

2023年08月18日

地方化债方案复盘与思考

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 地方政府债务的分类口径探究

（一）首先，本文明确官方对地方政府债务认定的变迁和口径差异。关于地方政府债务的定义和分类有三个关键点：

1、2015年《新预算法》颁布后政府性债务可分为政府债务和政府或有债务，政府债务中又包括政府债券和2014年底之前的存量政府债务。2015年以后任何除政府债券外的地方融资平台债均不属于地方政府债务范畴。

2、隐性债务范围没有单一界定。狭义隐性债务指在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。根本特征包括：决策主体为政府、资金用途为公益性项目建设、偿债资金来源于政府财政资金。

3、广义隐性债务涵盖范围更广泛，包括政府承担担保和救助责任的主体。我们将广义隐性债务的范围分为三类：政府间接融资类、法律规定外担保类、救助责任类。根据2013年审计署公开数据，救助责任债务的主体主要是地方融资平台和国企，二者共占比78%。

● 两轮债务置换与地方多样化债手段

我国曾进行过两轮使用政府债券置换隐性债务的历程。第一轮是2015-2018年，发行置换债券全面置换存量政府债务，存量债务变为政府债券、利息成本降低。根据统计局数据，2015-2018年，置换债券累计发行12.2万亿元。

第二轮是全域无隐性债务试点，主要以特殊再融资债置换隐性债，是隐性债显性化的过程。2020年至今，特殊再融资债共计发行约1.5万亿，或主要用于建制县和全域无隐性债特殊试点债务的置换。特殊再融资债直到2023年仍有地区在发行，许多省市也在积极争取建制县无隐性债务试点。但需要明确，无论是置换债券还是再融资债券，都要在债务限额内发行，因此，债务限额空间决定了发行债券置换的空间。根据Wind数据，2022年底我国地方政府债务限额共约2.6万亿，空间较有限。

● 过去的化债方案中，可继续使用的模式

地方政府曾使用过的化债方案包括地方财政筹集资金、债券置换、金融机构贷款展期与重组、国企资源盘活，以及AMC与风险化解基金等。在当前地方广义财政压力较大、中央债务严格控制限额的背景下，国企资源盘活、金融方式化债、AMC参与是当下地方政府较为可能复制的方案。金融方式化债有三种经典案例：

（1）案例一--政府债务转移为企业债务+国开行债务重组化债；（2）案例二--表内与表外的对接尝试；（3）案例三--与银行协商贷款展期。此外，AMC化解地方平台公司债务已有较多案例和方式，最主要的形式有债务置换、收购非金融不良资产债权、管理地方化债基金、重组、资产证券化等。而利用国企资源收益增加偿债收入有一定“因地制宜”特性。

● 关注较为可行的一揽子化债新方案

结合过去的化债方案经验，我们认为“一揽子化债方案”较为可行的方式包括：

（1）地方安排各级财政部门多渠道筹集还债资金；（2）金融机构进行贷款置换；（3）开启有条件的债务置换试点，资金来源或许可考虑地方专项债、政策性银行或开发性金融机构专项贷款的组合。我们认为，利用分级分类手段处置化解存量债务，充分利用金融及国有资源，根据债务特性相应化债或是较好的方案。

● 风险提示：数据口径存在偏差；政策执行力度不及预期；债务分类或存主观性。

相关研究报告

《降息后增量政策落地可期——Q2央行货币政策报告点评—宏观经济点评》-2023.8.18

《从“社零”到“服零”：经济结构观察与长期政策思考——兼评7月经济数据—宏观经济点评》-2023.8.16

《政策进入落地期—815降息点评—宏观经济点评》-2023.8.15

目 录

1、 地方政府债务的分类口径与规模测算	3
1.1、 地方政府债务的定义和分类口径	3
1.2、 IMF 对我国债务规模的估算	6
2、 两轮债务置换与地方多样化债手段	6
2.1、 过往两轮债务置换回顾	6
2.2、 财政部的六大化债方案	8
3、 较为可行的“一揽子”债务化解方案	10
3.1、 过去的几种化债模式中，可继续使用的模式	10
3.1.1、 发行债券置换隐性债务	10
3.1.2、 地方财政资金偿还债务	11
3.1.3、 国有资源整合化债	11
3.1.4、 金融机构债务重组或展期	12
3.1.5、 AMC 与地方政府平台债务化解	13
3.2、 新一轮存量债化解的可能形式	13
3.2.1、 可观察中央会否引导全国性存量债解决方案	13
3.2.2、 分级分类处理+探索金融机构化债的新模式	13
4、 风险提示	14

图表目录

图 1： 区分政府债务与政府或有债务	3
图 2： 财政部《地方政府性债务风险分类处置指南》中对于政府性债务清偿责任划定	4
图 3： 地方政府或需要负担部分商业银行不良贷款救助责任	5
图 4： 2013 年政府担保责任债务最大主体为政府机构	5
图 5： 2013 年政府负救助责任债务最大主体为平台公司	5
图 6： IMF 测算 2022 年我国隐性债务有 70 万亿	6
图 7： IMF 测算我国隐性债务增速高于 10%	6
图 8： 2015-2018 存量债务置换示意图	7
图 9： 2015-2019 年间置换债券发行用以化解存量债务	7
图 10： 再融资债券从 2018 年开始发行	7
图 11： 特殊再融资债发行规模有地区差异	8
图 12： 2023 年特殊再融资债已发行 2500 亿元	8
图 13： 部分省市预算报告中对化债方式的表述梳理	9
图 14： 地方政府隐债化解方案总结	10
图 15： 各省市政府债务限额空间分布	11
图 16： 多数省市公共财政赤字具有一定规模	11
图 17： 地方政府通过国有资产整合+债务重组完成债务化解	12
图 18： 中国信达化解地方平台债务的模式	13
表 1： 财政部的 6 大化解方式不涉及债务置换	9

1、地方政府债务的分类口径与规模测算

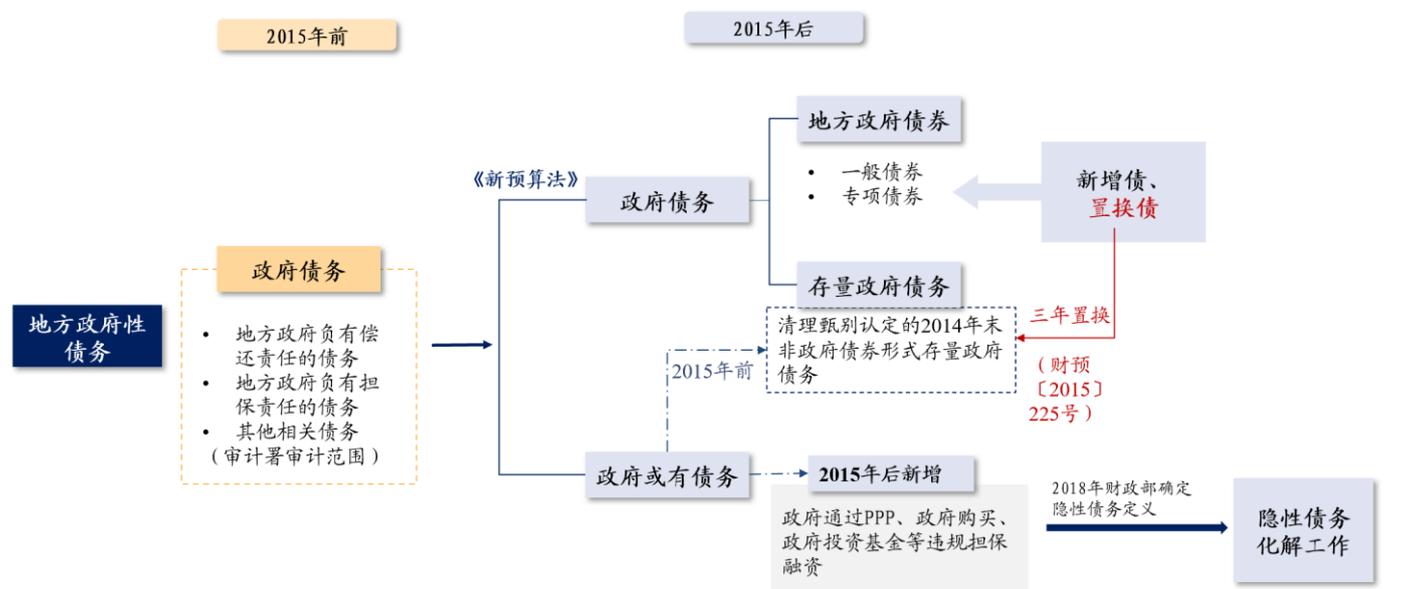
7月24日政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，引发市场关注。

1.1、地方政府债务的定义和分类口径

1. 政府认定的显性政府债务只包含地方政府债券和2014年前存量债务。2015年1月1日起实施的新《中华人民共和国预算法》规定，除发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。此外，清理甄别认定的2014年末非政府债券形式存量政府债务也属于地方政府债。因此，2015年以后任何除政府债券外的地方融资平台债均不属于地方政府债务范畴。

图1展示了官方对于地方政府债务的定义和口径变化。其中政府或有债务是指政府负有担保或一定救助责任的债务，这类债务应由债务人以自身收入偿还，正常情况下无需政府承担偿债责任，可能承担连带责任和救助责任。

图1：区分政府债务与政府或有债务



注1：《新预算法》规定，地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的外债转贷范围内，并根据担保合同依法承担相关责任。因此除依法担保的外债转贷，其余担保均为违规担保；
注2：政府或有债务定义来自审计署2013年《全国政府性债务审计结果》。

资料来源：中国人大网、财政部等、开源证券研究所

2. 隐性债务范围没有单一权威界定。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》(中发〔2018〕27号)和中共中央办公厅、国务院办公厅《关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》(中办发〔2018〕46号)，狭义隐性债务指地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。但截至目前，官方未给出地方政府隐性债的口径。用来判断的根本特征包括：决策主体为政府、资金用途为公益性项目建设、偿债资金来源于政府财政资金。

3. 广义隐性债务涵盖范围更广泛，包括政府承担担保和救助责任的主体，即或有债务。通过梳理公开的政府文件或表态，我们将广义隐性债务的范围分为三类：政府间接融资类、法律规定外担保类、救助责任类。

(1) **政府间接融资类**：政府通过签订借款合同、银行贷款等方式直接举债；政府通过地方融资平台、企事业单位、政府购买等变相举债融资。具体来说，地方国有平台公司（大多为地方城投公司）为主体，操作形式有代政府向银行借款、抵押土地资产发债、以政府购买财政资金为还款来源发债、发企业债券募资等；地方政府为主体，操作方式有占用国有企业资金、通过国有企业举债等¹。

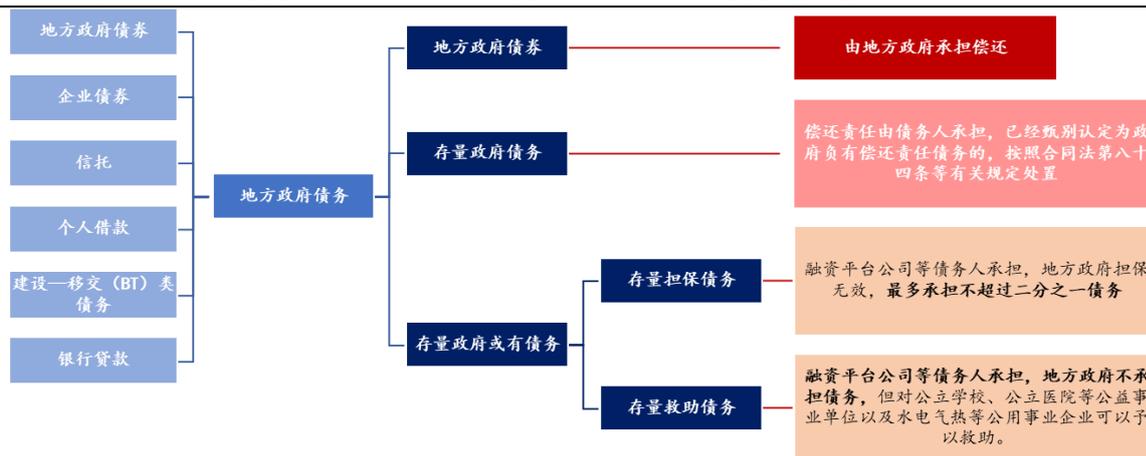
需要注意，城投债与地方隐性债务有概念上的差异。地方融资平台企业债务不等同于隐性债务，还应从其特征上进行区分。根据 YY 评级数据，占比约 77%的城投债是投向地方公益性项目，且政府财政资金是偿债来源，这类债务符合政府隐性债务的特征。2022 年地方融资平台公司的有息负债总额约为 50 万亿，而剔除非公益性项目资产后的债务测算约为 38 万亿元。

(2) **法律规定外担保类**：审计署公布的国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果显示，《新预算法》规定，**除法律另有规定外，政府不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。**因此，法律规定之外的政府担保也属于政府的隐性债务。

(3) **政府救助责任类**：政府承担一定救助责任类隐性债务包括地方国有企业的负债及亏损、地方商业银行不良贷款、地方融资平台债务救助责任等。

政府对此类债务的偿还责任有限。根据《地方政府性债务风险分类处理指南》(财预〔2016〕152 号)，地方政府对于不同类型政府性债务和或有债务的承担责任有所差异。存量政府债务在转移成为政府债务后，将由地方政府承担偿还责任。存量政府或有债务中包括担保责任债务和救助责任债务，**担保责任债务政府最多承担不超过 1/2 债务，救助债务原则上政府不承担，但对公益事业单位可予以救助。**2013 年审计署《全国政府性债务审计结果》显示，2007-2013 年，各年度全国政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务当年偿还本金中，由财政资金实际偿还的比率最高分别为 19.13%和 14.64%。

图2：财政部《地方政府性债务风险分类处置指南》中对于政府性债务清偿责任划定



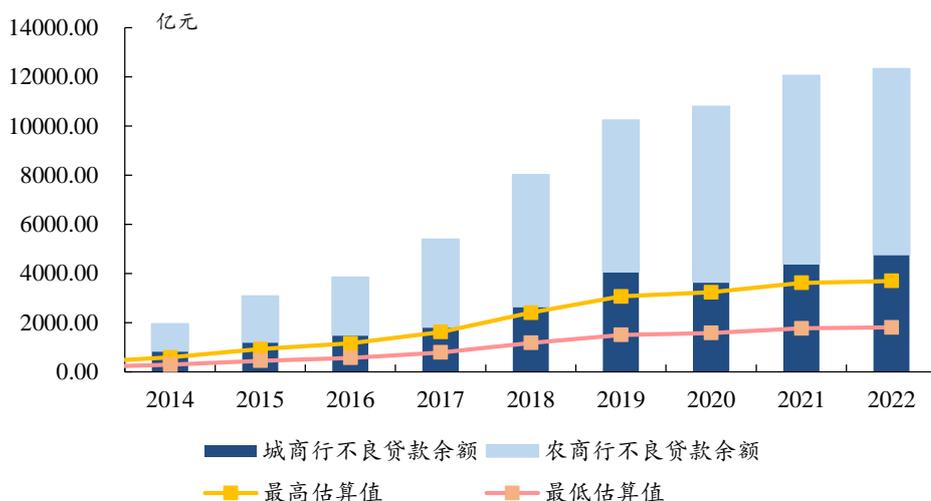
资料来源：财政部²、开源证券研究所

¹ 根据财政部近 1 年来通报地方政府隐性债务问责案例整理

² <http://czj.pds.gov.cn/contents/12714/278879.html>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

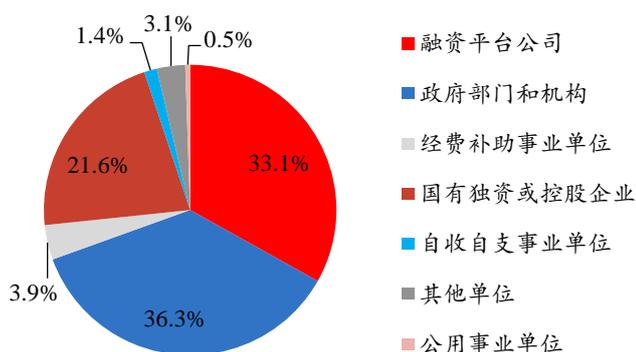
图3：地方政府或需要负担部分商业银行不良贷款救助责任



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：最高、最低估算值根据2013年审计署《全国政府性债务审计结果》公布的最高和最低偿还比例测算

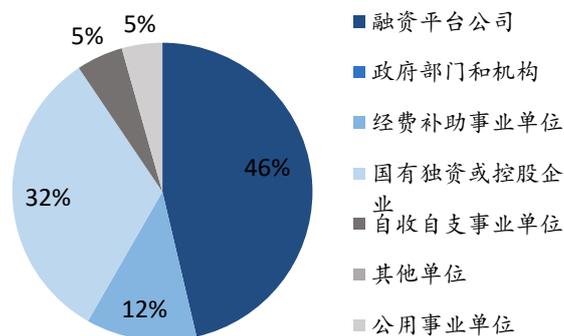
2013年数据表明，政府救助责任主体是地方融资平台和国企。审计署公布的2013年全国政府性债务审计结果显示，全国地方政府债务的主要举债主体为融资平台公司（37.4%）、政府部门和机构（28.4%）、经费补助事业单位（16.3%）。全国地方政府或有债务的主要举债主体为融资平台公司（41.3%）、国有独资或控股企业（28.3%）；政府或有债务中，政府负有一定救助责任的占62%，最主要的举债主体同样为融资平台公司和国有企业，二者共占比79%。2021年底，全国地方国有企业负债规模达到130万亿。

图4：2013年政府担保责任债务最大主体为政府机构



数据来源：审计署、开源证券研究所

图5：2013年政府负救助责任债务最大主体为平台公司



数据来源：审计署、开源证券研究所

1.2、IMF 对我国债务规模的估算

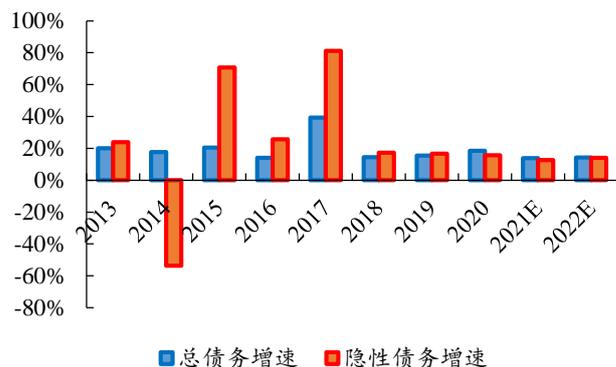
国际货币基金组织 2017 年第四条磋商访问报告和 2022 年第四条磋商访问报告显示我国 2022 年底的广义政府债务余额为 131.8 万亿，而狭义政府债务余额为 61.3 万亿，即我国 2022 年底的地方政府隐性债务余额约为 70.4 万亿。需要注意，财政活动在实际情况中，同一时期内的融资和支出未必匹配，因此国际货币基金组织的方法在高频数据处理方面很可能不完全准确。

图6：IMF 测算 2022 年我国隐性债务有 70 万亿

年份	显性债务（中央+地方）	广义债务	地方隐性债务
2012	8.4	23.9	15.5
2013	9.6	28.7	19.2
2014	25	33.8	8.9
2015	25.4	40.7	15.2
2016	27.3	46.4	19.1
2017	30	64.6	34.6
2018	33.4	74	40.6
2019	38.1	85.5	47.4
2020	46.6	101.3	54.8
2021E	53.7	115.4	61.7
2022E	61.3	131.8	70.4

数据来源：IMF、开源证券研究所 注：数据及计算所使用的名义 GDP 来自 IMF 2017、2022 年第四条磋商访问报告，且 2021 年后 GDP 未通过官方数据修订（单位：万亿）

图7：IMF 测算我国隐性债务增速高于 10%



数据来源：IMF、开源证券研究所 注：总债务指显性债务与隐性债务之和

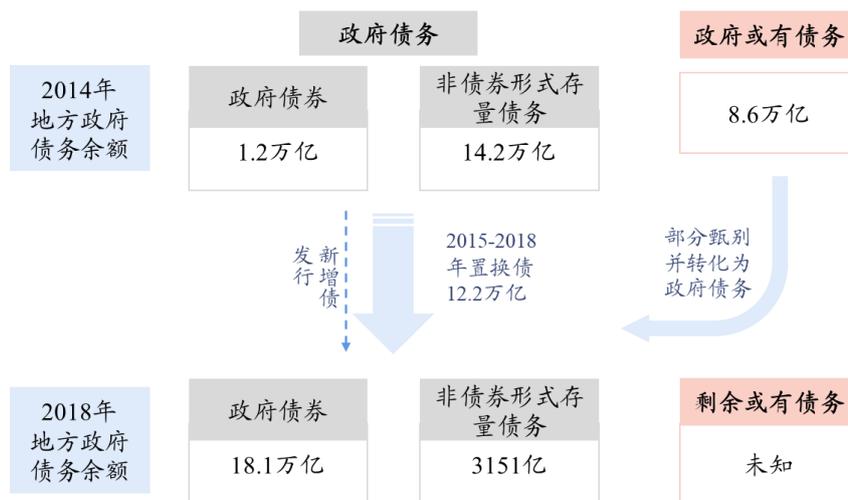
2、两轮债务置换与地方多样化债手段

2.1、过往两轮债务置换回顾

第一轮：发行置换债券全面置换存量政府债务，存量债务变为政府债券、利息成本降低。

国务院批准印发的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号）明确，由地方在限额内安排发行地方政府债券置换政府存量债务。债务时间为 2014 年底之前，置换的债务是除政府债券外的贷款、企业债、信托、BT 应付款等。2018 年末地方政府债务平均利率比 2014 年末降低约 6.5 个百分点。

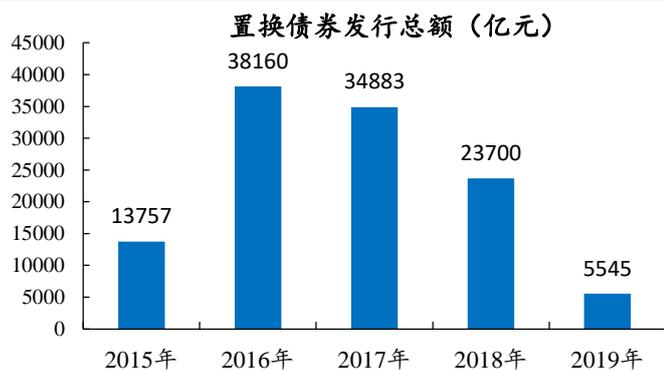
图8：2015-2018 存量债务置换示意图



资料来源：Wind、统计局、开源证券研究所

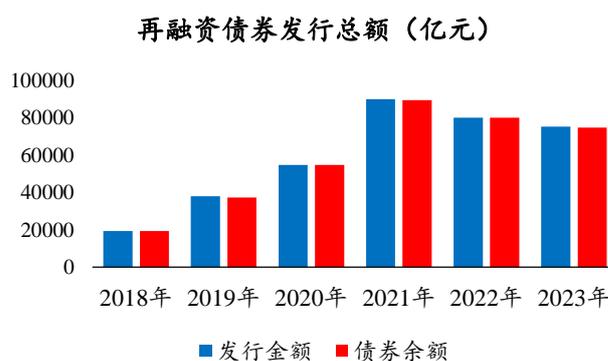
2014 年末，全国地方政府债务（即审计口径中政府负有偿还责任的债务）余额 15.4 万亿元，其中非债券形式债务为 14.34 万亿，或有债务 8.6 万亿。根据统计局数据，2015-2018 年，置换债券累计发行 12.2 万亿元。

图9：2015-2019 年间置换债券发行用以化解存量债务



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：再融资债券从 2018 年开始发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

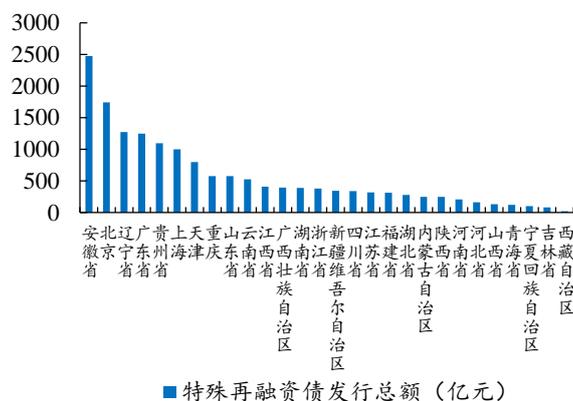
第二轮：全域无隐性债务试点和特殊再融资债

首先，紧接着置换债方案推出的就是建制县隐性债务化解试点。2018 年财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》，明确置换债券资金用于偿还清理甄别认定的截至 2014 年末存量政府债务，严禁用于其他用途。这也导致 2015-2018 年产生的隐性债务无法再发行置换债券。随后，2019 年建制县隐性债务化解试点推出，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。

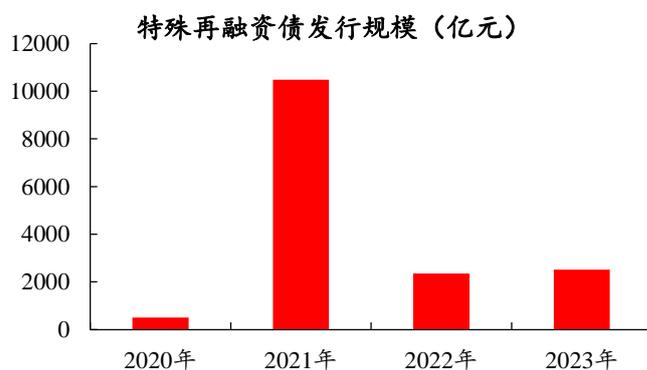
特殊再融资债与全域无隐性特殊试点：2020 年底，部分用途为“偿还存量债务”的再融资债开始发行。根据 wind 数据统计，2020 年至今，特殊再融资债共计发行约 1.5 万亿，或主要用于建制县和全域无隐性债特殊试点债务的置换。特殊再融资债中，北京、广东、上海、安徽、辽宁、贵州发行规模居前，根据 21 世纪经济报道，辽宁、贵州等省份属于建制县隐债化解试点；而北京、广东、上海则是全域无隐性债特殊试点省市。

图11：特殊再融资债发行规模有地区差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023 年特殊再融资债已发行 2500 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

置换债、再融资债与政府债务余额：

(1) 可以根据如下等式推算每年政府债务余额变动量的组成部分：

$$\text{地方政府债务余额增量} = \text{当年新增债券净融资额（专项债+一般债）} + \text{再融资债净融资额} + \text{置换债券净融资额} - \text{存量政府债务减少额}$$

然而，2018-2022 年，我们计算的等式右边普遍高于等式左边，猜测可能是政府存量或有债务转化为政府债务后，或是其他未被统计的政府债务偿还导致债务余额降低。

(2) **置换债和特殊再融资债的区别：**置换债发行会使相应规模的存量政府债务减少，总体看上去对债务余额没有影响；特殊再融资债置换隐性债务，大部分隐债并未计入债务余额中，因此发行特殊再融资债置换隐债会增加债务余额。从制度框架来说，财政部曾明确无论是置换债券还是再融资债券，都要在债务限额内发行，因此，债务限额空间决定了发行债券置换的空间。

2.2、财政部的六大化债方案

财政部《地方全口径债务清查统计填报说明》中提到 6 种主要存量债务化解方式：安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还；出让政府股权以及

经营性国有产权益偿还；利用项目结转、经营性收入偿还；合规转化为企业经营性债务；借新还旧、展期等方式偿还；采用破产重整或清算方式化解。

表1：财政部的6大化解方式不涉及债务置换

化债方案	具体内容
安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还	债务涉及无现金流或现金流不足以覆盖成本的公益性项目，安排财政资金偿还
出让政府股权以及经营性国有产权益偿还	将政府拥有的股权或例如土地开发权利等国有权益出让给社会资本方，以出让收益还债
利用项目结转、经营性收入偿还	以项目本身的收入偿还，主要针对有稳定现金流的经营性项目或者有稳定经营收入的企事业单位，如部分公立医院提出的医疗收入偿债模式
合规转化为企业经营性债务	将隐性债务进行切割、剥离或重组，进而将部分具有稳定现金流项目的债务转化为企业经营性债务，相关资产和负债也同步划转
借新还旧、展期等方式	与金融机构等各方协商，就原债务重新进行变更和展期。
破产重整或清算	更多为从地方投融资平台主体推动债务的破产重整。《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事项的通知》（银发〔2022〕27号）提出“有序打破企业刚性兑付，对严重资不抵债或失去清偿能力的融资平台公司，依法实施破产重整或清算”。打破中央兜底预期。

资料来源：中国新闻周刊、第一财经、国资委官网、开源证券研究所

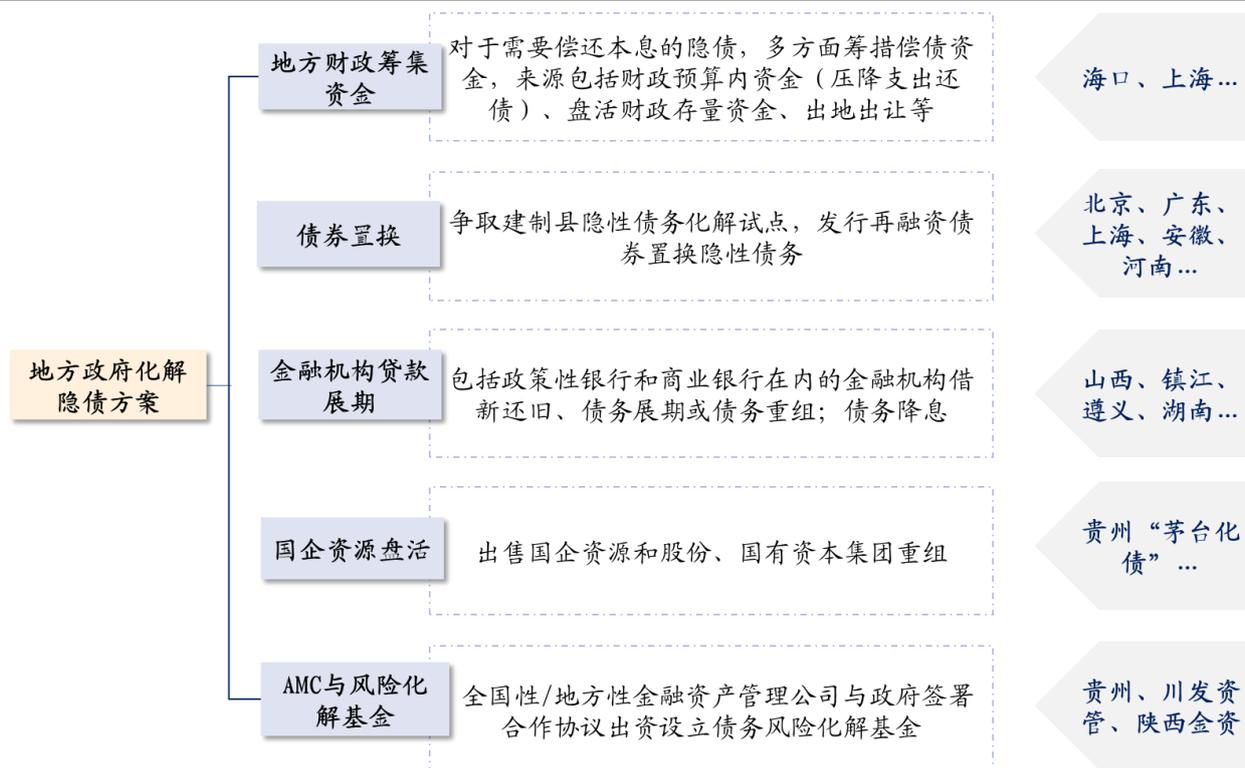
我们对部分省、市财政部门披露的化债方法进行了不完全统计，总结出近几年地方政府化债方式共有如图14的几种主要形式。除图中所列之外，还包括将有现金流的项目合规转化为企业经营性债务等，将政府信用转化为企业信用。

图13：部分省市预算报告中对化债方式的表述梳理

省/市	文件/会议	具体内容
岳阳市	关于岳阳市2022年预算执行情况与2023年预算草案的报告	积极筹集化债资金，在优先保障“三保”和债务付息等刚性支出前提下，通过盘活存量资金，集中统筹国有资产资源，处置收益用于化债。
贵阳市	关于贵阳市2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告	建立“财政+国企”共同化债机制，制定年度化解计划，逐项明确偿还责任主体、支付时间、兑现金额，每月通报债务化解情况。提前预判偿债资金落实情况，优先安排资金偿还融资类、重大民生项目举借等债务。落实“化解+缓释”处置方式，采取“预算安排一批、再融资债券置换一批、地方国企承接一批、利用金融机构借新还旧一批、协商展期一批”，全市处置到期债务本息160.44亿元。积极支持安岳县申请建制县区隐性债务化解试点，缓释债务风险。
景德镇市		严格执行政府债务限额管理制度，多渠道筹措化债资金。对融资平台公司政府承诺偿还的隐性债务逐条逐笔进行核对，确认原化债资金来源是否存在缺口，确保能够按时完成年度化债目标任务。
温州市	关于温州市2022年全市和市级预算执行情况与2023年全市和市级预算草案的报告	全面梳理各主体年度化债情况，量身定制债务化解“四张清单”，系统推进“一债一策”“一地一策”工作，2022年全市化债完成率130.7%。全面推进政府性债务降成本置换工作，全市政府性债务平均成本降至3.9%
山东省	山东省财政厅等4部门关于推进政府融资平台公司市场化转型发展的意见	清理核实融资平台公司各类资产与债务情况，严格区分政府与融资平台公司之间的偿债责任，合理出让部分政府股权以及经营性国有产权益偿还存量债务。对经营性项目形成的债务，融资平台公司应通过改善经营状况、提高资产收益、盘活存量资产等方式，按照市场化原则进行融资偿还。对无现金流的纯公益性项目，可由财政出资偿还或通过发行债券予以置换。对具有一定现金流的公益性项目，合规转化为企业经营性债务；现金流不足以覆盖成本的部分，可通过配置优质资产、财政补贴等方式予以支持。对存量隐性债务中的必要在建项目，鼓励融资平台公司与金融机构通过市场化融资方式，保障在建项目后续融资。
海口	《海口市2018-2019年政府性债务化解规划方案通知》	压缩经常性支出，统筹新增财力，每年将从因体制调整形成的新增财力的50%部分用于偿债
上海	《关于提请审议〈上海市2021年市级预算调整方案（草案）〉的议案的说明》	拟将2021年市级收入预算调整为3525亿元，比2020年增长7%，比年初预算增收130亿元。《说明》表示，按照党中央、国务院关于防范化解地方政府隐性债务的决策部署，北京市、上海市和广东省纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，启动试点工作。“据此，本市加快化解地方政府债务，拟增加安排市级支出100亿元，用于偿还部分轨道交通建设项目银行贷款。”
河南	《2021年省级第二次预算调整方案（草案）》	财政部下达我省偿还建制县区试点存量债务的债务限额358亿元，已分配209.2亿元，本次分配剩余额148.8亿元

资料来源：各省市级政府网站、开源证券研究所

图14：地方政府隐债化解方案总结



资料来源：每日经济新闻、中国经营报等、开源证券研究所

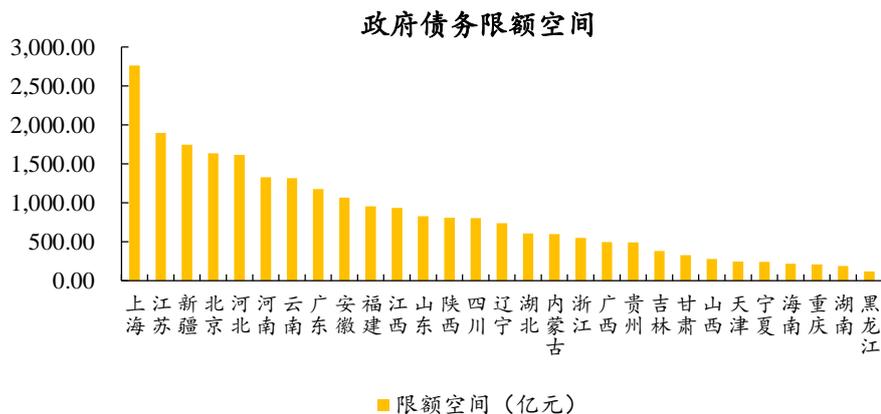
3、较为可行的“一揽子”债务化解方案

3.1、过去的几种化债模式中，可继续使用的模式

3.1.1、发行债券置换隐性债务

发行债券置换隐性债务是市场较为关注的化解方式之一。原因在于第一轮 的 12.2 万亿置换债券规模较为可观，且隐性债务转化为显性债务有效降低债务付息成本。但基于官方制度规定，置换债和再融资债需要在限额内发行。根据 wind 数据，截至 2022 年底，地方政府债务限额空间共约 2.6 万亿。限额空间有限以及各省市分布不均等问题制约了再融资债大规模发行以置换隐债的可能。此外，置换债券自 2019 年以后已停止发行，若重启需经过中央或人大批准。

图15：各省市政府债务限额空间分布

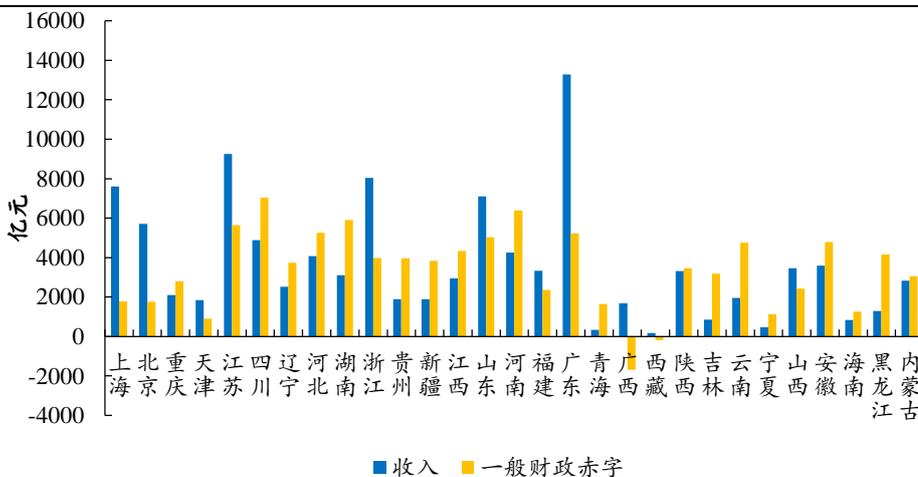


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、地方财政资金偿还债务

多个省市曾在政府预算文件中提出通过压缩经常性支出、将新增财力用于偿债；使用财政存量资金或超收收入还债、借新还旧等。但部分地方政府预算报告提到，可用于偿债的财政空间有所收窄、可用偿债手段减少。

图16：多数省市公共财政赤字具有一定规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.3、国有资源整合化债

利用国有资本和国有企业为地方政府化债的基本逻辑有两类：一是**通过将股权无偿划转至财政部门，对国有资产进行资本化变现**。主要案例可以参考贵州“茅台化债”：2019年开始，茅台集团将股权无偿划转至贵州省财政厅的孙公司贵州国资公司，随后国资公司陆续卖出茅台股份，变现用于化债、充实社保基金等。二是**低息发债化解政府债务压力**。2020年9月，茅台集团申请发行公司债券，主要用于收购贵州高速公路集团有限公司股权。

国有资本市场化处置的化债方法较为依赖上市公司的股价，以及国有资产的增值。同时，地方国有企业资源具有因地制宜的特性，“茅台模式”不具备可推广性，

而运用资本市场化债思路可以被广泛借鉴和学习，即整合地方国有金融资源和优质国有资产，以此为基础通过进行资本市场运作获取低成本资金或收益。

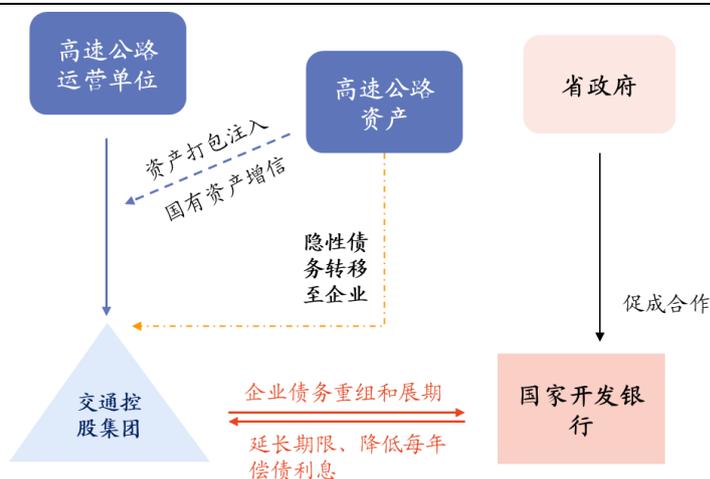
3.1.4、金融机构债务重组或展期

金融手段化债有三个经典案例：

(1) 案例一：政府债务转移成为企业债务+国开行贷款化债

案例一采取的模式如下，首先，政府成立全资子公司，注入高速公路资产。由于此前高速建设中政府负债规模增加，且债务分散在不同的主体，融资成本高。在资产和债务重组后债务主体变得单一，且由政府转变为企业。随后，由国开行牵头组建银团贷款，进行存量贷款重组，将短期和中长期债务统一延长，每年减少一定利息支出，超 2600 亿高成本债务得以置换。

图17：地方政府通过国有资产整合+债务重组完成债务化解



资料来源：世界晋商网公众号、开源证券研究所

(2) 案例二：表内与表外的对接尝试

政府采取与国开行合作的方式，未来 10 年内国开行提供 200 亿左右的长期贷款，利率接近基准利率，用低成本的借款置换高成本、期限短的存量负债。根据 21 世纪报道，2019 年 6 月印发的国办函 40 号文《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》规定隐性债务置换的原则：

一是平等协商；二是债权债务关系清晰，对应资产明确，项目具备财务可持续；三是具体操作中，按照项目一一对应到期债务实施，而不是“打捆”；四是融资资金只能用于还本；五是借新还旧期限有限制，原则上小于化债期限；六是在隐性债务系统全过程登记反映，确保全过程可跟踪追溯。

(3) 案例三：与银行协商、贷款展期

政府融资平台出现债务逾期情况后，选择与银行达成贷款重组。重组后银行贷款期限拉长，利率调整降低，前期仅付息不还本，后期分期还本。这一模式的制度基础可参考 2022 年 1 月提出的《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路

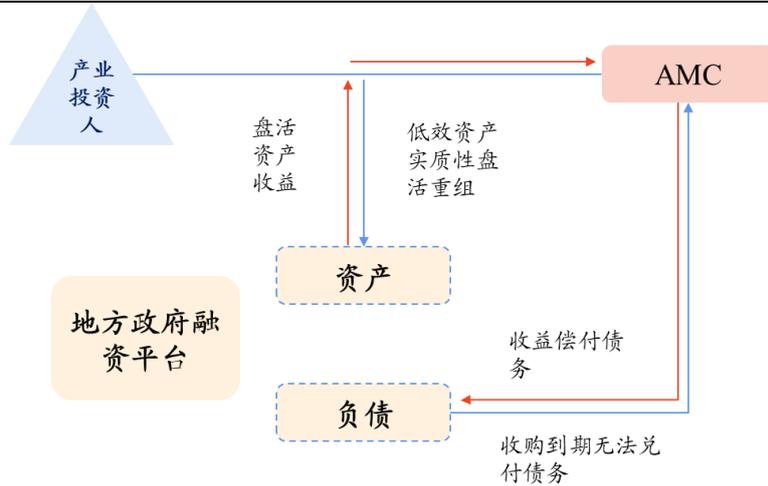
的意见》。《意见》提出，按照市场化、法治化原则，在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转。

3.1.5、AMC 与地方政府平台债务化解

AMC 化解地方平台公司债务已有较多案例和方式，最主要的形式有债务置换、收购非金融不良资产债权、管理地方化债基金、重组、资产证券化等。

2019 年末，中国信达表示已投放地方政府融资平台相关项目余额约 70 亿元人民币用于化解地方政府隐性债务风险。湖南省资产管理有限公司在省财政厅和湖南财信金控集团的支持下，牵头发起设立湖南省债务风险化解基金。2022 年 4 月，川发资管与四川阳安交通投资有限公司开展 3 亿元债务置换。2023 年 4 月，贵州省政府与中国信达签署战略合作协议，将参与化解贵州省隐性债务。需要注意，AMC 企业的体量普遍低于地方政府债务规模，且地方 AMC 能否化解大规模债务仍有待观察。

图18：中国信达化解地方平台债务的模式



资料来源：原银保监会、开源证券研究所

3.2、新一轮存量债化解的可能形式

3.2.1、可观察中央会否引导全国性存量债解决方案

此次从政治局会议层面提及“一揽子化债方案”，地方政府隐债规模不容忽视，其中风险较高的存量债务也有一定规模，超过地方政府财力、地方 AMC 或地方银行的承担能力，需关注后续一揽子化债方案的发布进度。

3.2.2、分级分类处理+探索金融机构化债的新模式

新一轮化债计划或是中央与地方共同发力。较为可行的方式是（1）地方安排各级财政部门多渠道筹集还债资金；（2）金融机构进行贷款置换；（3）开启有条件的债务置换试点，资金来源或许可考虑地方专项债、政策性银行或开发性金融机构专项贷款的组合。

我们认为，利用分级分类手段处置化解存量债务，充分利用金融及国有资源，根据债务特性相应化债或是较好的方案。参考 2015 年化债之前的债务甄别程序，需要各个政府对隐性债务进行全面的摸排和审计。随后对债务进行分级分类，将隐性债务举借的责任细化落实，明确层级职责和化债方案。例如，对于政府负有偿还责任、即将到期的债务，可因地制宜，根据自身财政状况适当动用财政资金予以偿还。其次，对于政府负有担保和一定救助责任的债务，可采取转为企业经营性债务、债务重组、国有企业资产市场化运作等方式偿还债务，或与金融机构协商合理展期、债务降息等。此外，在“控增量”方面，有望进一步出台更严格的预警和管控方案。

4、风险提示

数据口径存在偏误。公开数据或政策文件报道与政策实际存在偏差，数据和政策范围、口径理解存在误差；

政策执行力度不及预期。地方政府债务相关政策落地进展不及预期，或政策执行力度不及预期；

债务分类或存主观性。对地方政府债务的类型归纳存在一定主观性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn