

宏观点评 20241108

这是什么样的“化债”？

2024年11月08日

事件

“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。”——十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会

观点

二级市场大多数投资者此前将“化债”简单地理解为：中央政府会承接地方政府的一部分债务，减轻地方政府的债务负担。但实际情况是增加地方政府发债额度，地方政府用公开债替换隐性债，以债务置换的方式化债。

■ 我们理解这种债务置换是：

1、解决流动性的“以新还旧”债务置换。某些投资者预期的中央直接承接地方债务，逻辑不通畅，也存在道德风险。首先，地方政府信用并没有崩塌，地方债与国债利差仍然较小；其次，若想增加地方自主财力，相比当前的化债模式，采取类似增发特别国债转移给地方反而是绕道行为。

2、针对通货紧缩的债务置换。在M2（309万亿）规模相当于GDP（130万亿左右）的三倍情况下，还出现通货紧缩。其中一个原因，是地方债务固化后，资金暂时丧失流动性。必须让资金流动起来，才能推动物价回升。化债相当于释放大量存量资金的流动性。

3、平衡中央和地方的债务置换。之所以在十万亿之外，还留了2.3万亿隐性债务，就是让地方政府积极运行起来，通过自身努力化解剩下的2.3万亿。2.3万亿大致是现在地方每年需要偿还掉的体量。

4、重申财政纪律的债务置换。2018年以后形成的资本市场理解的“隐性债务”，不予承担，还是要求发债主体去解决。2018年以后融资平台公司的新发债与政府无关。《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》中发〔2018〕27号文已明确规定不允许新增任何政府隐性债务，所以2018年以后的平台公司的债务，原则上是不可能被认定为隐性债。

5、直达企业和个人的债务置换。总体10万亿置换规模，其中每年8,000亿的新增专项债主要用途是解决3-4万亿的地方政府应付账款。专项债可以直接偿还企业应付账款，资金直达企业（个人）。把地方政府的应付账款与存量隐性债混同，如果隐性债能够直接对应到企业，就不需要通过隐性债置换显性债，由银行支付实体，这会加快资金周转。同时，还可以大规模节约利息支出。

6、充实国资股权的债务置换。隐性债务转化成专项债之后，可以充实地方国资股权投资。地方政府可以运用更大资金进行产业投资。相当于国有资本投资形成国有资产，国有资产经营收益回归财政。可以打通财政和国资的界限，形成正向循环。

7、旨在推动“收入-消费”正循环的债务置换。资金落实到位后，首先改善的是企业（个人）收入，改变预期，推动投资（消费）增速回升。

8、刺激政策开端的债务置换。未来可能安排针对“幼”“老”的补贴，更多的一般性赤字安排。我们理解这一次化债依然是926政治局会议政策系列之一，应该还有系列之二，或许在今年这个本月底的政治局会议或者12月的中央经济工作会议中间会有所体现。926政治会议定的纲领计划基本实现了，未来的财政和货币政策依然还可以值得期待。

9、不覆盖土地和房地产收储的债务置换。万亿规模新发债务收购土地和房产，规模不太可能。我们国家土地安排，一是二级市场交易，土地转卖；二是卖地给地方政府。地方政府买地用途只能是保障性住房和公共基础设施建设，土地价格会相对低，对房地产企业来讲，并不具有吸引力。收储更多是托底作用，总体量级不会很大。保障性住房每年200万套左右，所以以购代建的规模也不会很大。

■ **风险提示：**政策刺激不及预期；地缘政治风险等

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001
021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001
chenm@dwzq.com.cn

相关研究

《10月出口缘何超季节性回升？》

2024-11-08

《大选后的降息路径》

2024-11-08

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>