

地方杠杆思考I：谁还能加杠杆？

摘要

本文思考的是一个地方加杠杆问题。

当前市场广泛关注的一个命题就是城投债券融资，能否新增成为大家的焦点之一，应运而生的则是“市场化经营主体”的讨论，其本质仍然是思考在严控新增之下，地方缺钱依旧，该如何融资？

364 天的离岸债券似乎是一个回答，近期火热的境外市场也是一个佐证，但监管会鼓励这种行为吗？趋严或已在路上。

基于此，聚焦于境内债市，地方国企，如何新增，谁还能新增？

回答三个问题：

1.模糊的新增门槛下确定的是什么？梳理市场中所流传的监管对于新增或者市场化经营主体认定的规则，交易所和协会不统一的是细则，而同一的思想，城投新增严监管，产业可以放行。

因而，地方博弈下，两个路子或被尝试：1) **向上转型包装**。所谓转型包装，转型为面子，包装为里子，即卡着审核标准对原来的城投进行所谓转型。2) **向下产业出列**。理想的产业发债当然是真正的产业国企，但现实骨感，对于地方政府手中有限的资源而言，多以各类产业、金融业务打包形成的产投、金融主体为主，且由于此前多已包装到部分城投中，当下或需要从中剥离出来发债。

2.债市新增如何？一方面我们对 10 月以来新债资金使用方向进行梳理，观察募投非借新还旧相关主体，其中资金使用方向为偿还有息债务的相关主体数量在趋势上有所下降；使用方向其他新增方向（产业、城投项目等）中，多以产业为主，基建有限，叠加对批文时间的约束后，则均为产业基金等方向，主体多为首发主体。另一方面对待发行的首发主体梳理来看，多为“子公司为发债主体”和“母公司为发债主体”两个类型，且后者以名字来看，多为产投相关主体。

近期研究：

“一揽子化债”——
一场波澜壮阔的地方
债务重组-2023/10/18

3.案例和样本。回到地方国资视角，观察这种杠杆转换的演化，以淄博国资体系来看，原来的城投相关平台目前来看监管受限较多，市级原有的产投平台和高新区新推出的产投平台近期都有新债发行，且募投方向以产业为主，存在一定“新杠杆载体”趋势，同时观察山东区域，YY产业、金融类地方国企（产控及多元金融为主）有着一定体量，YY城投中也不乏涉及产业化的相关主体，均存在着一定潜质。

综合而言，本文是延着当下化债-再融资的矛盾点出发，探索地方“新杠杆”如何加的问题，是一些可能方向的揣测；地方杠杆，究竟如何？仍有待观察。山东之外，其他区域空间如何，也需梳理。



如需全文或交流，请了解**机构付费服务**，联系人微信：

