

2025 两会政策解码：在化债与发展中寻找新平衡

2025 年 3 月 11 日

2025 年 3 月 5 日，十四届全国人大三次会议在京召开，《政府工作报告》（以下简称《报告》）将“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”列为 2025 年十大政府工作任务之一。《报告》提出，将坚持在发展中化债、在化债中发展，通过完善和落实一揽子化债方案，稳妥化解地方政府债务风险。

我们认为，当前化债政策的核心逻辑在于以“时间换空间”缓解地方财政流动性压力。2025 年新增专项债规模达 4.4 万亿元，同比增长 12.8%，创历史新高。这一扩容力度对冲了地方政府性基金收入持续下滑的压力（2024 年同比下降 8,931 亿元，降幅达 13.5%）。与此同时，用于置换隐性债务的特殊再融资债券发行规模突破 2.96 万亿元，置换后债务平均期限显著延长，平均利率成本显著下降。据财政部部长蓝佛安介绍，2024 年发行的 2 万亿置换债券利率平均下降逾 2.5 个百分点。这种“降息展期”组合拳降低了地方政府的短期资金压力，为风险缓释争取了关键窗口期。

我们认为，长期看，从根本上解决地方政府债务问题需触及财政体制深层矛盾，缓解房地产行业低谷期中地方政府的收入压力，《报告》提出的消费税改革与零基预算构成“开源+节流”双向发力点。《报告》指出，要加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方。消费税是我国四大税种之一，此前基本收归中央。2024 年全国消费税规模 1.7 万亿元，占当年税收收入的 9.4%。消费税与地方分成改革将直接增加地方自主财力，减少对债务融资的依赖。若以 2024 年消费税规模、按央地 6:4 分成估算，改革后地方政府财力将增加 6800 亿元。同时，《报告》提到，要开展中央部门零基预算改革试点，并支持地方深化零基预算改革。目前我国广泛采用的预算方式为基数预算，每年预算在上年基础上调整后制定，而零基预算下，所有支出以零为基础，逐项审议。从部分区域的试点结果看，零基预算下支出削减比例可达 10%。我们认为，零基预算改革有望通过“节流”减轻地方政府的资金压力。

我们观察到，中央对地方政府债务风险的管理正在走向精细化、动态化。《报告》指出，要动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。与此同时，宁夏财政厅厅长在两会期间表示，宁夏已符合退出债务高风险省份的条件，并已向国务院提出申请。我们认为，动态化管理不仅能够充分激发地方政府化解债务的积极性，还能够向市场传递出更为清晰的信号，随着部分区域成功化解风险并从债务高风险名单中退出，投资者对这些区域的信心有望得到恢复，进而令这些区域的融资环境得到一定程度的改善，为当地经济发展注入活力。

我们认为，2025 年或将成为城投转型的“分水岭”，转型进程有望加快，整合事件或将增加，无法转型的平台或将逐步退出历史舞台。在一揽子化债举措下，2024 年城投债务化解取得了显著成效，市场化转型时机日趋成熟。一方面，四季度隐债置换后平台数量减少 4,680 家，全国多地官宣隐债清零，另一方面，城投经营性债务规模也明显下降，截至 2024 年末，城投经营性债务规模降至 14.8 万亿元，较 2023 年初减少 25%。市场化转型意味着城投需通过自主经营获得现金流，自负盈亏。我们预计，未来与水务、公交等经营性资产相关的划转整合事件将会增加，不具备市场化转型条件的平台或将成为被吸收整合的对象，从此退出历史舞台。

分析师

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 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，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、特殊或后续的损失、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）的附属企业。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。