

## 地方政府隐性债务化解出路在何方？

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

作为债券市场主要发债主体的城投公司，根据 Wind 数据显示，截至 2019 年 9 月底，共有 71 家城投主体评级被上调，相比 2018 年同期增加 9 家，其中有 48 家城投主体评级由 AA 调升至 AA+，占主体评级上调比例达到三分之二；共有 4 家城投公司主体评级被下调，相比 2018 年同期下降 3 家，总体而言，随着地方政府隐性债务化解，城投再融资压力得到显著缓解，机构通过信用资质下沉等方式参与城投发债的积极性有所提高。

● **地方政府隐性债务成因**。地方政府财权和事权不匹配是导致地方政府隐性债务增加的重要原因，收支缺口的不断扩大为地方政府非理性违规举债提供动机，导致隐性债务不断增长。融资渠道过窄导致地方政府投融资体制不完善，也是地方政府隐性债务形成的重要原因。由于地方政府的非理性举债冲动，通过融资平台向银行、非标等借款，因而形成了大量的隐性债务，同时债务期限和官员任职期限的不一致诱发道德风险，成为地方政府隐性债务快速扩张的加速器。由于地方政府处于全能政府的定位，“越位”增加财政支出约束机制还未建立，这样在缺乏严格有效的预算约束和债务举借、使用、偿还管理机制下，使得地方政府大量债务隐性化，加之隐性债务不纳入债务预算管理，现行制度无法管控地方政府隐性债务的动态，促使地方政府通过隐性方式大量举债。

● **地方政府隐性债务化解思路**：债务风险多大，不取决于债务规模，而要看未来的偿还能力。对于地方政府隐性债务化解问题，各地出台一系列化解措施，总的思路：短期内，控制隐性债务增量，平衡好隐性债务增长与偿还能力之间的变化，保持两者之间实现动态匹配；在中长期，需要用好债务资金，将隐性债务转化成高质量资产，增强融资平台的偿债能力，使隐性债务水平与承债能力之间形成良性循环。增量隐性债务化解：控增量：从源头控制隐性债务增量，加大问责，转变理念；开前门：推动地方政府合理合法举债；堵后门：堵住地方政府隐性债务增长的“暗道”；推转型：规范政府融资平台，推动其转型。化解现存地方政府隐性债务存量，主要是坚持六个一批，摸清隐性债务规模，提出十年化解方案，不同地区方案有所差异，但是总体思路较为相近。

● **隐性债务化解对城投信用资质影响**：从地方政府隐性债务化解的进展来看，隐性债务化解推进利好城投债，对于城投整体资质改善有所帮助，有助于投资者在城投债投资方面适当下沉资质。但是隐性债务的化解呈现出前低后高的特征，中长期依然存在较大不确定性，因此城投债短期内违约的可能性较低，尤其是经济下行压力较大背景下，我国将加大专项债发行，专项债的发行有助于化解隐性债务，通过加大债务置换等方案将有助于化解短期城投违约风险，所以短久期城投债较为乐观；但是隐性债务置换实质上是以时间换空间，是债务转移而非实质性化解，最终依然取决于城投平台本身的造血能力，中长期来看，中高等级城投债依然存在投资价值。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

### 相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

## 目 录

1、 地方政府隐性债务成因.....	3
1.1、 财权事权不匹配.....	3
1.2、 融资渠道不完善.....	3
1.3、 逆周期调节下推动地方政府隐性债务快速扩张.....	3
1.4、 债务监督机制不健全.....	4
2、 地方政府隐性债务化解思路.....	4
2.1、 增量隐性债务化解.....	4
2.2、 存量隐性债务化解.....	5
3、 隐性债务化解对城投信用资质影响.....	6
4、 大类资产观察（2019.09.30-2019.10.06）.....	6
4.1、 股票市场.....	6
4.2、 债券市场.....	7
4.3、 外汇市场.....	7
4.4、 房地产市场.....	8
4.5、 大宗商品市场.....	9

## 图表目录

图 1: 发达经济体主要资本市场表现.....	6
图 2: 新兴经济体主要资本市场表现.....	6
图 3: 中债国债到期收益率曲线.....	7
图 4: 美国国债到期收益率曲线.....	7
图 5: 美元指数与人民币汇率.....	8
图 6: 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	8
图 7: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	8
图 8: 一二三线城市商品房成交分化.....	8
图 9: 原油期货价格指数.....	9
图 10: 黄金价格指数.....	9
图 11: 南华商品涨跌幅度.....	9
图 12: 南华农产品涨跌幅度.....	9
图 13: 南华能化涨跌幅度.....	9
图 14: 南华工业涨跌幅度.....	9
图 15: 南华金属涨跌幅度.....	10
图 16: 南华贵金属涨跌幅度.....	10

作为债券市场主要发债主体的城投公司，根据 Wind 数据显示，截至 2019 年 9 月底，共有 71 家城投主体评级被上调，相比 2018 年同期增加 9 家，其中，有 48 家城投主体评级由 AA 调升至 AA+，占主体评级上调比例达到三分之二；共有 4 家城投公司主体评级被下调，相比 2018 年同期下降 3 家，总体而言，随着地方政府隐性债务化解，城投再融资压力得到显著缓解，机构通过信用资质下沉等方式参与城投发债的积极性有所提高。

## 1、地方政府隐性债务成因

### 1.1、财权事权不匹配

**地方政府财权和事权不匹配是导致地方政府隐性债务增加的重要原因。**1994 年分税制改革规范了中央和地方政府收入分配的关系，同时导致地方政府财权上移、事权下移，地方政府在收入较少的情況之下支出负担较重，这一财政体制导致地方政府被迫违规举债，隐性债务持续增加。尤其是财政科学研究所所长刘尚希(2018)认为，事权过于下沉使得市县一级成为发展责任、民生责任、生态责任、扶贫责任等各种责任的主要承担者。当地方政府难以承担时就会以或有债务的方式转移风险，便会通过隐性债务的方式向下转移或向市场主体转移风险<sup>1</sup>。同时我国的财政预算约束不完整。对财政预算约束仅停留在当前确定的支出事项，而忽略了政府履行职能过程中的或有支出事项，没有一个机制和程序来揭示或有支出事项，这就会产生大量的“表外”债务，从而产生隐性债务，隐匿财政风险。当然财政分权赋予了地方政府举债的动机，而金融隐性分权则是政府隐性债务增加的重要原因，二者综合作用使得地方政府债务迅速增长。因此，财权事权不匹配是导致地方政府隐性债务增加的重要原因，收支缺口的不断扩大为地方政府非理性违规举债提供动机，导致隐性债务不断增长。

### 1.2、融资渠道不完善

**不完善的融资渠道无法满足地方政府大量的资金需求，导致地方政府通过非正规融资渠道违规举债。**在 2014 年新《预算法》颁布之前，地方政府通过国债转贷和中央代发方式举债，但规模有限，更多是地方政府通过采用政府担保或变相担保等“多元化”方式，通过地方政府融资平台在预算外获取资金，因而积累大量的隐性债务；在新《预算法》出台之后，地方政府获得一定的举债权，但有限的融资规模无法满足扩张的投资需求，地方政府只能自行开拓融资渠道，形成了中央及财政部无法监管的隐性债务，其中融资平台作为地方政府主要的融资渠道，虽然平台公司产生的债务不构成地方政府的直接债务，但是通过地方政府担保等方式，使得地方政府隐性债务大量增加，隐患增加。因此，在中央政府大力规范地方政府融资行为、严控举债规模使债务融资供需矛盾被显著激化，地方政府难以通过正规渠道融资，迫使其变相融资最终导致隐性债务难以度量、难以根治；可见，融资渠道过窄导致地方政府投融资体制不完善，也是地方政府隐性债务形成的重要原因。

### 1.3、逆周期调节下推动地方政府隐性债务快速扩张

**地方政府债务对区域经济发展具有促进作用。**根据凯恩斯的“赤字财政”理论，地方政府债务与经济发展相互关联，适当举借债务能够促进当地经济发展，这从经济增长的角度成为地方政府隐性债务增长的重要原因。为应对 2008 年金融危机，我国出台了一系列刺激政策，其中四万亿投资计划要求地方政府资金配套，沉重的

<sup>1</sup> 刘尚希.以拆弹的精准和耐心化解地方隐性债务风险[J].地方财政研究, 2018 (8) :P4-6.

支出压力迫使地方政府借道隐性债务以满足中央政府逆周期调控政策的实施要求，叠加宽松的货币政策及银行放贷偏好等外部原因，各级地方政府通过原有的城投公司和新建的投融资公司大量举债导致地方隐性债务迅速增长。由于地方政府的非理性举债冲动，在原有预算约束下为了不影响升迁，地方政府通过融资平台向银行、非标等借款，因而形成了大量的隐性债务，同时债务期限和官员任职期限的不一致诱发道德风险，成为地方政府隐性债务快速扩张的加速器。

#### 1.4、债务监督机制不健全

**地方政府缺乏严格有效的债务举借、使用、偿还等监督管理机制。**目前我国地方政府举债与预算软约束有很大的关系：一是中央政府与地方政府之间存在预算软约束倾向；二是金融体系对地方政府举债呈现软约束；三是地方人大对地方政府的监督约束不够。由于我国缺乏对政府债务的监督和约束机制，对地方政府信用的披露不完善，促使地方政府举债意愿增大，同时地方政府对项目审批流于形式，缺乏对项目的经济效益评价机制，最终导致隐性债务增加。同时我国还未建立财政风险评估机制，使得地方政府缺少对财政风险的思考，因而在缺少风险评估机制的约束下，地方政府随意举债，会产生大量的“表外”债务，即隐性债务。由于地方政府处于全能政府的定位，“越位”增加财政支出约束机制还未建立，这样在缺乏严格有效的预算约束和债务举借、使用、偿还管理机制下，使得地方政府大量债务隐性化，加之隐性债务不纳入债务预算管理，现行制度无法管控地方政府隐性债务的动态，促使地方政府通过隐性方式大量举债。

## 2、地方政府隐性债务化解思路

债务风险多大，不取决于债务规模，而要看未来的偿还能力。对于地方政府隐性债务化解问题，各地出台一系列化解措施，总的思路：短期内，控制隐性债务增量，平衡好隐性债务增长与偿还能力之间的变化，保持两者之间实现动态匹配；在中长期，需要用好债务资金，将隐性债务转化成高质量资产，增强融资平台的偿债能力，使隐性债务水平与承债能力之间形成良性循环。

### 2.1、增量隐性债务化解

**控增量：从源头控制隐性债务增量，加大问责，转变理念。**2017年全国金融工作会议针对地方债首提终身问责并倒查责任，同时《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》中专门提出坚决中央不救助原则，打消两种幻觉：中央政府会买单的幻觉和金融机构认为地方政府不会也不敢破产、财政会兜底的幻觉。这样从根本上抑制地方政府的举债冲动，使其形成正确的发展观和举债观以控制隐性债务增量。目前各地隐性债务化解方案纷纷出台，隐性债务总体原则是只减不增，保持总量平衡，各地加大督查问责的力度，做到终身追责，倒查到底，从根本上遏制地方官员违规举债的冲动，从而在源头上控制隐性债务增量。

**开前门：推动地方政府合理合法举债。**地方政府变相举债泛滥的背后有一部分来源于财政压力，因此在堵住变相举债的“暗道”的同时，应当扩大地方政府合法举债的“明渠”，使其合法合规地举债，加大专项债发行力度。中办、国办印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，转变地方政府债务风险防范化解思路，以改革的办法解决发展中存在的矛盾和问题，建立正向激励机制，通过做好专项债发行及项目配套融资，并非监管部门要变相放松地方隐性债务，而是通过“开大前门”的方式正向激励地方政府发行和使用专项债的积极性，

从而通过有堵有疏的方式，化解地方政府债务风险。

**堵后门：堵住地方政府隐性债务增长的“暗道”。**一是转变政府职能，将政府由全能型向服务型转变，减少其对经济活动的过多干预，落实地方政府债务限额管理和预算管理制度，健全风险预警机制；二是硬化地方政府预算约束，进一步提高地方债的市场化程度，减少中央对地方发债的管控、地方政府对市场的行政干预，体现地区差异化定价原则，对地方政府举债行为形成强大的市场约束；三是优化债务管理，评估地方政府的隐性债务代偿率以及政府或有支出事项，把显性债务和隐性债务纳入统一的债务管理框架，在政府预算视角下优化地方政府债务管控。在实际操作中，财政部发布一系列文件，严禁地方政府利用不规范的 PPP 模式、政府投资基金、政府购买服务等变相融资，明确入库项目的负面清单和已入库项目清退清单，进一步推进地方政府债务的规范发展。

**推转型：规范政府融资平台，推动其转型。**针对地方融资平台引发的隐性债务问题，国务院发布 43 号文要求剥离融资平台政府融资功能。但由于融资平台的融资规模巨大，彻底剥离其融资功能需要发行大规模的地方债，这在短期内难以实现，但是各地已经在积极整合融资平台，通过资产重组等提高其“造血”能力，完善其法人治理结构，实现政企彻底分离，推动平台的市场化运行，鼓励有条件的地方融资平台通过资产证券化等更为灵活的融资方式分散风险，积极转型。

## 2.2、存量隐性债务化解

化解现存地方政府隐性债务存量，主要是坚持六个一批，摸清隐性债务规模，提出十年化解方案，不同地区方案有所差异，但是总体思路较为相近：

一是债务入库化解一批。积极做好已建成完工项目的后续工作，及时完善基本建设程序，符合条件的项目抓紧入库，利用债务入库化解，用好中央债券资金，做好还贷和工程款支付，减轻债务压力。

二是争取资金解决一批。抢抓机遇，用好政策，充分发挥有效的资源和信息，积极对接协调中央、省、市各级有关部门和金融机构，争取上级交通项目资金、产业发展基金和交通扶贫基金予以支持。

三是项目落地覆盖一批。积极争取“十四五”交通规划和专项争取的项目落地进入“盘子”，符合入库的项目尽量列入补短板项目建设计划，符合下步规划实施计划的项目争取纳入“十四五”交通规划，有序解决部分遗留债务。

四是分期支付协商一批。根据资金财力状况，合理制定还款计划，加强与金融机构及债权人的沟通协调，开展存量债务置换以及债务延期工作，实施分期支付，错开债务还款高峰，缓解债务压力。

五是融资贷款巩固一批。积极与平台公司对接，按照融资政策规范融资管理的同时加大资金调剂使用和开辟新的融资方式争取表外资金的筹集，密切与银行的沟通和交流，提高贷款使用效率，探索贷款使用管理的合理途径。加快推进融资再安排，将地方政府隐性债务转化为企业经营型债务，通过债务重组化解隐性债务，增收节支开源节流，提高偿付能力。

六是工程项目停缓一批。针对部分无资金来源的项目，采取停建或暂缓实施，根据下一步项目资金情况酌情考虑，按照轻重缓急顺序合理核减投资规模，通过统筹资金、盘活资产等方式充分保障重点项目的实施，使建设资金高质量的使用。

### 3、隐性债务化解对城投信用资质影响

从地方政府隐性债务化解的进展来看，隐性债务化解推进利好城投债，对于城投整体资质改善有所帮助，有助于投资者在城投债投资方面适当下沉资质。但是隐性债务的化解呈现出前低后高的特征，中长期依然存在较大不确定性，因此城投债短期内违约的可能性较低，尤其是经济下行压力较大背景下，我国将加大专项债发行，专项债的发行有助于化解隐性债务，通过加大债务置换等方案将有助于化解短期城投违约风险，所以短久期城投债较为乐观；但是隐性债务置换实质上是以时间换空间，是债务转移而非实质性化解，最终依然取决于城投平台本身的造血能力，中长期来看，中高等级城投债依然存在投资价值。

## 4、大类资产观察（2019.09.30-2019.10.06）

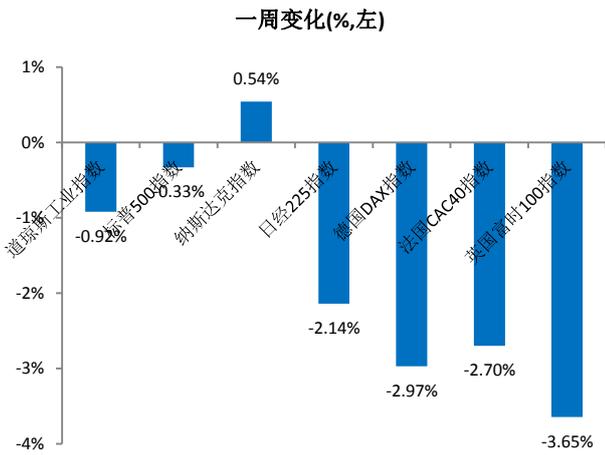
### 4.1、股票市场

**美国非农就业数据低于市场预期，三大股指涨跌不一。**上周，美国劳工部公布就业数据显示，美国9月季调后非农就业人口新增13.6万人，低于市场预期的14.5万人，前值则从13万大幅修正为16.8万；失业率为3.5%，创近50年低位，预期为3.7%。平均时薪增速保持不变，制造业就业人数为六个月来首次下降，零售业继续裁员，由于美国贸易政策的不确定性，未来美联储年内依然存在降息预期。纽约联储将延长隔夜回购操作延长至11月4日，回购操作规模不低于750亿美元，其中在隔夜回购操作中接纳了386亿美元证券。美国三大股指涨跌不一。其中，道指周跌0.92%，收于26573.72点；标普500指数周跌0.33%，收于2952.01点；纳指周涨0.54%，收于7982.47点。

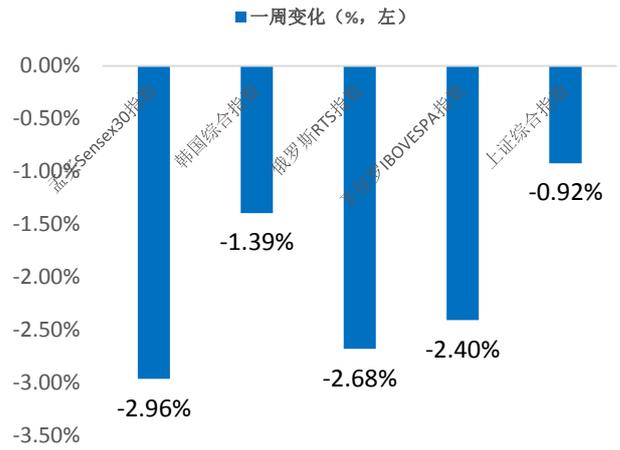
**欧洲和亚太股市集体收跌。**上周，德国DAX指数周跌2.97%，收于12012.81点，法国CAC40指数周跌2.7%，收于5488.32点；英国富时100指数周跌3.65%，收于7155.38点，创一年来最大单周跌幅。**亚太方面**，韩国综指周跌1.39%，收于2020.69点；日经225指数周跌2.14%，收于21410.20点；上证指数由于国庆休市，节前一个交易日跌0.92%，收于2905.19点。

图1：发达经济体主要资本市场表现

图2：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源: wind, 新时代证券研究所



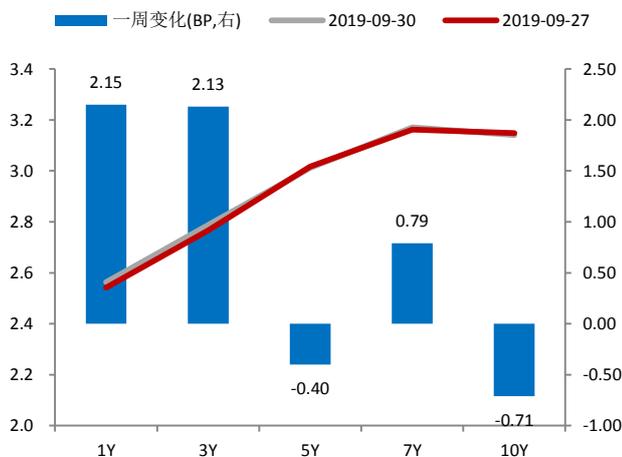
资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 4.2、债券市场

**投资者对美联储 10 月降息预期升温，美债收益率全线走低。**上周，美国非农就业数据不及市场预期，投资者对美联储 10 月降息的预期升温，美债收益率再度出现大幅下行。其中，1 年期短端美债收益下行 16BP 至 1.58%；3 年期、5 年期、7 年期美债收益率分别下行 23BP、22BP、19BP，报 1.35%、1.34%、1.43%；10 年期美债收益率下行 17BP，报 1.52%；30 年期美国国债收益率下行 11.4BP，收至 2.017%。

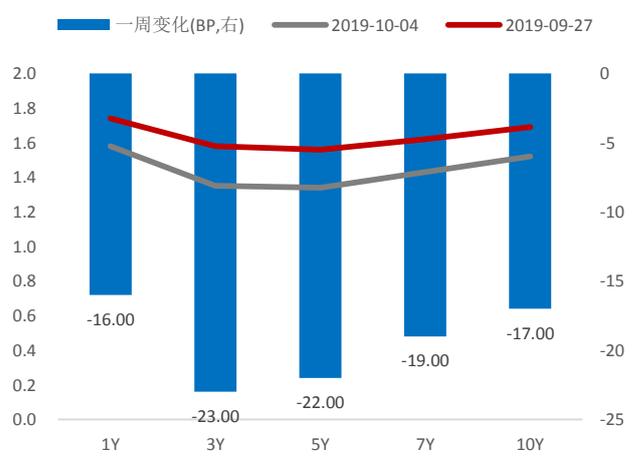
**国内债券市场：期限利差收窄，国债收益率涨跌不一。**节前，公开市场 200 亿元逆回购到期，全口径下央行实现资金净回笼（含国库现金定存）200 亿元。本周公开市场有 3400 亿元逆回购到期。资金面方面，货币资金多数上行，银存间隔隔夜质押式回购利率上行 142.88BP，报 2.6622%，节前两个交易日国债收益率涨跌不一，短端上行，长端下行。其中 1 年期国债收益率上行 2.15BP 至 2.5628%。3 年、7 年期国债收益率分别上行 2.13BP、0.79BP，5 年国债收益率下行 0.4BP、10 年期国债收益率下行 0.71BP，至 3.1411%。10Y-1Y 期限利差收窄 2.86BP 至 57.83BP。

图3：中债国债到期收益率曲线



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图4：美国国债到期收益率曲线



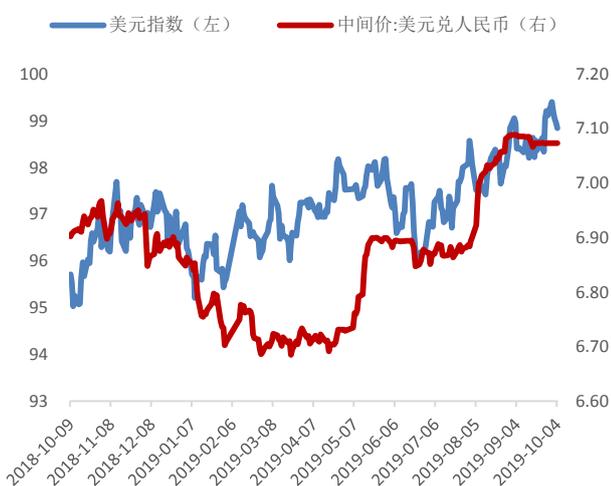
资料来源: wind, 新时代证券研究所

## 4.3、外汇市场

**美元指数创一周新低，非美货币上行。**上周，美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 创

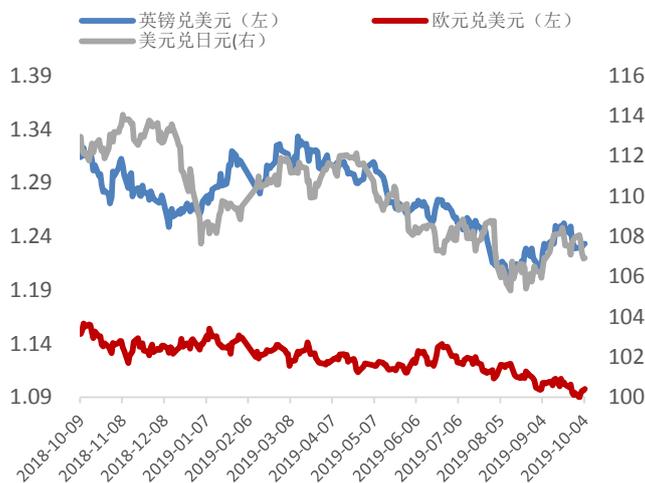
三年新低，表明美国经济放缓风险增大，同时也强化了市场对美联储在10月再次降息的预期，美元指数连跌三个交易日，周跌0.27%，收于98.8417。非美货币多数上行，其中，英镑兑美元周涨0.37%，报1.2335；欧元兑美元周涨0.33%，报1.0978；美元兑日元周跌0.96%，报106.925。离岸人民币兑美元大涨187BP，美元兑人民币汇率中间价升值2BP，收于7.0729。

图5：美元指数与人民币汇率



资料来源：wind，新时代证券研究所

图6：日元、欧元、英镑兑美元汇率



资料来源：wind，新时代证券研究所

#### 4.4、房地产市场

由于国庆小长假，三十大中城市一二三线城市商品房成交面积出现普遍下行。上周，在中秋“小阳春”之后，面临国庆小长假，根据一二三线城市成交情况，“金九银十”成色已明显不足，叠加小长假，上周三十大中城市商品房成交面积大幅下行。其中，一线城市成交316套，较上周下降6728套；二线城市成交3596套，下降13289套；三线城市成交1575套，较上周下降9115套。

图7：30大中城市商品房成交套数和成交面积

30大中城市:商品房成交套数  
30大中城市:商品房成交面积

图8：一二三线城市商品房成交分化

30大中城市:商品房成交套数:一线城市  
30大中城市:商品房成交套数:二线城市  
30大中城市:商品房成交套数:三线城市

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\\_9784](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9784)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn