

1108 人大常委会解读

证券研究报告

2024 年 11 月 09 日

重塑地方财政循环

我们认为，当前的财政政策总体偏积极，地方财政有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”财政重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政，但地方财政的“再扩张”大概率也会较为温和。

我国整体财政的扩张离不开地方财政，而地方财政扩张又有两个必要条件，一是为地方财政“松绑”使其具备扩张的能力，二是为地方财政提供扩张的支点。

化债思路的转变创造了第一个条件，但中央同时也明确强调“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”，“松绑”可能也是有限度的“松绑”。

而第二个条件则可能也会与以往有所不同。2009 年，地方财政扩张的支点是“四万亿计划”和基建投资，2015 年则是棚改货币化和房地产，而随着基建和地产体量的逐渐庞大，未来空间更大的可能主要是科技和消费，但科技发展需要持续积累、且作用更多体现在经济的中长期趋势，消费的扩张效果还与居民收入、预期等变量相关，传导链条可能更长也更慢。

风险提示：财政政策推进的节奏存在不确定性；海外经济、金融的变化可能会影响国内政策的出台。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观点评-出口的持续性如何》2024-11-08
- 《宏观报告：宏观-特朗普当选对 ESG 投资意味着什么？》2024-11-07
- 《宏观报告：宏观报告-2024 美国大选点评》2024-11-06

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕¹，并就财政政策召开了新闻发布会²。

当前，财政的压力既存在于现金流量表，也存在于资产负债表。本次人大常委会的增量政策首先在解决财政的资产负债表压力。

本次会议明确了“6+4+2”共12万亿元的大规模化债的政策。一是增加6万亿元地方专项债务限额置换存量隐性债务，在2024-2026年每年安排2万亿元；二是从2024年开始连续每年从新增专项债中安排8000亿元用于化债，这部分是否产生增量，取决于未来每年新增专项债额度是否会因此而额外提升；三是2万亿元棚改隐债按原合同在2029年及以后到期偿还，缓解2028年之前的化债压力。

其中，前两项政策合计10万亿元是隐性债务显性化，而第三项的2万亿元则是延后了偿债的压力。

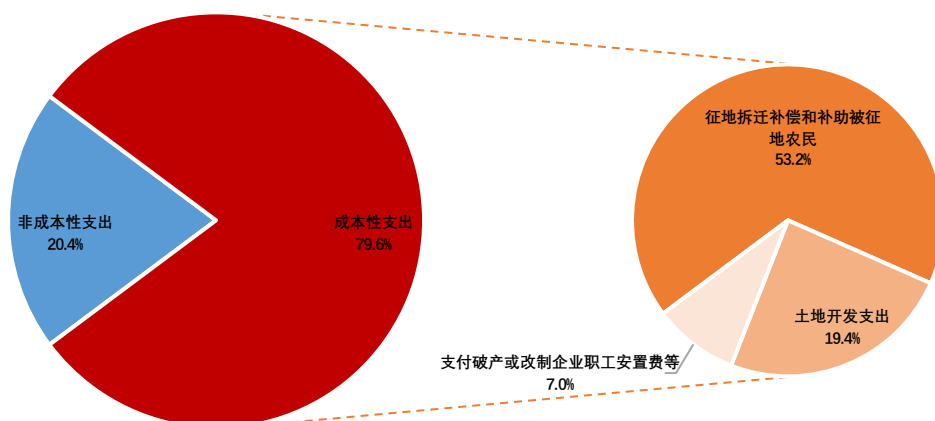
大规模化债虽然没有改变地方政府的总债务规模，但有望通过调整地方债务结构，解决当前地方财政循环中的一大堵点。

近年来，基建投资存在两大趋势，一是财政资金对基建投资的撬动能力下降，二是基建数据强但实物工作量弱，可能都与地方隐性债务管控有一定的关系。

土地出让收入的支出结构基本决定了政府性基金的支出结构。一是2017年以来，政府性基金收入中80%以上是土地出让收入；二是根据我们的测算，今年1.65万亿元的政府性基金收入缺口中，约有98%是土地出让收入造成的。

根据财政部公布的《2015年全国土地出让收支情况》³，2015年土地出让支出中79.6%是须依法支付的征地拆迁等成本补偿性费用（财政部此后未再继续披露该数据）。而这些费用在前期通常由执行土地征收、开发的城投先行举债垫付，在地方政府将土地出让以后再对城投进行结算，城投利用回款偿还债务，完成一次土地财政的循环（详见报告《基建的长期问题》，2022.9.12）。

图 1：2015 年土地出让支出中可由地方政府自由支配的非成本性资金仅有 20%



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

¹ http://www.npc.gov.cn/npc/c2/kgfb/202411/t20241108_440809.html

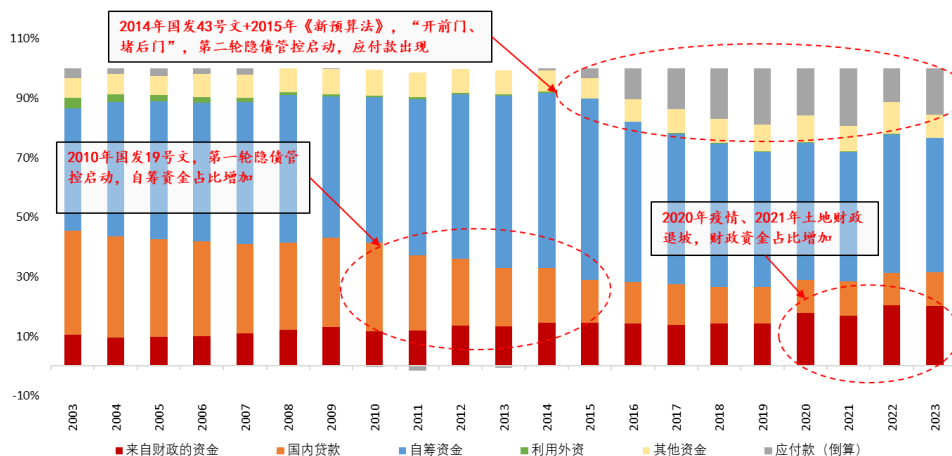
² <http://www.npc.gov.cn/wszb/zzzb47/>

³ https://www.gov.cn/xinwen/2016-04/05/content_5061328.htm

因此，政府性基金收入存在缺口，影响最大的实际上是城投的债务偿还。

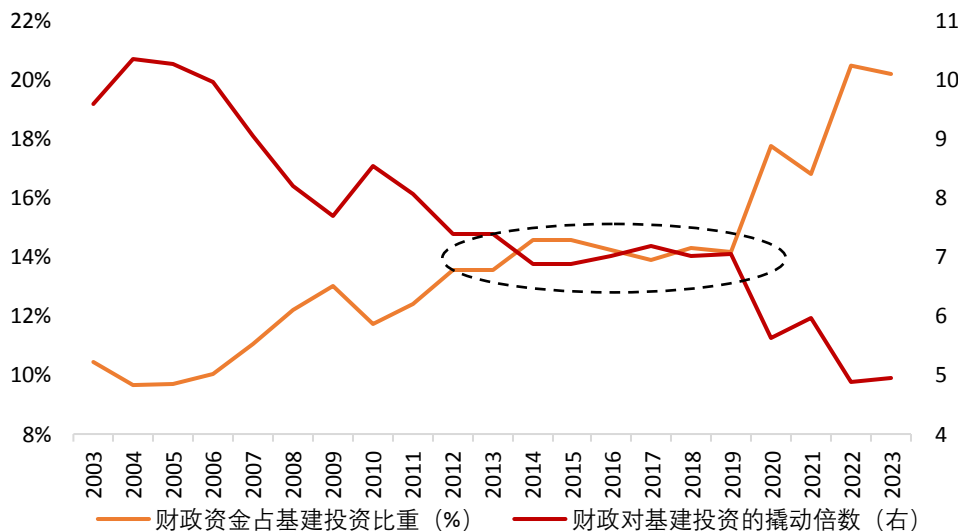
而在基建投资的资金来源中，财政资金只占一小部分，其余的大部分是财政以外的配套资金，往往需要直接或者间接通过城投来完成。2020 年以来，基建上游施工单位承受欠款能力下降约束了基建配套资金中的应付款部分，而土地出让收入下滑、隐债管控加强则弱化了城投提供基建配套资金的能力，共同导致财政资金对基建投资撬动倍数从 2012-2019 年的 7.1 倍下降到了 2022-2023 年的 4.9 倍。（详见报告《基建的长期问题》，2022.9.12）

图 2：基建投资资金来源（单位：%）



资料来源：Wind，中国政府网，中国人大网，天风证券研究所

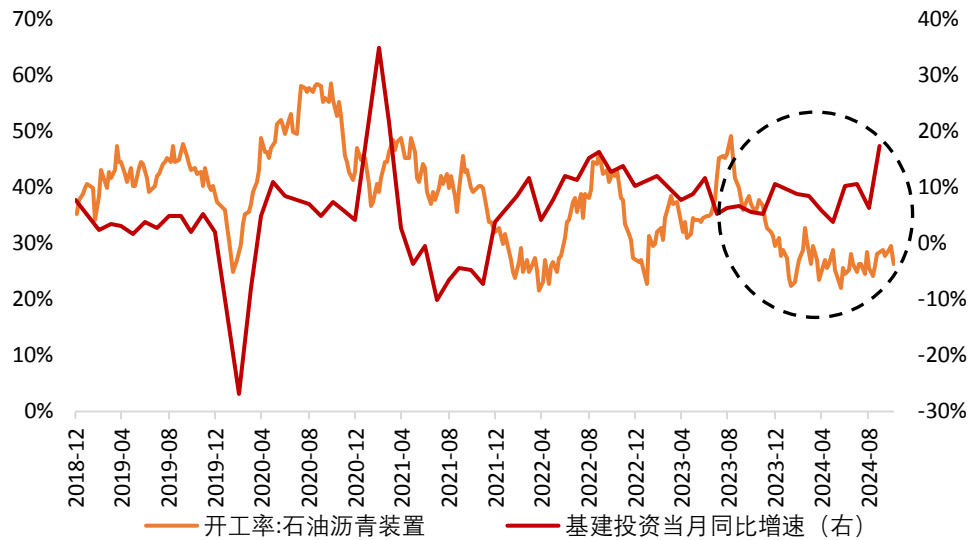
图 3：财政资金对基建投资撬动倍数从 2012-2019 年的 7.1 倍下降到了 2022-2023 年的 4.9 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

地方债务压力的加大也会影响基建的实物工作量。基建项目最终还是需要城投来执行落地，城投偿债压力的加大，可能会削弱基建政策的落地效果。2023 年四季度以来，虽然基建投资增速震荡走高，但曾经与基建投资高度正相关的石油沥青装置开工率反而持续处于低位。

图 4：2023 年四季度以来，基建增速走高，但石油沥青开工率走弱（单位：%）

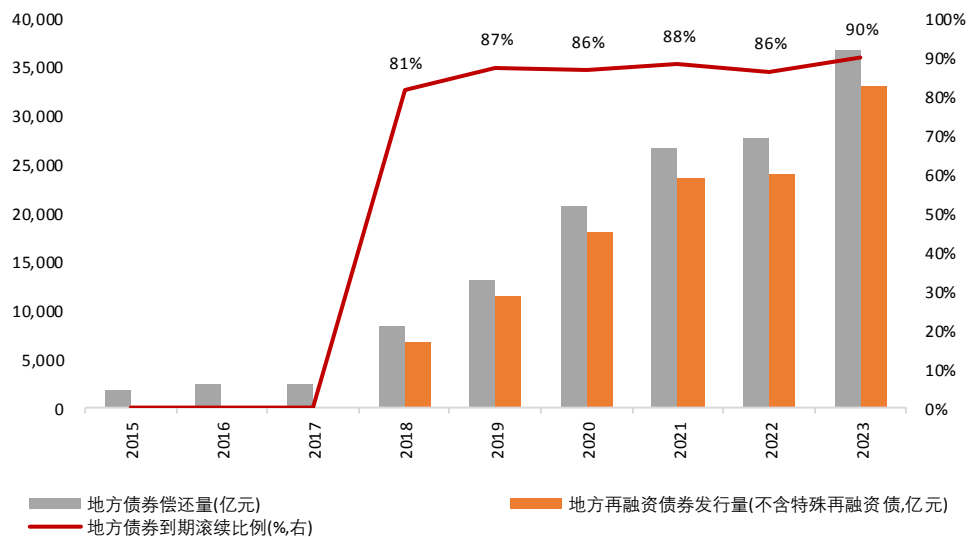


资料来源: Wind, 天风证券研究所

本次大规模化债政策的落地，代表了化债思路出现了根本转变。在发布会上，财政部蓝部长强调，化债思路“从侧重防风险向防风险、促发展并重转变”。尽管总债务规模没有因此而减少，但通过债务置换，在未来五年将为地方政府节省 6000 亿元左右利息支出，更重要的是，化债思路的转变是对城投和地方财政的“松绑”。

近年来，接近 90% 的地方政府债券到期后通过发行再融资债券滚续，意味着未来这 10 万亿元隐性债务被置换以后，也就拥有了顺畅的再融资渠道，缓解了城投和地方财政的资产负债表压力，城投对基建的配套能力预计也将有所提升，从而改善财政资金对基建的撬动能力以及基建的实物工作量。

图 5: 近年来，接近 90% 的地方政府债券到期后通过发行再融资债券滚续 (单位: %)



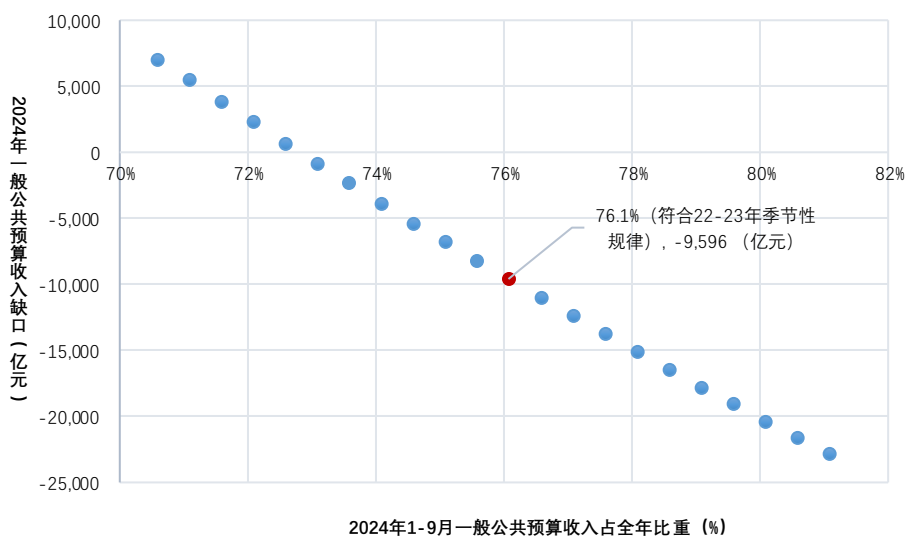
资料来源: Wind, 天风证券研究所

本次会议并没有直接给出增量债务工具来解决财政的现金流量表压力，即年内的财政收入缺口。

由于 9 月一般公共预算收入和政府性基金收入均出现了超预期的反弹，所以全年财政收入的缺口可能会略低于我们在 9 月初 3.1 万亿左右的估计（详见报告《政策加码的必要性与可能性》，2024.9.7）。根据最新数据，假设财政收入符合过去两年的季节性规律，全年一般

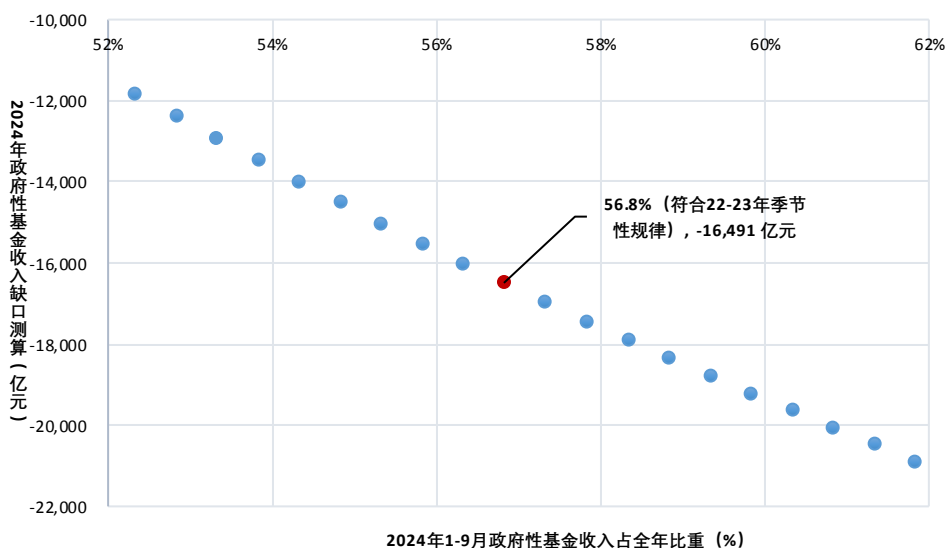
预算收入缺口约为 9600 亿元，政府性基金收入缺口约为 1.65 万亿元，合计约 2.6 万亿元。

图 6：假设财政收入符合 22-23 年季节性，全年一般公共预算收入缺口约为 9600 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：假设财政收入符合 22-23 年季节性，全年政府性基金收入缺口约为 1.65 万亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

但由于政府性基金收入缺口最大的影响是城投的债务偿还，所以本次大规模化债本质上也是在解决这一部分缺口。

今年，财政部已经安排了 1.2 万亿元债务资金用于化债，其中 8000 亿元是新增专项债，4000 亿元则是利用的是地方政府债务结存限额⁴。而根据本次会议的安排，今年还将再安排 2 万亿元的化债资金。即今年用于化解地方债务风险的资金合计达到了 3.2 万亿元，超过了政府性基金的收入缺口。

而且，财政的问题也需要算总账，关键是有没有增量资金。

一方面，今年的 2 万亿元置换债和 4000 亿元的债务结存限额，相较于年初的财政预算而言都是额外的增量，合计达到 2.4 万亿元。

⁴ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34941/tw/>

另一方面，在发布会上财政部蓝部长也明确提到了安排有关中央单位上缴一部分专项收益、盘活地方政府存量资源资产、动用地方预算稳定调节基金等措施，也可以提供额外的财政资金。

我们认为，当前的财政政策总体偏积极，地方财政有希望从以应对化债压力为主的“紧平衡”财政重新转变为以稳增长为主的“扩张性”财政，但地方财政的“再扩张”大概率也会较为温和。

我国整体财政的扩张离不开地方财政，而地方财政扩张又有两个必要条件，一是为地方财政“松绑”使其具备扩张的能力，二是为地方财政提供扩张的支点。

化债思路的转变创造了第一个条件，但中央同时也明确强调“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”，“松绑”可能也是有限度的“松绑”。

而第二个条件则可能也会与以往有所不同。2009年，地方财政扩张的支点是“四万亿计划”和基建投资⁵，2015年则是棚改货币化和房地产⁶，而随着基建和地产体量的逐渐庞大，未来空间更大的可能主要是科技和消费，但科技发展需要持续积累、且作用更多体现在经济的中长期趋势，消费的扩张效果还与居民收入、预期等变量相关，传导链条可能更长也更慢。

至于本次会议没有提及其他的财政政策，我们认为并不意外。正常情况下，当年的人大常委会只审议涉及到当年的政策，而次年的政策在12月中下旬的中央经济工作会议讨论、并在明年3月初的两会上审议公开则更加合理。

不过，关于明年的财政政策，财政部蓝部长强调了积极利用可提升的赤字空间、扩大专项债规模、继续发行特别国债、加大力度支持设备更新和以旧换新、加大转移支付，政策基调较为积极。

⁵ https://www.gov.cn/jrzq/2008-11/10/content_1143810.htm

⁶ https://www.gov.cn/zhengce/content/2015-06/30/content_9991.htm

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com