

## 宏观深度报告

## “一揽子化债方案”：背景、经验与猜想

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn

贾清琳 投资咨询资格编号

S1060523070001

JIAQINGLIN776@pingan.com.cn

## 平安观点：

- **地方政府化债进入攻坚期：**融资成本高、利息负担重，以及税收、土地出让收入双降导致偿债能力下滑，是当前城投平台和地方政府面临的主要困难，而投资端和负债端收益、期限不匹配是城投平台的根本问题。虽总体风险可控，但化债难度不小，隐债清零不易，需要尽快走出“规模扩张-化解-规模仍然扩张”的循环。
- **区域性化债探索的启示：**我们以财政部提出的六种化债方式为出发点，梳理了过去地方政府对于化解隐性债务的探索，同时也涵盖了另外一些有过成功案例的化债方式。除了地方债置换，以往地方化债主要通过金融机构介入、国有企业支持、城投平台市场化整合和转型、财政直接偿还等形式来实现按期偿还债务、降成本、优期限或隐债显性化。但2014年以来的化债过程也反映出一些问题：在严控增量方面，一定要抑制道德风险问题；要加快推动城投平台转型，从根本上防新增；政府似乎一直没有摆脱缺钱的困扰；由于区域经济发展和财力分布不均，应该加强对区县城投平台和财政运行情况的实时监控和跟踪；隐债化解道阻且长，需要持续低利率的货币环境保障。
- **化解隐债下的财政选择：**当前我国最适合加杠杆的是政府部门。不过，长期以来我国政府债务结构不合理的问题彰显：中央政府杠杆率偏低，而地方政府杠杆率明显偏高、融资成本偏高。我们估算，若全部城投债务转化为地方一般债，地方政府可节省近19%的利息支出。如此可以很大程度上抵消土地出让收入下降带来的影响，政府部门的债务结构也将得以优化。可见，一些专家学者建议中央政府“兜底”地方债有一定理由。在关于中央是否需要加杠杆的问题上，我们的观点是需要加；对是否要用于支持债务置换化债的问题，我们认为可以酌情考虑。
- **一揽子化债方案的猜想：**（1）短期：调动政策行、国有行等金融资源，或许这是这轮化债的主力；盘活国有资产；可能确定新一批建制化县试点，并将试点范围从县区扩大至市一级，在已有限额里批准新发行一批再融资专项债用于弱资质平台债务置换，预计不超1万亿元；省级统筹，有效督促各地化债，加强对区县城投平台和财政运行情况的实时监控和跟踪；让化债进度和地方政府绩效考核挂钩。（2）中期：尽量推进不符合要求的平台进行市场化转型、符合要求的部分隐债显性化，地方债的前门可以开得更大；可考虑适时发行1万亿左右特别国债；年度预算新增赤字时，持续提高国债占比。（3）长期：逐步推动政府间财政体制改革，提高中央政府支出在公共预算支出中的占比；推动投资驱动型经济向消费驱动型经济转变，激发经济新动能。



# 正文目录

<b>一、 地方化债进入攻坚期</b> .....	<b>4</b>
1.1 地方政府债务风险及热议背景 .....	4
1.2 城投平台的历史脉络：弱资质平台融资环境日益逼仄 .....	8
1.3 城投债务风险可控，但化债难度不小 .....	11
<b>二、 区域性化债探索的启示</b> .....	<b>13</b>
2.1 开启新一轮较大规模置换化债的必要性不强 .....	13
2.2 地方对于化解隐性债务的探索 .....	15
2.3 省级统筹、多措并举、化存遏增 .....	17
<b>三、 化解隐债下的财政选择</b> .....	<b>18</b>
3.1 中央政府是否应该救助地方债？ .....	18
3.2 财政赤字货币化的再讨论 .....	20
3.3 一揽子化债方案的猜想 .....	21

## 图表目录

图表 1	2023 年城投债到期压力大	4
图表 2	2023 年地方债到期额创历史新高	4
图表 3	2023 年以来城投平台非标风险事件显著上升	5
图表 4	我国地方政府隐性债务规模高于显性债务规模	5
图表 5	2022 年以来地方政府利息支出压力明显加大	6
图表 6	2022 年和 2019 年土地出让收入对于广义地方政府债务利息支出的覆盖度（单位：亿元；除西藏）	6
图表 7	城投债发行以 5 年内品种为主	7
图表 8	城投债剩余期限多数在 5 年内	7
图表 9	近半年多来对于“化解地方政府债务风险”的提及	7
图表 10	新预算法以来中央屡次提及“中央不救助”原则	8
图表 11	城投有息债务规模增速和基建投资累计增速走势较为一致	8
图表 12	2009 年以来城投监管政策重要内容	10
图表 13	城投融资结构（银行信贷、城投债及非标占比）	12
图表 14	中国政府部门广义杠杆率较发达国家偏低	12
图表 15	IMF 口径下估算的中国政府部门杠杆率结构	12
图表 16	2016 年以来地方政府隐性债务率有所下降	13
图表 17	2021 年以来银行二级资本债不赎回增多	13
图表 18	第二、三轮债务置换期间置换债/再融资债发行量明显低于第一轮	14
图表 19	2022 年末我国地方政府债务限额与余额的差额约 2.6 万亿元	14
图表 20	我国三轮地方政府置换化债概述	15
图表 21	2022 年底各省显性债务和隐性债务规模	18
图表 22	各省市城投债券利差中位数和加权票面利率水平	18
图表 23	近年来我国财政收入增速相对于 GDP 增速下行	19
图表 24	当前我国最适合加杠杆的是政府部门	19
图表 25	我国中央政府杠杆率水平不高	19
图表 26	相对海外国家我国地方政府杠杆率明显偏高	19
图表 27	近年来我国贸易顺差稳步攀升	21
图表 28	中、日、欧元区、美国 CPI 同比	21
图表 29	疫情后多数国家财政支出力度大于 2008 年后	21
图表 30	美、日、欧央行在 2020 年后大幅扩表	21
图表 31	今年 6 月以来多地国有大行和当地政府开展化债支持相关合作	22
图表 32	我国地方政府支出占比常年在 80% 以上	23
图表 33	城投平台债务规模大，化债进度需加快	23

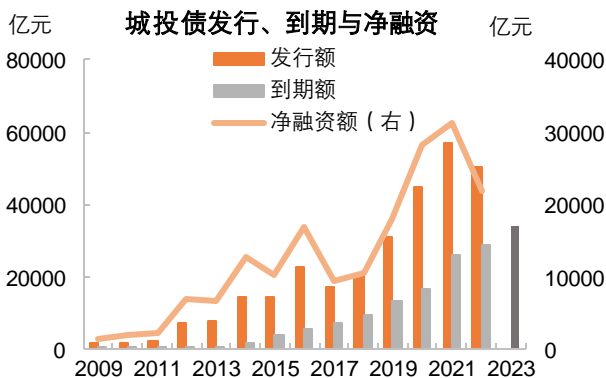
2023年6月26日国务院发布《关于2022年中央决算的报告》，其中强调要“坚决遏制隐性债务增量。督促地方落实主体责任，统筹各类化债资源，增强市县偿债能力，逐步化解隐性债务存量。”7月24日中央政治局会议进一步提出，要“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。今年以来，由于财政收支压力加大、城投严监管持续以及非标等违约事件频发，地方政府债务问题屡次成为市场讨论的热点，化债进入攻坚期。我们试图梳理以往地方政府化债的经历以及地方债务风险的深层次问题，给出一些适合我国当下情形的化债思路。

## 一、地方化债进入攻坚期

### 1.1 地方政府债务风险及热议背景

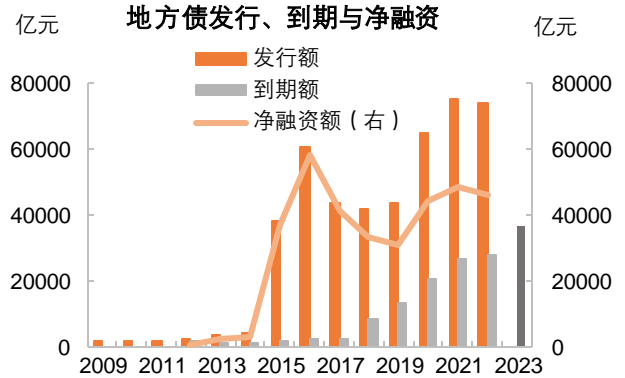
2022年底以来，中央及监管部门多次提及要“防范化解地方政府债务风险”，一方面是化债任务的需要，另一方面也是由于城投债务风险的加剧。(1) 2018年中央《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》中要求地方政府在未来5-10年内化解隐性债务。而疫情以来地方政府公共领域等支出需求增加，城投融资不受政府债务限额约束、因而规模有所扩张，这很大程度上影响了化债进度，化债需要提速；(2) 2020年以来我国地方政府债务逐年增长，2023年到期规模近3.7万亿、创历史新高；2023年城投债到期规模近3.4万亿，也是近10年以来的峰值。与此同时，今年二季度后中国经济“弱现实”得到持续印证，对于地方政府隐性债务中央不兜底态度明确，令城投平台再融资能力下降，贷款、商票、非标等风险事件发生频率呈上升态势，城投舆情风险关注度再升。

图表1 2023年城投债到期压力大



资料来源:iFinD, 平安证券研究所; 城投债务为 iFinD 口径

图表2 2023年地方债到期额创历史新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

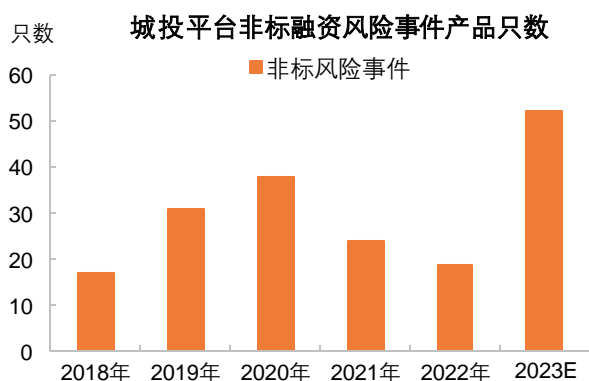
通常认为城投融资平台的债务为地方政府隐性债务范畴。“地方政府隐性债务”在2017年7月24日召开的政治局会议上首次被提及。根据《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》中的界定，隐性债务是指地方政府法定限额或发行形式之外，直接或承诺以财政资金偿还的、或违法提供担保的债务。主要包括国有企业事业单位等替政府举借，由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务；政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等过程中，通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务、承担政府未来支付义务的棚改政府购买方服务等。隐性债务风险是指地方政府无法偿付到期隐性债务而对地方政府信用产生不利影响的风险，且不同区域财力差异较大、部分区域风险较大，分化明显。

当前化解地方政府债务风险的难点主要在于“地方政府隐性债务”。此前国际上通用财政债务方面有三条红线<sup>1</sup>：(1) 赤字率，即赤字/GDP，等于或者低于3%；(2) 政府负债率，即（中央政府债务+地方政府债务）/GDP，一般认为不宜超过60%；

<sup>1</sup> 这里的红线是此前国际上通用的财政债务方面的警戒线，最早出自于欧洲的马斯特里赫特条约，对此我国财政部发言人也有提到。但是至今海外很多地区包括欧元区在内的一些国家赤字率和政府债务率都突破了3%和60%的上限，似乎没有引发严重的财政危机。因此，这里我们仅将其作为对比显性、隐性政府债务水平而设定的标准，并非严格的警戒线定义。

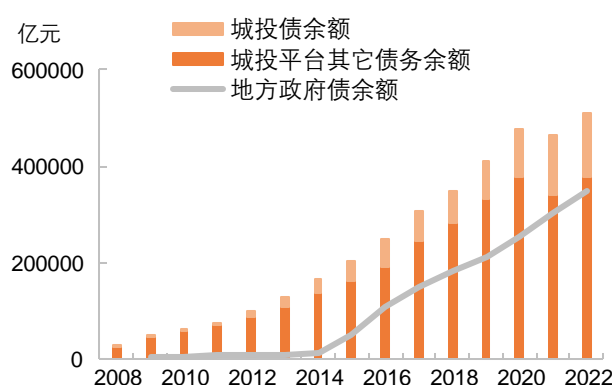
(3) 地方政府债务率，即地方政府债务余额/综合财力<sup>2</sup>，一般认为不宜超过 120%。从赤字率来看，过去 10 年中国预算赤字率基本控制在 3% 以内（除 2020 年和 2021 年）。从政府负债率来看，据财政部发布相关指标计算，2022 年底中国政府部门负债率达历史峰值，为 50.4%（低于 60%），但广义（含隐债）负债率达 92.7%（超过 60%）。从地方政府债务率来看，我国地方政府负债率在 2021 年以前也基本控制在 120% 以内，2022 年首超警戒线达 129%，但宽口径（含隐债）下的地方政府债务率则远高于 120%，为 315%。

图表3 2023 年以来城投平台非标风险事件显著上升



资料来源: 企业预警通, 平安证券研究所, 时间截止为 2023.8.9

图表4 我国地方政府隐性债务规模高于显性债务规模



资料来源: iFinD, 平安证券研究所; 城投债务为 iFinD 口径

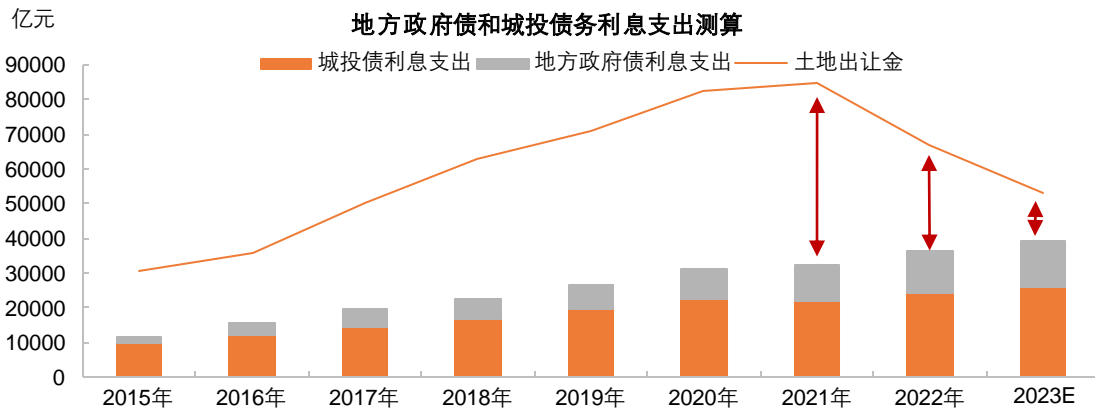
**融资成本高企、利息负担重，以及税收、土地出让收入双降导致偿债能力下滑是当前城投平台面临的主要困难和风险：**

(1) 我们以 2022 年地方政府债务余额加上 2023 年地方债发行预算来估计 2023 年的付息本金，再以 3.34% 的地方政府存量债券的加权平均票面利率估计 2023 年地方政府债利息支出总额，得出 2023 年地方债利息支出约为 1.31 万亿。以城投有息债务总额 2020-2022 年的年均复合增速来估计本金，以 4.77% 的城投存量债券加权平均票面利率估计，得出 2023 年地方城投有息债务利息支出总额为 2.62 万亿。合计 2023 年地方政府债务仅利息支出总额就有 3.93 万亿，这一数值在 2019 年仅为 2.66 万亿。

(2) 我们以今年 1-6 月土地出让金累计同比增速 (-20.9%) 估计 2023 年全年土地出让收入约为 5.3 万亿，这一数值在 2022 年为 6.7 万亿，在 2021 年、2019 年则分别高达 8.5 万亿、7.1 万亿；税收方面，剔除留抵退税影响近 6 个月税收收入累计同比有 5 个月运行在负值区间，类似情形近 15 年仅在 2020 年和 2009 年出现过。

<sup>2</sup> 地方综合财力为各省转移性收入、国有资本经营收入、一般公共预算收入、政府性基金预算收入的加总。

图表5 2022年以来地方政府利息支出压力明显加大



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

(3) 我们分别对各省和行政区的利息支出进行测算, 发现 2022 年土地出让金对地方政府债务 (政府债+城投平台债务) 利息覆盖率不足 100% 的省份至少有 13 个, 而在 2019 年几乎所有省份的土地出让收入均可完全覆盖债务利息。

图表6 2022 年和 2019 年土地出让收入对于广义地方政府债务利息支出的覆盖度 (单位: 亿元; 除西藏)

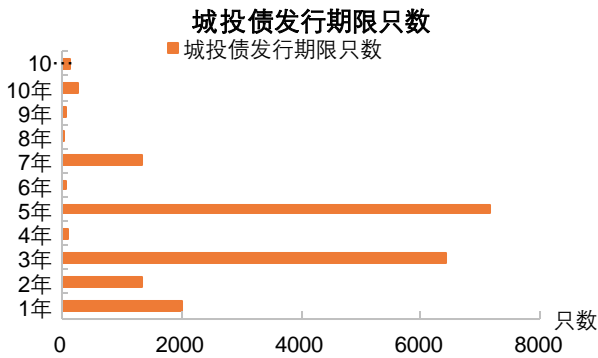
省份	重庆	天津	云南	甘肃	吉林	广西	黑龙江	贵州	内蒙古	新疆
2022 年	(577)	(513)	(481)	(384)	(360)	(322)	(264)	(254)	(213)	(190)
2019 年	506	317	925	2	217	839	29	314	39	278
省份	青海	辽宁	宁夏	海南	山西	湖北	陕西	湖南	江西	河南
2022 年	(62)	(45)	(15)	185	199	243	290	345	371	493
2019 年	22	688	3	239	813	2055	161	1220	1335	2351
省份	河北	四川	北京	福建	安徽	山东	上海	广东	浙江	江苏
2022 年	781	828	1056	1122	1346	1818	2765	3072	3707	4840
2019 年	2266	1714	1212	2233	2221	4340	1522	5045	6568	4690

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 以当年土地出让收入-广义政府债务利息支出衡量覆盖度, 若差额为负, 即当年土地出让收入不能 100% 覆盖当年债务利息支出

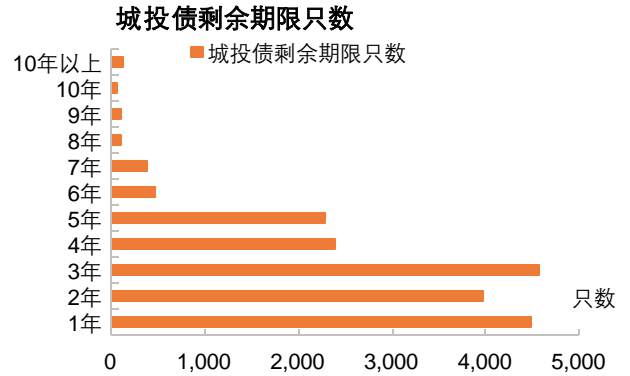
此外, 城投平台发债期限大多集中在 3 年内和 5 年, 超过 5 年的占比不到 10%, 而与此同时融资流向主要为地方政府主导的基建项目, 项目投资周期长、收益率低。2017-2022 年基建行业 (申万分类) 上市公司行业平均 ROA 分别为 2.09%、1.85%、1.69%、1.57%、1.53%、1.51%, 而基建行业总资产回收期几乎都在 10 年以上。香港中文大学教授宋铮曾在今年 3 月表示: “基建投资回报率在过去几年里下滑严重, 目前回报率只有 2%~3%, 大概率低于现在的全社会融资边际成本”。可见, 投资端和负债端的收益、期限不匹配是城投平台的根本问题。

图表7 城投债发行以5年内品种为主



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表8 城投债剩余期限多数在5年内



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表9 近半年多来对于“化解地方政府债务风险”的提及

时间	场合	内容
2022年12月	习近平在中央经济工作会议上的讲话	<b>防范化解地方政府债务风险</b> , 要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任, 加大存量隐性债务处置力度, 优化债务期限结构, 降低利息负担, 稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管, 坚决遏制增量、化解存量。要禁止各种变相举债行为, 防范地方国有企业事业单位“平台化”。要加强对融资平台公司的综合治理, 推动分类转型。
2022年12月	刘昆在《学习时报》发文	<b>坚决防范地方政府融资平台债务风险</b> , 强化融资平台公司综合治理, 在有效支持经济高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。
2023年2月	刘昆在《求是》杂志发文	<b>防范化解地方政府债务风险</b> 。坚持“开正门、堵旁门”, “遏增量、化存量”。完善常态化协同监管。坚决禁止变相举债、虚假化债行为。压实地方政府属地责任, 紧盯市县加大工作力度, 强化隐性债务问责和信息公开。加强地方政府融资平台公司治理, 逐步剥离政府融资功能, 推动分类转型发展, 防范地方国有企业事业单位“平台化”。
2023年2月	刘昆在全国财政工作会议上的讲话	<b>要继续抓实化解地方政府隐性债务风险</b> 。要加强地方政府融资平台公司治理。从解决基础性问题入手, 对融资平台公司进行有效治理, 防范地方国有企业事业单位“平台化”。逐步剥离政府融资功能, 聚焦主业发展, 建立现代企业制度, 规范法人治理结构, 形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。
2023年3月	政府工作报告	防范化解地方政府债务风险, 优化债务期限结构, 降低利息负担, 遏制增量、化解存量。
2023年3月	关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告	<b>遏制地方政府隐性债务增量</b> , 稳妥化解存量, 坚决制止违法违规举债行为, 加强对融资平台公司的综合治理, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。强化跨部门协作监管, 压实各方责任, 从资金需求端和供给端同时加强监管, 阻断新增隐性债务路径, 坚决遏制隐性债务增量。督促省级政府加强风险分析研判, 定期监审评估, 加大对市县工作力度, 立足自身努力, 逐步降低债务风险水平, 稳妥化解隐性债务存量。保持高压监管态势, 对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责。加强地方政府融资平台公司综合治理, 逐步剥离政府融资功能, 推动分类转型发展。
2023年3月	2022年中国财政政策执行情况报告	<b>遏制地方政府隐性债务增量</b> , 稳妥化解存量, 坚决制止违法违规举债行为, 加强对融资平台公司的综合治理, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023年7月	中央政治局会议	<b>要有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案</b>

资料来源: Wind, 中国政府网、新华网等, 平安证券研究所

图表10 新预算法以来中央屡次提及“中央不救助”原则

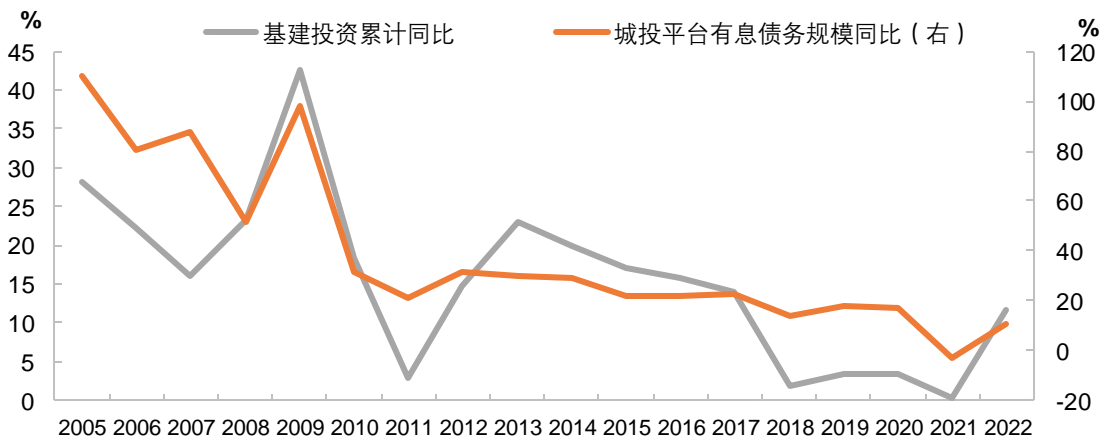
时间	重要文件	主要内容
2014年10月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》国发〔2014〕43号	硬化预算约束，防范道德风险，地方政府对其举借的债务负有偿还责任， <b>中央政府实行不救助原则。</b>
2016年11月	《地方政府性债务风险应急处置预案》	地方政府对其举借的债务负有偿还责任， <b>中央实行不救助原则。</b>
2021年3月	《2020年中国财政政策执行情况报告》	稳妥化解隐性债务存量。 <b>坚持中央不救助原则，建立市场化、法治化的债务违约处置机制，做到“谁家的孩子谁抱”。</b>
2021年12月	国务院政策例行吹风会	稳妥化解隐性债务存量。 <b>坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”。</b> 建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。
2023年1月	财政部关于政协第十三届全国委员会第五次会议第00072号（财税金融006号）提案答复的函	<b>坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”。</b> 建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险。

资料来源：Wind，中国政府网、财政部官网等，平安证券研究所

## 1.2 城投平台的历史脉络：弱资质平台融资环境日益逼仄

城投平台是具有中国特色的融资主体，一般不具有稳定的经营性现金流，其筹集的资金主要用于基建、服务于地方政府，并且往往主要依赖于政府资金或资源而不是项目现金流来还债，相当于是“企业举债、政府使用、政府负责偿还”。城投平台因地方基础设施建设投资所积累的巨额债务是不纳入政府预算的，因此一直以来平台都存在着债务无序扩张与过度举债问题。地方政府通过城投平台融资的背后，是地方政府追求经济增速、“地产+基建”投资驱动型的增长模式、以及“土地财政”模式下偿债收入来源有保障这些因素共同驱动的。城投平台同房地产公司在资金融通上形成了正反馈机制：房地产价格越高涨，房地产公司资金流转就越快，地方土地出让收入也就越高，平台就会有更充足的还款来源。而这样的模式显然不可持续。

图表11 城投有息债务规模增速和基建投资累计增速走势较为一致



资料来源：iFinD，平安证券研究所



城投平台作为地方政府重要的融资渠道，经历了政策从积极到收紧的转变过程。1980年代初开始，出于改革开放后经济建设的需要，中央开始允许地方政府发债。但由于地方政府财权过大以及融资和资金用途不规范等问题，1994年进行了分税制改革，1995年1月实施了《预算法》，其中重新规定，“地方政府不得发行地方政府债券”，暂停了地方政府的发债行为。2008年之后，中央逐渐放开了地方政府发债限制，城投平台逐渐登上历史舞台：

**（1）城投平台发展阶段（2008-2009）：**2008年，为缓解“四万亿”配套资金的压力，中央提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，扩宽中央政府投资项目的配套金融渠道”。因此在新《预算法》通过前，地方政府债务是指地方政府、经费补助事业单位、公用事业单位、政府融资平台公司及其他单位等直接借入、拖欠或因提供担保、回购等行为以及因公益性项目建设所形成的债务；

**（2）适度规范的过渡阶段（2010-2013）：**2010年构建了城投监管的初期政策框架；2011年要求严格按照政策要求管控新增平台贷款，以实现“降旧控新”的总体目标；2013年鼓励地方政府投融资平台公司发债，用于经济技术开发区、高新技术开发区以及工业园区等各类园区内小企业创业基地、科技孵化器、标准厂房等的建设；用于完善产业集聚区技术、电子商务、物流、信息等服务平台建设；用于中小企业公共服务平台网络工程建设等。

**（3）监管趋严阶段（2014年至今）：**2014年8月新《预算法》（修订版）通过后，规定除在国务院确定的限额内发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何其他方式举借债务，除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。这相当于**明确要求剥离城投平台的政府融资功能，即城投信用不再与地方政府信用挂钩，地方政府不再对城投债兜底**。但城投公司通常是地方政府下设的投融资国企，很难完全市场化，因此市场仍习惯把城投债看成有地方政府背书的高等级信用债，事实上直到目前为止城投公募债仍未有过违约。而即便是在2014年之后监管有过边际放松的时候，总体的方针也一直都是化债。

**2022年底以来，监管机构对结构化发债的处罚力度加码，城投融资监管愈发严厉。**结构化发债有多种形式，违规操作的核心是发行人以非市场化手段干预发债过程，以不透明的操作降低市场资金参与度，使债券有低于市场公允水平的票面利率，释放错误的价值信号，以便改善自身的融资环境。例如发行人因发行困难，可以寻找过桥方共同参与认购资管产品，再将资管产品投向自己发行的债券，债券发行成功后过桥方退出，发行人则需要不断寻找质押回购的交易对手，直至债券到期，如此会导致实际融资金额低于发行额，且实际融资成本由于变相支付各项费用而并不低。2022年11月18日，证监会发布《关于注册制下提高中介机构公司债券业务执业质量的指导意见（征求意见稿）》，对结构化发债提出坚持发行人、中介机构“一案双查”，坚持“双罚制”原则，严惩违规机构和责任人。之后，为进一步防堵违规结构化发债行为，2023年1月12日证监会在新修订的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及其配套规范中明确要求，私募资管计划投资单一债券占比超过50%的，杠杆比例不得超过120%。同时，按穿透原则加强逆回购交易管理。4月28日，中国证券投资基金业协会发布《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》，重申禁止管理人参与结构化债券发行、收取返费等违规行为，不得直接或者变相收取债券发行人承销服务、融资顾问等各种形式的费用等要求，同时对投资债券的集中度提出了“双10%”“双25%”的要求。目前，部分弱资质城投依赖于隐蔽但违规的结构化发债，这一规定出台对其影响很大，可能会部分区县城投债务的可持续性带来更大压力。

**2023年7月商业银行风险管理办法开始实施，令尾部城投化债空间进一步被压缩。**为进一步推动商业银行准确识别、评估信用风险，真实反映资产质量，《商业银行金融资产风险分类办法（银保监央行〔2023〕第1号）》已于2023年7月1日开始实施。办法规定：有现金流的政府债务相关业务（隐债项目+城投债务）将获得一次不下调分类的重组机会（降低利率+拉长期限）以及为期一年的观察期，而对于没有现金流或现金流无法覆盖债务本息的项目，则将面临严重的分类下调冲击。此外，**隐债置换业务的可操作性也会受到影响**，因为原先广泛适用的借新还旧、展期等操作可能均被视为重组，进而受到操作次数的限制。新规对多次重组的分类做出明确规定，再次重组的资产至少归为次级类，并重新计算观察期。毫无疑问，新规将对地方政府债务置换和重组产生重要影响。

图表 12 2009 年以来城投监管政策重要内容

时期	时间	政策	主要内容
发展期	2009 年 3 月	《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》银发〔2009〕92 号	支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。
	2009 年 10 月	《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》财建〔2009〕631 号	地方政府配套资金可利用政府融资平台通过市场机制筹措
适度规范期	2010 年 6 月	《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发〔2010〕19 号	构建了城投监管的初期政策框架，提出对城投平台和平台债务进行分类监管，加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理。
	2011 年 6 月	《关于地方政府融资平台贷款监管有关问题的说明》银监办发〔2011〕191 号	各银行对平台贷款要按照“保在建、压重建、禁新建”的总体思路，将有限的信贷资源着重用于生产经营性的项目建成完工和投产上，严格按照政策要求管控新增平台贷款，以实现全年“降旧控新”的总体目标。
	2013 年 4 月	《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发〔2013〕110 号）	再次强调银行业金融机构需按照“保在建、压重建、控新建”的基本要求，继续控制平台贷款总量，并且不得新增融资平台贷款规模；各银行和各级监管机构建立全口径融资平台负债统计制度；防范融资平台变相融资，继续严格执行“名单制”管理制度，各银行不得对未纳入“名单制”管理的融资平台发放任何形式由财政性资金承担直接或间接还款责任的贷款。
	2013 年 7 月	《关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》（发改财金〔2013〕1410 号）	鼓励地方政府投融资平台公司发债用于经济技术开发区、高新技术产业开发区以及工业园区等各类园区内小企业创业基地、科技孵化器、标准厂房等的建设；用于完善产业集聚区技术、电子商务、物流、信息等服务平台建设；用于中小企业公共服务平台网络工程建设等
监管收紧期	2014 年 8 月	《中华人民共和国预算法》全文（2014 年更新）	允许省级政府在国务院确定的限额内，发行地方政府债券举借债务，同时做出五点限制性规定：限制主体、限制用途、限制规模、限制方式以及控制风险。
	2014 年 9 月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》国发〔2014〕43 号	修明渠、堵暗道，赋予地方政府依法适度举债融资权，明确剥离城投平台的政府融资功能，规定城投公司不得再新增政府债务限额，坚决制止地方政府违规举债。但鼓励有一定收益的公益性事业项目使用 PPP 模式，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则。
	2014 年 12 月	《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》中国结算发字〔2014〕149 号	地方政府性债务甄别清理完成后，对于未纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围的企业债券，本公司仅接纳债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上的企业债券进入回购质押库。
	2015 年 5 月	国务院办公厅转发财政部人民银行银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》国办发〔2015〕40 号	地方各级政府和银行业金融机构要妥善处理融资平台公司在建项目后续融资问题，区分存量和增量实施分类管理，依法合规进行融资，切实满足促进经济发展和防范财政金融风险的需要。
	2016 年 10 月	《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》国办函〔2016〕88 号	地方政府性债务包括地方政府债券和非政府债券形式的存量政府债务，以及清理甄别认定的存量或有债务。要建立健全地方政府性债务风险应急处置工作机制，牢牢守住不发生区域性系统性风险的底线。
2018 年 8 月	《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	积极推动防范化解政府性债务风险工作。隐性债务定义为地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还、以及违法违规提供担保等方式举借的债务。划定的隐性债务包括以往分类中的隐性债务和 2015 年至 2018 年间增加的隐性债务，要求地方政府在 5-10 年内化解隐性债务。	

2019年6月	《财政部办公厅关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知》财办金[2019]40号	开启指导地方和金融机构开展隐性债务置换工作;随后推出建制县隐性化解试点。
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》国发[2021]5号	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。健全市场化、法治化的债务违约处置机制,切实防范恶意逃废债,坚决防止风险累积形成系统性风险。
2021年4月	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》上证发[2021]24号/《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》深证上[2021]430号	主要从事城市建设的地方国有企业申报发行公司债券,应符合地方政府性债务管理的相关规定,不得新增地方政府债务。募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的,应披露拟偿还的存量债务明细,并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务。
2021年7月	《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》银保监发[2021]15号	做好严禁新增地方政府隐性债务和妥善化解地方政府隐性债务工作,如不得违法违规提供实际依靠财政资金偿还或者提供担保、回购等信用支持的融资,不得提供预期土地出让收入作为企业偿债资金来源的融资,不得为平台参与地方政府专项债券项目提供配套融资等。
2022年4月	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》银发[2022]92号	在风险可控、依法合规的前提下,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,保障在建项目顺利实施。
2022年6月	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》国办发[2022]20号	防范化解地方政府债务风险是省级财政事权,即省级党委和政府对本辖区内债务风险负总责,鼓励一些地区通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险,切实降低市县偿债负担,坚决查处违法违规举债行为。
2022年11月	财政部部长刘昆《健全现代预算制度》	1) 防范化解政府债务风险,坚持高压监管,坚决遏制隐性债务增量,妥善化解存量,逐步实现地方政府债务按统一规则合并监管;2) 加大违法违规举债查处力度,完善问责闭环管理和集中公开机制;3) 加强地方政府融资平台公司治理,打破政府兜底预期。

资料来源: Wind, 中国政府网、审计署、深交所等, 平安证券研究所

### 1.3 城投债务风险可控, 但化债难度不小

我们认为当前城投债务风险仍在可控范围之内, 主要有三方面原因:

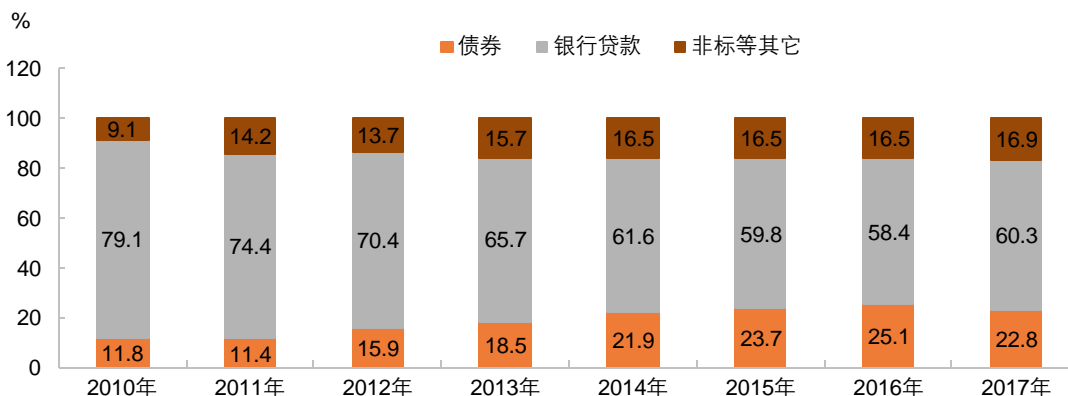
(1) **政府需要守牢底线。**地方债以及城投债务形成的根本原因是, 分税制改革后地方政府发展地方经济的需求, 以及其所承担的事权与财权长期不匹配。因此, 为了维护地方政府信用, 中央政府一定程度上会对城投平台施以援手。城投平台的融资来源包括银行贷款、城投债以及非标融资, 其中银行贷款占比过半, 其次是城投债券和非标融资, 且城投债融资占比有上升的趋势。此前城投舆情主要涉及的是银行贷款展期或非标违约, 而城投标准债券若出现违约将对债券市场、银行体系以及地方政府信用产生系统性风险冲击, 违约处置成本会比化债成本高很多。因此, 至今没有出现城投债违约的情形, 这也许是目前中央政府和地方政府的底线。

(2) **金融资源尚可调动。**例如, 前期天津市政府与中国银行天津分行签署全面落实战略合作协议, 全力满足天津市各级政府存量隐性债务还款计划调整的诉求等。城投平台债券相较政府债券信用分层明显、区域差异性大, 局部风险集中度大于全局风险。因此, 中央和地方政府通过协调金融资源, 守住区域性局部性风险底线问题不大。

(3) **政府家底较为厚实。**我国政府部门杠杆率(含隐债)高于大部分新兴市场国家, 但相对于其他发达国家来看并不高。中国虽尚不属于发达国家, 但我国政府的融资能力、政府信用以及经济高质量发展比其他大部分新兴市场国家都更有优势。如何定义我国政府部门的杠杆率是高或低, 因篇幅原因我们留在之后的专题再讨论。但比较确定的是, 我国的显性政府债务

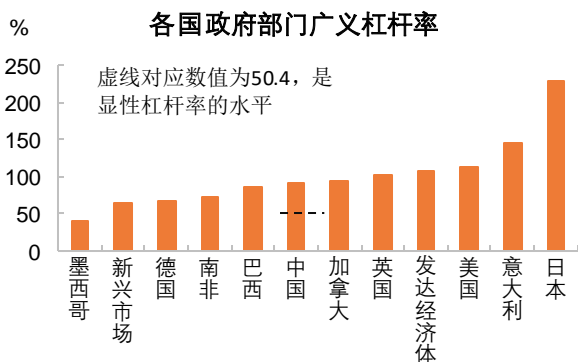
杠杆率以及中央政府的杠杆率较大多数国家偏低。更为重要的是，截至 2021 年，我国国有企业资产总额 308.3 万亿元<sup>3</sup>，在盘活国有资产方面仍有较为充足的空间。

图表13 城投融资结构（银行信贷、城投债及非标占比）



资料来源:《中国金融系统手册》, 平安证券研究所

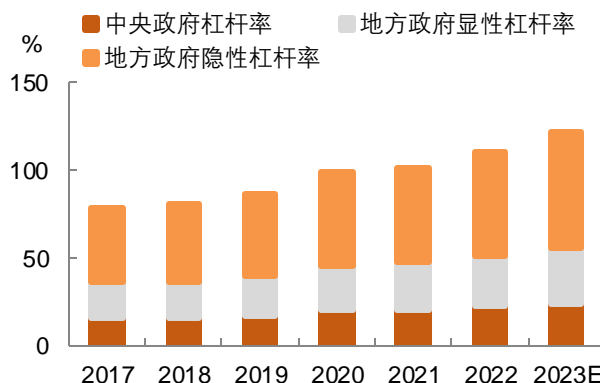
图表14 中国政府部门广义杠杆率较发达国家偏低



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

注: 中国显性杠杆率数据来源于国家资产负债表研究中心, 海外国家杠杆率数据来源于国际清算银行, 隐性杠杆率城投债务计算口径为 iFinD 口径 (图中均为 2022 年数据)

图表15 IMF口径<sup>4</sup>下估算的中国政府部门杠杆率结构



资料来源: IMF, 平安证券研究所

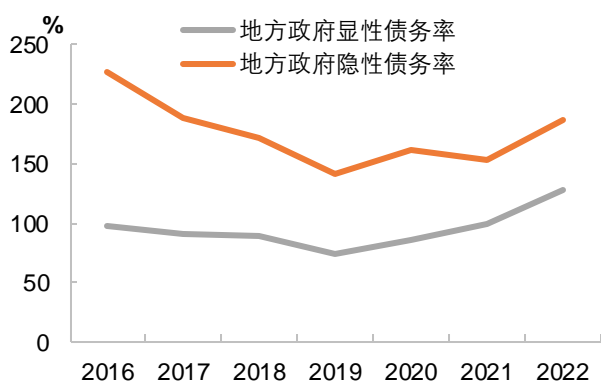
注: IMF 估算的地方政府隐性债务规模包含了一般隐债的口径, 此外还增加和 SCF (专项建设基金) 和 GGF (政府引导基金) 有关的债务

<sup>3</sup> 2022 年 11 月 16 日国务院国有资产监督管理委员会发布的《国务院关于 2021 年度国有资产管理情况的综合报告》

<sup>4</sup> IMF 口径下 2022 年底中国地方政府隐性债务规模约 70 万亿, 远大于 iFinD 口径下的 51 万亿, 差异主要在于 iFinD 口径未包含专项建设基金、政府引导基金, 未发行债券的城投平台、事业单位、国企等主体存续有的和地方政府有关的债务。我国地方政府隐性债务没有官方统计, 楼继伟在《新时代中国财政体系改革和未来展望》一文中称, 2020 年底市场估计的地方政府隐债规模为 30-50 万亿元。国内机构在估算地方政府隐债规模时通常用有发行债券城投平台的有息债务规模来表示, 相于于本文使用的 iFinD 口径下城投平台有息债务规模。

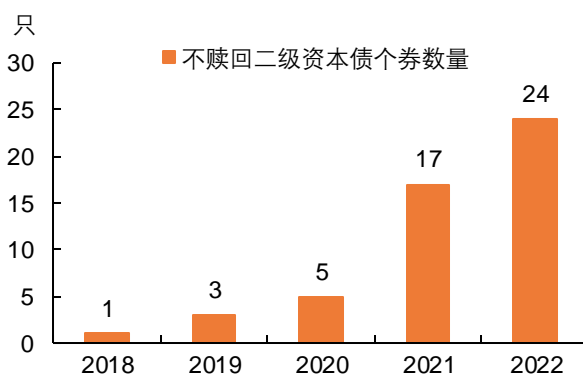
但一个不争的事实是，隐债清零并不容易，化解隐债需要尽快走出“规模扩张-化解-规模仍然扩张”的循环。由于我国经济增速的降档以及旧增长模式的不可持续，化债似乎已经到了比以往任何阶段都更需要重视的时刻：一方面，据中诚信国际测算<sup>5</sup>，在不突破现有资本规模和监管指标的前提下，我国商业银行总共可以承接不到 20% 的地方政府隐性债务，承接过程中还可能会面临当期及累计利润下降、监管指标恶化等问题。其实近年来房企风险暴露，已经一定程度上影响到商业银行资产质量，银行不赎回的二级资本债数量大幅增加正体现了这一点。因此，协调金融资源一定程度上涉及到如何平衡银行息差以及如何保护银行作为债权人利益的问题。另一方面，我国前期进行过多轮置换化债，但最终的结果是新增隐债规模并没有下降，反而在持续上升。是否要再次开启大规模债务置换，以及为了不再重蹈覆辙如何设计一套合理的化债方案，仍有待分析讨论。

图表 16 2016 年以来地方政府隐性债务率有所下降



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表 17 2021 年以来银行二级资本债不赎回增多



资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、区域性化债探索的启示

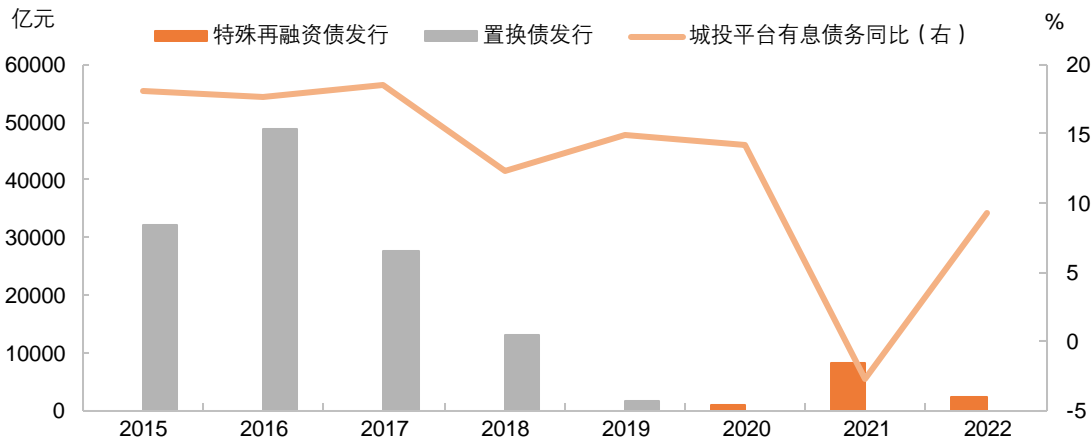
### 2.1 开启新一轮较大规模置换化债的必要性不强

置换化债是指通过地方债置换隐性债务，使得隐性债务显性化从而纳入地方政府预算管理。2023 年 1 月 7 日，时任人民银行和银保监会党委书记的郭树清就金融服务实体经济、防范化解金融风险接受媒体采访时，提到“积极配合化解地方政府隐性债务风险，督促金融机构增强风险管理能力，有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，降低利率负担”。这使得市场对新一轮地方政府债务置换寄予期待，尤其在当前城投融资环境收紧和债务风险上升的环境下，可以说是投资者与发行人共同的愿望。

自新《预算法》实施后，我国开启了对隐性债务连续三轮的地方债置换（2015-2018 年、2019 年、2020-2022 年），置换金额分别为 12 万亿、1579 亿、11170 亿。在第一轮大规模置换前的 2011-2013 年，国家审计署对地方政府债务进行了两轮全面审计，说明至少从 2011 年开始中央就已经在高度关注城投债务隐性化、融资成本高等风险，这是第一轮债务置换的背景。由于第一轮化债期间城投平台仍在违规举债形成了一批新增隐债，2018 年 8 月，27 号文《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》中要求地方政府在 5-10 年内化解隐性债务，这是第二轮置换开始的背景。第三轮置换则是进一步延续了因疫情暂停的化债工作和方针。与第一轮全国范围大面积开展置换不同，第二轮和第三轮置换化债分别针对弱资质区域以及弱资质+隐债清零试点区域，缓解了部分地区的隐性债务风险。我们认为，化债的最终目标是为了化解隐债风险，而非一定要降低政府部门杠杆率或债务规模（前文我们已分析我国隐债总体风险尚在可控范围内）。

<sup>5</sup> 来自于 2023 年 4 月中诚信国际的报告，《稳增长下城投企业净融资边际回暖，关注风险外溢及地方国企泛平台化》：“假设商业银行的平均拨备覆盖率由目前 205.85% 下降到 130%，多余的拨备可以大概释放出 22625 亿元承接城投重组债务；商业银行的资本充足率由目前的 15.17% 下降到 11%（2022 年末商业银行加权风险资产 1952537 亿元），大概释放出 81420 亿元资本储备承接城投重组债务；两项合计 104045 亿元，约占中诚信国际测算隐性债务的 18-20%。”

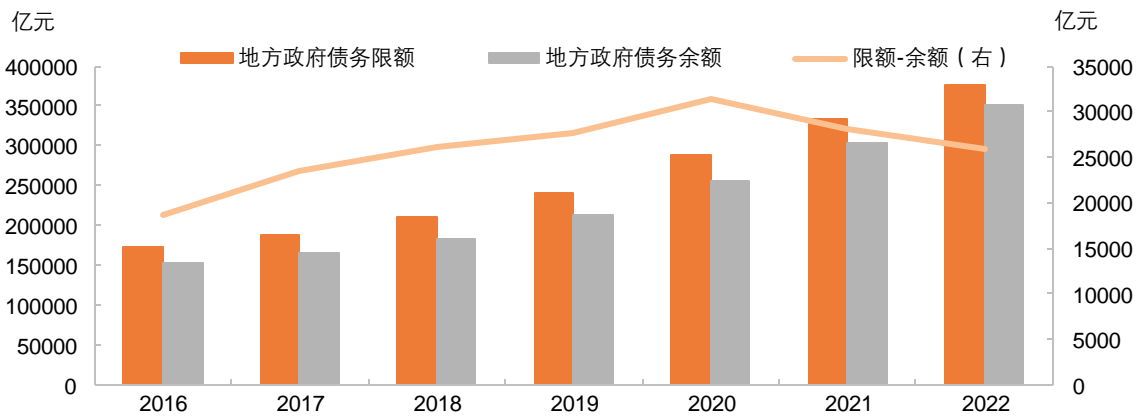
图表18 第二、三轮债务置换期间置换债/再融资债发行量明显低于第一轮



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

我们认为,当前开展新一轮大规模债务置换的必要性不强。若开启置换化债,大概率会是利用地方债限额的剩余空间定向扶持弱资质区域,通过扩容建制县隐债化解试点以及限额回收再分配的形式,具体数额量级可比照前两轮,估计不超1万亿。截至2022年末,我国地方政府债务限额和余额差为2.6万亿元。不过,近年以来中央已多次表示“中央不救助”和“谁家的孩子谁抱”的原则,开启新一轮置换化债有待决策层再商榷,因此下文我们将重点梳理置换化债以外的方案。

图表19 2022年末我国地方政府债务限额与余额的差额约2.6万亿元



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表20 我国三轮地方政府置换化债概述

时间	主要内容	特征
2015-2018年	2014年10月财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法（财预〔2014〕351号）》，全面摸底甄别地方政府截至2014年12月31日尚未清偿完毕的存量债务，分门别类纳入全口径预算管理。对甄别为政府应偿还的存量债务，各地区可在2015至2018三年左右的时间内申请发行地方政府债券置换。累计发行12.2万亿元地方置换债，用于置换以非政府债券形式存在的地方政府存量债。	用地方债置换“纳入预算管理的非政府债券形式的政府存量债务”
2019年	本次财政部提出了六种化债方案，并表示不再做财政资金和债券置换的计划安排；允许少数有成熟隐性债务化解方案的地方发行政府债券融资来置换部分隐性债务；2019年计划探索建制县隐性债务置换试点工作，选取辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份，采用竞争性立项的方式选择部分具备化债条件的县市开展隐性债务风险化解试点，主要通过发行新增政府债券用于置换部分隐性债务，计划用5-10年左右的时间完成试点县隐性债务化解工作。2019年上述省份至少有36个地区纳入建制区县隐性化解试点，陆续发行1579亿元置换债券用于置换或偿还存量债务。	用置换债化解隐性债务，开展建制化县试点
2020-2022年	2020年12月至2021年9月，第二轮建制区县隐性债务化解试点扩容，由再融资债替换置换债，累计金额6128亿元。再融资债券的资金用途从此前的“偿还到期政府债券”变成了“偿还政府存量债务”，除2019年6个试点省外，安徽、北京、福建、广西、河北、河南、江西、宁夏、青海、山东、陕西、四川、浙江、重庆、西藏等多个省市也成功获得建制区县隐性债务风险化解试点；2021年10月至2022年6月特殊再融资债券主要用于财力较强的地区，累计金额5042亿元，主要包括广东、北京、上海，推行财政部“全域无隐性债务”试点工作。截至2022年6月，广东、北京均已公开表示完成隐性债务清零工作，上海市尚未表示隐性债务实现清零，但下辖浦东新区、松江区、奉贤区、崇明区等已实现隐性债务清零。三个试点省、市基本完成隐性债务清零工作，特殊再融资债券结束发行。	发行特殊再融资债置换隐性债务，包括建制县隐性化解试点扩容、全域无隐债试点两部分

资料来源: Wind, 财政部网站, 平安证券研究所

## 2.2 地方对于化解隐性债务的探索

早在2018年，财政部《地方全口径债务清查统计填报说明》第十五条“债务化解计划”中，就提出了六种隐性债务化解的方式：（1）安排年度预算资金、盘活财政存量结余资金偿还；（2）出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；（3）利用项目结转资金、经营收入偿还；（4）将具有稳定现金流的债务转化为企业经营性债务；（5）由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期偿还；（6）破产重整或清算。近年来各地也在积极尝试各种化债探索。我们以财政部提出的六种化债方式为出发点，梳理了过去地方对于化解隐性债务的探索，同时也涵盖了另外一些有过成功案例的“遏增化存”方式。

**（1）财政资金偿还：**通过年度预算收入、盘活财政存量资金等形式偿付隐性债务，可以直接减少隐性债务规模。建立偿债备付金制度也属于这种模式。**特征：**此方案操作性强，不少地区的化债方案都采取了这种方式，但由于各地能用于化债的预算财政资金比较有限，而存量隐性债务规模较大，因此化债还需要综合采用其他方式。**案例：**2022年长春市对政府负有偿还责任的债务足额安排还本付息资金，同时研究建立偿债备付金和债务风险防范基金，打造偿债基金的“蓄水池”和债务风险的“防火墙”。

**（2）出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还：**通过出让政府股权以及经营性国有资产权益，为政府筹措资金偿还债务。**特征：**时间上具有较大不确定性，资产处置难度较大，现金回流与债务资金较难匹配，因此，真正采用这种方式化债的地区较少。**案例：**贵州茅台通过无偿划转的方式，向贵州国资公司划转部分股票，贵州国资公司再变现以偿还债务；茅台集团申请发行公司债，用于收购贵州省国资委全资持有的贵州高速公路集团有限公司股权并消化其债务。

**（3）利用项目结转资金、经营收入偿还：**利用项目结转资金和经营收入偿还债务，实质上是要求城投平台公司利用现有项目现金流逐渐偿还债务。**特征：**平台公司承担政府公益性项目建设，其项目收益水平本就不高、且项目现金流具有期限较长的特点，与平台公司债务或非标债务的期限并不匹配。因此，这不是隐性债务化解的主要方式，在已经公布的各地化债方案中也较少出现。**案例：**江苏瀚瑞投资控股有限公司为镇江市的主要城投平台，钢研昊普技术中心厂房建设项目是其旗下的瀚

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

瑞建设 2020 年上半年完成的第一个自主全程施工的厂房建设工程项目。瀚瑞控股积极对接市场、聚焦主业，承接了有现金流的项目来提升自身的盈利能力。

**(4) 合规转化为企业经营性债务：**将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务，政府不再承担还本付息责任，可以直接起到降低隐性债务规模的作用，是市场化化债路径。**特征：**对债务对应的资产有较高要求，一般还会涉及债务重组和政府注资，操作难度高，可能需聘请专业机构辅助实施。**案例：**2017 年山西省交通厅整合 62 条政府还贷高速公路、10 户路桥企业、厅直 2 户科研企业、省高管局 3 户直属企业和省国资委管理的路桥集团、交通投资集团、高速集团，组建了山西交通控股集团有限公司。此后，山西交控集团成为山西省高速公路债务主体，负责化解山西高速公路相关隐性债务。

**(5) 借新还旧、展期等方式偿还：**金融机构介入，通过债务重组（展期或降成本）、借新还旧等途径偿还债务。**特征：**这类方式是解决期限匹配问题的重要前提，其本质是“时间换空间”，可以化解短期债务到期无法偿还带来的风险。**案例：**2022 年 12 月 30 日，根据贵州遵义最大城投集团——遵义道桥公告，其与各家银行类金融机构就 155.94 亿元银行贷款重组达成一致，并完成签署相关补充协议。根据协议，重组后银行贷款将展期至 20 年，利率调整为 3.0% 至 4.5%，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本，降低了债务利息成本，缓解了资金周转压力。

**(6) 破产重整或清算：**对没有持续经营和偿债能力的城投平台进行破产重整，并按照公司法等法律法规进行清算，以化解相应的债务。**特征：**这是一种不得已的化债选择，实施起来难度较大，处理不好，将对地方政府信用产生较大影响。在已经公布的各地化债方案中，鲜有采用此种方式。目前市场上还没有看到真正意义上的城投破产重整或清算案例，但有一些城投子公司的破产案例。**案例：**2020 年 10 月，关于“18 沈公用 PPN001”未能按期足额支付本息，因发行人于 2020 年 10 月 23 日收到沈阳市中级法院送达的破产裁定，根据破产法 46 条规定，“未到期的债权，在破产申请受理时视为到期，附利息的债权自破产申请之日起停止计息”。18 沈公用 PPN001 已于 2020 年 10 月 23 日提前到期并停止计息，发行人未能按期足额偿付本息，最后该只债券由担保公司代偿。

**(7) 城投整合：**将区域内已经存在的旧的城投平台划到新的平台中，或直接选取一家较大的平台，将其他较小平台的股权划转至该企业，通过成立新平台来规避融资限制、提升评级或降低融资成本。**特征：**合并规模增长以后，可以为下辖的子公司提供融资担保，提升区域的融资能力，但在具体整合过程中存在较多机制和磨合问题。**案例：**2017 年，济南进行市级平台整合，新组建济南城市投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司，保留济南产业发展投资集团有限公司、济南轨道交通集团有限公司，成立济南金融控股集团有限公司、济南文旅发展集团有限公司，形成六大集团，同时将全市 28 个市直部门所属的 188 家企业纳入到整合的投融资平台当中。

**(8) 城投转型：**城投公司通过市场化转型，提升盈利能力，形成稳定的经营性现金流，分担财政偿债压力。**特征：**城投转型很难一蹴而就，需要自上而下的统筹协调和推进改革。城投公司要通过给存量资产负债做减法解决短期内的生存问题，通过公共物品进入市场来提升长期内的造血能力，并建立现代化运营体系。**案例：**目前转型成功的模式主要包括：产业孵化+基金投资、产业园开发运营+带动周边地价及公用事业综合服务。合肥建投作为合肥市属城投公司，投资布局显示产业链、大规模集成电路、新能源汽车等多个战略新兴产业，先后设立了合肥芯屏产业投资基金、合肥建琪城市建设发展基金等基金，并直接投资蔚来汽车等公司。苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司既进行土地开发，又提供物业出租业务，为园区内企业提供商业用房、工业厂房、人才公寓的出租，并负责运营园区内的公用事业，如水务、供热发电等。园区产业的发展繁荣促进了当地财税收入的增长，人口引入和配套的完善又有助于土地出让价格增长，形成良性循环。上海城投则在所在区域的公用事业领域具有较强的垄断性，通过水务、环境等公用事业业务获取稳定的收入和现金流。

**(9) 成立企业信用保障基金：**信用保障基金是指由政府、实体企业或金融机构出资成立，以向企业提供信用担保、短资金周转等信用保障服务为目的的基金，用以缓解基本面长期向好的国有企业所面临的短期流动性压力，促进区域信用市场稳定。**特征：**信用保障基金在国内还处在探索阶段，应当坚持不盲目刚性兑付，通过专业机构的运营管理探索多样化的发展运营模式，建立信用保障基金长效机制。**案例：**2021 年兰州市国有企业信用保障基金成立，基金规模为 100 亿元，首期 30 亿元。基金专项投资于兰州市属国有企业发行的各类债券，主要用于化解债务风险和增信。

**(10) AMC 介入化债：**目前银行端存在大量对政府端的债务敞口，AMC 介入银行化债，能以相对市场化的方式剥离金融机构相关债权，缓释风险。**特征：**目前 AMC 已通过债权收购、债务重组、债转股、资产证券化等多种形式参与到地方债务化解工作当中。但部分 AMC 由于资产质量或资本充足率受限，尤其部分地方 AMC 体量较小，难以给予地方平台较大流动性



支持。另外，优质的地方债务风险化解项目数量相对有限，AMC 参与的很多风险化解项目很难带来丰厚的利润回报，所以 AMC 在选择项目时也会相对谨慎。这些使得整体上 AMC 直接参与地方债务化解的空间受限。此外，AMC 模式还需要兼顾国有资产等监管尺度。**案例：**2023 年 5 月中国信达与山东省地方金融监管局对接，称将凭借公司专业能力，组建服务山东金融专家团，重点围绕风险化解、服务实体经济、国企改革等领域展开合作。7 月，威海市与中国信达山东省分公司、金谷信托签署战略合作协议，将在加强产城融合建设、推动基础设施提质、以及化解融资及政府债务风险等领域开展广泛合作。

### 2.3 省级统筹、多措并举、化存遏增

综上所述，除了地方债置换，以往地方化债主要通过金融机构介入、国有企业提供支持、城投平台市场化整合和转型、财政直接偿还等形式来实现按期偿还债务、降成本、优期限或隐债显性化。但 2014 年以来的隐债清零之路也反映出一些问题需要反思与重视：

**（1）在严控增量上，一定要遏制道德风险问题：**隐性债务能够持续扩张主要是因为地方政府缺乏建设资金，以及金融机构认为中央政府会最终兜底，从而助推违规发放贷款和发债等。这是 2014 年开始化解隐债至今地方政府仍在违规举债的原因，也是中央政府本轮不救助的战略定力所在。因此，必须要真正打破政府兜底幻觉，严格城投平台项目审核，建立地方相关领导干部的问责机制。还可以改进地方政府绩效考核机制，使得地方债务率与经济增长挂钩，财政状况好多举债、财政状况较弱则少举债等。

**（2）要加快推动城投平台转型，从根本上防新增：**对主要承担公益性项目融资功能、依靠财政性资金偿还债务的“空壳类”融资平台公司，应在妥善处置存量债务、资产和人员等基础上，依法清理注销；对兼有政府融资和公益性项目建设运营职能的“复合类”融资平台公司，剥离其政府融资功能，通过兼并重组等方式整合同类业务，推动融资平台公司转型为市场化运作的公益类国有企业；对具有相关专业资质、市场竞争性较强、规模较大、管理规范“市场类”融资平台公司，在妥善处置存量债务的基础上，支持其转型为商业类国有企业。

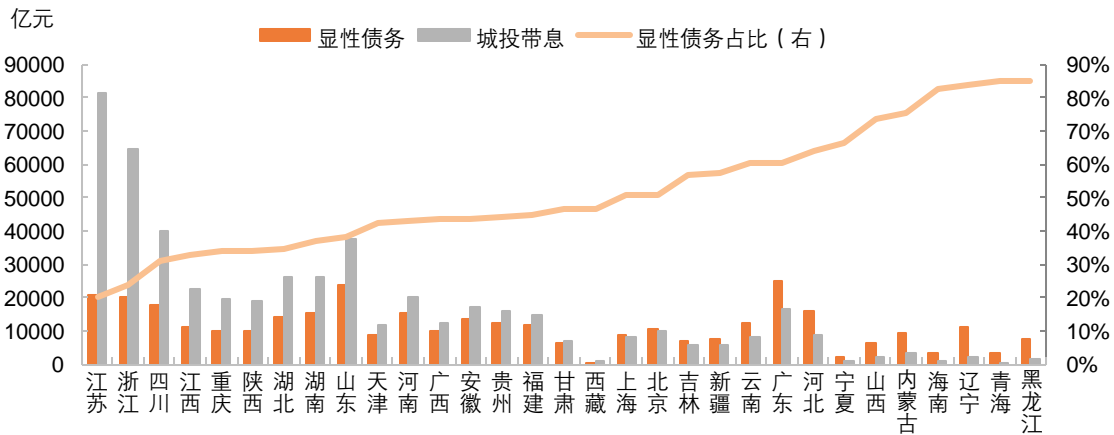
**（3）地方政府似乎一直没有摆脱缺钱的困扰：**应该加快改革央地关系，让地方政府获得更多的财权，例如可考虑调高地方政府增值税、消费税等税收分享比例等。同时，可考虑扩大中央政府支付的范围，当前处在经济复苏和经济发展高质量转型关键期，财政支出需求大，中央政府可统筹承担更多的社保和民生等公共支出责任。

**（4）由于区域经济发展和财力分布不均，应加强对区县城投平台和财政运行情况的实时监控和跟踪：**“早预防、早发现、早处置”，守牢不发生系统性风险的底线。当前，城投债券加权票面利率超过 5% 的省份有 11 个，信用利差中位数超过 200BP 的省份有 8 个，主要分布在天津、东北、内蒙古等中西部地区。而于此同时，各省份地方政府债券平均票面利率均稳定分布在 3.2%-3.4%。

**（5）隐债化解道阻且长，需要持续的较低利率货币环境提供保障：**在隐债化解降成本的过程中，金融机构承担着重要的经济和社会责任，低利率的环境有利于降低金融机构、地方财政及国企化解风险的成本，有利于降低处置风险。

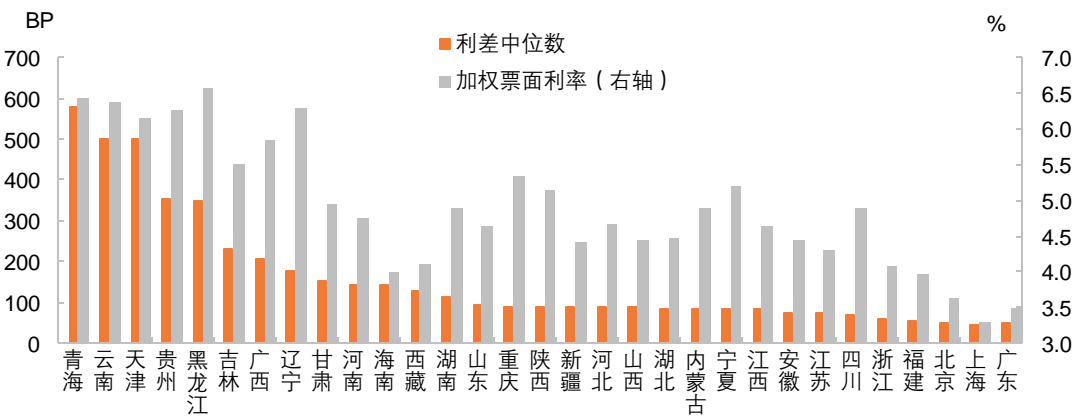
我们认为，中央“谁家的孩子谁抱走”意在明确，以省级为单位统筹化解省内隐性债务，包括统筹金融资源、对市县主体承担更强的化债兜底责任等。《关于 2022 年中央决算的报告》中提到，要“督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平”。因此，对于地方政府来说，化债最优的总体思路应为：以省为单位积极调动省内金融企业、国有企业等资源，结合本区域特点、多措并举，同时推进城投平台市场化整合和转型。实在化债困难的尾部区域可以不发生系统性金融风险为前提、去争取中央的支持，可能会涉及到降成本、永续性质的展期、或是直接救助等。比如，2016 年国办印发的《地方政府性债务风险应急处置预案的通知》中明确，I 级债务风险事件应急对策中，省级政府偿还到期地方政府债券本息有困难的，国务院可以对其提前调度部分国库资金周转，事后扣回。必要时国务院可以成立工作组进驻风险地区，予以指导和组织协调。

图表21 2022年底各省显性债务和隐性债务规模



资料来源: iFinD, 平安证券研究所; 注: 城投债务为 iFinD 口径

图表22 各省城投债券利差中位数和加权票面利率水平



资料来源: iFinD, 平安证券研究所; 注: 图中数据截至 2023 年 8 月 9 日

### 三、化解隐债下的财政选择

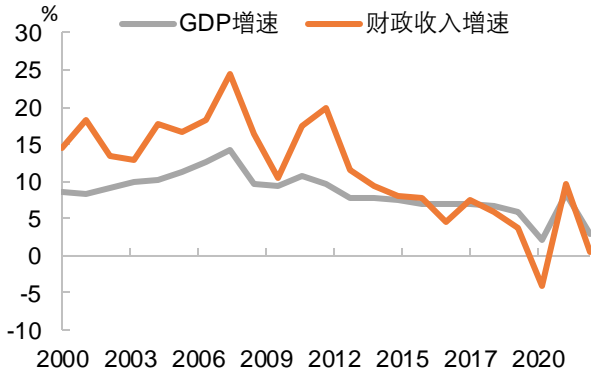
#### 3.1 中央政府是否应该救助地方债?

对于财政政策来说, 当经济处于复苏或繁荣阶段, 可以适度通过控制政府债务扩张的速度, 促进存量债务风险化解。但当经济处于衰退阶段时, 总需求不足, 应适度推动地方政府加杠杆, 稳定经济, 如此财政才具有可持续性, 避免陷入“经济下行—财政收入下降—债务风险加大—收紧债务—经济进一步下行”的负反馈。

当前我国最适合加杠杆的是政府部门。但地方政府债务风险体现了长期以来我国政府债务结构不合理的问题: 我国中央政府杠杆率偏低, 而地方政府杠杆率明显偏高, 因此总体融资成本偏高。2022 年底我国中央政府杠杆率是 21.4%, 地方政府杠杆率是 29%, 政府部门杠杆率为 50.4%, 政府部门广义 (含隐债) 杠杆率为 92.7%。我国中央政府杠杆率相对于海外其他发达国家明显偏低, 而近五年我国地方债规模基本以每年 3 倍于 GDP 的增速在增长, 政府部门债务中地方债占比过大。对政府来说, 利息支出不像本金可以借新还旧, 需要真金白银支出, 会很大程度上影响地方政府的现金流。我们测算了一下,

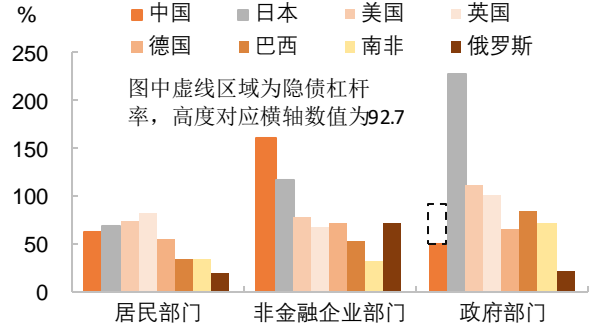
若全部城投债务转化为地方一般债，地方政府可节省近 19% 的利息支出<sup>6</sup>，若进一步全部转化为中央政府债，则可以进一步节省约五分之一的利息支出，如此可以很大程度上抵消土地出让收入下降带来的影响，更为重要的是政府部门债务结构将得以优化。所以一些专家学者建议中央政府“兜底”地方债。

图表 23 近年来我国财政收入增速相对于 GDP 增速下行



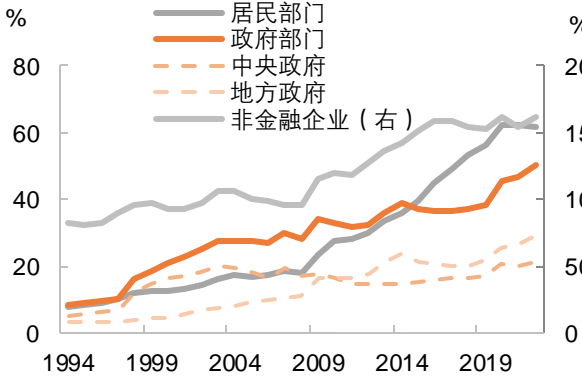
资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表 24 当前我国最适合加杠杆的是政府部门



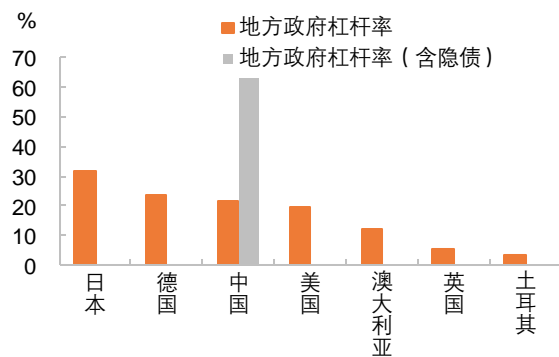
资料来源: iiFinD, 平安证券研究所, 注: 此图为 2022 年的数据

图表 25 我国中央政府杠杆率水平不高



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表 26 相对海外国家我国地方政府杠杆率明显偏高



资料来源: iFinD, 平安证券研究所, 注: 此图为 2019 年的数据

2023 年以来随着地方政府化债难度加大，是否需要中央政府出手直接救助成为市场热议的话题。支持中央直接救助的厦门大学赵燕菁认为，应该“仿效当年剥离银行坏账，发行低息特别国债接手地方政府高息商业债务及其对应的资产”；清华大学李稻葵则建议，“应该开启地方债重组，类似于 20 年前国有商业银行的债务重组，大的方向是要给地方政府建立新的规矩，以后发债必须通过一定的程序，同时可以把相当大一部分的地方债转到中央来，大大降低融资成本，让地方政府更加专心维护经济发展、社会稳定。”不支持中央直接救助的财政部前部长楼继伟认为，应该“通过债务置换化解地方政府债务风险会引发道德风险，会导致地方政府债务规模越来越大，要守住中央坚决不救的底线，通过债务展期、出售资产等方式逐步化解风险”，同时其建议“增加财政赤字，尤其是中央赤字，大部分用于对中小微企业房租、水电、利息等阶段性补贴”。可

<sup>6</sup>地方政府债和城投债务引用前文加权票面利率分别为 3.34%、4.77%，以此来计算若全部城投债务转化为地方政府一般债可以节省的利息支出。

见，不建议中央直接救助的原因主要是希望逐渐恢复地方政府的造血能力，让其能够在增长中化债，而救助的目的是让地方政府轻装上阵发展经济，认为“以时间也未必换得来空间”。但两者共性在于，均支持中央政府加杠杆，只是在是否需要通过债务置换的方式解决地方隐性债务的问题上看法不同，关键还是在于担忧直接救助会引发道德风险。

在关于中央政府是否需要加杠杆的问题上，我们的观点是需要加。在是否要用于置换地方债或是支持债务置换化债的问题上，我们认为可以酌情考虑。保证债务的利率低于本地经济增速非常重要，这样也能够促进中长期债务水平的自然下降，从而提高地方政府债务的可持续性，而合理可持续的债务水平将有助于撬动更高的 GDP 增速水平。

### 3.2 财政赤字货币化的再讨论

近期由于我国低通胀和内需不足的表现，以及地方政府债务等局部风险加剧的不利环境，市场对于财政赤字货币化的讨论再起，即是否需要通过中央政府发债带动内需恢复。最极端的情况是财政发债、央行买债，直接投放流动性贡献于财政政策扩张。在我国目前的法律框架下，是不允许直接向央行发债的。而关于间接向中央银行发债，《中国人民银行法》第二十三条规定，“中国人民银行为执行货币政策，可以运用下列货币政策工具：…（五）在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”。换句话说，财政部先向私人部门发国债，然后中央银行买入私人部门持有的国债。

**财政赤字货币化的两大不利因素是：**一方面中央银行要实现币值稳定目标，需要以市场化方式对银行体系的货币创造行为进行调控，但其前提是中央银行能够保持资产负债表的健康可持续。为此必须实行独立的中央银行财务预算管理制度，在财政和中央银行两个“钱袋子”之间建起“防火墙”；同时要防止中央银行资产负债表直接承担企业信用风险、最终影响一国货币的主权信用；另一方面，一旦太过轻易突破赤字率上限，政府就较难抵御“开动印钞机”的诱惑，容易引发高通胀。对此，现代货币理论（MMT）给出了一些回旋空间：在未实现充分就业的前提下，也就是经济中还有闲置资源的情况下，不过度的货币超发、正确举债和财政扩张不会引发高通胀，即便有高通胀也可以轻松通过财政紧缩来解决（参考我们报告《现代货币理论再反思》）。

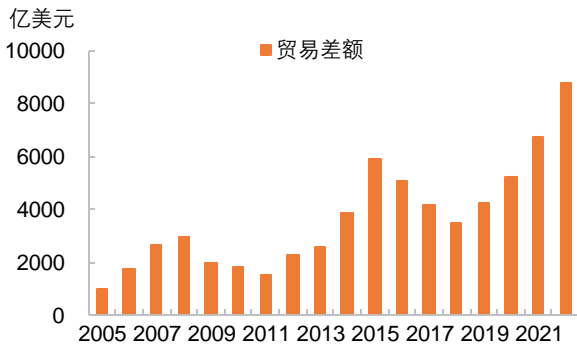
我们认为，从两大不利因素出发，可以认为在常年贸易顺差（有助于币值稳定）、总需求不足、低通胀的情形下，我国债务可持续性整体上较强，因而可以考虑通过类财政赤字货币化来提振经济，后续只要在经济复苏走上平稳可持续轨道时适时退出，就应能避免通货膨胀或本币信用危机。但是，赤字货币化终究无法代替结构性改革，且目前尚未到不得已的地步。

不过，国际上有一些相关施行赤字货币化的例子可作讨论和借鉴：

**（1）次贷危机后日本的赤字货币化：**2008年后主要发达经济体政府债务率显著攀升，美欧日经济体长期保持着“三低一高”（低通胀、低增长、低利率、高债务）的局面，财政的自我约束逐渐放松，但通胀率整体上仍低于2%的目标水平。其中以日本最为典型，日本在1990年代初就采取了“财政刺激+发行国债+央行买单”的政策组合，2008年次贷危机后成为实施量化宽松（QE）的先驱，“安倍经济学”更是具有强烈的MMT色彩，但日本的通胀水平一直较欧美更低。我们认为这与我们提到的两大因素有关，相对其他国家，日本国际收支更健康、通胀更低、利率更低，因此债务可持续性较强，较适用于MMT的情境。

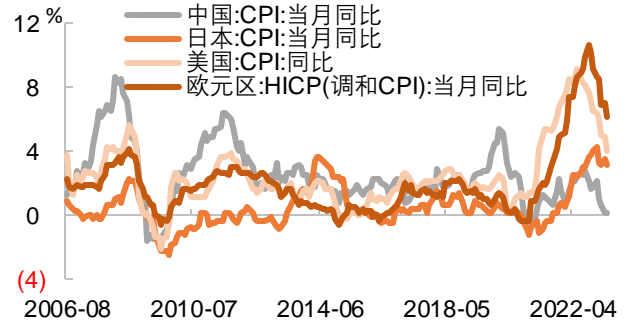
**（2）疫情后发达经济体的赤字货币化：**2020年后发达经济体普遍采取“零利率+量化宽松+财政大幅扩张”的组合，政府债务率、赤字率一度创下1960年代以来最高水平。此后带来的高通胀问题也十分严峻：2021年以来，大多数发达经济体CPI通胀率已经持续两年多高于2%目标水平，且上涨幅度为1980年代以来最高，其中美国通胀率最高超过9%，英国和欧元区更达到两位数，即便是长期低通胀的日本其通胀率也一度超过4%。普遍的高通胀有悖于MMT理论的推演。这轮高通胀是疫情下全球供应链受阻、俄乌冲突下能源价格飙涨，以及欧、美、日比以往更大力度的财政和货币扩张共同作用而造成的。MMT理论或许缺少了对于财政扩张下供给冲击引发高通胀的讨论。

图表27 近年来我国贸易顺差稳步攀升



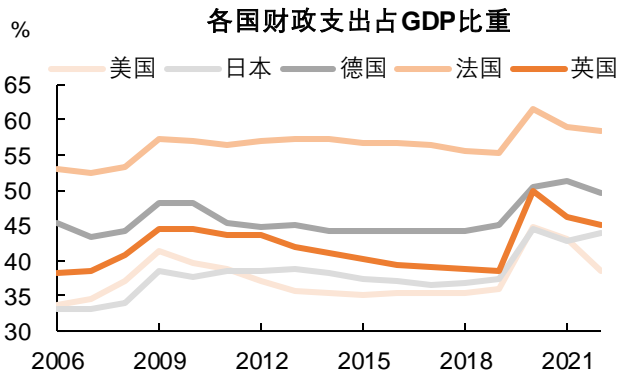
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表28 中、日、欧元区、美国CPI同比



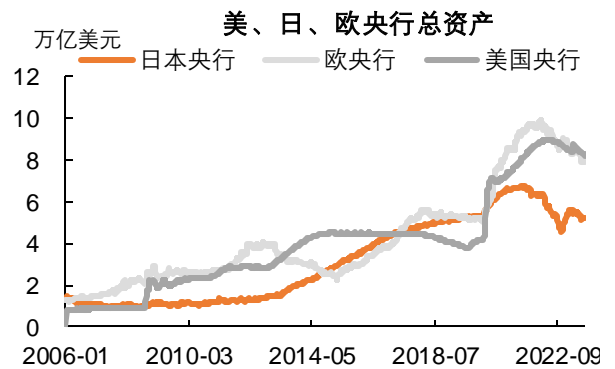
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表29 疫情后多数国家财政支出力度大于2008年后



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表30 美、日、欧央行在2020年后大幅扩表



资料来源:wind, 平安证券研究所

### 3.3 一揽子化债方案的猜想

2023年7月底中央政治局会议“制定实施一揽子化债方案”的新提法备受市场关注，“防风险”的政策高度进一步提升。基于前文分析，我们给出以下关于“一揽子化债方案”的猜想，其中包含了已有政策倾向的方面，也包含了我们认为具有可行性和必要性的思路：

短期来看，金融机构、地方政府、中央政府这三方中，金融机构或许会是这轮化债的主力。不过当前化债压力大、任务重，协调金融和国企资源、利用已有限额进行置换、推进隐债显性化和城投转型、以及中央政府加杠杆，这些措施需同时发力：

(1) 进一步协助地方争取政策行、国有行等金融资源。事实上，中央在今年6月便开始推进处理地方债务问题，近期陆续已有一些国有大行和地方政府签订协议，承诺为当地化债提供金融支持。此外，城商行和农商行由于与地方政府往来更为密切，其化债能动性可能更高。而政策行本身就承担着很多基建、乡村振兴等领域的项目投资，在债务置换和重组方面的可操作性最高。8月1日，央行、外管局在2023年下半年工作会议中要求“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，后续或将有更多金融机构助力化债的动作。这也意味着，下半年央行可能会继续推动政策利率下行，为化债提供适宜的货币环境。

图表31 今年6月以来多地国有大行和当地政府开展化债支持相关合作

时间	省份	支持方式
2022年7月	天津	7月4日, 中国银行天津分行与天津市政府签署全面落实战略合作协议全力满足天津市各级政府存量隐性债务还款计划调整的诉求。近一年以来, 中国银行天津分行已为13家地方国企存量隐性债务完成还款计划调整, 涉及金额64.46亿元。
2022年7月	浙江	7月3日, 浙江一高速公路项目银团贷款签约, 合同总额32.7亿元, 期限29年, 交通银行主牵头。
2022年7月	河南	7月3日, 中国银行与河南省人民政府签署全面合作协议, 未来五年内提供本外币合计一万亿元的意向性金融支持。此外, 贵安新区、青岛西海岸新区、潍坊、烟台等多地接连获得国有大行授信签约。
2022年6月	辽宁	6月12日, 辽宁省某高速公路PPP项目银团贷款签约, 农业银行牵头, 提供161.9亿元贷款, 实现了44年超长贷款期限, 利率低至2.99%。
2022年6月	山东	6月9日, 建设银行山东省分行承诺预计将在未来3年为潍坊市经济社会发展新增综合融资规模不少于500亿元。

资料来源: wind, 平安证券研究所

(2) 协助地方进行资源调配、盘活国有资产。理论上, 偿还地方债可以通过变现部分政府资产来筹集资金、或是争取相关优质国企的股权划转和资金支持, 这部分可争取的资金空间较大。但实际上, 负责相关事务的部门在推进以及具体实施上存在一定困难, 可以成立专项组协助协调打通相关信息与解决问题的通道。此前, 云南白药化债和贵州茅台化债是此类经典案例, 后续省属控股优质国企多的区域可以重点考虑此方案。

(3) 在已有地方债限额里批准发行新一批再融资专项债用于借新还旧, 推动弱资质平台债务置换。中央可能会根据不同地区财力和债务压力确定新一批建制化县试点, 并将试点范围从县区扩大至市一级, 大概率会涉及到地方债限额回收再分配。今年初以来广西、贵州、四川、青海、云南等地区已在积极申请争取化债试点, 并且玉林市、岳阳市等作为市级单位也在积极申请化债试点。需要注意的是, 以往实践证明, 置换债务最需要遏制道德风险, 实施过程需要严格建立各级问责机制, 打消新增隐债的念头。

(4) 省级统筹, 要有效督促各地化债进展, 并加强对区县城投平台和财政运行情况的实时监控和跟踪。还可以考虑让化债进度和地方政府绩效考核挂钩, 以此提高各省化债积极性。

中期来看, 化解隐债、降低政府部门融资成本、优化政府部门融资结构是完成化债任务的关键:

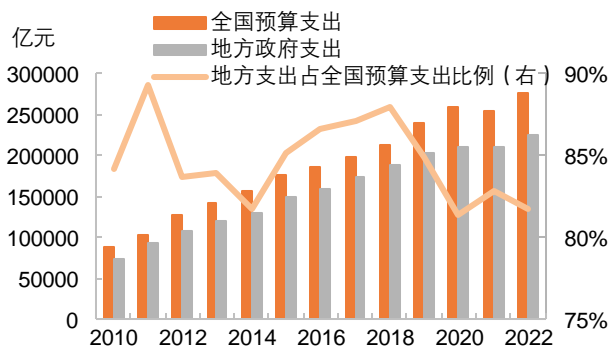
(1) 尽量推进不符合要求的城投平台市场化转型、符合要求的城投平台隐债显性化, 利用限额化债的思路可以更进一步, 地方债的“前门”可以开得更大。我们在前文强调过, 化解隐债的目的是化解无序扩张的隐债风险、降低政府融资成本, 而不是一定要降低政府杠杆率, 或是降低预算内政府债务的规模。我们认为, 对于当前中国国情来说, 政府债务本身是可持续的。极端情形下, 若把全部隐性有息债务变成地方政府一般债的话, 预计可以节省地方政府利息支出近20%。如此可以很大程度上缓解地方政府的财政困境, 也可以促进形成政府低息举债的良性循环。

(2) 特别国债具有专款专用、用途灵活、不列入财政赤字、即收即支等特点, 可以考虑适时发行1万亿左右特别国债, 用于提振经济的项目, 缓解地方债务压力。不过, 发行特别国债意味着出现特别情形, 可能会对市场信心有一定影响, 具体实施可能性较以上方案要小。不过, “特事特办”之下, 市场对地方政府债务化解和中国经济复苏前景持更积极的看法也是可能的, 需要进一步讨论和权衡。2023年我国新增的5100亿元财政赤字, 几乎全部由中央发债承担, 地方财政赤字与去年相比未明显增加。这也许是中央为了缓解地方财政压力、意图扩大本级债务的信号。若把隐债化解工作放在近5年内的时间内考虑, 可以在年度预算新增赤字时, 持续提高国债占比, 推动完成隐债清零任务。

长期来看，体制机制和结构改革势在必行，是遏止地方新增隐性债务的根本：

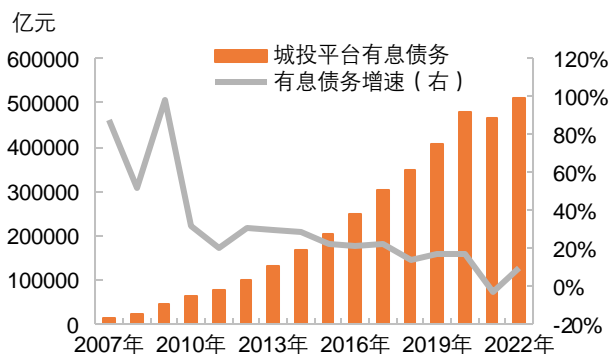
(1) 当前公共预算支出中 80% 以上是地方政府支出，因为分税制改革主要是对于收入端的改革，导致长期以来中央财权过大，地方财权过小、事权过大的局面。**需要适应宏观财政的新形势，逐步推动政府间财政体制改革**，提高中央政府支出在公共预算支出中的占比，适当逐渐上收部分地方政府的事权，调高地方政府税收尤其是增值税和消费税的分享比例等。关于近年来热议的房地产税，一旦推出，可能形成地方政府稳定的收入来源，但目前来看，房地产仍在调整过程中，何时推出房地产税中央可能会有更多的通盘考量。

图表32 我国地方政府支出占比常年在 80% 以上



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

图表33 城投平台债务规模大，化债进度需加快



资料来源: iFinD, 平安证券研究所

(2) 地方政府债务风险加剧与经济增速下行压力有“一体两面”的关系。**有必要进一步推动我国经济结构转型优化**，推动投资驱动型经济向消费驱动型经济转变，激发中国经济新动能。有活力的经济才能够显著提高地方政府收入，使其在增长中化债。近期市场热议“股权财政”是否可以代替“土地财政”，即通过国有资产的有效利用，获取更多和更高质量收入来源，从而为地方政府增收，例如可以借鉴合肥模式大力引导设立政府投资基金等。不过，“股权财政”的本质是盘活国有资产，而我国央企实力明显大于地方国企，且有实力的地方国企以及投资标的存在地域差异明显的特征，这或许是“股权财政”在全国范围内推广的一个挑战。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033