

从国际经验看化解中国地方债务的出路

核心内容:

中央近年来的历次重要经济会议上谈及防范金融风险，地方政府债务都是其中重要一项。近期7月份政治局会议上，更是指出要“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，其中“制定实施一揽子化债方案”为首次在中央政治局会议中提及。为何在这个时间点，中央在化解地方债务风险方面提速？我们认为需要与政治局会议中的另外一个关于房地产相关的重要提法联系起来。

在过去二十年中，房地产是中国经济的重要引擎。不仅房地产投资本身的上下游投资占中国GDP的30%，而且更为重要的是中国基建狂魔的称号也是很大程度上建立在地方土地财政之上。在7月政治局会议中“房地产供求关系发生重大变化的新趋势”这个新提法预示着中国房地产市场将逐步步入存量市场，意味着部分对土地财政过渡依赖的地方政府的债务压力显著上升。

欧债危机前的欧洲重债国经济相对德法等欧元区大国存在明显的结构性缺陷，但在欧元区国家“货币统一、财权独立”的政策体制下，汇率“自动平衡器”功能丧失，这些国家依然可以为自身不可持续的债务融资，直至系统性风险爆发。土地财政赋予中国地方政府的较高财政独立性，导致中国政府债务相当部分集中在地方政府层面。地方政府债务隐含的刚性兑付在一定程度上导致部分经济欠发达的地区过度依赖土地财政来发展本地经济，但过程中不断积累风险。房地产供求格局和土地财政发生变化之后，当下部分省市所面对的债务压力与欧元区薄弱国家的财政困局在某种程度上有类似的地方。

有别于欧元区无法统一财政的先天缺陷，中国可以通过加强中央统筹的财政体制来逐步控制和化解地方政府债务风险。例如当下市场建议通过中央发债置换地方政府债务的方式来化解地方政府债务风险，以及以金融监管机构和商业银行为主体的各类政策及贷款置换将通过降息、展期等方式“以时间换空间”配合我国现代化财政制度的持续优化。

我们也必须意识到优化承担债务的主体在一定程度上可以降低债务层面的系统性风险，但从长期来看更为重要的是债务增长本身是否可持续。例如，虽然日本国家的债务主要集中在中央层面，但高达200%以上的债务率从长期来看存在着巨大的潜在系统性风险。因此，在化解地方政府债务过程中，不能简单认为把债务在地方和中央政府的资产负债表之间做一个转换就可以从根本上解决问题。我们认为在化解地方政府债务过程中，需要更多着眼于中长期，建立一个可持续的债务模式。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.债务风险超预期的风险

7月24日中央政治局会议指出要“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，其中“制定实施一揽子化债方案”为首次在中央政治局会议中提及，债务问题再次成为当前经济政策关注的重点。为何在这个时间点，中央在化解地方债务风险方面提速？我们认为需要与政治局会议中的另外一个关于房地产相关的重要提法联系起来。在过去二十年中，房地产是中国经济的重要引擎。不仅房地产投资本身的上下游投资占中国GDP的30%，而且更为重要的是中国基建狂魔的称号也是很大程度上建立在地方土地财政之上。在7月政治局会议中“房地产供求关系发生重大变化的新趋势”这个新提法预示着中国房地产市场将逐步步入存量市场，意味着部分对土地财政过渡依赖的地方政府的债务压力显著上升。

因此，化解地方债务风险，应跳出债务问题本身，结合“地产供求关系改变”以及“土地财政转型”问题，探寻背后更深层次的财政体制问题，在中长期视角建立可持续的政府债务融资模式。而研究政策体制问题不可避免地要与其他国家对比分析，环顾全球，在近些年关注较多的、且对中国化解地方债务有参考意义的是欧洲和日本。两国政府财政体制和债务形成机理分别与我国不同阶段的财政体制有一定相似之处。我国过去地方政府基于“土地财政”下的财政体制与欧元区“货币统一、财权独立”体制相似。在十八届三中全会提出建立“现代财政体制”，我国财政体制又逐渐向类似于日本“中央集权下的财政分权”体制转型。虽然日本国家的债务主要集中在中央层面，但高达200%以上的债务率从长期来看存在着巨大的潜在系统性风险，因此我们在财政体制转型过程中又要避免日本过高的债务陷阱。

一、“货币统一、财权独立”体制下欧洲的债务危机分析

当前世界各国在谈论政府财政赤字及债务率水平时，最常谈及的3%赤字率及60%负债率水平最早便源于1991欧盟制定的《马斯特里赫特条约》，但在创建之初便制定了严格财政纪律约束的欧洲，却没能避免债务危机的爆发。我们认为其背后主要是因为其“货币统一、财权独立”的政策体制导致了区域间经济差距不断加剧。财政与货币政策缺乏协调也导致面对外部冲击时，央行没有及时提供流动性支持，成员国被迫执行的财政紧缩，使得政府失去再融资能力，引发债务危机。

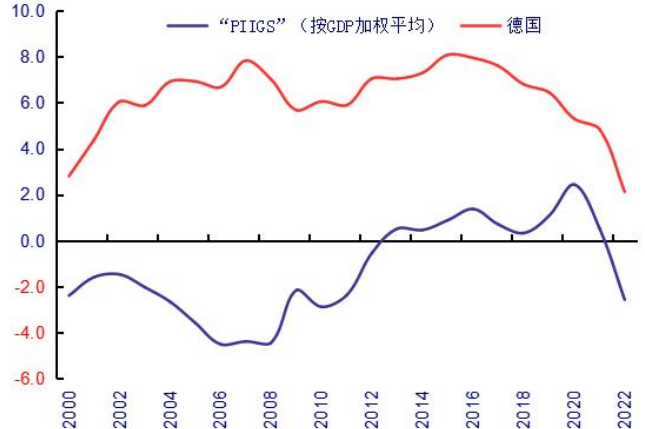
（一）“货币统一、财权独立”体制下，汇率自动平衡器功能丧失

“欧元”问世提升了欧洲国际话语权，但与此同时“弱国”失去了汇率这个重要的调节工具。1991年1月1日欧元作为欧洲货币联盟国家的统一货币正式问世，至此11个欧元区政府便将各自的货币政策制定权统一上收至欧洲中央银行。从国际大国竞争的角度来看，欧元区货币统一之后大幅提升了欧洲参与国际事务的话语权，也使得欧元成为美元之外的国家第二大结算货币。但货币的统一并未缩小欧元区内各经济体间的经济差异。以德国和希腊为例，其在1991年之后经济规模和人均GDP差异持续走阔，尤其是在欧债危机爆发后，希腊人均GDP水平倒退了几十年回到2004年左右的水平。“PIIGS”（葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊、西班牙五国）人均GDP与德国的差异在2008年之后进一步加剧（如图1所示）。

图1：“PIIGS”与德国人均GDP规模对比（单位：美元）



图2：“PIIGS”与德国贸易差值占GDP比重对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

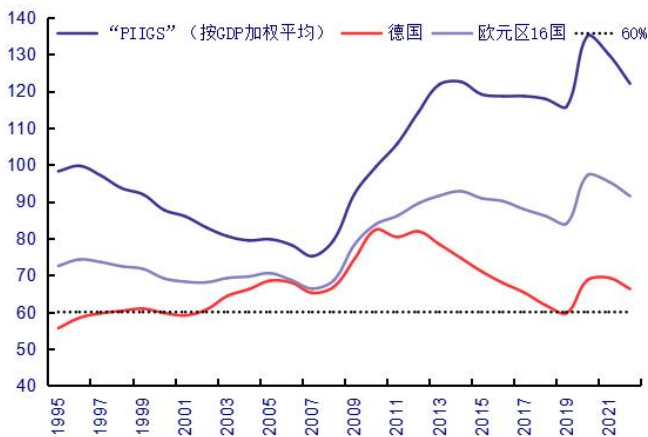
这背后除了经济禀赋的差异外，财政和货币政策体系也是导致经济落后地区债务堆积乃至危机爆发的重要原因。根据经济学原理：当区域间经济发展水平存在差异时，如果欠发达地区拥有独立的货币政策，可以通过汇率贬值的方式促进本地出口缩小贸易逆差，同时汇率贬值降低实际政府债务水平。

而在“货币统一、财权独立”体制下，成员国的汇率“自动平衡器”功能丧失，经济欠发达成员国在与其他成员国竞争中长期处于贸易逆差地位，人均收入差距加剧。2022年希腊人均GDP为2.07万美元，约为德国4.8万美元的二分之一，2022年希腊贸易逆差383亿欧元，而德国贸易顺差220亿欧元。因此，经济落后的成员国，仅靠政府税收难以维持高社会福利支出，只能通过债务融资“饮鸩止渴”。

（二）政策体制的根本矛盾导致财政纪律和货币目标陷入两难

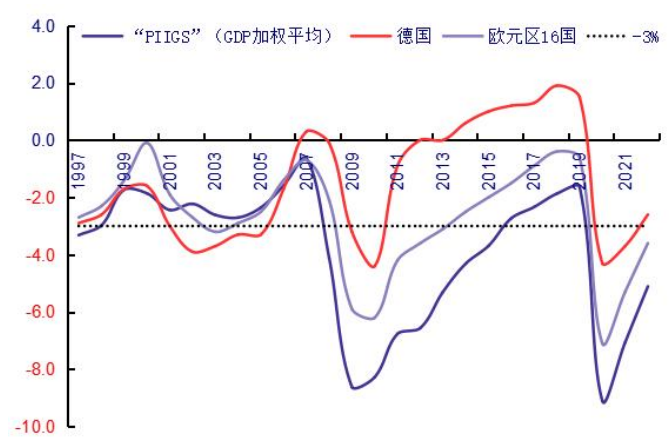
区域失衡问题没有解决的前提下，财政纪律约束只能加大债务隐蔽性。欧盟在成立之初也注意到了成员国财政自主举债的问题有可能会产生债务风险传播，因此在1991年的《马斯特里赫特条约》里便对成员国的财政纪律进行了约束，设定了3%的赤字率及60%负债率红线。但从实际执行情况来看，希腊和意大利早在加入欧元区之初负债率便处于100%以上，且欧元区整体负债率水平也始终处于60%以上，如图1所示。赤字率方面，希腊、葡萄牙也一直超过3%，整个欧元区在2008年金融危机之后的五年时间里始终高于3%（如图3-4所示）。

图3：欧元区国家政府杠杆率水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：欧元区国家财政赤字率水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

除此之外，为规避财政纪律约束，包括希腊、意大利、西班牙在内的多国均通过“金融创新”的方式掩盖了部分公债，例如当年美国高盛便通过“货币掉期交易”的方式帮助希腊规避了政府账目债务。在区域间经济失衡及财力不足问题没有根本解决的情况下，难谈财政纪律约束。

统一货币体系下的财政割据带来另一个问题是，货币和财政政策的目标不同，中央与地方的政策立场不同，带来中央“救与不救”的两难选择。欧洲央行的主要职能是“维持货币稳定”，而财政在面对经济冲击时的重要作用是“逆周期调节”，两者的权责分属中央和地方，中间又缺少统筹协调机制。在面对经济危机外部冲击时，欧央行最初的迟疑造成未能及时为希腊的债务融资提供增信和流动性支持，反而在欧元区僵化的财政纪律约束下，成员国违背经济规律地“被迫”执行了紧缩的财政政策，使经济陷入恶性循环，欧央行不得不付出更高的对价挽救债务危机。

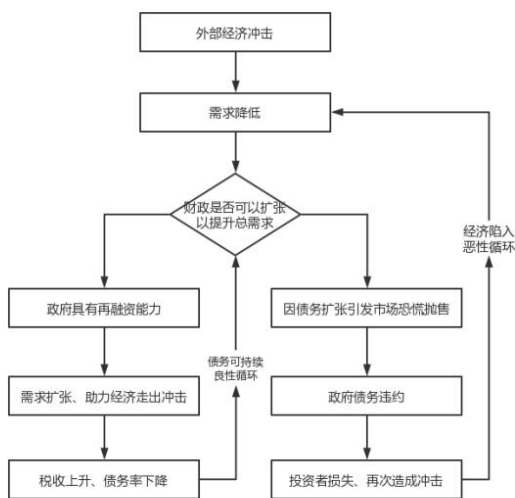
2020年再次面对“新冠疫情”的外部冲击时，欧盟财长会议在年初3月份便宣布暂停履行“马约”中的赤字率和负债率约束，并在5月份通过“欧盟复苏基金”以欧元区整体信用进行债务融资以支持经济复苏，避免了成员国再度出现财政紧缩而使经济陷入深入衰退。

（三）外部冲击下，货币政策需要支持财政扩张以解决流动性危机

相对于政府债务率而言，因再融资困难导致的流动性危机往往是引发危机的关键。通过对欧债危机的梳理总结，我们认为债务风险的爆发对经济产生冲击的传导机制如下（如图 5 所示）：首先，政府在面对外部经济冲击时，通过债务扩张提振国内需求是大多数实行政府经济调控国家的常规操作，此时伴随政府杠杆率持续提升，总需求回升，往往可以助力经济走出冲击。

但如果货币政策不能为财政提供流动性支持，便很可能导致市场出现恐慌情绪引起债务抛售，此时债券实际到期收益率上升，政府也难以进行债务再融资。进而政府债券违约又导致大量持有者损失，消费和投资需求大幅降低，经济再次遭受冲击。在此过程中政府由因债务危机丧失了财政扩张调节经济需求的能力，经济往往陷入恶性循环。

图 5：外部冲击下债务危机爆发的传导机制

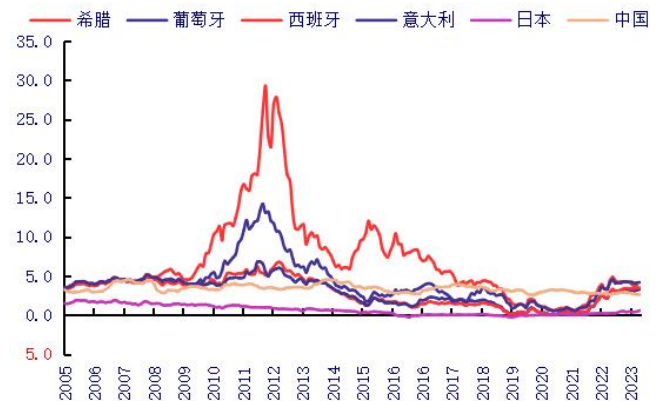
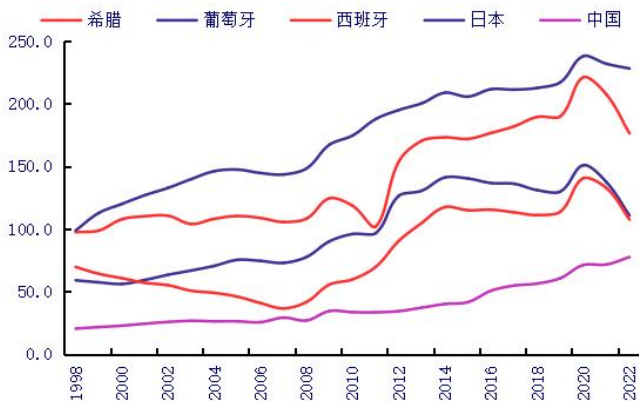


资料来源：中国银河证券研究院绘制

希腊政府部门杠杆率虽然高于欧元区其他国家，却难及日本。但由于其政府债券多为国际投资者，在市场因评级降低而出现兑付担忧时，央行又没能及时提供流动性支持，最终因债券投资者“踩踏”导致债务危机爆发（如图 7 所示）。

图 6：各国政府名义杠杆率水平（%）

图 7：各国十年期国债收益率波动水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、“土地财政转型”加剧了中国走出“欧洲化”债务困境的紧迫性

通过对及欧债危机的梳理可以看到：欧洲的财政与货币政策体制亟待改革，在财政没有由中央统筹的政策体制下，地方拥有不受预算约束的自主融资能力，因此便有动机通过债务融资解决区域经济失衡的问题。导致的后果便是地方债务扩张，且局部地区因外部冲击面临债务风险时，中央便会陷入“救与不救”的两难选择。中央救助有可能产生“道德风险”，不救助又可能产生“系统性风险”。

而这恰恰也是我国过去地方债务快速扩张，并在面对疫情和地产冲击时债务风险大幅提升的同样原因，其实过去中国各省间面临的“债务与发展困境”与欧元区面临的“债务与高福利困境”背后的体制因素相同。而解决方案我们认为主要有两条路径：第一条路径是建立由中央统筹的财政体制，继而货币政策的协同空间便得以打开，另一条是建立风险出清机制，允许地方政府破产及财政重组，通过权责一致的方式解决公共风险创导的问题。目前来看我国的选择是前者，虽然中央多次表明“谁家的孩子谁抱走”的中央不救助原则，但2016年国务院发布的49号文对完善财政体制改革要求便明确了“中央统一决策，地方授权执行”的制度安排，从2015年开始中央也对地方隐性债务也进行了三轮置换。只不过偿债工作因为当下的疫情冲击和地产下行，紧迫性大幅提升。

（一）“土地财政”使地方政府走向“欧洲化”的“财权独立”

“1994年的分税制改革，极大地压缩了地方政府的税收比例，但却将当时规模很小的土地收益划给了地方政府，从此奠定了地方政府走向土地财政的制度基础”（赵燕菁《土地财政：历史、逻辑与抉择》）1994年的分税制改革改变了过去“分灶吃饭”体制下中央财政收入比重及整体税收占GDP比重的“双降”局面，调动中央与地方“两个积极性”，建立了稳定的政府间收入分配关系和稳定的宏观税负。但随着经济发展过程中政府支出边界的扩大，中央与地方财权与事权不匹配加大了地方的财政压力，地方的财政支出占比由1994年的69.7%持续提升至2022年的86.3%，中央与地方收入占比分别为46.5%和53.5%，（如图8-9所示），仅靠中央对地方的转移支付是“小马拉大车”，难以满足地方的支出责任。因此地方政府在财政收入之外，依托土地出让和地方政府融资平台举债逐渐形成了被称为“土地财政”的第二财政收入。

图8：中央与地方财政支出占比（%）

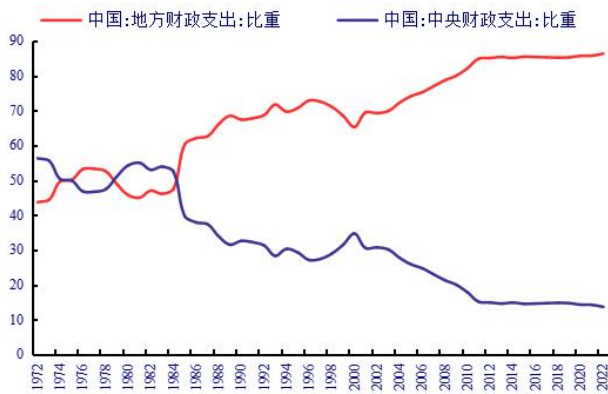
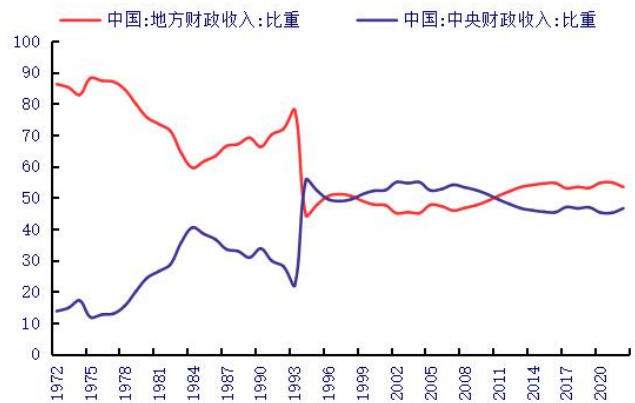


图9：中央与地方财政收入占比（%）

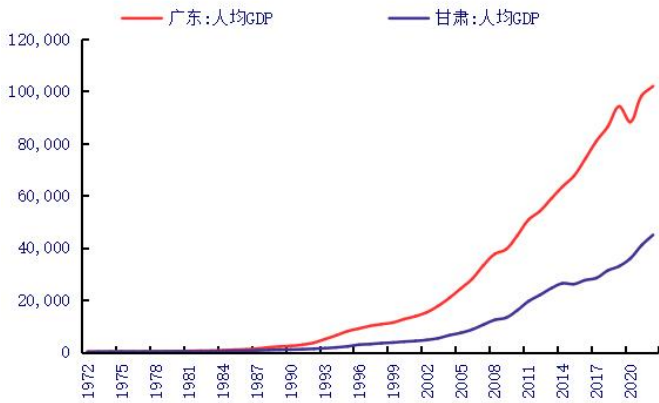


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

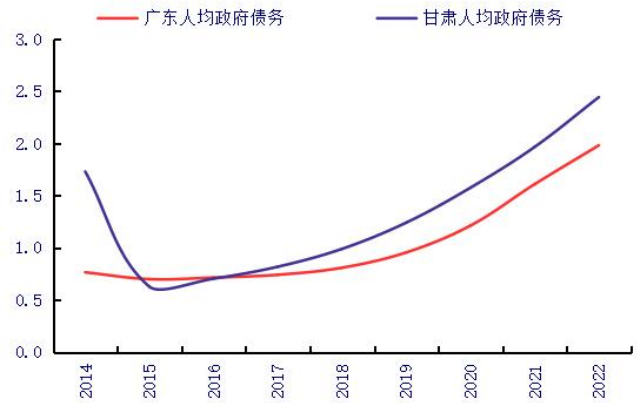
“土地财政”的出现，使得地方政府变相拥有了预算外的“独立财权”。地方政府在支出责任不断扩大的背景下逐渐出现“欧洲化”的债务堆积，部分欠发达地区的人均政府债务规模增长远超过人均GDP增长水平。以广东和甘肃两省为例，1994年至今，其人均GDP差值逐渐走阔，但甘肃人均政府债务水平却高于广东（如图10-11所示）。与欧洲重债国面临的债务评级降低相似，近年来因为疫情外部冲击和房地产行业调整对土地财政收入的影响，局部地区的隐性债务风险问题日益突出，尤其是过去成本较高的“非标债务”出现了大批实质性违约。

图 10: 广东、甘肃人均 GDP 规模 (单位: 元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 广东、甘肃人均政府债务规模 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) “地产供求关系转变”下的“土地财政转型”加剧债务处置压力

土地收入是地方基建投资及政府债务付息的主要财源。土地出让收入占地方政府本级广义财政的比重自 2012 年以来一直在 30% 以上, 2020 年土地出让金额总计 8.4 万亿元, 占地方一、二本账合计收入的 44.3% (如图 12-13 所示)。而土地出让收入除了直接用于地方基建投资外, 也是地方偿还专项债利息的重要财源。

图 12: 土地出让收入占地方本级收入比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

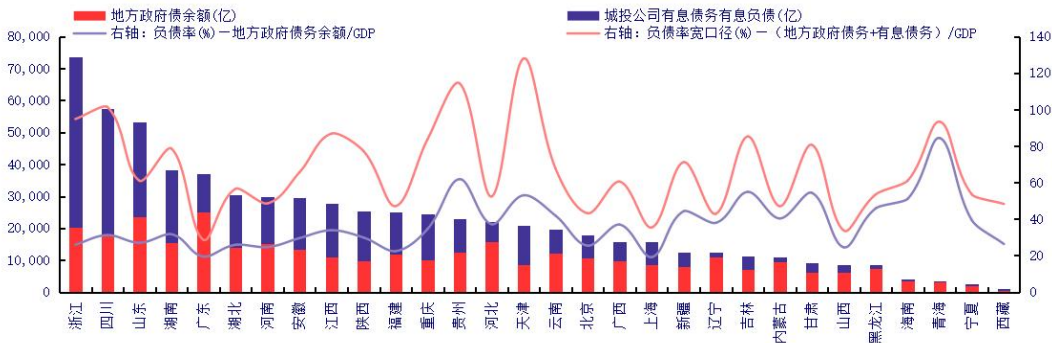
图 13: 新增专项债中再融资债券比重 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

如将隐债计算在内, 部门省份的债务压力较大。当前我国地方政府债务余额约 38 万亿, 政府负债率 (政府债务余额/GDP) 为 28.9%, 但如果将城投公司举借的 41.8 万亿的隐性债务计算在内, 宽口径政府负债率达 63.5%, 其中天津、贵州、青海、吉林等省份宽口径负债率已超过或逼近 100%, 部分地区债务压力较为突出 (如图 14 所示)。

图 14: 各省地方政府债务及城投公司有息债务规模 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部、Wind, 中国银河证券研究院

土地收入降幅持续扩大，加剧偿债压力。2022 年我国全年土地出让收入仅 6.7 万亿元，较 2021 年大幅降低 23.2%，今年年初以来土地出让收入降幅继续扩大，截止 6 月份土地出让收入仅 1.8 万亿元，较去年同期进一步降低 20%，较 2021 年同期已降低 45.7%，接近“腰斩”。“地产供求关系转变”下，土地收入的持续降低，使得中央不得不重新审视地方债务风险，也使得自 2015 年以来的债务置换工作重新提上日程，也再次提升了深化财政体制改革的必要性。

(三) “现代财政制度”下的三轮债务置换

针对地方政府隐性债务问题，以及背后亟需的体制改革，中央在 2013 年的十八届三中全会上便提出了要建立“现代财税制度”，在此基础上按照“完善立法、明确事权、透明预算”的要求，我国先后开展了三轮债务置换，并在 2015 年修改《预算法》后允许地方政府发行地方政府债务，“修明渠、堵暗渠”以期规范地方政府债务融资方式。

表 1: 历次重要会议对财政体制改革的要求

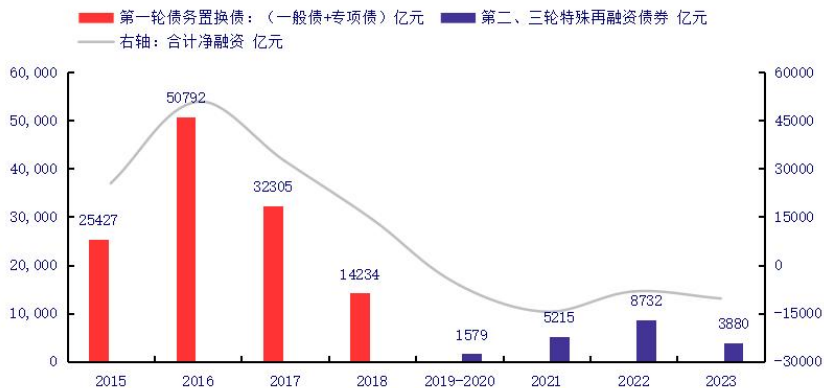
会议时间	会议主题	关于财政体制的要求
十八届三中全会	全面深化改革	完善立法、明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率，建立现代财政制度，发挥中央、地方两个积极性，改进预算管理制度、完善税收制度建立事权和支出责任相适应的制度，吹响了新一轮财税改革的号角
十九次全国代表大会	开启现代化新征程	加快建立现代财政制度，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度，全面实施绩效管理。深化税收制度改革，健全地方税体系
二十次全国代表大会	现代化强国建设	健全现代预算制度，优化税制结构，完善转移支付制度

资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

自 2015 年开始至今中央一共开展过三轮不同规模的债务置换(如图 15 所示): **第一轮为 2015 年-2018 年期间的首次债券置换**, 根据 2014 年财政部发布的《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》, 财政部和审计署全面摸排了地方政府截止 2014 年底的未清偿债务, 并在此基础上通过发行政府置换债券的方式予以置换, 在此期间累计发行了约 12.2 万亿美元的置换债券; **第二轮为 2019 年-2020 年启动的建制县隐性债务化解试点工作**, 根据国家审计署在 2018 年开展的新一轮地方隐性债务清理工作, 由财政部提出隐性化解规划。本轮债务置换没有发生上一轮的大规模债务置换, 而仅对于部分短期偿债压力较大的基层政府, 通过发行政府债券的方式进行债务置换, 即常说的“建制县化债试点工作”, 本轮债务置换仅在 6 个省内的 36 个地区开展, 置换规模为 1579 亿元; **第三轮为 2021 年至 2022 年的“特殊再融资债券”**(即债券用途由“偿还到期地方政府债务”转换为“偿还存量债务”), 其中 2020 年 12 月至 2021

年9月发行的置换债券仍主要用于“建制县化债试点”的扩容，在过去6省36地的基础上陆续向全国范围内偿债压力较大的建制县推广，而之后2021年10月至2022年6月发行的置换债主要用于在北京、上海、广东三地率先推出的“全域无隐债”试点工作，目前北京、广东已完成“隐债清零”，第三轮债务置换累计发行规模为1.74万亿元。

图 15: 过去三轮债务置换的规模及净融资额 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部、Wind, 中国银河证券研究院

通过以上三轮债务置换，累计置换了约14万亿的地方政府隐性债务，但目前存量城投债务规模仍然较大，根据企业预警通数据显示，城投平台的有息债务规模仍在42万亿左右。这意味着未来我国还将通过“建制县试点”加“局部清零”的方式逐步置换部分隐性债务，而这一过程中将带来政府显性债务率的大幅提升，我国是否具备此基础？恰好有另一个极端案例日本可供我们参考，恰巧日本与我国的央地间财政关系及融资体系高度相似。

三、日本是否能成为中国化债的参考？

日本与中国有着同样的“东亚经济体”特征，财政和金融体制与中国颇为相似。与欧洲相比，日本政府债务率有过之而无不及，虽然在“广场协议”后其经济经历了“失去的二十年”，但却没有爆发大规模的债务危机，且失业率长期维持在较低水平。其主要原因可以归纳为三点，一是政府债务以内债为主，二是日本央行和商业银行合计持有了大量政府债务，三日本地方政府多元、透明的融资渠道。其中前两点我国与日本相同，而目前“修明渠、堵暗渠”的政策方向也正在完善地方政府融资渠道。因此，在债务空间方面，日本的债务规模或是我国有效的参照物。

(一) 日本与中国同属财政分权体制，但其地方政府举债方式更加多元透明

日本是单一制国家，具有集权传统，中央通过人事、行政指导、专项拨款等方式对地方进行全方位干预。进入21世纪后通过“三位一体”改革，日本政府加大了中央对地方转移支付、增强了地方政府自主性和积极性。从财政体制来看，日本和中国具有一定相似性，但目前日本地方政府举债方式多元化及透明度高于中国。从政府层级上看，日本在中央政府之下的地方政府分为“都道府县”和“市町村”两级，与中国财政支出责任的央地划分类似：中央政府主要负责全国性事务支出，地方政府负责与民生和经济相关的支出，央地之间与中国一样也存在收入与支出不匹配问题。2018财年日本中央和地方政府的财政收入占比分别为61.2%和38.8%，而支出占比则为42.5%和57.5%，例如教育、医疗、养老等民生支出地方政府的支出比例也均在70%以上（如图16所示）。

图 16: 日本中央与地方政府支出占比

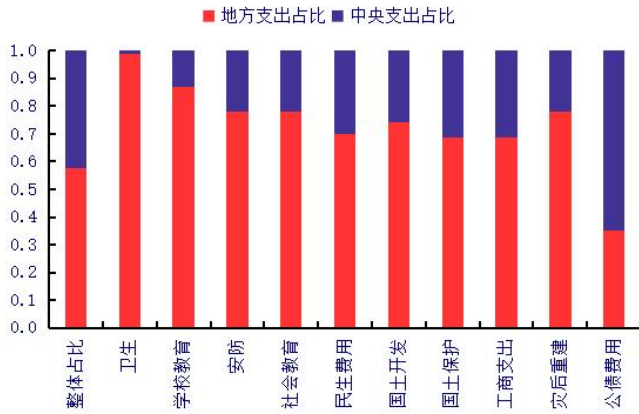
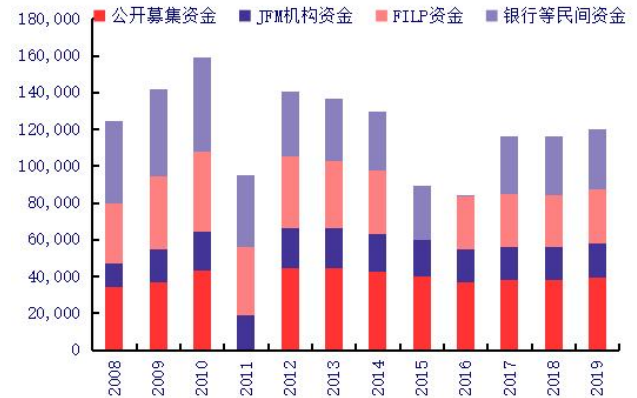


图 17: 日本地方政府四种融资方式占比及规模(单位: 亿日元)



资料来源: 日本内务省, 中国银河证券研究院

资料来源: JFM, 中国银河证券研究院

日本地方政府的财政收支缺口主要依靠中央转移支付和债务融资解决, 其中债务融资方式分为四种: (1) 中央政府通过日本财政投资和贷款计划 (FILP) 向地方政府提供贷款; (2) 发行地方政府债; (3) 金融机构贷款; (4) 地方公共团体金融机构 (JFM) 贷款。其中 JFM 是一家由 1789 个日本地方政府共同出资成立的政府性金融机构, 其享受与日本中央政府相当的信用评级, 因此可以为地方政府提供低成本资金。在贷款期限和投向方面, 主要为地方政府提供超长期限贷款 (最长可达 40 年) 用于交通、医院、公共住房等基础设施建设。2015 年以来由 JFM 提供的贷款金额占日本地方政府融资总额一直稳定在 15%-18% 左右 (如图 17 所示)。

其次, 日本地方政府公开透明的融资方式, 有效防控了风险, 保障了货币政策的协同性。日本在 2007 年颁布的《地方政府财政健全化法案》明确了对于地方政府的各项债务风险的定量检测指标, 其地方政府需每年将检测指标形成报告, 经审计后向公众披露, 对于不满足标准的地方政府需要进行财政重建, 如表 2 所示, 其债务检测指标不仅限于地方政府, 还包含了医院、国营企业等非私营机构。对地方政府及国营机构债务的标准化和统筹管理, 使得日本地方政府的整体债务风险可控, 日本央行在特殊时期有能力和信心在二级市场买入政府的标准化债券。

表 2: 日本财政健全化 (早期预警) 与财政重建标准

检测指标	指标含义	地方政府层级	财政预警标准	财政重建标准
实际赤字率	一般会计中实际赤字占标准财政规模比重	市町村	11.25%-15%	20%
		都道府县	3.75%	5%
综合实际赤字率	综合 (包括医院等公共部门) 实际赤字占标准财政规模的比重	市町村	16.25%-20%	30%
		都道府县	8.75%	15%
实际公债费率	一般会计中公债本息偿还金占标准财政规模的比重	市町村	25%	35%
		都道府县	25%	35%
将来负担率	一般会计中将来应负担的实际债务占标准财政规模的比重	市町村	350%	-
		都道府县	400%	-
国营企业的资金不足率	资金不足额占业务规模的比重 (各企业分别计算), 反映资金短缺与经营恶化程度	市町村	20%	-
		都道府县	20%	-

资料来源: 日本总务省, 中国银河证券研究院

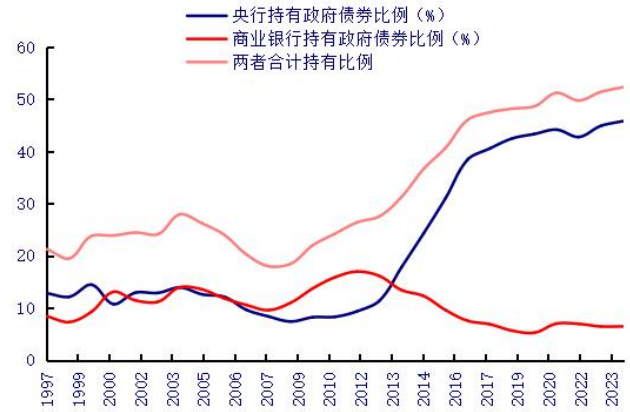
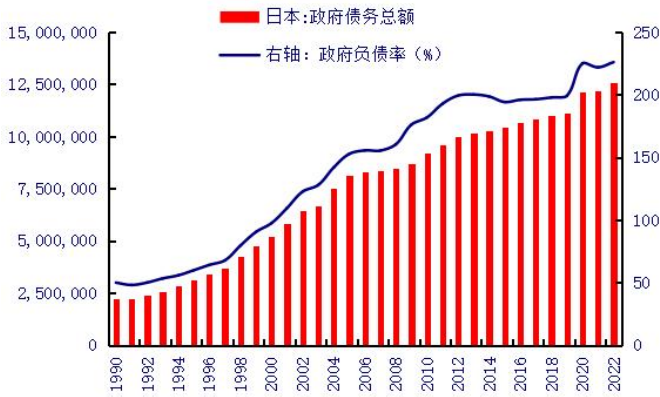
(二) 日本货币金融体系有效支撑了政府债务可持续融资

一方面其地方政府可以直接申请中央政府的财政金融贷款, 且还可以通过公开市场发行、JFM 贷款和金融机构贷款进行融资, 成本较低。另一方面日本央行和商业银行为财政提供了增信和流动性支持, 对提高政府债务的可持续性发挥了重要作用, (如图 18-19 所示), 其央行及商业银行持有政府债券占

计比例为 52.3%。日本财政和货币政策由中央统筹的模式使其国内金融体系足以实现政府债务的“体内循环”。

图 18: 日本地方政府债务约及负债率 (单位: 亿日元)

图 19: 日本央行及商业银行持有政府债务比例 (%)



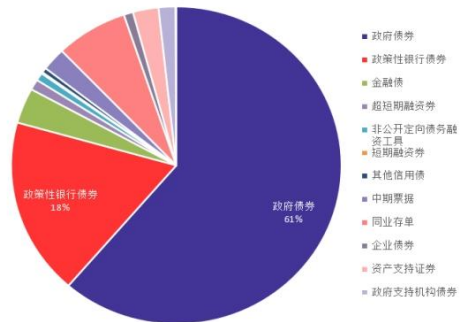
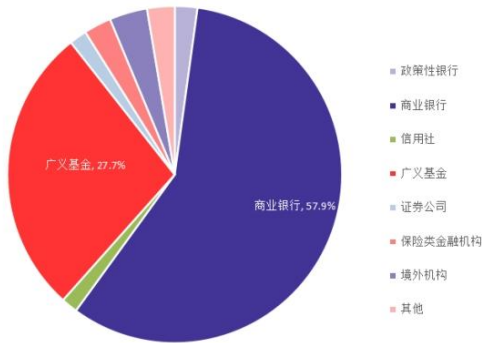
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

日本中央银行和商业银行必要时可为财政提供临时支持。虽然日本央行不能在一级市场上直接购买政府债券，但却长期通过二级市场买入政府债券，并同时向市场释放流动性。2013 年以来，日本政府采取持续宽松的货币政策，通过日元贬值促进出口，同时以低利率促进企业投资。可以预料的是，如果日本债务出现类似希腊政府的抛售情况，日本央行完全可以通过二级市场买入的方式避免踩踏发生，其央行与财政的协同是区别于希腊政府，避免债务危机的关键因素。

图 20: 我国债券市场债券持有者占比 (%)

图 21: 我国商业银行持有债券类型占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从这一方面来看，我国当前具备和日本相同的财政政策与货币政策的协同优势，具有应对债务风险的基础和能力。我国政府债务以内债为主，且也属于以商业银行间接融资的金融体系，2022 年我国商业银行在债券市场的投资占比为 57.9%，且商业银行持债比例中 61% 为政府债券，18% 为政策性银行债券（如图 20-21 所示）有所区别的是：过去我国地方政府存在大量的隐性、非标准化债务，这些债务由于信用等级和标准化程度较低，难以作为央行货币调节工具及商业银行的持有资产。

(三) 日本并非不存在政府债务风险

过去日本地方政府的超高债务率得以维持，一方面是以内债为主，另一方面是在央行宽松货币政策下，日本经济长期“低通胀、低利率”环境使得政府债务融资成本维持较低水平。但日本央行包括美联储践行量化宽松政策的主要锚定目标便是通胀，目前受到逆全球化及地缘政治因素影响，全球大宗商品

价格波动加剧，日本作为资源进口型国家，输入性通胀压力显著抬升，2023年1月日本CPI当月同比4.3%，核心CPI同比4.2%，均突破了1985年以来的通胀高点。为此，日本央行也在7月份调整了YCC政策，将十年国债收益率0.5%的利率上限由“严格限制”改为参考，政策调整后日债收益率应声上涨（如图22所示）。

图 22：日本通胀水平及十年期国债收益率（%）



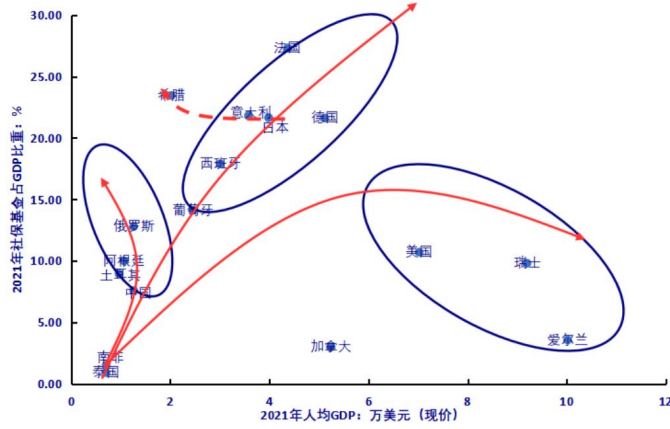
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在当前逆全球化背景下，以美国为主导，波及全球的“近岸化、优岸化”产业链重构或将在中长期内继续推升“菲利普斯曲线”的“陡直化”，而日本终身雇佣制在维持低失业率状态下，或将付出更高的通胀对价，这都将加剧日本的政府债务风险。一旦日本资金利率环境发生较大变化，日本政府债务的“体内循环”系统或将被打破，继而对日本商业银行资产负债表形成冲击，造成系统性风险。因此，在参照日本财政及政府融资体制的同时，需要注意：日本并非不存在债务风险。

（四）参照日本债务率水平我国还有多少加杠杆空间？

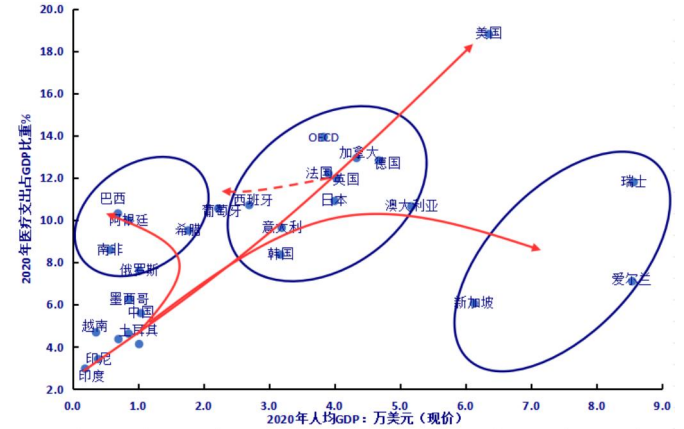
讨论债务增长空间的问题，需要重点考量的因素是如何保障债务增长在代际间实现相对平衡，也就是当期债务的增长还需要为未来政府留出一定的债务空间，以解决未来养老及社会保障支出问题。根据国际社会的发展比较来看，为使经济不陷入“中等收入陷阱”（如图中阿根廷、巴西、俄罗斯等国），以及通过债务维持高福利而致使人均GDP滑落，养老及社会保障增速应大致与人均GDP增长水平保持一致。例如图23-24中的日本以及欧美国家路径，其基本人均福利开支占GDP比重与人均GDP水平相当。因此，我们选取人口老龄化率和人均GDP水平与日本进行比较，以此定位我国的政府债务空间。

图 23: 主要国家社保基金支出占 GDP 比重与人均 GDP



资料来源: 世界银行, IMF, 中国银河证券研究院

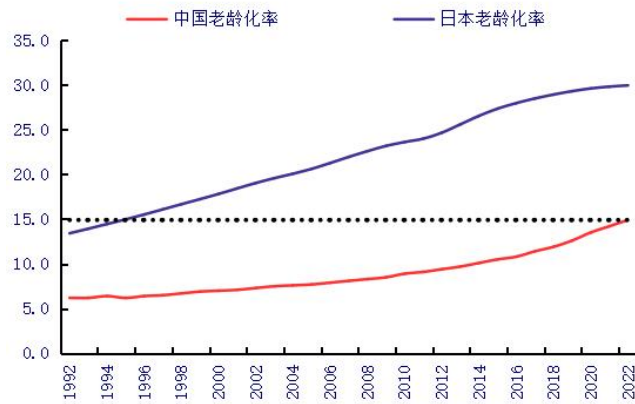
图 24: 主要国家医疗支出占 GDP 比重与人均 GDP



资料来源: 世界银行, IMF, 中国银河证券研究院

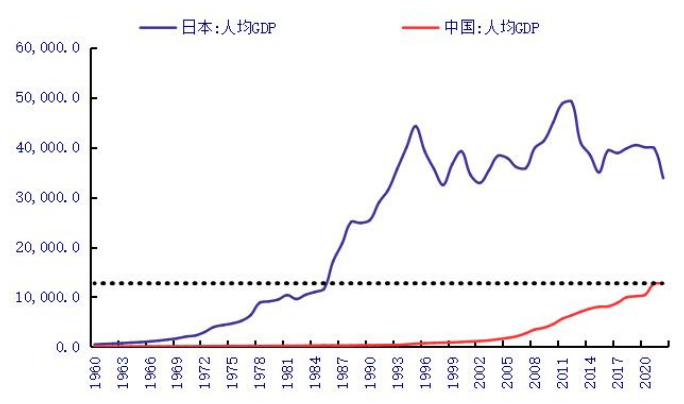
参照人口老龄化与人均 GDP 两个指标类比, 我国目前人口老龄化水平为 14.9%, 与日本 1995 年相当, 人均 GDP 水平为 1.2 万美元, 与日本 1985 年水平相当, 而 1985 年至 1995 年时期日本政府杠杆率 (按名义价值计算) 水平大约在 80%-90% 区间, 2022 年我国政府杠杆率水平为 77.7%, 如图 25-26 所示。

图 25: 中国和日本人口老龄化率对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

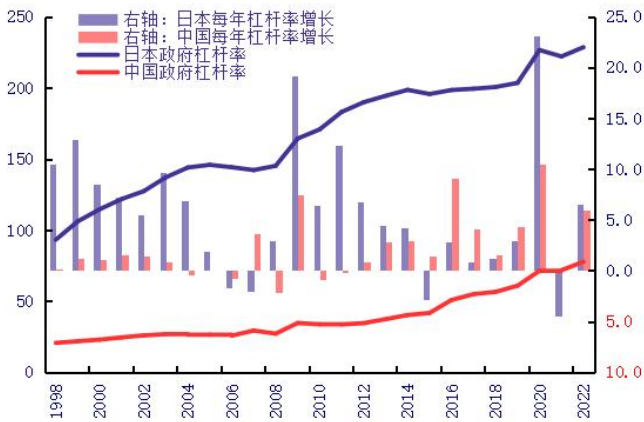
图 26: 中国和日本人均 GDP 对比 (单位: 美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

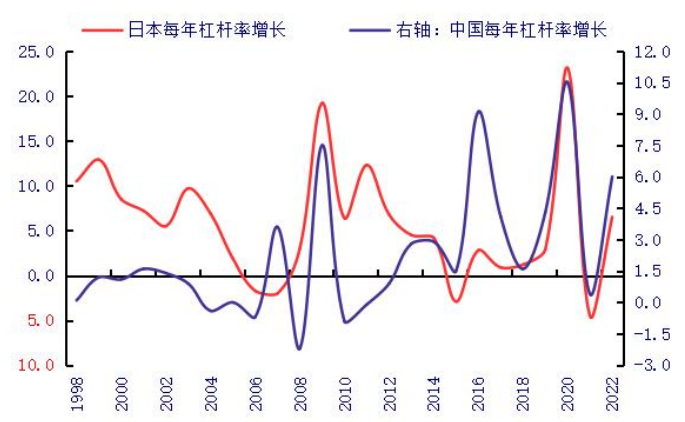
从整体政府负债率的角度来看, 短期内似乎不具备债务率大幅提升的基础。我国目前政府债务率虽然远低于日本, 但考虑到未来可能大幅提升的养老及居民福利支出, 短期内似乎也不具备大幅提高政府杠杆率的基础, 再通过一批大规模债务置换解决地方政府的债务的可能性较小。我们预计本轮债务置换规模应在万亿附近, 并在未来五年时间内基本上会按照这个规模稳步推进, 特殊再置换债券在未来更多地充当“兜底”职能。

图 27: 中国和日本政府杠杆率水平对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 中国和日本每年杠杆率增长 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

其次，“隐债化解”的最终目的在于规范预算约束，而消除“城投信用”也不宜操之过急。债务置换的必要性源于要打破当前地方政府的“预算软约束”，重新厘清政府与市场边界。这将逐步淡化过去平台公司的“城投信仰”，促进其完成市场化转型。而就当前的偿债方式来看，大部分债务短期内还需要依靠地方融资平台的再融资偿付，因此“隐债清零”的全面推广不宜操之过急，城投公司转型和债务化解需要同步、渐进推进，“以时间换空间”在发展中解决债务问题。

因此，在化解地方政府债务过程中，不能简单认为把债务在地方和中央政府的资产负债表之间做一个转换就可以从根本上解决问题。那么，债务置换之外的大量隐性债务风险问题。如何解决？着眼于中长期，如果建立可持续的政府债务融资模式？

四、债务置换之外还有哪些化债方式？

首先我们认为，政府债务置换主要解决的是债务风险背后财政体制改革的问题，以此为工具逐步打破地方政府依托土地财政形成的“独立财权”，走出“欧洲化”的债务困境。而除此之外，仍有大量城投有息债务出现了违约风险。对于这类债务问题，目前主要面临的是政府收入大幅下滑带来的流动性风险，需要配合通过金融化债的方式解决，商业银行尤其是政策性金融机构或将发挥更加重要的职能。从长期角度来看，还需要货币政策配合、建立政府债务可持续发展模式。

（一）目前的主要化债方式及分类

当前的主要债务化解方式如表 3 所示，2018 年财政部发布的《地方全口径债务清查统计填报说明》中列举了六种债务化解的方式：（1）安排年度预算资金、盘活财政存量结余资金偿还；（2）出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；（3）利用项目结转资金、经营收入偿还；（4）将具有稳定现金流的债务转化为企业经营性债务；（5）由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期偿还；（6）破产重整或清算。2018 年之后，各地政府在上述六大化债方式基础上，通过统筹利用财政、金融、国有资产资源，创新了多种灵活化债工具，例如成立债务平滑基金避免地方政府因短期流动性问题出现技术性违约，又如设立国央企信用保障基金，通过增信方式保障企业的再融资，具体可参见表 3。

表 3: 当前主要的化债方式及性质划分

化债方案性质	主要化债工具	具体实施方法或案例
“债务置换”政策	政府债置换城投债 或有债务转为企业经营 债务	例如 2015 年-2018 年大规模置换、建制县试点发行“特殊再融资债券” 将过去由政府直接或间接担保的隐性债务划归为企业，将债务形成资产一并划转给企业，使资产和负债匹配
“保兑付”政策	银行贷款置换、展期	例如国开行和四大行近期对各地政府的债务重组、展期、置换

资产证券化	将具有稳定现金流的资产通过证券化方式，获取当期偿债资金
资产处置	例如“茅台化债”，将上市公司股份划转给平台公司后，通过二级市场出售套现
债务平滑基金	由财政及社会资本共同出资，设立平滑基金避免因现金流问题导致的技术性违约
国企信保基金	由省内大型国企牵头，为地方平台公司增信，以支持其债务再融资
“非标转标”	对存量非标资产打包出售，或是提前偿还再融资，旨在“削峰填谷”降低负债成本
平台公司重组合并	通过重组整合提高整体抗风险能力及信用水平，保障债务兑付及再融资
国企混改	通过混合所有制改革引入民营资本，例如TCL收购中环股份
市场化债转股	例如工商银行和义乌国资委合作的市场化债转股项目

资料来源：财政部，中国政府网，中国银河证券研究院整理

对于以上种种债务化解工具，当前市场的解读和分类标准较多。但我们认为仅“政府债置换城投债”和“或有债务转为企业经营债务”两项属于狭义的“债务置换”，主要目的是解决预算软约束，促进财政体制改革的持续完善。而其余各项均属于防止兑付风险的政策工具。

（二）多元化方式化解债务流动性风险

在政府债务置换稳步推进的过程中，大量待置换债务或甄别应属企业承担的市场化债务，需要通过更加广泛的金融化债方式解决，从欧债危机的经验来看，在债务出现违约风险时，如不及时出台有效措施予以支持，未来将付出更多的对价，对经济产生二次冲击。

就当前的“保障兑付”型政策而言，主要可以分为以下几类政策：**第一类是债务置换重组**，通过争取金融资源的支持，以“金融让利”降低整体负债成本，而金融机构之所以愿意配合也是“两害相权取其轻”的必然选择，即如果贷款企业出现大规模违约对银行体系造成的系统性风险将远大于贷款展期和让利，具体方式包括银行贷款展期、债务重组置换等。**第二类是存量资产的盘活再利用**，通过资产的直接出售或证券化出售增加当期可支配财力，具体方式包括资产处置出售、资产证券化、股权划转等。**第三类是区域内资源整合增信**，通过多种途径的增信手段，解决短期现金流风险，具体方式包括通过平台公司的合并、成立省级担保增信公司、债务平滑基金等。

对于金融机构的债务置换重组，我们认为在商业银行资产负债冲击可控的基础上，未来或是“金融化债”的主力。尤其是政策性银行的贷款支持，其本身属于准财政政策，由中央增信且目前不受政府债务限额的约束，未来存在较大的提升空间。从日本的经验来看，我国政策性银行类似于日本的JFM，其本身就是服务于政府基础设施建设的政府性金融机构，且负债成本较低，能够较好匹配地方政府投资项目的长回收期、低经济效益、高社会效益属性。

而对于存量资产盘活再利用类的政策及区域内资源的整合增信类业务，针对当前由土地市场持续下行带来的偿债压力而言，我们认为相关监管机构有较大的支持空间，此类“技术性”政策多多益善。例如2023年7月1日人民银行发布的《商业银行金融资产风险分类办法(银保监央行〔2023〕第1号)》以及2023年6月30日中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步发挥银行间企业资产证券化市场功能增强服务实体经济发展质效的通知(中市协发〔2023〕107号)》，就分别从债务风险等级分类及资产证券化的角度分别支持了当前的债务化解工作。预计下半年，在政治局会议“一揽子化债方案”的政策要求下，将从更高层面推出更加丰富的支持政策。

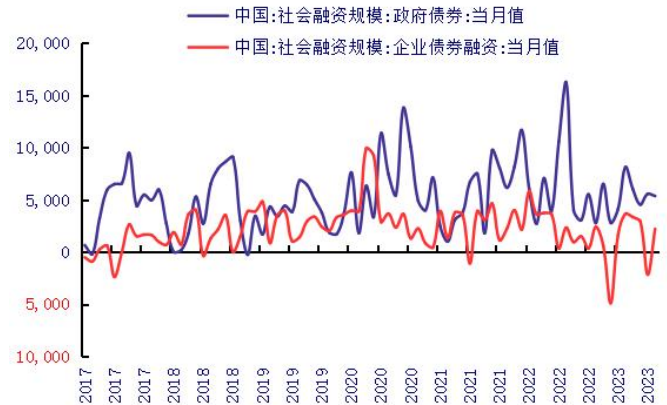
除此之外，仍有部分高成本、低效债务是需要进行“市场出清”的。对于信托、理财、融资租赁等金融机构通过非标资金池的形式为地方政府提供了大量融资，这其中不乏很多项目的收益率是远低于资金成本的，且投资方向是在《政府投资条例》的支出范围内的。只有对这部分债务完成市场化出清，才有可能重整地方政府的财政纪律。

（三）长期来看，还需加强财政与货币政策协同，建立政府债务可持续发展模式

针对当前我国由于疫情冲击和房地产市场下行对内需产生的负面影响，未来在化解债务风险的基础上，还需要财政政策加力提效，进一步发挥对经济的逆周期调节能力。因此，宏观政策方面还需要货币政策的配合以提供可持续的融资能力。长期以来，日本央行较为宽松的货币政策被认为是其没有爆发债务危机的原因之一。充裕资金和低利率环境有利于降低政府债务成本，同时提高企业负债意愿。如图 29-30 所示，鉴于当前我国物价水平较低，实际利率水平在疫情过后长期高于美国，也导致企业融资意愿低于政府及国有企业，未来具备进一步调降的空间。

图 29：中、美实际利率水平（10 年期国债收益率-CPI）（%）

图 30：中国新增政府债券及企业债券规模(单位：亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

宏观政策环境之外，在现有保障债务兑付的金融工具基础上，还有以下化债方式值得借鉴：

一是欧洲稳定机制（ESM）的“有条件”救助方式，配合财政纪律重塑。欧洲在 2012 年成立 ESM，主要通过两种方式应对债务危机，一是对债务压力较大的成员国提供直接贷款救助，但接收国需承诺进行宏观经济改革计划；二是通过向所在国商业银行提供补充资本金的方式，为成员国间接提供流动性支持，但也同时对银行附加了金融监管及公司治理要求。通过以上方式，在对成员国提供流动性支持的同时也倒逼其重整财政纪律。

二是日本政府建立国债整理基金降本增效，提升债务可持续能力。日本政府早在 1967 年便成立国债整理基金，专门负责政府债务的偿还工作。国债整理基金一方面在市场对债券抛售时，以低价买进的方式降低政府整体负债成本。另一方面还可以通过买卖政府债券，调节到期兑付的政府债券数量，避免集中偿还产生的政府财政压力，以此来提高政府债务融资的可持续能力。

三是解决债务风险的核心问题还是通过财政体制改革解决当期面临的“宏观税负降低，央地财权与事权不匹配”问题。自 2015 年以来，我国宏观税负（全国公共财政收入）已由 22.1% 持续降至 2022 年的 16.83%，公共财政收入持续低于 GDP 增速，但财政支出增速持续高于 GDP 增速，整体财政收支不匹配是当前的矛盾之一。其次，在多目标考核机制下，地方政府的支出责任有增无减，但可支配财力持续降低，央地收支结构不匹配是矛盾之二。因此，中期来看，在保障政府债务率水平整体可控的前提下，可适度提升赤字率水平的波动幅度，在中央统筹下为地方政府提供公开透明的融资渠道，以提高财政的逆周期调节及债务风险应对能力。长期来看，还需要通过税制改革调动两个积极性，稳定宏观税负。

图表目录

图 1 : “PIIGS”与德国人均 GDP 规模对比 (单位: 美元)	2
图 2 : “PIIGS”与德国贸易差值占 GDP 比重对比 (%)	2
图 3 : 欧元区国家政府杠杆率水平 (%)	3
图 4 : 欧元区国家财政赤字率水平 (%)	3
图 5 : 外部冲击下债务危机爆发的传导机制	4
图 6 : 各国政府名义杠杆率水平 (%)	4
图 7 : 各国十年期国债收益率波动水平 (%)	4
图 8 : 中央与地方财政支出占比 (%)	5
图 9 : 中央与地方财政收入占比 (%)	5
图 10 : 广东、甘肃人均 GDP 规模 (单位: 元)	6
图 11 : 广东、甘肃人均政府债务规模 (单位: 万元)	6
图 12 : 土地出让收入占地方本级收入比重 (单位: 亿元)	6
图 13 : 新增专项债中再融资债券比重 (单位: 亿元)	6
图 14 : 各省政府债务及城投公司有息债务规模	7
图 15 : 过去三轮债务置换的规模及净融资额	8
图 16 : 日本中央与地方政府支出占比	9
图 17 : 日本地方政府四种融资方式占比及规模 (亿日元)	9
图 18 : 日本地方政府债务约及负债率 (单位: 亿日元)	10
图 19 : 日本央行及商业银行持有政府债务比例 (%)	10
图 20 : 我国债券市场债券持有者占比 (%)	10
图 21 : 我国商业银行持有债券类型占比 (%)	10
图 22 : 日本通胀水平及十年期国债收益率 (%)	11
图 23 : 主要国家社保基金支出占 GDP 比重与人均 GDP	12
图 24 : 主要国家医疗支出占 GDP 比重与人均 GDP	12
图 25 : 中国和日本人口老龄化率对比 (%)	12
图 26 : 中国和日本人均 GDP 对比 (单位: 美元)	12
图 27 : 中国和日本政府杠杆率水平对比 (%)	13
图 28 : 中国和日本每年杠杆率增长 (%)	13
图 29 : 中、美实际利率水平 (10 年期国债收益率-CPI) (%)	15
图 30 : 中国新增政府债券及企业债券规模 (单位: 亿元)	15

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn