



兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2023 年第 6 期总第 130 期 · 宏观研究

复苏动能减弱下再看省内区域债务风险

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

李庆 邹干 白玉 李子玲

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602 室

2023 年 7 月 7 日

更多精彩敬请关注

兴泰季微信公众号



内容摘要：

- ◆ 从居民端来看，社零增速有所回落，呈以下特征：一是服务消费仍是居民首选；二是社交属性产品消费有所退潮；三是耐用商品消费有所分化，汽车产业表现突出，地产链相关产品表现不佳。
- ◆ 从投资端来看，2023 年 1-5 月，民间投资固定资产投资完成额同比下降 0.1%，远低于 1-5 月固定资产投资增长（+4%）；房产投资来看，粗略估算 5 月新增开工面积 8503 万平方米，仅为去年同期的 70% 左右。
- ◆ 出口段来看：积压订单逐步消化，海外需求不振导致出口有所回落。2023 年 5 月美元计价出口同比下降 7.5%（4 月为 +8.5%）。
- ◆ 经济复苏放缓下，政府债务恐持续扩张，风险有所提高。从 2022 年数据来看，省内多个地市债务高企，增速突出：从宽口径政府债务来看，省内共有 12 个地市债务率高于 500%，其中阜阳、蚌埠两市债务率高于 700%；从城投债务变动来看，多数地市城投债务增长率在 50% 以上。后续平台类业务开展应注意风险防范。

复苏动能减弱下再看省内区域债务风险

在管控放松刺激效应退潮后，消费、投资、出口三架马车马力有所衰退，4月、5月经济数据出现连续下滑。外部影响来看，为抑制通胀营造的持续高息环境叠加紧张的国际局势，导致出口动能有回落；内部动能来看，疫情对居民资产负债表的负面影响尚未消退，在“大消费品”刺激不足、房产低迷的环境下，需求不振影响企业盈利，进而降低民间投资意愿。

复苏动能衰退最终将影响财政收入，在经济增长放缓、政府信用存债高企的环境下，对省内各级政府财政收入与债务情况进行详尽分析，有利于对业务风险进行更好的把控。

一、复苏动能衰退的具体表现

（一）居民端：社零增速有所回落

5月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，受基数抬高的部分影响，增速较 4 月有所回落。分项来看，总体消费表现呈以下特征：一是**服务消费仍是居民首选**，餐饮收入同比增长 35.1%，增速有所放缓，但仍明显好于商品消费（yoy+10.5%）；二是**社交属性产品消费有所退潮**，化妆品（+11.70%）、金银珠宝（+24.4%）等前期疫情放开受益明显的品类，同比增速回落明显；三是**耐用商品消费有所分化**，汽车类（+24.2%）在基数同比提高下延续强势表现，通讯器材（+27.4%）在基数提高下增速有所扩大，消费恢复逐步向大类商品传导，但地产链商品增长持续低迷，家用电器和音响器材类同比增长仅 0.1%、建筑及装潢材料同比降幅扩大至 14.6%。在于居民收入恢复有限的环境下，短期内商品消费仍将维持弱势复苏的局面。

表 1 社会消费品零售总额同比增长

指标名称	2023/05 (%)	2023/04 (%)	2022/05 (%)	2022/04 (%)
社会消费品零售总额	12.70	18.40	-6.70	-11.10
其中：除汽车以外的消费品零售额	11.50	16.50	-5.60	-8.40
其中：餐饮收入	35.10	43.80	-21.10	-22.70

其中：商品零售	10.50	15.90	-5.00	-9.70
按消费类型分				
粮油、食品类	-0.70	1.00	12.30	10.00
饮料类	-0.70	-3.40	7.70	6.00
烟酒类	8.60	14.90	3.80	-7.00
服装鞋帽针纺织品类	17.60	32.40	-16.20	-22.80
化妆品类	11.70	24.30	-11.00	-22.30
金银珠宝类	24.40	44.70	-15.50	-26.70
日用品类	9.40	10.10	-6.70	-10.20
体育、娱乐用品类	14.30	25.70	-0.90	-12.70
家用电器和音像器材类	0.10	4.70	-10.60	-8.10
中西药品类	7.10	3.70	10.80	7.90
文化办公用品类	-1.20	-4.90	-3.30	-4.80
家具类	5.00	3.40	-12.20	-14.00
通讯器材类	27.40	14.60	-7.70	-21.80
石油及制品类	4.10	13.50	8.30	4.70
汽车类	24.20	38.00	-16.00	-31.60
建筑及装潢材料类	-14.60	-11.20	-7.80	-11.70

数据来源：wind

CPI 走势或表明消费倾向有所改变。同比来看，交通和通信项降幅最大（-3.9%，去年同期基数高占一定原因），教育文化和娱乐升幅最大（+1.7%）；环比来看，仅衣着（除去医疗和其他项）实现正增长（+0.4%）。从今年以来的持续变化趋势来看，教育文化和娱乐项上涨趋势最为明显，这或许反映了疫情在损害居民收入的同时，也对消费观念产生了一定影响——“成家立业”的传统观念部分被“及时行乐”所取代。

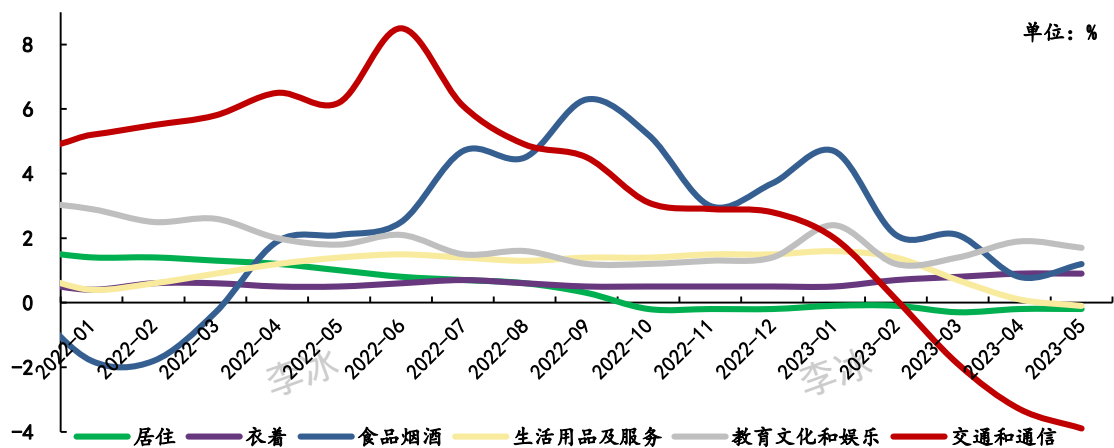


图 1 CPI 同比变化

数据来源：wind

单位：%

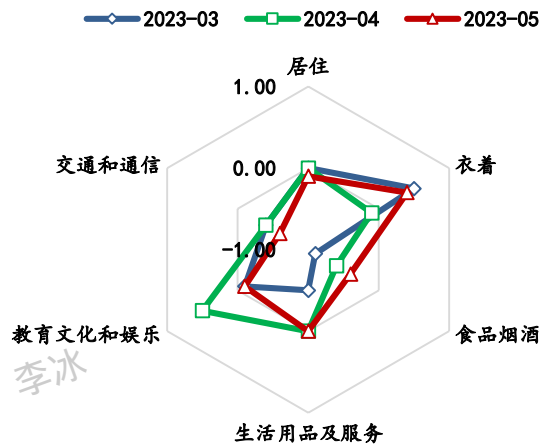


图 2 CPI 环比变化

数据来源：wind

（二）投资端：利润表现不佳损害投资信心

1、固定资产投资：民间投资信心尚未恢复

工业生产利润表现不佳。1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%。营收方面，国有控股企业、股份制企业营收实现轻微增长；利润方面股份制(-20.4%)、私营(-21.3%)降速更快；亏损方面(1-4月)，私营(+14.5%)、股份制(+10.7%)亏损比例同比增速明显高于国有企业和外商企业。整体来看，复苏动能衰退对私营和股份制企业经营影响更大。

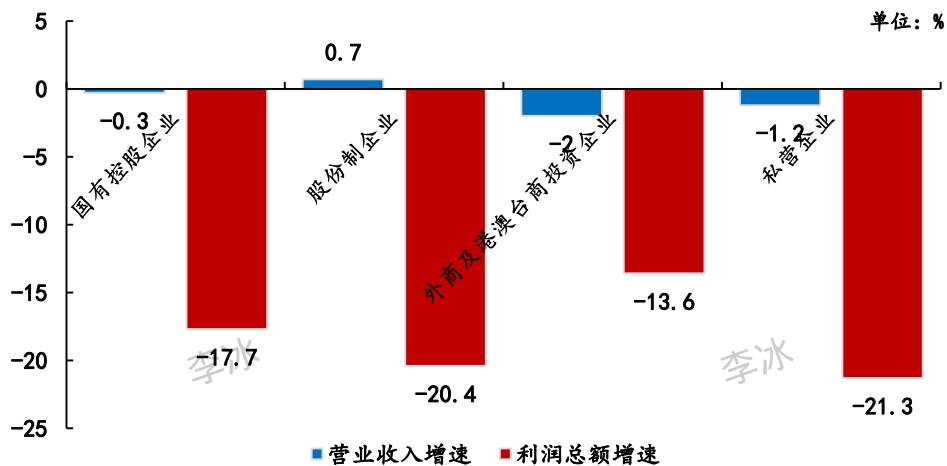


图 3 各类企业营收、利润增速对比

数据来源：wind

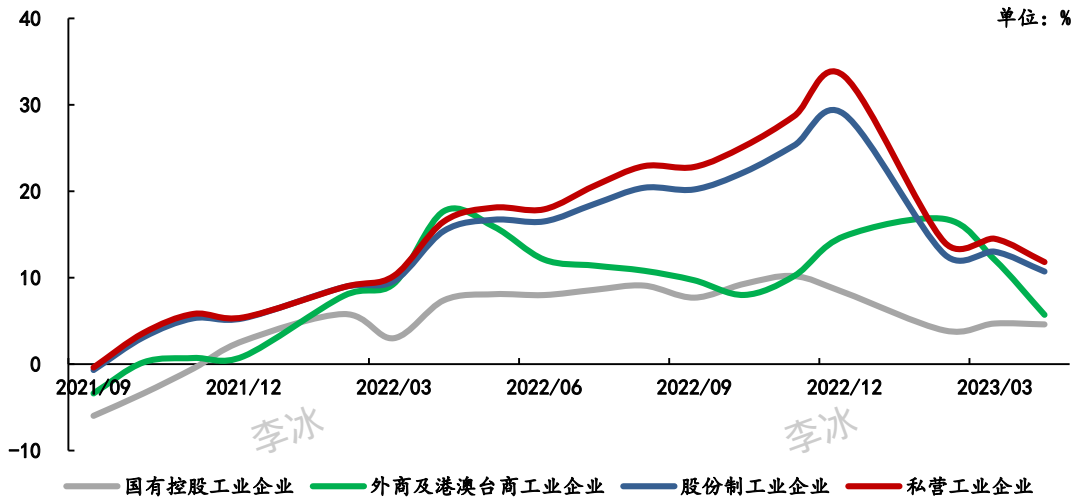


图 4 规上各类企业亏损比例对比

数据来源: wind

PPI 持续走弱，工业利润复苏艰难。5月PPI同比下降4.6%，创2016年2月以来最大跌幅，环比下降0.9%，降幅有所扩大。生活资料出厂价格同比有所回升，环比跌幅有所缩小；生产资料出厂价格同比、环比降幅有所扩大，工业品需求萎靡明显。二者的分化走势或反映居民生活改善需求有所恢复，但大类商品消费能力不足。

表 2 工业生产者出厂价格指数变化

指标	5月同比 (%)	4月同比 (%)	5月环比 (%)	4月环比 (%)
工业生产者出厂价格指数	-4.6	-3.6	-0.9	-0.5
生产资料工业生产者出厂价格指数	-5.9	-4.7	-1.2	-0.6
采掘业	-11.5	-8.5	-3.4	-2
原料业	-7.7	-6.3	-1.5	-0.8
加工业	-4.6	-3.6	-0.9	-0.4
生活资料工业生产者出厂价格指数	-0.1	0.4	-0.2	-0.3
食品类	0.2	1	-0.3	-0.5
衣着类	1.4	2	-0.1	0
一般日用品类	0.3	0.4	0.1	0

数据来源: wind

利润受损影响民间投资复苏。从投资增速来看，自2022年4月疫情管控收严后，民间投资情绪持续下降，与总投资分化趋势明显。2023年1-5月，民间投资固定资产投资完成额同比下降0.1%，较1-4月增长0.4%又下降0.5个百分点，远低于1-5月固定资产投资增长(+4%)。民间固定资产投资增速低于疫情管控最严格时期，一方面

反映了疫情造成的永久性损害（法拍房增多、中小企业破产等），进而降低了民间投资的恢复弹性，另一方面也说明当前投资回报收益较低。因此在利润未出现明显增长前，民间投资情绪难以实质性恢复。

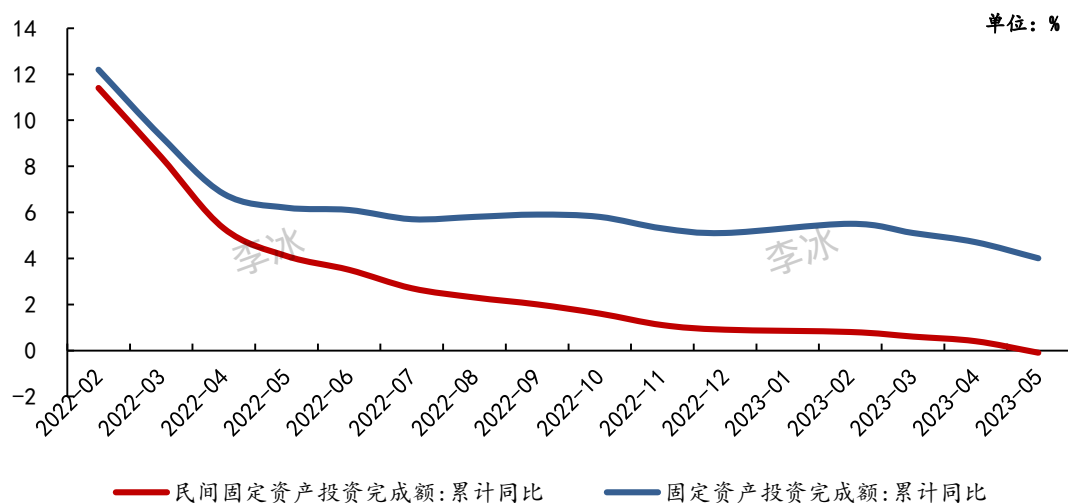


图5 民间投资增速低迷

数据来源: wind

2、房地产投资：成交低迷影响房产开工信心

开工面积持续下滑。1-5月累计开工面积仅39722.7万平方米，为疫情以来的最低水平；同比下降22.6%，较1-4月跌幅扩大1.4个百分点。粗略估算，5月新增开工面积仅8503万平方米，仅为去年同期的70%左右。

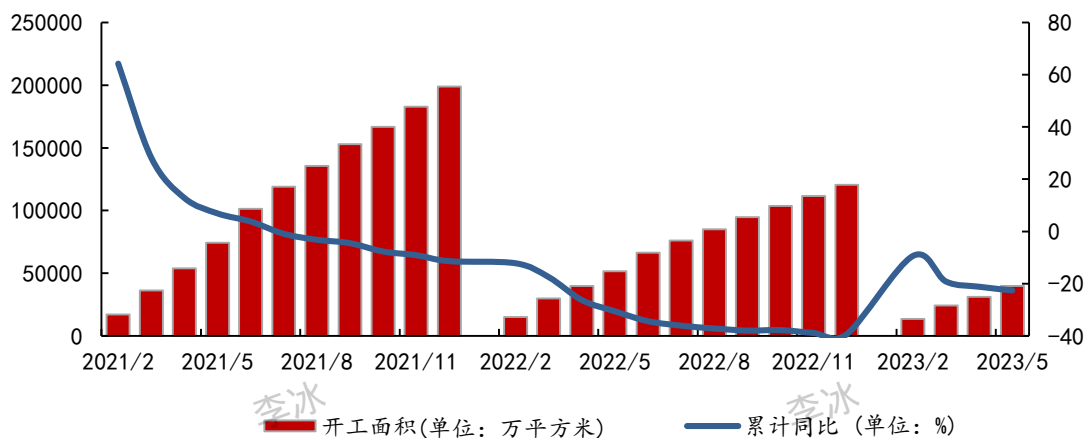


图6 房地产开工面积同比变化

数据来源: wind

两大原因导致开工难回暖。一是主动缩减拿地，2022年房地产业土地购置面积同比下降53.4%，客观限制了房企的开工面积。二是商品房销售遇冷促使房企被动降低开发步伐。1-5月商品房累计销售46440万平方米，同比下降0.9%，同比跌幅较1-4

月扩大 0.5 个百分点。从基数效应来看，去年 1-5 月成交面积跌幅（-23.6%）较 1-4 月（-20.9%）有所扩大，基数走低的情况下 5 月成交量进一步下滑，单月商品房销售面积 8804 万平方米，同比下跌 3%（较 4 月下降 8.5 个百分点），拖累 1-5 月跌幅小幅度走阔。

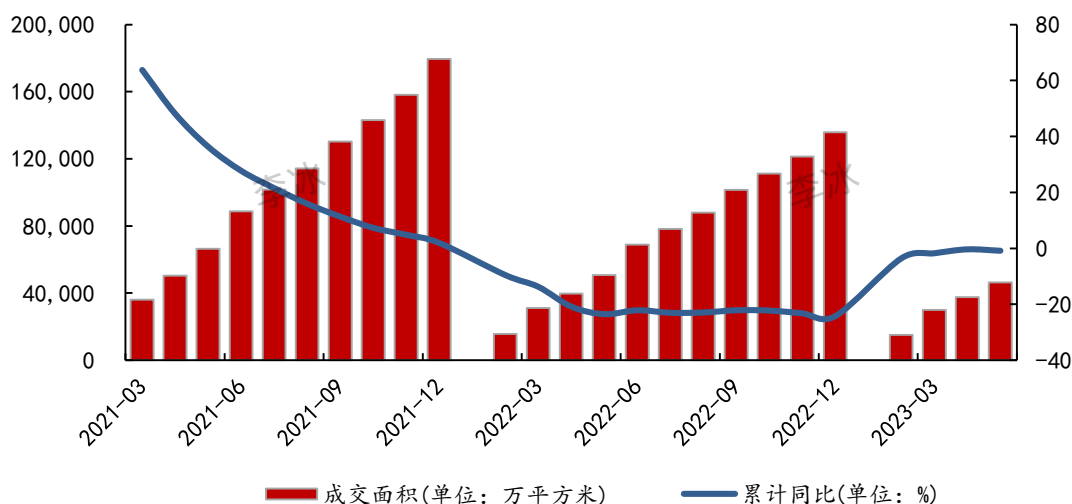


图 7 房地产成交面积同比变化

数据来源：wind

（三）出口端：外需走弱带动出口回落

积压订单逐步消化，海外需求不振导致出口有所回落。2023 年 5 月美元计价出口同比下降 7.5%（4 月为 +8.5%）、进口同比下降 4.5%（4 月为 -7.9%），出口超预期回落（wind 出口预期为 +0.1%）。主要原因一是挤压订单逐步消化，支撑效应有所消退；二是海外需求进一步走弱。在去年高基数背景下（2022 年 6 月、7 月出口增速分别为 +17%、+18%），后期出口增速或将持续下滑。

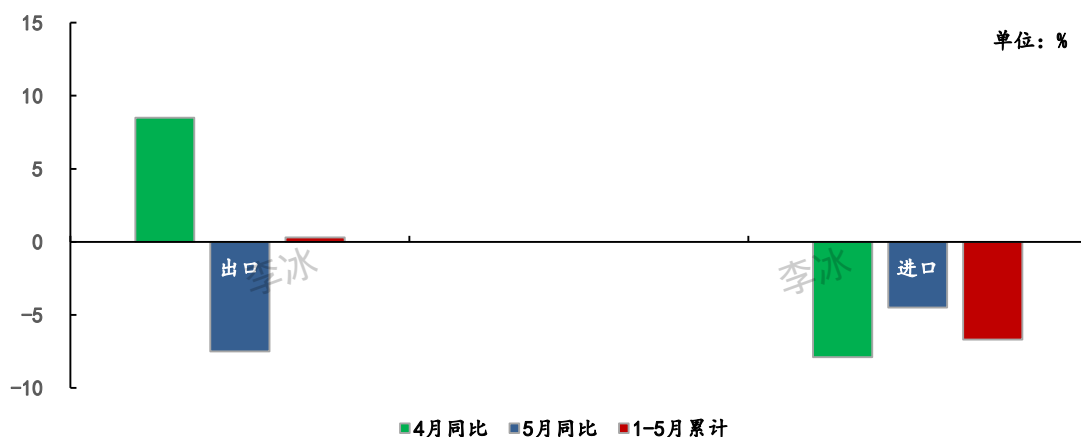


图 8 进出口同比变化

数据来源：wind

海外需求环比走弱。5月美、欧等发达地区PMI环比走弱，对我国外需造成了一定负面影响。分地区来看，对东盟、欧盟、美国出口均有所回落，同比分别下降16%、7%、18%。分产品来看，汽车及其零配件仍是出口重要支撑力量，同比增长123%（4月196%）；手机、集成电路等设备受基数抬升和消费低迷的双重影响，出口跌幅分别进一步扩大至-25%、-26%。预计除汽车和新能源产品外，后续出口仍将维持弱势。

