



国信期货宏观专题研究

宏观

三轮化债回顾与新型化债的经济意义

2024 年 12 月 25 日

● 主要结论

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

国信期货宏观金融团队

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-23510053

邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰

从业资格号：F03115138

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721@guosen.com.cn

分析师：朱铭晗

从业资格号：F03111477

投资咨询号：Z0020376

电话：021-55007766-305167

邮箱：15696@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

截至 2023 年底，地方政府隐性债务余额高达 14.3 万亿元，税收下滑与内需不足叠加，化解难度加剧，监管盲区问题凸显，成为中国财政治理的重大挑战。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会审议通过“新增 6 万亿+安排 4 万亿+自然到期 2 万亿”组合拳式方案，标志着中国新一轮地方政府隐性债务化解进入全面实施阶段。

第一轮（2015-2018）：置换债务。第一轮化债在 2014 年地方债务余额达到 15.4 万亿元的背景下实施，通过发行 12.2 万亿元低成本债券，置换高成本债务，成功将融资成本从 8%-12%降至 3.5%-4%，每年节省约 2000 亿元利息支出，并延长债务期限，缓解短期偿债压力。这一政策优化了债务结构，提高了财政可持续性，为经济平稳运行提供支持。

第二轮（2019）：隐性债务减量试点探索。第二轮隐性债务化解聚焦“市场化”和“属地化”，通过放宽银行贷款和债券发行等手段，支持地方政府稳定资金链。虽然取得一定进展，但地区差异仍显著，部分地区依赖中央支持。2019 年全年，贵州、湖南、内蒙古、云南、辽宁、江苏、甘肃七省共发行置换债 29 只，总规模 1579 亿元，占置换债总额的 14%。

第三轮（2020-2022）：特殊再融资债。2020 年 12 月到 2022 年 6 月，财政部启动第三轮隐性债务化解，扩大试点并在广东、上海、北京等地实施“全域无隐性债务”试点。通过特殊再融资债券减轻财政负担，推动“隐性债务清零”。第一阶段发行 6278 亿元债券，第二阶段发行 5041.8 亿元债券。

第四轮（2023-至今）：经济增速放缓与多重挑战并存。2024 年第三季度 GDP 增速降至 4.6%，房地产市场低迷导致土地出让收入同比下降 22.9%，税收减少和融资需求疲软加剧地方财政压力，隐性债务无序增长凸显监管盲区。在内需不足、信贷受限和债务高企的多重压力下，中国经济亟需通过激发内需和优化债务结构实现可持续复苏。**化债政策：“6+4+2”方案：**2024 年 11 月，财政部推出了规模达 12 万亿元的债务化解计划。包括：6 万亿元新增债务限额，4 万亿元专项债置换隐性债务，以及 2 万亿元棚户区改造债务按原合同偿还。此政策旨在通过短期减负、中期优化和长期稳健化解债务压力。**政策影响：**1) 银行板块，化债政策将改善银行资产质量，提振市场信心，推动不良贷款率继续下降。2) 基建板块：资金流动性提升，基础设施建设（如水利、交通）将获得更多资金支持，有利于建筑行业的资产质量提升。3) 债市：化债将优化地方政府债务结构，减少风险溢价。城投债市场预计短期内信用利差收窄，长期有望稳步回升。



一、背景概述

近年来，地方政府隐性债务问题持续受到广泛关注，已成为中国经济和财政治理中的重要挑战。截至2023年底，全国隐性债务余额已达到14.3万亿元。这些债务主要源于过去地方融资平台的快速扩张和地方基建项目的资金需求。部分地区因债务累积过多，面临着沉重的利息负担，甚至存在债务违约的风险。在当前经济环境下，地方政府面临税收收入下降、土地出让收入减少以及内需不足等多重压力，进一步加剧了财政收支失衡的局面。由于隐性债务往往未纳入正式财政预算，并且其规模和风险难以全面监控，监管盲区问题也愈加突出，给政府的财政治理带来了更大的挑战。今年来，国民经济恢复力度较弱，货币政策陷入流动性陷阱，对经济刺激效果较弱。积极的财政政策收入来源受到较大的制约，一方面经济力度较弱，本身制约了政府税收。为了刺激经济稳定，财政政策降低税费为企业、居民减负，导致政府收入减少。同时国内房地产持续低迷，地方政府卖地收入锐减。收入来源的锐减消耗地方政府财政政策的能力，地方隐形债务是国内系统性风险的隐忧。一方面隐形债务本身并不具有直接债务义务，形成一种“默认地方政府”隐含担保的经济循环体系，一旦债权人对隐形债务形成信用崩溃，将会打击整个地方政府项目运作模式。在短期内，地方政府项目循环运作主体并未改变，将隐形债务显性化，公开化，透明化，降低市场对隐形债务的信心担忧，从而促使相关项目能持续运行。

为防范系统性风险并促进经济稳定增长，党中央和国务院高度重视地方债务问题的解决。2024年11月8日，全国人大常委会批准的“6+4+2”万亿元地方政府债务置换政策组合拳，标志着近年来最大力度的地方债务化解措施。三大主要部分包括：1) 批准新增6万亿元地方政府债务限额，直接补充地方化债资源2) 从2024年开始，每年安排8000亿元地方政府专项债券，累计置换4万亿元隐性债，推动地方债务置换规模达到10万亿元；3) 对2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，继续按原合同偿还。

财政部部长蓝佛安，在11月8日表示，这一轮化债政策是一项靶向精准的“及时雨”，通过降低债务利率、优化债务结构和释放财政资源，显著缓解地方财政压力，为发展经济和改善民生腾出更多空间，同时提振经营主体信心，巩固基层“三保”。这一政策标志着地方债务治理从应急处置向主动化解的转变，具有推动经济平稳运行和结构优化的重要意义。通过三项措施的协同发力，预计到2028年，地方政府需消化的隐性债务总额将从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化的债务额度从2.86万亿元减少至4600亿元，不到原来的六分之一，大幅缓解地方政府的化债压力。这一政策组合不仅增加地方化债资源总额至10万亿元，更显著减轻短期债务负担，提高地方财政的透明度和可持续性，为经济社会长远发展奠定坚实基础。

2024年12月25日，国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见：进一步规范地方政府专项债的用途，更加具有指导性。

(一) 实行专项债券投向领域“负面清单”管理。将完全无收益的项目，楼堂馆所，形象工程和政绩工程，除保障性住房、土地储备以外的房地产开发，主题公园、仿古城（镇、村、街）等商业设施和一般竞争性产业项目纳入专项债券投向领域“负面清单”，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金（《地方政府专项债券禁止类项目清单》详见附件1）。专项债券依法不得用于经常性支出，严禁用于发放工资、养老金及支付单位运行经费、债务利息等。负面清单制度将会明确了地方专项债务的投向领域，避免了有限资源的浪费。

(二) 扩大专项债券用作项目资本金范围。在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，将信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新



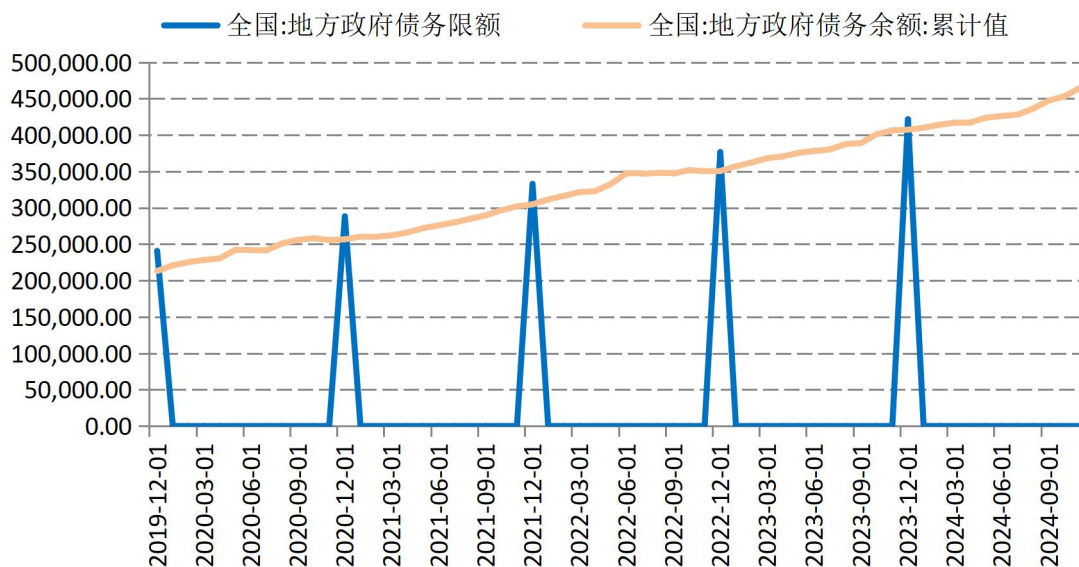
兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施，高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改造，以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等纳入专项债券用作项目资本金范围（《地方政府专项债券可用作项目资本金的行业》详见附件2）。提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。

二、财政收支压力加大，化债迫在眉睫

近年来，地方政府面临的财政压力显著加剧，尤其是土地出让收入的持续下滑。土地财政一直是地方政府财政收入的重要支柱，而随着房地产市场的持续低迷，土地市场需求和交易量大幅下滑，导致地方土地出让收入出现断崖式下降。从2021年开始，土地出让收入显著下滑，从2021年的84,897.67亿元降至2022年的65,326.00亿元，再降至2023年的56,633.68亿元；并且，2024年1-10月的土地转让收入同比下降22.9%，仅为26,971亿元。这一趋势直接削弱了地方政府在基建投资、公共服务和其他必要支出上的能力，造成了财政收支的巨大压力。

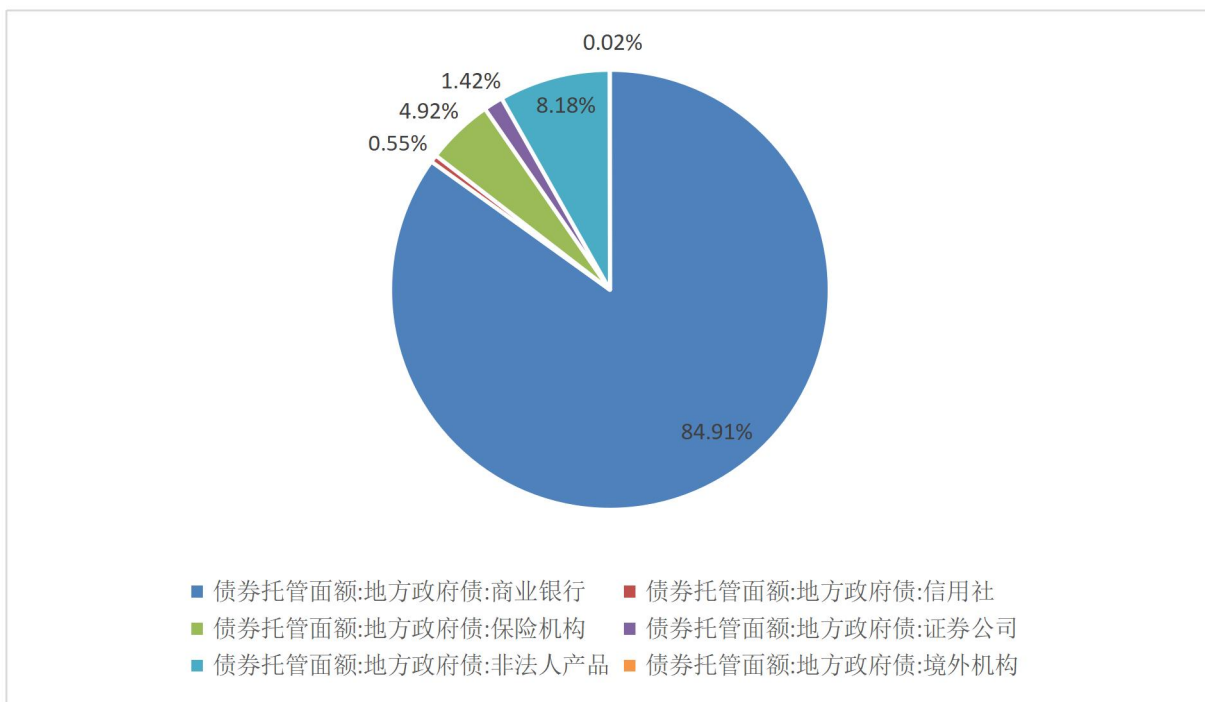
在债务限额方面，2023年地方政府限额421674.3亿，截止到2024年5月地方政府债务余额累计423838亿，超过了地方政府限额，占债务余额110.27%。在地方债银行间存量方面，商业银行持有最大比例地方债，占比为84.91%，保险机构占比4.92%，非法人产品为8.18%，证券公司占比1.42%，信用社为0.55%。地方债务最大的投资者是商业银行，如果提高地方债务限额，商业银行是其最大存量持有者。

图1 地方政府债务限额以及累计债务



数据来源: Choice 国信期货

图2 地方政府债务存量主要持有机构



数据来源: Choice 国信期货

与此同时,税收收入的下降进一步加剧了财政困境。根据财政部的数据,全国税收收入在 2024 年 1-10 月的全国税收收入 150,782 亿元,同比下降 4.5%,其中企业所得税 3.8 万亿元,同比下降 2.9%,个人所得税 1.2 万亿元,同比下降 3.9%。这反映出经济整体增长疲软,企业和居民的消费、生产活动不足,直接影响了税收收入的稳定性。税收收入的下滑意味着地方政府无法依赖传统的稳定收入来源来支撑其财政支出,进一步加大了财政收支的压力。

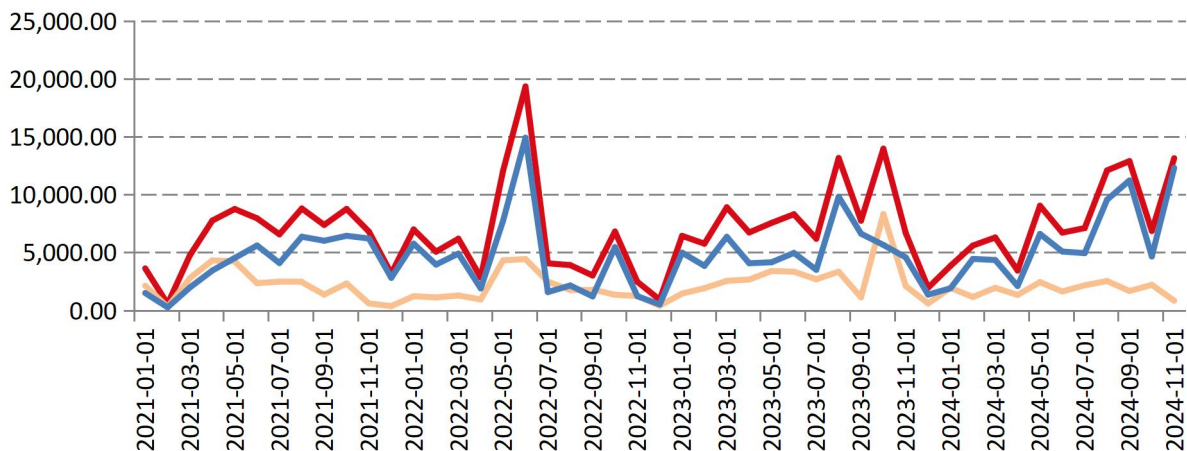
在这种背景下,地方政府转而依赖非税收入来填补收入缺口。2024 年 1-10 月,非税收入同比增长 15.3%,达到 34,199 亿元,显示出地方政府在税收收入不足的情况下,通过增加非税收入来应对财政缺口。这些非税收入主要来自于罚款、收费、国有资产处置等方面,虽然短期内能够缓解财政压力,但由于这些收入具有较强的波动性和不可持续性,它们无法为地方财政提供长期稳定的支持。因此,非税收入的上升虽然在一定程度上缓解了财政困境,却也暴露出地方财政收入结构的不稳定性。

土地出让收入的持续下降、税收收入的疲软以及对非税收入的依赖,形成了地方政府财政收支的恶性循环。地方政府的财政收入越来越依赖于不稳定的非税收入来源,且土地财政的萎缩使得基建投资等公共支出面临更大的困难。地方新发债务方面,2024 年一般债务发行较为平稳,月均 1800 亿附近,专项债成为地方政府债务的主要来源,月均高达 6500 多亿。

图 3 地方政府债务



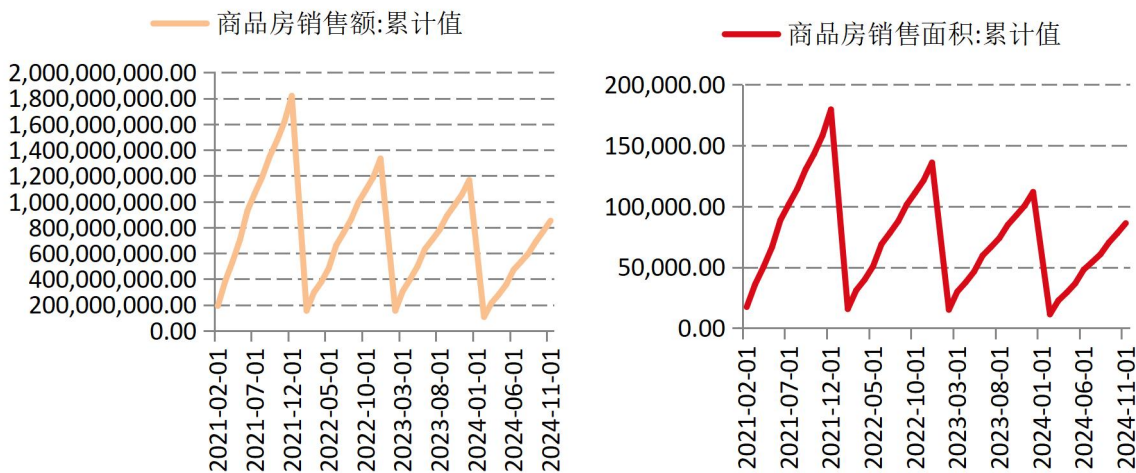
— 全国:发行地方政府债券:当月值
— 全国:发行地方政府债券:一般债券:当月值
— 全国:发行地方政府债券:专项债券:当月值



数据来源: Choice 国信期货

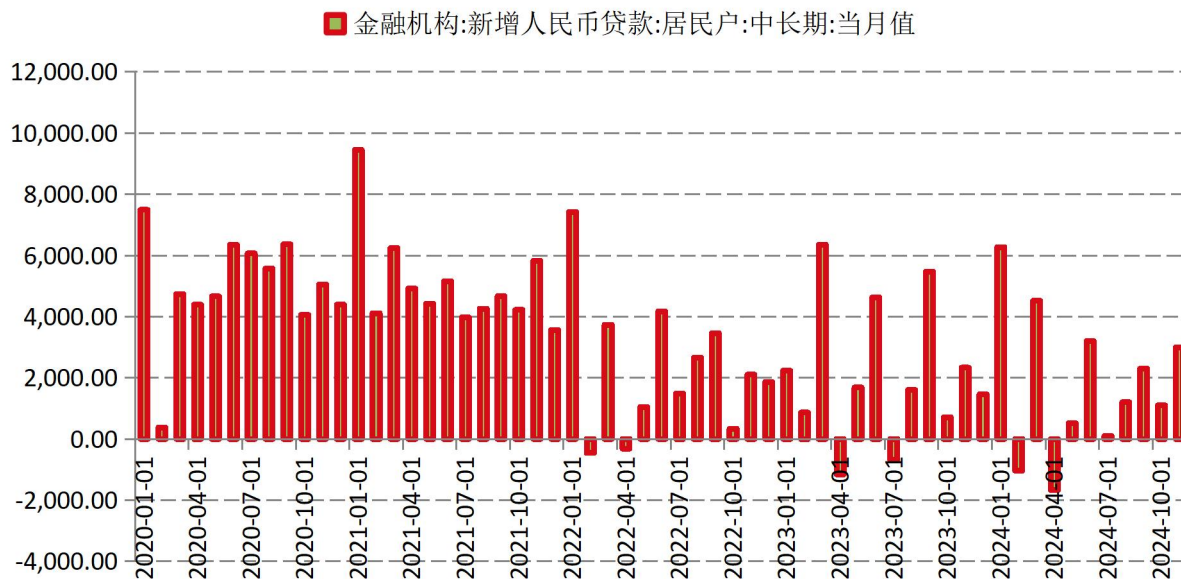
从土地出让收入预期来看,近三年,商品房销售额呈现大幅下滑状态,2022年商品房销售额累计133307亿,同比下滑高达26.7%,2023年商品销售额进一步下滑116622亿,同比12.5%,截止到2024年11月份数据,商品销售额85124亿,同比下滑再度重返19%。商品房销售额持续低迷,意味着地方政府土地出让金收入预期并不乐观。从商品房购买的动力稳定性来看,新增人民币贷款居民户中长期一般认为是居民投资买房,2021年之前,新增人民币贷款居民户中长期月均在4000亿以上,几乎维持稳定。2021年之后,新增人民币贷款居民户中长期变得不稳定,月均低于2000亿,且出现为负的状况。商品房预期较为谨慎,入地出让金预期并不乐观。

图4 商品房销售



数据来源: Choice 国信期货

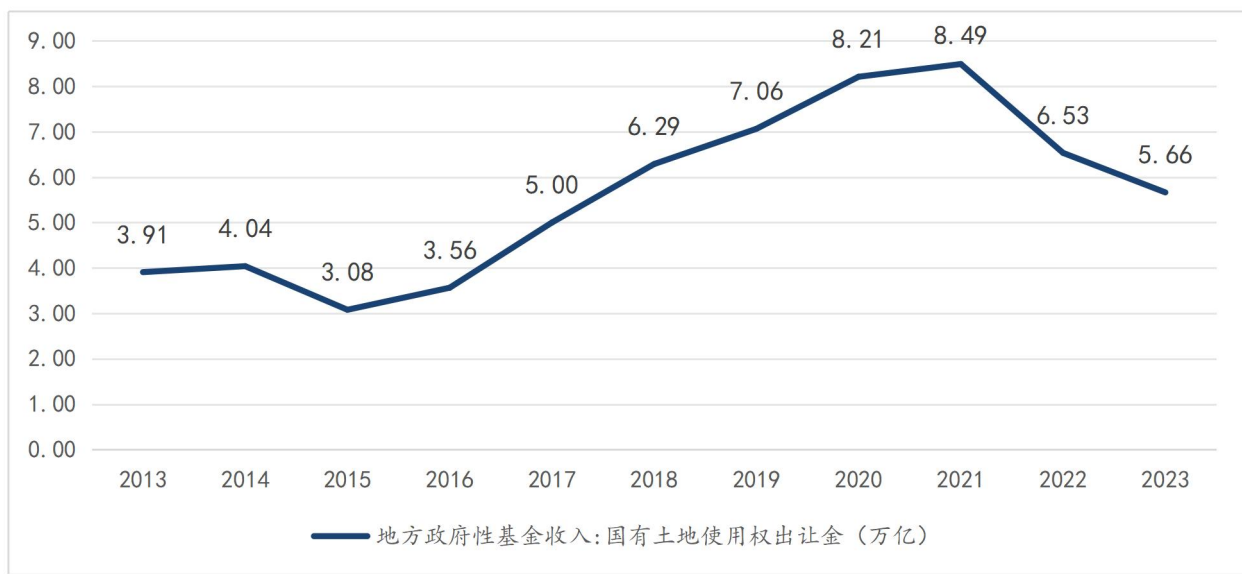
图5 新增人民币贷款中长期居民户



数据来源: Choice 国信期货

杠杆率的进一步提升对地方政府财政压力的加剧。从2013年至2020年,居民、地方政府及实体经济部门的杠杆率总体呈现稳步增长态势。居民部门的杠杆率从2013年3月的31.1%上升至2020年3月的59.7%,年均增速约为4个百分点;但在2020年后,增速显著放缓,仅从59.7%增长至2024年3月的64.0%,年均增速降至约1个百分点。这种放缓反映出居民的借贷需求未能有效释放,消费疲软进一步抑制了经济活力。地方政府的杠杆率则从2013年3月的18.6%增长至2020年3月的23.3%,增速较为平稳,但自2020年后加速攀升至2024年3月的32.8%,显示出地方政府在应对财政收入增长乏力时对债务融资的高度依赖。与此同时,实体经济的杠杆率从2013年的196.1%上升至2020年的259.3%,尽管2020年后增长至294.8%,但增速趋于放缓,进一步印证了企业投资需求疲弱的趋势。总体来看,2020年成为杠杆率变化的分水岭,居民和企业的消费及投资意愿不足,使得地方政府在弥补财政缺口时面临更大的压力。消费和投资需求的低迷,不仅限制了经济增长,还进一步削弱了地方政府财政收入的增长能力,加重了债务偿还压力。因此,在化解隐性债务的过程中,不仅需要通过提升财政透明度和优化债务结构来降低偿债风险,更需激活居民和企业的借贷及投资需求,通过释放内需潜力来助力财政收入增长,从根本上缓解地方政府的债务压力。

图6 国有土地使用权出让金从2021年开始出现显著下滑



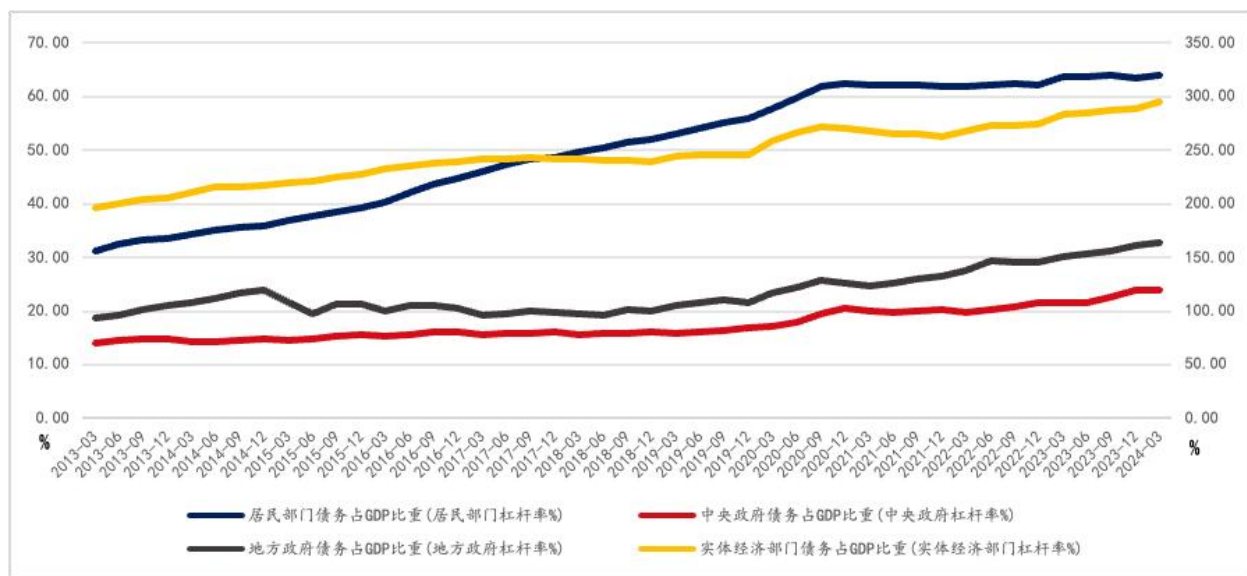
数据来源: Choice 国信期货

表 1 各部门杠杆率 (数据)

日期	居民部门债务占GDP比重(居民部门杠杆率%)	中央政府债务占GDP比重(中央政府杠杆率%)	地方政府债务占GDP比重(地方政府杠杆率%)	实体经济部门债务占GDP比重(实体经济部门杠杆率%)
2013-03	31.10	14.10	18.60	196.10
2013-06	32.40	14.50	19.30	200.30
2013-09	33.30	14.70	20.30	203.70
2013-12	33.50	14.70	21.10	205.40
2014-03	34.40	14.30	21.70	211.00
2014-06	35.20	14.40	22.40	215.80
2014-09	35.70	14.60	23.40	215.80
2014-12	36.00	14.90	23.90	217.30
2015-03	36.80	14.60	21.70	220.00
2015-06	37.70	14.80	19.60	221.40
2015-09	38.60	15.20	21.20	225.30
2015-12	39.20	15.50	21.40	227.30
2016-03	40.40	15.30	19.90	232.70
2016-06	42.10	15.70	21.10	235.90
2016-09	43.70	16.00	21.10	237.90
2016-12	44.70	16.00	20.50	238.80
2017-03	46.00	15.60	19.20	241.20
2017-06	47.20	15.80	19.50	241.90
2017-09	48.40	15.90	20.10	242.60
2017-12	48.70	16.10	19.80	241.20
2018-03	49.60	15.70	19.50	241.90
2018-06	50.50	15.80	19.20	240.70
2018-09	51.60	15.90	20.40	241.10
2018-12	52.10	16.20	20.00	239.30
2019-03	53.10	15.90	21.00	244.40
2019-06	54.20	16.20	21.50	245.10
2019-09	55.10	16.40	22.00	246.00
2019-12	55.80	16.80	21.50	245.40
2020-03	57.70	17.20	23.30	259.30
2020-06	59.70	17.80	24.50	266.40
2020-09	61.80	19.40	25.70	271.70
2020-12	62.30	20.60	25.30	270.90
2021-03	62.20	19.90	24.80	268.30
2021-06	62.10	19.70	25.30	265.80
2021-09	62.10	19.90	26.00	265.10
2021-12	61.90	20.30	26.50	262.80
2022-03	61.80	19.80	27.50	267.50
2022-06	62.10	20.30	29.40	272.50
2022-09	62.30	20.90	29.00	273.60
2022-12	62.20	21.50	29.10	274.30
2023-03	63.60	21.50	30.20	283.00
2023-06	63.60	21.50	30.60	284.10
2023-09	63.90	22.70	31.20	287.00
2023-12	63.50	23.80	32.30	288.00
2024-03	64.00	23.90	32.80	294.80

数据来源: Choice 国信期货

图 7 居民和企业的杠杆率增速逐年放缓 经济主体的借贷意愿低迷



数据来源: Choice 国信期货

三、历史回顾：三轮化债

(一) 第一轮 (2015-2018)：规范举债与债务置换

1. 经济环境：

2015年至2018年的第一轮地方债务置换政策发生在中国经济增速显著放缓和投资驱动模式遇到瓶颈的背景下。根据图表显示，2010-2014年中国国内生产总值（GDP）和全社会固定资产投资增速均呈逐年下降趋势，反映出结构性调整和增速换挡压力。

经济增速放缓。图1显示，2010年至2014年，中国GDP增速从10.38%逐步回落至8.53%，经济增速下降的背景下，传统增长动力显著减弱。与此同时，图2显示，2010年至2014年，全社会固定资产投资增速从23.76%大幅回落至15.33%。作为传统经济增长的主要引擎，固定资产投资增速的显著下降反映出地方政府投资驱动模式的瓶颈逐步显现。固定资产投资增速的回落不仅直接降低了对经济增长的拉动效应，还通过收入端的收缩进一步加剧了地方政府的债务压力，其中包括房地产投资增速放缓和土地出让收入减少对财政收入的负面影响。

图8 2010-2014年国内生产总值增速放缓

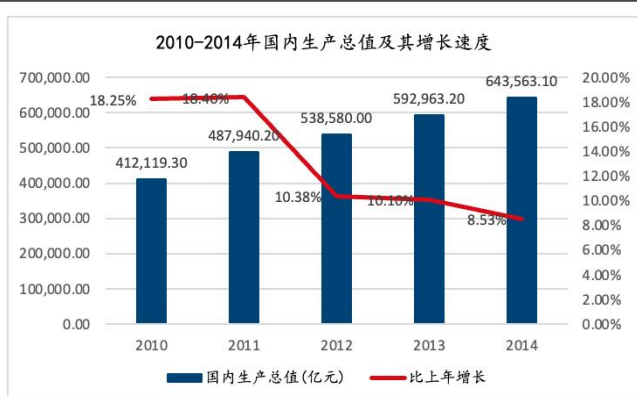
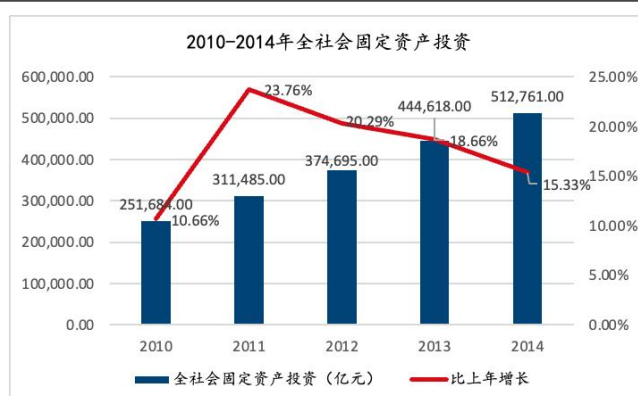


图9 2010-2014年全社会固定资产投资回落





数据：chioce 国信期货

数据：国家统计局 国信期货

截至 2014 年，全国地方政府债务余额达 15.4 万亿元，较 2010 年末增长 130%，地方政府存量债务呈现出规模大、增速快、成本高、期限短的特点，凸显出债务管理的紧迫性。从结构看，融资平台承担 39% 的债务，主要依赖低成本银行贷款（占比 51%）和 BT（建筑-转移）模式（占比 41%），地方政府债券仅占 8%，融资成本偏高。从期限看，三年内到期债务占比达 54%，逾期债务 0.9 万亿元，短期流动性压力显著。县市级政府债务合计占比 87%，中西部地区占比 56%，财政实力薄弱区域偿债风险较大。存量债务结构复杂且风险突出，具体如下：

举债主体多元化加剧风险。截至 2014 年，地方政府债务余额中融资平台占比最高，为 39%（6.01 万亿元），其次是政府部门和机构（24%）、事业单位（22%）及国有企业（15%）。融资平台作为地方政府债务的主要举债主体，其资金来源多通过低成本渠道，且偿债压力直接传导至地方财政。此外，事业单位和国有企业承担的债务比例也较高，但缺乏有效的盈利模式或稳定的偿债能力。这种多元化的举债主体结构增加了地方债务管理的复杂性，并加剧了潜在风险的扩散。

短期偿债压力突出。2015 年到期债务为 3.1 万亿元，占比 20%；2016 年和 2017 年到期债务分别为 2.8 万亿元（18%）和 2.4 万亿元（16%）。三年内到期债务合计占比 54%，超过总债务的一半。此外，0.9 万亿元的逾期债务占比 6%，显示部分地区已面临违约风险。相较之下，2018 年及以后年度到期债务为 6.2 万亿元，占比 40%，较为分散但难以缓解短期偿债压力。

融资来源结构单一化，成本偏高。2014 年地方政府债务的主要融资来源高度集中于银行贷款，占比高达 51%；其次是 BT（建设-移交）及其他低成本渠道，占比 42%。相比之下，地方政府债券仅占 8%。这种融资结构反映出地方政府对低成本资金的高度依赖，而债券等低成本融资工具的占比较低。过度依赖银行贷款和 BT 模式，不仅增加了地方政府的融资成本，还导致资金链的脆弱性加剧。

基层政府债务压力更大。2014 年县级（含乡镇）政府债务余额占比最高，为 43.5%（6.7 万亿元），其次是市级政府 42.9%（6.6 万亿元），省级政府仅占 13.6%（2.1 万亿元）。县市两级政府债务余额合计占比接近 87%，而这些层级的财政收入和经济实力往往有限，难以有效应对大规模债务负担。基层政府债务的集中分布不仅导致偿债压力明显增加，还凸显出财政体系在下层的不均衡性，成为地方债务治理的重要挑战。

区域债务分布不平衡，压力集中。2014 年地方政府债务主要集中在东部地区，占比 44%，但中部和西部地区的债务占比分别为 25% 和 31%。尽管东部地区经济发达，偿债能力较强，但中西部地区财政基础薄弱，较高的债务余额使这些地区面临较大的债务压力。这种区域分布的不均衡反映出经济发展水平差异导致的债务风险不对称问题，给全国整体债务管理带来挑战。

图 10 举债主体多元化加剧风险。

图 11 短期偿债压力突出

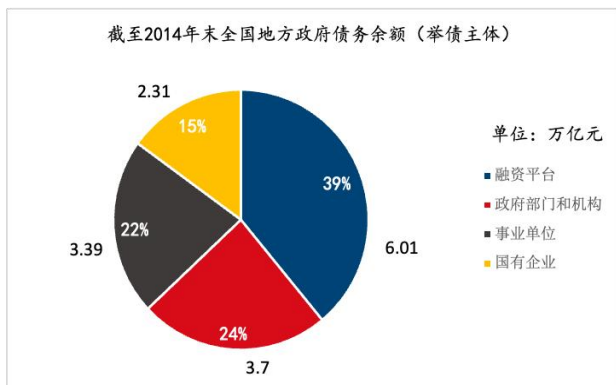


图 12 融资来源结构单一化，成本偏高

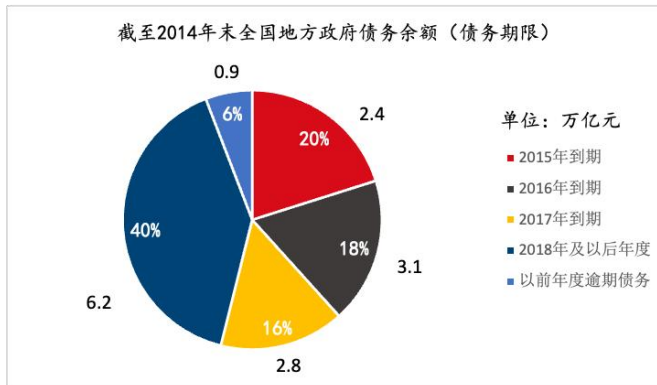


图 13 基层政府债务压力更大

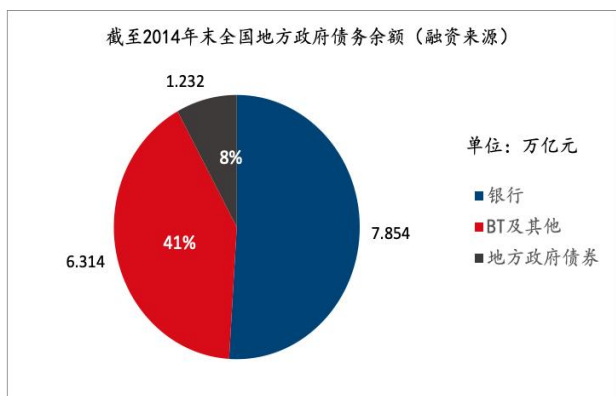
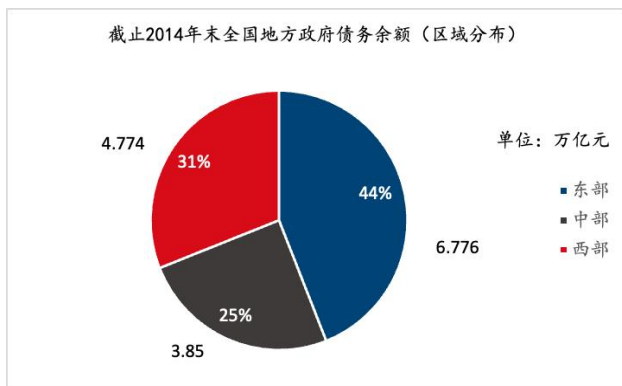
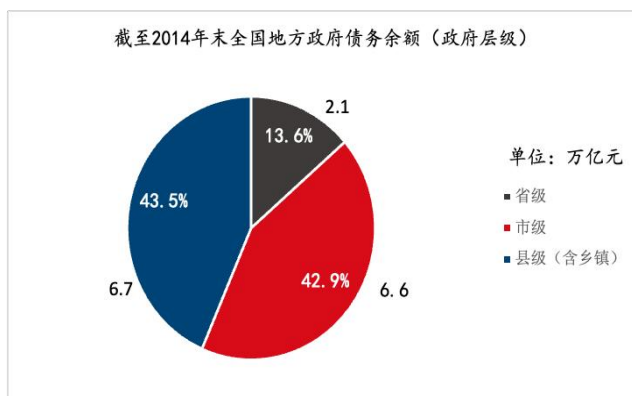


图 14 区域债务分布不平衡，压力集中



数据：中国人大网 国信期货

数据：中国人大网 国信期货

2. 化债政策及影响：

2014年8月，全国人大常委会通过了《预算法》修订案，明确允许地方政府适度举债，并对举债主体、方式、规模控制、预算管理、用途、风险控制和责任追究等方面作出规定。同年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（即“43号文”），进一步明确了地方政府债务管理的制度安排，包括赋予地方政府依法举债权限、规范举债行为、明确举债程序和资金用途，以及防范和化解债务风险等措施。

2015年至2018年，国务院实施了第一轮地方政府债务置换政策，核心是通过发行地方债券，将地方政府高成本存量债务替换为低成本债券，降低融资成本并优化债务管理方式。这一置换不计入当年的财政赤字，也不会对财政预算构成直接新增压力，仅是债务形式的调整，使地方债务管理更加规范化和透明化。2015年8月，全国人大常委会批准地方政府债务限额中，存量债务总额为15.4万亿元，其中1.06万亿元



为已发行债券，剩余 14.34 万亿元为通过银行贷款、融资平台等非债券形式举借的高成本债务，需在三年内完成置换。具体实施中，总计发行置换债券 12.2 万亿元，占 14.34 万亿非债券形式债务的 85.1%，分阶段实施，分别为 2015 年 3.24 万亿元、2016 年 4.88 万亿元、2017 年 2.77 万亿元、2018 年 1.35 万亿元。置换债券主要用于替代高利率银行贷款和 BT 模式债务，将平均融资成本从 8%-12% 降至 3.5%-4%，每年节省利息支出约 2000 亿元，同时延长债务期限，缓解短期偿债压力。此外，政策提高了地方政府债务管理的透明度和规范性，防范了债务风险。总体而言，第一轮化债政策有效降低了地方政府融资成本，增强了财政可持续性，为经济平稳运行提供了有力支持。

（二）第二轮（2019）：隐性债务减量试点探索

2019 年启动第二轮隐性债务化解的背景可以追溯至地方债务管理和经济发展的多重压力。虽然 2015 年新预算法正式实施，通过债务置换化解了 2015-2018 年间的大量存量非标债务，对地方政府债务管理发挥了积极作用，但地方政府仍通过 PPP、政府购买服务、城投融资等方式违规举债，隐性债务规模进一步扩大。2018 年下半年，中央发布《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（27 号文）和《地方政府隐性债务问责办法》，明确了隐性债务化解的任务和时间表，要求地方政府在 5 至 10 年内完成隐性债务化解。与此同时，财政部启动地方全口径债务监测工作，通过《地方全口径债务清查统计填报说明》全面摸底隐性债务。然而，由于隐性债务的认定标准和测算方法尚未统一，这轮摸底的具体规模未向外界公开。

在此基础上，2019 年的隐性债务化解进一步注重“市场化”和“属地化”原则，结合当前经济形势采取“有保有压”的策略。保的一面在于适度放松银行贷款、债券发行和专项债作为资本金的使用，支持地方政府通过借新还旧维持资金链稳定；压的一面则是全面摸底隐性债务规模，以化解存量、遏制增量为基本原则。财政部明确六种化债路径，包括通过安排财政资金偿还；出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；利用项目结转资金和经营收入偿还；合规转化为企业经营性债务；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。然而，地区间隐性债务规模和资源分布差异显著，再融资能力受信用分层影响较大，使得部分弱资质地区在隐性债务化解中面临较大挑战。在这一背景下，中央通过推动金融机构展期、借新还旧，以及将部分隐性债务显性化为地方政府债券的方式，努力缓解地方债务压力，为分层次化解债务风险提供保障。

2019 年全年，只有贵州、湖南、内蒙古、云南、辽宁、江苏、甘肃 7 省发行了置换债。据 Wind 统计，7 省合计发行 29 只置换债，规模为 1579 亿元，置换债占比 14%。其中西部地区如贵州和内蒙古的置换债比例较高（分别为 28% 和 18%），反映出高杠杆投资导致的隐性债务压力。而江苏占比最小，占 5%。

2019 年第二轮隐性债务化解在推动存量债务显性化、遏制增量债务扩张方面取得了一定成效，各地通过置换债券、专项债及多元化解路径缓解了短期偿债压力。然而，区域间化债能力的不平衡依然突出，部分债务压力较大的地区在自身资源不足的情况下，仍需依赖中央政策支持和金融机构展期缓冲。

表 2 2019 各省置换债情况

省	一般债券（亿元）		专项债券（亿元）		地方债发行 总规模	置换债发 行总规模	置换债 占比	区域
	置换债券	一般债发行 总额	置换债券	专项债券 总额				
贵州省	167	968	216	379	1347	383	28%	西南
湖南省	159	1209	206	1351	2560	365	14%	中南
内蒙古	99	792	129	442	1234	228	18%	西北



云南省	99	734	127	754	1488	226	15%	西南
辽宁省	73	684	94	416	1100	167	15%	东北
江苏省	0	685	150	2167	2852	150	5%	华东
甘肃省	26	375	34	402	777	60	8%	西北
合计	623	5446	956	5911	11357	1579	14%	

数据：Wind 国信期货

（三）第三轮（2020-2022 年）：推动隐性债务清零

2020 年 12 月到 2022 年 6 月，财政部启动了第三轮地方政府隐性债务化解工作，进一步扩展了隐性债务化解试点，并在多个经济发达地区实施“全域无隐性债务”试点。这一轮化债工作通过发行特殊再融资债券，为地方政府偿还隐性债务，旨在减轻地方财政负担，并规范地方债务管理。与前两轮相比，第三轮化债在规模和覆盖面上都有了显著扩大，尤其是在经济发达的广东、上海和北京等地，推动了“隐性债务清零”的进程。

在这一过程中，债务化解的工作分为两个阶段。第一阶段从 2020 年 12 月开始，财政部将建制县隐性债务化解试点的范围扩展至 26 个省市，试点地区通过发行特殊再融资债券偿还债务。2020 年，这一阶段共发行了 6278 亿元特殊再融资债券，其中一般债券为 3387 亿元，占比 54%，专项债券为 2891 亿元，占比 46%。这一举措有效推动了地方政府债务的规范化，缓解了部分地区的财政压力。

进入第二阶段后，政府进一步推动北上广等地实施“全域无隐性债务”试点。自 2021 年 10 月起，广东、上海和北京相继开展了这一试点，目标是全面清理这些地区的隐性债务，并为其他地区提供可复制的经验。在 2021 年 10 月至 2022 年 12 月期间，这三个地区发行了大量的特殊再融资债券，具体为：北京 3252.3 亿元，上海 654.8 亿元，广东（含深圳）1134.8 亿元。三地累计发行特殊再融资债约 5041.8 亿元。通过这一阶段的努力，北京、上海和广东的多个区宣布成功实现了“全域无隐性债务”。

根据企业通的数据，第三轮化债的政策力度逐年加大，特别是在 2021 年，特殊再融资债券的发行规模达到了高峰。2020 年，特殊再融资债券的发行规模为 949 亿元，而 2021 年则猛增至 8171 亿元，2022 年为 2200 亿元。这一趋势反映了地方政府债务压力的集中爆发，同时也展示了财政部在化债过程中加大资金投入的决心。

表 3 2021/10-2022/12 各省发布特殊再融资债券情况



序号	地区	再融资发行(亿)	用于偿还债券(亿)	用于偿还债务(亿)	偿还债务/再融资发行(%)	地方债发行(亿)	偿还债务/地方债发行(%)
1	总计	31,623.67	26,581.85	5,041.82	15.94	92,227.16	5.47
2	北京市	3,748.97	496.70	3,252.27	86.75	4,978.25	65.33
3	天津市	757.93	757.93		-	1,988.90	-
4	河北省	792.82	792.82		-	4,488.20	-
5	山西省	474.36	474.36		-	1,707.60	-
6	内蒙古	1,007.61	1,007.61		-	1,663.42	-
7	辽宁省	1,262.13	1,262.13		-	1,823.05	-
8	大连市	354.79	354.79		-	546.79	-
9	吉林省	601.79	601.79		-	1,718.78	-
10	黑龙江省	500.89	500.89		-	1,293.37	-
11	上海市	1,021.10	366.30	654.80	64.13	1,802.10	36.34
12	江苏省	1,791.63	1,791.63		-	4,504.45	-
13	浙江省	1,597.50	1,597.50		-	5,099.90	-
14	宁波市	225.75	225.75		-	674.75	-
15	安徽省	861.93	861.93		-	2,964.97	-
16	福建省	524.66	524.66		-	2,363.58	-
17	厦门市	180.30	180.30		-	571.30	-
18	江西省	577.88	577.88		-	3,591.98	-
19	山东省	1,411.39	1,411.39		-	5,218.92	-
20	青岛市	177.22	177.22		-	818.32	-
21	河南省	1,252.67	1,252.67		-	4,406.45	-
22	湖北省	931.37	931.37		-	4,038.86	-
23	湖南省	1,157.72	1,157.72		-	3,911.08	-
24	广东省	2,423.25	1,336.70	1,086.55	44.84	7,672.57	14.16
25	深圳市	102.08	53.88	48.20	47.22	848.47	5.68
26	广西	828.66	828.66		-	2,102.31	-
27	海南省	313.70	313.70		-	960.25	-
28	重庆市	649.80	649.80		-	2,875.42	-
29	四川省	1,323.93	1,323.93		-	5,197.67	-
30	贵州省	1,610.96	1,610.96		-	2,321.78	-
31	云南省	1,266.39	1,266.39		-	3,012.06	-
32	西藏	64.67	64.67		-	195.40	-
33	陕西省	701.33	701.33		-	2,312.52	-
34	甘肃省	321.89	321.89		-	1,676.17	-
35	青海省	219.50	219.50		-	599.84	-
36	宁夏	179.42	179.42		-	338.40	-
37	新疆	405.68	405.68		-	1,939.28	-

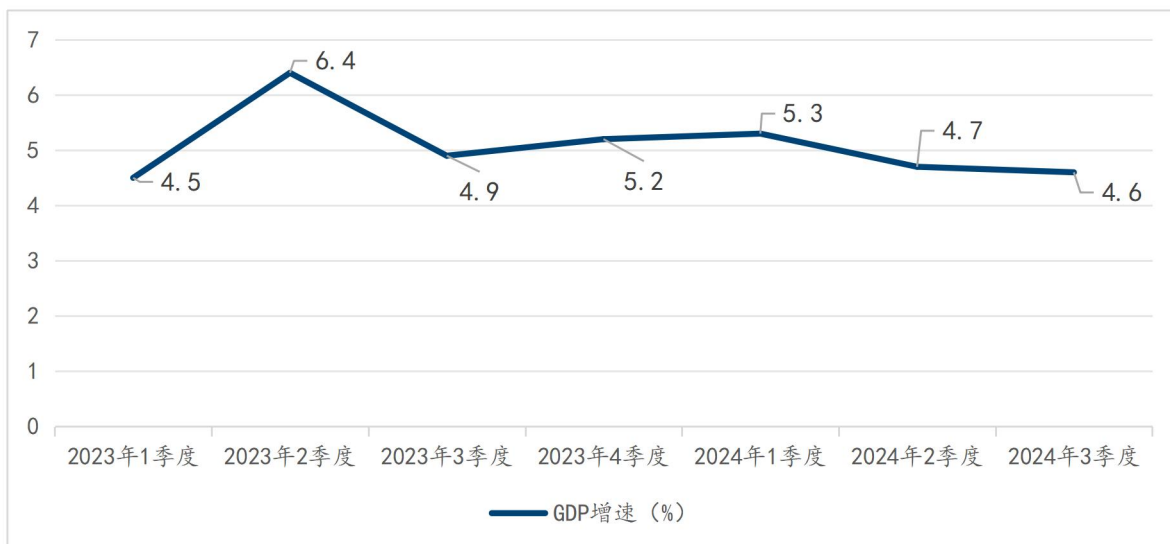
数据来源：企业预警通 国信期货

四、第四轮化债的政策框架

(一) 当前经济困境：

经济增速放缓：中国的经济增长进入“新常态”，增速持续放缓。在全球经济不确定性增加、国内需求不足的背景下，经济增长由高速增长转为中高速增长。2024 年第三季度的 GDP 增长率为 4.6%，增幅比前一季度收窄，低于预期。

图 15 2024 年三季度 GDP 增速放缓



数据：国家统计局 国信期货

房地产市场低迷。根据财政部发布的2024年10月财政收支情况的数据，2024年1-10月的全国国有土地使用权出让收入收入26971亿元，同比下降22.9%。这一趋势在土地市场的各项指标中体现得尤为明显，特别是在一线和二线城市，房地产市场的供需矛盾加剧，导致土地成交量大幅下降。例如，核心24个城市的住宅用地成交规模同比下降了38%，其中广州和深圳的土地成交量大幅减少。这一方面表明房地产开发商因去化压力和市场不确定性对土地的购买热情下降，另一方面，也反映出地方政府的财政模式过度依赖土地出让收入，正在遭遇严峻挑战。

此外，房地产相关税收也受到影响，契税和土地增值税分别同比下降了12%和7.8%。这些税收收入的下降进一步压缩了地方政府的财政空间，导致政府不得不通过增加债务来填补财政赤字。房地产市场的疲软直接影响了地方政府的财政收入，这种压力推动地方政府加大借债力度，进而引发了隐性债务的无序增长，进一步加剧了监管盲区的问题。

融资需求疲软。据央行统计数据，2024年前十个月，社会融资规模增量累计27.06万亿元，同比减少4.13万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款减少4.32万亿元、外币贷款减少2773亿元，企业债券净融资同比减少736亿元，非金融企业股票融资减少5077亿元。

图11显示，2023年社会融资规模存量增速降至9.5%，较2022年的9.6%继续回落，表明融资需求整体疲软。居民和企业的借贷意愿下降，房地产市场低迷以及地方政府隐性债务水平的约束，使得信贷扩张空间受到限制。同时，为化解地方政府隐性债务，信贷资源更多被用于偿还存量债务，而非支持新增投资项目，从而压制了社会融资规模的增速回升。这一趋势揭示了高债务环境下内生经济增长动力的不足。

图12展示了2024年人民币新增贷款的显著波动性。2024年1月贷款规模达到4.92万亿元，但在随后的月份中，贷款规模大幅波动，例如4月降至7300亿元，7月进一步降至2600亿元，10月人民币新增贷款为5000亿元。这种波动性反映了经济活动的不均衡以及融资需求的阶段性变化。部分月份贷款低迷可能与经济活动放缓、企业投资意愿不足以及信贷政策趋紧有关。此外，地方政府高企的隐性债务压力限制了新增信贷资源的投放，进一步加剧了信贷资源分配的不均。

综合来看，当前中国经济面临融资需求疲软、信贷资源分配受限以及高隐性债务压力的多重挑战。要改善这一局面，需要通过政策引导激发内需活力，稳定信贷投放，同时推进隐性债务的透明化与显性化，优化债务结构，从而提升社会融资效率并推动经济增长。

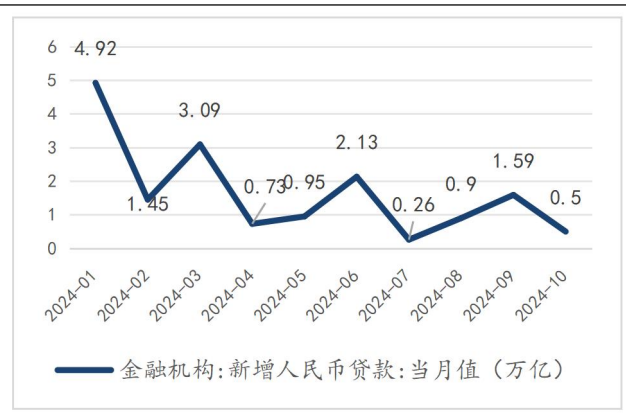


图 16 2024 年社会融资规模存量增速放缓



数据: Chioce 国信期货

图 17 2024 年部分月份新增人民币贷款低迷



数据: Choice 国信期货

(二) “6+4+2”万亿元!

10月12日,财政部拟推出化债政策,11月8日,全国人大常委会审议通过“**新增6万亿+安排4万亿+自然到期2万亿**”组合拳式方案,标志着中国新一轮地方政府隐性债务化解进入全面实施阶段。本轮化债规模总计达到12万亿元,其中包括三大组成部分:1)全国人大常委会批准新增6万亿元地方政府债务限额2)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,累计置换隐性债务4万亿元,,直接补充地方化债资源至10万亿;;3)2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元将按原合同偿还。这种“6+4+2”的结构设计体现了政策的系统性与层次性:6万亿元新增债务限额为主要资源保障,4万亿元新增专项债置换形成中期支持,2万亿元原合同偿还则确保契约精神不被破坏,从而实现短期减负、中期优化和长期稳健的综合化解目标。

表 4:2024 年 10 月 12 日、11 月 8 日新闻发布会内容

	内容	2024 年 10 月 12 日国新办发布会	2024 年 11 月 8 日人大会议
1	化债政策	2024 年以来,经履行相关程序,财政部已经安排了 1.2 万亿元债务限额支持地方化债。拟一次性增加较大规模债务限额置换隐性债务,这将是近年来力度最大的化债措施,待履行法定程序后公布。	全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额
2	专项债安排	每年新增专项债部分专门用于化解存量政府投资项目债务。	从 2024 年开始,连续五年每年安排 8000 亿元专项债券,累计置换隐性债务 4 万亿元。
3	棚户区改造隐性债务偿还	未提及	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。
4	高压监管	坚持“零容忍”态度,严查新增隐性债务,发现一起查处一起。	强化监测、预算约束与问责机制,持续保持“零容忍”高压态势。
5	政策效应	大幅减轻地方化债压力,释放资源用于经济发展与基层“三保”(保基本民生、保工资、保运转)。	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,平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元。估算

5 年可节约 6000 亿元利息支出，释放资源用于投资、消费与经济发展，助力经济结构调整。

数据来源：中国政府网 国信期货

（三）影响

1. 权益市场：

1.1 银行板块：

2024 年起步年的直接影响。2024 年作为化债计划的起步年，新增置换额度达 2.0 万亿元，专项债化债额度为 0.8 万亿元，总计 2.8 万亿元。这一大规模资金安排预计对银行资产质量改善起到显著作用。不良贷款率已从 2020 年第三季度的 1.96% 降至 2024 年第三季度的 1.56%，这一趋势在化债政策的支持下有望持续。此外，地方债务风险的缓释将提振市场对银行板块的信心，助力银行板块迎来阶段性估值修复。

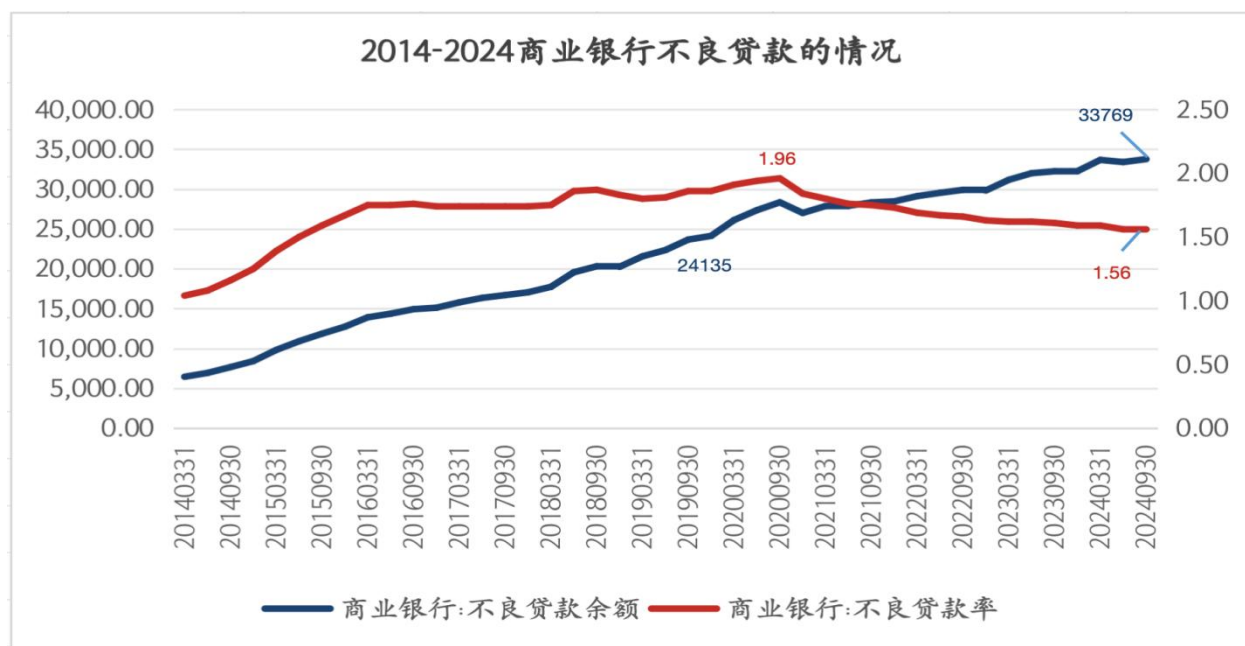
中长期影响与政策预期。尽管化债政策为银行缓解地方债务风险、支持资产质量改善提供了重要抓手，但不良贷款余额从 2020 年第一季度的 24135 亿元 增至 2024 年第三季度的 33,769 亿元，显示存量风险的化解仍需时间。对于 2024 年的化债推进，其进一步深化将优化银行对高风险资产的敞口，并降低信用成本，但政策效果的全面显现仍有赖于地方政府的落实力度和外部经济环境的稳定，银行盈利能力的提升预计将在中长期内逐步实现。

表 5 2024-2028 每年化债资源安排

年份	2024	2025	2026	2027	2028
新增置换额度（万亿元）	2.0	2.0	2.0		
专项债化债额度（万亿元）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
合计（万亿元）	2.8	2.8	2.8	0.8	0.8

数据：中国政府网 国信期货

图 18：2014-2024 商业银行不良贷款的情况



数据来源: Choice 国信期货

1.1. 基建板块:

根据国家统计局数据显示,2024年1—10月全国固定资产投资同比增长3.4%,其中第二产业增速高达12.2%,建筑安装工程的增速为3.6%。尤其是在基础设施相关行业,水利、环境和公共设施管理业的整体增速为3.1%,其中水利管理业增速达到37.9%,远高于其他行业。这反映出政府在基础设施建设,特别是在水资源管理和防灾减灾领域的投资需求强劲。

化债政策的出台预计将对建筑行业产生积极影响,尤其是在资金流动性和资产质量改善方面。根据中国建筑股份有限公司2024年第三季度报告,建筑行业应收账款达到3604.42亿元,同比大幅增长39.9%,反映出行业资金回流压力较大。化债政策通过化解地方政府隐性债务,释放更多资金用于基建,预计2024年地方债务置换规模将达2.8万亿元,其中部分资金将直接投向交通、水利等关键领域,有助于改善建筑企业的回款情况,减轻应收账款压力,从而提升行业资产质量。此外,地方政府在减少高利率债务后,或将增加对基建项目的资金支持,这将显著利好建筑行业。

在地产销售回暖的背景下,建筑行业资产的重新估值也将受到正向带动,但这一趋势需以房地产开发商的投资回暖为前提。同时,化债政策减少地方政府约6000亿元利息支出,释放了更多资金用于经济发展、基建投入和公共服务。未来,随着财政赤字政策和专项债支持力度加大,专项债使用范围可能进一步扩大,并增加地方转移支付,这将为建筑行业提供更强劲的市场需求和投资动力。

2. 债市:

2.1. 国债

2024年以来,国内经济恢复力度较弱,国内金融机构尤其是中长期资金形成一致性预期,国债“供不应求”,主动投资和积极投机交织因素导致国债到期收益率连创新低。在中央经济工作会议定调2025年适度宽松的货币政策之后,国债到期收益率进一步快速下滑。央行在公开市场操作方面,国债买卖业务8-12月持续净买入国债。地方政府债务限额提高,有利于扩大低风险资产范围,增加市场供给,缓解国债供不应求的局面。



2.2. 利率债：

化债政策通过优化地方政府债务结构、减轻财政负担，预计将在短期内对利率债（特别是国债）产生一定影响。短期内，由于大规模债务置换的发行，尤其是偿还节奏的不确定性，可能会对流动性产生扰动，导致市场对地方债务风险的重新评估，进而推高地方债和相关利率债的风险溢价，使得收益率短期内小幅上行。尽管如此，随着化债政策逐步推进，地方政府偿债能力得到改善，债务结构优化，市场信心逐步回升，预计长期来看，利率债收益率将趋于下降。2024 年，地方政府债务置换规模预计将达到约 2.8 万亿元，进一步缓解债务风险，并有望降低市场的风险溢价，从而推动利率债收益率回落。

2.2. 信用债：

化债政策对城投债的影响主要体现在信用风险溢价的收窄和市场信心的提振方面。首先，化债政策通过减轻地方政府隐性债务的压力，强化了地方政府对融资平台的支持，进而增强了城投平台的偿债保障。这一变化使得市场对城投债的信用风险预期得到改善，从而降低了城投债的信用利差。历史数据显示，在 2015-2018 年化债期间，10 年期城投债信用利差从 300 基点以上显著收窄至约 100 基点，反映出市场对城投债信用风险的重新评估。

短端信用利差：持续收窄。随着 2024 年化债政策的推出，预计城投债的信用风险溢价将在中短期继续收窄。根据政策安排，2024-2026 年每年将置换约 2 万亿元的隐性债务，其中大部分将涉及城投平台的债务。化债政策通过减轻地方政府的隐性债务压力，强化对融资平台的支持，增强了城投平台的偿债保障。短期内，这种支持将提升市场对城投债的信心，特别是信用评级较低的区域和短久期城投债，预计 1 年期信用利差将继续收窄。

长端信用利差：先扩后稳。在短期内，债务置换规模的增加可能带来一定的供给压力，特殊债务和再融资债的大量发行或将推高市场的流动性需求，导致 10 年期信用利差阶段性扩大。然而，从中长期来看，随着化债政策的实施，地方政府对城投平台的隐性担保将显著增强，其偿债能力得到更强支撑，信用风险溢价将在未来逐步收窄。

2024 年的化债政策将通过隐性债务置换和隐性担保强化，进一步提升市场对城投债的信心，推动短端信用利差显著收窄，长端利差则呈现先扩后稳的趋势。短期内，市场可能受到供给压力的影响，但从中长期看，政策的实施将降低地方政府的债务风险，推动城投债市场稳步向好。投资者应重点关注高评级和短久期城投债，同时警惕低评级平台的信用分化风险。

图 19：2014-2024 城投债信用利差情况



数据来源: Choice 国信期货



五、总结

截至 2023 年底，地方政府隐性债务余额高达 14.3 万亿元，税收下滑与内需不足叠加，化解难度加剧，监管盲区问题凸显，成为中国财政治理的重大挑战。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会审议通过“新增 6 万亿+安排 4 万亿+自然到期 2 万亿”组合拳式方案，标志着中国新一轮地方政府隐性债务化解进入全面实施阶段。

第一轮（2015-2018）：置换债务。第一轮化债在 2014 年地方债务余额达到 15.4 万亿元的背景下实施，通过发行 12.2 万亿元低成本债券，置换高成本债务，成功将融资成本从 8%-12%降至 3.5%-4%，每年节省约 2000 亿元利息支出，并延长债务期限，缓解短期偿债压力。这一政策优化了债务结构，提高了财政可持续性，为经济平稳运行提供支持。

第二轮（2019）：隐性债务减量试点探索。第二轮隐性债务化解聚焦“市场化”和“属地化”，通过放宽银行贷款和债券发行等手段，支持地方政府稳定资金链。虽然取得一定进展，但地区差异仍显著，部分地区依赖中央支持。2019 年全年，贵州、湖南、内蒙古、云南、辽宁、江苏、甘肃七省共发行置换债 29 只，总规模 1579 亿元，占置换债总额的 14%。

第三轮（2020-2022）：特殊再融资债。2020 年 12 月到 2022 年 6 月，财政部启动第三轮隐性债务化解，扩大试点并在广东、上海、北京等地实施“全域无隐性债务”试点。通过特殊再融资债券减轻财政负担，推动“隐性债务清零”。第一阶段发行 6278 亿元债券，第二阶段发行 5041.8 亿元债券。

第四轮（2023-至今）：经济增速放缓与多重挑战并存。2024 年第三季度 GDP 增速降至 4.6%，房地产市场低迷导致土地出让收入同比下降 22.9%，税收减少和融资需求疲软加剧地方财政压力，隐性债务无序增长凸显监管盲区。在内需不足、信贷受限和债务高企的多重压力下，中国经济亟需通过激发内需和优化债务结构实现可持续复苏。**化债政策：“6+4+2”方案：**2024 年 11 月，财政部推出了规模达 12 万亿元的债务化解计划。包括：6 万亿元新增债务限额，4 万亿元专项债置换隐性债务，以及 2 万亿元棚户区改造债务按原合同偿还。此政策旨在通过短期减负、中期优化和长期稳健化解债务压力。**政策影响：**1) 银行板块，化债政策将改善银行资产质量，提振市场信心，推动不良贷款率继续下降。2) 基建板块：资金流动性提升，基础设施建设（如水利、交通）将获得更多资金支持，有利于建筑行业的资产质量提升。3) 债市：化债将优化地方政府债务结构，减少风险溢价。城投债市场预计短期内信用利差收窄，长期有望稳步回升。



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。