



# 孙彬彬：如何合理分析隐性 债务化解问题？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要：

近期市场高度关注城投隐性债务化解问题，本文就以下几个市场关注的问题展开分析：

### (1) 2018 年以来隐性债务怎么化解？

在实际操作当中，地方政府一方面是严格围绕财政部表述的六大途径化解隐性债务，另一方面，还有两项辅助举措：加强推进平台整合转型以及地方债试点置换隐性债务。

### (2) 前期隐性债务化解进展如何？

隐性债务因为没有准确口径和统计数据，所以化解进展只能是侧面观察。

首先，可以看到 2018 年以来城投有息债务总规模仍在提升，且增速有所增长（保持两位数以上的增长），说明城投平台虽然已经开始积极偿债及流动性滚续，但总债务规模仍在上升，整体债务压力仍在积累。参照分析，结合城投平台应收账款总规模增速仍在增长来看，隐性债务的化解工作进度可能相对较慢。2021 年 6 月 7 日，刘昆在全国人大常委会作《关于 2020 年中央决算的报告》时表示，“地方政府隐性债务风险得到缓释”。这里的措辞仅仅是“缓释”。

其次，按照 IMF 估计，预计包含隐性债务的政府杠杆仍然在抬升，从这一点也侧面反映出过去隐性债务化解的进度问题。

### (3) 市场会担心什么？

第一，发债城投平台涉及隐性债务的有多少？即政策监管涉及的范围有多大？

由于隐性债务并未有公开数据，我们以此前营业收入当中有涉及公益性项目或应收账款/其他应收款当中涉及地方政府为统计口径，以粗略匡算或有涉及隐性债务的城投平台占比达 62.28%，因此大数上来看隐性债务的影响范围较为广泛。

第二，对于承担隐性债务的城投平台，是否会有新增融资受限的约束？

近三年，特别是 2020 年受益于疫情后政策宽松，相关主体都有普遍的融资改善。但是此一时，彼一时，市场担心因为要用好稳增长压力较小的窗口期，所以带来新增融资受限问题，目前在红橙黄绿等诸多领域已经有所涉及，是否会进一步蔓延到涉及隐性债务的平台企业，如果涉及会如何影响？值得我们思考和观察。

第三，非标融资受限基本是长期趋势的情况下，如何评估影响？

从报表数据来看，2018 年以来，长期借款占比、长期应付款占比是有所下降的，而应付债券占比是在提升的，一方面是近三年在再融资环境宽松下发债净融资量确实有所提升（这里面有很大比例也是银行投债），此外



存在部分理财直融也是计入到了应付债券，故而从上述趋势上可以看到：过去几年或更多是通过银行投债（包括自营和理财）或者理财直融等通道进行了相关的置换和转换，而在压降融资成本以及政策监管压缩的大背景下，以信托、租赁等非标置换并非主流。

第四，是否会因为新一轮隐性债务的管控而导致城投债券违约风险上升？

结合 2018 年以来政策对于严禁新增和妥善化解存量隐性债务的政策表述来看，我们认为政策在当前阶段的诉求更多是防风险及控杠杆（降低债务增速）、落实隐性债务化解工作（尤其是严格遏制住新增地方政府隐性债务问题）。

#### （4）如何合理看待隐性债务及相关风险？

从影响上来看：在短期内城投面临融资收紧的态势是明显的，对于估值或有一定冲击，新增外部融资边际减少，对于财力较弱、债务较重、过去几年债务化解工作落实较差的区域主体冲击更明显。

但考虑到宏观政策诉求和延续性，以及存量隐性债务的庞大规模，我们判断政策可能还是按照：稳妥处理地方政府债务风险，做到坚定、可控、有序、适度。不会引发城投大范围的信用事件，特别是城投债券。一方面政策对于存量滚续始终有所安排，另一方面对于约束新增部分，从政策行文到实操落地还是保有弹性，对此我们需要作出合理的评估。

近期市场高度关注城投隐性债务化解问题，本文就以下几个市场关注的问题展开分析：

- (1) 2018 年以来隐性债务怎么化解？
- (2) 前期隐性债务化解进展如何？
- (3) 市场会担心什么？
- (4) 如何合理看待隐性债务及相关风险？

什么是隐性债务？

对于以上问题，我们首先界定一个概念：什么是隐性债务？

2017 年 8 月，时任财政部部长肖捷在第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议上做《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，对隐性债务定义为：“地方政府违法违规或变相举债。”

如何理解违法违规及变相举债？各省甚至各地级市对其有着不同的标准和认识。但原则上财政部《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件的规定，识别隐性债务可以从两个方面入手：

(1) 直接举债融资。包括“为没有收入的政府公益性项目举借的，最终由财政性资金偿还的债务”，“由党委、人大及其常委会、政府及其所属部门，以担保函、承诺函等形式为企业（主要是融资平台）提供担保形

成的举债融资”，“机关事业单位的国有资产为企业抵押或质押进行的举债融资”等。这类债务的举债主体主要是融资平台，对于涉嫌违规举债的原因可以概括为以下几点：政府部门出具承诺函或纳入预算决议、公益性资产抵押、财政资金偿还、用于政府公益性项目，城投平台涉及以上特征的任何一笔债务，均有可能被认定为隐性债务；

(2) 地方政府的中长期支出事项，主要包括政府投资基金、PPP 项目、政府投资服务、专项建设基金、应付工程货物款等。与直接举债一样，并非所有的中长期支出责任都会被认定为隐性债务，主要是涉及政府固定支出责任的部分可能会被认定为隐性债务，比如承诺本金回购、承诺最低收益、承诺承担社会资本方资本金损失等；而完全符合财政部相关文件的项目支出，并不会被认定为隐性债务，经实地考察反馈：比如符合 92 号文的项目支出，就不会被认定为隐性债务。

图 1：隐性债务形成的两个维度



资料来源：填报说明，天风证券研究所



此外，审计署对于隐性债务的相关问题也有几点解释：

(1) 地方人大、政府出具承诺函：一是地方政府或财政局出具的对债务承担保证责任的承诺函，二是当地人大常委会将债务纳入人大预算的决议；

(2) 以企事业单位名义举债，地方政府统一使用、归还：为应对融资平台融资能力下降情况，地方政府以学校、医院等企事业单位的名义办理银行借款、融资租赁，由地方政府、融资平台统一用于道路、水利等基础设施建设；

(3) 以政府购买服务形式：在严格限制融资平台融资的背景下，将政府购买服务作为一种“融资渠道”；

(4) 以 PPP 项目违规融资：以 PPP 项目违规举债融资，采取政府回购、承诺固定投资回报等方式搞“明股实债”（包括政府或其指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失；政府向社会资本承诺固定收益汇报等）；

(5) 利用政府产业引导基金融资：在实操中，地方政府对其他的有限合伙人有隐形担保条款，并提供抵质押物，实质上形成了隐性债务。

虽然审计署列举的这几条并不能全面概述隐性债务的形成，但也对隐性债务的形成原因有很好的借鉴。

其次，隐性债务的规模有多大？由于该数据无法从公开资料获得，结

合发债城投平台的有息债务总规模进行统计，目前已超过 45 万亿，这其中并非均为隐性债务（一定比例是平台自身经营性债务）、但需考虑的是还有事业单位所承担的隐性债务以及政府相关支出责任而形成的隐性债务（PPP、政府购买服务、政府投资基金等）。

还可以从宏观杠杆角度分析，周小川在 2017 年明确表示：分部门看，政府债务占 GDP 的比例并不高；居民部门债务占 GDP 的比例仍然处于低位，但增长较快；主要的问题是企业部门债务占 GDP 的比例较高。……中国地方政府通过各种融资平台借款，形成了较多的债务，这在统计上体现为企业部门债务，会导致企业部门债务高估。如果将这部分统计为政府债务，企业部门债务会大幅下降，政府债务相应上升。据此估计理论上隐性债务规模上限可能达到 60 万亿。

保守估计，经认定的隐性债务可能在 25-30 万亿。

图 2：城投有息债务总规模仍在持续增长<sup>17</sup>

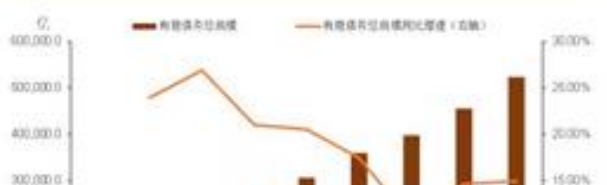


图 3：主要国家企业杠杆比较<sup>18</sup>



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\\_33318](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33318)

