

信用答疑：

“十万亿”化债，释放了什么信号

2024 年 11 月 11 日

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大常委会关于批准《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》（下称“《议案》”）的决议。《议案》提出，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。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。同时，财政部长表示，从 2024 年开始，我国将连续五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。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。

我们认为，本次债务置换为近年来最大规模的债务置换，地方政府在 2028 年前将隐性债务化解完毕难度不大。此次置换政策利于地方债务结构优化，推动隐性债务显性化，也利于提升债务管理的规范性和透明性。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 万亿元减为 4,600 亿元，不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。

针对市场关心的对于本次政策相关的问题，我们进行了如下的分析与解答。

这次的政策和以往的政策有什么不同的地方？

我们预计，此次置换方案体现了中央化债思路的转变，政策更加积极，更多着眼于地方长期发展，用发展的方式化解债务，额度分配值得关注，或将对经济较发达区域有更多的倾斜。2023 年下半年以来，随着特殊再融资债、“35 号文”等政策的出台，地方债务风险得到有效缓解。今年 2 月以来，中央政府多次表态“地方债务风险可控”，由此可以看出，此次置换方案更多体现了中央化债思路从“堵”到“疏”的转变，不再只有在风险暴露苗头出现时才采取措施，而是将债务风险化解进一步前置，政策更加积极，地方将有更多的资源用于发展，用发展的方式最终化解债务压力。债务置换并非债务削减，地方仍需以发展为主要目标，通过发展最终将债务规模控制在与自身经济财政实力相匹配的水平上。

这次化债的责任在地方还是中央？

我们认为，债务化解的责任仍在地方，中央政府为防范地方政府在债务管理方面的道德风险，对隐性债务的监管会进一步加大。此次《议案》提出了“在压实地方主体责任的基础上”的原则，而且化债政策以地方置换债务为主，并非中央对地方进行大规模转移支付，表明化解债务的责任仍在地方，并非中央进行兜底。同时，此次人大常委会会议审议了《中华人民共和国各级人民代表大会常务委员会监督法（修正草案）》，修正草案拟作出五个方面主要修改，其中之一是“细化政府债务监督，增加规定国务院和县级以上地方各级人民政府应当每年向本级人大常委会报告政府债务管理情况”。中央政府支持地方政府化债的同时，必须防范“一边化解，一边新增”，加强地方人大的监督职能即是为

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

了防范这一风险，结合最近财政部对新增隐性债务案例的通报以及 10 月 18 日新闻发布会上财政部对记者的表态，未来中央政府对地方债务的监管和处罚将更加严格。

从目前的信息看，本次化债措施的落地会让哪些省份更加受益？对未来地方政府的信用水平的长期影响如何？

我们预计，最近一两年置换额度向经济增长空间较大的区域倾斜的可能性较大，特别是东部省份获得的额度可能性也较大，部分省份将提前化解完毕隐性债务，在经济增长方面发力更多。2023 年至今发行的超过 1.7 万亿元特殊再融资债主要来自负债率较高的省份，如贵州、云南、内蒙古等“高风险”省份，东部的经济大省江苏、山东、浙江等地发行金额不大。由于此次“10 万亿元”债务置换既要解决当下地方政府的债务压力，又要促进经济发展，额度分配上的考虑可能更加综合。我们认为，东部省份肩负经济增长的重任，也可能将进行较大规模的置换。同时，不排除隐债清零的区域仍可获得部分额度的可能，特殊再融资债的使用范围有可能扩大。

我们认为，本次增加的债务额度是置换现有债务的额度，并非完全新增的债务额度，而且债务成本的降低、结构的改善、透明度的提升，都显示中国地方债务管理整体上向良好的方向发展。

