



宏观研究

【粤开宏观】地方化债的举措、成效及新问题：新一轮化债周年回顾

2024年07月09日

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】公用事业涨价：定价机制、原因及对通胀的影响》2024-07-07

《央行卖债渐近——如何理解央行借入国债的政策意图？》2024-07-01

《【粤开宏观】数字经济时代财税体系面临的挑战与发展趋势》2024-06-30

《【粤开宏观】重塑激励——2024年下半年中国经济展望》2024-06-30

《【粤开宏观】当前财政形势与对下阶段财政政策的建议》2024-06-27

摘要

2023年7月中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，各部门和各地积极落实，多措并举，通过财政化债和金融化债等手段化解地方债务风险。当前新一轮化债行动实施已近一年，地方政府采取了哪些化债举措？取得了哪些成效？还面临哪些问题以及需要如何应对？本文主要回答以上问题。

一、中央审时度势提出“一揽子化债”要求，地方政府积极落实，多措并举化解地方债务

总体来看，中央化债思路主要沿着三条主线进行：一是在顶层设计上，中央提出妥善化解存量控制增量、优化中央和地方债务结构、健全化债长效机制等总体要求。二是在具体措施上，推出特殊再融资债券、央行应急流动性金融工具（SPV）等工具，并鼓励、协调金融机构对存量债务进行重组、置换。三是在监管思路上，强调差异化管理，为12个重点省份及后续19个省份自主申报的地市提供化债支持，但在投资方面有所限制，对经济大省则要求挑起大梁，为稳定全国经济作出更大的贡献。

地方尤其是地市和区县层面更加强调“一地一策、一企一策、一债一策”的精准化债。具体来看，地方主要有以下六大措施：一是积极争取中央、上级化债支持，发行特殊再融资债券实现隐性债务显性化；二是通过增收节支、盘活“三资”筹措化债资金；三是协调金融机构进行债务重组、置换，拉长周期、降低成本，以时间换空间；四是设立应急周转基金、债务风险基金等，解决短期流动性风险；五是加快推动城投公司整合和转型；六是加强政府债务风险防控预警机制。

二、地方化债成效：优化结构、拉长期限、压降成本，地方债务风险有所缓释

一是特殊再融资债券超预期发行，推动隐性债务显性化，优化地方债务结构、缓解付息压力。2023年10月-2024年6月，各地累计发行特殊再融资债券1.5万亿元。分省份来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等债务压力较大的省份获得的特殊再融资债券支持力度较大，累计发行规模均超千亿。经测算，本轮特殊再融资债券的发行每年可节约利息约359亿元。更为重要的是，此举有助于剥离城投公司的历史债务包袱，使其轻装上阵，加快城投转型的步伐。

由于特殊再融资债券的发行，地方债务结存限额被压缩且空间分布不均。截至2024年6月底地方政府债务结存限额约为1.38万亿元。同时，结存限额在空间分布上不均衡，主要集中于北京、江苏和上海等债务压力较小省份，可能会限制后续通过发行特殊再融资债券进行债务置换的空间。

二是地方政府债券尤其是专项债券的剩余平均期限明显拉长，2024年上半年



发行的新增专项债中超长期债券规模占比接近七成。截至 2024 年 5 月底，地方政府债券剩余平均年限为 9.2 年，较 2019 年初拉长 4.8 年。其中，专项债剩余平均年限达到 11.1 年，较 2019 年初拉长 6.6 年。2024 年上半年发行的新增专项债中 30 年期、20 年期和 15 年期合计规模占比达到 69.5%。

三是地方政府债券和城投债券发行利率呈下降趋势，融资成本逐渐降低。自 2023 年以来，地方政府债券平均发行利率经历了两个下行阶段，累计降幅达 67BP，2024 年 5 月底降至 2.45%。受发行端引导，地方政府债券存量平均利率下降 17BP 至 3.21%，考虑到当前地方政府债务余额较大，每年可节约利息 721 亿元。同时，对于要求项目收益与融资自求平衡的专项债来说，随着融资端的成本逐渐降低，满足要求的项目随之增加，有助于发挥政府投资的引导作用，扩大有效投资。

同时，随着地方政府协调金融机构推动城投公司压降高融资成本，城投公司的平均融资成本持续走低。以城投公司公开债券为例，城投债券加权平均票面利率自 2023 年初以来进入下行通道，2024 年 6 月底达到 2.6%，较 2023 年同期下降 193.9BP。分省份来看，天津、云南和青海下降幅度最大，分别下降 390BP、340BP 和 309BP 至 3.0%、3.5%和 3.9%。从存量角度来看，2024 年 6 月底存量城投债券加权平均票面利率下降至 4.1%，较 2023 年同期下降 66.8BP。

四是负债率和债务率指标有所上升，但主要是受到隐性债务显性化以及地方土地出让收入下行的影响，并不意味着债务风险的上升。截至 2023 年末，我国地方政府负债率和债务率分别为 32.3%和 141.8%，较上年有所上升。分省份来看，除上海外 30 个省份显性负债率均有不同程度的上升，所有省份债务率均上升。

但要看到，负债率和债务率指标的上升并不代表地方政府债务风险的上升。其一，当前我国经济持续回升向好的基础还不稳固，财政政策需发挥逆周期和跨周期调节作用，通过增加政府举债的方式扩大有效投资并带动经济增长。分子端债务的短期上升是为了谋求分母端经济增长在长期更大幅度的上升。其二，负债率和债务率上升部分源于隐性债务显性化，相较于隐蔽性较强、管理难度更大、融资成本更高的隐性债务而言，将其置换成地方政府债券后，实际地方债务风险是降低的。其三，我国房地产市场仍处于调整转型期，土地出让收入下行导致地方综合财力下降，导致债务率被动上升。

三、当前面临的新形势新问题

一是部分省份付息压力较大，现行融资政策下可能出现新增高息融资的问题，导致利息本金化和新增隐性债务。部分省份付息压力较大，特别是重点省份和高负债率地区的城投公司借新还旧的资金不允许偿还利息，城投公司可能为了偿还利息继续举借高成本债务付息，导致高成本债务规模越来越大，产生“利息本金化”的现象。

二是 12 个重点省份的政府投资受到限制，从而拉低全国基建投资增速，拖累全国 GDP 增长速度。

三是化债政策以省为单位进行，可能误伤部分债务水平较低地区的投资和经济增长。



四是重点化债省份的投资受限，投资效率下降。当前对于重大投资项目，重点省份需要报经省级发改委和国家发改委审查，审查权限的上移一定程度上降低了项目的审查效率，不利于项目的及时落地和推进。

五是化债压力传导至“三保”，部分地方“三保”难度加大。

六是城投公司面临多重压力，难以推动城投转型。

四、政策建议：优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态

一是对于付息压力较大的省份，将付息支出纳入债务化解的综合考量，同时考虑采取**中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券**等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。

二是以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。

三是存量债务中由财权和事权不匹配以及疫情外部冲击引发的债务，可由中央承担并接管，缓解地方存量债务压力。

四是建立债务与资本预算制度，增加债务的透明度，完善对于地方举债的监督机制。

五是中长期深化财税体制改革，上收事权和支出责任，从制度上约束地方的无效财政支出。

六是改革投融资体制，确立投资项目的负面清单制度，上收部分投资权限，形成投资决定融资的制度。

风险提示：地方政府债券发行进度不及预期、城投监管政策超预期收严导致融资困难



目 录

一、化债政策及举措.....	5
(一) 中央层面政策汇总.....	5
(二) 各省化债政策汇总及举措.....	5
二、地方化债成效：优化结构、拉长期限、压降成本，地方债务风险有所缓释.....	8
三、当前面临的新形势新问题.....	16
四、政策建议：优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态.....	17

图表目录

图表 1： 2023 年下半年以来中央关于化债的主要政策梳理.....	5
图表 2： 部分省份 2023 年化债成果及 2024 年目标汇总.....	7
图表 3： 2023 年 10 月-2024 年 6 月各省份特殊再融资债券发行规模.....	10
图表 4： 2023 年底各省份政府债务结存限额.....	11
图表 5： 地方政府债券剩余平均年限变化趋势.....	12
图表 6： 地方政府债券平均发行利率与剩余平均利率变化趋势.....	12
图表 7： 自 2023 年初以来，城投债券发行利率进入下行通道.....	13
图表 8： 2018-2023 年地方政府负债率情况.....	14
图表 9： 2018-2023 年地方政府债务率情况.....	14
图表 10： 2023 年各省份负债率情况.....	15
图表 11： 2023 年各省份债务率情况.....	16



一、化债政策及举措

（一）中央层面政策汇总

自中央提出“制定实施一揽子化债方案”以来，中央层面高度重视地方政府债务化解工作，财政部、中国人民银行等部门积极落实中央部署。中共中央政治局会议、中央金融工作会议、中央经济工作会议、全国财政工作会议、中国人民银行工作会议以及《政府工作报告》等均强调要做好化解地方债务风险工作。**总体来看，化债思路主要沿着三条主线进行：一是在顶层设计上，中央提出妥善化解存量控制增量、优化中央和地方债务结构、健全化债长效机制、守住不发生系统性风险的底线、统筹好地方债务风险化解和稳定发展等总体要求。二是在具体措施上，推出特殊再融资债券、央行应急流动性金融工具（SPV）等工具，并鼓励、协调金融机构对存量债务进行重组、置换，以时间换空间，压降债务规模，节约融资成本，拉长债务期限，优化债务结构。三是在监管思路上，强调差异化管理，为12个重点省份及后续19个省份自主申报的地市提供化债支持，但在投资方面有所限制，对经济大省则要求挑起大梁，为稳定全国经济作出更大的贡献。**

图表1：2023年下半年以来中央关于化债的主要政策梳理

日期	相关会议	具体表述
2023/7/24	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。
2023/10/31	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
2023/12/12	中央经济工作会议	持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。 统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。
2023/12/22	全国财政工作会议	要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。
2024/1/5	中国人民银行工作会议	指导金融机构按照市场化、法治化原则，合理运用 债务重组、置换 等手段，支持融资平台债务风险化解。
2024/3/12	全国两会	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
2024/4/30	中共中央政治局会议	确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

资料来源：粤开证券研究院根据公开资料整理

（二）各省化债政策汇总及举措

在中央提出“制定实施一揽子化债方案”后，各地积极落实中央部署，持续推动地方债务风险化解工作。相较于中央层面，地方尤其是地市和区县层面更加强调“一地一策、一企一策、一债一策”的精准式化债，相继推出“1+N”组合拳式化债方案，其中“1”指化债总方案、“N”指化债子方案。例如，天津“1+10”、甘肃“1+10”、江西“1+9”、内蒙古“1+8”、陕西“1+5”。具体来看，地方化债工具箱主要有以下六大措施：

一是积极争取中央、上级化债支持。对于部分债务压力较重的中西部地区，依靠自身化债的难度较大，争取中央或上级支持成为重要的化债手段。一方面，各地积极申报建制县试点，争取化债资金。例如江苏南通通州区、浙江台州路桥区、四川宜宾江安县等地成功申报建制县风险化解试点。另一方面，各地争取中央支持发行特殊再融资债券。



2023年10月-2024年5月，各地累计发行特殊再融资债券14972.8亿元。其中，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁发行规模居前，分别为2888.8、1749、1256、1122、1067和1006亿元。在隐性债务还本付息压力较重、地方政府债务结存限额仍有空间的背景下，后续大概率将继续发行特殊再融资债券支持隐性债务化解。

二是通过增收节支、盘活“三资”筹措化债资金。一方面，地方大力压减非刚性支出，用于化解债务风险。广西提及“督促市县通过压减一般性支出”；内蒙古提出“全区各级财政每年要实打实压出300亿元以上，用于化债和兜牢基层三保底线”。另一方面，地方财政加大“砸锅卖铁”力度，盘活“三资”。内蒙古通过调整矿业权出让、土地指标交易等措施筹集资；广西通过盘活存量资金资产资源、资产证券化等方式，拓宽化债资金来源；湖南常德市清理盘活国有“三资”521.1亿元。四川强化国企经营性收益统筹，推动特许经营权、资产资源、债务项目“三个转化”统筹化债。

三是金融化债统筹协调，防范多重风险交织。金融机构资源丰富的省份探索金融化债，当前金融化债的主要方式包括：（1）对现有债务进行展期，优化成本期限结构，降低利息负担，主要通过地方政府与金融机构协商实现；（2）存量债务置换，地方城商行、农商行发放中长期贷款，或直接购买城投债券，虽然短期缓解了再融资压力，但伴随风险转移或引发金融风险。具体实践中，湖南提及“推进金融支持化债”，其中娄底市明确提出，按照金融支持平台公司化解债务风险“十条措施”要求，把“大银行接盘，非标、刚兑债务置换，降息展期”等举措落到实处。广西提及“鼓励金融机构不抽贷、不停贷、减息置换存量债务”。

四是设立应急周转基金、债务风险基金等类似基金，解决短期流动性风险。解决短期流动性风险是化债工作的重中之重。应急周转基金一般由财政出资，同时可引入金融机构资金和社会资本，重点用于偿还到期债务资金的周转，防范“暴雷”风险。甘肃、重庆、吉林、陕西等省份在省级层面设立了应急周转基金或类似基金，缓释到期债务风险。吉林提出，建立应急备付金制度，解决临时性资金周转问题；陕西设立债务风险化解储备金，撬动更多金融资源参与化债，探索出一条“政府+市场”协同化债的新路子。

五是加快推动城投平台企业整合和转型。多个省份在预算报告中均强调推动融资平台市场化改革转型，省内城投平台之间进行分类整合是大势所趋。例如，天津以“一企一策”为方向明确将扭亏无望的企业纳入出清范围；贵州提出加快“去平台、市场化”进程，提升国有企业造血能力；河南提出推动逐步剥离政府融资功能，全省融资平台数量有序压减；云南压降融资平台公司数量，推动分类转型发展；江苏镇江市压减地方政府融资平台90个以上；重庆市涪陵区推进国企“四压”改革，压减国企19户，7户平台国企隐债清零，整合组建涪陵产业集团。

六是加强政府债务风险防控预警机制。近年来，城投定融、非标等风险事件频发，对区域融资环境造成较大伤害。为了有效防范化解地方债务风险，各地相继加强地方债务防控预警工作，做好“防暴雷”工作。江苏在全国率先开发上线地方债务综合监管系统；河南、重庆、湖南娄底等多地建立“631”债务偿还机制，即提前6个月制定到期还款计划，提前3个月落实资金来源，提前1个月账上备足偿债资金，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

总的来看，在中央和地方政府的持续努力下，地方债务风险防范化解工作有序推进，地方债务风险有所缓释，无序扩张的势头得到遏制。随着地方化债工作的纵深推进，2024年各地化债工作重点转向健全化债长效机制、加强风险监测、推动城投平台转型、量“财”办事等长效措施，防止新增隐性债务。如内蒙古2023年通过“四个一批”和化债奖补拿出206亿元支持基层化债，超额完成年度化债任务；阿拉善、乌海2个盟市本级和乌拉特前旗、卓资县等8个旗县退出橙色等级。甘肃制定实施防范化解地方债务风险“1+10”



方案，疏解融资平台债务 1048.4 亿元。湖南对高风险地区、高风险债务实施“精准拆弹”，超额完成隐性债务化解任务；其中，湖南湘潭市债务化解正在迎来拐点，流动性紧张局面基本解除，市本级债务穿透后银行资金占比达 90%以上，成本降至 4%以下，每年利息负担比 2021 年减轻近一半。

图表2：部分省份 2023 年化债成果及 2024 年目标汇总

序号	省份	2023 年化债成果	2024 年化债目标
1	北京	在全国率先启动提前偿还专项债券试点工作，节约利息支出超七成，坚决遏制新增政府隐性债务，牢牢守住不发生系统性风险的底线。	将坚持举债要同偿债能力相匹配，健全规范举债、高效用债、科学管债、按期偿债的全生命周期管理机制。
2	天津	将防范化解债务风险作为“一号工程”“一号战役”，调整设立全市化解政府性债务领导小组，同步组建市、区两级工作专班，进一步健全市负总责、各区尽全力化债的工作格局。制定实施“1+10”全口径债务化解工作方案，统筹全市资金资源减债化险，圆满完成年度各项化债目标任务。	发挥市化解政府性债务领导小组办公室牵头抓总作用，用足用好国家支持政策，推动“1+10”全口径债务化解工作方案落细落地。推进资源资产盘活盘优，积极落实偿债来源，稳妥有序做好债务化解工作。依法合规推动隐性债务和融资平台经营性债务周转接续，进一步优化成本期限结构，降低利息负担。
3	山西	完善隐性债务化解激励机制，省级安排化债引导资金，鼓励全省积极化解存量债务。全力做好清理拖欠企业账款专项行动相关工作，设置省级兜底清偿措施，建立周调度工作机制，指导市县财政部门和省直有关部门统筹用好专项债券清欠政策窗口。	积极做好主动对接工作，争取更多化债政策和资金支持。推进“省负总责、市县尽全力化债”的工作机制，落实“一省一策”山西化债方案，确保各项化债措施落地。指导市县通过自身努力，统筹各类资金资产资源和支持性政策措施，加大过紧日子力度，腾出更多资金化债。
4	内蒙古	制定落实“1+8”化债方案，通过“四个一批”和化债奖补拿出 206 亿元支持基层化债，超额完成年度化债任务，阿拉善、乌海 2 个盟市本级和乌拉特前旗、卓资县等 8 个旗县退出橙色等级。	坚持“减存遏增”全力化解政府债务，落实“1+8”化债方案，采取贴息一批、清零一批、退橙一批、纾困一批的措施，继续支持基层化债。
5	辽宁	积极争取国家化债政策支持，确保到期债务本息按时偿还。科学统筹债券发行规模及期限结构组合，有效防范债务集中兑付风险。通过安排预算资金、盘活存量资产、实施化债激励机制等措施，妥善化解存量债务。	全力统筹化债资金资产资源和支持性政策措施，足额安排预算资金偿还到期债务本息，严格分类加强政府投资管理，妥善处置存量债务；健全动态监控机制，严防变相违规举债，强化追责任责，坚决遏制债务增量。
6	吉林	坚持省负总责，逐级压实责任，制定一揽子化债方案，“一市一案”化解地方债务，超额完成年度任务。	统筹资金、资产、资源，打好盘活、重组、增收节支组合拳，优化债务结构，压降债务成本，杜绝新增隐性债务。分类加快融资平台改革转型。
7	江苏	全省债务率保持在绿色区间，在全国率先开发上线地方债务综合监管系	将更大力度兜牢底线，切实提高财政风险防控力。落实库款保障要求。严



序号	省份	2023 年化债成果	2024 年化债目标
		统，完成年度化债任务。	格落实一揽子化债方案。
8	江西	出台防范化解经济和金融领域重大风险“1+7”工作方案和 防范化解地方债务风险“1+9”方案 ，保持全国唯一债券零违约省份；国家下达的保交楼年度任务提前完成。	常态化开展地方政府隐性债务风险测算评定，“一债一策”制定化债实施方案，坚决遏制隐性债务增量，稳妥有序化解存量。
9	贵州	千方百计防范化解债务金融风险。制定实施一揽子化债方案，多措并举推进债务化解工作， 积极争取国家财政、金融支持缓释债务风险 ，妥善处置中小金融机构、非法集资等涉众型风险，全省债务、金融风险得到有效管控。	着力防范化解债务金融风险。统筹各类 资金资源资产 ，稳步推进存量债务化解。坚决遏制违规新增隐性债务，逐步推动债务和财政管理进入良性循环。
10	云南	地方债务风险有序化解，守住了不发生区域性系统性风险的底线。	加强全口径地方债务风险动态监测预警和外置，“一地一策、一企一策、一债一策”化解风险，兜牢基层“三保”底线。 压降融资平台公司数量，推动分类转型发展。
11	陕西	设立风险化解储备金 ，设置 6 种投放方式，对确需要支持的地区予以精准帮扶。省财政建立财政奖补机制，推动全省按时按量完成拖欠企业账款清欠任务。	加快融资平台分类转型，硬化预算约束，严格政府投资项目审批，坚决防止新增隐性债务，严禁超出财力水平铺新摊子上新项目，确保按期完成高风险地区债务规模和债务率“双降”任务。
12	甘肃	制定实施防范化解地方债务风险 “1+10”方案 ， 疏解融资平台债务 1048.4 亿元。	加大资源资产资金盘活力度，统筹再融资、展期等工具，穷尽一切手段化解地方债务风险。
13	青海	坚决防范化解重大风险，高质量制定实施一揽子化债方案，通过增收节支、盘活资产、调整专项债券用途、发行特殊再融资债券等渠道，圆满完成全年化债任务。	落实省负总责、市县尽全力化债工作机制，统筹各类资产资源和支持政策措施，加大 “节衣缩食”、过紧日子 力度，腾出更多资金用于化解地方债务风险。
14	宁夏	建立“事前防范—监测预警—问责震慑”的全链条管理机制，坚决遏制新增隐性债务。高质量制定全区 “1+5+3+28”化债方案 。全区超额完成隐性债务消化任务；到期平台债券和非标债务全部如期偿还；解决拖欠企业账款走在全国前列。	安排风险应对资金 30 亿元，积极防范化解地方政府债务、中小金融机构、国有投融资平台、基层“三保”等领域的风险隐患。严格融资平台管理，坚决杜绝借道融资平台违规举债，压减融资平台数量，加快融资平台转型发展。

资料来源：各省 2023 年预算执行与 2024 年预算草案、2024 年两会报告，粤开证券研究院

二、地方化债成效：优化结构、拉长期限、压降成本，地方债务风险有所缓释

一是特殊再融资债券超预期发行，有助于隐性债务显性化，优化地方债务结构、缓

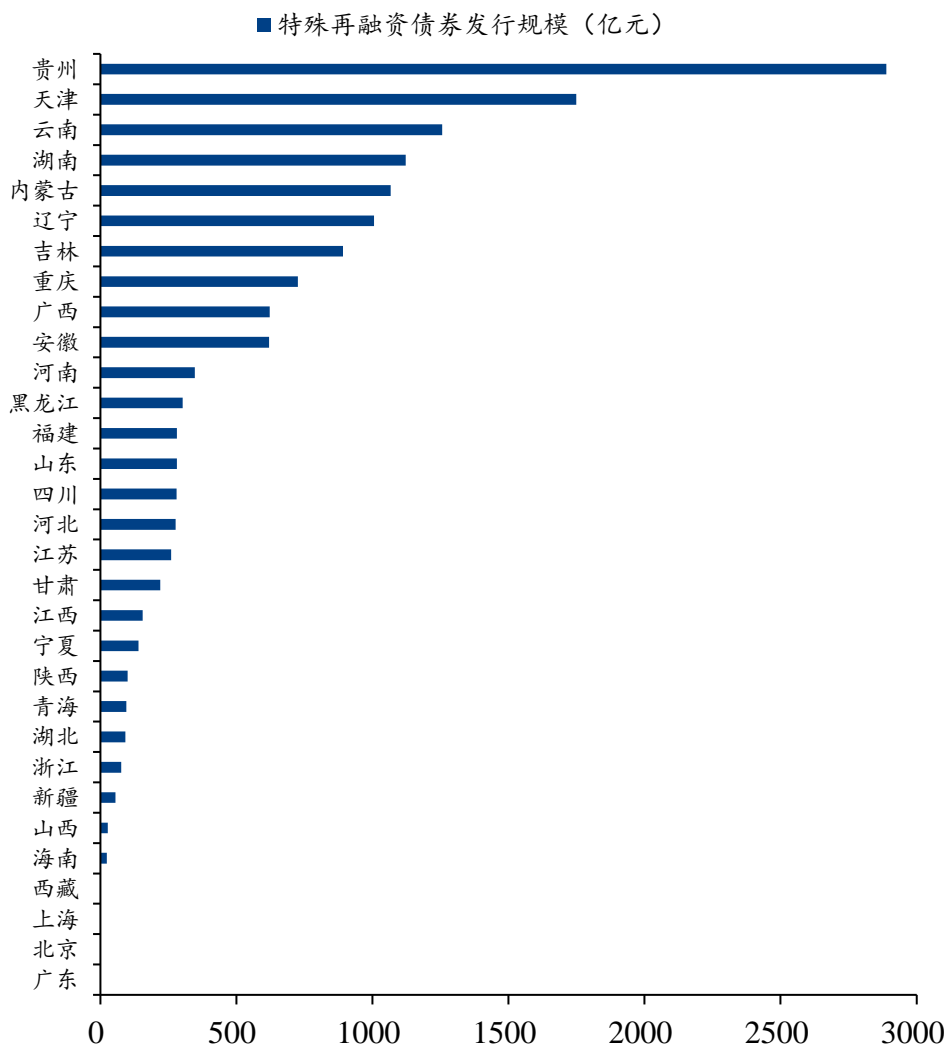


解付息压力。2023年7月24日，政治局会议提出“一揽子化债方案”后，各地积极通过财政化债和金融化债等方式推动区域内隐性债务化解。其中，特殊再融资债券超预期发行，助力地方政府隐性债务显性化，2023年10月-2024年6月，各地累计发行特殊再融资债券14972.8亿元。分省份来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁获得的特殊再融资债券支持力度较大，2023年10月-2024年6月累计发行规模均超千亿，分别为2888.8、1749、1256、1122、1067和1006亿元。隐性债务通常由城投公司代为举借，其信用等级低于地方政府，举债成本高于地方政府，置换为特殊再融资债券后有助于优化地方债务结构、降低付息成本。参照2023年城投公司综合融资成本中位数（5.3%）与2023年底地方政府债券平均发行利率（2.9%）计算，经测算每年可节约利息359.3亿元。特殊再融资债券额度主要向债务压力较大的省份倾斜，优化债务结构、降低付息成本。更为重要的是，此举有助于剥离城投公司的历史包袱，使其轻装上阵，加快城投转型的步伐。

由于特殊再融资债券的发行，地方债务结存限额被压缩且分布不均衡，主要集中于北京、江苏和上海等压力相对较小的省份。特殊再融资债券主要是利用以前年度结存限额（债务限额-债务余额），其发行会推升当年地方政府债务余额、压缩债务结存限额。截至2023年底，地方债务余额为40.7万亿元，限额为42.2万亿元，考虑到2024年1-6月地方政府债券到期偿还本金为16202.6亿元，再融资债券发行规模为16669.3亿元，经测算地方政府结存限额为13834.3亿元。分省份来看，截至2023年底，北京、江苏、上海政府债务结存限额较高，分别为1503.2、1117.4、1073.9亿元，合计占全国的比重为27.8%；而重庆（29.2亿元）、青海（28.5亿元）、黑龙江（23.1亿元）、西藏（18.9亿元）结存限额不足50亿元。这反映出结存限额在空间分布上不均衡，主要集中于北京、上海、江苏等债务压力相对较小的省份，而债务压力相对较大的省份目前结存限额已不足，可能会限制后续通过发行特殊再融资债券进行债务置换的空间。



