

作者：简奕平 冯祖涵
邮箱：research@fecr.com.cn

统筹兼顾政策落地与预期管理

——全国人大常委会债务置换新闻发布会全面解读

摘要

2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议批准了《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》。上述议案与当日下午的全国人大常委会新闻发布会，引起了市场高度关注。在市场讨论的“6万亿元”“10万亿元”或者“12万亿元”等关键词背后，还有很多重要关注点值得进一步探讨。为了全面、深入地理解上述议案与本次发布会释放的相关信息，本文从六个方面进行了分析，旨在为读者提供更多参考。

首先，本文通过引用《中华人民共和国预算法》及其实施条例等相关法律法规，详细地解释了地方政府债务限额管理相关要求和增加地方政府债务限额的决策程序。

其次，本文对隐性债务的定义以及财政部之前明确的“城投公司债务在2015年新预算法实施后不再属于政府隐性债务”相关话题进行了探讨。文章进一步详细阐述了新一轮隐债置换的方案，包括新增6万亿元地方债务限额用于隐债置换、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等具体措施，以及这些措施预期将带来的隐债余额大幅减少和利息支出节约等积极效果。

第三，本文解释了盘活往年结存政府债务限额的含义、目的及其可能的审批流程。盘活结存债务限额是缓解财政压力、优化债务结构的重要手段之一，通过合理利用这部分资源，可以为地方政府提供更多的资金支持，促进经济发展和社会稳定。本文还分析了盘活结存债务限额的驱动因素，并指出这一措施在当前的宏观经济形势下具有特别重要的意义。

第四，本文反驳了债务置换无法有效促进经济增长的观点，强调了其在降低债务风险、节约利息支出及增强地方发展动能等方面的积极作用。通过债务置换，地方政府可以优化债务结构，降低债务成本，减轻偿债压力，将更多资金用于基础设施建设、民生改善、消费激活、科技创新等领域。

第五，本文分析了新一轮隐债置换对城投公司信用利差和债务规模的潜在影响。新一轮隐债置换或将有助于降低城投公司的融资成本，但具体影响还需根据市场反应和政策实施效果进一步观察。

最后，结合财政部蓝部长释放的强烈政策预期管理信号，文章展望了未来的财政政策空间，包括提升财政赤字空间、扩大专项债券发行规模及用途等。相关数据测算显示，这些措施将为地方政府提供更多的资金支持，能够在促进基础设施建设、民生改善、科技创新等领域的发展上发挥积极作用。

1.《浅析地方政府专项债作项目资本金》，2024.11.13

2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕会，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》（以下简称《增加债务限额置换隐债议案》）的决议。这一议案与当日下午全国人大常委会办公厅举行的新闻发布会，引起了市场高度关注。在市场上热议的“6万亿元”“10万亿元”或者“12万亿元”关键词背后，依然还有很多要点值得关注与进一步分析。为了更加全面、深入地理解《增加债务限额置换隐债议案》与本次新闻发布会释放的相关信息，本文拟从如下六方面的关注点来进行探讨分析。

一、关注点1：地方政府债务限额管理相关法律法规有哪些，增加限额的决策程序又是怎样？

1. 地方政府债务限额管理相关法律法规

《中华人民共和国预算法》（2018年版，简称《预算法》）第35条明确：（1）经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。（2）举借债务的规模，由国务院报全国人大或者全国人大常委会批准；省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人大常委会批准。（3）举借的债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。（4）除前述规定外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。

《中华人民共和国预算法实施条例》（2020年版）第43条至第45条，对《预算法》的相关规定进行了细化和补充，进一步明确了地方政府债务限额管理的具体要求和操作程序，其主要内容包括：（1）地方政府债务余额实行限额管理。各省、自治区、直辖市的政府债务限额，由财政部在全国人大或者其常委会批准的总限额内，根据各地区债务风险、财力状况等因素，并考虑国家宏观调控政策等需要，提出方案报国务院批准。各省、自治区、直辖市的政府债务余额不得突破国务院批准的限额。（2）预算法第35条中所称地方政府举借债务的规模，是指各地方政府债务余额限额的总和，包括一般债务限额和专项债务限额。一般债务是指列入一般公共预算用于公益性事业发展的一般债券、地方政府负有偿还责任的外国政府和国际经济组织贷款转贷债务；专项债务是指列入政府性基金预算用于有收益的公益性事业发展的专项债券。（3）省、自治区、直辖市政府财政部门依照国务院下达的本地区地方政府债务限额，提出本级和转贷给下级政府的债务限额安排方案，报本级政府批准后，将增加举借的债务列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准。接受转贷并向下级政府转贷的政府应当将转贷债务纳入本级预算管理。使用转贷并负有直接偿还责任的政府，应当将转贷债务列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准。

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，简称“国发43号文”）明确提出对地方政府债务实行规模控制，严格限定政府举债程序和资金用途，强调要把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理，并要求建立债务风险预警和应急处置机制。国发43号文强调，地方政府债务规模实行限额管理，地方政府举债不得突破批准的限额；地方政府一般债务和专项债务规模纳入限额管理，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准，分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。

此外，《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号）、《地方政府一般债务预算管理办法》（财预〔2016〕154号）、《地方政府专项债务预算管理办法》（财预〔2016〕155号）和《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预〔2017〕35号）等文件，对地方政府债务限额管理相关的具体操作流程、预算编制和批复、债务资金使用和偿还等方面进行了详细规定。

2. 增加地方政府债务限额的相关要求与决策程序

《预算法》第67条和第69条规定：（1）中央预算和地方各级预算，在执行中出现需要增加举借债务数额的，应当进行预算调整。（2）在预算执行中，各级政府对于必须进行的预算调整，应当编制预算调整方案；预算调整方案应当说明预算调整的理由、项目和数额。（3）国务院财政部门应当在全国人民代表大会常务委员会举行会议审查和批准预算调整方案的三十日前，将预算调整初步方案送交全国人民代表大会财政经济委员会进行初步审查。（4）中央预算的调整方案应当提请全国人民代表大会常务委员会审查和批准。

根据11月8日人大常委会新闻发布会上的信息，本次《增加债务限额置换隐债议案》的决策程序大体如下：

第一步：9月26日，中央政治局会议强调，要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。

第二步：为贯彻落实党中央决策部署，国务院提出增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，提请全国人大常委会审议批准。

第三步：全国人大财政经济委员会对议案进行初步审查，提出财经委审查结果报告。

第四步：十四届全国人大常委会第十二次会议举行全体会议，听取财政部部长蓝佛安受国务院委托对议案作的说明，全国人大财经委作了审查结果报告的汇报，人大常委会依法进行审议。

第五步：人大常委会组成人员认为，国务院提出增加地方政府债务限额置换存量隐性债务，是贯彻落实党中央决策部署的重要举措，对于有效防范化解地方政府债务风险，保障地方财政平稳运行，支持推动高质量发展，具有重要意义，赞成提请本次常委会会议表决通过。最后，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过该议案。

在议案通过后，根据全国人大常委会的决议，国务院会按照程序下达分地区的地方政府债务限额。这一过程通常涉及财政部等相关部门的配合。地方政府在获得债务限额后，会依法发行地方政府债券，用于置换存量隐性债务。此外，在地方政府债务限额的实施过程中，各级人大及其常委会会依法进行监督，确保地方政府债务管理规范、透明、可控。

二、关注点2：什么是隐性债务，城投公司债务是否为隐性债务，这新一轮隐债置换如何推进，预计结果如何？

1. 什么是隐性债务？

2018年8月，未公开发布的《中共中央 国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27号，以下简称“中发27号文”），对地方政府隐性债务进行了界定。根据其他渠道公开信息所引述的中发27号文中的定义，地方政府隐性债务指的是地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。

地方政府隐性债务主要包括¹：

(1) 地方政府（含政府部门和机构）、国有企事业单位等举借，约定由财政资金偿还的债务。

(2) 地方国有企事业单位等举借，由政府提供担保的债务。

(3) 地方政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）、承担政府未来支付义务的棚改政府购买方服务等过程中，通过约定回购本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务。

