

固定收益研究/动态点评

2019年03月17日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

肖乐鸣
联系人 xiaoleming@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：亨通转债：光通信龙头到来！》2019.03
- 2《固定收益研究：长信转债：柔屏若展，成长自来》2019.03
- 3《固定收益研究：通威转债：饲料龙头，光伏新秀》2019.03

从债务平滑方案看隐性债务化解

核心观点

隐性债务的本质是违反新预算法的变相、甚至违规举债。实际操作中可能是按照公益性原则、实质性原则，穿透式认定，与城投债务关联度较高。我们分析隐性债务的规模可能超过 40 万亿，大于发债城投公司有息债务规模。隐性债务化解主要依靠经营收入、土地出让和部分地方政府收入，在看好长期偿债能力的情况下，金融机构愿意提供债务平滑机制，平滑偿债高峰。以镇江为例，化债试点方案显著降低了地区平台的利差。但隐性债务的体量主要集中在地市级，对更低层级的发债平台利好不足，建议不可盲目资质下沉。后续建议观察隐性债务认定尺度和试点推广情况。

隐性债务的本质和认定范围

隐性债务的本质是违反新预算法的变相、甚至违规举债。根据陕西省略阳县财政局《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》，隐性债务是指 2015 年 1 月至 2018 年 8 月期间新增的政府具有直接偿债责任的各类债务。实际操作中可能是按照公益性原则、实质性原则，穿透式认定。因此，城投公司的存续债务大部分都可能被认定为隐性债务。城投公司上报隐性债务的积极性强，也导致隐性债务与城投债务关联度高。

隐性债务的规模分析

经过我们的分析，隐性债务的规模可能超过 40 万亿。将发债城投公司有息债务作为隐性债务的参考标准，这一部分在 2018 年 6 月末体量为 31.3 万亿。而隐性债务的规模很可能大于发债城投公司有息债务规模，由此预测隐性债务。根据衡阳市 2018 年预算执行报告，对照来看实际隐性债务认定的结果，全市口径或市本级口径，衡阳市隐性债务规模都大于发债的城投有息债务。后续我们也会持续跟踪披露隐性债务的地区数据。

隐性债务化解方案简析

隐性债务化解的原则是，坚决不允许发生新增隐性债务，同时要求稳妥化解存量隐性债务。化债的基本思路，长期靠财政、土地和经营，短期依靠借新还旧、展期，以及压减支出。政府不太可能重新提供政府债务置换，实际执行上，隐性债务化解限期可能较长，依赖市场化手段化解。隐性债务的实际到期节奏快于限期，低等级城投偿债压力尤其大，呼唤债务平滑机制。

金融机构自发性的债务平滑可能成为隐性债务化解的重要手段

债务平滑机制是指将短期限、高成本的债务，置换为长期限、低成本的债务，有利于城投平台降低融资成本，平滑债务期限结构，化解债务到期高峰。在看好长期偿债能力的情况下，银行等金融机构愿意给予一个长期限、低利率的信贷，置换到期隐性债务，帮助城投企业平滑渡过偿债高峰。

关注政策边际变化对城投债择券的影响

从发行利率、成交活跃度来看，镇江的隐性债务化解试点方案部分改变了投资者的预期，直接降低了地区中平台的利差。截至目前隐性债务化解方案试点方案，都以地方政府债务负担比较重的地市级为主，后续可能存在的变量一是隐性债务认定的尺度，二是金融机构提供的置换贷款是否能形成合力，推广到更大范围，以及监管口径对于债务平滑贷款的引导都会成为重要的影响因素。由于隐性债务的体量主要集中在地市级，更低层级的发债平台可能受到隐性债务认定和化解的利好显得不足，我们建议不可盲目资质下沉。

风险提示：化债试点推广进度不如预期、监管对债务平滑机制态度不确定

隐性债务的本质和认定范围

隐性债务的本质是违反新预算法的变相、甚至违规举债。由于事权与财权不匹配，地方政府债务问题由来已久。2015 年 1 月 1 日新预算法实施后，地方政府举债的唯一合法方式就是发行地方政府债券（一般债券、专项债券），但是地方政府通过 PPP 或购买服务等方式变相融资的行为仍然存在。政府层面从 2015 年开始屡次发文遏制违规举债行为和这部分债务规模增加，但是由于城投平台针对公益性项目的融资需求仍存，这部分债务体量持续增长。2018 年两会，政府工作报告特别强调了“防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保行为，积极稳妥处置存量债务，健全规范的地方政府举债融资机制”。之后陆续下发了《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），文章并未公开，但是从部分地方政府的文件可见一斑。

根据陕西省略阳县财政局《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》，隐性债务是指 2015 年 1 月至 2018 年 8 月期间新增的政府具有直接偿债责任的各类债务。按照本通知，隐性债务包括政府直接承担偿债责任的各类融资贷款、担保贷款、约期股权回购和政府购买服务增加政府支出责任、拖欠工程款等新增的政府债务。从 2018 年 8 月下旬起，国家审计署全面开启地方政府隐性债务审计工作。随后，财政部陆续下发了《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等配套文件。从现在的落实情况来看，2018 年下半年经过多轮申报和审核，目前某些基层平台每月都会上报和统计。

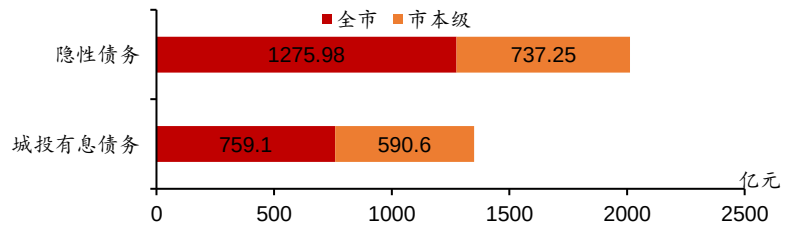
实际操作中，隐性债务可能是按照公益性原则、实质性原则，穿透式认定。隐性债务实质上是财政资金投入相对于政府性项目投资需求的缺口。从资金用途的角度考虑，城投公司的主要投资项目，如棚改、扶贫、土地整理、基建、轨道交通都属于广义的公益性项目，收益和现金流无法覆盖投入。为公益性项目投资举借的债务，都可能被认定为隐性债务。根据实质性原则，除了能直接对应到公益性项目的融资，由于公益性项目融资到期滚续，产生的衍生债务本息，也应该穿透式认定为隐性债务。从这个角度考虑，城投公司的存续债务大部分都可能被认定为隐性债务。2015 年 1 月至 2018 年 8 月，除城投公司经营性质项目对应的债务，城投公司的负债主要源于公益性项目投资，如果以公益性原则和实质性原则穿透认定，主要存续债务都属于隐性债务范畴。

城投公司上报隐性债务的积极性强，也导致隐性债务与城投债务关联度高。2015 年以来，50 号文、87 号文、23 号文、194 号文等一系列监管文件，建立了对地方违规融资的问责机制。我们认为，在此驱动下城投公司将采取能报则报的态度，尽可能将存量债务上报为隐性债务，避免承担瞒报漏报的责任。

隐性债务的规模分析

经过我们的分析，隐性债务的规模可能超过 40 万亿。将城投公司发债企业有息债务作为隐性债务的参考标准，这一部分在 2018 年 6 月末，体量在 31.3 万亿，其中包含了部分经营性借款和非隐性债务，但是这部分体量可能较小。另外除了发债主体的有息债务，城投公司可能还存在一些不反应在有息债务科目的债权类融资，政府和社会资本合作（PPP）造成的隐性债务也未完全体现在城投有息债务的范畴之内，另外考虑到还会有一些城投平台没有发过债和信息披露，这一部分可能也会有隐性债务。

根据衡阳市 2018 年预算执行报告，对照来看实际隐性债务认定的结果。2019 年 3 月湖南省衡阳市发布了 2018 年预算执行报告。2018 年底，全市全口径债务余额 2093.82 亿元，其中：政府债务 516.62 亿元，隐性债务 1275.98 亿元，其他需要关注类债务 301.22 亿元。市本级全口径债务余额 1261.59 亿元，其中：政府债务 306.24 亿元，隐性债务 737.25 亿元，其他需要关注类债务 218.1 亿元。

图表1： 衡阳市隐性债务规模超过城投有息债务规模

资料来源：衡阳市政府官网、Wind、华泰证券研究所

不论是全市口径或者市本级口径，衡阳市隐性债务规模都大于发债的城投有息债务。由于当前公布 2018 年底隐性债务规模的地市仅衡阳市，很难就城投有息债务与隐性债务规模的比例关系进行精确统计，后续华泰固收团队也会持续跟踪披露隐性债务的地区数据。

隐性债务化解方案简析

隐性债务化解的原则是，坚决不允许发生新增隐性债务，同时要求稳妥化解存量隐性债务。财政部部长刘昆在 2019 年两会记者会上表示，已经采取严格措施，不允许发生新的隐性债务，对各地财政包括融资平台公司进行监控，发现新增隐性债务马上问责，对存量债务要求稳妥解决。

化债的基本思路，长期靠财政、土地和经营，短期依靠借新还旧、展期，以及压减支出。根据略阳县财政局相关通知，隐性债务化解可以分为六种方法。其中，财政资金偿还，包括土地出让资金的倾斜，可能是中长期最终化解隐性债务问题的主要办法，**政府也绝对不会像 2015 年的时候提供政府债务置换**；而短期来看，借新还旧、展期增加资金来源，以及湖南城投平台“停、缓、调、撤”压减支出，可能是保障流动性安全的重要手段。其他的化解方法，如出让股权、资产权益，利用经营性收入偿还，转化为经营性债务以及破产，都存在操作难度大、可行性不足的问题。

图表2： 六种隐性债务化解方法

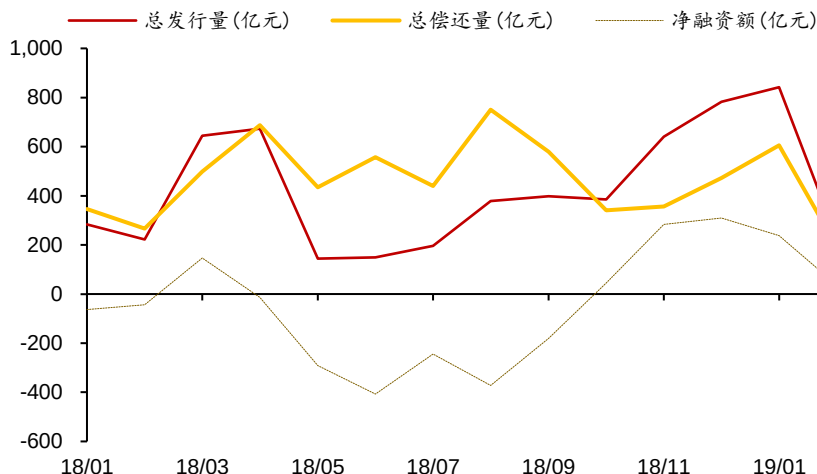
隐性债务化解方法	具体操作
安排财政资金偿还	计划安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还的债务规模
出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还	计划通过出让相关股权取得收益偿还的债务规模
利用项目结转资金、经营收入偿还	计划由企事业单位利用项目结转资金、经营收入偿还（不含财政补助资金）的债务规模
合规转化为企业经营性债务	计划将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务的规模
借新还旧、展期等	计划由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期等方式偿还的债务规模
破产重整或清算	计划对债务单位进行破产重整，并按照公司法等法律法规进行清算，相应化解的债务规模

资料来源：陕西省略阳县政府官网、华泰证券研究所

实际执行上，隐性债务化解限期可能较长，主要依赖市场化手段化解。根据陕西省略阳县、石泉县，江苏省兴化市大邹镇化解隐性债务的相关表格，化债限期都为 2029 年，我们由此推测财政部规定的化解期限为 10 年以内。以 10 年为周期进行化解，实质上放缓了节奏，降低了债务化解的压力，每年化解比例仅为 10% 左右。实际的化解方案，可能还是依靠各级平台的经营性收入、土地出让收入和部分地方政府收入，主要依靠市场化的手段化解，这一点和 2015 年的地方政府债务置换有本质区别。

隐性债务的实际到期节奏快于限期，低等级城投偿债压力尤其大，呼唤债务平滑机制。然而从实际情况来看，隐性债务到期的节奏可能快于规定的限期。如城投债未来一年到期（包括行权）的规模达到 19133.7 亿元，占城投债存量的 24.7%；其他类型的有息债务如非标，成本较高，城投公司本身有终止意愿，实际期限也较短。银行贷款中，流贷占比较高，期限同样较短。低等级城投债券融资尤为困难，如果净融资能力无法恢复，借新还旧可能也无法覆盖到期规模，需要债务平滑机制，以时间换空间，缓解偿债压力。

图 3：2018 年以来 AA 城投净融资额总体为负



资料来源：Wind、华泰证券研究所

金融机构自发性的债务平滑可能成为隐性债务化解的重要手段

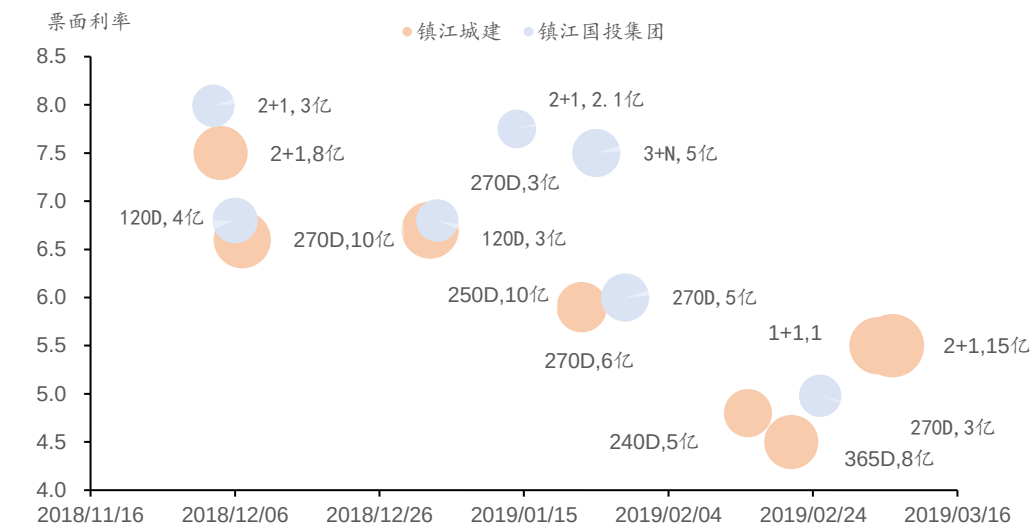
债务平滑机制是指将短期限、高成本的债务，置换为长期限、低成本的债务，有利于城投平台降低融资成本，平滑债务期限结构，化解债务到期高峰。当前隐性债务的症结在于时间与空间的矛盾，一方面从长期、整体的视角来看，地方财政、土地出让和经营性收入对隐性债务的覆盖能力较强；另一方面，从短期、局部的视角来看，部分地区面临偿债高峰，存在一定的流动性风险。

在看好长期偿债能力的情况下，银行等金融机构愿意给予一个长期限、低利率的信贷，置换到期隐性债务，帮助城投企业平滑渡过偿债高峰。金融机构自发的债务平滑，显著降低了隐性债务风险，成为隐性债务化解的重要手段。但作为市场化行为，债务平滑在置换债务性质、贷款用途和资产抵质押上可能有一定要求。如置换债务必须已纳入隐性债务，贷款用途须为偿还隐性债务，不得挪作他用，还要求一定的资产抵质押。从现在的调研情况上来看，江苏、湖南等地都有各级银行达成初步意向，其中以镇江和国开行达成的债务置换贷款影响最大。

根据财新报道，镇江市隐性债务化解方案是国开行针对镇江市投入到公益项目的隐性债务进行置换，持续两年，每年置换 200 个亿，利率为基准上浮 10%，期限较长。在此基础上，其他银行有望跟进和效仿，增加债务化解贷款的规模。

关注政策边际变化对城投债择券的影响

从发行利率、成交活跃度来看，镇江的隐性债务化解试点方案部分改变了投资者的预期，直接降低了地区中平台的利差。以镇江为例，尽管仍未公开披露，但隐性债务化解方案的推进实质上有利于降低地区债务风险，缓解投资者担忧。自 2019 年 1 月以来，镇江市城投平台融资成本显著下降，同期限新发债券票面利率下降 200-300BP。

图表4： 2019 年以来镇江市城投企业发债成本显著下降

资料来源：Wind、华泰证券研究所

隐性债务化解方案推进实质上有利于降低地区债务风险，缓解投资者情绪。若现有的试点方案能顺利推行，对该地区的融资成本有直接降低，长短期债务结构有所改善，直接缓解到期压力，有利于当地融资成本的降低和隐性债务的化解。

分析目前为止的隐性债务化解方案试点方案，都以地方政府债务负担比较重的地市级为主，后续可能存在的变量一是**隐性债务认定的尺度**，由于各个平台和地区上报隐性债务的差异性，各个平台上报的口径并不相同，各平台的隐性债务上报和认定的情况可能需要通过实际调研得出，发债的城投平台是否能通过隐性债务认定和债务平滑缓解到期压力的程度不同；二是**金融机构提供的置换贷款是否能形成合力，推广到更大范围**，以及监管口径对于债务平滑贷款的引导都会成为重要的影响因素。我们将持续关注政策的边际变化，如借新还旧的债务是否可纳入隐性债务范畴，也会重点关注置换类信贷的投放和落地情况。

由于隐性债务的体量主要集中在地市级，更低层级的发债平台可能受到隐性债务认定和化解的利好显得不足，我们建议**不可盲目资质下沉**，回归基本面分析，注重城投平台的行政序列和经营情况，精细化城投平台的项目分析。另外，由于城投非标、融资租赁逾期、展期的传闻时有发生。私募含权债信息披露较少，造成影响有限，可能遇到“被协商”不能行权的情况，仍然建议投资者在选择私募品种的时候更加谨慎。

风险提示：

化债试点推广进度不如预期。隐性债务化解方案尚未公开披露，试点推广情况可能不如预期，导致对整体隐性债务问题的缓解能力有限。

监管对债务平滑机制态度不确定。监管对债务平滑机制尚无明确表态，其引导态度可能决定置换类信贷的投放规模和普及程度。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com