

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部  
袁荃荃  
[yuanqq@cspengyuan.com](mailto:yuanqq@cspengyuan.com)



### 主要内容：

11月8日召开的全国人大常委会新闻发布会对外公布了市场期待已久的化债增量政策，释放共计10万亿元化债资源，引起市场高度关注。到底该如何看待此次“最大力度化债”？本文尝试从以下几个维度进行探讨。

### 10万亿元化债资源的置换范围是什么？

综合历史上五轮化债行动的信息可知，“最大力度化债”的置换范围将包括：

（1）截至2018年8月底（第二轮隐债集中审计清理化解的时点）之前上报财政部、登记在财政部隐债监测系统上的债务，债券形式上包括非标、公开市场债券等；（2）第二轮隐债集中审计时本应上报但地方政府未予上报，之后于2022年7、8月份应财政部要求进行补报的存量隐债；（3）政府拖欠企业账款等带有涉众特性的非金融类债务。

### “最大力度化债”对城投债市场将发挥何种作用？

目前，尚没有充分的信息去验证“最大力度化债”释放的化债资源将如何配置到不同的债务形式上。因此，政策推出后，能否显著提升城投债偿付安全性并利好城投债市场尚待观察。同时，“最大力度化债”对于城投化债的贡献，更多地体现为将其体内的隐债进行置换，但对非隐债的化解难以提供直接的、大力度的帮助，由此可预见：城投化债未来仍将面临较大压力，迫切需要引入更大胆的方式方法去进行破局；而破局的关键在于真正打破城投刚兑预期。

### 未来中央是否有可能增发国债或发行特别国债以化解地方债务风险？

在必要的情况下，通过中央适度加杠杆的方式来减轻地方政府债务压力也是一个可以考虑的选项，比如进一步提高赤字率，再比如发行特别国债或增发国债用于支持地方政府化债。不过，务必要警惕道德风险，从制度上筑牢防线，防止隐性债务的无序新增和再度扩张；另外，特别国债虽不计入赤字，但本身构成政府债务，会提高政府杠杆水平，因此发行特别国债帮助化解地方债务风险也存在额度限制，拟定相关方案时应保持审慎。

11月8日，全国人大常委会召开新闻发布会，公布了市场期待已久的化债增量政策：增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施；同时还从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，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；上述两项政策叠加，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后到期的棚改隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。从化债资源释放的规模来看，基本符合市场预期，与10月12日蓝佛安在国新办新闻发布会上“最大力度化债”的表述相吻合；不过，从化债工具的运用来看，与预期略有不同，中央并未以增发国债或发行特别国债的方式直接下场化解地方隐性债务，而是继续沿用增发地方政府债务限额的传统思路，这也让市场对12月的中央经济工作会议和明年3月的两会充满期待。那么，到底该如何看待此次“最大力度化债”？本文尝试从以下几个维度进行探讨：一是，政策释放的化债资源在置换范围上是怎样的？城投有息债务中的广义隐债是否在置换范围内？二是，“最大力度化债”对城投债市场将发挥怎样的作用？在此轮政策的影响之下，城投化债将走向何方？三是，虽然此次“最大力度化债”依然沿用增发地方政府债务限额的传统思路，但未来中央是否有可能直接增发国债或发行特别国债以化解地方债务风险？

## 一、10万亿元化债资源的置换范围是什么？

从近期重要会议的公开信息中可知，此次“最大力度化债”的置换对象是“真隐债”，而不是涵盖了城投有息债务在内的广义隐性债务。10月12日，蓝佛安在国新办新闻发布会上公开表示：截至2023年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比2018年摸底数减少了50%，债务风险可控，显示出此次“最大力度化债”置换的是经财政部甄别确认、被纳入政府债务信息平台的“贴标”隐性债务。11月8日，蓝佛安在人大常委会新闻发布会上表示：政策协同发力后，2028年之前，地方需要消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅下降至2.3万亿元，强调此次“最大力度化债”的政策效果是减少地方政府作为偿债主体的债务，由此可大体推断：10万亿元化债资源在置换范围上应限定为地方政府负有偿还责任的债务，也即一类债务。

**考虑到置换范围对市场定价秩序、风险程度的巨大影响，我们认为很有必要复盘历次隐债甄别、置换与化解行动，以从中找出更多线索，理清化债增量政策（包括目前已经释放的和未来可能追加的）的目标靶向，进而避免因不合理幻想导致的判断误区。**

### 第一轮化债：全国范围内的隐债显性化

2014年9月发布的国发“43号文”明确指出，“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。”经2015年8月29日全国人大审议：截至2014年末，地方政府存量债务共计15.4万亿元，其中1.06万亿元是过去批准地方政府发行的债券，其余的14.34万亿元则是通过银行贷款、融资平台等非政府债券形式举借的隐性债务。按照财政部要求，上述14.34万亿元的存量隐性债务将在3年左右的时间内完成置换，也即在2018年8月底之前收官。经梳理：第一轮化债期间，各省级政府共计发行

逾 12 万亿元的置换债券，大规模的隐性债务由此实现显性化。不过，此轮化债存在两个明显的问题：一是：针对 2014 年底之前存量政府债务的甄别并未将所有隐性债务都显性化，各地在玩味政策、权衡利弊之后所确定的甄别口径存在松紧程度的不一致，有些地方在上报隐性债务余额时有所夸大，而有些地方则有所压缩，客观存在的虚报、瞒报导致隐性债务筛查结果并不全面，这意味着仅仅通过此一轮债务甄别和置换无法完全化解掉地方政府的隐性债务风险；二是，“一边化解一边新增”的情况比较严重。“43 号文”后，地方政府融资再出“奇招”，比如组织实施 PPP 项目时采用不规范的 BT 模式，比如将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目、超越管理权限延长购买服务期限等，再比如通过名不副实的、“明股实债”的政府投资基金进行加杠杆，上述融资方式看似有所差异实则“殊途同归”，本质上都是绑定政府信用，客观上确实也导致隐债的再度膨胀。这跟 2010 年的“19 号文”（《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》）出来之后，控制住了平台贷款的增长势头，但以信托为代表的影子银行向融资平台继续“输血”，非常相似，都属于典型的“按下葫芦起了瓢”。迫于形势，高层不得不密集表态、发文（表 1），以真正切断地方的违法违规融资路径，坚决遏制隐债无序新增。

**表 1 第一轮化债期间的重要政策一览**

时间	会议/文件	主要内容
2017 年 4 月 26 日	财预(2017)50 号	要求各省级政府认真落实地方政府性债务风险应急处置预案，全面组织开展地方政府融资担保的清理整改，切实加强融资平台融资管理，规范运作 PPP
2017 年 5 月 28 日	财预(2017)87 号	要求严格按照规定范围实施政府购买服务，严格规范政府购买服务预算管理，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资
2017 年 7 月 14 日	第五次全国金融工作会议	要求各级地方党委和政府树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任，显示出中央严控地方政府债务风险的坚定决心
2017 年 7 月 24 日	中央政治局会议	强调“要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量”，系中央层面首次公开提出，彰显出高层对地方政府隐债问题的高度重视
2018 年 4 月 28 日	国家审计署 2018 年第 2 号公告	披露 5 个省的 6 个市县通过违规出具承诺函、融资租赁、签订工程类政府购买服务协议等方式变相举债，形成政府隐性债务 154.22 亿元
2018 年 8 月	中发(2018)27 号文	正式定义隐性债务是指地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务
2018 年 8 月	中办发(2018)46 号文	提出积极建立健全责任追究机制，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，做到终身问责、倒查责任

注：“中发（2018）27 号文”全称为《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》，“中办发（2018）46 号文”全称为《地方政府隐性债务问责办法》，均以密件形式发布，未对外公开。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 第二轮化债：隐债再度扩张下的“紧急制动”

2015-2018 年间隐债的再度扩张引起了中央的高度重视，因此国家审计署于 2018 年 8 月下旬再次全面开展地方政府隐性债务审计工作，第二轮化债大幕拉开。为做好地方政府隐性债务统计监测，财政部制定并

推出《地方政府隐性债务统计监测工作指引》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件，要求各地方政府依规对截至 2018 年 8 月 31 日的隐性债务规模在地方政府全口径债务监测平台中进行填报，以确保及时准确获取债务数据，掌握债务规模，并为实现政府性债务全口径管理和建立风险预警机制奠定基础。

综合各渠道信息可知，这一阶段的债务化解与第一轮有本质不同，并非在全国范围内大鸣大放地搞隐债的显性化。具体来看，一方面是推动开展“建制县隐性债务化解试点”，定向帮扶债务压力较大的县级行政区域，首批纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁 6 省份的部分县市，试点期间上述省份的省级政府代建制县共发行 1429 亿元置换债券，用于化解相关县市的短期流动性危机；贵州 383 亿元，湖南 366 亿元；这种方法的妙处在于将县级问题省级化，以省级信用帮扶县级政府降低融资成本，减缓短期偿付压力，并逐渐化解债务风险；另一方面，除了运用置换债券对相关县市的隐债进行定向化解外，监管部门还对城投体内的隐债问题给予高度重视，陆续发布“40 号文”、“45 号文”，对融资平台到期存量地方政府隐债风险提出了更偏市场化的化解思路（表 2）。2019 年 6 月-2020 年 6 月期间，各银行在 40 号文和 45 号文的监管框架下积极开展置换工作，满足条件的隐债基本完成置换。总体而言，第二轮化债是隐债再度扩张下的“紧急制动”，一系列监管举措的出台体现了中央对隐债问题的高度重视，并且在化解思路也不再局限于以政府债券置换，而是允许和鼓励在遵循市场化原则的基础上运用创新型金融工具进行化解。

表 2 第一轮化债期间的重要政策一览

时间	会议/文件	主要内容
2019 年 6 月	《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见（国办函 40 号）》	对于到期债务暂时难以偿还的，允许融资平台和金融机构协商的基础上采取适当展期，债务重组等方式维持资金周转，实施借新还旧；鼓励融资平台和金融机构协商采取市场化方式，通过合适期限的金融工具应对到期债务风险，以长期低息资金对隐性债务进行置换，缓释短期债务偿还压力，降低金融系统呆坏账损失，避免项目资金链断裂
2019 年底	《关于配合做好防范化解融资平台到期存量政府隐性债务风险工作的通知（银保监会 45 号文）》	针对置换工作出现的各种问题，及时修补置换工作中的漏洞，例如规定不得用流动资金贷款置换隐债；债权债务关系必须清晰一一对应，不得捆绑式操作；项目不具备可持续性、还款来源不确定、明股实债等情况不得置换；期限原则上小于化债期限，不能超出隐性债务在隐性债务系统中录入的化解期限，不能超过整体隐性债务化解期限，即 2028 年 8 月底；不得轻易转为企业经营性债务，在隐债系统内违规删除

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 第三轮化债：特殊再融资债券“显身手”

2020-2021 年间，隐债集中到期偿付的压力较大，越来越多的区域出现流动性紧张局面。在此背景下，建制县隐性债务化解试点工作从首次试点的 6 个区域扩容至 26 个区域，同时，募集资金用途为“偿还存量债务”的特殊再融资债券也于 2020 年末“悄然上场”，成为地方隐债化解的新“法宝”。2020 年 12 月-2021

年9月，特殊再融资债全共计发行6127亿元，化债范围从不发达省份的区县扩展到发达省份的高债务风险区县。在此期间，2021年7月，《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监〔2021〕15号）发布，强调不得以任何形式新增地方政府隐性债务，妥善化解存量地方政府隐性债务，再度证明中央对控制隐性债务的决心之大。

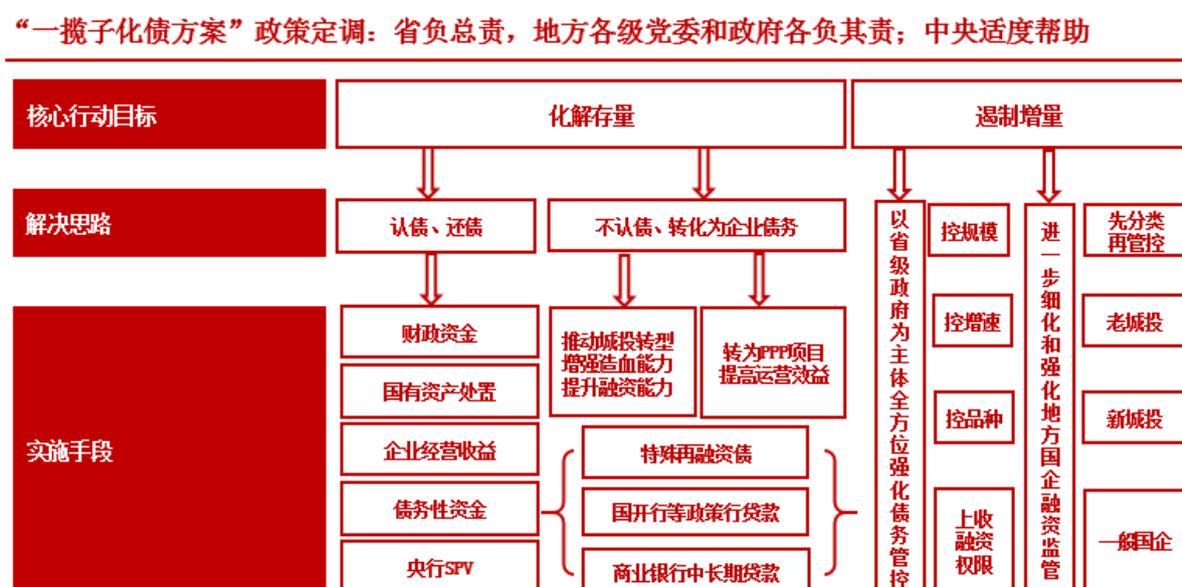
#### 第四轮化债：全域无隐债试点收效良好

2021年，广东、上海和北京陆续开启全域无隐性债务试点工作，配套发行部分特殊再融资债用于隐性债务化解。2021年10月至2022年6月，用于全域无隐性债务试点的特殊再融资债券共发行5042亿元，其中广东发行1135亿元，北京3252亿元，上海655亿元。截至2022年底，北京、广东都完成清零试点任务，上海尚未整体实现隐债清零，但其下辖的8个区公布完成清零。此轮化债偏奖励性质，主要激励债务管控较好、债务风险较低、财政实力较强的地区，工具仍为特殊再融资债。需要注意的是，此轮化债中，特殊再融资债继续发挥积极作用，但2022年6月之后其发行暂停，直到2023年10月才又重启。

#### 第五轮化债：“一揽子化债”助力地方债务风险软着陆

进入2023年之后，越来越多的负面舆情从各地传出，不少地方诉苦靠自身力量难以化解债务风险，爆雷的可能性持续加大且已经到了十分危险的临界状态。这一背景下，2023年7月24日召开的政治局会议提出制定并实施“一揽子化债”方案，各部门随后也跟进推出了一系列更为具体的化债政策，共同构成了“一揽子化债”的总体框架（见图1）。

图1 “一揽子化债方案”的总体架构



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

在“一揽子化债”的框架下，中央对于隐债化解的态度从偏限制性转变为偏支持性，也即更侧重于从更顶层的视角以更系统的方法论去帮助推动地方真实化债，并确保债务风险（尤其是短期流动性风险）的软着

陆。其中，最能体现高层态度友好的证据便是特殊再融资债发行的重启。截至目前，已有 29 个省市合计发行约 1.4 万亿元的规模，其中贵州、天津、云南、湖南、内蒙古是发行主力，发行规模分别为 2264 亿元、1286 亿元、1256 亿元、1122 亿元、1067 亿元，用于偿还存量隐性债务，包括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，力度空前。由于债务配额对高风险省市明显倾斜，相关区域的流动性压力得到暂时性缓解，客观上强化了城投信仰，因此城投债市场迎来一波化债行情，信用利差、期限利差等均一度出现极致压缩。不过，在“一揽子化债”的监管框架之下，“化存”的效果总体上不及“遏增”，更多仍是停留在舒缓短期流动性压力的层面，尚未实现长期债务压力的实质性压降，原因有三：一是财政化债空间受限；二是金融化债的积极作用尚未充分发挥；三是转型化债仍需较长时间的积累与等待，而这也决定了推出“最大力度化债”的必要性和迫切性。

### 回顾了历史上的五轮化债，我们可从中得到几个重要的启发：

一是，虽然中央的态度上已经从“中央不救助，地方想办法，企业自己还”、“谁家的孩子谁抱走”，变为“中央适度帮助”、“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”，但地方政府一直都被明确为化债的责任主体，中央政府从未直接下场兜底，此次“最大力度化债”也依然延续这一主基调，以增加地方政府债务限额的方式而并非以增发国债或发行特别国债的方式去置换隐债，因此可预计后续推出的化债增量政策也大概率将延续这一主基调。

二是，由置换债券、特殊再融资债、特殊专项债等政府债券进行置换的对象始终是“真隐债”，也即被甄别为隐债并被纳入政府债务信息平台的债务；对于融资平台到期存量地方政府隐性债务，则参照“40 号文”“45 号文”进行置换，原则和方式上均更偏向市场化处置。由此可判断，“最大力度化债”在置换对象上存在严格限制，城投有息债务中未经甄别确认的广义隐债并不在此次释放的 10 万亿元化债资源的救助范畴内，该部分债务将采用更加市场化的方式进行处置，比如与债权人协商展期降息、由大型银行“接盘”并以长期低息资金置换、由 AMC 打折收购等。综合上述五轮化债行动的信息可知，“最大力度化债”的置换范围将包括：（1）截至 2018 年 8 月底（第二轮隐债集中审计清理化解的时点）之前上报财政部、登记在财政部隐债监测系统中的债务，债券形式上包括非标、公开市场债券等；（2）第二轮隐债集中审计时本应上报但地方政府未予上报，之后于 2022 年 7、8 月份应财政部要求进行补报的存量隐债；需要提醒的是，此次隐债补报时，仍然有部分地方政府未予如实上报，因此该部分债务有隐债之实却未在隐债监测系统中登记，因此大概率只能参照“40 号文”“45 号文”进行置换或重组，而不会由地方政府债券的募集资金进行置换或偿付；（3）政府拖欠企业账款等带有涉众特性的非金融类债务。该部分债务有的已被纳入到了隐债，有的则被纳入到融资平台非隐债清单，主要系由政府项目投资建设过程中的垫资施工、带资承包、拖欠工程款等所形成。2023 年 9 月，国务院常委会议审议通过《清理拖欠企业账款专项行动方案》，要求省级政府对本地区清欠工作负总责，抓紧解决政府拖欠企业账款问题，努力做到应清尽清。“一揽子化债”政策实施以来，

部分地区发行的特殊再融资债在募集资金用途上也明确披露用于偿还政府拖欠企业账款，反映出监管对该部分债务的处置十分重视。此类债务长期拖欠会损害地方政府信用，在化债行动中享有“优先级”待遇，因此应属于“最大力度化债”政策的置换范畴。

三是，地方债务风险不仅来自于“真隐债”，还来自于城投有息债务中的广义隐债。对地方政府而言，化解隐债风险需要付出巨大努力，“砸锅卖铁”甚至都不足以解决“真隐债”的问题，因此其很难再有余力去“兜底”城投有息债务中未经甄别确认的广义隐债。粗略统计，上述广义隐债的规模可能达到 30 万亿元以上的规模水平，现阶段对其进行化解处置的方法主要是金融化债的相关手段，比如债务展期降息、由大型银行“接盘”并以长期低息资金进行置换、由 AMC 进行打折收购、央行 SPV 等；中长期来看，此类广义隐债的解决还将依赖城投的市场化转型，也即通过培育造血机制、提升运营效率等方式创造更多经营收益，进而为化债补充宝贵的资金；总体而言，解决此类债务问题的核心在于“以时间换空间”“在发展中解决问题”，同时在迫不得已的情况下还可能通过让金融机构、债权人、投资者等承担更多损失的方式（甚至是违约）进行风险出清。

## 二、“最大力度化债”对城投债市场将发挥何种作用？

从第一小节的分析可知，城投有息债务中的广义隐债并未被包含在“最大力度化债”的置换范围内，而且还没有充分的信息去验证化债资源将如何配置到不同的债务形式上。因此，目前仅能确定：“最大力度化债”能够减轻地方政府总体的债务压力，从而在客观上强化城投信仰，带动城投债市场情绪出现好转；不过，此次政策推出后，能否切实强化城投债偿付保障、显著提升城投债偿付安全性尚待观察。假设化债资源更多向非标、政府拖欠企业账款等倾斜，仅有很少一部分用于置换城投债，则对城投债市场会产生较为复杂的影响。一方面，城投公司的债务压力整体上有所下降，一定程度上增强了城投主体的信用资质，有利于强化城投债的偿付保障，进而对城投债市场形成利好；另一方面，化债资源优先置换非城投债形式的城投债务，客观上对可用于城投债层面的化债资源形成挤占，同时还很大程度上导致城投债券和其他形式债务之间的“地位”发生反转。长期以来，城投债因其公开市场特性，得到地方政府的极大重视，在不得不发生债务违约的情况下往往会拼尽全力对城投债保刚兑，而对其他形式的债务进行选择性的违约。若此次释放的化债资源优先用于置换非城投债形式的债务，将大概率降低城投债的“优先级”和刚兑预期，这显然会对城投债市场形成利空。因此，我们倾向于认为：应理性看待“最大力度化债”对城投债市场的作用，不宜在市场情绪的催化下抱有过度乐观的预期，以免影响投资决策的合理性与科学性。

化债利好的加持之下，城投信仰客观上得到强化，市场情绪随之高涨，这导致部分市场人士“浮想联翩”：“最大力度化债”是否会大幅降低城投化债的难度？是否会带动城投化债快速进入佳境？本文认为：目前所释放的政策利好对城投化债确实有正向的积极作用，但能否推动城投债务问题的有效解决还存在较大

**不确定性**，原因主要有以下几点。一是，“最大力度化债”解决的是“真隐债”的问题，而不是城投有息债务中的广义隐债，这意味着大规模的城投有息债务难以获得相应的化债资源支持；二是，现阶段及未来较长一段时间内，依靠经营收益来化解城投金融债务仍属美好愿景，两者的体量不可同日而语。截至 2023 年末，城投有息债务余额为 396,945.70 亿元，可与地方政府债券余额相匹敌，体量可谓巨大，个体角度看绝大多数城投的有息债务动辄数亿、数十亿，甚至上百亿，而经营性净现金流和营业利润则多处负值区间，即便是大力推动转型，造血机制也难以短期内培育起来，无法快速弥补债务和经营收益之间的巨大鸿沟；三是，囿于转型化债需要从长计议，见效很慢，所以城投金融债务的化解将主要仍依赖于置换、重组等手段，这意味着城投体内的非隐债很难在短短几年内实现大规模的实质性压降，更多只是在偿付时点上有所延后。总体而言，**“最大力度化债”对于城投化债的贡献，更多地体现为将其体内的隐债进行置换，但对非隐债的化解难以提供直接的、大力度的帮助，因此可以预见：城投化债未来仍将面临较大压力，迫切需要引入更大胆的方式方法去进行破局。**

本文认为：**破局的关键在于真正打破城投刚兑预期。**而这一点，也已经是监管意图之所在。从“35 号文”、“134 号文”、“150 号文”等一系列的城投化债政策来看，上述文件对城投公司的存量非隐债（金融债务）提供了借新还旧、协商展期降息、由银行予以置换等化解思路，对新增债务则始终强调“严控”，同时还通过融资平台限时退名单的方式，将新增债务的属性进一步明确为企业债务，从法理上将其与地方政府信用进行隔离，以避免地方政府被动承担无限连带责任的可能，逐步引导市场对城投债务尤其是新增债务进行合理定价，为打破刚兑预期和树立投资风险自担的意识做充分铺垫，从而推动实现真正意义上的“遏增”。唯有真“遏增”，方能将城投债务风险乃至地方债务风险变成一个有解之题，否则即便是“真隐债”风险解除，潜在的债务风险也将持续累积，伤及地方政府的债务安全、经济发展、社会稳定，并给资本市场的平稳运作带来干扰。

### 三、未来中央是否有可能增发国债或发行特别国债以化解地方债务风险？

目前，地方债务风险的化解主要通过以下几个路径：

一是，以财政资金化债。具体方式包括安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还以及出让政府持有的股权及经营性国有资产权益偿还等。不过，上述化解路径受到地方财政增收乏力、可用于出让的国有资产/资源不足等因素的制约，或仅能提供少部分用于隐债偿还或置换的资金；

二是依法合规转化为企业的经营性债务，进而由经营收益来偿还，不过这要求债务所对应的资产/项目具备财务可持续性（即项目能通过自身运营产生持续稳定的现金流，能通过各种渠道获得必要的资金以保障项目的持续运营，运营期间能合理控制成本并预期能达到一定的收益水平等），但目前地方上的绝大多数项目较难达到以上要求，因此债务转化只能在有限的范围内适用并实施；

三是，运用金融手段化债。充分发挥银行（尤其是开发性、政策性银行和国有大行）在化债中的积极作用，其应在“提高政治站位”的思想指导下，在“保本微利”的基础上，作出更多让利，释放更大的化债力度。目前，已经有较大规模的融资平台存量到期隐债和非标等高息金融债务转化为利息更低、期限更长的银行贷款，但这种的模式对于化债的贡献主要是节约利息成本、延后本金偿付时点，虽然能够收到“以时间换空间”的效果，但并未从实质上压降地方政府未来需要偿付的债务规模；

四是转型化债，也即通过加快城投公司市场化转型来创造更多的化债资源，弥补化债资金缺口，但这种模式收效较慢，短期内难以为地方债务风险化解提供有效帮助；

五是，由省级政府发行特殊再融资债、特殊专项债，将募集资金用于城投化债，本质上是以省级政府信用融资并支持低层级政府化债。在历史上的几轮化债和此次“最大力度化债”中，都是通过此类工具来帮助地方政府度过短期流动性危机、缓解隐性债务到期偿付压力，不过此类债券为政府法定债务，发行额度有“天花板”，加之我国不少地方政府的杠杆率已经偏高，因此债务限额再度大幅突破也不太现实，甚至还可能对地方财政、金融体系带来较大风险隐患。

综上，本文认为：**必要的情况下，中央适度加杠杆很有可能成为化解地方债务风险的重要选项。**事实上，目前我国中央政府还有较大加杠杆的空间。截至 2023 年末，我国国债余额 30.03 万亿元，地方政府法定债务 40.74 万亿元，隐性债务 14.3 万亿元。因此，不考虑隐性债务的政府负债率为 56.1%，低于《马斯特里赫特条约》规定的 60%警戒线；考虑了隐性债务的政府负债率为 67.5%，高于《马斯特里赫特条约》规定的 60%警戒线。进入 2024 年以来，地方政府债券和国债的余额均进一步提升，比如截至 2024 年 9 月末地方政府债券托管余额增至 44.4 万亿元，国债余额增至 32.7 万亿元，不过考虑到测算法定政府负债率时分子应为截至每年度末的“地方政府债务余额+国债余额”，因此，本文将以 2024 年的“地方政府债务限额+国债限额”来替代上述余额，也即地方政府债务限额（单位：万亿元）=17.27（全国两会审议通过的一般债务限额）+29.52（全国两会审议通过的专项债务限额）+6（全国人大会议审议通过的专项债务限额增加额，虽然一次性批准分三年实施，但此处选择全部计入），国债限额=35.2（全国两会审议通过的国债限额），并假设 2024 年 GDP 增速达到 5%的预期目标，由此可测算出，全国政府负债率提高至 66.48%（不考虑隐性债务）；若将专项债务限额增加额替换为 14.3 亿元的隐性债务余额，则政府负债率进一步提高至 72.75%。尽管均超出了《马斯特里赫特条约》规定的警戒线，但我们认为这并不影响财政稳定。

从历史上其他国家的实际情况来看，政府债务率并未硬性约束在条约规定的警戒线内，而是视经济形势和债务风险情况而定，事实上欧美国家在一些特殊经济时期的债务率远超警戒线，甚至达到 120%以上。另外，有不少经济学家也认为，即使政府债务率已经很高，但在经济衰退时，赤字财政的实行甚至加力都是必要且可行的。考虑到我国中央政府杠杆率较地方政府杠杆率偏低，仍有加杠杆的空间，我们认为，**在必要的情况下，通过中央适度加杠杆的方式来减轻地方政府债务压力也是一个可以考虑的选项，比如进一步提高**

赤字率，再比如发行特别国债或增发国债用于支持地方政府化债。不过，需要提醒两点：一是，务必要警惕和避免道德风险，从制度上筑牢防线，防止隐性债务的无序新增和再度扩张；二是，因发行目的的特殊性和资金使用的专项性，特别国债并不计入赤字，但它本身也构成了政府债务，提高了政府的杠杆水平，因此发行特别国债用于帮助化解地方债务风险也存在额度上的限制，拟定相关实施方案时应保持审慎。

## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140