

新视角、多维度说化债

——海外化债借鉴及央地问题探究

摘要

- **地方政府杠杆抬升快，显债可控、隐债积压。**我国自2008年以来政府杠杆率快速上行，主要是地方政府加杠杆。2023年二季度，我国政府部门杠杆率升至52.6%，增加了1.1个百分点，中央政府杠杆率维持在一季度的21.4%，保持稳定，而地方政府杠杆率升至31.2%，增加了1.1个百分点。今年显性债务中，叠加四季度的万亿国债，国债预计新增4.16万亿元，截至8月，地方政府新增一般债、专项债距离限额预计分别还有1.6和1.8万亿元空间。除显性债务以外，根据IMF的测算，2020年能够识别的地方融资平台的债务达45.4万亿元，预计2023年达到65.7万亿元，后续化债仍然是各个省份的工作重点。
- **海外政府化债路径选择与应对措施。**日本：1990年代经济泡沫破灭之后，由于财政资源短缺急剧扩大，日本政府采取了三类措施进行弥补。2007年，日本夕张市债务危机爆发，破产后夕张市制定了历时18年的严格财政重建计划进行债务偿还；美国：联邦面对州和地方政府财政危机时通常面临着三重困境：一是避免州和地方政府的道德风险（预算软约束问题），二是维持宏观经济的稳定，三是促进未来基础设施投资。在不同时期，针对地方债务问题，联邦政府采取了不同的应对方式，底特律市的案件中达成了一项债务重整计划，包括保障底特律市在未来的投资、处理养老保险和退休人员医疗保险以及减记债务等；欧洲：欧元区对欧债危机的处理主要分为两个层面，第一个层面是以欧洲国家作为一个整体来协调，通过欧盟、欧央行和IMF“三驾马车”来监控和化解欧洲债务危机，包括设立金融稳定基金、提供救助贷款、采取非常规货币政策等，第二个层面是各成员国采取多种自救的措施，比如增加税收、压缩政府支出规模、债务重组或展期、变卖资产等。
- **化债的短期和中长期思路，央地债务结构有望优化。**我国国内也存在着财权和事权不匹配的问题，在土地财政问题暴露之后，地方债务问题也随之凸显。短期内的化债一方面是财政在限额范围内进行操作，另一方面金融机构也将对化债形成补充；从中长期来看，后续的财政体制改革可能重点关注以下三条路径：一是完善财政事权体系：强化上级事权、社会资本分担可能是趋势；二是加快地方税体系建设：房地产税立法暂缓，消费税领域改革或是重点；三是加强地方债务管理：显债、隐债或将合并监管，城投债发行进入“严监管”时代。
- **化债之后财政加力可期，货币协同性有望增强。**2024年，外需或延续弱势，加之国内需求企稳回升的诉求也较大，而且化解地方政府债务仍是当前政策重点，财政进一步加码的可能性增加，预算赤字率可能突破3%，其中，中央财政加杠杆的概率或进一步提升。地方政府专项债层面，城中村改造、保障性住房或成为地方政府稳增长的重要抓手，保守估计投资规模一万亿左右，若其中60%以专项债方式支付，新增专项债限额或提升至4万亿元以上。此外，未来财政和货币之间的协同性将进一步增强。
- **风险提示：**政策落地不及预期，地方政府债务风险加大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 风起，全球基建轮动（2023-10-25）
2. 从消费信贷看美国家庭资产负债表（2023-09-30）
3. 涵煦徐行，蓄势而动——周期叠加下的转型节点与政策布局（2023-09-01）
4. 国改带动川渝上市央企国企价值发现——国企改革系列专题之二（2023-09-01）
5. 赋能现代化，把握国企重估机遇——国企改革系列专题之一（2023-08-13）
6. 找工 or 招工？中美劳动力市场对比（2023-08-07）

目 录

1 地方政府杠杆抬升快，显债可控、隐债积压	1
2 海外政府化债路径选择与应对措施	3
2.1 日本：三类措施弥补地方财力，夕张市实施财政重整计划	3
2.2 美国：上级政府救助、增收节支与减记债务并举	4
2.3 欧洲：“三架马车”共同应对欧债危机	5
3 化债的短期与中长期思路，央地债务结构有望优化	7
4 化债之后财政加力可期，货币协同性有望增强	10

图 目 录

图 1: 中国政府以及央地政府杠杆率走势.....	2
图 2: 不同国家和经济体政府杠杆率走势.....	2
图 3: 中国央地政府杠杆率与美国、日本、加拿大对比.....	2
图 4: IMF 对中国债务结构的估算.....	2
图 5: 日本中央和地方政府杠杆率均在 1990 年代抬升.....	3
图 6: 日本北海道夕张市财政重建的具体措施.....	3
图 7: 日本地方财政风险预警标准.....	4
图 8: 高于预警标准的日本地方政府（公营企业）数量.....	4
图 9: 美国政府的财权和事权主要集中在联邦政府.....	5
图 10: 美国州和地方政府发行市政债规模变化.....	5
图 11: 1970 年以来，美国由地方政府等造成的违约事件及金额.....	5
图 12: 财政关系中联邦政府面临的三重困境.....	5
图 13: 欧盟一般政府债务占 GDP 比例变化.....	6
图 14: 欧洲国家政府债务占 GDP 比例（2012 年 vs2022 年）.....	6
图 15: 部分欧洲国家接受的财政援助构成.....	7
图 16: 欧洲央行公开市场操作的历史.....	7
图 17: 中央、地方财政收入比重变化.....	9
图 18: 中央、地方财政支出比重变化.....	9
图 19: 消费税占税收收入比重变化.....	10
图 20: 2021 年后城投债发行量下降.....	10
图 21: 我国广义财政赤字率（不包括隐性债务）走势.....	11

表 目 录

表 1: 7 月中央政治局会议后，财政、央行等多部门针对化解地方政府债务问题发声.....	8
---	---

7月政治局会议提到“一揽子化债方案”，10月份以来，各地特殊再融资债券进入密集发行期，解决地方政府债务问题成为当前财政的一大重心。10月末，中央财政罕见在年中调整预算，决定在四季度发行万亿国债，对于后续财政政策的关注度再度升高。我们在这篇专题中重点分析了海外政府化债路径选择与应对措施，通过对海外经验的借鉴，我们分别提出了短期和中长期国内可能采取的措施，尤其是在央地财政关系的调整上，最后对明年的财政政策进行了初步展望。

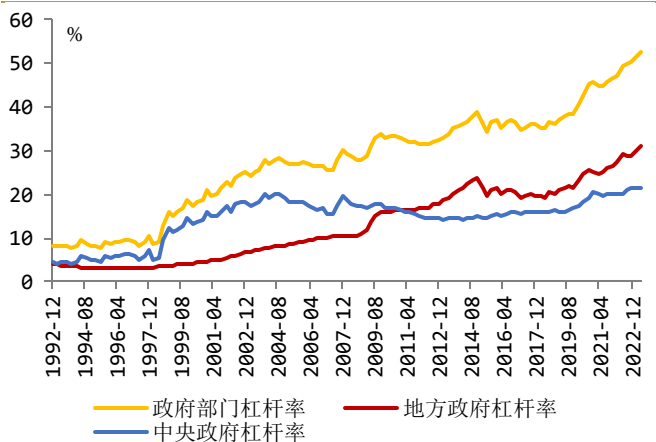
1 地方政府杠杆抬升快，显债可控、隐债积压

我国自2008年以来政府杠杆率快速上行，主要是地方政府加杠杆。据国家金融与发展实验室，2023年二季度我国宏观杠杆率从一季度末的281.8%升至283.9%，增加2.1个百分点，上半年共上升10.8个百分点，债务同比增速仅为9.3%，处于2000年以来的低点。其中，政府部门杠杆率从一季度的51.5%升至52.6%，增加了1.1个百分点，中央政府杠杆率维持在一季度的21.4%，保持稳定，而地方政府杠杆率从一季度的30.1%升至31.2%，增加了1.1个百分点。历史视角来看，我国政府部门杠杆率1992至2008年呈缓慢上行态势，由8.3%升至28.1%，上升幅度为19.8个百分点，而2008年金融危机爆发后，为稳定经济增长，政府杠杆率快速攀升，从28.1%升至2023年二季度的52.6%，上涨幅度达87.2%，其中地方政府杠杆率由10.9%升高至31.2%，上升20.3个百分点，而中央政府杠杆率仅上升了4.2个百分点。国际比较来看，据BIS统计，2023年一季度我国政府部门杠杆率低于美国、日本、欧元区同期水平，但高于新兴市场政府部门杠杆率（67.4%）；从增幅上看，我国政府杠杆率较2008年大幅上涨，高于美国、欧元区以及新兴市场平均水平，但增幅低于日本83.9个百分点。结构上不同的是，我国地方政府杠杆率高于中央政府，而美国、日本等主要发达国家的杠杆主要集中在中央政府。截至2022年年底，美国中央政府杠杆率约为101.7%，州和地方政府仅为12.2%；日本财务省估算2022年中央政府杠杆率为186%，地方政府的仅为34%；2022年欧元区政府杠杆率约为90.9%，但各成员国之间分化较大，希腊、意大利、葡萄牙等国家的杠杆率高企，分别达到172.6%、141.7%、112.4%，爱沙尼亚、保加利亚、卢森堡等国家的政府杠杆率分别仅为18.5%、22.6%、24.7%。

今年显性债务中，国债预计增加4.16万亿元，地方政府新增一般债、专项债距离限额空间预计还有1.6和1.8万亿元。截至2023年6月，中央政府债务余额约为26.6万亿元，同比增长11.2%，地方政府债务余额约为37.8万亿元，同比增长8.8%，截止到8月，地方政府债务余额升至38.7万亿元，同比增长11.4%。中央政府债务中最重要的组成部分是国债，2023年中央财政国债限额29.9万亿元，新增债务限额3.16万亿元，新增规模比去年增加了5100亿元。2023年上半年中央政府债务增加了6900亿元，10月十四届全国人大常委会第六次会议决定将在四季度增发2023年国债10000亿元，今年中央政府债务合计预计增加41600亿元，中央政府的杠杆率将有较大幅度的上升。地方债务主要包括两个部分，一般债券和专项债券，2023年地方政府一般债务限额约16.5万亿元，较去年新增7200亿元，专项债务限额约25.6万亿元，较去年新增3.8万亿元。截至8月，地方政府一般债务、专项债务余额分别为14.9万亿元，23.8万亿元，距离限额的空间还有1.6万亿元和1.8万亿元。10月以来，部分省市重启发放的特殊再融资债或将主要计入一般债的余额中，年内空间或达1.5万亿元。

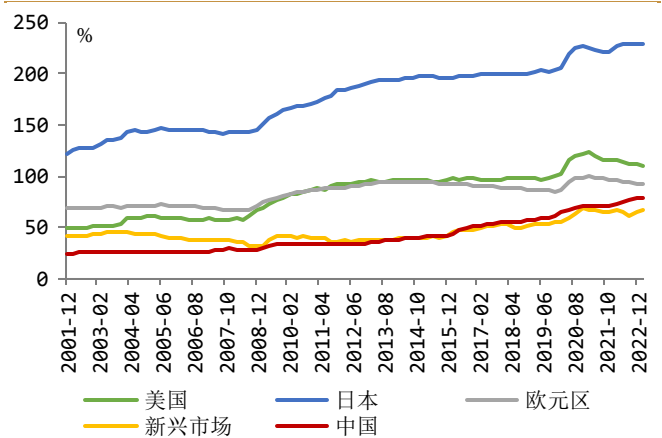
除显性债务以外，地方政府隐性债务量或超60万亿。2008年后，为提振经济，各地方开展大规模基建投资，在财政收入受限背景下，地方政府通过搭建地方投融资平台来间接获得融资，从而形成了隐性的地方政府债务。2010年以来，国家多次开展地方政府性债务管理的工作，但隐性债务问题仍然存在。根据IMF的测算，2020年能够识别的地方融资平台的债务达45.4万亿元，预计2023年达到65.7万亿元¹。今年4月，中共中央政治局会议提出要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务，5月底财政部启动新一轮全国地方政府隐性债务摸底。多个省份也提出要继续推动隐性债务化解的工作，截至目前，广东、北京和上海部分区域完成隐性债务清零，广西、宁夏隐性债务化解50%以上，后续化债仍然是各个省份的工作重心。

图 1：中国政府以及央地政府杠杆率走势



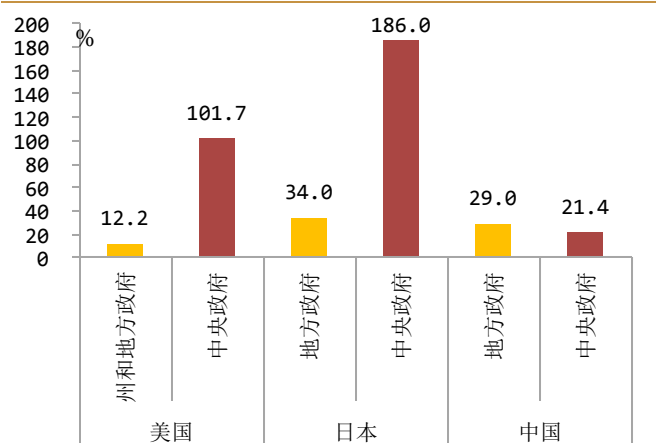
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：不同国家和经济体政府杠杆率走势



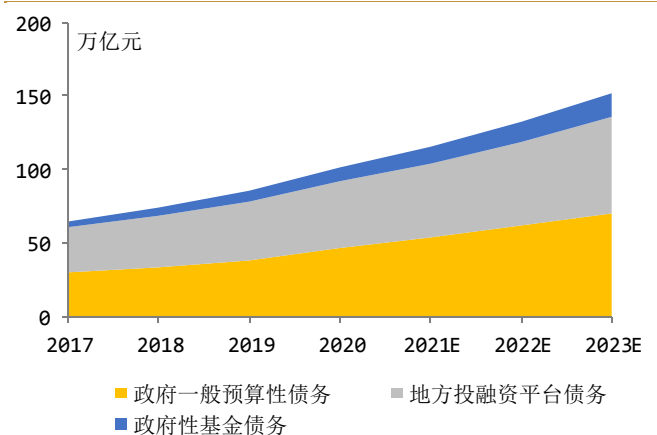
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：中国央地政府杠杆率与美国、日本、加拿大对比



数据来源：FRED、日本财务省、wind，西南证券整理；注：美国、中国采用2022年数据，日本为2022年估算数据

图 4：IMF对中国债务结构的估算



数据来源：IMF，西南证券整理

¹ IMF: < People's Republic of China: 2022 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China >

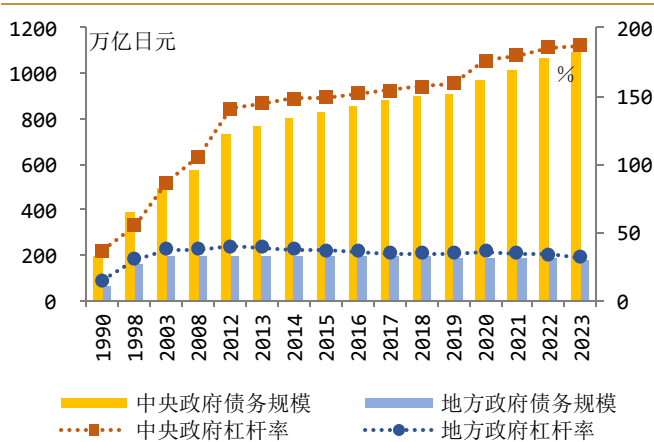
2 海外政府化债路径选择与应对措施

2.1 日本：三类措施弥补地方财力，夕张市实施财政重整计划

日本是单一制的国家，具有基于地方自治理念的地方政府体制，财政关系体现出集权分散型的特点。日本的地方政府体制分为都道府县和市町村两级，中央和地方之间一定程度上也存在着财权和事权不匹配的问题。2020 年地方财政支出占公共支出比例为 43.9%，中央支出仅占 17.6%，其余为社保基金和国营企业的支出，但地方税仅占总税收收入的 38.6%。为了缓解这一问题，日本建立了由地方交付税、国库支出金、地方让与税等组成的调整制度。除此之外，日本地方政府也可以通过发行地方债的方式进行融资，但其对于地方债的控制非常严格，建立了协商发债机制、地方财政计划体系、债务预警和审计监督机制等措施，全面把控风险。

在 1990 年代经济泡沫破灭之后，地方政府债务急剧扩大，以覆盖公共工程支出和减税所导致的财政收支差额。日本地方政府的债务规模从 1990 年的 67 万亿上升至 1998 年的 163 万亿，杠杆率从 15% 翻了一倍至 30%，至今仍维持在 35% 左右水平。由于财政资源短缺的急剧扩大，日本政府采取了三类措施来弥补地方财力的短缺：（1）提高地方债券发行收益占主要用于建设项目支出的比重，并批准发行额外的地方债；（2）专项资金从国家普通账户划入地方分配税专用账户；（3）地方分配税特别账户引入借款，借款余额持续扩大，这些措施的出台防止了地方政府大范围暴雷的风险，但仍有个别地方政府出现过债务危机。2007 年，日本夕张市债务危机爆发，一方面是由于能源产业萧条和过度投资旅游业，加上人口快速减少，另一方面则是因为利用短期借款进行了赤字隐藏，促使夕张市实际财政赤字快速膨胀，2005 年夕张市的实质赤字额是标准财政规模的 5.9 倍。破产后，夕张市制定了历时 18 年的严格财政重建计划进行债务偿还，具体措施包括削减人事经费、降低公共服务、提高地方税税率和增加政府性收费。与此同时，中央政府和上级政府实施了财政援助，保障夕张市的基本支出和公共服务的需要，社会组织与民间团体也起到了部分的弥补作用。夕张市财政破产后，日本颁布了《地方公共团体财政健全化法案》，构建了一系列新的财政指标，每年定期监测地方政府实际赤字率、综合实际赤字率、实际公债费率等流量指标，以及将来负担率等存量指标。

图 5：日本中央和地方政府杠杆率均在 1990 年代抬升



数据来源：日本财务省，西南证券整理

图 6：日本北海道夕张市财政重建的具体措施

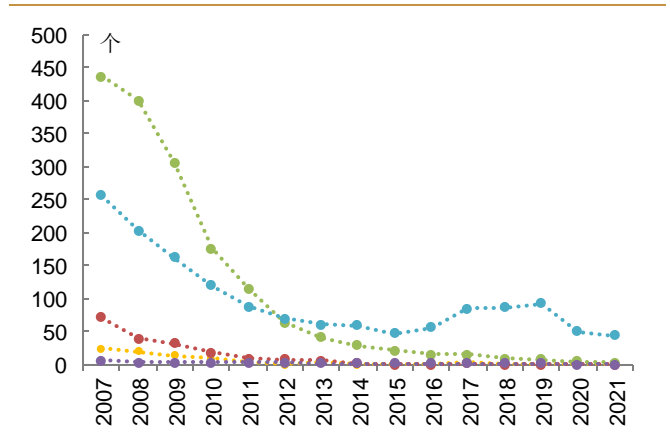
夕张市财政重建的具体举措		
收入端	人均个人市政税	从3000日元提升至3500日元
	所得税税率	从6%提升至6.5%
	固定资产税税率	从1.4%提升至1.45%
	轻型车辆税	税率提升至现行税率的1.5倍（标准税率）
	新设立入浴税	过夜游客：150日元； 一日游游客：50日元
支出端	职员数	从2006年4月份的269人削减至2010年的103人
	一般岗位	月薪平均减少30%
	特殊岗位	薪资平均减少60%以上
	物业成本	与2005财年结算金额相比减少约40%
	补助费用	原则上取消独立项目，只纳入辅助项目
	投资费用	除灾难恢复项目外不进行投资，土地开发公司拥有的土地也将有计划地回购。
公共债务偿还	以高利率借入的公共资金将在新制度下提前赎回（无补偿）	
上级政府支援		纳入北海道计划提供的低息临时贷款等支持。

数据来源：夕张市政府，西南证券整理

图 7：日本地方财政风险预警标准

预警指标	预警（早期健全化）阶段	财政重建阶段
实际赤字率	都道府县：3.75%	都道府县：5%
	市町村：11.25%-15%	市町村：20%
综合实际赤字率	都道府县：8.75%	都道府县：15%
	市町村：16.25%-20%	市町村30%
实际公债偿还率	都道府县、市町村：25%	都道府县、市町村：35%
将来负担比率	都道府县、政令市：400%	-
	市町村：350%	-
公营企业亏损率	20%	-

数据来源：日本总务省，西南证券整理

图 8：高于预警标准的日本地方政府（公营企业）数量


数据来源：日本总务省，西南证券整理

2.2 美国：上级政府救助、增收节支与减记债务并举

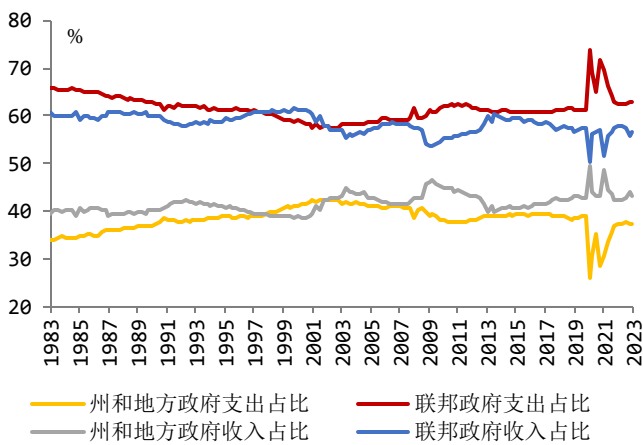
美国实行的是联邦制，各级政府之间由于法律的不同导致财政收支相对独立，包括联邦、州、地方三级财政管理体制，各级财政具有较高的自主性。2022 年，美国联邦政府支出 6.2 万亿元，州和地方政府支出 3.7 万亿元，联邦政府支出占总政府支出大部分比重，约为 62.4%，联邦政府收入 4.9 万亿元，州和地方政府收入约 3.7 万亿元，联邦政府收入仅占总政府收入的 57.3%。可以看出，美国联邦政府承担着相对更重的事权，主要是用于社会保障和医疗保险、军事装备、高速公路维护、教育等，州和地方政府的主要职能则是提供各类公共产品和服务。美国地方政府债务主要来自于市政债，主要为基础设施投资提供资金，包括一般责任债券和收益债券两类，2022 年美国市政债券发行总额约为 3908 亿美元，余额约为 4 万亿美元。此外，美国政府也有隐性债务，主要是由美国联邦政府所属机构或联邦政府创办的经营机构发行的联邦机构债券组成，包括房利美、房地美等，美国联邦政府为其中部分提供隐性或显性的担保。

美国地方政府的债务危机可以追溯至历史上主要的经济衰退时期，比如 1840 年代、1870 年代、1930 年代、1990 年代以及 2008 年金融危机等。在联邦面对州和地方政府财政危机时通常面临着三重困境：一是避免州和地方政府的道德风险（预算软约束问题），二是维持宏观经济的稳定，三是促进未来基础设施投资。在经济危机中，政策制定者必须选择优先考虑哪些目标以及牺牲哪些目标。在不同时期，联邦政府采取了不同的应对方式：1840 年代的危机中，联邦拒绝提供救助，并鼓励或提供债务减记机制；1870 年代“铁路债券”违约危机中，联邦政府避免救助，同时鼓励未来的借贷，但需要州和地方政府大规模削减预算并提高税收；1929 年大萧条期间出现较大规模的市政债违约，除了提高税率、削减支出外，1937 年联邦国会修订《美国破产法》，将地方政府的债务重组机制纳入美国联邦的破产法中；在 1990 年代对华盛顿特区的救助中，联邦政府虽然采取了救助的方式，并鼓励未来的地方政府借贷，但引发了人们对道德风险、预算软约束的担忧；2007 年之后政府违约的情况明显增多，比如 2008 年杰弗逊县申请破产，2013 年底特律市破产，2016-2017 年美属波多黎各债务违约。

以底特律市的案件为例，该市背负的债务规模达到 200 亿美元，密歇根州政府率先实施了早期干预，包括州政府警告、派驻调查组、派驻专家咨询委员会、全面接管底特律财政事

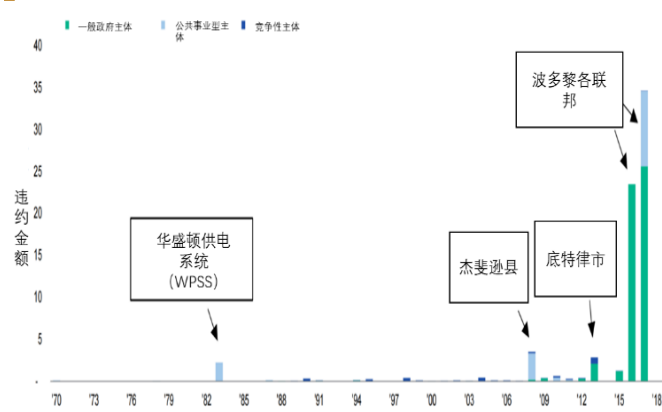
务等，无果后于 2013 年 7 月申请破产。2014 年 11 月，在联邦破产法院审理在与多方利益集团的协调谈判后，达成了一项债务重整计划，为底特律减免 70 亿美元的债务。重整计划中包括，一是保障底特律市在未来的投资，计划在未来十年内投资 17 亿美元；二是处理养老保险和退休人员医疗保险，保留退休人员 95.5%-100% 的每月养老金发放，并设立了专门的信托（VEBA）来确保为退休人员提供医疗保险；三是减记债务，与美国银行和瑞银集团就原有利率掉期交易合同达成重组协议，将市政府偿付金额从 2.3 亿美元降至 0.85 亿美元。在重整计划通过后，密歇根州还建立了独立的“财务审查委员会”对底特律市执行重整计划的情况进行审查。此外，密歇根州政府、慈善组织和底特律艺术馆还为其提供了 8.16 亿美元的援助。

图 9：美国政府的财权和事权主要集中在联邦政府



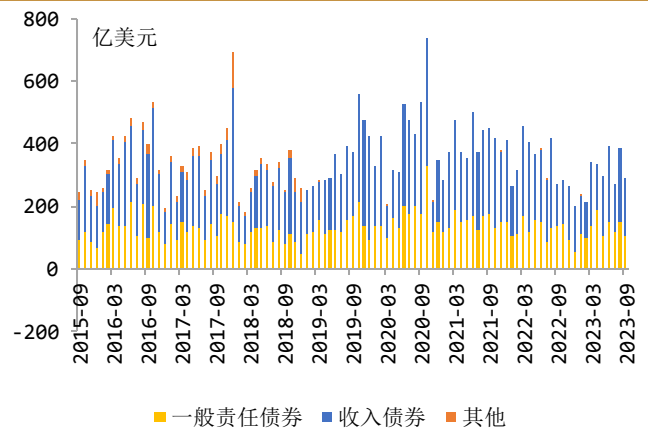
数据来源：FRED，西南证券整理；注：截止到 2023 年二季度

图 11：1970 年以来，美国由地方政府等造成的违约事件及金额



数据来源：Moody's，西南证券整理

图 10：美国州和地方政府发行市政债规模变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：财政关系中联邦政府面临的三重困境

联邦政策/目标	避免州和地方之间的道德风险	应对经济衰退	促进各州和地方未来基础设施投资
向负债累累的州和地方提供救助	否	是	是
没有救助，让州和地方的纳税人付款（即帮助债券持有人收回债务）	是	否	是
没有救助，鼓励各州和地方减记债务	是	是	否

数据来源：《In a Bad State》，西南证券整理

2.3 欧洲：“三架马车”共同应对欧债危机

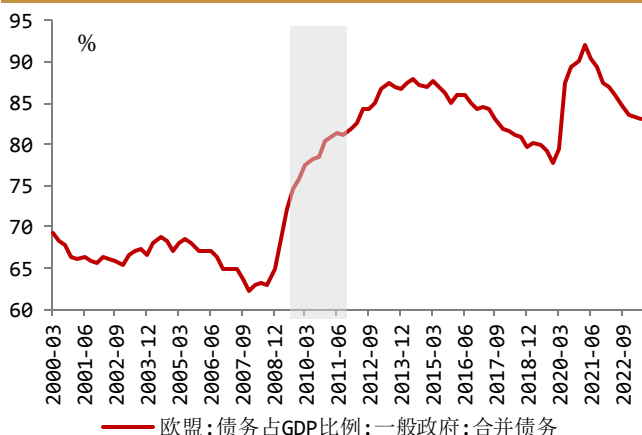
近年来，欧洲国家逐渐向财政一体化发展，但在欧债危机爆发之前，欧元区采用统一的货币政策，但财政政策是分散的，这也是导致危机爆发的核心制度因素。2008 年美国次贷危机后，欧债危机首先从希腊开始，逐渐蔓延至爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利等国家。2012 年，欧盟一般政府债务占 GDP 的比例达到 85%，27 个欧盟成员国中有 14 个报告债务

占 GDP 的比率超过欧盟《稳定与增长公约》警戒线 60%，其中希腊的债务比率最高，为 156.9%，其次是意大利，为 127.0%。在欧盟国家主权债务危机愈演愈烈背景下，国际评级机构接连下调欧洲多国主权信用评级。

对欧债危机的处理主要分为两个层面，第一个层面是以欧洲国家作为一个整体来协调，通过欧盟、欧央行和 IMF “三驾马车”来监控和化解欧洲债务危机：（1）在欧盟的协调下先后设立欧洲金融稳定机制（EFSM）、欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）。EFSM 是由欧盟委员会提供隐性担保，融资上限为 600 亿欧元，提供资金救助，EFSF 是以公司的形式成立，以欧元区成员国的信用作为抵押发行债券融资，目的主要是向申请援助并得到批准的欧元区成员国提供紧急贷款，也可以在一二级市场上对一国国债进行干预，2013 年 ESM 替代了到期的 EFSF，主要任务是购买面临危机的成员国国债、提供贷款或者向出现问题的银行注资等，EFSF 和 ESM 合计贷款能力为 7000 亿美元，截至 2016 年 6 月底，ESM 未使用的贷款能力达到 3720 亿美元；（2）IMF 为危机国家提供救助贷款，比如为希腊提供 300 亿欧元的备用安排支持（SBA）、为爱尔兰提供 225 亿欧元三年期贷款等；（3）欧洲央行采取了一系列常规和非常规的措施来应对危机，常规的措施包括降低关键政策利率等，非常规的措施中推出了长期再融资计划（LTRO）、证券市场计划（SMP）和直接货币交易计划（OMT），LTRO 是欧洲央行向欧洲商业银行提供低息长期贷款，然后让欧洲银行购买高息的债务国国债，为银行提供流动性，降低危机国家高企的国债收益率，随着危机的发展，LTRO 的期限从之前的三个月延长至三年，规模也越来越大。SMP 和 OMT 都是从二级市场上购买欧洲成员国发行的债券，目的是确保危机国家国债收益率稳定。

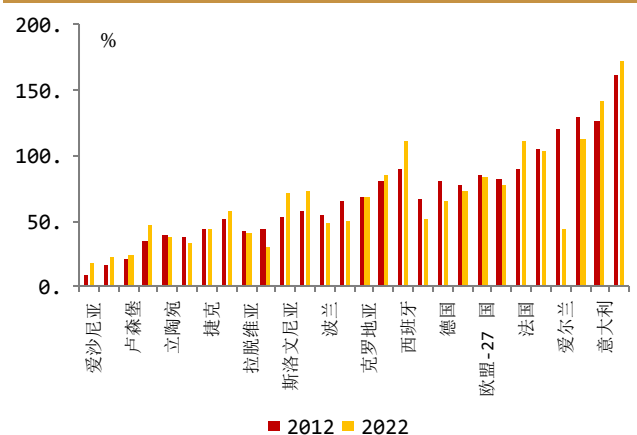
第二个层面是各成员国采取多种自救的措施，包括增加税收、压缩政府支出规模、债务重组或展期、变卖资产等。以希腊为例，除了“三驾马车”的救助之外，希腊政策也采取了一系列的自救措施，首先是增加税收，比如取消农民税收优惠，增收个人所得税，并严厉打击偷税漏税；然后是削减支出，包括削减养老金和医保支出、大幅裁减公务员等；接着进行了债务重组和减记，作为希腊的债务方，如德国等国家，选择同意减免一部分债务，或者延长还款期限，甚至同意分批提供救助款；最后是国有资产私有化，公开出售国有企业、基础设施和房地产等资产。

图 13：欧盟一般政府债务占 GDP 比例变化

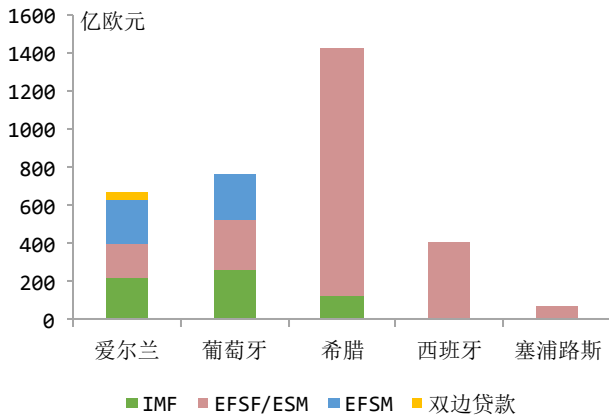


数据来源：Wind，西南证券整理；注：灰底色为欧债危机期间

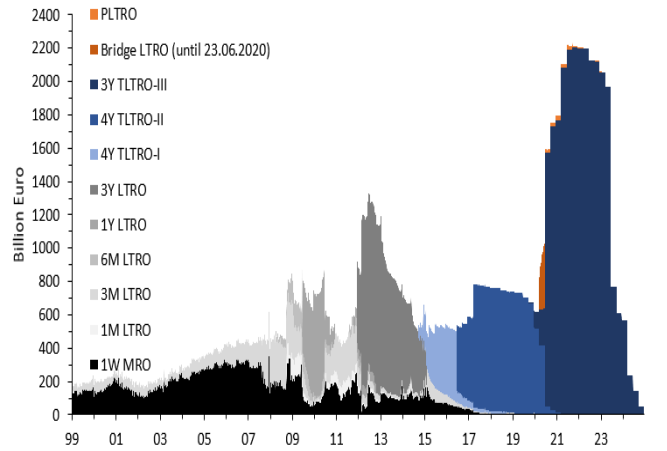
图 14：欧洲国家政府债务占 GDP 比例（2012 年 vs 2022 年）



数据来源：Eurostat，西南证券整理

图 15：部分欧洲国家接受的财政援助构成


数据来源：ESM 理事会，西南证券整理；注：截止到 2017 年

图 16：欧洲央行公开市场操作的历史


数据来源：ECB，西南证券整理

3 化债的短期与中长期思路，央地债务结构有望优化

通过我们在第二部分中对海外国家化解地方政府债务（欧债危机以欧元区作为整体）的方式梳理，我们发现在地方债务化解的过程中不仅需要地方政府自己想办法进行增收减支、债务重组、变卖资产等，同时也需要中央政府在一定范围内通过财政、金融等手段实施救助。此外，除了短期的援助之外，政府也会从机制上进行调整，以防止未来发生类似的债务问题，比如日本在夕张市债务危机后建立起了地方财政风险预警体系，对地方财政进行监控来防止债务隐瞒的行为；1929 年大规模市政债违约后，美国破产法中纳入了市政破产程序；欧债危机爆发之后，欧元区国家也一直在探寻财政一体化之路。反观国内也一直存在着财权和事权不匹配的问题，在土地财政问题暴露之后，地方债务问题也随之凸显，持续化解地方债务风险将成为未来一段时间内政策的重点。

短期内化债一方面是财政在限额范围内进行操作，另一方面金融机构也将对化债发挥一定作用。8 月 28 日，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》提请十四届全国人大常委会审议。针对防范化解地方政府债务风险，报告指出，制定实施一揽子化债方案。中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。化解地方政府债务主要包括两个方面，一是化解存量债务，二是严控新增债务。**短期来看**，今年 10 月份特殊再融资债重启，对债务压力较大的地区进行债务置换，截至 10 月 25 日，全国已有 25 个地区披露了拟发行的特殊再融资债券，已发行及拟发行金额总计超过一万亿元。但特殊再融资债的发行也受到限额的约束，因此后续还需要通过多元化方式来进行化债。近期，金融系统尤其银行支持地方债化解的工作也已启动，银行参与地方债化解主要通过本行贷款展期降息、债务置换等方式。目前多个省份也已经建立了债务化解基金，降低短期流动性风险，然而规模比较有限。此外，央行也可能设立由主要银行参与的应急流动性金融工具（SPV），帮助置换高成本的债务，从而补充流动性。

表 1：7 月中央政治局会议后，财政、央行等多部门针对化解地方政府债务问题发声

时间	部门	文件/会议	内容
2023/7/24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险， 制定实施一揽子化债方案。
2023/8/1	中国人民银行、 国家外汇管理局	2023 年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
2023/8/20	中国人民银行 金融监管总局 中国证监会	金融支持实体经济和防范 化解金融风险电视会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作 ，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023/8/30	财政部	《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》	强化地方政府债务管理， 开好“前门”、严堵“后门”，持续较大规模安排新增地方政府债券 ，建立健全防范化解地方政府债务风险的制度体系，坚决查处各类违法违规举债行为，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023/10/21	中国人民银行	国务院关于金融工作情况的报告	对地方融资平台债务风险，坚持分类施策、突出重点，统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作 ，压实地方政府主体责任，推动建立化债工作机制，落实防范化解融资平台债务风险的政策措施；按照市场化、法治化原则，引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险

资料来源：中共中央政治局、央行、财政部等，西南证券整理

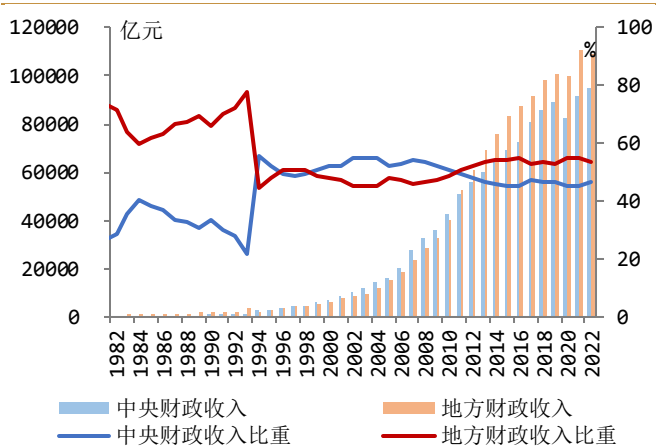
从中长期来看，弥补地方土地收入的长期缺口，调整中央与地方的财权与事权，是从根本上解决地方债务问题的核心。我们认为后续的财政体制改革可能重点关注以下三条路径：

一，完善财政事权体系：强化上级事权、社会资本分担可能成为趋势。中央和地方财政始终存在着财权和事权不匹配的问题，从收入来看，2022 年中央和地方财政收入占总财政收入的比重分别为 46.6%和 53.4%，地方收入占比仅略高于中央，然而地方财政支出占全国财政总支出的比例达到 86.4%，地方承担了大部分支出责任。近年来，财政事权上移的趋势逐渐明朗：2016 年，国务院发布《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》，改革的主要内容包括加强中央财权事权、保障地方履行财政事权、减少并规范中央与地方共同财政事权等。随后在 2017-2020 年期间，基本公共服务、医疗卫生、教育、交通运输、科技、生态环境、公共文化、应急救援、自然资源等领域的改革陆续完成。2023 年 10 月，中央金融工作会议上在针对风险防范方面也强调“优化中央和地方政府债务结构”。此外，从省级的财政改革来看，2022 年 6 月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，进一步理顺省以下政府间财政关系，并适度强化省级财政事权。**未来财政体制改革的方向可能仍是强化上级事权，减少共同事权，并避免“层层下压”的现象，中央政府加杠杆、地方政府压杠杆的趋势有望进一步持续，提高中央财政赤字率可能是选项之一。**2023 年四季度增发 1 万亿国债也是这一思路的体现。除此之外，**社会资本也将起到对地方政府事权的一定补充作用，如基础设施 REITs 等**，截至 10 月末，基础设施 REITs 累计发行 29 只，发行规模达 954 亿元，涉及领域包括交通、产业园区、仓储物流、保障房等，10 月 26 日，首批 4 单消费基础设施 REITs 也已申报至交易所。

二，加快地方税体系建设：房地产税立法暂缓，消费税领域改革或是重点。1994 年分税制改革后，财政收入被分为中央税、地方税和中央与地方共享税，在中央与地方共享收入中，企业和个人所得税由中央与地方按 6：4 比例分享，增值税按 5：5 比例分享。在承担了大量事权的背景下，地方政府财权也存在着“层层上移”的现象，加之目前土地财政难以为继，寻求新的地方收入来源也将是未来财政体制改革的“**营改增**”之后地方主体税种缺失，房产税、城镇土地使用税等地方专享税收入能力有限。十四届全国人大常委会立法

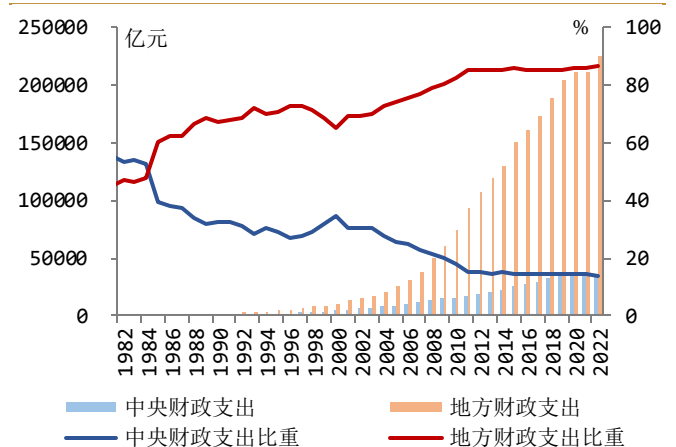
规划》中提请审议的涉及税收的法律草案包括增值税法、消费税法 and 关税法，此前关注度较高的房地产税法立法暂缓，但从长期来看房地产税开征的可能性仍然较大。未来一段时间，地方税改革的重头戏或在消费税法领域，一方面是消费税法扩大征税范围、调整税率，可能将部分高档奢侈品和高污染消费品纳入范围内，另一方面征收环节逐步后移至零售批发，同时将部分收入稳步下划给地方。2019 年国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，明确在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税法品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源。但这可能需要综合考虑对当前居民消费的影响。

图 17：中央、地方财政收入比重变化



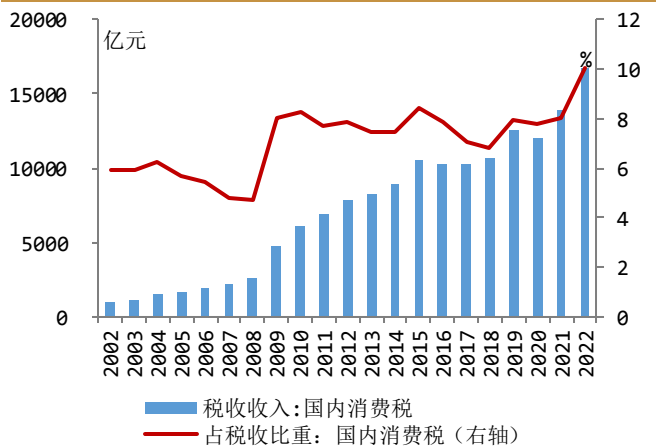
数据来源：wind，西南证券整理

图 18：中央、地方财政支出比重变化

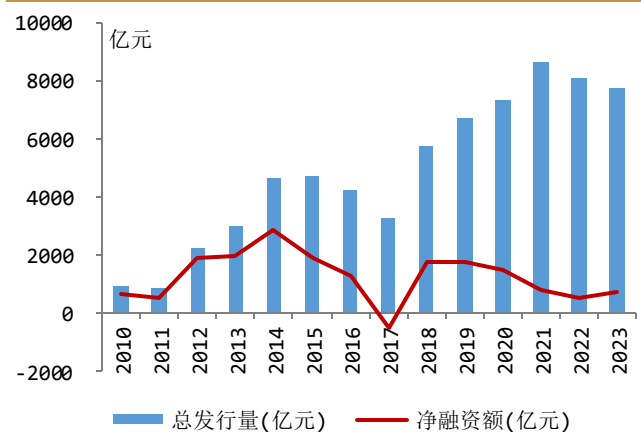


数据来源：ECB，西南证券整理

三，加强地方债务管理：显债、隐债或将合并监管，城投债发行进入“严监管”时代。除了化解债务之外，管理债务也是后续需要加强的环节。管理债务的第一步是债务透明化，2018 年，财政部为了全面摸清地方政府隐性债务底数和相关资产，设立了地方全口径债务监测平台，多地地方政府向平台填报隐性债务余额、资产等数据。2022 年，刘昆在署名文章《健全现代预算制度》中提到“逐步实现地方政府债务按统一规则合并监管”，意味着未来隐债和显债将要逐步趋于统一管理，隐债显性化之后，接受人大和社会的监督，有助于加强地方政府债务管理，同时也可以将隐债纳入债务风险预警制度管理中，有利于逐渐降低地方政府杠杆率。此外，还将持续加强对于城投公司发债的监管，刘昆在文章中也提到“加强地方政府融资平台公司治理，打破政府兜底预期”。2021 年以来，证监会、交易商协会均参照财政部红橙黄绿四类地方政府债务风险等级来强化对城投平台的分类管控。2023 年中央金融工作会议上也提到“发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任”，将继续强化中央对地方金融工作的监管，城投债发行将进入到严监管时代。

图 19：消费税占税收收入比重变化


数据来源：wind，西南证券整理

图 20：2021 年后城投债发行量下降


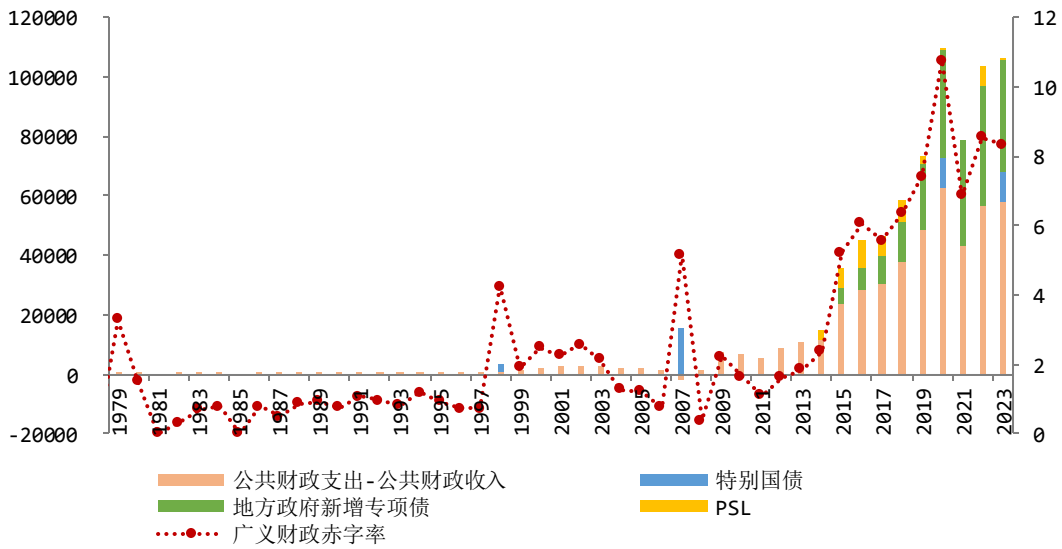
数据来源：ifind，西南证券整理；2023 年数据截止到 10 月 31 日

4 化债之后财政加力可期，货币协同性有望增强

2023 年前三季度，全国一般公共预算收入完成进度为 76.7%，快于去年同期但和历史相比仍偏慢；全国一般公共预算支出仍慢于疫情前的支出进度。此外，房企开发投资意愿不足，土地成交仍然低迷，“土地财政”持续下滑，前三季度国有土地使用权出让收入同比下降 19.8%，降幅较 1-8 月继续扩大。二季度以来，经济稳增长压力逐渐增大，地方政府化债紧迫性增强，10 月人大常委会第六次会议表决通过了在 2023 年四季度增发国债 10000 亿元，预计名义赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右，明显高于 2022 年水平，而且突破了之前 3% 的心理防线。2024 年，外需或延续弱势，加之国内扩内需的诉求也较大，同时化解地方政府债务仍是政策重点，积极财政进一步加码的可能性增加，预算赤字率可能突破 3%，中央财政加杠杆的概率或进一步提升。地方政府专项债上，2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但一些细项发生变化，保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向。8 月末，国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，2024 年城中村改造、保障性住房或成为地方政府稳增长的重要抓手，保守估计投资规模一万亿左右，若其中 60% 以专项债方式支付，新增专项债限额或提升至 4 万亿元以上。但后续仍需要密切跟踪四季度经济表现，以及在 12 月中央经济工作会议等重要会议上对明年财政政策的定调。

此外，未来财政和货币之间的协同将持续增强。2024 年财政的两个主要投向或是“三大工程”和地方政府化债。相应的，货币对财政的支持或体现在：一，城中村改造专项借款有望在明年落地，鼓励银行提供城中村改造贷款，专款专用、封闭管理；二，针对地方政府化债问题，以国有大行为主的金融机构对地方化债的支持在 2024 年仍有望得到延续，同时为补充银行流动性，央行或设立应急流动性金融工具（SPV）或创设新的结构性货币政策工具。

图 21：我国广义财政赤字率（不包括隐性债务）走势



数据来源：wind，西南证券整理；2023 年四季度增发 1 万亿国债纳入特别国债测算

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
