



## 宏观研究

## 【粤开宏观】如何理解“力度最大”的化债行动？

2024年11月08日

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开证券】“特朗普 2.0 时代”：为何东山再起？对中国的影响及应对》

2024-11-07

《【粤开宏观】美国大选前夜：“特朗普 2.0”VS “哈里斯意外”》2024-11-03

《【粤开宏观】双城记 2024：广州与深圳全面比较》2024-10-29

《【粤开宏观】央地关系：基本格局与改革方向》2024-10-28

《【粤开宏观】推动税制改革的三条主线、三大原则和实施路径》2024-10-28

## 导读

11月8日全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。

根据财政部部长蓝佛安介绍，从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。地方需要消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅下降至2.3万亿元，化债压力大大减轻。

一言以蔽之，10万亿的直接资金加上2万亿债务自然到期，五年内将化解12万亿隐性债务。债务置换的意义既要看到近年来“力度最大”的规模效应，更要看到财政化债思路的重大优化以及对地方政府行为的激励效应。其一，直接资金规模高达10万亿，化解债务12万亿，为历次最大，体现出中央推动防范化解风险、规范债务管理、推动经济增长的决心，有利于提振信心与预期；其二，这反映了化债思路的重大优化调整，从防风险为主转向更好统筹稳增长与防风险，从“化债中发展”转向“发展中化债”；其三，既降低了当期地方政府化债和利息支出的财政压力，地方政府能腾出更多的财政资金和精力发展经济、提供公共服务，更好落实减税降费，改善营商环境，对地方政府行为的激励效应也要引起重视。

有理由相信在一揽子举措下，中国地方政府主体从应急状态回归常态谋发展，地方政府发展经济的能力和积极性得到恢复，而这恰是改革开放四十六年来中国经济增长的重要秘诀。当然，化债化险不能寄希望于毕其功于一役，久久为功建立制度更为重要。下阶段要加强监测地方化债资金规范使用，还要从稳定宏观税负、厘清政府与市场边界进而确定政府规模、上收中央事权和支出责任、建立资本与债务预算、推动城投平台转型等方面从根本上防范债务风险问题。

**风险提示：**美国大选结果及对华政策变化超预期；国内经济复苏进程受阻；地方财政紧平衡形势加剧。



## 目 录

一、总体评价：10 万亿资金投入与 2 万亿债务自然到期，化解 12 万亿隐性债务 .....	
二、为何要提高地方债务限额？为何不是通过国债来化债？ .....	
三、理性看待债务和债务风险的八个认知.....	
四、下阶段如何进一步巩固化债成果？ .....	



## 一、总体评价：10 万亿资金投入与 2 万亿债务自然到期，化解 12 万亿隐性债务

通过新一轮大规模债务置换，拉长地方债务周期、降低债务付息压力，推动地方政府从化债化险转移到发展经济和提供公共服务上来，从应急状态回归常态谋发展，具有重要意义。债务置换的意义既要看到近年来“力度最大”的规模效应，更要看到财政化债思路的重大优化以及对地方政府行为的激励效应。

第一，总体上看，化债力度超预期，是近年来“力度最大”的化债行动，以 10 万亿的直接资金加上 2 万亿债务自然到期，五年内将化解 12 万亿隐性债务，体现出中央推动防范化解风险、规范债务管理、推动经济增长的决心，有利于提振信心与预期。财长蓝部长披露 2023 年末我国隐性债务规模为 14.3 万亿元，经过一次性增加债务限额 6 万亿、未来五年每年安排新增专项债 8000 亿元合计 10 万亿，叠加 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元自然到期，不再在 2028 年前清零偿还。由此 2028 年之前，地方需消化的大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

之所以为近年来规模最大的一次，主要是远高于前几轮化债规模。2015 年以来，中央持续加强对地方政府债务的管理，债务管理制度更加规范，开前门、堵后门。但是随着内外部宏观形势的变化以及大规模推进减税降费，宏观税负持续下行的同时支出责任不减；当地方政府一般债与专项债仍难以满足地方政府支出时，部分地方政府往往通过融资平台举债等方式解决收支矛盾，这就产生了部分隐性债务。一方面为落实《预算法》“通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措”，另一方面进一步化解新的隐性债务，2015 年以来我国推进了四轮债务置换。第一轮为 2015-2018 年，主要是落实《预算法》的要求，通过发行 12.2 万亿元债券置换非债券形式的存量政府债务。此轮置换的债务之前已纳入政府债务管理，不属于隐性债务，仅是将非债券形式的地方债务转化为债券形式。第二轮为 2019 年-2021 年 9 月，主要是通过发行置换债券和特殊再融资债券开展建制县化债试点工作，合计置换债务规模达到 8185.9 亿元。第三轮为 2021 年 10 月-2022 年 6 月，主要是推进北上广全域无隐性债务试点。北京、广东和上海分别发行 3252.3、1134.8 和 654.8 亿元特殊再融资债券，合计发行规模达到 5041.8 亿元，推进隐性债务清零。第四轮债务置换为 2023 年 10 月以来，落实中央“一揽子化债”，截至 10 月底各地合计发行特殊再融资债券超 1.7 万亿元。除特殊再融资债券外，自 2023 年 4 季度以来，特殊新增专项债券开始发行，其实际用途或为置换地方隐性债务和清欠企业账款。（详见《如何看待新一轮债务置换？前四轮债务置换的启示及化债理念再思考》）

第二，这反映了化债思路的重大优化调整，从防风险为主转向更好统筹稳增长与防风险，从“化债中发展”转向“发展中化债”。重大思路的调整意味着下阶段稳增长和发展置于更高的地位，财政政策支持高质量发展的力度以及逆周期调节的能力将进一步增强。目前各方已达成较大共识，就是经济下行期财政政策可以发挥更大作用，货币政策主要起配合的作用。当然，具体力度需要考虑到未来不确定性、外部冲击（特朗普加征关税、科技打压及减税政策对中国的影响）和财政可持续性。

第三，既降低了当期地方政府化债和利息支出的财政压力，地方政府能腾出更多的财政资金和精力发展经济、提供公共服务，更好落实减税降费，改善营商环境，对地方政府行为的激励效应也要引起重视。其一，债务置换实现了大部分隐性债务显性化，地方债务的存在形态从显性和隐性并存的“双轨”管理全部转向以显性债务为主，地方债务管理更加规范化、透明化。其二，以利率更低、周期更长的政府债券置换举债成本高、周期短的隐性债务，以时间换空间，因此债务置换的过程也是降低风险的过程，体现了化债的本质是化解风险。其三，债务置换减轻了地方政府化债的压力，地方政府能腾出



更多的财力和精力用于发展经济和提供公共服务，加大对教育、医疗、环保等投入，从而增强地方经济的内生动力和社会福祉。据估算，五年累计可节约 6000 亿元左右。**其四**，债务置换有利于地方政府更好落实减税降费，部分地区“乱罚款乱收费”等现象将明显缓解乃至杜绝，有利于改善营商环境。

**第四，对于城投公司而言，债务置换有助于城投公司剥离历史债务包袱，轻装上阵，为城投公司的转型发展提供坚实基础。**通过债务置换，城投公司能够有序剥离隐性债务，实现债务责任在政府与平台之间的明确划分，即“政府的归政府、平台的归平台”，从而降低债务负担、提升财务稳健性。通过这一举措城投公司能够将更多精力和资源投入到经营性业务的发展中，聚焦于提升自身的运营效率和盈利能力，进而为城投公司的成功转型奠定基础。

## 二、为何要提高地方债务限额？为何不是通过国债来化债？

在当前防范化解地方债务风险的大背景下，地方政府面临着诸多难题。房地产处于调整转型期，房地产相关税收、土地出让收入等收入来源受到较大影响，地方财政收支缺口扩大，地方债务还本付息难度加大。2024 年 1-9 月，地方一般公共预算收入和政府性基金预算收入同比增速分别仅为 0.6%和-22.5%，均低于年初的预算目标的 3.7%和 0.1%；地方两本预算支出之和的同比增速仅为-1.9%，影响了积极财政作用的发挥。同时在化债政策要求下，地方政府主要精力在于压降债务规模，发展经济的能力和积极性一定程度上受到了影响。

**债务置换是当前地方化解隐性债务风险的重要手段，但受限于地方债务限额。**根据《预算法》，地方债务余额不能超过限额，因此限额与余额的空间决定了还能够增加地方债务的空间。地方政府债券大规模置换银行贷款等隐性债务，其发行规模受限于地方债务限额，因此要上调限额，让地方政府有空间发行置换债券。根据 Wind 数据库，2024 年 1-10 月，地方累计发行特殊再融资债券和特殊新增专项债券 3402.7 亿元和 8429.7 亿元，合计进行债务置换的规模达到 11832.4 亿元。

无论特殊再融资债券，还是特殊新增专项债券，其本质均是以标准的地方政府债券置换银行贷款等隐性债务，其发行规模受限于地方债务限额，有必要通过提升债务限额打开地方债务置换的空间。截至 2024 年 10 月底，地方政府债务余额为 45.1 万亿元，限额为 46.8 万亿元，意味着当前债务置换的最大空间仅剩 16815 亿元。考虑到当年还有 686 亿元的新增地方债券（其中，一般债 651 亿元、专项债 35 亿元）尚未发行，实际结存限额仅为 16129 亿元，因此有必要通过提高债务限额打开债务置换的空间。

**至于是特别国债还是地方债务各有优劣：**特别国债化债，意味着中央兜底，好处是一次性解决，但这可能不利于强化纪律约束，对部分规范举债的地方不公平，产生逆向选择和道德风险，同时需要识别哪些债务是由于地方承担中央事权导致的，短期内识别成本高。从目前来看，增加地方债务限额既实现了拉长周期，隐性债务显性化，实际上也是近年年来一直推进的做法，债务仍在地方，相对中央兜底而言更有利于强化纪律约束。

## 三、理性看待债务和债务风险的八个认知

**第一，债务是中性的，既不是魔鬼，也不是灵丹妙药，取决于投向结构和效率，要大力优化债务结构、提高资金使用效率才是关键。**

**第二，化债的目标不是压降债务规模，而是化解风险。通过优化债务结构、降低融**





资成本、延长债务期限等方式能够降低风险。地方政府在维持必要融资规模的同时，必须加强对债务流动性风险的管理，避免债务危机的发生。

**第三**，坚持在发展中化债，而非化债中发展，避免刚性化债引发的可能收缩效应，以时间换空间。简单看债务到期时间集中，债务风险大，但延长债务到期时间，聚精会神谋发展，债务风险将逐步下降。

**第四**，不必过于恐惧地方债务规模，从地方政府视角看债务规模很大、风险很大，但从全国视角看，债务风险是可控的，主要是基于：其一，中央政府杠杆率偏低、中央举债空间大，中央和地方加总后的中国政府负债率低于国际主要经济体水平；其二，我国债务主要是内债，受外部市场的冲击较小；其三，我国是公有制国家，拥有的国有资产资源较西方经济体更多，相对而言能够支持更大规模的债务；其四，我国过去债务和投资的效率虽然在下降，但还是形成了大量资产，需要加强管理并盘活这部分资产。

**第五**，隐性债务显性化后更加公开透明，本身就是降低风险，同时有利于监管部门更准确地评估风险并采取精准举措；发行新的政府债券置换原有高成本的隐性债务，降低了付息压力。

**第六**，更多发挥中央政府的顶层设计与政策支持作用。通过制定明确的政策导向并提供必要的资金支持，中央政府能够引导地方政府有序开展债务置换工作，降低债务风险，维护金融稳定。

**第七**，债务置换需根据地区债务风险进行差异化管理，因地制宜。在债务置换过程中，应充分考量不同地区的经济财政实力以及债务风险状况，施行差异化的置换策略。对于债务风险较高的地区，应给予更多的政策支持和资金倾斜，以确保债务置换工作顺利进行；对于债务风险较低的地区，可给予更多的新增债务限额，投入到项目建设中去，支持地区经济发展。

**第八**，拉长债务到期时间、降低债务成本只是治标之策，目的只是在于缓解流动性风险，腾出发展时间和空间；但关键还是要提高债务使用效率，同步建立起债务管理和问责制度的必要保障，否则债务置换腾出的时空再度被浪费，以及财经纪律难以建立。从债务管理上，明确举债权限与程序、强化债务限额和投向的监管、建立风险预警和应急处置机制等，以保证债务管理的规范性与有效性。从问责制度上，政绩观扭曲以及决策失误引发的无效投资和债务风险扩大，要坚决问责，如果是宏观环境、财政体制和偶然因素导致的，要落实好“三个区分开来”和尽职免责制度，进一步细化尽职免责范围。

## 四、下阶段如何进一步巩固化债成果？

长期来看，要从根本上解决地方债务问题，要从财政体制、债务预算管理和城投转型三个维度出发抑制地方隐性债务的产生。（详见《防范化解债务风险：当前形势与 14 条综合应对举措》）

**其一**，财政体制方面，要稳定宏观税负、厘清政府与市场边界、上收中央事权和支出责任、对人口流出的区县进行机构合并等。

**其二**，债务预算制度方面，加强地方政府债务管理，建立债务与资本预算。建立健全债务风险预警和防控机制，严格控制新增债务规模，确保债务规模与经济发展水平相适应。同时，要加强财政纪律和监管力度，防止地方政府违规举债、变相举债等行为的发生。当前我国债务管理主要是余额和限额管理，尚未编制涵盖规模、结构、还本付息



计划、投向等更详细的债务预算，债务约束力不足，有必要建立起债务预算和资本预算。资本预算即针对政府固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算；债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。

**其三，加快城投转型。**未来，应加快城投公司市场化转型步伐，推动其向市场化、专业化、规范化的方向发展。通过引入社会资本、优化公司治理结构、提升运营效率等方式，增强城投公司的自我造血能力和市场竞争力，从而降低对地方政府的依赖。（详见《城投公司转型的可能方向与风险——城投转型系列之三》）



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)