



## 化解风险，激活地方：对化债增量政策的思考

11月4-8日，十四届全国人大常委会第十二次会议（下称“会议”）召开，审议通过了《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》的决议，一次性调增地方政府专项债务限额6万亿，调增后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。会议闭幕后，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，对未来隐性债务化解和财政政策思路进行了阐释。

### 一、政策总量与结构：“6+4+2”

2028年底是全国地方隐性债务清零的最后期限<sup>1</sup>。发布会披露，2023年末，地方需消化的隐性债务余额为14.3万亿。

会议审议通过的“6+4+2”化债方案符合市场预期，释放了积极的政策信号。一是一次性调增6万亿地方专项债务限额，分三年安排，2024-2026年每年增加2万亿，地方政府可在此空间内发行专项债券置换隐性债务。二是自2024年起，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8,000亿，补充政府性基金财力专门用于化债，累计4万亿。以上两项政策合计，将增加地方化债资源10万亿。三是2029年及以后年度到期的2万亿棚户区改造隐性债务，仍按原合同偿还，即不需要在2028年底前清零。

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，剩余部分仍需地方在期限内自行化解<sup>2</sup>。

此次化债方案，体现出两方面政策考量。

<sup>1</sup> 地方政府隐性债务是指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。2018年8月中共中央国务院发布《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号文），2028年为隐性债务清零的最后期限，据此各地政府制定了5-10年的化债方案。

<sup>2</sup> 2018年8月财政部发布了《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》，该文件列举了六大隐性债务化解方案：安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量结余资金等偿还；出让部分政府股权以及经营性国有产权权益偿还；由企事业单位利用项目结转资金、经营收入偿还（不含财政补助资金）；将部分具有稳定现金流的隐性债务合规转化为企业经营性债务；由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期等方式偿还；采取破产重整或清算方式化解。



一方面保持政策的连续性。相较直接调增 10 万亿债务限额，“6+4”的组合保持了既有政策的连续性。每年从新增专项债额度中安排一部分用于化债始于 2023 年，2024 年的 8,000 亿也是年内已有的政策安排。

另一方面打破中央对地方债务进行全额“兜底”的预期，降低道德风险，保障政策公平。一是本轮用于置换隐性债务的仍是地方债，而非部分投资者预期的特别国债。二是本轮债务置换并未将 14.3 万亿的存量隐性债务进行全额置换，地方仍需自行化解 2.3 万亿。

## 二、化债思路：中央支持上升

本轮大规模的债务置换体现了中央对地方债务化解思路的重大调整。

过去十年，针对地方政府债务问题，中央自上而下推动过四轮债务化解。此次的化债方案，可视为第五轮。

第一轮是 2015—2018 年，为落实新《中华人民共和国预算法》的要求，累计发行 12.2 万亿地方政府债券，用来置换非债券形式的存量债务。这部分债务并非隐性债务。

第二轮自 2018 年起，开展 5-10 年化债工作，采取债务展期、重组、置换、偿还等方式组合式化债，明确了隐性债务的定义和化债期限。

第三轮是 2020-2022 年，通过 1.1 万亿特殊再融资债定向化解隐性债务，主要用于建制县区隐债化解试点和全域无隐债试点。

第四轮是 2023 年 7 月中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，各地分别制定“1+N”化债方案，并累计发行超 1.7 万亿特殊再融资债券，此外还发行了超 1.1 万亿新增专项债用于补充地方政府财力，偿还拖欠企业账款。

事实上，第三、四、五轮化债方案都可视为第二轮化债思路的延续、优化和升级。

在此过程中，我国地方化债思路动态优化调整，中央政府的积极程度持续上升。从 2018 年“坚持中央不救助原则”“谁家的孩子谁抱走”，



到 2023 年中央适度救助，“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”，再到当前中央提供大规模财政资源支持，“省负总责、市县尽全力化债”。

随着化债工作的系统化推进，我国地方债务管理正由“双轨”管理向全口径统一规范管理转型。此次是官方首次向社会公布隐债规模及化债任务，未来债务管理将更加规范和公开透明。

中长期看，化债将成为进一步推进财税体制改革的重要考量。一方面，进一步加快融资平台的市场化、专业化转型，引导推动融资平台合并、并购及重组。另一方面，深化财税体制改革，完善央地关系，加强中央事权，增加地方可用财力。加速推进消费税、地方附加税改革，优化调整包括所得税、增值税等在内的共享税央地分成比例。

化债思路的调整，既是基于现实的演化，也是为了更好地平衡防风险和稳增长。近年来，有效需求不足叠加房地产市场深度转型，地方财政收支压力与债务负担持续上升，对债务风险化解和经济平稳运行形成挑战。中央的有力支持，可有效释放地方政府的资源和政策空间，改善民生、促进增长，通过做大“分母”，在发展中化险。

### 三、经济影响：减轻负担，激活动能

一是减轻地方政府财政及债务负担，增加地方实际可用财力。通过发行地方专项债置换存量隐性债务，虽然会使地方政府显性负债率和债务率上升，但其还本付息压力将得到明显缓解，实际可用财力年均可增加 2.52 万亿。一方面，2024-2028 年，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 4,600 亿元，年均释放地方财政资源达 2.4 万亿。另一方面，地方政府债务利率（2.5%左右）显著低于隐性债务利率（5-6%），五年累计可节省利息 6,000 亿，年均 1,200 亿。

二是促进地方财政从紧缩状态转为扩张，拉动投资和消费。地方财政紧缩不仅体现在地方主导的道路运输、公共设施建设投资陷入收缩<sup>3</sup>，而

<sup>3</sup> 2024 年 1-9 月，道路运输、公共设施建设投资分别下降 2.4%和 3.5%。

且体现为社会集团消费明显放缓<sup>4</sup>（包括机关、事业单位、学校和社会团体等）。本轮化债释放出的地方财政资源，或有三大主要用途：支持基层“三保”，偿还企业欠款，扩投资、促消费。

三是优化营商环境，改善市场主体收入和预期。一方面，非税收入的超调增长或将回落。另一方面，化债所释放的财政资金，有望转化为市场企业和居民的收入，改善消费、投资的能力和意愿。

四是改善银行资产质量，缓释金融风险。随着企业债务压力缓解、现金流状况改善，商业银行经营压力有望随之下降，服务实体经济能力上升。

#### 四、财政前瞻：加速落实增量政策，打开政策想象空间

首先，9月24日以来的“一揽子”增量政策将加速落地。例如，隐性债务置换将马上启动，预计今年11-12月将分别有万亿专项债发行。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，相关部门正研究制定政策细则，预计将于明年落地。发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本，正在加速推进，预计也将于明年落地，规模或在万亿左右。宏观政策将加强协同配合，货币政策或综合运用降准、国债买卖及买断式逆回购等方式保持市场流动性合理充裕。

在此基础上，考虑到财政部明确表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，对明年财政政策的力度可继续保持乐观。

政策空间上，一是从国际比较看，我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家。2023年末G20国家平均政府负债率118.2%<sup>5</sup>，G7国家平均政府负债率123.4%。而同期我国政府全口径债务总额为85万亿元<sup>6</sup>，政府负债率为67.5%。二是从举债用途看，我国地方政府债务主要用于资

<sup>4</sup> 社零主要包括居民消费和社会集团消费两部分，社会集团消费明显放缓反映在社零增速显著慢于居民消费支出增速。2024年1-9月，社零增速为3.3%，而居民人均消费支出增速为5.6%。

<sup>5</sup> 其中：日本249.7%、意大利134.6%、美国118.7%、法国109.9%、加拿大107.5%、英国100%、巴西84.7%、印度83%、德国62.7%

<sup>6</sup> 其中，国债30万亿元，地方政府法定债务40.7万亿元，隐性债务14.3万亿元。



本性支出，形成了大量有效资产，盘活这些资产可产生持续性收益，既支撑经济高质量发展，也是偿债资金的重要来源。

政策力度上，考虑到特朗普再度执政后，我国经济内外部压力可能进一步上升，明年财政政策大概率将更加给力。一是目标赤字率或上调至3.8%，持平于2023年调增后。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。预计2025年新增专项债规模5万亿，其中8,000亿用于化债。三是继续发行超长期特别国债，加力支持“两新”“两重”，扩大消费品以旧换新的品种和规模。四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。

### 五、资本市场：股市债市或震荡调整

A股方面，随着大规模化债方案落地，此前的预期交易或暂告一段落，后市或将进入一段震荡调整期。考虑到财政政策和货币政策均已系统性转向积极支持，未来随着政策效果逐步显现，A股有机会出现新高。大规模化债方案落地，有利于缓解地方政府和企业的债务负担和现金流压力，提升上市公司资产质量，夯实估值修复逻辑。考虑到后续增量财政政策仍然可期，我们仍然认为，当前A股处于N字型走势的第二阶段，对政策调整的空间和效果可保持乐观。以史为鉴，A股30年中出现过5轮大牛市，其中4轮都诞生于经济增速放缓但政策持续宽松的宏观环境之中。

债市方面，预计年内以震荡行情为主，10年期国债利率有望运行在1.9-2.2%之间。短期看，基本面呈现边际改善迹象，债券利率或难下行突破前低。但中期看，基本面改善是渐进的，考虑到后续仍有增量政策，宽货币政策可能先行，仍有望推动债券利率震荡向下。此外，本次财政政策集中发力于化解城投平台隐性债务，对城投债的利好会更加明显。同时，由于信用风险降低，信用债性价比将上升。策略方面，建议继续持债，中短期债券流动性和安全性更优，信用债投资收益或好于利率债。

（作者：谭卓 牛梦琦 刘阳 柏禹含 石武斌）