

2024 年 11 月 11 日

## 中国宏观

### “10 万亿”化债影响几何？一人大常委会化债方案简评

2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会办公厅举办新闻发布会，介绍会议表决通过了“6+4+2”万亿元（人民币，下同）隐债置换方案，具体来看：

1) 6 万亿元：新增地方政府债限额 6 万亿元用于置换地方隐性债务，分 2024-26 年三年实施，地方政府专项债限额由 2024 年末的 29.52 万亿元提升至 35.52 万亿元。作为增量政策，此举也为近年来化债力度最大的举措，考虑到 2023 年初至今已安排的再融资债 2.2 万亿元以及特殊新增专项债 1.2 万亿元，年均 1.7 万亿元，而未来三年年均 2 万亿元的化债力度较此前明显增大。

2) 4 万亿元：人大常委会还安排 2024 年至 2028 年，每年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元，共计 4 万亿元用于置换隐性债务，由于此部分不涉及限额调整，因而不算做增量方案，而是一定程度挤占财政预算支出。

3) 2 万亿元：2029 年及之后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元仍按合同偿还，即该部分隐性债务地方政府无需在 2028 年前提前偿还，按原来期限偿还即可，相当于释放财政空间，但亦非增量方案。

**后市观察：**我们认为在此次隐债置换等增量财政政策推出后，亦需要货币政策的配合，预计年底前人民银行仍有望择机降准 0.5 至 1 个百分点。此次增量财政政策出台后，预计市场关注的下个关键会议便是 12 月的中央政治局会议，届时将会为 2025 年的经济定调，特别是在美国新总统特朗普上台后，中国的政策储备和应对便成为关注点。同时，会议定调也将影响 2025 年全年经济增长目标和赤字率预期。

资产端，我们认为隐债置换等增量财政政策方案释放了积极的宽财政信号，提振市场情绪，且有望有效降低地方债务风险，对经济发展形成正向循环。股市方面，隐性债务风险的化解和控制，有望推动风险溢价的回落，从而促进港 A 股估值端继续修复。债市方面，预计国债利率中枢仍较为平稳，隐债风险的降低有望一定程度限制下行空间，但上行仍期待更积极的宏观叙事逻辑；与此同时，隐债置换方案的推出，则有望使得信用债违约概率降低，信用修复下，利差有望收窄。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

本次隐债置换方案推出后，预计地方政府债压力减轻，并释放财政空间，使得地方政府可以将更多资源投入到经济建设中，带动企业投资和居民消费，并形成推动经济发展的正循环。具体来看：

④ **存量方面，隐债置换将使得地方政府债务压力大幅减轻，体现在：**

- \* 数量上：财政部蓝佛安部长介绍，截至 2023 年末，中国地方政府官方口径的隐形债务余额为 14.3 万亿元，此次共计约 10 万亿元隐债化债资源以及 2 万亿元无需提前偿还的棚户区隐债，将使得地方政府在 2028 年前的所需偿还的隐形债务总额降至 2.3 万亿元。
- \* 价格上，隐债置换还将大幅节省利息。此次债务置换将使得隐债“浮出水面”变成显性债，由于法定债务利率远低于隐性债务利率，债务置换后将大幅节约利息支出，而蓝部长在新闻发布会上估算未来 5 年地方政府累计可节约 6000 亿元左右。不仅如此，隐债置换方案大大降低了地方政府及城投平台的债务违约风险，有利于提升信用，降低利差，从而减轻再融资债的债务成本。

④ **增量方面，财政部表态严控新增，预计隐债规模能够得到很好控制。**

- \* 蓝部长新闻发布会同时表示将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，持续加强预算管理，坚决堵住地方违法违规举债的途径。地方政府隐债的风险不仅在于存量出清，还在于地方在收支压力下，仍有增量隐债，加剧了化债压力。财政部此次对于未来隐债增量表态可谓坚决，预计后续地方债务管理将得到改善，而隐债增量将有效遏制，从而使整体隐债规模得到有效控制。

④ **隐债置换释放了财政空间，有利于形成推动经济发展的正循环。**

- \* 隐债置换方案有效释放了财政支出空间，有望充分发挥地方政府的财政乘数效应。综合考量新增的 6 万亿元限额，以及无需提前偿还的 2 万亿元棚改隐债，以及每年 8000 亿元的专项债化债，和未来 5 年节约的 6000 亿元利息支出，大致估算未来三年可累计释放约 4.12 万亿元的财政空间，约每年 1.37 万亿元。原本用于化债的空间可以腾挪出来，提高政府的支出能力，更多的财政资源用于基建、民生等领域，发挥乘数效应，带动企业投资以及居民消费，从而促进经济发展。
- \* 隐债置换亦有利于形成正向循环。地方政府近两年囿于财政压力，支出有所减弱，资产负债表亦被动有所缩减。财政压力下，非税收入增加，财政压力传导到实体经济。随着隐债置换，政府财政压力减弱，也有助于提升企业信心，改善居民收入预期，从而对经济形成正向循环。

⊕ 财政政策定调积极，预期更多积极政策在途。

- \* 对于市场密切期待和关注的更多增量财政政策，财政部蓝部长予以积极回应，表示将实施更加给力的财政政策。主要在五个方向：1) 积极利用可提升的赤字空间；2) 扩大专项债券发行规模；3) 继续发行超长期特别国债；4) 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；以及5) 加大中央对地方转移支付规模等措施，但对于具体方案的规模大小可能仍需等待。
- \* 新闻发布会亦透露了其他增量财政政策进展，包括支持房地产市场健康发展的相关税收政策，近期即将推出；发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作；以及研究专项债收储等政策细则，推动更多财政政策加快落地。

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。