



孙彬彬：新一轮地方债置换 隐性债务？



意见领袖 | 孙彬彬 谭逸鸣

摘要：

近期市场高度关注隐性债务化解问题，本文聚焦回答以下几点：

(1) 今年以来发行了多少再融资债券试点置换隐性债务？有何特点？

2020 年底开始，地方债试点置换隐性债务的范围在扩大，规模在增加，层级也在提升：截至 2021.10.29 日，已有 30 个省/计划单列市共发行了 9668.7 亿地方债偿还存量债务，即试点置换隐性债务，其中包括建制区和县，也突破至了市本级平台（不排除更高层级的可能性）。

(2) 是否释放新一轮置换隐性债务额度？

首先我们从财政部 8 月 24 日公布的 2021 年 7 月地方政府债券发行和债务余额情况来看，其中提到：用于建制县区隐性债务风险化解试点的 6128 亿再融资债券额度已经发行了 6095 亿。进而观察统计数据：截至 2021 年 7 月共发行了 7639.43 亿地方债用于偿还政府存量债务，其已超过财政部提到的 6128 亿额度，这其中的差额或是给到了市本级或者更高层级的平台（并非建制区县），毕竟从镇江的例子便可以看出层级已经突破。

而 8 月以来共又发行了接近 2000 亿地方债试点置换隐性债务，包括青海、江西、安徽、贵州、内蒙古、宁波、上海、辽宁、湖北、广东，由此推算来看，新的一批试点置换的额度或已下达。

(3) 各省还有多少试点置换额度？

首先从总量上来看，总体发行地方债偿还政府存量债务的规模不能突破 2014 年底给与的 14.24 万亿非政府债券形式存续的政府债务，而从数据来看 2015 年以来共已发行了 13.37 万亿的置换债和再融资债偿还政府存量债务，因此剩余空间在 0.87 万亿左右。

进一步来看，其中还要考虑分区域限额的问题：可以看到北京、上海、浙江等经济财政实力较强、债务水平较低地区置换债剩余额度比较高，并且上海目前已经开始推进隐性债务清零工作，市场会关注这部分限额能否省际间调整：

我们没有相关可以借助和依仗的公开政策文件，但按照各地可置换地方政府债务限额空间与 2015 年以来已经发行的地方债偿还存量债务的规模来计算，像湖南、贵州、安徽、天津、重庆等区域置换占比已超过 100%，由此合理推测该额度应是省际间可以调整腾挪的，但这种空间或也愈发狭小。

(4) 如何看待隐性债务化解工作和城投风险？

首先，广东和上海这两个财力雄厚、存量债务不大的区域进行隐性债务清零工作有其政策示范作用，但这两个省份有其特殊性，清零工作当下并不具备普遍推广性。

一方面，从今年的政策监管来看，由协会和交易所分档约束到银保监

15 号文，各类城投融资渠道均在边际收紧，市场一直紧密关注，而此次部分优质区域隐性债务清零工作的推进一方面体现了政策设定上对落实隐性债务化解的决心（即隐性债务还是要偿还化解才行）。

另一方面，上海和广东有其特殊性，区域经济财政实力太强，债务水平较低，其他区域当前时点更多还是以时间换空间，调整债务期限结构并降成本。

进一步而言，如何看待城投的风险？

当下对于城投而言，政策趋势和诉求很明确：“压、保、转”结合。

“压”实质就是考虑去杠杆，“保”则体现在隐性债务置换和定向信贷支持上，“转”则需合理评估其中的或有风险。

综合这三字政策方针来看，政策对于城投还是有其风险底线，但在推动中国经济转型及新旧动能转换的蓝图下，也会不断推进压缩和转型，有保有压有退出将为常态，对于债券投资人而言，当下更需合理把握政策尺度和地方具体执行，仔细甄别定。



据 21 世纪经济报道：(1) 2021.10.11，广东省 10 月 9 日召开省政府常务会议，深入贯彻党中央、国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的决策部署，研究该省全域无隐性债务试点工作。(2) 2021.10.25 上海市召开市政府常务会议，听取了上海市“全域无隐性债务”试点工作推进情况的汇报。经国务院批准，上海市正式启动“全域无隐性债务”试点工作。

而叠加 2021.9.23 上海市发行的 344 亿、2021.10.22 广东省发行的 752 亿再融资用于偿还存量债务，再次引发市场对于隐性债务化解的关注。本文聚焦以下几个问题：

- (1) 今年以来发行了多少再融资债置换隐性债务？有何特点？
- (2) 近期发行的再融资债置换隐性债务是否为新一轮额度？

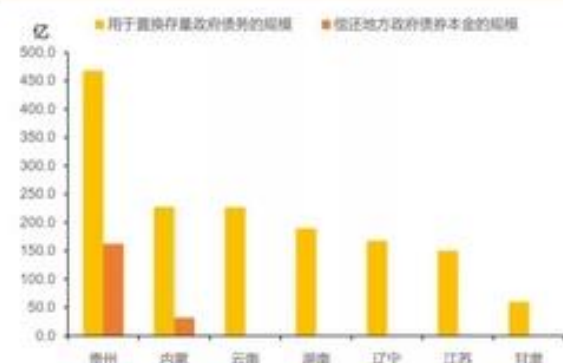
(3) 各省还有多少额度？

(4) 结合广东和上海的示范效应，如何看待隐性债务化解工作和城投风险？

今年以来发行了多少再融资债置换隐性债务？

2019 年开始，自上而下政策设定给与城投“保”的一面，发行了近 2000 亿的地方债试点置换建制县隐性债务：主要是集中在财政部提到的六个建制县试点置换的省份，加上江苏，这里的存量政府债务就涉及到地方政府隐性债务。

图 1：2019 年置换债发行情况(部分含偿还地方债本金的再融资债)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年建制县试点置换隐性债务情况

省	市	县	化债资金	省	市	县	化债资金
甘肃	定西市	临洮县	11.00	辽宁	鞍山市	海城市	-
贵州	黔东南州	凯里市	45.58	辽宁	鞍山市	台安县	21.00
贵州	黔东南州	从江县	16.69	辽宁	丹东市	东港市	18.00
贵州	黔东南州	独山县	62.15	辽宁	丹东市	凤城市	16.00
贵州	黔东南州	惠水县	35.39	辽宁	盘锦市	盘山县	18.00
贵州	铜仁市	松桃县	22.00	辽宁	沈阳市	法库县	19.00
湖南	常德市	临澧县	3.02	辽宁	沈阳市	新民市	14.39
湖南	郴州市	临武县	28.23	辽宁	铁岭市	开原市	18.00
湖南	衡阳市	衡阳县	79.20	辽宁	营口市	大石桥市	40.48
湖南	衡阳市	耒阳县	-	内蒙古	阿拉善盟	阿拉善左旗	-
湖南	湘潭市	湘潭市	45.13	内蒙古	包头市	土默特右旗	31.03
湖南	湘潭市	湘潭县	42.04	内蒙古	赤峰市	克什克腾旗	29.04
湖南	湘西州	吉首市	29.40	内蒙古	鄂尔多斯市	伊金霍洛旗	32.16
湖南	长沙市	宁乡市	41.50	内蒙古	呼和浩特市	土默特左旗	-
湖南	株洲市	攸县	39.79	内蒙古	通辽市	霍林郭勒市	31.51
云南	楚雄州	楚雄市	40.50	内蒙古	锡林郭勒盟	锡林浩特市	45.38
云南	大理州	大理市	31.10	内蒙古	兴安盟	乌兰浩特市	25.95
云南	文山州	文山市	46.21				

资料来源：Wind，天风证券研究所

这里还需要明确：2019 年虽然是试点，但确实是地方政府隐性债务纳入置换的第一年。

表 1: 湖南、贵州具体隐性债务化解方案案例

资料来源	披露时间	主要内容
《铜仁市人民政府关于市二届人大三次会议第 12 号建议的答复》	2019/7/17	1. 通过土地出让收入化解一批; 2. 通过盘活资产收益化解一批; 3. 通过做大国企经营化解一批; 4. 通过压减项目投资化解一批; 5. 通过转换 PPP 模式化解一批; 6. 通过剥离方式化解一批; 7. 通过盘活存量资金化解一批; 8. 通过争取专项资金化解一批; 9. 通过出让部分股权化解一批; 10. 通过安排预算收入化解一批; 11. 通过优化空间规划化解一批; 12. 通过展期降息方式缓解一批; 13. 通过优化项目功能化解一批; 14. 通过收储资源运营化解一批; 15. 通过实施债转股化解一批。 一市树立一盘棋思想, 增强抱团取暖、共度难关意识, 设立市级偿债应急资金池, 规模达到 13 亿, 市委市政府统筹协调, 加速资金周转, 按期偿还到期债务, 避免你债务违约风险;
《湖南省财政体: 蹄疾步稳迈入奋斗的春天》	2019/2/25	二是我市作为全省新租赁试点, 首先选定市本级和松桃县为贷款主体, 目前已签订新租赁协议, 并投放贷款资金, 全部用于化解隐性债务; 三是积极争取建制县隐性债务风险化解试点, 按省政府有关要求, 松桃县在全省 PK 中胜出, 省政府已将松桃、独山等 10 个县申报纳入财政部试点县名单。贵州等 5 省作为全国试点即将在财政部进行遴选, 松桃县已纳入试点名单, 并争取到债券资金 22 亿。下一步, 根据中央、省的统一部署, 其他建制县积极准备相关资料, 争取建制县隐性债务风险化解扩面, 缓解隐性债务风险。 四是市财政会同市金融办、城投集团、市武陵担保公司正筹建政策性担保风险补偿基金增强投放贷款信心, 提高融资到位率, 破解中小企业融资难融资贵问题。 开年第一周, 省财政厅党组成员、副厅长组织厅政府债务管理处召开会议, 部署近期三项重点工作: 1. 开好依法举债“前门”, 做好 2019 年第一期政府债券发行的信息披露, 债券评级等准备工作; 2. 切实防范债务风险, 积极争取中央政府债务限额化解建制县隐性债务试点, 组织部分县市制定完善申报方案, 帮助平滑缓释债务风险; 制定完善市州防范政府债务风险专项考核实施细则

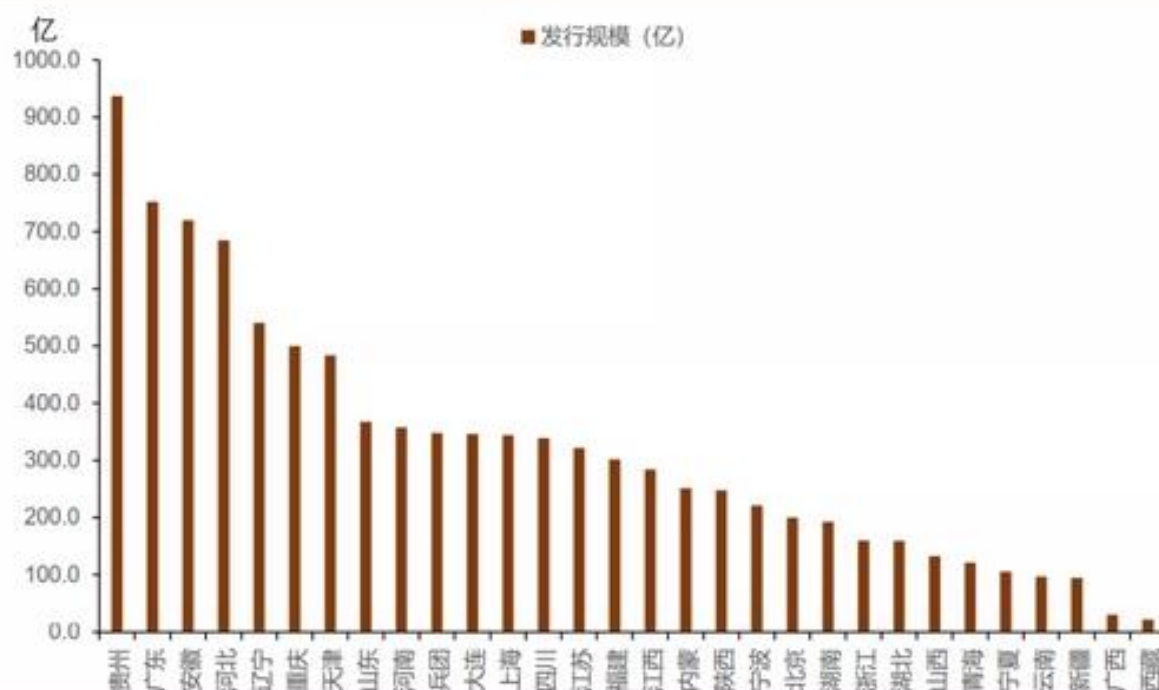
资料来源: 政府官网, 天风证券研究所

而 2020 年底开始, 地方债试点置换隐性债务的范围在扩大, 规模在增加, 层级也在提升: 截至 2021.10.29 日, 已有 30 个省/计划单列市共发行了 9668.7 亿地方债偿还存量债务, 其中包括建制区和县, 也突破至了市

本级平台（不排除更高层级的可能性）。

注：镇江市 2020 年财政预算执行报告与 2021 年草案提到：市本级平台拿到再融资债券 85.49 亿，用于置换存量债务。

图 3：2020 年底以来地方债偿还政府存量债务各省分布情况



资料来源：wind，天风证券研究所

除了从已发行的地方债的募集资金用途去梳理是否属于试点置换隐性债务这一途径外，还可通过地方政府披露的财政相关报告或者调研获悉相

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_28449

