

稳经济，重心在哪？

核心观点：

1.百尺高台，起于垒土。多年来，地方的良性发展构成我国经济正向循环的基石。尤其在逆周期调控时期，地方政府更是发力的重要载体。然而，近期地方财政收支明显回落，随之而来的是经济稳增长与化债防风险等权衡。政策如何取舍，经济将何去何从？

2.尽管地方存量债务的累积并非朝夕，但近期土地出让收入的急剧调整，引致增量财力更为显著的变化。海外地产调整时常见的是“金融加速器”，即地产抵押品估值缩水直接压制信贷扩张。而对于土地财政依赖度更高的经济体来说，“财政加速器”更值得关注。

3.与银行贷款不同，我国地方政府发债固然无需显性的抵押品，但潜在的土地出让收入往往被视为重要的偿债资金来源。若预期未来该收入保持低位，地方的增量举债行为自然趋于保守，这可能加速地方财政对经济增长的顺周期影响，而非真正的逆周期发力。

4.展望未来，努力完成全年经济社会发展目标任务的信号增强，逆周期政策加码。但政策实效关键在于促进房地产市场止跌回稳，从而阻断“财政加速器”和“金融加速器”。需求端实际利率能否有力度的下降，供给端公共资金能否介入风险处置，都是重要观察点。

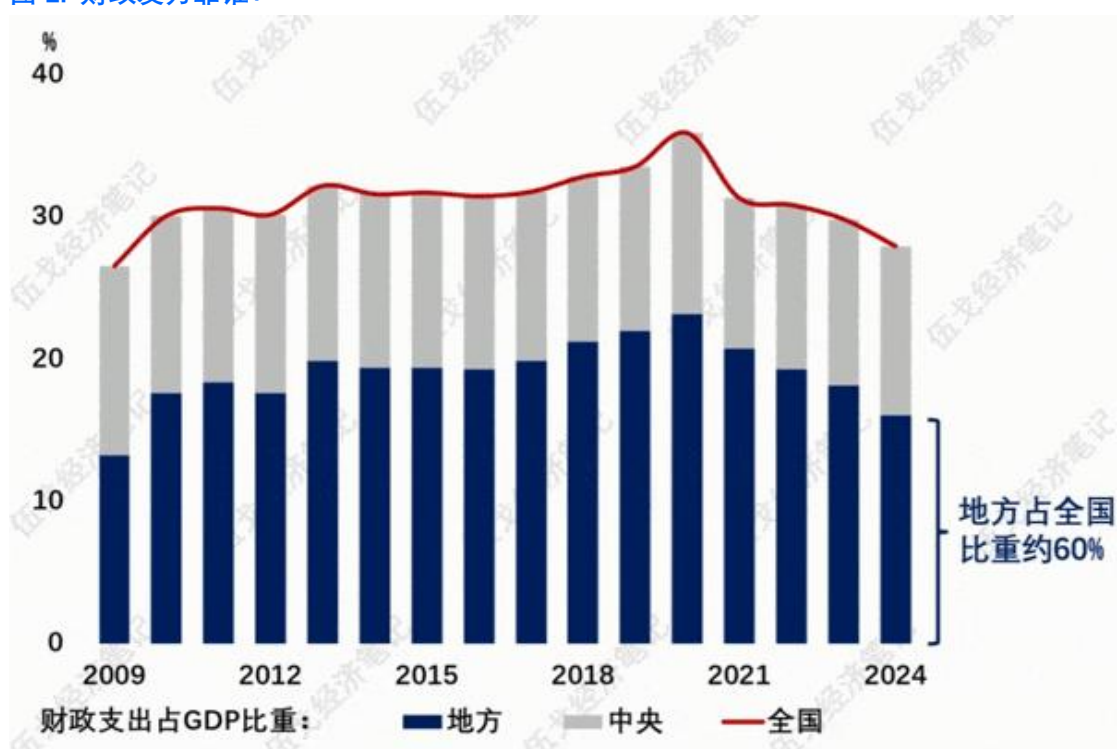
正文：

多年来，地方的良性发展构成我国经济正向循环的基石。尤其在逆周期调控时期，地方政府更是发力的重要载体。然而，近期地方财政收支明显回落，随之而来的是经济稳增长与化债防风险等权衡。政策如何取舍，经济将何去何从？

一、靠地方，还是靠中央？

历史来看，地方政府在消费、投资和信用扩张中的重要性显著高于中央。剔除中央对地方的转移支付后，地方在广义财政支出中的占比约60%，占据主导地位。

图 1. 财政发力靠谁？

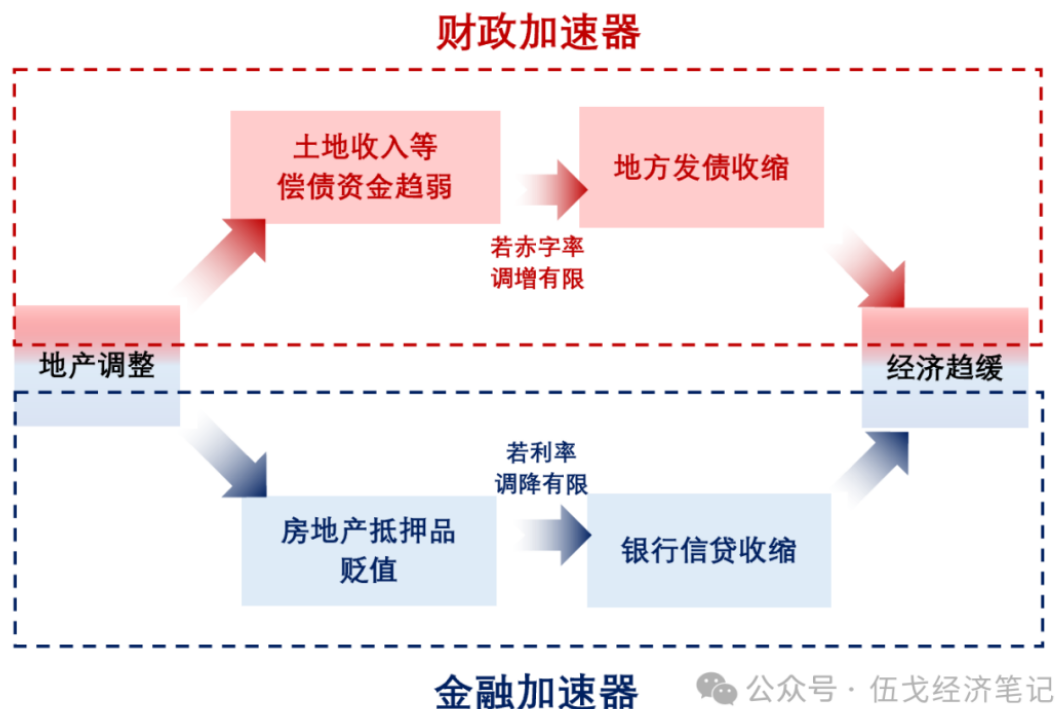


来源：WIND,笔者测算

注：财政支出为广义范畴，地方支出剔除了中央对地方的转移支付，下同。

地方存量债务的累积并非朝夕，但近期土地出让收入的急剧调整，引致增量财力更为显著的变化。海外地产调整时常见的是“金融加速器”，即地产抵押品估值缩水直接压制信贷扩张。而对于土地财政依赖度更高的经济体来说，“财政加速器”更值得关注。

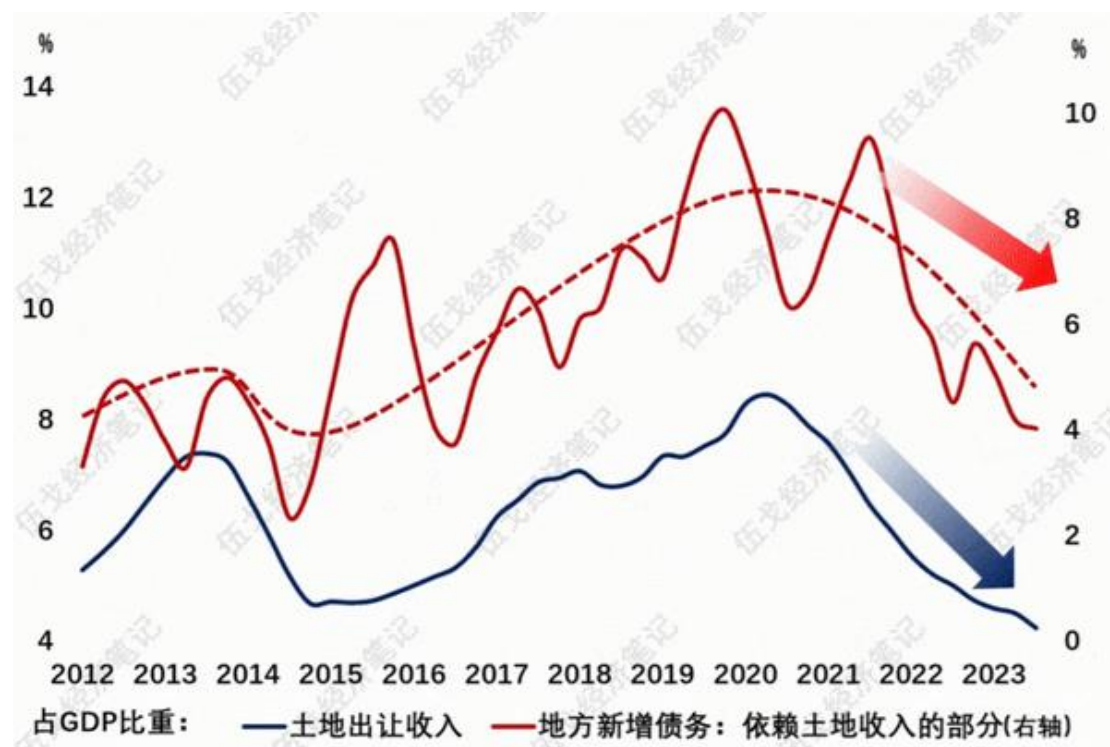
图 2. 财政加速器与金融加速器



来源：笔者绘制

与银行贷款不同，我国地方政府发债无需显性的抵押品，但潜在的土地出让收入被视为重要的偿债资金来源。本轮土地出让收入较高点回落约 40%，为有数据以来最大累计降幅。若预期该收入保持低位，地方增量举债行为自然趋于保守，这可能加速地方财政对经济增长的顺周期影响，而非真正的逆周期发力。

图 3. 财政加速器的现实表现



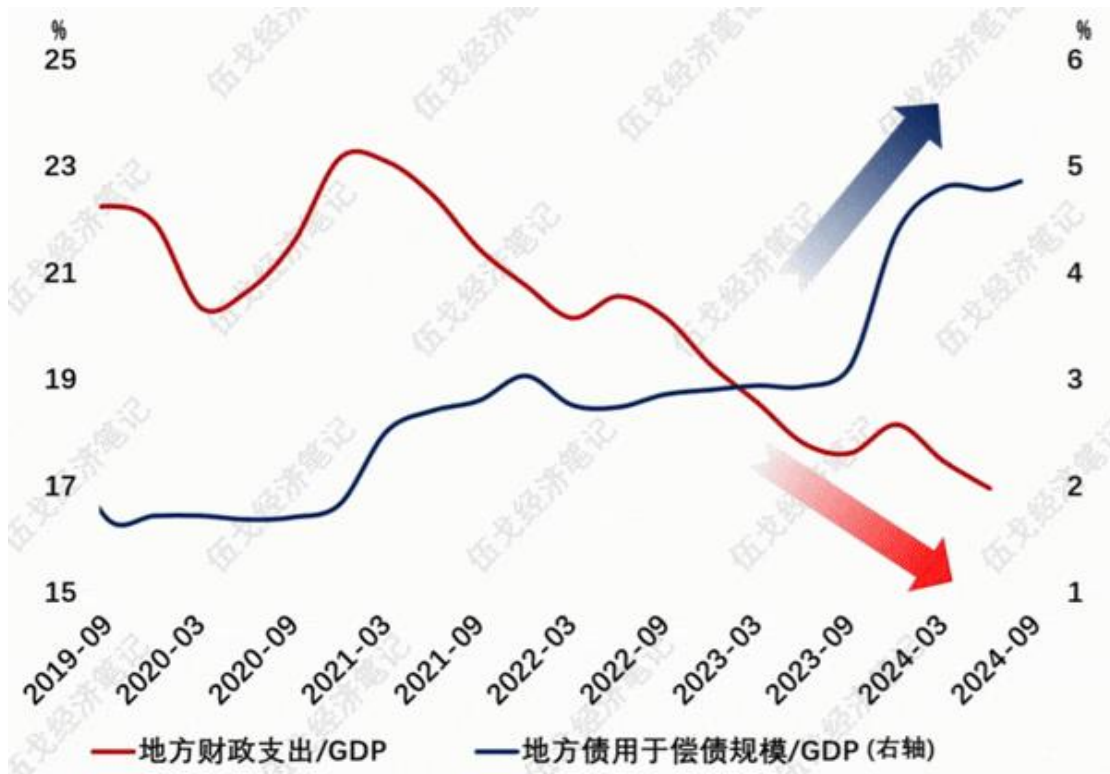
来源：WIND，笔者测算

注：债务包含地方专项债和城投有息负债，并剔除投向化债部分。

二、防风险，还是稳增长？

近期多地提出“‘砸锅卖铁’筹集化债资金”。从各地信息看，多是通过变现国有资产（如房屋商铺、低效益国企）等方式获得偿债资金。这短期有利于缓释流动性风险，但实质上对应着地方政府资产和负债的双向收缩。中外经验来看，宏观杠杆率的回落更依赖于分母端的名义经济增长回升，而不仅是分子端的债务削减。

图4. 化债，还是加杠杆？



来源：WIND，笔者测算

注：地方债偿债规模包含城投部分。

展望未来，努力完成全年经济社会发展目标任务的信号增强，逆周期政策加码。但政策实效关键在于促进房地产市场止跌回稳，从而阻断“财政加速器”和“金融加速器”。需求端实际利率能否有力度的下降，供给端公共资金能否介入风险处置，都是重要观察点。

风险提示：预期非线性变化。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，远见杯经济预测冠军。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

【近期研究】

1. [财力之源](#)，2024年9月17日
2. [经济，锚在何方？](#)，2024年9月8日
3. [举债与否？](#)，2024年8月28日
4. [房价的轨迹](#)，2024年8月18日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记