

地方杠杆思考II：“杠杆”新增的现状和未来

摘要：

对于地方杠杆，我们在《地方杠杆思考I》中更多的是对“加杠杆”可能方向的理论揣测和样本分析，本文则回到全局，基于一级市场不同监管之下的发行数据，重点回答两个问题：

问题一，在“3899 名单”、“隐债名单”，“市场化经营主体”等众多的标签之下，YY 城投之中，一级发行数据告诉了我们什么？

从统计来看，大概有以下 3 点：

1) 监管的时间轴，协会的政策时间大概源于 10 月 26 日，交易所则不可确定。2) 协会层面，所谓的“市场化经营主体”目前在协会基本无新增，而“新增类债项”主体新增主体多以省级和地市级平台为主，业务类型上聚焦于交通、水利水务等领域。3) 交易所层面，纯粹的基建主体当前新增是几乎不可能的，新增多由通过包装形成的涉产主体和交通公用事业为主。

问题二，站在地方层面，当前债券融资杠杆的现状 & 未来测算。

首先，对于城投杠杆，以 2022 年、2023 年作为参考系，结合近期监管之下的新增类债券规模，我们线性外推下，可得：协会层面相较于 2023 年的净融资，差距有限，在 300 亿元左右，但高于 2022 年，但融资结构由地市区县为主转向省级为主；交易所则较为惨淡，前两年高规模的净融资之下，缺口或在 5000 亿元左右。

再看，城投之外，我们定义在业务和政府意志上接近于城投的相关行业，以产业控股、多元金融、高速、公用事业（环保、水务、供热供气）作为泛平台 1 类主体，监管层面对其新增相对宽松，地方层面而言，整体有所扩容，但幅度有限。测算下：

近期研究：

地方杠杆思考I:谁还能加杠杆? -

2024/01/11

1) 协会层面年融资规模 930 亿元，相较于 2023 年或增加 354 亿元，结合城投主体的线性外推之下的缺口，泛平台 1+城投的合计新增或略超过 2023 年。

2) 交易所层面，年融资规模测算的下限值 1447 亿元，相较于 2023 年增加 500 亿元左右，但与交易所城投测算下接近 5000 亿元的缺口相比，较为杯水车薪。

因此，基于两个问题的拆解，站在地方杠杆角度：

城投债券层面，协会总量或能稳住，但结构问题较大，交易所则增幅稳减；而以类平台产业杠杆补缺，则面临匹配不适问题，诸如中低层级主体，中西区域主体，当前样本不多，力量有限。

而地方缺钱本质依旧，那么杠杆大概率无法也不会躺平，该加的总要加点，不是自己努力（想法设法融资，但空间未知），就是积极向上沟通（财政打钱），只不过严控之下，对于标债投资而言，供给收缩下，2024，买啥呢？

如需全文或交流，请了解**机构付费服务**，联系人微信：