表3 出口海外需求环比变化

地区	2023/05 (%)	2023/04 (%)	2023/03 (%)
美国	-18.2	-6.5	-7.7
欧盟	-7.0	3.9	3.4
日本	-13.3	11.5	-4.8
韩国	-20.3	0.9	11.3
东盟	-15.9	4.5	35.4
拉美	-1.1	10.5	18.8
非洲	12.9	49.9	46.5
出口商品变动 (%)	2023/05	2023/04	2023/03
劳动密集型产品	-12.7	8.6	25.0
机电产品	-2.1	10.4	12.3
农产品	-7.4	3.2	17.4
高新技术产品	-13.9	-5.9	-10.4
汽车（包括底盘）	123.5	195.7	123.8
钢材	-28.0	22.2	51.8
服装及衣着附件	-12.5	14.0	31.9
塑料制品	-11.1	7.6	26.6
集成电路	-25.8	-7.3	-3.0
纺织纱线、织物及制品	-14.3	3.9	9.1
汽车零配件	13.4	30.0	25.3
家具及其零件	-14.8	0.0	13.7
手机	-25.0	-12.7	-31.9
家用电器	0.7	2.2	11.9
自动数据处理设备及其零部件	-10.9	-17.0	-26.0

数据来源：wind

二、复苏放缓下再看省内债务风险

从前5个月的经济数据来看，似乎已有形成“消费恢复缓慢—工企利润下降—民间投资不足—就业、收入增长放缓—消费恢复缓慢”负面循环的趋势，打破负面循环有三种常用路径，一是政策刺激，通过出台消费刺激政策，引导居民消费提升，但房市需求萎靡的主要原因在于高房价与低收入的不匹配，难有政策实质性提振房产需求；汽

车等大类商品政策为保去年经济已经出台，需求有所透支，因此我们认为消费刺激不管手段还是效果来看都十分有限。二是外需拉动，通过新增需求引导投资增长，这一点在全球需求收缩、海外政治局势复杂的背景下，短期内难有大的突破。三是靠政府投资拉动，依靠政府购买为市场注入新的资金并带来收入，这会进一步放大政府债务风险，但也是最常用、最可能的做法。

在这种趋势下，我们认为业务开展应当格外注意政府债务持续扩大可能引发的风险，因此本节将从区域财政的角度，对省内各市、区、县财政及债务情况进行梳理风险，为后续业务开展提供一定参考。

（一）市级财政及债务情况分析

根据企业预警通的数据，从城投债务来看，省内共有 11 个地市债务率高于 300%，其中淮北、蚌埠两市债务率高于 500%；从宽口径政府债务来看，省内共有 12 个地市债务率高于 500%，其中阜阳、蚌埠两市债务率高于 700%。从城投债务变动来看，多数地市城投债务增长率在 50% 以上，（仅合肥、淮南、黄山、马鞍山四市城投债务增长率低于 20%），其中阜阳、亳州、蚌埠、六安四市城投债务增长最为突出，均高于 100%，蚌埠甚至高于 200%；从宽口径政府信用债务变动来看，滁州、安庆、亳州、铜陵政府信用债务率增长高于 100%，阜阳、蚌埠、六安、亳州四市政府信用债务率增长高于 200%。债务率增长控制较好的地市有淮南（债务双降）、黄山（城投债降低）、合肥（双债增长控制在 10% 以内）、池州和芜湖（债务排名相对靠后）。

表 4 安徽各市政府债务率变动对比

	22 年城投债务率	21 年城投债务率	城投债务变动	22 年政府信用债务率	21 年政府信用债务率	政府信用债务率变动
合肥	100.7%	93.4%	7.3%	191.3%	182.9%	8.4%
芜湖	133.0%	112.5%	20.5%	288.5%	248.9%	39.6%
滁州	289.0%	201.5%	87.5%	515.3%	356.7%	158.6%
阜阳	358.6%	215.5%	143.1%	749.6%	452.0%	297.5%
安庆	388.1%	304.3%	83.9%	636.6%	499.4%	137.2%
宿州	330.8%	255.0%	75.7%	581.9%	434.2%	147.7%
亳州	395.7%	269.7%	126.0%	691.6%	454.2%	237.4%
蚌埠	519.6%	259.7%	259.9%	790.9%	442.3%	348.6%
六安	304.0%	184.8%	119.2%	629.7%	392.5%	237.2%
宣城	329.8%	280.9%	48.9%	516.5%	457.5%	59.0%
淮南	309.0%	323.3%	-14.4%	530.9%	538.7%	-7.8%
淮北	526.1%	467.6%	58.5%	683.0%	589.9%	93.2%

铜陵	425.4%	336.1%	89.3%	658.3%	544.6%	113.7%
黄山	74.4%	79.4%	-4.9%	320.6%	297.4%	23.1%
马鞍山	378.4%	360.1%	18.2%	608.4%	555.4%	53.0%
池州	149.8%	105.9%	43.9%	437.7%	341.2%	96.5%

数据来源：企业预警通

注：部分地市、区县并未公布政府性基金预算收入，根据其往年占比、平均增速等进行了预估

收入缩减、债务扩张导致债务率持续升高。从收入端来看，多数城市 2022 年卖地收入缩减明显，政府综合财力大幅下降，仅合肥、宣城、淮南、黄山四市综合财力实现正增长：四市中合肥政府性基金收入大幅提升带动财力增长；其余三市政府性基金收入较低，且 22 年波动较小，因此政府公共预算收入提高带动综合财力小幅增长。从支出端来看，一方面为保经济发展，政府支出显著增加，16 个地市中仅芜湖、阜阳、马鞍山等 5 个地市政府债务增长低于 10%；另一方面，城投平台在城市建设和往期债务积压的双重压力下，融资需求显著扩张，部分地市城投债务扩张增速显著高于政府债务，拉动政府信用债务持续升高。

表 5 安徽各市政府财力与债务变动对比

	政府财力变动率	政府债务变动率	城投债务变动率
合肥	25.2%	26.7%	35.0%
芜湖	-4.9%	8.4%	12.4%
滁州	-16.4%	21.9%	20.0%
阜阳	-35.3%	6.9%	7.6%
安庆	-12.0%	12.0%	12.2%
宿州	-17.0%	16.4%	7.7%
亳州	-28.0%	15.5%	5.6%
蚌埠	-24.7%	11.9%	50.7%
六安	-26.6%	15.1%	20.8%
宣城	6.2%	12.2%	24.6%
淮南	8.8%	12.1%	4.0%
淮北	-5.1%	21.8%	6.8%
铜陵	-3.1%	8.2%	22.7%
黄山	3.6%	16.9%	-2.9%
马鞍山	-9.1%	7.0%	-4.5%
池州	-10.6%	9.4%	26.4%

数据来源：企业预警通

经济发展欠发达地区更加依赖政府债务拉动。从经济发展与区域债务的角度来看，除去头部和尾部城市之后，总体有以下两个趋势：

一是经济发展差的城市更加依赖公共举债拉动发展。除头部合肥(0.3)、芜湖(0.4)和尾部池州(0.4)、黄山(0.5)之外，其他地市政府信用债务与当年 GDP 总量之比

接近 1，排名后段多个城市已达 0.9。这表明经济发展欠发达地区相对更依赖“公共举债—投资拉动”的发展路径，在经济增速放缓下，投资效率降低只会进一步提高公共举债的额度，进而提高区域债务风险。

二是经济总量越低的的城市，城投与政府债务之比越大。下表反映了排名中后段的城投历史债务问题相对更为严重，中后段城市除六安债务比低于 1 之外，其余城市均在 1.3 以上，城投债务风险较为突出，其中蚌埠（1.9）、宣城（1.8）、铜陵（1.9）接近 2，淮北债务比高达 3.4。

表 6 安徽各市政府债务占比对比

	22 年 GDP (亿元)	22 年地方政府债 务余额 (亿元)	22 年城投平 台有息债务 (亿元)	城投债务/ 政府债务	政府信用债 务/GDP
合肥	12013.1	1901.7	2113.8	1.1	0.3
芜湖	4502.13	996.7	852.4	0.9	0.4
滁州	3610	1059.3	1352.7	1.3	0.7
阜阳	3233.3	1384.8	1270.2	0.9	0.8
安庆	2767.46	778.4	1215.6	1.6	0.7
马鞍山	2520.96	669.3	1101.0	1.6	0.7
宿州	2224.6	774.5	1020.2	1.3	0.8
亳州	2101.5	838.7	1121.5	1.3	0.9
蚌埠	2012.3	622.3	1191.8	1.9	0.9
六安	2004.6	954.6	891.3	0.9	0.9
宣城	1914.4	601.9	1063.2	1.8	0.9
淮南	1541.1	420.7	585.7	1.4	0.7
淮北	1302.8	257.0	861.8	3.4	0.9
铜陵	1209.9	386.3	705.8	1.8	0.9
池州	1078.5	314.9	163.8	0.5	0.4
黄山	1002.3	367.3	111.1	0.3	0.5

数据来源：企业预警通

（二）县区级财政及债务情况分析

城投债务率 100% 以下区县占比减少 11.7%，风险有所放大。根据企业预警通提供的 103 个区县数据（部分数据不全区县被剔除），2022 年共 80 个区县城投债务率在 100% 以上，占比达 77.7%；400% 以上的区县共计 8 家，较 21 多 4 家；300%-400% 之

间的区县共 16 家，较 21 年多 6 家；200%-300%之间区县共 22 家，较 21 年多 3 家。

政府性基金收入缩水放大城投债务率增长幅度。共有 80 家区县 2022 年城投债务率有所提升，其中债务率增长超过 100%的共计 12 个区县，占比 11.7%；在 50%以上的共计 33 个区县，占比 32%；仅 6 个区县城投债务率降低超过 20%。根本原因在于多数区县十分依赖政府性基金收入，在公共预算收入、城投债务增长平稳的背景下，政府性基金收入大幅波动向下导致多数区县城投债务率增幅较大；少数经济欠发达区县政府性基金收入早已见底，2022 年受房地产市场萎靡影响相对较小，债务增幅反而向下。

内圈：2021
外圈：2022

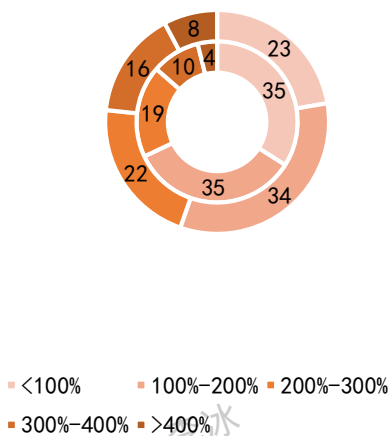


图 9 区县城投债务率分布

单位：个

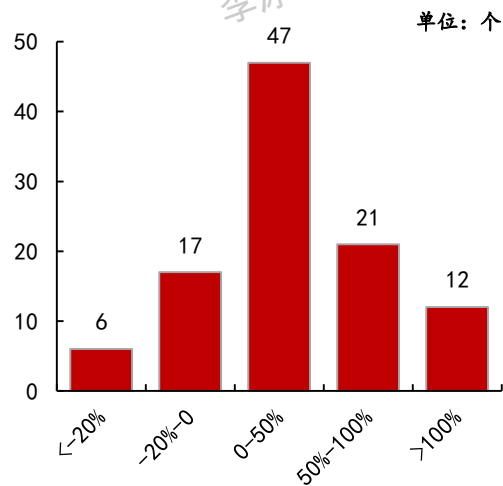


图 10 区县城投债务变化率分布

数据来源：企业预警通

区县城投债务率和债务增长率分布均呈“中间高、两边低”的特点。总体来看，头部和尾部城市区县城投债务率相对较低(剔除个别值)，其中头部城市收入基数大，主要从分母端降低负债率；尾部受限于经济发展水平难以扩大债务，主要从分子端降低债务率。中段靠后城市经济发展紧迫感相对较强，分子端扩大债务意愿明显；分母端财政收入有限，对基金收入依赖较高，地产衰退导致分母端不断走低。因此中后段城市在分子扩大、分母走弱的趋势下，导致城投债务率和债务增长率双双走高。

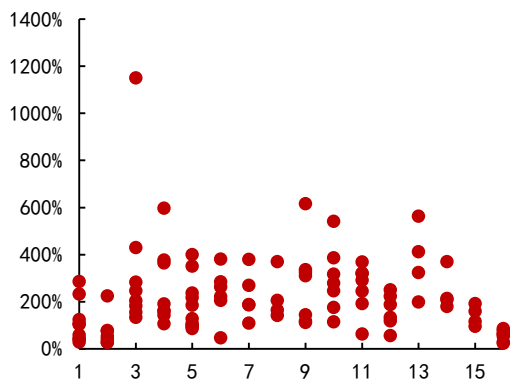


图 11 区县城投债务率分布

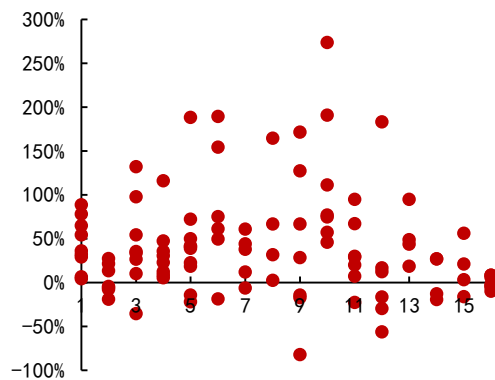


图 12 区县城投债务率变动分布

数据来源：企业预警通

注：通过 2022 年 GDP 总量为各地市进行排序：1 为合肥、2 为芜湖、3 为滁州、4 为阜阳、5 为安庆、6 为马鞍山、7 为宿州、8 为亳州、9 为蚌埠、10 为六安、11 为宣城、12 为淮南、13 为淮北、14 为铜陵、15 为池州、16 为黄山；下同

具体来看，滁州南谯区（1151%）、蚌埠怀远县（617%）、阜阳颍泉区（597%）、淮北烈山区（564%）、六安金安区（543%）、滁州明光市（431%）、淮北相山区（413%）以及安庆太湖县（400%）这八个区县城投债务率较高，投资风险最为突出。从高债务区县密度来看（橙红色及以上区域），在 47 个债务率在 200% 之上区县中，淮北 4 区县均在内，占比 100%；马鞍山（5 家，83.3%）、宣城（5 家，71.4%）、六安（5 家，71.4%）、滁州（5 家，62.5%）、蚌埠（4 家，57.1%）以及铜陵（3 家，75%）占比均在 50% 以上，因此为上述地市“债务重点”区县城投提供融资服务应更为慎重。

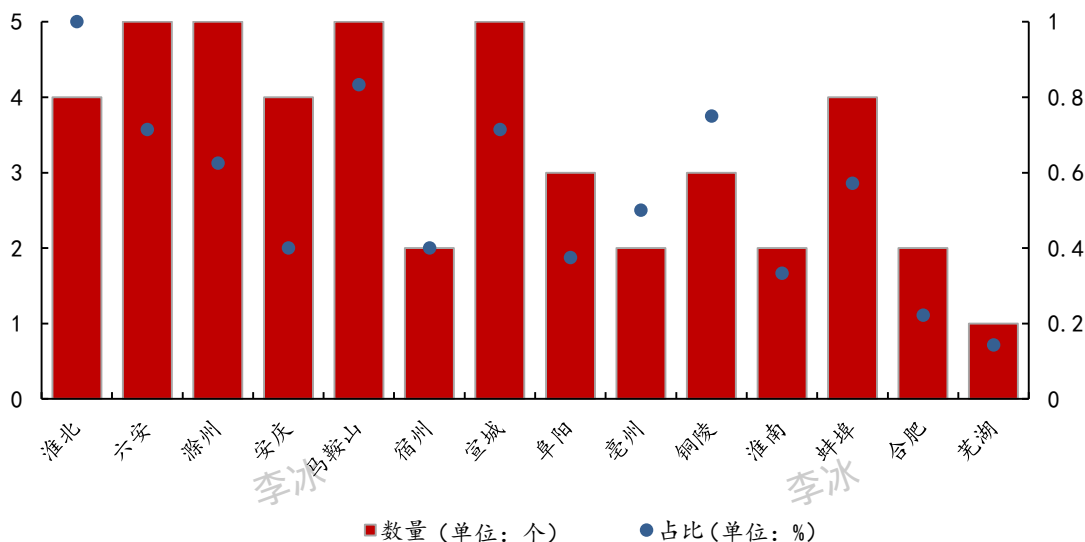


图 13 安徽各市城投债务率超过 400% 区县占比

数据来源：企业预警通

从债务增速来看，六安金安区（+273%）受政府性基金收入大幅下降的影响，债务率增幅排第一；六安霍山县（+191%）、马鞍山雨山区（+189%）、安庆潜山市（+188%）、

淮南谢家集区(+183%)、蚌埠淮上区(+171%)、亳州利辛县(+165%)以及马鞍山博望区(+154%)这8个区县债务率增速均在150%，在债务总量增速平稳下，应当警惕其偿债能力是否出现实质性的下降。

地级市	区县	城投	变动	地级市	区县	城投	变动	地级市	区县	城投	变动
滁州市	南谯区	1151%	27%	安庆市	望江县	238%	50%	淮南市	八公山区	120%	-29%
蚌埠市	怀远县	617%	67%	合肥市	庐江县	234%	55%	蚌埠市	龙子湖区	118%	-82%
阜阳市	颍泉区	597%	116%	芜湖市	镜湖区	225%	-6%	池州市	东至县	117%	-16%
淮北市	烈山区	564%	95%	淮南市	谢家集区	224%	183%	六安市	霍邱县	115%	46%
六安市	金安区	543%	273%	马鞍山市	当涂县	223%	50%	蚌埠市	五河县	113%	29%
滁州市	明光市	431%	132%	安庆市	桐城市	219%	-22%	宿州市	灵璧县	110%	61%
淮北市	相山区	413%	44%	铜陵市	郊区	215%	27%	安庆市	岳西县	109%	-14%
安庆市	太湖县	400%	72%	铜陵市	义安区	209%	27%	阜阳市	颍州区	107%	5%
六安市	霍山县	387%	191%	马鞍山市	和县	207%	75%	合肥市	庐阳区	107%	89%
马鞍山市	花山区	382%	61%	亳州市	涡阳县	207%	67%	合肥市	肥东县	104%	32%
宿州市	砀山县	380%	38%	滁州市	天长市	205%	36%	安庆市	宜秀区	101%	19%
阜阳市	颍东区	378%	36%	淮北市	杜集区	200%	19%	安庆市	宿松县	97%	42%
亳州市	利辛县	371%	165%	池州市	石台县	193%	56%	池州市	青阳县	97%	3%
铜陵市	枞阳县	370%	-13%	宣城市	宣州区	193%	30%	黄山市	祁门县	87%	9%
宣城市	绩溪县	370%	95%	阜阳市	颍上县	191%	13%	安庆市	迎江区	87%	23%
阜阳市	太和县	366%	9%	淮南市	凤台县	189%	-56%	芜湖市	弋江区	78%	-8%
安庆市	潜山市	351%	188%	宿州市	埇桥区	189%	-6%	黄山市	黟县	78%	8%
蚌埠市	禹会区	337%	-17%	宿州市	泗县	187%	44%	芜湖市	南陵县	76%	13%
蚌埠市	淮上区	327%	171%	安庆市	怀宁县	186%	39%	黄山市	休宁县	65%	6%
淮北市	濉溪县	325%	49%	滁州市	全椒县	184%	98%	黄山市	歙县	64%	-2%
宣城市	旌德县	322%	7%	铜陵市	铜官区	181%	-19%	宣城市	泾县	63%	20%
宣城市	宁国市	320%	-23%	六安市	舒城县	176%	75%	合肥市	肥西县	59%	7%
六安市	金寨县	317%	111%	亳州市	蒙城县	165%	2%	淮南市	寿县	56%	13%
蚌埠市	固镇县	311%	127%	阜阳市	界首市	163%	23%	芜湖市	无为市	54%	28%
宣城市	郎溪县	293%	67%	阜阳市	阜南县	161%	31%	黄山市	黄山区	54%	-6%
合肥市	巢湖市	287%	78%	池州市	贵池区	160%	21%	马鞍山市	含山县	47%	-18%
马鞍山市	博望区	285%	154%	滁州市	凤阳县	156%	10%	合肥市	长丰县	44%	36%
滁州市	定远县	284%	54%	蚌埠市	蚌山区	145%	-14%	合肥市	蜀山区	42%	29%
六安市	叶集区	279%	57%	阜阳市	临泉县	144%	48%	芜湖市	鸠江区	42%	-19%
宿州市	萧县	271%	12%	亳州市	谯城区	142%	32%	黄山市	徽州区	30%	-10%
马鞍山市	雨山区	263%	189%	滁州市	来安县	134%	-35%	合肥市	包河区	29%	4%
淮南市	潘集区	251%	-17%	淮南市	田家庵区	134%	17%	芜湖市	湾沚区	29%	-4%
六安市	裕安区	247%	77%	安庆市	大观区	129%	41%	芜湖市	繁昌区	28%	22%
滁州市	琅琊区	247%	34%	合肥市	瑶海区	126%	65%	黄山市	屯溪区	24%	-4%
宣城市	广德市	245%	29%								

图 14 区县城投债务率变动

数据来源：企业预警通

政府信用债务率 200%以下区县占比减少 12 家，同比减少约 11.7%。在 103 个区县中，2022 年共有 82 个区县政府信用债务率在 200% 以上，占比达 79.6%。其中 650%

以上的区县共计 15 家，较 21 年多 6 家；在 500%-650% 之间的区县共计 20 家，较 21 年多 14 家，350%-500% 之间的区县共计 28 家，较 21 年少 9 家；350% 以下区县共计 40 家，较 21 年少 11 家。

信用债务率扩张幅度反映分子端区县政府债务扩张速度更快。2022 年 82 家区县政府信用债务率有所提高。从债务增幅来看，共计 33 家区县增幅超 100%，占比近 1/3。与城投债务增长相比，政府债务增幅明显较大，其根本原因在于破除隐债的政策使得更多政府债务显性化，在降低城投新增债务风险的同时，也部分抽离了城投背后的政府信用背书，变相降低了城投债务的“信用等级”。

内圈：2021
外圈：2022

单位：个

单位：个

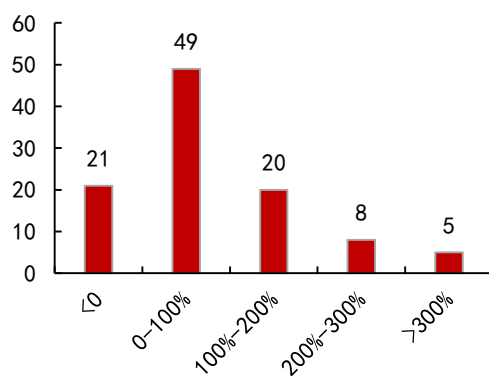
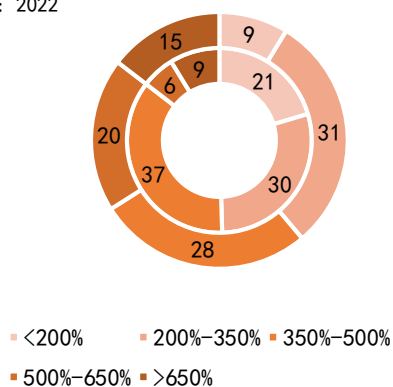


图 15 区县信用债务率变化

图 16 区县信用债务率分布

数据来源：企业预警通

区县信用债务率区域分布“中间高、两边低”、债务增长率总体随经济体量的下降而上升。总体来看，头部和尾部城市区县信用债务率相对较低（剔除个别值），原因与城投债务率类似。主要区别在于中间城市总体政府信用债务率均处于高位，而债务变动则随经济体量下降而提升，原因在于城投平台质量基本随着经济体量的下降而下降，为保证发展，中后段城市不得不拉高政府债务，因此债务率变动更大。

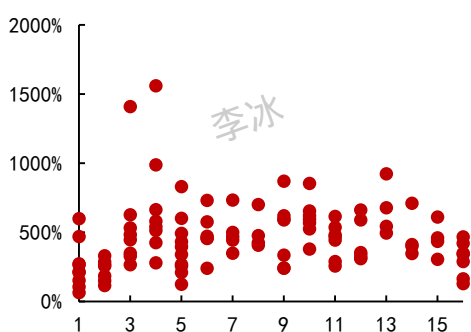


图 17 区县信用债务率分布

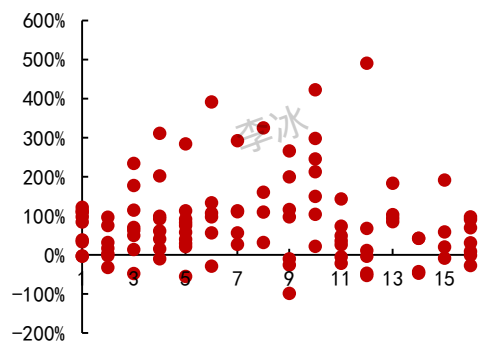


图 18 区县信用债务率变动分布

数据来源：企业预警通

具体来看，阜阳市颍泉区（1561%）、滁州南谯区（1409%）、阜阳颍东区（988%）、淮北烈山区（924%）、蚌埠怀远县（869%）、六安金安区（854%）以及安庆太湖县（831%）这七个区县政府信用债务率较高。从高债务区县密度来看（深黄色区域），在 49 个债务率在 450% 之上的区县中，淮北 4 区县均在内，占比 100%；六安（6 家，85.7%）、马鞍山（5 家，83.3%）、阜阳（6 家，75%）、宿州（3 家，60%）、蚌埠（4 家，57.1%）以及宣城（4 家，57.1%）占比均在 50% 以上。结合城投债务排名数据，淮北、六安、蚌埠三市城投债务及政府信用债务高负债区县数量、占比均位于前列，应当重点关注其债务风险。

