

富荣固收：地方政府隐性债务化解的思考

上周回顾：

央行累计开展 500 亿元逆回购操作，有 400 亿元逆回购到期，实现净投放 100 亿元。全周 1Y、5Y、10Y 国债收益率分别变动-5.74BP、-4.19BP、-2.46BP，10-1Y 国债利差走阔 3BP 至 62BP，10-1Y 国开债利差持平在 78BP。信用债收益率走势分化，3 年期城投债变化 -2.04BP 至 0.96BP，其中 AAA 与 AA+ 品种收益率下行、AA 上行，3 年期中短票变动-5.88BP 至-1.89BP。上周主要股票指数全面下跌，中证转债下行。上周上证指数累计下跌 1.63%，收于 3521.26 点，创业板指上涨 0.73% 收于 3119.41 点。中证转债指数下跌 1.24%，收于 429.28 点，上周后两个交易日下行幅度较大。其他资产方面，在岸人民币对美元贬值 0.11% 收于 6.3528，伦敦金现下跌 1.77% 至 1822.39 美元/盎司，标普 500 指数下跌 0.30%，布伦特原油上涨 5.27% 至 86.06 美元/桶，LME 铜上涨 2.97% 至 9900 美元/吨，10 年美债收益率下行 1BP 收于 1.7%。

专题：地方政府隐性债务化解的思考

1、财政部文件提出六项化债方式，包括财政资金偿还、资产处置、项目收益偿还、转经营性债务、债务重组和破产清算。其中财政资金偿还包括压缩财政支出、盘活存量资金、统筹专项资金等。资产处置具体方法包括出让部分政府股权、实物变现等。转经营性债务包括促进城投转型，通过可产生稳定现金流的经营性项目运营偿还。债务重组包括债务置换、展期等缓解短期债务压力。除财政部提供的六类化债方式外，目前地方政府多采取政府主导成立地方信用保障基金，设立偿债资金池等方式化解债务压力。

2、对于上述各途径，保障基金、偿债资金池等规模多不大，适合针对资质弱的主体进行短

期周转的救急。平台运营产业类项目收益无法满足债务资金需求，目前多数城投尤其是区县级平台，除房地产外主要经营性业务为砂石销售、贸易等，盈利较薄弱，对债务利息尤其是本金的覆盖不足；此外经营性业务对于人员专业素质有一定要求，发达地区或者有区域特色产业的平台更适合此方式。同时，政府性债务化解很大程度依赖土地出让金解决，房地产政策趋严，对于债务高企的三四线城市，土地出让存在不确定性；部分地区对土地出让收入依赖过高，债务偿还与土地市场高度绑定。

3、具体到考察单个主体、某个地区的化解安排时，从短期和长期来看，短期应更侧重现金流方面，包括到期和回售的集中度、除票面利率外的实际融资成本、真实利息支出规模等。长期则要关注产业发展、资金使用效率、举债与项目投入和盈利周期的匹配，减少以债养债的依赖性。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。