

# 【国信宏观】全国人大常委会新闻发布会内容解读

## 十万亿化债明确，稳增长方向坚定

### ◆ 经济研究 · 宏观解读

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001  
联系人：王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

### 事项：

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议举行新闻发布会，宣布增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。同时从2024年开始，连续五年每年安排8000亿新增专项债用于化债，置换隐性债务4万亿。

此外，新闻发布会中，财政部部长等官员对于记者诸多提问进行了一一回复，信息量较大。

### 解读：

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过全国人大常委会关于批准《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》的决议。

本次提高地方债限额是10月12日财政部新闻发布会提及的化债政策的正式落地。内容主要有以下三点：

**1. 推出共计十万亿规模的化债政策。**增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施。地方政府专项债务限额将由29.52万亿增加到35.52万亿。

此外，还连续五年每年安排8000亿新增专项债用于化债，共计4万亿。

上述两个渠道合计增加化债规模10万亿。

同时还明确，2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

上述三项政策协同发力，2028年之前，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，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

**2. 短期内（预计今年内）加快增量政策落地。**房地相关税收近期即将推出，隐性债务置换工作马上启动，特别国债补充国有大行核心一级资本正在推进，专项债用于土储、收储正在研究制定细则。

**3. 展望明年，财政政策将更加积极有力。**一是积极利用可提升的赤字空间；二是扩大专项债发行规模和投向领域，提高用作资本金的比例；三是继续发行超长期特别国债；四是加大力度支持“两新”建设以及消费品以旧换新；五是加大转移支付规模。

上述内容中，化债政策为确定性的政策，也是本次发布会的核心内容。其余为方向性的、尚未落地的政策，目前正在加快实施或依然需要相应流程审核的政策计划。

具体来看，我们认为：一是本次化债为“换水”而非“放水”，将继续严控新增隐性债务；二是化债所用资金来源为地方政府债务而非国债，压实地方化债主体责任；三是节奏上，置换债务的发行起点和节奏或较为前置；四是分配上，置换债务额度或倾向于经济大省。

后续来看，本次政策的影响可以总结为以下几点：

**第一是降低地方债务付息压力，提高地方政府财力空间。**置换后将大幅节约地方利息支出，五年累计节约

6000 亿。本次化债政策是一场及时雨，减轻地方化债压力，腾出更多资源发展经济，提振信心，巩固“三保”，确保重点支出应支尽支。

**第二是改善居民预期。**作为 9 月政治局会议后一系列稳增长政策的重要一环，本次大幅提高地方债限额体现出政府推动经济回升向好的决心，利于未来增长预期的改善。

**第三是后续对债市的供给冲击取决于央行的配合。**此前央行推出买断式逆回购工具，在后续的化债过程中，这一新工具或能提供流动性，以熨平市场波动。

**最后，逆周期调节力度加大，四季度财政支出增速有望大幅度提升。**目前 1-9 月支出累计增速（2%）离预算仍有差距，按照财政部计划完成全年的预算目标，则四季度支出同比增速或将达到 9.2%，比前三个季度增速将显著提升。

## 正文：

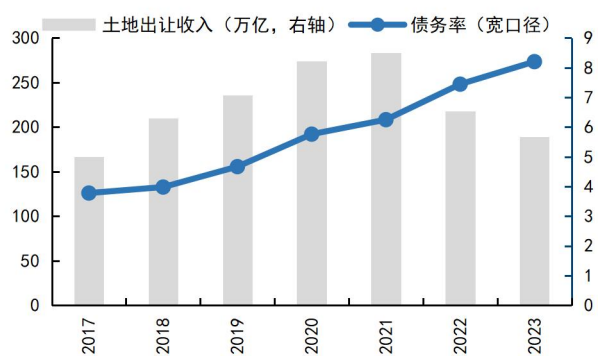
### ◆ 适时推出：补足稳增长政策重要一环

本次提高地方债限额为 10 月财政部新闻发布会提及的化债政策的正式落地。总体来看，本次大规模化债政策在多重背景下适时推出，有较强的内在逻辑：

**一是随着土地出让收入下行，地方债务风险升高，地方财力受限。**2022 年下半年开始，受多种因素的影响，一些地方出现了债务风险隐患。一方面土地出让收入从 2021 年的高点 8.5 万亿迅速下滑，2023 年仅实现 5.7 万亿，而 2024 年 1-9 月土地出让收入同比继续下滑 25%。另一方面随着土地出让收入和财政收入的下滑，地方政府宽口径债务率（即地方债务+城投有息债务/地方综合财力）迅速上升，带来较大的还本付息压力。

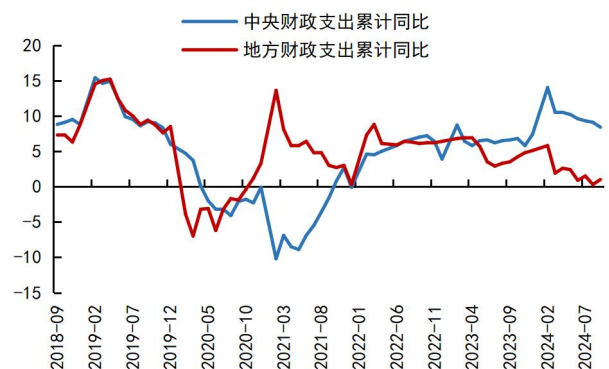
2023 年 7 月，中央政治局会议要求有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。进入 2024 年后，由于化债优先级较高，叠加财政收入下滑，地方政府财力较为紧张，地方财政支出 1-9 月同比增长 1%，远低于中央财政支出的增长（8.4%）。

图1：债务率升高，土地出让收入下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

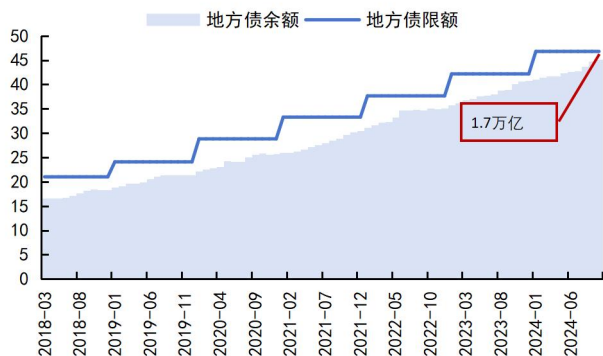
图2：地方财政支出增速较低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

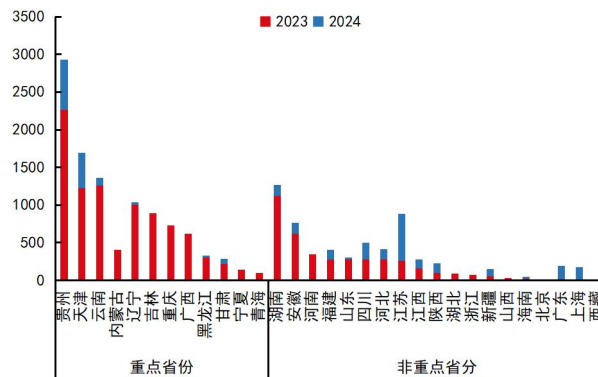
**二是内需不足、增速下滑，稳增长措施适时而出。**7月政治局会议就指出“当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足”。三季度经济数据出现较为明显的放缓，经济复苏的主要堵点为“有效需求不足”。9月24日的政治局会议提出“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，要“加大宏观调控力度，着力扩大国内需求”，随后多部门协力推出一系列稳增长措施，其中最为重要、关注最高的化债政策于本次人大常委会落地。

图3：调整前地方债限额空间 1.7 万亿



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

图4：2023-2024 特殊再融资债发行分布



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

三是地方债限额空间已不足以支持地方化解隐性债务。截至 2024 年 11 月 7 日，地方政府债务余额和限额分别为 45.09 万亿和 46.79 万亿，限额空间（限额与余额的差额）仅 1.7 万亿可用。事实上从 2023 年中开始至今，已使用限额空间发行特殊再融资债超 1.5 万亿。此次提高 6 万亿专项债限额后，限额空间将来到 7.7 万亿。

四是特朗普上台将再次“挥舞贸易的大棒”，逆周期政策紧迫性提升。根据新华社报道，11 月 7 日特朗普再次当选美国总统。从其政策主张来看，特朗普拟对所有进口商品征收基准关税，并对中国进口商品大幅增加额外关税。可以预见的是，2025 年特朗普上台后我国出口将承受一定的压力，逆周期调节的紧迫性和必要性再度提升。

### ◆ 核心内容：多措并举，10 万亿化债

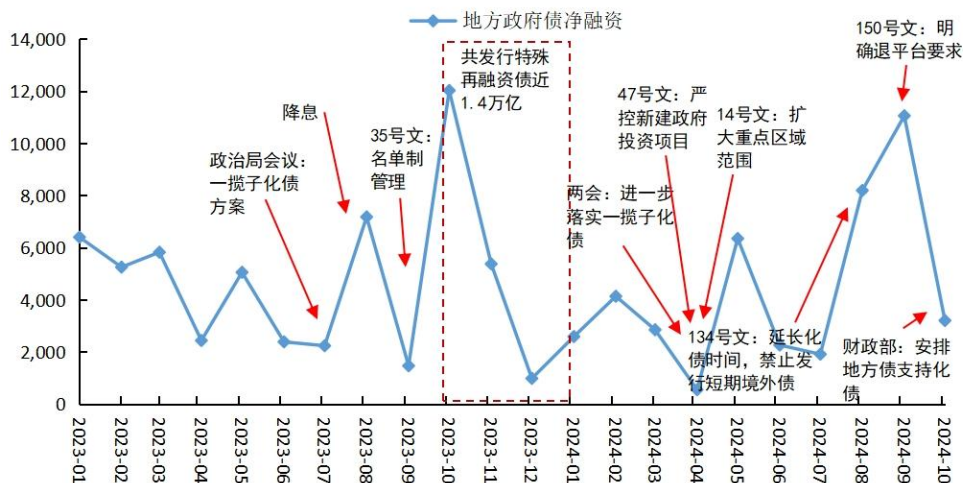
本次发布会的主要内容包括以下 3 个方面：

- 1. 共计十万亿化债政策。**增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施，地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元；连续五年每年安排 8000 亿新增专项债用于化债，累计 4 万亿；此外 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。在此安排下，2028 年之前，地方需消化的隐债总额从 14.3 万亿降至 2.3 万亿，平均每年从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，化债压力大大减轻。
- 2. 增量政策加快落地。**支持房地产市场健康发展的相关税收政策近期即将推出；隐性债务置换工作，马上启动；特别国债补充国有大行核心一级资本正在加快推进；专项债用于回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，正在研究制定细则。
- 3. 明年财政政策更加积极。**一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

其中化债政策为定量的政策，也是本次发布会的核心内容，其余两点为方向性的、尚未落地的政策。那么本次发布会的化债政策如何看？

一是本次化债为“换水”而非“放水”。发布会明确新增的地方政府债务限额全部用来置换地方政府存量隐性债务，同时“必须坚决遏制新增隐性债务”。本轮化债的主要思路可以总结为“隐性债务显性化，高息债务低息化，短期债务长期化”，对城投平台融资进行了有效控制。

图5：本轮化债初期的地方债供给压力



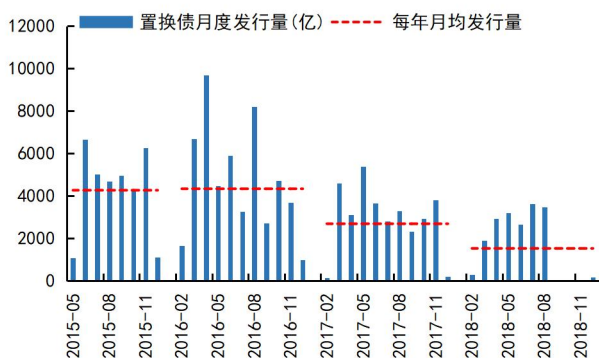
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二是化债所用资金来源为地方政府债务而非国债。意味着仍然秉承“谁家的孩子谁来抱”的原则，压实地方化债主体责任，明确财政纪律，避免由中央资金托底带来的道德风险。

三是节奏上来看，置换债务的发行时点和节奏或较为前置。2015年两会期间第一批1万亿置换债被推出，当年3月26日江苏公告第一批置换债发行规模为648亿，这意味着提高限额后当月即可发行。且从第一轮化债来看，2015和2016年的月均发行量显著更高，都在4000-4500亿之间。根据“隐性债务置换工作马上启动”的说法，我们认为新增限额后置换债务或较快开始发行，且节奏上较为前置。

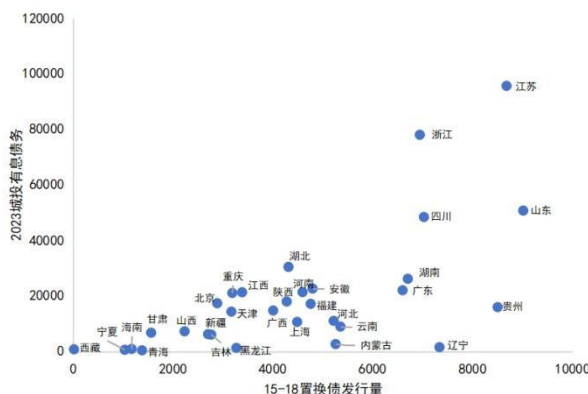
四是分配上来看，置换债务额度或倾向于经济大省。从第一轮化债来看，城投有息债务（DM口径）较高的经济大省在2015-2018年间发行的置换债额度显著更高，推测城投有息债务与隐性债务成正比。因此我们判断，除广东、北京和上海这三个宣布完成全域无隐债试点的地区外，江苏、浙江等经济大省将获得更多的置换债务额度分配。

图6：2015-2018年置换债发行节奏



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：经济大省获得的置换债额度更高



资料来源：DM查债通，国信证券经济研究所整理



◆ 后续影响：化解风险，托底经济

虽然发布会多次强调化债政策并非增量政策，但仍然可以认为本次财政政策将对经济产生积极有力的支撑效果。展望后续，我们将本次发布会政策的影响总结为以下几点：

**第一点是直接作用，降低地方债务压力，提高地方政府财力空间。**在化债进度的要求下，地方财政资金优先被用于偿还或置换存量债务，这也导致地方政府缺乏发展的激励。《学习时报》10月9日发布《有效防范化解地方债务风险要坚持正确理念和方式》一文，指出“完成化债任务，最终只能在发展和增长中依靠经济增量和盘活存量来解决”，或意味着降低负债率的重点从减少分子端转向拉动分母端。

正如10月12日财政部新闻发布会上所说，本次化债政策是一场及时雨，减轻地方化债压力，腾出更多资源发展经济、提振信心、巩固“三保”。具体来看，近三年密集安排8.4万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模。同时，置换后将大幅节约地方利息支出，五年累计可节约6000亿。

**第二点是改善居民预期，打破“预期-现实”的负反馈。**一是作为9月政治局会议后一系列稳增长政策的重要一环，本次大幅提高地方债限额体现出政府推动经济回升向好的决心，利于未来增长预期的改善；二是后续通过专项债对土地市场和房地产的支持帮助房价止跌回稳，配合股市提高财富预期和消费倾向；三是结构上更多的支持民生领域，加大消费以旧换新力度，对居民福利会有更显著、直接的影响，相较于基建投资来说也能提供更高的长期乘数。

**第三点是后续对债市的供给冲击取决于央行货币政策的配合。**若再融资债完全置换到期，2025年地方债的净供给将为约8000亿的一般债、4万亿左右的专项债以及2万亿左右的特殊再融资债，即体量来到6.8万亿。从第一轮化债的经验来看，2015年开始发行置换债时，央行多次进行降息降准释放流动性，熨平供给脉冲带来的负面影响。此前央行推出买断式逆回购工具，扩大了逆回购的质押品范围，囊括国债、地方政府债等。在后续的化债过程中，这一新工具或将扮演提供流动性、熨平市场波动的角色。

**最后，逆周期调节力度加大，四季度财政支出增速有望大幅度提升。**目前1-9月支出累计增速（2%）离预算仍有差距，按照财政部计划完成全年的预算目标，则四季度支出同比增速或将达到9.2%，比前三个季度增速将显著提升。我们构建的财政政策力度指数今年上半年总体震荡下行，9月政治局会议之后，随着逆周期力度加大，货币政策和财政政策力度指数开始同步上行，预计后续将继续提升。

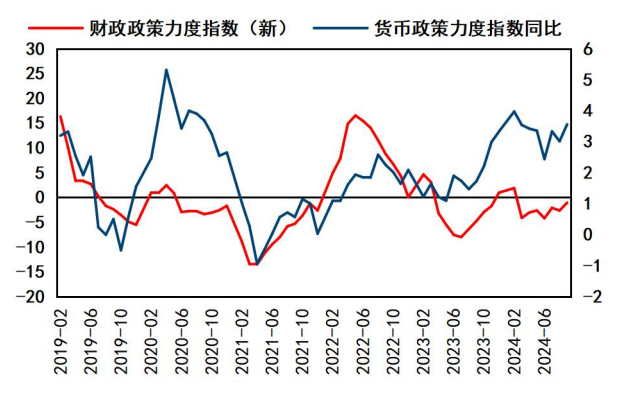
**明年财政政策将更加积极有为。**假设财政工具组合为3.5%的赤字率、4万亿新增专项债和2万亿特别国债，简单估计明年的广义赤字体量或将在11万亿附近。

图8：2015年地方债供给冲击及货币政策



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：宏观政策力度已触底反弹



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策规模不及预期，海外市场出现非理性波动。

**相关研究报告：**

- 《美国 11 月 FOMC 会议点评-大选影响偏弱，美联储依旧“相机抉择”》——2024-11-08
- 《进出口数据快评-出口增速仍然强劲》——2024-11-07
- 《美国 2024 年大选分析-共和党即将“全面胜利”》——2024-11-06
- 《宏观经济数据前瞻-2024 年 10 月宏观经济指标预期一览》——2024-11-03
- 《10 月 PMI 数据解读-PMI 重回“双扩张”》——2024-11-01

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032