分低、风险小的得分高。

地方政府债券评级的本质是地方政府及债券信用风险程度的分析，而打分只是标识风险大小的手段，分数是风险程度的度量。这也就意味着风险程度的分析是决定风险分数的基础，而不是打分确定了风险程度；意味着风险分析的合理性、准确性，确定了打分合理性和准确性，不是打分确定了风险判定的准确性和合理性。

### （二）新世纪评级地方政府债券信用评级的逻辑基础和指标

首先，地方政府债券是一般性债务，偿债主体是地方政府，那么需要进一步分析清楚地方政府与中央政府之间的关系。即，如果可以类比的话，中央政府与地方政府之间是“总公司—分公司制”还是“总公司—子公司制”？这需要分析我国的财政管理体制。从我国的财政管理体制中的分税制、预算法的主要制度和法律分析，

会发现我国中央政府与地方政府之间是“总公司—分公司”的体制，而不是“总公司—子公司”的体制。这意味着，地方政府尽管是“自发自还”，地方政府尚不是一个完全独立的偿债主体，其偿债能力对中央政府形成极强的依赖。换言之，地方政府的信用状况在很大程度上依赖于中央政府的信用。

其次，地方政府的财政状况取决于地方经济的增长和发展，而地方经济的增长和发展对我国宏观经济（包括宏观经济的增长和发展，以及宏观经济调控政策）形成了依赖。进一步而言，如果把我国的宏观经济作为一个系统，那么地方经济则是一个子系统。从系统论的角度看，宏观经济是系统性风险，地方经济是结构性风险。分析我国的宏观经济是要回答我国宏观经济是否存在系统性风险，以及这个系统性风险对地方经济的影响。

在对宏观经济、财政管理体制进行分析后，则需要聚焦于地方经济的增长和发展与地方政府财政的分析。

地方经济与地方政府财政之间逻辑关系是很明确的，在税种、税率、征税对象、征税环节等确定的情况下（根据分税制，地方政府没有税收的立法权），地方经济的增长和发展确定了地方财政收入的规模和质量。这也就意味着地方经济的增长实力和发展前景确定了地方政府的财政实力和质量。

对于地方经济的增长我们侧重于分析地方政府的经济地位、增长水平，对于地方经济的发展我们侧重于分析地方经济的产业结构、支出结构和地区经济发展结构。

对于地方财政的分析我们侧重于地方公共预算、基金预算和国有资本经营预算各自的平衡和综合平衡能力。

显然，财政的实力和质量确定了地方政府的债务偿还能力和意愿。同时，我们不仅对地方财政实力和质量进行评价，还需要对地方政府本身现有的债务结构做出分析和评价，以确定其财政收支在现金流上是否能够与债务结构相匹配，这也就是我们的地方政府债务分析。

地方政府的债务从融资的渠道上是多元化的，从期限结构上是分布不均的，这就需要进一步考察地方政府对地方性债务的管控能力如何，是否能够从总量和结构上通过各种融资方式和财政资金实现多元化融资渠道和债务期限结构的均衡。

同时，地方政府债务的偿债能力和意愿与地方政府的治理密切相关。因此，我们需要对地方政府治理的信息透明度、地方金融生态和地方发展战略三个维度进行分析，以确定地方政府是否存在严重道德风险、地方经济的增长和发展是否会受到地方金融环境的冲击、地方经济的发展规划是否存在可操作性、与宏观经济及周边

地区的发展是否协调等。

最后，我们在对宏观经济和财政管理体制、地方经济增长和发展、地方财政的平衡能力和稳定性、地方政府债务和管控、地方治理和发展战略五大要素分析的基础上，对地方政府债券的信用等级做出综合性判定。

### （三）新世纪评级地方政府债券信用评级结果的市场认同度

广东省政府债券获得 AAA 级债项评级并成功发行，其利率接近于同期的国债利率；山东省政府债券获得 AAA 级债项评级并成功发行，其利率均低于同期国债利率 20BP；江西省政府债券获得 AAA 级债券评级并成功发行，其利率均高于同期国债利率 2BP。从发行利率与国债之间的利差看，广东省、山东省、江西省地方政府债券的成功发行表明两个方面：

第一，广东省、山东省、江西省政府债券 AAA 级信用等级与市场的预期一致，表明我们的评级获得了市场的认可，同时也表明我们的评级方法具有风险区分能力和风险排序能力，即广东省、山东省、江西省同属于 AAA 级的最高信用等级，其等级对应的国债的无风险利率的利差较小，广东省、山东省、江西省的 AAA 级信用等级也形成了我国地方政府债券最高信用等级序列。

第二，广东省、山东省、江西省政府债券的 AAA 级信用等级对应的利差并不相同，且出现了山东省政府债券的利率低于同期国债利率的情况，表明信用评级充分发挥了缓减信息不对称、投资和利率定价的参考功能；也表明债券的利率确定受到多方面因素的影响，信用风险仅仅是其中的一个因素，信用评级并不具有价格确定功能。

## 五、正确认识地方政府债券信用评级中的信息透明与保密

地方政府债券信用评级是我国深化财税体制改革和金融市场改革的重要举措，正确认识我国地方政府债券信用评级所处的环境及相应的信息透明与保密，有利于进一步推动我国地方政府债券市场的发展和金融市场的稳定。

第一，资产负债表是企业或金融机构信用评级的必要的基础材料，但目前来看，地方政府还没有建立基于权责发生制的资产负债表，在这种情况下，新世纪的评级方法体系并没有将其作为地方政府信用评级的必要材料。据了解，财政部目前正在着手进行地方政府权责发生制综合财务报告的相关工作，广东省财政厅也进行了相关市区的试点工作，我们也将密切关注事情的进展，及时对新世纪评级的地方政府债券信用评级方法体系进行完善。

第二，地方政府财政预决算表在很大程度上反映了地方政府的收支状况；近几年国家审计署对地方政府债务的审计也基本厘清了地方政府的债务规模和结构。这两方面的数据，加上政府已经公开的经济、社会发展数据、相关发展规划和管理办法，基本能够满足地方政府信用评级的需要。

第三，地方政府债券评级可以促进地方政府在符合法律法规的条件下就信用评级的相关信息透明化。当然，新世纪评级在对地方政府债券信用评级中会根据政府信息公开的情况对相关信息透明度做出相应的评价。

第四，无论是融资平台还是现在地方政府债券信用评级中对地方财政收支情况、政府债务负担情况进行的披露，都是一种政府从公开市场融资所必要的信息公开让渡。类似于个人或企业要从银行、债券市场或其他金融机构获得融资，就不得不让渡自己的信息一样。

第五，根据信用评级行业的基本规则和内部管理制度，信用评级机构有责任和义务保守国家秘密、维护企业商业秘密和个人隐私。在实践中，信用评级机构本身对于任何发债主体进行信用评级的协议中都会涉及相应的保密条款，对发债主体不愿意进行信息披露的，且符合发债信息披露的相关法规，信用评级机构不能对相关信息进行披露。鉴此，信用评级机构对地方政府债券进行信用评级同样需要遵守保密原则和保密条款。

第六，地方政府的信息披露及其制度建设是个渐进的过程，我们相信随着我国政府信息披露制度和法规建设的不断完善，地方政府的信息披露会更加及时、更加完善。这也就意味着，在现阶段，我们既要尊重现有政府信息披露制度和法规的约束，也要尊重政府信息保密的需要。

## 六、地方政府债券信用评级需要克服的难点和发展建议

在我国地方政府债自发自还的试点阶段就引入地方政府债券信用评级，无疑在评级中会遇到诸多难点，需要政府部门、信用评级机构及市场和社会各方共同努力和推进。

第一，对地方政府债券评级的理解问题。地方政府债券评级并非根据 GDP、财政收入、经济发达程度来进行简单的比较和排名，而是信用评级产品之一，是在对宏观经济运行和财政管理制度分析的基础上，分析地方经济、财政、债务、信息质量、支持力度等多种因素，综合判定地方政府及地方政府债券的信用质量。同时，需要正确认识信用评级的作用是缓减信息不对称、揭示信用风险，对债券的利率确定发挥参考性功能，不是定价作用。对此，我们建议通过对投资者和市场进行必要的宣传，引导投资者和市场能准确认识信用评级的作用，正确认识信用评级的方法。

第二，地方政府的违约机制问题。地方政府的违约机制即地方政府若出现违约，如何对相应的债务进行清偿的机制。目前，我国尚没有相应的法律法规明确地方政府的违约机制，这在客观上造成中央政府和地方政府在债务偿还上的责任无法进行有效地隔离，也给地方政府债券信用评级带来了一定困难。因此，我们建议在我国地方政府债券市场发展及时出台相关法律法规，界定地方政府债券的违约机制和清偿机制，促进我国地方政府债券依法、健康发展。

第三，地方政府的信息披露问题。地方政府的信息披露及其制度建设是个渐进的过程，本次省市地方政府自发自还的债券发行，财政部规定了地方政府信息披露的基本规范，对于推动地方政府债券发展具有积极的意义。同时，我们建议财政部及相关部门进行研究、完善地方政府信息披露制度，健全地方政府债券发行和交易的法律法规，推动地方政府债券信息披露更加及时和完善。

第四，跟踪评级的材料获取及时性。本次地方政府债券的最长期限为 10 年，根据跟踪评级安排，新世纪评级将每年进行定期跟踪评级。若有重大信用事件，新世纪评级还会启动不定期跟踪评级程序。因此，我们建议地方政府能够与评级机构保持密切沟通，并继续积极配合，以保障评级机构能够及时获得各项评级数据和信息。

第五，国内地方政府信用评级体系的建立是一个系统性工程，更多的取决于财税制度的改革、地方政府违约机制的建立、地方政府信息披露制度的完善、地方政府融资方式的完善和透明化、地方政府债券的进一步分类、地方政府发行债券服务体系的完善。在这样的系统工程的建设中，我们建议国内的信用评级机构能够通过参与具体的地方政府债券评级实践累积评级经验，继续加强评级理论研究，跟随地方政府债券评级建设的进度适时调整和优化评级框架与体系，着力提高评级技术，努力为我国地方政府债券市场的健康、稳定发展做出贡献。

## 七、地方政府债券评级机构选择中存在的问题

2014 年地方政府债自发自还试点的十个省市信用评级机构选择基本结束。十个省市的评级机构选择方式、选择标准不尽相同，在选择过程中存在的部分问题值得进一步商榷。

### （一）评级机构选择方式引起的问题

目前地方政府债券评级机构的选择基本是按照政府采购的劳务招标方式。在劳务招标中涉及到两个基本的问题：

第一，如何在确保评级质量的前提下保证必要的评级所需时间。就试点省市评

级机构投标资料看，出现了评级时间逐渐减少的倾向，压缩评级时间难免会导致评级质量受到影响。

第二，如何保障评级机构进行地方政府评级所需的必要费用。就试点省市评级机构投标资料看，出现了评级费用逐渐减少的倾向，财政部的地方政府债评级指导意见为综合债券评级，使得地方政府认为不对主体进行评级，仅需支付债券评级费用。

## （二）评级机构评价标准的问题

第一，对机构实力和评级经验的评价，较多的以评级业务数量和机构人员进行评价，而忽视了评级机构的研发能力、经营能力和评级历史，尤其是忽视评级机构在地方政府债券评级方面的直接研究能力和评级经验，对于评级机构公信力的判断主观性较强。

第二，一些评委对于评级行业接触较少，很大程度上无法对评级机构做出客观判定，在评级方案的选择上缺乏专业性，倾向于选择评级时间更短、报价更低的评级方案。

## （三）多头监管对跨市场评级业务运作的评级机构形成的困扰问题

我国的评级机构在业务上处于多头监管，评级机构也存在单一市场和跨市场业务运作两种模式，在这样的环境和条件下，不同业务的监管主体对评级机构的监管办法、监管标准不同，对评级机构的行政处理也不相同，从而对跨市场业务运作的评级机构形成了困扰。

## （四）地方政府债券评级费用的构成问题

无论是企业债券评级、金融债券评级还是政府债券评级，都是以主体评级为基础，充分考虑债券的信用增进措施，给予债券信用等级。即使是地方政府债券的综合评级，也需要对地方政府的主体信用进行评价。换言之，地方政府的债券评级费用应该包括主体评级费用、债券评级费用和跟踪评级费用。目前地方政府债券评级费用的相关制度仍不完善，存在地方政府债券的评级收费构成不明确、地方政府对评级机构跟踪评级费用进行限制等问题。

除上述四个方面外，地方政府债券评级中评级机构的资质界定、收费模式问题，也值得进一步的商榷。

## 财政内控制度建设是政府治理现代化的重要体现

朱荣恩/文

2014 年财政部成立了内部控制委员会、推行实施《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40 号），是落实党的十八届四中全会依法治国、提高政府治理水平的重要体现。财政部 2012 年颁布实施的《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21 号）为财政部全面推进财政内控制度的实施提供了实践经验。在这样的情况下，加快推进财政部内控制度建设，有利于财政部落实党风廉政建设主体责任、防控廉政风险，有利于推动财税体制改革，有利于财政部门主动加强对政府内部权力制约。

推进财政部门内控制度的建设，需要全面落实新《预算法》的全口径预算管理、推进权责发生制政府综合财务报告制度改革。落实新《预算法》就是要按照新预算法，对一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算进行全口径预算，保持各预算的完整性、独立性，并建立政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算与一般公共预算之间的衔接机制，增加预算的透明度，增强预算的硬约束。在推进全口径预算的同时，应根据国发[2014]63 号文的通知，推进《权责发生制政府综合财务报告制度改革方案》的落实，完善财政财务报告体系。

推进财政部门内控制度的建设，需要加强政府债务管理，推进地方政府信用评级。加强政府债务管理，就是要将地方政府的各类债务纳入预算管理，避免部分政府债务游离于预算之外；就是要落实 2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，加强对地方政府债务规模的控制和结构调整，加强对地方政府债务举借方式的管理，增强地方政府举借债务的透明度，有堵有疏，促进地方经济、社会的协调发展，防范和化解地方政府债务风险。推进地方政府信用评级就是在 2014 年十省市地方政府债券评级试点的基础上，扩大地方政府发行主体的范围、扩大地方政府债券的品种、调整地方政府债务的融资方式和融资结构，并继续以信用评级的市场化机制，对地方政府的债务进行评级，全面提高地方政府债务的透明度、管控能力和制度的完善。

推进财政部内控制度的建设，需要加强地方政府资金、资产和资源的“三资”管理。地方政府不仅掌握着财政性货币资金，而且经营着道路、桥梁、学校、医院等公共基础设施和用财政拨款购建形成的政府办公大楼、政府出资建造的公益性建筑等政府性资产，以及土地、矿产、森林、岸线、航线等资源性资产。加强地方政府资金、资产和资源的“三资”管理就是要对这些资金、资产和资源进行整体把握、编制财务报表，摸清地方政府的“三资”规模和结构，规范地方政府资金、资产、资源

的使用程序，提高地方政府资金、资产和资源在空间和时间上的配置合理性，提高资金、资产、资源的使用效率和透明度。

推进财政部内部控制制度的建设，需要加强财政资金存量管理，盘活存量资金，提高财政资金的使用效率。目前，地方政府财政资金的状况一方面表现为地方政府用于经济增长和发展的资金紧张、地方政府融资规模不断扩大，另一方面表现为大量的历史财政资金结余，尤其是存在着大量已经出库而没有能够合理使用的资金。在这样的情况下，需要对存量资金进行集中登记，加强预算管理约束，盘活使用存量资金，提高财政资金使用效率，降低地方政府融资规模。

## 地方政府债务管理和政府内控

戴晓枫 王静茹/文

十八大提出要深化行政体制改革、建设职能科学、结构优化、廉洁高效、人民满意的服务型政府，为满足国家治理体系现代化的需求，政府内部控制应运而生。政府内控制度建设旨在规范公共权力运行，对行政权力形成有效的制约和监督。同时，随着地方政府债务风险逐渐暴露，地方政府债务管理已成为全面深化改革的着眼点和突破口，成为国家治理的重要构成。地方政府债务管理制度的建设不仅成为推进财政部门内部控制建设中不可或缺的部分，也是落实国家治理的制度保障。目前，信用评级被引入地方政府债券发行中，成为地方政府债务管理的有效外部监督机制，对提高政府信息透明度、推动地方政府债务内控制度建设、规范地方政府举债融资行为具有积极的意义。

### 一、 地方政府债务管理是国家治理的重要构成

“完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化”是我国全面深化改革的总体目标，也是实现社会主义现代化的必由之路。现代国家的责任与职能决定了国家治理的目标，不仅是维护现代国家的基本秩序和稳定，还要发展国民经济、提供公共服务以提高全社会人民的福祉。国家治理目标的实现有赖于完善的国家治理体系和高效的政府治理能力。然而，国家治理体系并非一成不变的制度设计，而是在社会经济环境的流变中，通过不断改革，实现结构性、动态均衡调试的过程。合理、优化的国家治理体系不仅可以实现党、国家、社会各项事务治理的制度化、规范化、程序化，而且是提升治理能力的前提保障。

近年来，随着地方政府债务风险逐渐暴露，地方政府债务管理问题受到中央和地方各级政府前所未有的重视，其已经超出常规经济和财政范畴，上升至国家治理的层面。党的十八届三中全会、中央经济工作会议提出“建立规范合理的中央和地方政府债务管理和风险预警机制”、“着力防控债务风险”等要求的重要举措，地方政府债务管理已成为全面深化改革的着眼点和突破口，成为国家治理的重要构成。

地方政府债务管理，一言概之，即政府及有关职能部门采取一系列治理手段和措施，防范可能发生的债务违约风险。落实地方政府债务管理，首先要将地方政府的各类债务纳入预算管理，避免部分政府债务游离于预算之外，再者合理调整地方政府债务规模和结构，规范地方政府债务举借方式，增强地方政府举借债务的透明度，疏堵并济，有效控制和化解地方政府债务风险，促进地方政府债务的市场化、透明化和规范化。此外，乘地方政府债务管理改革之东风，探索建立地方政府债券市场并推动其健康发展，进一步促进地方经济、社会的协调发展。

## 二、 地方政府债务内控制度建设是落实国家治理的制度保障

十八大提出要深化行政体制改革、建设职能科学、结构优化、廉洁高效、人民满意的服务型政府。在提升国家治理水平的迫切需求下，政府内部控制应运而生。建立政府内控制度旨在规范公共权力运行，对行政权力形成有效的制约和监督，实质上就是“把权力关进制度的笼子里”。2012 年财政部颁布实施《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21 号）。2014 年，在行政事业单位内控实践经验的基础上，财政部率先成立内部控制委员会、推行实施《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40 号）。财政部门内控制度的建立是完成财税体制改革任务、建立现代化财政制度的必然要求，是落实党风廉政建设主体、防控廉政风险的有效手段，也是落实党的十八届四中全会依法治国、提高政府治理水平的重要体现。

推进财政部门内控制度建设，需要在推行全口径预算管理以及政府综合财务报告制度的基础上，完善地方政府债务管理，全面提高地方政府债务的透明度以及管控能力。2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“43 号文”）、财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）等政策相继出台，我国各级政府积极采取一系列措施化解地方政府债务风险，规范地方政府举债融资行为，但在地方政府债务管理中也显露出一些难以根治的痼疾。在地方政府债务管理改革遭遇瓶颈之际，将内部控制理念引入地方政府债务管理不仅是一个合理而可行的突破，也成为公共管理领域中一次大胆的尝试。

地方政府债务内控制度建设需要从两个方面着力展开。一是引入内部控制的管理理念，确立地方政府债务内部控制的整体思想和总体原则。内部控制的治理核心在于“制衡”，将“制衡”嵌入地方政府债务管理中，在治理结构、权责分配、业务流程等方面形成相互制约的监督机制。二是借鉴内部控制的技术手段，按照内部控制五要素内容制定具体的地方政府债务内部控制框架和政策程序。具体从控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、监督活动等五方面设计地方政府债务内部控制体系。总而言之，地方政府债务内控制度建设不仅是推进财政部门内控制度建设中不可或缺的部分，也将是落实现代化国家治理的基石与制度保障。

## 三、 信用评级在地方政府举债融资过程中具有监督效应，也是国家治理有效的外部监督机制之一

长期以来，在地方政府债务问题上我国中央政府采取“以堵为主”的基调，地方政府债务管理问题并未受到中央及地方政府的重视，相应的债务管理制度处于缺失状态。2014 年 8 月，全国人大通过了《中华人民共和国预算法》的修订（以下简称“新《预算法》”），新《预算法》赋予了地方政府适度的举债权限。此前，法律明

令禁止“地方政府不得发行地方政府债券”，但在政治竞争、社会管理、经济建设等压力下，地方政府绕过体制障碍，使用其他更为多元和隐蔽的方式举债以满足建设资金需求。2008 年国际金融危机爆发，各级财政面临捉襟见肘的困境，为配合积极财政政策刺激经济发展的计划，地方政府通过政府融资平台等方式融资，债务规模急剧膨胀，加之对我国地方债务管理制度建设落后于地方政府债务的实践，地方债务风险逐渐暴露并引起中央重视，中央及地方政府开始尝试对地方政府债务进行全面的管理。

2009 年起国务院同意地方政府在批准额度内发行债务，地方政府债券进入由财政部代发代还本付息的阶段。2011-2013 年间，国务院开始推进地方政府自行发行债券，财政部代办还本付息试点工作，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东等地陆续开始政府债券自发自还试点。2014 年 5 月份财政部发布《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》（以下简称“试点办法”），当年广东省、山东省、深圳市等十省市成功发行自发自还的地方政府债券。而在此次地方政府债券自发自还试点中，财政部配套试点办法出台了《关于 2014 年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见》（财库[2014]70 号）文件，信用评级自此被引入地方政府债券发行中，成为地方政府债券风险防控中的一大亮点。截至 2015 年 8 月末，除西藏从未发行地方政府债券外，其余 35 个地方政府<sup>1</sup>均已发行过地方政府债券，并经过评级机构的信用评级。在地方政府债券发行中引入信用评级机制，可以对地方政府债务管理形成有效的外部监督，对提高政府信息透明度、推动地方政府债务内控制度建设、规范地方政府举债融资行为具有积极的意义。因此，信用评级也成为国家治理的外部监督机制之一。

第一，地方政府债券信用评级有利于提高地方政府信息的透明度。信用评级具有信息披露、风险揭示的功能，信用评级机构在揭示地方政府存在的信用风险时，增强了政府与投资者之间的信息沟通，保障了投资者的知情权。政府债务信息的披露及债务偿付风险的揭示，提高了政府信息透明度。此外，地方政府债券评级开启了我国市政债评级，一定程度上解决了投资者和地方政府间的信息不对称，有利于我国地方政府债务的市场化、透明化和规范化，以及地方政府债券市场的发展。

第二，地方政府信用评级有利于推动地方政府债务内控制度建设。在地方政府债券发行中引入信用评级，一方面可以提高地方政府官员对债务风险的认识，增强其债务风险防范意识，创造良好的内部控制环境；另一方面，信用评级机构通过揭示政府债务风险，发挥了其在地方政府债务内控中应有的外部监督作用。

第三，地方政府债券信用评级有利于规范地方政府举债融资行为。信用评级本身具有价格发现的功能，各地区经济发展状况、财政实力、政府治理水平等方面各

---

<sup>1</sup> 深圳市 2014 年发行地方政府债券，2015 年尚未发行。

有不同，相应各地方政府表现出不同的信用状况，而地方政府信用状况影响着债券发行利率高低。再者，信用评级增强了地方政府信息的透明度，使政府举债行为接受社会和市场监督，约束着地方政府规范其举债融资行为，不断提高自身债务治理水平。

## 四、 地方政府债务内控制度亟待建设

目前，由于管理存在缺陷，地方政府举债融资行为没有受到有效的监督和约束，短期内债务规模急剧膨胀，存在较大的债务风险隐患，而局部的地方政府债务风险或可引发系统的财政金融风险。统计数据显示，截至 2014 年末，地方政府性债务总规模为 24 万亿<sup>2</sup>，其中政府负有偿还责任的债务为 15.4 万亿，较 2013 年 6 月末增长 41.3%<sup>3</sup>，或有债务 8.6 万亿，较 2013 年 6 月末增长 22.9%。

鉴于金融市场发展程度、地方财政自律性以及财政分权程度等，我国目前地方债务管理模式基本采取行政控制和制度约束相结合的双重模式，建立地方政府债务内控制度可以对地方政府举债权力形成较好的制约和监督体系，提升地方政府债务管理水平。目前，在地方政府债务管理中主要存在以下几点问题：

### （一）缺乏全方位的债务内控制度框架以形成有效约束机制

2014 年 8 月，新《预算法》赋予了地方政府适度举债权限，明确了通过发行地方政府债券举债的唯一性，并将我国各级地方政府发行的债券纳入全面预算管理，规范了地方政府债务管理。2014 年 9 月“43 号文”的颁布标志着我国中央政府加强地方政府债务管控的开始。2015 年 8 月 29 日，全国人大常委会批准《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》的决议，地方政府债务限额管理随之正式启动。我国从债务甄别、债券发行管理以及预算管理等方面出台了相应的办法文件，规范地方政府债务发行行为，对地方政府性债务进行针对性的管理，标志着我国地方政府债务管理水平得到一定的提升。但是，从目前的地方政府债务管理制度设计上看，中央及地方政府仍未瞄准债务内部管理中的各薄弱环节，将内部控制的制衡机制有效地嵌入债务内控管理之中，制度设计的缺乏使得对债务管理的全过程未能形成有效的监督机制。

<sup>2</sup> 据 2011 年审计结果，2010 年底，全国地方政府性债务余额为 10.72 万亿，其中政府负有偿还责任的债务 6.71 万亿，负有担保责任的或有债务 2.34 万亿，可能承担一定救济责任的其他相关债务为 1.67 万亿。

<sup>3</sup> 一类债务大幅增长，可能是增加 2013 年审计时本应纳入但未纳入的债务内容。

图表 1. 地方政府债务管理相关文件

| 发布时间       | 名称                         | 文号            | 主要内容                                                                                      |
|------------|----------------------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014.09.21 | 国务院关于加强地方政府性债务管理的意见        | 国发〔2014〕43 号  | 规范地方政府债务融资机制，疏堵结合，赋予地方政府适度举债融资权限；提出政府不得通过企业进行融资，对地方政府债务实行规模控制。                            |
| 2014.09.26 | 国务院关于深化预算管理制度改革的决定         | 国发〔2014〕45 号  | 完善政府预算体系，积极推进预算公开；改进预算管理和控制，建立跨年度预算平衡机制；在财政收入管理、支出结构、预算执行、债务管理、理财行为等方面提出规范管理要求。           |
| 2014.10.23 | 地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法       | 财预〔2014〕351 号 | 对地方政府截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿的债务进行清理甄别，分类纳入预算管理。                                           |
| 2015.03.12 | 地方政府一般债券发行管理暂行办法           | 财库〔2015〕64 号  | 对地方政府一般债券发行进行规范管理，包括利率、信息披露、信用评级等方面。                                                      |
| 2015.03.18 | 2015 年地方政府专项债券预算管理办法       | 财预〔2015〕32 号  | 地方政府在 2015 年 1 月 1 日起发行的专项债券、为置换截至 2014 年 12 月 31 日的存量专项债务的专项债券，在未超过国务院规定的规模可纳入政府性基金预算管理。 |
| 2015.03.19 | 关于做好 2015 年地方政府一般债券发行工作的通知 | 财库〔2015〕68 号  | 对 2015 年地方政府一般债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。                                     |
| 2015.04.08 | 地方政府专项债券发行管理暂行办法           | 财库〔2015〕83 号  | 对地方政府专项债券发行进行规范管理，包括利率、发行期限、信息披露、信用评级等方面。                                                 |
| 2015.04.09 | 关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知 | 财库〔2015〕85 号  | 对 2015 年地方政府专项债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。                                     |
| 2015.04.17 | 2015 年地方政府一般债券预算管理办法       | 财预〔2015〕47 号  | 地方政府在 2015 年 1 月 1 日起发行的一般债券、为置换截至 2014 年 12 月 31 日的存量一般债务的一般债券，在未超过国务院规定的规模可纳入一般公共预算管理。  |

资料来源：国务院和财政部网站，新世纪评级整理

## （二）权责分离滋生道德风险而导致风险防范意识不足

管理的核心在于责任明确，在责任不明的情况下，任何管理和规范制度必将流于形式。在我国现行的地方政府债务管理中，软预算约束和政治任命周期，导致政府债务举借和偿还权责的时空分离，地方政府及官员缺乏主动控制风险的动力，风险防范意识明显不足。

自 2014 年 10 月，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），将政府性债务分类纳入预算管理。2015 年以来，又陆续

颁布《2015 年地方政府专项债券预算管理办法》（财预〔2015〕32 号）和《2015 年地方政府一般债券预算管理办法》（财预〔2015〕47 号），将新发行及为置换存量债务而发行的一般债券、专项债券在不超过国务院规定的规模内分别纳入一般公共预算管理和政府性基金预算管理。但是，在我国现行行政体制下，预算管理对地方政府的约束作用长期软化，加之缺乏地方政府破产机制以及地方政府债务风险本身所具有的外部性，使得一旦地方政府债务出现违约风险时，中央政府为维护社会稳定势必伸出援手而最终为地方政府债务违约埋单。虽然“43 号文”规定“地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则”，但现行政治环境及路径依赖下，地方政府仍普遍产生强烈的机会主义心理和中央兜底的高度预期，债务还款责任无形中向上级政府转移。

此外，在我国地方政府领导政治任命中，每届任期一般五年，而地方政府所举借债务多用于资本性投资，债务期限一般较长，往往出现本届政府举债，下一届政府实际偿还的权责分离现象。加之单纯以经济指标和形象工程为主的政绩衡量标准，使得地方政府官员在其任期内过度增加债务融资，而将相关还款责任转移至下任官员。举债权利和偿债责任的时空分离诱发地方政府过度举债和投资行为异化；地方政府在享受过度举债带来的利益的同时，通过风险转嫁而无需承担相应责任。地方政府债务管理中的道德风险，使地方政府官员缺乏主动防范债务风险意识和动力，未能给地方政府债务内部控制创造良好的生态环境。

### （三）政府财务信息透明度低，难以真实反映地方政府融资行为

我国现行的政府财政报告制度实行以收付实现制政府会计核算为基础的决算报告制度，主要是反映政府年度预算执行情况的结果，对反映预算收支情况、加强预算管理和监督发挥了重要作用，但并不能反映政府整体的财务状况、运行情况以及财政中长期可持续性。公开准确的政府财务信息是揭示地方政府信用风险、有效实施地方政府债务管理的基础，财务信息不透明只会成为滋生债务风险的温床。由于缺乏以资产负债表、收入费用表等报表为核心的权责发生制政府综合财务报告制度，地方政府债务信息得不到真实反映，加大了地方政府融资的随意性，不利于规范政府融资行为。此外，政府财务信息不透明也不利于强化地方政府资金、资产和资源的“三资”管理，降低了政府运行效率、增加了财政风险隐患，难以满足提升政府财政管理水平、建立现代财政制度的需求。

### （四）内外部监督力量集体缺位，地方政府举债融资行为有失规范

有效的监督是地方债务内控的要素之一。在我国地方政府债务管理中，由于政府内部以及中介机构、社会公众等各方监督力量缺失，进一步诱发地方政府举债融资行为有失规范。目前，在地方政府内部没有制定明确的内部审计机构履行对地方政府债务的监督职能。从 2011 年开始，国家审计署仅对全国政府性债务进行过两次

全面“摸底”，公布了相应的全国性债务审计结果，但是没能形成常规、持续的监督检查，也没有形成对地方政府债务管理中某一或某些方面有针对性的专项监督检查。

从国际经验来看，在市政债发行中，一般会由律师事务所出具法律意见书声明债券已合法并具有约束力，信用评级机构对地方政府信用评级，不同信用级别影响着债券的发行、筹资成本和流通性；保险公司可以通过为债券增信加强债务清偿保障。从 2014 年地方政府债券自发还试点中，信用评级机制被引入地方政府债券发行中，但我国市政债信用评级处于起步阶段，清一色 AAA 级的地方政府债券级别弱化了信用评级的意义，在一定程度上信用评级只是为了满足监管部门的发行要求。在我国现行的地方政府债务管理中，审计、律师、保险等本应在地方政府债券管理中发挥重要中介机构仍处于集体缺位状态。另外，政府信息不透明也弱化了社会公众对地方政府举债融资行为的外部监督作用。

## 五、 加强地方政府债务内控制度建设的建议

地方政府债务内部控制实质上就是中央和地方政府借鉴内部控制的理论研究和有益经验，从政府部门内部开始规范地方政府债务管理，将地方政府债务风险保持在可控范围内。针对地方政府债务内控制度建设，可借鉴 COSO 委员会颁布的《内部控制——整合框架（2013）》以及财政部制定的《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21 号）、《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40 号）等具体内容，从地方政府债务内控总体原则和具体制度框架两个层面建设地方政府债务内控制度。

### （一）引入内控管理理念，确立地方政府债务内部控制的整体思想和总体原则

首先应明确责任，一方面中央政府应立足于预警防范财政风险、逐步培育地方政府“一级财权、一级债权”，建立责任型政府，明确“谁借谁还、风险自担”的机制；另一方面，需明确地方政府是化解地方债务风险的责任主体，地方政府应树立风险防范理念，选择合适的制度框架和治理手段，健全各项债务管理制度，确保其债务“借、用、还”的规范性。其次，在地方政府债务内控制度建设中，将“制衡”思想嵌入各项管理工作中，形成决策、执行和监督三者分离的制约机制，实现治理结构、权责分配、业务流程等方面相互制约的监督机制。

在地方政府债务内部控制中，应遵守全面性原则、重要性原则、制衡性原则和适应性原则。具体来说，地方政府债务内部控制应贯穿地方政府举债、用债、偿债的全过程，实现对整个债务融资行为的全面控制；在全面控制的基础上，关注地方政府债务行为中重要环节以及重大经济事项的重大风险；在债务内控中，政府内部的部门管理、职责分工、业务流程等方面相互制约和相互监督；地方政府债务内控

制度应随着地方政府债券市场的完善、外部环境的变化、地方政府举债行为的调整以及管理要求的变化不断修订和完善。

## （二）结合内部控制要素，制定具体的地方政府债务内控框架与政策程序

内部控制包括五个不可分割的要素，即控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和监督活动。在地方政府债务内控制度建设中，可以从以上五方面搭建内控框架，并设计具体政策和程序以实施控制活动。

控制环境是实施内部控制的基础。应在整个政府内部强化债务风险防范理念，建立地方债务内控的良好环境。地方政府官员主动控制风险的意识在于多大程度上为自己的行为埋单。为防范地方政府官员债务违约的道德风险，可在中央政府层面通过法规和制度建设，硬化预算约束、强化官员考核问责机制并纠正不正确的政绩导向，改变地方政府行为决策，使主动控制债务风险成为其理性选择。

在风险评估方面，在地方政府债务分类纳入全口径预算管理后，对现有债务管理“借、用、还”各环节和流程风险点进行全面梳理和识别，建立健全公开透明的风险防控指标体系。通过对地方政府债务率、新增债务率、偿债率、预期债务率等地方政府债务风险指标的测算，识别和评估债务风险发生的可能性和影响程度，衡量地方政府债务风险状况。

在控制活动方面，以反复、动态的风险识别和分析为基础，通过政策和程序将地方政府债务风险降低至可接受水平。在债务风险较高时要积极采取措施，逐步降低风险；债务风险相对较低时，合理控制债务余额的规模和增长速度，并发挥债务融资的积极作用。此外，可以通过“分事行权、分岗设权、分级授权”，实现决策、执行和监督相互分离、相互制约，通过流程再造和信息化手段，做到关口前移，未病先防。

在信息与沟通方面，加快建立权责发生制的政府综合财务报告制度，全面反映政府的资产负债情况，完善地方政府性债务统计报告制度。政府信息的公开使一些隐性债务显性化，有利于规范地方政府融资行为。另外，在政府内部信息沟通中应鼓励各部门之间资金需求和使用情况的交流，使各部门做好合理的资金安排和规划，使地方政府发行债务的具有可操作的依据和更合理的用途。

在监督活动方面，应加快政府内部审计机制建设，由国家审计机关对地方政府债务情况清查、分析，并对债务使用情况作出评价，分析和预测偿债能力和风险水平。对重点举债项目，实行“专人管理、全程监督、专项审计”。在外部监督上，通过信用评级等中介机构，揭示地方政府债务风险水平，同时，通过信息公开制度加强社会公众对地方政府举债融资的外部监督作用。

