



Research and
Development Center

隐性债务：规模构成、到期压力和化解方案

2023年9月14日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师

执业编号：S1500523050006

联系电话：+86 13682411569

邮箱：zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

隐性债务：规模构成、到期压力和化解方案

2023年9月14日

- **地方政府债务包含显性和隐性债务。**显性债务是地方政府在预算管理计划内发行的公开债，包含一般债与专项债两类，二者均纳入限额管理。隐性债务则是地方政府在预算计划外，以财政资金偿还及违法提供担保等方式举借的债务。从时间顺序上看，1994年实施“分税制”，地方隐债开始萌生。2008年金融危机背景下，国内宏观政策力度较大，隐债开启扩张。2017年金融去杠杆，地方政府举债渠道受到限制。2020年为应对疫情冲击，隐债规模再度有所上升。
- **从举债主体视角测算地方政府隐性债务。**地方政府举债主体包括地方国企（融资平台和一般地方国企）、PPP、政府购买服务等。分别来看：1) 融资平台（或一般地方国企）产生的隐债=融资平台带息债务（或一般地方国企负债）x 债务违约率 x 政府救助比例。2) PPP产生的隐债主要为政府付费和可行性缺口补助类项目的已落地投资额。3) 政府购买服务产生的隐债体现为棚改贷款余额。各大主体中，融资平台产生的隐债规模最大，2022年占比为39.3%。PPP次之，占比37.1%。随后是政府购买服务和一般地方国企，分别占比13.1%、10.5%。
- **隐债资金来源和未来到期压力。**我们重点分析融资平台的资金来源，其带息债务中，商业银行为最主要的贷款人，2022年与银行有关的融资分项合计占比72.3%。次要来源为债券融资，应付债券（即城投债）占比23.8%。基于融资平台财务数据，今年的债务到期规模约13.6万亿元，对应隐债规模约3.4万亿元，在今年地方一般公共预算收入中占比达14.8%，偿债压力不可小觑。未来一段时间隐债到期压力依然较高，首先是未来三年内城投债到期规模较大。其次是我们观察到部分融资平台的长期借款平均期限均在10年及以上，进一步说明化解隐债并非短期应急，而是长期工程。
- **货币政策如何配合一揽子化债方案？**参考中央的提法，一揽子化债方案主要有三条思路，一是控增量、减存量，缩减隐性债务余额；二是降成本、拉久期，对应债务置换；三是盘活存量资产，提高项目经营收入。货币政策主要能在债务置换方面予以支持，包括为金融机构做债务展期提供流动性支持，通过降息为化债方案节约成本，以及设立SPV工具用作短期救急。在化解隐性债务和各项宏观政策支持经济增长的重要窗口，我们判断央行货币政策仍将维持积极取向，未来可能还会降准、降息。
- **风险因素：**货币政策力度不及预期，房地产下行加剧财政压力，海外因素引发资产价格超调等。

目录

一、地方政府债务包含显性和隐性债务	4
1.1 显性债务：地方政府在预算管理计划内发行的公开债	4
1.2 隐性债务：地方政府在预算管理计划外违规举借的债务	5
二、从举债主体视角测算地方政府隐性债务	10
2.1 地方政府举债主体：地方国企、PPP、政府购买服务等	10
2.2 隐债资金来源和未来到期压力	19
三、货币政策如何配合一揽子化债方案?	21
风险因素	24

图目录

图 1：2015 年以来，地方政府发行的公开债余额不断上升	4
图 2：地方政府一般债务和专项债务规模均纳入限额管理	5
图 3：2013 年以来政府官网文件对于隐性债务的分类及定义	6
图 4：九十年代出台的，与地方政府债务相关的法律条款	7
图 5：在国际金融危机和国内自然灾害影响下，2008、2009 年我国经济增长明显放缓	8
图 6：2007 年以来影子银行存量规模与同比增速	8
图 7：2009-2013 年，地方政府杠杆率显著上升	9
图 8：2017 年金融去杠杆，政策层面发文整治地方政府违规举债行为	10
图 9：地方政府举债主体及其债务风险表现形式	11
图 10：2008 年以来城投债存量规模不断增长	12
图 11：2007-2018 年我国地方国企平均违约概率在 50-54% 之间	13
图 12：政府债务风险分类和处置方式	13
图 13：地方融资平台产生的隐性债务测算结果	14
图 14：地方融资平台产生的隐性债务每年新增情况	14
图 15：一般地方国企产生的隐性债务和每年新增情况	15
图 16：PPP 总入库项目数和总投资额	16
图 17：PPP 项目的拟合作期限分布（截至 2023 年 2 月末）	16
图 18：不同类型 PPP 项目的落地项目投资额	17
图 19：PPP 项目的不同类型以及适用范围	17
图 20：2015 年以来投向棚改领域的新增专项债发行量和发行占比	18
图 21：政策性银行的棚改贷款余额	18
图 22：各大主体产生的隐性债务汇总	19
图 23：地方融资平台带息债务分类占比	19
图 24：城投债到期量（截至 2023 年 9 月 10 日）	20
图 25：天津城市基础设施建设投资集团有限公司 2022 年末长期借款期限分布	21
图 26：天津城市基础设施建设投资集团有限公司未来的长期借款到期偿还量	21
图 27：2020 年央行 SPV 工具的运作机制	22
图 28：准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当	23
图 29：今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿	23
图 30：历史上产能下行周期，央行都会开启降息周期	24

一、地方政府债务包含显性和隐性债务

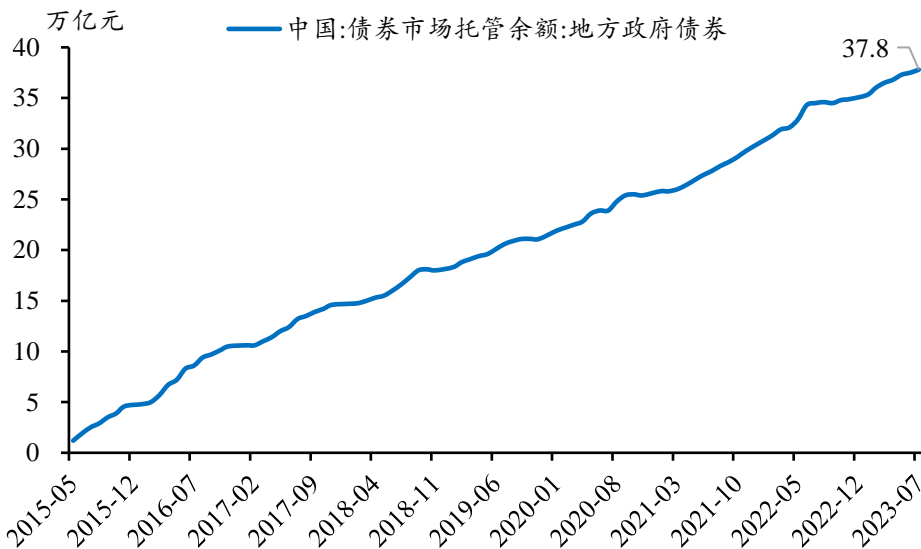
1.1 显性债务：地方政府在预算管理计划内发行的公开债

我国地方政府公开发行债券的始端是 2009 年国务院代地方发行的 2000 亿元地方政府债券。2014 年《预算法》修订以前，地方政府是没有自主发行债券的权力的。2009 年 5 月，为有效应对国际金融危机冲击，保持经济平稳较快发展，国务院决定由财政部代理发行地方政府债券以投资公益性建设项目，这可以看作是我国地方政府公开发行债券的始端。2011 年开始进行地方政府自行发债试点，首次试点位于上海、浙江、广东、深圳，并由财政部代办还本付息。2013 年的自行发债试点地区增加了江苏省与山东省，同样由财政部代办还本付息。2014 年的试点范围又进行了扩张，北京、江西、宁夏、青岛也在范围内。

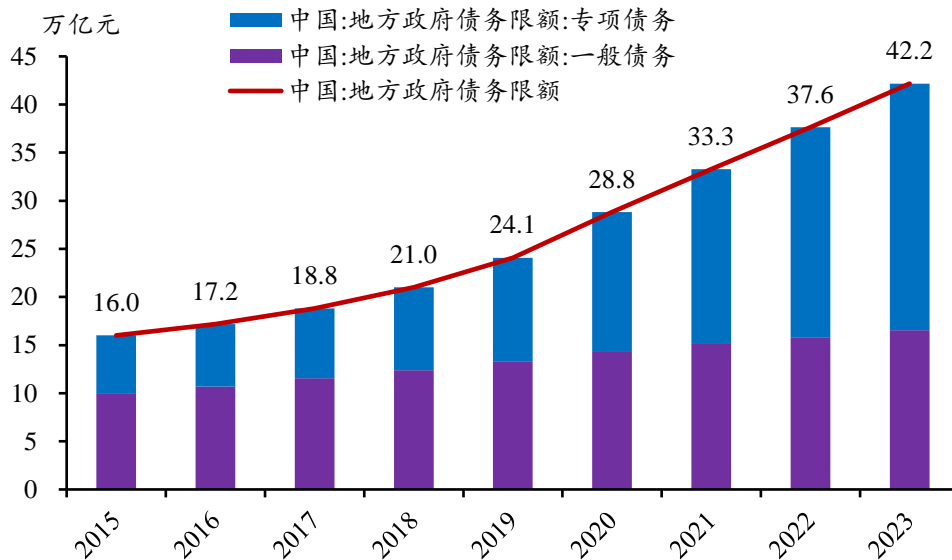
2015 年地方政府拥有发行债券的权力，显性债务即在限额管理和预算管理计划内发行的地方债。2014 年 8 月 31 日我国《预算法》进行修改，并于 2015 年 1 月 1 日正式实施，明确“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措”，首次赋予了地方政府自主发行债券的权力。但地方政府举债的规模需在规定的限额范围内，这类在限额管理和预算管理计划内发行的地方债则为显性债务。截至 2023 年 7 月，地方政府发行的公开债余额已达 37.8 万亿元。

显性债务主要包含一般债务与专项债务两类。据 2014 年国务院颁布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，地方政府发行一般债券用于没有收益的公益性事业发展，以一般公共预算收入偿还，纳入一般公共预算管理；发行专项债券用于有一定收益的公益性事业发展，其带动投资的作用更加突出，以对应的政府性基金或专项收入偿还，纳入政府性基金预算管理。地方政府一般债务和专项债务规模均纳入限额管理，其中 2023 年一般债务限额为 16.6 万亿元、专项债务限额为 25.6 万亿元。

图 1：2015 年以来，地方政府发行的公开债余额不断上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：地方政府一般债务和专项债务规模均纳入限额管理


资料来源: Wind, 财政部, 信达证券研发中心

1.2 隐性债务：地方政府在预算管理计划外违规举借的债务

隐性债务为地方政府在法定债务预算之外举借的债务。2014年8月《预算法》规定地方政府在债务限额管理内发行的债券合法合规,同年9月国务院发文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号),文中表明要以2013年政府性债务审计结果为基础,结合审计后债务增减变化情况,对地方政府性债务存量进行甄别,相应纳入一般债务和专项债务。因此,2015年新《预算法》正式实施前,除中央代地方发行的债务、债务试点地区按限额发行的债务外,其余地方政府债务均不合法,均为“隐性债务”;新《预算法》实施后,除存量债务中已被划分至一般债务与专项债务的、在限额内新发行的地方政府债券外,其余地方政府及其所属部门以任何方式变相举借的债务均属“隐性债务”。

隐性债务为地方政府在法定债务预算之外,以财政资金偿还及违法提供担保等方式举借的债务。2017年中央政治局会议首次正式提出“隐性债务”一词,会议中要求“积极稳妥化解累积的地方政府债务风险,有效规范地方政府举债融资,坚决遏制隐性债务增量”。2018年8月,《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》一文下发,根据21世纪报道,隐性债务是指地方政府在法定政府债务限额之外,直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。

2013年审计署将地方政府性债务分为四类,这些债务类别中没有具体区分显性或隐性债。早在2013年,审计署便对全国各级政府债务进行了摸底审计,并将地方政府性债务划分为四类:1)负有偿还责任的债务:地方政府、事业单位、政府融资平台公司等单位举借,确定由财政资金偿还的债务;2)负有担保责任的债务:因地方政府提供直接或间接担保,当债务人无法偿还债务时,政府负有连带偿债责任的债务;3)可能承担一定救助责任的其他相关债务:政府融资平台公司、事业单位为公益性项目举借,由非财政资金偿还,且地方政府未提供担保的债务;4)通过新的举债主体和举债方式形成的债务。

2016年《地方政府性债务风险应急处置预案》中将地方政府债务分为四类,其中存量或有债务与新发生的违法违规担保债务属于隐性债务。2016年国务院将地方政府债务分为地方政府债券、非政府债券形式的存量政府债务、存量或有债务、新发生的违法违规担保债务。其中存量或有债务、新发生的违法违规担保债务——2014年《预算法》实施后地方政府违法违规提供担保承诺的债务均不属于政府债务,均为隐性债务。

图 3：2013 年以来政府官网文件对于隐性债务的分类及定义

文件名称	出台时间	对于隐性债务的分类及定义	
《国务院办公厅关于做好全国政府性债务审计工作的通知》	2013年7月	负有偿还责任的债务	地方政府（含政府部门和机构，下同）、经费补助事业单位、公用事业单位、政府融资平台公司和其他相关单位举借，确定由财政资金偿还的债务
		负有担保责任的债务	因地方政府提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿债责任的债务
		可能承担一定救助责任的其他相关债务	政府融资平台公司、经费补助事业单位和公用事业单位为公益性项目举借，由非财政资金偿还，且地方政府未提供担保的债务（不含拖欠其他单位和个人的债务）
		通过新的举债主体和举债方式形成的地方政府性债务	一是全额拨款事业单位为其他单位提供直接或间接担保，且由非财政资金偿还的政府负有担保责任的债务。 二通过融资租赁、集资、回购（BT）、垫资施工、延期付款或拖欠等新的方式形成的债务 三是国有独资或控股企业（不含政府融资平台公司）、自收自支事业单位等新的举债主体形成的债务
《地方政府性债务风险应急处置预案》	2016年11月	地方政府债券	地方政府负有全部偿还责任
		非政府债券形式的存量政府债务	-
		存量或有债务	存量担保债务与存量救助债务均不属于政府债务
《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》	2018年8月	新发生的违法违规担保债务	2014年《预算法》实施后，地方政府违法违规提供担保承诺的债务同样不属于政府债务
		隐性债务	地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务

资料来源：国务院办公厅，21 世纪经济报道，信达证券研发中心

地方政府举借隐性债务的动机，主要有支持地方经济社会发展、规避地方政府债务限额和管理。

- 1) 支持地方经济社会发展：**一般来说，基础设施建设和公共服务等公益性事业发展需要大量的资金投入，而地方政府的财政收入往往不能满足这些投资需求，因此地方政府会通过各种方式变相举债，形成隐性债务。此外，地方政府可能会过度依赖土地财政以刺激经济增长，通过出让土地获取收入，并以土地作为抵押或偿债来源进行隐性举债。
- 2) 规避债务限额和管理约束：**《预算法》规定地方政府需严格依照限额举借地方政府债务。因此，为规避此债务限额地方政府会利用一些不透明、不规范的手段隐性举债，例如利用融资平台、PPP 项目、政府投资基金、政府购买服务等渠道进行融资，或向金融机构或社会资本提供担保、承诺、回购等方式形成未来财政支出责任。

地方政府隐性债务，在不同时期下有着不同的发生背景。

1) 1994 年实施“分税制”，地方政府隐性债务开始萌生

1994 年我国第一部《预算法》正式出台，开启了我国中央和地方分税制时代。1994 年国务院提出分税制等财政金融体系改革，大部分税种归于中央，实现“财权上移，事权不变”的目标，形成了中央财权大于事权（财政收入大于财政支出）、地方政府事权大于财权（财政收入小于财政支出）的财政格局。与此同时，该时期的《预算法》规定了地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字，并明确地方政府不得发行地方政府债券。因此地方政府的财政困境逐步凸显。

地方政府依托表外各类公司发展地方政府债务。在不列赤字、且没有途径发行地方债券的境况下，地方政府开始“另辟蹊径”来发展地方经济——省级层面的经济开发投资公司、信托投资公司全面铺开，以国有资产为依托的资本运营公司开始出现，地方政府通过这些公司进行投融资成为了计划外政府推动地方经济发展的一支重要力量。尤其在 1997 年亚洲金融危机后，中央采取的一系列反周期性政策进一步催生了地方政府自主投资的热潮，地方政府债务由于受财政体制的限制开始依托各类公司在表外快速发展（《地方政府债务发展历程和风险防范措施研究》，张依群，2021）。

1998 年后地方政府债务投资领域转向房地产。1998 年，我国开始实行住房制度改革，取消了住房福利分配，实行货币化市场化，这使得地方政府可以通过出让土地来获取收入。地方政府债务向房地产延伸，投资于基础设施建设、城市化进程、社会保障等领域。土地需求价格弹性低的特征使得地方政府能高价出让土地，因此地方政府

对土地出让金的依赖程度越来越高，同时推高了房价，刺激了房地产市场的发展。

国开行牵头下，地方政府融资平台遍地开花。1998年8月，国家开发银行和芜湖市政府合作率先提供地方政府融资平台开创“芜湖模式”来承接商业银行的信贷投放，这种模式可绕过《预算法》、《担保法》和《贷款通则》的约束，变相实现地方政府融资的目的。受此影响，各地方政府纷纷设立地方融资平台，并通过土地资产划拨等方式注入资本，同时借助房地产的浪潮提升地方融资平台的资本实力和融资能力。

图 4：九十年代出台的，与地方政府债务相关的法律条款

时间	法律	条款	内容
1994年	预算法	第三条	各级预算应当做到收支平衡
		第八条	国家实行中央和地方分税制
		第二十八条	地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字 除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券
1995年	担保法	第八条	国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外
		第九条	学校、幼儿园、医院等以公益为目的的事业单位、社会团体不得为保证人
1996年	贷款通则	第十七条	借款人应当是经工商行政管理机关（或主管机关）核准登记的企（事）业法人、其他经济组织、个体工商户或具有中华人民共和国国籍的具有完全民事行为能力的自然人

资料来源：中国法院网，北京法院法规网，信达证券研发中心

2) 2008 年金融危机背景下，我国隐性债务开启扩张

2008年，国内发生了雨雪冰冻和汶川地震两场特大自然灾害，国际上面临金融危机和全球经济动荡的冲击，中国经济增长下行的压力明显加大。总量上看，2008年我国经济增长明显放缓，全年实际GDP增速自2003年以来首次跌破10%，录得9.65%，较上年回落超4个百分点。2009年一季度实际GDP增速进一步下探至6.4%，对社会信心和市场预期造成了较大负面影响。在这一背景下，2008年四季度中央出台了进一步扩大内需促进经济增长的十项措施，提出了扩大投资的重点领域和方向。为加快这些重点领域的建设，从2008年四季度到2010年底，中央政府拟新增投资1.18万亿元，加上地方和社会投资总规模共约4万亿元。其中，地方和社会投资的部分多通过银行贷款、企业发债等融资渠道解决，地方政府债务自此开启快速增长。

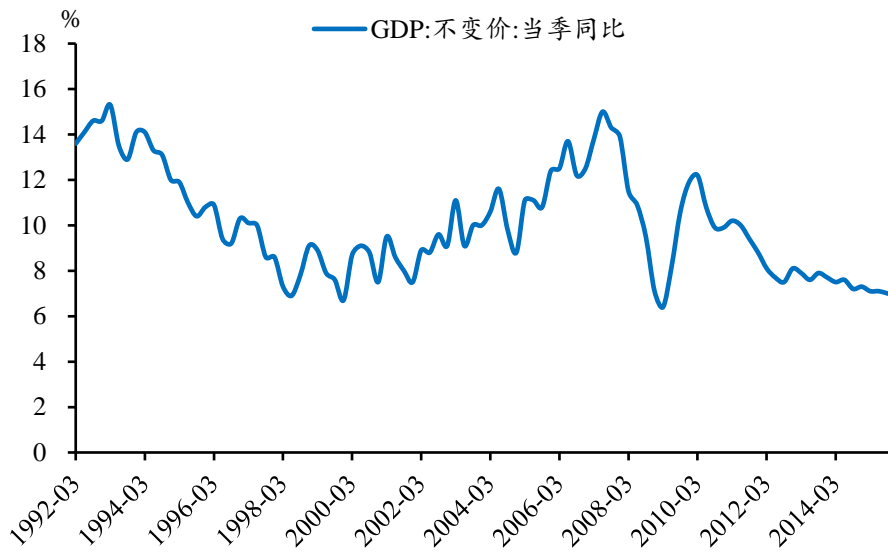
2010年货币政策开始收紧，为规避宏观调控和监管，银行将资产大量移到表外，影子银行规模扩张。前期的刺激政策取得了立竿见影的效果，国内需求企稳回升，但同时也出现了物价上涨等一系列问题。2010年1月至2011年7月，CPI同比由1.5%升至6.5%。货币政策由此开始收紧，央行上调了存款准备金率和基准利率，同时加强对金融机构信贷投放总量、节奏和结构的管理，贷款增速和投向均受到严格约束。为规避宏观调控和监管，银行将资产大量移到表外，助长了影子银行规模。

这一时期内，地方融资平台作为影子银行的主要融资方，其债务规模进一步扩张。2013年末，地方政府杠杆率为21.1%，较2009年末上升4.9个百分点。此外根据审计署的统计，2013年6月底，地方政府债务达到17.89万亿元，其中地方融资平台的债务余额为6.97万亿元。在地方政府债务余额中，银行贷款的比重从2010年的79.01%下降到2013年6月的56.56%，这意味着银行贷款之外的其他资金的比重增加——影子银行带动地方政府债务扩张。

PPP模式的推广为地方政府带来变相举债的途径。2014年颁布的43号文《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》鼓励推广政府与社会资本合作模式（PPP模式），鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。此模式中投资者用市场化方式举债并承担偿债责任，政府则按约定承担特许经营权、合理定价、财政补贴等责任，不承担偿债责任。然而PPP在发展中却出现了地方政府通过隐性的抽屉协议或安慰函提供变相担保、承诺回购或收益率等方式吸引社会资本参与的现象，这实际上增加了地方政府隐

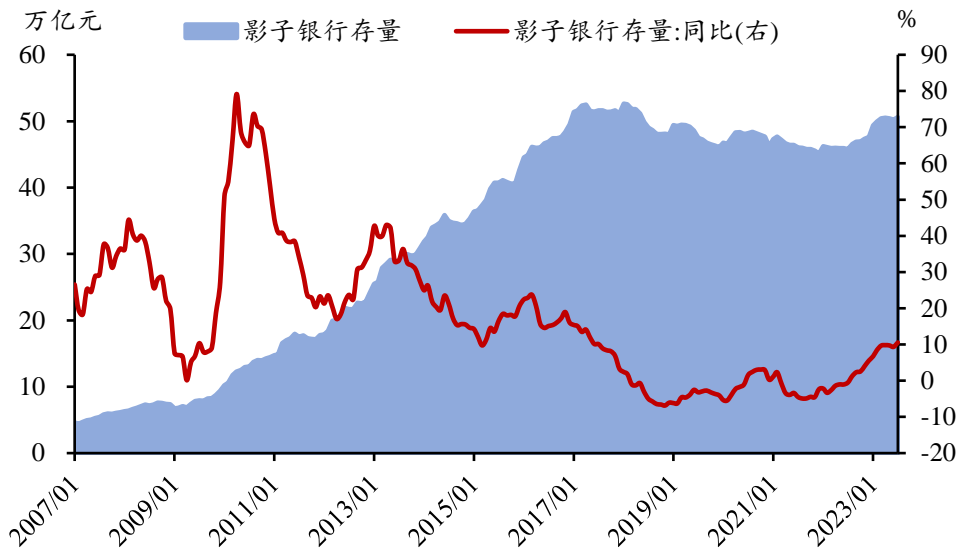
性债务（《地方政府债务：形成、发展特点与风险防范》，娄飞鹏，2018）。

图 5：在国际金融危机和国内自然灾害影响下，2008、2009 年我国经济增长明显放缓



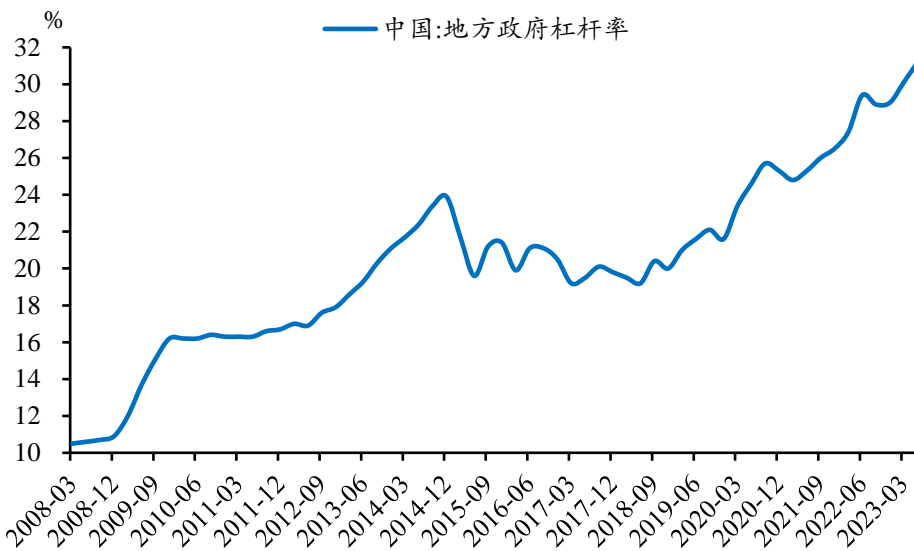
资料来源: Choice, 信达证券研发中心

图 6：2007 年以来影子银行存量规模与同比增速



资料来源: 《中国影子银行的经济分析: 定义、构成和规模测算》李文喆 (2019), Wind, 信达证券研发中心

图 7：2009-2013 年，地方政府杠杆率显著上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 2017 年金融体系严厉去杠杆，地方政府举债渠道受到限制

针对地方政府违规举债的乱象，中央于 2017 年开始采取纠偏措施和治理存量隐性债务，地方政府举债渠道开始受到限制。

2017 年财政部发布的 50 号文与 87 号文，分别对地方融资平台、PPP 项目、政府购买服务做出严格规定。2017 年 5 月，财政部发布了 50 号文《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，该文再次明确了地方政府债券是地方政府举债的唯一合法手段，禁止地方政府对城投公司提供的各种隐性担保，禁止通过地方政府融资平台、PPP 模式进行变相举债。同年 6 月，针对一些地区存在违法违规扩大政府购买服务范围、超越管理权限延长购买服务期限等问题，财政部又发布了 87 号文《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，该文作为对财预〔2017〕50 号文的补充文件，对政府购买服务相关内容做出严格规定。明确能创造稳定收益的基础设施建设不能作为政府购买服务项目，如铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等。

2018 年财政部发布的 23 号文对于金融企业对地方政府的投融资行为进行了规范。企业在服务地方发展、支持地方基础设施和公共服务领域建设中仍然存在过于依靠政府信用背书，捆绑地方政府、捆绑国有企业、堆积地方债务风险等问题。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）金融企业不得为地方政府违法违规或变相举债提供支持。

在监管从严的背景下，地方政府违规举债的行为受到了明显约束，2017-2019 年之间地方政府隐性债务扩张势头有所放缓，体现在地方政府杠杆率总体平缓，未再明显上升（图 7）。但这并不意味着地方政府隐性债务的终结，我们将在下文中对隐性债务规模进行测算，并呈现其最新情况。

图 8：2017 年金融去杠杆，政策层面发文整治地方政府违规举债行为

发文文号	治理角度	要点内容
财预〔2017〕50号	地方政府	地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券方式，除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。 除外国政府和国际经济组织贷款转贷外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保，不得承诺为其他任何单位和个人的融资承担偿债责任。
	地方政府融资平台	地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。 融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能，并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。 金融机构为融资平台公司等企业提供融资时，不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、安慰函等任何形式提供担保。
	PPP项目	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金，严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债。 地方政府及其所属部门参与PPP项目、设立政府出资的各类投资基金时，不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金，不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失，不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益，不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。
财预〔2017〕87号	政府购买服务	严格按照《中华人民共和国政府采购法》确定的服务范围实施政府购买服务。
		严禁将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气，以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设，储备土地前期开发，农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。
		严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目。
		严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。 严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资。
财金〔2018〕23号	金融机构	国有金融企业，除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。 国有金融企业不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。 国有金融企业不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

资料来源：财政部，信达证券研发中心

二、从举债主体视角测算地方政府隐性债务

2.1 地方政府举债主体：地方国企、PPP、政府购买服务等

基于前文对于地方政府隐性债务概念的梳理，再结合各地方政府《隐性债务风险应急预案》等相关文件中的界定，地方政府举债主体包括地方融资平台、一般地方国企、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务、政府投资基金等。

图 9：地方政府举债主体及其债务风险表现形式

债务类别	相关主体	债务风险表现形式
由政府提供担保或约定由财政资金偿还的债务	融资平台（国有企业）	1、政府及有关部门提供担保的债务风险事件：指由融资平台（国有企业）举借，政府及有关部门提供担保的债务出现风险，政府需要依法履行担保责任或相应民事责任却无力承担。
	其他国有企事业单位	2、政府承担救助责任的债务风险事件：指融资平台（国有企业）为政府实施公益项目举借，政府在法律上不承担偿债或担保责任的债务出现风险，政府为维护经济安全或社会稳定需要承担一定救助责任却无力救助。
通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务	政府和社会资本合作（PPP）	指约定政府及有关部门出资、承诺到期回购社会资本方投资本金、承担社会资本方的投资本金损失、保证社会资本方最低收益等情况出现风险，政府未按约定出资或保证社会资本方最低收益。
	政府投资基金	指约定政府及有关部门出资、承诺到期回购社会资本方投资本金、承担社会资本方的投资本金损失、保证社会资本方最低收益等情况出现风险，政府未按约定出资或保证社会资本方最低收益。
	政府购买服务	指政府及有关部门根据签订的政府购买服务协议，购买过程或付费出现风险，政府及有关部门不按协议付费。

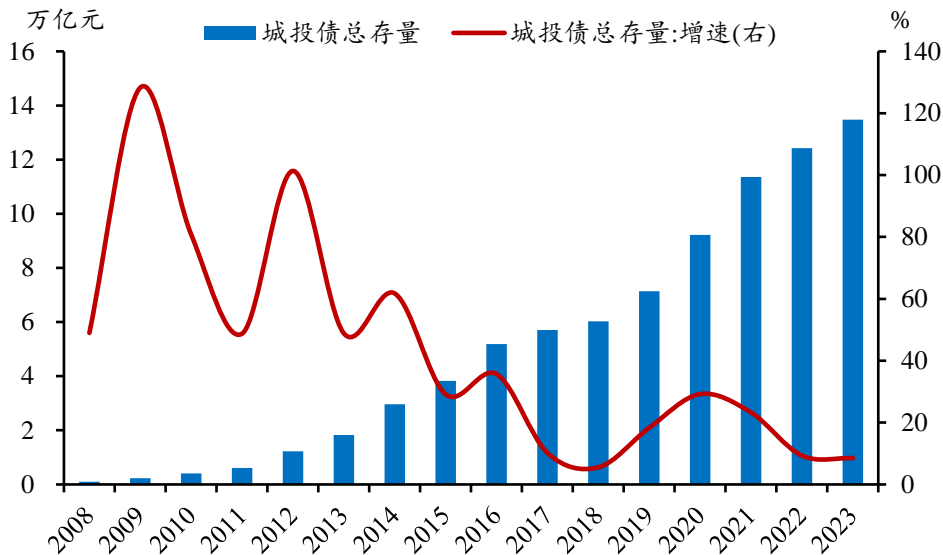
资料来源：地方政府《隐性债务风险应急预案》相关文件，信达证券研发中心

1、地方国有企业债务

地方国有企业可进一步划分为地方融资平台和一般地方国有企业。国有企事业单位的实际控制人为各级地方政府，其债务存在地方政府的隐性担保，这是相关政府文件中将国有企业负债纳入地方隐性债务范畴的根本原因。由于地方融资平台和一般地方国有企业在设立目标、主营业务等方面的不同，其形成地方政府隐性债务的具体机制也存在差异。参考《国企政策功能与我国地方政府隐性债：形成机制、度量与经济影响》（郭敏等，2020），融资平台和一般地方国有企业的差异主要体现在三个方面：

- 1) 发挥政策工具属性的方式不同。地方融资平台主要通过基础设施建设投资，以及提供其他公共产品和服务等方式发挥其工具属性。一般地方国有企业则通过其主营业务活动和逆周期投资配合地方政府政策，来稳定经济增长。
- 2) 企业债务扩张动机不同。地方融资平台的主营业务聚焦在基建领域，对于资金规模的需求较大，其债务扩张与其特殊的经营模式有关。而一般国有企业在主营业务外承担额外政策性负担需要更多资金支持，政策刺激往往是其债务扩张的主要动机。
- 3) 企业低效率的形成原因不同。除了基础设施建设之外，融资平台主营业务还涉及社会事业、保障性安居工程等民生领域，公益属性较强，投资收益较低，表现为企业的低效率。一般地方国有企业低效率则主要与较长的委托代理链条、企业决策可能受到政府官员考核标准影响、偏离利润最大化原则有关。

地方融资平台举债的典型方式是发行城投债。参考 Wind 数据，2008 年末我国共存续 73 只城投债，总存量不足 1000 亿元。此后城投债规模不断增长，截至今年 9 月，我国城投债存续规模已达 19645 只，总存量 13.5 万亿元。地方融资平台的其他举债方式，还包括银行借款、融资租赁等，因此地方融资平台的总债务规模要远高于公开发行的城投债规模。

图 10：2008 年以来城投债存量规模不断增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 2023 年为截至 9 月份数据

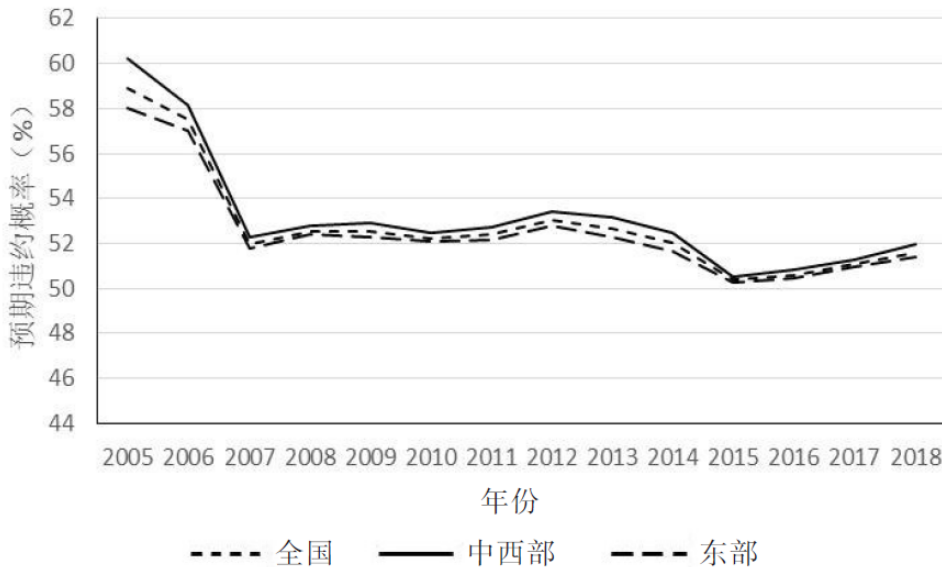
地方融资平台产生的地方政府隐性债务=地方融资平台负债 x 债务违约率 x 政府救助比例。

参考《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》(沈坤荣等, 2022), 我们采用上述公式测算地方融资平台产生的地方政府隐性债务。其中, 地方融资平台负债数据来源为 Wind, 我们将发行过城投债的融资平台所披露的带息债务进行加总。截至 2022 年末, 我国地方融资平台带息债务合计为 53.5 万亿元。

需要注意的是, 地方政府隐性债务的度量难在“隐性”更难在“或有”, “或有”特征的内涵在于债务发生和规模取决于特定事件, 即具有一定概率性。如果特定事件未触发, 则政府不承担债务偿还责任。基于此, 我们在测算地方融资平台产生的隐性债务时, 还需要考虑融资平台的违约概率。参考《国企政策功能与我国地方政府隐性债: 形成机制、度量与经济影响》(郭敏等, 2020) 中的测算, **2007-2018 年我国地方国企平均违约率在 50-54% 之间, 我们取值 50% 作为地方融资平台的债务违约率。**

对于政府救助比例, 参考《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函〔2016〕88 号), **当存量或有债务出现风险事件时, 地方政府赔偿比例的上限为 50%。**即最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一, 担保额小于债务人不能清偿部分二分之一的, 以担保额为限。

综合上述, **地方融资平台产生的地方政府隐性债务=地方融资平台带息债务 x 25%。**25% 的比例, 由债务违约率和政府救助比例 (各 50%) 相乘得到。作为对比, 参考 2013 年《全国政府性债务审计结果》, 2007 年以来, 各年度全国政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务当年偿还本金中, 由财政资金实际偿还的比率最高分别为 19.13% 和 14.64%。

图 11：2007-2018 年我国地方国企平均违约概率在 50-54%之间


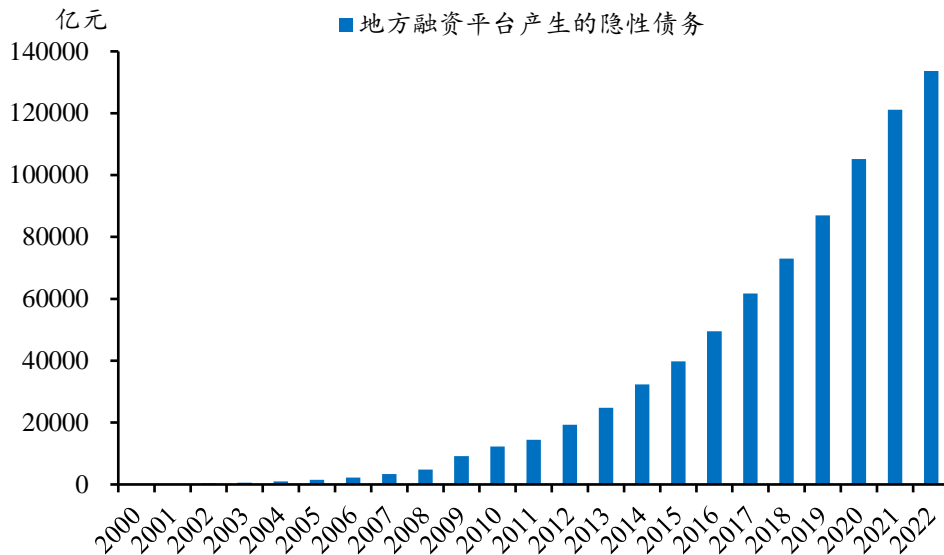
资料来源:《国企政策功能与我国地方政府隐性债:形成机制、度量与经济影响》(郭敏等, 2020), 信达证券研发中心

图 12：政府债务风险分类和处置方式

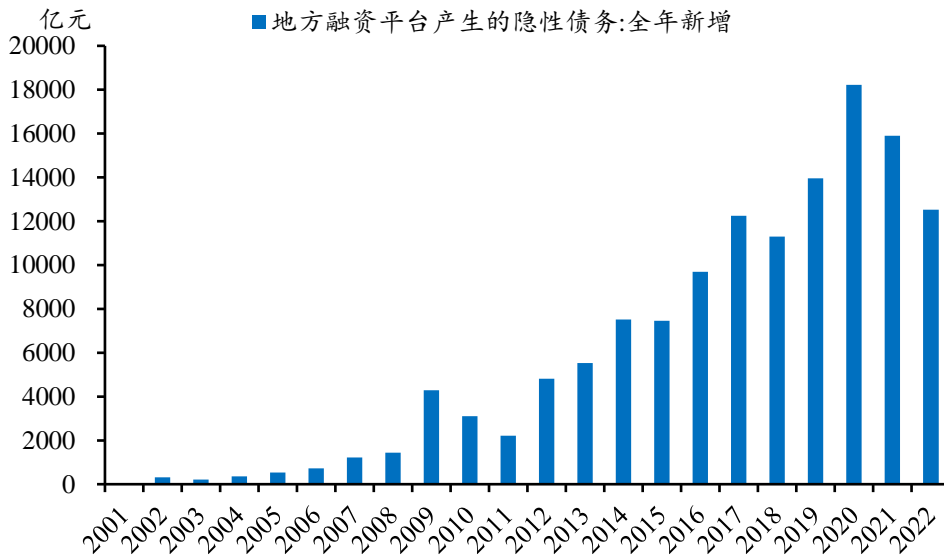
债务风险事件	类别划分	处置方式
政府债务风险事件	1、政府债券风险事件:指地方政府发行的一般债券、专项债券还本付息出现违约。	对地方政府债券,地方政府依法承担全部偿还责任。
	2、其他政府债务风险事件:指除地方政府债券外的其他存量政府债务还本付息出现违约。	1、债权人同意在规定期限内置换为政府债券的,地方政府不得拒绝相关偿还义务转移,并承担全部偿还责任。地方政府应当通过预算安排、资产处置等方式积极筹措资金,偿还到期政府债务本息。 2、债权人不同意在规定期限内置换为政府债券的,仍由原债务人依法承担偿债责任,对应的地方政府债务限额由中央统一收回。地方政府作为出资人,在出资范围内承担有限责任。
或有债务风险事件	1、政府提供担保的债务风险事件:指由企事业单位举借、地方政府及有关部门提供担保的存量或有债务出现风险,政府需要依法履行担保责任或相应民事责任却无力承担。	存量担保债务不属于政府债务。按照《中华人民共和国担保法》及其司法解释规定,除外国政府和国际经济组织贷款外,地方政府及其部门出具的担保合同无效,地方政府及其部门对其不承担偿债责任,仅依法承担适当民事赔偿责任,但 最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一;担保额小于债务人不能清偿部分二分之一的,以担保额为限。 具体金额由地方政府、债权人、债务人参照政府承诺担保金额、财政承受能力等协商确定。
	2、政府承担救助责任的债务风险事件:指企事业单位因公益性项目举借、由非财政性资金偿还,地方政府在法律上不承担偿债或担保责任的存量或有债务出现风险,政府为维护经济安全或社会稳定需要承担一定救助责任却无力救助。	存量救助债务。存量救助债务不属于政府债务。对政府可能承担一定救助责任的存量或有债务,地方政府可以根据具体情况实施救助,但保留对债务人的追偿权。

资料来源:《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函〔2016〕88号), 信达证券研发中心

测算结果显示,我国地方融资平台产生的隐性债务在过去 20 年以来持续扩张,2022 年末的存量规模为 13.4 万亿元。从增幅上看,2020 年新增地方融资平台产生的隐性债务 1.8 万亿元,为历史峰值。2021、2022 年增幅连续回落,2022 年新增 1.3 万亿元,已低于 2019 年 1.4 万亿元的全年增幅。除此之外,在 2009、2017 等特殊年份,融资平台隐性债务增幅明显高于相邻年份。

图 13：地方融资平台产生的隐性债务测算结果


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

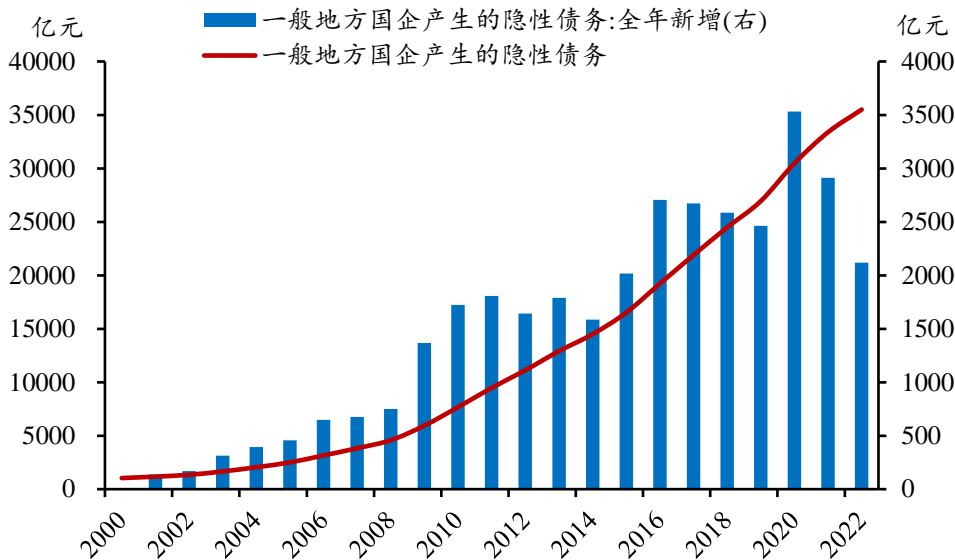
图 14：地方融资平台产生的隐性债务每年新增情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

同样的，一般地方国企产生的地方政府隐性债务=一般地方国企负债 x25%

出于对数据可获得性的考虑，我们将上市地方国企的公开财务数据作为测算依据。首先，我们将 Wind 口径下的城投公司汇总，通过函数筛选后发现其中并无上市公司，确保不会和地方融资平台重复计算。然后我们将排除金融机构后的上市地方国企汇总，通过 Wind 数据浏览器获得对应的负债数据。排除金融机构的原因在于其不属于地方政府的举债主体，相反，地方金融机构是地方政府的重要融资方。通过上述操作，我们就可以得到一般地方国企负债的数据。25%的由来则与上文一致，一般地方国企的违约概率与地方政府救助比例均为 50%。

测算结果显示，截至 2022 年末，我国一般地方国企产生的隐性债务为 3.6 万亿元。从增幅上看，2020 年为峰值，全年新增一般地方国企隐债 3533 亿元。

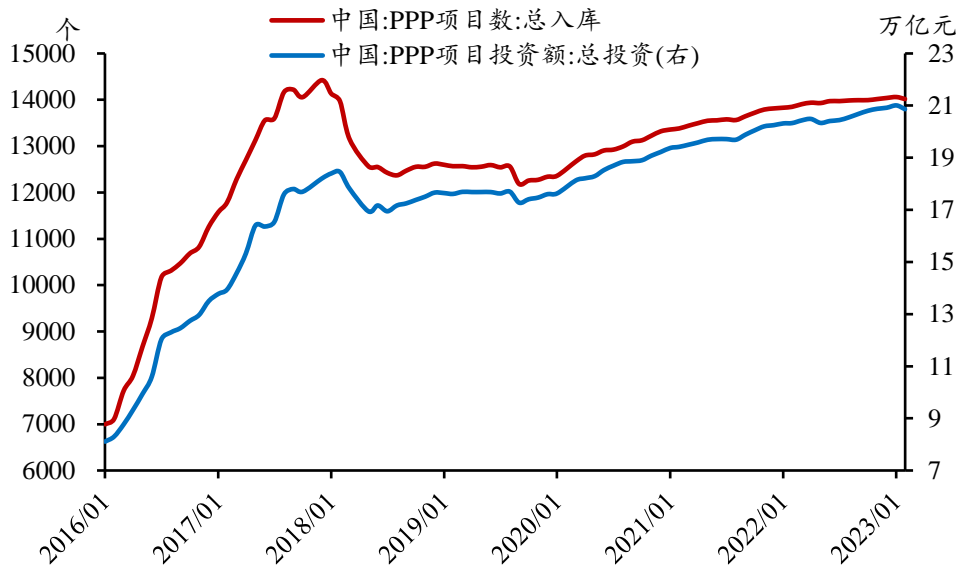
图 15：一般地方国企产生的隐性债务和每年增量测算结果


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

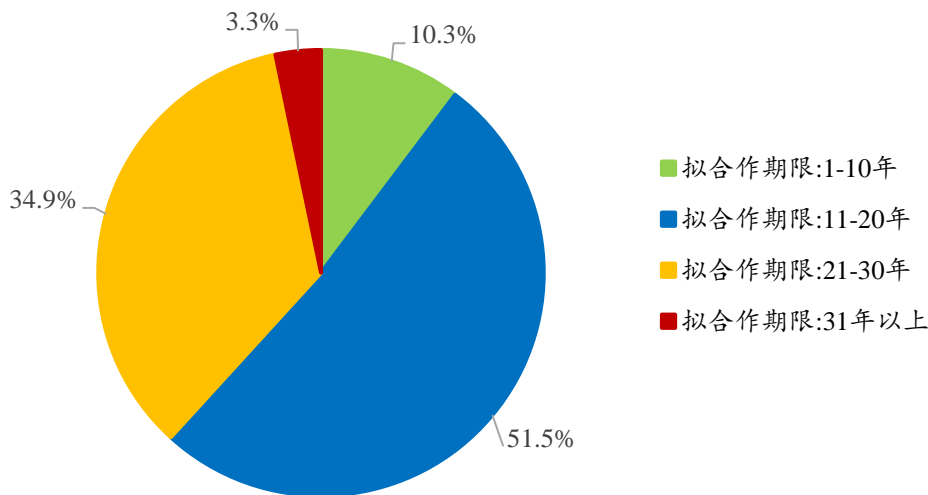
2、政府和社会资本合作 (PPP)

政府和社会资本合作 (PPP) 模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率, 通过特许经营、购买服务、股权合作等方式, 与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系。但在实际执行的过程当中, 由于部分 PPP 项目未经严格规范的审批, 社会资本的认定标准曾出现松动 (参考《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》国办发〔2015〕42 号文件) 等因素, PPP 项目一度成为了地方政府违规举债融资的新工具, 进而带来相应的隐性债务风险。**需要注意的是, 在地方政府通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的隐性债务中, 还包括“政府投资基金”作为主体。但在实务中政府投资基金可能与 PPP 存在重合, 因此我们主要考虑 PPP 产生的隐债规模, 不对政府投资基金做单独测算。**

2016 至 2017 年末, PPP 项目数和投资额快速增长。截至 2023 年 2 月末, PPP 总入库项目数为 14017 个, 总投资额 20.9 万亿元。从项目期限分布上看, 拟合作期限在 1-10 年的项目数量占比仅有 10.3%, 11-20 年的项目数量占比最高, 为 51.5%。21-30 年、31 年以上的项目数量占比分别为 34.9%、3.3%。这更加凸显了 PPP 项目的存量债务风险。

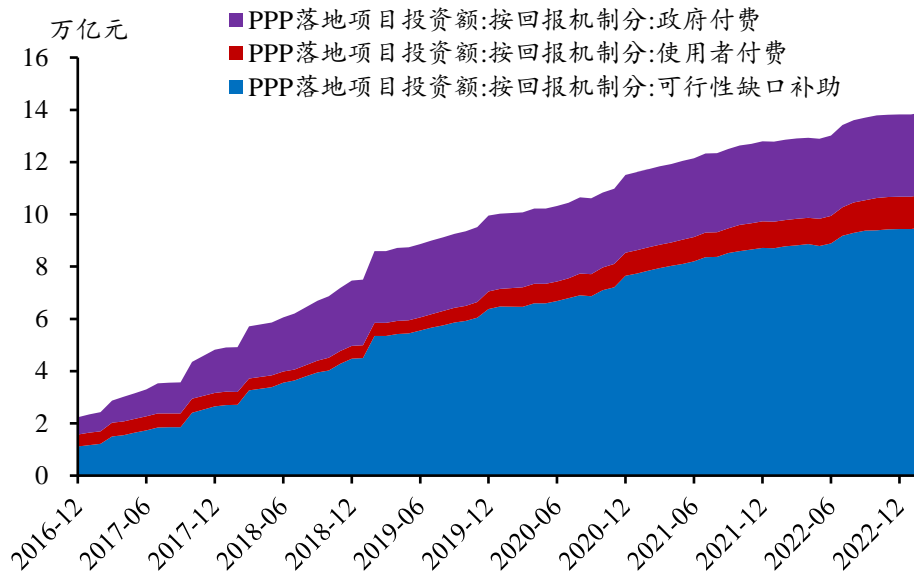
图 16: PPP 总入库项目数和总投资额


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: PPP 项目的拟合作期限分布 (截至 2023 年 2 月末)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

参考财政部政府和社会资本合作中心对 PPP 常见类型的介绍,按照社会资本、特许经营者和项目公司获得收入的方式,PPP 项目可分为使用者付费方式、政府付费方式和可行性缺口补助方式。截至 2023 年 2 月末,可行性缺口补助类项目落地投资额为 9.5 万亿元,占比最高,为 68.2%。政府付费类项目落地投资额为 3.2 万亿元,占比 22.6%。使用者付费类项目落地投资额为 1.3 万亿元,占比最低,为 9.1%。考虑到使用者付费方式通常用于可经营性系数较高、财务效益良好的基础设施项目,而政府付费方式通常用于不具备收益性的项目,可行性缺口补助方式需要政府以财政补贴等方式给予社会资本经济补助。因此,我们将政府付费和可行性缺口补助类项目的已落地投资额纳入地方政府隐性债务的范畴。

图 18: 不同类型 PPP 项目的落地项目投资额


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: PPP 项目的不同类型以及适用范围

PPP 项目类型	适用范围	具体项目
使用者付费	通常用于可经营性系数较高、财务效益良好、直接向终端用户提供服务的基础设施项目。	如市政供水、城市管道燃气和收费公路等。
政府付费	通常用于不直接向终端用户提供服务的终端型基础设施项目。	如市政污水处理厂、垃圾焚烧发电厂等, 或者不具备收益性的基础设施项目, 如市政道路、河道治理等。
可行性缺口补助 (VGF)	VGF 方式指用户付费不足部分由政府以财政补贴、股本投入、优惠贷款、融资担保和其它优惠政策, 给予社会资本经济补助。VGF 通常用于可经营性系数较低、财务效益欠佳、直接向终端用户提供服务但收费无法覆盖投资和运营回报的基础设施项目。	如医院、学校、文化及体育场馆、保障房、价格调整之后或需求不足的网络型市政公用项目、交通流量不足的收费公路等。

资料来源: 财政部政府和社会资本合作中心, 信达证券研发中心

3、政府购买服务

政府购买服务, 是指各级国家机关将属于自身职责范围且适合通过市场化方式提供的服务事项, 按照政府采购方式和程序, 交由符合条件的服务供应商承担, 并根据服务数量和质量等因素向其支付费用的行为 (参考《政府购买服务管理办法》, 自 2020 年 3 月 1 日起施行)。

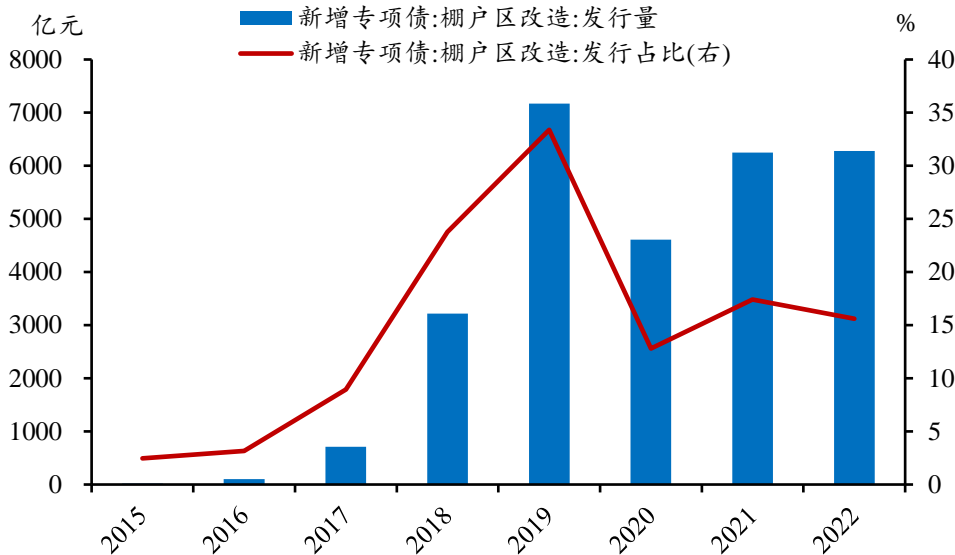
棚改项目是地方政府通过政府购买服务形成地方政府隐性债务的典型代表。主要基于三点原因, 一是棚改项目周期长, 通常为 10 年以上, 而地方政府的预算支出不能超过三年, 超过预算支出周期的债务变成隐性债务。二是棚改项目的公益性, 难以达成收支平衡。三是国家整改政府购买服务时, 对棚户区改造和异地扶贫搬迁留有余地, 导致棚改项目存在泛化倾向 (《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》, 沈坤荣等, 2022)。

我们将棚改贷款余额视作政府购买服务产生的地方政府隐性债务。2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》, 棚改补偿模式由实物货币安置并重转向货币安置优先。央行在 2014 年 4 月创设 PSL (抵押补充贷款) 工具为政策性银行支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源, 政策性银行再通过棚改专项贷款向地方政府发放贷款。国开行和农发行先后于 2014 年、2015 年开始在年度财务报告中披露棚改贷款的投放情况, 地方政府也在新《预算法》通过后, 从 2015 年开始发行棚改专项

债为有关项目融资。

从量级上看，2019年以来棚改专项债的发行规模明显有所提升，2019-2022年平均每年发行约6076亿元。但近年来，棚改专项债主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目。对比之下，政策性银行的棚改贷款余额则要高得多，截至2022年末，国开行和农发行的合计棚改贷款余额超过4万亿元。从这个视角来看，将棚改贷款余额视作政府购买服务产生的地方政府隐性债务具备其合理性。

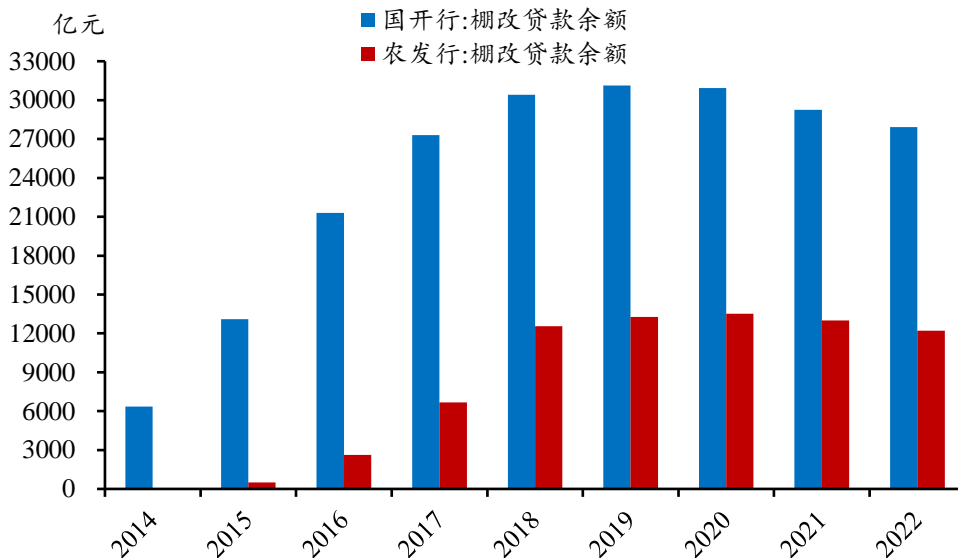
图 20：2015 年以来投向棚改领域的新增专项债发行量和发行占比



资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

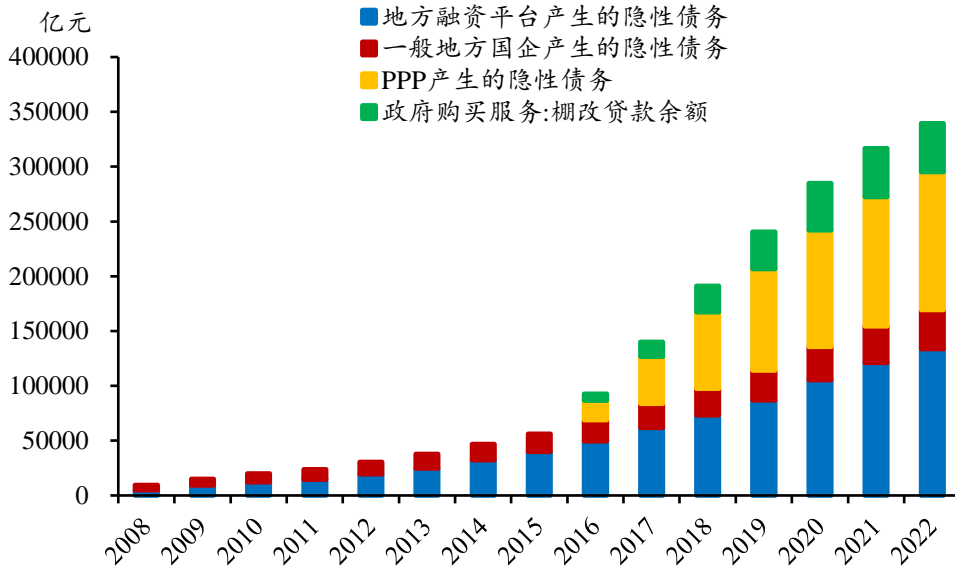
注：2015-2019年新增专项债投向中包含“棚户区改造”，2020年调整为“棚改、老旧小区改造”，2021年至今调整为“保障性安居工程”。

图 21：政策性银行的棚改贷款余额



资料来源：上海证券交易所，信达证券研发中心

将上述各类主体汇总，可见地方融资平台产生的隐性债务规模最大。截至2022年末，地方融资平台产生的隐性债务规模为13.4万亿元，占比39.3%。PPP产生的隐性债务规模为12.6万亿元，仅次于地方融资平台，占比37.1%。政府购买服务（棚改贷款余额）产生的隐性债务规模为4.4万亿元，占比13.1%。一般地方国企产生的隐性债务规模为3.6万亿元，占比10.5%。

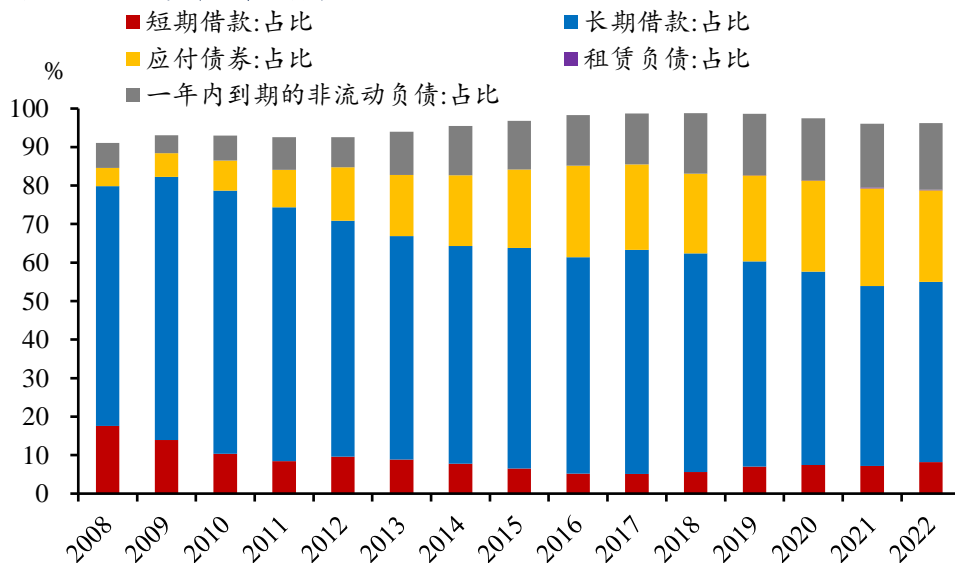
图 22：各大主体产生的隐性债务汇总


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 隐债资金来源和未来到期压力

如前文所述，地方政府的各大举债主体当中，融资平台产生的隐性债务规模最高。加上地方融资平台定期披露财务报告，数据可获得性较强，因此我们重点分析融资平台的资金来源。

商业银行是融资平台带息债务最主要的资金来源。融资平台的带息债务主要由 5 个部分组成，分别是短期借款、长期借款、应付债券、租赁负债以及一年内到期的非流动负债。其中，短期和长期借款可进一步分为质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款，资金主要来源于商业银行、信托、证券、保险等金融机构（参考融资平台财务报告可知，商业银行在其中占大头）。一年内到期的非流动负债包括长期借款、应付债券、长期应付款、租赁负债、其他长期负债等。截至 2022 年末，融资平台带息债务中，长期借款占比 46.8%，一年内到期的非流动负债占比为 17.3%，短期借款占比为 8.2%，均与商业银行有关，三项合计占比 72.3%。除此之外，应付债券（即城投债）占比 23.8%，租赁负债占比较低，仅为 0.2%。

图 23：地方融资平台带息债务分类占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

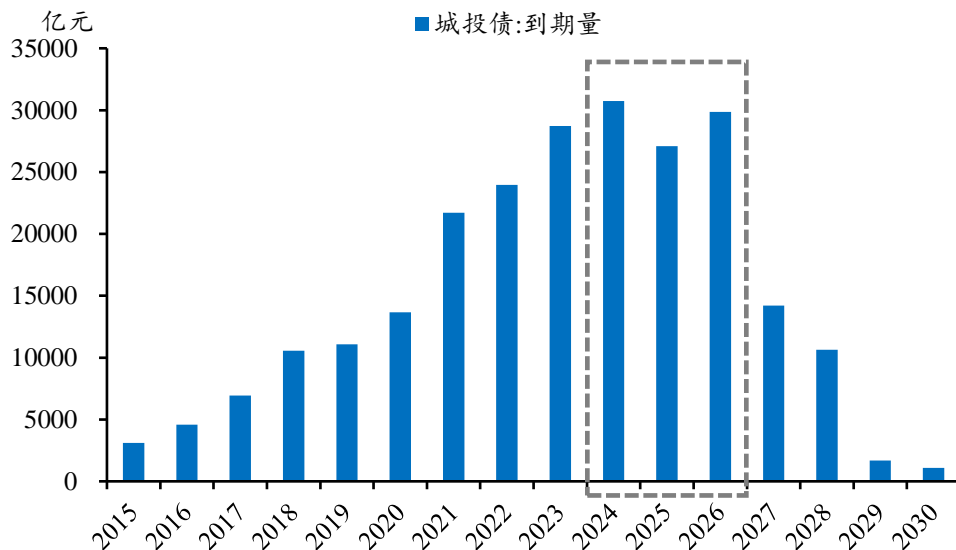
2023 年融资平台到期债务规模高达 13.6 万亿元。截至 2023 年 9 月 10 日，绝大多数融资平台公司已披露 2022 年度报告。由于短期借款是指期限在一年内的借款，因此我们可以将短期借款和一年内到期的非流动负债相加，得到 2023 年融资平台的到期债务规模为 13.6 万亿元。继续沿用前文中的假设，将 13.6 万亿元乘以 25%，对应的地方政府隐性债务规模为 3.4 万亿元。根据 2023 年中央和地方预算草案，地方一般公共预算收入总量为 23 万亿元（本级收入 11.7 万亿元，中央对地方转移支付收入 10.1 万亿元，地方财政调入资金及使用结转结余 1.2 万亿元），那么单是融资平台产生的隐性债务规模，在地方一般公共预算收入中的占比就达到了 14.8%，债务到期压力不可小觑。

拉长期限来看，城投债的到期压力相对容易观察。通过 Wind 等金融终端，容易查看城投债的发行与到期情况。数据显示，2024-2026 年城投债平均到期量为 2.92 万亿元（未考虑将来新发行债券），高于 2023 年 2.87 万亿元的到期量。

部分地方融资平台在财务报告中披露了长期借款的期限分布，以天津城市基础设施建设投资集团有限公司、杭州市交通投资集团有限公司、昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司为例，其长期借款平均期限均在 10 年及以上。天津城市基础设施建设投资集团有限公司的 2022 年带息债务为 4353 亿元，在我们筛选出的城投公司中位列第五，具有一定的代表性。根据其披露的 2022 年财务报告，报告期末长期借款余额为 2053 亿元，其中剩余期限在 20 年以上的长期借款余额占比为 54.9%，11-20 年占比为 20.1%，6-10 年为 11.1%，4-5 年为 6.4%，1-3 年为 7.5%。整体测算下来，其长期借款加权平均期限为 19.9 年。基于同样的方法，我们算得 2022 年末杭州市交通投资集团有限公司的长期借款加权平均期限为 13.9 年，昆明市公共租赁住房开发建设管理有限公司为 14.6 年，常德市经济建设投资集团有限公司为 9.6 年。

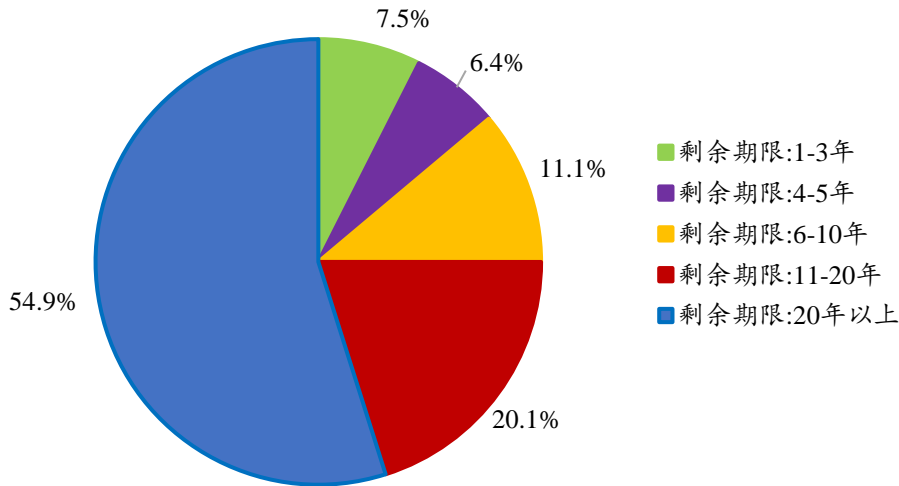
较长的债务期限对应较大的债务风险。综合上述，地方融资平台的短期债务到期压力较高，作为应对，今年的 7 月政治局会议上，中央提出“制定实施一揽子化债方案”。同时地方政府的债务期限较长，除了融资平台长期借款的平均期限较长以外，我们在上文中提到，当前约 90% 的 PPP 项目拟合作期限都在 10 年以上。这些数据均表明，化解地方债务风险并非一朝一夕。

图 24：城投债到期量（截至 2023 年 9 月 10 日）



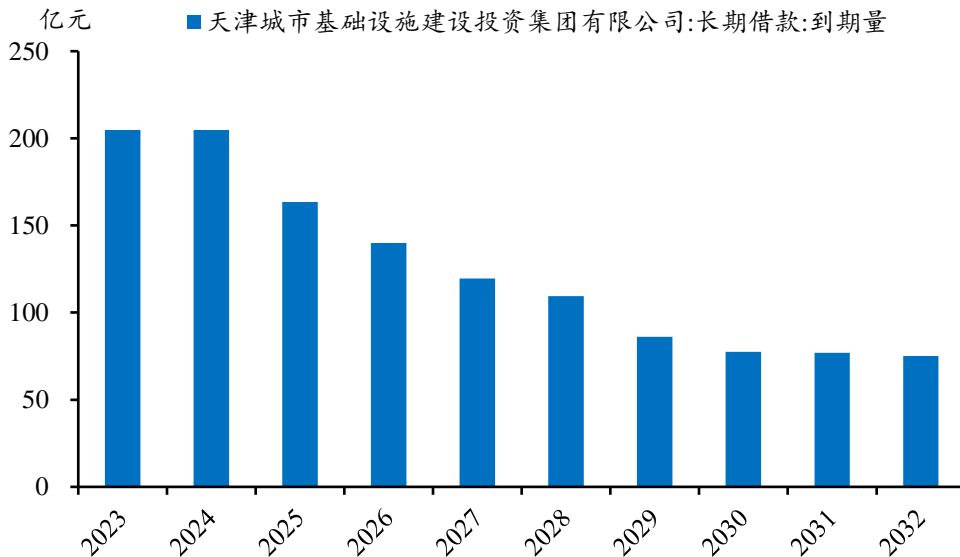
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25：天津城市基础设施建设投资集团有限公司 2022 年末长期借款期限分布



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：天津城市基础设施建设投资集团有限公司未来的长期借款到期偿还量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、货币政策如何配合一揽子化债方案？

参考中央的提法，一揽子化债方案主要有三条思路，一是控增量、减存量，缩减隐性债务余额；二是降成本、拉久期，对应债务置换；三是盘活存量资产，提高项目经营收入。

财政部在 2018 年 8 月印发的《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》中，提出 6 个主要途径来化解隐性债务：1) 安排财政资金偿还；2) 出让政府股权以及经营性国有产权权益偿还；3) 利用项目结转资金、经营收入偿还；4) 合规转化为企业经营性债务；5) 借新还旧或展期；6) 破产重整或清算。

2023 年 8 月 28 日，十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，对于化债工作提出了几个要点：1) 制定实施一揽子化债方案；2) 进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求；3) 中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，但现阶段可能更多行使督察职能；4) 优化期限结构、降低利息负担；5) 防止一边化债一边新增；6) 稳步推进地方政府债务

合并监管。

货币政策主要能够在债务置换方面予以支持。

一是为金融机构做债务展期提供流动性支持。比如贷款展期，根据第一财经报道，贵州省的遵义道桥建设(集团)有限公司 156 亿元银行贷款重组，将贷款期限延长至 20 年，利率降至 3.0-4.5%/年，且前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。再比如配合特殊再融资债发行（详见报告《详解地方政府化隐债的重要工具——特殊再融资债》），新一轮隐性债务置换有望重启。金融机构做贷款展期或是购买特殊再融资债，都将消耗银行间流动性。

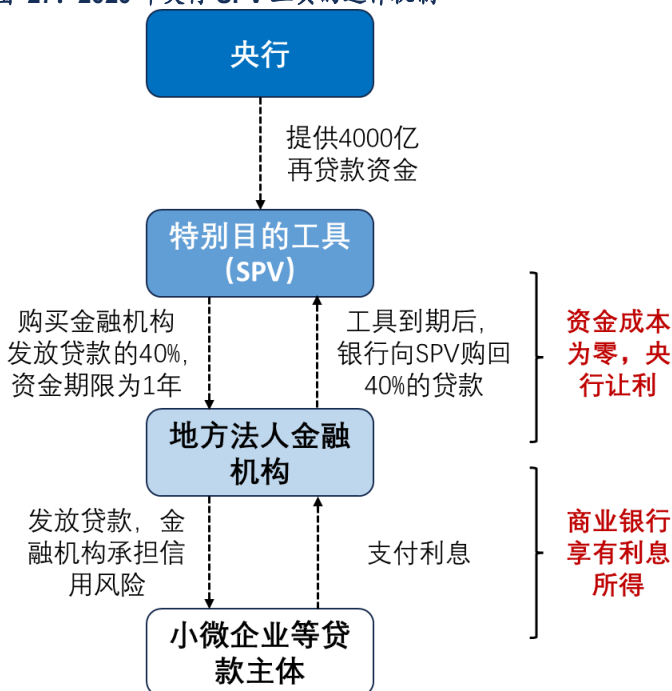
二是通过降息为化债方案节约成本。央行降低政策利率（1 年期 MLF 利率、7 天 OMO 利率）后，可有效引导债市收益率下行，从而降低政府债、城投债的发行成本。通过 MLF-LPR 的传导机制，还可牵引贷款利率下调，为贷款展期降低成本。

三是或将设立应急流动性金融工具（SPV）。据财新多方了解，央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性，利率较低，期限较长。

央行上一次设立 SPV 工具是在 2020 年。其机制在于，人民银行向 SPV 提供的 4000 亿再贷款资金（资金成本为零），SPV 拿了 4000 亿的再贷款资金以后，和地方法人金融机构签订信用贷款支持计划的合同，购买地方商业银行发放贷款的 40%，资金期限是一年。全部的贷款仍然由原来的商业银行管理，全部的利息也都由银行享有，在合同到期以后地方的商业银行再向 SPV 购回 40% 的贷款。一句话概括，该工具相当于央行向地方商业银行发放的小微信用贷款的 40% 提供了零成本的资金。

参考历史经验，央行新设 SPV 工具的作用机制，可能是为主要银行购买城投债、向融资平台投放贷款等提供资金。工具规模、资金成本、支持比例等细节还有待进一步确认。

图 27：2020 年央行 SPV 工具的运作机制



资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

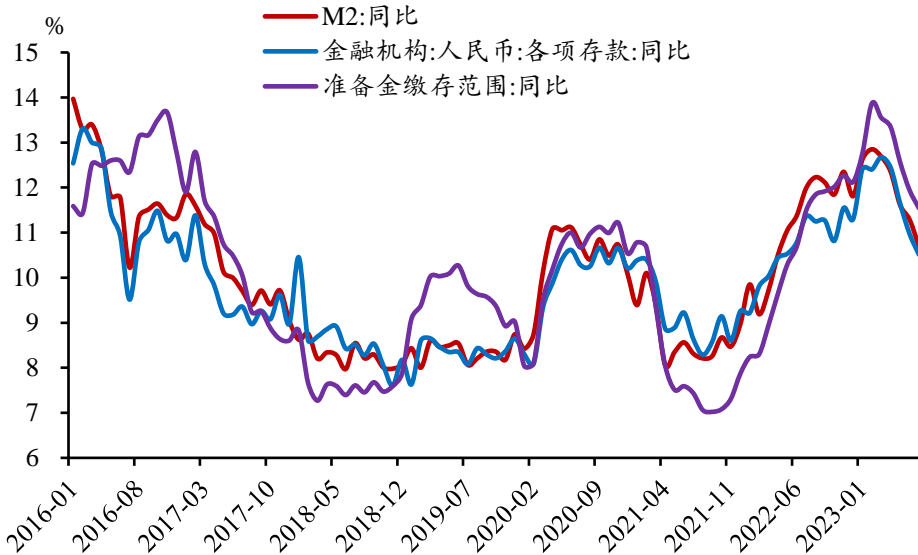
未来央行可能还会降准、降息。

首先是降准。年内有多项因素可能造成银行间流动性收紧，包括金融进一步支持实体经济、政府债提速发行、潜在的增发特殊再融资债、四季度 MLF 将迎来集中到期等。Wind 数据显示，今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿，

明年一季度到期规模高达 1.8 万亿。基于此，下一次降准出现在今年季末之前的可能性较大。此外，参考我们在报告《降息之后，可能还有降准、降息》中的测算，今年的准备金缺口仍剩余 1.3 万亿元左右。据此，我们预计央行今年内可能一共降准 2 次（一次 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000-5500 亿元），来对冲这一缺口。

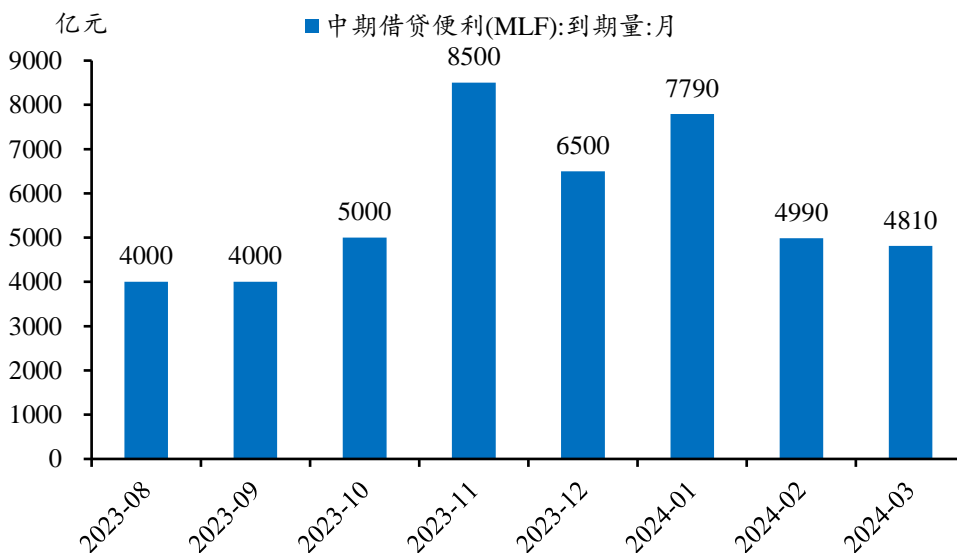
接着是降息。财联社 8 月 31 日电，从多个信源获悉，多家全国性商业银行将于 9 月 1 日起再度下调存款挂牌利率，调降幅度 10-25 个基点。随着存款利率普遍下调，未来不排除 LPR 出现补降的可能。不仅如此，我们判断政策利率也存在下调空间。一方面为化债方案节约成本，另一方面的原因在于历史上我国产能周期下行期，央行都会开启降息周期。今年以来工业产能利用率进一步下降，Q2 末录得 74.5%，我们判断产能周期可能在明年初前后触底，对应本轮央行降息周期尚未结束。

图 28：准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当



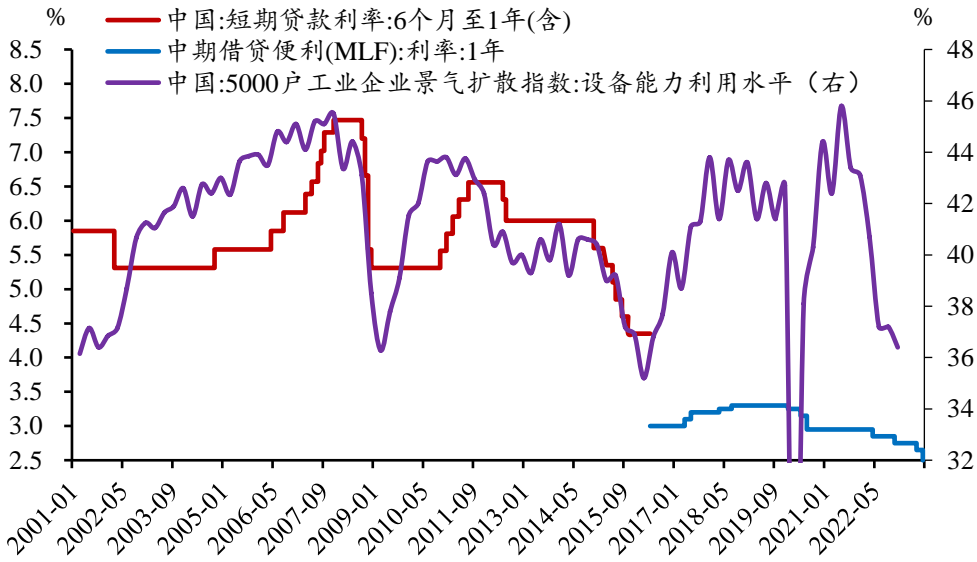
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 历史上产能下行周期, 央行都会开启降息周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

货币政策力度不及预期, 房地产下行加剧财政压力, 海外因素引发资产价格超调等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。