

“以邻为鉴”系列一

宏观经济深度报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

日本“债务货币化”，有何启示？

近些年，地方债务始终是防风险焦点之一；近期，部分地方化债再次引起市场关注。回顾过往，日本 20 世纪 90 年代产业转型过程中曾面临的政府债务高企、出口地产引擎“熄火”等问题，其经验教训有何启示？本文梳理，可供参考。

一、他山之石：日本 1990 年代经济转型遇到地产出口下滑、债务承压、外部形势严峻等阻碍

1990 年代，日本经济转型“下半场”面临出口和地产两大经济引擎熄火、外部环境恶化等问题。1985 年《广场协议》签订后，日本出口占 GDP 比重由 13% 以上回落到 1990 年代中期的 9% 以下；同时，1990 年日本房地产泡沫破灭，企业、居民资产大幅缩水，二十年间房地产新开工面积较 1990 年高点下滑超 50%、土地价格下滑 65%。

产业转型规划失当、人口老龄化程度加深，使日本经济“雪上加霜”、不得不加深对政府债务的依赖。1990 年代，日本产业规划出现失误、对创新产业投入不足，信息化设备投资力度较美国差距明显拉大；叠加人口老龄化程度加深、福利支出难缩减等因素，使 1990 年代日本政府杠杆率快速增长 70 个百分点达 136%，付息支出占 GDP 比重达 2.3%。当前我国也面临债务问题显现、出口地产承压、外部形势严峻等问题，日本 1990 年代经验教训或可提供一定借鉴。2021 年下半年以来，地产对经济支撑减弱；2022 年土地出让收入下滑超 20%，拖累地方财政收入和偿债能力；债务风险逐渐显现，2021 年我国广义政府杠杆率达 91.9%、近日本 1990 年代中期水平。

二、以邻为鉴：“债务货币化”帮助日本维持巨额政府债务的同时，“后遗症”也在加速显现

针对债务问题，日本也曾尝试采取“开源节流”方式化解，但均未有理想效果。1990 年以来，日本致力于降低地方政府的财政依赖以控制中央债务规模，但其“三位一体式改革”由于政治阻力等因素，并未降低地方财政对中央政府的依赖；而消费税率虽持续提升至 10%，但内需低迷下，近年消费税收入对总税收比重已明显下滑。

经济发展内生动能不足、债务依存度提升下，“债务货币化”成为日本政府滚续政府债务的主要手段。2020 年日本政府杠杆率达 262%、位列发达国家第一；巨额债务滚续主由“债务货币化”政策支持，日央行一方面长期实施极低的利率政策，降低付息压力；另一方面加大力度购买国债，截至 2022 年日央行持有国家债务比例近 45%。

“债务货币化”虽在一定程度上避免日本债务风险暴露，但其“后遗症”也在加速显现。日本大幅扩张的政府债务导致付息支出占财政支出比重高达 25%；且面对日元疲软需，考虑到债务付息压力，货币政策难以加息支持；长期来看，极低的利率政策会维护僵尸企业，阻碍市场出清，给生产率增长、经济发展带来下行压力。

三、鉴往知今：日本经验显示降低付息成本等为化债“权宜之计”，推动技术进步才是根本之道

日本债务问题的经验显示，化解债务风险需多种政策配合；其一、货币政策要维持较低的利率水平、宽松的信用环境，以降低付息成本；其二、财政政策要“开源节流”，通过推动财政改革等，一方面防止债务过度扩张，另一方面提升偿债能力；其三、产业政策亦是关键，推动经济转型、提升偿债能力，才能从根本上化解债务风险。

当前我国政府债务问题与日本多有不同；一是，日本巨额政府债务多由中央政府承担，而我国则是地方债务累积较多，债务风险多体现在部分高风险地区、更多为结构性问题；二是，人口老龄化严重下，日本新增债务多用于福利支出，而我国地方债务则更多投向基建领域，为盘活基础设施存量资产、促进产业发展等“开源”方式化债提供可能。

与日本债务问题的不同之处，使得我国化解地方债务风险或应加大精准施策力度而非实施“大水漫灌”；同时，日本经验教训指向降低付息成本、控制债务过快增长为“权宜之计”，中长期来看，推动技术进步，提升地方经济“造血能力”才是根本之道。

风险提示：疫情反复，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

1、他山之石：日本 20 世纪 90 年代经济转型遇到地产出口下滑、债务高企等阻碍.....	5
(一) 日本 1990 年代产业转型“下半场”面临地产出口承压、政府债务高企等问题.....	5
(二) 我国当前也处经济转型、债务压力显现时期，日本经验教训或有参考意义.....	7
2、以邻为鉴：日本“债务货币化”维持巨额政府债务的同时，“后遗症”也加速显现.....	10
(一) “开源节流”失败下，日本巨额政府债务滚续依赖“债务货币化”.....	10
(二) 但近年日本“债务货币化”的“后遗症”也逐渐显现.....	12
3、鉴往知今：日本经验显示降低付息成本等是“权宜之计”，技术进步才是根本之道.....	14
(一) 降低付息成本等为“权宜之计”，推动产业转型或是解决债务问题根本之道.....	14
(二) 我国当前债务风险多为结构性，或更需加大精准支持力度而非“大水漫灌”.....	17
风险提示.....	21
附录：参考文献.....	21

图表目录

图表 1： 1990 年代，日本经济增速下台阶.....	5
图表 2： 20 世纪 90 年代日本出口竞争力指数明显回落.....	5
图表 3： 20 世纪 90 年代起日本住房新开工面积持续回落.....	5
图表 4： 20 世纪 90 年代起日本土地成交量与价格下滑.....	5
图表 5： 1990 年代日本对信息化设备投资力度不足.....	6
图表 6： 1990 年代，日本专利申请数持续下降.....	6
图表 7： 1990 年以来日本老龄化程度不断加深.....	6
图表 8： 1990 年以来日本老年人抚养比持续上升.....	6
图表 9： 2021 年日本广义政府杠杆率达 262%.....	7
图表 10： 1990 年以来，日本国家清偿债务支出持续增长.....	7
图表 11： 1990 年代日本政府利息支出占 GDP 比重超 2%.....	7
图表 12： 日本国债偿还主要依赖借新还旧.....	7
图表 13： 近年来我国经济增长放缓.....	8
图表 14： 外需收缩下，我国出口承压.....	8
图表 15： 20 世纪 90 年代日本土地成交量与价格下滑.....	8
图表 16： 土地财政对地方政府性基金收入贡献下滑.....	8
图表 17： 我国与 20 世纪 90 年代日本老龄化相当.....	8
图表 18： 我国人口增长率近日本 21 世纪初期.....	8
图表 19： 相比日本，我国人口基数明显较大.....	9
图表 20： 2021 年我国追赶指数近 28%.....	9

图表 21:	2022 年我国广义政府杠杆率达 96.2%.....	9
图表 22:	2022 年我国广义地方政府杠杆率达 74.8%.....	9
图表 23:	我国地方债到期主要依赖再融资券.....	10
图表 24:	2016 年以来城投债“借新还旧”比例增长.....	10
图表 25:	我国广义政府债务付息占 GDP 比重逐年增长.....	10
图表 26:	当前我国地方政府债务付息压力攀升.....	10
图表 27:	日本“三位一体”财政改革的效果.....	11
图表 28:	长期看日本“三位一体”财政改革失效.....	11
图表 29:	1990 年代以来日本消费税税率不断提升.....	11
图表 30:	人口老龄化加剧下日本社保支出持续提升.....	11
图表 31:	1970 年代以来日本共进行两轮结构性改革.....	11
图表 32:	近年日本研发支出占 GDP 比重维持在 3.2%左右.....	11
图表 33:	日本长期维持低利率政策.....	12
图表 34:	截至 2022 年日央行持有 45%的日本政府债务.....	12
图表 35:	日本中央政府债务超八成本币结算的内债构成.....	12
图表 36:	日央行与金融机构持有超八成日本国债.....	12
图表 37:	2014 年以来日本财政连年“入不敷出”.....	13
图表 38:	日本国家债务清偿支出占比维持 20%左右.....	13
图表 39:	2021 年以来，日元大幅走弱推升日本通胀.....	13
图表 40:	债务利率逐年降低使得利息支出逐年下滑.....	13
图表 41:	极低的利率政策或对“僵尸”企业形成保护.....	14
图表 42:	日本潜在经济增长增速与全要素生产率下滑.....	14
图表 43:	近十年央、地财政支出权责划分逐渐明确.....	14
图表 44:	2021 年央、地一般财政支出结构.....	14
图表 45:	当前省以下财政体制改革进一步推进.....	15
图表 46:	央地转移支付直达资金占比逐年提升.....	15
图表 47:	商业银行是我国政府债券的主要持有者.....	15
图表 48:	国债、地方债、城投债到期收益率.....	15
图表 49:	展期、降息、债务重组等方式是化解债务风险的重要方式.....	16
图表 50:	传统产业升级与战略新兴产业发展为当前重点.....	16
图表 51:	2022 年地方产业政策以新兴产业突围等为主.....	16
图表 52:	2023 年两会后，总理首站调研聚焦先进制造.....	17
图表 53:	地方领导班子首次调研多选当地优势产业.....	17
图表 54:	日本广义政府债务主要集中于中央.....	17
图表 55:	我国地方政府显性杠杆率持续攀升.....	17

图表 56: 2022 年各地区隐债增速分化.....	18
图表 57: 2022 年部分省市专项债付息压力较大.....	18
图表 58: 部分省市高风险地区被列入建制县试点名单.....	18
图表 59: 多省市发行特殊再融资券置换存量债务.....	18
图表 60: 地方政府债务限余额之间仍有 2.6 万亿元差距.....	19
图表 61: 多地“金融副省长”有丰富金融机构任职经验.....	19
图表 62: 日本政府杠杆率走势与社保支出较为吻合.....	19
图表 63: 我国地方债多数投向基建相关领域.....	19
图表 64: 2021 年我国基建资产存量超百万亿元.....	20
图表 65: 2023 年基建 REITs 范围进一步拓宽.....	20
图表 66: 2023 年初近三成专项债投向市政产业园.....	20
图表 67: 2023 年产业类重大项目数量占比提升.....	20
图表 68: 产业类重大项目中, 新兴产业数量占比较高.....	21
图表 69: 2023 年新能源、人工智能项目数量占比提升.....	21

近年来，地方债务始终是防风险焦点之一；近期，部分地方化债再次引起市场关注。回顾过往，日本 20 世纪 90 年代产业转型过程中曾面临的政府债务高企、出口地产引擎“熄火”等问题，其经验教训有何启示？本文梳理，可供参考。

1、他山之石：日本 20 世纪 90 年代经济转型遇到地产出口下滑、债务高企等阻碍

（一）日本 1990 年代产业转型“下半场”面临地产出口承压、政府债务高企等问题

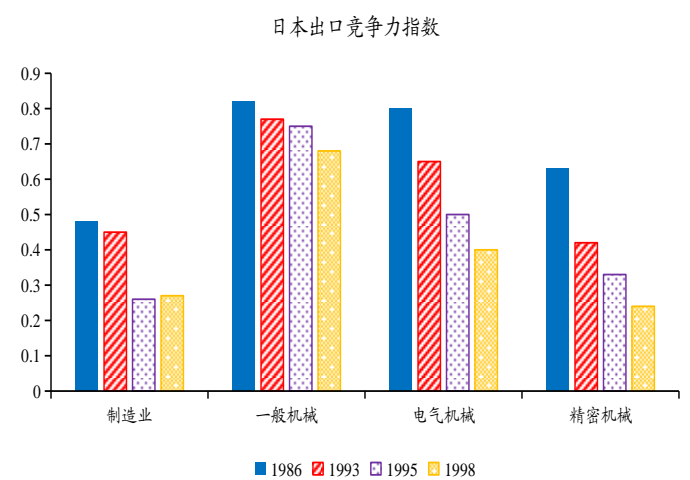
1990 年代，日本经济转型“下半场”过程中面临出口和地产两大经济引擎熄火、外部环境恶化等问题。1985 年《广场协议》签订后，日本制造业出口竞争优势明显回落，制造业出口竞争力指数由 1986 年的 0.48，持续回落至 1998 年的 0.27，日本出口占 GDP 比重由 13% 以上回落到 1990 年代中期的 9% 以下；同时，1990 年日本房地产泡沫破灭，企业、居民资产大幅缩水，二十年间房地产新开工面积较 1990 年高点下滑超 50%、土地价格下滑 65%。

图表1：1990 年代，日本经济增速下台阶



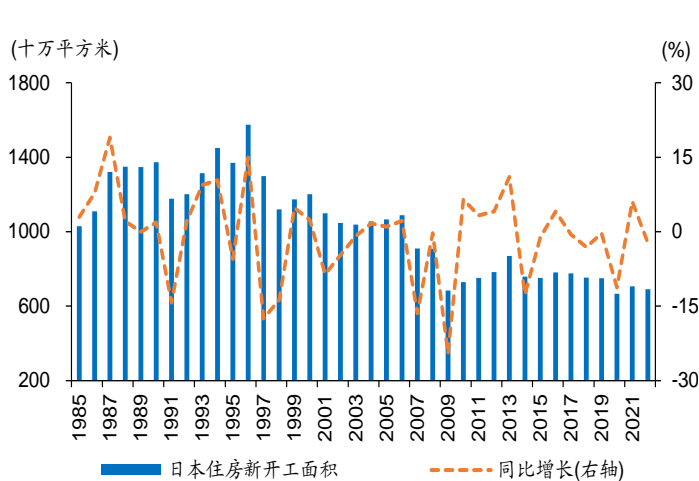
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：20 世纪 90 年代日本出口竞争力指数明显回落



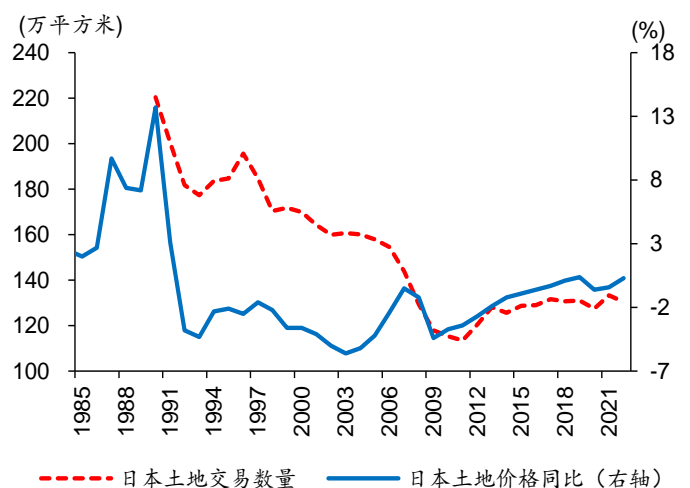
来源：日本经济企划厅、国金证券研究所

图表3：20 世纪 90 年代起日本住房新开工面积持续回落



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表4：20 世纪 90 年代起日本土地成交量与价格下滑



来源：Wind、国金证券研究所

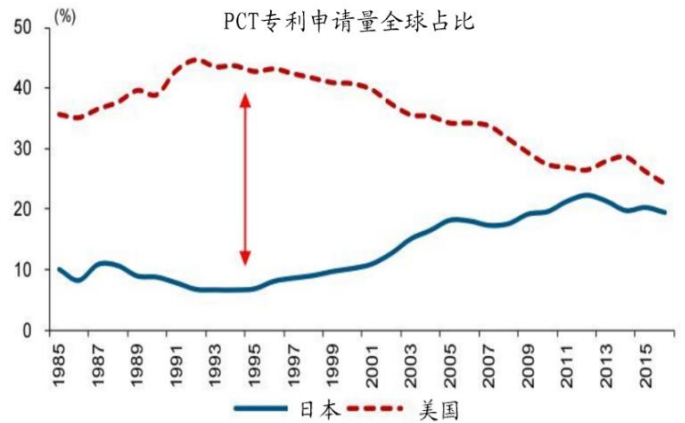
产业转型规划失当、人口老龄化程度加深，更使日本经济发展“雪上加霜”。1990 年代，日本产业规划出现失误、对创新产业投入不足，信息化设备投资力度较美国差距明显拉大；1995 年日本 PCT 专利申请占全球比重仅 6.9%，远低于同时期美国的 42.8%，也明显低于德国（12.8%）、英国（7.5%）等欧洲发达经济体。此外，人口老龄化程度加深进一步拖累日本经济发展；日本 65 岁及以上人口占比由 1990 年的 12% 快速增长至 2021 年的 28.7%，总人口抚养比也自 1990 年的低点 43.5% 持续增长至 2021 年的 69.5%。

图表5: 1990年代日本对信息化设备投资力度不足



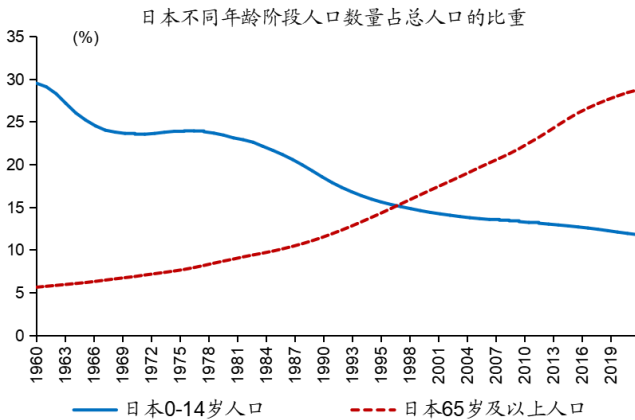
来源: 日本经济企划厅、国金证券研究所

图表6: 1990年代, 日本专利申请数持续下降



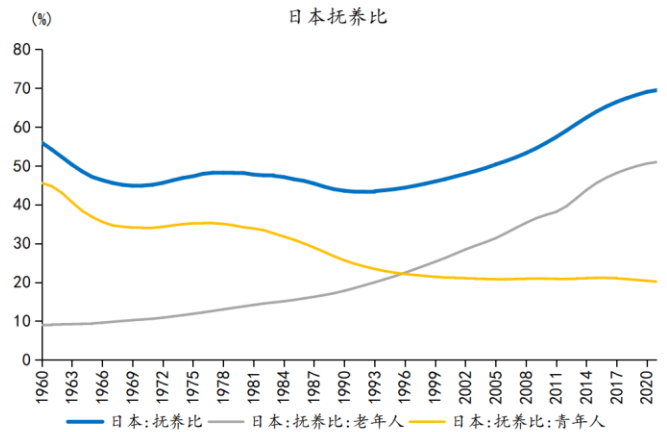
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 1990年以来日本老龄化程度不断加深



来源: Wind、国金证券研究所

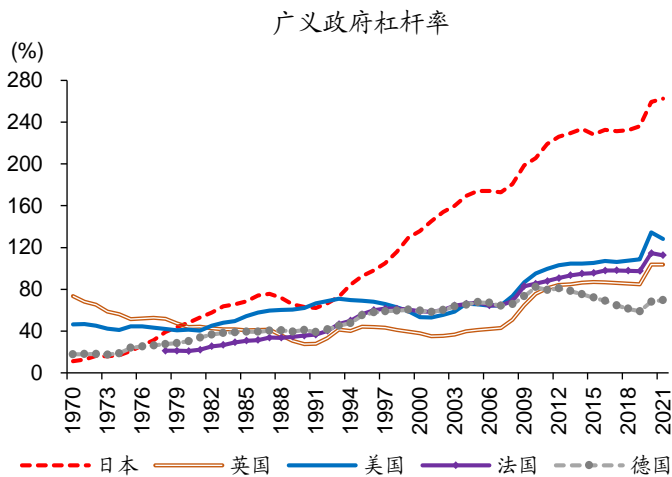
图表8: 1990年以来日本老年人抚养比持续上升



来源: Wind、国金证券研究所

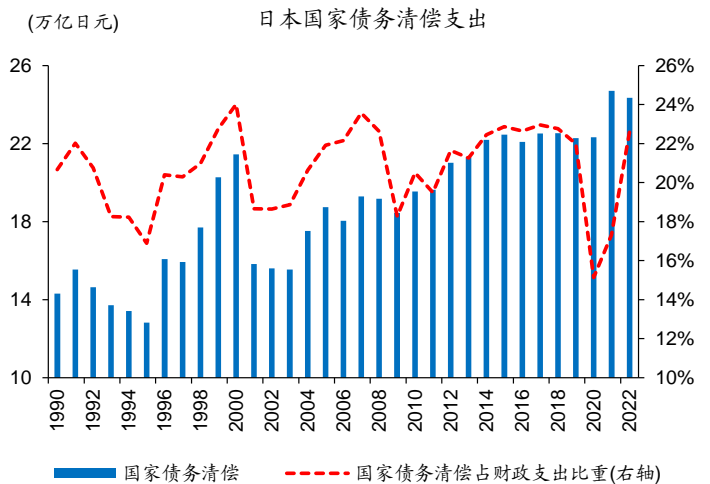
外部环境恶化与经济内生动能不足下, 日本更加依赖政府债务扩张以促进经济发展, 导致政府杠杆率快速攀升、债务清偿承压。1990年代, 日本广义政府杠杆率由63%增长70个百分点至136%, 此后亦持续提升; 2021年日本广义政府杠杆率高达262%、位列发达国家第一。大规模政府债务导致日本国家债务清偿负担较重; 1990年代日本国家债务清偿占财政支出比重维持在20%左右, 仅国家债务利息支出占GDP比重就达2.3%。债务清偿承压下, 日本国债偿还主要依赖“借新还旧”模式, 主要通过发行偿债国债偿还到期债务。

图表9: 2021年日本广义政府杠杆率达262%



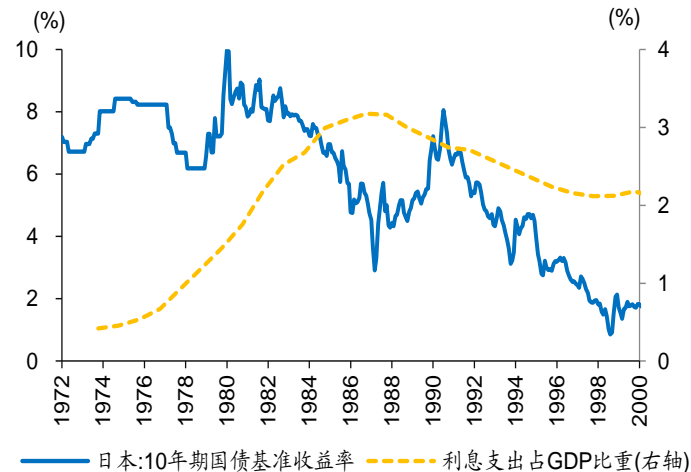
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 1990年以来,日本国家清偿债务支出持续增长



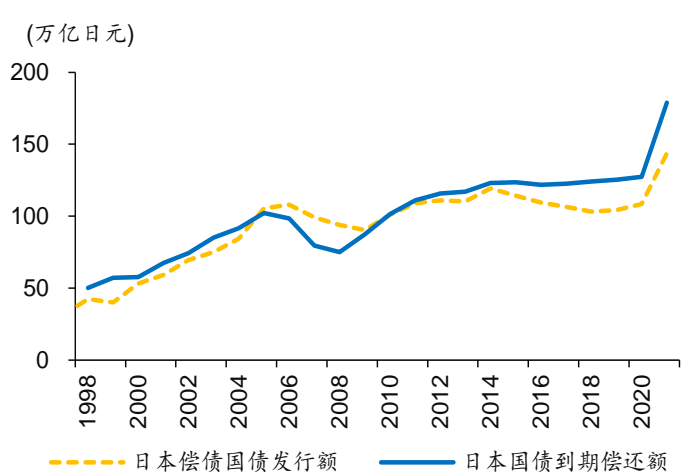
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 1990年代日本政府利息支出占GDP比重超2%



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 日本国债偿还主要依赖借新还旧

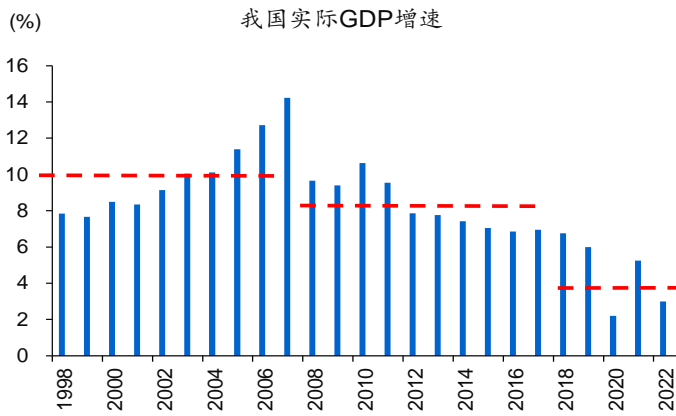


来源: Wind、国金证券研究所

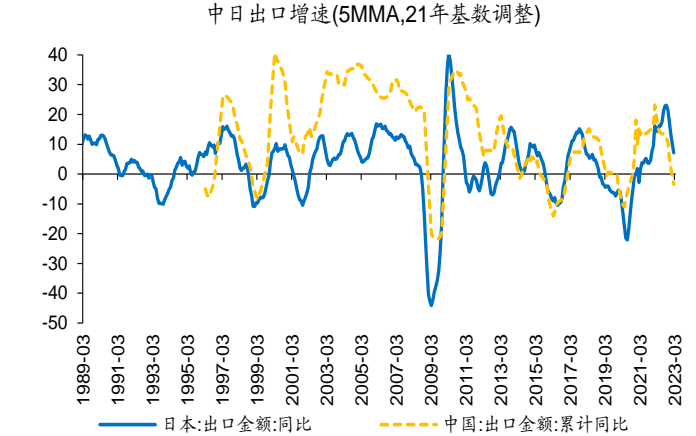
(二) 我国当前也处经济转型、债务压力显现时期,日本经验教训或有参考意义

眼下我国也处于经济增长放缓、转向内需驱动时期。2022年下半年以来海外衰退风险增加、外需下滑使得我国出口这一重要经济增长引擎承压,扩大内需上升为我国短中期重要的战略规划。同时,2021年下半年以来我国土地市场持续降温,2022年100大中城市土地成交总价、国有土地出让收入同比降幅均超20%,土地财政的大幅回落对地方财政收入和偿债能力形成明显拖累,2022年地方政府性基金预算完成度仅八成、财政自给率均明显下滑。

