



宏观研究

【粤开宏观】特殊再融资债券重启

2023年10月15日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
 电话：13681810367
 邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】关于减税降费的一些认知与思考—宏观研究》2023-10-15

《【粤开宏观】美国房地产发展模式对中国的启示：海外房地产系列之一》2023-10-11

《【粤开宏观】城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算》2023-09-24

《【粤开宏观】专项债全面回顾：结构特征、利弊分析与应对》2023-09-21

《【粤开宏观】8月经济数据好转背后的真实图景》2023-09-15

导读：

10月份以来，超7000亿元特殊再融资债券进入密集发行期，引发市场关注。

摘要：

一、何为特殊再融资债券？

再融资债券用于借新还旧，发行规模等于或小于原债券到期规模，与到期债券一一对应，不能直接用于项目建设，于2018年4月开始发行，发行规模呈扩大趋势。

2020年12月开始，部分再融资债券的资金用途由“偿还到期地方政府债券本金”变为“偿还政府存量债务本金”，不再列明被偿还债券信息，市场将这类债券称为“特殊再融资债券”。相较于普通再融资债券，特殊再融资债券主要用于置换隐性债务，会增加地方政府债务余额，发行规模受到区域债务限额的限制。

历史上，特殊再融资债券曾出现过两轮发行高峰，主要用于建制县化债试点与全域无隐性债务试点。第一轮：2020年12月-2021年9月，特殊再融资债券共计发行6278亿元，主要用于建制县隐性债务化解试点。第二轮：2021年10月-2022年6月，共发行5041.8亿元，主要用于全域无隐性债务试点，集中于发达地区。其中，北京、广东、上海分别发行3252.3、1134.8和654.8亿元。

历年地方政府债券到期续发比例较高，均超过80%，今年1-8月攀升至90%以上，与地方财政紧平衡加剧有关。地方政府债券到期后，除发行再融资债券偿还外，部分直接安排财政资金等偿还。到期续发比例=（再融资债券-特殊再融资债券）/到期规模。2018-2022年地方政府债券到期续发比例分别为81.3%、87.3%、87.2%、86.3%和86.1%，均处于较高水平，主要是偿还2015-2017年发行的债券。2023年1-8月，到期续发比例提升至90.5%。

二、特殊再融资债券重启的背景和目的

当前发行的特殊再融资债券用途从文件看为偿还存量债务，但也有提及用于偿还拖欠账款。其中内蒙古2023年9月26日披露的资金用途为偿还拖欠企业账款，10月6日更新披露的资金用途已调整为偿还存量债务。

此轮特殊再融资债券重启发行与“一揽子化债”和清欠企业贷款相关。发行特殊再融资债券有利于推动隐性债务化解工作，同时解决企业面临的负担，推动“三角债”的解决，避免企业因应收账款收不回来引发的一系列经济金融风险。

截至10月14日，全国共有17省市披露发行特殊再融资债券，合计规模为



7263 亿元。从各省披露的拟发行特殊再融资债券规模来看，总体可分为五个梯队，第一梯队云南、内蒙古拟发行规模超千亿，分别达到 1076 亿元和 1067 亿元，领先于其他省市。第二梯队拟发行规模在 500-1000 亿元，包括贵州、辽宁(不含大连)、湖南三省，发行规模分别为 882.4 亿元、870.4 亿元和 643.4 亿元。第三梯队拟发行规模在 300-500 亿元，包括广西、重庆；第四梯队包括福建、山东、吉林、甘肃、天津、江西和大连 7 个省市，拟发行规模在 100 至 300 亿元之间。第五梯队为青海、湖北和宁夏三省，拟发行规模均在 100 亿元以下，分别为 96 亿元、92 亿元和 80 亿元。

需要特别注意的是，这一轮特殊再融资债券存在超限额发行的情况，中央可能对各地结存限额进行统筹调配。内蒙古财政厅数据显示，截至 2022 年底，内蒙古政府债务余额为 9339.7 亿元，限额为 9979.2 亿元，理论上可发行特殊再融资债券的最大规模为 639.5 亿元。此次发行规模超千亿元，除动用以前年度结存限额以及今年直接安排财政资金偿还后腾挪出的空间外，中央可能出于对各地化债压力的考虑，对全国各地结存限额在省际之间进行调配。

此轮特殊再融资债券与以往两轮存在以下三个区别：

一是规模更大。截至 10 月 14 日，全国已披露拟发行特殊再融资债券规模达到 7263 亿元，超过前两轮的 6278 亿元和 5041.8 亿元。

二是节奏更快。目前已披露的特殊再融资债券发行集中在 10 月 9 日至 10 月 20 日发行，历时 10 个工作日，而第一轮从 2020 年 12 月到 2021 年 9 月，历时 10 个月；第二轮从 2021 年 10 月到 2022 年 6 月，历时 9 个月。

三是发行结构上以一般债为主。当前拟发行的特殊再融资债券中，一般再融资债券占比为 79.4%，而在前两轮中这一比例分别为 54.0%和 23.8%。

三、特殊再融资债券“治标”不“治本”，是恢复再融资能力和隐性债务显性化的权宜之计，根本上解决要靠体制机制改革

特殊再融资债券增加地方政府债务余额，债务风险并未消失，仅是完成了从隐性到显性的转变。发行特殊再融资债券化债，隐性债务减少的同时政府债务余额增加，债务并没有实质消失，仅是存在形式发生了改变。部分高风险发行获得特殊再融资债券后，可以有效缓解短期偿债压力，但地方政府显性债务余额和债务率攀升。由于特殊再融资债券是利用以前年度结存限额，在以往年度已经纳入赤字（一般债）和新增专项债额度（专项债），因此特殊再融资债券的发行并不会推高当年赤字。

从结存限额来看，特殊再融资债券的理论发行上限为 2.6 万亿元，与隐性债务规模相去甚远，仅靠特殊再融资债券化债独木难支，还需搭配其他的化债措施。根据地方债务限额与余额之差可估算特殊再融资债券理论发行规模。截至 2022 年，全国地方政府债务余额为 35.1 万亿元，限额为 37.6 万亿元，结存限额为 2.6 万亿元。这一额度与城投平台有息债务规模相去甚远，仅相当于其 4.7%，但可缓解部分地方政府短期流动性压力。从结构上看，结存限额以一般债为主。其中，一般债务结存限额 1.4 万亿元，专项债务结存限额 1.1 万亿元。

分省份来看，“限额-余额”空间分布不均衡，集中在上海、江苏、北京等债务压力较小的省份。短期内可通过回收再分配政策向债务负担较重地区倾斜。



从 2022 年底各省份债务限额与余额的差额来看，上海、江苏、北京结存限额较大，分别为 2765.5 亿元、1900.1 亿元以及 1637.1 亿元。西藏、黑龙江、湖南、重庆和青海等省份发行再融资债置换隐债的空间较小。

但从更长远的角度来看，特殊再融资债券化债治标不治本，必须通过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。一方面，特殊再融资债券的实质是债务置换和隐性债务显性化，短期有利于避免债务到期引发的流动性风险，是恢复再融资能力的权宜之计，但并未从根本上解决债务产生的原因。一直诉诸于这种办法解决隐性债务，容易助长地方继续盲目扩张隐性债务，产生道德风险。另一方面，从长远看应当根据经济发展程度、举债能力和事权确定各地区举债额度，发挥出举债额度的正向激励作用，最终实现举债能力越强、债务风险越小，额度越大，而不是欠发达地区债务压力大、债务额度越高。长期来看，应通过体制机制的联动改革，在稳定宏观税负的同时，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。详见《防范化解债务风险：当前形势与 14 条综合应对举措》。

风险提示：数据统计可能存在误差



目 录

| | |
|--------------------------|---|
| 一、何为特殊再融资债券？ | 5 |
| 二、特殊再融资债券重启 | 8 |
| 三、特殊再融资债券“治标”不“治本” | 9 |

图表目录

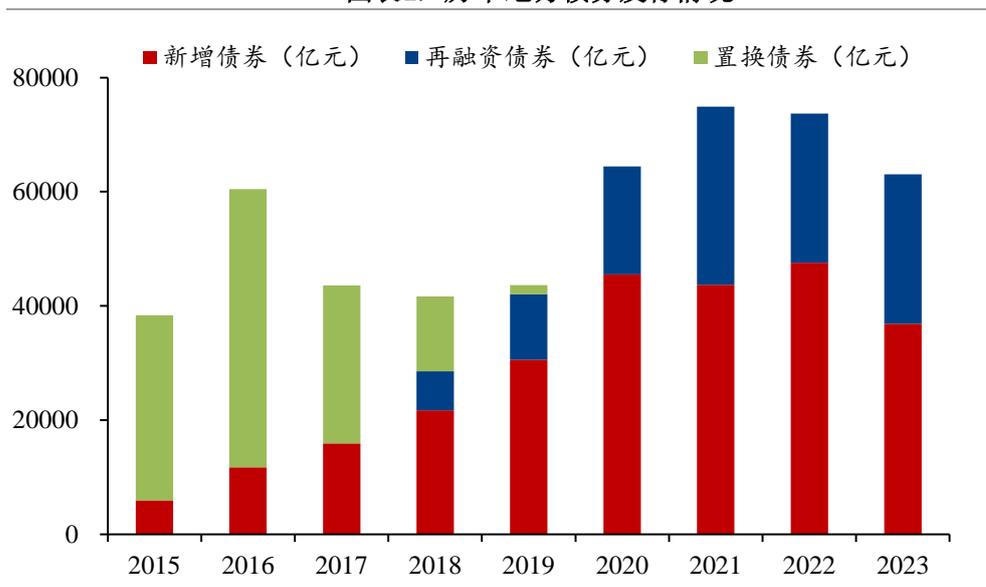
| | |
|--|----|
| 图表 1： 历年地方债券发行情况 | 5 |
| 图表 2： 特殊再融资债券发行情况 | 6 |
| 图表 3： 2020-2022 年分省份特殊再融资债券发行情况 | 6 |
| 图表 4： 历年地方债到期再融资情况 | 7 |
| 图表 5： 10 月份以来，部分省份披露发行特殊再融资债券情况 | 9 |
| 图表 6： 截至 2022 年底，各省份尚未使用地方政府债务额度 | 12 |



一、何为特殊再融资债券？

再融资债券用于偿还到期地方政府债券，于 2018 年 4 月开始发行，发行规模呈扩大趋势。随着前期发行的地方政府债券陆续到期，2018 年 4 月地方政府开始发行再融资债券筹集偿债资金。财政部在《2018 年 4 月地方政府债券发行和债务余额情况》中定义，再融资债券是为偿还部分到期地方政府债券本金而发行的债券。再融资债券用于借新还旧，发行规模等于或小于原债券到期规模，与到期债券一一对应，不能直接用于项目建设，亦不增加地方政府债务余额。2018-2022 年再融资债券发行规模分别为 6817、11484、18913、31189 和 26110 亿元。2023 年 1-8 月，全国发行再融资债券 26183 亿元。

图表1：历年地方债券发行情况



注：2023 年为 1-8 月；

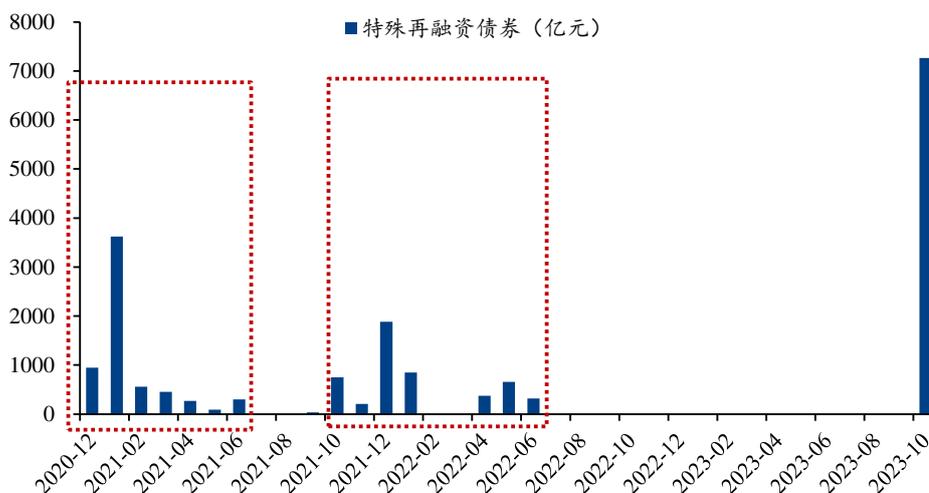
资料来源：财政部官网、CELMA、粤开证券研究院

特殊再融资债券自 2020 年 12 月开始发行，成为地方政府化解隐性债务的重要手段。一般而言，再融资债券会在募集资金投向说明中披露到期债券及再融资债券相关信息，包括原债券名称、代码、发行规模、到期日、票面利率以及再融资债券发行规模。自 2020 年 12 月开始，部分再融资债券的资金用途由“偿还到期地方政府债券本金”变为“偿还政府存量债务本金”，不再列明被偿还债券信息，市场将这类债券称为“特殊再融资债券”。2020 年 11 月 30 日，江苏省发布《2020 年江苏省地方政府再融资专项债券（四期）信息披露文件》，计划于 2020 年 12 月 4 日发行 150 亿元再融资专项债，募集资金用途变为“偿还纳入政府债务管理的存量债务本金”，并不披露所偿还债务具体信息，开启特殊再融资债券发行序幕。需要注意的是，相较于普通再融资债券，特殊再融资债券主要用于置换隐性债务，会增加地方政府债务余额，发行规模受到区域债务限额的限制。

历史上，特殊再融资债曾出现过两轮发行高峰，主要用于建制县化债试点与全域无隐性债务试点。**第一轮：**2020 年 12 月-2021 年 9 月，特殊再融资债券共计发行 6278 亿元，主要用于建制县隐性债务化解试点。其中，重庆、天津、江苏、新疆、贵州 5 地特殊再融资债券发行规模居前，分别为 500、484、472、443 和 397 亿元。**第二轮：**2021 年 10 月-2022 年 6 月，共发行 5041.8 亿元，主要用于全域无隐性债务试点，集中于发达地区。其中，北京、广东、上海分别发行 3252.3、1134.8 和 654.8 亿元。



图表2：特殊再融资债券发行情况



注：截至 2023 年 10 月 14 日；

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表3：2020-2022 年分省份特殊再融资债券发行情况

| 地区 | 2020 年发行规模 (亿元) | 2021 年发行规模 (亿元) | 2022 年发行规模 (亿元) |
|-----|--------------------|--------------------|--------------------|
| 合计 | 949.4 | 8170.8 | 2199.6 |
| 北京 | 0.0 | 1921.1 | 1531.1 |
| 天津 | 153.0 | 331.0 | 0.0 |
| 河北 | 180.0 | 0.0 | 0.0 |
| 山西 | 133.0 | 0.0 | 0.0 |
| 内蒙古 | 0.0 | 188.0 | 0.0 |
| 辽宁 | 0.0 | 500.0 | 0.0 |
| 吉林 | 0.0 | 68.0 | 0.0 |
| 黑龙江 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 上海 | 0.0 | 0.0 | 654.8 |
| 江苏 | 150.0 | 322.0 | 0.0 |
| 浙江 | 0.0 | 272.0 | 0.0 |
| 安徽 | 0.0 | 221.0 | 0.0 |
| 福建 | 0.0 | 302.0 | 0.0 |
| 江西 | 0.0 | 154.0 | 0.0 |
| 山东 | 93.8 | 233.2 | 0.0 |
| 河南 | 0.0 | 358.0 | 0.0 |
| 湖北 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 湖南 | 0.0 | 193.0 | 0.0 |
| 广东 | 0.0 | 1121.1 | 13.6 |
| 广西 | 30.0 | 0.0 | 0.0 |
| 海南 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 重庆 | 0.0 | 500.0 | 0.0 |

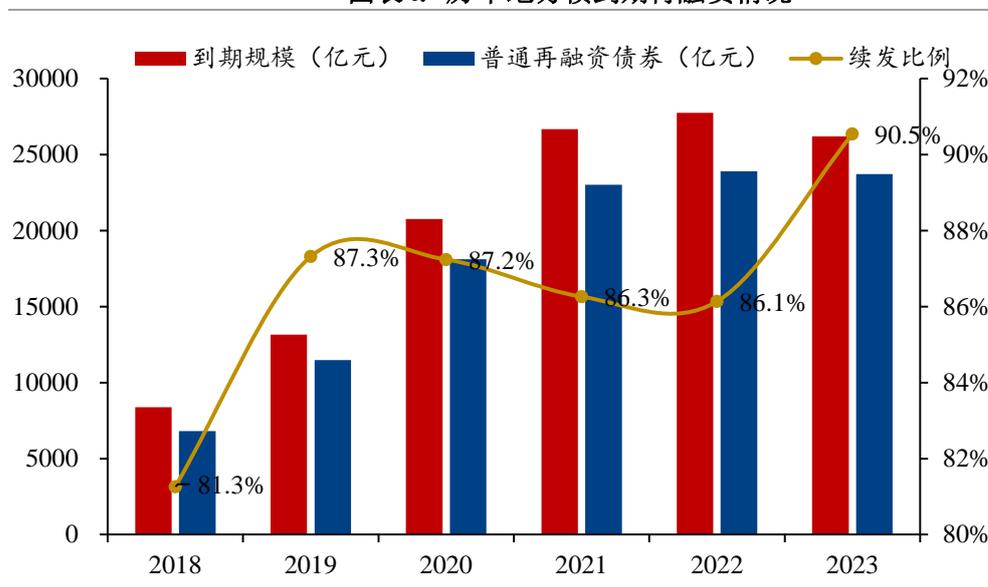


| 地区 | 2020年发行规模 (亿元) | 2021年发行规模 (亿元) | 2022年发行规模 (亿元) |
|----|-------------------|-------------------|-------------------|
| 四川 | 0.0 | 339.0 | 0.0 |
| 贵州 | 130.6 | 266.4 | 0.0 |
| 云南 | 0.0 | 97.0 | 0.0 |
| 西藏 | 0.0 | 22.0 | 0.0 |
| 陕西 | 0.0 | 248.0 | 0.0 |
| 甘肃 | 24.0 | 0.0 | 0.0 |
| 青海 | 0.0 | 71.0 | 0.0 |
| 宁夏 | 55.0 | 0.0 | 0.0 |
| 新疆 | 0.0 | 443.0 | 0.0 |

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

历年地方政府债券到期续发比例较高，均超过 80%，今年 1-8 月攀升至 90%以上，与地方财政紧平衡加剧有关。地方政府债券到期后，除发行再融资债券偿还外，部分直接安排财政资金等偿还。到期续发比例=（再融资债券-特殊再融资债券）/到期规模。2018-2022 年地方政府债券到期续发比例分别为 81.3%、87.3%、87.2%、86.3%和 86.1%，均处于较高水平，主要是偿还 2015-2017 年发行的债券。2023 年 1-8 月，到期续发比例提升至 90.5%，反映了地方政府收支矛盾加剧。1-8 月，地方一般公共预算收入在低基数效应下同比增长 10.3%，两年平均增长仅为 1.6%；地方政府性基金预算收入同比下降 16%，房地产政策效果还有待显现。

图表4：历年地方债到期再融资情况



注：2023 年为 1-8 月；

资料来源：财政部官网、CELMA、粤开证券研究院



二、特殊再融资债券重启

当前发行的特殊再融资债券用途从文件看为偿还存量债务，但也有提及用于偿还拖欠账款。2023年9月26日，内蒙古自治区政府拟于10月9日发行663.2亿元2023年内蒙古政府再融资债券（九期至十一期），三期债券额度分别为274.4、194.4和194.4亿元，其中募集资金全部用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款（10月6日内蒙古更新披露的资金用途已调整为偿还存量债务），标志着第三轮特殊再融资债券正式开启。

此轮特殊再融资债券重启发行与“一揽子化债”和清欠企业贷款相关。一方面，7月24日中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，特殊再融资债券置换隐性债务受到市场期待。另一方面，9月20日，国务院常务会议审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》。会议指出，省级政府要对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，解开企业之间相互拖欠的“连环套”，央国企要带头偿还。此次发行特殊再融资债券有利于推动隐性债务化解工作，同时解决企业面临的负担，推动“三角债”的解决，避免企业因应收账款收不回来引发的一系列经济金融风险。

截至10月14日，全国共有17省市披露发行特殊再融资债券，合计规模为7263亿元。从各省披露的拟发行特殊再融资债券规模来看，总体可分为五个梯队，第一梯队云南、内蒙古拟发行规模超千亿，分别达到1076亿元和1067亿元，领先于其他省市。第二梯队拟发行规模在500-1000亿元，包括贵州、辽宁（不含大连）、湖南三省，发行规模分别为882.4亿元、870.4亿元和643.4亿元。第三梯队拟发行规模在300-500亿元，包括广西、重庆；第四梯队包括福建、山东、吉林、甘肃、天津、江西和大连7个省市，拟发行规模在100至300亿元之间。第五梯队为青海、湖北和宁夏三省，拟发行规模均在100亿元以下，分别为96亿元、92亿元和80亿元。

需要特别注意的是，这一轮特殊再融资债券存在超限额发行的情况，中央可能对全国各地结存限额进行统筹调配。与普通再融资债券不同，发行特殊再融资债券置换隐性债务后，隐性债务减少、显性债务增加，由于地方政府债务实行限额管理，因此各地政府债务结存空间（限额-余额）决定了特殊再融资债券的理论最大发行额。但内蒙古财政厅数据显示，截至2022年底，内蒙古政府债务余额为9339.7亿元，限额为9979.2亿元，理论上可发行特殊再融资债券的最大规模为639.5亿元。此次发行规模超千亿元，除用以以前年度结存限额以及今年直接安排财政资金偿还后腾挪出的空间外，中央可能出于对各地化债压力的考虑，对全国各地结存限额在省际之间进行调配。

此轮特殊再融资债券与以往两轮存在以下三个区别：

一是规模更大。截至10月14日，全国已披露的拟发行特殊再融资债券规模达到7263亿元，超过前两轮的6278亿元和5041.8亿元。

二是节奏更快。目前已披露的特殊再融资债券集中发行在10月9日至10月20日发行，历时10个工作日，而第一轮从2020年12月到2021年9月，历时10个月；第二轮从2021年10月到2022年6月，历时9个月。

三是发行结构上以一般债为主。当前拟发行的特殊再融资债券中，近八成为一般再融资债券，其中一般再融资债券规模为5766亿元，占比为79.4%；专项再融资债券规模为1497亿元，占比为20.6%。而在前两轮中，一般再融资债券占比分别为54.0%和23.8%。



图表5：10 月份以来，部分省份披露发行特殊再融资债券情况

| 序号 | 省份 | 特殊再融资债券 (亿元) | 一般特殊再融资债 (亿元) | 专项特殊再融资债 (亿元) |
|----|----------|-----------------|------------------|------------------|
| 1 | 云南 | 1076.0 | 1076.0 | 0.0 |
| 2 | 内蒙古 | 1067.0 | 892.8 | 174.2 |
| 3 | 贵州 | 882.4 | 882.4 | 0.0 |
| 4 | 辽宁（不含大连） | 870.4 | 729.4 | 141.0 |
| 5 | 湖南 | 643.4 | 285.2 | 358.0 |
| 6 | 广西 | 498.0 | 224.8 | 273.2 |
| 7 | 重庆 | 421.9 | 421.9 | 0.0 |
| 8 | 福建 | 282.0 | 126.1 | 155.9 |
| 9 | 山东 | 282.0 | 126.1 | 155.9 |
| 10 | 吉林 | 250.0 | 250.0 | 0.0 |
| 11 | 甘肃 | 220.0 | 186.3 | 33.7 |
| 12 | 天津 | 210.0 | 210.0 | 0.0 |
| 13 | 江西 | 156.4 | 69.7 | 86.7 |
| 14 | 大连 | 135.6 | 110.2 | 25.4 |
| 15 | 青海 | 96.0 | 54.0 | 42.0 |
| 16 | 湖北 | 92.0 | 41.1 | 50.9 |
| 17 | 宁夏 | 80.0 | 80.0 | 0.0 |

注：截至 2023 年 10 月 14 日；

资料来源：粤开证券研究院根据公开资料整理

三、特殊再融资债券“治标”不“治本”

特殊再融资债券增加地方政府债务余额，债务风险并未消失，仅是完成了从隐性的转变。特殊再融资债券化债，隐性债务减少的同时政府债务余额增加，债务并没有实质消失，仅是存在形式发生了改变。部分高风险地区获得特殊再融资债券后，可以有效缓解短期偿债压力，但地方政府显性债务余额和债务率攀升。由于特殊再融资债券是利用以前年度结存限额，在以往年度已经纳入赤字（一般债）和新增专项债额度（专项债），因此特殊再融资债券的发行并不会推高当年赤字。

从结存限额来看，特殊再融资债券的理论发行上限为 2.6 万亿元，与隐性债务规模相去甚远，仅靠特殊再融资债券化债独木难支，还需搭配其他的化债措施。根据地方债务限额与余额之差可估算特殊再融资债券理论发行规模。截至 2022 年，全国地方政府债务余额为 35.1 万亿元，限额为 37.6 万亿元，结存限额为 2.6 万亿元。这一额度与 55.0 万亿的城投平台有息债务规模相去甚远，仅相当于其 4.7%，但可缓解部分地方政府短期流动性压力。从结构上看，结存限额以一般债为主。其中，一般债务余额为 14.4 万亿元，限额为 15.8 万亿元，结存限额 1.4 万亿元；专项债务余额为 20.7 万亿元，限额为 21.8 万亿元，结存限额 1.1 万亿元。

分省份来看，“限额-余额”空间分布不均衡，集中在上海、江苏、北京等债务压力较小的省份，短期内可通过回收再分配政策向债务负担较重地区倾斜。从 2022 年底各省份债务限额与余额的差额来看，上海、江苏、北京结存限额较大，分别为 2765.5 亿元、1900.1 亿元以及 1637.1 亿元。西藏、黑龙江、湖南、重庆和青海等省份发行再融资债



置换隐债的空间较小。

但从更长远的角度来看，特殊再融资债券化债治标不治本，必须通过体制机制的联动改革抑制隐性债务产生的土壤。一方面，特殊再融资债券的实质是债务置换和隐性债务显性化，短期有利于避免债务到期引发的流动性风险，是恢复再融资能力的权宜之计，但并未从根本上解决债务产生的原因。一直诉诸于这种办法解决隐性债务，容易助长地方继续盲目扩张隐性债务，产生道德风险。另一方面，从长远看应当根据经济发展程度、举债能力和事权确定各地区举债额度，发挥出举债额度的正向激励作用，最终实现举债能力越强、债务风险越小，额度越大，而不是欠发达地区债务压力大、债务额度越高。长期来看，应通过体制机制的联动改革，在稳定宏观税负的同时，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。详见《防范化解债务风险：当前形势与14条综合应对举措》。

短期要应对好债务到期后的再融资问题，避免引发处置风险的风险等系统性风险，集中在拉长周期和压降成本，以时间换空间，逐步化解存量，但这只是治标。

第一，通过严格审计摸清家底，甄别不同类别和成因的债务。将存量隐性债务分别划分为政府债务和企业债务，前者是需要政府解决的政府债务，后者合规转化为企业经营性债务。当前部分城投企业的业务范围已经是以传媒、非银金融等为主，不再是传统的以基础设施投资建设为主要业务的城投公司，该部分债务理应属于普通国有企业的债务，而不是政府债务。审计主要根据债务投向的领域，见账见实物资产，要进一步区分是公共服务所必需但因收支缺口形成的债务还是地方行政主官扭曲的政绩观导致的债务，如形象工程和无效投资等，前者是政府重点要解决的问题，实施尽职免责，后者要严厉问责一把手而非财政部门负责人。

第二，对于债务甄别后属于政府债务的部分，可以采取财政化债和金融化债两种方式。其中，财政化债包括：其一，安排财政资金偿还，通过财政资金使用效率的提升为偿还债务留出空间，主要来自于年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等；其二，出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有资产权益偿还债务，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务，典型案例为贵州的“茅台化债”；其三，利用项目结转资金、经营收入偿还；其四，通过债务置换等方式优化债务结构，优化债务期限结构、降低利率负债。**通过发行再融资债券等置换高成本债务。**例如，贵州、青海等中西部省份提出，争取高风险建制市县降低债务风险试点等政策支持，通过发行政府债券置换隐性债务。

第三，发挥金融与财政的协同作用化解政府债务。其一，推动地方政府与金融机构协商，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”，以时间换空间。例如，贵州城投遵义道桥2022年12月30日发布公告推进银行贷款重组，涉及债务规模为155.94亿元，贷款期限调整为20年，利率调整为3%/年至4.5%/年，前10年仅付息不还本，后10年分期还本。其二，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。其三，由四大资产管理公司购买地方城商行、农商行的城投债，避免城投债务拖垮地方城商行、农商行引发金融风险，提前拆弹。其四，政策性银行发放中长期贷款，缓解当前到期债务压力。

第四，总体上坚持“谁家的孩子谁抱”和“中央不救助”的原则，但是需设定中央政府救助的前提条件，包括债务风险的严重性程度和债务投向形成资产的外部性程度，以及救助与问责同步进行，避免道德风险。如果地方债务风险的严重程度上升到可能引发金融风险、社会风险，而从全省角度仍无力化解，中央政府有必要对该部分债务进行救助，否则系统性风险爆发影响地区经济增长和居民的公共服务提供，可以通过中央发行国债并转移支付给地方政府偿还到期债务的方式实现，可能主要集中在欠发达的中西



部和东北地区；如果地方债务投向主要是用于全国性事权，即该项债务的产生是源于中央和地方事权和支出责任划分不合理导致的，地方政府承担了中央的支出责任，该部分债务理应由中央发债置换。

第五，重新调整各地方政府的债务限额额度，短期增加欠发达地区的债务限额，为隐性债务显性化腾出空间；但是从长远看应当根据经济发展程度、举债能力和事权确定各地区举债额度，发挥出举债额度的正向激励作用，最终实现举债能力越强、债务风险越小，额度越大。

中长期要推动体制机制的联动改革：

第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题是根本。深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府，大量的事业单位要么回归非盈利机构，要么走向市场自负盈亏。**对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员，但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，**比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

第二，建立适应多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度，避免多元目标造成支出责任过快扩张。

第三，建立政策出台前的评估机制和实施效果的问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。

第四，尽快稳定宏观税负，不宜再出台大规模减税降费，推动减税降费从数量规模型转向效率效果型。对老百姓影响不大但有利于推进高质量发展的税种适当进行结构性加税，包括消费税、环保税、资源税等，根据房地产形势尽快落地房地产税并统筹相关税种，探索数据财政。

第五，加快推进中央和地方、省以下财政体制改革，下划消费税给地方以增加地方财力，逐步上收事权和支出责任至中央和省级政府，如区域均衡发展、调节收入分配和促进共同富裕、社会保障等职能，减轻地方和市县财政支出责任。

第六，发行长期建设国债用于全国性和跨区域的基础设施建设，顺从项目边际收益率递减趋势逐步减少专项债的使用，实现长期建设国债、地方一般债、地方专项债三者并行的格局，资金来源与资金投向从期限、外部性、收益性上匹配，分别对应跨区域重大建设、地方基本公共服务提供、地方有一定收益项目，**从而提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重。**

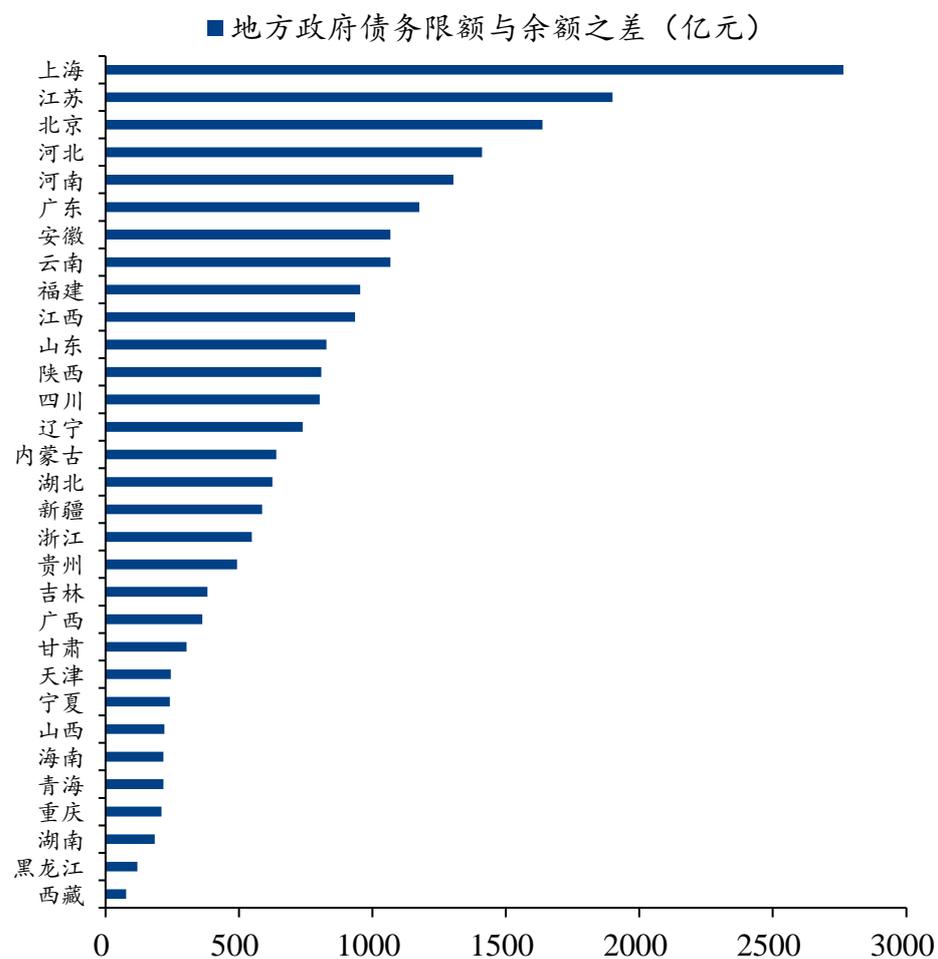
第七，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度（前述增加欠发达地区的举债限额只是限于化债期间腾出隐性债务显性化的空间，此处是从中长期，建立在短期债务问题已化解的基础上），同时强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第八，推动城投平台转型为普通经营性国有企业。最核心是要剥离政府融资功能，形成政府与转型城投的清晰界限，真正按照国有资本投资公司和运营公司实施管理，一方面转型城投不再背负政府投融资的包袱，另一方面又按照市场化激励约束自负盈亏。

第九，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政，避免财政政策单打一进而透支财政空间形成债务，要发挥政策性金融工具等积极作用。



图表6：截至 2022 年底，各省份尚未使用地方政府债务额度



资料来源：财政部官网、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，粤开证券研究院宏观分析师，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com