

化债规模超预期，新增财政政策充满想象

——2024年11月人大常委会会议学习体会

宏观点评

11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕。会议作出关于批准《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。会后，人大办公厅召开新闻发布会。

化债规模超预期，改善经济主体现金流。此次化债规模达到12万亿元，超出我们以及市场预期。全国隐性债务余额将由2023年末的14.3万亿元降至2028年末的2.3万亿元。具体而言，此次化债措施主要包括三方面内容：一是新增6万亿专项债务限额置换隐性债务。议案建议新增6万亿元债务限额，分三年安排，2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。二是从2024年开始，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。三是承认2万亿棚户区改造隐性债务。此次化债五年累计节约地方政府利息支出6000亿元左右，还有助于地方畅通资金链条，政府可以腾出更多资金用于民生支出、发展经济，同时可以改善居民和企业收入、现金流。

其他财政政策将继续落地，整体超预期。财政部表示，目前正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度，并给出了具体政策的进展情况，整体上超出了我们及市场的预期。后续关注12月人大常委会会议、12月中央经济工作会议、2025年政府工作报告对相关政策的安排。一是支持房地产的相关税收政策，已按程序报批，预计年内将推出。二是专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部表示正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。三是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，正在加快推进中。由于增发超过限额的特别国债需要人大批准，因此最快要看12月人大常委会是否会宣布相关安排。四是提升赤字以及发行特别国债支持“两重”建设等，预计2025年将会落地。财政部表示将结合2025年经济社会发展目标，积极利用可提升的赤字空间，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，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。预计2025年特别国债规模或提升至2万亿，赤字率可能提升至3.5%—4%。

新增财政政策在路上，股市中期保持乐观。短期政策已落地，指数来到我们预期的指数区间上沿、临近筹码密集区。此前市场对利好预期已经较为充分，政策落地后市场震荡或加剧，机构资金应注意交易节奏。中期来看，年内经济增速5%左右的目标实现确定性高。有关部门多次表态超长期国债与赤字率仍有空间，12月中央经济工作会议与12月全国人大常委会会议，财政政策有继续释放可能。年底阶段基本面、政策面对股市仍有支撑。若市场回落至10月17日低点或9月27日上涨缺口处，则有反弹可能。整体在增量政策释放前，市场仍以震荡走势为主，临近中央经济工作会议阶段可逢低布局博弈政策预期。

● **风险提示：地方隐性债实际规模可能较大；新增财政政策落地时间存在不确定性。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280520050003

钟山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280123070001

段雅超（研究助理）

duanyachao@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280123070002



目 录

1、 化债规模超预期，改善经济主体现现金流.....	3
2、 其他财政政策将继续落地，整体超预期.....	4
3、 新增财政政策在路上，股市中期保持乐观.....	5

图表目录

图 1： 人大新闻发布会后，A50 期货下跌.....	6
图 2： 人大新闻发布会后，离岸人民币汇率贬值.....	6
图 3： 人大新闻发布会后，铁矿石期货下跌.....	6
图 4： 人大新闻发布会后，10 年期国债收益率下跌后反弹，收盘利率高于新闻发布会开始时.....	6
表 1： 化债政策超出预期，其他财政政策在路上.....	5

十四届全国人大常委会第十二次会议于11月4日至8日在北京举行，会议表决通过了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。11月8日下午，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，邀请两位有关部门负责人，出席新闻发布会，并回答与本决议有关的提问。

1、化债规模超预期，改善经济主体现金流

此次化债规模达到12万亿元，全国隐性债务余额将由2023年末的14.3万亿元降至2028年末的2.3万亿元。我们在报告《11月人大常委会会议前瞻》中，预计会发行5万亿元以上地方政府债券置换隐性债务，而实际上12万亿元规模的化债措施，超出我们以及市场预期。

具体而言，此次化债措施主要包括三方面内容：

一是新增6万亿专项债务限额置换隐性债务。议案建议新增6万亿元债务限额，分三年安排，2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。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。按此安排，2024年末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。

二是安排新增地方政府专项债券用于化债。从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。

三是承认2万亿棚户区改造隐性债务。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。这即是将隐性债务转为显性债务，作为地方政府债务进行管理。按照此前“2028年完成隐性债务化解”的要求，这2万亿元隐性债务需要在2028年之前偿还。现在允许它按原先合同在2029年及之后偿还，也就减轻了地方政府2028年底之前的偿债压力。

化债不是简单的债务展期，对实体经济有着较大影响：

一是2024—2026年密集安排8.4万亿元进行化债，通过用低利息的长期地方政府债券置换高利息的城投债、贷款及其他债务，可以五年累计节约地方政府利息支出6000亿元左右。

二是有助于地方畅通资金链条，政府可以腾出更多资金用于民生支出、发展经济。财政部还表示，结合2025年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策，扩大专项债券发行规模。剔除用于化债的8000亿元额度，2025年新增地方专项债额度也有可能提升，用于实体经济的新增专项债规模可能不会减少。

三是改善居民和企业收入、现金流。地方政府有更多资金用于工资、劳务报酬支出，偿还企业欠款，这有助于整体经济的资金流动起来，提高货币流速。

四是有利于降低地方政府的非税收入，改善营商环境。

化债也对金融体系存在影响：

一是政府债券发行可能导致金融体系利率波动，2024年11月15日、12月15日各有1.45万亿元MLF到期，同时为了配合政府债券发行，央行或将择机下调存款准备金率0.25—0.5个百分点。

二是债务置换虽然短期内可能减少银行利息收入，但可以避免银行坏账、呆

账，提高银行资产负债表质量。此外，银行自有资金投资地方政府债券，也有助于 M2 扩张，增加整体经济的货币供应量。

三是增发专项债，可以增加安全资产供给，同时也会降低城投债、信用债的信用风险。

2、其他财政政策将继续落地，整体超预期

人大常委会没有调高 2024 年赤字，符合我们预期，原因主要有：（1）9 月以来，存量政策逐渐发力加上一些新增政策，经济有所好转，全年基本可以实现经济发展目标。（2）通过其他方式能够保障 2024 年全国财政收支实现平衡，重点支出力度不减。比如，安排有关中央单位上缴一部分专项收益，补充中央财政收入；利用 4000 亿元地方政府债务结存限额，用于补充地方政府综合财力；鼓励有条件的地方盘活政府存量资源资产，加强国有资本收益管理；地方还有预算稳定调节基金等存量资金可以动用。

在报告《11 月人大常委会会议前瞻》中，我们还预期此次人大常委会会议将会宣布专项债支持房地产、增发特别国债、补充国有银行资本金等政策，然而并没有落地，这是不及预期的地方。不过**财政部表示，目前正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度，并给出了具体政策的进展情况。几项新增财政政策从猜测到得到确认，整体上超出了我们及市场的预期。**后续关注 12 月人大常委会会议、12 月中央经济工作会议、2025 年政府工作报告对相关政策的安排。

一是支持房地产的相关税收政策，已按程序报批，**预计年内将推出。**

二是专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部表示正在配合相关部门研究制定政策细则，**推动加快落地。**由于收储、化债、稳增长等需求，2025 年新增专项债规模（不包含地方债置换）可能扩大。

三是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，正在加快推进中。存量房贷利率下调落地后，商业银行补充资本金的诉求也更加强烈，但由于增发超过限额的特别国债需要人大批准，因此最快要看 12 月人大常委会是否会宣布相关安排。

四是提升赤字以及发行特别国债支持“两重”建设等，预计 2025 年将会落地。财政部表示将结合 2025 年经济社会发展目标，**积极利用可提升的赤字空间，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，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。这表明提升赤字以及发行特别国债都大概率将在 2025 年两会期间公布，关键是具体的赤字以及特别国债发行规模。

2024 年《政府工作报告》明确提出从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债。5 月，财政部进一步披露了 2024 年 1 万亿超长期特别国债发行安排。考虑到 2024 年 9 月政治局会议释放的政策信号，2025 年特别国债规模或提升至 2 万亿。同时，我们预计 2025 年赤字率将提升至 3.5%—4%以继续保障基层运转和重点领域支出。

表1：化债政策超出预期，其他财政政策在路上

政策	乐观情景预期	基准情景预期	实际落地
一次性地方债置换来化债	发行5万亿元以上的政府债券	发行5万亿元以上的政府债券	安排 6万亿元 债务限额置换地方政府存量隐性债务，2024—2026年每年2万亿元；2024年开始，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， 共4万亿元
专项债支持房地产市场	较大规模	较大规模	正在研究制定政策细则， 推动加快落地
国有银行补充资本	发行1万亿元特别国债	发行1万亿元特别国债	正在加快推进中
增发特别国债稳增长	拟持续3年每年2万亿元发行特别国债（包括2024年初决定的超长期特别国债，逐年审批）	2024年增发1万亿元特别国债（和增发一般国债二选一），2025年及以后待定	2025年， 继续发行超长期特别国债 ，支持“两重”“两新”
增发一般国债、调整赤字保民生	增发1万亿元国债，2024年赤字率提高至3.5%—4%（和增发特别国债二选一）	预计不变	2025年， 积极利用可提升的赤字空间

资料来源：国新办，中国人大网，诚通证券研究所

3、新增财政政策在路上，股市中期保持乐观

由于会前，对于人大常委会预期过高，如预期将公布特别国债支持房地产、消费等政策，因此当新闻发布会开始仅提及化债相关议题时，我们看到A50期货、铁矿石等商品价格以及十年期国债收益率回落。当财政部提到仍有增量政策在路上后，A50期货、铁矿石价格及国债收益率反弹。不过其后，A50期货、铁矿石价格延续回落，而十年期国债收益率已经收复跌幅。

短期政策已落地，指数来到我们预期的指数区间上沿、临近筹码密集区。此前市场对利好预期已经较为充分，政策落地后市场震荡或加剧，机构资金应注意交易节奏。中期来看，年内经济增速5%左右的目标实现确定性高。有关部门多次表态超长期国债与赤字率仍有空间，12月中央经济工作会议与12月全国人大常委会会议，财政政策有继续释放可能。年底阶段基本面、政策面对股市仍有支撑。若市场回落至10月17日低点或9月27日上涨缺口处，则有反弹可能。整体在增量政策释放前，市场仍以震荡走势为主，临近中央经济工作会议阶段可逢低布局博弈政策预期。

图1：人大新闻发布会后，A50 期货下跌



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：人大新闻发布会后，离岸人民币汇率贬值



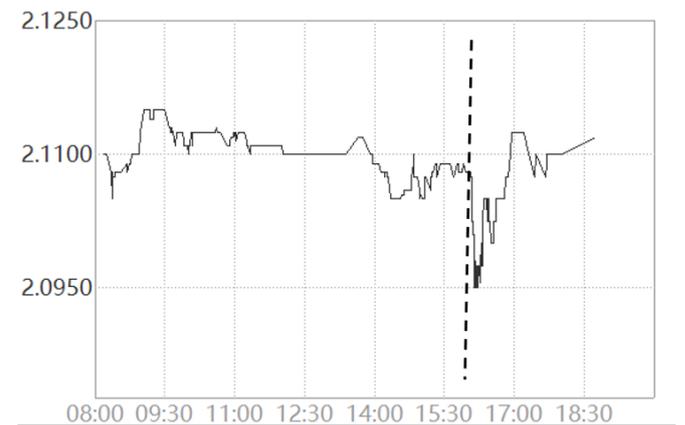
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：人大新闻发布会后，铁矿石期货下跌



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4：人大新闻发布会后，10 年期国债收益率下跌后反弹，收盘利率高于新闻发布会开始时



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及诚通证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通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。诚通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，对于可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

诚通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。诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。

诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环北路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>