



宏观研究

【粤开宏观】从化债到化险，厘清地方债务风险的五个认知

2025 年 10 月 08 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

近期报告

《【粤开宏观】历次牛市回调的原因是什么？有哪些特征？该如何应对？》

2025-09-25

《【粤开宏观】牛市的成因是什么？牛市还能否延续？》2025-09-24

《【粤开宏观】迈向中等发达国家：“十四五”经济回顾与“十五五”经济增长目标测算》2025-09-21

《【粤开宏观】大国财政的担当：“十四五”时期我国财政治理成效回顾》2025-09-18

《【粤开宏观】美联储重启降息周期：回顾、展望及影响》2025-09-18

摘要

一、从三大微观主体角度分析地方债：债务问题事关地方政府能力和积极性，进一步影响企业和居民预期

看待地方债务问题，不能仅从流动性风险和金融风险（到期不能还本付息）的角度去看，更要看到地方政府债务的妥善处理事关经济平稳运行。三季度后，经济再度承压，深层次的原因在于经济内生动能不足、微观主体积极性不高。宏观调控政策不能仅仅满足于弥补需求缺口，这只能是阶段性目标，最终目标是通过扩大需求提升内生动能和微观主体的积极。因此，这就意味着宏观调控的方式要优化，尤其要避免所谓“挖坑填坑也能创造需求”的简单思维。在经济下行阶段，三大微观主体中地方政府处于关键位置。

二、厘清地方债务及其风险问题的五个认知：化债与化险存在本质区别

一是化债与化险的关系：化债不等于化险，化险不等同于压降债务规模。“防范化解地方政府债务风险”是三大攻坚战任务的重要内容，核心目标落在“风险”而非单纯“债务”。

二是化债方式与经济周期的关系：经济上行期“清偿式化债”、经济下行期“接续式化债”。

三是债务与资产的关系：债务与资产是对应的，关键是债务形成资产的效率以及资产的质量；防范风险的重点从控规模转向优结构，即打开债务规模限制、侧重债务质量。

四是财政债务空间是动态的，政策应充分利用低利率低通胀时代的政策空间，顺势而为。

五是地方债务问题的性质：不是简单的金融问题和地方政府行为规范问题，而是财税体制、发展模式、激励机制和宏观经济多重问题的叠加。

三、当前进一步化解债务风险仍需解决的五大结构性问题

一是化债资源与地方化债需要之间存在矛盾；二是隐性债务规模的底数有待进一步厘清；三是当前化解隐性债务主要是通过专项债置换，与隐性债务投向不完全匹配；四是隐性债务产生的土壤仍然存在，化解隐性债务风险的长效机制仍未建立起来；五是融资平台从“退平台”到“真转型”尚需时间：历史债务剥离、注入资产、重建机制。

四、政策建议

（一）短期优化化债方式，进一步提高债务限额

一是根据地方化债需要靠前使用化债额度。将“6 万亿分三年、4 万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，根据需要靠前



化债而非平均用力。

二是进一步提高地方债务限额，置换漏报的隐性债务。

三是根据债务投向分别使用国债、一般债、专项债置换隐性债务，优化存量债务结构。

四是中央加大对地方的转移支付或提高地方债务限额，缓解房地产持续调整对地方的冲击。

（二）中长期要稳定宏观税负，深化财税制度改革

五是稳定宏观税负。其一，规范税收优惠；其二，强化征管，促进线上与线下经济税负公平；其三，优化财政政策实施方式，从重收入端减税降费转向支出端扩大支出来应对经济下行压力；其四，推动消费税扩围，将高污染高耗能以及高端会所服务消费纳入其中。

六是推动融资平台“真转型”。其一，做好历史债务的剥离；其二，注入资产并重组，提高功能性国企的经营能力；其三，重建机制，既确保政府与市场的关系清晰，地方政府不再让功能性国企承担投融资的职能，同时支持功能性国企建立市场化的选人用人和激励机制。

七是建立债务预算和资本预算，对债务形成有效约束并有利于未来盘活资产资源。

八是深化财税体制改革，上移部分事权和支出责任至中央；形成投资决定融资的体制，避免投融资错位。

风险提示：政策力度超预期、外部冲击超预期



目 录

一、从三大微观主体角度分析地方债：债务问题事关地方政府能力和积极性，进一步影响企业和居民预期	4
二、厘清地方债务及其风险问题的五个认知：化债与化险存在本质区别	5
（一）化债与化险的关系：化债不等于化险，化险不等同于压降债务规模	5
（二）化债方式与经济周期的关系：经济上行期“清偿式化债”、经济下行期“接续式化债”	5
（三）债务与资产的关系：债务与资产是对应的，关键是债务形成资产的效率以及资产的质量；防范风险的重点从控规模转向优结构，即打开债务规模限制、侧重债务质量	5
（四）财政债务空间是动态的，政策应充分利用低利率低通胀时代的政策空间，顺势而为	6
（五）地方债务问题的性质：不是简单的金融问题和地方政府行为规范问题，而是财税体制、发展模式、激励机制和宏观经济多重问题的叠加	6
三、当前进一步化解债务风险仍需解决的五大结构性问题	6
（一）化债资源与地方化债需要之间存在矛盾	6
（二）隐性债务规模的底数有待进一步厘清	6
（三）当前化解隐性债务主要是通过专项债置换，与隐性债务投向不完全匹配	7
（四）隐性债务产生的土壤仍然存在，化解隐性债务风险的长效机制仍未建立起来	7
（五）融资平台从“退平台”到“真转型”尚需时间：历史债务剥离、注入资产、重建机制	7
四、政策建议	7
（一）短期优化化债方式，进一步提高债务限额	7
（二）中长期要稳定宏观税负，深化财税制度改革	8



一、从三大微观主体角度分析地方债：债务问题事关地方政府能力和积极性，进一步影响企业和居民预期

看待地方债务问题，不能仅从流动性风险和金融风险（到期不能还本付息）的角度去看，更要看到地方政府债务的妥善处理事关经济平稳运行。今年上半年，中国经济运行总体平稳，上半年增长 5.3%。但是进入三季度后，经济再度承压，这其中有需求不足尤其是消费不振的问题，也有政策靠前发力从而下半年政策力度相对不足的问题。上半年经济增长确实一定程度上源自政策尤其是财政政策的支撑，比如上半年的“以旧换新”撬动消费、“两重两新”带动制造业和基建投资保持较高增速，上半年集中发力，下半年力度自然减弱，带动经济承压。但这些只是表象，更深层次的原因在于经济内生动能不足、微观主体积极性不高。企业投资和居民消费的意愿减弱时，由政府投资暂时补位，这是一般意义上的宏观调整。宏观调控政策不能仅仅满足于弥补需求缺口，这只能是阶段性目标，最终目标是通过扩大需求提升内生动能和微观主体的积极。因此，这就意味着宏观调控的方式要优化，尤其要避免所谓“挖坑填坑也能创造需求”的简单思维；需求管理如果不作用于微观主体资产负债表修复、信心和行为的改善，“挖坑填坑”式扩大需求只能解暂时之急而非长久之计，久而久之经济就会陷入“政策依赖症”，宏观调控效果也会越来越差。

三大微观主体（地方政府、企业、居民）之间是什么关系？是平行关系，还是相互作用，还是其中有占据更为主导性的力量？在经济上行或正常运行阶段，经济运行主要靠市场调节，企业和居民根据利润最大化和效用最大化自主决策，地方政府通常退居幕后，主要负责提供公共产品和维护公共秩序；然而，在经济下行期，尤其是近年来中国经济增速持续回落的背景下，这三大微观主体的关系可能就发生了变化。居民因预期转弱而增加预防性储蓄、压缩消费，企业则普遍采取避险策略，缩减投资与用工，仅凭居民和企业二者自身的力量，难以推动经济走出下行通道。

