

地方债务压力何时出清？财政还需加码多少才能稳增长？

报告要点

预计本轮债务压力将在 2027 年逐步减轻。届时地方债务付息率将与债务率出现交叉，标志着偿债压力进入实质性缓解阶段。我们认为目前中国仍处于“去杠杆与稳增长”并行的阶段，虽然非金融部门债务率趋于稳定，但受隐性债务高企与地方财政收缩影响，整体付息压力仍然较大。若当前“低息借新还旧”政策持续推进、严格控制新增债务，预计债务付息率将从 2023 年的 14% 降至 2027 年的 12.8% 左右。我们认为该趋势主要基于三方面因素：一是融资利率持续下行，推动整体利息成本下降；二是债务结构优化，低息合规债务逐步替代高息非标融资；三是名义 GDP 增长带来的“被动稀释”效应。相较 2010—2015 年的去杠杆周期，本轮调整在多重冲击下持续时间更长，但去杠杆方式更加制度化和市场化，意味着债务化解将更为温和，并逐步转向信用重建，财政与金融体系将迎来制度性修复窗口。

地方债务限额与收支缺口对表，发展增量所需资金受限。地方债务限额与收支缺口“对表安排”，使专项债逐步演化为“缺口填补工具”，尤其在中西部财政薄弱地区更为突出。我们认为，这一变化反映出地方财政在土地出让收入下滑后的深层次困境，专项债正偏离原本用于有收益项目的初衷，逐步承担准预算功能，债务责任边界趋于模糊。同时，大量专项债用于续建和债务置换，新增投资比重下降，“还旧不生新”使其对经济增长的拉动作用明显减弱，部分地区未来增长动能不足、对转移支付依赖上升。我们认为，专项债高度依赖土地收益作为支撑，而地价疲软加剧“资产—债务—收入”的错配，压缩了债务安全边际，也推高了再融资风险。

当前财政仍然偏紧，预计未来两年赤字率将逐步提升至 5% 才能实现稳增长。尽管 2025 年赤字率已上调至 4%，突破了此前 3% 的常规框架，但从财政支出强度与实际需求缺口来看，仍显不足。我们认为，当前“结构性宽财政”在方向上更为精准，聚焦于基建安全、科技创新、内需扩展等关键领域，但财政支出总量并未同步扩张，导致对总需求的托底效果有限。在民间投资和消费意愿疲弱、出口恢复缓慢的背景下，政府成为主要的信用扩张和增长推动主体。然而，2024 年财政支出占 GDP 比重已降至 20.8%，显著低于 2015—2019 年间 23% 的平均水平，存在约 2.8 万亿元的“政策力度缺口”。我们认为，为有效对冲下行压力、提振信心、修复内需，应在不引发通胀与债务风险的前提下，合理扩大财政赤字规模至 6 万亿以上、占 GDP 比重接近 5%。

广义投资回报率持续下行，新增债务对经济增长拉动有限。2024 年中国新增的 5.4 万亿元名义 GDP，是通过 32.2 万亿元社会融资实现的。即每实现 1 元 GDP，需投入约 5.8 元信贷资金，处在除 2020 年以外的历史高位。这意味着，当广义财政融资增长开始减速，借新还旧的边际效用下降，经济对债务的依赖加深，价格水平可能进一步陷入“债—缩”的下行格局。除此之外，我们认为还需要关注实际利率的上升，当前正处在自 2010 年以来历史高位，意味着实际融资成本仍然偏高。

风险提示： 1、如果不能有效化解民营企业债务，可能会加剧市场悲观情绪；
2、财政发力或继续以结构性为主，或加剧产业间不平衡现象。

宏观研究

日期： 2025.06.23

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《俄乌冲突的推演及影响》(2025/3/17)
- 《房地产深度报告（二）：土地财政退潮—经济增长模式的转折点与地产的未来》(2024/9/20)
- 《房地产深度报告（一）：我国历史上的七次深度调整》(2024/9/19)

内容目录

一、债务与经济增长模式挂钩，呈现周期性趋势	4
（一）债务危机与发展模式关联呈现强周期性	4
（二）刚性支出叠加收入下滑，地方财政掣肘	10
二、债券资金投资效率偏低，发债主体聚集在非金融部门	13
（一）地方财政显示投资回报率持续下行，新增债务拉动有限	13
（二）高杠杆率集中在非金融部门，美、日则以政府部门为主	15
（三）高债务与通缩并存，债务扩张效力边际递减	15
三、化债进程：债务压力正在下降，但宏观债务问题仍需系统治理	16
（一）预计本轮债务压力将在 2027 年逐步减轻	16
（二）债务限额与收支缺口对表，发展增量所需资金受限	19
（三）地产风险趋稳，利好债务底部风险	22
四、化债方式：重视短期，但长期高质量发展仍是核心	23
（一）短期化债需要平衡财政安全与经济发展	23
（二）长期化债要从债务驱动转向创新驱动	25
（三）当前财政仍显偏紧，宽财政窗口或在未来两年逐步打开	26
（四）多元化政策组合协同发力，推动债务化解转入结构优化阶段	28
风险提示	30

图表目录

图表 1：债务危机与发展模式的周期性	4
图表 2：中国主要债务构成及杠杆率(单位：亿元人民币)	6
图表 3：中国实体经济部门杠杆率同比增速和非金融企业部门杠杆率同比增速	6
图表 4：中国工业产能利用率和规模以上工业企业利润总额同比增速	7
图表 5：固定资产投资中制造业走强，基建走弱	7
图表 6：实体经济部门/非金融企业部门/政府部门/地方政府杠杆率同比增速	9
图表 7：地方财政对土地出让金依赖度	10
图表 8：地方财政自给率变化	11
图表 9：地方支出项目增速	12
图表 10：地方支出项目增速	14
图表 11：地方城投债发行利率、十年期国债收益率与公司债利率对比	14
图表 12：地方支出项目增速	15
图表 13：实际利率变化时间序列	16
图表 14：债务进程	18
图表 15：地方政府债券还本付息情况	18
图表 16：地方财政对土地出让金依赖度	19
图表 17：地方政府性基金收支与专项债变化	20
图表 18：地方支出项目增速	23
图表 19：近年来化债政策及具体情况	24

图表 20：中国:社会融资规模/中国:GDP:现价:同比增加	26
图表 21：一般公共预算支出.....	27
图表 22：财政赤字率及预测.....	28

一、债务与经济增长模式挂钩，呈现周期性趋势

近年来债务问题持续攀升，对宏观经济产生了一定的负面影响。自本轮化债展开以来，2020年的中央经济工作会议首次在中央级别会议中提出了“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”的要求。

在随后几年的中央经济工作会议中，都对化债提出了明确的要求，例如：2021年提出的“坚决遏制新增地方政府隐性债务”。2022年更进一步，提出“在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量。”“加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线。”从存量、增量、未来风险三个方向着手控制债务问题对金融系统的冲击。2023年，会议明确了“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。”以及“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”，相较于2022年增加了统筹化解风险和稳定发展，即强调在债务和发展之间做好平衡。在2024年中央经济工作会议上并未提出化债相关的议题，而是提出“增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围”“优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层‘三保’底线。党政机关要坚持过紧日子”对债券发行再次宽松，但更着重于可持续发展，即化债的同时更追求“三保”与“增长”，化债思路出现了明显转变，从简单的压降债务到追求债务与发展、稳定之间的平衡。

（一）债务危机与发展模式关联呈现强周期性

从历史观察来看，本轮债务问题并非首次出现，中国在过去四十年中曾经历过三轮具有代表性的债务危机或信用风险事件，并在各个阶段分别采取了不同的应对方式。第一次是在1980年代至90年代初，随着农村信用合作社和合作基金会的广泛设立，农村金融体系出现“类银行化”现象，由于缺乏有效的监管和风险管理能力，到1990年代中后期，部分地区合作基金会发生了大规模兑付危机，引发群众集中取款和区域性金融挤兑，严重扰乱了农村金融秩序，也暴露出金融监管制度建设的滞后。第二次是在1990年代中期，国有企业普遍存在资金链断裂和“三角债”问题，即上下游企业之间互相拖欠货款，最终形成企业—银行—财政之间交叉违约的链式反应，严重影响了工业产出与宏观经济的运行效率。1994年央行改革和分税制改革之后，国家开始对财政与金融体系进行功能重组，逐步通过信贷紧缩和债务核销来缓解结构性风险。第三次是在本世纪初，国有银行体系的不良贷款率一度超过银行总资产的三分之一，形成了系统性信用风险。为应对这一问题，国家在1999年成立了四大资产管理公司（华融、信达、东方、长城），采用“买断+剥离”模式将国有银行的不良资产从表内转出，通过债转股、打包处置和公开拍卖等方式实现清理。这一轮改革不仅重构了银行资产负债表，也为后续商业银行股份制改革和资本市场发展打下了基础。对于三次债务风险，政策通过清算核销、剥离、国家注资、引入战投等方式逐一化解。

图表 1：债务危机与发展模式的周期性

阶段	时间点	重要事件
1990年代： 地方政府 债务管理 的起步阶段	1994年	背景 为解决中央与地方财政分配不合理的问题，实施分税制改革
		主要内容 将税收分为中央税、地方税和共享税，明确中央与地方的财政收入分配
		影响 增强了中央财政的调控能力，但也导致地方财政收入相对减少，地方通过非规范方式筹资
	1999年 3月	《预算法》通过 背景 在1994年之前，中国的财政管理体制主要采用“统收统支”的方式

			主要内容	该法明确了预算编制、审批、执行、调整、决算以及监督等方面的法律规范，强化了预算约束，规定中央政府公共预算不列赤字，地方各级预算应当收支平衡，不得列赤字。
			影响	中国财政体制改革的重要里程碑，为建立现代财政制度、规范地方政府债务管理奠定了坚实基础。
2010-2014 年： 地方政府 债务审计 与《预算 法》修订	2010 年 6 月	《关于加强 地方政府融 资平台公司 管理有关问 题的通知》	背景	地方政府通过融资平台公司大量举债，债务风险上升
			主要内容	要求对融资平台公司债务进行全口径管理和动态监控，防范债务风险
			影响	提高了对地方政府融资平台债务的监管力度，初步遏制了债务无序增长
2015-2018 年：第一 轮地方政 府债务置 换	2014 年 8 月	《预算法》 第一次修订	背景	原有预算法未能有效规范地方政府债务行为
			主要内容	明确地方政府举债权限和方式，规定地方政府债务纳入预算管理
			影响	为地方政府债务管理提供了法律依据，推动债务管理法治化
2019-2021 年：隐性 债务化解 试点	2015 年 3 月	启动地方政 府债务置换 计划	背景	地方政府债务规模庞大，债务结构不合理，偿债压力大
			主要内容	允许地方政府发行债券置换存量债务，降低融资成本，延长偿债期限
			影响	改善了地方政府债务结构，降低了债务风险，但未能完全遏制隐性债务增长
2021 年- 2022 年： 全国“全 域无隐性 债务”试 点	2019 年	启动建制县 隐性债务化 解试点	背景	隐性债务风险突出，需探索有效化解路径
			主要内容	在部分建制县开展隐性债务化解试点，探索债务置换、资产处置等方式
			影响	积累了隐性债务化解经验，为后续推广提供了参考
2023 年至 今：多轮 化债与一 揽子化债 方案			背景	隐性债务风险持续，需系统性化解方案
			主要内容	通过增加债务限额、发行特殊再融资债券等方式，化解存量隐性债务
			影响	为地方政府提供了化债工具，缓解了债务压力，但需防范新增隐性债务

资料来源：中国政府网，全国人大，财政部，新浪财经，搜狐，五矿证券研究所

从宏观经济数据观察，债务周期与宏观杠杆率同步，杠杆率的大幅抬升通常伴随着金融风险的聚集。不过，杠杆率过于模糊，无法清晰描述债务在部门之间的结构与期限配置情况，在很多情况下宏观去杠杆通常还会伴随着债务率的上升。这是因为在加杠杆的阶段中，利率水平通常伴随杠杆率共同上升，持续抬升新发债务的成本水平，因此，债务周期或是去杠杆的阶段通常较长，而债务付息率的下降是较为明显的去杠杆阶段开启的信号。

1. “四万亿”投资刺激短期托底，但加剧债务结构累积风险

观察近年来的债务水平，可以依据 2008 年前后进行简单的划分，为应对全球金融危机推出的“四万亿”政府投资刺激计划，以积极的财政政策和宽松的货币政策积极应对，并部署进

进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。经初步匡算，实施这十项措施需要投资约4万亿元，其中中央政府安排1.18万亿元，地方政府配套1.25万亿元。政策推动了各部门（政府、企业、居民）杠杆率的不断上升，债务规模迅速扩大。

图表2：中国主要债务构成及杠杆率(单位：亿元人民币)

年份	银行贷款 余额	银行理财 产品余额	债券余额	信托余额	债务总额	GDP	杠杆率
2007	288946		123339	9600	421885	265810	158.7%
2008	333626		151102	12200	496928	314045	158.2%
2009	446792	17000	175295	20000	659087	340903	193.3%
2010	535417	28000	201748	30404	795569	401513	198.1%
2011	614745	45900	213576	48114	922335	473104	195.0%
2012	714676	71000	237569	74705	1097950	519322	211.4%

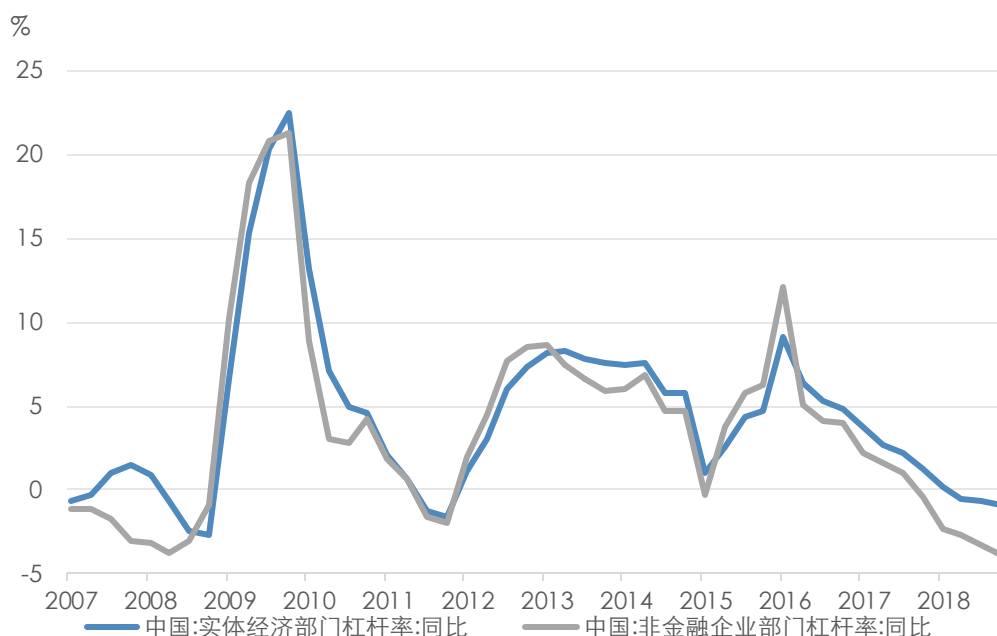
资料来源：ifind，五矿证券研究所

从数据上看，刺激政策下以大规模投资对冲2008年全球金融危机对国民经济带来的下拉效应，是大幅拉高债务水平/宏观杠杆率的主要原因。

2. 刺激导致产能过剩，“三去一降一补”开启结构调整与降杠杆周期

“四万亿”一揽子刺激有效对冲了外部风险，通过投资在短期内快速拉升了经济增速。GDP同比增速在2008-2010年中呈现上升趋势，从2008年的9.7%回升至2010年的10.6%。其中针对基建、制造业为主的投资模式拉高了整体产能，使得第二产业产能过剩的问题较为突出。特别是在2008年全球金融危机、欧债危机后需求下行的背景下，国内制造业产能过剩的情况愈发明显，工业产能利用率水平在2013-2016年之间持续下滑，同时规模以上工业企业利润增速下滑，且利润水平受到价格粘性的影响下滑周期长于产能利用率。

图表3：中国实体经济部门杠杆率同比增速和非金融企业部门杠杆率同比增速



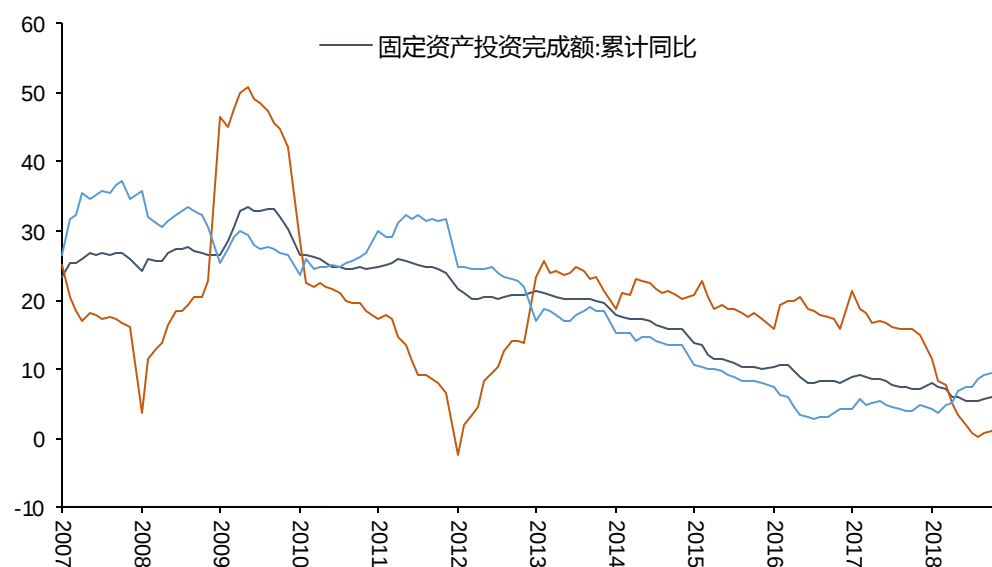
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：中国工业产能利用率和规模以上工业企业利润总额同比增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 5：固定资产投资中制造业走强，基建走弱



资料来源：Wind，五矿证券研究所

为了应对产能过剩和高杠杆率的问题，在 2015 年 12 月 18 日至 21 日召开的中央经济工作会议上提出了着力加强结构性改革，在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，即“三去一降一补”，提高供给体系质量和效率，提高投资有效性，加快培育新的发展动能，改造提升传统比较优势，增强持续增长动力。

除强调产业升级与供给侧结构性改革外，政策在金融和房地产领域也提出了明确的去杠杆导向。金融方面，去杠杆周期始于 2015 年中央经济工作会议的政策定调，2016 年国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，央行通过拉长 OMO 期限、提高政策利率收紧流

动性，叠加 2017 年起金融强监管措施，影子银行与互联网金融被大幅压缩，融资渠道逐步规范。2018 年“六稳”政策提出后，去杠杆转向“稳杠杆”，避免经济过度收缩。这一系列措施在抑制信用扩张、防范系统性风险方面取得成果，但也带来了企业投资意愿下降与增速放缓的问题。房地产方面，自 2013 年起多地陆续实施限购、限贷、限售等调控政策，意在遏制市场过热，逐步压降房地产投资比重，控制地产金融化趋势。

3. 杠杆率重回上行通道，政策陷入“刺激-负债-通缩”三难境地

3.1 前一轮的化债方式并没有有效化简存量债务

“三去一降一补”有效压降了杠杆率，但是回顾政策，2015 年启动的第一轮政府债务置换行动，规模约 12 万亿元。当时地方政府发行置换债券，用长债替代短债、低息替代高息，缓解了债务偿付压力并拉低了融资成本。置换债券须全部用于偿还政府负有偿还责任的债务，要求债务单位使用自有财力配合还本付息。化债行动对债务风险有所缓释，但并未减少债务的总体规模。此轮化债后，隐性债并未完全消失，部分区域形成新的“隐隐债”，为后续化债埋下隐患。此外，部分地方在置换之后继续通过融资平台举债、财政投补等方式承担偿付责任，债务风险并未根本解除，而是通过更换主体的方式拆分、隐藏了表征债务。

3.2 全球宽松模式再次推高杠杆水平

在 2019 年全球经济面临下行压力的背景下，海外主要央行纷纷转向宽松的货币政策以稳定经济增长预期。中国央行也相应采取了一系列宽松措施，当年内三次下调存款准备金率，并将一年期贷款市场报价利率（LPR）从年初的 4.31% 下调至年末的 4.15%。这些举措显著降低了融资成本，在一定程度上改善了企业资金链状况，也促使部分企业开始重新加杠杆以扩大投资和经营活动。

进入 2020 年，疫情对全球经济造成剧烈冲击。为应对疫情带来的财政压力公共卫生支出需求，财政部首次发行了总规模达 1 万亿元的抗疫特别国债。这一举措既是非常时期下的财政扩张，也是政策托底的重要工具之一。与此同时，疫情造成的经济下滑使得名义 GDP（即债务分母）出现放缓甚至收缩，从而在短期内被动推升了宏观杠杆率。即使债务增量没有显著扩张，仅因经济规模下降，各部门（包括政府、企业和居民）的债务占 GDP 比重便出现了快速抬升。这一“分母效应”与财政政策和货币政策扩张叠加，导致 2020 年中国的宏观杠杆率整体出现明显跳升，突破了此前的稳定区间，进入了一个新的台阶。

3.3 增长目标下，土地财政发债成为主要经济来源

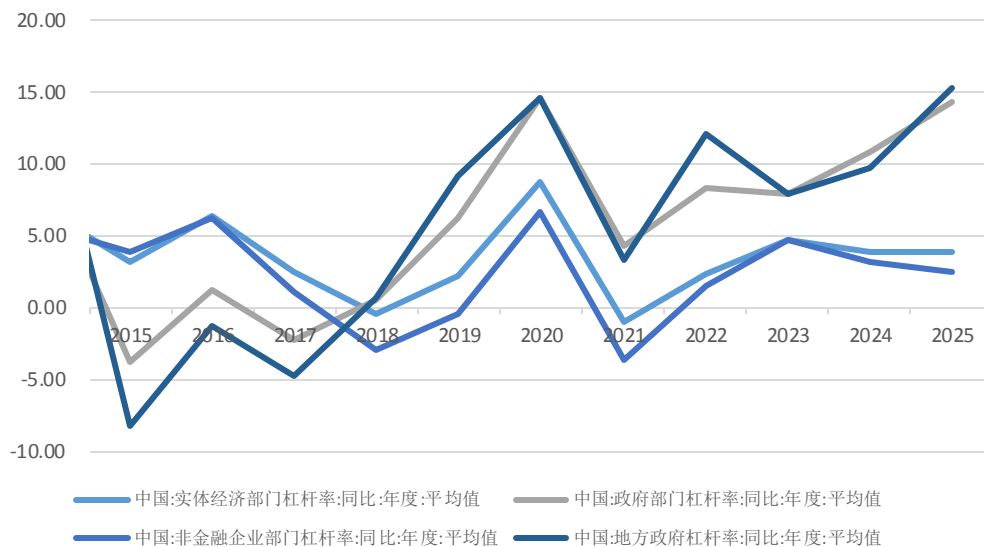
自 1998 年房改至今，地方财政对土地出让金的依赖持续扩大。从数据观察，房地产对 GDP 累计同比贡献率长期维持在 4% 以上，且与其关联较大的建筑业基本维持在 5% 以上，对国民经济有较大的贡献。特别是在土地价格较高的阶段，地方经济增速与土地价格呈现强关联。

进入 2018 年，在美国关税冲击、内部结构调整以及疫情等影响下，土地财政的重要性进一步走高。从地区数据可以观察到，在 2018-2021 年部分省份财政收入中国有土地出让金持续扩大，地方财政对土地的依赖快速升温，其中部分省份如浙江、福建、湖北财政对土地出让金的依赖度一度超过 40% 并接近 50%。债券方面，在前期债券大量到期、财政受疫情冲击缺口扩大的情况下，地方政府债券发行额激增，在 2020 年达到了 47.7% 的峰值水平。除此之外，在借鉴过去实践中“投资是拉动经济最快方式”的思维定式下，城投借道政府信用背书，大幅举债，在短期内快速拉高了隐性债务水平，也同时推升了潜在无风险利率回报水平，进一步加剧了实体经济融资难的问题。

整体来看，2018 年以来中国宏观杠杆率结构出现明显分化，与此前主要集中于非金融企业部门的模式不同，本轮杠杆扩张更多由地方政府主导，背后体现出财政压力加剧与政策对稳增长

长目标的高度依赖。在经济增速放缓、资产价格回落、消费与投资同步疲弱的背景下，企业和居民部门主动收缩杠杆，债务负担进一步向政府部门集中。为了维持财政支出与经济目标之间的平衡，地方举债成为刚性选项。然而，在缺乏足够内生动能支撑的情况下，这种由政策刺激主导的债务扩张难以形成持续性增长，反而可能因投资边际效益递减而诱发债务效率恶化，进一步压低物价与预期，形成“刺激—负债—通缩”的路径依赖。杠杆率虽重回上行通道，但政策调控空间却被债务约束显著压缩，呈现出日益突出的三难困境。

图表 6：实体经济部门/非金融企业部门/政府部门/地方政府杠杆率同比增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：地方财政对土地出让金依赖度

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北京	13.69%	29.84%	28.62%	25.76%	13.92%	29.27%	18.14%	20.99%	20.99%	23.83%	20.78%	18.18%
天津	15.63%	24.35%	21.08%	14.74%	25.43%	24.56%	20.73%	23.34%	16.72%	22.47%	9.76%	10.93%
河北	21.58%	27.45%	17.67%	16.20%	16.87%	22.03%	21.36%	22.39%	20.34%	19.55%	13.04%	14.13%
山西	12.25%	15.97%	11.13%	6.53%	10.35%	11.38%	13.57%	14.22%	14.86%	12.89%	6.85%	6.85%
内蒙古	13.58%	12.63%	8.31%	4.70%	4.70%	6.04%	8.23%	7.62%	7.62%	7.01%	4.92%	4.82%
辽宁	26.87%	25.72%	16.81%	12.17%	10.34%	10.60%	12.76%	15.76%	15.90%	14.58%	5.77%	5.77%
吉林	15.15%	14.08%	10.25%	6.21%	7.17%	8.46%	9.94%	12.15%	16.95%	15.95%	5.48%	8.67%
黑龙江	9.50%	11.88%	12.61%	4.99%	4.55%	5.62%	4.53%	5.14%	6.09%	5.19%	1.80%	1.42%
上海	10.83%	16.11%	20.57%	19.21%	16.05%	15.48%	18.01%	23.71%	23.71%	29.40%	28.93%	25.30%
江苏	36.67%	47.65%	32.12%	32.47%	39.19%	40.10%	36.11%	38.10%	40.84%	46.43%	40.33%	36.77%
浙江	30.16%	45.27%	25.24%	21.14%	33.72%	48.59%	43.90%	45.34%	46.77%	44.31%	35.67%	29.43%
安徽	24.04%	35.67%	25.84%	19.07%	28.02%	29.06%	26.65%	27.03%	26.72%	26.41%	21.60%	16.41%
福建	36.52%	47.38%	30.24%	29.43%	32.33%	42.44%	49.87%	48.08%	48.08%	46.30%	43.35%	32.41%
江西	18.86%	27.58%	18.16%	15.74%	13.89%	20.79%	27.56%	25.55%	25.48%	25.41%	18.19%	16.66%
山东	29.56%	33.60%	24.75%	17.37%	20.39%	24.76%	31.01%	31.33%	31.65%	33.33%	25.45%	19.97%
河南	17.23%	20.53%	18.36%	13.51%	16.61%	20.61%	25.46%	24.64%	21.48%	20.92%	13.22%	11.05%
湖北	25.62%	36.42%	25.29%	23.84%	21.83%	29.92%	42.41%	42.46%	42.46%	42.51%	27.83%	24.39%
湖南	14.97%	20.65%	16.77%	13.99%	14.49%	15.02%	19.68%	23.97%	23.97%	28.26%	22.62%	17.22%
广东	15.86%	27.62%	23.46%	18.82%	20.05%	26.59%	25.34%	23.42%	29.68%	28.21%	17.18%	14.26%
广西	13.93%	15.61%	13.86%	12.74%	13.19%	14.04%	18.17%	20.94%	20.89%	19.85%	12.19%	9.30%
海南	17.45%	17.15%	11.05%	13.63%	14.30%	10.37%	13.61%	14.77%	15.52%	10.69%	13.43%	12.17%
重庆	26.27%	35.90%	29.01%	25.89%	18.38%	27.26%	29.58%	27.91%	27.91%	26.24%	19.88%	20.48%
四川	18.99%	23.26%	17.40%	13.81%	13.62%	21.38%	25.02%	25.65%	25.26%	26.23%	23.13%	20.86%
贵州	17.90%	21.86%	16.20%	11.66%	9.89%	12.71%	18.88%	22.24%	21.71%	25.48%	23.95%	22.49%
云南	17.70%	17.87%	9.39%	5.47%	7.07%	10.99%	15.97%	17.02%	14.07%	10.32%	5.22%	5.30%
陕西	0.14%	0.18%	0.34%	0.19%	0.59%	0.58%	1.20%	0.83%	0.83%	0.46%	0.31%	0.31%
甘肃	23.85%	26.03%	19.78%	12.31%	13.01%	14.74%	24.64%	30.21%	32.61%	36.33%	29.51%	28.39%
青海	9.95%	17.86%	13.12%	14.68%	13.73%	13.21%	15.57%	17.85%	23.29%	21.04%	9.83%	6.02%
宁夏	4.09%	6.30%	6.02%	2.59%	2.51%	4.99%	8.26%	11.53%	8.50%	11.06%	3.94%	2.38%
新疆	2.95%	4.98%	2.59%	2.23%	1.94%	1.62%	1.41%	0.66%	1.06%	1.93%	1.44%	1.06%

资料来源：Wind，ifind，五矿证券研究所

（二）刚性支出叠加收入下滑，地方财政掣肘

地方财政自给率持续下滑，收入放缓但刚性支出上涨，财政压力持续扩大是近年来对地方经济增长的最大瓶颈。通过“一般公共预算收入 / 一般公共预算支出”所计算的地方财政自给率，可以有效评估地方政府对自身财政支出的保障能力，即衡量其财政运行中对中央转移支付、土地出让收入及其他非经常性资金的依赖程度。自给率越低，说明地方财政对外部资源的依赖越强，偿债能力越弱，财政脆弱性越高；反之，自给率越高，表明地方具备较强的财政自主性和风险抵御能力。从数据看，财政自给率整体体现出“高债务、高刚性支出、低收入弹性”三重压力。

图表 8：地方财政自给率变化

一般公共预算收入/ 一般公共预算支出	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北京市	77.44%	78.52%	77.06%	82.33%	76.51%	77.54%	75.90%
天津市	67.87%	67.79%	61.02%	67.92%	67.65%	61.81%	58.93%
河北省	45.48%	45.00%	42.41%	47.10%	43.59%	44.62%	41.74%
山西省	53.52%	49.84%	44.94%	56.17%	58.78%	54.83%	56.06%
内蒙古自治区	38.45%	40.38%	38.92%	44.85%	47.97%	45.11%	50.02%
辽宁省	49.01%	46.17%	44.16%	47.04%	40.33%	41.91%	42.40%
吉林省	32.74%	28.40%	26.29%	30.94%	21.04%	24.39%	25.50%
黑龙江省	27.43%	25.20%	21.15%	25.48%	23.67%	24.17%	22.50%
上海市	85.11%	87.60%	86.97%	92.18%	81.00%	86.24%	84.80%
江苏省	74.03%	70.01%	66.21%	68.67%	62.13%	65.15%	65.64%
浙江省	76.46%	70.11%	71.89%	75.02%	66.90%	69.62%	69.28%
安徽省	46.39%	43.05%	43.03%	46.08%	42.83%	45.57%	44.93%
福建省	62.23%	60.12%	59.03%	65.01%	58.67%	61.30%	59.44%
江西省	41.87%	38.95%	37.57%	41.49%	40.45%	40.83%	-
山东省	64.21%	60.77%	58.40%	62.19%	58.57%	59.33%	58.97%
河南省	40.86%	39.77%	40.19%	44.50%	39.92%	40.88%	38.38%
湖北省	45.56%	42.52%	29.75%	41.38%	38.05%	39.71%	39.47%
湖南省	38.25%	37.43%	35.80%	39.04%	34.50%	35.07%	36.18%
广东省	76.96%	73.16%	74.14%	77.30%	71.55%	74.76%	75.37%
广西壮族自治区	31.66%	30.97%	27.78%	31.00%	28.64%	29.24%	28.33%
海南省	44.50%	43.80%	41.37%	46.73%	39.69%	40.05%	38.82%
重庆市	49.89%	44.04%	42.80%	47.27%	42.99%	46.01%	46.17%
四川省	40.29%	39.34%	38.05%	42.56%	40.96%	43.42%	41.91%
贵州省	34.33%	29.71%	31.13%	35.23%	32.24%	33.50%	33.26%
云南省	32.83%	30.63%	30.35%	34.34%	29.10%	31.94%	31.96%
西藏自治区	11.69%	10.15%	10.00%	10.64%	6.93%	8.42%	9.49%
陕西省	42.30%	40.01%	38.06%	45.73%	48.98%	47.91%	49.65%
甘肃省	23.09%	21.52%	21.01%	24.84%	21.32%	22.19%	21.99%
青海省	16.56%	15.14%	15.42%	17.73%	16.66%	17.42%	17.11%
宁夏回族自治区	30.76%	29.45%	28.33%	32.22%	28.98%	28.68%	29.19%
新疆维吾尔自治区	30.55%	29.68%	26.70%	30.10%	27.65%	28.81%	38.60%

资料来源：Wind，ifind，五矿证券研究所

从数据看，东部沿海省份普遍具备较强的财政自给能力，如上海、北京、浙江、江苏等地长期维持在较高水平。这些地区税基广、经济活跃，税收在财政收入中占比较高，使得其预算灵活性强、抗风险能力高、偿债能力较强。

相较之下，中西部多数省份财政自给率偏低，结构性依赖突出。甘肃、青海、西藏、新疆、宁夏等地自 2022 年以来自给率普遍走低。上述地区经济体量小、税源薄弱，高度依赖中央转移支付，财政保障能力较弱，债务风险暴露可能性更高。

东北三省长期回落，展现出结构转型迟缓，养老金支出等刚性支出高，财政空间受限。部分中部省份如江西、河南、湖南、安徽，尽管经济增速较快，自给率却长期维持在 50% 左右，

说明“高增长未带来强财政”，结构性矛盾仍存。

在具体的支出方向上，财政支出刚性进一步加强。近年来，随着税制改革和减税降费政策持续推进，地方财政收入增速显著放缓，而教育、医疗、社保等领域的刚性支出保持持续扩张，导致财政收支缺口不断扩大，自给率呈现普遍下滑趋势。从图中数据可以看出，2018至2023年间，多数社会性支出项目（如教育、医疗、社保）保持了正增长态势，尤其是医疗卫生支出在2020年疫情影响下增速高达14.96%，2022年更是上升至17.96%，体现出强烈的政策稳定性和刚性特征。

相较而言，一般公共服务支出、交通运输支出、文化体育与传媒支出等具有一定弹性的部门，其增速波动显著，在经济压力增大或预算紧缩时常成为压缩支出的主要对象。例如，一般公共服务支出在2020年出现小幅负增长，文化体育支出在2020年和2021年均大幅收缩。与此同时，一些类属“准刚性”的城镇社区事务支出也在2020至2021年连续负增长，反映出地方财政在特定年份为维持核心民生支出而做出的结构性调整。

更需关注的是，部分年份某些支出项波动剧烈，甚至呈现“过山车”式变化（如商业服务等事务支出在2019年-24.54%，2020年却大涨至31.49%，2023年再次大涨至39.07%），反映出非规范性资金流动、预算执行压力下的短期调节行为。从支出结构和增速变化趋势可以看出，当前地方财政运行呈现出“收入疲弱—刚性支出上升—结构调整受限”的典型特征，进一步压缩了地方财政的自主调节空间，也使得维持债务可持续性的难度显著上升。在这种背景下，如何提高财政支出效率、推动支出制度刚性分类与灵活统筹，已成为实现财政健康运行的关键议题。

图表 9：地方支出项目增速

地方支出项目增速	2018	2019	2020	2021	2022	2023
地方财政一般公共服务支出	10.71%	8.82%	-0.18%	-0.10%	5.43%	2.20%
地方财政外交支出	43.75%	-29.43%	-35.07%	24.09%	-5.88%	10.63%
地方财政国防支出	2.30%	7.01%	5.90%	-3.85%	9.99%	6.22%
地方财政公共安全支出	10.63%	2.75%	-0.29%	-1.13%	4.75%	1.36%
地方财政教育支出	6.41%	8.29%	5.23%	3.15%	5.99%	4.63%
地方财政科学技术支出	17.26%	14.37%	-2.57%	11.42%	5.45%	10.24%
地方财政文化体育与传媒支出	4.35%	15.99%	5.77%	-5.54%	-0.90%	1.41%
地方财政社会保障和就业支出	9.39%	8.98%	11.73%	4.62%	8.74%	8.53%
地方财政医疗卫生支出	7.46%	6.52%	14.96%	0.24%	17.96%	-0.97%
地方财政节能环保支出	11.45%	18.72%	-14.06%	-12.32%	-0.30%	3.92%
地方财政城乡社区事务支出	7.18%	12.55%	-19.90%	-2.53%	0.29%	5.72%
地方财政农林水事务支出	11.50%	8.96%	4.99%	-8.14%	3.32%	6.66%
地方财政交通运输支出	4.74%	4.28%	6.13%	-3.92%	7.65%	0.35%
地方财政资源勘探电力信息等事务支出	0.74%	-2.89%	26.30%	8.94%	12.52%	11.11%
地方财政商业服务业等事务支出	0.92%	-24.54%	31.49%	0.96%	17.01%	8.00%
地方财政金融监管等事务支出	81.13%	25.77%	-4.96%	47.66%	10.32%	39.07%

资料来源：Wind，ifind，五矿证券研究所

整体来看，2019年以来受减税降费、疫情冲击及经济下行影响，全国多数地区财政自给率波动走弱，连部分东部省份也出现下降，凸显出在土地财政收缩背景下普遍面临的财政约束。区域间财政能力的分化趋势日益明显，地方债风险防控正从系统性问题转向更具结构性与区域性的挑战，而刚性支出的提升则进一步加剧了地方财政平衡的压力。

我们认为，在财政收入增长乏力、支出刚性上升的大背景下，关键不在于简单压缩支出，而在于推动支出结构的优化和治理机制的转型。短期内，在“新质生产力”尚未形成财政回报、无法有效反哺地方财力的背景下，应更加注重提高现有财政支出的使用效率。具体而言，应强化项目评估与绩效导向，优先保障有乘数效应和拉动作用的基础项目与民生工程，同时坚决压降非急需、非公益、非带动性的支出，为有限的财政资源腾出空间。只有通过“提质增效”代替“简单压缩”，财政才能在当前约束条件下实现稳增长与防风险的平衡。

提升财政自给率，是增强地方财政可持续性与债务风险抵御能力的关键抓手。对于低自给率地区，当前的突出问题在于：税收基础薄弱、经济结构单一、产业升级缓慢，导致其依赖中央转移支付维持收支平衡，缺乏足够的财政内生增长动能。要实现结构改善，我们认为可以从三个方向着手：一是加快地方税体系改革，适度扩大地方税种范围或税基覆盖，尤其在消费税划归地方后，加快推进增值税、企业所得税等共享税的清算和分配透明化，增强地方激励。二是针对重点省份加强专项转移支付管理，结合绩效评估结果分配事权支出责任，确保财政补助更加精准、有效，避免形成“养懒财政”。三是引导地方聚焦特色优势产业，加大对制造业升级、新能源、现代服务业等领域的财政资源倾斜，通过产业提升带动税基扩展，逐步摆脱单一依赖土地财政的路径依赖。通过改革税权结构、优化资源配置、促进经济动能转换，财政自给能力的差异可逐步收敛，为未来债务风险防控创造更强的基础支撑。

二、债券资金投资效率偏低，发债主体聚集在非金融部门

（一）地方财政显示投资回报率持续下行，新增债务拉动有限

债务危机的本质在于能否如期偿还本息。理论上，若投资的长期回报率始终高于借贷利率，即便在高利率环境中，债务周期也有可能实现自我延续，而非走向断裂。然而，一旦回报率持续走低，或者偿债能力出现结构性恶化，即使融资渠道未被切断，债务体系也将面临积压与风险释放的可能。

结合当前中国的实际情况，债务问题集中体现为三个核心特征：其一是整体债务水平偏高，特别是地方政府与城投平台的杠杆率快速抬升；其二是金融工具在风险-收益评估方面存在结构性扭曲，定价体系对真实信用状况的反映不够精准；其三是广义投资的长期回报率普遍偏低，部分投资缺乏有效的经济产出反馈机制。

首先，从债务总量看，虽然中央政府在财政纪律框架内维持了相对稳健的债务增长节奏，但地方政府债务，尤其是通过融资平台（城投公司）形成的隐性债务，已成为推高宏观杠杆率的主要来源。在经济增速趋缓、财政收入增长乏力的背景下，地方政府继续通过新增债务维持基建和支出强度，导致支出增速持续快于本地 GDP 增速。特别是在土地出让收入显著回落之后，原本依赖土地财政弥补财政缺口和偿债压力的模式难以为继，部分地区面临“借新还旧”空间收窄、现金流趋紧的问题。

从财政的“四本账”结构观察，过去几年中，一般公共预算收入增速放缓，而支出呈刚性上升趋势，尤其是在教育、医疗、民生保障等领域；政府性基金预算则在 2022 至 2023 年连续两年表现疲软，反映出土地出让金这一关键收入来源出现了实质性减弱。同时，国有资本经营预算和社会保险基金预算受限于制度约束和使用范围，调节空间有限，导致地方政府可用于偿债的“可动用财力”呈现收缩态势。

这意味着，在土地财政周期性下行与预算刚性上升的双重挤压下，部分省份和地级市已出现结构性偿债困难。在不进行财政制度改革、或不提升投资回报效率的前提下，继续以加杠杆维持增长的模式将面临边际效益递减与风险累积并存的困境。因此，亟需通过建立规范透明的地方债务管理体系、强化项目收益与融资约束挂钩机制，以及推动财政事权与支出责任的

合理划分，提升债务的可持续性与资源配置效率。

图表 10：地方支出项目增速

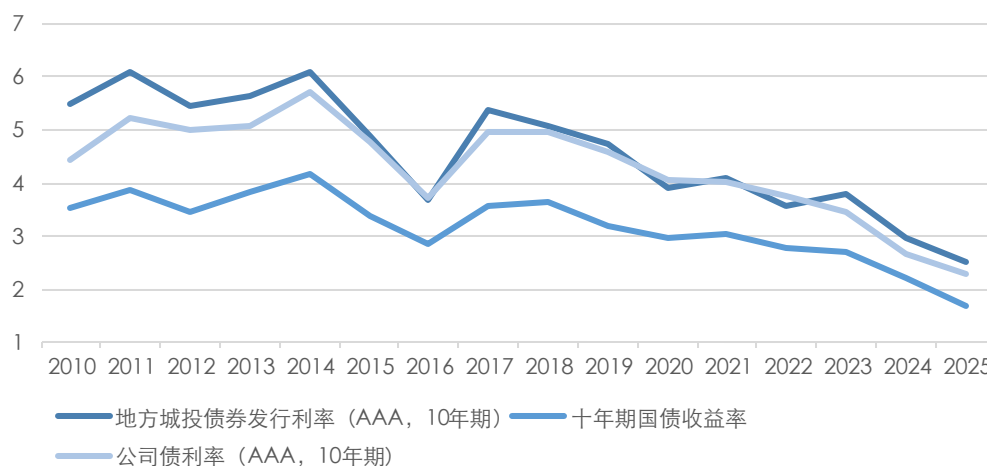
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GDP 增速		6.60%	6.10%	2.30%	8.10%	3.00%	5.20%	5.00%
一般公共预算	收入增速	6.25%	3.83%	-3.93%	10.74%	0.57%	6.42%	1.35%
	支出增速	8.64%	8.13%	2.81%	0.30%	5.80%	5.36%	3.66%
政府性基金预算	收入增速	22.69%	12.08%	10.62%	4.85%	-20.55%	-9.21%	-12.18%
	支出增速	32.72%	13.41%	29.15%	-3.68%	-2.71%	-8.36%	0.14%
国有资本经营预算	收入增速	12.45%	36.55%	20.66%	8.41%	9.83%	18.54%	0.58%
	支出增速	7.36%	5.93%	11.24%	3.18%	29.33%	-1.47%	-6.46%
社会保险基金预算	收入增速	31.18%	11.28%	-10.80%	31.37%	7.17%	9.83%	6.68%
	支出增速	31.94%	16.11%	5.13%	11.47%	4.07%	8.56%	6.83%

资料来源：Wind, ifind, 五矿证券研究所

其次，当前金融工具在风险-收益匹配上的定价机制出现了一定程度的扭曲，反映出市场对信用风险评估的模糊和偏离。一个突出的现象是，部分地方城投债的发行利率显著高于同期相近期限的企业债券，出现了“风险收益倒挂”的异常结构。从信用主体上看，地方城投平台虽属于企业法人主体，但其实际信用背书多由地方财政隐性提供，具备较强的兜底意愿和历史兑付记录；从资金用途看，主要投向于基建项目，现金流稳定性与项目收益确定性普遍较高。

在常规逻辑下，具有政府背景和较高确定性的债券工具，其利率应低于纯市场化企业主体。然而现实中却呈现出相反局面，显示当前市场对地方债务风险存在结构性高估，或是流动性、监管、配置偏好等非风险因素主导了定价过程。我们认为，城投债利率普遍偏高，且与同期限企业债出现倒挂，反映出市场价格机制的失真，不利于资源有效配置，也可能加剧地方融资成本的不合理上行。

图表 11：地方城投债发行利率、十年期国债收益率与公司债利率对比



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

第三，长期广义投资的回报率整体偏低，反映出结构性资源配置效率的问题。根据 2018 年至 2024 年的数据观察，在地方政府债务及城投平台债务大幅增长的背景下，多数省份的财政自给率不仅未能改善，反而呈现出持续下行趋势。这意味着，虽然表面上投资活动依然活跃，融资规模不断扩大，但并未显著增强地方财政的可持续性，财政依赖性反而有所上升。

我们认为这一现象表明，高杠杆投资，尤其是以基础设施建设为主导的广义投资，虽然在短

期内带来了 GDP 增速的支撑和就业的维稳作用，但未能有效提升区域内的产业竞争力或培育新的经济增长点。换言之，资金的边际产出效应正在减弱，经济增长的内生动力依然不足，导致长期广义投资效率处于偏低水平。若缺乏产业链延伸、科技创新等后续支撑，单纯依赖债务驱动型投资将难以形成良性循环，甚至可能在中长期内积累财政和金融风险。这与 2025 年政府工作报告中提出的“提高投资效益”“扩大有效投资”“坚决防止低效投资”较吻合。

（二）高杠杆率集中在非金融部门，美、日则以政府部门为主

近年来，中国宏观债务水平持续上升，但从结构上看，其负债重心显著不同于美、日等成熟经济体。数据显示 2024 年，中国非金融企业部门杠杆率高达 138.1%，位居全球主要经济体首位；而政府部门杠杆率为 88.4%，低于美国（114.1%）和日本（212.5%）。居民部门杠杆率为 60.0%，虽近年上升较快，但仍低于美国的 69.2%。其中主要原因为中国的高债务问题更多集中于企业部门，特别是那些承担政府职能的地方融资平台和国有企业。

图表 12：地方支出项目增速

杠杆率（2024）	中国	美国	日本
非金融企业部门	138.1	73.8	116.3
政府部门（名义）	88.4	114.1	212.5
居民部门	60.0	69.2	65.1

资料来源：Wind，五矿证券研究所

造成企业部门高杠杆的核心在于“企业化财政”机制，即地方政府出于财政约束和投资驱动的需要，通过国有企业和城投平台等通道承担了大量准财政投资职能。这部分债务虽然在统计上归于企业部门，但实际上背负了大量政府隐性担保和政策导向，具有明显的“类政府”属性，即风险最终承担方与地方财政隐形关联。这一制度安排使得企业成为名义上的融资主体，而政府成为实际的风险承担者，形成了财政责任与预算安排的严重错配。

从政策角度看，我们认为这种机制在推动城市化和基建扩张方面确实发挥了重要作用，但也带来了债务风险积聚、市场定价扭曲和资源配置效率下降等一系列问题。特别是在当前经济下行、利率环境变化的背景下，需要进一步调整错位结构避免风险转移集中。

（三）高债务与通缩并存，债务扩张效力边际递减

宏观经济运行的健康性，在根本上依赖于“增长回报率大于融资成本”的基本逻辑。如果新增债务能够有效投向高回报领域，从而带动生产效率提升与可持续增长，则债务扩张本身并不构成风险，反而是经济发展的一种正向杠杆工具。然而，当前债务总量的不断扩张，其与实际经济回报的匹配程度有所偏离，反映出“高债务—低增长”的结构性矛盾。

数据显示，自 2015 年以来，中国 GDP 名义增速整体呈现下行趋势，而社会融资总量（社融存量）仍保持年均约 10% 以上的扩张速度。这意味着单位债务所产生的 GDP 产出，即“边际产出债务系数”（Debt-Output Ratio）持续恶化，呈现明显的效率下滑现象。特别是基建与城投投资为主的广义财政注入，虽然短期内对就业和需求有一定拉动，但由于缺乏足够的内生回报机制，往往未能形成稳定的税源基础和消费能力回报，从而导致债务依赖不断自我加深。进一步观察区域层面数据可以发现，在债务水平高企的省份，财政自给率普遍偏低，经济内生增长能力相对较弱。这也印证了一个趋势：债务被用于“填补财政缺口”的功能日益强化。而用于“创造新增产能”的功能逐步削弱。实际上，如果债务主要用于“以新还旧”或“维持运转”，则对潜在增速的提振作用极为有限，甚至可能形成对民间投资的“挤出效应”。

当前宏观经济整体依然处在通缩环境中，在 2023 年以来的 28 个月中，有 8 个月 CPI 取得

负增长，表明国内需求依旧不足，经济尚未完全摆脱通缩压力。在这样的价格环境中，债务的实际负担不仅没有减轻，反而可能加重。一方面，通缩意味着名义 GDP 增速受到压制，使得债务与 GDP 的比值被动抬升；另一方面，企业和地方政府的现金流回报同步下降，偿债能力进一步削弱。尤其值得关注的是，通缩与高债务的组合将极大抑制经济主体的风险偏好与扩张意愿。企业面对销售价格疲弱与成本刚性的双重压力，往往倾向于削减投资、压缩支出，形成内生紧缩效应；而地方政府在财政收入增长乏力的背景下，更易依赖“借新还旧”、变相融资等短期手段，延续债务滚动机制，进一步掩盖结构性问题。

此外，在通缩环境下，实际利率上升也是一个容易被忽视但极为关键的因素。即便名义利率维持在较低水平，当价格指数处于负增长区间时，实际融资成本仍然偏高。对高度依赖外部融资的地方政府平台而言，这意味着融资压力并未实质缓解。如果继续依赖债务扩张作为稳增长的主要手段，无疑将在经济尚未复苏的阶段透支未来空间，形成债务与增长之间的“反向交叉”。

图表 13：实际利率变化时间序列



资料来源：Wind，五矿证券研究所

综上所述，中国当前正处于“高债务、低通胀、低增长”的结构性困境中，传统依赖总量扩张的政策路径已难以为继，单纯依靠新增债务拉动经济的空间正不断收窄。在这种背景下，政策需从提升债务质量和资金效率的角度重新审视稳增长逻辑，推动从“加杠杆”向“提效率”转型。具体而言，首先，应在财政转移支付机制上做文章，对低自给率、偿债能力弱的地区加强“保基本、保底线”式支持，并逐步建立起以绩效导向为核心的分配规则，避免“越穷越补”的激励扭曲。其次，专项债的使用要坚持“有现金流、可回收”的基本要求，严禁地方政府以项目名义变相融资用于填补赤字或置换隐性债，强化项目事前评估与事后绩效审计，杜绝“项目空转”与“财政空转”的现象。再次，要有意识地引导债务资源更多配置到绿色低碳、科技创新、先进制造等具备长期回报潜力的领域，通过扩大内生增长点来增强财政的可持续性。此外，应加快构建地方债务信息公开机制与风险预警系统，全面推进地方政府财务综合报告制度，将政府的显性与隐性债务统一纳入预算体系和监管视野，从而提升整个债务体系的透明度与可控性。

三、化债进程：债务压力正在下降，但宏观债务问题仍需系统治理

（一）预计本轮债务压力将在 2027 年逐步减轻

在宏观经济运行中，当经济处于“过热”阶段，通常表现为 GDP 快速增长、就业市场紧张、居

民和企业支出旺盛、工资水平上升等，这一时期的强劲需求往往超过供给能力，从而引发显著的通胀压力。为了抑制通胀，央行往往会采取紧缩性的货币政策，通过加息和减少流动性来防止价格上涨和资产泡沫风险。

利率的上升会通过多个渠道传导至实体经济：居民层面，房贷与消费贷的融资成本提高将压抑支出意愿；企业层面，投资回报率若无法覆盖融资成本，扩张计划将被搁置；资本市场方面，估值压力带来股市波动与资本外流。最终，这些作用共同导致经济增速回落，通胀缓解。此后，央行会适时转向宽松立场，逐步下调利率，引导经济复苏，形成“过热—加息—降温—降息—复苏”的典型周期。

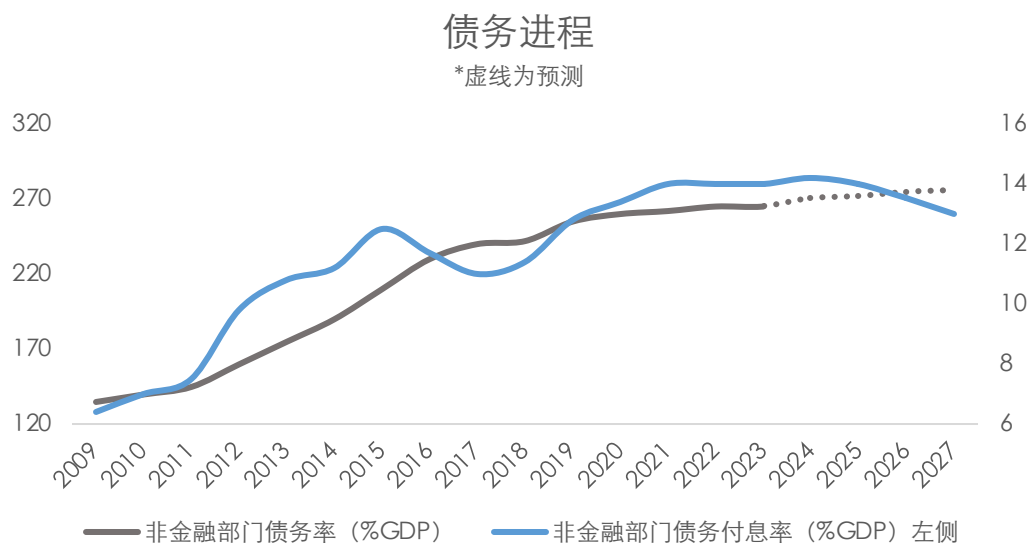
观察债务周期的关键在于债务偿付能力，其核心变量不是债务余额本身，而是付息总额与宏观环境的关系。在高利率环境下，尽管总债务可能趋稳，偿债压力却可能持续上升。而一旦进入下行周期，虽然利率下调，但此前积累的利息负担不会立即缓解，导致财政与金融体系压力滞后显现。因此，债务率和债务付息率的交互演变，才是判断债务周期是否降温的关键指标。

我们认为，当前中国的地方债务周期仍处于“去杠杆+稳增长”的博弈期，尚未完全进入偿付压力的拐点。虽然非金融部门债务率已在宏观政策调控下趋稳，但受制于隐性债务高企与地方财政收缩，整体债务付息压力依旧较高。根据我们的测算，若当前低息借新还旧政策延续且持续对新增债务严控，地方债务付息率有望在 2027 年见顶并与债务率出现交叉，这将标志着本轮债务周期压力的实质性压降。

具来看，以 2023 年非金融部门债务付息率约 14%（占 GDP）为基准，假设债务总量以年均 2% 左右的速度温和上升，而付息率每年下降约 0.3 个百分点，预测至 2027 年降至 12.8% 左右。该趋势判断基于以下三方面逻辑：首先是融资利率的持续下行。近年来，中国企业中长期贷款利率已从 2021 年的 4.5% 逐步下降至当前的 3.2% 左右，政策利率中枢持续降低。在“借新还旧”逐步替代高成本债务的过程中，整体平均付息水平同步下降。其次是债务结构的逐步优化。近年来，通过专项债置换、再融资债券发行、银行展期协调等方式，地方债中非市场化、高息非标融资的比重显著下降，取而代之的是低利率、长久期的合规债务结构，平均利率呈现系统性下行趋势。第三，名义 GDP 增长对付息率的“被动稀释”效应。即便利息支出绝对值变化不大，在 GDP 分母增长的带动下，债务付息率（利息支出/GDP）也将呈现缓慢下行趋势。结合 2024 年后政府加力财政支出、经济缓步修复的情境，我们认为该趋势较为可持续。

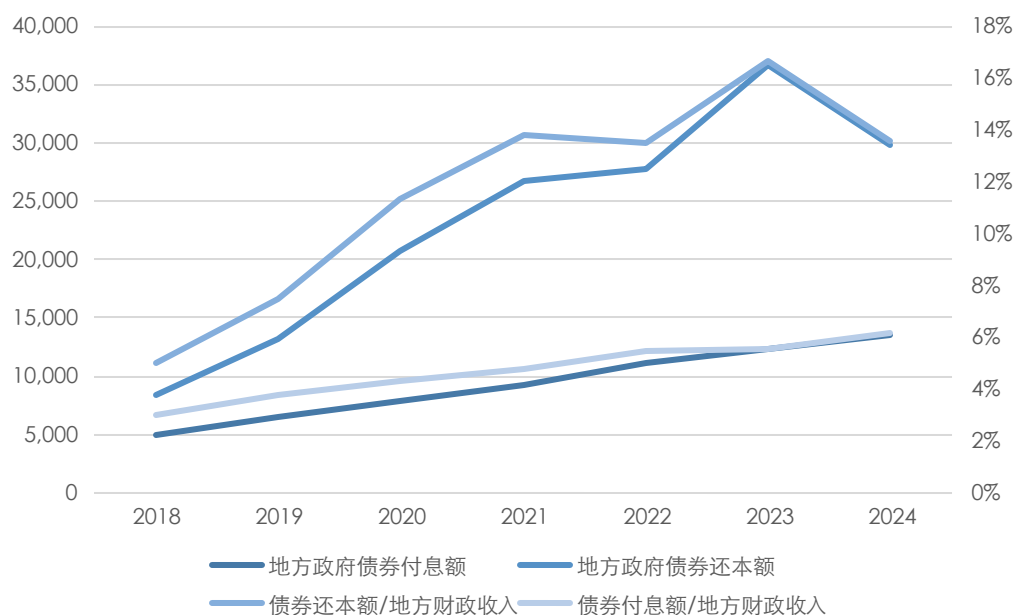
与 2010–2015 年间的债务周期相比，本轮调整期（2020–2027 年）持续时间更长，一方面源于疫情、地产、外需三重冲击叠加，另一方面则体现出当下去杠杆方式更为市场化和制度化的特点。因此，本轮周期的退出将更为温和，所需时间相较过去也有所延长，路径将从“债务重组”逐步过渡到“信用重建”，也意味着财政和金融体系将迎来一轮制度性的修复窗口。

图表 14：债务进程



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 15：地方政府债券还本付息情况



资料来源：Wind，五矿证券研究所

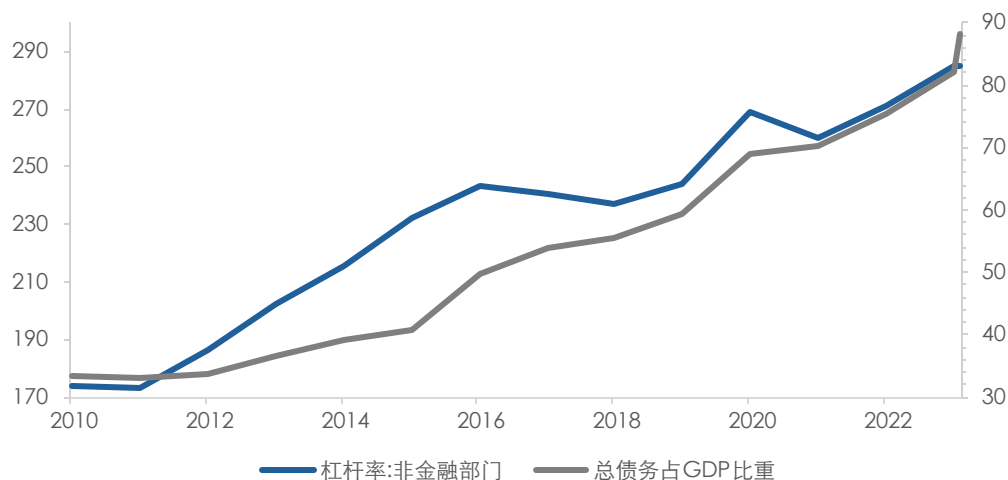
从数据看，2010年以来，非金融部门的杠杆率持续上升，反映出债务驱动型增长在宏观政策中扮演着越来越重要的角色。其中，非金融部门债务占GDP的比重从2010年约170%上升至2023年接近290%，同时广义总债务的占比（包括政府与其他部门）也从30%左右快速上行至超过85%。反映出经济增长对信用扩张的高度依赖，也凸显出宏观杠杆的结构性上移问题。

中国债务结构的变化与政策周期密切相关。2010年后，“四万亿”刺激政策形成的地方基建投资惯性持续释放，推动非金融企业和地方融资平台加杠杆。2015年后，伴随“地方债置换”与货币宽松政策，杠杆率短暂放缓。但2018年起，受到中美贸易摩擦冲击、疫情冲击及房地产调控政策变动影响，政府再次扩大财政支出和信贷支持，尤其是在“保交楼”和“稳增长”背景下，杠杆水平明显反弹。至2023年，总债务占GDP的比重已接近历史高点。

这种“缓增长、高杠杆”的结构性特征，意味着单纯依赖新增信贷和债务扩张将越来越难以带

动有效增长。尤其在当前房地产投资下滑、地方财政压力加剧、产能结构调整背景下，债务乘数效应逐步下降，信用扩张的边际效益已趋于递减。这也可以解释为何图中的广义总债务比重增长速度已明显超过非金融部门杠杆率本身——反映出政府和金融部门所承担的新增债务压力在不断加大，伴随前期利率水平较高的背景，整体债务压力并不会在短期内完全压降。

图表 16：地方财政对土地出让金依赖度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

（二）债务限额与收支缺口对表，发展增量所需资金受限

从 2024 年各省市财政数据来看，地方政府新增专项债务额度与政府性基金预算收支缺口之间呈现出高度同步性，二者几乎“对表安排”。换言之，新增专项债正逐渐演化为“缺口填补工具”，在很多地区基本承担起弥补土地出让收入回落后地方投资资金来源的职能。这一现象在山西、江西、贵州、甘肃、青海、云南等中西部财政相对薄弱地区尤为突出。

从制度设计来看，专项债本应服务于有一定收益能力的公益性项目，通过项目形成资产、项目收益偿还本息。然而实际中，随着土地出让收入持续下行（尤其是 2021 年以来的房地产市场调整），政府性基金预算陷入结构性收缩，而相关支出（如在建项目续建、保障房配套、基础设施维护）具有显著刚性，在缺乏财政自有资金弥补的背景下，专项债逐步从“融资抓手”演化为“准预算平衡工具”。这背离了专项债与“财政预算表外安排”相对独立的初衷，也模糊了债务责任边界。

除填补缺口外，新增专项债较少，对经济增长的拉动效应有限。当专项债被用于填补既有支出缺口或置换隐性债务、历史欠账时，其对新增经济活动、资本形成的边际贡献明显下降。这与过去专项债高峰期（2018 – 2020 年）直接驱动大规模基建、形成实体投资增量的情形不同。当前的专项债融资逻辑，更多表现为“用于还旧不生新”，即“债务用于保稳定而非促增长”。根据多地披露的数据，部分省份高达 40% 以上的专项债资金被用于“在建项目续建”或“债务置换”，用于新增投资项目的比重明显下降。我们认为没有新增资金用于投资可能会导致未来部分地方经济增速持续回落，对财政转移的依赖性进一步增加。

此外，债务与土地财政高度绑定的结构性问题并未根本缓解。由于专项债的主要抵押品仍是地方政府的未来土地出让收入或国有资源收益，在土地市场持续低迷、地价疲弱背景下，地方政府可用于支持新增债的优质资产日益稀缺。这种“资产—债务—收入”的不匹配关系，进一步压缩了债务的偿还保障能力，也加剧了地方融资平台的再融资压力。

不同区域之间，专项债使用效率与财政依赖结构的差异也在拉大。东部发达省份如江苏、浙

江、上海，其新增专项债额度占政府性基金缺口的比例相对较低，同时具备更多的税收来源和融资替代空间；而中西部省份不仅债务与缺口高度匹配，甚至部分地区还存在“债额填不满支出”的局面，财政可持续性和偿债能力均受到挑战。

整体来看，专项债从政策工具逐步演变为“准刚性融资渠道”的趋势，反映出地方财政制度安排中的深层次问题。其一，现行财税体制中，地方事权不断扩大但财权未能同步扩张，导致地方普遍缺乏稳定、可持续的制度化收入来源。其二，预算软约束机制仍未彻底纠偏，部分地区仍存在“以债代收”的惯性思维，形成“缺口靠债补，债务靠再融资”的路径依赖。两者也是财税改革的重要环节，自二十届三中全会以来，财政方向也多次强调“深化财税体制改革，深化金融体制改革，完善实施区域协调发展战略机制”。

图表 17：地方政府性基金收支与专项债变化

省份		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
北京	收入规模	20,093,000	22,163,000	23,174,000	27,057,336	22,274,561	21,103,112	20,948,526
	支出规模	25,602,746	29,602,285	34,704,658	34,628,146	26,421,020	27,370,636	30,340,779
	新增债务限额	5,660,000	11,070,000	13,540,000	10,110,000	9,380,000	11,170,000	12,160,000
天津	收入规模	11,604,537	14,307,915	9,119,310	11,264,963	4,236,627	5,896,148	6,885,592
	支出规模	16,526,792	22,762,925	19,971,032	16,838,509	11,521,329	16,357,427	16,310,216
	新增债务限额	6,960,000	9,040,000	12,580,000	11,410,000	9,080,000	10,070,000	10,050,000
河北	收入规模	28,993,890	33,288,060	31,614,666	28,070,008	20,160,978	22,301,672	18,785,869
	支出规模	32,711,012	38,300,848	45,820,670	37,036,147	38,903,874	39,289,631	33,845,435
	新增债务限额	13,190,000	17,170,000	22,680,000	23,610,000	23,720,000	25,430,000	33,331,000
山西	收入规模	8,457,095	11,863,100	11,519,600	9,804,900	6,289,700	6,017,700	5,205,100
	支出规模	10,799,250	14,525,400	17,878,041	13,539,400	14,802,000	11,977,600	12,233,300
	新增债务限额	4,590,000	6,450,000	10,180,000	8,590,000	8,210,000	8,290,000	8,340,000
内蒙古	收入规模		6,373,946	6,564,337	5,049,198	4,076,765	4,783,003	5,207,000
	支出规模	6,825,086	9,211,081	14,109,000	7,496,600	6,785,265	9,644,000	8,604,000
	新增债务限额	5,170,000	6,690,000	11,560,000	5,340,000	5,460,000	7,350,000	6,500,000
辽宁	收入规模	9,341,268	12,415,388	13,514,214	11,852,422	5,244,449	4,486,168	5,012,000
	支出规模	8,910,627	11,189,844	16,137,000	13,091,352	11,196,000	11,699,000	9,019,000
	新增债务限额	1,200,000	1,670,000	4,150,000	5,400,000	4,200,000	8,820,000	8,500,000
吉林	收入规模	5,583,200	6,652,500	10,212,000	9,384,000	3,657,000	5,890,000	4,949,000
	支出规模	7,550,000	9,514,700	14,548,000	15,954,000	12,337,000	13,121,000	11,525,000
	新增债务限额	4,850,000	6,520,000	10,230,000	8,860,000	8,610,000	10,960,000	12,300,000
黑龙江	收入规模	3,570,582	3,778,734	4,494,399	3,703,372	1,529,194	1,481,837	1,672,000
	支出规模	5,167,132	5,749,276	10,480,433	7,553,189	5,522,807	6,814,000	5,379,000
	新增债务限额	4,910,000	6,800,000	10,610,000	7,740,000	7,370,000	9,210,000	6,700,000
上海	收入规模	20,954,000	24,181,000	31,750,000	37,690,000	40,415,000	34,667,000	32,028,000
	支出规模	23,519,000	25,800,000	36,978,000	35,685,000	37,365,000	29,977,000	28,811,000
	新增债务限额	5,920,000	9,170,000	13,320,000	8,800,000	7,680,000	3,870,000	5,970,000
江苏	收入规模	82,228,060	92,495,918	113,593,948	136,329,482	114,785,823	103,161,256	80,974,265
	支出规模	90,536,365	99,076,516	123,141,000	129,572,459	116,061,848	105,434,933	93,322,393
	新增债务限额	16,640,000	20,000,000	25,760,000	18,160,000	17,780,000	20,370,000	23,650,000
浙江	收入规模	87,365,600	106,078,200	113,533,535	116,472,806	100,689,728	83,631,293	61,688,486
	支出规模	90,200,300	103,888,900	118,855,150	123,956,448	113,540,045	96,335,186	90,957,632
	新增债务限额	10,520,000	14,150,000	21,520,000	23,470,000	25,670,000	25,890,000	27,565,000
安徽	收入规模		33,741,877	31,445,776	35,161,819	30,910,278	23,052,507	19,827,125
	支出规模	12,915,697	41,276,484	44,679,455	46,875,177	46,847,427	40,643,357	40,206,358

	新增债务限额	10,070,000	13,610,000	17,010,000	18,270,000	18,230,000	18,790,000	18,300,000
福建	收入规模	25,870,968	25,696,758	34,297,073	33,427,202	26,313,153	20,706,789	19,390,200
	支出规模	29,169,987	31,879,700	42,819,600	41,553,200	41,746,100	35,833,800	37,914,300
	新增债务限额	6,360,000	8,570,000	13,010,000	13,300,000	13,200,000	14,060,000	19,880,000
江西	收入规模	25,686,000	25,374,000	31,015,000	19,718,000	22,520,000	21,146,000	18,139,000
	支出规模	26,550,775	25,773,291	40,038,000	37,439,000	34,840,000	31,123,000	31,657,000
	新增债务限额	7,070,000	9,880,000	19,660,000	17,420,000	17,700,000	18,180,000	18,300,000
山东	收入规模	60,006,168	67,427,072	72,789,903	79,769,371	60,804,071	49,253,668	48,321,218
	支出规模	67,077,912	75,322,212	97,798,590	97,028,872	90,778,307	82,283,960	92,397,051
	新增债务限额	11,080,000	15,600,000	30,340,000	27,240,000	31,150,000	31,950,000	47,163,000
河南	收入规模	38,260,525	39,718,211	37,379,433	33,680,746	22,174,470	19,321,569	18,569,000
	支出规模	37,836,237	40,988,626	48,627,431	44,110,521	39,593,611	36,155,000	37,089,000
	新增债务限额	10,190,000	14,520,000	23,330,000	24,080,000	25,230,000	24,860,000	
湖北	收入规模	35,351,312	34,749,051	32,292,804	39,128,972	28,708,363	28,847,675	42,568,000
	支出规模	39,438,600	40,427,500	46,125,800	46,396,400	45,931,400	39,554,600	42,568,000
	新增债务限额	10,150,000	14,150,000	21,760,000	20,380,000	20,010,000	20,250,000	20,330,000
湖南	收入规模	22,298,000	29,619,000	33,533,000	37,896,000	31,595,000	26,219,000	17,777,000
	支出规模	21,387,000	29,336,000	41,918,000	44,294,000	40,494,500	36,695,000	32,179,000
	新增债务限额	8,400,000	11,360,000	17,490,000	16,780,000	17,810,000	17,300,000	17,220,000
广东	收入规模	58,868,478	61,119,876	86,424,193	84,908,709	51,961,873	45,015,241	34,518,816
	支出规模	54,740,354	62,906,758	95,727,720	96,395,107	86,318,968	82,568,400	82,753,633
	新增债务限额	13,100,000	18,550,000	31,340,000	36,100,000	40,130,000	43,210,000	53,820,000
广西	收入规模	14,360,589	16,992,947	19,389,710	17,291,502	11,112,740	8,806,636	7,151,456
	支出规模	13,904,218	16,332,703	25,885,786	21,336,581	18,180,958	15,025,334	17,841,693
	新增债务限额	6,630,000	8,960,000	13,320,000	11,110,000	10,390,000	13,490,000	13,700,000
海南	收入规模	3,819,817	4,558,112	5,225,508	3,941,096	4,688,613	4,638,947	4,077,000
	支出规模	5,272,634	6,324,998	8,795,871	8,787,843	8,779,814	9,554,000	10,353,000
	新增债务限额	2,570,000	3,460,000	4,200,000	4,460,000	4,550,000	6,070,000	5,530,000
重庆	收入规模	23,160,000	22,480,000	24,580,000	23,579,429	17,539,494	18,786,184	17,226,035
	支出规模	26,774,836	24,192,618	31,340,000	29,530,200	29,617,329	29,704,457	30,121,927
	新增债务限额	7,100,000	9,560,000	12,240,000	13,610,000	12,680,000	14,690,000	13,130,000
四川	收入规模	38,219,131	41,811,881	47,793,722	49,504,858	47,804,990	42,918,238	37,609,712
	支出规模	40,336,828	43,748,056	60,869,578	57,140,634	65,958,429	62,097,012	60,363,116
	新增债务限额	10,710,000	14,510,000	19,170,000	23,060,000	22,610,000	25,750,000	28,400,000
贵州	收入规模	12,498,926	17,109,317	20,471,241	23,807,005	20,412,615	22,820,374	23,152,806
	支出规模	10,819,384	13,469,109	28,331,885	26,793,950	22,908,965	23,435,600	28,812,958
	新增债务限额	850,000	4,490,000	15,900,000	7,070,000	5,870,000	6,670,000	5,730,000
云南	收入规模	12,873,030	15,906,455	15,584,628	10,869,687	6,208,157	6,530,654	7,427,000
	支出规模	12,675,849	18,296,089	29,485,069	21,502,583	18,387,966	16,838,000	17,487,000
	新增债务限额	6,820,000	9,250,000	18,110,000	14,820,000	9,860,000	12,130,000	10,290,000
陕西	收入规模	14,647,322	18,596,408	21,047,433	23,854,165	19,625,920	17,855,368	16,715,951
	支出规模	15,548,747	19,709,132	24,301,911	27,526,608	29,269,334	26,358,265	26,777,849
	新增债务限额	5,990,000	8,140,000	10,890,000	11,230,000	12,410,000	11,850,000	
甘肃	收入规模	3,993,318	5,208,237	6,503,919	5,956,620	3,709,485	3,718,055	3,430,000
	支出规模	5,520,274	7,731,453	11,905,891	12,338,342	11,195,171	10,052,000	10,897,000
	新增债务限额	4,460,000	6,250,000	9,680,000	8,700,000	11,680,000	8,890,000	8,890,000

青海	收入规模	1,368,528	2,451,658	1,869,448	1,992,907	925,810	703,266	645,000
	支出规模	2,288,684	3,345,947	3,227,081	2,588,035	2,069,000	1,368,000	1,519,000
	新增债务限额	2,610,000	3,520,000	3,720,000	3,640,000	2,120,000	2,130,000	2,100,000
宁夏	收入规模	1,212,738	1,184,443	1,598,149	1,456,700	1,292,425	958,347	1,055,814
	支出规模	2,087,859	2,786,099	2,241,593	1,174,507	1,370,000	1,364,361	1,474,486
	新增债务限额	2,090,000	2,820,000	1,630,000	1,080,000	880,000	1,500,000	
新疆	收入规模	6,143,006	5,274,691	5,914,054	6,060,538	5,288,639	4,887,255	5,352,261
	支出规模	7,900,189	11,465,892	14,274,240	12,180,257	14,311,979	14,285,115	16,185,194
	新增债务限额	6,880,000	11,380,000	12,920,000	12,060,000	12,620,000	13,280,000	17,890,000
西藏	收入规模	891,355	754,615	882,835	463,841	347,632	377,773	405,000
	支出规模	1,097,851	832,481	1,997,871	718,103	606,806	1,267,796	5,589,000
	新增债务限额	300,000	1,280,000	1,210,000	1,000,000	900,000	1,020,000	5,400,000

资料来源：Wind，ifind，五矿证券研究所

（三）地产风险趋稳，利好债务底部风险

自 2022 年起，中国房地产市场在销售下滑、房企暴雷和居民信心弱化的多重冲击下，成为本轮宏观金融风险治理中的核心焦点。房地产债务风险之所以成为全国性政策优先处置的领域，根源在于其广泛的信用关联度和外溢风险：一方面，大量民营房企依赖高杠杆运行，资金链断裂后迅速演化为交付危机和金融违约；另一方面，项目停工不仅影响购房人基本财产权，还容易激化地方社会矛盾，形成信贷风险、土地财政风险和信心塌陷的多重共振。针对这一结构性问题，中央自 2022 年下半年起，陆续推出了以“保交楼”机制为核心的债务化解路径，逐步建立起以政策工具牵引、地方政府配合、金融机构参与的系统性房地产化债框架。

房地产债务问题的演进，经历了从“救项目”到“稳系统”的政策转向，当前已步入以“机制化解+结构性重构”为核心的中长期治理阶段。在政策演进初期，中央以应急托底为主，2022 年 7 月中央政治局会议首次提出“保交楼、稳民生”，并设立 2000 亿元政策性银行专项借款支持逾期项目续建，确立了“保项目、不保企业”的底线思维。同年 11 月，央行、银保监会等联合发布“金融 16 条”，系统回应房企融资困境，明确“合理展期、一视同仁”，并放松融资集中度监管，首次体现对民营房企的支持态度。

进入 2023 年，中央开始将房地产债务作为系统性风险加以对待。7 月政治局会议强调“房地产供需关系发生重大变化”，并将房地产债务与地方政府隐性债务并列处理，标志着治理思路从企业端扩展至财政与金融领域。政策逐步从“缓解资金链断裂”转向“稳定经济金融预期”，央行陆续下调 LPR、公积金利率，放松首套房贷限制，同时启动“融资白名单”机制，试点项目级融资协调，以保障优质项目资金链不断裂。2024 年，治理路径迈入制度化阶段。住建部与金融监管总局联合要求所有地级市建立房地产融资协调机制，形成以“项目白名单”为核心的银政联动机制。同时，央行推出 3000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国企以市场化方式收购库存商品房，转为保障性租赁住房。此举通过政府信用+政策性融资撬动“收储+供给侧重构”机制，化解库存、补位现金流、缓释债务风险三者兼顾。进入 2025 年，房地产债务治理逐步走向结构性出清。民营房企开始主动进入重组程序，银行从“展期支持”转向“股权介入+资产置换”，探索债转股、联合重整、优先股等新型化解工具。政府不再推行全面兜底，而是实行“分类施策、区别对待”，引导市场机制发挥重组主力作用。与此同时，保障房再贷款机制有望在更多城市复制，推动库存向可管理资产转化，为房地产系统性风险治理提供制度型缓冲工具。

整体来看，房地产债务化解已成为本轮中国化债战略中的优先级最高部分之一。从 2022 年的专项借款，到 2023 年的再融资窗口与结构性货币政策安排，再到 2024 年后“收储+融资

协调机制”的机制化推进，中央通过一系列政策组合拳，构建起“保项目交付、防系统风险、促资产出清”的三段式应对框架。其路径特征是：前期以金融工具“托底”，中期以机制建设“缓释”，后期通过资产与信用重构实现“出清”。这种渐进、结构化、多主体共担的化债模式，既避免了房地产领域风险的集中爆发，又为未来房地产高质量发展和住房制度新格局的重建，打下了政策基础和信用平台。

图表 18：地方支出项目增速

政策逻辑	对应工具	核心目标
短期托底	保交楼专项借款、降利率、降首付	防止流动性断裂和社会风险外溢
结构缓释	金融 16 条、白名单机制、再贷款工具	稳住房企信用链，恢复融资能力
制度转向	收储机制、债转股、融资协调机制	推动市场出清、分化重组与功能转型
风险分摊	中央授信+地方执行+银行承担	建立债务共担新机制，压实地方责任

资料来源：五矿证券研究所

四、化债方式：重视短期，但长期高质量发展仍是核心

（一）短期化债需要平衡财政安全与经济发展

随着地方债务风险逐步积聚，地方债治理正从“紧急防控”向“可持续治理”转型，进入一个政策体系初步成型、工具多元协同、执行路径日益清晰的关键转段期。在土地财政下行、财政压力普遍加剧的背景下，政策层不断强化顶层设计，力求在“化存量、控增量、保基本”三者之间实现动态平衡。本轮化债与过去不同，主要依靠地方自我调节，未将债务责任上移至中央，强调“谁举债、谁负责”，并更加强调市场化原则。相较于 1990 年代的不良资产剥离、2000 年国企债务重组、2010 年注流置换或债转股等以财政兜底为主的模式，本轮化债在降低道德风险与财政负担方面更为可持续。

短期内，“化债—财政缺口—经济增长”的三角矛盾是当前地方治理中最突出的现实难题。大幅化债会压缩财政支出，影响项目投资与经济动能；但若继续扩张，则风险堆积难以为继。要破局，必须打破“财政收缩就只能被动挤压增长”的思维，核心在于建立精细化的资源配置机制，把有限资金用在最具乘数效应的方向。

我们认为，破解短期“化债—财政缺口—经济增长”三角矛盾的关键，在于建立财政资金使用的优先级机制，实现“减法化债”与“加法发展”之间的动态平衡。一方面，化债不能简单依赖压降总支出达标，而应转向“压低效、保关键”，将财政资金优先用于带动未来税源、扩大就业、稳定内需的方向，如制造业技改、城市更新与民生基础设施，坚决剔除低边际产出的非生产性支出。另一方面，应主动盘活地方沉淀资产，通过 REITs、资产证券化、资源性资产入股等方式，将“死资产”转化为“活资金”，避免财政被动硬扛。此外，对于流动性短期承压但具备中期偿债能力的项目，应推动设立由中央与政策性金融共同参与的“缓冲机制”，精准投放于债务临界点，以托底市场信心、防止风险扩散。在我们看来，短期化债的成败，不在于“化了多少”，而在于是否形成了“结构优化+风险缓释”的良性机制，从而真正实现边化债、边增长的温和修复路径。

图表 19：近年来化债政策及具体情况

时间	事件或政策名称	内容简述
2023 年 7 月	中共中央政治局会议提出“一揽子化债方案”	提出制定实施一揽子化债方案，强调要有效防范化解地方债务风险，压实地方政府责任，防止债务风险向金融领域传导。
2023 年 9 月	国务院办公厅发布 35 号文《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》	对化债给予具体指导意见，将各省进行分类管理，特别支持化解 12 个重点省份的高息债务，明确金融机构要支持地方政府融资平台债务风险化解。
2023 年 12 月	国办[2023]47 号文《国务院办公厅关于印发<重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）>的通知》	要求“砸锅卖铁”全力化解地方债务风险，在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。
2024 年 3 月	国办[2024]14 号文《关于进一步统筹做好地方债务风险化解工作的通知》	35 号文提出的 12 个重点省份之外的 19 个省份可自主选报辖区内债务负担重、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。
2024 年 7 月	银发[2024]134 号文《优化金融支持地方政府平台债务风险化解的通知》	1. 延长化债期限：将 35 号文的适用期限延期至 2027 年 6 月。 2. 拓宽债务置换范围：重点省份的非持牌金融机构债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但不包括民间借贷、企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金（定融）。 3. 境外债管理：不允许新增 1 年以内的境外债，境外债可以用境内债来做借新还旧。 4. 城投风险监测：地方政府对退出平台后的城投做至少 1 年的风险监测。
2024 年 8 月	银发[2024]150 号文《中国人民银行等四部委关于规范退出融资平台公司的通知》	规范退出融资平台公司的相关程序和要求，确保化债工作的顺利进行。
2024 年 12 月	银发[2024]226 号文《中国人民银行金融监管总局中国证监会关于严肃化债纪律做好金融支持融资平台债务风险化解的通知》	1. 严肃化债纪律：强调债要化，但要讲纪律，金融机构要合规提供化债资金。 2. 金融机构积极参与非标债务化解：要求落实“35 号文”与“134 号文”的要求，催银行加快非标置换。 3. 对退平台企业一视同仁提供融资：退平台后银行提供流贷等新增信贷融资没有障碍，但不能依据政府信用，打破城投信仰。
2024 年 11 月 8 日	十四届全国人大常委会第十二次会议通过债务置换议案	表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，公布了 12 万亿元地方化债“组合拳”。决定增加 6 万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务，分三年实施（2024—2026 年每年 2 万亿元）；从 2024 年起，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。
2025 年 1 月 -4 月	多地推进融资平台公司转型	多地政府推动城投公司发布不再承担政府融资职能的公告，以“退平台”的方式逐步剥离政府融资职能，压降融资平台数量，坚决遏制新增隐性债务。

资料来源：中国政府网，证券时报，睿致诚咨询，百度、小城说、五矿证券研究所

（二）长期化债要从债务驱动转向创新驱动

我们认为，长期化解地方债务的根本出路，不是简单地压降债务或靠财政托底“拖时间”，而是必须推动地方发展逻辑从依赖债务驱动，真正转向依靠效率提升和内生创新驱动。这不仅是债务治理的核心问题，更是未来中国经济迈向高质量增长的关键转折点。

过去十多年，地方政府在高增长预期与 GDP 考核压力下，习惯于通过举债投入基础设施、房地产和土地开发等传统项目，以“借钱铺摊子”的方式拉动短期增长。这一模式在土地红利和人口红利尚存时期，确实释放了阶段性的扩张效应。但近年来，土地出让收入持续下滑，房地产市场进入深度调整，平台公司盈利能力趋弱，叠加人口结构和外部环境变化，传统路径的可持续性已经被严重削弱，甚至带来了结构性金融风险和资源错配。

尤其自 2022 年以来，地方财政的“资金池”急剧收缩，新发债券大多用于偿还旧债，真正用于经济增量投资的资金越来越少，财政的乘数效应不断减弱。与此同时，地方债务率持续攀升，债务利息支出占比偏高，进一步压缩了可用于产业升级和民生保障的空间。地方政府进入了“举债难—投资少—增长慢—财政紧”的负循环。

要破解这一结构性矛盾，我们认为，必须明确三个方向：第一是财政资金必须从“铺摊子”转为“补短板”，将更多资源用于科技研发、基础研究、职业教育、基层公共服务等长期回报型项目；第二是推动平台公司彻底市场化，剥离其准财政功能，转为以项目盈利和资产运营为导向的实体经营主体；第三是建立能够反映创新能力和发展质量的地方治理激励机制，推动地方政府“以质论绩”，形成财政资源与生产效率之间的正向关系。从这一方向看，未来财政结构性宽松的趋势将继续延续。

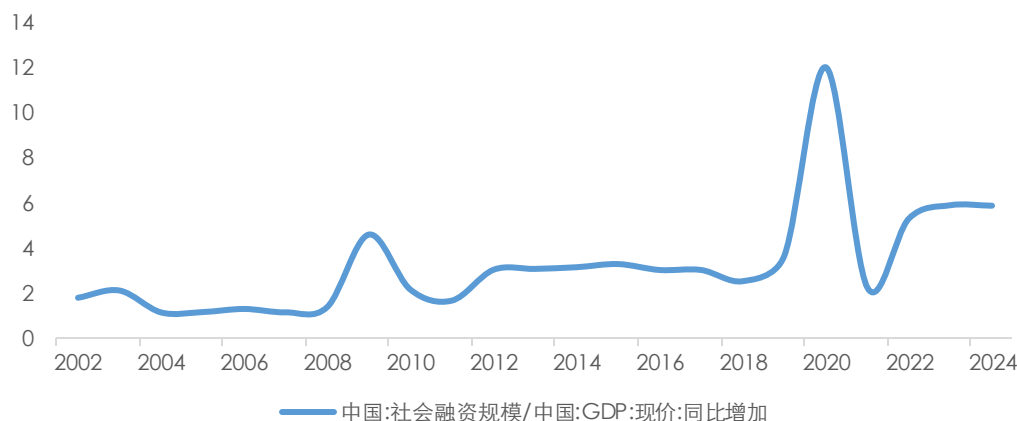
长期来看，债务可持续的前提不是一味压债，而是提升单位债务所创造的经济价值。从这个意义上说，真正解决地方债务问题，不是“化掉多少旧债”，而是“用新机制避免继续累积坏账”。如果地方经济能够通过制度性创新与效率提升进入新一轮增长周期，那么债务在未来的财政中可以重新变得可管理、可转化。反之，即便债务规模下降，也可能因缺乏增长支撑而陷入长期停滞。

因此，我们判断，当前应以此轮地方债务治理为契机，推动发展模式完成从债务驱动向创新驱动的历史性转轨。而在转折过程中所经历的“紧日子”在转型完成之前还将延续，并不会因为土地财政走弱和地方发债主要用于以旧换新就大规模推出中央投放流动性的措施。

（三）当前财政仍显偏紧，宽财政窗口或在未来两年逐步打开

从数据观察，2024 年中国新增的 5.4 万亿元名义 GDP，是通过 32.2 万亿元社会融资实现的——即每实现 1 元 GDP，需投入约 5.9 元信贷资金，处在除 2020 年以外的历史高位。这意味着，当广义财政融资增长开始减速，借新还旧的边际效用下降，经济对债务的依赖加深，价格水平可能进一步陷入‘债-缩’的下行格局。

图表 20：中国:社会融资规模/中国:GDP:现价:同比增加



资料来源：Wind，五矿证券研究所

在 2008 年全球危机影响下，大胆的“四万亿”措施帮助中国实现了 V 型复苏。但是自此政府基本保持了中性偏紧的经济政策，一方面是压制数量型政策带来的泡沫，一方面是在制度建设初期的背景下大规模刺激确实带来了一定的道德风险。这些原因导致在随后的关税冲击、地缘政治升级以及疫情冲击下都采用了较为保守的财政政策。

回顾 924 以来，这一轮“宽财政”与以往不同，既不是“大放水”，也不是传统意义上的“大基建”。政策导向上更加强调精准投向，重点布局于新旧基建、科技创新、内需扩展和出口保障等多个关键领域，利用当前低利率环境，着力推进一批投资周期较长但对民生和结构升级具有长期价值的项目。

主要资金流向体现在四个方面：一是聚焦“重大基础设施和重点领域安全能力建设”，包括城市燃气、排水系统、老旧小区和城中村改造、水利、交通物流等方向，相较过去以房地产为核心的基建投资，这类项目的原材料消耗强度较低，对大宗商品的拉动效应也更为温和；二是推动“以旧换新”来扩内需，从传统的汽车、家电延伸至手机、平板等智能终端设备，并鼓励服务型消费回暖；三是加大对新兴产业的支持，包括设备更新、新型基础设施、算力建设和产业园区发展，体现了对“新质生产力”的系统培育；四是关注民生保障和房地产领域的托底安排，防范系统性风险扩散。

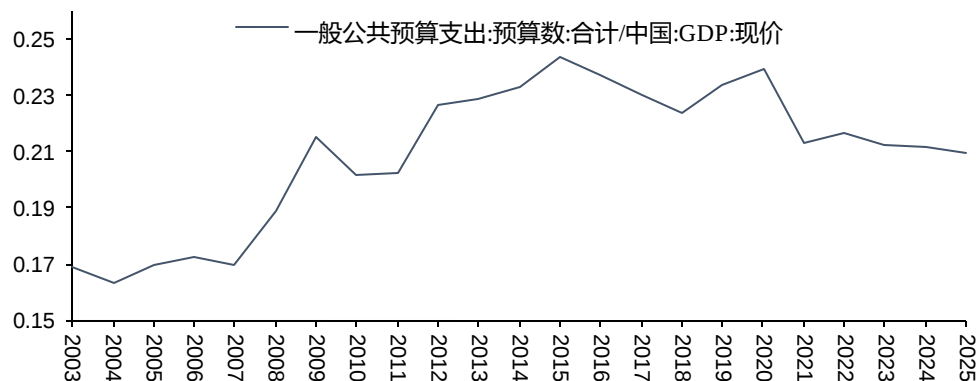
因此，本轮“宽财政”更具有结构性和托底性质，财政支出规模虽相对宽松，但并非旨在大规模刺激宏观经济，而是通过定向发力带动整体修复。这也造成短期宏观数据表现依旧偏弱，通缩压力未消，CPI 和 PPI 仍处于负值区间，企业风险偏好低迷，PMI 持续在荣枯线附近波动，社融中的中长期贷款增长乏力，最终体现为政府加杠杆独力托起增长动能。

我们认为，在 2025 年两会将赤字率设定为 4%，虽然突破了过去 3% 的固式思维，但是不论是总量还是结构性都依然不够，难以形成有效的托底。虽然我们认为财政在短期内还将以结构性宽松为主，在结构性调整、债务及房地产问题出清之前，可能难以出现类似“四万亿”的大规模财政宽松，但是目前的预算资金对通缩环境下的经济拉动有限。

尽管政策表述多次强调“积极的财政政策要加力提效”，但从历史数据来看，财政支出强度

并未同步上升，反而在疫情后逐年走弱。从数据看，中国一般公共预算支出占名义 GDP 的比重在 2008 年后迅速上行，于 2015 年前后维持高位。但自 2021 年起，该指标已连续数年下滑，2024 年更是降至近十年低点。这一趋势表明，财政政策虽然在节奏上有所“加力”，但在总量规模与实际影响上仍偏保守，未能有效对冲地方土地财政减弱与民间信贷疲软带来的总需求缺口。简而言之，财政看似积极，实则紧平衡。

图表 21：一般公共预算支出



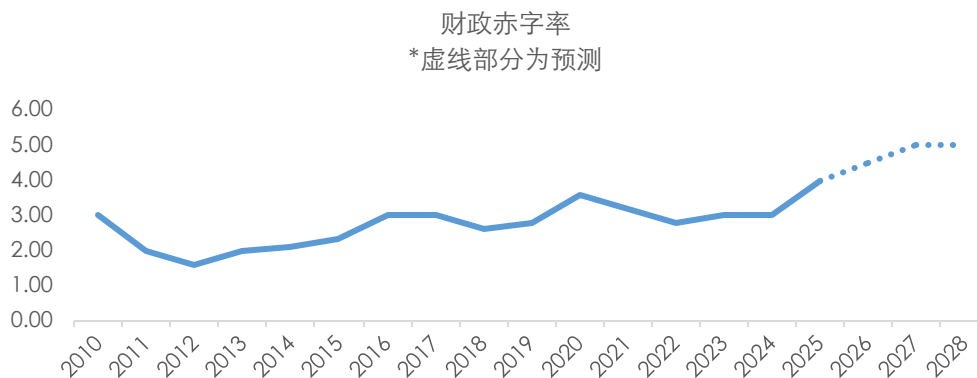
资料来源：Wind，五矿证券研究所

2015–2019 年间，中国一般公共预算支出占名义 GDP 的比重长期稳定在 23% 左右，反映出当时财政政策对经济的稳定支撑力度。相比之下，2024 年该指标降至 21.16%，已处于近十年来的低位，显示出当前财政支出的“发力程度”明显回落。若以 23% 的财政支出强度为参考水平进行静态测算，2024 年名义 GDP 约为 126 万亿元，则当年财政支出应达到约 29 万亿元，而实际预算支出仅为 26.2 万亿元，存在约 2.8 万亿元的缺口，即“政策力度缺口”。

我们认为，这一缺口不仅仅是数字层面的差距，更直接映射了财政对总需求的拉动能力正在减弱。在当前民间部门信贷意愿偏弱、出口恢复缓慢、制造业投资乏力的环境下，财政支出理应成为支撑经济增长的主力，但从支出强度来看，政府部门的托底作用仍不充分。**进一步推算可见，要弥补这 2.8 万亿元的支出差额并保持财政平衡，2024 年财政赤字规模将需提高至约 6.3 万亿元左右（2024 年名义 GDP 为 126 万亿），这意味着赤字率需达到 5% 左右，而不是当前的 3%—3.8%。**也就是说，在不引发显著通胀压力、不破坏财政可持续性的前提下，财政仍有扩张空间，尤其是在债务余额/GDP 水平依然可控的背景下。

整体来看，我们认为，实现高质量复苏的关键不在于财政是否“超发”，而在于是否匹配当前经济所需的“强度与节奏”。只有在合理提升财政支出强度、优化结构性投向、加快资金拨付效率的基础上，才能真正对冲经济周期性下行风险，修复企业与居民预期，并逐步建立起更加可持续的财政—增长良性循环。

图表 22：财政赤字率及预测



资料来源：Wind，五矿证券研究所

（四）多元化政策组合协同发力，推动债务化解转入结构优化阶段

从历史的角度看，化解债务方式可以通过剥离、重组、注入流动性等方式实现，但是一次性化债的方式多是在金融市场不成熟、政策工具较少的情况下的选择，治标不治本，同时会带来一定的道德风险。

我们认为化债的平衡在于维系经济增长的前提下稳定压降债务对地方政府部门、企业部门的压力。地方政府与企业部门债务压力的释放自然会对人民币资产价格带来稳定作用，也会对消费—价格螺旋带来正向影响。在化解方式上，要追求短期与长期的配合，既要处理好短期宏观经济遭受的下行压力，也要保证后期债务的可持续性。整体来看我们认为化债的方式有直接和间接几种方式，一揽子的化债策略应该是相互配合。

首先，短期纾困，流动性支持与债务展期协同防风险外溢。针对短期内债务集中到期的风险，政策层面正通过提高地方债限、债务展期和流动性注入等多项工具协同应对。当前利率处于历史低位，为风险出清与结构调整提供了宽松窗口。地方政府层面，适度抬升专项债限额，允许将部分到期债务通过再融资债券置换，有助于缓释信用风险、稳定基建资金链。在企业端，通过债务展期、再融资与政策性金融支持，引导银行、信托等金融机构在可控范围内延长融资期限，防止局部违约事件外溢为系统性风险。此外，在房地产、城投等重点领域实施“保交楼”、“保运转”等差异化流动性支持，形成短期纾困、结构优化与政策托底的组合机制，避免因去杠杆过急导致信用收缩与经济下行的负反馈循环。

其次，提升投资回报：兼顾逆周期调节与项目绩效导向。几轮债务提升的一个导火索都是经济增速目标下只关注了政策刺激的短期效应，而长期投资整体效率偏低。这是地方投资增速与未来几年回报率不匹配的主要原因，特别是各地财政压力持续增加，收入降低。近年来，中央多次强调提高投资效益。例如在 2024 年 12 月召开的中央经济工作会议明确指出，2025 年要“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。2025 年 1 月，财政部在国新办新闻发布会上表示，将实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”。财政部副部长廖岷指出，将扩大超长期特别国债规模，更大力度支持“两重”项目，加力扩围实施“两新”政策；增加新增地方政府专项债券限额，扩大投向领域和用作项目资本金的范围。同时，财政资金分配使用将更加注重目标导向、绩效导向，加快资金下达拨付进度，切实提升财政资源的配置效率。我们认为政策有两个着手点，第一是继续使用投资作为经济逆周期调节的工具，第二是要求投资效率的提升，即兼顾了短期经济疲软的需求，也避免了短期大规模投资带来的长期风险聚集问题。

第三是夯实财政基础，事权财权匹配推动地方财力可持续。对于地方而言，化债的根本出路

仍在于深化财税体制改革，实现地方财政长期收支平衡。当前地方政府债务压力的根源，在于“事权上收、财权未调”所造成的结构性失衡。一方面，地方承担了大量公共服务、基建与发展职能，另一方面却依赖土地出让金、专项转移支付维持运转，财政可持续性面临挑战。为此，应进一步推进中央与地方事权、财权同步改革，通过扩大地方自主税源（如消费税、资源税改革）、建立规范稳定的转移支付机制，增强地方财力的可预期性和自主性。二十届三中全会明确提出了“建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限”，我们认为，事权财权的对等有利于地方财政支出效率的提升。

第四提升债务质量，引导资金流向高效回报领域。核心在于通过持续创造可计量的回报覆盖债务本息，同时稳定经济主体对未来的预期，使债务扩张具备可验证的偿付基础。债务的风险不取决于其绝对规模，而是取决于“资产—回报—偿债”链条是否闭合，即所形成的资本性支出是否能够通过生产效率与要素配置改善，转化为持续现金流或财政收入。从结构上看，中国近年来多轮债务扩张的边际效应下降，很大程度上源于资金集中在土地财政链条和低效项目上，导致投资收益递减、债务结构刚性化，形成了“债务增、回报降”的脱节局面。解决这一问题的关键不在于压降总量，而在于提升单位债务所对应的产出效率，即推动资金流向高附加值、高外部性、具有乘数效应的领域。从政策实践上看，“新质生产力”的提出本质是对债务支撑结构的重构，强调以技术密集型产业、战略性新兴产业、绿色低碳项目为主的结构性投资逻辑，这类投资项目具备回报周期较长但增值潜力稳定的特征，适合形成中长期可持续的还本付息路径。同时，财政政策的作用不仅仅在于托底，还应转向对资源配置的结构引导，通过预算绩效管理、财政资金与回报机制挂钩、设立专项财政激励机制等方式，提高财政杠杆效用，在保持经济增长韧性的同时，为债务偿付能力构筑稳固基础。

第五是战略性通胀。在20世纪90年代末，中国通过剥离银行体系中的不良资产，为宏观经济纾困提供了可行路径。这一策略的核心在于通过流动性注入缓释债务风险，从而修复实体经济的运行逻辑。然而，这种方式也伴随着两个重要隐忧：其一，是否会因流动性过度释放而引发“大水漫灌”；其二，是否会因为政策救助带来道德风险，使市场主体对风险失去应有的约束意识。因此，我们有必要将当时的改革方案与2008至2010年的政策操作加以区分。前者面对的是已积累的大规模债务问题，需要通过投放流动性予以拆解；而后者则主要应对的是外需骤降所带来的冲击，并未面临系统性债务危机，因此同样需要逆周期调节，但其政策着力点有所不同。尽管两者在操作层面上都表现为货币的大幅扩张，但资金流向和政策逻辑存在显著差异：90年代末的流动性主要流向具有实际生产能力的实体部门，用于对冲既有债务，而2008年后的政策更多地直接介入资本市场，刺激整体需求。从结果来看，前者并未引发明显通胀，后者则出现了一定程度的物价上涨。我们认为考虑到当前经济情势与90年代末更为接近，再次采用坏账剥离与精准流动性注入的方式，重点支持具备生产能力的民营部门，有望实现资产负债表修复、恢复市场信心。即便由此带来一定通胀，其幅度也可能是温和且可控的，不会对宏观经济运行构成实质性风险。

第六是债务结构优化，缓解短债长投错配带来的系统性风险。当前债务问题的一大隐性风险在于结构性错配，尤其表现为期限与资金属性之间的不协调。大量基建、产业园区等项目具有资金需求周期长、见效周期慢的特征，但其融资安排却高度依赖于短期银行贷款、非标融资甚至表外通道工具，形成“短债长投”格局。这种期限错配一旦叠加经济下行或金融紧缩周期，将迅速推高再融资压力与信用风险暴露率。因此，需要推动“债务结构再平衡机制”，通过金融端主动延展融资期限、优化利率结构，降低高波动期的偿债压力。一方面，政策可以引导政策性银行、开发性金融机构推出专门面向地方平台或准公益性项目的长期低息再融资工具，以“统借统还”模式对接存量高成本短债，实现利息负担削减与现金流稳定；另一方面，要推动商业银行在符合审慎监管要求的前提下，对部分项目贷款进行期限调整、利率重定价，引入债务重组服务。同时，财政部门可与金融机构协同建立“债务结构健康评估机制”，分类分批对风险资产进行结构优化，为整体债务运行打通时间和利率两个维度的缓冲

通道。这种结构性优化并不依赖大规模放水或新增债务，而是在“成本控制+节奏缓释”中实现化债目标，增强债务体系的内在稳定性。

风险提示

- 1、如果不能有效化解民营企业债务，可能会加剧市场悲观情绪；
- 2、财政发力或继续以结构性为主，或加剧产业间不平衡现象。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	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%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010