

疫情下的债务图景

疫情后，财政扩张等加快债务积累，叠加地产景气降温拖累土地财政等，进一步推升债务压力。本轮疫情下，债务压力有何结构性特征，将如何化解？供参考。

■ 一问：疫情下债务压力几何？土地财政进一步拖累下，还本付息压力创新高
疫情之后，伴随财政扩张，债务累积加大付息压力。为应对疫情冲击，财政刺激规模加码，2020-2022连续3年地方债额度保持4.3万亿元以上的高增。伴随财政扩张，地方债务率已攀升至106%，债务付息负担也明显加重，其中，2021年一般债付息占一般预算支出比例抬升至2.2%，专项债付息占政府性基金支出比例也创新高至4.2%。考虑到部分高成本的隐性债务等，偿债压力或高于以往。

地产景气的持续降温使得土地收入端承压，进一步推升债务压力。2021年下半年以来，地产销售持续低迷、30大中城商品房成交一度同比下降超5成；地产景气降温下，土地财政压力进一步凸显，作为政府性基金收入的重要来源、国有土地使用权出让收入于2022年2月已进一步下探至-29.5%。疫情反复等干扰下，地产销售或往后延迟，进一步抑制房企拿地行为，或进一步推升土地财政压力。

■ 二问：债务压力有何结构特征？部分土地依赖度较高中西部省市等压力或更大
分地区来看，中西部整体债务率相对较高、隐性债务突出，个别东部省市压力也较大。地方债务持续累积、地方财力相对弱化，使得地方债务压力逐步凸显，尤其是西部地区、整体债务率高达500%以上、隐性债务突出，其次为中部，东北、东部整体债务率相对较低。具体省市中，中西部云南、甘肃、贵州等，东部的天津、江苏等债务率均高于区域平均水平，尤其是隐性债务压力或较为突出。

地产景气度持续低迷下，部分对土地依赖度较高的省市债务压力或更大、尤其是部分西部、东北省市。地方债务累积、土地财政恶化，进一步加大地方债务压力，尤其是对土地依赖度较高的省市。具体来看，中部土地依赖度高居首位、土地出让金收入占广义财政收入比重达44%、尤其是湖南、湖北等；东部土地依赖度居次、山东、江苏等居前；西部土地依赖度也较高、贵州、四川等超过45%。

■ 三问：地方债务压力或如何化解？缓解土地财政压力同时，控新增、化存量
因城施策下，部分省市先后放宽购房资格、增加棚改等助力地产市场平稳，或一定程度缓解土地财政压力。“房住不炒”下，政策支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求、由地方自主进行调节，放松公积金贷款管理、下调房贷利率等举措频出。除被动“刺激”需求措施，部分省市加大棚改投入、其中河南等省市棚改计划目标明显增长，个别城市明确提出棚改货币化，主动“释放”需求。

“控新增”、“化存量”在路上，地方债分配优化、再融资券置换等均有助于优化债务结构、缓解债务压力。地方债保持高增或有助于缓解压力，但增量也不能持续扩张、尤其是隐性债务。存量债务压力化解也在路上，例如，完善新增债券分配机制、专项债向债务风险较低的地区倾斜等，兼顾稳增长和防风险的需要；再融资券“置换”现象也明显增多，或与“化隐债”推进、偿债压力加大等有关。

风险提示：疫情持续时间超预期，政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、疫情下的债务图景.....	4
1.1、疫情下的债务压力几何?	4
1.2、债务压力有何结构性特征?	5
1.3、地方债务压力或如何化解?	7
2、流动性跟踪	10
3、高频数据跟踪.....	11
风险提示:	15

图表目录

图表 1: 疫后, 财政扩张加快债务积累.....	4
图表 2: 债务率、地方债付息占比创新高.....	4
图表 3: 房企拿地领先土地出让收入半年左右.....	4
图表 4: 疫情反复下, 地产销售进一步走弱.....	4
图表 5: 隐性债务存量或维持高位.....	5
图表 6: 非标融资成本或明显高于城投债.....	5
图表 7: 中西部省市债务率相对较高.....	5
图表 8: 部分东部、西部省市债务率明显高于平均.....	5
图表 9: 部分对土地依赖度较高的省市债务压力或更大.....	6
图表 10: 中部对土地依赖度较高、东部抬升.....	6
图表 11: 部分省市对土地依赖度明显高于区域平均.....	6
图表 12: 中西部商品房销售持续低迷、东北降温明显.....	7
图表 13: 部分东部、西部省市土地依赖度高、销售差.....	7
图表 14: 因城施策下, 部分省市地产政策边际“松动”	7
图表 15: 部分省市棚改目标增加.....	8
图表 16: 郑州明确提及推行棚改货币化.....	8
图表 17: 严控新增隐性债务的政策态度一以贯之.....	8
图表 18: 新增平台带息债务收缩.....	8
图表 19: 2022 年, 东部专项债发行占比抬升.....	9
图表 20: 地方债向项目多、债务压力小省市倾斜.....	9
图表 21: 再融资券自 2021 年以来持续超发.....	9
图表 22: 再融资券或成为置换隐性债务的新方式.....	9
图表 23: 资金净回笼, 公开市场缩量.....	10
图表 24: 下周将有 2600 亿元资金回笼.....	10
图表 25: 货币市场利率多数上涨.....	10
图表 26: SHIBOR 利率多数上涨.....	10
图表 27: 炼油开工率回落.....	11

图表 28: 唐山钢厂高炉开工率回升.....	11
图表 29: 螺纹钢开工率回升.....	11
图表 30: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率回升.....	11
图表 31: 钢价指数上涨.....	12
图表 32: 石油沥青开工率回升.....	12
图表 33: 水泥价格指数回落.....	12
图表 34: 玻璃期货价格回落.....	12
图表 35: 30 大中城商品房成交面积下跌.....	13
图表 36: 30 大中城商品房一线城市成交面积持续下跌.....	13
图表 37: 30 大中城商品房二线城市成交面积回落.....	13
图表 38: 30 大中城商品房三线城市成交面积回落.....	13
图表 39: 整车货运流量指数大幅下滑.....	14
图表 40: 快递企业中心吞吐量指数持续回落.....	14
图表 41: 出口集装箱运价指数回落.....	14
图表 42: 波罗的海干散货运价指数持续回落.....	14
图表 43: 农业部猪肉平均批发价持平.....	15
图表 44: 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回落.....	15
图表 45: 农业部 7 种重点水果价格上涨.....	15
图表 46: 36 个城市鸡蛋平均零售价上涨.....	15

1、疫情下的债务图景

1.1、疫情下的债务压力几何？

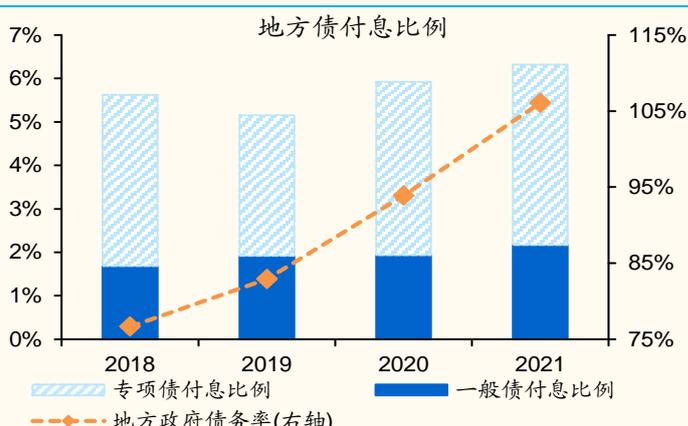
疫情之后，财政扩张等加快债务积累、付息压力明显加大。为应对疫情冲击，财政刺激规模加码，2020-2021 连续 3 年地方债额度保持 4.3 万亿元以上高增。伴随近年大规模的财政扩张，2021 年地方政府债务率或已攀升至 106% 左右，债务付息负担也明显加重，其中，2021 年一般债付息占一般公共预算支出比例抬升至 2.2%，专项债付息占政府性基金支出比例也创新高至 4.2%。

图表 1：疫后，财政扩张加快债务积累



来源：Wind、国金证券研究所

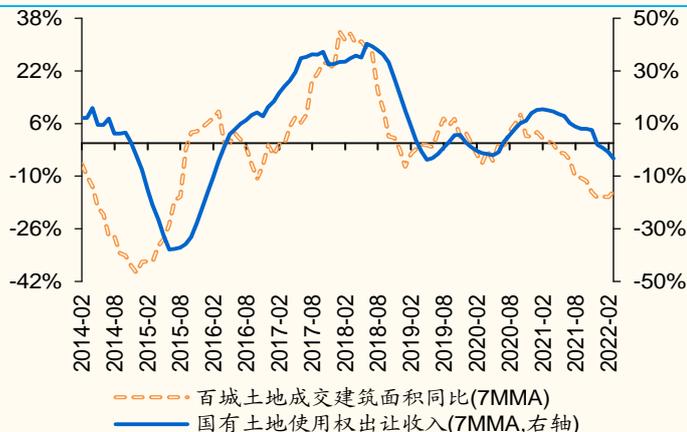
图表 2：债务率、地方债付息占比创新高



来源：Wind、国金证券研究所

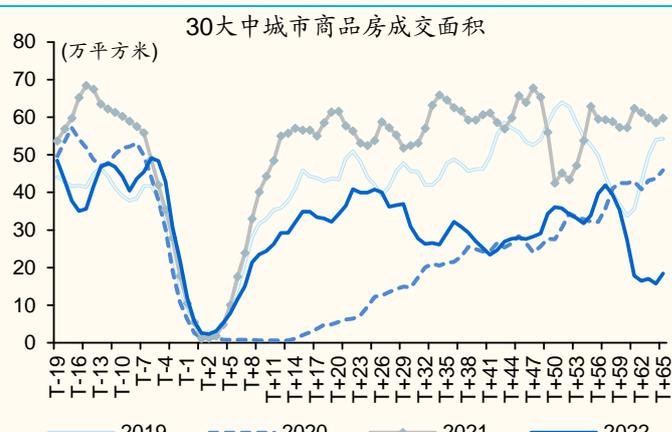
地产景气的持续降温使得土地收入端承压，进一步推升债务压力。2021 年下半年以来，地产销售持续低迷、30 大中城商品房成交一度同比下降超 5 成；地产景气降温下，土地财政压力进一步凸显，作为政府性基金收入的重要来源，国有土地使用权出让收入 2 月已进一步下探至 -29.5%。疫情反复等干扰下，地产销售或往后延迟，进一步抑制房企拿地行为，加大土地财政压力。

图表 3：房企拿地领先土地出让收入半年左右



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：疫情反复下，地产销售进一步走弱



来源：Wind、国金证券研究所

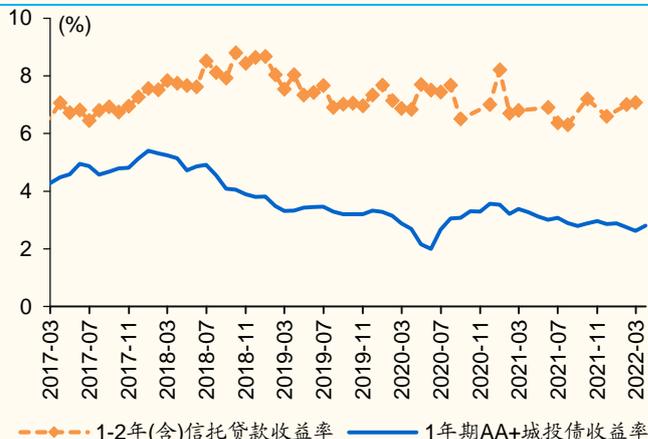
考虑到“隐性”存量债务等，还本付息的压力或高于以往。截至 2021 年年中，城投平台带息债务的存量规模或在 49 万亿元左右；“隐性”存量债务体量维持高位、融资成本相对较高等因素交织，或进一步加大地方债务压力、还本付息或高于以往，部分城投债或用于偿还非标等高成本债务、2021 年年中城投债“借新还旧”比例较 2020 年抬升 4 个百分点、创新高至 86%。

图表 5：隐性债务存量或维持高位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：非标融资成本或明显高于城投债

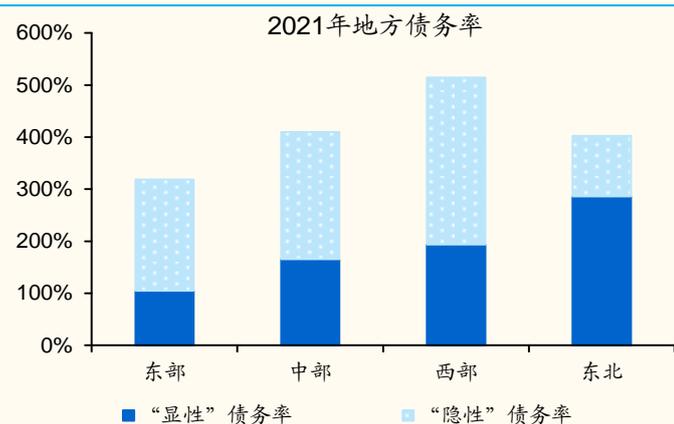


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、债务压力有何结构性特征？

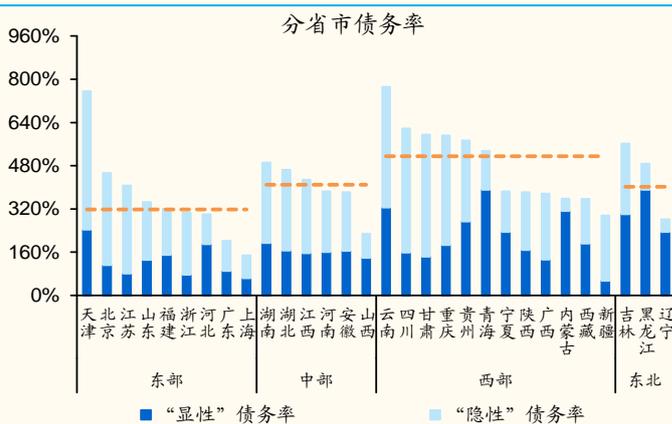
分地区来看，中西部整体债务率相对较高、隐性债务突出，个别东部省市压力也较大。债务持续累积，地方财力相对弱化，使得地方债务压力逐步凸显，尤其是西部、整体债务率高达 500%以上、隐性债务突出，其次为中部，东北、东部整体债务率相对较低。具体省市中，中西部云南、甘肃、贵州等，东部的天津、江苏等债务率均高于区域平均水平、尤其是隐性债务压力或较突出。

图表 7：中西部省市债务率相对较高



来源：Wind、国金证券研究所

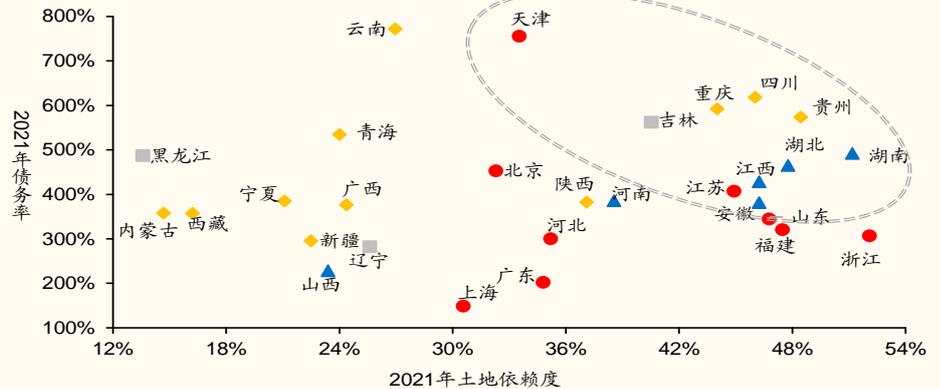
图表 8：部分东部、西部省市债务率明显高于平均



来源：Wind、国金证券研究所

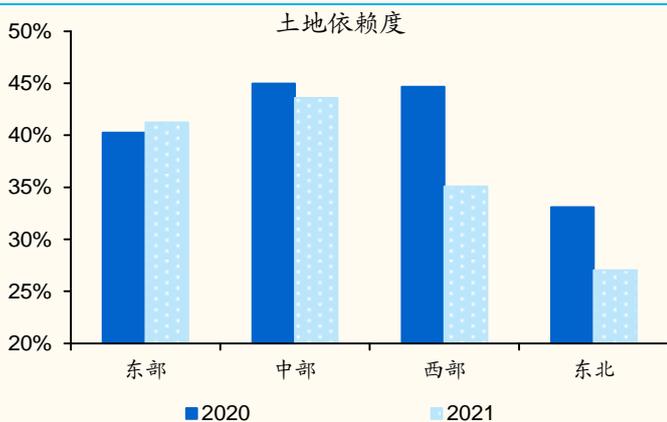
地产景气度持续低迷下，部分对土地依赖度较高的省市债务压力或更大，尤其是部分西部、东北省市。地方债务累积、土地财政恶化，进一步加大地方债务压力，尤其是对土地依赖度较高的省市。具体来看，中部土地依赖度高居首位、土地出让金收入占广义财政收入比重达 44%、尤其是湖南、湖北等；东部居次、山东、江苏等居前；西部土地依赖度也较高、贵州、四川等超过 45%。

图表 9：部分对土地依赖度较高的省市债务压力或更大



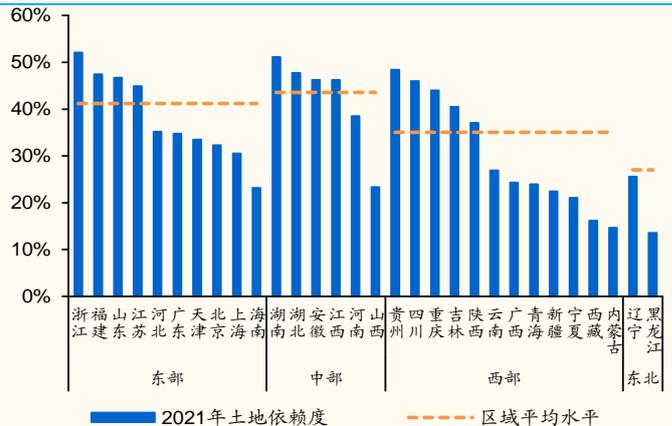
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：中部对土地依赖度较高，东部抬升



来源：Wind、国金证券研究所

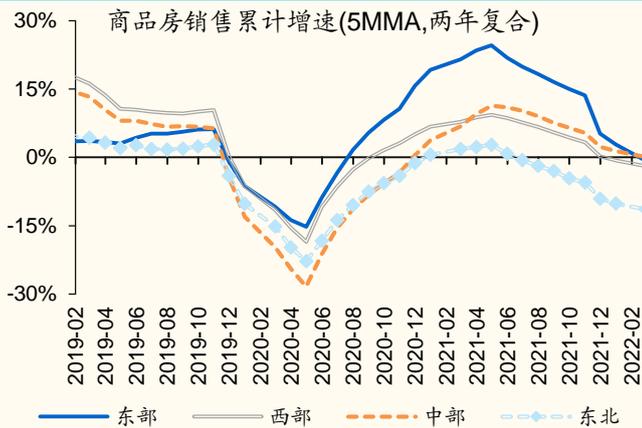
图表 11：部分省市对土地依赖度明显高于区域平均



来源：Wind、国金证券研究所

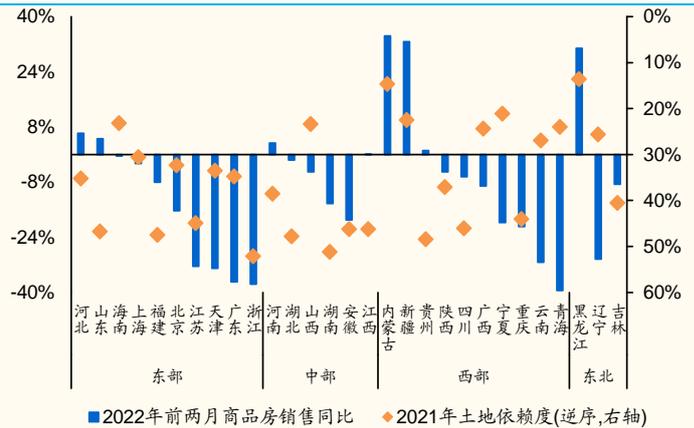
然而土地依赖度较高的部分省市，地产景气持续低迷，部分中西部、东北省市尤甚。自 2021 年年中后，部分地区商品房销售增速加速下滑，东北已连续 8 个月处于负值区间，中西部也于年底年初纷纷触及“零增长”，东部年初以来降温显著。地产景气度持续走弱、部分对土地依赖度较高的省市或首当其冲，例如，中西部的安徽、湖南、重庆，东北的吉林等。

图表 12: 中西部商品房销售持续低迷、东北降温明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 部分东部、西部省市土地依赖度高、销售差



来源: Wind、国金证券研究所

1.3、地方债务压力或如何化解?

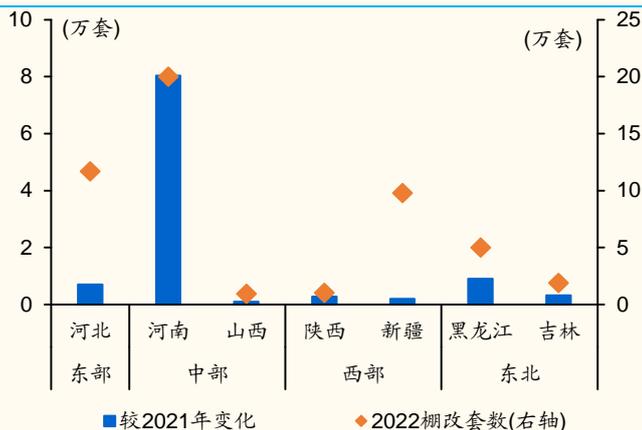
地产景气降温下,部分省市先后放宽购房资格、增加补贴、增加棚改等“稳”销售缓解压力。“房住不炒”下,政策支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求、由地方自主进行调节。主要体现在,公积金贷款管理、降低首付比例、下调房贷利率等。除被动“刺激”需求的措施,部分省市加大棚改投入,其中河南、黑龙江、吉林分别为20万套、5万套和1.9万套,同比分别增长67%、22%和20%,个别城市明确提出棚改货币化,主动“释放”需求(详情参见《棚改“2.0”时代》)。

图表 14: 因城施策下,部分省市地产政策边际“松动”

分类		时间	主要内容	
政策基调	中央经济工作会议	2021年12月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加强预期引导,探索新的发展模式...支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	
	政府工作报告	2022年3月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,探索新的发展模式...支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,稳地价、稳房价、稳预期,因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	
因城施策	放松限购限贷	南昌	2022年2月	夫妻双方不管多少套住房都可以办理夫妻财产约定,可实现限购区不限套数。
		郑州	2022年3月	放松限购。子女、近亲属在郑工作、生活的,鼓励老年人来郑投靠养老,允许其投靠家庭新购一套住房;放松限贷。对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。
	公积金首付降低、贷款额度增加	岳阳	2021年2月	已结清公积金贷款不作为贷款限制条件(原限贷2次);家庭名下1套房且已结清贷款,可执行2套房贷款政策(原不允许2套房贷款)
		青岛	2021年3月	中心城区取消社保年限要求,创新城区稳定就业居住可落户
		马鞍山	2021年12月	高层次人才公积金连续缴存6个月以上,首次购买普通商品住房公积金贷款最高至60万元。
		宁波	2022年1月	按照国家生育政策生育二孩或三孩的家庭,连续缴存住房公积金满2年,首次申请公积金贷款购买首套自住住房的,住房公积金最高贷款额度由60万元/户提高至80万元/户。
		青岛	2022年1月	胶东四市范围内住房公积金缴存职工,在青岛市购房申请异地贷款或作为配偶参与申贷的,贷款最高次数由一次调整为两次。
		宜昌	2022年3月	宜昌调整住房公积金使用政策。购买二套住房“可提又可贷”;二套房首付由房价的50%降为30%政策;现房贷款在不动产登记证明(抵押权)办理到位后发放;自主缴存可提高公积金贷款额度;调整灵活就业人员贷款。
		唐山	2022年3月	唐山市发布公积金贷款新政,包括最高额度提高至80万,二套房首付比例降至30%等。调整自2022年3月15日起执行。
	降低首付比例	菏泽	2022年2月	四大行下调了个人住房贷款首付比例,“无房无贷”购房者首付比例从此前的最低30%,降至最低20%。首套房、二套房贷款利率分别由去年年末的5.95%、6.14%下调至5.6%、5.95%。
南宁		2022年3月	广西市场利率定价自律机制召开会议,商定下调部分城市房贷首付比例:在南宁市区已拥有一套住房的,再次购买普通商品住房的商贷最低首付比例由40%调整为30%,北海、防城港首次购买普通商品住房的商贷最低首付比例由25%调整为20%。	
下调房贷利率	合肥	2022年1月	首套房贷款利率由5.88%下调至5.83%、二套房贷款利率由6.37%下调至6.32%。	
	苏州	2022年3月	苏州部分银行首套房贷款利率降至4.6%,与当前五年期以上LPR持平。	

来源: 政府网站、Wind、国金证券研究所

图表 15: 部分省市棚改目标增加



来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 16: 郑州明确提及推行棚改货币化

时间	文件	主要内容
3月1日	《关于促进房地产业良性循环和健康发展的通知》	推行货币化安置。实施安置房建设工作三年行动, 结合房地产市场形势, 坚持以货币化安置为主。对未开工建设的安置房, 鼓励拆迁群众选择货币化安置。
3月8日	《关于积极推进大棚户区改造项目货币化安置工作的实施意见》	结合安置房建设三年攻坚行动, 集中利用3年时间, 大力推进货币化安置, 确保2024年群众回迁安置全部完成; 适用于大棚户区改造中安置用地未开工建设项目。

来源: 政府网站、国金证券研究所

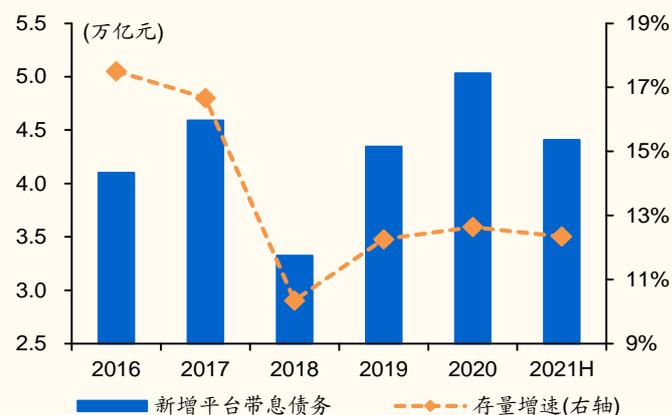
“土地财政”承压下, 地方债保持高增或有助于缓解压力, 但增量也不能持续扩张, 尤其是隐性债务。2022年, 新增专项债、一般债额度分别为3.65万亿元和7200亿元, 维持高位, 一定程度上或缓解债务压力。但债务增量持续扩张加大债务累积, 尤其是部分隐性债务, 2021年上半年新增平台带息债务4.4万亿元、存量增速回落至12.3%。

图表 17: 严控新增隐性债务的政策态度一以贯之

时间	事件	主要内容
2017年7月	政治局会议	有效规范地方政府举债融资, 坚决遏制隐性债务增量 。
2018年8月	《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》	遏制隐性债务增量 , 督促整改政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为, 严禁各种违法违规担保和变相举债。
2021年1月	全国财政工作会议	加强地方政府债务管理, 抓实化解地方政府隐性债务风险工作 。
2021年3月	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系... 稳妥化解地方政府债务风险 , 及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年4月	金稳会第五十次会议	进一步厘清政府和市场的边界 , 纠正不当干预行为, 改善区域金融生态环境。
2021年12月	国务院政策例行吹风会	坚决遏制隐性债务增量 ... 严禁违法违规举债融资的“后门”... 严禁违规为地方政府变相举债, 决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子 。

来源: 政府网站、中国人民银行、国金证券研究所

图表 18: 新增平台带息债务收缩



来源: Wind、国金证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40291



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn