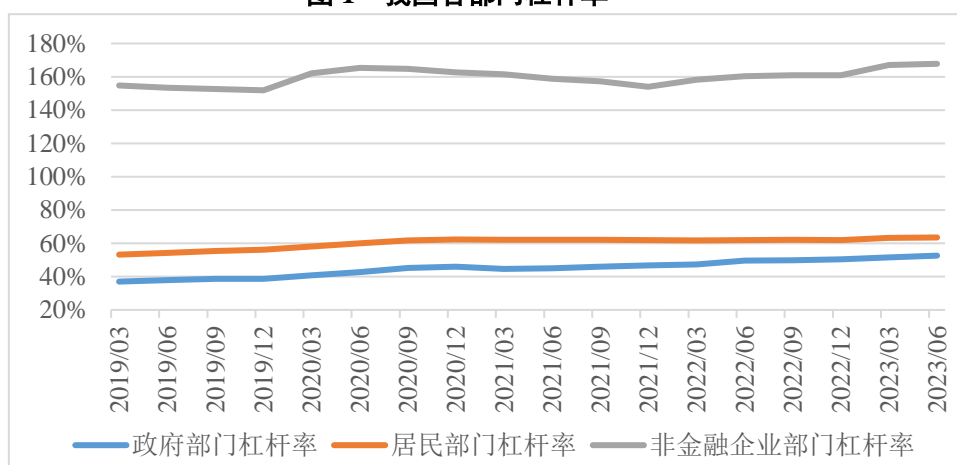


特殊再融资债券重启发行，宏观杠杆率进一步走高

2023 年 10 月 13 日央行发布会上称，央行一直高度关注宏观杠杆率变化，初步测算，今年二季度末宏观杠杆率 291%，比上年末高 9.4 个百分点，比一季度末高 1.5 个百分点。社科院测算的数据显示，政府、企业及居民部门杠杆率均有小幅度上升。其中政府杠杆方面，地方政府是宏观杠杆率上升的主要驱动力。一方面是由于经济尚在复苏期间，杠杆率的分母增速下降；另一方面是由于稳经济政策政府主动加杠杆。联合资信认为，政府部门中，特殊再融资债券的发行，会占用地方政府的政府债券限额，从而进一步影响其未来的融资能力；企业部门方面，对于城投平台来说，特殊再融资债的发行，缓解了其偿债风险，但出于防风险和严防新增隐性债务的因素，预计城投平台的加杠杆行为会受到严格限制，而工业企业受营业利润收缩的影响主动加杠杆的动力较小，所以整体看下半年企业部门主动加杠杆空间较小，但存在被动加杠杆的可能；居民部门方面，特殊再融资债券对居民端影响较小，房地产依然是其加杠杆的主要因素，从三季度融资数据看，居民加杠杆的可持续性有待进一步观察。

图 1 我国各部门杠杆率



数据来源：wind，联合资信整理

特殊再融资债提升政府负债率，占用地方政府债务额度，或影响新增债券额度。2023 年 10 月以来，内蒙古开启了新一轮的特殊再融资债发行，引发大家对财政能力的讨论。截至 10 月 17 日，本轮已有 18 个省市公告拟发行或已发行特殊再融资债券，发行规模共计 7362.5 亿元，其中内蒙古和云南拟发行规模最高，均超过 1000 亿元。从公告省份来看，与前两轮主要用于建制县债务化解试点以及北上广推动全域无隐性债务试点不同，本轮发行特殊再融资债券的省市主要是偿债压力较大的省份，例如云南、内蒙古、贵州等省份。特殊再融资债券的发行主要是用于置换存量债务，因此对社融等数据冲击力度不大，但由于需将隐性债

务显性化，因此会提高对应地方政府负债率。同时，还会占用地方政府债务额度，影响新增债券额度：新增地方政府债券额度分配的过程中，与当地 GDP 相匹配是一个重要的考虑因素，因此对于本次特殊再融资发行规模较大的地区以及部分杠杆率较高的地区来说，未来其可分配到的地方政府债券新增额度或将缩减。从近三年各地方政府负债率看，区域间的分化较为严重，例如青海、贵州均超过 60%，按照平均 3%的票面利率测算，每年待偿利息占 GDP 比例分别为 2.5%和 1.9%，偿债压力较为突出。

根据社科院的测算，2023 年二季度政府部门杠杆率为 52.6%，其中中央政府和地方政府分别为 21.4%和 31.2%。中央政府的杠杆率连续三个季度没有变化，而地方政府的杠杆率自 2021 年起持续上升，一方面是由于地方政府债务持续扩容，另一方面是因为经济复苏背景下，各区域经济增速均有所下滑。特殊再融资债券的发行，预计会加速下半年地方政府杠杆率的提升，同时加大地区间的差异。

整体看，特殊再融资债券的发行虽然短期内减轻了其偿债压力，但或将影响其新增债券的额度，进而一定程度上挤压其财政对实体经济支持的政策力度，可能会造成“经济增长压力大——财政收入下降——偿债付息压力增大——财政对实体经济支持力度减弱——经济增长压力大”的恶性循环。政府或许需要出台具有可持续性、配套的政策措施以防止出现这样的情况。

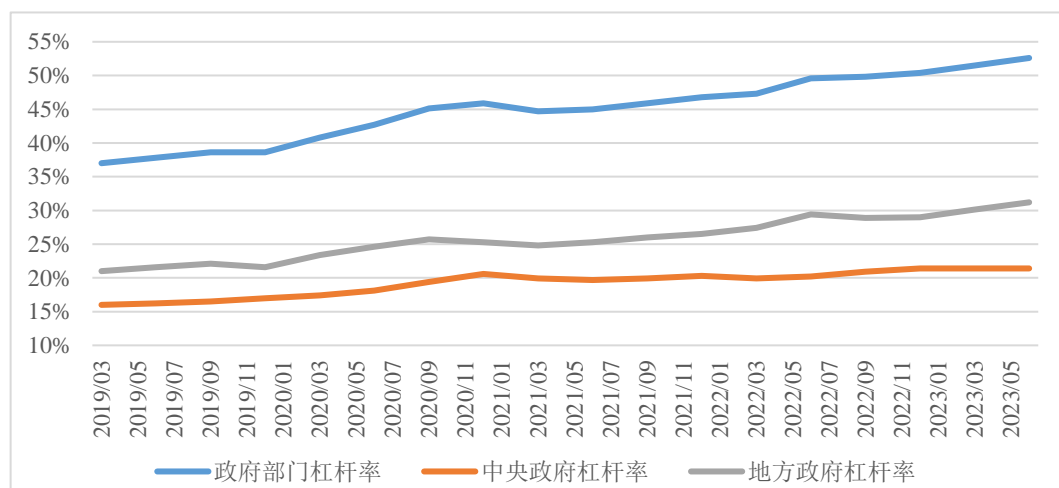
表 1 近三年各省份负债率

省份	2020 年 (%)	2021 年 (%)	2022 年 (%)
青海省	81.5	82.3	84.3
贵州省	61.5	61.0	61.9
吉林省	42.6	47.6	54.8
甘肃省	43.8	47.9	54.3
天津市	45.5	50.3	53.0
海南省	47.1	46.3	51.1
新疆维吾尔自治区	40.8	40.6	50.7
黑龙江省	41.7	44.0	45.9
云南省	39.5	40.3	41.8
内蒙古自治区	47.9	42.0	40.3
宁夏回族自治区	47.0	41.9	39.4
辽宁省	37.0	37.2	37.9
河北省	30.6	32.7	37.2
广西壮族自治区	34.4	34.0	37.0
重庆市	27.2	30.7	34.6
江西省	27.7	30.2	33.9
湖南省	28.4	29.8	31.7
四川省	26.3	28.2	31.2
中国平均水平	28.2	27.7	31.0
陕西省	28.6	28.8	29.9

安徽省	25.2	27.2	29.5
山东省	22.8	24.1	27.0
西藏自治区	19.7	23.8	26.6
浙江省	22.6	23.5	26.0
湖北省	23.4	23.8	25.9
北京市	16.9	21.4	25.4
河南省	18.1	21.3	24.7
山西省	25.9	23.7	24.5
福建省	19.1	20.4	22.4
广东省	13.8	16.4	19.4
上海市	17.7	16.9	19.1
江苏省	16.8	16.2	16.8

数据来源：联合资信城投纵览数据库

图 2：我国政府杠杆率

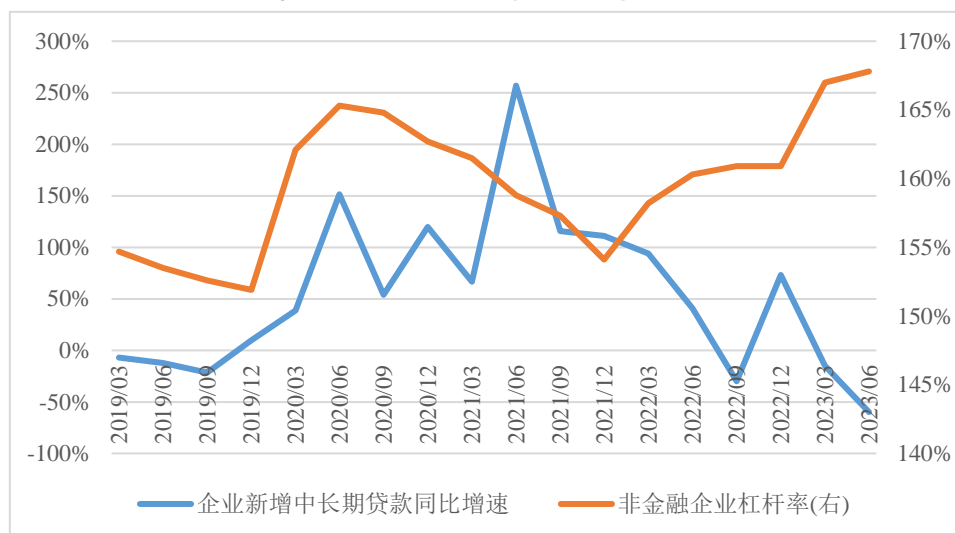


数据来源：wind，联合资信整理

企业部门杠杆率小幅度提升，下半年城投企业和房地产企业是企业部门加杠杆空间不大，工业企业利润持续负增长，主动加杠杆动力不足，整体看企业部门杠杆率主动提升的空间有限，杠杆率存在被动抬升可能。2022 年以来，非金融企业杠杆再度开始抬升，社科院测算，2023 年二季度非金融企业部门杠杆率为 167.8%，较 2019 年末提升 15.9 个百分点，较 2023 年一季度提升 0.8 个百分点。主要由于政策推动增加了信贷的投放，加之居民端储蓄增加，加大了银行放贷的动力。但展望下半年，企业主动加杠杆的动力不足。具体看，城投企业方面，本轮特殊再融资债券的发行，缓解了城投债的风险，但为了防止隐性债务增长，预计城投企业加杠杆行为会受到严格限制，甚至会进一步的降杠杆。房地产企业方面，行业政策虽然有所放松，但房地产企业“暴雷”不断，叠加居民端对于房地产消费持观望态度居多，多重因素限制了房地产行业的加杠杆能力。工业企业方面，工业企业利润自 2022 年来持续为负增长，企业主动加杠杆动力不足，从

2023 年 9 月企业长期贷款同比增速连续第 5 个月减小的数据中可见端倪。虽然企业部门主动加杠杆的可能性不大，但去年以来民营企业的资产增速持续低于负债增速，或表明民营企业的资产因利润的收缩而受损，而债务压力并未减轻，资产负债率被动增高，企业部门的杠杆率或将被动上升。

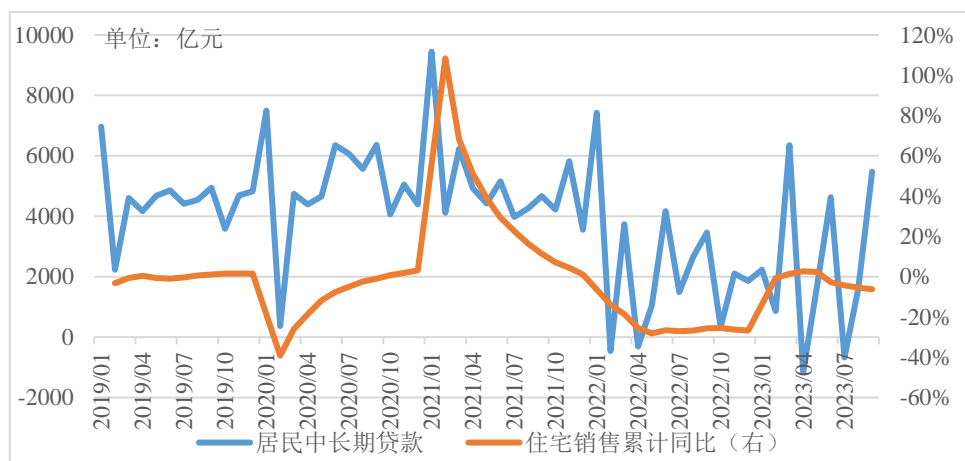
图 3：非金融企业部门杠杆率



数据来源：wind，联合资信整理

居民端购房热情不高，加杠杆动力不足，居民中长期贷款修复的持续性有待观察。房地产是居民的主要资产，占据居民资产的 50% 以上，但是 2022 年开始，居民对于房屋购买处于观望态度居多，地产大周期逆转的背景下，居民主动加杠杆的动力下降。从需求端看，尽管新房贷款利率已经降至历史低位，但房地产销售依然低迷，“金九银十”的销售旺季并未如期而至；从供给端看，房企拿地低迷，导致新房供给减少，也在一定程度上限制居民杠杆的修复。2023 年一季度，虽然随着房地产交易边际回暖，居民部门杠杆率有所回升，但二季度杠杆率仅上升 0.2 个百分点，或与居民“提前还贷”相关。9 月居民中长期贷款同比多增 2014 亿元，存量房贷利率调整后居民“提前还贷”减少或是主要因素。10 月以来，新房销售低于去年同期，政策效果仍有待观察，且存量房贷利率依然高于新房利率，不排除居民依然存在“提前还贷”的倾向，整体看，居民中长期贷款修复的持续性有待继续观察。

图 4：居民中长期贷款



数据来源：wind，联合资信整理