

化债方案落地，新的政策预期再起

摘要

11月8日，十四届全国人大常委会第12次会议举行闭幕会。会议表决通过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。

(1) 化债方案。财政部披露2023年底存量隐性债务余额约为14.3万亿，计划2028年降为2.3万亿，意味着5年内有12万亿的化债规模。一是增加6万亿元专项债券限额置换隐性债务，分三年实施；二是连续5年从新增专项债限额中安排8000亿元用于化债，共4万亿。此外，2万亿棚改存量隐性债务仍按原合同偿还，由于是2029年及以后到期，因此降低了2028年之前的还债压力。

(2) 增量财政政策信息。1) 近期将推出的政策：发行特别国债支持大行补充资本金，支持房地产市场健康发展的相关税收政策按程序报批。2) 后续的财政工具：蓝部长表示结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。具体提及赤字空间、专项债扩容扩围、超长期特别国债支持两重、消费品以旧换新扩容扩围、加大对科技、民生支持力度等。我们预计后续具体财政工具，可能要等到12月中央经济工作会议讨论，2025年两会最终敲定。

(3) 对资本市场的影响。1) 对于股市而言，短期随着政策博弈暂告段落，市场情绪或有所降温。不过，年底前的中央经济工作会议，又将提供新的政策博弈，与此同时，四季度经济回暖是大概率事件，这意味着政策和基本面的双重支撑下，股市仍有向上的驱动力。2) 对于债市来说，短期利空出尽，但不确定性仍然存在。发布会召开后，长端利率先下后上，先是定价预期内的6万亿增量财政利空落地，后续随着发布会的推进，更多增量信息和政策预期出现，债市转向避险。当前债市仍面临较多的不确定性，走势可能不会很连贯。3) 对于商品市场来说，本轮增量政策对商品市场整体的影响可能比较有限，核心堵点在于许多产业仍然面临着需求不足而产能相对过剩的矛盾，中期需要看到政策落地后，需求能够得到切实有效的改善，或者产能在下行环境中逐步得到出清。

宏观

专题报告

2024年11月8日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

从业资格号：F3014717

投资咨询号：Z0013223

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1 化债议案获得通过

11月8日，十四届全国人大常委会第12次会议举行闭幕会。会议表决通过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。

随后召开了新闻发布会召开，会上宣布“增加地方化债资源10万亿元”，还提及关于支持房地产的税收政策、发行特别国债补充银行资本、专项债支持收购存量土地和住房、土储以及明年财政方向等内容。

一、化债方案

(1) 首次披露政府全口径债务规模，隐债规模为14.3万亿

蓝部长在会上表示，“2023年底全口径负债85万亿，其中，国债30万亿，地方债40.7万亿，隐债14.3万亿，政府负债率67.5%。”值得注意的是，这也是官方首次披露地方隐债规模，说明政府认可的隐债规模是14.3万亿，同时，也说明债务率60%的警戒线或已不再重要。

(2) 近年来力度最大的化债，规模为10万亿。

据蓝部长的介绍，本轮化债规模有10万亿元，具体操作形式是，一次性提高地方债限额6万亿（2万亿*3年），全部为专项债额度，分三年发行，在功能上为置换债或再融资债。此外，财政部还从后续五年的地方专项债新增限额中，每年提取8000亿元用于化债（与今年的特殊新增专项债发行8480亿接近），总计4万亿元。此外，2万亿棚改存量隐性债务仍按原合同偿还，由于是2029年及以后到期，因此降低了2028年之前的还债压力。同时继续强调遏制增量，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起。

回顾历史，2015年以来，我国共经历四轮地方债置换。第一轮为2015-2018年，特征是用地方债置换“纳入预算管理的非政府债券形式的政府存量债务”，涉及地方债规模约12.2万亿元。第二轮为2019年，特征是用置换债化解隐性债务，即建制县隐债化解试点，涉及地方债规模1579亿元。第三轮为2020年底-2022年6月，特征是发行特殊再融资债置换隐性债务，包括建制县隐债化解试点、全域无隐债试点两部分，涉及地方债规模11170亿元。第四轮为2023年10月-2024年9月，实施“一揽子化债方案”之后开始的置换，特征是特殊再融资债重启发行、同时发行特殊新增专项债置换隐性债务、偿还政府拖欠企业账款，合计规模约2.6万亿元。

(3) 化债的效果：隐债规模降至2.3万亿元，5年累计节省利息约6000亿元。

蓝部长表示，“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，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻”。

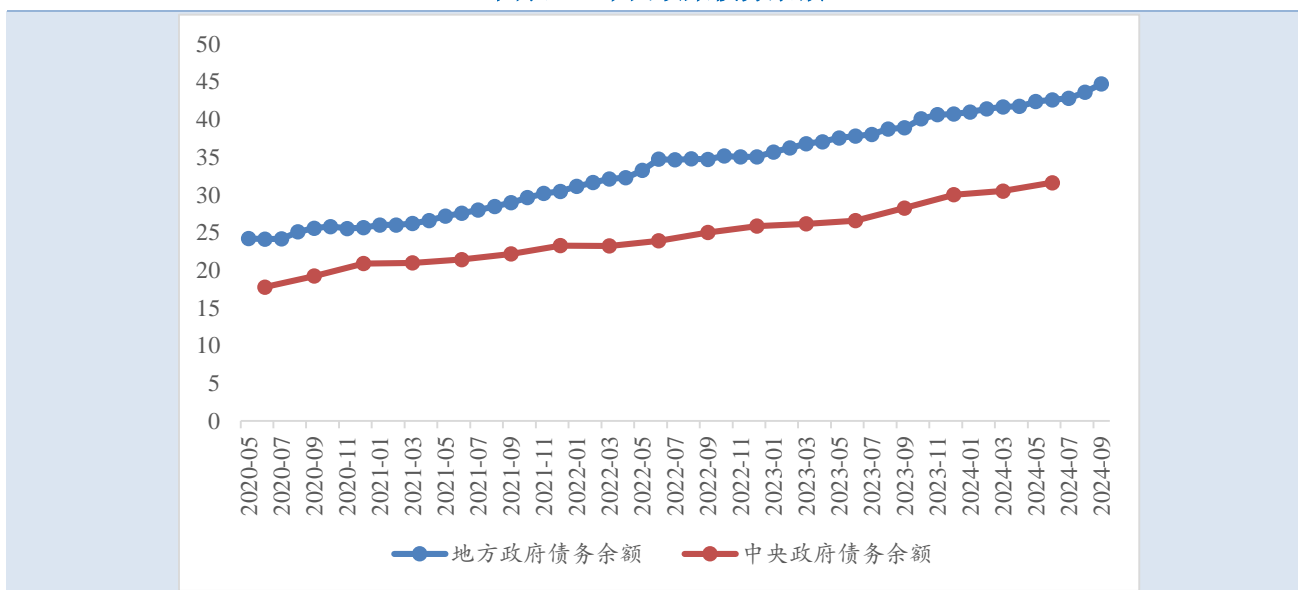
一方面，解决地方“燃眉之急”，缓释地方当期化债压力、减少利息支出。这次置换，近三年密集安排8.4万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模，让地方卸下包袱、

轻装上阵。同时,由于法定债务利率大大低于隐性债务利率,置换后将大幅节约地方利息支出。我们估算,五年累计可节约 6000 亿元左右。

另一方面,帮助地方畅通资金链条,增强发展动能。通过实施置换政策:一是将原本用来化债的资源腾出来,用于促进发展、改善民生。二是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。三是将原本用于化债化险的时间精力腾出来,更多投入到谋划和推动高质量发展中去。同时,还可以改善金融资产质量,增强信贷投放能力,利好实体经济。

从实际的效果上来看,看似仅是地方债务口径出现了调整,其影响主要是市县一级债务压力上移到省级(地方债由省代发代还),因而市县一级保运转的压力明显减轻。特别的是,本轮化债见证了形式上的突破。与以往的“特殊用途地方债”不同,人大常委会直接将专项债的使用限制进行了突破,或为未来化债手段和专项债投向都留出了更灵活可能。不过,按照市场机构的统计,截至今年中,发债城投有息债务规模为 62 万亿元,这其中需要地方政府负有全部或部分偿还责任的规模预计仍然比较大。

图表 1: 中国政策债务余额



数据来源: Wind

二、其他增量政策信息

(1) 确保完成全年预算目标任务

蓝部长提到“正在采取一系列措施,确保完成全年预算目标任务”。方式包括,中央单位上缴一部分专项收益;拿出 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。蓝部长没提到的方面,参考往年,还可以通过增发国债(2020 年曾有类似操作),国债结存限额尚余 8200 亿元,动用 3000 亿可以支撑财政支出约 1 个百分点。

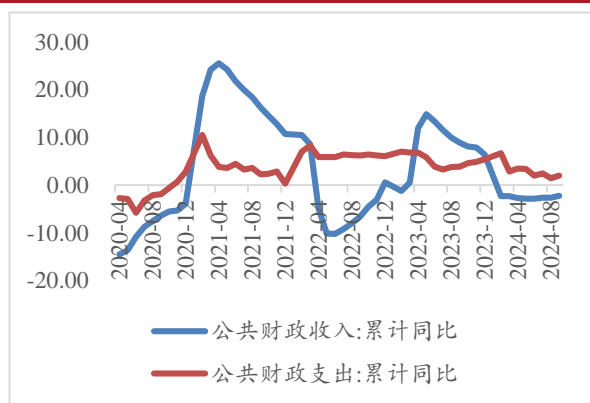
(2) 后续的财政工具

1) 近期将推出的政策。蓝部长在会上提到的目前正在推进的财政工具，主要是发行特别国债支持大行补充资本金，支持房地产市场健康发展的相关税收政策按程序报批。

2) 后续的财政工具。蓝部长表示结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。具体包括，一是积极利用可提升的赤字空间。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重。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。四是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。五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。

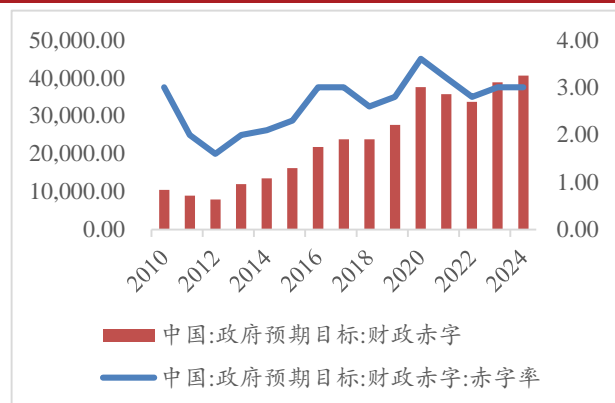
我们预计后续具体财政工具，可能要等到 12 月中央经济工作会议讨论，2025 年两会最终敲定。回顾历年末的中央经济工作会议，对于财政政策主要提及后续政策基调以及发力方向，可能提及会提到赤字率、增加政府债券规模等信息，但并不会涉及具体规模，最终敲定还要等到明年两会，在这期间，政策预期上的扰动可能又再度增加。

图表 2：公共财政收支



数据来源：Wind

图表 3：财政赤字率



数据来源：Wind

三、对资本市场的影响

(1) 对于股市而言，政策博弈暂告段落，市场情绪或有所降温。化债方案的确定意味着 10 月以来的增量政策已经基本明朗，四季度更多需要关注这一轮增量政策的效果，10 月制造业 PMI 指数回到荣枯线上方、房地产销售止跌回稳等表明政策效果是显著的，有望推动经济明显回升。短期来看，持续交易的政策预期在一定程度上得以兑现，市场情绪可能会有所降温，从而造成新的震荡调整。不过，年底前的中央经济工作会议，又将提供新的政策博弈（蓝部长表示“结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策”），与此同时，四季度经济回暖是大概率事件，这意味着政策和基本面的双重支撑下，股市仍有向上的驱动力。

(2) 对于债市来说，短期利空出尽，但不确定性仍然存在。发布会召开后，长端利率先下后上，先是定价预期内的 6 万亿增量财政利空落地，后续随着发布会的推进，更多增量信息和政策预期出现，债市转向避险。当前面临的情景是，年内的增量财政规模基本落地，但 2025 年的财政刺激计划被预先提及，具体数字（如明年赤字率、其他用途的增量财政等）仍处未知状态。在这样的背景下，债市仍面临较多的不确定性，走势可能不会很连贯。

(3) 对于商品市场来说，短期政策预期落地影响偏利空，中期则面临更多的不确定性。本轮增量政策对商品市场整体的影响可能比较有限，核心堵点在于许多产业仍然面临着需求不足而产能相对过剩的矛盾，中期需要看到政策落地后，需求能够得到切实有效的改善，或者产能下行环境中逐步得到出清。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明