

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
吴志武
wuzhw@cspengyuan.com



主要内容：

- 1、十四届全国人大常委会第十二次会议拉开了新一轮地方化债的序幕。新一轮化债具有重要的意义：一是，有利于化解地方债务风险，防范金融系统性风险。二是，有利于减轻地方化债对地方财政资源等的挤占。三是，有利于释放微观经济主体的活力。四是，有利于发挥逆周期宏观调控作用。
- 2、与以往几次地方化债相比，新一轮地方化债相同点仍是采用债务置换的方式进行，并且是将隐形债务显性化，但与前几次相比，也存在明显的不同点。一是，本次债务置换的规模相对较大，时间跨度更长，效果更明显。二是，本次债务置换形成的债务主要为专项债务。三是，本次债务置换是通过新增债务额度的方式。
- 3、新一轮债务置换对政府债务的影响：首先，从财政赤字来看，本次地方化债形成的债务是专项债务，相比地方一般债，专项债不计入财政赤字，不影响年度预算财政赤字率。其次，本轮化债主要是债务置换，并不会增加政府债务率。再者，本轮化债并未改变央地债务结构。

十四届全国人大常委会第十二次会议通过了《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》，批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。新增限额为专项债务，2024-2026 年每年安排 2 万亿元。除一次性增加专项债限额外，财政部表示，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，补充政府性基金财力，用于化债，两者合计，共增加 10 万亿元化债资源。

一、为何要开展新一轮化债？

十四届全国人大常委会第十二次会议拉开了新一轮地方化债的序幕。新一轮地方化债的背景，一方面，尽管去年中央推出了一揽子化债方案，地方债务流动性风险大为缓解，但地方政府偿债压力仍然较大，尤其作为地方化债的重要资金来源，地方土地出让收入在土地市场仍处于低迷情况下并未明显改观，因而，今年以来全国范围内城投非标违约仍较为严重；另一方面，在面临化债压力下，地方政府需要动用财政资金应对债务风险，这影响到财政支出对民生和经济增长的投入，尤其是目前内需不足的背景下，更是影响到宏观经济的运行。

有鉴于此，新一轮化债具有重要的意义：

一是，有利于化解地方债务风险，防范金融系统性风险。从目前城投债务到期量来看，2022 年-2027 年是债务集中到期还本的高峰期，每年到期量均在 2 万亿元以上，面对此债务压力，如果通过对以上到期债务进行置换，可以起到债务展期的作用，同时，债务置换后，地方政府隐形债务规模大幅下降到 2.3 万亿元，显著降低了地方政府的化债压力。

二是，有利于减轻地方化债对地方财政资源等的挤占。在化债压力下，地方政府需要拿出一定的财政资金用于债务本息的偿还，同时，据财政部统计，新一轮债务置换可以节省财政资金 6000 亿元左右，因而，此次债务置换后将释放更多的财政资金用于民生和基建投资领域，从而推动经济社会发展目标的实现。

三是，有利于释放微观经济主体的活力。地方债务的置换不单是针对银行等金融机构，由于隐形债务中地方政府对企业还有一定的拖欠款，因而债务置换将直接或间接消化部分企业欠款，从而有利于改善改善当前经济循环中的“多角债”问题，进而释放微观经济主体的活力，有望带动民间投资预期和增速回升。

四是，有利于发挥逆周期宏观调控作用。新一轮地方化债是增量财政政策中的一部分，随后增量财政政策中支持房地产税费新政即将推出，专项债支持收购土地、存量商品房新政正加快落地，发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本新政加快推进，以及促进消费投资等财政发力措施实施，新一轮地方化债将与这些政策一起发挥重要的逆周期宏观调控作用，更大地发挥财政政策稳经济效应。

二、新一轮地方化债有何特点？

我国地方化债历程上曾出现过三轮大规模债务置换，这三次大规模地方债置换一定程度上化解了地方债务风险。

第一次是 2015-2018 年间，财政部通过三年左右的过渡期，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换，置换债券累计发行 12.2 万亿元，地方政府债务中部分贷款、企业债券等转化为信用等级更高的地方政府债券，从而融资成本降低，债务期限出现拉长，债务风险也有所缓释。第二次是 2019 年财政部开展“建制县隐性债务化解试点”，首批选取辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份，选择部分具备化债条件的县市试点隐性债务风险化解，主要通过发行置换债置换隐性债务。随着地方政府再融资债券的出现，2020 年开始发行用途为“偿还存量政府债务”的特殊再融资债券代替置换债券开展建制县隐债置换，随后置换范围又出现扩大，面向广东、北京和上海三地开启全域无隐性债务试点。这一轮发行特殊再融资债券化债规模为 11170 亿元，其中 6128 亿元主要用于建制区县，剩余额度主要用于全域隐债清零试点地区。第三次是 2023 年 7 月召开的政治局会议提出“一揽子化债方案”，“一揽子化债方案”中主要的举措便是置换，一方面，通过发行特殊再融资债券置换隐性债务，从 2023 年 10 月初截止到 12 月底，共发行特殊再融资债券 1.39 万亿元；另一方面，去年第四季度以来，部分省份将新增专项债券用于存量政府债务项目，甚至包括置换隐债。