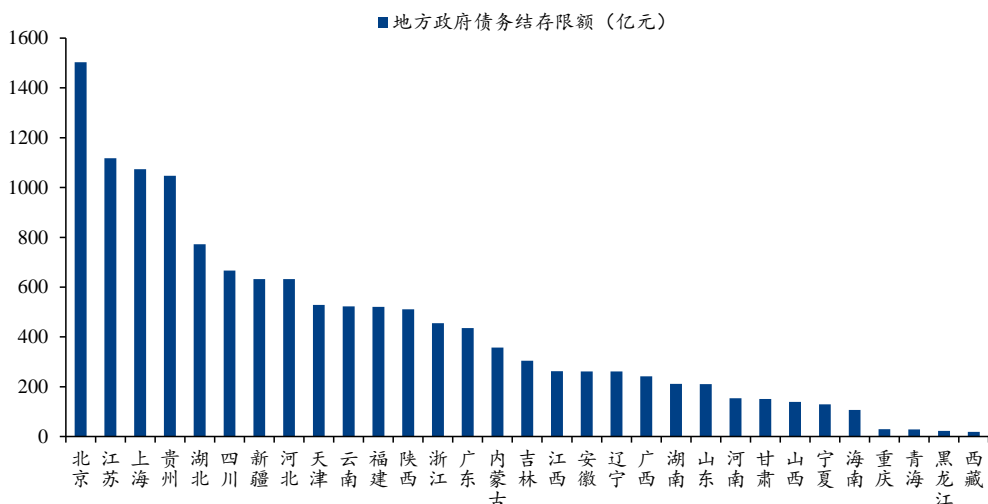
图表3：2023年10月-2024年6月各省份特殊再融资债券发行规模



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表4：2023 年底各省份政府债务结存限额



资料来源：各省份人民政府、财政厅（局）、统计局、粤开证券研究院

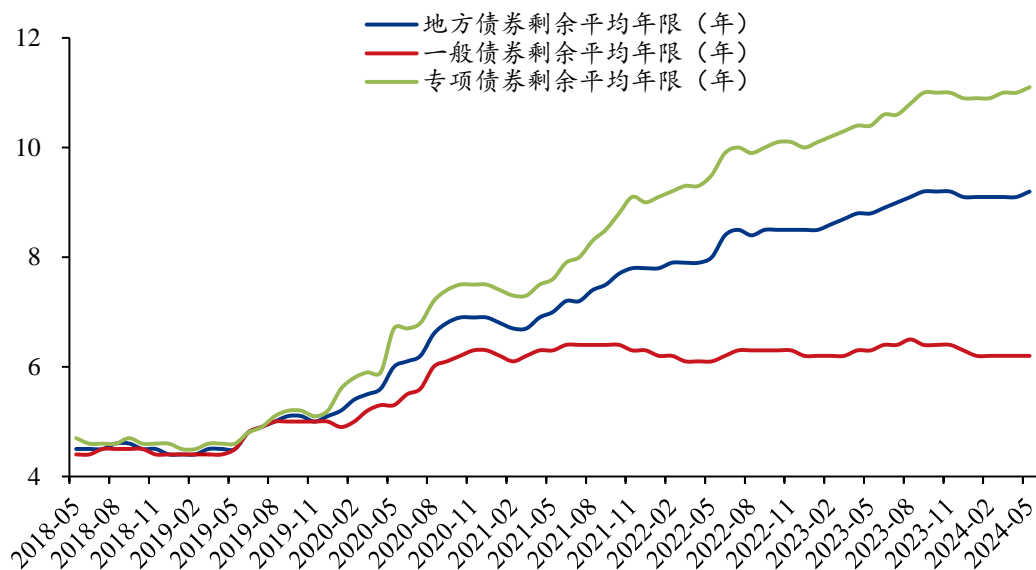
二是地方政府债券尤其是专项债券的剩余平均期限明显拉长，2024 年上半年发行的新增专项债中超长期债券规模占比接近七成。自 2019 年开始，地方政府债券剩余平均年限快速上升。截至 2024 年 5 月底，地方政府债券剩余平均年限为 9.2 年，较 2019 年初拉长 4.8 年。其中，专项债剩余平均年限增长较快，2023 年末已经达到 11.1 年，较 2019 年初拉长 6.6 年。主要原因在于 2019 年以来随着专项债使用范围不断扩容，特别是允许专项债作为重大项目资本金，发行 30 年超长期的基础设施专项债发行量大幅增加，拉长了整体债务期限。2024 年上半年发行的新增专项债以 30 年期、20 年期和 15 年期为主，发行规模占比分别为 26.4%、25.0%和 18.2%，超长期债券合计规模占比达到 69.5%。

三是地方政府债券和城投债券发行利率呈下降趋势，融资成本逐渐降低。自 2023 年以来，地方政府债券平均发行利率经历了两阶段下行，先是从 2023 年初的 3.12%下降至 2023 年 12 月的 2.83%，再从 2024 年 1 月的 2.60%下降至 2024 年 5 月底的 2.45%，累计降幅高达 67BP。受发行端引导，地方政府债券剩余平均利率呈现出缓慢下降趋势，2023 年 1 月-2024 年 5 月累计下降 17BP 至 3.21%。考虑到当前地方政府债务余额较大，融资成本每降低 1BP，每年可节约付息成本 42.4 亿元，17BP 的下降幅度每年可节约利息 720.5 亿元。同时，对于要求项目收益与融资自求平衡的专项债来说，随着融资端的成本逐渐降低，满足要求的项目随之增加，有助于发挥政府投资的引导作用，扩大有效投资。

随着地方政府开展城投公司高成本融资压降工作，城投公司的平均融资成本持续走低。以城投公司公开债券为例，城投债券加权平均票面利率自 2023 年初以来进入下行通道，2024 年 6 月底达到 2.6%，较 2023 年同期下降 193.9BP。分省份来看，天津、云南和青海下降幅度最大，分别下降 390BP、340BP 和 309BP 至 3.0%、3.5%和 3.9%。从存量角度来看，2024 年 6 月底存量城投债券加权平均票面利率下降至 4.1%，较 2023 年同期下降 66.8BP。

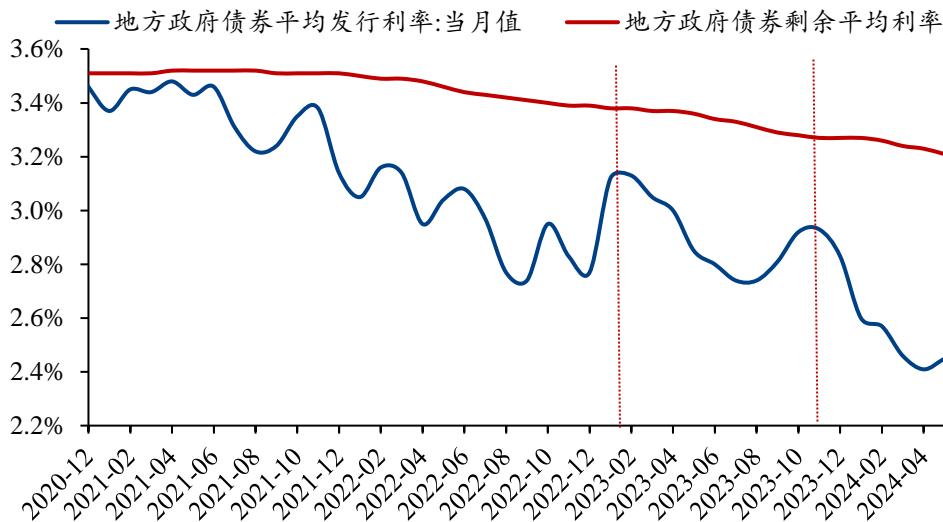


图表5：地方政府债券剩余平均年限变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院

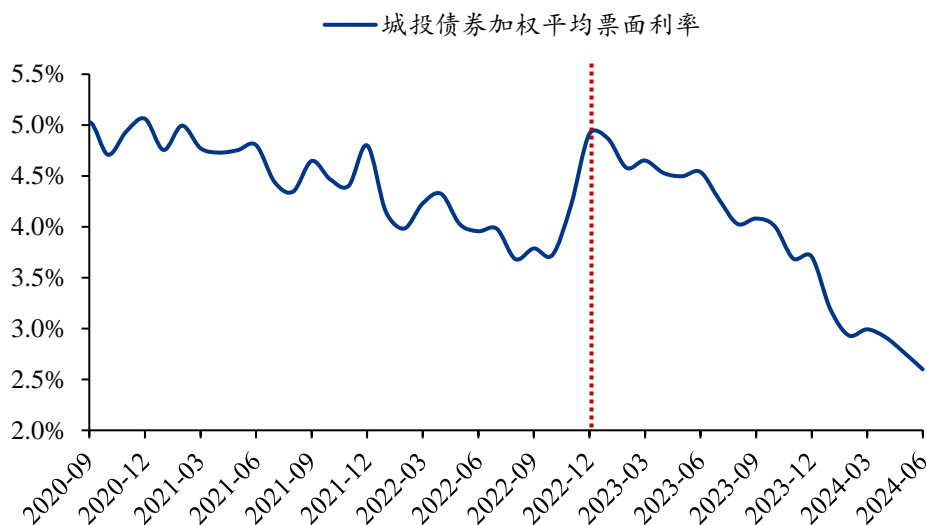
图表6：地方政府债券平均发行利率与剩余平均利率变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表7：自 2023 年初以来，城投债券发行利率进入下行通道



资料来源：wind、粤开证券研究院

四是地方负债率和债务率指标有所上升，主要受到隐性债务显性化以及地方土地出让收入下行的影响，并不代表地方债务风险的上升。截至 2023 年底，地方政府债务余额为 40.7 万亿元，到 2024 年 5 月底，地方政府债务余额上升至 42.4 万亿元，其中，一般债务 16.3 万亿元，专项债务 26.1 万亿元。其中考虑 GDP 与地方综合财力后，截至 2023 年末，我国地方政府负债率和债务率分别为 32.3%和 141.8%，分别较 2022 年上升 3.2 和 16.7 个百分点。

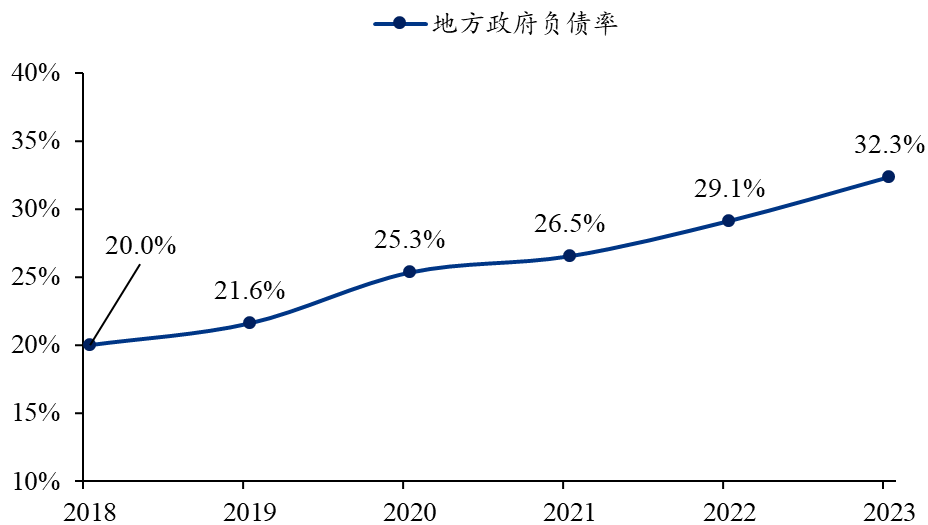
从负债率来看，2023 年除上海外，30 个省份显性负债率上升。2023 年负债率超过 50%的省份有 7 个，其中青海、贵州负债率超过 70%，分别达到 87.8%和 72.3%；而江苏、上海和广东经济实力强劲、负债率较低，分别为 17.7%、18.7%和 22.0%。与 2022 年相比，31 省份中除上海外均有不同程度的上升。具体来看，10 个省份上升幅度超过 5 个百分点，基本为重点化债省份，其中天津、吉林和贵州上升幅度超过 10 个百分点，分别为 13.4、10.7 和 10.5 个百分点。

从债务率来看，地方政府综合财力受制于土地出让收入下行，导致各省份债务率被动上升。2023 年，天津是唯一债务率超 300%的省份；云南次之，为 200.4%；辽宁、福建等 26 个省份债务率处于 100%至 200%之间，江苏(99.6%)、上海(67.9%)、西藏(24.2%) 债务率均低于 100%。同 2022 年相比，全部省份债务率均有所上升，其中 10 个省份上升幅度超过 20 个百分点。

但要看到，负债率和债务率指标的上升并不代表地方政府债务风险的上升。其一，当前我国经济持续回升向好的基础还不稳固，财政政策需发挥逆周期和跨周期调节作用，通过增加政府举债的方式扩大有效投资并带动经济增长。分子端债务的短期上升是为了谋求分母端经济增长在长期更大幅度的上升。其二，负债率和债务率上升部分源于隐性债务显性化，2023 年发行的 13885 亿元特殊再融资债券分别推升地方政府负债率和债务率 1.1 和 4.8 个百分点。相较于隐蔽性较强、管理难度更大、融资成本更高的隐性债务而言，将其置换成地方政府债券后，实际地方债务风险是降低的。其三，我国房地产市场仍处于调整转型期，土地出让收入下行导致地方综合财力下降，导致债务率被动上升。

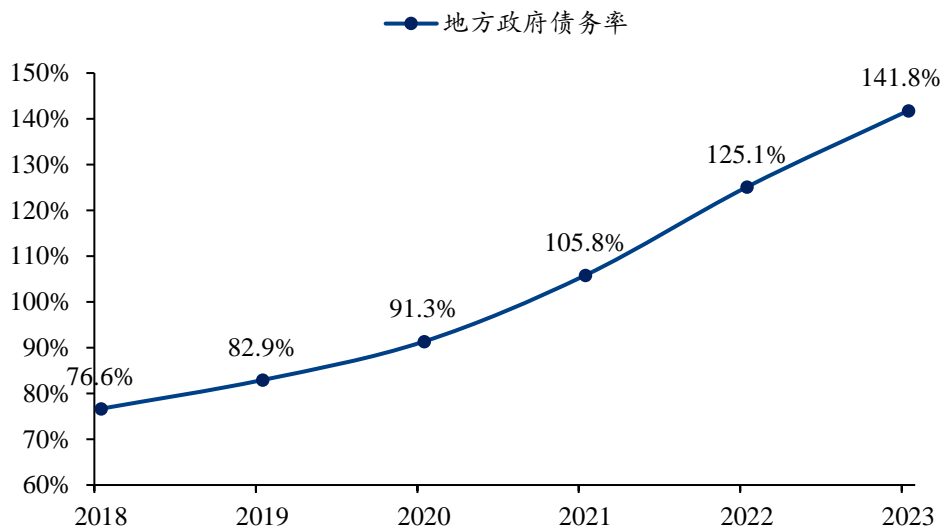


图表8：2018-2023 年地方政府负债率情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

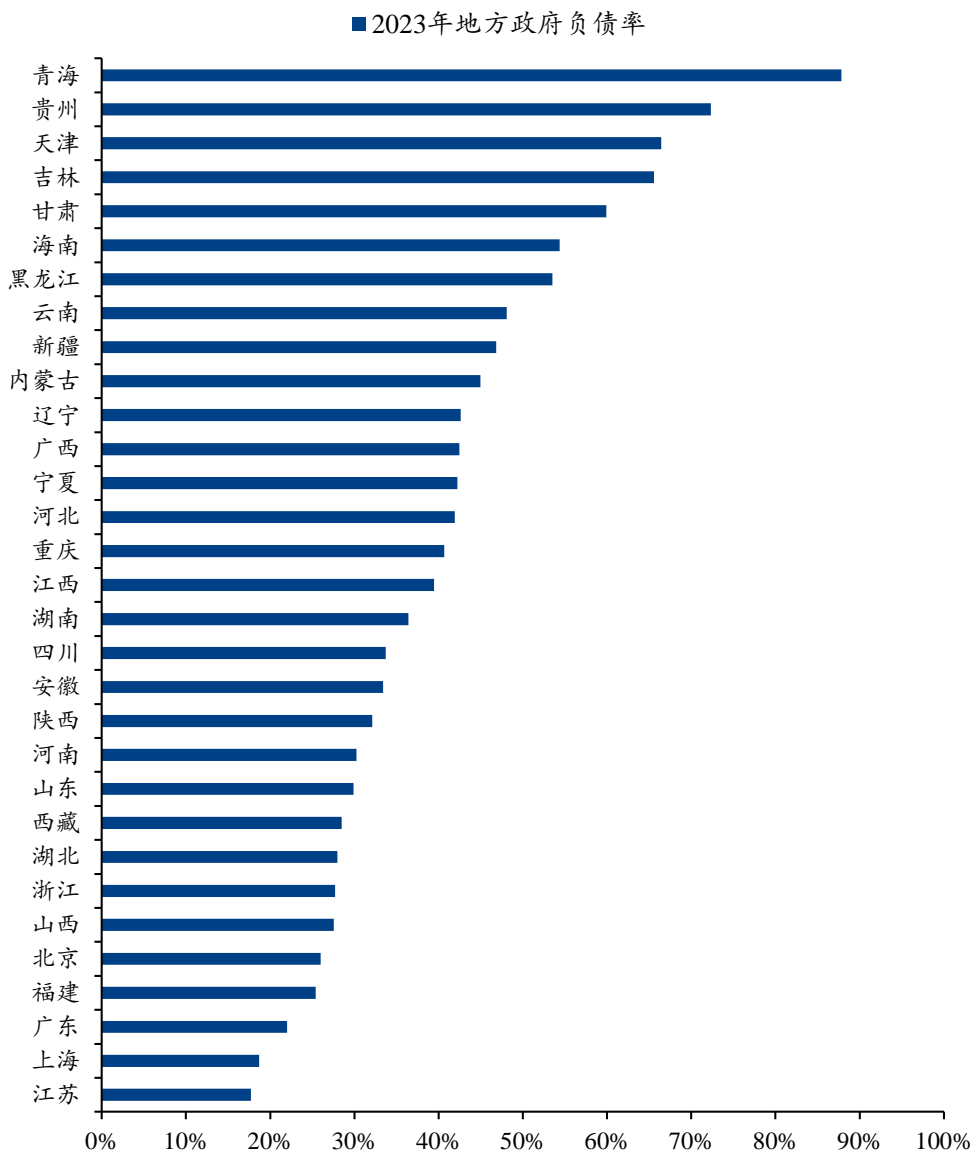
图表9：2018-2023 年地方政府债务率情况



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表10：2023年各省份负债率情况



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表11：2023年各省份债务率情况



资料来源：各地财政厅（局）、统计局、粤开证券研究院

三、当前面临的新形势新问题

总体来看，地方政府在中央的统一部署下，积极贯彻落实债务化解政策，地方政府面临的短期流动性风险有所缓解、政府债务无序扩张的势头得到有效遏制，为进一步推进化债工作打下了良好的基础。需要注意的是，鉴于当前政府及城投公司债务基数庞大，债务风险化解将是长期的工作，在短期内执行化债政策过程中难免出现新的问题。需要在化解债务存量、控制债务增量以及平衡地方发展之间寻求平衡，制定长期规划，以防范系统性风险，确保在发展中稳步化解债务风险。

一是部分省份付息压力较大，现行融资政策可能导致新增高息融资的问题，产生**利息本金化和新增隐性债务**。截至2023年末，部分省份政府债务余额（含显性和隐性）规模较大，即使按照现行较低的地方政府债券成本计算，每年付息金额占到一般公共预算收入20%以上，总体付息压力较大。目前重点省份和债务率较高地区的城投公司借新还旧资金不允许偿还利息，城投公司面临两个选择：一是继续举借高成本债务进行付息，如各类非标借款，导致高成本债务规模越来越大，产生“利息本金化”的现象；二是依靠财政资金偿还，将偿还压力转移给财政系统，对于紧平衡形势下的财政系统产生进一步的冲击，这两个选择均会导致债务风险进一步加剧。

二是12个重点省份的政府投资受到限制，从而拉低全国基建投资增速，拖累全国GDP增长速度。12个重点省份投资限制的范围主要包括交通、社会事业、市政、产业园



区、新型基础设施领域、楼堂馆所、棚户区改造等领域的新建项目，以及项目总投资完成率不超过 50% 的项目，上述范围基本属于基础设施建设领域，相关项目面临缓建或者停建。12 个省份基建投资下滑将拉低全国基建投资增速，进而拖累全国固定资产投资和 GDP 增长。加之除 12 个重点省份外，新增 19 个省份可自主申报重点辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照 12 个重点省份的相关政策化债，因此实际对投资和经济的影响可能更大。

化债对重点省份投资的影响有所显现。2024 年 1-5 月甘肃、贵州、重庆基建投资累计同比增速分别为 -14.8%、-4.9% 和 2.8%，1-4 月云南、吉林、青海基建投资增速分别为 -5.5%、-1.5% 和 2%，均低于同期全国平均水平。虽然受益于部分增发国债用于东北地区和京津冀受灾地区以及在基建项目的支撑，天津、内蒙古基建投资增速较高，但增速呈现放缓的趋势，1-4 月基建投资累计同比分别增长 32.1% 和 17.8%，1-5 月降至 28.6% 和 5.4%。

三是化债政策以省为单位，可能误伤部分债务率较低的地区。当前化债政策以省为单位划定，并实施严格的新增政府投资项目和融资控制措施。以省为单位的化债政策未能充分考虑到省内各地市和区县之间经济发展水平和债务状况的差异，导致部分债务率相对较低的地市和区县也受到了同样的限制。这种方式不仅限制了部分债务水平较低地区的投资活动，也阻碍了促进当地经济发展的金融要素流动。由于新增融资受限，这些地区可能无法获得足够的资金支持，从而制约了其基础设施建设、产业升级和民生改善等关键领域的发展。长期发展滞后将进一步影响当地经济结构的优化和竞争力的提升，可能引发债务风险水平的被动上升。

四是重点化债省份的投资受限，投资效率下降。一揽子化债措施实施后，虽然部分地方政府暂时缓解了流动性风险，但负债率指标却有所上升。这不仅是隐性债务显性化的结果，还反映出重点省份的另外一个重要问题：投资效率的下滑。一方面，在化债的大环境下，地方政府过于注重融资，而忽视了投资项目的选择与质量，同时经过长期挖掘优质项目相对有限，导致部分投资项目的收益率递减；另一方面，对于重大投资项目，重点省份需要报经省级发改委和国家发改委审查，审查权限的上移一定程度上降低了项目的审查效率，不利于项目的及时落地和推进。上述两个问题与负债率之间相互影响，不利于推动地方经济发展和债务风险化解。

五是部分地方化债压力大，从而挤占其他支出，导致部分区县“三保压力”加大。

六是城投公司面临多重压力，难以推动城投转型。在化解债务的压力下，城投公司将化债置于首要位置。城投公司筹集到的资金主要被用于偿还债务，缺乏足够的资金用于自身的转型与发展。资金短缺不仅限制了城投公司在新技术、新模式上的投资，也制约了其在市场竞争中的创新能力和应变能力。

四、政策建议：优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态

化债的核心问题在于，债务本身并非症结所在，关键在于债务支出的结构与效率、债务期限结构与现金流的匹配程度，以及是否形成了高质量的资产和稳定的现金流，是否存在期限错配等问题。化解债务的目标应聚焦于风险的化解，而非单纯追求债务规模的缩减。债务本身作为高质量发展的支撑点之一，需要明确其在高质量发展过程中扮演的角色。因此，根据在化债过程中出现的新问题，应因地制宜、动态调整化债政策，避免因过度压缩债务规模而限制经济增长，反而加剧债务风险。我们应努力降低化债政策



相对于财政形势的滞后性，提高政策的有效性和前瞻性。

一是针对付息压力较大的省份，将付息支纳入债务化解的综合考量。其一，对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。其二，由省级政府统筹付息，支持区县政府继续盘活资产资源，避免市县财政停摆。其三，对于付息压力大，特别是城投债务付息压力较大的省份，可根据当地城投存量债务压降的具体情况，在控制债务总量上升速度的前提下，适当允许其通过发行债券募集资金偿还部分利息，缓解付息压力。其四，积极争取金融机构的支持，置换定融等高成本融资，降低存量债务的利率水平，并适当提供新增贷款，以缓解城投公司的付息压力。通过上述做法，避免城投公司因刚性兑付需求而采取高风险行为，进而加剧隐性债务的风险。

二是以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。债务化解坚持省负总责的原则，但同时更加精细化，逐步建立以地市、区县为单位实施更加精准的债务风险监控和防范机制。建立重点化债地区调出机制，对于达到一定标准的地区，可调出重点化债地区名单；对于负债率较低且经济发展较好的地区，准许一定的新增债务额度。

三是区分存量债务中可由中央政府承担的部分，缓解地方存量债务压力。长期以来，地方政府的财权和事权不匹配是导致地方债务高企的原因之一。只有较好的解决地方债务存量问题，才能为高质量发展打下良好的基础。具体而言，存量债务中由于地方无序投资导致的存量债务，可由地方政府自行解决；而对于不可控的外部冲击导致的存量债务，如新冠疫情期间政府在民生方面支出产生的债务，可由中央接管，逐步消化此部分债务，缓解地方的债务压力。

四是建立债务与资本性预算制度，增加债务的透明度，完善对于地方举债的监督机制。在以往政府投资行为中，对于政府举债获得的资金投向、项目的后续收益情况，外界难以获取较为透明的信息。因此，需要将地方政府的举债行为与项目投资及后续管理统筹监管，而不是单一地约束地方政府举债。建立债务与资本性预算制度，促使地方政府公开披露项目投资的相关信息，形成上级、媒体和公众合力监督，对于项目资金的投向及回收严格监管；以项目为导向确定各地的举债额度，增强地方政府的投资收益意识，提高政府债务资金的使用效率。

五是中长期深化财税体制改革，上收事权和支出责任，从制度上约束地方的无效财政支出。一方面，应进一步明确中央和地方在财政支出方面的责任划分，特别是对于涉及民生的财政支出，中央政府应适当提高承担比例，并根据实际情况降低或免除地方政府配套资金的比例，从而避免地方政府财政压力过大，实现中央财政资源的有效利用和落地；同时配套建立长期约束机制，减少地方的低效投资，推动地方政府逐步走出财政困境，并带动区域在化解债务中实现健康、可持续的发展。

六是改革投融资体制，确立投资项目的负面清单制度，上收部分投资权限，形成投资决定融资的制度。一是建立投资项目的负面清单制度。在投资决策过程中，应以投资端为先导，根据项目的实际投资和预期收益情况，科学确定融资方式、期限和成本，确保项目自身能够实现收支平衡。二是对于具备经济收益性的项目，应秉持社会与经济收益并重的原则，积极探索民营企业的参与途径。三是避免投资权限过于下放到区县，从而避免区县债务攀升，并发挥规模经济效应。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，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，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

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