

政府债如何收缩？ ——信用收缩系列报告（三）

核心观点

保持宏观杠杆率稳定要求政府杠杆率有所降低，财政防风险聚焦隐性债务化解问题，六大传统化债方式持续推进，再融资债券能力有限，新增专项债通过改革加置换部分城投债方式或能助力化解隐性债务问题，这一方式可能导致社融分项中的企业债券融资较去年同比少增，社融下滑加剧信用收缩。

□ 稳定宏观杠杆率，抓实存量债务化解

“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”是现阶段重要的政策要求，我们认为，央行将继续锚定金融稳定，采取紧信用的方式，考虑经济基本面趋稳背景，这意味着央行信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程。财政方面，我们认为，一方面是做大分母端，促进高质量发展和结构转型要求财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度；另一方面从分子端入手，解决债务问题，重视风险防范、化解债务压力，特别是存量隐性债务问题。

□ 财政聚焦防范风险，持续推进债务化解

后次贷危机时期我国政府债务快速膨胀，导致地方政府债务风险显著抬升。随着《新预算法》等一系列规范和完善举债机制的系列文件落地后，政府开始积极推进隐性债务化解，在财政政策要求下，2015-2018年全国累计发行置换债券12.18万亿元，初步完成置换。2018年以来财政持续关注隐性债务化解问题，通过六大方式持续推进债务化解，分别是预算收入、债务重组、资产变现、项目运营、转企业经营性债务和破产清算。2020年下半年起，中央及财政部频繁提及抓实落实隐性债务风险化解工作，意味着对债务化解问题的持续关注。

□ 再融资专项债能力有限，新增专项债或有所作为

再融资债券参与隐性债务置换逐步成为市场关注热点。2020年12月以来，部分再融资债券募集资金用途调整为“偿还政府存量债务”。2019年以来建制县试点为再融资债券化解隐性债务提供法理基础，但我们认为其化债能力相对有限：1、再融资债券“续发”任务较重，重在保障存量项目烂尾风险并稳定地方政府现金流，用于化债的余力有限。2、再融资债券发行较多的区域，财力较弱且债务较高，“再融资诉求”高导致难有余力化解存量债务。

在再融资债券能力有限的情况下，我们认为利用新增专项债，通过改革加置换部分高风险城投债的方式可以较好的解决隐性债务化解问题，一方面可以对财力弱、债务多、风险高的区域城投进行置换，另一方面可以对低层级县市的公益性城投债进行置换，这两种方式仅需要部分新增专项债，使财政能较好兼顾稳增长和防风险。

□ “以债换债”，有何影响？

首先，“以债换债”方式会导致社融新增规模同比少增，虽然新增政府债券净融资仅小幅变化，但扰动并替代信用债、城投债发行，可能导致债券净融资同比少增较多，反映在社融中是政府债券项目增加，而被置换的城投债原本计入企业债券项目，这意味着今年企业债券融资将有更大幅度的少增，社融下滑加剧信用收缩。

其次，目前再融资债券发行较多，后续新增政府债券发行加速，若置换规模较小，可能导致社融单月绝对量适当走高。

第三，改革加置换方式只解决部分城投债风险，仍存在“打破刚兑”的可能，我们认为部分高风险城投债或置换受益，可能利空风险处于中间层的城投债。

第四，“打破刚兑”事件发生后将对金融市场产生一定影响，冲击风险偏好，高等级信用债、权益市场相对承压。

风险提示：中美摩擦超预期变化，政策落地不及预期，出口大幅超预期增长拉动经济强势增长

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1、《非标如何收缩？——信用收缩系列报告（二）》2021.04.17

2、《稳定宏观杠杆率需要多少社融增速？——信用收缩系列报告（一）》2021.04.13

报告撰写人：李超

正文目录

1. 稳定宏观杠杆率，抓实存量债务化解.....	3
2. 探索新方式化解隐性债务.....	6
2.1. 2014 年《新预算法》落地后，财政开启债务置换化解之路.....	6
2.2. 目前化解隐性债务的方式有哪些？.....	7
2.3. 再融资专项债能力有限，新增专项债或有所作为？.....	8
3. 政府债券收缩有何影响？.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1: 2021 年赤字率稍有调降.....	4
图 2: 一般公共预算及政府性基金预算逐年增加.....	4
图 3: 3 月人民币计中国出口同比 20.7%，前值 50.1%；两年复合增速为 7.8%.....	6
图 4: 现阶段隐性债务化解的主要方式一览.....	7
图 5: 1-3 月地方政府债券发行情况一览，新增债券发行较少，再融资债券为主.....	9
图 6: 年内信用债到期量一览.....	12
图 7: 年内地方政府债到期量一览.....	12
表 1: 2020Q4 以来国家重要会议及央行保持宏观杠杆率基本稳定相关表述.....	3
表 2: 疫情后，刘昆部长多次强调抓实化解隐性债务问题.....	5
表 3: Wind 口径各省市存量城投债一览.....	11

1. 稳定宏观杠杆率，抓实存量债务化解

经济增长复位，政策不急转弯。得益于有效的疫情防控和卓有成效的抗疫政策带动我国经济快速修复，经济复位，2020年Q4实际GDP增速已经达到6.5%，高于疫情前水平，各项经济活动表现积极。就业压力缓释、失业风险降低，居民收入修复带动消费积极回升，汽车及后周期消费是亮点，地产投资和销售表现积极，出口表现强势；工业生产维持景气，2020年Q4多数行业产能利用率已经超过前期高点，规模经济效果带动工业企业利润增长积极。经济修复的积极表现为政策调整奠定基础，中央经济工作会及政府工作报告中要求，2021年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策不急转弯。

货币政策强调稳定宏观杠杆率。在就业、经济、通胀和国际收支压力可控的背景下，我们早在2020年Q4就判断今年央行货币政策最终目标切换至金融稳定，从中央经济工作会、政府工作报告及近期国常会表态来看，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”是核心政策要求，为保持宏观杠杆率稳定，央行将采取紧信用方式，在经济基本面趋稳的背景下，这意味着央行信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，我们预计2021年社融新增约31万亿，较2020年回落4万亿左右，增速降至10.9%，其中信贷新增量由去年的19.6万亿回落至约19万亿，增速降至11%，M2增速回落至9%，低于GDP+CPI，流动性冗余有明显收敛。

表 1：2020Q4 以来国家重要会议及央行保持宏观杠杆率基本稳定相关表述

时间	会议、文章或报告	具体表述
2020.10.10	《中国金融》文章《金融助力全面建成小康社会》，易纲	把 好货币总闸门 ，保持物价水平总体稳定，促进经济持续增长。
2020.10.21	金融街年会论坛，讲话，易纲	在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升。明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。 货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在一个合理的轨道上。
2020.11.06	中国金融稳定报告（2020）	实现稳增长和防风险长期均衡。
2020.11.26	2020年第三季度中国货币政策执行报告	处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策， 保持宏观杠杆率基本稳定。
2020.12.11	中共中央政治局会议	科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间。
2020.12.16-18	中央经济工作会议	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， 保持宏观杠杆率基本稳定 ，处理好恢复经济和防范风险关系。
2020.12.18	人民银行党委召开扩大会议	要完善货币供应调控机制， 保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。
2021.01.08	易纲接受新华社采访	“从宏观上，要稳住宏观杠杆率。”易纲表示，2020年，疫情冲击使GDP增长率较低，使得 我国宏观杠杆率，也就是总负债和GDP之比明显上升 。去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢， 预计今年可以回到基本稳定的轨道。
2021.02.08	2020年第四季度中国货币政策执行报告	完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， 保持宏观杠杆率基本稳定 ，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。
2021.03.05	政府工作报告	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕， 保持宏观杠杆率基本稳定。
2021.03.15	国务院常务会议	要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。

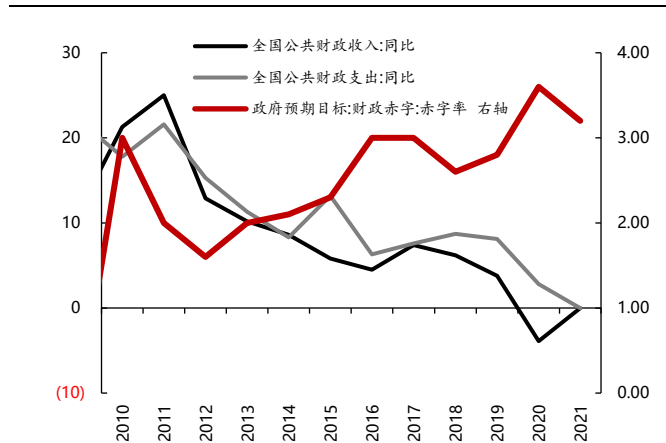
资料来源：中国政府网，中国人民银行，浙商证券研究所

财政政策重视风险防范，抓实存量债务化解。3月15日国常会表示“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，我们认为，从财政角度理解降低政府杠杆率指向两个方向，一方面是做大分母端，促进高质量发展 and 结构转型要求财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，促进科技创新、加

快经济结构调整；另一方面从分子端入手，解决债务问题，要求重视风险防范，化解债务压力，特别是存量债务化解问题。

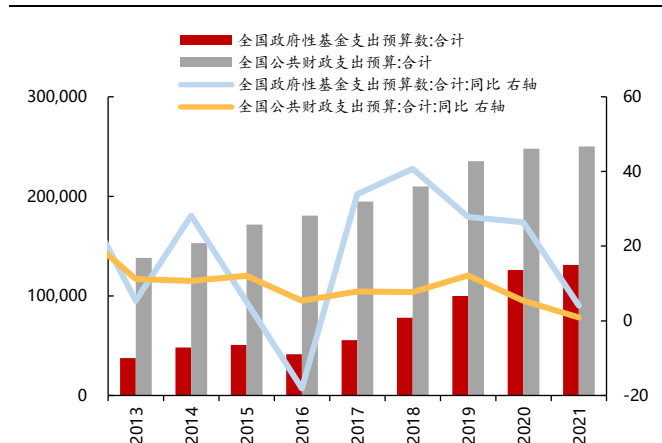
财政子弹“充裕”，不急转弯保持支出强度。2020年财政下半年呈现出显著的“增收节支”特征，我们在1月28日的《财政收官有余力，资金结余腾空间》中提示，根据2020年财政数据，一般公共预算及政府性基金预算的增收节支规模超过2.5万亿元，在此基础上2021年财政安排的新增资金规模不小，财政子弹充裕，可以有效支持经济发展。2021年赤字率、赤字总额、新增专项债规模环比有所下调，但仍显著高于2019年，财政预算收入、土地出让收入、政府性基金支出也积极增长，可以有较为充裕的资金空间，在支持经济发展的同时，预留政策空间并防范存量风险，前者体现大国博弈背景下政策的跨周期调节，后者指向防范系统性风险，地方政府隐性债务问题是潜在风险点，作为“历史包袱”的存量债务风险尤为引人关注。

图 1：2021 年赤字率稍有调降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：一般公共预算及政府性基金预算逐年增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

抓实化解地方政府隐性债务风险。2020年下半年后，在支持经济发展和预留政策空间之外，化解债务风险逐步成为财政的重点工作，在重要会议及官员表态中均有体现。2020年7月起，刘昆部长先后多次要求“坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置债务存量；抓实化解地方政府隐性债务风险工作”。中央经济工作会、政府工作报告等也先后表态要“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”和“稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患”。此外，4月8日，财政部长刘昆在《努力实现财政高质量发展》一文中明确表示抓实重点领域风险化解工作，促进财政可持续发展，一是将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量；二是落实省级党委和政府对本地区债务风险负总责的要求，指导督促地方建立市场化、法治化的债务违约处置机制，积极稳妥化解存量隐性债务。

我们认为，当下可能是化解地方政府隐性债务问题的重要窗口期。其一，得益于疫情有效防控和经济快速修复，大国博弈背景下中国在经济层面占据优势，化解风险抢占先机。其二，在《新预算法》与2017年《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》等文件的要求下，近年来政府举债机制逐步透明化、清晰化，开正门、堵后门，严禁新增隐性债务，风险主要聚焦存量债务，各省市逐年化解，2021年是加速化解历史包袱的机遇期。其三，2020年疫情对财政和债务稳定性带来冲击，财政收支平衡压力增加，新增债务增多且存量债务付息压力提升，2021年财政不急转弯，体现了保障经济稳定的背景下，积极应对债务风险的思路。

表 2：疫情后，刘昆部长多次强调抓实化解隐性债务问题

时间	标题	相关表述
2020/7/24	刘昆：贯彻落实习近平总书记重要讲话精神 扎实做好“六稳”工作全面落实“六保”任务	强化违法违规举债责任追究。要严格落实相关制度规定，强化监督问责，从严整治地方举债乱象，终身问责、倒查责任。各地要落实好地方政府隐性债务问责办法， 坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置债务存量 。对不重视风险、继续违法违规新增隐性债务的地方，要严肃查处问责，发现一起、查处一起、问责一起，形成有效震慑，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2020/8/10	国务院关于今年以来预算执行情况的报告	督促地方综合采取措施稳妥化解存量隐性债务，强化地方政府违规举债责任追究， 坚决遏制隐性债务增量 。完善常态化监控机制，推进地方债务数据与金融部门共享比对。 综合采取各类措施稳妥化解地方政府存量隐性债务，严禁搞虚假化债，绝不为解决短期问题而留下后遗症 。落实好政府举债问责机制，严格按照规定坚决查处、处理到人，形成有效震慑。
2020/8/21	认真学习贯彻预算法实施条例 加快建立现代财政制度	党中央、国务院对深化财政改革作出的一系列重大决策部署，围绕全面实施预算绩效管理、防范化解地方政府隐性债务风险等出台一系列重要文件，明确要加快建成全方位、全过程、全覆盖的预算绩效管理体系， 要从严整治举债乱象，坚决遏制隐性债务增量、妥善化解隐性债务存量 。
2020/12/11	积极发挥财政职能作用 推动加快构建新发展格局	依法构建管理规范、责任清晰、公开透明、风险可控的地方政府举债融资机制， 强化地方政府隐性债务风险防范 。支持做好金融风险应对工作，有序推进高风险金融机构处置。
2020/12/23	刘昆：建立现代财税体制	防范化解地方政府隐性债务风险 。完善常态化监控机制，决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子。硬化预算约束，全面加强项目财政承受能力论证和预算评审，涉及财政支出的全部依法纳入预算管理。强化国有企事业单位监管，依法健全地方政府及其部门向企事业单位拨款机制， 严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务 。开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营， 严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债 。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能。健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。加强督查审计问责，严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。
2021/1/5	政府过“紧日子”，让人民过上好日子——财政部部长刘昆详解 2021 年积极的财政政策	一方面，维护国家经济安全，针对影响经济安全的薄弱环节和短板不足，加大财税政策支持力度，实现重要产业、重大科技等关键领域安全可控。 另一方面，保障财政自身安全。 “平衡好促发展和防风险的关系，合理安排赤字、债务及支出政策，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。”刘昆说。 当前，我国地方政府债务风险总体可控，但有的地区仍在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升。 对此，刘昆表示将“密切关注、高度警惕”。 “给地方政府债务戴上‘紧箍咒’，经济社会发展就多一道‘安全阀’。” 他表示，财政部门将积极采取 “开前门”和“堵后门”并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理、强化监管，推进地方政府债务“阳光化”，切实把债务风险关进笼子里。
2021/1/6	精准有效实施积极的财政政策——访财政部部长刘昆	截至 2020 年 11 月末，地方政府债务余额 25.5595 万亿元，控制在全国人大批准的限额之内，地方政府债务风险总体可控。同时，我们也注意到，有的地区还在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升。对此，财政部密切关注、高度警惕，将坚决按照党中央、国务院有关部署安排， 积极采取“开前门”和“堵后门”并行、保障和规范并举等措施，切实把债务风险关进笼子里。
2021/1/20	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行、可持续。 抓实化解地方政府隐性债务风险工作。这项工作必须持之以恒、一以贯之、不留后患。 积极的财政政策强调更可持续，覆盖内容很广，体现在今年的预算安排上，有三个特点： 一是财政政策保持基本稳定，不急转弯。今年的赤字率，地方政府专项债券限额比去年有所降低，但和 2019 年相比，赤字总额 3.57 万亿元，增加了 0.81 万亿元，地方政府专项债券限额新增 3.65 万亿元，增加了 1.5 万亿元。中央本级财政支出连续两年负增长，节省的资金用于增加对地方的转移支付。今年中央对地方的转移支付比去年略有增加，规模超过 8.3 万亿元。 二是与今后年份的财政政策做好衔接，留出空间。近年来，我国持续实施减税降费，税收占国内生产总值的比值持续下降，目前保持在 15.2% 的水平。在世界经济体中，比值是最低的，体现了惠企利民。我们将持续完善政府债务管理，保持政府部门宏观杠杆率基本稳定，既保持对经济恢复的必要支持力度，又为今后应对风险挑战预留政策空间。 三是坚决做实化解财政风险隐患，持之以恒抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决防范基层“三保”支出风险，确保财政经济稳健运行、可持续。
2021/3/5	财政部部长刘昆出席第十三届全国人民代表大会第四次会议首场“部长通道”采访活动	抓实重点领域风险化解工作，促进财政可持续发展。习近平总书记指出：“当前和今后一个时期，我国发展进入各种风险挑战不断积累甚至集中显露的时期”“我们必须把防风险摆在突出位置”。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要强调：“统筹发展和安全”。我们要坚持从国家总体安全和财政可持续发展出发，抓好重点领域风险化解工作。 一是做好地方政府隐性债务风险化解工作。保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量。落实省级党委和政府对本地区债务风险负总责的要求，指导督促地方建立市场化、法治化的债务违约处置机制，积极稳妥化解存量隐性债务。 二是坚决防范基层“三保”风险。坚持“三保”支出在财政支出中的优先地位，加强执行监测，结合直达资金管理，动态掌握基层执行情况，严禁挤占挪用“三保”支出，对“三保”保障不到位的地区，督促地方及时调整预算予以补足，坚决防范基层“三保”风险。三是逐步健全有效防控金融风险的财政财务监管体系。进一步推动金融企业财务管理从“成本费用约束”向“风险管理控制”转变，防范化解金融领域风险隐患。
2021/4/8	努力实现财政高质量发展——深入学习习近平总书记关于提高政治判断力、政治领悟力、政治执行力的重要论述	

资料来源：财政部官网，Wind，浙商证券研究所

2. 探索新方式化解隐性债务

2.1. 2014 年《新预算法》落地后，财政开启债务置换化解之路

后次贷危机时期我国政府债务快速膨胀。次贷危机后，我国实施了积极的财政及货币刺激计划，实现了经济的快速修复，但也导致了高杠杆和高债务的快速累积，其中政府杠杆率和债务规模显著增加。债务膨胀容易诱发系统性风险，特别是次贷危机后地方政府无序举债容易累积信用风险、流动性风险等，进而演化成交叉性金融风险，防风险逐步成为政策关注的重点。

图 3：3 月人民币计中国出口同比 20.7%，前值 50.1%；两年复合增速为 7.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2013 年审计署提出“政府性债务”分为三类，明确政府或有债务认定。2014 年 8 月新《预算法》正式确定了地方政府发行债券的权利和方式，2015 年正式实施后，地方政府以合法发行债券以外的方式举借或变相举借的债务都属于隐性债务，财政负有支付义务但未纳入预算的也同样属于隐性债务。2014 年 10 月 28 日《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》颁布，决定对地方政府截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的存量债务，按照先清理、后甄别的顺序展开全面的清理工作。

根据《全国人大常委会 2015 年监督工作计划》，《国务院关于加强政府债务管理情况的报告》，截至 2014 年年末，全国地方政府债务（政府负有偿还责任的债务，即一类债务）余额为 15.4 万亿元，地方政府或有债务 8.6 万亿元（包括政府负有担保责任的债务 3.1 万亿元，政府可能承担一定救助责任的债务 5.5 万亿元）。对于存量债务，国务院安排用三年（2015 至 2018）左右的时间进行置换，将 14.34 万亿短期高利率债务置换为长期低利率的债务。增量债务上，财政部发布《地方政府一般债券发行暂行办法》和《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，鼓励政府通过合法合规的方式进行债务融资。

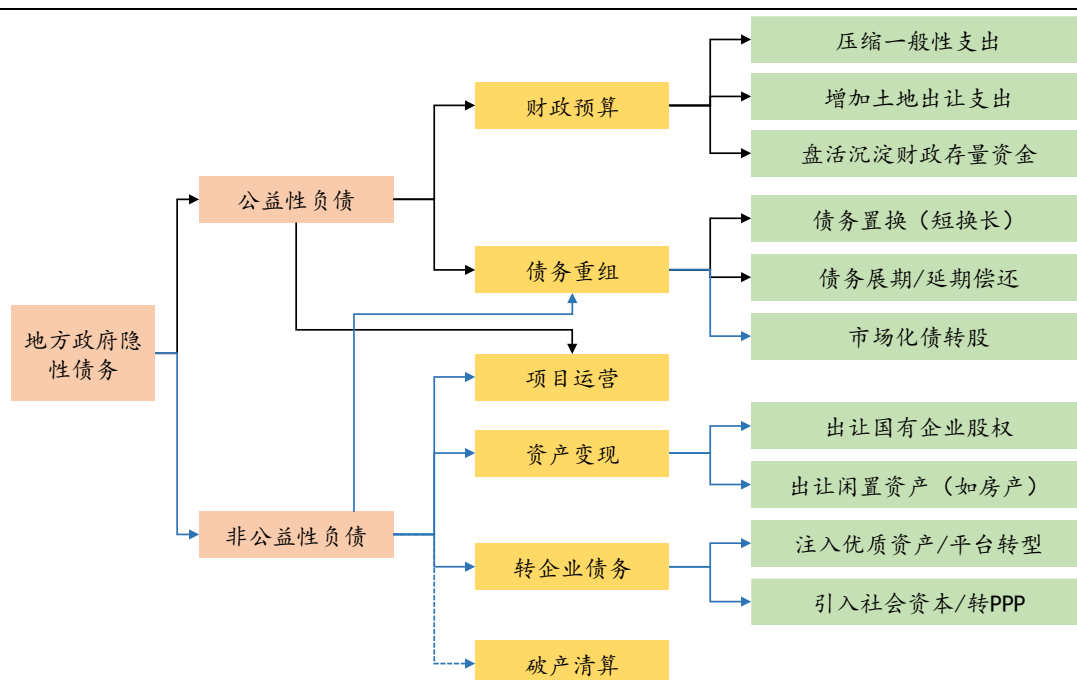
2015-2018 年财政安排集中置换债务，期间全国累计发行置换债券 12.18 万亿元，分年度来看，2015 年发行 3.2 万亿元，2016 年达到顶点，发行 4.87 万亿元，之后发行量开始减小，2017 和 2018 年分别发行 2.77 万亿元和 1.34 万亿元。基本完成既定的存量政府债务置换目标。

2.2. 目前化解隐性债务的方式有哪些？

2018 年政府工作报告要求“防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保等行为，省级政府对本辖区债务负总责，省级以下各级地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务”，随后中央陆续下发《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号），和《中共中央办公厅国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》（中办发〔2018〕46 号），文件并未公开，但从部分地方政府的化债文件中可以有所了解。

2018 年以来，从各地方省市财政部门已披露的公告来看，现阶段隐性债务化解主要有六种方式，分别为财政预算、资产变现、项目运营、转企业经营性债务、债务重组和破产清算，各层级地方政府根据项目负债属性、资产负债剥离、偿债资金来源等进一步落实具体化债方案。

图 4：现阶段隐性债务化解的主要方式一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

开正门、堵后门，谁的孩子谁抱走。2014 年新预算法落地后，逐步建立、完善并健全了地方政府举债融资机制，构建了基本的法律制度（国发 2014 年 43 号文），对地方债务实施限额管理（财预 2015 年 225 号文）并全部纳入预算（财预 2016 年 154 号、155 号文），规范地方政府融资机制，强调开正门、堵后门，严禁违规举债，近年来更是明确严禁新增隐性债务。对于存量债务的偿还，明确“谁的孩子谁抱走”，根据项目的公益属性，财政的归财政，企业的归企业，公益性负债财政可兜底，非公益性负债则通过市场化方式解决，为避免短期风险暴露诱发系统性风险，财政或救助部分项目。同时，资产属性决定了偿债的资金来源，可运营的运营、能变现的变现、该兜底的兜底、要出清的出清。

财政预算主要依靠土地出让收入、压缩财政支出、盘活存量资金偿还。使用财政预算收入偿还首先纳入长期预算安排，多年滚动偿还，主要方式是通过压缩财政支出、盘活存量财政资金、统筹土地出让收入予以解决，由于每年财政预算安排相对刚需，压减一般性支出也无法获得较大的资金空间，因此土地出让收入是偿还存量隐性债务的主要

方式，盘活存量资金也是重要的补充手段，近年来土地出让收入的规模逐年递增也能反映出地方政府对土地财政的依赖性。

债务重组本质上是用时间换空间。债务重组并未根本上地偿还欠款，是权宜之计，通过时间换空间的方式对现有债务压力进行化解，是平滑短期债务风险的选择。从实操角度来看，债务重组的主要方式是通过债务置换、债务展期、债转股等方式进行操作，如山西交控组建省级交控集团，将各个平台债务上移至集团层面，与国开行等签署《银团贷款协议》，用新贷款置换旧债务进行债务置换。四川资阳则通过提前与债权人充分沟通，达成补充协议，通过债务展期、延期方式化解短期偿债压力。云南、天津在 2019 年探索使用债转股方式予以化解。

市场化方式因地制宜化解非公益性负债。对于有一定经营性的非公益性负债，主要通过市场化方式化解：

其一是资产变现，将平台拥有的资产予以变现偿债，从实操层面看有三种方式：1、沈阳、内蒙等地先拍卖资产，再利用拍卖所得偿还债务；2、多伦县直接通过闲置资产抵债；3、天津、贵州等则通过国企混改方式进行化解，利用国有股权出让带来的资金流入进行化解。

其二是项目运营，通过运营项目产生收益偿还债务，主要通过经营性收入、处置资产收入等方式进行化债，但此方式存在一定局限性，收益性项目较少且项目运营收入无法全部覆盖债务，可能需要债务置换或者债务展期等方式配合。

其三是转化为企业债务，将隐性债务转化为企业经营性债务，将城投平台和政府进行切割，将具备较好现金流的收益性项目划转至融资平台，剥离政府债务促使平台转型成为一般企业，将隐性债务转化为企业债务，由企业运营予以偿还，山西、湖北、贵州等地有具体应用。

其四是破产清算，通过市场化出清手段化解隐性债务符合法律程序，但实操过程中由于产生的市场冲击较大，并未有落地案例，各地方省市的化债方式中，也仅有少量地区有所提及，2021 年 4 月 13 日国发〔2021〕5 号文《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中提到“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”；我们认为短期来看市场化清算发生的概率较低，但随着破刚兑的逐步演进，不排除未来公益性城投债违约、市场化清算等事件的发生。

2.3. 再融资专项债能力有限，新增专项债或有所作为？

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18907