与前述几次地方化债相比，新一轮地方化债相同点仍是采用债务置换的方式进行，并且是将隐形债务显性化，由信用等级更高的省级政府为市县债务背书，从而降低了地方政府债务风险。但与前几次相比，也存在明显的不同点。

一是，本次债务置换的规模相对较大，时间跨度更长，效果更明显。第一次债务置换，发行了 12 万多亿元，时间为三年，第二次和第三次化债，规模并未超过 2 万亿元，时间跨度上，第二轮将近三年，第三轮则将近一年，而本轮化债规模达到了 12 万亿元，本轮化债后，地方隐形债务仅剩 2.3 万亿元，地方债务风险大幅下降。

二是，本次债务置换形成的债务主要为专项债务。其中，批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增限额为专项债务，同时，连续五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，用于化债。而前述几轮地方化债，置换后的债务既有一般债务，也有专项债务。

三是，本次债务置换是通过新增债务额度的方式。其中，6 万亿元是直接新增限额，每年 8000 亿元专项债券化债也是从新增专项债券中安排。而前述几次化债中，第二轮和第三轮都不是新增额度，而主要是从地方债限额和余额之差中腾挪出的有限空间。

三、新一轮地方化债是否会降低政府债务率？

本轮债务置换聚焦于政府债务，其将会对政府债务产生什么影响？这一问题已成为各类市场主体关注

的重点，对此可以从赤字率、债务风险和债务结构三方面进行探讨。

首先，从财政赤字来看，本次地方化债形成的债务是专项债务，相比地方一般债，专项债不计入财政赤字，不影响年度预算财政赤字率，且操作较为方便，不需要权力机关的审批，从而有利于持续地推进地方化债。

其次，从债务风险来看，政府债务率方面，据财政部的表述，2023年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%。而同期，G20国家平均政府负债率118.2%，G7国家平均政府负债率123.4%，我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家。由于本轮化债主要是债务置换，并不会增加政府债务率。同时，由于以高等级的省级政府债务置换市县级政府债务，有利于降低债务风险，且地方政府债券发行时间更长，可以更好地匹配政府投资项目建设运营周期，从而对付风险将会更低，更重要的是，地方政府债券可以借新还旧，地方隐性债务流动性风险由此将大幅缓解。

再者，从央地债务结构来看，市场一度认为本轮地方化债将会用国债进行置换，因为地方部分隐债的形成是由于承担了中央政府的部分职能，同时，目前央地债务结构上，央行存在更多的加杠杆的空间。但本次地方化债并未出现国债置换的情形，其原因或许：一是，继续秉持原有的地方债管理方针，也即地方政府是地方债务的负责主体，“谁家的孩子谁抱”，从而防止地方政府的道德风险；二是，地方政府债务风险可控，目前尚未到由中央进行救助的地步；三是，在目前宏观经济运行有效需求不足背景下，发挥财政逆周期调控作用，中央未来将承担加杠杆的主要任务，而本轮地方化债主要是通过置换化解债务危机，地方更多的是稳杠杆或适度加杠杆。

四、新一轮地方化债对城投企业有什么影响？

城投企业作为地方政府投融资的重要助手，在推动基础设施建设、促进城镇化进程中发挥了不可替代的作用，但与此同时，城投企业在此过程中也积累了较大规模的债务，是地方政府隐形债务的重要载体，城投债务规模大幅扩张，对金融系统稳定性形成了巨大的挑战。在此情况下，加强对城投企业债务的管理，推动城投债务风险化解，也是地方化债的重要内容。

新一轮地方化债对城投企业的影响，主要表现在以下方面：

一是，融资上，虽然新一轮地方化债并不意味着对城投企业的融资监管政策会放松，相反还会继续加强对隐形债务的管理，本次发布会上再次强调，“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”，“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。”但由于巨额的隐性债务主要沉淀在城投企业自身，因而，新一轮债务置换后，城投企业的债务压力也相应减轻，部分城投企

业隐债清零后，甚至可以开展正常的融资活动。

二是，城投转型上，债务置换有助于城投公司剥离历史债务包袱，轻装上阵，为城投公司的转型发展提供坚实基础。化债背景下，部分城投公司面临债务负担较重、资金链紧张等一系列问题，生存尚存问题，转型更是无从谈起。通过债务置换，城投公司实现有序剥离隐性债务，从而降低债务负担、提升财务稳健性，可以将更多精力和资源投入到经营性业务的发展中。

三是，城投债市场，去年“一揽子化债方案”出台，城投债市场出现了一波较大的行情，主要是由于通过特殊再融资债券置换隐债后，相当于城投债得到省级政府信用的加持，城投债风险由此出现下降，因而，城投债利差出现大幅收窄。本轮大规模化债后，短期来说，因债务置换降低了城投企业债务负担，对城投债基本面形成了一定的支撑。但从长期来看，城投债转化为政府债务、获得政府信用加持的空间已大幅减少，城投债将加速转向主要根据企业自身信用基本面定价。

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