本次化债对城投企业的影响如何？对于名单内和名单外城投企业的影响有何不同？

我们预计，随着债务置换政策的落地，部分城投企业的资金压力将得到缓解，负面事件可能有所减少。从 2023 年 7 月一揽子化债政策实施以来，城投企业获得了来自政府的资金支持，尾部风险得以控制。2024 年 1-9 月地方政府性基金预算本级收入 27,609 亿元，同比下降 22.5%，地方财政仍有压力，债券市场对地方流动性的担忧回升。我们观察到，近期市场上重新出现了发行利率较高的城投债，最近三个月发行利率超过 4% 的城投债券超过 40 只，金额约为 200 亿元。此次债务置换在未来 3-5 年内对地方政府与城投企业形成持续的资金支持，城投企业资金压力将得到一定缓解，如负债率较高的贵州、天津、江苏等地，以及非标舆情频发的山东、陕西、河南等地。除缓解投资者担忧情绪、降低债券发行利率外，非标融资由于成本较高、再融资稳定性较弱，可能获得更多的资金支持，风险事件或将有所下降。

我们认为在政策和资金的帮助下，短期内名单内城投企业的再融资需求或将有所下降，退出名单的速度将会加快。地方政府发行债券对隐性债务进行置换，取代了涉及隐性债务城投企业自身的再融资，该类企业的再融资需求可能下降，包括债券和非标融资，特别是一些非标债务本身化解的难度较高，可能优先获得置换。由于本次债务置换的规模很大，隐性债务化解的进度将会提前，企业退出名单的进度也会加快，未来一段时间可能会有更多的企业声明已退出平台名单或为退出平台名单而征求债权人意见。

我们发现，市场上存在较多数量的城投企业虽不在所谓的“3899”或隐债名单内，但由于达不到监管部门对产业类企业认定的标准，无法新增债务，部分地区的一些城投企业连借新还旧债券也无法发行（银行间居多），如长三角区域的一些城投企业。我们对此现象的理解是中央同时在防范地方新增隐性债务的风险，防止政府业务或补贴占比较高的企业形成新的隐性债务，从严审批债券发行，包括借新还旧债，而地方政府有压降债务的目标，这类企业债券净融资减少。

我们预计这类企业未来一段时间或将仍然面临偏紧的融资环境。未来地方政府资金需求以预算内为主，为持续防范新增隐性债务的风险，强化地方预算硬约束的原则，推动城投企业市场化转型，对于这类企业严格的发债审批可能仍将持续一段时间。虽然此次置换并非直接置换该类企业的债务，但政府资金压力得到缓解，与该类企业的业务结算和回款可能变快，有利于缓解该类企业的资金压力。

本次化债政策下，应如何看待城投企业转型？

我们认为，中央对地方化债的支持力度越高，地方越应重视城投企业的市场化转型，但转型的确存在困难。9 月下旬多家媒体报道提到了为加速城投企业退出融资平台名单的“150 号文”，此后多家城

投企业宣布为退出该名单而征求债权人意见。当前中央化债的思路与之前相比有所改变，支持地方化债是为了地方发展，城投企业转型的必要性有所提升。标普信评也从多家城投企业了解到，城投企业转型是大势所趋，地方国资委、财政局也在积极推动。

城投企业转型的第一道难题是债务压力，此次债务置换较为及时。城投企业转型已经在政策的推动下进行了多年，但效果并不是很显著，其中一个重要的原因是地方债务压力大，很多区县、园区或欠发达地区的城投企业忙于债务管理，利息的支出已经较为困难，更没有额外的资金来发展产业，想转型需先解决债务压力是很多地方政府与城投企业的共识。此次中央“10 万亿元”置换政策帮助地方政府和城投企业解决资金压力，城投企业卸下包袱，有更多余力进行转型。

城投企业转型的另一个难题是缺乏产业资源。一般来说，地级市、百强区县、较发达的开发区（经开区、高新区、国家级新区等）具备良好的产业资源，较高级别或发达区域的城投企业凭借与当地政府的良好关系获得了政府的支持，如经营性资产注入、特许经营权等，围绕城市建设与运营开展了如工程施工、房地产、收费公路、水务燃气、环境服务、文体中心、物业安保、停车场、酒店等业务，或围绕发展产业开展了产业园运营、股权投资等业务，服务于地方政府发展经济社会的职能，大多不会贸然离开当地开展新的业务。然而中国有 2800 多个区县，发债的城投企业中区县级城投企业占比很大，而许多的区县缺乏产业资源，客观条件限制了当地城投企业转型，部分城投企业转型的可行性偏低。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务，包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息，请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn))，并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。