

特别评论

分析师联络人

左丰铭

+852-28607142

saul_zuo@ccxap.com

唐永盛

+852-28607125

vincent_tong@ccxap.com

赵耿

010-66428877

gzhao@ccxi.com.cn

第四轮地方债置换：有助缓释地方政府短债风险，但信用分化问题仍然存在

为了缓解地方政府的财政压力，中央政府于今年开启了新一轮地方债置换，发行特殊再融资债券，据市场估计规模或接近 1.5 万亿。根据以往三轮债务置换的经验，本次很可能基于额度再分配原则进行发行，将有助处理显性债务压力较小的区域隐性债务问题，优化债务结构以达致降低成本、减轻地方债务压力问题；但对于显性债务负债率已经很高，例如地方债务限额使用率较高已接近 100% 的区域，他们的可用特殊债额度较低，或无法得到显著改善。同时，本次地方债置换可能会增加投资者对好区域的偏好增加，尾部区域的得益可能较预期弱。

1. 地方债置换对地方财政的影响

历史上共出现过三轮地方债置换。首轮债务置换发生在 2015 年，是中央首次尝试用债务置换改善地方流动性，历时了 3 年。政府第一次通过债务置换的方式帮助区域化债，把隐性债务显性化，降低政府广义债务的融资成本同时优化债务结构。2019 年，第二轮置换开启，规模远小于首次，只针对偿债压力大的区域，缓解了他们的流动性压力；然而，由于本次债务置换额度相对有限，部分区域在完成置换后仍出现了信用风险事件，企业基本面及区域信用环境并未出现明显实质性改善。

2020 年，由于经济下行叠加疫情爆发，地方财政普遍承压。再融资债取代了置换债成为了主要工具。相比于普通的再融资债用于偿还到期旧债的本金，特殊再融资债可用于偿还地方政府存量债务。第三轮置换为期一年半，进程分为两个阶段：在最开始的 9 个月试点进行；随后半年中央开始尝试部分地区全区域隐性债务清零。本次化债完成了化债工具由简单的置换债向特殊再融资债的演变，成功让北京和广东的隐性债务清零。

过去债务置换总结

时间	背景	用途	规模	效果
2015-2018	中央提出对地方隐性债务进行甄别，并授权地方在甄别后发行置换债进行置换	置换非政府债券形式的政府债务。	12.2 万亿	非政府债券形式的存量债务置换基本完成
2019	地方债务呈现趋于隐性化；宏观调控重心更注重风控；中央在部分地区设立试点	缓解偿债压力大的弱资质区域的短期流动性压力。	0.16 万亿	由于额度相对有限，部分区域完成置换后仍出现信用风险事件

2020-2022	经济下行叠加疫情冲击，地方财政普遍承压，地方再融资债成为重要化债工具	偿还存量政府债务；在多个城市尝试隐性债务清零	1.13 万亿	发行特殊再融资债规模较大地地区债务状况明显改善
-----------	------------------------------------	------------------------	---------	-------------------------

2. 第四轮债务置换特点：聚焦压力区域，额度再分配

与此前几次相比，第四轮债务置换额度预计约 1.5 万亿，与上一次置换规模相近。不同之处在于，第三轮特殊再融资地方债聚焦于北京、广东、上海等债务问题较轻，市场信心较强区域，目的在于清零其隐性债务；第四轮债务置换，额度分配重点将向天津、山西、广西、云南、贵州等 12 省倾斜，更加聚焦债务压力较大、流动性循环不畅、信用风险事件频发、市场信心逐步丧失的尾部区域。由于发行特殊再融资债需使用此前结余的地方政府债务限额，而我国对地方政府债务余额实行限额管理，地方政府限额空间是发行特殊再融资债的上限，特殊再融资债额度分配与各地债务限额使用程度息息相关。例如隐性债务已经清零的北京额度使用比例只有 59%，有 3452 亿特殊再融资债可用；而湖南广西两省额度使用比例均超 95%，可用的特殊再融资债额度不超过 200 亿。本轮再融资债或继续通过“限额回收再分配”机制实现跨区域调配。实现清零的北京、广东以及压力较轻、限额空间较充足的上海、河北等省份或可释放约 5000 亿的结存限额用于跨区域再分配，对限额空间较少地区给予再分配额度的支持。

另外，额度分配也应当考量显隐性债务水平，从 2020 年的记录来看，对于隐性债务已经清零或者接近清零的区域比如北京、广东、上海等地，或者隐性债务高于显性债务的区域如天津、江苏、重庆等地，通过特殊再融资债引导隐性债务显性化的可行性较强，额度分配也处于全国前列；但对于显性债务率超过 100% 的区域如甘肃、广西等地，大规模隐性债务置换或大幅推升显性债务水平，加剧后续地方显性债务偿债风险，故上述省份额度分配较低，全国垫底。在本轮额度分配中，2022 年广义债务分档处于红色的天津、重庆、江苏、江西、云南、陕西、湖南、山东、贵州、福建、河南、广西等省或有较大必要获得特殊再融资债额度，其中天津、江苏、重庆等广义债务率明显高于显性债务率、隐性债务显性化空间较大的省份或为重点支持对象，得到较多额度。

除此之外，额度分配重点应该聚焦于短期偿债压力较大、付息成本较高的区域。从偿债能力看，青海、甘肃、广西等省债务保障能力较弱。贵州、海南、吉林等省城投债借新还旧比例较高，甘肃、贵州、云南、辽宁等地今年 1-8 月城投债净融资为负，这些偿债能力有所弱化的省份或有可能获得较多再融资债额度。从债务结构看，宁夏、山东、新疆、天津、江苏、云南等城投短期债务占比较高的省份或需较大支持，内蒙古、天津、青海、云南、海南、甘肃等省今明年城投债到期占比较高、短期集中到期压力较大的省份或更有可能获得较多再融资债额度支持。从融资成本看，山西、四川、天津、重庆、陕西、青海、云南等省城投综合融资成本较高、均超 6%，江苏、浙江、四川、山东、湖北等地

城投债务付息规模较大，这些省份有望得到再融资债的支持，以低息债务置换高息债务，实现压降债务成本的目标。

3. 特殊再融资债对城投企业影响分化

通过对以往三次债务置换经验可以看出，特殊再融资债重启对地方化债有一定的积极意义。首先，大部分区域的城投企业，尤其是偿债压力较小，信用质量较高的城投企业，本次特殊再融资债可以复制其在第三轮债务置换中的高效表现，对于额度宽裕，经济发展水平较好区域的城投企业，本次特殊再融资债可以优化债务结构，降低偿付压力，更能够鼓舞市场情绪。根据城投CAIR风险指数看，7、8月整体指数明显下行。随着特殊再融资债额度正式落地，获得支持省份的城投债市场或将受到较大提振，信用利差或继续收窄、提前兑付规模也有望增加，特别是部分风险不低且此前不在预期获得额度支持范围的省份若获得超预期额度支持，区域信用环境或出现加速改善，但是否能形成持续利好行情仍待观察。

然而，本次再融资债或会继续通过可用限额空间的机制进行区域分配，这种均衡方式可能对于缓解尾部城投企业收效甚微。发行特殊再融资债将会挤占显性债务余额空间，显性债务限额管理制度下，部分债务压力较大区域限额空间受限，特殊再融资债发行规模将因此大受限制，对当地城投企业的利好也就将相对有限。从近期债券市场来看，区域禀赋不弱、化债资源整体较为充足的地区，在获得较高额度特殊再融资债支持后，信用资质有望加速修复，信用利差或出现较大幅度压缩。如天津在持续对接金融机构积极化债叠加市场预期将获得较高额度特殊再融资债的背景下，近期城投债一二级市场出现明显改善，部分债券认购倍数高达70倍，区域信用利差也持续收敛，安徽、黑龙江、江苏、湖南等省份也出现较为明显改善。不过，部分债务压力较大、省级动员能力欠佳且获得特殊再融资额度低于预期的省份，或难迎来实质性改善，仍面临一定估值波动的压力。在可用限额整体受限的背景下，部分区域可获得的额度或较为有限，对于财力本较弱、债务压力较大的地区，特殊再融资债仅可缓释尾部区县债务风险，对整体区域信用修复效果有限，特别是尾部区域若获得额度低于市场预期甚至落空，或将进一步加剧债券估值波动风险。这些无法通过特殊再融资债融资改善债务状况，清偿短期本息的企业，可能会寻求其他成本更高的渠道进行融资。

4. 对城投境外融资有一定正面影响

我们预期本次再融资债对城投境内债估值的恢复有支持作用，同时或有利于他们境外融资，特别是处于区域较好的城投企业。自2020年以来政府严控境内债务新增下，城投境内债发行显著下降，相反境外融资活动明显增加。2022年下半年，为防范境外债风险，政策提高了城投债境外债的发行门槛，要求发行人需要满足一定的信用评级条件，相关的融资活动有所回落。截至2023年10月底，城投存续境外债规模折合高达1,154亿美元，较2020年底增长近[%]。其中，有55家城投2023年首次涉足境外债券市场，约56%发债的城投企业来自山东、江苏、浙江，均为中国较经济富裕的省份。不过，新发行人大多以区县



城投为主。未来需要关注城投企业境外债到期风险。此外，境外市场的波动或会增加城投企业境外的融资成本。

本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 www.ccxap.com 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼
邮编：100020
电话：(8610) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号
怡和大厦19楼1904-1909室
电话：(852) 2860 7111
传真：(852) 2868 0656
网址：<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>