

【华福固收】对当前“化债促发展”政策的解读

团队成员

对当前“化债促发展”政策的解读

化债时限至2028年，利于地方政府腾出资源发展经济：国家首次公开认定地方政府“隐性债务”规模为14.3万亿元，化债时限也定为2028年底之前。对于地方政府来说，仍有至少4年的化解隐性债务时间，化债压力大为减轻，也使得地方政府可以拥有足够的时间与空间来腾挪资源及刺激本地经济发展，短期内并无过多的硬性化债指标，这势必会形成国家制定政策与地方积极落实的“取向一致性”共识。

地方政府化解隐性债务迎来重大转机，利好后续增量融资：国家严控地方政府新增隐性债务，而地方政府及其融资平台不断增加的有息债务及“应付未付”的拖欠工程款，以“经营性债务”最为核心；这类债务的规模可能较为巨大，并可能与地方政府存在千丝万缕的关系，按照蓝佛安部长的上述说法，目前国家已经重视并进行了统计与梳理，目前正在由“金融管理部门”来制定化债政策，而由财政部进行配合。在隐性债务化解之后，预计“融资平台经营性债务”未来或将成为地方政府进一步化债的核心。

可重点关注当前化解债务出现重大利好政策或资金实质落地的区域，以化债政策作为短久期的核心权重，可以考虑久期在3-5年，如重庆、天津、广西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、甘肃、贵州及云南等省市，其省本级平台、省会级平台、省域副中心的城投平台可适当考虑。未来4年至2028年底，地方政府只需要偿还2.3万亿元的隐性债务。这将有利于上述省份争取更多国家资金，以缓解本省财政的预算支出压力及化解政府隐性债务，也使得地方政府能够腾出较多的资源与资金，来化解其他“经营性债务”，或将有利于化解更多的非标与定融。

产业债观点

2024年10月12日，在国新办举办发布会上，财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，其中之一是叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。我们认为，相关政策有助于地产行业修复，地产方面央企地产值得挖掘。叠加近期持续的化债政策加持，各地地产和基建有望带动下游钢铁、煤炭等行业的景气度。此外，可重点关注产业升级、设备更新等对有色行业需求面带来的提振，可关注铜铝等相关产业债。

金融债观点

商业银行金融债方面，中短期期限的债券收益率下行更加明显，3年期以内的普通债品种周度下行幅度在3BP以上，二永债品种下行幅度在6BP以上。从当前收益率点位来看，2.35%以上的品种有3-5Y/AA商业银行普通债、5年期以上各个等级的二级资本债、3-5Y/AA+和AA二级资本债、3-5Y/AA+和AA永续债，均为期限较长、隐含评级较低品种。信用利差角度，信用利差在50BP以上的品种有3-5Y/AA商业银行普通债、3-5Y/AA+二级资本债和永续债、一年期以内的AA+永续债、AA各个期限的二级资本债和永续债，二永债经过之前的调整之后信用利差有所走阔，目前仍有一定的挖掘空间，可结合主体资质适当进行关注。

证券公司债券方面，目前收益率在2.40%以上的品种有1-3Y、3-5Y/AA证券公司普通债，3-5Y/AA+、AA非永续次级债，3-5Y各等级的永续债品种可适当进行关注，当前信用利差基本也在55BP以上，有一定的压缩空间。

保险公司方面，目前收益率在2.40%以上的品种有3-5Y/AA+、AA非永续次级债，3-5Y/AA+永续债，可保持适当关注，且当前永续债尚有66BP左右的信用利差，如果利率保持下行，保险公司永续债有较大的可能进一步压缩。

风险提示：行业面临政策不及预期风险、基本面下行风险、信用风险蔓延。

分析师：徐亮

执业证书编号：S0210524040003

邮箱：x130484@hfzq.com.cn

分析师：梁克淳

执业证书编号：S0210524060002

邮箱：lk30514@hfzq.com.cn

分析师：胡君

执业证书编号：S0210524040005

邮箱：hujun@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《产业债系列投资思路之钢铁债—寒风中不息的炉火》—2024.11.05
- 2、《信用下沉，久期回落—公募基金2024Q3季报解读》—2024.11.03
- 3、《地方政府债投资策略系列之四：从机构行为看地方政府债》—2024.11.01

正文目录

1 对当前“化债促发展”政策的解读.....	1
1.1 化解隐债时限至 2028 年，利于地方政府腾出资源发展经济.....	1
1.2 地方政府化解隐债迎来重大转机，利好后续增量融资.....	3
1.3 投资建议.....	6
2 产业债、金融债和中资美元债周度观点.....	8
2.1 产业债.....	8
2.2 金融债.....	9
3 一级市场跟踪.....	12
4 二级市场观察.....	15
4.1 二级成交的“量”.....	15
4.2 二级成交的“价”.....	17
5 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 金融债各品种信用利差及变动情况.....	9
图表 2: 二永债收益率和信用利差-分省份.....	10
图表 3: 各个省份二永债成交规模 (亿元).....	10
图表 4: 券商和保险金融债收益率情况 (%).....	11
图表 5: 本周信用债发行情况.....	12
图表 6: 本周金融债发行情况 (亿元).....	12
图表 7: 本周城投债和产业债认购情况.....	13
图表 8: 本周城投债和产业债发行成本情况.....	13
图表 9: 本周下信用债交易所审核通过/注册生效情况.....	13
图表 10: 本周信用债协会完成注册情况.....	14
图表 11: 本周信用债成交规模和数量.....	15
图表 12: 本周城投债成交规模-分省份 (万).....	15
图表 13: 本周产业债成交规模-分行业 (万).....	15
图表 14: 本周信用债整体成交规模-分隐含评级 (万).....	16
图表 15: 本周城投债整体成交规模-分隐含评级 (万).....	16
图表 16: 本周城投债加权成交久期 (年).....	16
图表 17: 本周产业债加权成交久期 (年).....	17
图表 18: 本周城投债收益率情况-分期限分隐含评级 (%).....	17
图表 19: 本周产业债收益率情况-分企业类型 (国企) (%).....	18
图表 20: 本周产业债收益率情况-分企业类型 (民企) (%).....	18
图表 21: 本周金融债收益率情况-分省份 (%).....	18
图表 22: 本周金融债收益率情况-分品种 (%).....	19

1 对当前“化债促发展”政策的解读

1.1 化隐债时限至 2028 年，利于地方政府腾出资源发展经济

2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过《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》。在随后召开的新闻发布会上，财政部部长蓝佛安对具体化债议案进行了充分而详实的说明与解读，对地方政府未来化解隐性债务及其他“经营性债务”都有重要的政策宣导意义。

其中，最重要的政策宣导是“化债工作思路作了根本转变”。

对此，蓝佛安部长在本次新闻发布会上明确表示：“在这种情况下，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：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。从政策效应看，能够发挥‘一石二鸟’作用。”

一段时间以来，地方政府受制于需要在特定时限内化解隐性债务，部分“涉及隐债”的融资平台、产投平台皆无法取得增量融资而持续进行保民生、促发展。而在隐性债务之外，还有更多的“经营性债务”有待化解，且部分债务还引发了各地基层的“三角债”问题、拖欠工程款现象及各类舆情。

本次化债工作思路的重大边际转变及改善，包括了“主动化解”、“整体性除”、“全部债务”以及“防风险、促发展并重”，能够较大程度缓释地方政府化债压力，并打开地方政府未来的工作思路与发展任务，不因发展而过度举债，不因化债而逃避发展，“化债促发展”政策成为了新的“央地共识”，殊为不易。

实际上，在 2024 年 10 月 12 日举行的国新办新闻发布会中，蓝佛安部长已经预告了本次化债方案将是“一场政策及时雨”，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心。

过去一个月，市场对政策实施细节与资金规模颇多猜测，对于地方政府如何能够“腾出更多资源”来发展经济也关注颇多。

及至本次人大会议及蓝佛安部长对化债议案的解读，才使本次化债方案能够最终落地及明晰化，并很快予以实施，符合市场预期，也使得市场对于未来更多的“一揽子增量政策”有了新的期待与关注。

本次新闻发布会上，蓝佛安部长对于具体化债细节的详细论述如下所示：

(1) 安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务。分三年安排，2024-2026 年每年 2 万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。

(2) 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，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。

(3)同时也明确,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。

(4)上述三项政策协同发力,2028年之前,地方需消化的隐性债务总额从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4600亿元,不到原来的六分之一,化债压力大大减轻。我们估算了一下,地方依靠自身努力化解是完全可以做到的,甚至有些地方是比较轻松的。

(5)总的看,我们推出的是一揽子、综合性、靶向准的化债组合拳,作用直接、力度大。

在2024年10月12日新闻发布会上,蓝佛安部长也曾表示:“截至2023年末,全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比2018年摸底数减少了50%,债务风险可控。”

而本次新闻发布会,蓝佛安部长又公开表示目前的地方政府隐性债务余额是14.3万亿元,由此推算,2018年摸底隐性债务时的总额可能是28.6万亿元。

这是国家首次公开认定地方政府的“隐性债务”规模,化债时限也定为2028年底之前。对于地方政府来说,仍有至少4年的化解隐债时间,化债压力大为减轻,也使得地方政府可以拥有足够的时间与空间来腾挪资源及刺激本地经济发展,短期内并无过多的硬性化债指标,这势必会形成国家制定政策与地方积极落实的“取向一致性”共识,有利于达成国务院倡导的“增强宏观政策取向一致性,强化政策协同提升实施效果”。

根据2024年11月6日的新华社快讯:“美国共和党总统候选人特朗普6日凌晨宣布在2024年总统选举中获胜。”根据惯例,新任总统当选人将于2025年1月20日正式就任美国总统,任期至2029年1月20日结束,任期是4年。

2024年11月7日,国家主席习近平致电唐纳德·特朗普,祝贺他当选美国总统。习近平主席在贺电中指出:“历史昭示我们,中美合则两利、斗则俱伤。一个稳定、健康、可持续发展的中美关系符合两国共同利益和国际社会期待。”

打铁尚需自身硬。在未来,无论中美成为合作伙伴还是竞争关系,抑或是在某些领域合作、某些领域竞争,皆需要我国自身持续发展经济,在投资、消费、出口端都巧妙发力,逐步形成“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局。

近年来,国家制定的多项宏观政策,皆能针对当前经济发展中出现的 key 问题而对症下药。鉴于此,也需要地方政府积极思考本地化的经济发展战略,构建“省会-省域副中心-地级市-区县-乡镇”的共同融合、协调发展格局,而非“千篇一律、一哄而散”打造同质化产业与建设新城区,也不应该以“化债压力较大、并无较多资金与资源”作为不努力发展经济的理由。

鉴于此,国务院积极倡导各部门之间在政策上要形成“宏观政策取向一致性”,其实更需要中央与地方政府在宏观政策、产业发展、资源利用上形成“宏观政策取向一致性”。这就需要中央在一定程度扶持地方政府的化解债务工作,尤其是针对地方融资平台债务进行化债,才能使得地方政府“腾出更多资源”来推动融资平台转型为产业类国企(或“产投平台”),以新型地方产业基金来构建“耐

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/856155120043010243>