

财政：发力空间和领域

——24年六大总量话题2

相关研究

《货币宽松周期或继续——3季度货币政策报告解读》2023.11.28

《财政力度边际提升——2023年10月财政数据点评》2023.11.17

《外需升、消费稳、投资若——10月经济数据点评》2023.11.16

分析师:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zrz13186@haitong.com

证书:S0850522120001

分析师:侯欢

Tel:(021)23185643

Email:hh13288@haitong.com

证书:S0850522080004

联系人:王宇晴

Tel:(021)23185641

Email:wuyq14704@haitong.com

投资要点:

- **核心结论:** ①中国目前广义财政赤字率处于2020年来偏低位,明年的经济增长需要一定力度的财政支出,赤字率有望上升。②"三大工程"或是广义财政发力的重点,货币与财政协调力度有望加强。③化解地方债务,需优化央地债务结构,推进地方融资平台盘活存量资产以及整合转型。
- **"积极"的财政:需要多大体量?** 考察财政力度需要从广义财政视角出发。当前广义财政支出和广义财政赤字率与2020年高点相比均有较大提升空间。展望2024年,我们认为财政政策或将加大力度支持稳增长,赤字率目标或有所提高,财政政策重点关注广义赤字提高的规模有多大。
- **"积极"的财政:发力哪些方向?** 狭义财政支出以保民生为主,广义财政支出是财政发力的关键。明年广义财政发力的重要抓手或是"三大工程"建设,其中城中村改造和保障房建设的联动尤其值得关注。我们认为,落实"三大工程"建设需要财政与货币政策加强协同与配合,PSL等货币政策工具或将再度发力。此外,政策性银行和商业银行贷款也有望实现较快增长。
- **"积极"的财政:债务如何化解?** 与海外经济体相比,我国政府总体债务负担并不算重,但债务结构有所失衡,主要包括债务占比"中央低,地方高"、地方债务中隐性债务规模庞大、债务压力地域分化等。我们认为,目前化债仍处于财政金融手段不断配合以平滑短期风险的阶段,中长期来看,逐步调整央地杠杆结构、优化财税体制、提升地方财政经营能力、实现高质量发展,是地方债务问题解决的最终办法。
- **风险提示:** 基本面超预期变化,政策不及预期,假设和测算误差风险,海外不确定因素发酵。

目 录

1. “积极”的财政：需要多大体量？	4
2. “积极”的财政：发力哪些方向？	6
3. “积极”的财政：债务如何化解？	10

图目录

图 1	近年前 10 个月：财政预算收入进度	4
图 2	财政两本账：支出增速	4
图 3	今年狭义财政支出兜牢民生	5
图 4	2023 年 1-9 月新增地方专项债投向（%）	5
图 5	财政力度有所回落	5
图 6	我国广义财政赤字率测算	6
图 7	狭义财政支出主要以保民生为主	7
图 8	新时代建设领域的“三大工程”有望成为广义财政发力的重点	7
图 9	城中村改造投资、新建商品房投资和匹配基建投资预计共可带动年均投资过万亿	8
图 10	我国保障性安居工程支出	9
图 11	保障性安居工程支出结构：主要项目	9
图 12	我国地方政府杠杆率明显高于中央杠杆率	10
图 13	中国广义政府杠杆率低于美国日本等发达经济体	10
图 14	隐性债务规模仍在逐年增长	11
图 15	隐性债务利息支出压力明显高于显性债务	11
图 16	各地债务压力分化明显	11
图 17	特殊再融资债重点向债务负担偏重地区倾斜	12
图 18	盘活存量资产的主要方式与重点领域	13

表目录

表 1	2022 年一般公共预算支出：住房保障支出规模（亿元）	9
表 2	2023 年以来的化债相关政策表述	11

2023年是预期与现实交织、在波折中前进的一年，全年5%的经济目标有望顺利实现，今年的帷幕正徐徐落下，来年的新篇章即将谱写，继往开来，谋而后动。由此，围绕着2024年值得重点关注的六大总量话题（利率、财政、地产、消费、科技、美债），我们分别开展了深度研究。

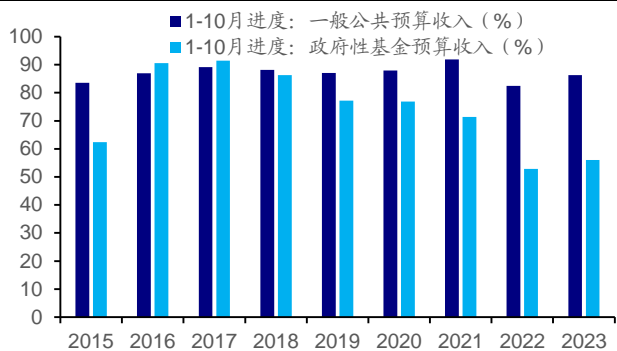
本篇财政方向研究报告是展望2024年六大总量话题系列报告的第二篇。中长期来看，我国经济具有较大的增长潜力。不过短期来看，要巩固经济恢复的成果，还需要积极的稳增长政策进一步发力。考虑到土地财政收入的下降，叠加地方新增债务的约束，财政支出端或受到一定影响。要保证积极的财政政策维持必要的强度，需要多少资金？财政稳增长需要如何发力？地方债务问题如何化解？本篇报告对此进行研究。

1. “积极”的财政：需要多大体量？

过去两年，疫情扰动、地产承压使得稳增长面临一定压力，财政给予了较大力度支持。今年经济处于复苏通道，更多依靠内生动力恢复，所以财政政策的支持力度、节奏相比去年有所不同。

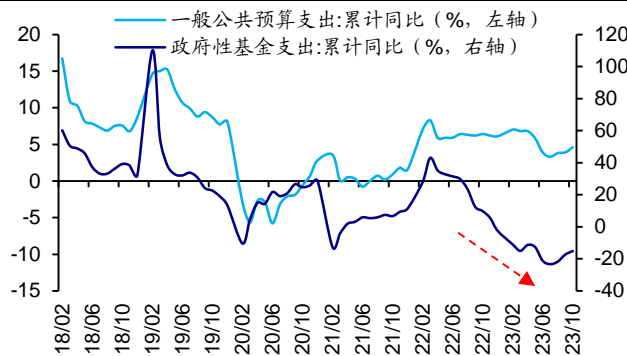
我们衡量财政积极程度，可以看看财政支出总量的变化情况，这虽然是一种比较粗略的估计，但仍然可以提供一定的参考意义。截至今年10月份，我国一般公共预算支出和政府性基金预算支出合计累计同比增速为-1.2%。财政支出的下滑，主要来自于财政收入端的下降。今年前10个月全国政府性基金收入同比降幅达到16%，达到全年预算进度的54.4%，虽然高于去年同期的51.3%，但是仍然偏慢。另一方面，地方政府隐性债务的规范监管，对于支出端也会构成一定约束。

图1 近年前10个月：财政预算收入进度



资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 财政两本账：支出增速



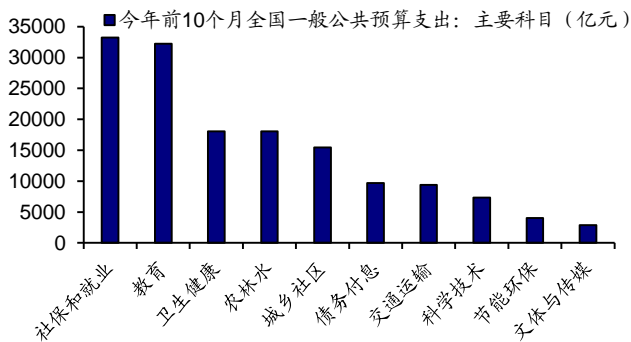
资料来源：WIND，海通证券研究所

从赤字情况看，今年3月《政府工作报告》提出，财政赤字率拟按3%安排，比去年提高0.2个百分点。需要提醒的是，政府赤字目标是在一般公共预算基础上，从其他账本的调入资金、中央预算稳定调节基金、结转结余资金等科目调整后的情况。为了更客观地反映财政力度，需要考察当年实际财政收支流量所反映的赤字变动，即实际财政赤字。依据2023年的财政预算草案，今年实际赤字增加924亿元，相应的赤字率由去年的4.7%小幅回落至4.5%。

此外，狭义赤字率更多反映的是一般公共预算的力度。但是包括政府性基金预算在内的广义财政对于经济的支持愈发重要，支出方向的变化也明显地说明了这一点。从今年预算的执行情况看，前10个月，全国一般公共预算支出215734亿元，其中社保和就业、教育、卫生健康支出占比分别达到15.4%、14.9%、8.4%，也就是说民生类支出位居各项前列。相比之下，农林水、城乡社区、交通运输等基建类支出合计占比19.9%，规模相对偏低。而从今年前9个月的专项债投向看，基建是主要领域。因此，考察积极

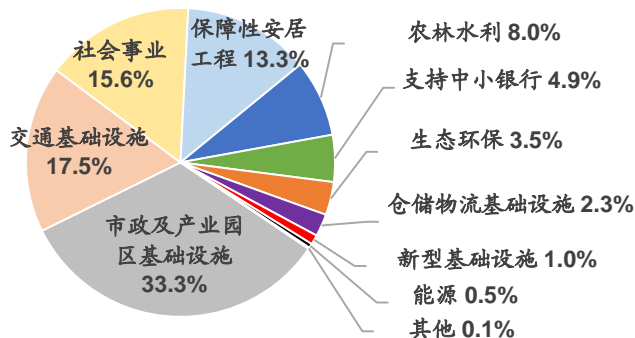
财政力度有必要从广义财政角度出发。

图3 今年狭义财政支出兜牢民生



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 2023年1-9月新增地方专项债投向 (%)

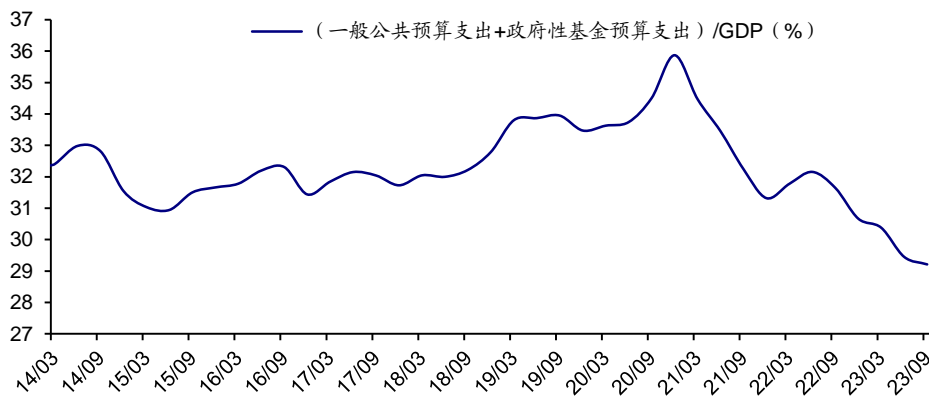


资料来源: Wind, 海通证券研究所

如果按照 (一般公共预算支出+政府性基金预算支出)/GDP 衡量财政支出的强度, 2019年这一比例为 33.5%, 2020年 35.9%, 2021年降至 31.3%, 2022年 30.7%, 截至 2023年 9月, 我们估算这一比例年化化为 29.2%, 比 2019年低 4 个百分点左右。假设今年名义 GDP 为 127 万亿元, 如果财政支出强度要回到 2019 年的水平的话, 则意味着财政支出强度要提高 4 个百分点, 两本账支出需要增加 5.1 万亿元左右; 如果财政支出强度回到 2020 年, 则要提高 6.7 个百分点, 两本账支出需要增加 8.5 万亿元左右。

