



## 宏观研究

## 【粤开宏观】化债之后需要考虑的三个问题——效果与长效机制构建

2025 年 01 月 14 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@ykgzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】财政如何提振消费？》

2025-01-12

《【粤开宏观】如何全方位扩大内需稳增长？》

2025-01-05

《【粤开宏观】稳增长与防风险——专项债

2024 年回顾与 2025 年展望》2025-01-01

《【粤开宏观】宏观经济治理视角下的增值

税改革：目标、问题与路径》2024-12-29

《【粤开宏观】化债突破之年——2024 年

财政债务形势回顾与 2025 年展望》

2024-12-25

## 导读

本文旨在探讨当前化债措施及其效果，并分析化债后的影响。化债之后，短期流动性风险有所缓解，但仍需考虑三个问题：其一是房地产市场调整转型期以及物价低迷仍影响着地方财政；其二是要深化财税体制改革构建债务管理的长效机制，尤其要考虑建立债务与资本预算、上移事权和支出责任至中央政府；其三是要推动债务更好支持经济高质量发展。



## 目 录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 一、如何看待化债及财政增量政策.....                   | 3 |
| （一）化债的原因.....                          | 3 |
| （二）本次化债并未选择特别国债的原因.....                | 3 |
| （三）从“化债中发展”走向“发展中化债”，反映出财政思路的四个转变..... | 3 |
| （四）化债的效果：隐性债务显性化，周期拉长、成本降低.....        | 4 |
| 二、化债之后要考虑的三个问题.....                    | 4 |
| （一）短期风险：债务流动性风险缓解，三保和城投付息仍需高度关注.....   | 5 |
| （二）长效机制：构建债务和资本预算、上移事权和支出责任.....       | 5 |
| （三）债务更好地支持经济发展：支出结构与效率.....            | 6 |



## 一、如何看待化债及财政增量政策

中央提出“6+4+2”的一揽子化债举措，在五年内以10万亿真金白银化解12万亿的隐性债务，将极大地缓解地方政府的流动性风险，激发地方政府发展经济的积极性和能力，将地方政府从应急状态推动到常态谋发展。有必要简要回顾三个问题：为何要化债？为何没有采取中央发国债并转移支付给地方政府的方式？化债的效果如何？

### （一）化债的原因

在过往的化债实践中，取得了积极成效，但在部分地区存在一些“收缩效应”，政策审时度势，采取更大力度、更加系统的方式防范风险。其一，部分地方政府为偿还隐性债务，采取远洋捕捞和“砸锅卖铁”的方式，前者破坏了营商环境，后者不可持续。其二，部分地方政府为支付利息而借入成本更高、期限更短的资金，增加了新的风险。其三，前期化债过程中部分地方政府的投资效率下降，投资增速下降对经济产生了拖累。其四，地方政府在化债的同时还需承担“三保”任务，难以专注于长远经济发展和税源培育，这事关产业结构转型和重塑税基，是一个更为重要的问题。因此，这次化债的目的在于避免收缩效应，同时激励地方政府发展经济的积极性和能力。

中国存在两种企业家精神：民营经济企业家精神和地方政府企业家精神，应对内外部风险挑战要充分激发这两种企业家精神，在中央的统筹下前者将发挥有效市场作用、后者将发挥有为政府作用。改革开放46年来，这两种精神对经济增长和社会稳定起到了积极的推动作用。但是，一段时间以来地方政府的企业家精神受到了影响，这也是化债工作需要重点关注的问题。

### （二）本次化债并未选择特别国债的原因

首先，强化纪律约束是债务管理的核心。中央政府多次强调地方政府要对隐性债务负责，即“谁家的孩子谁抱”。地方政府发行新债券以偿还过去的隐性债务，债务主体并未改变，还是地方政府，这有助于强化财政纪律。

其次，公平性考量是债务处理的重要原则。北京、上海、广东等地已宣布隐性债务清零，通过真金白银实际资金偿还。若通过特别国债或中央发债方式为地方政府一次性兜底，对这些前期认真执行财政纪律的区域不公平，并可能产生逆向激励，这是需要避免的。

第三，识别成本是债务管理中的一个挑战。部分地方政府的债务源于中央与地方财政体制的划分不合理，地方政府承担了一些本应由中央政府承担的事权和支出责任。当前地方政府支出占比高达86%，而中央仅占14%。这些债务部分是财政体制不合理造成的，部分是由于疫情冲击等外部因素导致的；还有防范经济社会风险引发的债务增加，这些债务中央政府可以在一定程度上帮助解决。但是当前的主要矛盾是推动地方政府轻装上阵，是促进中国经济企稳回升。因此，对于14.3万亿的隐性债务规模，区分中央与地方的责任、各省份的分担比例，短期内识别成本过高。当前的主要任务是帮助地方政府渡过流动性风险，中央政府提出的“6+4+2”化债方案是明智之举。

### （三）从“化债中发展”走向“发展中化债”，反映出财政思路的四个转变

这次化债体现了化债思路的转变，简单可以归结为从“化债中发展”走向“发展中化债”。蓝部长在多个场合也强调了化债思路的转变，蓝部长提出四点转变：从过去的应



急处置向现在的主动化解转变；从点状式排雷向整体性除险转变；从隐性债、法定债双轨管理向全部债务规范透明管理转变；从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

可以从四个角度分析这种化债思路的转变。首先，本次化债措施是继“9.26”一揽子增量政策实施以来的延续，追溯至2023年7月中央政治局会议提出的债务化解方案，至今已有一年半的时间。债务化解应置于一揽子增量政策的框架内进行考量。我认为，“9.26”一揽子增量政策的核心在于激发微观主体活力。其一是以激活资本市场来激发企业和居民部门的积极性，或修复居民和企业部门的资产负债表。在“9.26”政策之前，“9.24”宣布救市措施，资本市场随后逐步回升，目前稳定在3300点左右。资本市场的活跃带来了财富效应，进而激发了居民和企业的积极性。其二是以债务化解为契机，进一步激发地方政府的积极性。这种思路的转变应视为一揽子增量政策的核心逻辑，即通过资本市场和债务化解措施激发三大微观主体的活力。

其次，充分地认识到债务规模不等同于债务风险，政策重点从压降债务规模转向化解债务风险。由于风险具有动态性，而规模则是静态的时点数据，仅将债务规模从十个单位降至五个单位并不意味着风险也会相应下降五个单位。实际上，风险有可能在规模减少的同时仍然上升。

第三，充分地认识到财政可持续性的前提是经济的可持续性。当前，全球财政和债务的不可持续性问题逐渐显现，例如美国即将实施的对内减税和对外加征关税政策，但关税收入的增加远不能弥补国内减税带来的财政缺口，导致美国债务规模进一步扩大，全球范围内亦然，尤其是在新冠疫情之后。在中国，财政可持续性受到高度重视，财政可持续性的基础在于经济的可持续性。仅仅实现收支平衡并不足以防范风险，也不意味着财政更具可持续性。相反，从平衡财政向功能财政的转变在本次债务化解中显得尤为重要，这一转变体现了对财政可持续性前提的认识，即经济的可持续性。因此，优先发展经济，将发展置于更为核心的位置，是实现财政可持续性的关键。

第四，本次债务化解反映出政策的灵活性和适应性，即中央因时因势调整优化政策。政策调整是基于对当前形势的实事求是评估，以回应和解决主要矛盾，这一点比技术层面的因素更为重要。这意味着即便在2025年面临外部不确定性，如1月20日特朗普入主白宫后可能对中国加征关税的情况下，我国也将根据外部环境的变化和外需的下滑等，采取进一步的内需提振措施，包括实施超常规的逆周期调节政策。这种政策理念的变化，体现了债务化解思路的转变。

#### （四）化债的效果：隐性债务显性化，周期拉长、成本降低

其一，隐性债务显性化，债务更加公开透明规范，这本身就是风险下降的过程。

其二，以利率更低、周期更长的地方政府债券置换举债成本高、周期短的地方隐性债务，五年累计可节约6000亿元左右利息支出。

其三，腾出财力和精力发展经济、提供公共服务、支持科技创新、促进消费等。

其四，地方政府轻装上阵后，有助于改变其行为和预期。谋划更中长期的经济发展和税基重塑；改善营商环境。

## 二、化债之后要考虑的三个问题

要充分利用化债腾出的时间窗口和空间，考虑化债之后的事情，有三个层次。



## （一）短期风险：债务流动性风险缓解，三保和城投付息仍需高度关注

房地产处在调整转型期，房地产市场的调整转型可能导致未来几年土地出让收入和房地产相关税收受到影响，这主要体现在收入端。同时，GDP 平减指数连续六个季度为负，PPI 连续 26 个月为负，物价水平偏低的格局可能对财政收入和税收收入产生影响。由于财政收入和税收收入包含了价格因素，物价水平的低迷直接影响财政收入。在此背景下，部分地方政府面临的“三保”压力、部分城投平台也存在一定的付息压力，这需要引起高度重视。全国财政工作会议特别强调要确保地方“三保”和基层财政的平稳运行，这一政策导向是精准且必要的。

## （二）长效机制：构建债务和资本预算、上移事权和支出责任

短期要考虑到三保压力和风险的问题，从长远来看，解决债务问题的根本途径需要更深入的探讨。在此，有两个紧迫且必要的核心点：**深化财税体制改革。改革的核心在于两个：构建债务和资本预算、上移事权和支出责任。**

目前，我国的预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和全国社会保险基金预算，这四本预算主要反映现金流量，即收支情况。然而，现有预算体系主要关注收支，而对债务仅限于限额和余额管理，这并不足以全面管理和约束债务，因为缺乏对债务还本付息计划、资金投向、资产形成、资产的管理以及相应现金流状况的考量。因此，建立债务和资本预算显得尤为重要，这将有助于从不同维度和层次上对债务进行更有效的管理。债务与资本预算的建立将有助于更好地约束举债行为，评估债务还本计划，并确保投向的资产质量，以避免未来缺乏经济效益和社会效益的投资。此外，关于是否维持既有四本预算或进行合并的问题，也需进一步探讨。其一，我觉得国有资本经营预算可以合并进入一般公共预算，一是规模太小，二是产业资本的预算单列、金融资本的预算却在一般公共预算的非税收入中。其二，未来还可以考虑是否将政府性基金预算也合并到第一本预算，一是土地出让收入规模将逐步下行，二是土地出让收入也是国有资源出让收入，与一般公共预算收入中非税收入的国有资源有偿收入某种意义上是同性质的。

另一个改革的核心是上移事权和支出责任。三十年前的 1994 年，我国财政体制在收入端的问题得到了解决。三十年后，即当前，收入端的问题依然需要关注，也就是增加地方自主财力，缓解地方财政压力。尽管本次中央经济工作会议未直接提及地方债务风险，但在九项工作中的第三项，即推出标志性改革举措中，强调了深化财税体制改革和增加地方自主财力的重要性。目前，增加地方自主财力是必要的，但未来的改革不应仅限于此，而应进一步推进至事权和支出责任的上移。这一议题已讨论多年，必须建立相关配套制度，明确需要上移的事权，例如社会保障、环境保护、食品药品监督管理以及部分公共安全事务等。通过上移事权和支出责任，解决财政体制的问题，减轻地方政府的负担，从而降低其举债动机和冲动，这是亟待解决的问题。

从全球看，主要经济体的中央事权和支出责任占比超过 50%，这种现象值得深思，其背后反映的是人的需求变化。在居民基本生存需求没有得到满足的时期，地方政府应当承担经济发展等相应的事权和支出责任。从生存型消费进入到发展型消费阶段，人们更关注公平性和环境质量等，追求收入和财富的公平分配以及环境保护等议题。这些需求的满足往往需要超越地方层面的治理，由更高级别的政府来统筹。因此，全国统一大市场的构建等事务不应由地方政府承担，而应由中央政府来实施。也就是说，上移事权和支出责任，不仅是构建债务管理长效机制的重要方式，更是存在着深刻的原因。



### （三）债务更好地支持经济发展：支出结构与效率

化债后，除了短期风险和长效机制构建外，仅控制债务风险并非我们的目标。第三个层次是推动债务更好地支持经济发展，这是核心目标，也是风险控制后必须考虑的问题。在此，有两个核心关键点。

第一个关键点是债务形成的支出结构是否合理有效。如果债务支出结构合理、使用有效，1个单位的债务能够转化和带动为1.5个单位的资产，并持续产生经济效益、社会效益或提升经济潜在增速，这样的债务即为优质债务。另一个核心关键点是债务的期限结构是否能够与资产的收益周期相匹配，就是债务形成资产的现金流与债务的偿债周期是匹配的。这两个因素共同构成了债务推动经济增长的两个核心关键要素。

具体而言，一是要实现投融资的匹配，投资决策与融资方式要匹配，包括收益属性与期限结构的匹配。投资方向决定了融资来源，对于具有高收益的项目，应让市场来决定资金的流向，让市场发挥配置资源的决定性作用；对于有一定项目收益尤其是社会效益突出的项目，要通过专项债券来扩大投资；对于没有经济收益但社会效益突出或者综合效益突出的，要通过国债或者地方一般债来实施。事关全国性的大项目，要通过长期建设国债或者超长期特别国债等；仅在本区域范围内的项目，就通过地方债券解决。此外，还需确保期限结构的匹配性。二是要实现国债、地方一般债券、专项债券和城投债券的各司其职，办什么事花什么钱。近期专项债制度做了优化，包括投向的负面清单管理以及自审自发试点等，这些从短期来看旨在稳定经济增长；但是从长远来看，专项债券应回归其本质，即专门项目收益偿还的债务，如果没有项目收益，就需要考虑其他形式的债务资金，避免形成专项债对一般公共预算的挤压。明面上属于专项债，不计入赤字，但项目收益覆盖不了到期债务，结果仍要税收去偿还，形成对一般公共预算的挤压，这些问题从源头上也就是办什么事花什么钱就要解决好。

以上是化债后需要考虑的三个问题：短期风险、长效机制及债务怎样更好的支持经济发展。

风险提示：政策不及预期、外部冲击超预期



## 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。

## 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](http://www.ykzq.com)