在三大微观主体中，地方政府处于关键位置。如果地方的财力相对充裕，债务问题得到妥善处置，地方政府发展经济和提供公共服务的能力得到保证，地方政府对企业的态度便不再是“远洋捕捞”、加强罚没收入征管或者长期拖欠账款，而是营造更优营商环境，帮助其解决需求不足的问题，进而稳定企业的预期；地方财力充裕、债务妥善处置，则地方政府对居民部门的工作重点是更多地“投资于民”，更多地去解决教育、医疗、养老等方面的后顾之忧，更多地去稳定房地产，修复部门资产负债表，从而有利于稳定居民预期，提振消费意愿。因此，在经济下行阶段，地方政府的角色尤为关键。然而，当前房地产深度调整使政府面临双重压力：一方面，土地出让收入从高峰的 8.7 万亿元骤降至去年的 4.9 万亿元，减少近 4 万亿元，这个缺口如果不能通过债务或者中央转移支付弥补，就直接导致地方可用财力减少，地方政府的能力下降。另一方面，地方政府还存在化解历史存量隐性债务的压力。在收入锐减、偿债高峰叠加的背景下，寄希望于地方政府激发企业与居民积极性并不现实，地方政府的能力不足。由此可见，妥善处置地方政府债务已成为维系经济平稳运行的前提。

当下房地产问题处理起来有难度，但地方政府债务问题解决起来则相对容易很多。如果中央在短期内加大对地方的转移支付力度，或者提高地方政府债务限额，可以暂时堵住房地产深度调整引发的地方财力缺口，稳定地方政府的能力。总之，接下来的政策重点在于优先恢复和激发地方政府的积极性和能力，之后才有可能由地方政府带动企业和居民的积极性，推动企业和居民行为从防御转向扩张。



二、厘清地方债务及其风险问题的五个认知：化债与化险存在本质区别

十几年来，各界对于地方债务及其风险问题的讨论一直在进行，中央一揽子化债的部署也在持续化解债务风险。理论层面的讨论与实践层面的实施到现在，形成了很多共识，也还有分歧，有必要系统总结对于债务及其风险的认知，厘清一些误区。

（一）化债与化险的关系：化债不等于化险，化险不等于压降债务规模

“防范化解地方政府债务风险”是三大攻坚战任务的重要内容，核心目标落在“风险”而非单纯“债务”。日常简称的“化债”并不准确，要与“化险”做明确的区分。化债不等于化险，因为如果以刚性清偿方式压降债务余额，短期看债务规模下降，但却同步削弱了地方政府依托债务形成的基建投资与发展经济的能力，经济增速可能下得更快，由此触发的负向乘数效应可能反而放大整体风险。也就是这种刚性的化债，不仅没有化解风险，反而扩大了风险。因此，要立足核心目标，压降的是“风险”而非“规模”。防范化解债务风险可以通过体制机制改革、提升债务投向效率实现。在当前发展阶段，必须坚持在发展中化债，不能毕其功于一役，先彻底消灭债务、再重启经济发展的“化债中发展”思路并不可行。对此，必须在战略层面保持清醒认知。

（二）化债方式与经济周期的关系：经济上行期“清偿式化债”、经济下行期“接续式化债”

当经济增速处于上行时期，人口、房地产均处在上行周期，此时可以采取清偿式化债，此时的财政收入往往增速高、土地出让收入增速快，用财政盈余偿还债务以压降债务规模，既降低杠杆，又抑制经济过热。如果经济处在下行周期，这时候清偿式化债的方式可能会引发新的风险，将原本可用于经济发展扩大总需求的财政资金用于偿债，这时经济会加速下行，此时有必要选择“接续式化债”的方式，就是通过拉长期限、压减利率成本的方式化解当期债务风险，以更长周期的债务接续到期债务；同时保持政府支出强度，以时间换空间。从更长的时间维度看，今天看似高企的债务规模，到2035年乃至2049年再来看这些规模可能是很小的。因此，根据不同经济周期，来选择相应的化债方式是很重要的。2018—2021年房地产与土地出让收入仍处上升通道，地方政府通过“卖地还债”实现债务缩减是可以的，但是伴随房地产深度调整，化债策略必须随经济周期而切换。

（三）债务与资产的关系：债务与资产是对应的，关键是债务形成资产的效率以及资产的质量；防范风险的重点从控规模转向优结构，即打开债务规模限制、侧重债务质量

政府债务对应一定的资产，如果债务形成资产的效率高、资产质量高，那债务就不是风险。因此，地方债务防风险的重点应从“控规模”转向“优结构”。若适度放宽总量约束，把监管重心前移至投向结构，通过提高项目储备质量、加快资金下拨效率、强化中期监督和事后续效评价，便可提升资产转化效率，盘活现金流，最终降低风险。新增债务的投向结构而非规模大小，才是决定未来偿债能力的关键。



（四）财政债务空间是动态的，政策应充分利用低利率低通胀时代的政策空间，顺势而为

财政和债务空间不是静态的，并不存在一个特定的数值，它是随着经济社会发展环境变化而变化的。比如，低利率、低通胀的发展阶段，实际融资成本下降，债务空间相应扩张；而且此时处于低通胀，持续发债并不会引发通胀问题。反之，高利率、高通胀将迅速压缩可承受杠杆。因此，在现有低利率、低通胀环境下，应果断扩大举债，并同步提升债务资金的使用效率与投向质量。

（五）地方债务问题的性质：不是简单的金融问题和地方政府行为规范问题，而是财税体制、发展模式、激励机制和宏观经济多重问题的叠加

自 2008—2009 年“四万亿”起，关于政府债务性质的讨论已持续十余年。政府债务不同于企业债务，其本质由政府的职能与属性决定。它并非单纯的金融交易，不是地方政府向银行信托等机构举债的“借一用一还”的一般意义财务行为，也不是地方行为规范与否的技术问题，而是财税体制、发展模式、激励机制与宏观经济运行多重矛盾叠加的集中体现。

例如，各界普遍关注的央地关系问题，中央与地方的事权和支出责任划分不清晰、地方的事权和支出责任多，即使划分清晰后也会随经济社会发展不断调整。中央部门出台新文件新要求，落地执行者仍是地方政府，在事权和支出责任即使划分清晰的框架下，也会增加地方支出责任。若没有匹配相应财力，就会产生隐性债务等问题，因此地方债务问题背后是财税体制问题。

再比如，中国经济的发展模式正由债务和投资驱动转向科技和消费驱动，但目前尚未完成转型。只要债务投资驱动的发展模式依然存在，就会有债务问题。

同时，地方债务问题跟宏观经济发展态势也有较大关系，宏观经济面临总需求不足导致物价下行的问题，物价下行、企业利润下行等带动税收收入走低，收支缺口随之扩大，于是产生债务

三、当前进一步化解债务风险仍需解决的五大结构性问题

（一）化债资源与地方化债需要之间存在矛盾

现行“6+4+2”方案合计形成每年 2.8 万亿元额度：6 万亿元分三年、每年 2 万亿元，4 万亿元分五年、每年 0.8 万亿元。然而，地方隐性债务到期时间分布并不均匀，部分年度偿债规模高于 2.8 万亿元，部分年度则低于该水平，导致化债额度与偿债的现金流之间产生结构性错配。为此，有必要根据各地债务实际到期节奏，一次性将可用额度全部分配至地方，并完整计入地方政府资产负债表，由地方自主、靠前、弹性使用。

（二）隐性债务规模的底数有待进一步厘清

截至 2024 年末，中国的法定政府债务负债率为 60.9%，若将已认定的隐性债务并入，则升至 68.7%。而 IMF 与国际清算银行公布的同口径数值分别为 88.3%和 88.4%，与财政部口径相差 19 个百分点左右。该差额是否还对应尚未披露或漏报的隐性债务，需要核实；如确实存在，应在去年“6+4+2”化债额度的基础上再追加债务限额。否则，在一般



公共预算收入和土地出让收入同步短收的背景下，地方政府还要额外筹措资金偿还未被纳入底数的债务，势必形成新的财政缺口或新的隐性债务，影响经济发展。

（三）当前化解隐性债务主要是通过专项债置换，与隐性债务投向不完全匹配

专项债置换隐性债务的方式隐含两个前提：第一，所有隐性债务的产生均属地方债务，是地方政府行为不规范导致的，故以地方债承接并计入地方资产负债表；第二，隐性债务对应的资产具备一定的现金流收益，因此适用收益债性质的专项债。然而，已认定的 14.3 万亿元和冰山之下可能漏计的债务成因多元、投向多元。其中，部分隐性债务可能源于央地事权划分不清，地方为履行中央事权被迫举债；部分投向了无收益或收益不足的公益项目。对于前者，可考虑发行国债置换，前提是先对债务责任进行清晰界定；对于后者，则宜通过一般债置换。如此分类置换，一方面可一次性优化中央与地方的存量债务结构；另一方面也能避免地方财政背上更大的付息压力，因为一般债利率低于专项债，如果国债置换那就不需要地方再负担本息。中央地方的债务结构优化不应仅限于每年新增的赤字国债和特别国债层面，存量债务同样应纳入调整范围。

（四）隐性债务产生的土壤仍然存在，化解隐性债务风险的长效机制仍未建立起来

收入端收缩而支出端无法同步压缩，收支缺口固化。第一，物价下行带动税收收入下行，房地产调整带动土地收入骤降，由此宏观税负持续下行，而支出难以削减，于是产生收支缺口，容易形成隐性债务。第二，中央对地方多元目标考核导致地方支出责任刚性扩张。第三，经济发展模式仍未根本转型。第四，央地事权和支出责任划分仍不清晰、不稳定。稳定宏观税负、推进经济发展模式转型、划分清晰央地关系，成为当务之急。

（五）融资平台从“退平台”到“真转型”尚需时间：历史债务剥离、注入资产、重建机制

目前有很多城投平台宣布退出融资平台，但是退平台更多是政策高压下平台的应对，而非真正转型为规范运营的市场化主体。推动融资平台从“退平台”到“真转型”，核心在于剥离历史债务并注入有效资产，以及重建机制，既包括政府与市场的关系（政府不再干预功能性国企的经营并赋予其政府投融资的职能），也包括微观层面激励机制的完善。地方调研显示，部分县区将原有分散平台整合为一家大型综合平台后，信用评级得到提升、融资空间得以扩大，江苏多地市及区县实践验证该模式可行。下一步需同步重构政府与市场激励相容机制，以保障转型后平台进入良性循环。

四、政策建议

（一）短期优化化债方式，进一步提高债务限额

一是根据地方化债需要靠前使用化债额度。将“6 万亿分三年、4 万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，根据需要靠前化债而非平均用力。

二是进一步提高地方债务限额，置换漏报的隐性债务。



三是根据债务投向分别使用国债、一般债、专项债置换隐性债务，优化存量债务结构。对于因为央地事权划分不清晰导致的隐性债务，由国债置换；对于投向没有收益的项目，用一般债置换；对于投向有一定收益的项目，用专项债置换。

四是中央加大对地方的转移支付或提高地方债务限额，缓解房地产持续调整对地方的冲击。一方面避免地方继续出让土地恶化房地产供需形势，另一方面弥补土地出让收入的缺口。当前，地方政府正面临房地产持续调整带来的财力缺口。一个值得注意的现象是：部分城市尽管房地产库销比已经偏高，却仍在增加土地供应，进一步加剧供需失衡。其根源在于地方财政吃紧、缺乏其他收入来源。对此，可考虑中央加杠杆并加大转移支付力度，或提高地方政府债务限额，以缓解短期冲击。

（二）中长期要稳定宏观税负，深化财税制度改革

五是稳定宏观税负。其一，规范税收优惠；其二，强化征管，促进线上与线下经济税负公平；其三，优化财政政策实施方式，从重收入端减税降费转向支出端扩大支出来应对经济下行压力；其四，推动消费税扩围，将高污染高耗能以及高端会所服务消费纳入其中。

六是推动融资平台“真转型”。其一，做好历史债务的剥离；其二，注入资产并重组，提高功能性国企的经营能力；其三，重建机制，既确保政府与市场的关系清晰，地方政府不再让功能性国企承担投融资的职能，同时支持功能性国企建立市场化的选人用人和激励机制。

七是建立债务预算和资本预算，对债务形成有效约束并有利于未来盘活资产资源。

八是深化财税体制改革，上移部分事权和支出责任至中央；形成投资决定融资的体制，避免投融资错位。



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。

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。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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