而这里的支出强度还没有考虑地方政府隐性债务扩张而增加的广义财政支出。如果按照 (一般公共预算支出+政府性基金预算支出+隐性债务增幅)/GDP 衡量财政支出强度, 2019年为 38%, 2020年 43%, 2021年回到 36%, 2022年 36%, 2023年考虑到预算收入和土地出让收入下降, 以及城投债务增速放缓, 政府支出占 GDP 的比例可能进一步下降。所以如果要弥补隐性债务扩张放缓带来的支出减少, 则财政支出需要增加的规模要大一些。

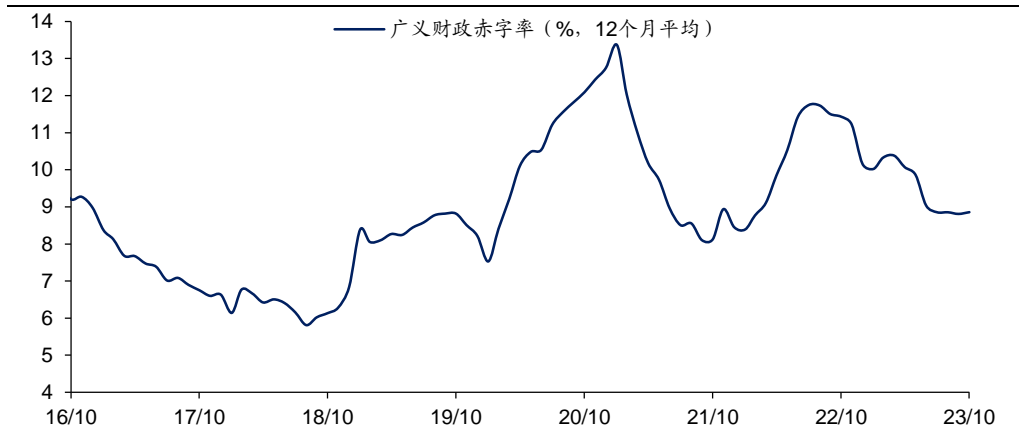
图5 财政力度有所回落



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算, 各季度为年化数据。

不过, 纯粹用财政支出数据来衡量广义财政的力度, 也会存在一定的偏差。例如, 如果财政支出的扩张是通过大量加税带来的, 那直接用财政支出来衡量财政积极程度, 则会存在一定的高估。所以我们可以用广义财政支出减去广义财政收入, 算出广义财政赤字率, 用赤字的变化来衡量广义财政的力度。

在测算广义财政赤字率的时候, 我们不仅考虑一般公共预算收支、政府性基金预算收支, 还考虑了政策性金融债券净融资、PSL 融资、城投债券净融资、铁道债净融资。截至今年 10 月, 连续 12 个月年化的广义赤字率为 8.9%, 而 2022 年最高时为 11.8%, 2020 年最高时为近 13%。假设今年名义 GDP 为 127 万亿元, 如果要回到 2020 年的财政强度, 广义赤字率要提高近 4.1 个百分点, 相应的收支缺口将增加约 5.2 万亿元。

图6 我国广义财政赤字率测算


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

不同方法测算出我国需要扩张的财政支出规模虽有不同，但整体规模其实并不小。在地方增量债务压降的背景下，我们认为财政发力需要中央加杠杆。从近期的政策看，这或是未来财政发力的重要手段。今年10月，财政部表示，四季度增发2023年国债10000亿元，全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。由于增发国债全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，所以不增加地方偿还负担。此外，财政部表示提前下达2024年度部分新增地方政府债务额度，适度扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围。

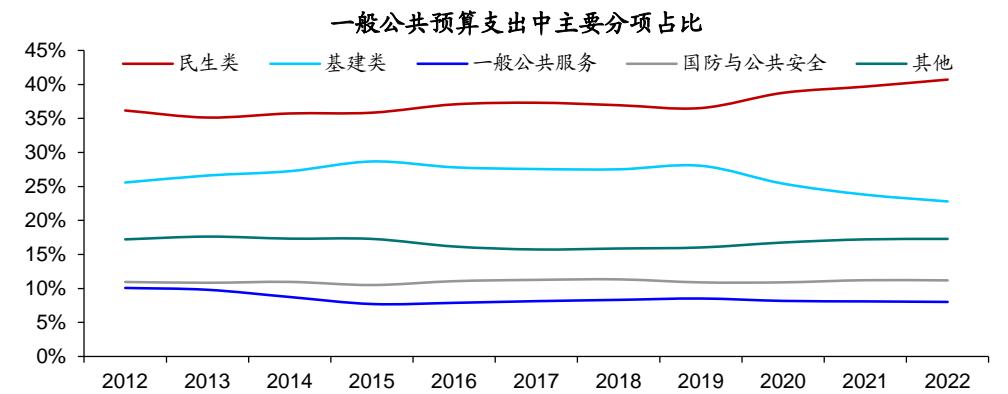
展望2024年，我们预计财政政策稳增长力度有望提升。从狭义财政的角度来看，赤字率目标或将有所抬升。2023年原定赤字率目标为3%，已经处于近年的较高位置。在增发万亿国债后，2023年财政赤字率进一步提高至3.8%。展望2024年，我们认为赤字率目标或在3%至3.5%。

狭义的财政赤字率难以反映财政支出的全貌，广义财政增加支持力度是影响明年经济恢复更关键的因素。我们认为，广义财政明年或有较大的发力空间，主要有以下几点原因：第一，2023年增发的国债当年拟安排使用5000亿元，其余5000亿元结转2024年使用，将对明年收入端形成补充，为财政支出增加空间。第二，新增专项债额度有望保持较高规模，预计或在3.8万亿元至3.9万亿元区间，资金的使用也会更加提质增效。第三，央行货币政策或将加强与财政政策的协同配合，利用结构性货币政策工具支持财政政策发力，PSL或有望重启来提供低成本资金。第四，政策性银行有望加码发力，增加政策性金融债券的供给，成为财政的有力补充。最后，考虑到财政发力稳增长信号较为明确，不排除把增加国债发行量作为储备政策。

2. “积极”的财政：发力哪些方向？

狭义财政支出以保民生为主。狭义财政支出主要反映的是一般公共预算支出，以保障和改善民生为支出重点。尤其在疫情后，一般公共预算需要落实“六保”任务，兜住兜牢基本民生保障底线，使得民生类支出占比进一步提升。从支出结构来看，2023年前10月，全国一般公共预算支出约21.6万亿元，其中民生类支出，如社保和就业、教育、卫生健康支出占比分别达到15.4%、14.9%、8.4%，合计占比38.7%。相比之下，一般公共预算支出中，基建类支出占比则逐渐由2015年的28.7%下滑至2022年的22.8%。2015年，地方政府专项债纳入了政府性基金预算。随着专项债发行规模迅速扩张，再加上土地出让收入的支撑，使得狭义财政支出之外的政府性基金支出对政府投资行为的贡献越来越大。因此，广义财政支出可以更全面的反映“积极”财政的发力力度。

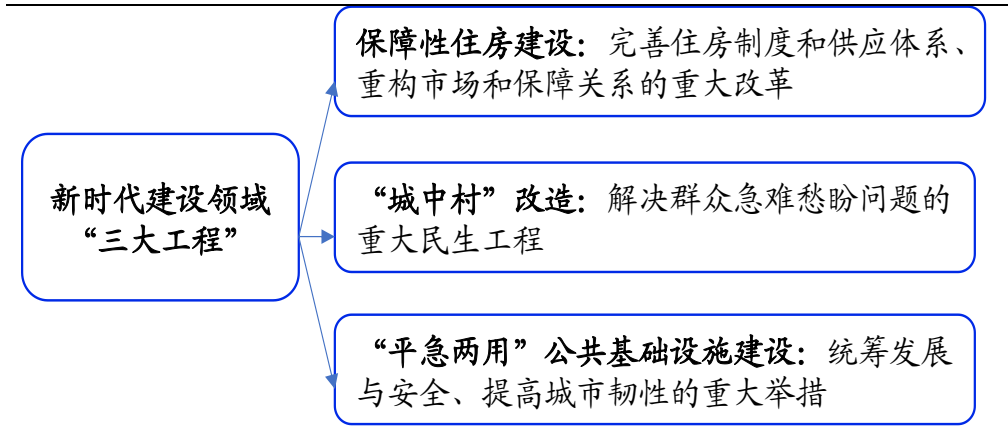
图7 狭义财政支出主要以保民生为主



资料来源：Wind，海通证券研究所。民生类支出包括社保和就业、教育、卫生健康、住房保障支出；基建类支出包括农林水事务、城乡社区事务、交通运输、节能环保支出。

“三大工程”建设或是明年广义财政发力的重要抓手，尤其是城中村改造和保障房建设的联动值得关注。2023年7月，中央政治局会议提出，要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。2023年10月，中央金融工作会议强调，要加快建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”，构建房地产发展新模式。城中村改造是解决群众急难愁盼问题的重大民生工程，保障性住房则是完善住房制度和供应体系、重构市场和保障关系的重大改革，有助于改善新市民居住问题，满足房屋更新换代，实现居者有其屋。在明年广义财政有望发力的情况下，“三大工程”或将成为重点建设领域。那么，“三大工程”有多少发力空间？我们对城中村改造和保障房建设所能拉动的投资规模进行了重点测算。

图8 新时代建设领域的“三大工程”有望成为广义财政发力的重点

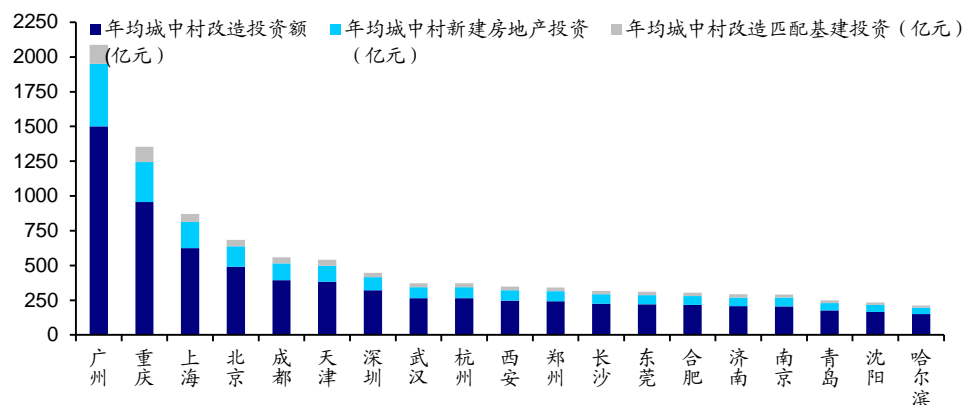


资料来源：住建部、人民网、中国政府网、人民日报、央视网，海通证券研究所

城中村改造计划、新建商品房投资和匹配基建投资预计可带动年均投资过万亿。我们预计我国19个超大特大城市待改造城中村面积逾12.5亿平（预计城中村人口*城镇人均住房面积）。同时参考《防止大拆大建问题的通知》中，拆除面积不大于现状的20%，拆建比不得超过2的要求，假设80%城中村待改造面积作为城中村改造面积，20%转化为新建商品房供应面积。在改造成本方面，参考《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》，计算临迁费、拆运费、建安补偿、搬家补偿、复建费用以及不可预见费（5%），得出广州等一线城市改造总费用为8309元每平方米，其他城市以八折估计。在新建商品房投资额方面，预计一线城市建安成本为5000元每平方米，其他城市为其八折。在预计城中村改造和新建商品房需要匹配相应的基建投资时，参考《广州市“城中村”改造成本核算指引》中，匹配基建投资成本约6亿元每平方公里。我们预计建设“平急两用”公共基础设施的投资，将主要包含在此类匹配的基建投资内。最后，参考城中村改造平均周期为5-15年，取中间值10年计算，城中村改造年均投入约为7252亿元，匹配相应基建投资约为年均752亿元，新建商品房投资额约为年均2182亿元，年均总计10186亿元。但考虑到城中村改造需要大量资金以及流程复杂，同时棚改和改造对象存在重叠，执行

周期长，以及能否新增商品房建面受限于改造的进度以及转化为可售住宅的比例，实际投资额可能低于我们的测算值。

图9 城中村改造投资、新建商品房投资和匹配基建投资预计共可带动年均投资过万亿



资料来源：Wind，七普数据，住建部，《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，《广州市旧村庄全面改造成本核算办法》，海通证券研究所测算

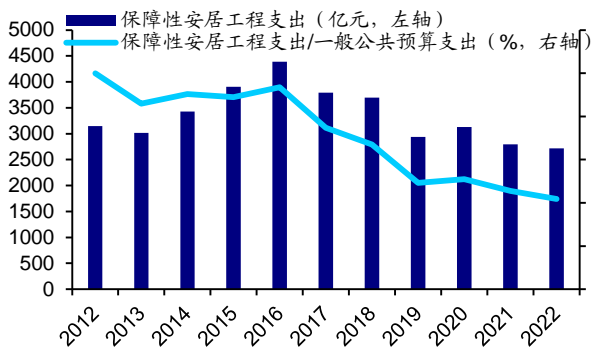
保障性租赁住房未来年均投资或约 1500 亿元。2022 年 8 月，住建部表示，“十四五”期间，我国计划筹建保障性租赁住房 870 万套。2021-2022 年，全国已建设筹集保障性租赁住房约 360 万套。2023 年全国计划筹建建设保障性租赁住房 204 万套，前 8 月任务已完成 72%，若按此进度 2023 年或能超额完成目标。那么 2024-2025 年期间，距离“十四五”期间计划的 870 万套，每年平均完成约 145 万套即可，但考虑到各地加快推进保障房建设以及扩大筹建目标，年均筹建保障性租赁住房可能上调，预计年均筹建保障性租赁住房可达 150 万套。2023 年 9 月，住建部表示全国各地近两年来共已建设筹集保障性租赁住房 508 万套（间），完成投资超过 5200 亿元。我们假设新筹建一套保障性租赁住房需投资 10 万元，则预计未来年均保障性租赁住房投资将达到 1500 亿元。

对于“平急两用”公共基础设施，它主要在超大特大城市建设，目前部分城市已经有推进，其中武汉首批推介项目共 23 个，总投资 162.5 亿元；杭州首批共 87 个项目，投资金额超 400 亿元；大连启动项目 7 个，总投资 24.4 亿元。考虑到目前披露的数据较少，整体的投资的规模还有待进一步观察。

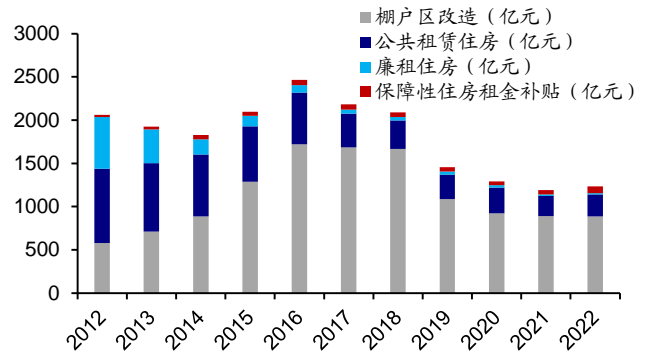
面对万亿投资的三大工程建设，资金来源有哪些？

从财政支出看，过去几年我国住房保障支出规模较为稳定。2022 年一般公共预算支出 26 万亿元，其中住房保障支出 7498.7 亿元。在住房保障支出中，保障性安居工程支出与三大工程建设更为相关，但是规模相对偏低。在 2016 年，保障性安居工程支出一度达到 4390.9 亿元高位，但是 2022 年这一支出降至 2718 亿元，占住房保障支出的比重由 64.8%降至 36.2%，在一般公共预算支出的占比从 2.3%回落至 1%左右。这也意味着仅仅依靠一般公共预算支出难以保障三大工程建设的推进。

在广义财政方面，符合条件的城中村改造项目或被纳入专项债的支持范围。参考今年前 9 个月，新增专项债投向保障性安居工程支出占比仅为 13.3%，这一比重明年可能有所提升，但是或仍难以覆盖三大工程建设的万亿投资体量。

图10 我国保障性安居工程支出


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 保障性安居工程支出结构: 主要项目


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 2022 年一般公共预算支出: 住房保障支出规模 (亿元)

保障性安居工程支出	2717.98
棚户区改造	885.93
老旧小区改造	776.59
其他保障性安居工程支出	480.78
公共租赁住房	253.89
住房租赁市场发展	116.91
农村危房改造	93.44
保障性住房租金补贴	80.04
廉租住房	15.71
沉陷区治理	14.03
少数民族地区游牧民定居工程	0.66
住房改革支出	4521.46
住房公积金	3242.96
购房补贴	827.74
提租补贴	450.76
城乡社区住宅	259.3
其他城乡社区住宅支出	146.82
住房公积金管理	89.74
公有住房建设和维修改造支出	22.74

资料来源: Wind, 海通证券研究所

住建部强调, 坚持多渠道筹措改造资金, 既可以由城市政府筹措资金, 也可以引入社会资金。所以我们认为, 三大工程建设的推进更加需要财政政策和货币政策协同配合。今年 11 月, 人民银行表示, 为“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。而上一次类似的措施是 2014 年 PSL 设立后, 为棚改提供了支撑。下一阶段, 我们预计 PSL 等货币政策工具或再度发力, 引导资金投向三大工程建设。从以往结构性货币政策工具的效果看, 4000-6000 亿元的资金或将撬动项目投资 1 万亿元至 1.5 万亿元左右。

除此之外, 政策性银行和商业银行贷款有望实现较快增长, 对“三大工程”建设提供资金支持。为了引入社会资金, 城市更新引导基金有望扩大规模, 通过政府支持, 国企牵头, 扩大社会资本对项目的投入。最后, 保障性租赁住房 REITs 或将常态化发行, 进一步拓宽“三大工程”建设的融资渠道。

3. “积极”的财政：债务如何化解？

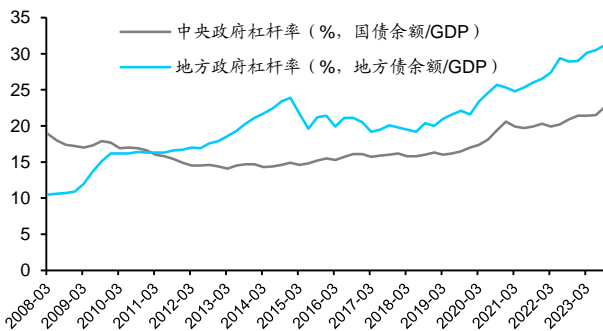
如果要释放地方政府财政的“积极”功能，不可避免也需要解决当前地方政府面临的存量债务压力。所以地方政府的债务化解，也将是财政稳增长的重要组成部分。

首先，我们需要弄清地方政府债务的现状。理论上我们衡量政府债务压力主要用到负债率和债务率两个指标，负债率（杠杆率）=债务余额/GDP，债务率=债务余额/综合财力。

与海外经济体相比，我国政府总体债务负担并不算重。显性债务方面，截至 2023 年 10 月 31 日，我国国债规模 28.31 万亿元，地方债规模 39.91 万亿元，政府债务余额合计超 68 万亿元。负债率角度，截至 2023 年三季度末，我国地方政府负债率为 31.2%，中央政府负债率为 22.6%，均低于国际通行警戒值（60%）；债务率角度，国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值为 90-150%，2022 年末我国地方政府债务率约为 119%，位于标准区间中段。

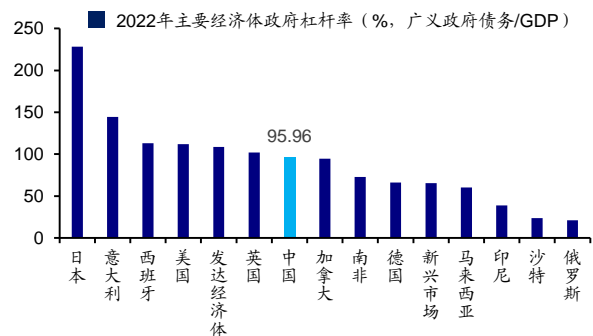
考虑政府债务，还需要将地方政府的隐性债务规模纳入在内，这里我们将城投平台可统计到的有息债务近似作为地方隐性债务。截至 2022 年底，城投有息债务规模约 56.98 万亿，我国政府广义杠杆率约为 96%，仍明显低于发达经济体政府杠杆率（美国 112%，日本 229%），债务风险相对可控。

图12 我国地方政府杠杆率明显高于中央杠杆率



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023.9.30

图13 中国广义政府杠杆率低于美国日本等发达经济体

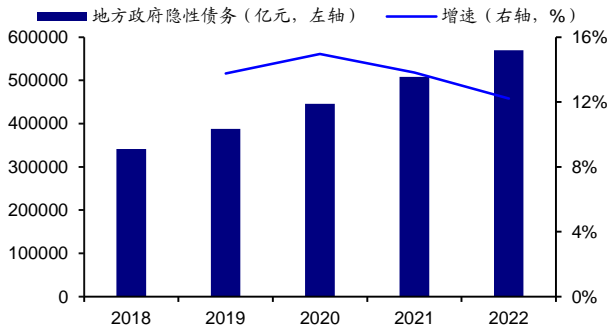


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2022.12.31

然而问题主要集中在债务结构层面。其一，债务占比呈现出“中央低，地方高”的特点。“投资驱动”的经济发展模式以及地方政府事权财权不匹配的问题使得近十年地方债务快速积累，2022 年末，地方债务大概占到广义政府债务的 78%左右，相比之下，中央债务的规模与占比均较低。

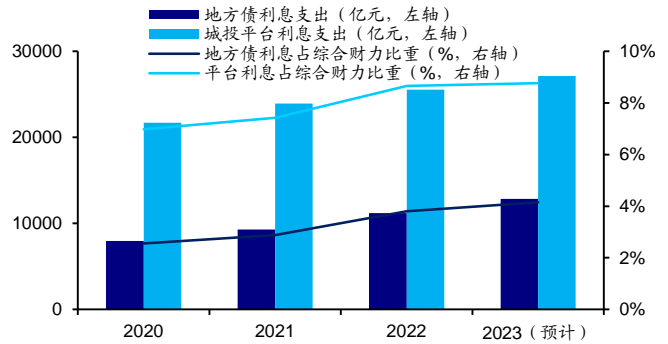
其二，地方债务中，潜在风险较高的隐性债务规模庞大，过高的融资成本是地方政府债务快速攀升的重要原因之一。目前地方隐债与显债规模比例约为 1.6:1，且隐债规模呈现逐年增长趋势，2022 年增速 12%左右。隐债潜在风险主要体现在两方面，一是隐债形式多元复杂，包括银行贷款、城投债、融资租赁、非标融资（主要为信托和委托贷款）、PPP 项目等，在具体操作中管理规范难度大，融资透明度较低；另一方面，隐债成本偏高，2022 年城投债加权票面利率约 4.76%，加上非标等其他更高成本的融资形式，我们预计城投平台综合融资成本超 5%，相比之下地方政府债综合成本仅 3.39%，如果以 2022 年地方政府综合财力为基准，预计今年地方债和城投平台的利息支出占综合财力的比重将分别达到 4.15%和 8.77%。

图14 隐性债务规模仍在逐年增长



资料来源：企业预警通，海通证券研究所，截至 2022.12.31

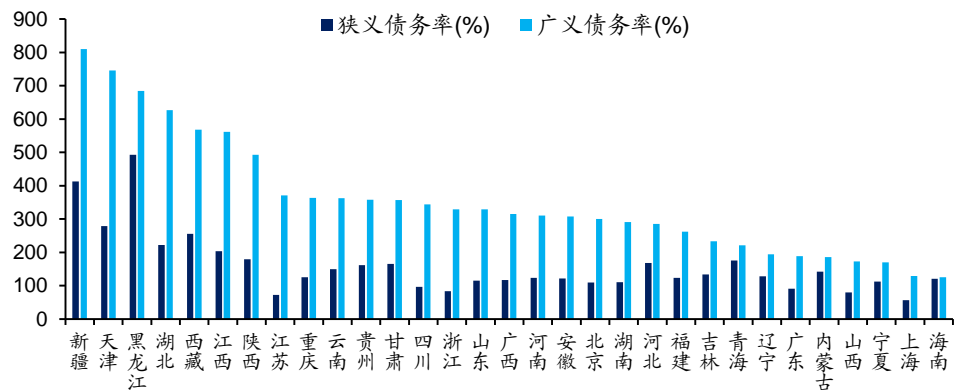
图15 隐性债务利息支出压力明显高于显性债务



资料来源：企业预警通、中国政府网、财政部定期报告《地方债券发行和债务余额情况》，海通证券研究所

其三，不同区域债务负担差别显著，中西部地区债务压力更大。从狭义和广义债务率上看，各地债务压力表现分化¹，中西部地区债务率偏重。

图16 各地债务压力分化明显



资料来源：企业预警通，海通证券研究所，截至 2022.12.31

总结来看，我国政府的债务风险可控，但成本较高的特征明显，债务结构有所失衡，包括中央债务和地方债务的比例、地方债务中显债和隐债的比例、地域分化等。那么针对目前的债务结构问题，如何有效防范化解风险？

7月24日中央政治局会议上明确提出“制定实施一揽子化债方案”，10月底中央金融工作会议要求“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”，期间财政部、央行等多部门密集表态、紧密配合，表明“一揽子化债方案”实质上是系统性、多方面配合实施的一套框架，涵盖中央财政支持、货币政策与金融机构配合、地方城投自主转型等诸多方面。

表 2 2023 年以来的化债相关政策表述

时间	来源	相关内容
2023.2.22	全国财政工作会议	积极稳妥防范化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险底线。要继续抓实化解地方政府隐性债务风险。要加强地方政府融资平台公司治理。逐步剥离政府融资功能，聚焦主业发展，建立现代企业制度，规范法人治理结构。
2023.3.5	2023 年两会政府工作报告	防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。
2023.3.6	《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》	坚持督帮一体，支持地方防范化解风险。中央财政将债务风险较高、库款保障程度较低、财力相对薄弱的地区作为监测重点，及时向地方提醒提示风险隐患。进一步压实地方和部门责任，推动建立防范化解地方政府隐性债务风险长效机制。引导省级政府加强资源统筹，支持高风险市县缓解还本付息压力。
2023.7.4	国务院关于 2022 年中央决算的报告	加强地方政府债务管理。将地方政府法定债务管理全面纳入预算管理一体化范围，指导地方做好专项债券项目储备，建立专项债券支出进度通报预警制度，对专项债券项目实施穿透式监测。加强部门间信息共享和协同监管，保持高压监管，严肃查处违法违规融资行为，

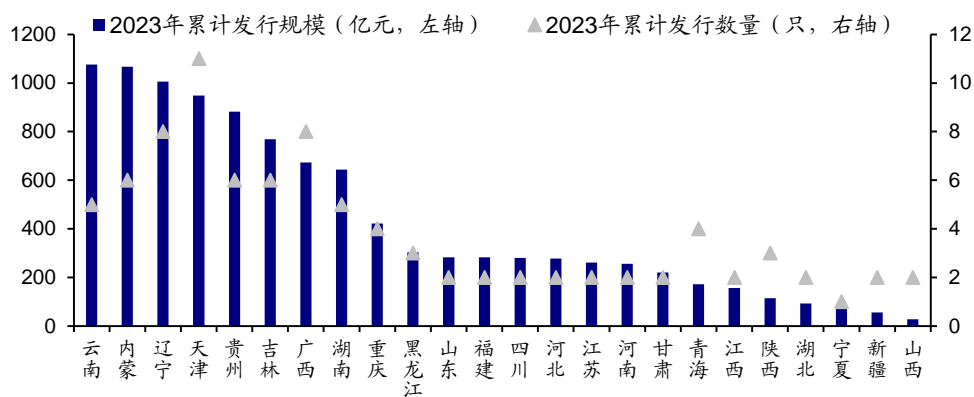
¹ 狭义债务率=地方政府债余额/综合财力，广义债务率=(地方政府债余额+城投平台有息负债)/综合财力

2023.7.24	中共中央政治局会议	坚决遏制隐性债务增量。督促地方落实主体责任，统筹各类化债资源，增强市县偿债能力，逐步化解隐性债务存量。严控高风险地区新增地方政府债券规模，防止风险持续累积。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。
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。进一步完善金融风险监测、评估与防控体系，继续推动重点地区和机构风险处置，强化风险早期纠正，丰富防范化解系统性风险的工具和手段，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
2023.8.30	《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。
2023.10.31	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。
2023.11.8	金融街论坛年会	下一阶段货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，必要时还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持

资料来源：中国政府网，财政部，中国人民银行，新华社等，海通证券研究所

首先，针对短期流动性问题，金融系统与地方政府可同步配合降息展期，以时间换空间，缓释债务风险。1) 本轮化债政策的具体落地发轫于 10 月重启发行的地方特殊再融资债，目前规模已逾万亿，重点向债务负担偏重地区倾斜，用于存量债务置换，发行节奏和用途均超预期。2) 金融支持化债，同样聚焦在债务置换、展期降息方面。国有大行、资产管理公司与多个省市政府签署战略合作协议，在授信额度、高息债务接续、不良资产处置等领域提供相关支持；同时对于债务负担较重地区，必要时央行或配套提供应急流动性资金支持债务展期。

图17 特殊再融资债重点向债务负担偏重地区倾斜

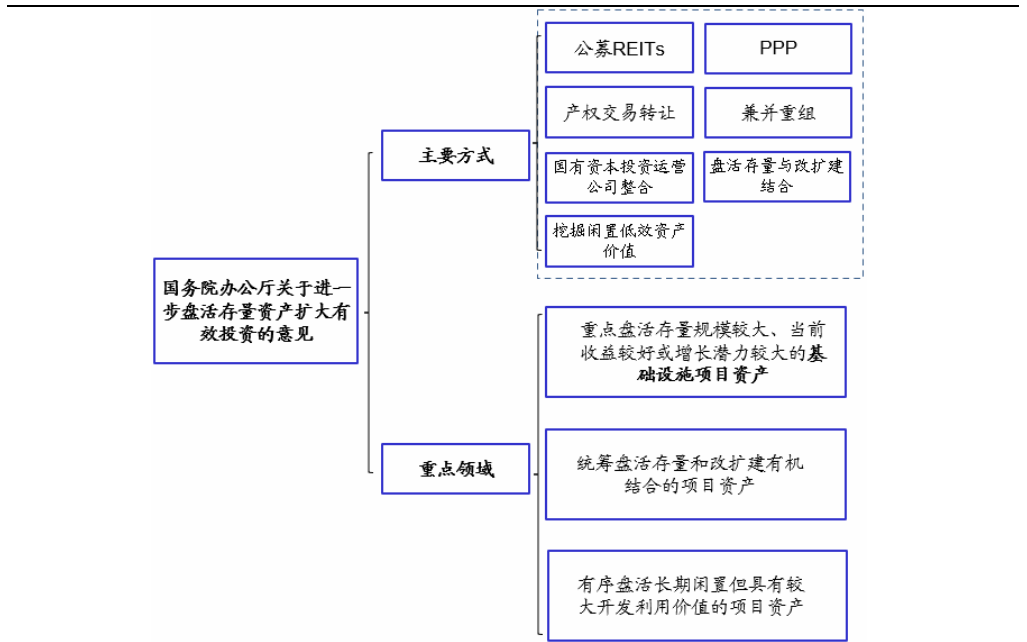


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023.10.31

其次，从中长期视角来看，中央和地方政府杠杆结构有较大调整空间。10 月中央金融工作会议特别强调“优化中央和地方政府债务结构”，当前中央财政杠杆率较低，相比于地方财政有较大政策空间，中央或可通过发行长期限、低利率的国债，来置换较高成本的地方债。从中长期发展角度来看，土地财政逐渐弱化，企业与居民部门加杠杆意愿不足，中央加杠杆是大势所趋，区域性的重大基建项目融资配套或可由中央承接，以更好地匹配成本与收益以及投融资的期限。

最后，回归到地方本身，债务化解的根本之道在于地方政府债务偿还能力的提升、地方融资平台的全面转型。今年以来“压实地方和部门责任”+“严肃财经纪律”成为各项文件中频繁出现的表述，本质上地方债务的偿还仍需地方政府负责，债务本身仍需未来确定性的收益偿还。我们认为可通过盘活存量资产以及平台整合转型两方面进行推进，前者通过 REITs、PPP、产权交易转让等途径进行，后者通过资源重组提升城投平台的综合实力以提高自身经营能力。

图18 盘活存量资产的主要方式与重点领域



资料来源：中国政府网，海通证券研究所整理

参考政府债务结构特点和化债政策脉络，我们认为，目前化债仍处于财政金融手段不断配合以平滑短期风险的阶段，中长期来看，逐步调整央地杠杆结构、优化财税体制、提升地方财政经营能力、实现高质量发展，是地方债务问题解决的最终办法。

风险提示： 基本面超预期变化，政策不及预期，假设和测算误差风险，海外不确定因素发酵。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
 梁中华 宏观经济研究团队
 张紫睿 固定收益研究团队
 侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。