

地方政府隐性债务视角下的专项债和发债城投特征分析

——地方债与城投债政策专题研究

作者：丛晓莉 刘暮菡

主要观点

- 目前隐债化解的主要大方向是隐性债务显性化，一方面能够为债务化解提供资金，另一方面通过将现有隐性债务做进一步梳理和明确，使得地方债务得到更好的管控，更好从根本上减小地方债务这一灰犀牛风险。在以省为单位推进化债工作的背景下，全省整体再融资空间和地方政府调配资源的能力是我们做区域城投债分析时关注的重点之一，特殊再融资债空间较大的省份或有更多精力和资源用于地市甚至区县隐债化解，能够较好降低地区的偿债压力，利好当地的城投债，可对其短债主体资质适度下沉。
- 2022年，服务于产业和区域发展的重大基础设施项目投资规模和增速或将有一定提升。同时，结合中央经济工作会议精神，考虑到2022年财政政策发力适当靠前，为满足稳增长等需求，今年基建投资规模或有所加大，预计2022年用于项目建设的城投债也将有一定增幅。同时，中央经济工作会议明确提出“推进保障性住房建设”，且各地“十四五”规划中也频频强调市政设施改造，因此2022年用于此类项目的资金占比预计将有所增长。
- 在部门协同监管加强以及预算约束和政府投资项目管理强化的预期下，2022年新增专项债的投向预计将进一步向债务风险较低、重点项目较多的东部区域集中。与此同时，财政实力较强的东部省份城投债融资预计将保持较大规模。考虑到部分城投企业参与承接地方政府新增专项债项目，结合专项债管理要求来看，这类城投通常隐性债务风险较小，区域重要性较高，资质较强，因此融资来源预计更加便利多元。后续可密切关注政策走向，进一步挖掘承接专项债项目的城投企业债券投资机遇，在债务压力较小的东部区域进行适度资质下沉。

背景

- 2021年12月16日，国务院新闻办公室举行政策例行吹风会，介绍了加强和完善地方政府专项债券管理有关情况，公布了2022年专项债券支持的重点方向、防范化解地方政府隐性债务问题的主要做法、专项债资金使用管理和监督要求等。
- 2021年，全国合计发行地方政府债券74898亿元，其中一般债券25669亿元、专项债券49229亿元。截至2021年末，全国地方政府债务余额304700亿元，控制在全国人大批准的限额之内。
- 全域无隐债试点等措施的推行引发了市场的关注，2021年底国务院政策吹风会再次强调从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务的体制机制；要求地方注意风险防范，额度要重点向债务风险较低的地区倾斜。
- 基于严格落实风险防范措施的前提，我们认为，可以从隐性债务化解和地方政府债务视角为出发点，结合近期发布的一系列政策，探讨地方政府专项债的投向重点以及发债城投的特征，从而发掘相关城投债的投资机遇。

一、什么是地方政府隐性债务？

目前地方政府隐性债务尚没有非常明确的官方定义，根据《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）中表述，债务单位要根据审计口径确定的地方政府负有偿还责任的债务、地方政府负有担保责任的债务及地方政府可能承担一定救助责任的债务分类填报。从这个意义上说，隐性债务就是地方政府没有负有偿还责任、也没有承担担保和救助责任的债务，但这些债务一旦发生危机，政府又可能会加以干预，承担责任。

此外，天津市在其预算执行情况报告¹中有提及“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，主要包括地方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；地方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。”

从上文的定义中，我们可以看出城投公司所承担的债务是隐性债务的重要组成部分，由于相关数据未进行公开披露，目前市场常以地方政府融资平台债务口径为基础进行粗略的估计，但会有比较大差异。

二、目前的化债政策变迁与措施有哪些？

近年来，地方政府隐性债务化解是防控金融风险非常重要的一方面，中央不断出台相关政策，为地方隐性债务的化解提供政策支持与方向指导。从政策内容来看，主要分为如下几个阶段：

第一是以隐债甄别、报送和梳理为主的阶段。这一阶段主要是明确隐债的规模和结构，为后续化解处置奠定基础。虽然2013年审计署对各地方债务进行了一轮审计，但由于口径误差和后续又有新增隐债等问题，中央再次要求对隐性债务进行甄别和统计。2018年国务院先后下发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》等文件，明确提出要求地方政府在5-10年内化解隐性债务，并对地方政府“终身问责”。其后财政部下发《地方政府债务统计监测工作方案》、《地方全口径债务清查统计填报说明》和

¹ 《关于天津市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》

《政府隐性债务认定细则》等相关隐债统计的具体实施要求。

第二是建制县化债阶段。考虑地方政府隐性债务的特殊性和地方财政能力，隐债主要是通过置换的方式来化解。2019年末，根据媒体报道，监管部门推出首批建制县（区）隐性债务化解试点，纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古和辽宁等省份的部分县市；后试点范围扩大到了更多省份。2020年末部分省份发行特殊再融资债券用于建制县化债。

第三是全域无隐债试点化债新阶段。2021年10月，广东和上海先后公开对外发布称开展全域无隐债试点。财政部在2021年12月的政策吹风会上表示，经国务院批准，上海市、广东省等经济体量大、财政实力强的地区，率先开展全域无隐性债务试点工作，实现隐性债务清零，为全国其他地区全面化解隐性债务提供有益探索。从公开信息看，还有一类隐性债务规模较小的地区也宣布将推进隐性债务清零试点工作，如汉中市人民政府2021年12月27日发布通知称，为深入贯彻落实党中央、国务院关于防范化解地方政府债务风险的决策部署，高质量完成本市隐性债务清零试点工作任务，推动地方政府法定债务和隐性债务合并监管，根据财政部和省政府关于隐性债务清零试点工作的有关要求，决定在汉中市政府隐性债务管理工作领导小组设立汉中市隐性债务清零试点工作专班。

除了上述隐性债务显性化的化债方式将隐债置换为地方政府法定债务外，还有一种普遍的方式是利用现有资源市场化手段化解债务。根据财政部《地方全口径债务清查统计填报说明》中的“债务化解计划”中提出了六种化债的方式，包括安排财政资金偿还、出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还、利用项目结转资金和经营收入偿还、合规转化为企业经营性债务、借新还旧和展期等方式偿还、破产重整或清算。与建制县化债和特殊再融资债券支持隐债清零等措施相比，这六类化债方式主要是通过当地政府对自身金融、产业资源的利用和协调，增强偿债能力，或“以时间换空间”等慢慢解决隐性债务问题。

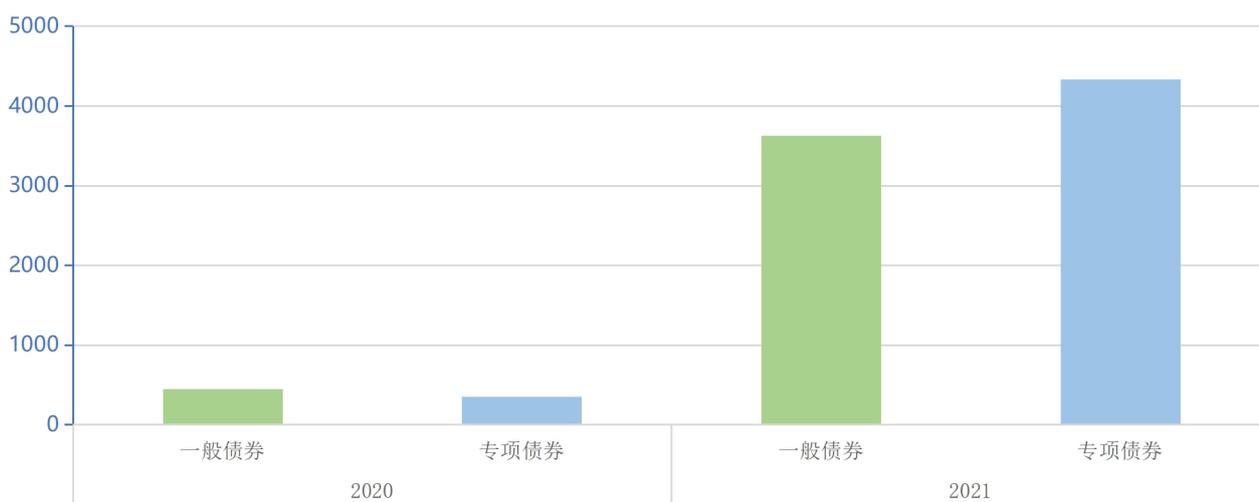
从目前各地隐债化解的实际情况来看，前四种措施对当地财政状况和经营性资产情况要求较高。考虑地方政府国有资产情况，在现有经济发展情况下，各地的国有资产保值增值压力较大，优质资产较为稀缺，难以充分满足市场化化解隐性债务的需求。因此现阶段化债资金的解决主要是通过城投借新还旧、展期和政府债券融资解决，如最早的地方政府置换债和近年来发行的特殊再融资债等。

三、用于化解隐性债务的再融资债空间有多大？

再融资债的用途主要有两类，一是用于偿还已发行的政府债券本金；二是用于偿还政府存量债务。2020年12月起发行的再融资债募集资金用途表述发生了明显变化，变为“用于偿还存量债务”，同时债券披露文件中未明确拟偿债的债券名称等信息，结合部分地方政府披露的信息，市场普遍认为这些资金将配合用于建制县化债，称其为特殊再融资债。作为新的债务化解方式，特殊再融资债能够较好的将原隐性债务置换为低成本的地方政府债务，实现隐性债务显性化。

我们梳理了2020年12月以来发行的再融资债募集资金用途，截至2021年末，特殊再融资债券累计发行规模为8762.07亿元，其中一般债券4076.16亿元，专项债券4685.91亿元。

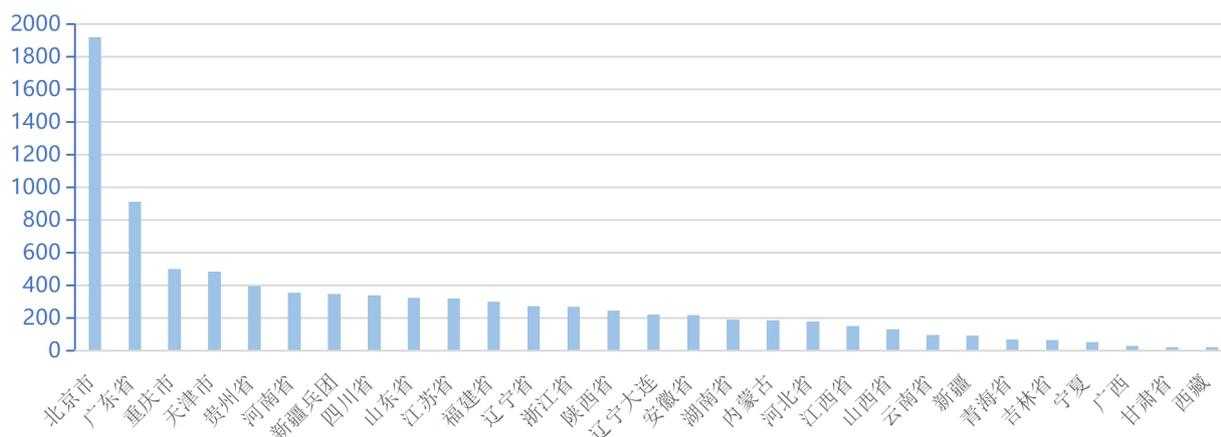
图1 截至2021年末特殊再融资债发行类型（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

分省看，北京市发行规模最大为1921.12亿元，其次为广东省和重庆市，分别为912.95亿元和500亿元。此外，天津、贵州、河南、新疆兵团、四川、山东、江苏和福建等省份发行规模也较大，均在300亿元以上，且多数省份存在债务规模较大或地区经济财政实力偏弱的情形，特殊再融资债的发行或助于当地隐债化解试点工作的推进，降低地区债务风险。

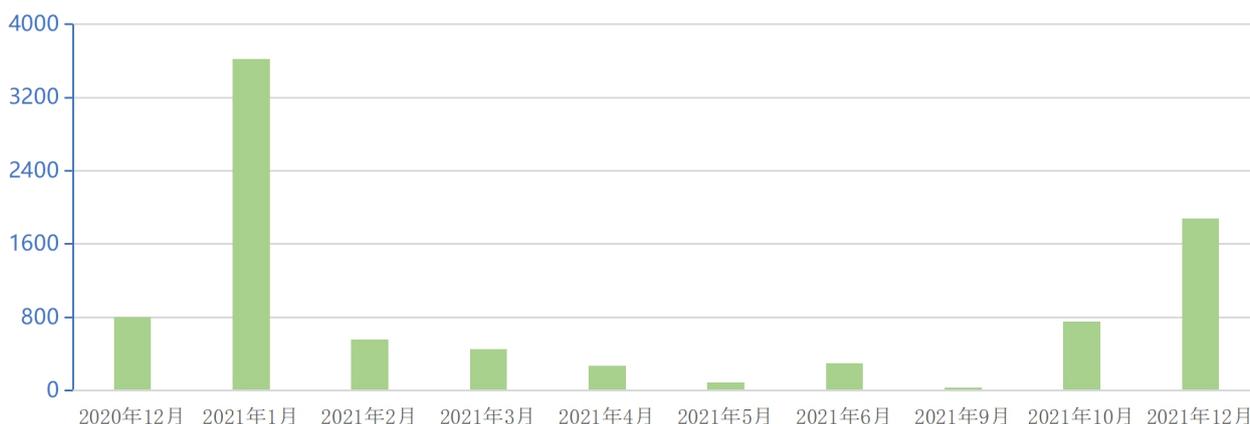
图 2 截至 2021 年末特殊再融资债各省发行情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

从发行时间看, 主要集中于 20 年末和 21 年初。2020 年 12 月和 2021 年 1 月为发行的高峰, 分别发行 799.39 亿元和 3623.36 亿元, 其后几个月发行规模明显回落。根据财政部 2021 年 7 月发布的数据, 截至 7 月末, 用于建制县区隐性债务风险化解试点的 6128 亿元再融资债额度已发行 6095 亿元。根据统计数据, 9 月发行规模为 33.36 亿元, 由此可知截至 9 月末用于化债的再融资债额度已基本使用完毕。10 月, 广东省再次发行再融资债券引发了市场关注。与此前的用途不同, 广东此次发行的再融资债大概率是用于“全域无隐债”试点。

图 3 截至 2021 年末特殊再融资债发行时间分布情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

2021 年 12 月财政部的例行政策吹风会中明确表示“经国务院批准, 上海市、广东省等经济体量大、财政实力强的地区, 率先开展全域无隐性债务试点工作, 实现隐性债务清零,

为全国其他地区全面化解隐性债务提供有益探索。下一步，财政部将支持上海、广东等地区的分区分批统筹推进，依法依规全面清理存量隐性债务，确保按期完成试点任务。我们会根据试点的进展情况，总结经验，再谋划后一步安排。”可以看出，未来随着全域无隐债试点范围的扩容，更多省份可能会发行用于全域无隐债试点的再融资债券。

特殊再融资债能够有多少融资空间，我们考虑通过地方政府债务限额与债务余额之间的差值进行理论估算。由于用于隐债化解的特殊再融资债券不同于一般再融资债，这种隐债显性化的过程将会增加地方政府债务，因此理论上地方政府债务限额减余额是特殊再融资债发行规模的上限。此外，财政部可能会按照规定对部分政府债务限额进行回收，将剩余额度进行调配，也能够为部分再融资需求较大的省份提供额度。

我们统计了各省 2021 年地方政府债务限额和债务余额数据，计算了理论上 2022 年可能的再融资债规模空间。2021 年 12 月财政部提前下达了 1.46 万亿元的 2022 年新增专项债务额度，目前具体下达至各省的债务限额尚未完全披露，因此我们暂不考虑 22 年新增债务这一再融资债额度来源，仅计算 2021 年剩余额度空间大小。整体来看，上海、北京、河南、江苏、河北和广东等省份的剩余可用额度较为充裕，正好能够为上海和北京实现全域无隐债提供更加充足的资金来源和腾挪空间。宁波、大连、黑龙江、厦门和天津等地区的剩余额度空间明显较小，而天津的隐债化解的负担相对较重，剩余特殊再融资债空间或难以满足现阶段的偿债需求，需要给予关注。贵州省 2021 年债务额度剩余空间不多，但近期国务院发布的国发【2022】2 号文明确“对贵州适度分配新增地方政府债务限额”，因此可以预期 2022 年贵州的债务限额会有所增加，化债的特殊再融资债空间也将扩容。

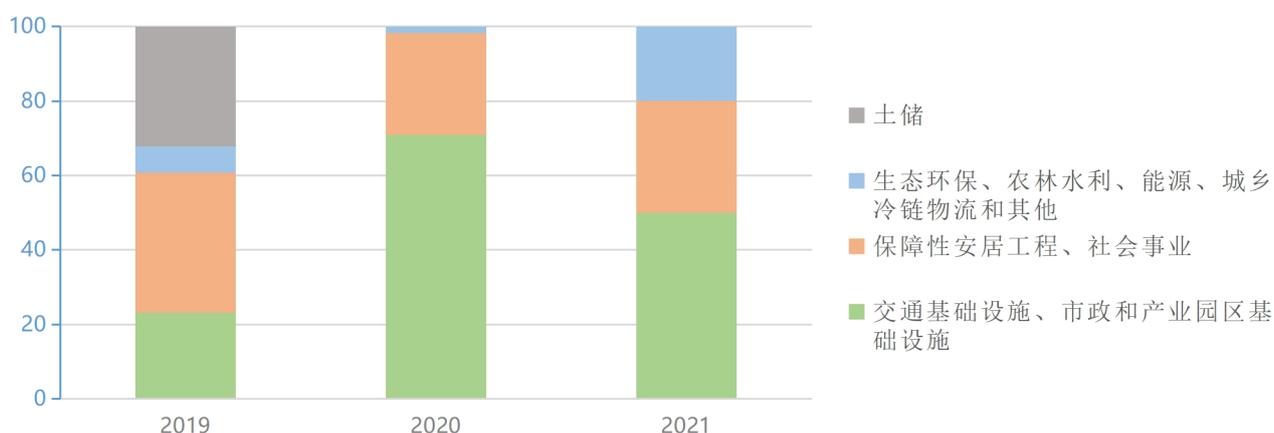
综合来看，目前隐债化解的主要大方向是隐性债务显性化，一方面能够为债务化解提供资金，另一方面通过将现有隐性债务做进一步梳理和明确使得地方债务得到更好的管控，更好从根本上减小地方债务这一灰犀牛风险。在以省为单位推进化债工作的背景下，全省整体再融资空间和地方政府调配资源的能力是我们做区域城投债分析时关注的重点之一，特殊再融资债空间较大的省份或有更多精力和资源用于地市甚至区县隐债化解，能够较好降低地区的偿债压力，利好当地的城投债，可对其短债主体资质适度下沉。

四、地方专项债支持的重点领域，与当前城投债募投方向有何差异？

从最近三年新增地方政府专项债券的用途情况来看，投向基建领域的新增专项债一直占比较高，包括交通基础设施、市政和产业园区基础设施等传统领域，以及保障性安居工程和卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业相关的基础设施建设等。专项债券对具有较为稳定预期收益的基建项目支持明显，其带动市场化配套融资以及撬动基建的作用持续凸显。

不过，从细分领域的占比变化趋势来看，近年来专项债的重点领域仍发生了一些明显改变。根据监管要求，土储专项债 2020 年和 2021 年均无新增，而投向农林水利、能源和城乡冷链物流等国家重大战略领域的专项债占比则显著上升。新增专项债券投向用途的变化趋势，一定程度上与政策鼓励扩大有效投资及稳增长的目标相匹配。

图 4 新增地方债投向占比变化情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚

与新增专项债的主要投向领域相匹配的是，用于项目建设的城投债资金投向基本与其一致。从 2021 年发行的城投债募集资金用途看，尽管在城投债融资环境整体偏紧以及债务滚动需求较大的背景下，城投债超过 85% 的募集资金用于偿还债务，用于项目建设的发行占比不足 10%，但其中用于保障性安居工程、标准厂房或产业园区基础设施、交通基础设施的项目占比超过一半。也就是说，在具体投向上，城投债项目与新增地方债用途基本一致。

根据前期国务院政策例行吹风会的介绍，2022 年专项债券支持的重点方向包括九个，分别是：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目，以及保障性安居工程；同时公布的专项债禁止投向负面清单则强调“严禁将专项债券用于各类楼堂馆所，形象工程、政绩工程，以及各

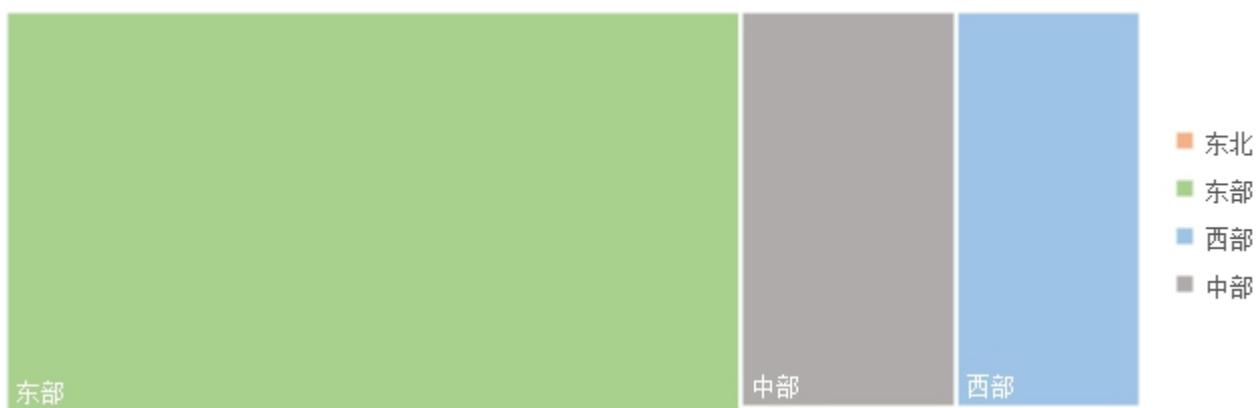
类非公益性资本支出项目，在高风险地区，债务风险指标相对高的地区，明确不得将专项债券用于非必需的建设项目”。总的来看，2022年，服务于产业和区域发展的重大基础设施项目投资规模和增速或将有一定提升。

此外，结合中央经济工作会议精神，考虑到2022年财政政策发力适当靠前，为满足稳增长等需求，今年基建投资规模或有所加大，用于项目建设的债券融资将有所提升，预计2022年用于项目建设的城投债也将有一定增幅。同时，中央经济工作会议明确提出“推进保障性住房建设”，且各地“十四五”规划中也频频强调市政设施改造，因此2022年用于此类项目的资金占比预计将有所增长。

五、地方专项债的额度分配倾斜与城投债融资的区域分布有何关联？

2021年，专项债分配已呈现出一定的东部倾斜特征；2021年底的国务院政策例行吹风会上再次强调，地方债额度向项目多、债务压力小的区域倾斜。这意味着，高风险地区，尤其是债务风险指标相对较高的区域，专项债券资金的可用额度或许偏小。结合上文的地方隐性债务分析和专项债资金投向要求，高风险地区的项目负面清单管理可能更加明确，具体项目储备、审核以及发行等环节或将面临更加严格的核查。因此，专项债的分配可能进一步向东部区域集中。

图 5 2021 年城投债发行量区域分布情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚

城投债方面，从2021年发行的城投债区域分布来看，东部地区的发行量占比约64.81%，

中部和西部地区的发行规模则分别占 18.57%和 16.10%。其中，东部省份以江苏、浙江、山东、广东为主，四省合计发行量在所有东部省份中占比超过 80%。

以发行主体家数计算，2021 年，全国城投债涉及发行主体共 2139 家，其中东部城投主体共计 1420 家，占比 66.39%；西部和中部省份发行主体明显少于东部，东北三省发行主体最少，仅 11 家。由此可见，高风险地区城投融资受到较大限制，这与专项债额度分配的优化思路一致。

从以往参与承接新增专项债项目的城投企业行政层级来看，区县级主体占比接近一半。我们注意到，这些行政层级偏低的城投企业在当地却往往有较高的区域重要性，且资质较好，因此承接了部分城乡建设、旧村改造、市政交通基建项目，以及产业园区配套建设等专项债项目实施工作。下面我们列举了部分承接专项债项目的城投主体。

表 1：部分承接专项债项目的城投企业及其债券估值²情况汇总

城投主体名称	所属省份	所属城市	所属区县	2020 年末资产规模	最新主体级别	公募债平均估值	私募债平均估值
成都市金牛城市建设投资经营集团有限公司	四川省	成都市	金牛区	379.98	AA+	3.55	4.02
嵊州市城市建设投资发展集团有限公司	浙江省	绍兴市	嵊州市	594.92	AA	3.73	4.14
海安城市动迁改造有限公司	江苏省	南通市	海安市	322.12	AA	3.95	4.55
芜湖市镜湖建设投资有限公司	安徽省	芜湖市	镜湖区	332.28	AA	4.21	4.40
长沙市望城区城市建设投资集团有限公司	湖南省	长沙市	望城区	329.70	AA+	3.70	3.74
温州市瓯海新城建设集团有限公司	浙江省	温州市	瓯海区	434.13	AA	2.99	3.58
长沙开福城市建设投资有限公司	湖南省	长沙市	开福区	160.86	AA	2.96	3.48
南京市高淳区建设发展集团有限公司	江苏省	南京市	高淳区	321.66	AA	2.94	3.57
周口市投资集团有限公司	河南省	周口市	-	399.57	AA	4.26	4.16

数据来源：Wind，东方金诚

数据显示，该类主体多数行政级别和评级结果较低，大部分债券估值较高，尤其私募债平均估值更高，因此，这些承接专项债项目的发债城投企业债券，或许暗藏着投资机遇。

总的来看，在部门协同监管加强以及预算约束和政府投资项目管理强化的预期下，2022 年新增专项债的额度预计将进一步向债务风险较低、重点项目较多的东部区域集中。与此同时，财政实力较强的东部省份城投债融资预计将保持较大规模。考虑到部分城投企业参与承

² 个券中债估值日期为 2022 年 3 月 1 日算术平均值，其中剔除永续债及无中债估值个券。

接地方政府新增专项债项目，结合专项债管理要求来判断，这类城投通常区域重要性较高，资质较强，因此融资来源预计更加便利多元，再融资风险较小。后续可密切关注政策走向，进一步挖掘承接专项债项目的城投企业债券投资机遇，在债务压力较小的中东部区域进行适度资质下沉。

附表 1：2021 年各省政府债务额度剩余情况（单位：亿元）

	2021 年政府债务限额	2021 年政府债务余额	债务限额-债务余额
北京市	11277.4	8770.8	2506.6
天津市	7969.1	7882.0	87.1
河北省	14842.1	13226.5	1615.7
山西省	5677.0	5413.7	263.3
内蒙古*	9490.2	8896.7	593.5
辽宁省	8710.4	7883.0	827.3
大连市	2554.1	2369.5	184.6
吉林省*	6660.1	6259.3	400.8
黑龙江省	6662.2	6534.5	127.7
上海市	10603.1	7356.8	3246.3
江苏省	20823.1	18963.8	1859.4
浙江省	15300.0	14878.2	421.8
宁波市	2733.4	2548.7	184.7
安徽省	12548.0	11576.3	971.7
福建省	9754.2	8665.3	1088.9
厦门市	1534.0	1426.2	107.8
江西省	10041.4	9013.3	1028.1
山东省	18277.3	17433.2	844.1
青岛市	2866.3	2559.1	307.2
河南省	14259.0	12369.2	1889.8
湖北省	12538.3	11932.2	606.1
湖南省	13838.9	13605.4	233.5
广东省	20018.9	18694.9	1324.0
深圳市	1626.2	1420.0	206.2
广西	9057.3	8560.7	496.5
海南省	3257.4	3007.9	249.5
重庆市	8903.4	8609.5	293.9
四川省	16293.0	15237.5	1055.5
贵州省	12365.4	11873.9	491.4
云南省	12260.0	10982.0	1278.0
西藏	554.3	495.7	58.6
陕西省	9578.2	8687.5	890.6
甘肃省	5221.8	4896.1	325.7
青海省	3074.7	2787.2	287.5
宁夏	2148.9	1922.2	226.7
新疆	7167.6	6633.3	534.3

资料来源：各省财政厅，东方金诚整理

注：截至 2022 年 2 月 9 日，内蒙古和吉林暂未披露 2021 年政府债务限额，“*”表示债务限额为“2020 年债务限额+2021 年新增债务限额”计算得出。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。