政府内部审计机构应对地方政府债务内部控制的有效性进行评价并出具相关内控有效性评价报告,揭示相关内控制度的缺陷,有针对性的提出审计处理意见和建议。地方政府根据审计意见进行债务内控制度的修订和完善。

## 六、 强化信用评级外部监督功能的建议

信用评级是国家治理和地方政府债务管理的有效外部监督机制。在我国地方政府债券市场开始建立,本土信用评级行业稳步发展的背景下,需进一步强化信用评级对地方政府债务管理的外部监督作用。

### (一) 完善信用评级机构监管, 确定地方政府债券信用评级规范

首先,建议央行相关部门与财政部相关部门制定地方政府债券信用评级机构认可的制度,统一认可具有地方政府债券信用评级资质的机构,为地方政府债券选择评级机构提供合规、可操作的名单。再者,建议央行相关部门增加地方政府债券信用评级的规范,或与财政部相关部门共同制定地方政府债券信用评级规范,其规范应包括地方政府债券信用评级的内容构成、收费构成、评级时间、评级流程、材料清单等内容,规范信用评级机构和地方政府在地方政府债券信用评级中的行为。

### (二) 完善地方政府对评级机构的选择机制, 避免评级机构间的不良竞争

地方政府在选择信用评级机构时应以市场化、公开获得中国人民银行征信局和证监会认可的信用评级机构为选择对象,采用与工商企业、金融机构发行债券一样的市场化机制,以信用评级机构的地方政府信用评级经验、信用评级质量、研发能力、工作效率等为标准,并以熟悉信用评级业务和市场的专业人士意见作为选择依据。此外,地方政府应认识到地方政府债券信用评级内容包括地方政府主体评级、地方政府债券评级和跟踪评级三方面的内容,相应地,信用评级费用应包括主体评级费、债券评级费和跟踪评级费三部分,而且信用评级工作需要必要的评级时间。所以,地方政府在选择信用评级机构时应将主体、债券和跟踪评级三方面的报价和必要的评级时间列入选择标准,避免信用评级机构之间以减少评级收费、缩短评级时间、降低信用评级质量等进行不良的竞争

### (三) 加强评级方法研究, 发挥信用评级对地方政府债券的监督作用

信用评级机构应加强地方政府债券发行制度、法律法规的研究,加强地方政府债券信用评级理论、信用评级方法的研究,根据法律法规及财政管理体制的变化,及时调整和更新地方政府债券评级方法。再者,由于地方政府债券评级与已较为成熟的工商企业评级具有较大差异,信用评级机构应加强对专业评级人才的培养和储备。此外,信用评级机构应加强对投资者和市场的宣传和教育,使之正确认识信用

评级对地方政府信息披露、地方政府债券定价的作用。

## 参考文献：

- [1]张海星. 地方债放行：制度配套与有效监管[J].财贸经济，2009(10)
- [2]李青,韩立辉. 地方债务管理模式的选择：理论框架、国际比较及启示[J].中国行政管理，2013(1)
- [3]薛军,闻勇. 地方政府债务管理：模式选择与制度借鉴[J].当代经济管理，2015(2)
- [4]药清,董玲. 基于内部控制视角的地方政府债务风险研究[J].财会通讯. 2014(09)
- [5]杨兴龙,何国亮. 内部控制服务地方政府性债务治理的逻辑和机理[J].中央财经大学学报. 2014(10)
- [6]杨雅琴. 我国地方政府债务管理制度的演进及改革[J].当代经济探讨.2013(8)
- [7]孙芳城. 浅议内部控制视角下的地方政府债务管理[J].商业会计. 2010(16)

## 地方政府债务限额管理启动 风险管控进一步规范

戴晓枫/文

8月29日,《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》在十二届全国人大常委会第十六次会议上表决通过,确定2015年地方政府债务限额为16万亿元,预计债务率为86%。

地方政府债务限额的确定,标志着我国依法启动了对地方政府债务的限额管理,为地方政府举借债务设立了“天花板”。

早在去年8月,新《预算法》的修订通过,既已明确了对地方政府债务余额实行限额管理:经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必须的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券的方式筹措;举借债务的规模,由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准。同年10月颁布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)也明确规定,地方政府债务规模实行限额管理,地方政府举债不得突破批准的限额。此次地方政府债务限额管理的正式启动,即为落实新《预算法》的重要举措。

近年来,随着地方政府债务风险逐渐暴露,地方政府债务管理问题受到中央和地方各级政府前所未有的重视,其已经超出常规经济和财政范畴,上升至国家治理的层面。党的十八届三中全会、中央经济工作会议提出“建立规范合理的中央和地方政府债务管理和风险预警机制”、“着力防控债务风险”等要求的重要举措,地方政府债务管理已成为全面深化改革的着眼点和突破口,成为国家治理的重要构成。

地方政府债务管理,即政府及有关职能部门为防范可能发生的债务违约风险而采取的一些治理手段和措施。落实地方政府债务管理,首先要将地方政府的各类债务纳入预算管理,避免部分政府债务游离于预算之外,再者合理调整地方政府债务规模和结构,规范地方政府债务举借方式,增强地方政府举借债务的透明度,疏堵并济,有效控制和化解地方政府债务风险,促进地方政府债务的市场化、透明化和规范化。对地方政府债务实行限额管理,是规范地方政府债务管理的重要内容,有助于化解地方政府债务风险和财政金融风险。

在2015年地方政府债务限额获批的同时,也确定了将债务率不超过100%的水平作为我国地方政府债务的整体风险警戒线。债务率是衡量债务规模大小的指标,是指年末债务余额与当年政府综合财力的比率,国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值为90~150%。

值得注意的是，从审计署 2013 年末公布的《全国政府性债务审计结果》数据来看，截至 2012 年底，全国政府负有偿还责任债务的债务率为 105.66%，折算后总债务率为 113.41%。因此，2015 年地方政府债务限额确定后的预计债务率低于审计公布数据，侧面说明近年来我国地方政府债务管理已取得一定成效。

将债务率不超过 100%的水平作为地方政府债务的整体风险警戒线，既在国际通行的标准之内，也为地方政府发债筹集资金留有余地，是较为稳妥、合理的指标。

今年 5 月以来，随着地方政府债券紧密发行，地方政府性债务规模已十分庞大。据新世纪评级统计，截至 2015 年 8 月 31 日，34 个省市已完成发行地方政府债券（除西藏自治区和深圳外），发行金额合计 1.87 万亿元，其中公开发行债券 1.40 万亿元，定向发行债券 4674.16 亿元。

从募集资金投向来看，除置换债券用于偿还审计确定的 2015 年到期的一类政府性债务本金外，新增债券多用于公益性资本支出，优先用于支持棚户区改造等保障性安居工程建设、普通公路建设、城市地下管网建设改造、智慧城市建设等重大公益性项目，有利于促进民生改善、保障地方政府公共产品供给和完善交通设施。存量债务置换的资金投向有助于减轻政府的利息负担，公益性项目建设的资金投向在推动社会经济增长和发展的同时，也有助于促进本地财政收入的增加，有利于形成经济增长和财政收入增加的良性循环。

但个别地区由于地方政府举债缺乏制度规范，举债形式多样、程序不透明、违法担保和资金使用脱离预算管理等问题突出，导致举债规模过快增长，不少地区债务负担沉重，偿还难度大，地区债务风险较高。

因此，对于地方政府而言，政府性债务风险管控的关键仍在于加强地方政府债务组织管理水平和内控制度建设。

首先，应形成预算、国库和债务管理部门的联动协调机制。根据一些省市的实践情况，形成预算部门、国库处、债务管理处（或债券发行处）的联动协调机制对于政府债务风险管控是非常必要的。债务管理处（或债券发行处），与预算处、国库处协调完成地方政府债券的发行、资金使用和债务偿付管理工作，以保证在发行前认真研究资金市场的供求情况，根据资金市场、利率走势和对资金的需求制定科学、合理的资金使用方案；发行后动态掌握全省（市）政府性债务未来各年度、分季度、分月份需还本付息情况，积极应对偿债高峰期，实现科学合理安排偿债预算。

其次，建立财政偿债准备金制度，形成偿债准备金与政府性债务规模同比增长的联动机制。为保证地方政府性债务到期的及时偿付，建议各地方政府建立财政偿债准备金制度，形成偿债准备金与政府性债务规模同比增长的联动机制。财政偿债

准备金制度的建立需遵循“统一管理、规范使用、规避风险、严格程序”的原则，偿债准备金应纳入预算管理，专项核算，专款专用，不得挪作他用，不得用于风险投资，切实为政府性债务风险管理提供保障。

最后，应充分发挥评级机构在地方政府内控中的外部监督功能和作用。在地方政府债券发行中设置地方政府债券评级，有利于推动地方政府加强财政内控制度建设，优化期限结构、规范融资行为、强化债务管理。信用评级是地方政府债务管理的有效监督机制，评级机构在地方政府内控乃至国家治理中具备外部监督的功能和作用，充分发挥这一功能和作用将有效提升政府内控的效率，有效防范地方政府债务风险。

## 地方政府债首现部分流标，会否成为新常态？

康芳华/文

根据新世纪评级的统计，截至 2015 年 8 月 7 日，33 个省市已完成公开发行地方政府债券（尚未公开发行的省市为西藏自治区、深圳市和厦门市）。从债券发行利率来看，已公开发行的地方政府债券的发行利率大多与发行前五日国债收益率持平，利差均值仅高于发行前五日国债收益率均值 0.21BP。

但是 8 月 7 日，辽宁省政府采用定向承销方式发行 61.2839 亿元人民币的地方政府债券，其中一般债券 43.5968 亿元，专项债券 17.6871 亿元，中标利率却全线高于中标区间下限至少 20BP，是今年地方政府债券启动公开发行以来中标利率与下限利差最大的一次。同时 10 年期专项债券首现部分流标，根据 2015 年辽宁省政府专项债券（二期）发行结果的公告，10 年期专项债券计划发行面值为 5.50 亿元，实际发行面值为 4.00 亿元。

究竟是什么导致了本次辽宁省地方政府债券发行利率大幅上浮和部分流标？新世纪评级认为可能与以下四方面存在关联。

一是受经济下行和产业结构调整的影响，辽宁省财政收入出现负增长。辽宁省经济增长以钢铁、水泥、石化、汽车、装备等传统产业为支柱，产业发展以投资拉动、政府主导为主要特征。而在经济下行压力下，投资密集、工业拉动、产能扩张的增长模式的可持续性受到挑战，较僵硬的体制机制在对外部环境冲击时略显反应迟缓及创新不足。受限于有限的存量资源、较为滞缓的产品升级以及计划经济体制的遗留影响，加之在以前年度高基数的对比下，2015 年上半年辽宁省经济增速列全国倒数第一，仅同比增长 2.60%。受省内金融和汽车制造业税收连续三个月负增长，房地产、采矿等行业税收持续不景气的影响，2015 年上半年辽宁省税收收入同比下降 22.70%，减收明显。

二是财政存款过于集中，且地方政府债券供给充裕。地方政府对财政税收款项存放在哪家银行拥有直接话语权，而银行考虑到自身业务发展，通常会积极参与地方政府债券的投标。但根据消息人士透露，该省大部分的财政收入均存放在一家银行体系。根据 WIND 资讯相关数据显示，截至 2015 年 8 月 7 日，市场上新发行的 10 年期地方政府债券合计为 336.47 亿元；已发行待上市的 10 年期地方政府债券合计为 832.77 亿元；正在发行的 10 年期地方政府债券合计为 203.12 亿元。地方政府债券供给充裕，银行承受能力下降，部分银行由于没有分配到财政存款从而改变了标位。

三是地方政府债券发行定价偏离市场水平。在我国，地方政府具有较为明显的预算软约束特征，且地方政府从未出现过真正意义上的违约，无论是原先的地方政府债务，还是置换后的地方政府债券，在投资者眼中都是违约风险较低的债务。投资者将原先持有的到期地方政府存量债务置换为新发行的地方政府债券，会损失相当数量的利息收入。2015 年 5 月，财政部、央行和银监会联合下发《关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》，将地方政府债券纳入 MLF、PSF 和正回购操作的质押券范围，地方政府债券的发行才得以顺利推进。随着地方政府债券的密集发行，其发行成本贴近同期限国债的状况或将难以持续。

四是信用评级市场低价竞争，信用级别没有体现应有的信用风险。2015 年，在地方政府债券信用评级市场中，某些评级机构为了争取到更多的市场机会，使用超低价、低价竞争。但信用评级不同于一般的商品，若完全参照价格因素，则会扰乱了市场竞争，破坏了整个行业的秩序。受低价竞争的影响，目前已发行地方政府债券的债券信用级别全部为 AAA 级，信用级别没有体现出应有的信用风险。

目前，地方政府债券的发行仍相对非市场化，本次辽宁省地方政府债券中标利率走高，并出现部分流标，主要还是受以上四方面因素的影响，新世纪评级预计不会成为近期地方政府债券发行的新常态。但是为了进一步规范地方政府债券的发行，新世纪评级建议可以从以下三方面着手。

一是央行加快引导长期利率下降。2015 年以来，央行配合以公开市场操作工具以及 MLF 等定向支持工具，市场利率显著下行。从具体利率的变化来看，短期利率下降较快，3 个月以内利率下降 150BP 以上，而中长期利率下降幅度随着期限的拉长逐步钝化，1 年期利率下降 120BP，5 年期利率仅下降 16BP，而 10 年期利率基本没有变化。地方政府债券的期限一般在 3 年以上，而利率接近国债利率，使得债券价格难以提高，长期利率难以下行。由于地方政府债券收益率较低，商业银行主动投入地方政府债券的资金有限，需要央行在适当时候向市场注入长期资金，引导长期利率下行。

二是加强地方政府债务组织管理水平和内控制度建设。目前，一些地方政府财政厅已建立了债务管理处（或债券发行处），与预算处、国库处协调完成地方政府债券的发行、资金使用和债务偿付管理工作。根据一些省市的实践情况，建议各省市形成预算部门、国库处、债务管理处（或债券发行处）的协调和控制机制和制度，以保证在发行前认真研究资金市场的供求情况，根据资金市场、利率走势和对资金的需求制定科学、合理的资金使用方案；发行后动态掌握全省/市政府性债务未来各年度、分季度、分月份需还本付息情况，积极应对偿债高峰期，实现科学合理安排偿债预算。

三是充分发挥评级机构在地方政府内控中的外部监督功能和作用。我国地方政

府债务的风险点主要包括：一是地方政府债务期限结构不合理，地方政府债务的集中偿还与财政资金稳定流入的不匹配容易产生流动性风险；二是地方政府债务筹集的主体和渠道的多元化。近年来，随着地方政府债务风险逐渐暴露，地方政府债务管理问题受到中央和地方各级政府前所未有的重视，其已经超出常规经济和财政范畴，上升至国家治理的层面。在地方政府债券发行中设置地方政府债券评级，有利于推动地方政府加强财政内控制度建设，优化期限结构、规范融资行为、强化债务管理。信用评级是地方政府债务管理的有效监督机制，评级机构在地方政府内控乃至国家治理中具备外部监督的功能和作用，充分发挥这一功能和作用将有效提升政府内控的效率，有效防范地方政府债务风险。

四是构建评级机构良好的生存环境。首先建议中国人民银行与财政部相关部门制定地方政府债券信用评级机构认可的制度，统一认可具有地方政府债券信用评级资质的机构，为地方政府债券选择评级机构提供合规、可操作的名单；其次建议中国人民银行修订金标委的三个规范以增加地方政府债券信用评级的规范，其规范应包括地方政府债券信用评级的内容构成、收费构成、评级时间、评级流程、材料清单等内容，规范信用评级机构和地方政府在地方政府债券信用评级中的行为。

# 2015 年地方政府债券发行情况和利差分析

戴晓枫 郭燕/文

## 一、地方政府债券发行情况统计

经全国人大、国务院批准，2015 年财政部下达了 6000 亿元新增地方政府债券和 3.2 万亿元地方政府债券置换存量债务额度。根据财库〔2015〕102 号，地方政府可采用定向承销方式在置换债券限额内发行一定额度地方债。

日前，2015 年地方政府债券已全部发行完毕，全国有 34 个省市完成了地方政府债券发行，发行支数合计 284 支，发行金额合计 38394.63 亿元，其中公开发行地方政府债券金额合计 30482.84 亿元；定向发行地方政府债券金额合计 7911.79 亿元。在公开发行地方政府债券中，新增地方政府债券发行金额合计 6355.60 亿元<sup>1</sup>。2015 年，在发行债券各省市中，发行总额排名前五位的分别为江苏省、贵州省、浙江省、山东省和四川省，上述五个省发行地方政府债券总额分别为 3194.00 亿元、2350.00 亿元、2243.60 亿元、1994.00 亿元和 1790.00 亿元。

图表 1. 2015 年各省市地方政府债券发行情况总表（单位：亿元）

| 发行省市    | 公开发行额度  |        | 定向发行额度 |        | 合计      |
|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
|         | 一般债券    | 专项债券   | 一般债券   | 专项债券   |         |
| 江苏省     | 2162.92 | 409.25 | 423.69 | 198.15 | 3194.00 |
| 贵州省     | 1397.26 | 784.16 | 58.84  | 109.74 | 2350.00 |
| 浙江省     | 1018.60 | 360.60 | 386.25 | 478.15 | 2243.60 |
| 山东省     | 1420.78 | 254.43 | 270.88 | 47.91  | 1994.00 |
| 四川省     | 1230.00 | 512.42 | -      | 47.58  | 1790.00 |
| 辽宁省     | 1314.72 | 9.50   | 228.96 | 48.32  | 1601.50 |
| 广东省     | 920.03  | 210.02 | 405.97 | 51.99  | 1588.01 |
| 云南省     | 853.50  | 472.40 | 147.90 | 93.60  | 1567.40 |
| 湖北省     | 853.00  | 41.00  | 296.66 | 292.34 | 1483.00 |
| 内蒙古自治区  | 970.14  | 182.89 | 267.62 | 55.85  | 1476.50 |
| 河南省     | 1021.60 | 367.47 | 32.25  | 3.57   | 1424.90 |
| 河北省     | 939.45  | 110.74 | 292.29 | 77.52  | 1420.00 |
| 湖南省     | 864.47  | -      | 530.53 | -      | 1395.00 |
| 安徽省     | 883.64  | 249.38 | 102.61 | 58.47  | 1294.10 |
| 陕西省     | 518.71  | 357.31 | 181.30 | 202.68 | 1260.00 |
| 福建省     | 457.10  | 573.82 | 73.56  | 154.52 | 1259.00 |
| 上海市     | 649.00  | 252.00 | 152.00 | 159.00 | 1212.00 |
| 北京市     | 366.35  | 349.71 | 367.88 | 94.06  | 1178.00 |
| 江西省     | 865.36  | 36.00  | 76.64  | -      | 978.00  |
| 广西壮族自治区 | 778.28  | 32.00  | 111.72 | -      | 922.00  |
| 重庆市     | 656.29  | 25.00  | -      | 142.71 | 824.00  |

<sup>1</sup> 在已公开发行地方政府债券中，由于 2015 年安徽省政府一般债券（十~十三期）、2015 年第三批内蒙古自治区政府一般债券、2015 年湖南省政府一般债券（五~八期）未明确当批债券中新增债券发行金额和置换债券发行金额，故文中统计新增债券发行金额时未将上述三批债券考虑在内。

| 发行省市     | 公开发行额度   |         | 定向发行额度  |         | 合计       |
|----------|----------|---------|---------|---------|----------|
|          | 一般债券     | 专项债券    | 一般债券    | 专项债券    |          |
| 黑龙江省     | 624.24   | 59.70   | 102.74  | 5.32    | 792.00   |
| 吉林省      | 473.07   | 133.97  | 76.47   | 81.49   | 765.00   |
| 新疆维吾尔自治区 | 532.00   | 103.00  | 48.00   | -       | 683.00   |
| 山西省      | 443.45   | 137.47  | 12.37   | 16.61   | 609.90   |
| 天津市      | 260.46   | 101.52  | 57.88   | 145.14  | 565.00   |
| 宁波市      | 198.00   | 100.30  | 155.66  | 99.04   | 553.00   |
| 甘肃省      | 356.26   | 108.62  | 7.48    | 10.34   | 482.70   |
| 青海省      | 275.27   | 33.00   | 19.73   | -       | 328.00   |
| 宁夏回族自治区  | 200.83   | 66.18   | 18.08   | 3.91    | 289.00   |
| 青岛市      | 104.00   | 7.00    | 128.19  | 41.82   | 281.00   |
| 大连市      | 122.30   | 66.50   | 43.09   | 46.13   | 278.02   |
| 海南省      | 132.25   | 35.95   | 32.50   | 22.30   | 223.00   |
| 厦门市      | 40.64    | 35.59   | 3.13    | 10.63   | 90.00    |
| 合计       | 23903.95 | 6578.88 | 5112.89 | 2798.90 | 38394.63 |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

## 二、地方政府债券公开发行情况和利差分析

### （一）发行规模统计

2015 年，34 个省市完成了地方政府债券公开发行（未公开发行地方政府债券的省市为西藏自治区和深圳市），发行债券支数合计 168 支，发行金额合计 30482.84 亿元，其中一般债券 23903.95 亿元，专项债券 6578.88 亿元。

图表 2. 2015 年地方政府债券公开发行情况简表

| 债券类别 | 发行数量(支) | 发行金额<br>(亿元) | 发行省份、自治区、直辖市和计划单列市      |
|------|---------|--------------|-------------------------|
| 一般债券 | 103     | 23903.95     | 34 个省市（除西藏自治区和深圳市外）     |
| 专项债券 | 65      | 6578.88      | 33 个省市（除湖南省、西藏自治区和深圳市外） |
| 总计   | 168     | 30482.84     | 34 个省市（除西藏自治区和深圳市外）     |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

在已公开发行地方政府债券的省市中，发行总额排名前五的分别为江苏省、贵州省、四川省、山东省和河南省，上述五个省市已公开发行地方政府债券的金额分别为 2572.17 亿元、2181.42 亿元、1742.42 亿元、1675.20 亿元和 1389.08 亿元。在已公开发行的地方政府债券总额中，新增债券发行金额合计 6355.60 亿元，其中排名前五的发行省市分别为浙江省、四川省、广东省、江苏省和河南省，新增债券发行金额分别为 475.60 亿元、349.00 亿元、333.00 亿元、311.00 亿元和 304.90 亿元。

图表 3. 2015 年各省市地方政府债券公开发行情况表（单位：亿元）

| 发行省市     | 一般债券发行额度 | 专项债券发行额度 | 合计       | 其中：新增债券发行额度 |
|----------|----------|----------|----------|-------------|
| 江苏省      | 2162.92  | 409.25   | 2572.17  | 311.00      |
| 贵州省      | 1397.26  | 784.16   | 2181.42  | 86.00       |
| 四川省      | 1230.00  | 512.42   | 1742.42  | 349.00      |
| 山东省      | 1420.78  | 254.43   | 1675.20  | 266.00      |
| 河南省      | 1021.60  | 367.47   | 1389.08  | 304.90      |
| 浙江省      | 1018.60  | 360.60   | 1379.20  | 475.60      |
| 云南省      | 853.50   | 472.40   | 1325.90  | 209.00      |
| 辽宁省      | 1314.72  | 9.50     | 1324.22  | 83.50       |
| 内蒙古自治区   | 970.14   | 182.89   | 1153.03  | 198.00      |
| 安徽省      | 883.64   | 249.38   | 1133.02  | 172.00      |
| 广东省      | 920.03   | 210.02   | 1130.04  | 333.00      |
| 河北省      | 939.45   | 110.74   | 1050.19  | 235.00      |
| 福建省      | 457.10   | 573.82   | 1030.92  | 173.00      |
| 江西省      | 865.36   | 36.00    | 901.36   | 224.00      |
| 上海市      | 649.00   | 252.00   | 901.00   | 206.00      |
| 湖北省      | 853.00   | 41.00    | 894.00   | 260.00      |
| 陕西省      | 518.71   | 357.31   | 876.02   | 220.00      |
| 湖南省      | 864.47   | -        | 864.47   | 117.00      |
| 广西壮族自治区  | 778.28   | 32.00    | 810.28   | 289.00      |
| 北京市      | 366.35   | 349.71   | 716.06   | 172.00      |
| 黑龙江省     | 624.24   | 59.70    | 683.94   | 192.00      |
| 重庆市      | 656.29   | 25.00    | 681.29   | 162.00      |
| 新疆维吾尔自治区 | 532.00   | 103.00   | 635.00   | 178.00      |
| 吉林省      | 473.07   | 133.97   | 607.04   | 182.00      |
| 山西省      | 443.45   | 137.47   | 580.91   | 223.90      |
| 甘肃省      | 356.26   | 108.62   | 464.88   | 211.70      |
| 天津市      | 260.46   | 101.52   | 361.98   | 93.00       |
| 青海省      | 275.27   | 33.00    | 308.27   | 151.00      |
| 宁波市      | 198.00   | 100.30   | 298.30   | 27.00       |
| 宁夏回族自治区  | 200.83   | 66.18    | 267.01   | 82.00       |
| 大连市      | 122.30   | 66.50    | 188.80   | 23.00       |
| 海南省      | 132.25   | 35.95    | 168.20   | 63.00       |
| 青岛市      | 104.00   | 7.00     | 111.00   | 57.00       |
| 厦门市      | 40.64    | 35.59    | 76.24    | 26.00       |
| 合计       | 23903.95 | 6578.88  | 30482.84 | 6355.60     |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

## （二）债券级别与评级机构分布

从债券级别来看，2015 年公开发行的地方政府债券信用等级均为 AAA 级。

从评级机构分布看，2015 年公开发行地方政府债券的 34 个省市中，由中债资信评估有限责任公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪公司”）和大公国际资信评估有限公司进行评级的省市个数较多，分别为 11 个、8 个和 8 个，剩余省市则由东方金诚国际信用评估有限公司、联合资信评估有限公司和中诚信国际信用评级有限责任公司进行评级。

图表 4. 2015 年地方政府债券公开发行评级机构分布情况

| 评级机构              | 评级对象（省市）                                                        |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 中债资信评估有限责任公司      | 11 个省市（北京市、福建省、广西壮族自治区、湖北省、江苏省、内蒙古自治区、陕西省、四川省、新疆维吾尔自治区、浙江省、重庆市） |
| 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 | 8 个省市（大连市、广东省、贵州省、河北省、江西省、宁波市、山东省、云南省）                          |
| 大公国际资信评估有限公司      | 8 个省市（海南省、河南省、黑龙江省、辽宁省、宁夏回族自治区、青岛市、青海省、天津市）                     |
| 东方金诚国际信用评估有限公司    | 3 个省市（安徽省、甘肃省、山西省）                                              |
| 联合资信评估有限公司        | 3 个省市（湖南省、吉林省、厦门市）                                              |
| 中诚信国际信用评级有限责任公司   | 1 个省市（上海市）                                                      |
| <b>总计</b>         | <b>34 个省市（除西藏自治区和深圳市外）</b>                                      |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

### （三）发行时间分布

从发行时间来看，地方政府债券公开发行时间集中于 6 月份、7 月份、9 月份和 11 月份。

6 月份成功公开发行 23 支地方政府债券，发行金额合计 6044.39 亿元，其中一般债券 5944.11 亿元，专项债券 100.28 亿元。由新世纪公司进行评级的债券 7 支（发行省市分别为山东省、贵州省、河北省（2 支）、广东省、江西省、云南省），发行金额合计 2192.12 亿元。

7 月份成功公开发行 25 支地方政府债券，发行金额合计 4215.83 亿元，其中一般债券 3591.68 亿元，专项债券 624.15 亿元。由新世纪公司进行评级的债券 9 支（发行省市分别为大连市（2 支）、贵州省、宁波市（2 支）、广东省（2 支）、山东省、云南省），发行金额合计 1217.76 亿元。

9 月份成功公开发行 21 支地方政府债券，发行金额合计 4783.19 亿元，其中一般债券 3566.36 亿元，专项债券 1216.83 亿元。由新世纪公司进行评级的债券 7 支（发行省市分别为山东省（2 支）、河北省（2 支）、贵州省、云南省（2 支）），发行金额合计 2161.22 亿元。

11 月份成功公开发行 33 支地方政府债券，发行金额合计 6681.37 亿元，其中一般债券 4483.73 亿元，专项债券 2197.64 亿元。由新世纪公司进行评级的债券 4 支（发行省市分别为贵州省（2 支）、宁波市和大连市），发行金额合计 884.56 亿元。

图表 5. 2015 年 5 月以来各月地方政府债券公开发行情况（单位：亿元）

| 月份          | 发行支数 | 一般债券发行额度 | 专项债券发行额度 | 合计      |
|-------------|------|----------|----------|---------|
| 2015 年 5 月  | 5    | 1341.00  | -        | 1341.00 |
| 2015 年 6 月  | 23   | 5944.11  | 100.28   | 6044.39 |
| 2015 年 7 月  | 25   | 3591.68  | 624.15   | 4215.83 |
| 2015 年 8 月  | 25   | 2007.71  | 852.08   | 2859.79 |
| 2015 年 9 月  | 21   | 3566.36  | 1216.83  | 4783.19 |
| 2015 年 10 月 | 27   | 1874.58  | 1321.28  | 3195.87 |
| 2015 年 11 月 | 33   | 4483.73  | 2197.64  | 6681.37 |
| 2015 年 12 月 | 9    | 1094.78  | 266.62   | 1361.40 |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

#### （四）发行利率与利差<sup>2</sup>统计分析

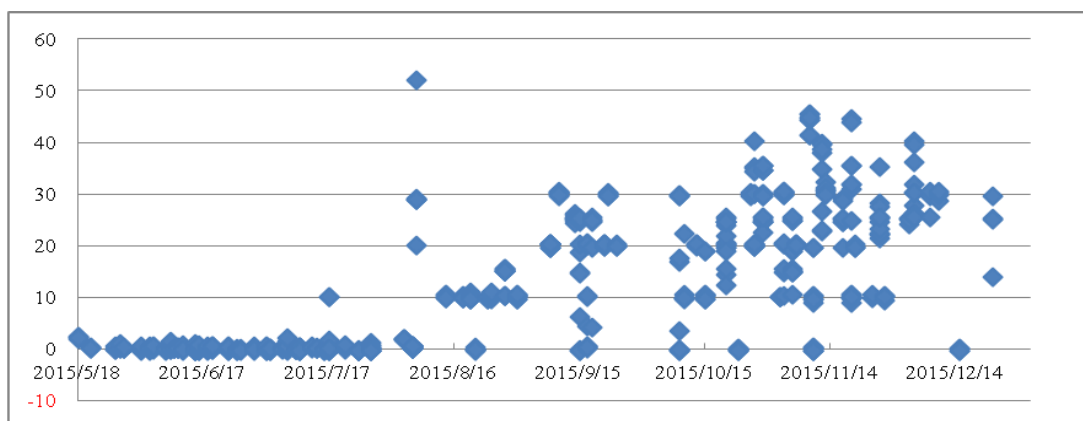
从债券发行利率来看，2015 年 5 月 18 日至 2015 年 8 月 6 日，得益于地方政府债券发行初期供给规模较小、发行与财政存款挂钩以及市场流动性充足等因素，机构投资者认购积极性高，除 2015 年 7 月 17 日发行的第一批湖北省专项债券 7 年期和 10 年期外（15 湖北债 23 和 15 湖北债 24 发行利率均高于发行前五日国债收益率均值 10BP），已公开发行地方政府债券发行利率普遍与发行前五日国债收益率均值持平。

2015 年 8 月 7 日，辽宁债发行出现部分流标后，市场对地方经济财政的关注度增加，在宏观经济下行、转型升级压力加大的大背景下，受商业银行不良贷款率不断上升以及地方政府债券供给压力不断加大的影响，机构投资者对风险的辨识意识增强、对地方政府债券的认购趋于理性，地方政府债券发行利率与国债利差逐渐拉大。以青岛市为开端，2015 年 8 月 14 日（含当日）以来地方政府债券公开发行人利率开始出现分化，不同地区（例如：2015 年 9 月 17 日发行的 2015 年河北省政府一般债券（第二批）和 2015 年浙江省政府一般债券（五~八期））、同一地区不同品种（例如：2015 年 9 月 15 日发行的 2015 年第四批新疆维吾尔自治区政府一般债券和 2015 年第三批新疆维吾尔自治区政府专项债券）、同一地区同一品种不同期限（例如：2015 年 9 月 18 日发行的 2015 年河北省政府专项债券（第二批）三年期和七年期债券）债券发行利率差异明显，并呈现出不同程度上浮状态，上浮空间为高于发行前五日国债收益率均值 0~52BP，利差均值<sup>3</sup>高于前五日国债收益率均值 19BP。

<sup>2</sup> 地方政府债券利差=发行利率-前五日同期限国债收益率均值，新世纪公司定义。

<sup>3</sup> 地方政府债券利差均值=Σ（发行利率-前五日国债收益率平均值）/债券期数，新世纪公司定义。

图 6. 公开发行债券利率与前五日国债收益率均值利差（单位：BP）



资料来源：根据中国债券信息网公开资料整理、绘制

从 2015 年 8 月 14 日（含当日）以来，各省市公开发行地方政府债券利差均值看，由低到高，排名前十的分别为厦门市、上海市、湖北省、浙江省、新疆维吾尔自治区、北京市、山西省、宁波市、广东省、青海省，其中新疆维吾尔自治区、山西省和青海省经济财政实力较弱的省份利差均值较低，而江苏、山东等经济财政实力较强的省份利差均值则较高。由此可见，地方政府债券公开发行利率并非由地方经济、财政综合实力等单一因素决定，而是同时受债务规模、发行时间、发行额度、对应项目盈利能力、地方政府发行谈判能力、财政存款集中度、市场资金情况等多种因素综合影响。

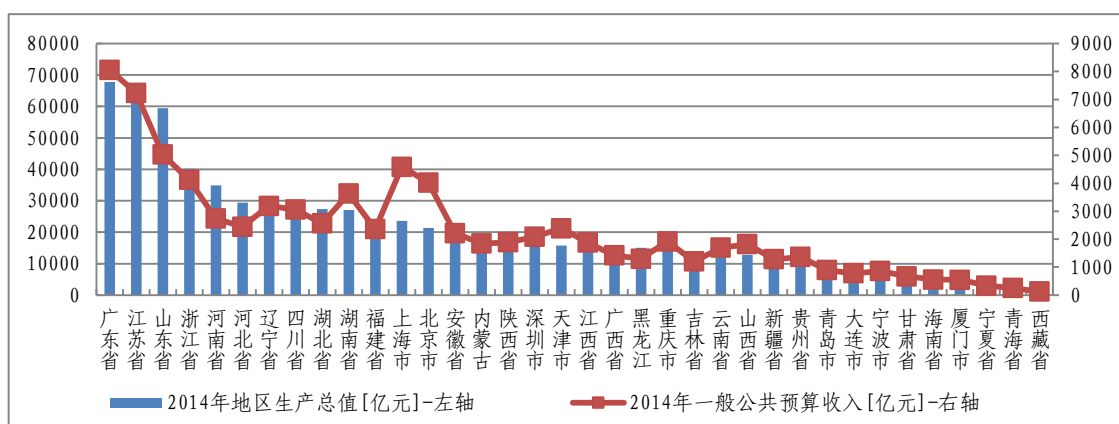
图 7. 2015 年 8 月 14 日（含当日）以来各省市公开发行地方政府债券利差均值<sup>4</sup>

| 序号 | 发行省市     | 利差均值 (BP) | 序号 | 发行省市    | 利差均值(BP) |
|----|----------|-----------|----|---------|----------|
| 1  | 厦门市      | 0         | 18 | 云南省     | 20       |
| 2  | 上海市      | 2         | 19 | 安徽省     | 21       |
| 3  | 湖北省      | 5         | 20 | 江西省     | 21       |
| 4  | 浙江省      | 8         | 21 | 陕西省     | 22       |
| 5  | 新疆维吾尔自治区 | 9         | 22 | 江苏省     | 23       |
| 6  | 北京市      | 10        | 23 | 山东省     | 24       |
| 7  | 山西省      | 10        | 24 | 广西壮族自治区 | 25       |
| 8  | 宁波市      | 11        | 25 | 福建省     | 25       |
| 9  | 广东省      | 11        | 26 | 大连市     | 25       |
| 10 | 青海省      | 13        | 27 | 贵州省     | 25       |
| 11 | 青岛市      | 16        | 28 | 辽宁省     | 29       |
| 12 | 天津市      | 17        | 29 | 宁夏回族自治区 | 29       |
| 13 | 河北省      | 17        | 30 | 四川省     | 30       |
| 14 | 甘肃省      | 19        | 31 | 黑龙江省    | 31       |
| 15 | 湖南省      | 20        | 32 | 内蒙古自治区  | 33       |
| 16 | 海南省      | 20        | 33 | 吉林省     | 35       |
| 17 | 河南省      | 20        | -  | -       | -        |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

<sup>4</sup> 2015 年重庆市共计公开发行地方政府债券 3 批，发行日期分别为 2015 年 6 月 2 日和 2015 年 8 月 4 日，发行利率均紧贴发行前五日国债收益率均值，利差均值情况不在图 7 中反映。

图表 8. 2014 年各省市 GDP 及一般公共预算收入情况



资料来源: Wind 资讯

### 三、地方政府债券定向发行情况和利差分析

2015 年, 34 个省市完成了定向发行地方政府债券, 债券支数合计 116 支, 其中定向发行一般债券 61 支, 定向发行专项债券 55 支。发行金额合计 7911.79 亿元, 其中定向发行一般债券 5112.89 亿元, 定向发行专项债券 2798.90 亿元。

图表 9. 地方政府债券定向发行情况简表

| 债券类别 | 发行数量 (支) | 发行金额 (亿元) | 发行省份、自治区、直辖市和计划单列市                            |
|------|----------|-----------|-----------------------------------------------|
| 一般债券 | 61       | 5112.89   | 32 个省市 (除四川省、重庆市、西藏自治区和深圳市外)                  |
| 专项债券 | 55       | 2798.90   | 30 个省市 (除广西壮族自治区、湖南省、青海省、新疆维吾尔自治区、西藏自治区和深圳市外) |
| 总计   | 116      | 7911.79   | 34 个省市 (除西藏自治区和深圳市外)                          |

资料来源: 根据中国债券信息网公开资料统计、整理

在已定向发行地方政府债券的省市中, 发行总额排名前五的为浙江省、江苏省、湖北省、湖南省和北京市, 上述五个省市已定向发行地方政府债券金额分别为 864.40 亿元、621.83 亿元、589.00 亿元、530.53 亿元和 461.94 亿元。

图表 10. 各省市地方政府债券定向发行情况表 (单位: 亿元)

| 发行省市 | 一般债券发行额度 | 专项债券发行额度 | 合计     |
|------|----------|----------|--------|
| 浙江省  | 386.25   | 478.15   | 864.40 |
| 江苏省  | 423.69   | 198.15   | 621.83 |
| 湖北省  | 296.66   | 292.34   | 589.00 |
| 湖南省  | 530.53   | -        | 530.53 |
| 北京市  | 367.88   | 94.06    | 461.94 |
| 广东省  | 405.97   | 51.99    | 457.96 |
| 陕西省  | 181.30   | 202.68   | 383.98 |

| 发行省市     | 一般债券发行额度 | 专项债券发行额度 | 合计      |
|----------|----------|----------|---------|
| 河北省      | 292.29   | 77.52    | 369.81  |
| 内蒙古自治区   | 267.62   | 55.85    | 323.47  |
| 山东省      | 270.88   | 47.91    | 318.80  |
| 上海市      | 152.00   | 159.00   | 311.00  |
| 辽宁省      | 228.96   | 48.32    | 277.28  |
| 宁波市      | 155.66   | 99.04    | 254.70  |
| 云南省      | 147.90   | 93.60    | 241.50  |
| 福建省      | 73.56    | 154.52   | 228.08  |
| 天津市      | 57.88    | 145.14   | 203.02  |
| 青岛市      | 128.19   | 41.82    | 170.00  |
| 贵州省      | 58.84    | 109.74   | 168.58  |
| 安徽省      | 102.61   | 58.47    | 161.08  |
| 吉林省      | 76.47    | 81.49    | 157.96  |
| 重庆市      | -        | 142.71   | 142.71  |
| 广西壮族自治区  | 111.72   | -        | 111.72  |
| 黑龙江省     | 102.74   | 5.32     | 108.06  |
| 大连市      | 43.09    | 46.13    | 89.22   |
| 江西省      | 76.64    | -        | 76.64   |
| 海南省      | 32.50    | 22.30    | 54.80   |
| 新疆维吾尔自治区 | 48.00    | -        | 48.00   |
| 四川省      | -        | 47.58    | 47.58   |
| 河南省      | 32.25    | 3.57     | 35.82   |
| 山西省      | 12.37    | 16.61    | 28.99   |
| 宁夏回族自治区  | 18.08    | 3.91     | 21.99   |
| 青海省      | 19.73    | -        | 19.73   |
| 甘肃省      | 7.48     | 10.34    | 17.82   |
| 厦门市      | 3.13     | 10.63    | 13.76   |
| 合计       | 5112.89  | 2798.90  | 7911.79 |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

从发行时间来看，地方政府债券定向发行时间集中于8月份和10月份。

图表 11. 2015 年 6 月以来各月地方政府债券定向发行情况（单位：亿元）

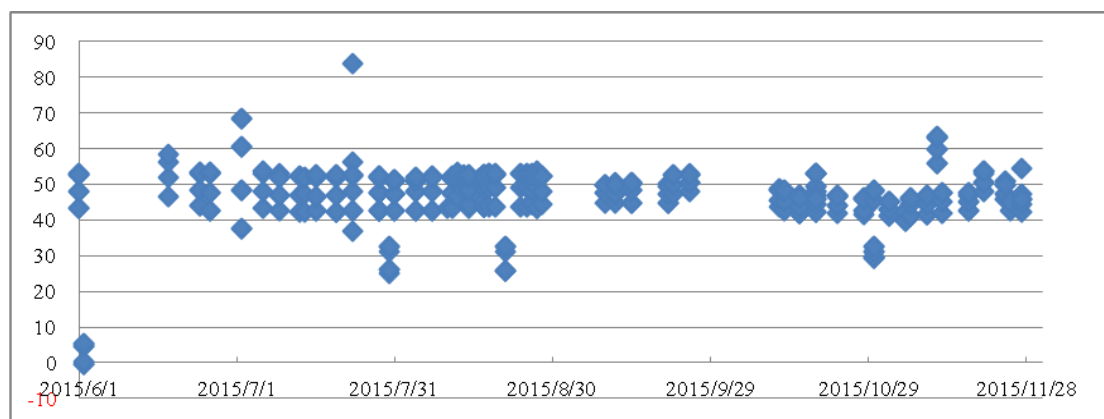
| 月份          | 发行支数 | 一般债券<br>发行额度 | 专项债券<br>发行额度 | 合计      |
|-------------|------|--------------|--------------|---------|
| 2015 年 6 月  | 9    | 910.20       | 441.05       | 1351.25 |
| 2015 年 7 月  | 23   | 840.01       | 539.51       | 1379.52 |
| 2015 年 8 月  | 32   | 1151.49      | 791.90       | 1943.39 |
| 2015 年 9 月  | 11   | 526.56       | 128.01       | 654.56  |
| 2015 年 10 月 | 19   | 1101.63      | 525.61       | 1627.24 |
| 2015 年 11 月 | 22   | 583.00       | 372.82       | 955.82  |
| 2015 年 12 月 | 0    | -            | -            | -       |

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

从债券发行利率来看，定向发行地方政府债券利率大多高于前五日国债收益率均值 40~60BP，利差均值高于发行前五日国债收益率均值 47BP，利差最大值高于发行前五日国债收益率均值 84BP（15 安徽债 07），利差最小值与发行前五日国债收

益率均值持平（15 河北债 05、15 河北债 06 和 15 河北债 07）。

图表 12. 定向发行债券利率与发行前五日国债收益率均值利差（单位：BP）



资料来源：根据中国债券信息网公开资料整理、绘制

# 全国各省市经济财政实力及债务分析

张雪宜 王静茹 李叶/文

2014 年以来，我国经济运行进入“新常态”，经济增速从高速增长转向中高速增长。由于自身资源禀赋、产业结构、发展战略等的差异，各地区经济综合实力、财力状况呈现分化格局。自 2010 年以来，为解决基础设施建设及改善民生等资金需求，我国地方政府性债务规模逐年较快增长，虽然总体债务风险可控，但也呈现出部分地区债务负担较重、债务偿还依赖土地出让收入等问题。

## 一、区域经济综合实力

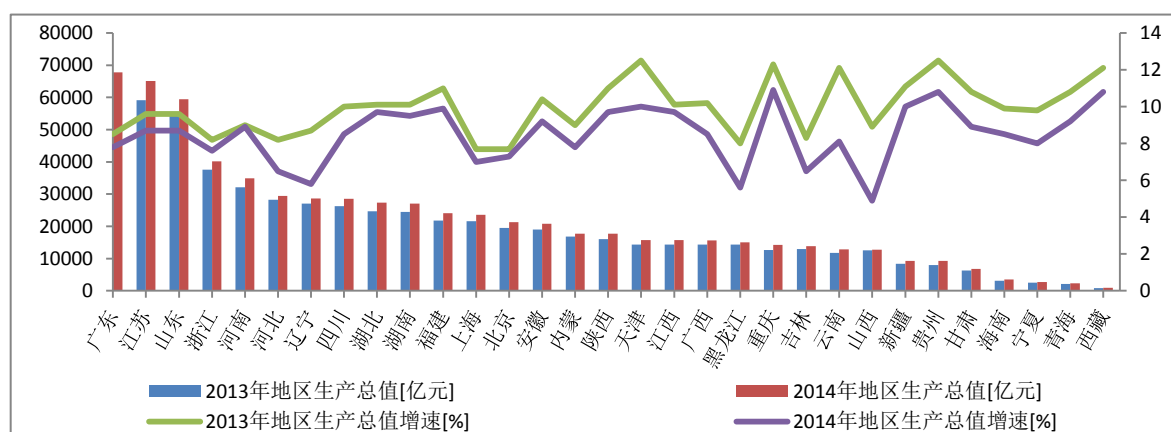
在全球经济景气度偏低以及国内经济结构深度调整的大环境下，我国经济步入“新常态”，经济增速从高速增长转向中高速增长，经济发展方式从规模速度型转向质量效益型，经济结构从增量扩能为主转为调整存量为主，经济发展动力也从传统增长点转向新的增长点。2014 年以来，我国经济整体运行平稳，但在外需疲软、内需回落、工业产能过剩、房地产周期性调整等因素影响下，经济面临下行压力。2014 年实现国内生产总值 636139 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.3%，增速较 2013 年回落 0.4 个百分点。2015 年以来，在世界经济复苏不及预期和国内行业深度调整的严峻形势下，全国经济下行压力持续加大。经初步核算，2015 年前三季度国内生产总值 487774 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%。分产业看，第一产业增加值 39195 亿元，同比增长 3.8%；第二产业增加值 197799 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 250779 亿元，同比增长 8.4%。

基于自身资源禀赋、产业结构、发展战略等的差异，我国各区域经济呈现分化格局。东部沿海地区对外开放程度高，产业结构调整相对领先，已经步入工业化后期，经济总量总体领先，且第三产业占比较高；中西部地区处于工业化阶段，仍以第二产业为主，产业结构持续调整，承担着东部产业转移的重任，而且西部地区大多省份对能源、矿产等资源型工业较为依赖。东北地区作为我国重要的老工业基地，以钢铁、水泥、石化、汽车、装备等传统产业为支柱产业，产业发展以投资拉动、政府主导为主要特征。

从各省市经济增速来看，全国延续着多年来“东慢西快”的格局。但由于多数中西部地区省份在全国经济增速换挡期中结束了两位数增长势头，中西部地区快于东部地区的幅度逐渐收窄。而且在中西部地区内部分化日渐明显，过度依赖于重工业和资源类的省份在经济转型中承压较大。2014 年全国共有 25 个省市经济增速达到 7.3%或以上，重庆市以 10.9%的增速居全国第一；山西、黑龙江、辽宁、河北、吉林、上海等 6 地经济增速低于全国水平，其中山西省以 4.9%的增速垫底。从近期

公布的 2015 年前三季度各地区 GDP 数据来看，20 个省市依然实现 8% 或以上的增长率。其中，重庆、贵州、西藏、天津、江西、福建实现了 9% 或以上的增长，半数处于西部地区；而上海、北京、河北、吉林、黑龙江、山西、辽宁在前三季度的增速低于全国 6.9% 的平均水平以及全年 7% 的经济增长目标，其中辽宁、山西以低至 2.7% 和 2.8% 的增速分居倒数第一和第二位。

图表 1. 2013-2014 年全国各地区 GDP 及增速对比（单位：亿元，%）



资料来源：2013-2014 年各地区统计公报，新世纪评级整理

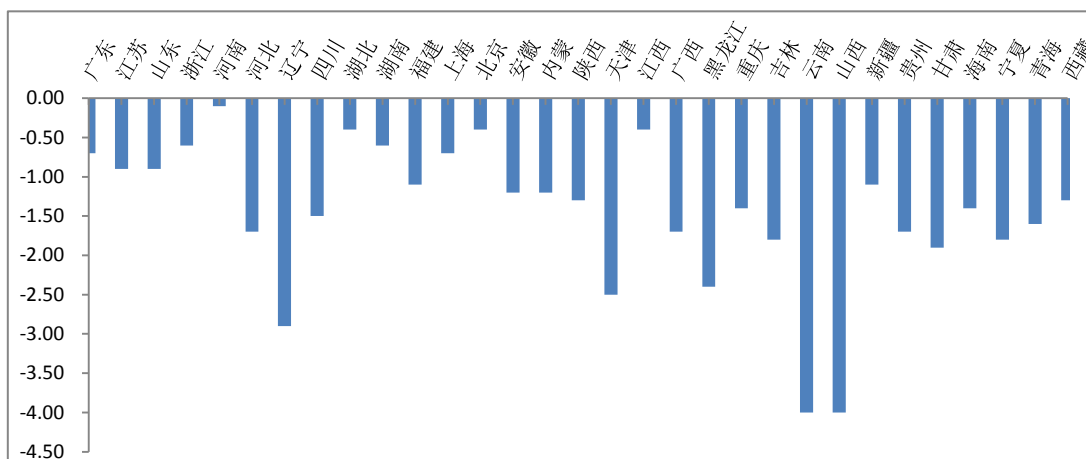
东北地区是我国重要的传统工业基地，产业结构以单一的重化工业为主，产业发展以投资拉动、政府主导为主要特征。在经济下行压力下，投资密集、工业拉动、产能扩张的增长模式难以为继，加之体制机制较为僵硬，体制改革及技术创新等难度较大，产业转型升级进度缓慢。2014 年以来，东北地区经济出现崖断式的下跌，2015 年前三季度辽宁、黑龙江、吉林经济增速分列全国倒数第一、第三和第四。未来东北地区经济面临较大的稳增长、调结构压力。

中西部地区仍处于工业化阶段，增长空间较大，由于投资在经济中仍占有主导地位，中西部地区经济增速明显领先东部地区，具有显著的后发优势。在东部产业向中西部地区转移过程中，受益于产业集群以及产业结构调整，中西部地区经济发展较快。2014 年安徽、青海、湖南、湖北、江西、福建、天津、重庆、新疆、西藏等省份经济增速均超过 9%。但受产能过剩、国际市场需求萎缩、环保监管措施趋严等因素影响，能源、矿产、重化及相关配套行业面临巨大的经营压力，尤其是 2014 年以来全球大宗商品价格大幅度持续走低，国内中上游行业步入寒冬，中西部地区中资源依赖型大省受到巨大冲击，经济增速快速下跌。如，受国内煤炭进口规模增大、煤价持续低位等因素影响，2014 年山西省经济增速仅为 4.9%，较上年下滑 4.0 个百分点，在全国排名末位。云南、内蒙古、河北等长期过度依赖资源能源的省份经济增长的驱动力明显减弱，经济增速均出现较大幅度的下滑。2014 年，云南省经济增速为 8.1%，较上年下滑 4 个百分点。河北省虽经济总量居全国第六，但经济增速仅为 6.5%，较上年回落 1.7 个百分点，同时也低于全国平均水平 0.8 个百分点。

整体来看，中西部地区中资源类大省在全国经济下行压力加大的形势下，面临相对更大的经济转型升级压力。

相比东北地区经济崖断式下跌、中西部地区经济增速内部分化，我国东部地区产业结构调整进度相对领先，第三产业占经济总量的比重较高，服务业成为增长动力，经济受工业增速放缓的负面影响较小。2014 年，上海市 GDP 增长率为 7%，第三产业增加值占全市生产总值的比重达到 64.8%，创新发展的金融业成为其第三产业增长的核心驱动力。江苏省传统产业和现代服务业并举，区域创新能力较强，2014 年 GDP 增长率为 8.7%，高于全国平均水平 1.4 个百分点。浙江省民营经济发达、产业本土化程度高、创新能力强，2014 年 GDP 增长率为 7.6%，增速呈小幅下行趋势，但 2015 年前三季度增速回升至 8.0%。广东省作为外向型经济大省，对周边地区的经济增长具有较强辐射作用，而且随着经济方式转变和结构调整，内生创新力量对经济发展的新引擎作用已经显现，2014 年全省实现 8.5% 的经济增速，高于全国平均水平 1.2 个百分点。

图表 2. 全国各地区 2014 年 GDP 增速与上年比较 (单位: %)



资料来源：2013-2014 年各地区统计公报，新世纪评级整理

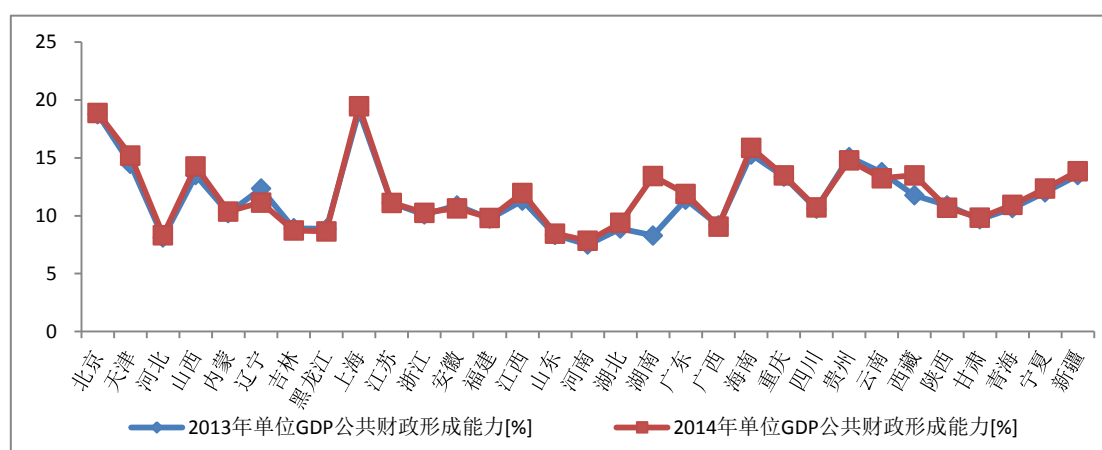
## 二、区域财政实力

地方财政实力与当地经济发展水平、产业结构以及财政汲取能力高度相关。在各地产业结构各异、经济增速分化的背景下，全国各地地方财政实力延续分化的格局。

受产业结构调整、工业增长放缓、进口大宗商品价格下滑、房产及土地市场景气度偏低等因素影响，我国财政收入总体由高速增长转为中低速增长。2014 年，全国一般公共预算收入 140350 亿元，较上年增加 11140 亿元，增速下滑至 8.6%，是自 1991 年后首次跌入个位。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入 75860 亿元，增长 9.9%。

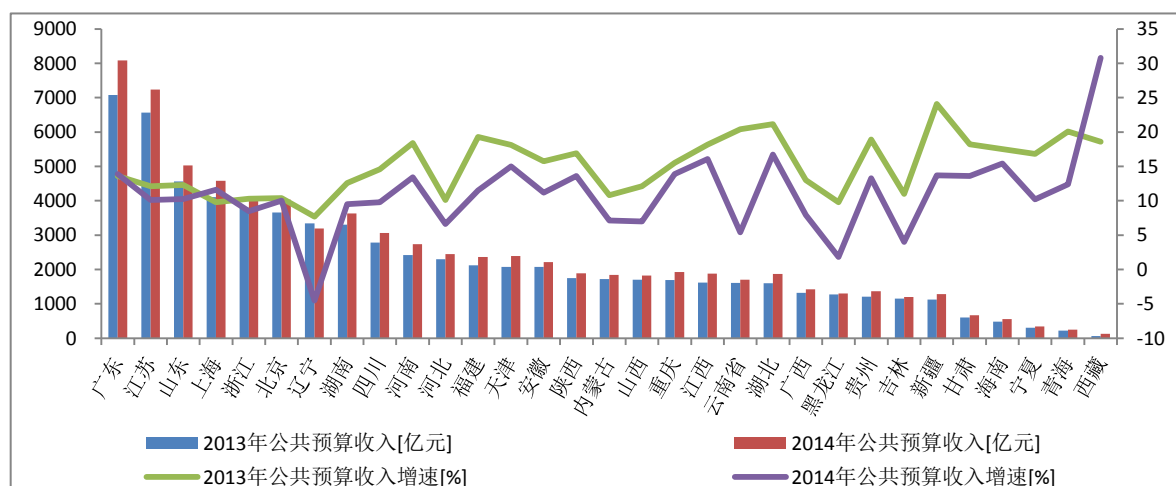
分区域来看，西藏、湖北、江西、海南、天津、重庆、广东、新疆等地区增速相对较快，广西、内蒙古、山西、河北、云南、吉林、辽宁等地区增速较低。部分区域受制于经济增长速度下滑趋势，一般公共预算收入增速大幅下滑，低于全国地方政府一般公共预算收入平均增速，主要是辽宁、黑龙江、吉林、内蒙、山西等省份。其中，辽宁出现负增长，黑龙江省增速仅为 1.8%。另外西安、陕西、广西、云南、新疆等 5 省份经济增速虽高于全国平均水平，但受经济结构偏重于重化工业和资源类，一般公共预算收入增速大幅下降。经济增速较高的西藏、天津、湖北、海南等区域，一般公共预算收入增速均维持在较高水平，增速超过 14%，其中，西藏达到 30.78%；北京、上海两地经济发展较为成熟，在第三产业的支撑下，一般公共预算收入增速仍高于全国平均水平。

图表 3. 2013-2014 年全国各地区单位 GDP 公共财形成能力<sup>1</sup>



资料来源：2013-2014 年各地区统计公报、预算执行报告，新世纪评级整理

图表 4. 2013-2014 年各地区一般公共预算收入及增速对比（单位：亿元，%）

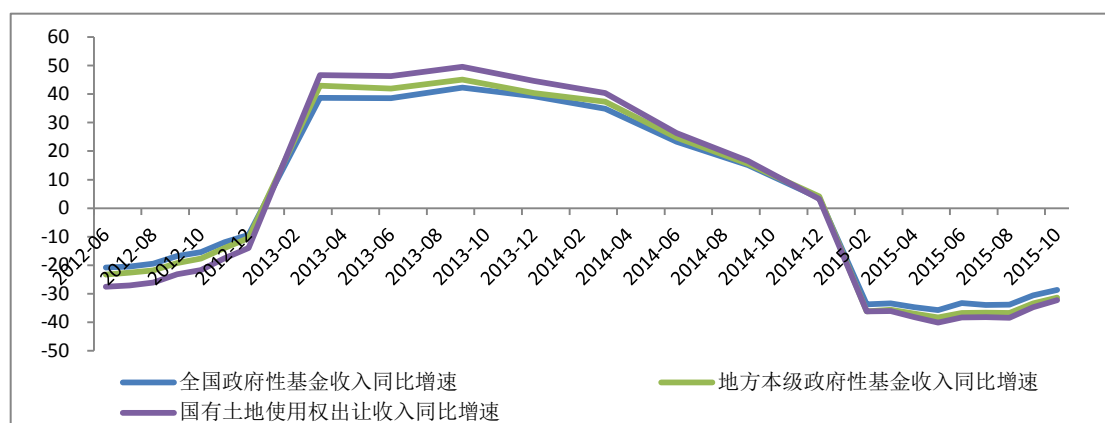


资料来源：2013-2014 年各地区预算执行报告，新世纪评级整理

<sup>1</sup> 单位 GDP 公共财形成能力=一般公共预算收入/地区生产总值

受房地产市场和土地市场景气度下滑影响，2014 年全国政府性基金收入增速快速下滑，2015 年 1-10 月呈现负增长状态。2014 年全国政府性基金收入 54093 亿元，同比增长 3.49%，增速较上年下降 35.76 个百分点。其中：中央政府性基金收入为 4097 亿元，同比下降 3.3%，地方政府性基金收入为 49996 亿元，同比增长 4.10%，增速较上年下降 36.20 个百分点。其中，国有土地使用权出让收入 42606 亿元，同比增长 3.2%。据财政部近期发布的数据显示，2015 年 1-10 月，全国政府性基金预算收入 30472 亿元，比去年同期下降 28.6%，同口径下降 24.1%。中央政府性基金预算收入 3376 亿元，增长 3.5%，同口径增长 8.1%。地方本级政府性基金预算收入 27096 亿元，下降 31.3%，同口径下降 26.8%，其中国有土地使用权出让收入 23043 亿元，同比减少 10936 亿元，下降 32.2%。

图表 5. 政府性基金收入月度累计同比增速情况（单位：%）

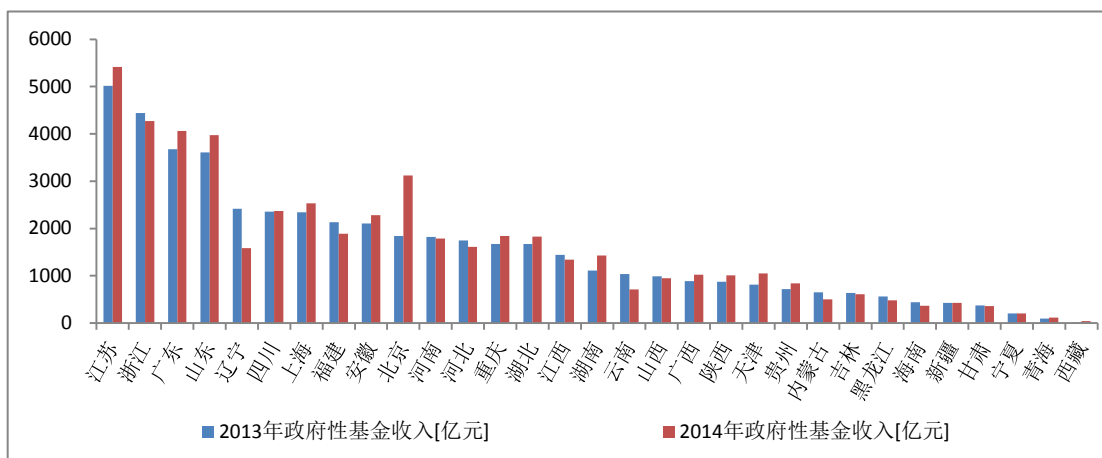


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于房地产市场景气度呈现区域性差异，各区域政府性基金收入在规模与增速上均表现出较大差异。从规模看，以 2014 年排序，江苏、浙江、广东、山东、北京、上海、四川、安徽、重庆等经济大省和经济发达地区位居前列；新疆、青海、甘肃、宁夏、内蒙古、海南、山西、广西、贵州等中西部省份居后。从增速看，在房地产行业去库存调整阶段中，部分省份地方政府性基金收入出现负增长。2014 年，辽宁、云南、浙江、福建、内蒙古、河北、山西、江西、黑龙江、吉林等 14 个省份政府性基金收入较 2013 年出现不同程度下降。其中，辽宁、山西、河北等区域国有土地出让面积和溢价率均较低，政府性基金收入降幅最为明显；位于中西部区域的河南、甘肃、宁夏、云南、江西、新疆等地区，因以三线及以下城市为主，房地产刚性需求小，受房企在去化压力下投资开发动力持续不足影响，土地成交面积和成交溢价率显著走低，地方政府性基金收入增速亦出现下降。北京、上海、广东、江苏、山东等东部经济发达省份以一二线城市为主，城市所集聚的资源、人口能够持续稳定增长，形成相对稳定的住房刚需，加之改善性住房需求旺盛，在国家多重利好的房产政策刺激下，一二线城市房地产受政策提振作用较为显著，土地出让面积稳中有升。因此，东部经济发达地区因政府性基金收入基数较大，虽存在增速下滑趋势，

但整体仍保持增长态势。

图表 6. 2013-2014 年全国各地区政府性基金收入情况（单位：亿元）



资料来源：2013-2014 年各地区预算执行报告，新世纪评级整理

### 三、地方政府债务负担

地方政府举借政府性债务在促进我国经济社会发展、加快基础设施建设和改善民生等方面具有重要作用。2010 年以来，地方政府性债务规模逐年较快增长，其中中央政府性债务的可控度相对较高，债务风险主要集中在地方政府层面。2012 年以来，地方政府融资平台类企业融资规模也大幅增加，主要集中于经济较为发达的苏、浙、粤等地，与地方政府性债务区域分布基本吻合。2015 年我国地方政府债务限额锁定为 16 万亿元，预计债务率为 86%，总体风险可控，但也呈现出部分地区债务负担较重、债务偿还依赖土地出让收入等问题。

#### （一）地方政府性债务规模、结构和债务率分析

国家审计署分别于 2011 年 3 月至 5 月、2013 年 8 月至 9 月对政府性债务情况进行了审计，其中 2013 年的审计较为全面，首次覆盖了中央、省、市、县、乡五级政府。根据审计署公告的《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，我国各级政府负有偿还责任的债务 20.70 万亿元，负有担保责任的债务 2.93 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 6.65 万亿元，加总合计 30.27 万亿元<sup>2</sup>。从政府层级看，第一类债务主要分布于中央、市级和县级，第二类债务主要分布于省级和市级，第三类债务主要分布于中央、省级和市级。

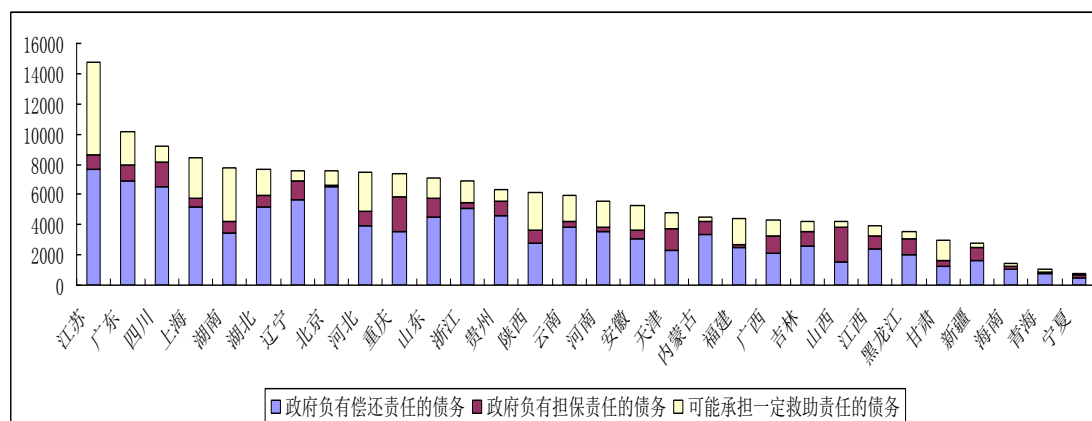
<sup>2</sup> 在全国政府性债务审计结果中，政府性债务分为政府负有偿还责任的债务（以下简称“第一类债务”）、政府负有担保责任的债务（以下简称“第二类债务”）和政府可能承担一定救助责任的债务（以下简称“第三类债务”）三类。其中，第一类债务是指需由财政资金偿还的债务，政府及其组成部门是法律意义上的负债主体，属于“政府债务”；第二类债务是指由政府提供担保，当某个被担保人无力偿还时，政府需承担连带责任的债务；第三类债务是指债务人为公益性项目举借、由非财政资金偿还、政府不负有法律偿还责任，但当债务人出现偿债困难时，政府可能需给予一定救助的债务。第二及第三类债务由债务人以自身收入偿还，正常情况下无需政府承担偿债责任，属“政府或有债务”。

具体从地方层级来看，截至 2013 年 6 月末全国地方政府第一类债务为 10.86 万亿元，第二类债务为 2.67 万亿元，第三类债务为 4.34 万亿元。与 2011 年全国地方性债务审计结果相比，以上三类债务较 2010 年末水平的增幅分别为 62.21%、14.07% 和 159.91%，增长主要体现在第一类和第三类债务。2010 年以来以政府及其组成部门为负债主体的融资比例基本保持稳定，维持在 60% 左右；政府负有担保责任的债务占比由 22% 降至 15%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务占比由 16% 上升至 24%。在两次审计的新增融资中，三类债务的占比分别为 58%、4% 和 38%。这说明，政府明确负有担保责任债务仅占 4%，更多的是政府可能承担一定救助责任的或有债务，包括了地方政府通过国有独资或控股企业、自收自支事业单位等新的举债主体和通过 BT、垫资施工、融资租赁和集资等新的举债方式为公益性项目举借，且由非财政资金偿还的债务。上述现象都意味着这种模棱两可的担保形式变得越来越重要。

从各省地方政府债务规模来看，截至 2013 年 6 月末，最高的依次为江苏、广东、四川和上海，四省（市）债务水平已超过 8000 亿元；湖南、湖北、辽宁、北京、河北、重庆、山东、浙江、贵州、陕西次之，债务水平在 6000 至 8000 亿元之间；云南、河南、安徽、天津、内蒙古、福建、广西、吉林和山西，债务水平在 4000 至 6000 亿元之间；江西、黑龙江、甘肃、新疆、海南、青海和宁夏，债务水平小于 4000 亿元。

江苏省合计债务规模最大，达到 1.48 万亿，其中第一类债务 7635.72 亿元，第三类债务 6155.85 亿元，两项数据均为各省最大。广东省合计债务亦超过 1 万亿，位列次席，距江苏有较大差距，主要是广东省第三类债务为 2212.88 亿元，远小于江苏。宁夏回族自治区合计债务为 791.00 亿元，债务规模为 30 省中最小。

图表 7. 各省地方政府债务规模和类型（截至 2013 年 6 月末）（单位：亿元）

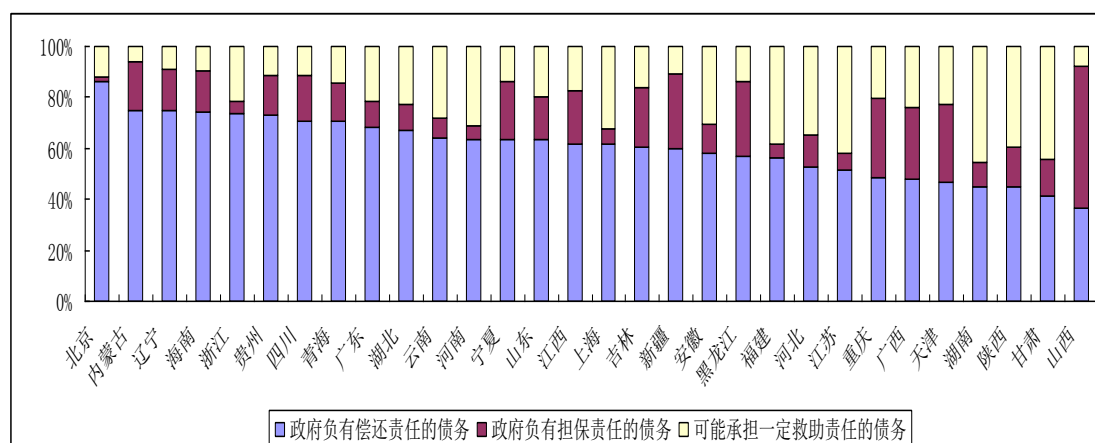


资料来源：各省审计局地方债务审计结果公告，新世纪评级整理

从各省地方政府债务类型来看，截至 2013 年 6 月末，30 省地方政府债务中第

一类债务占比最高的三省为北京、内蒙古和辽宁，分别达 86%、75%和 75%；第二类债务占比最高的三省为山西、重庆和天津，分别达 56%、31%和 31%；第三类债务占比最高的三省为湖南、甘肃和江苏，分别达 46%、45%和 42%，各地债务类型结构差异较大。

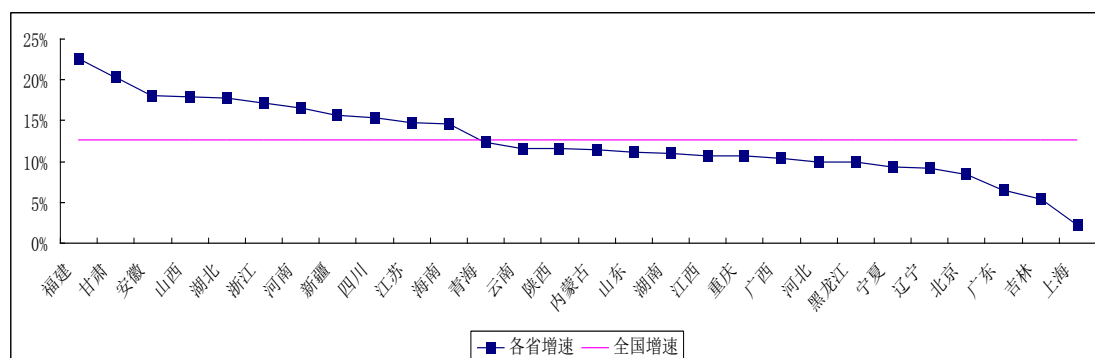
图表 8. 各省政府债务类型占比（截至 2013 年 6 月末）（单位：%）



资料来源：各省审计局地方债务审计结果公告，新世纪评级整理

从各省地方政府债务增速来看，截至 2013 年 6 月末，全国政府债务余额比 2012 年末增长 9.02%，其中中央增长 4.21%，地方债务增长 12.62%。具体对 28 省<sup>3</sup>地方政府债务进行比较，福建、甘肃、安徽、山西、湖北、浙江、河南、新疆和四川等九省政府债务余额增速超过 15%，其中福建和甘肃超过 20%；黑龙江、宁夏、辽宁、北京、广东、吉林和上海等七省政府债务余额增速低于 10%，其中上海仅为 2.32%，债务余额增速为 28 省中最慢。

图表 9. 各省政府债务增速（截至 2013 年 6 月末）（单位：%）



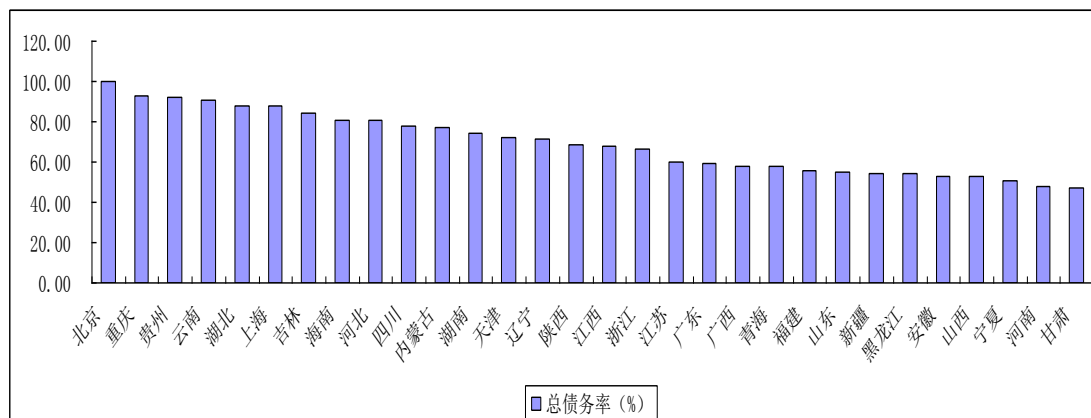
资料来源：各省审计局地方债务审计结果公告，新世纪评级整理

从地方政府总债务率来看，截至 2012 年末，北京最高，总债务率高达 99.86%，

<sup>3</sup> 由于天津和贵州未公布 2012 年底地方债务数据，故未纳入增速比较。

重庆、贵州、云南次之，以上四省各地总债务率超过 90%；湖北、上海、吉林、海南和河北，五省各地总债务率均高于 80%；四川、内蒙古、湖南、天津、辽宁、陕西、江西、浙江和江苏，九省各地总债务率位于 60~80%之间；而河南和甘肃总债务率相对较低，分别为 48.01%和 46.99%。

图表 10. 2012 年末各省地方政府总债务率（单位：%）



资料来源：各省审计局地方债务审计结果公告，新世纪评级整理

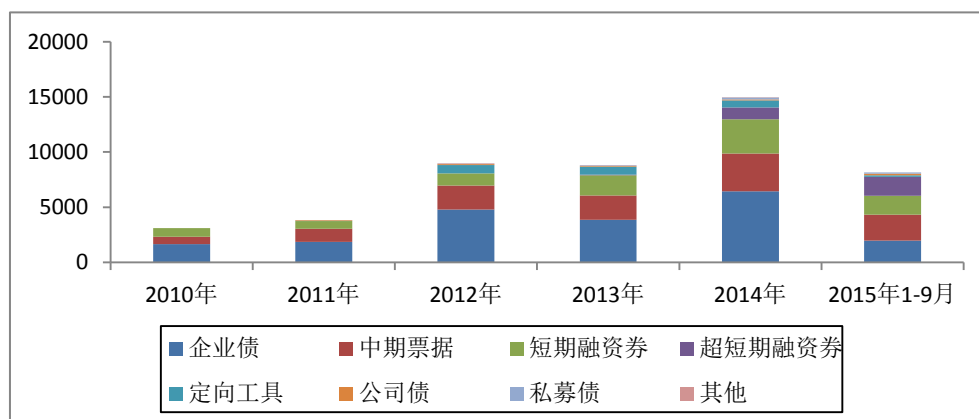
2013 年 6 月以来，全国地方政府债务规模仍呈快速扩张态势。2015 年 3 月起，全国人大预算工委成立调研组，在全国各地开展实地专题调研，并于日前公布了《全国人民代表大会常务委员会预算工作组关于地方政府债务管理工作情况的调研报告》（以下简称“调研报告”）。根据调研报告，截至 2014 年末，全国地方政府债务（即审计口径中政府负有偿还责任的债务）余额为 15.4 万亿元；地方政府或有债务余额 8.6 万亿元，其中政府负有担保责任的债务 3.1 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 5.5 万亿元，加总合计为 24.0 万亿元。以上三类债务较 2013 年 6 月末的分别增长 41.80%、16.10%和 26.73%，第一类债务规模增长较快。第一类债务占比由 2013 年 6 月末的 60.77%上升为 64.17%。据财政部初步测算，2014 年末地方政府债务的债务率为 86%，低于 100%的风险警戒线，总体上风险可控。

## （二）地方政府融资平台类企业公开债券发行情况

2010 年至 2015 年 9 月末，我国地方政府融资平台类企业已累计发行城投类债券共计 4394 期，发行金额累计 47838.21 亿元。分年度看，2010-2014 年及 2015 年 1-9 月城投类债券发行金额分别为 3118.50 亿元、3829.40 亿元、8960.80 亿元、8810.30 亿元、14970.01 亿元和 8149.20 亿元，2010-2014 年发行金额的复合增长率为 48.02%，其中 2012 年和 2014 年发行金额较上年出现爆发式增长，增长率分别为 134.00%和 69.91%；2015 年来，主要受国务院 45 号文及其相关政策的影响，城投类债券发行量和发行金额较上年出现明显下滑。

城投类债券的种类主要为企业债、中期票据和短期融资券。其中，企业债是城投债中发行量和发行金额最高的券种。2010 年至 2015 年 9 月末，企业债累计发行 1743 期，占比为 36.67%，累计发行金额为 20588.60 亿元，占比为 43.04%；中期票据累计发行 1017 期，占比为 23.15%，累计发行金额为 11977.80 亿元，占比为 25.04%；短期融资券累计发行 929 期，占比为 21.14%，累计发行金额为 9271.50 亿元，占比为 19.38%。

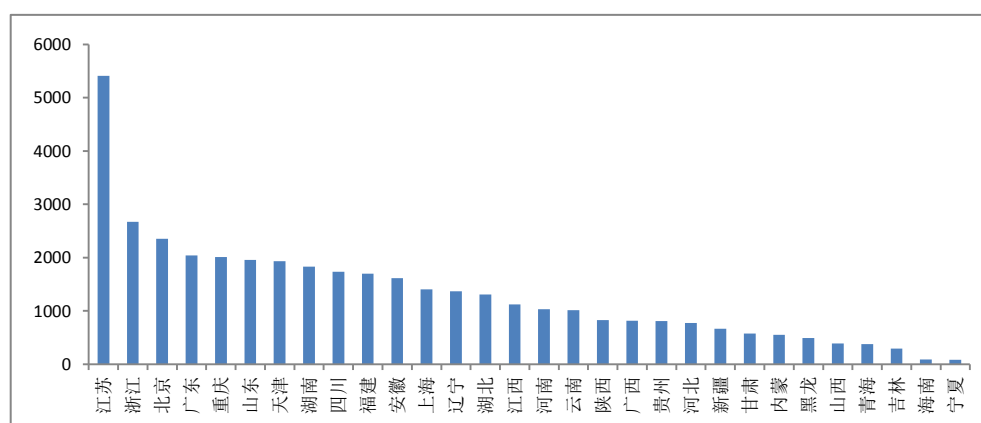
图表 11. 2010 年以来地方政府融资平台城投类债券发行规模（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从各地区城投类债券存量来看，城投类债券余额主要集中于江苏省、浙江省、广东省以及直辖市等经济较为发达地区，债券余额前十的地区占比为 60.23%，集中程度较高。宁夏、海南、吉林、青海以及山西等省份债券余额较少，其中宁夏和海南债券余额不足百亿。

图表 12. 城投类债券余额区域分布情况（截至 2015 年 9 月 30 日）（单位：亿元）



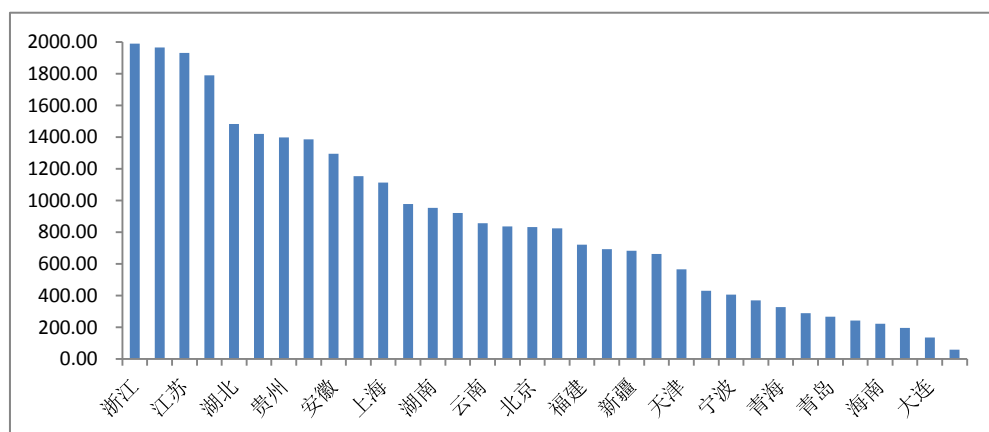
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### （三）地方政府债券发行情况

2014 年 8 月，新《预算法》赋予了地方政府适度举债权限，明确了通过发行地方政府债券举债的唯一性，并将我国各级地方政府发行的债券纳入全面预算管理，规范了地方政府债务管理。2015 年 5 月以来，随着地方政府债券紧密发行，地方政府性债务规模已十分庞大。

截至 2015 年 10 月末，全国 34 个省市（含计划单列市）已完成公开和发行地方政府债券，已发行债券支数合计 220 支，发行金额合计 29396.04 亿元，其中公开发行人地方政府债券金额合计 22440.08 亿元，定向发行地方政府债券金额合计 6955.96 亿元。在已发行债券各省市中，发行总额排名前五位的分别为浙江省、山东省、江苏省、四川省和湖北省，上述五个省市发行地方政府债券总额分别为 1990.00 亿元、1966.00 亿元、1931.00 亿元、1790.00 亿元和 1483.00 亿元。

图表 13. 截至 2015 年 10 月末各省市地方政府债券发行情况（单位：亿元）



资料来源：中国债券信息网，新世纪评级整理

## 2015 上半年各省份财政收入数据简评

张雪宜/文

据《第一财经日报》统计，截至 2015 年 7 月末，已有 30 个省份<sup>1</sup>（直辖市、自治区）披露了 2015 年上半年财政收支数据。经济新常态下，各省份上半年财政收入增速分化趋势明显，大多数省市保持正常增长，而辽宁、山西等四省份出现负增长，呈现了冰火两重天的景象。

从上半年财政收入的绝对数值来看，广东、江苏和上海分列前三，分别为 4613 亿元、4129 亿元和 3213 亿元，除此之外，上半年财政收入超过 2000 亿元的省份还包括山东、浙江、北京等。从上半年财政收入的增速来看，增速达两位数的省份包括西藏、上海、北京、江西、重庆、湖北、广东、陕西、天津、江苏和湖南，其中西藏以 23% 的增速领跑；增速为个位数但实现正增长的省份为 16 个，包括安徽、山东、甘肃、海南、宁夏、浙江、内蒙古、广西、福建、贵州、河北、云南、吉林等；而辽宁、山西、新疆、青海财政收入则呈现负增长，辽宁更以 -22.7% 的增速垫底。

受产业结构调整、工业增长放缓、进口大宗商品价格下滑、房产及土地市场景气度偏低等因素影响，我国财政收入总体由高速增长转为中低速增长。2015 年上半年，全国一般公共预算收入完成 79600 亿元，较上年同期增长 6.6%，同口径增长 4.7%。分区域来看，地区间分化明显，广东、江苏、上海、山东等地财政收入水平领先，长江经济带沿线主要城市收入增速靠前，如上海、江苏、江西、湖北、湖南、重庆等地上半年财政收入增幅均超过 10%，但资源依赖型省份山西、传统重工业基地辽宁等地财政收入则呈现负增长。

我国东南部沿海地区产业结构调整进度相对领先，第三产业占经济总量的比重较高，服务业成为增长动力，区域财力受工业增速放缓的负面影响较小。2015 年上半年，上海市财政收入完成 3213 亿元，同比增长 13.1%，据上海市财政局分析，当期来自第三产业的财政收入增长 14.5%，占收入总量的 80%。而在第三产业中，金融业、信息服务业、租赁和商务服务业的财政收入的同比增幅分别为 56.2%、29.5% 和 17.9%，对财政收入增量的贡献率近 70%。广东省上半年财政收入完成 4613 亿元，同比增长 11.9%，增速也位居全国前列，其中深圳市财政收入同比增长 23.2%，拉高了全省增幅，而这一高速增长也主要是得益于以金融业为主的现代服务业带来的收入增长。江苏省上半年财政收入完成 4129 亿元，同比增长 10.5%。高端服务业的发展也已成为江苏财政收入增长的重要动力，同期全省租赁和商务服务业、金融业增速分别达到 35.8% 和 31.6%，是服务业税收增长主力，同时交通运输仓储及邮政业、信息传输计算机服务和软件业税收同比增幅也超过 10%。浙江省上半年财政收

<sup>1</sup> 黑龙江省尚未公布。本文中财政收入指一般公共预算收入。

入完成 2710 亿元，同比增长 7.5%，增速虽不达两位数，但高于全国平均增速，省内电信、互联网及相关服务、软件和信息技术及文化服务等产业发展迅速，“互联网+”和文化服务贸易的发展为全省经济与财政收入的增长带来较大潜力。

中西部省份的产业结构调整虽在持续进行，但现阶段仍以第二产业为主。由于产业税源结构单一，资源型工业、房地产等传统税源占据主导地位、新兴税源较少，相关地区财政收入更易受重点行业环境变化冲击的影响。面对我国经济下行压力，化解过剩产能、加快转型升级成为题中之义。而目前我国两大产能过剩行业——钢铁以及煤炭，行业经营压力持续加大，企业的减收及亏损对区域财力的负面影响凸显。这使得同样位于中西部的省份在 2015 年上半年的财力表现不尽相同。如，当期煤炭大省山西财政收入完成 925 亿元，同比减少 7.8%，其中税收收入出现了分系统、分税种、分行业的全面减收；而江西省财政收入完成 1166.7 亿元，增长 16.3%，当期工业、房地产税收缓慢回升，金融、建筑、批发零售等行业对税收增长的贡献继续提升。

东北地区以钢铁、水泥、石化、汽车、装备等传统产业为支柱，产业发展以投资拉动、政府主导为主要特征。而在经济下行压力下，投资密集、工业拉动、产能扩张的增长模式的可持续性受到挑战，较僵硬的体制机制在面对外部环境冲击时略显反应迟缓及创新不足。受限于有限的存量资源、较为滞缓的产品升级以及计划经济体制的遗留影响，加之在以前年度高基数的对比下，2015 年上半年辽宁、黑龙江、吉林经济增速分列全国倒数第一、第三和第四，财政收入增长乏力，甚至出现负增长。同期吉林省、辽宁省财政收入同比增幅分别为 0.9% 和 -22.7%，其中尤以辽宁省减收明显，省内金融和汽车制造业税收连续三个月负增长，房地产、采矿等行业税收持续不景气。

2014 年 5 月以来，我国首次试点地方政府债券自发自还，并对《预算法》进行了修订、对财政管理体制进行了改革、对地方政府债务实行限额管理。一般及专项地方债券偿债资金安排分别纳入一般公共预算和政府性基金预算。因此，地方政府财政状况是地方政府债券信用分析的重要因素。地方财政总收入决定了地方政府财政的实力，并且与当地经济发展水平和产业结构高度相关。在各地产业结构分化、财政收入增长各异的背景下，不同地区的政府债券呈现不同的信用特征。东南部沿海地区产业转型升级启动时间较早，结构调整的效果逐步显现，经济呈现新常态下重质、平稳发展态势，财政收入水平及质量较高；中西部地区发展依然主要依靠投资及工业，基础设施投资及产业投资的推进也能够促进传统、高新技术及新兴产业间的结构调整，中西部省份财力易受产业布局影响，但未来增长潜力较大；东北地区经济发展具有资源依赖性特征，且传统重工业占比偏高，现阶段增长动力有限，财政面临减收压力，现阶段财政支出质量、以及未来产业转型升级进展、市场机制的培育将对当地政府债务偿付能力产生重要影响。

新世纪评级根据中国债券信息网公开资料统计，截至 2015 年 7 月 31 日，32 个省市已完成公开发行政府债券，债券支数合计 53 支，其中第一批一般债券 32 支，第二批一般债券 8 支，第三批一般债券 1 支，第一批专项债券 12 支，发行金额合计 1.16 万亿元。地方政府债券募集资金主要用于保障性安居工程和普通公路建设等公益性项目，或转贷市县级政府，部分地区也用于支持特色产业发展和偿还债务本息。公益性项目建设、特色产业发展的资金投向在推动社会经济增长和发展的同时，也有助于促进本地财政收入的增加；存量债务置换的资金投向有助于减轻政府的利息负担，这都将进一步提升本地财政对债务的偿付保障程度。

## 2015 年政府性基金收入分析

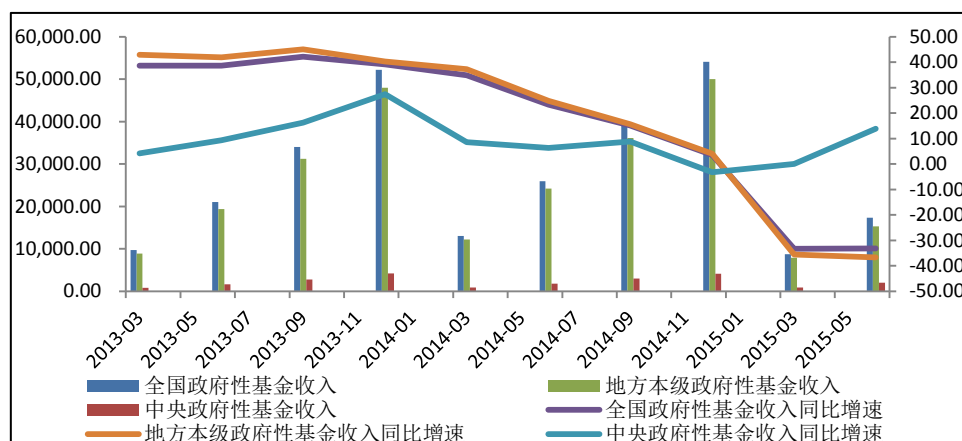
王静茹/文

财政部公布的全国 2015 年上半年财政收支数据显示, 2015 年 1-6 月, 全国政府性基金预算收入累计实现 17340 亿元, 较上年同期下降 33.2%, 扣除 11 项政府性基金转列一般公共预算的影响, 同口径下降 29.5%。其中, 中央政府性基金预算收入 2016 亿元, 同比增长 13.8%, 同口径增长 18.4%, 较上年同期 6.3% 的增幅有明显改善; 地方本级政府性基金预算收入 15324 亿元, 同比下降 36.7%, 同口径下降 33.1%, 较去年同期增幅回落超过 60 个百分点。

### 一、全国政府性基金收入增速在经历 2014 年的连续下滑后, 2015 年已呈现趋稳态势

自 2014 年初, 房地产市场进入调整阶段以来, 全国国有土地使用权出让收入增速快速下滑, 与之相应, 全国政府性基金收入同比呈现逐季回落态势。2014 年第一季度, 全国政府性基金收入累计同比增长 34.9%, 而至第四季度, 该比率仅为 3.5%。2015 年第一季度, 全国政府性基金收入增速持续下滑, 呈现负增长, 同比下降 35.6%。第二季度, 全国政府性基金收入同比下降 33.2%, 较上一季度回升 2.4 个百分点。总体来看, 2015 年上半年全国政府性基金收入增速已呈现趋稳态势 (图表 1)。

图表 1. 政府性基金收入季度累计及同比增速情况 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

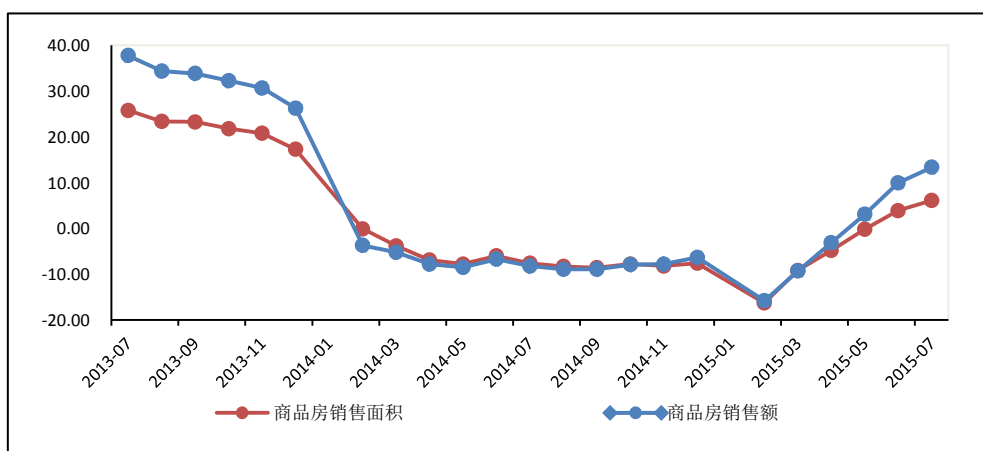
### 二、2015 年上半年房地产行业出现回暖

在多重利好政策刺激下, 自住和改善性住房需求得到一定释放, 2015 年上

半年房地产行业出现回暖，一线城市受新政的提振作用较之二、三线城市更为显著。

2015 年 1-2 月，房地产市场整体延续着 2014 年的回落态势。3 月份，央行、住建部、银监会联合下发个人住房贷款新政，财政部、税务总局联手出台二手房营业税新规。在五部委密集组合出拳后，多地政府纷纷出台一系列托市政策，房地产市场迎来回暖契机。2015 年第一季度，商品房销售面积 18254 万平方米，同比下降 9.2%，商品房销售额 12023 亿元，同比下降 9.3%。至第二季度末，商品房累计销售面积 50264 万平方米，同比增长 3.9%，上半年累计销售面积增速实现同比转正，主要是受 6 月销售快速增长的拉动；商品房销售额 34259 亿元，同比增长 10.0%，增速较第一季度提升 29.3 个百分点。这表明宽松的房产政策提升了居民购置房屋的意愿，自住和改善性住房需求得到一定释放，房产新政对市场的利好作用已有所体现。数据显示，2015 年上半年全国房地产销售金额的增速明显快于销售面积的增速，则表明在以一线城市为主的重点城市中政策作用体现更为显著，而二、三线城市受新政的提振作用有限。这主要是因为以一线城市为主的重点城市所集聚的资源、人口能够持续稳定的增长，由此形成相对稳定的住房刚需，加之改善性住房需求旺盛，重点城市对政策刺激的敏感度较大。

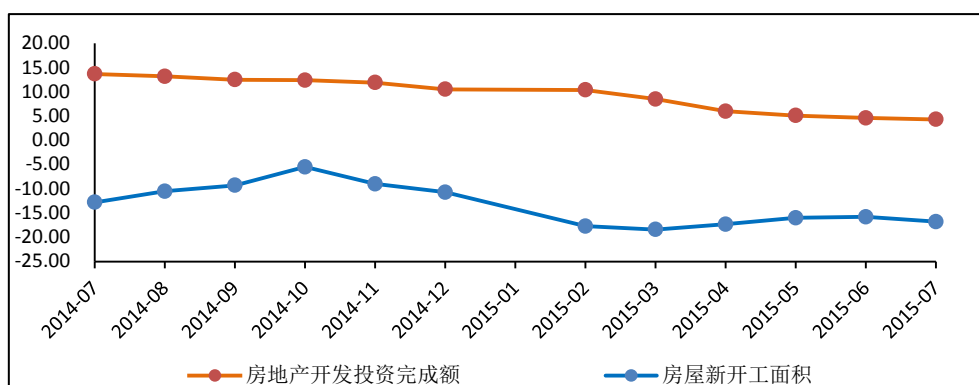
图表 2. 全国商品房累计销售面积及销售额同比增速情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

虽然在宽松的政策环境下，全国房地产销售整体情况持续向好，但房地产开发企业投资仍较为谨慎，房地产开发投资增速持续回落，新开工面积同比呈现负增长。2015 年 1-6 月，全国房地产开发投资金额为 443955 亿元，同比增长 4.6%，增速较 1-5 月份回落 0.5 个百分点，回落幅度收窄。2015 年 6 月单月房地产投资金额同比增长 3.4%，较 5 月提升 1 个百分点。2015 年 1-6 月，全国房地产新开工面积 6.75 亿平方米，同比下降 15.8%，降幅较 1-5 月缩窄 0.2 个百分点。表明短期内商品房销售的快速增长对新开工的带动并不明显。预计，在销售持续向好的拉动下，房企的库存将会下降至合理水平，房地产投资或将逐步企稳。

图表 3. 房地产开发投资额及新开工面积累计同比增速情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

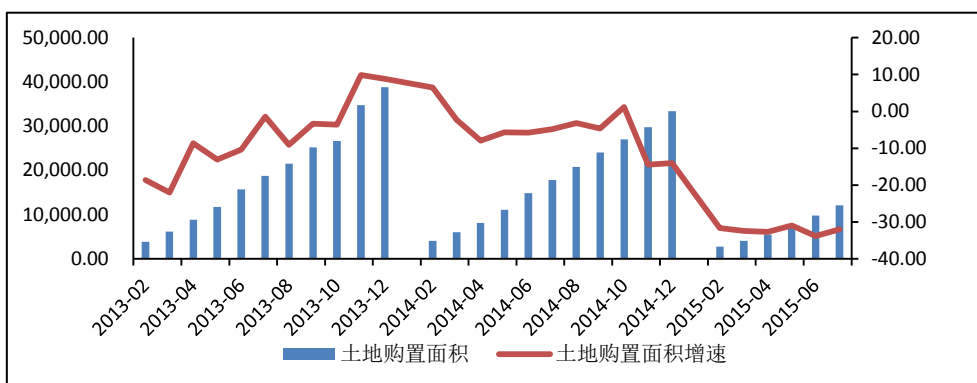
### 三、预计 2015 年下半年土地市场成交量和成交价格下降幅度收窄

土地市场成交量和成交价格均呈下降趋势, 复苏相对滞后, 但预计 2015 年下半年, 随房产销售逐步向好、库存压力逐渐消化, 房地产投资或将逐步企稳, 土地市场的成交量及成交价格降幅将逐步收窄。

受房企投资开发动力持续不足、前期高库存以及储备用地规模高位的影响, 全国土地市场景气低迷, 全国土地出让面积和出让价格均出现大幅下滑。2015 年 1-6 月, 房地产开发企业土地购置面积为 9799.74 万平方米, 同比下降 33.8%, 与上年同期相比回落 28 个百分点。1-6 月, 土地成交价款为 2866.4 亿元, 同比下降 28.9%, 较去年同期回落 37.9 个百分点。

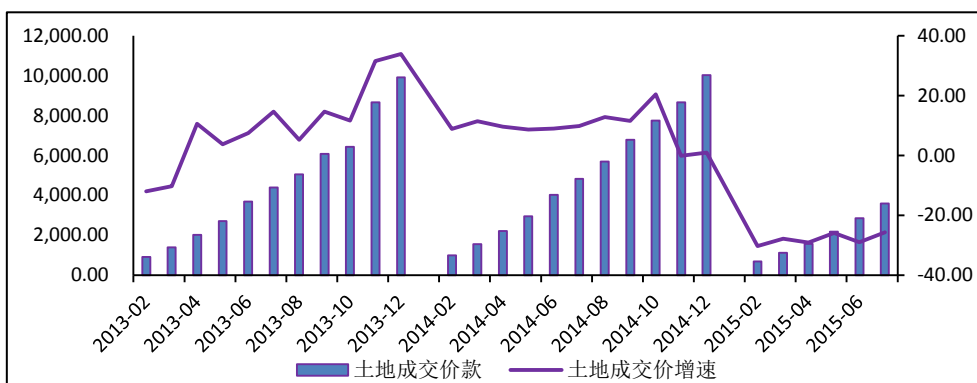
但从历史数据来看, 房地产销售面积增速一般领先土地购置面积增速约 6 个月, 房地产销售的回暖趋势或将滞后传递至土地市场。从国家统计局最新公布的 7 月份数据显示, 1-7 月份, 房地产开发企业土地购置面积 12113 万平方米, 同比下降 32.0%, 降幅比 1-6 月份收窄 1.8 个百分点; 土地成交价款 3593 亿元, 下降 25.6%, 降幅收窄 3.3 个百分点。降幅收窄趋势已见端倪。

图表 4. 土地购置面积及累计同比增速情况 (万平方米, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

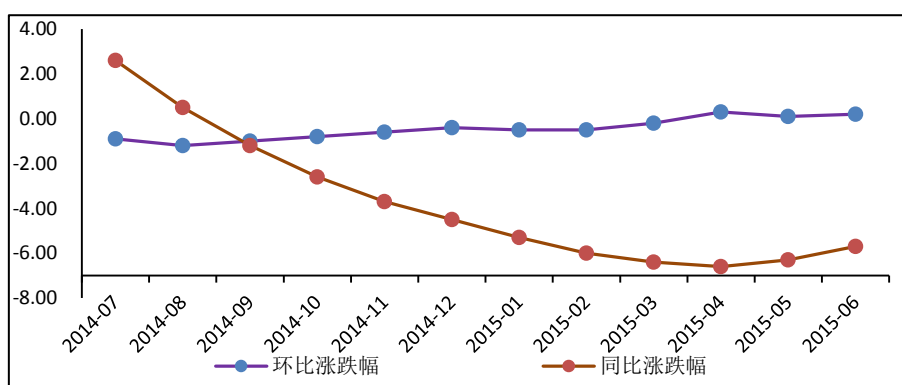
图表 5. 土地成交价款及累计同比增速情况 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从全国 70 个大中城市新建商住房价格趋势来看, 2015 年第一季度房价略有下跌, 第二季度随着房产销售逐渐回暖, 房价小幅回升, 上半年全国房价总体保持稳定。据统计, 2015 年 1-6 月国有土地使用权出让收入累计 13043 亿元, 同比减少 8085 亿元, 虽然同比下降 38.3%, 但较 1-5 月份同比降幅收窄 1.8 个百分点, 其中, 6 月单月同比下降 27.5%, 表明国有土地使用权出让收入有所改观, 降幅渐收。

图表 6. 全国 70 个大中城市新建商住房价格同/环比涨跌幅 (%)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

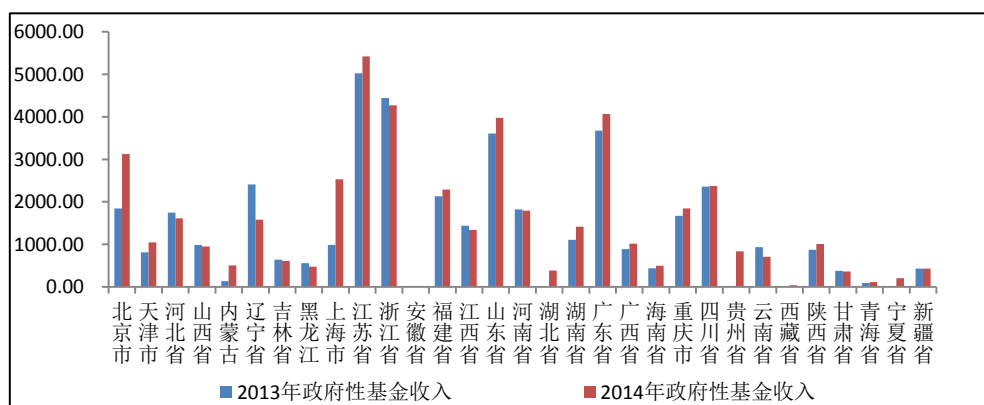
#### 四、政府性基金收入将随土地市场的逐步复苏降幅收窄

随土地市场的逐步复苏，政府性基金收入也将随之降幅收窄并趋稳，但区域分化现象将较为明显。

在土地成交量和成交价格降幅逐步收窄的带动下，预计 2015 年下半年全国政府性基金收入总体保持稳定，延续降幅收窄趋势。同时，由于各区域房地产市场对政策刺激的反应程度不一，不排除一些区县等地方政府性基金收入下降的可能。

从 2013-2014 年各省市政府性基金收入公开数据来看，部分省份在房地产行业去库存调整阶段中，地方政府性基金收入已出现下滑迹象。其中，辽宁、云南、河北、吉林、黑龙江、浙江等省份下滑明显。

图表 7. 全国各省市 2013-2014 年政府性基金收入比较 (亿元)



注：安徽、湖北、贵州、西藏、宁夏等省份部分政府性基金数据未公布

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 五、地方政府平台企业债券信用值得关注

房地产市场及土地市场低迷，导致对土地财政依赖度高的地方政府财政收入出现滑坡，对相关平台企业的资金支持也出现下降，从而导致了企业信用等级下调，建议地方政府在推进当地房地产市场和土地市场复苏的过程中更要加强地方债务风险管理。

地方政府财政状况是城投债信用分析的重要因素，对财政收入状况或将恶化的区县等地方政府，其城投公司的债务风险需要特别关注。据新世纪评级统计，2015 年 1-7 月，18 家城投公司主体评级调低，其中 5 家系主体级别调低，13 家系评级展望调整为负面，而地方政府实力状况恶化、财政自给能力不足是多家城投公司主体级别调低因素之一。因城投公司筹集的资金大多用于基础设施建设项目，而此类项目通常周期较长、盈利能力较差的特点，难以形成较好的现金流，难有足够的营业

利润保障债务利息偿付，其债务大多依赖政府补贴或土地出让金返还来偿还。在经济增速趋缓、结构性减税、普遍性降费以及土地财政模式弱化的背景下，一些地方城投公司的债务风险需要受到关注。

因此，建议地方政府加强地方债务（包括纳入预算管理的城投债）组织管理能力，推进内控制度建设步伐，把地方债务风险控制在局部较小的范围，避免因局部财政收支风险可能演化为的系统风险。

总体而言，房地产行业景气度低迷引致土地需求疲软，从而使得国有土地使用权出让收入大幅缩水；2015 年上半年，在多重利好政策刺激下，房地产行业出现回暖迹象；面对较大的去库存压力，房地产开发商购置土地及新开工意愿较低，土地市场复苏不明显；预计 2015 年下半年，土地市场的成交量及成交价格的降幅将随房地产投资逐步企稳而逐步收窄；政府性基金收入也将随之趋稳，但区域分化现象将较为明显；受财政资金支持度下降影响，部分城投平台类企业信用质量下滑，建议地方政府在推进当地房地产市场和土地市场复苏的过程中更要加强地方债务风险管理。