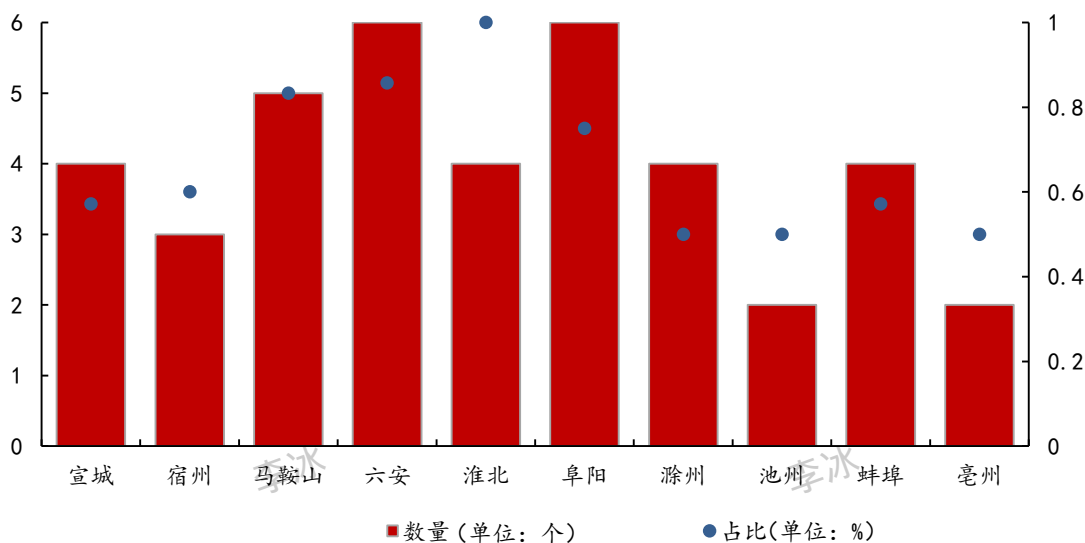


图 19 安徽各市信用债务率超过 450% 区县占比

数据来源：企业预警通

从债务增速来看，淮南谢家集区（+491%）和六安金安区（+423%）是唯二增速高于 400% 的两个区县；在 300% 至 400% 有马鞍山雨山区（+392%）、亳州利辛县（+326%）和阜阳颍泉区（+311%）。上述区域债务率增速过快，应更加关注其收入收缩可能导致的偿债能力不足的风险。增速 200%-300% 的 9 个区县中，六安市霍山（+299%）、金寨（+246%）和舒城（+214%）三个县在内，蚌埠固镇县（+266%）和淮上区（+200%）两个区县在内，从区域投资的角度，应对六安、蚌埠、阜阳（200% 以上共计两个区县）三个地市给予相对谨慎的态度。

地级市	区县	信用	变动	地级市	区县	信用	变动	地级市	区县	信用	变动
阜阳市	颍泉区	1561%	311%	宿州市	萧县	499%	57%	淮南市	凤台县	338%	-52%
滁州市	南谯区	1409%	63%	淮北市	濉溪县	495%	86%	蚌埠市	五河县	335%	117%
阜阳市	颍东区	988%	99%	安庆市	望江县	494%	83%	芜湖市	镜湖区	331%	4%
淮北市	烈山区	924%	184%	滁州市	全椒县	483%	234%	滁州市	凤阳县	329%	14%
蚌埠市	怀远县	869%	97%	宣城市	郎溪县	482%	74%	淮南市	八公山区	316%	-46%
六安市	金安区	854%	423%	亳州市	涡阳县	477%	161%	淮南市	寿县	310%	-3%
安庆市	太湖县	831%	114%	马鞍山	和县	472%	108%	池州市	青阳县	305%	21%
宿州市	砀山县	734%	113%	合肥市	巢湖市	471%	122%	宣城市	宣州区	290%	26%
马鞍山	花山区	732%	98%	宿州市	灵璧县	470%	293%	黄山市	黄山区	288%	9%
铜陵市	枞阳县	709%	-43%	宣城市	宁国市	469%	-21%	芜湖市	无为市	287%	97%
亳州市	利辛县	700%	326%	黄山市	祁门县	468%	98%	阜阳市	颍州区	280%	16%
淮北市	相山区	677%	95%	池州市	贵池区	461%	59%	合肥市	瑶海区	273%	113%
阜阳市	太和县	664%	-9%	马鞍山	博望区	458%	134%	安庆市	大观区	269%	76%
淮南市	潘集区	662%	12%	马鞍山	当涂县	457%	57%	芜湖市	南陵县	267%	76%
六安市	金寨县	655%	246%	滁州市	定远县	446%	50%	合肥市	庐阳区	266%	98%
滁州市	明光市	626%	178%	宿州市	泗县	443%	111%	滁州市	来安县	266%	-48%
六安市	霍山县	621%	299%	宣城市	广德市	443%	37%	宣城市	泾县	257%	50%
蚌埠市	固镇县	619%	266%	池州市	东至县	434%	-8%	芜湖市	弋江区	257%	-1%
宣城市	绩溪县	615%	143%	安庆市	桐城市	433%	-54%	安庆市	宿松县	256%	59%
池州市	石台县	611%	192%	阜阳市	界首市	427%	62%	蚌埠市	蚌山区	243%	-26%
安庆市	潜山市	601%	284%	亳州市	谯城区	426%	110%	马鞍山	含山县	241%	-28%
合肥市	庐江县	600%	109%	黄山市	黟县	420%	91%	蚌埠市	龙子湖区	240%	-98%
蚌埠市	禹会区	595%	-9%	铜陵市	郊区	411%	43%	合肥市	肥东县	216%	33%
六安市	叶集区	594%	104%	亳州市	蒙城县	407%	32%	合肥市	蜀山区	211%	85%
蚌埠市	淮上区	591%	200%	铜陵市	义安区	400%	43%	安庆市	宜秀区	210%	29%
淮南市	谢家集区	589%	491%	安庆市	怀宁县	396%	92%	芜湖市	湾沚区	184%	17%
阜阳市	临泉县	580%	202%	六安市	霍邱县	379%	22%	黄山市	徽州区	163%	-27%
马鞍山	雨山区	575%	392%	淮南市	田家庵区	353%	69%	合肥市	长丰县	152%	39%
六安市	舒城县	568%	214%	黄山市	休宁县	350%	70%	芜湖市	繁昌区	151%	32%
淮北市	杜集区	543%	104%	宿州市	埇桥区	349%	28%	黄山市	屯溪区	129%	-1%
阜阳市	阜南县	542%	41%	滁州市	天长市	348%	70%	安庆市	迎江区	126%	22%
宣城市	旌德县	536%	-5%	铜陵市	铜官区	346%	-46%	芜湖市	鸠江区	116%	-32%
滁州市	琅琊区	533%	115%	黄山市	歙县	343%	31%	合肥市	肥西县	105%	-3%
六安市	裕安区	526%	150%	安庆市	岳西县	340%	40%	合肥市	包河区	64%	-2%
阜阳市	颍上县	514%	93%								

图 20 县区信用债务率变动

数据来源：企业预警通

三、结语

拉动经济发展的理想状态应是“举债——投资拉动建设——地产市场火热带来基金收入+经济发展环境改善提高预算收入——还债”。这条路径拉动经济实现了十多年的高速增长，也导致城投通过“滚动续债”累积了相当规模的债务。从收入的两大渠道来看，基础设施的快速完善必然带来改善边际收益递减，因而大基建拉动经济的效率越来越低，收益远不及成本的付出；房地产市场发展过于迅速透支了未来空间，转入

下行趋势后，政府性基金收入快速下降，难以支撑现有债务。在经济复苏不及预期的现实下，各个市县区为完成 GDP 目标有可能继续依赖政府投资路径、扩大债务规模，因此应当在政府综合财力下行的大趋势下，加强对区域债务风险的关注。

本文研究结果反映：债务方面，省内绝大部分地市城投债务、政府信用债务已经处于高位；收入方面，去年除合肥以及黄山等不依赖卖地收入的地市外，多数地市政府性基金收入迎来了较大幅度的下降。结合今年地产市场情况，政府综合收入可能已出现实质性的下滑，在当下时点我们认为应当更加注重对高债务总量、高债务增速、收入实质性下滑市县区的风险防范。

绝对量和增速无法反映城投的全部债务风险，在非标融资监管趋严的大趋势下，城投的债务结构、利率及期限都是反映风险的重要因素。后续在数据可得的情况下，我们将结合非标压降的大趋势，对城投融资结构进行深度剖析，以期为集团债项业务风险把控提供一定参考。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。