



十万亿，怎么看

——人大常委会快评

2024年11月8日

- 2024年11月8日人大常委会闭幕，会议表决通过了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。议案提出，为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。此外，还将在五年内合计安排4万亿元新增专项债额度用于化债。本次会议内容基本符合我们此前预期，其中有以下要点值得关注：
- 一是如何看待本次地方化债政策方案？本轮债务置换规模（3年六万亿元新增限额+5年4万亿元专项债额度）基本符合我们前期预期，时间上也与我们预期一致。未来三年是城投债务集中到期的高峰，且2027年为财政部“十年化债”的时间节点。其中，**略超我们预期的是，本次新增限额全部安排为专项债限额，这意味着未来债务置换的速度和效率将大幅提升。**过去发行的特殊再融资债在置换过程中还需对项目进行甄别，相应置换为特殊再融资一般债或特殊再融资专项债。而本轮债务置换将隐形债务全部置换为专项债，债务置换的审核效率将大幅提升，以此能够实现每年2.8万亿元的债务置换工作，本轮隐性化解的逻辑更接近于2015年开启的“债务置换”，更加注重效率和效果。
- 二是财政化债对经济的影响作用如何？——**增加财政支出，改善流动性和市场预期。**隐形债务大部分集中在城投债务中，目前城投债务到期量来看，2022年-2027年是债务集中到期还本的高峰期，每年到期量均在2万亿元以上，而此后偿债压力将大幅降低。如果主要对以上到期债务进行置换，实际上可以起到债务展期的作用，部分增加当期可支配财力。按照每年2万亿元债务置换规模计算，预计每年可至少增加地方政府财政支出1万亿元，这部分资金无论是用于直接于民生相关的财政支出还是投资，均能拉动有效需求回升。财政支出提升1万亿元，预计至少带动GDP增速0.76%。
- 其次，新一轮化债还将缓解和改善市场流动性，有助于提振市场预期。化债限额在支持地方化解存量隐性债务的同时，还将间接消化部门企业欠款。我们注意到，近年来企业应收账款的平均周期大幅上升的同时，民间固定资产投资完成额的累计增速由8.73%持续降至-0.2%。新一轮化债将大幅改善当前经济循环中的“多角债”问题，有望带动民间固定资产投资预期和增速回升。
- 三是**剩余部分隐形债务地方如何消化？**按财政部首次公开的隐形债务口径，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元。这意味着剩余还有2.3万亿元隐性债在未来几年需要其他方式化解，主要存在以下几种方式：一是或有债务为市场性融资的逐步转为企业经营债务；二是由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期偿还；三是通过出让政府股权、经营性国有资产权益以及资产证券化等盘活方式偿还；四是安排年度预算资金、盘活财政存量结余资金偿还。目前来看剩余隐性化解工作对地方财政造成的压力较小，通过上述方式足以完成。
- 四是化债之外，为何本次未公布其他增量政策的具体方案？需要明确一点：全国人大常委会的主要职责是审议地方债务限额和预算调整方案，例如年内增发国债以及本次增加的地方政府限额，而前期市场预期的例如专项债券用

分析师

章俊 首席经济学家

☎：010-8092-8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

聂天奇

☎：010-8092-7737

✉：nietianqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090001

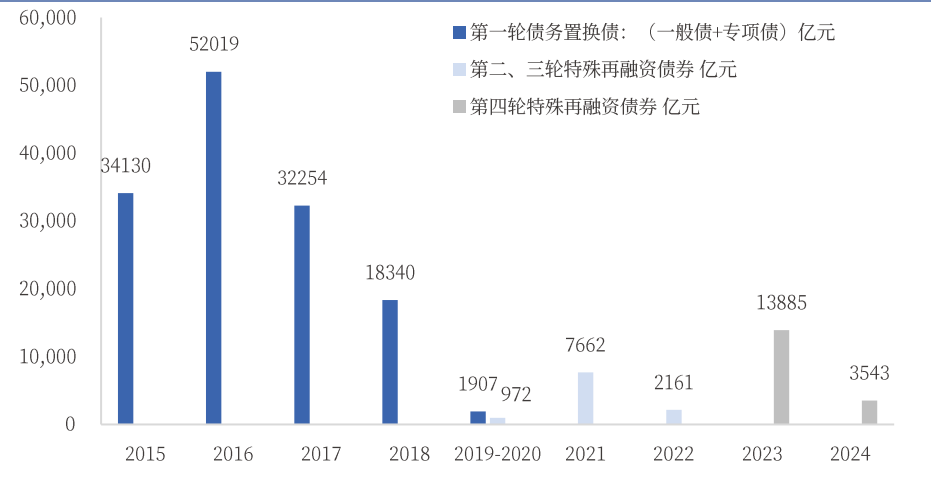
风险提示

1. 政策落地不及预期的风险
2. 消费者信心恢复不及预期的风险
3. 海外经济复苏不及预期的风险
4. 国内地方政府和房地产行业风险加剧的风险

于支持房地产属于资金投向的问题，应是由发改委、财政部等相关部门制定具体方案。并且，今年专项债已经基本发行完毕，债券投向调整也大概率需要使用明年的专项债额度。此外，特别国债注资商业银行紧迫性弱于化债，且目前也已在推进中，我们预计今年年底或明年年初或将启动发行。超长期特别国债方面，或许要等到今年项目资金使用完毕后进一步增发，目前截止 9 月底“两重”项目开工率为 50%。

- 五是年内还会有增量政策出台吗？目前来看，年内可用资金规模和政策空间均较为充足。首先，存量专项债仍有大量资金待支出，10-12 月份各地共有 2.3 万亿元专项债券资金可安排使用。目前大部分固定资产投资项目采取财务支出法，其核算结果取决于项目实际拨款，在拨款支付进度较慢时往往反映在固定资产投资完成额的滞后。因此，伴随后续专项债券资金的实际拨付使用，投资增速有望温和回升。其次，目前国债仍有部分结存限额可供填补一本账缺口，无需调整预算。我们测算全年一本账收入缺口在 1 万亿元左右，而目前可供使用的国债限额在 8000 亿元左右，加上预算稳定调节基金和部分利润上缴，足以填补一本账收入缺口。而今年二本账收入缺口在 1.8 万亿元左右，这部分缺口目前看来已由 2 万亿元左右化债额度补充。最后，专项债提前批机制在去年已经延期，今年年底或将提前公布部分债务额度。
- 六是明年财政政策怎么看？根据本次会议表述，以下六项财政政策可以计入预期：一则是提升赤字率空间，我们测算按照明年一般公共预算支出 5% 增速计算，对应所需赤字率或在 3.7% 左右；二则是专项债扩容、扩围，基于今年新增了化债和收储用途，明年专项债额度有望提升至 4.2-4.5 万亿元左右；三则超长期特别国债明年发行规模或在 2 万亿元左右，在今年两重两新基础上有望进一步向消费和社会保障领域倾斜；四则是特别国债补充商业银行一级资本正在加快推进，我们预计总规模或在 1 万亿元左右，今年年底或明年年初有望落地；五则是专项债回收闲置土地和存量商品房正在研究制定政策细则，我们测算以上两项用途所需资金规模分别在 1.3 万亿元和 2.8 万亿元左右，今年有望出台细则，预计项目落地或需要 2-3 年时间。
- 总体来看，我们认为明年广义赤字率有望较今年大幅提升至 12.5% 左右，有效带动内需回升。后续还需重点关注 100 万套新增城中村和危房改造、新型城镇化建设、以及专项债收储等项目实施细则和落地进展。
- 投资启示：权益市场方面，我们认为本轮化债方案及后续增量财政政策补齐了一揽子政策中最重要的一块拼图，显著降低了宏观层面不确定性。一方面，本轮化债方案规模大且注重实效，体现了财政的“主动作为”，这种态度转变尤其重要。另一方面，明年增量财政政策规模依然可期，包括提升赤字、扩大专项债规模、加大超长期特别国债支持两新的力度等，这对于经济回升向上具有积极作用。更重要的是，本轮政策由中央层面统一部署，是系统性、前瞻性应对经济结构转型的解决方案，底层逻辑重构将带来权益市场的向上力量。
- 债券市场方面，年内债市将面临一定供给扰动，但 2 万亿元左右的发行量压力基本可控，央行也会通过实施降准和买卖国债提供合理充裕的流动性，未来市场依然会在偏强的政策预期和偏弱的基本面之间摇摆，在财政政策和货币政策的协同之下，预计债券市场平稳运行，10 年期国债收益率将在 2.0%-2.15% 的区间内波动，信用债受益于大规模化债政策有望走出更好表现。

图1: 过去四轮债务置换规模, 2015-2018年置换规模更大、效率更高。



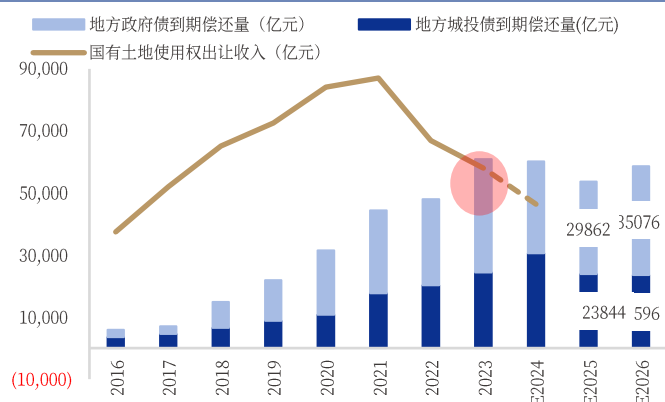
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 地方城投债到期偿还量, 2024-2027年为偿债高峰



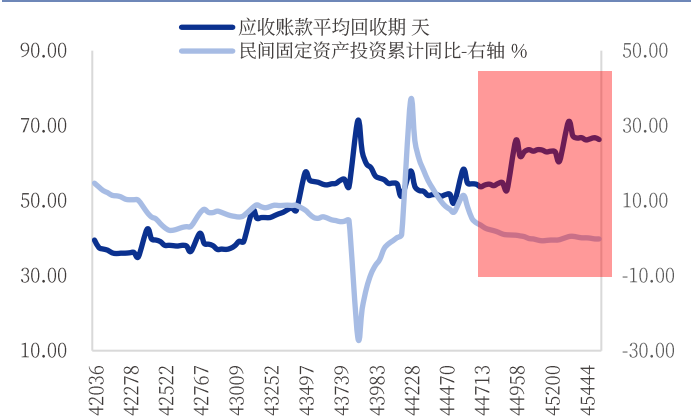
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 地方债、城投债到期偿还量和土地收入规模



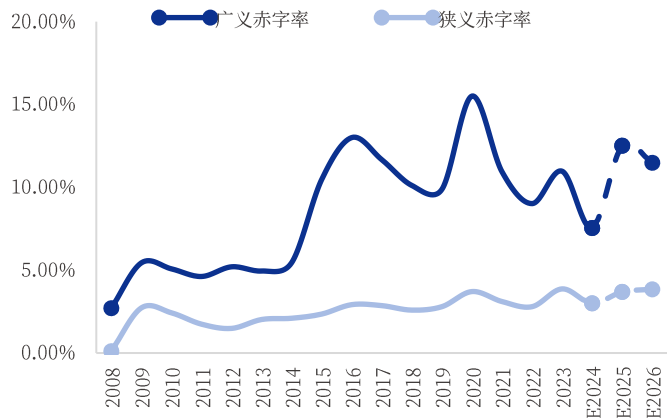
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 规上工业企业应收账款回收周期与民间投资增速负相关



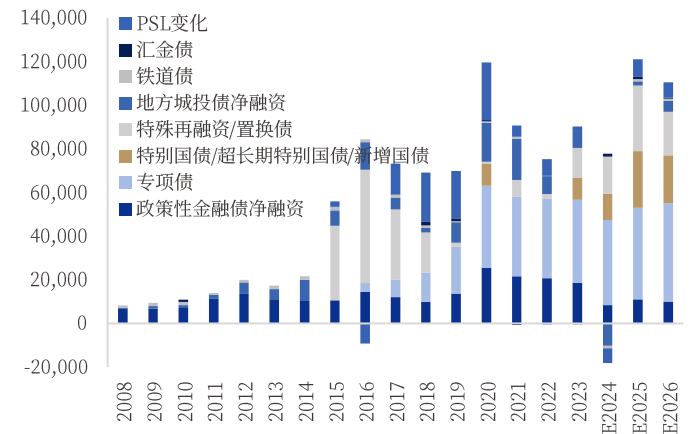
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 财政狭义赤字率及广义赤字率测算



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 财政广义赤字规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 过去历次财政大规模发力与资本市场表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。聂天奇，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn