

2021年04月20日

## 政策跟踪第1期：从地方债务说起

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，地方债务相关政策频出。本文尝试梳理政策思路及可能影响。

### ● 债务风险加快暴露、影响外溢明显下，近期政策频繁提及地方债务

近期，政策对地方债务关注度明显上升，相关表态和措施频现。3月以来，政府工作报告、财政执行报告等，明确强调加强防范化解地方债务风险；随后，财政部、金融委等召开专门会议，重点讨论地方债务管理、金融监管等议题；地方国企债务风险管控、财政预算改革等相关文件陆续发布。当局对地方债务的关注，延续了2020年年中以来的“调结构”、“防风险”思路，而且重视度不断在提升。地方债务关注度的上升，与债务压力凸显下，信用风险加快暴露、影响外溢明显等有关。地方债务持续累积下，地方债务压力近年来明显上升，城投债募资用于“借新还旧”比例大幅上升；疫情冲击，进一步加大地方债务压力，加快债务风险的暴露。2020年底以来，地方国企信用违约明显增多，对融资环境影响显著；信用分层凸显，部分行业和地区融资显著收缩，或加大债务压力、推升信用风险。

### ● 政策集中出台首要是防止风险外溢，核心在防范化解隐性债务

政策首要任务在于，稳住债务风险、防止风险外溢，以加强地方国企债务管理、落实属地责任等为主要举措。稳住债务风险，并不意味着不让信用违约，也并非政府兜底，更加强调市场化举债和风险处置；同时，严防恶意逃废债等行为，对金融稳定的冲击。为此，政策加大对融资平台和地方国企等债务风险摸底排查、加强债务管理，并引导金融机构理性行为，加快化解信用违约等带来的风险外溢。

“控增量”、“化存量”基础上，政策加快债务透明化、推动财政预算等制度改革，从根源上解决问题。以往“控增量”、“化存量”，多指向地方隐性债务，当前政策更加注重的债务全面管理；同时，态度和举措更加明确，坚决遏制隐性债务增量，对失去清偿能力的融资平台依法破产、清算等。在此基础上，当局加强债务信息监控和生命周期管理，推动财政预算等制度改革，从根源上遏制举债冲动。

### ● 政策措施落地，有助于缓释风险；化解存量压力最终要靠转型

防范化解债务风险的政策，短期或有助于缓释地方债务风险等，但存量债务压力依然在累积。伴随政策措施落地，部分省市也相应出台配套措施，进一步压实属地责任等，以省为单位的债务风险总负责要求等落实，有利于债务统一管理、风险管控，进而缓解信用分层、降低风险外溢等影响。“控增量”、“化存量”等措施的强化，对债务风险防控的效果或显现，但化解存量压力或较难“立竿见影”。化解地方债务问题任重道远，加快转型升级才是根本之道。债务持续累积下，解决地方隐性债务，并不会“一蹴而就”；过去几年，政策已经在推进隐性债务化解工作，各地公布的债务化解计划大多为5-10年。加快债务透明化、深化财政预算等制度改革，从源头控制债务增长；同时，加快经济转型，来化解存量债务。

● 风险提示：金融风险加速释放及监管升级。

### 相关研究报告

《宏观经济点评-经济的动能》-2021.4.16

《宏观经济点评-3月出口回落，结构继续切换》-2021.4.13

《宏观经济点评-信用“收缩”的结构特征》-2021.4.12

## 目 录

1、 债务风险暴露、影响外溢下，近期政策频繁提及地方债务.....	3
2、 政策首要防止风险外溢，核心在防范化解隐性债务.....	5
3、 政策措施落地，有助于缓释风险，化解存量需靠转型.....	8
4、 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 企业债务到期压力凸显 .....	4
图 2: 地方国企违约明显增多 .....	4
图 3: 2020 年底以来，煤炭行业信用利差大幅走阔 .....	4
图 4: 一季度，采掘等行业产业债融资锐减 .....	5
图 5: 近几个月来，部分地区信用债融资持续收缩 .....	5
图 6: 政策强调严格落实属地责任、打击“逃废债”等.....	5
图 7: 部分地区债务压力较为突出 .....	7
图 8: 存量债务化解主要包括债务展期等方式 .....	7
图 9: 城投平台债务累积，“借新还旧”比例攀升 .....	8
图 10: 地方国企要求按时报送债务风险监测报表 .....	8
图 11: 地方国企的资产负债率多数高于行业的平均水平.....	9
图 12: 近八成行业地方国企债券占带息债务低于 30% .....	9
表 1: 政策对地方债务的关注度明显提升 .....	3
表 2: 部分省市陆续表示要落实属地责任 .....	5
表 3: 政策强调平衡好防风险和稳信贷，配合地方政府推动社会信用体系建设.....	6
表 4: 加大新增隐性债务查处力度 .....	6
表 5: 政策要求要落实债务和项目的全周期管理，强化动态监管.....	7
表 6: 部分省份已陆续下达防范债务风险相关措施 .....	8
表 7: 多地陆续出台化解债务方案 .....	9
表 8: 部分省市公布隐性债务年度化解目标达成 .....	9

## 1、债务风险暴露、影响外溢下，近期政策频繁提及地方债务

近期，政策对地方债务关注度明显上升，相关表态和措施频现。3月以来，政府工作报告、财政执行报告等，明确强调加强防范化解地方债务风险；随后，财政部、金融委等召开会议，重点讨论地方债务管理、金融监管等议题；地方国企债务风险管控、财政预算改革等相关文件陆续发布。当局对地方债务的关注，延续了2020年年中以来的“调结构”、“防风险”思路，而且重视度不断在提升。

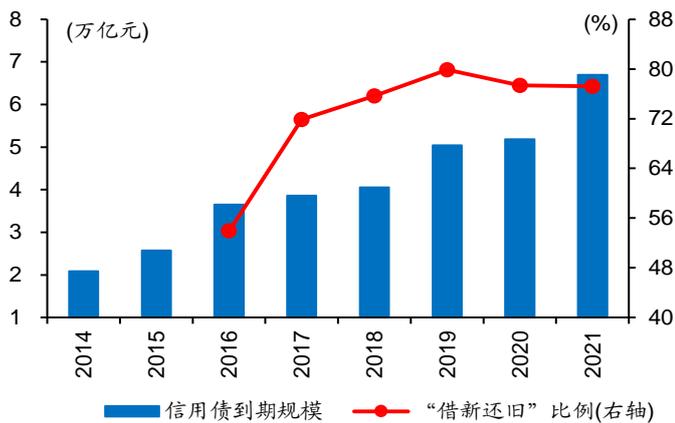
表1：政策对地方债务的关注度明显提升

时间	会议/文件	主要内容
2020年10月	金融委专题会议	<b>坚决整治各种金融乱象</b> ，对各类违法违规行为“零容忍”。 <b>积极稳妥防范化解金融风险</b> ，坚决维护金融稳定，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
2020年12月	中央经济工作会议	<b>抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> ...打击各种逃废债行为... <b>处理好恢复经济和防范风险关系</b> 。
2021年1月	全国财政工作会议	<b>加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> 。
2021年1月	2021年证监会系统工作会议	<b>稳妥化解债券违约风险</b> ，加大债券市场基础制度和法治供给，优化债券违约市场化处置机制，加强统一执法， <b>严肃查处“逃废债”等违法违规行为</b> 。
2021年2月	国新办发布会	<b>加强债务风险防控</b> ，严控企业负债率， <b>分行业确定负债率的警戒线、管控线</b> ，严禁企业超越财务承受能力盲目举债投资， <b>短期防债券违约</b> 。
2021年3月	政府工作报告	<b>处理好恢复经济与防范风险的关系</b> ... <b>稳妥化解地方政府债务风险</b> ，及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年3月	财政政策执行情况报告	<b>抓实化解地方政府隐性债务风险工作</b> ...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。
2021年3月	财税工作座谈会	要健全政府债务管理制度，完善地方政府专项债券发行使用制度， <b>抓实化解地方政府债务风险工作</b> 。
2021年3月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	<b>加强国有企业债务风险管控工作</b> ，有效防范化解企业重大债务风险，坚决守住不引发区域性、系统性金融风险的底线... <b>防范化解重大债务风险</b> ，维护金融市场稳定。
2021年4月	刘昆文章《努力实现财政高质量发展》	抓好重点领域风险化解工作， <b>做好地方政府隐性债务风险化解工作</b> 。保持高压监管态势， <b>将严禁新增隐性债务作为红线、高压线</b> ，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。
2021年4月	金稳会第五十次会议	<b>金融管理部门要提升监管效率和覆盖面</b> ...要强化监管追责问责...地方金融机构要完善公司治理，加强风险管理，强化审慎经营... <b>进一步厘清政府和市场的边界</b> ，纠正不当干预行为，改善区域金融生态环境，激发地方金融机构的创造创新活力。
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	<b>把防风险摆在更加突出的位置，统筹发展和安全</b> 、当前和长远，杜绝脱离实际的过高承诺，形成稳定合理的社会预期。加强政府债务和中长期支出事项管理， <b>牢牢守住不发生系统性风险的底线</b> 。

资料来源：中国人民银行、政府网站、财政部、开源证券研究所

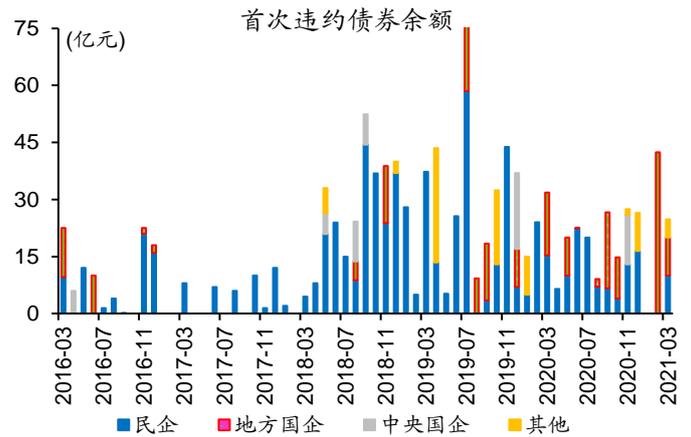
地方债务关注度的上升，与债务压力凸显下，信用风险加快显现等有关。伴随债务的累积，地方债务偿付和再融资压力不断上升，城投债募资用于“借新还旧”比例显著抬升，进一步加大后续债务滚动压力。疫情影响下，地方债务加速累积，加大集中偿付压力；同时，部分企业报表明显恶化，加快信用风险的暴露。2020年底以来，首次违约的债券余额明显增加、尤其是地方国企，单月违约规模创新高。

图1: 企业债务到期压力凸显



数据来源: Wind、开源证券研究所

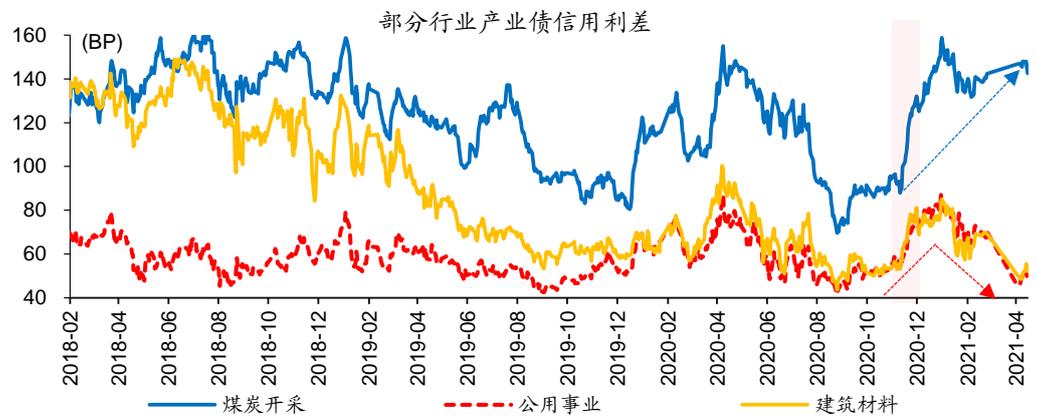
图2: 地方国企违约明显增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

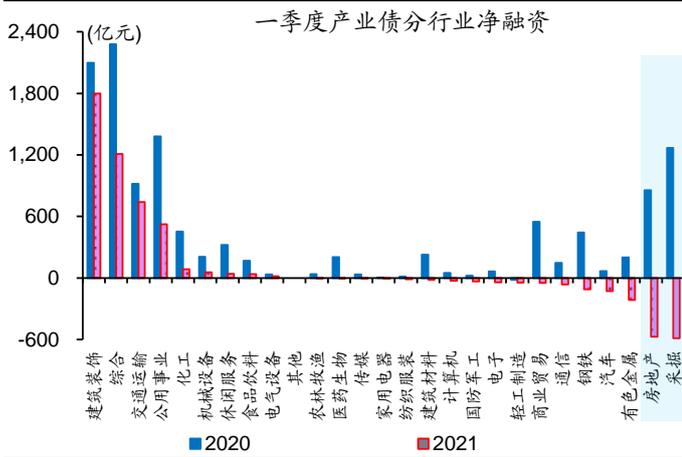
信用违约等影响下，信用分层加速显现，相关行业和地区融资显著恶化。2020年底，个别信用违约事件，对金融市场和融资产生显著冲击，相关行业信用利差大幅走阔，煤炭开采行业尤为显著，自88BP的低位一度跃升至160BP，而公用事业等小幅走阔后重新收窄。类似地，信用分层在融资规模上也有明显体现，部分行业和地区债券融资明显恶化、远低于正常水平，河南、山西信用债融资连续4个月净收缩。

图3: 2020年底以来，煤炭行业信用利差大幅走阔



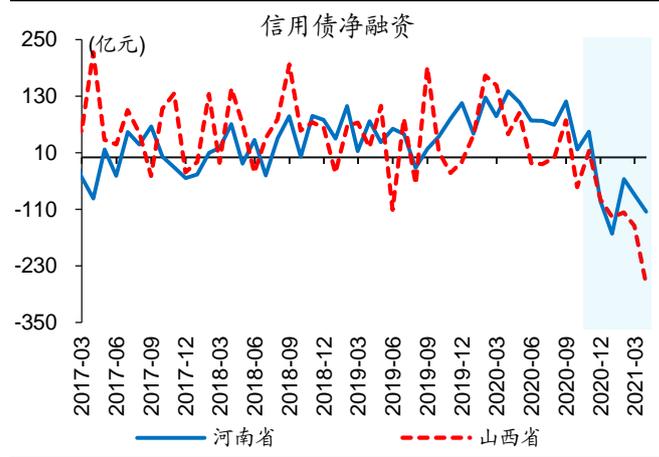
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4：一季度，采掘等行业产业债融资锐减



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：近几个月来，部分地区信用债融资持续收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、政策首要防止风险外溢，核心在防范化解隐性债务

政策首要任务在于，稳住债务风险、防止风险外溢，以加强地方国企债务管理、落实属地责任等为主要举措。稳住债务风险，并不意味着不让信用违约，也并非政府兜底，更加强调市场化举债和风险处置；同时，严防恶意逃废债等行为，对金融稳定的冲击。为此，政策加大对融资平台和地方国企等债务风险摸底排查、加强债务管理，并引导金融机构理性行为，加快化解信用违约等带来的风险外溢。此外，有效防范风险的前提下，信贷等政策结构性支持，推动部分地区信用环境加快修复。

图6：政策强调严格落实属地责任、打击“逃废债”等

时间	会议/文件	主要内容
2020 12/16	中央经济工作会议	提高上市公司质量，打击各种逃废债行为。
2020 12/21	央行党委	深化债券市场改革，完善债券市场法制，夯实信用基础，严肃市场纪律，打击各种逃废债行为。
2020 12/25	国资委在京召开中央企业负责人会议	要切实有效防范化解各类风险，加强金融业务管理，严禁脱离主业、脱实向虚，确保不发生债券违约，严禁逃废债，加大对参股投资和参股企业管理，坚决守住不发生重大风险底线。
2021 01/16	2021年中国人民银行工作会议	牵头制定债券市场发展规划，推动完善债券市场法制，促进基础设施互联互通。健全多渠道债券违约处置机制。推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为的查处力度。
2020 01/28	2021年证监会系统工作会议	稳妥化解债券违约风险，加大债券市场基础制度和法治供给，优化债券违约市场化处置机制，加强统一执法，严肃查处“逃废债”等违法违规行为。
2021 02/26	《关于推动和保障管理人在破产程序中依法履职进一步优化营商环境的意见》	切实保护职工和债权人投资者合法权益，发挥管理人在防范“逃废债”等违法行为中的积极作用。
2021 03/26	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	对于已经发生债券违约的，切实履行属地责任，严禁恶意逃废债行为...切实履行属地责任，指导违约企业按照市场化、法治化、国际化原则妥善做好风险处置。

资料来源：中国人民银行、证监会、开源证券研究所

表2：部分省市陆续表示要落实属地责任

省市	时间	会议/文件	主要内容
山西	2020/11/18	省属国企和金融机构负责人专题会议	2016年的山西...当年那么严峻的条件下，我们省属国企都咬着牙没有爆一颗雷，没有出一单风险，今天这样的背景下，我们更没有理由出现违约情况。如果谁家造成了重大金融风险，对山西的信誉形象造成影响，那么你这个企业主要负责人必须承担责任。我们要坚持和完善这些年在防控金融风险方面成功的理念、思路、办法，像爱护自己的眼睛一样捍卫山西的信誉。
	2021/3/11	副省长王一新调研	要优化金融业发展环境，防止恶意逃废债，为山西金融业健康发展保驾护航。
河南	2020/11/23	副省长调研	信用是企业的生命，国有企业更要当守信用、践承诺的表率。坚决秉持“零容忍”态度，依法严肃查处各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益，构建良好的金融生态和信用环境。
陕西	2020/12/2	《关于进一步加强监管企业债券融资管理防控债务风险的通知》	各企业要根据实际用款需要和还款能力，合理规划发债规模 and 节奏，规划好各期债券发行和兑付衔接，坚决防止发生债券到期兑付违约事件。请各企业抓紧自查，梳理未来债券的到期、还本、付息等情况，分析自身偿债风险，审慎评估偿债能力，做好风险处置预案。对未开展发行债券工作的企业，要加强对债券发行相关工作的研究和预判。
辽宁	2020/12/5	全省国有企业债务风险防控工作电视电话会议	切实履行地方国有企业出资人监管职责，督促企业严格履行市场主体责任，强化信息披露管理，对各类转移资产、“逃废债”行为“零容忍”。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

**表3: 政策强调平衡好防风险和稳信贷, 配合地方政府推动社会信用体系建设**

时间	会议/文件	主要内容
2021/3/25	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会	坚持市场化、法治化原则, <b>前瞻性地综合考量资金投放、资产负债、利润、风险指标等因素</b> , 持续增强金融服务实体的能力... <b>强化对企业实质信用风险判断</b> 。在管控好风险的同时, 优化内部考核和激励措施, <b>因地制宜增加经济困难省份信贷投放, 支持区域协调发展</b> 。
2021/4/1	“构建新发展格局 金融支持区域协调发展”发布会	关于 <b>区域信贷投放平衡的问题</b> , 我们也关注到了, 也在对相关的问题做更加深入的分析, 也会相应 <b>采取一些措施来改善这种状况</b> 。
2021/4/12	一季度货币金融数据发布会	统筹平衡好 <b>防风险和稳信贷</b> ...加强同地方政府部门的沟通交流, <b>配合地方政府依法有序推动社会信用体系建设</b> , 完善失信约束机制, 营造守法守信的社会环境、良好的区域营商环境, 以及金融生态环境...在有效防范风险的前提下, <b>推动当地信贷支持落地</b> 。

资料来源: 中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

债务压力不断累积下, 控制隐性债务增量的政策定位提升、措施更明确, 严控**资金出表、加大违规举债查处力度等**。防范化解地方债务, 总体可归结为“控增量”、“化存量”两个方面(详情参见《地方债务四十年沉浮》); 以往政策重心更多在地方隐性债务, 当前政策注重债务全面管理, 加强融资平台、地方国企债务管理。同时, 态度和举措更加明确, 将防范地方隐性债务作为“政治纪律和政治规矩”, 坚决遏制隐性债务增量; 具体举措进一步细化, 严控资金出表、表外融资、加大查处力度等。

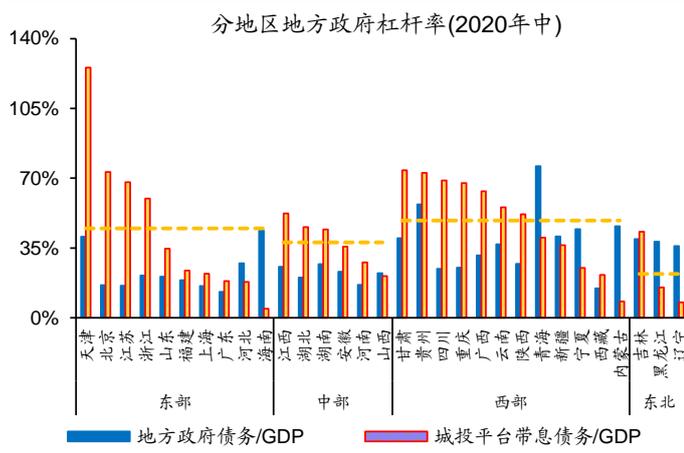
**表4: 加大新增隐性债务查处力度**

时间	会议/文件	主要内容
2020/12/9	刘昆《建立现代财税体制》	<b>决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子...严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务</b> ...开发性、政策性金融机构等 <b>严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债</b> ...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。
2021/3/7	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	<b>把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩, 坚决遏制隐性债务增量...严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债</b> ...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。
2021/4/7	贯彻落实“十四五”规划纲要 加快建立现代财税体制发布会	健全地方政府依法适度举债机制...严控高风险地区新增债券规模, 避免风险持续累积... <b>决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子...坚决遏制隐性债务增量, 对各类新增隐性债务行为, 发现一起、查处一起、问责一起</b> ...硬化预算约束, <b>严禁以企业债务形式增加隐性债务</b> 。
2021/4/13	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	<b>加强对企业隐性债务的管控, 严控资产出表、表外融资等行为</b> ...规范平台公司重大项目的投融资管理, 严控缺乏交易实质的变相融资行为。

资料来源: 中国人民银行、政府网站、中国证券网、开源证券研究所

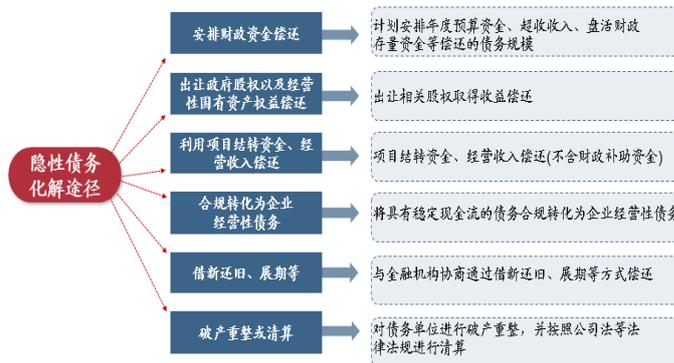
相较以往, 本轮政策加快“化存量”, 更加强调以市场化方式“出清”。除“控增量”外, 妥善处置和化解隐性债务存量也是防范化解债务风险的重心。传统“化存量”措施以债务展期、置换等方式居多, 本轮政策更加注重以市场化方式“化债”, 进一步强调对失去清偿能力的地方融资平台要“依法实施破产重整或清算”, 如何逐步引导市场预期、避免系统性风险等后续操作, 仍需紧密跟踪。

图7: 部分地区债务压力较为突出



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 存量债务化解主要包括债务展期等方式



资料来源: 财政部、开源证券研究所

“控增量”、“化存量”基础上，政策加快债务透明化、推动财政预算等制度改革，从根源上解决问题。不同以往，政策全面加强债务信息监控、落实“生命周期管理”。地方政府，要加强预警，完善债务率等风险评估指标体系，建立项目全生命周期平衡机制、保障本息偿付等；对地方国企而言，各地政府要开展债券生命周期管理、重点防债券违约，通过管控资产负债率等、动态监测债务风险。着眼长远，当局推动财政预算等制度改革，划清政府职能和市场边界，从根源上遏制债务无序扩张。

表5: 政策要求要落实债务和项目的全正面周期管理，强化动态监管

时间	会议/文件	主要内容
2020/12/9	刘昆《建立现代财税体制》	完善常态化监控机制...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...进一步加大预算公开力度, 提高财政透明度, 强化对权力运行的制约监督。
2021/2/23	国企改革新闻发布会	(1)“点面结合”: 严控企业负债率, 分行业确定负债率的警戒线、管控线; (2)“长短结合”: 长期抓资金安全, 严禁企业超越财务承受能力盲目举债投资, 短期防债券违约, 对企业债券占带息负债比例, 短期债券占全部债券比例实施分类管理。 (3)“防禁结合”: 既严防风险积累, 加强金融衍生品、信托、基金、担保等金融业务的日常监测和专项检查。
2021/3/26	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指	(1)分类管控资产负债率, 保持合理债务水平各地方国资委可参照中央企业资产负债率行业警戒线和管控线进行分类管控, 对高负债企业实施负债规模和资产负债率双约束, “一企一策”确定管控目标。 (2)开展债券全生命周期管理, 重点防控债券违约...将企业发债品种、还款等关键信息纳入债务风险监测预警机制并

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\\_18976](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18976)