2. 城投公司债务是否为隐性债务？

根据财政部官网2016年12月5日披露的信息²，财政部有关负责人就地方政府债务问题答记者问时表示：“目前我国地方政府债务的范围，依法是指地方政府债券，以及清理甄别认定的2014年末非政府债券形式存量政府债务。新预算法实施以后，地方国有企业（包括融资平台公司）举借的债务依法不属于政府债务，其举借的债务由国有企业负责偿还，地方政府不承担偿还责任；地方政府作为出资人，在出资范围内承担有限责任。”

由此可见，2015年1月1日新预算法实施后，城投公司新增举债依法应不属于政府债务。

根据企业预警通数据，城投平台有息债务从2014年末的16.53万亿元增加至2023年末的61.47万亿元，净增44.94万亿元。如严格按照上述财政部有关负责人的解释，至少这新增的44.94万亿元城投公司债务，是无法计入财政部定义的地方政府隐性债务的。

表 1：城投平台有息债务增长情况（2014-2023 年）

序号	地区名称	2014 年末城投平台有息债务 (亿元)	2022 年末城投平台有息债务 (亿元)	2023 年末城投平台有息债务 (亿元)	2023 年末较 2014 年末城投平台有息债务净增额 (亿元)
1	广东省	8391.83	25156.1	28716.99	20325.16
2	江苏省	24839.19	84828.21	95973.15	71133.96
3	山东省	6449.3	41202.41	47428.12	40978.82
4	浙江省	12423.07	60174.64	73342.86	60919.79
5	河南省	4442.75	22210.83	25672.54	21229.79
6	四川省	7821.74	45264.08	53330.62	45508.88
7	湖北省	7349.57	24728	27678.71	20329.14
8	湖南省	7348.86	24080.7	26069.96	18721.1
9	上海市	6594.05	9257.73	10231.33	3637.28
10	河北省	3269.12	11349.34	13121.77	9852.65
11	福建省	4282.99	12779.64	14393.19	10110.2
12	北京市	7277.42	12336.88	13392.97	6115.55

¹ 参考自大连高新技术产业园区管理委员会官网信息，网址为：

<https://www.dlhightech.gov.cn/resources/news/newsConstantAttachments/20181118133617.pdf>

² 参考自财政部官网信息，网址为：https://jrs.mof.gov.cn/zhuanti2019/ppp/zcjdppp/201612/t20161205_2472592.htm

序号	地区名称	2014年末城投平台有息债务(亿元)	2022年末城投平台有息债务(亿元)	2023年末城投平台有息债务(亿元)	2023年末较2014年末城投平台有息债务净增额(亿元)
13	安徽省	5175.84	18128.66	20435.26	15259.42
14	辽宁省	4186.96	5559.04	4948.26	761.3
15	陕西省	5686.66	16717.65	17861.43	12174.77
16	江西省	3551.75	19009.16	20632.22	17080.47
17	重庆市	7553.62	18731.06	20943.69	13390.07
18	云南省	5301.86	17014.6	17610.21	12308.35
19	广西壮族自治区	3632.35	15933.39	17336.18	13703.83
20	黑龙江省	1905.74	2788.12	2750.7	844.96
21	内蒙古自治区	1968.37	2547.51	3700.26	1731.89
22	山西省	1422.83	6138.25	7003.11	5580.28
23	天津市	12406.82	13439.66	13473	1066.18
24	吉林省	2200.34	5943.29	6269.94	4069.6
25	新疆维吾尔自治区	2567.3	7529.87	7946.86	5379.56
26	贵州省	4324.82	15170.93	15108.38	10783.56
27	甘肃省	1825.61	6459.68	6644.08	4818.47
28	海南省	141.1	152.32	183	41.9
29	宁夏回族自治区	394.91	1031.07	1064.58	669.67
30	青海省	532.95	745.4	769.75	236.8
31	西藏自治区	35	645.19	669.6	634.6
-	合计	165304.72	547053.41	614702.72	449398

数据来源：企业预警通，远东资信整理

3. 这轮隐债置换如何推进？

根据11月8日全国人大常委会新闻发布会信息，新一轮地方政府隐债置换方案的要点如下：

一是，新增6万亿元地方债务限额用于隐债置换。11月8日全国人大常委会第十二次会议批准增加6万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务。这6万亿元债务限额，分3年安排——2024年、2025年和2026年每年2万亿元，支持地方政府用于置换各类隐性债务。

二是，从2024年开始，连续5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。之前，在10月12日上午国新办新闻发布会上，财政部蓝部长在介绍“加大财政政

策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况时表示，中央财政从地方政府债务结存限额中安排了4000亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款。如果后续安排没有新变化的话，最终2024年的安排方案可能是：2024年所需的8000亿元，其中有4000亿元或是来自往年结存债务限额的盘活，另有4000亿元来自2024年新增的3.9万亿元地方政府专项债务限额。关于往年结存债务限额的盘活与使用，将在后文中做专门讨论。对于2025年及以后3年中，每年的这8000亿元有多少来自盘活往年地方政府结存债务限额，又有多少来自于当年的地方政府债务限额，这方面安排还尚待明确。

三是，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2万亿元棚户区改造项目的隐性债务，之前颇受市场关注；明确2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务仍按原合同偿还，或旨在稳定市场预期，确保这部分债务的有序处理，避免对金融市场和地方政府财政造成额外冲击。

据财政部门统计，截至2023年末，全国隐性债务余额为14.3万亿元。参照财政部蓝部长在新闻发布会上发言，在上述三项政策协同发力下，预计在2026年末，地方需消化的隐性债务总额将从14.3万亿元大幅降至5.9万亿元；2028年，地方需消化的隐性债务总额将继续降至2.3万亿元。

根据现行地方政府债务管理制度，在推动债务置换过程中应新发行地方政府债券，这样地方政府新债的期限会更长，而且利率会更低，可以明显降低地方政府偿债压力和偿债利息。据财政部公布的估算结果，五年累计可节约地方利息支出6000亿元左右，这将是债务置换带来的切实获益。

三、关注点3：盘活往年结存政府债务限额怎么理解？为何要盘活往年结存债务限额？

1. 盘活往年结存政府债务限额怎么理解？

正如前文所述，我国地方政府债务余额实行限额管理，地方政府债务总限额由国务院根据国家宏观经济形势等因素确定，并报全国人民代表大会批准。专项债务结存限额，即专项债务余额小于限额的部分，主要是各地为控制债务风险水平，通过加强财政收支管理，安排财政资金偿还到期专项债务，减少专项债务余额，相应形成的限额空间。地方政府专项债务结存限额计算公式为：某年末地方政府专项债务结存限额=当年末专项债务限额-当年末专项债务余额。类似地，可以定义某年末地方政府一般债务结存限额、地方政府债务结存限额、中央财政债务结存限额。

根据每年“两会”后公开披露的中央和地方预算执行情况报告，大致可以推算出前一年实际的中央和地方债务结存限额数值，相关数据见表2。

表2：中央和地方债务结存限额情况（2021-2023年，单位：亿元）

时点	中央财政债务限额	中央财政债务余额	中央结存债务限额	地方政府债务限额	地方政府债务余额	地方结存债务限额	央、地政府合计结存债务限额
2021年末	240508.35	232697.29	7811.06	332774.30	304700.31	28073.99	35885.05

时点	中央财政 债务限额	中央财政 债务余额	中央结存 债务限额	地方政府 债务限额	地方政府债 债务余额	地方结存债 务限额	央、地政府合计 结存债务限额
2022 年末	267008.35	258692.76	8315.59	376474.30	350651.00	25823.30	34138.89
2023 年末	308608.35	300325.5	8282.85	421674.30	407372.93	14301.37	22584.22

数据来源：公开信息，远东资信整理

根据上表数据，可以直观地发现，2023年盘活中央财政往年结存债务限额的金额为8315.59亿元减去8282.85亿元，即32.74亿元；2022年、2023年盘活地方政府往年结存债务限额的金额分别为2250.69亿元、11521.93亿元。以2023年为例，2023年发行的大量地方政府特殊再融资债用的是盘活往年结存债务限额通道，由于往年结存限额其实在早前年度已纳入财政赤字，因此这些特殊再融资债的发行并不影响当年的财政赤字。

从2023年末结存的债务限额来看，中央财政结存债务限额近8300亿元，地方政府结存债务限额约1.43万亿元，央、地政府合计结存债务限额约2.26万亿元。

正如前文所述，在2024年化解地方政府隐债的资金预算中，已安排有4000亿元是来自往年结存债务限额的盘活。这样，央、地政府合计还有1.86万亿的结存债务限额可盘活，可用于其他领域的开支。

2. 为何要盘活往年结存债务限额？盘活结存限额要走人大审批流程么？

一般来说，盘活往年结存债务限额的驱动因素可能有如下三种情况：

一是，缓解稳增长压力。通过盘活往年结存债务限额，可以发行政府债券，用于政府开支，直接拉动经济增长。

二是，缓解财政赤字压力。如前文所述，所盘活的往年结存限额，已经计入早前年度的财政预算，并不计入盘活结存限额那一年的赤字，因此，其可以发挥缓解财政赤字压力的作用。

三是，置换其他债务，起到有效发挥缓解流动性、降低债务利息的作用。通过盘活政府往年结存债务限额，可以发行政府债券，去置换即将到期的债务，起到发挥缓解流动性的作用；也可以去置换地方政府高票息的隐性债务，起到有效降低负债成本的作用。

2023年、2024年，盘活往年结存债务限额的原因，可能上述三种情况兼而有之。

目前，虽然没有直接针对“盘活往年地方政府结存债务限额”的明确审批流程规定，但根据限额管理的基本原则和人大监督的角色，可以合理推测，盘活往年结存的债务限额或需要遵循一定的审批流程。

根据媒体报道³，地方债存量限额如经全国人大或其常委会审批通过的，无需再次审批，经财政部及省级政府审批后即可使用。但盘活往年地方政府结存债务限额后续可能还至少要经过两个必要的程序：一是，相关债券项目

³ 参考自扬子晚报的文章《国务院：用好5000多亿专项债结存限额，增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度》，网址见<https://www.yzwb.net/zncontent/2432321.html>

或还需通过财政部的审核。二是，省级人大常委会审议通过相关预算调整方案。发行专项债将会增加当年财政收支规模，相应需要省级人大常委会批准。

四、关注点4：这轮债务置换，是否因仅为存量债务置换而无法有效发挥促进经济增长的作用？

本次《增加债务限额置换隐债议案》要点公布后，市场上也在流行着一种观点，该观点认为：这次债务置换，仅为存量债务置换，且被置换的债务所对应的早前因负债而获取的资金，已经被全部开支，因此，现在做存量债务置换不能有效发挥促进经济增长的作用。

这种观点看似有合理之处，但实质上是明显错误的。

首先，推动这一轮存量债务置换可降低潜在债务违约可能带来的负面影响，包括对区域政府声誉的影响、区域融资环境乃至区域投资环境的恶化。

其次，推动这一轮存量债务置换，预计五年累计可节约地方利息支出6000亿元左右。节约的6000亿元，是现实的可用于经济发展的资金。

同时，通过实施置换政策，有利于避免地方陷入“资产负债表式衰退”的困境，在未来较长时间（可以是10年及以上时间）内，帮助地方将化债精力和化债资源转放到“聚精会神搞建设、一心一意谋发展”上来，帮助地方畅通资金链条，增强发展动能，包括将原本用来化债的资源腾挪出来，用于推动经济发展、改善民生；将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等，促进经济平稳增长和结构调整。

五、关注点5：这新一轮隐债置换，对城投公司有何影响？

下面先对2023年下半年的特殊再融资债相关情况进行简要回顾，然后结合这一回顾再来探讨本轮隐债置换对城投公司的潜在影响。

2023年10月份启动发行的地方政府特殊再融资债券，侧重于重点省份化解隐性债务，主要用于置换存量非标、高息债务，少数省份部分用于偿还拖欠企业账款。其中，湖南、辽宁、内蒙古、天津、云南和贵州这六个区域的发行规模均超过1000亿元，广西发行规模超过600亿元。2023年第四季度这一轮债务置换驱动了相关省份城投债二级市场信用利差的快速下行（参见图1）；同时，很多省份的城投公司的一级市场债券融资成本也同步快速出现了下行。一、二级市场城投债信用利差的走低，可能是市场认为地方政府特殊再融资债券发行后地方政府腾挪城投公司债务空间加大。

如前文所述，2015年1月1日新预算法实施后，城投公司新增举债依法不属于政府债务。以湖南、辽宁、内蒙古、天津、云南和贵州等省份为例，2023年第四季度这一轮针对隐性债务的置换后，相应区域城投公司的有息债务并没有实质性降低；同时，这些省市的负债率、债务率以及包括城投公司有息债务在内的宽口径负债率、债务率近乎全部出现了上升（见表3）。



图 1: 重点省市 AA 级城投债近 3 年信用利差中位数走势 (单位: BP)

数据来源: DM

表 3: 重点省市城投公司有息债务规模与债务负担水平 (2022-2023 年末)

地区名称	时间点	城投平台有息 债务(亿元)	负债率 (%)	负债率(宽口 口径)(%)	债务率 (%)	债务率(宽口 口径)(%)
湖南省	2022 年末	24080.7	32.40	83.03	109.16	279.76
	2023 年末	26069.96	36.42	88.55	118.86	288.96
云南省	2022 年末	17014.6	41.78	100.55	149.45	359.64
	2023 年末	17610.21	48.10	106.76	173.11	384.22
辽宁省	2022 年末	5559.04	38.07	57.36	128.39	193.42
	2023 年末	4948.26	42.60	58.98	393.64	544.99
内蒙古自 治区	2022 年末	2547.51	39.93	50.82	142.37	181.20
	2023 年末	3700.26	44.96	59.99	301.33	402.03
贵州省	2022 年末	15170.93	61.86	137.09	161.23	357.35
	2023 年末	15108.38	72.32	144.56	332.74	665.13
天津市	2022 年末	13439.66	53.59	136.90	278.65	711.81
	2023 年末	13473.00	66.42	146.92	308.93	683.32

数据来源: 企业预警通, 远东资信整理

下面通过比对 2023 年第四季度的情况, 来看新一轮隐债置换带来的影响。

具体来说, 从信用利差角度看, 这一轮“6+4+2”万亿元的债务置换方案, 有助于让城投债投资者对城投公司信用状况的信心依然能保持一个非常高的水平。不过, 鉴于去年四季度以来城投债 (尤其是优质区域城投债) 信用利差已经压缩到较低的水平, 再叠加其他潜在因素的影响, 随着新一轮隐债置换的推进, 城投债 (尤其是优质区域城投债) 信用利差是否能进一步明显压缩还不太好预判, 其走势有待于未来的进一步观察。

本次新闻发布会未披露 14.3 万亿元隐性债务具体结构的详情，较为深入的分析或难以进行。从债务规模角度看，按照前述类似逻辑推理，预计这一轮“6+4+2”万亿元的债务置换方案，对城投公司债务余额的影响可能不大。此外，鉴于这新一轮债务置换不涉及用国债来置换地方隐债，地方政府的负债率、债务率以及包括城投公司有息债务在内的宽口径负债率、债务率，在未来能否压降，还取决于多重因素，包括地方经济恢复情况，税源、非税收入改善情况，以及地方盘活政府存量资源资产能力与相关进展情况等。

六、关注点 6：未来的财政政策空间有何期待？

今年 9 月下旬以来，根据党中央决策部署，国务院统筹协调、多部门参与，陆续推出一揽子增量政策，并在推动落实过程中不断优化、加码。就财政政策来说，财政部蓝部长在 11 月 8 日新闻发布会上明确表示，目前在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度，释放了强烈的预期管理信号。

根据蓝部长 11 月 8 日的表述，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。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，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。

11 月 12 日，河南省在中债信息网披露，将于 11 月 15 日发行再融资债券 378.217 亿元。其中，再融资专项债券 318.169 亿元，将用于置换存量隐性债务。这或许意味着，这一轮新的隐性债务置换工作可能已经启动。

此外，截至 11 月 13 日，住房交易环节契税优惠政策、降低土地增值税预征率下限政策已经推出。财政部、税务总局、住房城乡建设部有关负责人答记者问时表示，调整后，在全国范围内，对个人购买家庭唯一住房和家庭第二套住房，只要面积不超过 140 平方米的，统一按 1% 的税率缴纳契税；土地增值税方面，将各地区土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点，以缓解房地产企业财务困难。

展望未来，更加有力的财政政策仍有很大空间值得期待：

一是财政赤字还有一定提升空间。考虑到我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，加上我国地方政府债务形成了大量有效资产，我国政府还有较大举债空间。根据 2023 年预算执行情况报告，2023 年全国一般公共预算赤字 40600 亿元。2024 年 3 月，《政府工作报告》提出，今年赤字率按 3.0% 安排，赤字规模达到 4.06 万亿元。如果 2025 年赤字率按 4.0% 安排，同时考虑 GDP 增长，则 2025 年赤字规模提升增量空间预计大于 1.35 万亿元（ $4.06 \text{ 万亿} \times (4\% - 3\%) / 3\% = 1.35 \text{ 万亿元}$ ）。

二是扩大专项债券发行规模，扩大用作资本金的领域和比例。2024 年安排新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元，比上年增加 1000 亿元。根据财政部蓝部长在新闻发布会上提供数据，1-9 月发行新增专项债券 3.6 万亿元，支持项目超过 3 万个，用作项目资本金超 2600 亿元。如果用作项目资本金的金额按 2600 亿元计算，1-9 月份的项目中，用作资本金的仅有 6.67% 的资金比例（ $0.26 \text{ 万亿} / 3.9 \text{ 万亿} \times 100\% = 6.67\%$ ）。本文预计 2025 年新增地方政府专项债务限额将超过 4.1 万亿元（ $3.9 \text{ 万亿} \times 1.05 = 4.10 \text{ 万亿}$ ），如果假定用作资本金的资金比例可以提升 15%，项目资本金平均撬动投资的倍数为 4 倍，则因为用作资本金可带来的增量投资就可以高达 1.85 万亿元（ $4.1 \text{ 万亿} \times 15\% \times 3 = 1.85 \text{ 万亿}$ ）。由此可见，扩大专项债发行规模及其用于资本金的领域、比例，意义重大，如果用作资本金方面的效能得以充分发挥，可以带动金额巨大的增量投资。

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。根据2024年《政府工作报告》，为系统解决重大项目建设资金问题，从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。可预计2025年超长期特别国债发行规模或将不低于1万亿元。

此外，根据蓝部长的表述，在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，以及加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生领域投入保障力度等方面，也非常值得期待。

七、总结与展望

本文全面解析了全国人大常委会通过的《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》及其相关新闻发布会的主要内容，并从六个主要关注点进行了深入探讨。

总体来看，通过这新一轮债务置换，地方政府可以优化债务结构，降低债务成本，减轻偿债压力，提高债务可持续性，能将更多资金与精力用于基础设施建设、民生改善、消费激活、科技创新等重点领域，从而有效推动经济持续健康发展。

就财政政策来说，财政部蓝部长在11月8日新闻发布会上明确表示，目前在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度，释放了强烈的预期管理信号。

2023年末，央、地政府合计结存债务限额约2.26万亿元。在2024年化解地方政府隐债的资金预算中，已安排有4000亿元是来自往年结存债务限额的盘活。综上，央、地政府合计还约有1.86万亿的结存债务限额可盘活，并用于其他领域的开支。

展望未来，更加给力的财政政策依然还有更多内容可以值得期待：从财政赤字提升空间角度来看，如果2025年赤字率按4.0%安排，同时考虑GDP增长，则2025年赤字规模提升增量空间预计将大于1.35万亿元。从扩大专项债券发行规模，扩大用作资本金的领域和比例角度来看，或可以撬动增量投资1.85万亿元。同时，预计2025年超长期特别国债发行规模或将不低于1万亿元。

【作者简介】

简奖平，远东资信研究与发展部总经理、研究员，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士；

冯祖涵，远东资信研究与发展部研究员，FRM，伦敦大学国王学院金融硕士。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。