图表13: 近年来我国经济增长放缓



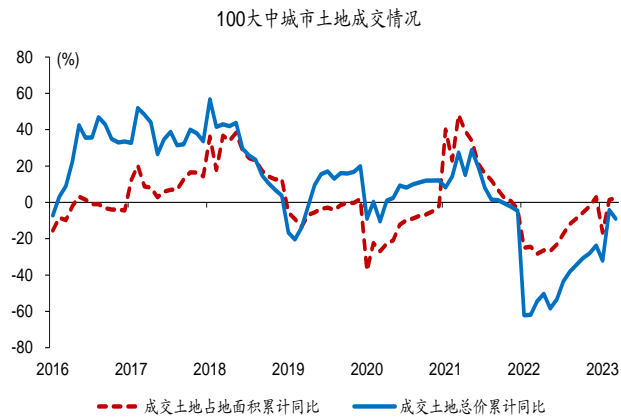
图表14: 外需收缩下, 我国出口承压



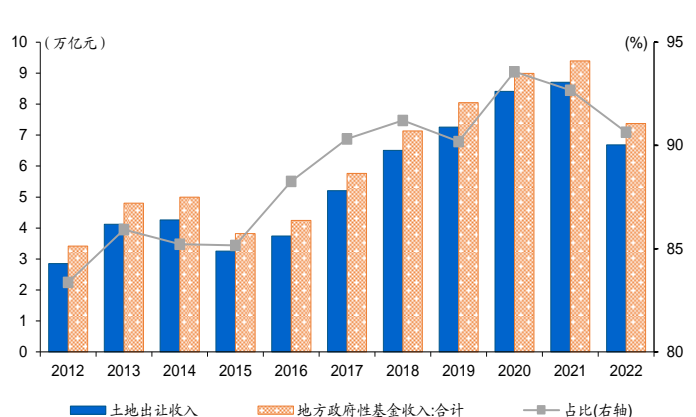
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 20世纪90年代日本土地成交量与价格下滑



图表16: 土地财政对地方政府性基金收入贡献下滑

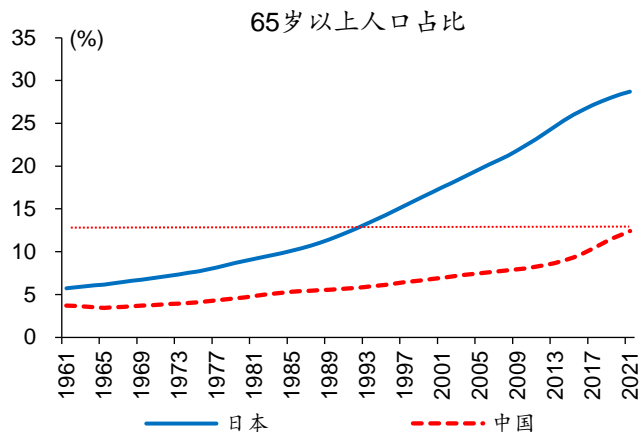


来源: Wind、国金证券研究所

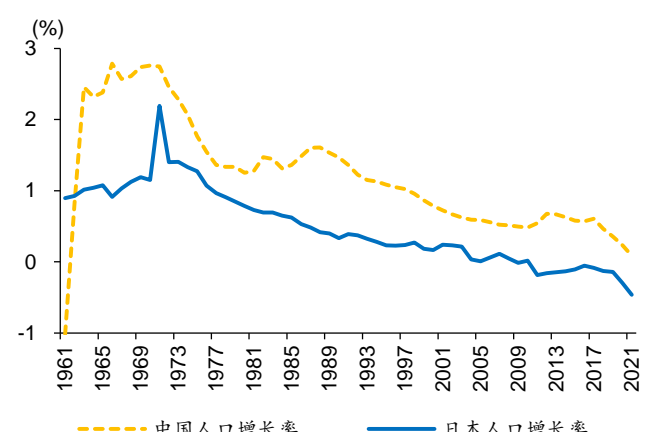
来源: Wind、国金证券研究所

从人口发展阶段来看, 当前我国人口老龄化水平与日本 1990 年代初相当。2021 年, 我国 65 岁以上人口占比约 13%, 接近 1990 年初期日本人口老龄化程度; 但从人口增长率来看, 2021 年我国人口增长率为 0.1%, 约为日本 21 世纪初的水平。同时, 我国人口基数庞大, 2021 年我国总人口数达 14.1 亿、近乎日本 1.2 亿人口数的十倍; 庞大的人口数量与地区发展不平衡使得我国当前追赶指数低于日本 20 世纪 90 年水平。

图表17: 我国与 20 世纪 90 年代日本老龄化相当



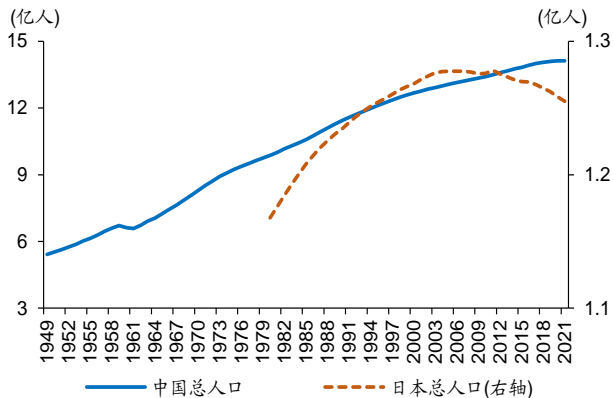
图表18: 我国人口增长率近日本 21 世纪初



来源: Wind、国金证券研究所

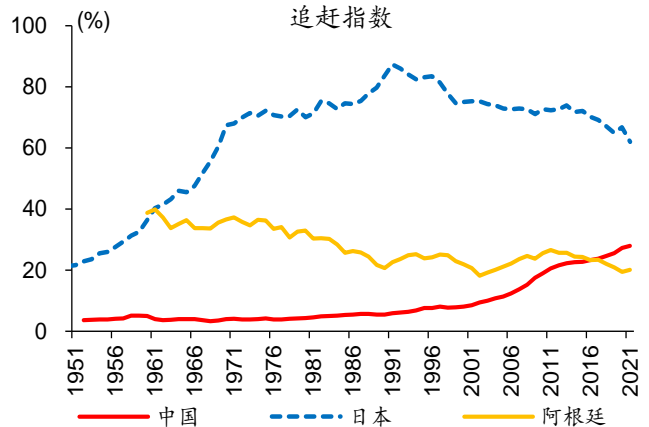
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 相比日本, 我国人口基数明显较大



来源: Wind、国金证券研究所

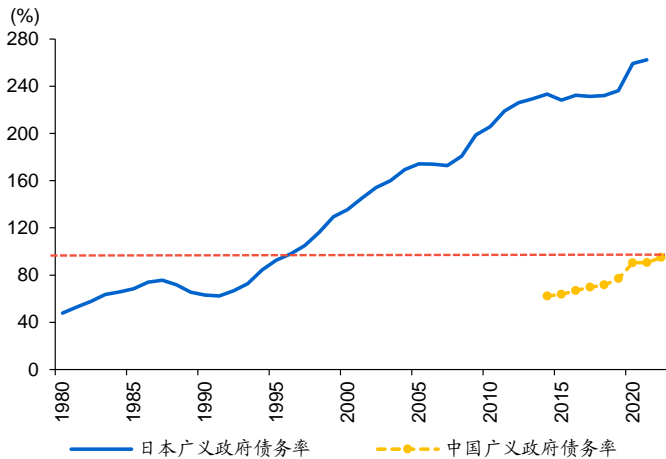
图表20: 2021年我国追赶指数近28%



来源: Wind、国金证券研究所

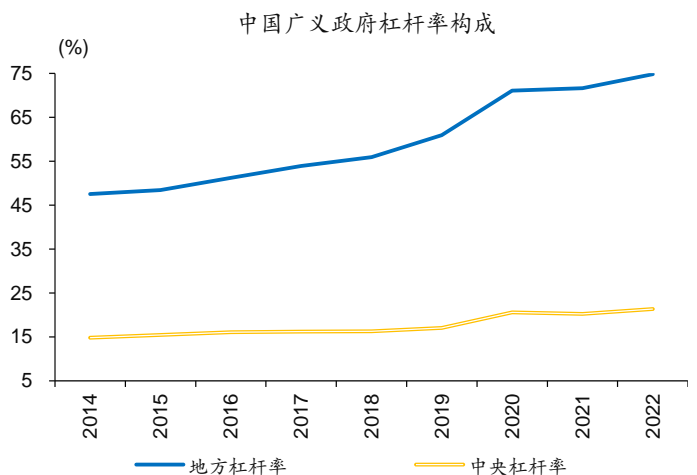
近年地方债务快速累积下, 我国地方债务压力愈发凸显。从广义政府杠杆率来看, 当前我国政府杠杆率高于新兴市场平均水平、与日本 20 世纪 90 年代相当; 将地方隐性债务纳入考量, 2021 年我国广义政府杠杆率达 91.9%、高出新兴市场平均政府杠杆率近 30 个百分点, 与日本 1995 年 92.5% 的广义政府杠杆率相近; 2022 年我国广义政府杠杆率攀升至 96.2%, 其中, 地方政府杠杆率为 74.8%, 中央政府杠杆率为 21.4%。

图表21: 2022年我国广义政府杠杆率达96.2%



来源: Wind、国金证券研究所

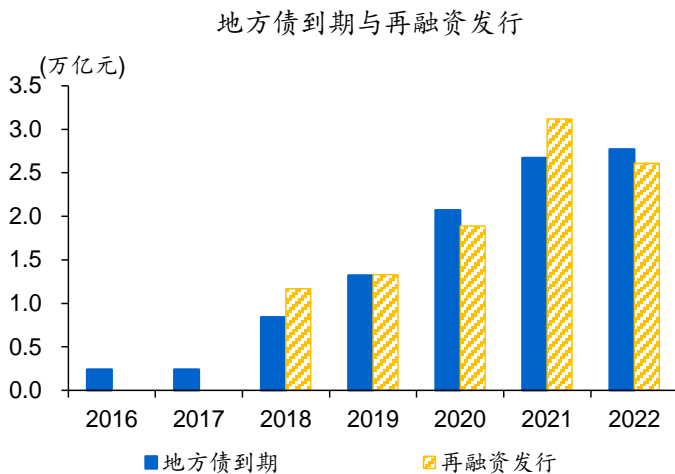
图表22: 2022年我国广义地方政府杠杆率达74.8%



来源: Wind、国金证券研究所

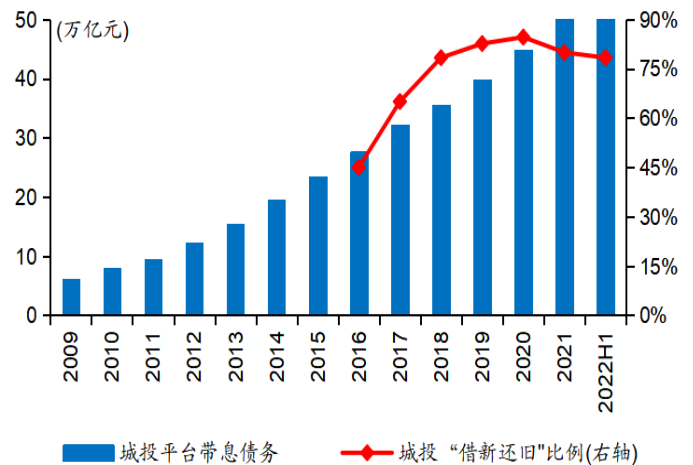
近年, 我国地方债务偿还愈发依赖“借新还旧”, 债务付息压力持续攀升。2018 年, 我国地方债到期规模明显抬升、达 8400 亿元, 在此情况下, 再融资债券应运而生, 用于偿还部分到期地方政府债券本金; 2018 年以来, 到期地方债使用再融资债券接续发行比例均超过八成。同时, 城投债偿债压力亦有攀升, 用于偿还到期债券占比由 2016 年的 45% 增长至 2022 年上半年的 75%。同时, 我国广义政府债务付息压力明显提升, 2021 年广义债付息支出占 GDP 比重近 2%; 2022 年显性政府债务付息支出占 GDP 比重达 1.5%, 或推升广义债务付息支出占 GDP 比重超 2%, 接近日本 1990 年代政府债务付息支出占 GDP 比重的平均水平 2.3%。

图表23：我国地方债到期主要依赖再融资券



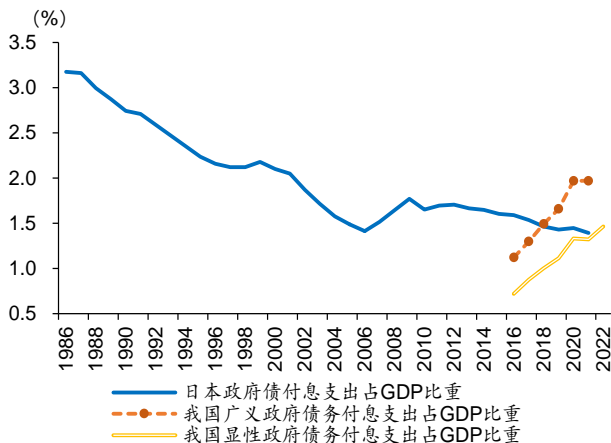
来源：Wind、国金证券研究所

图表24：2016年以来城投债“借新还旧”比例增长



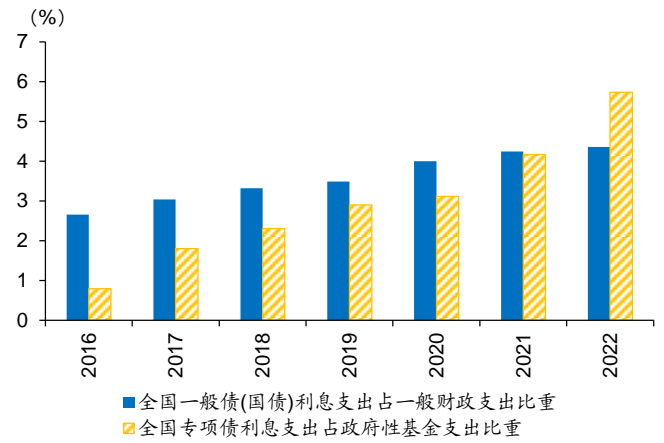
来源：Wind、国金证券研究所

图表25：我国广义政府债务付息占GDP比重逐年增长



来源：Wind、中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

图表26：当前我国地方政府债务付息压力攀升



来源：Wind、中国地方政府债券信息公开平台、国金证券研究所

2、以邻为鉴：日本“债务货币化”维持巨额政府债务的同时，“后遗症”也加速显现

(一)“开源节流”失败下，日本巨额政府债务滚续依赖“债务货币化”

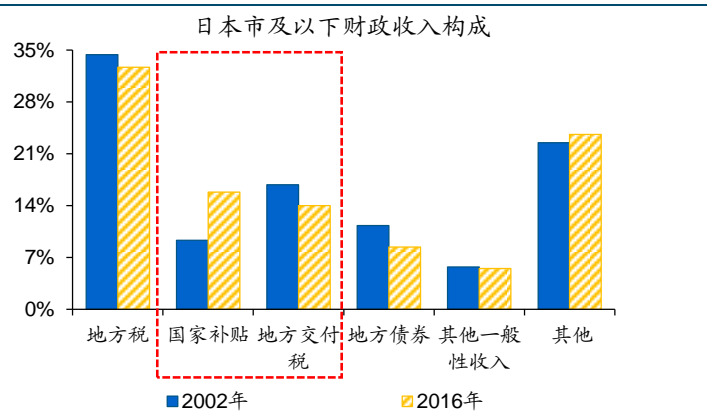
针对巨额政府债务问题，日本政府也曾尝试采取财政改革等方式化解。1990年以来，日本中央政府致力于通过降低地方政府的财政依赖以控制中央债务规模，并最终促成了2003年“三位一体改革”。“三位一体改革”重点从税收收入转移改革和税基改革两方面入手，即分别逐步降低国家补贴与地方交付税，以增强地方自主权，同时逐步税基转移给地方，提高地方政府财政独立性。然而该项改革由于政治阻力等多种因素，止步于税收收入转移，未实现税基的转移，使得地方税收收入增加远低于地方交付税与国家补贴的减少，长期来看，地方财政反而更加依赖中央政府。

图表27: 日本“三位一体”财政改革的效果

财政年度 (单位: 万亿日元)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
总收入	100	97	95	93.4	92.9	91.5	91.1	92.2
地方交付税	20	19.5	18	17	17	16	15.2	15.4
国家补贴	14.5	13.3	13	12.4	11.8	10.4	10.2	11.6
地方债券	13.1	14.5	13.8	12.4	10.4	9.6	9.6	9.9

来源: Hoshi 和 Kashyap (2011)、国金证券研究所

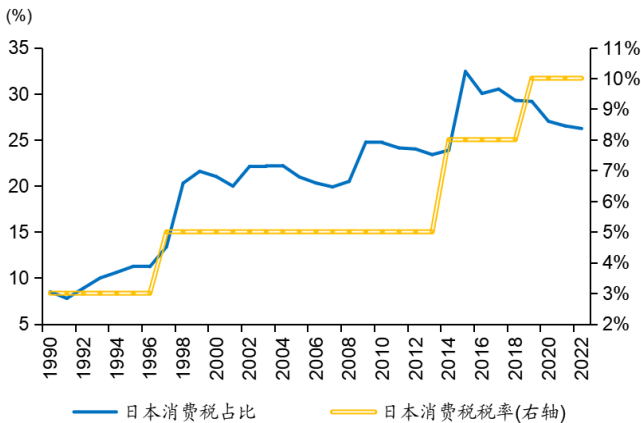
图表28: 长期看日本“三位一体”财政改革失效



来源: 日本总务省、国金证券研究所

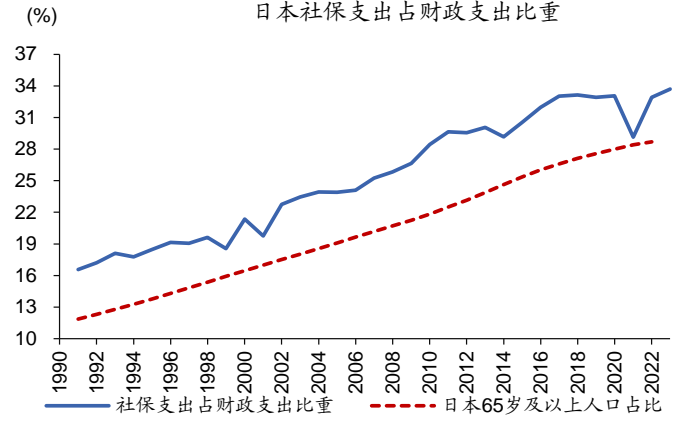
日本亦尝试实施提升消费税税率、开展结构性改革等以提升偿债能力, 控制债务增量。1997年开始, 日本政府逐步将消费税税率由 3% 提高至 10%; 然而消费税税率的上调, 并未促使消费税收入明显回升。2021 年, 日本消费税收入占 GDP 比重近 2%, 较 1990 年的 1.8% 仅提升 0.2 个百分点。此外, 从七十年代起日本也进行多轮结构性改革, 加大产业转型升级的政策支持力度, 以激发经济活力、增强偿债能力。但无论是财政改革的“节流”还是消费税和结构性改革的“开源”计划, 均未有理想效果; 且随着人口老龄化加剧, 社保福利支出占财政支出比重持续增长, 且 1990 年以来日本经济多次受外部冲击、增速下台阶, 均导致财政支出无法缩减, 政府债务规模难以控制。

图表29: 1990年代以来日本消费税税率不断提升



来源: 日本经济企划厅、Wind、国金证券研究所

图表30: 人口老龄化加剧下日本社保支出持续提升



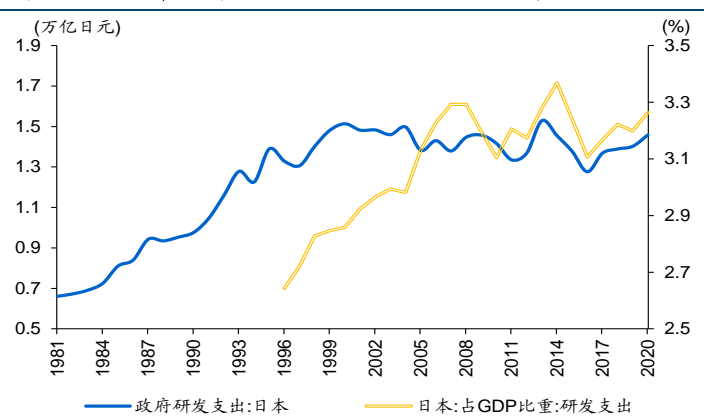
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 1970年代以来日本共进行两轮结构性改革

轮次	政策名称	实施时间	政策目标	政策对象	主要政策手段
第一轮	特定萧条产业临时措施法	1978-1983年	特定萧条产业去产能, 促进国民经济健康发展	针对钢铁、化学、纤维造船等特定产业	安定基本计划、组织萧条卡特尔、特定萧条产业信用基金
	特定产业结构改善临时措施法	1983-1988年	特定萧条产业去产能, 推动产业结构顺利转换	针对钢铁、制铝、造纸化学等特定产业	结构改善基本计划、业务合作、特定萧条产业信用基金
	产业结构转换圆滑化临时措施法	1988-1993年	促进特定企业适应环境变化	针对特定企业	事业适应计划、业务合作、产业基金整备基金
第二轮	事业革新法	1995-1999年	推动企业业务升级转型和业务调整	针对特定企业	事业革新计划、产业基金整备基金
	产业活力再生特别措施法	1999-2014年	推动企业业务转型、提升资源使用效率、鼓励企业技术创新	针对特定企业	事业再构筑计划、产业基金整备基金、产业再生机构、产业革新机构等
	产业竞争力强化法	2014年至今	促进产业新陈代谢、推动规制改革、增强产业竞争能力	针对特定企业	新事业活动计划、事业再编计划、中小企业基金整备机构、产业革新机构等

来源: 田正, 江飞涛 (2021)、国金证券研究所

图表32: 近年日本研发支出占 GDP 比重维持在 3.2% 左右

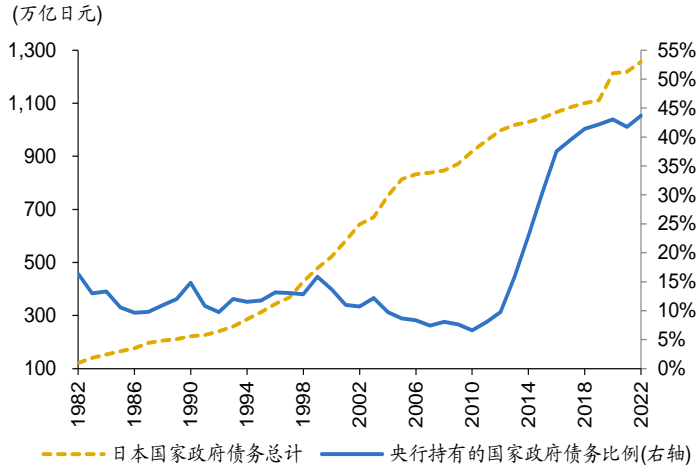
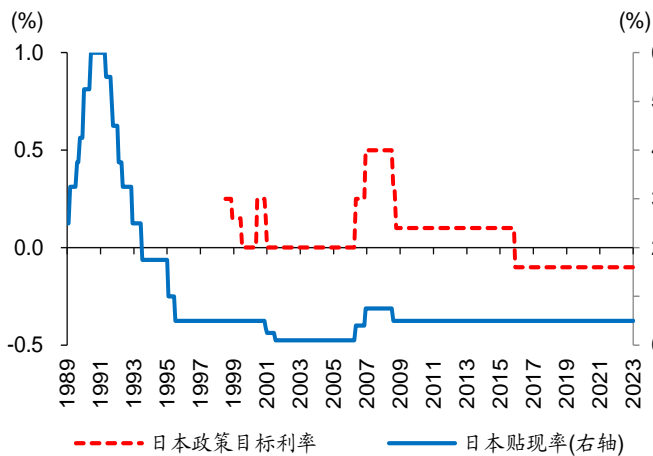


来源: Wind、国金证券研究所

政府债务持续攀升下，货币政策成为日本政府维持大规模债务的主要手段，日央行一方面实施长期低利率政策，降低政府债务付息压力，另一方面加大力度购买日本政府债。早在 2001 年至 2006 年，日央行就已尝试量化宽松政策，将政策目标利率降低至零；2016 年 1 月日央行进一步宣布实行负利率政策，但在具体政策实践中，日央行主要通过调整零利率适用空间，将负利率适用规模控制在一定范围内。此外，日央行还继续维持量化目标，加大在二级市场购买国债力度等；截至 2022 年，日央行持有国家债务比例已接近 45%。

图表33：日本长期维持低利率政策

图表34：截至 2022 年日央行持有 45% 的日本政府债务



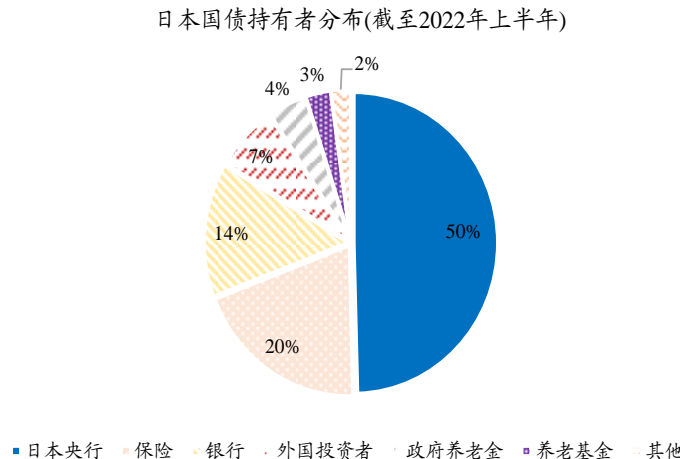
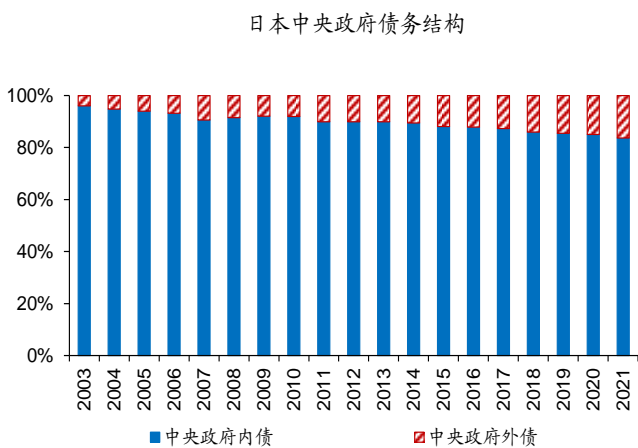
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

日本政府的巨额债务之所以能够不断滚续，内债占比较高或是重要原因之一。2021 年，日本政府杠杆率达 262%，高于发达经济体政府杠杆率均值 119% 和 G20 政府杠杆率均值 101%；从日本中央政府债务结构来看，内债占比虽从 2003 以来小幅下滑，但截至 2021 年，中央政府内债占其总债务比例仍处于较高水平、达 84%。日本国债持有结构亦显示类似特征，截至 2022 年上半年，日央行、国内保险银行等金融机构持有国债比例近九成。

图表35：日本中央政府债务超八成成本币结算的内债构成

图表36：日央行与金融机构持有超八成日本国债



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

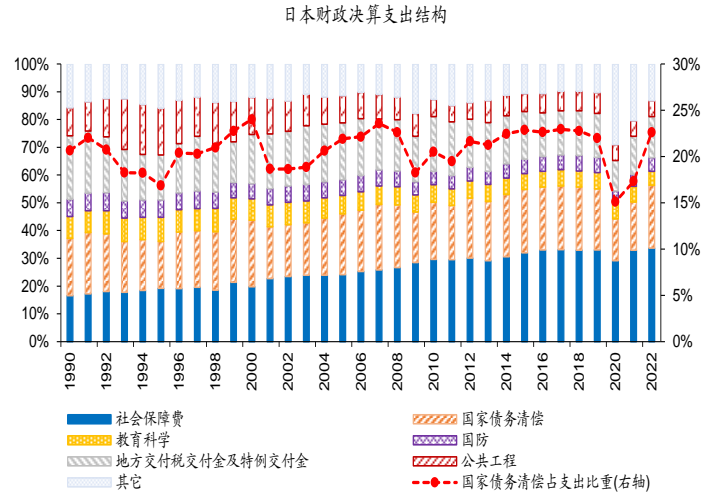
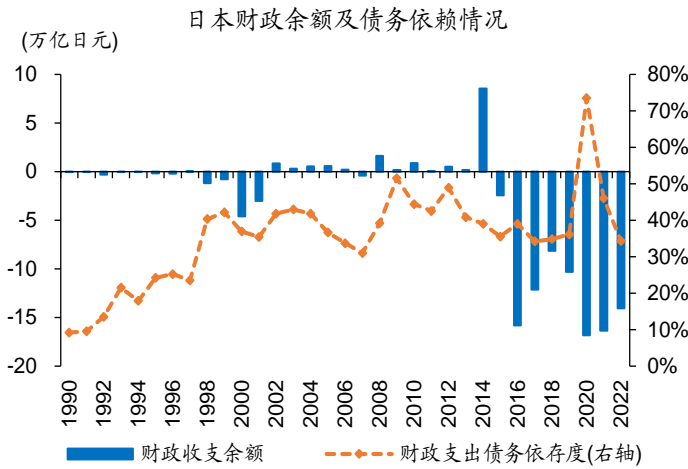
(二) 但近年日本“债务货币化”的“后遗症”也逐渐显现

日本政府债务“借新还旧”、持续攀升，虽为当前财政发力提供有效支撑，但也在一定程度上透支未来财政政策空间。1990 年起，日本一般财政支出对债务的依赖程度不断加深，财政支出中的国债占比由 20 世纪 90 年代的 24%，抬升至 2010 年-2020 年的 43%，2020 年财政支出甚至超七成资金来源于国债。极低的政策利率虽使日本政府债务利息压力较低，但债务规模的大幅扩张也导致国家债务清偿支出难以缩减，近 30 年占财政支出

的比例位置在 20%左右。2022 年社会保障费、债务清偿支出及国防教育等刚性支出占日本财政支出的六成以上，或一定程度对财政政策发力空间形成限制，后续难以灵活施策。

图表37: 2014 年以来日本财政连年“入不敷出”

图表38: 日本国家债务清偿支出占比维持 20%左右



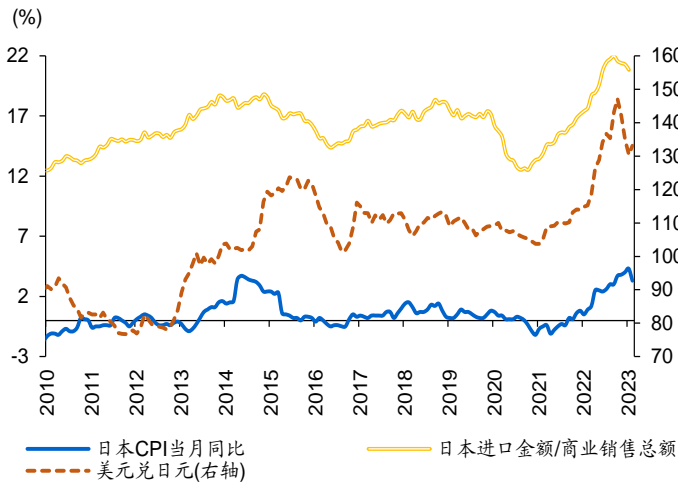
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

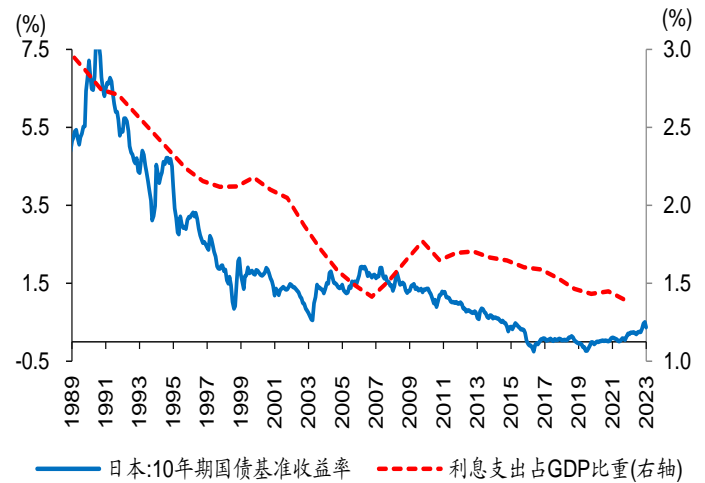
超常规货币政策虽有效缓解了日本政府债务压力，但也使日央行进退两难；一方面，外部输入通胀上升，日元疲软需要加息支持；但另一方面，加息将导致日本政府难以承受付息压力的大幅提升。2022 年，日本外贸逆差创历史新高，日元大幅贬值下，输入型通胀压力显现，CPI 当月同比从年初的 0.5%升至年末的 4.0%，剔除新鲜食品和能源的通胀升至 3.0%、突破日央行的 2%通胀目标。防止外部通胀持续上升，或需日央行加息支持；但极高的政府杠杆率下，加息政策可能使日本政府债务付息压力加剧，巨额债务难以滚续，触发债务风险。

图表39: 2021 年以来，日元大幅走弱推升日本通胀

图表40: 债务利率逐年降低使得利息支出逐年下滑



来源: Wind、国金证券研究所

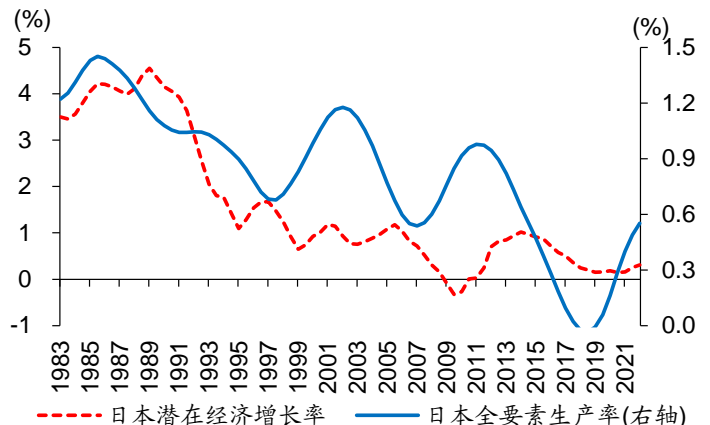
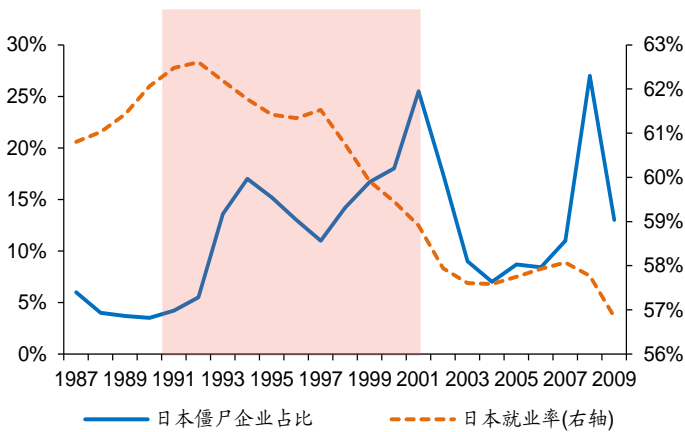


来源: Wind、国金证券研究所

长期来看，极低的利率政策可能会维护僵尸企业，阻碍市场出清，给生产率增长、经济发展带来下行压力。20 世纪 90 年代日本资产泡沫破灭后，系列极端货币政策对日本“僵尸企业”形成保护，导致 1990 年-2000 年日本“僵尸企业”占比大幅提升，而期间日本就业率却仍持续下滑。市场出清机制的失效或对技术进步和经济发展带来下行压力；1990 年至今，日本潜在经济增长率与全要素生产总体呈下行趋势。

图表41: 极低的利率政策或对“僵尸”企业形成保护

图表42: 日本潜在经济增长增速与全要素生产率下滑



来源: 岡田拓之等(2010)、Wind、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

3、鉴往知今：日本经验显示降低付息成本等是“权宜之计”，技术进步才是根本之道

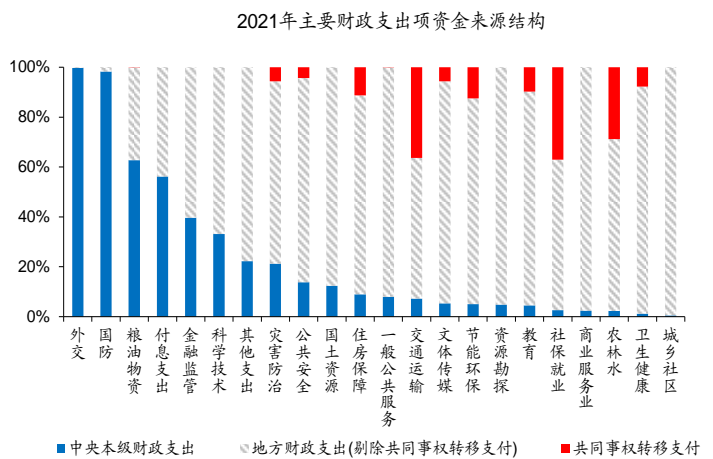
(一) 降低付息成本等为“权宜之计”，推动产业转型或是解决债务问题根本之道

日本经验显示，债务增量控制需要相应的财政体制改革，财力事权相匹配或是控制债务攀升的根本。与日本尝试的“三位一体”财政改革类似，近十年我国财政体制围绕建立事权和支出责任相适应的制度不断改革，先后推出医疗、教育等公共领域划分清单，央、地共同事权权责划分逐渐明确。但省以下财政体制改革仍较为滞后，使得疫后部分地区基层财政压力加速凸显。为此，中央加速推动省以下财政改革，加大对基层的支持力度。2020年，中央建立转移支付资金直达机制，此后直达资金规模与占比持续增长，2022年已有4万亿元、占比超40%的转移支付资金直达基层，对基层政府民生、基建支出形成有力支撑。

图表43: 近十年央、地财政支出权责划分逐渐明确

图表44: 2021年央、地一般财政支出结构

改革方向	时间	政策
总方案	2014年7月	《深化财税体制改革总体方案》
	2016年8月	《关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》
公共服务	2018年2月	《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》
教育	2019年5月	《关于印发教育领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
文化	2020年6月	《关于印发公共文化领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
环境	2020年6月	《关于印发生态环境领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
自然资源	2020年7月	《办公厅关于印发自然资源领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》
应急救援	2020年7月	《关于印发应急救援领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案的通知》



来源: 政府网站、国金证券研究所

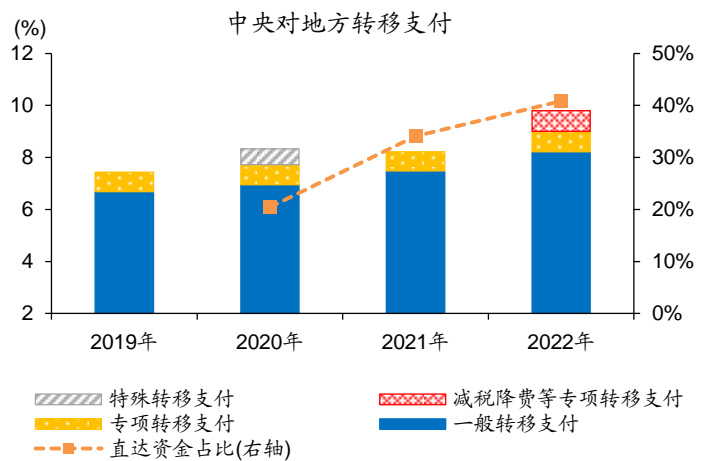
来源: 财政部、国金证券研究所

图表45: 当前省以下财政体制改革进一步推进

时间	会议/文件	主要内容
2014年1月	《关于调整和完善县级基本财力保障机制意见的通知》	省级政府要逐步完善省以下财政体制, 加大财力调节力度, 推进省直接管理县财政改革, 建立长效保障机制...
2016年3月	《十三五规划纲要》	转移支付制度, 规范一般性转移支付制度, 完善资金分配办法, 提高财政转移支付透明度, 健全省以下财力分配机制 。
2020年10月	《十四五规划和二〇三五年远景目标的建议》	健全省以下财政体制 , 增强基层公共服务保障能力。完善财政转移支付制度, 优化转移支付结构, 规范转移支付项目。
2021年3月	《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》	督促省级财政切实履行主体责任, 健全省以下财政体制 , 优化财力分配格局, 加大财力下沉力度, 加强县级“三保”运行监控, 精准高效安排使用资金。
2022年4月	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	要 理顺省以下政府间财政关系 , 使权责配置更为合理, 收入划分更加规范, 财力分布相对均衡, 基层保障更加有力...
2022年6月	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	按照政府间财政事权划分, 合理确定省以下各级财政承担的支出责任 。省级财政事权由省级政府承担支出责任, 市县财政支出责任根据其履行的财政事权确定。共同财政事权要逐步明确划分省、市、县各级支出责任, 按照减轻基层负担、体现区域差别的原则, 根据经济发展水平、财力状况、支出成本等, 差别化确定不同区域的市县财政支出责任。

来源: 政府网站、国金证券研究所

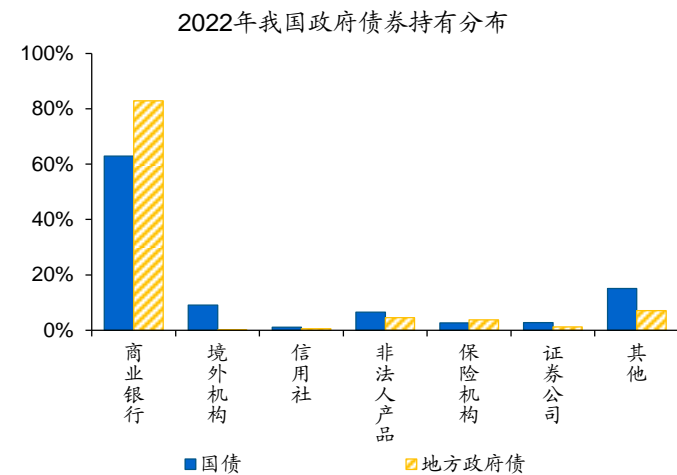
图表46: 央地转移支付直达资金占比逐年提升



来源: 财政部、国金证券研究所

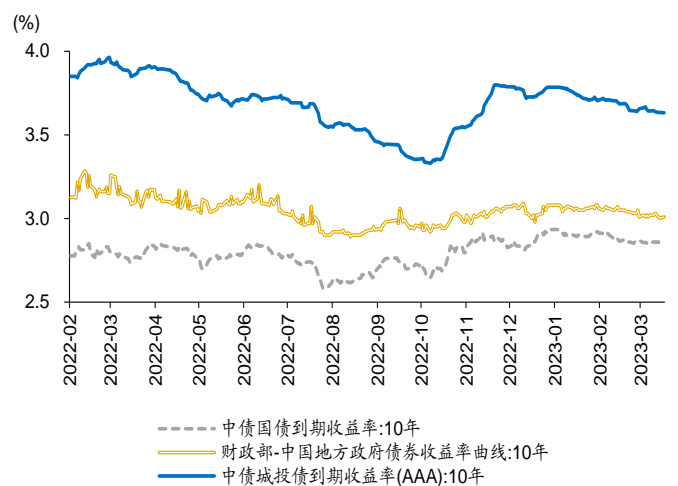
政府债务以内债为主的情况下, 展期、降息等或是缓解债务风险的重要方式, 需金融机构与货币政策的共同支持。日本政府的巨额债务风险可控重要原因之一, 是低利率下债务付息压力较小, 且日央行与国内金融机构在二级市场上大规模购债助力日本政府债务“借新还旧”。与日本相似, 我国当前政府债务也以内债为主, 地方政府债中八成由国内商业银行持有, 城投平台带息债务也多由当地银行等金融机构支持。因此, 地方与金融机构协商, 通过展期、降息、债务重组等方式或是高风险地化解债务风险的重要方式; 同时, 货币政策或也需维持较为宽松的利率环境, 帮助降低地方债务付息压力。

图表47: 商业银行是我国政府债券的主要持有者



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表48: 国债、地方债、城投债到期收益率



来源: Wind、国金证券研究所

图表49：展期、降息、债务重组等方式是化解债务风险的重要方式

主体	日期	文件/举措	具体内容
中央	2021年7月	《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》	银行保险机构配合地方政府化解地方融资平台公司到期存量隐性债务，以市场化方式合规、适度向融资平台公司提供化债融资。短期偿债压力较大的到期地方政府隐性债务，可适当 延长期限 ， 探索降低债务利息成本 。
	2022年1月	《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》	允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当 展期、债务重组 等方式维持资金周转。
	2022年8月	《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》	允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当 展期、债务重组 等方式维持资金周转，降低债务利息成本。
地方	2022年7月	贵州省金融机构座谈会	就金融助推贵州高质量发展提出五点希望，其中之一是全力支持防范化解风险。通过 展期、降息、续贷 等多种方式支持化解债务风险，持续完善公司治理，提升风险管理水平，坚决防范系统性金融风险。
	2022年7月	遵义市银行类债权展期	遵义道桥在推进债务重组过程中对于银行类债权人进行本金展期，期限延至20年。
	2023年3月	湖南省《服务打好“发展六仗”若干财政政策措施》	严格落实政府投资项目决策和立项管理办法... 严禁新增隐性债务 ...激励引导银行等金融机构 “替换他盘”、续本降息 ...加强融资平台公司综合治理...深化违规举债、虚假化债专项监督...
	2023年3月	柳州银团贷款	柳州市投控集团旗下主要子公司北城集团与10家金融机构签订40亿元银团贷款合同，为市属国企公开市场债券兑付提供流动性支持

来源：政府网站、各地政府网站、国金证券研究所

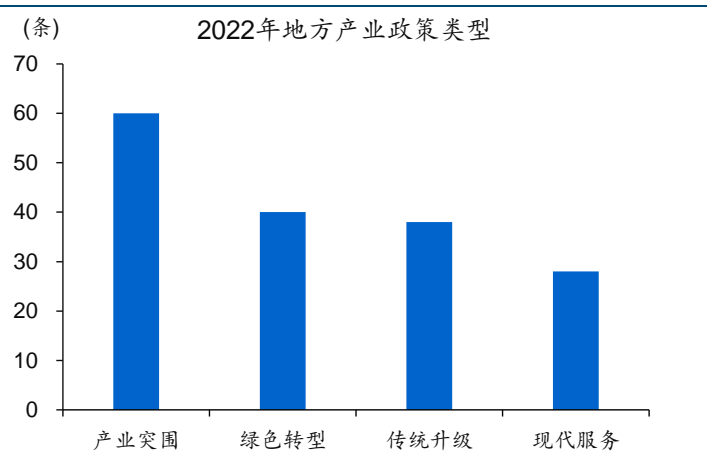
长期来看，加速技术进步、加大对产业转型升级支持力度等提升地方“造血能力”或是解决债务风险的根本之道。土地财政逐渐下坡下，培育地方财政收入新增长点至关重要。与日本结构性改革类似，当前我国稳增长思路重在加大对产业投资的支持，部分对冲地产链的弹性不足。2023年中央对科技创新、产业升级等重视程度空前，中央经济工作会议及政府工作报告均明确强调要狠抓传统产业改造升级和战略新兴产业培育壮大等；多部委2023年工作会议也强调加大对产业发展支持；从地方产业政策来看，各地普遍对新兴产业突围、传统产业升级、绿色转型类产业有所支持。

图表50：传统产业升级与战略新兴产业发展为当前重点

图表51：2022年地方产业政策以新兴产业突围等为主

时间	会议/文章	主要内容
2022/10/16	二十大报告	建设现代化产业体系。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国...推动战略性新兴产业融合集群发展...加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
2022/11/14	《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》	适应新一轮科技革命和产业变革大趋势，推动新产业、新技术、新产品、新业态发展，以新供给创造新需求，形成经济发展不竭动力。
2022/12/6	中央政治局会议	产业政策要发展和安全并举...要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。
2022/12/16	中央经济工作会议	狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。
2023/3/5	2023全国两会	加快建设现代化产业体系。围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关...加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。
2023/3/13	2023总理答记者问	要集中力量推动高质量发展。下一步需要更加重视解决“好不好”的问题，特别是提高科技创新能力，建设现代化产业体系、推动发展方式绿色转型等...

来源：政府网站、国金证券研究所



来源：各地政府网站、国金证券研究所

图表52: 2023年两会后, 总理首站调研聚焦先进制造

图表53: 地方领导班子首次调研多选当地优势产业

总理调研企业	企业性质	涉及领域
中车株洲电力机车有限公司	国有企业	机车、城轨、动车整车和零部件等
株洲硬质合金集团有限公司	国有企业	金属切削工具、油田钻探采掘
湖南山河科技股份有限公司	民营企业	通用航空器的研发、制造和销售
长沙比亚迪汽车有限公司	民营企业	汽车零部件及配件制造
中国铁建重工集团股份有限公司	国有企业	隧道施工智能装备、高端轨道设备装备的研究、设计、制造等
蓝思科技股份有限公司	民营企业	研发、生产、销售显示屏功能玻璃面板
深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司	民营企业	医疗设备研发和制造
中国东方电气集团有限公司	国有企业	发电设备制造
海尔集团公司	民营企业	工业互联网、机器人与自动化装备产品研发、家用电器、电子产品等
沈阳鼓风机集团股份有限公司	国有企业	为重大工程项目提供国产装备
南京南瑞继保电气有限公司	国有企业	电力系统保护和控制领域
重庆长安汽车股份有限公司	国有企业	汽车、零部件、汽车贸易
小米科技有限责任公司	民营企业	电器、数码产品及软件
中联重科股份有限公司	国有企业	工程机械、农业机械等

来源: 政府网站、国金证券研究所

调研日期	地方领导	调研地点	主要讲话内容
3月15日	天津市委书记陈敏尔	天津长安科技集团等	为企业做好服务, 帮助企业解决生产经营中的实际问题, 鼓励企业加强科技创新, 加大技术改造力度, 推动数字化转型、网络化、智能化转型升级, 进一步提升企业竞争力, 提升核心竞争力...
3月16日	肇庆市委书记袁家军	广阳岛海洋牧场	要坚持高水平规划、高质量建设智慧生态城, 推动传统产业改造升级, 引入更多新的产业形态...
3月16日	山东省委书记刘家义	中车齐车电机有限公司等	要研判重大产业链运行态势, 促进产业链上下游紧密配合; 要优化数字经济生态, 发展数据标注等产业, 促进数字经济高质量发展; 要健全产业链供应链, 完善产业链供应链, 完善产业链供应链...
3月16日	陕西省省长赵刚	西飞民机研发中心项目	要全力打造航空制造产业集群平台, 推动产业链上下游企业及其资源在园区集聚, 持续延伸产业链条, 完善产业链条...
3月17日	黑龙江省委书记李树深	哈尔滨益品食品有限公司等	要向国内国外市场要需求, 加强技术创新和产品研发; 发挥龙头企业引领作用, 吸引更多配套企业落地龙江, 打造食品加工全产业链, 切实把黑龙江资源优势转化为食品工业优势...
3月17日	福建省省长赵龙	福州福华特药制药有限公司等	要下大力气培育创新平台, 加快传统产业数字化转型、智能化改造, 培育壮大新兴产业, 探索新兴产业融合发展之路; 不断优化营商环境, 全力支持民营企业, 着力解决民营企业面临的困难和问题...
3月17-18日	云南省省长王宁	河北坤天等企业	要深入实施绿色能源强省战略, 服务绿色低碳发展, 服务绿色低碳发展; 打造国内一流新能源汽车产业基地; 要巩固提升、中医药等优势产业, 壮大战略性新兴产业, 坚定不移加快做大做强传统产业, 营造最优环境, 激发民间投资活力...
3月18日	甘肃省委书记尹弘	甘肃奇正制药有限公司	要深入实施中医药强省战略, 加大开放合作力度, 研发更多优质中药新药; 要积极推进农业科技创新, 健全完善现代农业产业体系...
3月18日	青海省省长孙海生	天合光能、青海高景太阳能科技等	大企业始终是推动青海高质量发展的主力军, 全力支持企业加快发展... 深入一线了解企业诉求, 全力协调解决要素保障、融资贷款、企业用工、能源保障等方面问题...
3月18日	新疆维吾尔自治区书记陈全国	阿克苏地区油气产业	加快推动新疆油气产业高质量发展, 要加快推动油气增储, 提高天然气勘探开发效率... 实现油气产业高质量发展与绿色低碳转型...
3月19日	河北省委书记倪岳峰	临西县轴承制造等	推动制造业高端化、智能化、绿色化发展, 要支持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力, 全面增强科技创新策源能力, 加大科技投入, 助力产业转型升级...
3月22-23日	辽宁省委书记李强	沈阳药大等生物医药企业	沈阳药大要紧密结合地方产业结构特点, 加大研发投入, 加大科技研发力度, 提升科技成果转化产业化水平, 以数促产, 以数强链, 助力产业转型升级...
3月20日	江西省省长叶建春	地方金融监督管理局	扎实做好金融改革发展和各项工作, 引导金融机构加大对科技自立自强、农业现代化、绿色发展、小微企业的支持力度, 助力我省高质量发展走在前列...
3月21日	山东省省长周强	中色奥博特铝业有限公司等	要大力实施创新驱动发展战略, 强化企业科技创新主体地位, 推动创新链产业链资金链人才链深度融合, 要深入一线帮助企业解决难题, 持续打造一流营商环境...
3月20-22日	四川省委书记王东峰	南充市、遂宁市	要保障发展大局, 积极做好稳增长、促就业、保民生等工作, 加大招商引资力度, 提升产业链供应链韧性和水平, 不断做强实体经济, 着力推动高质量发展...
3月21-22日	江西省省长叶建春	九江经开区	从优化水环境、保护水资源、改善水生态、确保水安全等多个维度谋划和推进水利工程, 扩大水利有效投资, 全面加强水利基础设施建设和提供有力保障...
3月21-22日	广西党委书记刘宁	崇左南扶、花拜及深安等	要抢抓重大机遇, 围绕基础设施互联互通建设, 着力构建西部陆海新通道陆路、对桂粤港澳大湾区、沿边出海三大通道; 深化跨境产业合作, 积极承接东产业转移...
3月22日	河南省省长王凯	新乡市平原示范区	要加快高标准农田示范区建设, 聚力主产区产业加快培育壮大龙头企业, 精准发力建设链链升级链, 为基金企业提供保障...
3月22日	湖北省省长王忠林	武汉产业创新发展研究院	要全力争取国家级创新平台的开放, 坚决破除一切阻碍创新的障碍; 要全力争取国家级创新的推动者, 激发创新创造活力, 助力传统产业转型升级、新兴产业培育壮大...

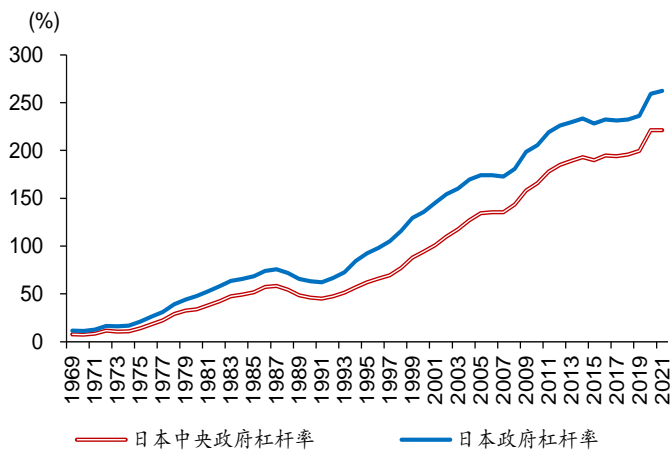
来源: 各地政府网站、国金证券研究所

(二) 我国当前债务风险多为结构性, 或更需加大精准支持力度而非“大水漫灌”

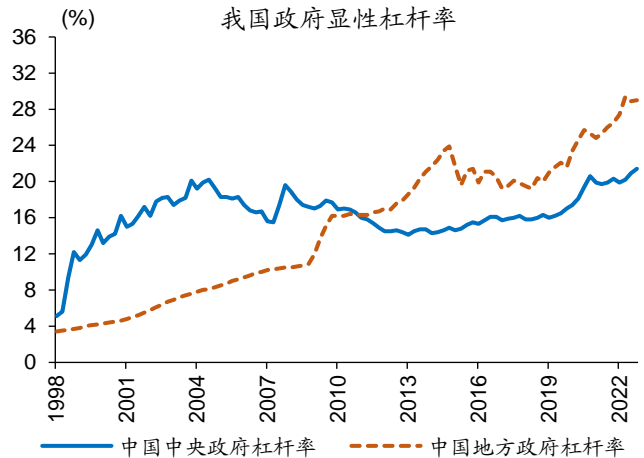
受地理禀赋、债务管理制度等因素影响, 日本广义政府债务多由中央承担, 而我国广义政府债务多集中于地方层面。2021年日本广义政府杠杆率达262%, 其中超八成政府债务为中央债务; 相比之下, 由于我国幅员辽阔、地区发展程度不一, 且地方政府管理体制与日本差异较大等因素, 我国地方政府为广义政府债务的主要承担主体, 2020年以来地方广义债务占总广义债务比例均接近八成。

图表54: 日本广义政府债务主要集中于中央

图表55: 我国地方政府显性杠杆率持续攀升



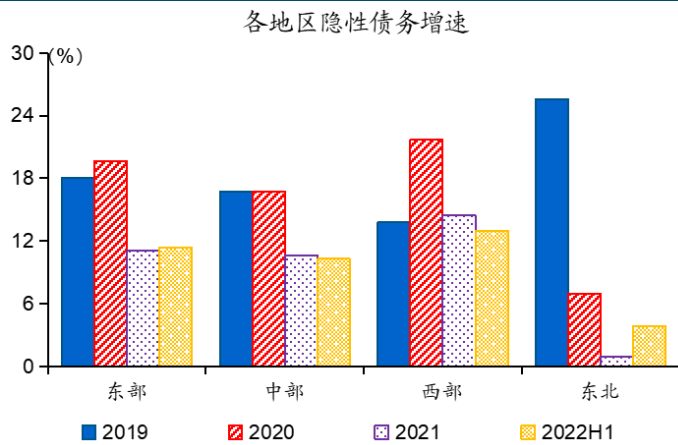
来源: IMF、国金证券研究所



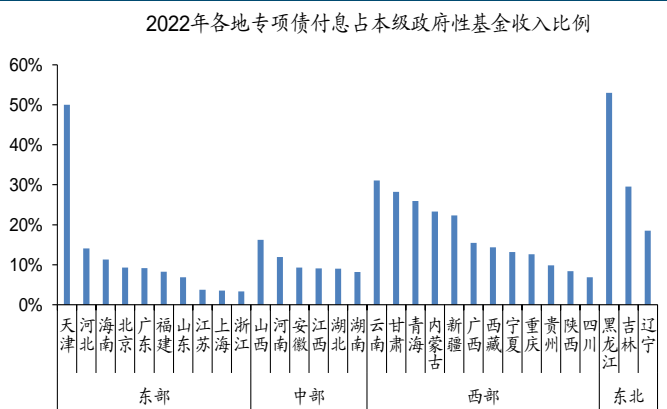
来源: Wind、国金证券研究所

近年来, 我国地方债务率加速攀升且分布不均问题突出, 部分地区债务风险较高、付息承压。疫后地方财政收支承压下, 地方债务加速累积, 2022年广义债务率抬升至320%, 隐性债务有所增多, 东北地区甚至有所提速。2022年, 受土地财政拖累与大规模留抵退税政策影响, 地方综合财力大幅下滑, 导致债务偿付压力加剧; 天津、黑龙江仅专项债付息额占其本级政府性基金收入比例近五成。

图表56: 2022年各地区隐债增速分化



图表57: 2022年部分省市专项债付息压力较大



来源: Wind、国金证券研究所

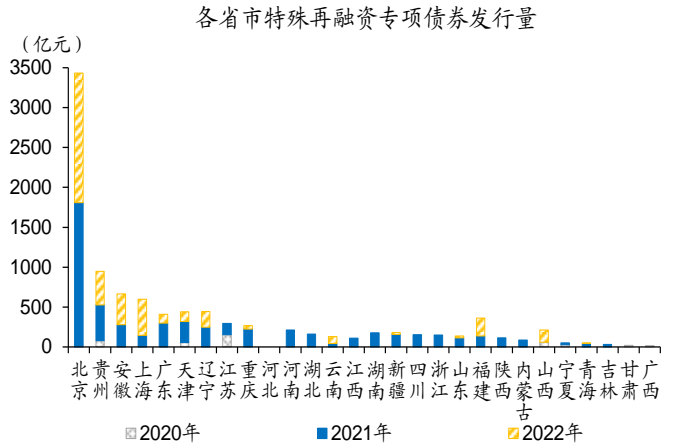
来源: 中国债券信息网、各地政府网站、国金证券研究所

因此, 相比日本的债务问题, 我国当前政府债务风险更多为结构性问题, 或更需加大精准支持力度而非“大水漫灌”。与日本巨额债务集中于中央政府不同, 当前我国债务风险多体现在部分弱资质地区, 土地财政下滑加速债务风险暴露下, 部分地区仅凭地方财政难以有效化解债务风险, 或需政策精准支持而非“大水漫灌”, 后续如建立建制县试点、下特殊再融资专项债置换额度、任命“金融副省长”等支持政策或进一步加力。

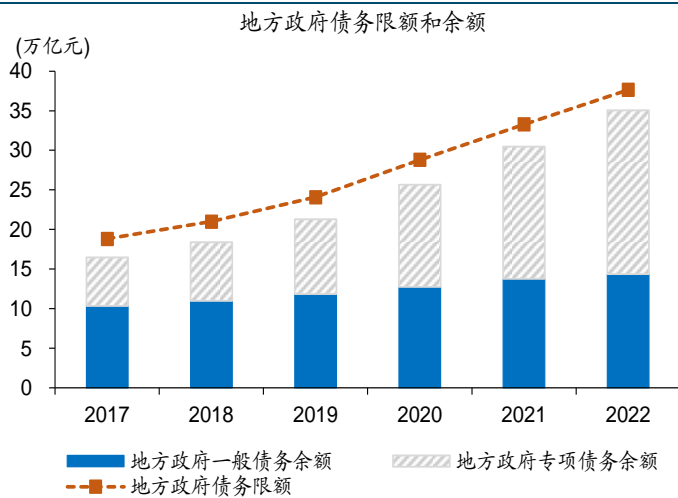
图表58: 部分省市高风险地区被列入建制县试点名单

图表59: 多省市发行特殊再融资债券置换存量债务

省	市	县	公布日期	具体内容
河南	许昌市	魏都区	2020/12/23	成功通过全国竞争性评审, 成为许昌市唯一一个建制县(区)入选申报试点。
浙江	温州市	鹿城区	2020/12/31	积极申报并成功入选建制县化解隐性债务风险试点。
安徽	马鞍山市	雨山区	2021/1/7	获批财政部全国建制县隐性债务风险化解试点。
云南	楚雄彝族自治州	南华县	2021/1/15	成功争取成为2020年建制县隐性债务风险化解试点县。
四川	遂宁市	安居区	2021/1/25	严控隐性债务增量, 有序稳妥化解存量, 成功申报全国隐性债务化解建制县试点。
湖南	衡阳市	常宁市	2021/1/26	成功争取了国家财政部隐性债务风险化解试点县市。
广西	崇左市	大新县	2021/1/27	顺利通过2020年建制县区隐性债务风险化解试点专家评审工作。
宁夏	银川市	永宁县	2021/1/29	成功争取永宁县建制县隐性债务风险化解全国试点。
河北	唐山市	曹妃甸区	2021/2/19	成功争取到国家建制县(区)隐性债务化解试点政策, 超额完成当年化债任务。
福建	泉州市	泉港区	2021/2/19	我区已列入全国建制县区隐性债务风险化解试点。
江西	宜春市	袁州区	2021/2/24	纳入财政部建制县隐性债务化解试点县。
内蒙古	巴彦淖尔市	临河区	2021/3/8	入选2020年建制县区隐性债务风险化解试点。
陕西	西安市	灞桥区	2021/3/15	成功申请财政部“建制县隐性债务化解”试点区县。
重庆	重庆市	綦江区	2021/3/26	积极争取到全国建制县隐性债务化解试点。



图表60：地方政府债务限余额之间仍有2.6万亿元差距



来源：财政部、国金证券研究所

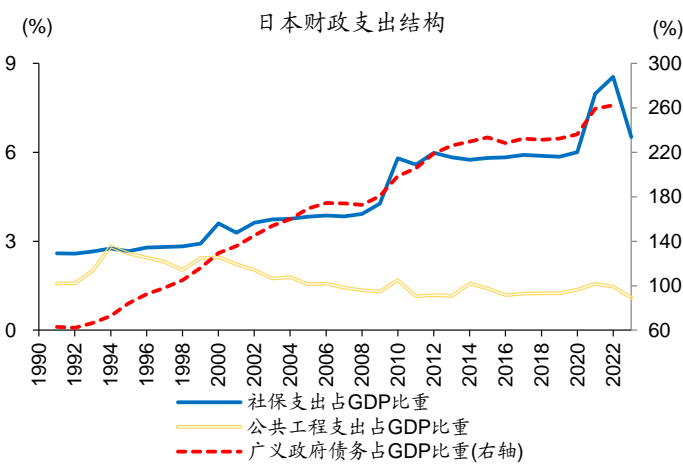
图表61：多地“金融副省长”有丰富金融机构任职经验

地区	任期	姓名	到任前就职金融机构/部门
山东	2018.09-2020.06	刘强	2015.07-2016.07 中国农业银行上海市分行行长 2016.07-2018.09 中国银行副行长
重庆	2021.03-2022.06	蔡允革	2016.07-2020.09 中国光大集团股份公司副总经理 2020.09-2021.03 交通银行监事长
天津	2022.04 至今	刘桂平	2008.08-2009.10 中国农业银行福建省分行行长 2009.10-2014.04 中国农业银行上海市分行行长 2014.05-2016.06 中国投资有限责任公司副总经理 2016.06-2019.03 重庆市人民政府副市长 2019.03-2020.11 中国建设银行行长 2020.11-2022.04 中国人民银行副行长
		康义	2011.04-2016.11 先后任中国建设银行个人存款与投资部总经理、公司业务部总经理、批发业务总监 2016.11-2018.01 中国农业银行副行长
云南	2022.07 至今	王浩	2008.10-2020.07 先后任建设银行四川省、青海省分行副行长，贵州省、湖北省分行行长
		陈舜	2007.11-2011.05 证监会首席稽查
广西	2017.07-2018.09	丁向群	2011.09-2013.01 中国银行公司金融业务总裁 2013.01-2015.07 中国太平保险集团有限责任公司副总经理 2015.07-2017.06 国家开发银行副行长
贵州	2019.09-2022.05	谭炯	2011.09-2015.02 中银基金管理有限公司董事长 2015.02-2016.10 中国银行广东省党委书记 2016.10-2019.09 中国工商银行党委委员
吉林	2019.10 至今	蔡东	2014.01-2016.07 中国工商银行天津市分行行长 2016.07-2019.03 国家开发银行副行长 2019.03-2019.09 中国农业银行副行长
辽宁	2019.07 至今	张立林	2014.08-2017.05 中国农业银行资产管理部总裁 2017.05-2019.07 中国建设银行副行长

来源：各地政府网站、国金证券研究所

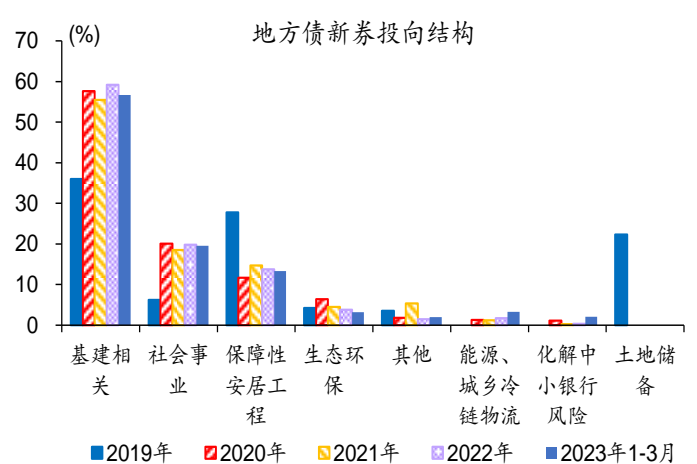
同时，相比日本政府债务大多用于维持社保医疗等刚性支出，我国地方政府举债多用于驱动经济发展，更多投向基础设施建设等。20世纪90年代以来，日本广义政府杠杆率加速抬升、30年来增长近120个百分点，但其政府公共工程支出却相对小幅下滑，2022年日本政府公共工程支出占GDP的比重为1.1%，较1990年下滑近0.5个百分点；而社保支出占GDP比重与广义政府杠杆率走势较为吻合、近30年来明显提升，或指向日本政府债务增长多受社保福利等支出驱动。相比之下，我国地方政府举债则多缘于促进地方经济发展，2020年以来，我国新增地方债近六成投向基建相关项目。

图表62：日本政府杠杆率走势与社保支出较为吻合



来源：Wind、国金证券研究所

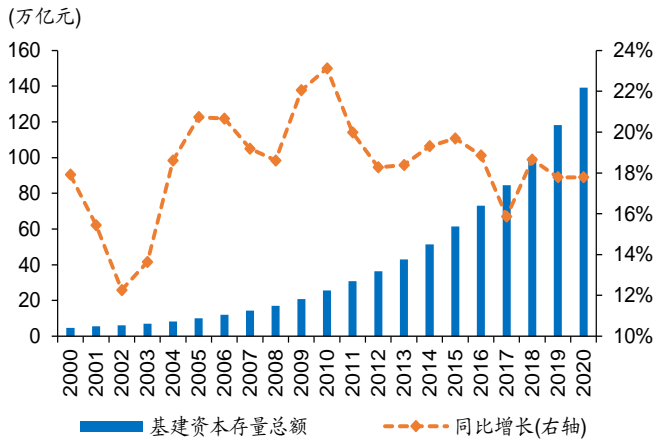
图表63：我国地方债多数投向基建相关领域



来源：财政部、国金证券研究所

长期来看，我国地方债更多投向基础设施建设，为盘活基础设施存量资产、促进产业发展等“开源”方式化债奠定基础。我国地方债务大多用于地方基础设施建设，促使我国基建资产存量自2000年起快速累积；截至2020年我国基建资产存量或近140万亿元，为通过盘活基础设施存量资产缓解地方债务风险提供了可能。2020年以来，我国基础设施公募REITs政策不断加码，试点范围、领域持续扩张，后续基础设施公募REITs或迎来进一步发展。

图表64：2021年我国基建资产存量超百万亿元



来源：朱发仓, 祝欣茹(2022)、国金证券研究所

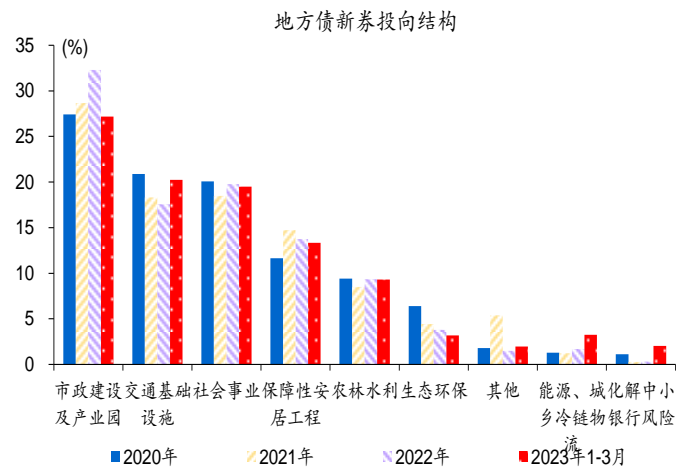
图表65：2023年基建REITs范围进一步拓宽

政策	时间	内容
国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知	2020/8/3	开启试点项目申报工作, 聚焦长江三角洲、海南自贸港等重点区域, 仓储物流、数字基础设施、产业园区等重点行业。要求项目近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。预计未来3年净现金流分派率(预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值)原则上不低于4%。通知还规定了项目申报材料、程序等。
国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知	2021/7/2	提出5方面14项工作要求, 从支持引导、项目管理、项目审核、长期发展、政策落实角度分别进行了规定
国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知	2021/12/31	提出7项工作要求, 强调用好回收资金, 监督执行。
关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知	2022/7/15	提出6方面具体工作要求, 包括充分运用新购入项目机制; 简化新购入项目申报要求; 简化推荐程序; 保证项目质量; 落实发行条件; 引导回收资金等
关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知	2023/3/24	扩展至消费基础设施领域, 市场化住房租赁项目有望纳入公募REITs范围; 分类调整了特许经营权类项目和非特许经营类项目的收益率, 相比此前所有项目统一适用未来3年净现金流分派率原则上不低于4%的要求更为合理, 有助于推动更多资产满足申报条件

来源：政府网站、国金证券研究所

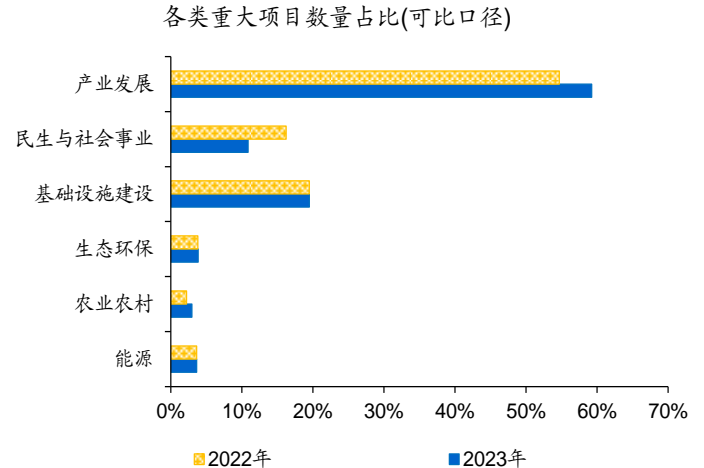
同时, 高科技自立自强目标下, 我国战略新兴产业加速布局, 也有助于激发地方经济活力、提升偿债能力, 从根本上解决债务风险。2023年初新增专项债近三成投向市政产业园等产业发展类基础设施项目, 重大项目也呈现类似特征, 2023年地方重大项目年度投资规模同比高增18%, 其中产业发展类项目占比进一步提升、数量占比接近六成, 战略新兴产业亦加速布局, 新材料、新能源、人工智能等项目占比明显提升。

图表66：2023年初近三成专项债投向市政产业园



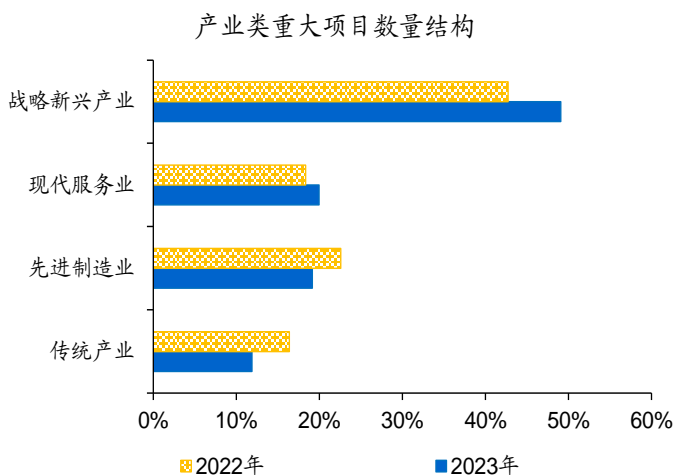
来源：财政部、国金证券研究所

图表67：2023年产业类重大项目数量占比提升

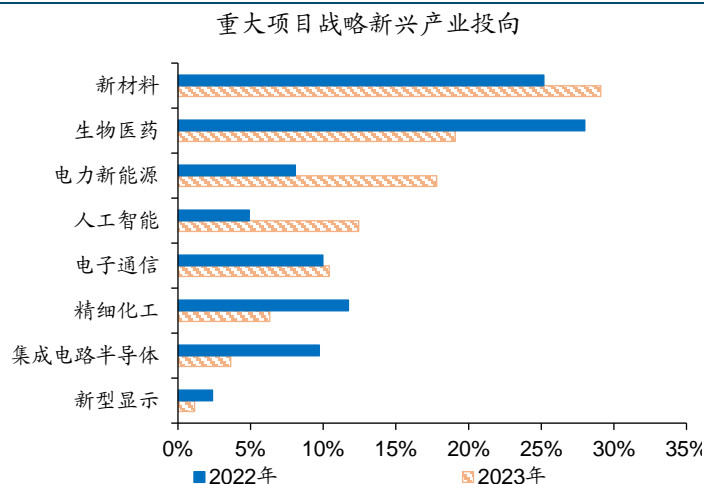


来源：各地政府网站、国金证券研究所

图表68：产业类重大项目，新兴产业数量占比较高



图表69：2023年新能源、人工智能项目数量占比提升



来源：各地政府网站、国金证券研究所

来源：各地政府网站、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 1990年代，日本经济转型“下半场”面临出口和地产两大经济引擎熄火、外部环境恶化等问题；同时，产业转型规划失当、人口老龄化程度加深，更使日本经济“雪上加霜”、不得不加深对政府债务的依赖。1990年代日本政府杠杆率增长70个百分点达136%，付息支出占GDP比重达2.3%。

(2) 当前我国也面临债务问题显现、出口地产承压、外部形势严峻等问题，日本1990年代经验教训或可提供一定借鉴。2021年下半年以来，我国地产对经济支撑减弱，2022年土地出让收入下滑超20%，拖累地方财政收入和偿债能力；债务问题逐渐显现，2021年我国广义政府杠杆率达91.9%、接近日本1990年代中期水平。

(3) 20世纪90年代以来，日本财政“开源节流”计划失效、产业转型滞后下，政府债务日益攀升，不得不实施“债务货币化”维持巨额政府债务。“债务货币化”虽在一定程度上避免债务风险暴露，其“后遗症”也在加速显现；日本财政和货币政策均受到一定限制；长期来看，极低的利率政策会维护僵尸企业，阻碍市场出清，给生产率增长、经济发展带来下行压力。

(4) 日本债务问题的经验显示，化解债务风险需多种政策配合；其一、货币政策要维持较低的利率水平、宽松的信用环境，以降低付息成本；其二、财政政策要“开源节流”，通过推动财政改革等，一方面防止债务过度扩张，另一方面提升偿债能力；其三、产业政策亦是关键，推动经济转型、提升偿债能力，才能从根本上化解债务风险。

(5) 但与日本不同之处，我国地方债务问题多为结构性，化解地方债务风险或应加大精准施策力度而非实施“大水漫灌”；而日本经验教训指向降低付息成本、控制债务过快增长为“权宜之计”，中长期来看，推动技术进步，提升地方经济“造血能力”才是根本之道。

风险提示

- 1、疫情反复。疫情演绎仍存在不确定性，仍需紧密跟踪各地疫情演变及对疫情防控和经济的潜在扰动。
- 2、数据统计误差或遗漏。一些数据指标，可能存在统计或者处理方法上的误差和偏差；部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。

附录：参考文献

1. 崔健. 日本供给侧结构性改革的时机、措施与效果研究[J]. 日本学刊, 2019(03): 87-110.
2. 田正, 江飞涛. 日本产业活性化政策分析——日本结构性改革政策的变化及其对中国的启示[J]. 经济社会体制比较, 2021(03): 170-179.
3. 伊藤隆敏, 星岳雄. 繁荣与停滞: 日本经济发展和转型[M]. 郭金兴, 译. 北京: 中信出版集团, 2022.

4. 朱发仓, 祝欣茹. 基于生产和财富视角的中国基础设施资本测度研究[J]. 统计研究, 2022, 39(04): 21-32.
5. 岡田拓之 後藤由美 永江兆徳 吉野彦 広瀬絢子「. ゾンビ企業」の再生と淘汰を促す新税の導入 [EB/OL]. [2010-12-11].
6. 赵伟, 张蓉蓉. 转型之机[M]. 北京: 中信出版集团, 2020.

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402