

特别评论

分析师联络人

黃文樂

+852-28607142

davis_wong@ccxap.com

唐永盛

+852-28607125

vincent_tong@ccxap.com

“6+4+2” 万亿化债方案将减轻地方政府财政压力

11月8日，全国人大常委会通过了《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》，安排6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务，分三年实施，2024—2026年每年2万亿元。此外，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8000亿元用于置换隐性债务，累计置换隐性债务4万亿元。加上此次批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。财政部明确指出，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。

这一“6+4+2”三大化债政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额将从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减至4600亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。尽管棚改2万亿隐债仍然存在，到期时间不属于2028年之前需要解决的隐债。10万亿的直接资金加上2万亿债务自然到期，预计将化解12万亿隐性债务。本轮增量化债资金体现出一揽子化债政策的持续性，解决地方政府隐性债务问题，及减轻地方政府的化债压力。整体而言，本次债务置换方案基本与市场预期一致，有助于缓释短期流动性风险，优化政府债务结构，提振市场情绪，助力“一揽子化债”的推进。

一、举债空间较大，债务风险仍可控

以全国整体来看，有较大举债空间，债务风险仍可控。中国政府负债率仍低于国际主要经济体水平。据中国财政部数据，2023年末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。根据国家统计局公布的数据，2023年全年国内生产总值为126万亿，考虑隐性债务14.3万亿后，政府负债率为67.5%。从负债结构上来看，中央负债率为23.8%，而地方政府负债率（包括隐性债务）为43.7%。国际货币基金组织统计数据显示，G20国家平均政府负债率118.2%，中国政府负债率显著低于主要经济体和部分新兴市场国家。

以全国整体来看，债务风险仍是可控。通过优化债务结构，降低融资成本，延长债务期限等方式能降低地方政府当前短期偿还压力的风险。本次会议强调“防范化解地方政府债务风险，在解决存量债务风险的同时，必须坚决遏制新增隐性债务”。地方政府在维持必要融资规模的同时，必须加强对债务流动性风险的管理，同时对债务“控增化存”，避免隐债再度扩张。

二、延续以地方政府为化债责任主体基调

本次会议强调债务为地方主体责任。市场一度认为本轮地方化债将用国债进行置换，因现时中央政府杠杆率仍偏低，透过发行国债或增发国债用于支持地方政府化债可对地方隐债一次性解决。尽管在“一揽子化债”框架下，中央对隐债化解的态度转为较支持性，但地方政府一直被明确为化债责任主体。本次化债延续此主基调，增加地方政府债务限额，而非增发或特别国债置换隐债。虽然中央政府负债率仍然偏低，国债置换有一定空间，但国债置换可能不利中央

纪律约束地方政府的基调，对部分规范举债的地方不公平，造成一定的道德风险。所以继续秉持现时的地方债管理方针，即地方政府是地方债务的负责主体，让地方隐债风险显性化，同时保持现有的监管问责，明确强调债务为地方主体责任。

三、债务置换为地方政府释放更多财政资金，有助缓解城投信用风险

化债将减轻地方政府的还本付息压力，优化地方财政状况。蓝佛安部长在新闻发布会上表示，通过债务置换政策帮助地方畅通资金链条，增强发展动能，腾出的资源将用于促进发展，改善民生。隐性债务利率往往高于地方显性债务利率，而通过更高信用资质的地方政府进行债务置换，将大幅节约利息支出。因受惠于债务展期及置换后的利息压缩，城投公司的债务压力整体上将有所下降，一定程度上能增强城投主体的信用资质。经财政部测算，本轮化债出台后五年累计可节约 6000 亿元。而地方政府需消化的隐性债务总额从本来 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，令其能腾出更多的财政资金将用于民生和基建投资，推动地方建设发展。同时通过这一举措，城投公司能够将更多精力和资源投入到经营性业务的发展中，聚焦于提升自身的运营效率和盈利能力。

以城投境外债角度来看，化债有助缓解城投短期信用风险，但融资监管仍然趋严。由于境内融资受限而转向境外市场的城投企业部分存在资质偏弱问题，潜在信用风险偏高。考虑到 2024 至 2025 年城投境外债到期规模较大，短期上来看，本次化债政策可缓解弱资质尾部城投的信用风险，减轻短期兑付压力。中期来看，化债政策下融资监管预计愈趋严紧，城投境外债发行仍然持续受限。11 月 19 日彭博社消息指出，中国监管部门正在限制国内投资者通过南向通购买城投公司发行的离岸人民币债券。这表明中国大陆在化债政策下持续堵塞漏洞，遏制地方政府融资平台债务风险，避免在化解债务的同时新增高息债务。

展望与总结

我们认为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，相反将继续加强隐性债务管理。自 2023 年中央政治局会议“一揽子化债政策”实施以来，城投平台债券发行政策未有明显放松迹象。本次发布会上再次强调，“不新增隐性债务作为铁的纪律”，持续加强预算管理，督促地方依法依规建设政府投资项目。地方城投债券发行以借新还旧为主，某程度限制了城投平台债券规模扩张。但与此同时，新化债政策将缓解城投平台的债务压力，也为城投平台市场化转型提供一定机遇，促进其转型发展。

对于城投公司而言，债务置换有助其剥离历史债务包袱，降低债务负担，提升财务稳健性，为城投公司的转型发展提供基础。部分城投公司因债务负担重、资金链紧张，造成一定的偿付压力。通过本次的债务置换，城投公司可降低债务负担，将更多精力和资源投入经营性业务发展中，逐步区分地方政府与平台的债务责任。

从短期上来看，是次化债措施能令城投企业改善债务结构和令其再融资更为顺畅，一定程度缓解短期偿还压力。考虑到 2024 至 2025 年间大量城投债到期，化债政策可以在短期内缓解这些企业的信用风险和兑付压力，避免新增高息债

务。中期的角度而言，城投融资监管将愈加严格，境外债的发行将持续受限，预计中国监管部门会继续遏制地方政府融资平台的债务风险。

本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 www.ccxap.com 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼
邮编：100020
电话：(8610) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号
怡和大厦19楼1904-1909室
电话：(852) 2860 7111
传真：(852) 2868 0656
网址：<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>