

“细说化债”系列之三：

如何理解化债支持措施的影响？

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

化债支持措施释放积极政策信号，财政政策向稳增长有所倾斜。也需注意的是，地方债务规模或明显高于基于 2018 年摸查统计的官方数值；地方财政有所松绑，但地方财政发力或也仍面临一定制约。在内需偏弱，外部不确定性上升背景下，未来仍需出台稳增长政策，且或主要依靠中央加杠杆。

摘要：

本篇是“细说化债”系列专题的第三篇，主要分析 11 月 8 日财政部部长宣布的三项化债支持措施的影响。

三项化债支持政策释放了积极的政策信号。11 月 8 日宣布的三项化债支持政策，是近几年出台的最大规模支持化债的政策，表明政府化债思路从防风险向防风险、促发展并重转变，这意味着财政政策向稳增长有所倾斜，释放积极的政策信号。由于地方化债方式有 6 大途径，而财政资源仅是偿债来源的一部分，假设财政资源占当年隐债偿还的比例为 19%，则三项化债支持措施下，腾挪的财政资源规模可能约为 0.58 万亿，若全部用于稳增长，则拉动 GDP 效果可能约 0.5 个百分点。

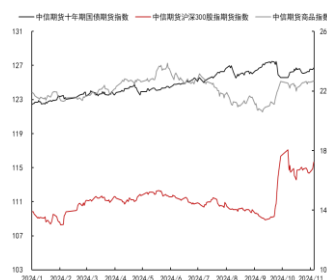
也需注意的是，考虑融资平台的地方政府债务规模可能明显高于基于 2018 年摸查统计的官方数值，意味着地方政府仍可能面临一定偿债压力。IMF、Wind 等第三方披露的地方融资平台有息债务均明显高于 14.3 万亿；而已宣布隐债“清零”的省份在 2024 年再度发行特殊再融资债，可能表明地方还需偿还拖欠企业账款。因此，地方实际债务规模可能高于政府披露数值。故，地方政府可能仍然面临一定偿债压力。

即便地方偿债压力有所减轻，但地方财政发力稳增长的能力或也有限。一是，土地出让收入难以回到 2016-2021 年高速增长模式。二是，地方政府加杠杆工具受到限制。三是，在当前央地事权财权分配模式下，地方财政可持续性的前景可能依旧欠佳，制约地方加杠杆空间。

整体而言，三项化债支持措施释放了较为积极的政策信号，但地方财政发力或仍面临一定制约，在当前内需偏弱，外部贸易摩擦可能升温的背景下，仍有必要进一步出台稳增长政策，预计仍需依靠中央政府加杠杆。

风险因子：1) 化债对经济影响超预期。

中信期货商品指数走势



固定收益团队

研究员：

张菁

zhangjing@citicsf.com

从业资格号 F3022617

投资咨询号 Z0013604

程小庆

chengxiaqing@citicsf.com

从业资格号 F3083989

投资咨询号 Z0018635

张陆

zhanglu2@citicsf.com

从业资格号 F03105230

投资咨询号 Z0021341

目 录

摘要： 1

一、地方财政减负以稳增长，释放积极的政策信号..... 3

二、地方财政发力空间或仍面临制约，仍有必要进一步出台增量政策..... 6

三、总结 12

免责声明 14

图目录

图表 1： 土地使用权出让金收入下滑..... 4

图表 2： 《关于江苏省 2024 年上半年预算执行情况的报告》 4

图表 3： 2019-2022 年每年用于化债的地方债额度偏少，2023 年有所增加..... 5

图表 4： 2013 年《全国性政府债务审计结果》 6

图表 5： IMF 第四条磋商报告中披露的地方融资平台有息债务规模..... 7

图表 6： Wind 口径城投有息债务规模..... 8

图表 7： 广东省 2022 年预算报告宣布隐性债务全面化解..... 9

图表 8： 2024 年 10 月广东省再度发行特殊再融资债..... 9

图表 9： 2022 年以来土地使用权出让金收入持续下滑（亿元） 10

图表 10： 专项债务付息支出占政府性基金支出比例..... 11

图表 11： 专项债务利息保障倍数..... 11

图表 12： 中央与地方一般公共收入占比..... 12

图表 13： 中央与地方一般公共支出占比..... 12

我们曾在“细说化债”系列专题的第一篇中梳理了化债的方式及 2023 年实施一揽子化债方案的相关进展。在该系列专题的第二篇中复盘了过去三轮化债的历程及化债对财政政策和货币政策影响。本篇为“细说化债”系列专题第三篇，在 11 月 8 日财政部公布近几年来最大规模的化债支持措施后，分析其潜在影响。

11 月 8 日，财政部部长在全国人大常委会办公厅新闻发布会上宣布三项措施大力支持地方化债：一是提高地方政府专项债务限额 6 万亿，用于置换地方存量隐性债务；二是连续 5 年每年从新增专项债中腾挪 8000 亿元用于化债；三是 2029 年及以后到期的棚改隐性债务推迟至按原合同偿还。在上述三项措施下，需由地方政府消化的隐性债务从 14.3 万亿减少至 2.3 万亿，地方偿债压力有所减轻。

一、地方财政减负以稳增长，释放积极的政策信号

11 月 8 日财政部披露的三项化债支持措施使地方政府未来 5 年隐债化解任务从 14.3 万亿减少至 2.3 万亿，地方化债压力减轻，有利于地方腾挪出更多资源、精力用于促进地方发展。近几年最大规模的化债支持措施的出台，意味着化债思路从防风险向防风险、促发展并重转变，稳增长重要性有所抬升，释放积极的政策信号。经济影响方面，我们估算，若腾挪出的财政资源全部用于稳增长，可能拉动 GDP 约 0.5 个百分点。

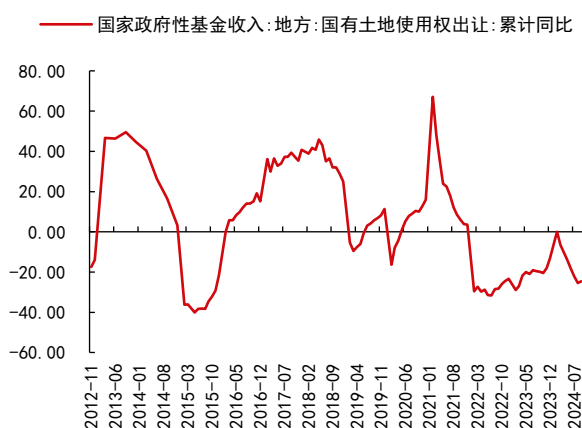
（一）政策背景：10 年隐债化解进入下半场，但地方财源明显减少，多地“砸锅卖铁”化债，制约稳增长

其一，2024 年起，10 年隐债化解任务进入下半场，待化解隐性债务规模还剩 50%，为 14.3 万亿。根据第一财经，2018 年 8 月，国务院下发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（简称“27 号文”），要求地方政府在未来 5-10 年内化解隐性债务。今年 8 月出台的 150 号文据悉要求融资平台不晚于 2027 年 6 月末进行退出平台，表明 2028 年是地方实现隐性债务清零的重要节点。同时，财政部部长在今年 10 月 12 日也指出，截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比 2018 年摸底数减少了 50%。也即 2019-2023 年，5 年期间化债任务减少 50%，实现了“时间过半，任务过半”。2024 年起，10 年隐性债务化解任务步入下半场，待化解隐性债务规模为 2018 年摸底数的一半，化债任务与上半场一致。

其二，但地方财源已明显不及 2016-2023 年，2023 年下半年以来，多地强调“砸锅卖铁”化债，对稳增长形成一定制约。土地出让收入是地方政府化债的重要财源，2022 年以来土地出让市场持续遇冷，叠加 2023 年下半年实施“一揽子化债方案”以来，部分地方政府偿债压力显著增加。2023 年 8 月起，多地区政府文件提及“砸锅卖铁”化解隐性债务，2024 年多个地方政府成立“砸锅

卖铁”专班，“砸锅卖铁”的多次出现，也表明地方政府面临较大的偿债压力，可能难以腾挪出资源和精力发展经济。即便是经济大省，其内部也存在部分市县反映财政压力较大。如江苏省在《2024 年上半年预算执行情况的报告》中指出，土地出让收入和涉房涉地税收是市县财政运行的重要支撑，不少市县的一般公共预算收入主要用于“三保”，化债和发展主要靠土地，各项支出对土地的依赖度较高；2024 年上半年江苏省土地出让收入明显下降，地方财政运行压力增大。

图表1： 土地使用权出让金收入下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2： 《关于江苏省 2024 年上半年预算执行情况的报告》

2. 土地出让收入明显下降，地方财政运行压力增大。政府性基金预算收入中，国有土地使用权出让收入 2018.07 亿元，较 2023 年和 2022 年同期分别下降 18.4% 和 32.3%，个别地区降幅超过 50%，全省目前仅完成预算的 25%，实现全年预算目标难度极大。土地出让收入和涉房涉地税收是市县财政运行的重要支撑，不少市县的一般公共预算收入主要用于“三保”，化债和发展主要靠土地，各项支出对土地的依赖度较高。同时，市县每年还需从土地出让收入中调入部分资金用于平衡一般公共预算。

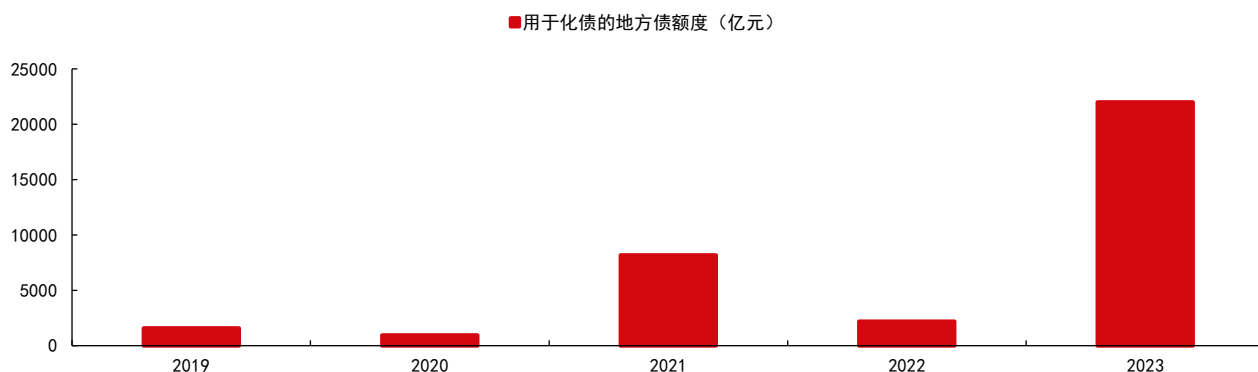
资料来源：江苏省政府 中信期货研究所

（二）信号意义：大规模化债支持措施的出台标志着化债思路从防风险向防风险、促发展并重转变，稳增长重要性提升，释放积极的政策信号

化债工作思路从防风险向防风险、促发展并重转变。地方政府在隐性债务化解过程中，并不轻易发行地方债进行化债，自启动 10 年隐性债务化解工作后，每年发行的用于化债的地方债规模也十分有限。究其原因，中央政府想在化债过程中压实地方主体责任，降低地方政府及金融机构的救助预期。而本次披露的化债支持措施中，2024-2028 年用于支持地方化债的地方债额度有 10 万亿，平均每年 2 万亿，是近几年最大的化债支持政策，这意味着政府化债工作思路的根本转变。

财政部部长指出“当前一些地方隐性债务规模大、利息负担重，不仅存在‘暴雷’风险，也消耗了地方可用财力。在这种情况下，实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变：**一是**从过去的应急处置向现在的主动化解转变，**二是**从点状式排雷向整体性除险转变，**三是**从隐性债、法定债‘双轨’管理向全部债务规范透明管理转变，**四是**从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。”从政策效应看，能够发挥‘一石二鸟’的作用”。

图表3： 2019–2022 年每年用于化债的地方债额度偏少，2023 年有所增加



资料来源：Wind 中信期货研究所

稳增长重要性有所提升，释放积极的财政政策信号。在土地使用权出让收入显著下滑背景下，地方偿债财源与 2016–2021 年相比可能明显下滑，导致地方政府债务压力较大，制约了地方稳增长的能力。三项化债支持措施的出台，地方政府偿债压力减轻，或可腾挪出更多空间用于稳增长，表明稳增长的重要性有所抬升，释放积极的财政政策信号。

（三）经济意义：若腾挪的财政资源均用于稳增长，则可能拉动 GDP 约 0.5 个百分点

对于三项化债支持措施的政策效应，财政部部长指出，通过实施置换政策：一是将原本用来化债的资源腾出来，用于促进发展、改善民生。二是将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整。三是将原本用于化债化险的时间精力腾出来，更多投入到谋划和推动高质量发展中去。同时，还可以改善金融资产质量，增强信贷投放能力，利好实体经济。

所腾挪出来的财政资源规模有多大？对经济拉动效果如何？

首先，化解隐债的资源并非全部来自地方财政。2018 年《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》提出化解隐性债务的 6 大方式。（1）安排财政资金偿还：安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还。（2）出让政府股权以及经营性国有产权权益偿还：通过出让相关股权取得的收益偿还。（3）利用项目结转资金、经营收入偿还：由企事业单位利用项目结转资金、经营收入偿还（不含财政补助资金）。（4）合规转化为企业经营性债务：将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务。（5）借新还旧或展期：由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期等方式偿还。（6）破产重整或清算：对债务单位进行破产重整，并按照公司法等法律法规进行清算，相应化解。

其次，当前财政资源占当年偿还隐性债务的比例也并不清晰，各地区也可能存在差异。政府并未披露以财政资源偿还当年隐性债务的比例，且由于不同

省市可用于化债的资源存在差异，这使得各地区财政资源占当年偿还隐性债务的比例也可能存在差异。

参考 2013 年，假设财政资源占当年隐性债务的比例为 19%，且腾挪出的财政资源完全用于稳增长，则可拉动 GDP 约 0.5 个百分点。2013 年 12 月审计署在《全国政府性债务审计结果》中披露的数据，2007 年以来，各年度全国政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务当年偿还本金中，由财政资金实际偿还的比率最高分别为 19.13% 和 14.64%。假设财政资源占当年偿还隐性债务的比例为 19%，三项化债支持性措施出台后，地方平均每年隐债化解任务从 2.86 万亿减少为 0.46 万亿，每年减少规模为 2.40 万亿，对应可腾挪出的财政资源为 0.46 万亿，加之年均可节省利息 1200 亿元，年均可腾挪财政资源的空间分别约 0.58 万亿。若假设腾挪出的财政资源均用于稳增长，且财政乘数为 1，则可拉动 GDP 分别约 0.5 个百分点。

图表4：2013 年《全国性政府债务审计结果》

（一）负债率。截至 2012 年底，全国政府负有偿还责任的债务余额与当年 GDP（518 942 亿元）的比率为 36.74%。政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务大多有相应的经营收入为偿债来源，只有在被担保人和债务人自身偿债出现困难时，政府才需承担一定的偿还或救助责任。审计结果显示，2007 年以来，各年度全国政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务当年偿还本金中，由财政资金实际偿还的比率最高分别为 19.13% 和 14.64%。考虑以上因素后，2012 年底全国政府性债务的总负债率为 39.43%，低于国际通常使用的 60% 的负债率控制标准参考值。

资料来源：审计署 中信期货研究所

二、地方财政发力空间或仍面临制约，仍有必要进一步出台增量政策

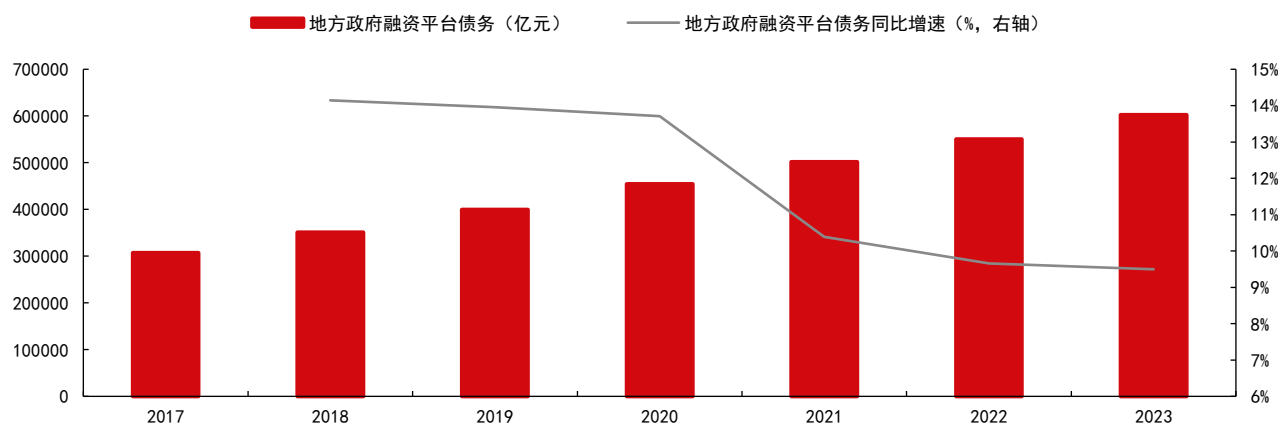
11 月 8 日，财政部披露三项化债支持措施，目的在于将地方财政从化债中松绑，使其可腾挪出资源用于发展地方经济，从而达到稳增长的效果。但由于地方实际债务规模可能明显高于官方披露数值，这使得在三项化债支持措施后，地方政府仍可能面临一定偿债压力。另外，即便是三项化债支持措施使得地方财政从化债中有所松绑，但地方财政收入增长空间及加杠杆空间或均受限，地

方财政发力稳增长的能力也可能有限。当前，我国内部面临有效需求不足，外部面临贸易摩擦风险上升，故仍有必要进一步出台稳增长政策，而这可能主要来自中央政府加杠杆。

（一）实际债务规模或明显高于基于 2018 年摸底统计的官方数值，三项化债支持措施后，地方政府仍可能面临一定偿债压力

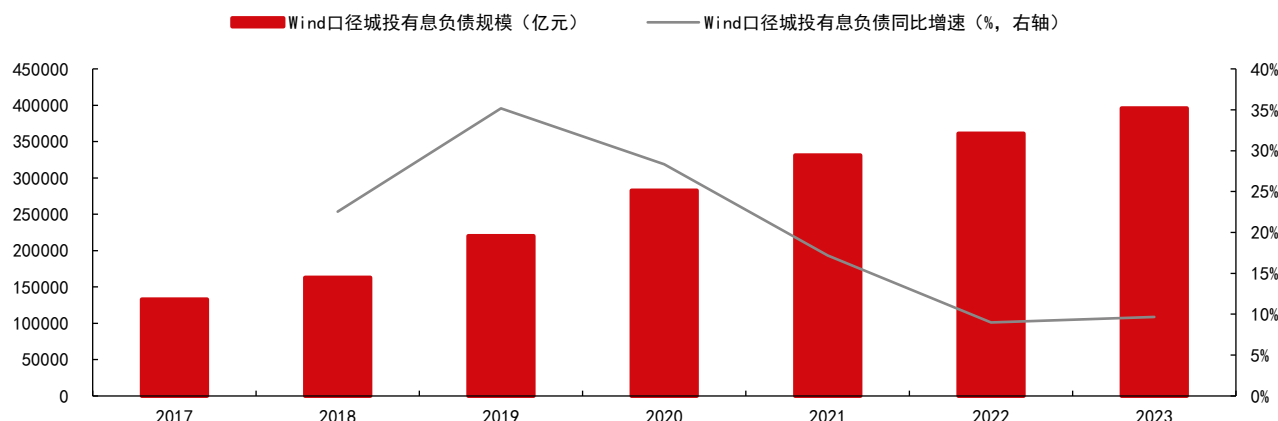
从融资平台有息债务来看，地方政府实际隐性债务规模可能明显高于 14.3 万亿。根据财政部部长在 10 月 12 日及 11 月 8 日的相关表述，地方政府截至 2023 年底的隐性债务规模为 14.3 万亿，且比 2018 年摸底数减少 50%。这可能表明 2018 年隐性债务官方摸底数为 28.6 万亿，也即 10 年隐性债务化解任务所对应的规模为 28.6 万亿，经过 5 年已化解 50%，截至 2023 年底 10 年隐性债务化解任务待化债余额还有 14.3 万亿。但事实上，2019 年-2023 年上半年，化债“堵后门”效果可能并不彻底，隐性债务仍处于扩张态势，使得潜在隐性债务规模可能比官方公布值更高。此外，第三方披露的隐性债务规模也明显高于政府官方公布的数值。根据 IMF 第四条磋商报告，2023 年发行债券地方融资平台有息债务规模约 60.2 万亿。而 Wind 口径下的城投企业在 2023 年有息债务规模也达到 39.6 万亿。实际隐性债务规模或明显高于 14.3 万亿，这意味着，在大规模化债支持措施后，地方政府可能仍面临一定偿债压力。

图表5： IMF 第四条磋商报告中披露的地方融资平台有息债务规模



资料来源：IMF 中信期货研究所

图表6：Wind口径城投有息债务规模



资料来源：Wind 中信期货研究所

从拖欠企业账款来看，部分宣布隐性债务“清零”的省份在 2024 年再度发行特殊再融资债用于偿还拖欠企业账款，可能也表明地方政府实际的债务规模高于官方数值。除了 IMF 及 Wind 口径的城投（或地方融资平台）有息负债规模比政府公布数值明显偏高外，我们也发现在本轮拖欠企业账款清偿过程中，已宣布隐性债务清零的省份在 2024 年再度开始发行特殊再融资债，表明地方政府除了显性债务、纳入政府债务信息平台的隐性债务外，仍有其他待清偿债务，也即，实际地方政府债务可能高于官方数值。

2021 年 10 月，经国务院批准，广东省率先启动全域无隐性债务试点工作，2022 年 1 月，广东省在《2022 年年度预算报告》中宣布“如期实现隐性债务‘清零’目标”。2024 年 10 月 12 日，财政部部长指出，中央财政从地方政府专项债务限额结存中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款。2024 年 10 月 16 日，广东省公告将发行特殊再融资债 169.25 亿元用于偿还存量债务，这可能表明，除了显性债务及 2018 年经摸底后纳入政府债务信息平台的隐性债务，地方政府也可能存在其他待偿债务。

图表7：广东省 2022 年预算报告宣布隐性债务全面化解

财政收入取之于民、用之于民，管好用好财政资金，切实把钱用在刀刃上，是财政部门职责所在。一年来，我们坚持统筹发展和安全，努力提升管财理财水平。一是在全国率先开展全域无隐性债务试点，如期实现存量隐性债务“清零”目标，建立健全长效监管机制。二是启动新一轮预算管理制度改革，探索建立大事要事财政保障机制，聚焦“1+1+9”工作部署，集中财力办大事、办成事。三是坚持“大抓基层”导向，实施省对市县预算

资料来源：广东省财政厅 中信期货研究所

图表8：2024 年 10 月广东省再度发行特殊再融资债

券承销团成员。招标发行具体安排详见《广东省财政厅关于做好广东省政府债券公开招标发行工作的通知》（粤财债〔2021〕11 号）、《广东省财政厅关于 2024 年广东省政府

- 1 -

再融资一般债券（七期～八期）和再融资专项债券（十六期）发行有关事宜的通知》（粤财债〔2024〕73 号）。

（三）募集资金投向说明

发行地方政府再融资债券偿还存量债务。

资料来源：中债登 中信期货研究所

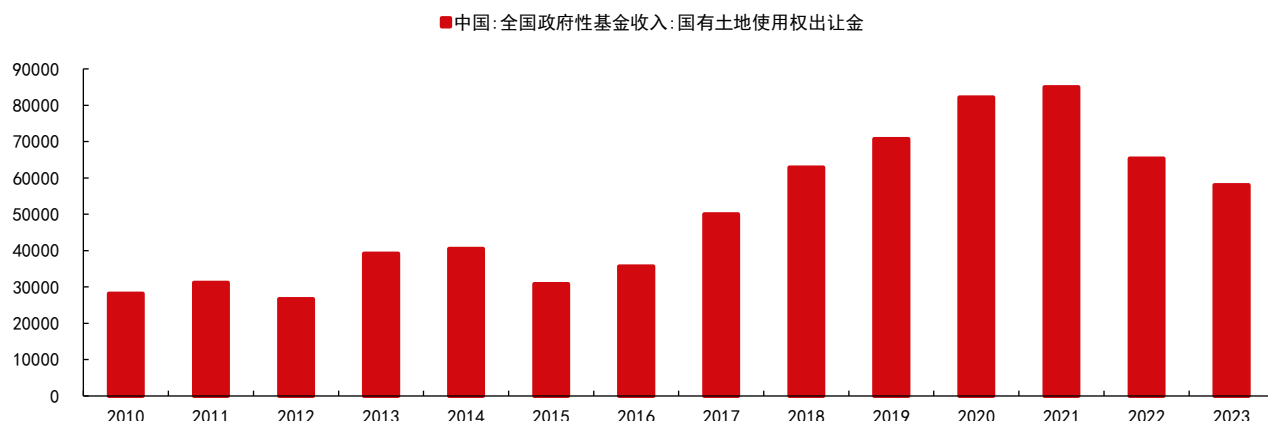
（二）此外，即便地方偿债压力有所减轻，地方财政发力稳增长的能力或也依旧有限

即便是本次出台的三项支持化债措施有利于减轻地方政府偿债压力，但地方土地使用权出让金收入难以重回过去的高速增长态势；高压化债政策持续背景下，地方融资平台融资渠道继续收紧；地方新增专项债限额提高空间也有限。此外，短期内地方财政可持续性前景或依旧欠佳，整体而言，地方财政发力稳增长的能力或仍有限。

1、土地使用权出让金收入难以重回高速增长

土地出让收入可能难以重回 2016-2021 年高速增长态势，地方财政稳增长能力有限。2016 年以来，房地产新一轮上行周期下，地方政府土地使用权出让金收入持续增长。但当前，在城镇化步伐放缓、居民端杠杆率已处于偏高水平、房地产政策以托底为主等背景下，房地产短期或难以再度复刻类似 2016-2021 年的上行周期，地方土地使用权出让金收入增速可能也难以回到以往高速增长的态势，地方财政稳增长能力或仍有限。

图表9：2022 年以来土地使用权出让金收入持续下滑（亿元）



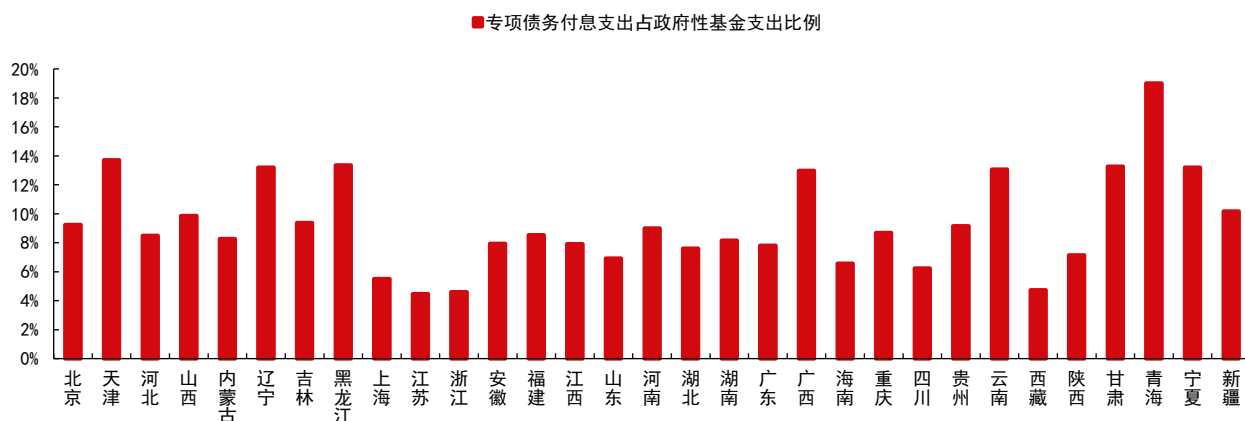
资料来源：Wind 中信期货研究所

2、地方政府加杠杆的工具也受到限制

一方面，化债仍延续高压政策，城投平台融资收紧。过去地方政府发展经济，加杠杆的渠道之一是融资平台加杠杆，但 2023 年下半年以来，融资平台加杠杆受到严格监管，而当前严监管趋势仍未改变。根据 11 月 8 日财政部部长表述，防范化解地方政府债务风险，在解决存量债务风险的同时，**必须坚决遏制新增隐性债务**。财政部将会同相关部门，**持续保持“零容忍”的高压监管态势**，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起。主要从三个方面发力。一是监测口径更全；二是预算约束更强；三是监管问责更严。

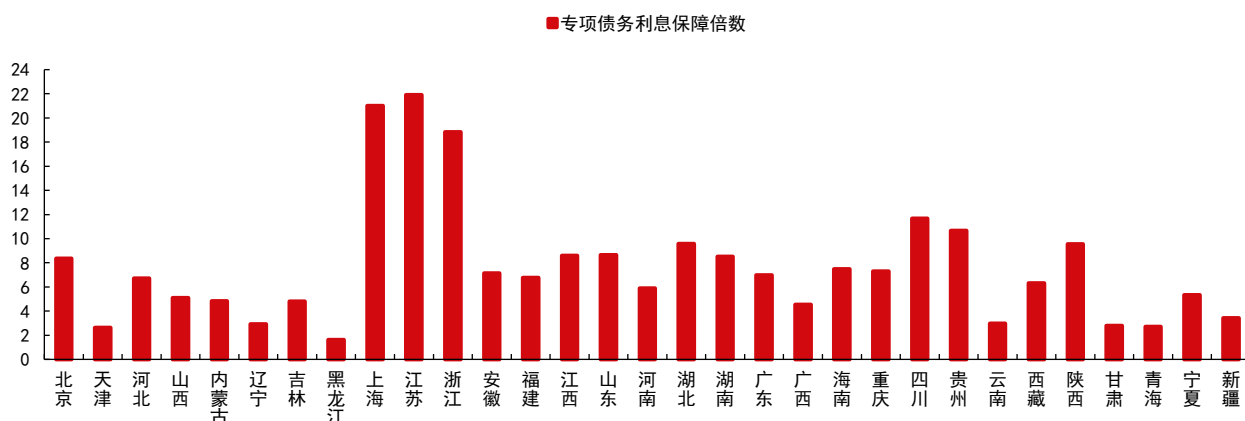
另一方面，新增专项债限额提升空间可能也有限。过去地方政府加杠杆的另一重要方式是提高新增专项债限额，主要投向基建相关领域。而当前，**新增专项债限额中每年需腾挪 8000 亿元用于偿还隐债**，新增专项债限额对稳增长的支持有所削弱。同时，**能够实现融资收益平衡的专项债项目越来越少**。2023 年 7 月江苏省在《2022 年度省级预算执行和其他财政收支情况审计结果》中指出，“抽查 2019 年以来的 346 个政府专项债券项目发现，有近 275 个近 3 年资金平衡方案预期收益未实现，其中，255 个未达预期的 50%，涉及专项债券本金的 508.52 亿元，易导致偿付风险”。2024 年 9 月，全国人大公布 2023 年度政府债务管理情况的监督调研报告，指出“一些地方反映，能够实现融资收益平衡的专项债项目越来越少，专项债兼顾收益性、公益性、拉动投资等多方面的目标难度加大”。此外，**局部地区专项债务付息压力已较大**。由于地区间财力不同，区域间专项债付息压力也存在较大区别。部分省市如辽宁、黑龙江等，专项债付息支出占政府性基金支出比例超过 10%，且政府性基金收入对专项债利息保障倍数接近 2 倍，再叠加 6 万元置换隐性债务额度全部来自专项债，这可能进一步加大部分省份专项债付息压力。故新增专项债限额大幅提升用于稳增长的空间可能也有限。

图表10： 专项债务付息支出占政府性基金支出比例



资料来源：地方政府债券信息公开平台、Wind 中信期货研究所

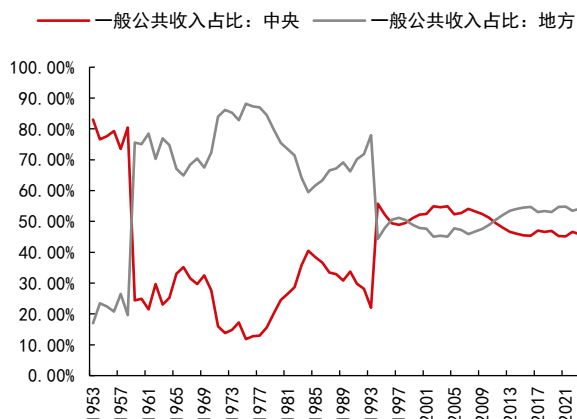
图表11： 专项债务利息保障倍数



资料来源：地方政府债券信息公开平台、Wind 中信期货研究所

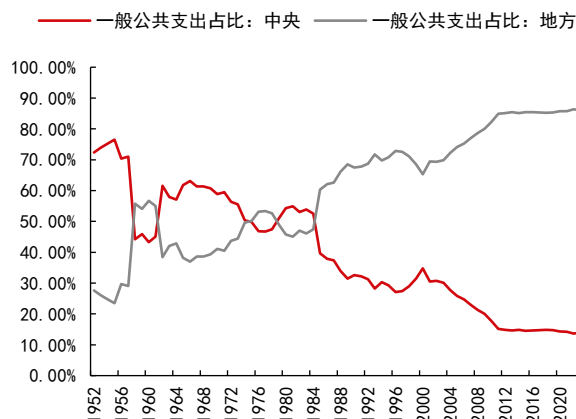
此外，在央地事权及财权进一步明晰前，地方财政可持续性的前景或仍欠佳，制约地方政府加杠杆行为。在当前央地事权及财权划分模式下，地方政府一般公共预算收入占比约 50%，但其承担的预算内支出超 80%，这使得多数省市财政对中央转移支付依赖度偏高，地方财政可持续性整体欠佳。这一现状需要进一步深化财税体制改革、明晰中央与地方的事权及财权、增加地方财源后才可能有所改善，而这一系列的改革可能难以在短期内完成。

图表12：中央与地方一般公共收入占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：中央与地方一般公共支出占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）结论：地方财政有所松绑，但发力或仍面临一定制约，仍有必要进一步出台稳增长措施

地方财政发力或仍面临一定的制约。11月8日，财政部披露三项化债支持措施，目的在于将地方从化债中松绑，使其部分财力、精力转移至发展地方经济，从而达到稳增长的效果。但由于地方实际债务规模可能明显高于官方披露数值，这可能使得在三项化债支持措施后，地方政府仍面临一定偿债压力。即便是三项化债支持措施使得地方财政从化债中有所松绑，但地方财政收入增长空间及加杠杆空间或受限，这使得地方政府稳增长的能力也可能有限。

仍有必要进一步出台稳增长措施。内需端，当前经济仍面临有效需求不足、低通胀等问题，居民对未来收入及就业预期有待进一步改善，消费和投资相对谨慎。而三项化债支持措施或难以明显改善经济修复斜率，达到扩大内需、通胀回升的目的。出口端，特朗普上台后，贸易摩擦风险也有所上升。这可能意味着财政方面需要进一步出台稳增长措施，短期来看，仍需依靠中央政府加杠杆。

三、总结

综合上述分析，可得出以下结论：

一是，三项化债支持政策释放了积极的政策信号。11月8日全国人大常委会办公厅新闻发布会上，财政部部长宣布三项用于支持化债的政策，其中包括6万亿的债务置换。这是近几年出台的最大规模支持地方化债的政策，表明政府化债思路从防风险向防风险、促发展并重转变，这意味着稳增长的重要性有所提升，释放积极的财政政策信号。

二是，若腾挪的财政资源均用于稳增长，则拉动 GDP 效果可能约 0.5 个百分点。由于地方化债方式有 6 大途径，而财政资源仅是偿债来源的一部分，假设财政资源占当年隐债偿还的比例为 19%，则三项化债支持措施下，腾挪的财政资源规模可能约为 0.58 万亿，若全部用于稳增长，则拉动 GDP 效果可能约 0.5 个百分点。

三是，地方政府债务规模可能明显高于基于 2018 年摸查统计的官方数值，三项化债支持下，地方政府仍可能面临一定偿债压力。从城投有息债务的角度看，无论是 IMF 披露有发债地方融资平台有息债务还是 Wind 口径下的城投有息债务均明显高于 14.3 万亿元；从拖欠企业账款的角度来看，2022 年已宣布隐债基本“清零”的广东省，在今年 10 月发行特殊再融资债，或用于偿还拖欠企业账款，因此，地方实际债务规模可能高于政府披露数值。故，地方政府可能仍然存在一定的偿债压力。

四是，即便地方偿债压力有所减轻，地方财政发力稳增长的能力或也有限。一方面，土地出让收入难以回到 2016-2021 年高速增长模式。房地产仍处于去库存阶段，目前政府针对楼市出台相关政策以“止跌回稳”为目标。叠加当前城镇化进程、人口增速已有所放缓，居民收入及就业预期仍有待修复，而居民部门杠杆率已处于偏高水平，预计土地使用权出让金收入难以回到 2016-2021 年的高速增长模式。另一方面，地方政府加杠杆工具也受到限制。目前化债仍处于高压监管态势，地方城投平台融资政策依旧偏紧；地方新增专项债限额中每年腾挪 8000 亿元用于化债，而新增专项债限额提升空间可能也有限。此外，在当前央地事权财权分配模式下，地方财政可持续性的前景可能依旧欠佳，制约地方加杠杆空间。

整体而言，三项化债支持措施释放了较为积极的政策信号，但地方财政发力或仍面临一定制约，在当前内需偏弱，外部贸易摩擦可能升温的背景下，仍有必要进一步出台稳增长政策，预计仍需依靠中央政府加杠杆。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>