

10 万亿重磅刷屏！影响多大？十大解读来了

【导读】专家解读：财政周期序幕已经开启，增量政策将陆续出台

【编者按】作为经济运行的晴雨表、资源配置重要平台，资本市场深刻反映着宏观经济的脉动与走向。中国基金报特推出“从资本市场看宏观”专栏，力求敏锐捕捉资本市场动态，前瞻性洞察宏观大势，把握经济运行的内在逻辑与核心动力。

中国基金报记者 李树超 曹雯璟

11月8日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，内容围绕《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈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〉的决议》。该决议通过了近年来力度最大的化债举措，增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务。

多位券商人士表示，本次推出的整体化债方案思路较以往有所变化，本次化债举措有助于降低地方政府的隐性债务风险和付息压力，为地方政府广义财政提供一定的空间。当前财政周期序幕已经开启，财政逆周期发力方向确定，中央财政还有较大发力空间。

一、中金公司： 未来一年或可释放财政空间 1.36 万亿元 相当于 2023 年 GDP 的 0.86%

中金公司研究部表示，此前的一揽子化债方案执行后，融资成本下降，防风险效果显现，但以还本付息、新发债务或综合财力衡量的偿债负担上升，切实减轻地方债务负担非常必要。在财政收入下滑的背景下，还债挤占“三保”和其他财政开支。

因此，本次隐债置换节省利息之外，腾出了资金稳增长。针对6万亿元新增置换债和无需提前偿还的2万亿元棚改债，假设其中50%可减少对原本用于其他支出的财政收入和新增经营性债务的挤占。

据中金公司研究部测算，未来三年或可释放财政空间4.08万亿元，未来一年或可释放1.36万亿元，相当于2023年GDP的0.86%。但要注意的是，规模更大的经营性债务短期付息以及中期接续压力还在，如果这方面的支持力度加大，那么稳增长的效果也将得到提升。在需求缺口较大、物价低迷、外围环境更复杂的情况下，财政加码非常重要。

二、国泰君安证券黄汝南： 化债力度占隐债总额接近 70% 从源头上降低地方隐债再次扩张

国泰君安证券宏观联席首席分析师黄汝南表示，从总量上来看，财政部官方披露的地方需消化的隐债总额为 14.3 万亿元，此次 10 万亿元的化债力度占隐债总额的接近 70%，意味着地方仍有 30% 的债务化解责任。这样既兜住了隐债风险，又能防范道德风险。

具体来说，化债方案有三方面的积极意义：第一，能够切实减少债务主体的利息支出，从而将节省的利息用于经济建设和民生保障；第二，能够缓解地方政府偿还债务本金的短期压力，同样可以腾挪出更多资源用于经济建设和民生保障；第三，更为重要的是，地方债务风险的释放能够为未来政府举债，特别是中央政府举债创造更多空间，提升经济抵御外部风险挑战的能力。

此外，需要指出的是，此轮大规模化债并不意味着未来地方融资平台将重新回到预算软约束的老路上。在新闻发布会上，财政部部长蓝佛安特别强调将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，对监管问责也会更严。这意味着在短期风险化解后，未来将更注重地方政府债务管理长效机制，从源头上降低地方隐债再次扩张的风险隐患。

三、华泰证券张继强： 此次化债工作思路发生根本转变

华泰证券研究所所长、固收首席张继强表示，从化债思路来看，本次会议重点提及了化债工作思路发生的根本转变：一是从过去的应急处置向现在的主动化解转变；二是从点状式排雷向整体性除险转变；三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变；四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

化债思路的转变，进一步扩大了化债范围，表明中央对解决地方债务问题的重视，同时也释放了解决地方债务问题的信号。此外，“从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变”或与城投转型有关，关注后续不同省市城投平台的转型进程。

对债市而言，明年财政、货币政策继续发力，化债改善微观主体资产负债表，宏观流动性大概率延续偏松状态。基本面核心矛盾有待解决，企业融资需求尚未恢复，产能仍在去化过程中，支持性货币政策不改，债市也不会走熊。

目前，十年国债收益率已经降至 2.1% 附近，历史上看已经是极低水平。明年即便有一到两次降息，考虑到本轮稳增长政策意志、财政供给、股市分流等，也很难带动长端利率下行太多，曲线形态走陡的概率更高。我们判断明年十年期国债收益率低点可能难以突破 1.8%~1.9%，向上难以突破 2.3%~2.4%，长期趋势不言结束，但震荡市特征更明显。

四、兴业证券段超： 我国资本市场风险偏好有望继续改善

兴业证券宏观首席分析师段超表示，此次化债规模高于市场预期，预计将大幅减轻地方政府压力，有利于长期风险偏好回升。

一方面，化债规模高于市场预期，地方政府化债压力大大减轻。本次政策协同发力后，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，化债压力大大减轻，有利于下阶段经济增长。

另一方面，有利于长期资本市场风险偏好回升。本次财政化债规模高于市场预期，有助于中国经济长期向好回升。虽然近期美国大选等海外事件带来扰动，但在一揽子增量政策的支持下，中国资本市场的风险偏好有望继续改善。

五、粤开证券罗志恒： 为城投公司转型发展提供坚实基础

粤开证券首席经济学家、研究院院长罗志恒表示，总体上看，此次债务置换规模力度很大，体现了发展中化债和以时间换空间的思路，同时反映出中央政府化解地方政府债务风险并推动经济增长的决心。

在当前地方政府面临较大债务压力与经济发展任务的双重背景下，新一轮债务置换具有重要意义。对于地方政府而言，发行地方政府债券置换隐性债务有利于实现隐性债务显性化，优化地方债务结构，减轻付息压力。更为重要的是，通过债务置换释放出的财政空间，地方政府能更灵活地调配资源，支持关键领域和薄弱环节的发展，如教育、医疗、环保等，从而增强地方经济的内生动力和社会福祉。

对于城投公司而言，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。长期以来，城投公司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。然而，随着前期大规模投资带来的债务积累，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，城投转型更是无从谈起。

通过债务置换，城投公司能够有序剥离隐性债务，实现债务责任在政府与平台之间的明确划分，即“政府的归政府、平台的归平台”，从而降低债务负担、提升财务稳健性。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，进而为城投公司的成功转型奠定基础。

六、国盛证券熊园： 对权益市场可以更加乐观城投债信用利差有望收窄

国盛证券首席经济学家熊园表示，从规模上看，本次财政一揽子方案“诚意足、力度大”，既有确定的“10 万亿元+”规模，也有想象空间大的待定规模，2025 年财政政策也将“更加给力”。从方式上看，立足当下、兼顾长远、标本兼治，“化债工作思路作了根本转变”，并将不新增隐性债务作为“铁的纪

律”。

新一轮债务置换有助于有效缓解地方政府短期还本付息压力，旨在帮助地方政府腾出空间“稳增长、调结构、促投资、稳消费、强科技”。**短期市场风险偏好也有望修复，对权益市场可以更加乐观，债券市场城投债信用利差也有望收窄。**

具体影响方面，对于权益市场，化债有助于缓解地方财政压力，短期对权益市场偏利好（分母端）；中期看，化债对经济的实际拉动（分子端）作用，更取决于化债之外的其他配套政策。对信用债而言，化债无疑降低了城投债务风险；对利率债而言，重点关注大规模置换债发行对流动性的冲击，尤其是发行后偿还节奏，可能会对流动性造成扰动。

七、天风证券吴开达： 由被动到主动化债 预计 12 月政策依旧可能升级

天风证券策略首席分析师吴开达也关注到，此次化债思路有所改变。他指出，尽管 11 月 8 日发布会披露的化债力度整体符合市场预期，且并未如往年一样同时下达明年专项债额度，但本次化债由被动到主动是本次人大常委会的主要亮点。

“财政政策后续空间仍较大。蓝佛安部长在发布会上提到，目前我国国债有 30 万亿元，地方政府法定债务有 40.7 万亿元，隐性债务为 14.3 万亿元，政府负债率为 67.5%，显著低于主要经济体和新兴市场国家。另外，10 月 12 日财政部发布会推出的诸多政策也即将落地，后续在赤字率提升、超长期特别国债等方面仍有较大空间，实施更加给力的财政政策。”吴开达谈道。

吴开达预计，12 月政策依旧可能升级。10 月 12 日发布会推出的房地产支持以及专项债收储和商品房年内或将落地，与目前已经发完的近 3.9 万亿元专项债合力，督促各地尽早形成真正实物工作量。不排除年底政治局以及中央经济工作会议或进一步推出逆周期加力政策。

八、海通证券梁中华： “防风险”为主导，政策逐步积极发力

海通证券宏观首席分析师梁中华表示，本次化债举措有助于降低地方政府的隐性债务风险。前期对于地方政府隐性债务，可以通过展期、延期、借新还旧等操作，来降低债务风险。而本次直接使用地方政府信用发行标准化债券，来置换隐性债务，有助于进一步大幅降低地方政府的隐性债务风险。

梁中华指出，长期来看，我国经济有较大的潜力。但短期在国际环境不确定性加大、国内有效需求仍然需要提振的情况下，我国宏观政策仍会继续加力稳增长，尤其是财政政策发力的必要性也进一步增强。

“我国货币政策或还有进一步降息的空间，渐进式的降息或仍会继续。不过货币政策的宽松工具主要是为实体经济提供低成本的融资支持，但居民和企业部门的融资往往具有一定的‘顺周期’属性，这个时候要推动融资和经济的恢复，需要‘逆周期’的力量发力。”梁中华强调，在这样的情况下，财政逆周期调节力量的加码会是未来的趋势。当前我国财政还有较大的举债空间。梁中华认为，根据经济稳增长的需要，财政政策有空间、有意愿继续发力。

九、广发证券吴棋滢： 助力经济良性循环

广发证券资深宏观分析师吴棋滢表示，用于化债的增量地方债规模为6万亿元，分2024年—2026年三年实施，每年2万亿元，这一规模符合市场中性预期。

吴棋滢指出，框架、量级、思路，是本轮财政政策扩张的三个关注点。发布会明确指出“实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变”。我们理解，相对于数字来说，这才是本次化债方案最为核心的环节之一。

从侧重于防风险向“防风险、促发展”并重，可以避免在总量收缩的环境下化债，避免总需求的内生压力，这对于经济的良性循环至关重要。这一新思路、新框架在中期能否逐步推动名义GDP中枢正常化值得进一步观察。

十、东吴证券： 增量财政政策将陆续出台需要对政策保持信心和耐心

东吴证券首席经济学家陈李、东吴证券首席策略分析师陈刚表示，本次人大常委会审议通过了10万亿元化债方案，是对9月份政治局会议精神的重要延续。随着化债的实施，地方固化的流动性有望重新释放，地方政府也将拥有更大的财政空间进行逆周期调节，推动经济持续复苏。在接下来的重要会议中，增量财政政策将陆续出台，我们需要对政策保持信心和耐心。

地方政府化债是增量财政的第一步。蓝佛安部长在答记者问时也提及：发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作、房地产收储、刺激消费政策都在研究之中，同时房地产的相关减税政策预计很快出台。

后续几个重要的观察窗口分别在今年年底的中央经济工作会议、12月政治局会议、明年的两会。目前市场将进入一段政策真空期，伴随着财政迈出大规模化债第一步，后续增量政策也打开了想象空间。

编辑：舰长
审核：许闻