



【政策解读】化债工作思路转变，财政“组合拳”协同发力

联合资信 公用评级二部 | 杨世龙|邹洁|王文才



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、引言

近年来，我国宏观经济下行压力增大，牢牢守住不发生系统性风险的底线、防范化解地方债务风险成为中央和地方政府金融工作的重点，一揽子化债政策和措施持续推出。9月26日，习近平总书记主持召开中央政治局会议强调，要有效落实存量政策，加力推出增量政策。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。11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准<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》。财政部部长蓝佛安在当天新闻发布会上介绍了有关情况。本轮财政化债政策新增额度大、债务置换范围广，标志着一揽子化债政策的实施力度达到了历史新高，为地方政府减轻债务负担，腾出空间更好发展经济、保障民生。

二、本轮债务置换的内容、意图和影响

1. 压实地方主体责任，“6+4”万亿专项化债资金落地，化债“组合拳”作用直接，力度大，债务限额分配体现政策公平性

政策出台背景。蓝佛安部长表示，2024年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，财政收支矛盾突出，税收增长不及预期，土地出让收入大幅下降，与各地此前对化债资源的预期有一定差距，化解存量隐性债务难度增大。当前，地方化债工作处于关键阶段，为确保完成地方政府存量隐性债务化解的目标任务，国务院提出了增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的建议。这是今年一系列增量政策的“重头戏”，也是一场政策及时雨。

债务置换内容。经全国人大常委会审议通过，增加6万亿元地方政府债务限额，不增加政府债务总体负担，不改变地方偿债责任。按此安排，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。

此外，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，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。

对比前四轮债务置换，本轮财政化债政策新增额度大、债务置换范围广，标志着一揽子化债政策的实施力度达到了历史新高。

表1 2015年以来四轮债务置换相关情况

次数	时间	目的	主要内容
----	----	----	------

第一轮	2015—2018 年	地方存量非政府债券债务置换	地方政府累计发行 12.2 万亿元置换债券，经过置换，截至 2018 年底，非政府债券形式的政府债务仅剩 3151 亿元。此轮置换的债务之前已纳入政府债务管理，不属于隐性债务，仅是将非债券形式的地方债务转化为债券形式。
第二轮	2019 年—2021 年 9 月	建制县化债试点	2017 年 7 月，政府首次提出“隐性债务”的概念，并于 2018 年底开启隐性债务化解工作，通过发行置换债券和特殊再融资债券开展建制县化债试点工作，合计置换债务规模达到 8185.9 亿元。自 2020 年 12 月以来，特殊再融资债券开始发行，接替置换债券成为化解隐性债务的重要手段。
第三轮	2021 年 10 月—2022 年 6 月	全域无隐性债务试点	2021 年 10 月，广东、上海先后召开会议，宣布启动全域无隐性债务试点工作，北京也在 2022 年预算执行报告中表示已经提前三个月完成全域无隐债任务。具体看，2021 年 10 月—2022 年 6 月，北京、广东、上海分别发行 2749 亿、1135 亿、655 亿特殊再融资债。
第四轮	2023 年 10 月—2024 年 9 月	债务置换、缓解债务压力	截至 2024 年 10 月底，全国 28 个省份累计发行特殊再融资债券超 1.7 万亿元。从时间上看，主要集中于 2023 年 4 季度，累计发行特殊再融资债券规模达到 1.39 万亿元，2024 年以来发行节奏有所放缓。此轮特殊再融资债券额度主要向债务压力较大的省份倾斜，防范化解地方债务流动性风险。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

同时此次会议也明确，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。

政策释放效应。蓝佛安部长表示，上述三项化债政策“组合拳”协同发力，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。地方依靠自身努力化解是完全可以做到的，甚至有些地方是比较轻松的。

政策实施总体安排。主要包括三方面：一是总额一次报批，分年安排实施。国务院一次性向全国人大常委会提请审议批准增加 6 万亿元地方政府债务限额，分 3 年安排实施。二是分配一次到位，稳定政策预期。根据地方政府隐性债务规模，按照全国统一比例，分配地方政府债务限额，体现政策公平性，形成稳定化债预期。三是安排专项债务限额，明确资金用途。为便于操作、尽早发挥政策效用，6 万亿元全部安排为专项债务限额，允许地方用于置换纳入监测范围各类隐性债务。

2. 化债工作思路转变，发挥政策“一石二鸟”作用，为地方发展减负担、增动能

蓝佛安部长表示，当前一些地方隐性债务规模大、利息负担重，不仅存在“爆雷”风险，也消耗了地方可用财力。在这种情况下，实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变：一是从过去的应急处置向现在的主动化解转变，二是从点状式排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。从政策效应看，能够发挥“一石二鸟”作用。

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，五年累计可节约 6000 亿元左右。推动解决地方各类“三角债”问题，提振经营主体信心，改善营商环境，降低金融机构呆坏账损失。

另一方面，**扭转存量债务过度占用财政资源的困境，帮助地方畅通资金链条，腾出更多资金解决基层“三保”及经济发展堵点问题，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、消费及科技创新等领域，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。联合资信认为随着隐债化解思路的转变，债务化解取得成效，预计 12 个重点区域中的部分省市会逐步恢复项目新增，推动经济发展。

3. 对新增隐性债务“零容忍”，建立健全政府债务管理机制，推动融资平台转型

蓝佛安部长表示，财政部将会同相关部门，持续保持“零容忍”的高压监管态势，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起，主要从三个方面发力：

一是监测口径更全。财政部正会同有关部门健全信息共享和监管协同机制，全口径监测地方政府承担偿还责任的债务情况，动态分析、及时预警、防范风险。关于融资平台经营性债务，按照有关要求，金融管理部门已经研究制定了金融支持地方债务化解的政策举措，我们将积极配合抓好现有金融支持政策落实。**二是预算约束更强。**将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，持续加强预算管理，督促地方依法合规建设政府投资项目；对未纳入预算安排的政府支出事项和投资项目，一律不得实施，坚决堵住地方违法违规举债的途径。**三是监管问责更严。**强化收集新增隐性债务线索，及时

掌握违规举债新手段、新变种，推动监管从事后“救火补漏”向事前“防患于未然”延伸。严格落实地方政府违规举债问责制。

蓝佛安部长还表示，我们将不断完善地方政府债务管理，加快建立同高质量发展相适应的中国特色债务体系。加强对政府债务管理情况的监督，包括法定债务监督、隐性债务监督，特别是要加强对地方政府债务限额置换存量隐性债务实施情况的跟踪监督。此外，还要监督融资平台公司债务监测及改革转型情况，推动进一步加强政府债务管理，积极稳妥防范化解债务风险，推动经济社会持续健康发展。

4. 政府还有较大举债空间，加大逆周期调节力度，推动经济增长，提振市场信心

蓝佛安部长表示，中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。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。根据国际货币基金组织统计数据，2023年末G20国家平均政府负债率达118.2%，G7国家平均政府负债率达123.4%；同期末，我国政府全口径债务总额为85万亿元，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，政府负债率为67.5%。

从举债用途看，我国地方政府债务形成了大量有效资产，支持建设了一大批交通、水利、能源等项目，很多资产正在产生持续性收益，既为经济高质量发展提供有力支撑，也是偿债资金的重要来源。

加大逆周期调节力度，财政政策接下来还有哪些作为？

蓝佛安部长表示，持续抓好增量政策落地见效。今年的增量政策力度大，对经济的拉动效应正在显现，不少政策效应明年还会持续释放。目前，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。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。联合资信认为土地财政收入的改善，有助于推动地方财政功能性恢复，需要宏观政策加大推动地产止跌企稳。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，有助于提升银行经营稳定性和信贷投放能力。

同时，结合明年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。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例。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。

三、对于城投公司的影响

中央坚持对地方债实行不救助原则，避免债务化解的道德风险

本轮化债措施采用增加地方债务限额，债务仍在地方，相对中央兜底而更有利于强化纪律约束。当前防范化解地方债务风险一个基本的原则，是中央对地方债实行不救助，打破地方政府认为中央政府会为地方债务买单的想法，省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。这一基本原则一直在各类文件和场合中反复强调。

债务风险得到阶段性缓释，化债边际效果上有待观察

本轮新增 6 万亿元政府债务限额措施的出台，地方政府可以通过隐性债务显性化，降低了付息压力，而且债务置换释放了财政空间，使地方政府能够更灵活地调配资源，增强地方经济发展的动能。同时，城投公司可以通过债务置换剥离历史债务包袱，优化债务结构，降低融资成本。债务转移可以阶段性缓释债务风险，但从 2020 年以来新增地方政府限额和新增专项债限额的增幅都比较大，本轮新增债务限额在化债边际效果上有待观察。

表 2 2020 年以来政府债务限额及新增限额情况（单位：亿元）

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
地方政府债务限额	288074.30	332774.30	376474.30	421674.30	467874.30
新增政府债务限额	47300.00	44700.00	43700.00	45200.00	46200.00
新增专项债务限额	37500.00	36500.00	36500.00	38000.00	39000.00

资料来源：联合资信根据公开资料整理

相较于政府债务，经营性债务偿还压力更突出

对于城投企业在推动城镇化建设和产业发展中，积累起大量的经营性债务，产生的沉重的付息压力。在本轮债务置换开展后，中央政府仍可能综合评估城投公司整体债务规模和付息压力，采取进一步债务化解及管控措施。截至 2023 年末，根据联合资信统计，发债城投公司有息债务总额远大于蓝佛安部长提到的隐性债务总额，虽然部分债务在政策的支持下可以通过借新还旧实现债务接续，但付息压力重，需要被动新增债务去满足利息支出。

加快市场化转型，充分释放风险

隐债显性化及债务置换等手段可以拉长债务到期时间、降低债务成本，但并不能实质性化解债务，地方债务化解仍需依靠自身发展，同时建立健全债务管理体制，确保规模适度、结构合理，与经济发债和财政实力相匹配。城投公司应该加快产业化转型步伐，调整业务结构，提升经营效率，提升自身造血能力，实现可持续发展；理顺与政府关系，依法合规开展政府项目；追求经营性项目收益回报、关注项目本身资金

平衡情况，走专业化路线，避免盲目扩张。城投转型是化债的必由之路，是重大的战略突破口，转型过程中一方面要注意保持合理的流动性，避免系统性和区域性风险。另一方面转型中采取市场化的出清方式，避免风险的累积，形成新的债务风险。

加大多元化融资，保持合理流动性

受 35 号文等一揽子化债政策影响，债务融资渠道受到限制，城投公司需加大多元化融资模式，保证合理的流动性额度，才能在债务化解的同时实现转型突破。对于部分具有公益属性的城市运营项目，城投公司可以积极申请地方政府专项债券来筹集资金；加强项目收益权融资，采用资产支持证券化、发行 REITS 等方式来优化融资来源。充分利用特许经营权，有效盘活资产，与社会资本强强联手。

关注化债及转型过程中城投公司风险演化及政府支持弱化带来的影响

随着隐债化解工作的不断深入，需关注城投企业“退平台”后及转型过程中职能定位转变带来的政府支持弱化的风险。城投债投资者可能对声明“市场化经营主体”的城投公司信用质量看法发生变化，对于部分城投企业再融资难度、融资成本、债券估值的影响有关观察。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的, 联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料, 联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断, 仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下, 本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。