



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-11-08

存量债务化解的历史经验

蒋文斌

国债研究员

从业资格号：F3048844

交易咨询号：Z0017196

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

程靖茹（联系人）

宏观研究员

从业资格号：F03133937

✉ chengjr@wkqh.cn

报告要点：

10月12日，财政部在国新办发布会上提出“一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务”，化债问题也成为市场关注的重点。围绕切实有效防范化解地方债务风险，统筹做好地方债务风险化解与稳定发展，中央出台了一系列政策措施。本文通过探讨存量债务化解问题的背景与历史经验，为理解本轮债务置换政策提供参考。

过去四轮化债历史经验：

第一轮：2015-2018年地方政府债务置换。2014年底，我国提出了为期三年的过渡期计划，旨在将银行贷款等非政府债券形式的债务置换为政府债券。在此期间，各地政府共发行了12万亿元的置换债券。此轮债务置换可被视作地方政府债务的非标转标过程，有助于降低政府债务的平均利率，节省了利息支出以及还促使政府债务管理规范化、透明化。

第二轮：2019年-2021年建制县隐性债务化解试点。2019年，我国启动了首批建制县隐性债务化解试点工作，六省省级政府代建制县共发行了1429亿元的置换债券。此轮试点主要聚焦于财力薄弱、债务负担沉重、信用风险事件频发的区县，旨在帮助高风险地区缓解短期偿债压力。2020年末建制县隐性债务化解试点进一步扩容至26个区域，并引入了特殊再融资债券作为化解工具。自2020年12月至2021年9月期间，25个省份合计发行6257亿元特殊再融资债券。

第三轮：2021-2022年全域无隐性债务试点。2021年，广东、上海和北京等地相继启动了全域无隐性债务试点工作，并配套发行了部分特殊再融资债券以用于隐性债务化解。在2021年10月至2022年6月期间，用于全域无隐性债务试点的特殊再融资债券共发行了5042亿元。

第四轮：2023年新一轮隐性债务置换落实。为落实2023年7月中央政治局会议关于防范化解地方债务风险的要求，财政部持续加大隐性债务化解工作力度。截至2024年10月23日，全国28个省份预计发行特殊再融资债券15277亿元。此轮债务置换涵盖了政府负有偿还责任的拖欠企业账款、纳入隐性债务的非标和城投债券等多个领域。

关注后续债务化解策略：近期，财政部将密集推出一系列具有针对性的增量措施，旨在强化对地方政府债务风险化解的支持力度。预计政策层面将大幅提升债务额度，为地方化解隐性债务提供有力支撑，进而使地方能够集中更多资源和精力用于促进经济发展和保障民生。

存量债务化解的历史经验

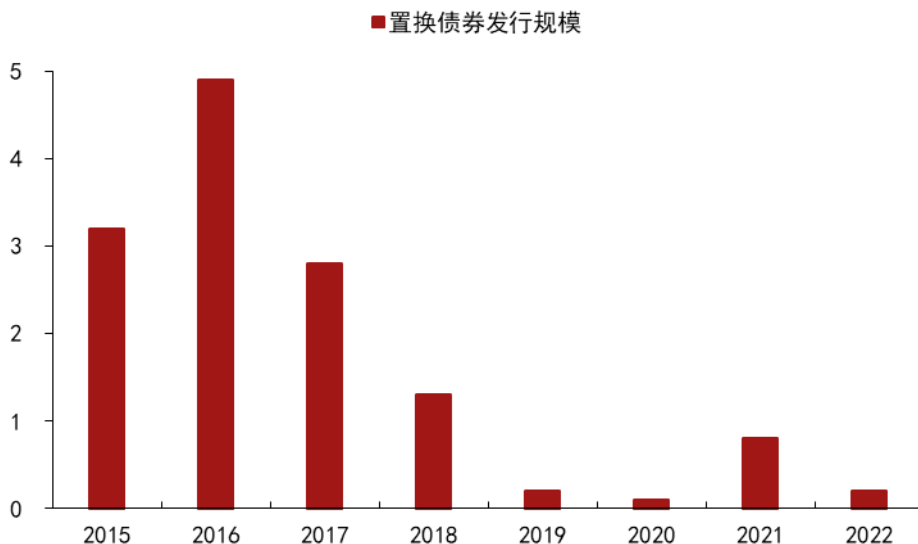
10月12日，财政部在国新办发布会上提出“一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务”，化债问题也成为市场关注的重点。围绕切实有效防范化解地方债务风险，统筹做好地方债务风险化解与稳定发展，中央出台了一系列政策措施。本文通过探讨存量债务化解问题的背景与历史经验，为理解本轮债务置换政策提供参考。

债务置换作为一种重要手段，一方面将隐性债务转化为政府债券形式的显性债务，从而增强了政府债务的监控与管理效能；另一方面，通过以低利率、长期限的债券替换高利率、短期限的债务，有效降低了地方政府的利息负担。历史上我国主要经历了四轮主要的债务置换。

第一轮：2015-2018 年地方政府债务置换

2014 底，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》，提出对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。据此我国提出了为期三年的过渡期计划，旨在将银行贷款等非政府债券形式的债务置换为政府债券。在此期间，各地政府共发行了 12 万亿元的置换债券。此轮债务置换可被视作地方政府债务的非标转标过程，通过置换债券替换非政府债券方式举借的债务，不仅显著降低了政府债务的平均利率，节省了巨额利息支出，还促使政府债务管理逐步迈向规范化、透明化的轨道。

图 1：2015-2022 年我国置换债券发行规模



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

第二轮：2019 年-2021 年建制县隐性债务化解试点

2019 年，我国启动了首批建制县隐性债务化解试点工作。地方政府需向监管部门提交化解方案，经审批纳入试点后，可由省级政府代为发行地方政府债券以置换部

分隐性债务。首批纳入试点的区域主要涉及贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省的部分县市。2019 年六省省级政府代建制县共发行了 1429 亿元的置换债券，其中贵州和湖南两省的发行规模较大，分别为 383 亿元和 366 亿元。此轮试点主要聚焦于财力薄弱、债务负担沉重、信用风险事件频发的区县，旨在帮助高风险地区缓解短期偿债压力。

在首批建制县隐性债务化解试点工作取得初步成效的基础上，2020 年末建制县隐性债务化解试点进一步扩容至 26 个区域，并引入了特殊再融资债券作为化解工具，其募集资金用途也从偿还债券本金调整为偿还存量债务。自 2020 年 12 月至 2021 年 9 月期间，25 个省份合计发行 6257 亿元特殊再融资债券。从地区方面看，辽宁、重庆、天津的发行规模排名前三，分别发行了 500 亿元、500 亿元和 484 亿元。此轮化解工具由置换债券转变为特殊再融资债券，化解范围也从发达省份的区县扩展至发达省份的区县，旨在继续帮助高风险地区化解债务风险。

第三轮：2021-2022 年全域无隐性债务试点

2021 年，广东、上海和北京等地相继启动了全域无隐性债务试点工作，并配套发行了部分特殊再融资债券以用于隐性债务化解。在 2021 年 10 月至 2022 年 6 月期间，用于全域无隐性债务试点的特殊再融资债券共发行了 5042 亿元，其中广东发行了 1135 亿元，北京发行了 3252 亿元，上海发行了 655 亿元。截至 2022 年底，北京与广东均已完成清零试点任务，而上海虽未明确宣布隐性债务实现清零，但其下辖的 8 个区已公布完成清零任务。此轮化解工作偏向奖励性质，主要激励债务管控良好、债务风险较低、财政实力较强的地区，所采用的工具仍然是特殊再融资债券。

第四轮：2023 年新一轮隐性债务置换落实

2023 年 7 月 24 日，中共中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定一揽子化债方案”。为落实 2023 年 7 月中央政治局会议关于防范化解地方债务风险的要求，财政部持续加大隐性债务化解工作力度。截至 2024 年 10 月 23 日，全国 28 个省份预计发行特殊再融资债券 15277 亿元。其中，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古是本轮发行的主力军。此轮债务置换涵盖了政府负有偿还责任的拖欠企业账款、纳入隐性债务的非标和城投债券等多个领域，彰显了本轮债务化解的强劲力度。自本轮置换实施以来，高利率城投债的提前兑付节奏明显加快，高风险省市也在债务配额上获得了更多的支持。

聚焦后续债务化解策略的落地实施

近期，财政部将密集推出一系列具有针对性的增量措施，旨在强化对地方政府债务风险化解的支持力度。预计政策层面将大幅提升债务额度，为地方化解隐性债务提供有力支撑，进而使地方能够集中更多资源和精力用于促进经济发展和保障民生。财政部部长蓝佛安 10 月 12 日在国新办新闻发布会上表示，拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。进一步地，十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日在北京人民大会堂举行第一次



全体会议。会议审议了国务院关于提请审议增加地方政债务限额置换存量隐性债务的议案。本轮一次性较大规模置换债券的规模受到期待，这项政策可能是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，将大大减轻地方发债压力，可以腾出更多的资源发展经济提振经营主体信心，巩固基层三保。从远期来看，地方政府将能够释放更多的经济发展活力，将更多资源投入到经济高质量发展之中，提升地方企业投资政府项目的信心和积极性。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn