# 央地关系风险剖析与规划逻辑





汪恒

18/9/2026





# 高净值客户已经开始重新思考资产结构




其实今天很多变化，不是企业的问题，而是整个财政环境都进入了新阶段。过去经济高速增长的时候，很多问题可以被增长覆盖，但现在增长放缓以后，所有存量财富都会变得更重要。未来真正重要的，不是赚多少钱，而是已经赚到的钱，能不能安全、稳定、长期地留在家庭里。

# 财政问题，本质上不是中央问题，而是地方问题

地方政府承担：

- 教育。
- 医疗。
- 社保。
- 基建。
- 公务体系。
- 城市运营。

但地方财政收入增长却明显放缓。

未来财政压力真正的承压端，一定是地方。

很多老板其实没意识到，未来压力最大的不是中央，而是地方。因为地方承担大量支出责任。过去地方还能靠卖地，但现在土地财政下降以后，地方一定会更重视税基、更重视资金流、更重视合规。这种变化，对高净值客户的影响会越来越明显。



# 土地财政退潮，意味着旧时代结束

过去20年：

地方财政核心逻辑：

卖地 → 城投 → 基建 → 房地产 → 税收。

现在：

房地产降温后，地方最重要的收入来源正在下降。

这意味着：地方财政未来会越来越依赖：税务征管与非税收入。



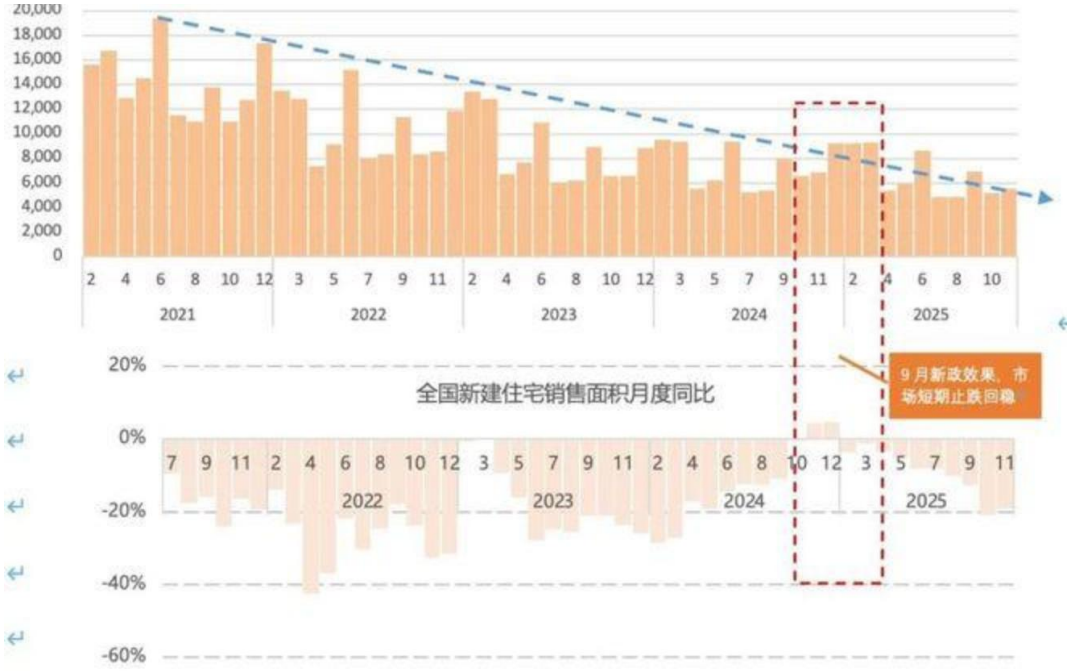

王总，过去很多地方财政，其实靠的是房地产。现在房地产不像以前了，那地方怎么办？一定会越来越重视应收尽收。未来很多以前没人管的小问题，都会慢慢被重新审视。所以真正聪明的企业主，不是等风险来了才处理，而是提前把资产结构做好隔离，所谓的隔离，无外乎就是资金隐藏与分散。



# 房地产不再是地方财政发动机

过去20年：房地产是地方财政核心驱动力。
地方财政核心逻辑：
卖地 → 城投 → 基建 → 房地产 → 税收。
现在：
房地产销售下降、土地收入下降，地方财政开始寻找新的收入来源。
未来地方财政，会越来越依赖：

- 税务征管。
- 非税收入。
- 资金监管。
- 财务透明化。




## 沟通话术

过去很多人没意识到，其实房地产不只是房地产，它背后是整个地方财政体系。以前地方有土地收入、有房地产税费、有城投循环，所以很多问题都能被增长覆盖。但现在房地产降温以后，地方财政逻辑正在改变。未来对于企业来说，一个非常大的变化，就是监管会越来越精细，因为财政需要更稳定的收入来源。所以现在很多高净值客人担心未来收钱会不会收到自己头上。



# 地方债务越高，财政纪律越严格

02

债务越高，地方政府越需要：

- 稳定现金流。
- 保持财政收入。
- 加强资金监管。

未来对于：

- 企业税收。
- 社保缴纳。
- 历史账务。
- 资金来源。

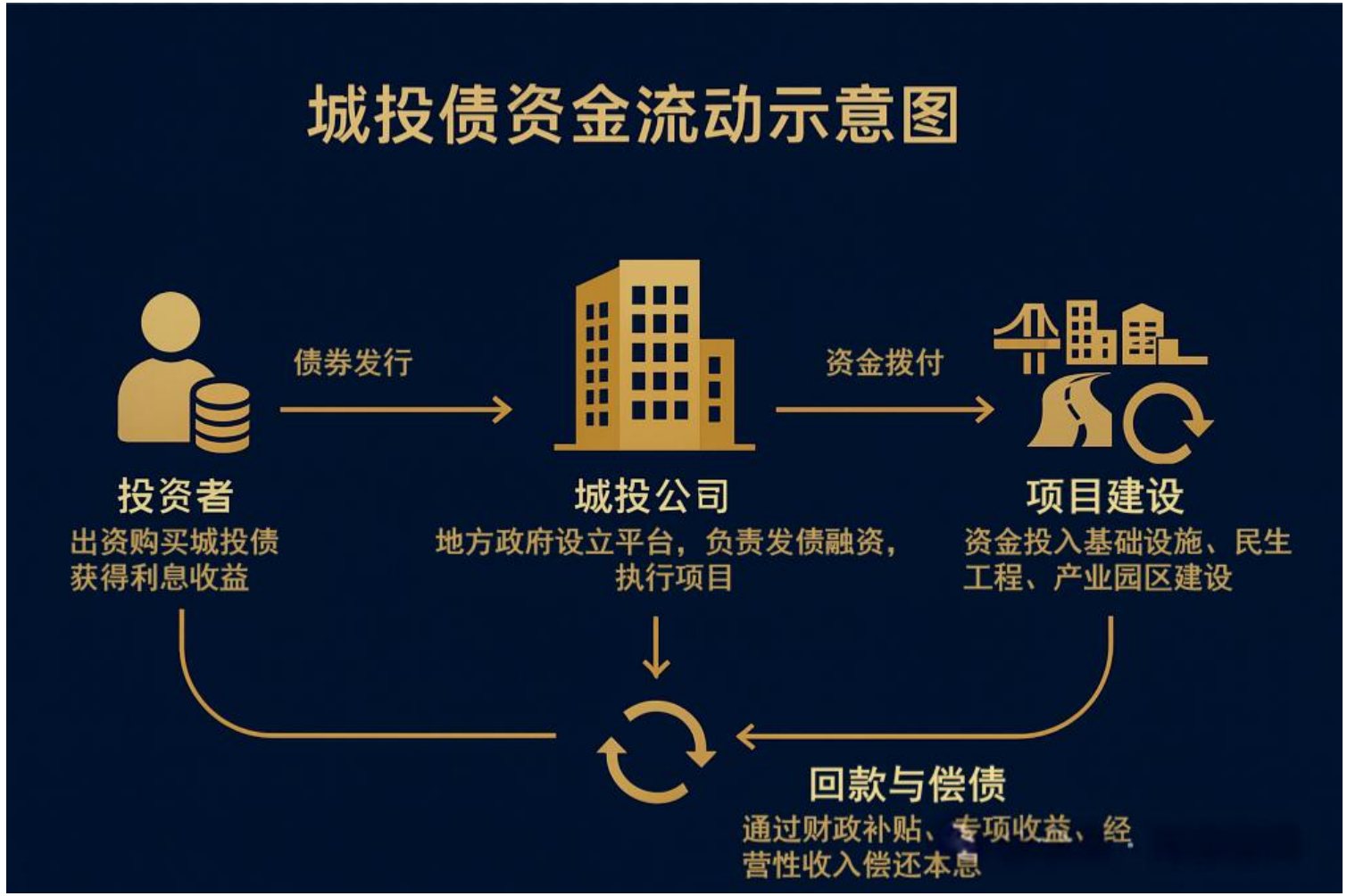
一定越来越敏感。




03

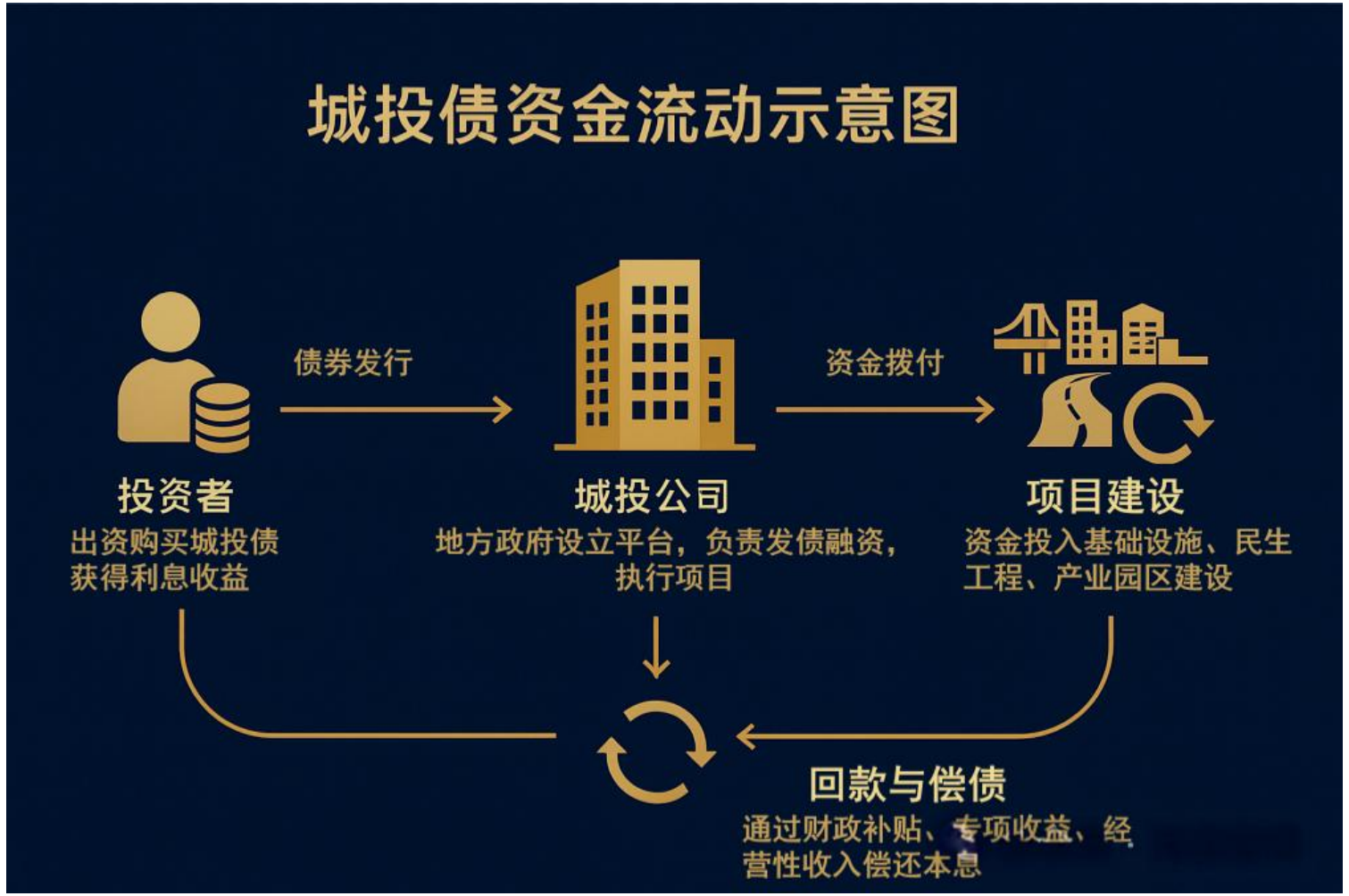
其实很多老板现在已经感觉到了，监管越来越细。这背后不是简单加强管理，而是地方财政结构变化以后，财政纪律会越来越严格。未来很多企业最大的风险，不是经营风险，而是历史财税问题突然被放大。现在口袋里的钱也不一定一直是你的。

# 城投模式为何越来越难持续




您会发现这几年地方最核心的问题，其实是现金流问题。地方政府大量使用城投债方式缓解现金流紧张。为什么很多人觉得城投债很稳，因为有隐形政府信用背书，但一旦城投大面积违约，城市信用直接崩盘，以后融资、招商都会受重创。为了保住地方脸面和融资渠道，大部分地方政府都会想办法协调资金，尽量按时兑付。做的都是城市刚需民生项目，钱基本都用来修路、建桥、修地铁、建学校医院，都是城市离不开的基建民生工程。这类项目府一定会优先保还款，不会轻易放任违约。

# 城投模式为何越来越难持续




随着2025-2027年城投债到期高峰的到来，全国城投债将迎来史上最密集的到期潮。

当前我国城投债务总规模约66万亿元（IMF国际货币基金组织），这个数字如同悬在头顶的达摩克利斯之剑，考验着中国金融体系的韧性。

**地方财政压力太大：**很多地方收入靠卖地，一旦楼市不景气、土地卖不动，财政收入就大幅缩水，自然没多余钱帮城投还债，偿债能力直接下滑。

**基建项目本身不赚钱：**城投投的大多是公园、免费道路、市政配套这类公益项目，本身没有营收、赚不到钱，只能完全靠财政拨款来还本付息。

**债务扎堆集中到期：**如果短时间内一大堆债务同时要还钱，又没法新发债券融到钱，资金周转就会紧张，很容易出现兑付压力。

**城投平台两极分化：**省会、大城市的核心城投，不愁借钱、融资渠道多；而普通区、小县城的弱平台，越来越难融到资金，日子越来越难过。

# 中国内地债务危机分析

**债务紧缩的恶性循环**

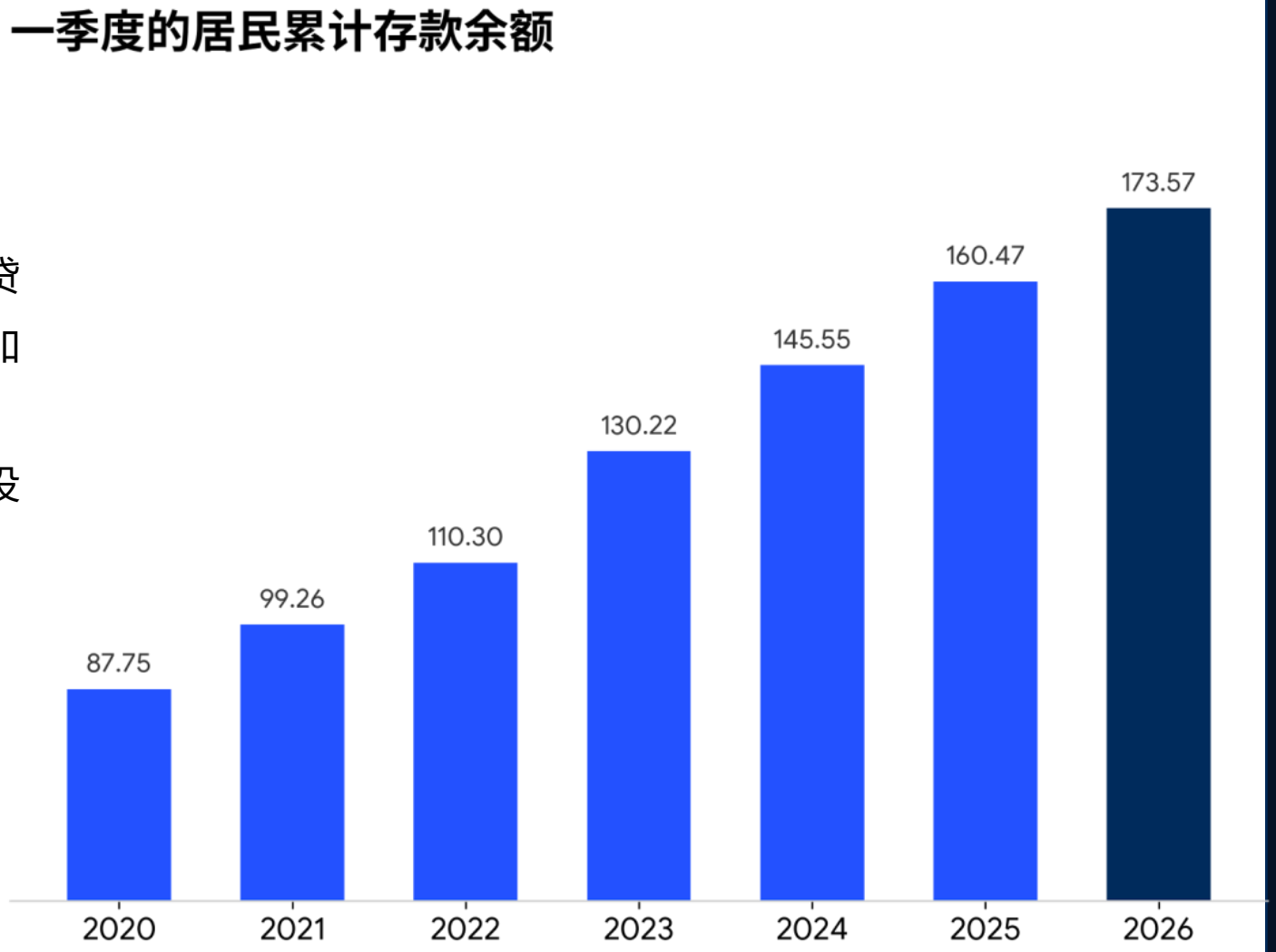
- 债务人财务破产：收缩开支，减少投资、消费
- 债权人遭受损失/破产：收缩开支，减少投资、消费
- 资金链断裂，信心崩塌，银行等金融机构都会收缩信贷
- 全社会出现投资下降、消费下降、预期变差、储蓄增加

……

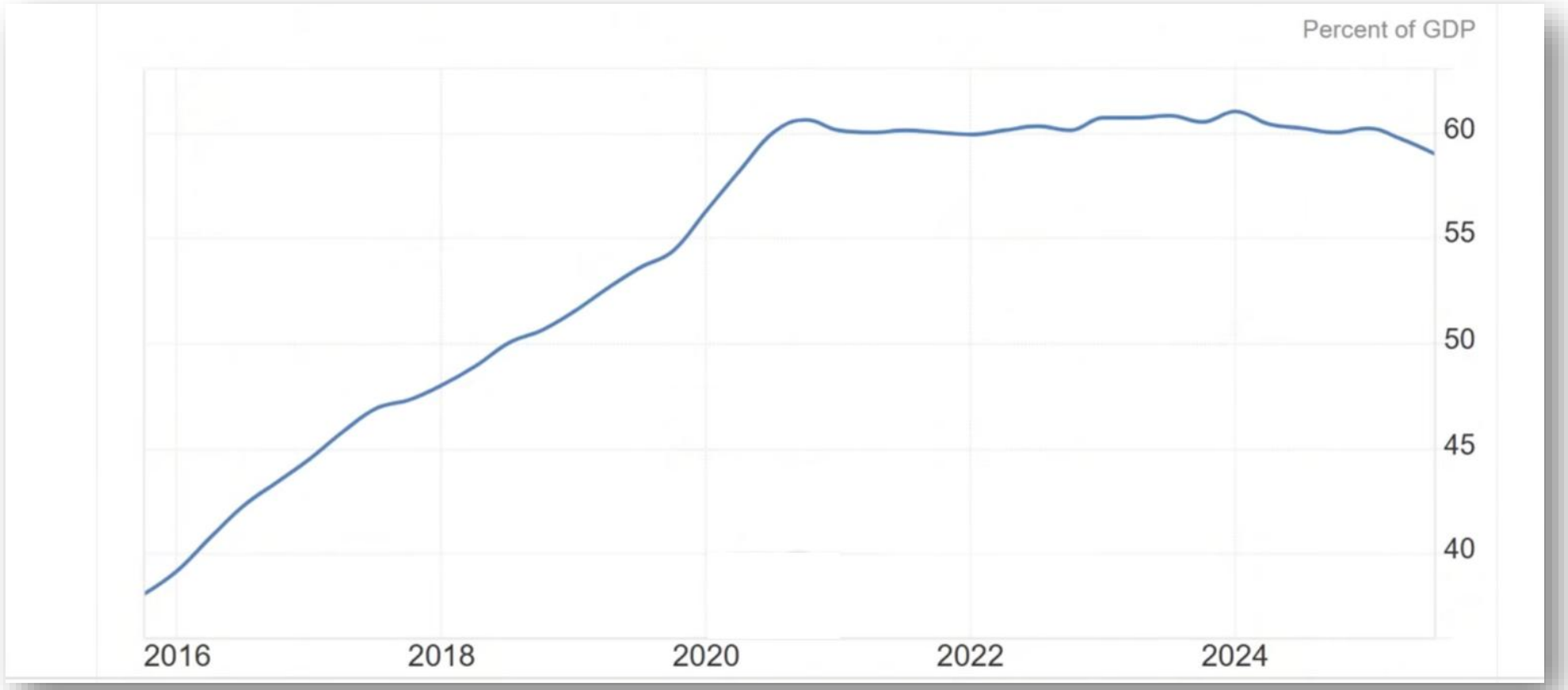
- 物价下降、企业亏损裁员、居民收入下降、更加缩减投资和消费
- 经济陷入通货紧缩的流动性陷阱

**案例：**

- 08年次贷危机和金融海啸
- 日本房地产泡沫破灭



# 中国内地债务危机分析-居民债务下降




2025年第三季度，中国家庭债务占gdp的比例从2025年第二季度的59.70%下降到59%。

中国家庭债务占gdp的比例从2006年到2025年平均为39.92%，在2024年第一季度达到历史最高的61%。

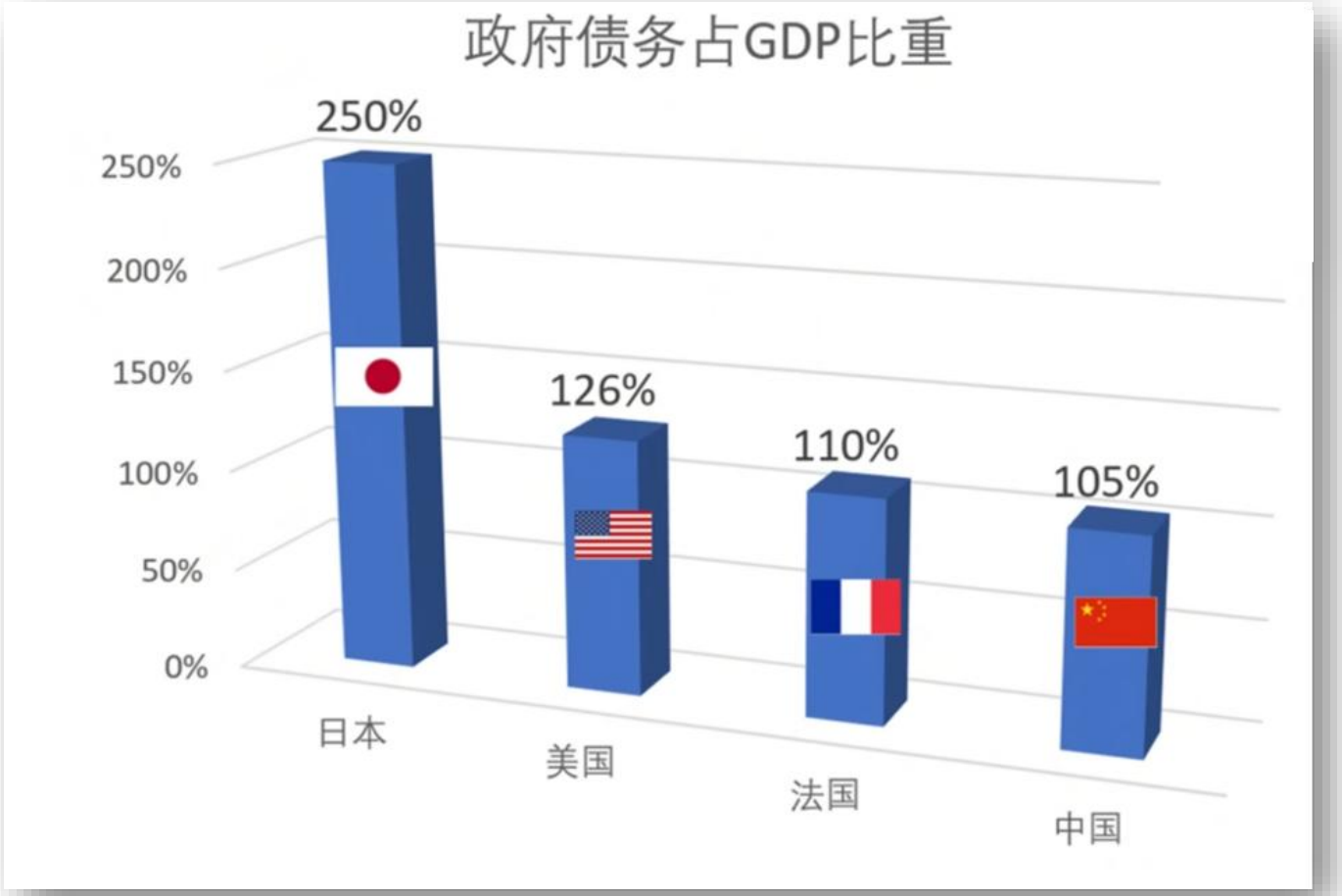
# 中国内地债务危机分析-美国日本解决方案

**美国：**

- 减税&支出增加造成债务滚大
- 应对办法：加税、减支就可以了

**日本：**

- 支出过大造成债务太大，整体利率低，政府敢于借债
- 应对办法：低利率（人口老龄化）
- 2015年引入海外工作移民，逐渐走出困境
- 但也有未来还债隐忧



# 中国内地债务危机分析-中国是否可以解决

**中国：**

- 收入断层，地方卖地收入断裂
- 房产价格不可逆
- 消费萎缩
- 长期看工作人口下降

（每年青壮年劳动力减少1000万）



# 中国内地债务危机分析-地产

鸿飞集团 HONGFEI GROUP

图表 14 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 2023 年末 | | 2024 年末 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比（%） | 金额 | 占比（%） |
| **流动资产** | **192.19** | **57.41** | **213.27** | **58.68** |
| 货币资金 | 5.96 | 1.78 | 13.50 | 3.72 |
| 应收账款 | 21.54 | 6.44 | 24.91 | 6.85 |
| 其他应收款 | 24.43 | 7.30 | 25.28 | 6.96 |
| 存货 | 133.59 | 39.91 | 143.15 | 39.39 |
| **非流动资产** | **142.58** | **42.59** | **150.15** | **41.32** |
| 长期股权投资 | 27.51 | 8.22 | 26.99 | 7.43 |
| 投资性房地产 | 32.84 | 9.81 | 33.35 | 9.18 |
| 固定资产 | 45.34 | 13.54 | 46.25 | 12.73 |
| 在建工程 | 24.29 | 7.25 | 31.25 | 8.60 |
| **资产总额** | **334.77** | **100.00** | **363.42** | **100.00** |

资料来源：联合资信根据财务数据整理

# 中国内地债务危机分析-人口



国家统计局副局长盛来运。

**2024年10月18日，国新办举行新闻发布会，介绍2024年前三季度国民经济运行情况。**

三是跟人口结构变动有关。盛来运表示，党的十八大以来，中国的人口结构有新的变化，其中一个变化是**16-59岁劳动力年龄人口数量在减少。从2013年到去年，平均每年16-59岁劳动力资源数量净减少500万—600万左右，去年净减少约一千万人**，这会影响总体的劳动力市场的供求关系。“所以需求在增加，供给在下降，总量的就业形势就相对比较稳定。这是调查失业率，包括我们的就业形势总体稳定的一个内在支撑。从今后的情况来看，这种状况我觉得还是会继续发挥作用。”

# 中国内地债务危机分析-债务解决方案

**硬扛：以时间换空间：**

- 降利率
- 延长期限
- 前提：未来有足够的收入
- 结果：债务人过紧日子，债权人过紧日子

**重组：债务打折：**

- 债务砍掉一大块
- 降利率、延长期限
- 债转股
- 前提：未来大概率没有足够收入
- 结果：债务人大大松绑，债权人暂时承受损失，长期可能收益更大（1998年1.4万亿不良资产）

**赖账：**

- 全部不还，爱咋咋地
- 双输：债务人失去信用，长期失去发展机会；债权人全损，被动收缩

# 中国内地债务危机分析-硬抗案例

**日本1990s**

- 90年代房价泡沫破灭
- 企业硬扛
- 前提条件：企业是赚钱的

结果：2010左右企业居民逐步走出债务泥潭

**马里兰州政府破产1842**

- 铁路、运河建设狂潮
- 1837经济危机，1842宣布违约（1500万美元债务，利息60万美元）
- 应对：加财产税、卖银行和运河股权，暂停支付利息，1848年恢复支付利息，后逐步偿清
- 前提条件：经济复苏，铁路开始赚钱

结果：世界罕见的AAA级州政府信用，融资利率最低

# 中国内地债务危机分析-赖账和重组

**密西西比州1840s**

•棉花种植园（奴隶制），州立银行举债700万美元，后破产

•1842年议会决议全部赖账，1875年州宪法禁止还旧债

结果：失去了100多年的信誉，严重阻碍了工业化进程，无法借钱修铁路，一直是美国最穷的州之一

**底特律2013**

• 汽车业衰败，人口自1950年代180万降至2013年70万，债务180-200亿美元

•市政瘫痪，路灯不亮，警察出警极慢，人口更加外迁，经济更恶化

•2013重组：砍掉70亿美元，无担保债券砍掉80%，养老金削减。

结果：2014年底起死回生，商业回流，经济快速繁荣，退休者收入下降

# 中国内地债务危机分析-赖账和重组

**难点：相当部分地方政府收入无法恢复**

- 允许困难地方政府融资平台破产重组
- 注资商业银行、注资资产管理公司
- 降低利率、扩大再贷款
- 实行地方政府债务上限制度、终身责任追究制度
- 税收分配向地方倾斜
- 向市场出卖国有资产，一方面给政府筹措资金还债，另一方面把肥肉交给更有效率的民众（市场），激发出来更大的经济活力和动力

# 中国内地债务危机分析-中国应对

**解读含义：**

不能引发市场性，

系统性金融恐慌或危机。

**坚持统筹发展和安全，牢牢守住不发生系统性金融风险底线**

习近平总书记深刻指出：“安全是发展的前提，发展是安全的保障。”5年来，我国中小金融机构改革化险工作取得积极成效，房地产和地方债务风险得到有效化解，防范化解金融风险攻坚战取得重要阶段性成果，牢牢守住了不发生系统性金融风险的底线。做好“十五五”时期金融工作，要进一步强化底线思维，增强忧患意识，积极识变应变求变，以新安全格局保障新发展格局。坚决扛起维护金融安全的政治使命，引导银行保险机构稳妥出清存量、优化增量，在高质量发展中化解风险。坚持“四早”原则，建立常态化防范化解风险工作机制，定期召开季度风险分析会，建立重大风险隐患排查清单和重大风险处置矩阵清单，按照“清单化管理+闭环式落实+标志性成果”，做实“点上拆弹、面上排雷、持续压降、提档升级”。持续推进中小金融机构改革化险和减量提质，筑牢风险防控坚固屏障。坚持同责共担、同题共答、同向发力，深化央地协同和部门联动，切实增强监管合力。

# 中国内地债务危机分析-中央

**别死在我家里：**

•早期名单制：制定平台名单，限制债务。（肠子都悔青了！）

•债务盘点确认：公开债40万亿，重点隐性债务，只认14万亿，实际上大约50万亿。

•债务置换：把承认的债务进行置换。（给插上管、输上氧气，维持生命）

**把火盆扔出去：**

• 35号文（2023）：禁止新增隐性债务，可以延长期限（金融机构必须配合）

**2023年**

近日，遵义道桥建设（集团）有限公司（下称“遵义道桥”）在中国债券信息网公开了关于推进银行贷款重组事项的公告（下称“公告”），明确了该公司银行贷款展期降息。

公告称，本次银行贷款重组涉及债务规模155.94亿元，以债权保全为前提，经各方友好平等协商，近期完成签署相关补充协议。根据重组协议，重组后银行贷款期限调整为20年，利率调整为3%/年至4.5%/年，前10年仅付息不还本，后10年分期还本。

根据遵义道桥建设有限公司2022年债券中期报告，报告期末合并报表范围内有息债务中，银行贷款余额为164.48亿元。上述重组银行贷款规模近156亿元，这意味着该公司银行贷款基本都得到展期。

# 中国内地债务危机分析-中央

**把火盆扔出去：**

•150号文（2024）：限期退出平台名单、各地隐债归零。（银保监会与财政部的斗争）

• 2027年6月以后：地方债迎来生死时刻

自2024年8月央行等四部门联合印发《关于规范退出融资平台公司的通知》(银发〔2024〕150号，即"150号文")以来，根据相关数据显示：

**截至2026年4月，全国已有超过1000家城投平台以各种形式退出，68万亿元的城投债券面临历史转折点。**

**“150号文”根据现状发展给出核心目标：**

**2027年6月底之前，地方政府融资平台公司(即"城投平台")退出监管名单，与政府信用脱钩，转型成为市场化的经营型地方国有企业。**

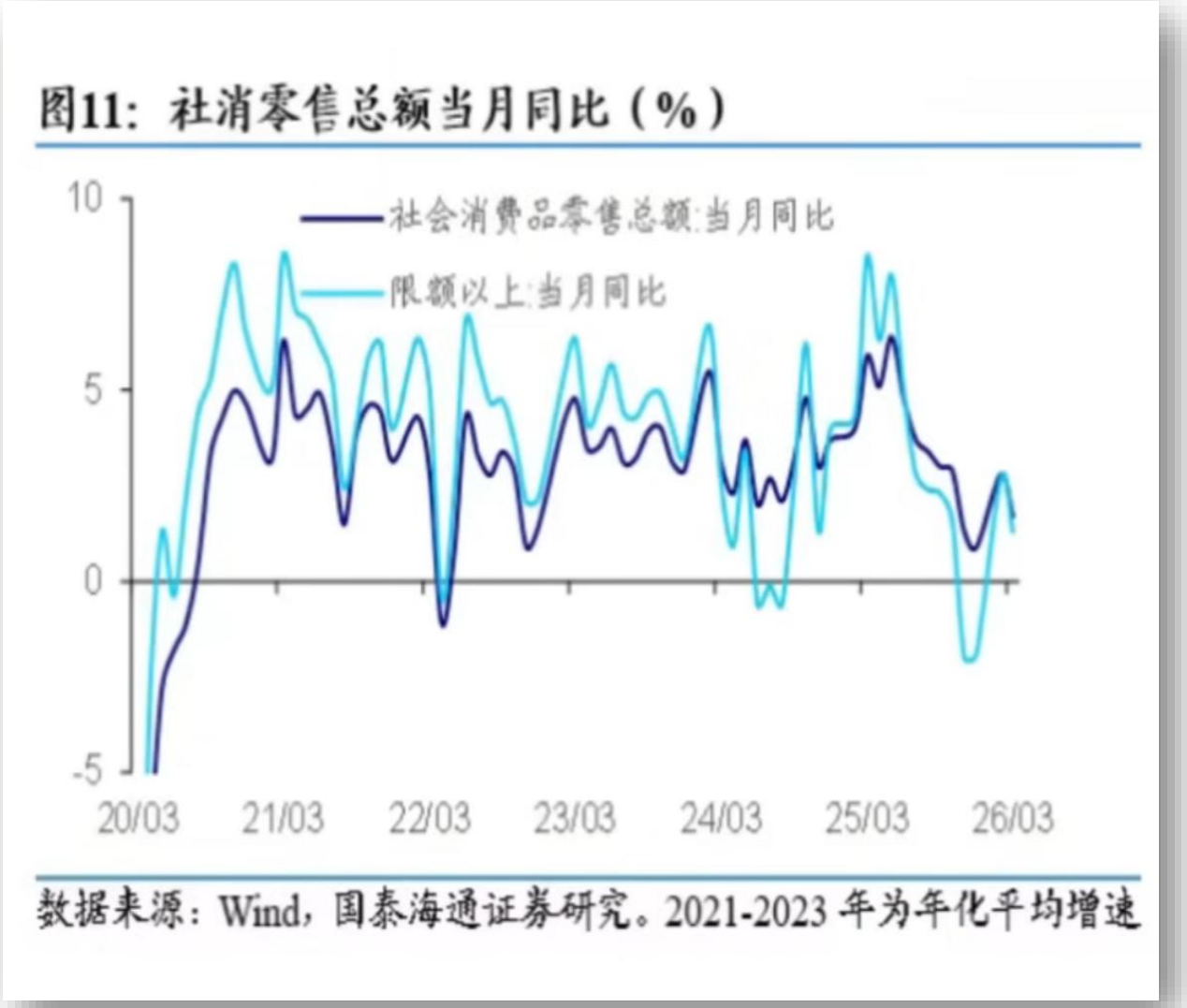
# 中国内地债务危机分析-地方

**拼命还债：**

- 跟央妈哭
- “一切国有资源尽可能资产化、一切国有资产尽可能证券化、一切国有资金尽可能杠杆化”
- 努力敛财：加大罚没、收费力度
- 提高国企利润上交比例

**压缩支出：**

- 少上、不上项目
- 压缩社会保障、教育、医疗、福利支出
- 压缩、延发事业单位人员工资奖金
- （中央大喊：切实兜牢“三保支出”！）



# 中国内地债务危机分析-结果

**2027年6月大限**

- 继续延期?
- 大限截止?

**继续延期继续扛**

- 固定资产投资继续萎靡
- 继续依赖出口，勉强维持

**大限之后：纸终究包不住火**

- 部分城投公司要还不上债
- **银行不良资产激增、金融机构损失增加、信托等破产增加**
- **全社会信用收缩（贷款、债券）**
- 投资、消费进一步下滑，通缩加剧
- 出口独木难支



# 为什么地方开始盘活国企资产

地方财政开始：盘活国企。出售资产。增加非税收入。强化国资运营。

说明财政逻辑已经进入：存量财富时代

未来：地方财政会越来越重视，已经存在的：资产。现金流。税基。国资收益。




其实从现在很多地方盘活资产、出售国企资源能看出来，整个财政逻辑已经变了。过去大家拼的是增长速度，现在开始拼的是存量管理能力。因为未来财政越来越重视已经存在的财富。对于企业主来说，未来真正重要的，不只是企业利润，而是财富结构是否安全。很多成熟客户现在开始把企业资产和家庭长期资产逐步分离，本质上就是为了未来建立稳定、安全、长期的家庭财富结构。

# 第二波下岗潮

90年代第一次下岗潮为什么发生?

90年代最核心的背景，是国企改革。

**当时中国大量国企长期亏损、效率低下、债务严重。**

**1990年国企亏损348亿元，到1995年亏损扩大到540亿元，资产负债率极高。**

因为计划经济时代的国企，承担了太多企业办社会功能：**分房，医疗，子女教育，养老，福利，终身就业，企业不仅是公司，更像小社会。**



# 第二波下岗潮

市场经济开始后，民营企业、外资企业效率远高于国企。

大量国企出现**人员冗余，技术落后，产品没人买，管理低效，最终只能改革。**

结果是出现了：兼并，破产，买断工龄，减员增效，破三铁（铁饭碗、铁工资、铁交椅）

**1995—2002年，国企和集体企业精简了6000多万人。官方统计1993—2003年约2818万人下岗。但很多学者认为真实数字远高于此。**



# 第二波下岗潮

开源节流，开源容易还是节流容易?

开源的硬指标下给什么单位?

节流最便捷的方式是什么?



# 第二波下岗潮

## 华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金

已申报 2023-10-26 → 已受理 2023-10-26 → 已问询 2023-11-21 → 审核意见 2023-11-24（通过） → 注册结果 2023-11-24（注册生效）

### 项目基本信息

| | | | |
|---|---|---|---|
| 基金名称 | 华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金 | 专项计划名称 | 中信证券-华润商业资产1号资产支持专项计划 |
| 基础设施项目类型 | 消费基础设施 | 原始权益人 | 华润商业资产控股有限公司 |
| 基金管理人 | 华夏基金管理有限公司 | 专项计划管理人 | 中信证券股份有限公司 |
| 托管人 | 招商银行股份有限公司 | 申报类型 | 首发 |
| 审核状态 | 注册生效 | 更新日期 | 2023-11-27 |

单位：人民币元

| 主要财务指标 | 报告期<br>（2025 年 10 月 1 日-2025 年 12 月 31 日） |
|---|---|
| 1.本期收入 | 197,891,632.73 |
| 2.本期净利润 | 19,508,276.34 |
| 3.本期经营活动产生的现金流量净额 | 114,981,285.78 |
| 4.本期现金流分派率（%） | 0.95 |
| 5.年化现金流分派率（%） | 3.72 |

# 第二波下岗潮




## 华润置地（成都）发展有限公司100%股权

产权转让　预披露　项目编号：G32026SH1000135-0

转让底价：--

| 披露开始 | 披露中 | 披露结束 |
| --- | --- | --- |
| 2026-04-20 | 2026-04-22 | 2026-05-20 |

所属行业 房地产业

所在地区 四川省成都市

交易机构

项目联系人 黄[redacted]

项目负责人 [redacted]

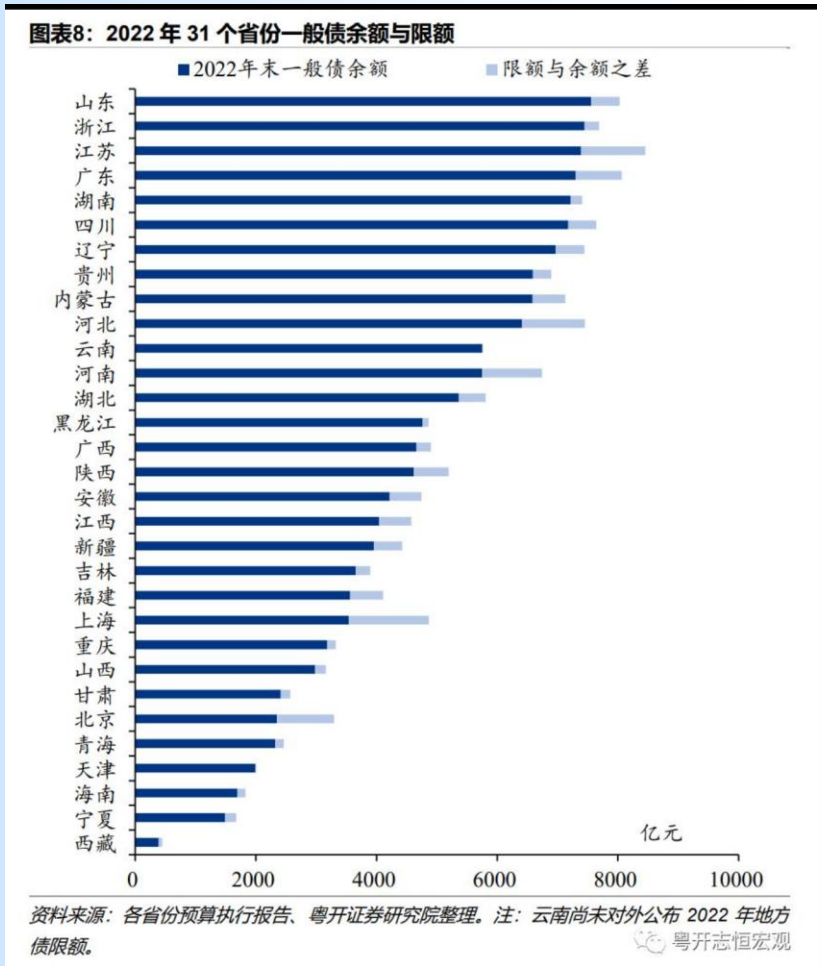
意向报名

# 为什么未来税务监管一定越来越严格?

财政压力越大：
税务系统的重要性越高。



数据来源：各省财政预算执行报告，CCEF 研究；注：不含港澳台数据



资料来源：各省份预算执行报告、粤开证券研究院整理。注：云南尚未对外公布 2022 年地方债限额。

粤开志恒宏观

很多老板以前觉得，只要没人查就没事。但未来最大的变化，是数字化。现在银行、税务、工商、社保、发票系统都在联通。未来很多风险不是被举报，而是系统自动识别。所以财富规划越来越重要的一点，就是提前把企业资产和家庭资产做切割。

# 谢谢







