

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

稀释债务到期压力，间接支持新增地方债市场运作 ——再融资地方债市场运行思考

摘要

再融资地方债具有延缓到期债务压力、维护地方政府债务运作稳定的成效。自2018年启幕以来，我国再融资地方债发行额实现波动增长，背后有政策、市场等因素驱动。（1）政策支持：2016年《地方政府一般债务预算管理办法》《地方政府专项债务预算管理办法》分别支持一般债本金、专项债本金通过发行一般债、专项债偿还，为再融资地方债发展提供了政策基础。2018年以来，财政部陆续发布包括《地方政府债券发行管理办法》等政策，强调再融资发行不得超限等要求。（2）市场需求支撑：当前形势下，面对趋于增长的地方债到期压力，地方政府发行再融资地方债有助于缓和此压力。

我国再融资地方债发行实践呈现以下特征。（1）规模特征：2018年以来发行额波动增长，与地方债到期额变化关系密切。2022年前2月发行1283.38亿元，同比下降69.30%，或因2021年中央提前下达新增地方债限额时间相比往年较晚、2022年前2月地方债到期金额同比下降。（2）区域分布：呈现梯度差异，绝大部分区域再融资地方债发行额与到期金额明显相关。（3）券种构成：近两年一般债到期压力高于专项债，因而再融资一般债发行额较大，未来年份一般债、专项债到期额将有所波动，部分年份专项债到期额高于一般债，再融资地方债发行券种结构或将随之变化。（4）期限结构：2020年以来再融资地方债发行期限结构覆盖短、中、长期，集中于7/5/10年期，有利于稀释、分散短期流动性压力。（5）资金用途：部分案例用于“偿还存量债务”的提法，或意味着再融资地方债用于化解隐性负债的渠道打开。

展望未来，地方债到期压力仍将提升，再融资地方债发行市场需求仍有空间。我国还需适度支持再融资地方债市场发展，以便在缓和地方债到期压力，防控地方债偿债风险的同时，间接支持新增地方债市场稳定发展，服务国民经济稳增长大局。

相关研究报告：

- 1.《绿色地方政府债券市场运行初探》，2021.3.1
- 2.《2021年度地方债市场运行分析与展望》，2021.1.28
- 3.《地方政府专项债市场加强监管规范——政策背景及其要点述评》，2021.11.23
- 4.《中国计划单列市地方债市场运行比较》，2021.10.22
- 5.《上半年地方债发行市场怎么看？》，2020.06.30

一、再融资地方债市场兴起环境分析——从政策与市场角度

再融资地方政府债券是2018年以来我国地方政府债券市场发行的一类细分券种，其通过“以新债还旧债”实现债务滚续，具有延缓到期债务压力、维护地方政府债务运作稳定的功效。其中，2018、2019年我国累计发行再融资地方债与地方政府置换债33010亿元，2020、2021年我国累计发行再融资地方债50102.48亿元。我国再融资地方债市场的发展，背后有政策、市场等方面因素驱动。

（一）政策支持

本文认为，再融资地方债的政策基础至少可以追溯到2016年。2016年11月出台的《地方政府一般债务预算管理办法》规定，“一般债务本金通过一般公共预算收入（包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金）、发行一般债券等偿还”，但“一般债务利息通过一般公共预算收入（包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金）等偿还，不得通过发行一般债券偿还”；《地方政府专项债务预算管理办法》规定，“专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还”，但“专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还”。

但再融资地方债市场自2018年兴起，背后仍以政策因素为支撑。2018年，地方政府置换债券大规模发行阶段进入尾声。随着地方政府债券到期压力增长，财政部启动再融资债券市场运行。2018年，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》指出，“发行地方政府债券偿还到期地方政府债券的，如债券到期时库款比较充裕，在严格保障财政支付需要的前提下，地方财政部门可使用库款垫付还本资金。待债券发行后，及时将资金回补国库”，表明了财政部对于地方政府发行再融资债券的支持态度。

到2019年4月，财政部发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》指出，“对于再融资债券，如债券到期时库款比较充裕，在不突破再融资债券发行规模上限且严格保障财政支付需要的前提下，地方财政部门可使用库款支付还本资金，待债券发行后及时回补库款”。财政部在政策文件中明确提出了“再融资债券”的提法，该政策明确了地方政府发行再融资债券不低于上限且严格保障财政支付需要的要求，意味着财政部针对再融资债券加强限额管理，防范风险的目的凸显。

2020年12月，财政部发布《地方政府债券发行管理办法》，对债务发行额度和期限、信用评级和信息披露、债券发行与托管、相关机构职责等进行规定，明确地方财政部门应当在国务院批准的分地区限额内发行地方政府债券。新增债券、再融资债券、置换债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限。该条内容重申了以往政策，体现了再融资政策管理的稳定性和连续性。

（二）市场需求

2018年以来，历年地方债到期压力显著增加，2018年地方债到期金额同比增长247.46%，随后保持逐年递增，其中，2019至2021年各年地方债到期额同比增速为28.47%至57.75%不等，2022年增速放缓至3.81%。与地方债

利息到期不同，地方债本金到期压力显著较大。例如，2021年、2022年地方债本金到期金额分别为26654.26亿元、27670.98亿元，而截至2021年初的存量地方债年付利息约为8900多亿元，截至2022年初的存量地方债年付利息约为10600余亿元。

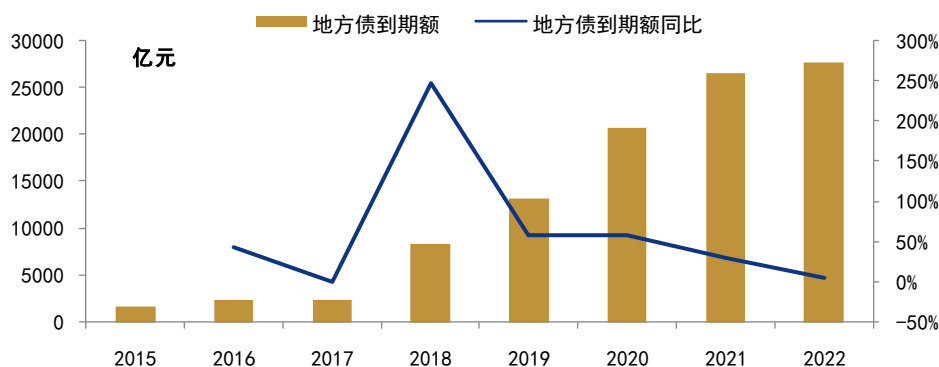


图 1：近年地方债到期压力变化

注：未排查提前还本等特殊情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 2 参考地方债管理制度（专项债券本息由政府性基金收入、项目专项收入偿还，一般债券本息由一般公共预算收入偿还），描述了近期地方政府财力对地方债到期额的覆盖情况。其中，2018年以来，历年地方一般公共预算收入对当年一般债券到期本金的覆盖倍数逐年递减，历年地方政府性基金预算收入对当年专项债到期本金的覆盖倍数同样逐年递减，这反映了近年地方一般公共预算收入、政府性基金预算收入财力增长相对滞后于一般债、专项债到期金额增长，进而从偿债资金保障的角度反映了近年地方债到期压力提升的事实。

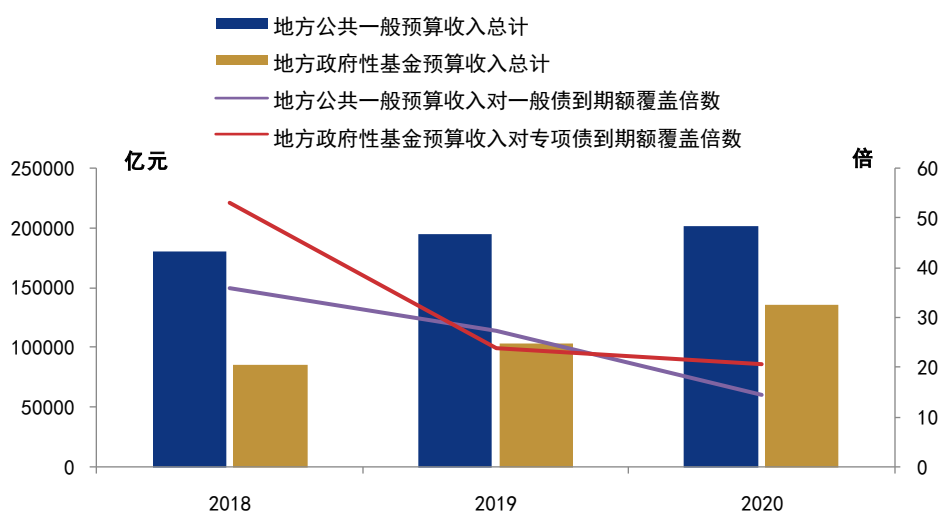


图 2：历年地方政府财力对地方债到期金额覆盖倍数变化

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

再从金融界普遍使用的政府债务率指标来看，图3显示，2018年以来，我国宏观经济增速趋缓、新冠肺炎疫情冲击、复杂国际局势等环境下，我国持续实施以减税降费等为重点的积极财政政策，财政收支面临紧平衡压力的局面下，地方政府负债率在安全可控范围内（表现为地方债余额控制在限额以内、负债率低于警戒线两个方面）呈现逐年缓增。

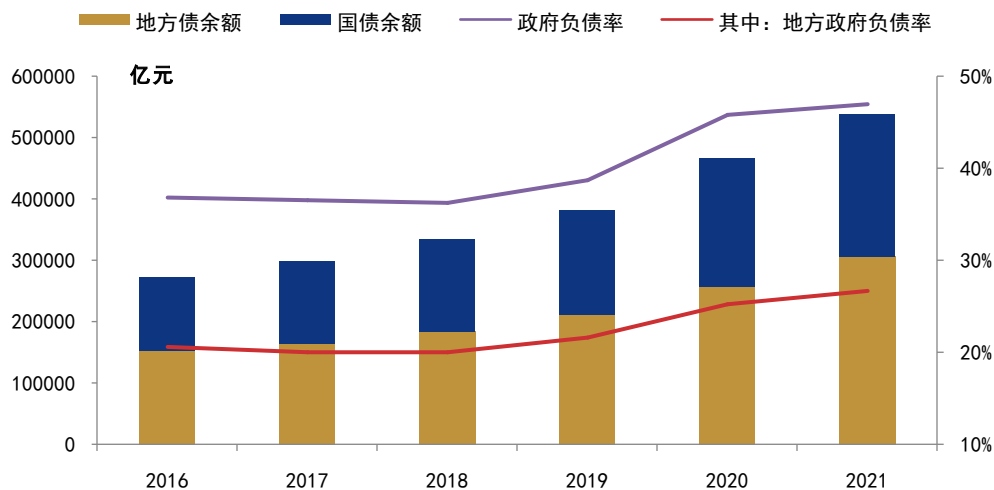


图3：历年我国政府/地方政府负债率变化

注：政府负债率=（当年末国债余额+当年末地方债余额）/当年GDP，地方政府负债率=当年末地方债余额/当年GDP。

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

综上所述，在宏观经济面临稳增长压力、财政收支紧平衡等环境下，面对不断增长的地方债到期压力，地方政府通过发行再融资地方债券一定程度上有利于缓和债务压力，而近年地方政府再融资债券发行市场跟随地方债到期额增长而波动增长的现实情况，则事实上体现了各地方政府缓和债务压力之需。

二、再融资债券运行概况

（一）总体融资额呈现波浪式增长，与地方债到期金额变化密切相关

顺应再融资地方债发行政策导向与市场需求，2018、2019年我国地方政府分别发行再融资债券与置换债券19947亿元、13063亿元；2020、2021年分别发行再融资债券18913.27亿元、31189.21亿元，再融资地方债发行规模变化总体上以上升态势为主。2022年前2月，再融资地方债发行1283.38亿元，同比下降69.30%，其原因可能与2021年中央提前下达新增地方债限额的时间相比往年较晚，以及地方债到期金额变化（2021年前2月地方债到期额627.47亿元、2022年前2月则为393亿元）有关。

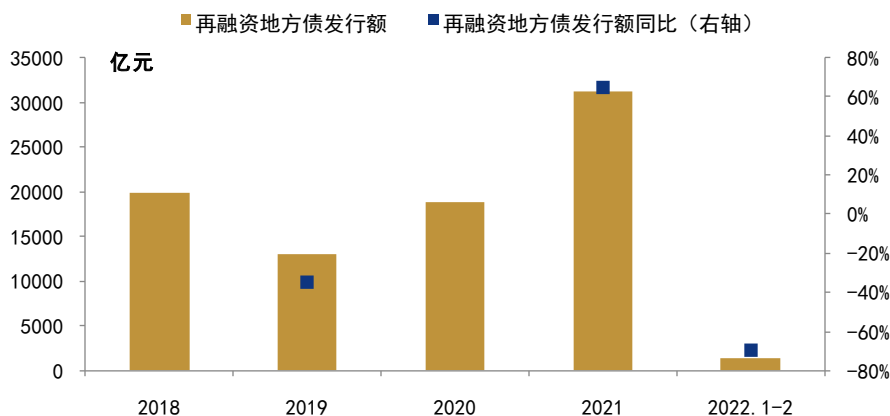


图 4：近年再融资地方债（2018、2019 年含置换债）发行额变化

注：受数据来源影响，2018、2019 年统计均含再融资地方债、地方政府置换债，其余年份仅统计再融资地方债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图 4 表明，再融资地方债发行额明显呈现波动性变化且以增长为主，而这与历年我国地方债到期金额变化有着密切联系。2018-2021 年，历年地方债到期金额呈现逐年递增态势，地方政府偿债负担随之逐年增长，客观推动再融资地方债发行需求加大，其中，2020 年度地方债到期额为 20746.90 亿元，再融资地方债发行额（18913.27 亿元）能覆盖 91.16% 的地方债到期额；2021 年度地方债到期额为 26654.26 亿元，再融资地方债发行额（31189.21 亿元）对地方债到期额的覆盖率达到 117.01%。

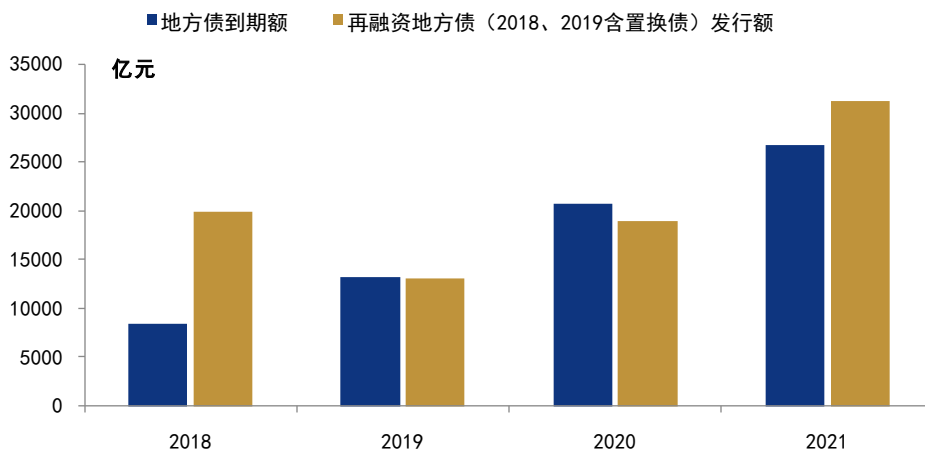


图 5：地方债到期额与再融资地方债发行额匹配情况

注：2018、2019 年再融资地方债与地方政府置换债合并统计，其余年份再融资地方债发行额不含置换债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）各地区发行规模呈现梯度差异，绝大部分区域再融资券发行额与到期金额密切相关

从区域分布来看，图6、图7关于2020年、2021年各地方政府发行再融资债券与当年地方债到期金额具有较为明显的相关性。其中，2020年发行再融资债券金额以江苏、贵州、四川、山东、辽宁、湖南等地居多，当前地方债到期金额也以这些地区居前。2021年发行再融资地方债以广东、北京、山东、江苏、贵州、辽宁等地居多，上述六地除北京外，其他地区地方债到期金额居于全国前列。2021年北京市到期地方债约为580.86亿元，再融资地方债发行额约为2295.57元，可能与图8所示2022年及后北京地方债到期压力增长有关。

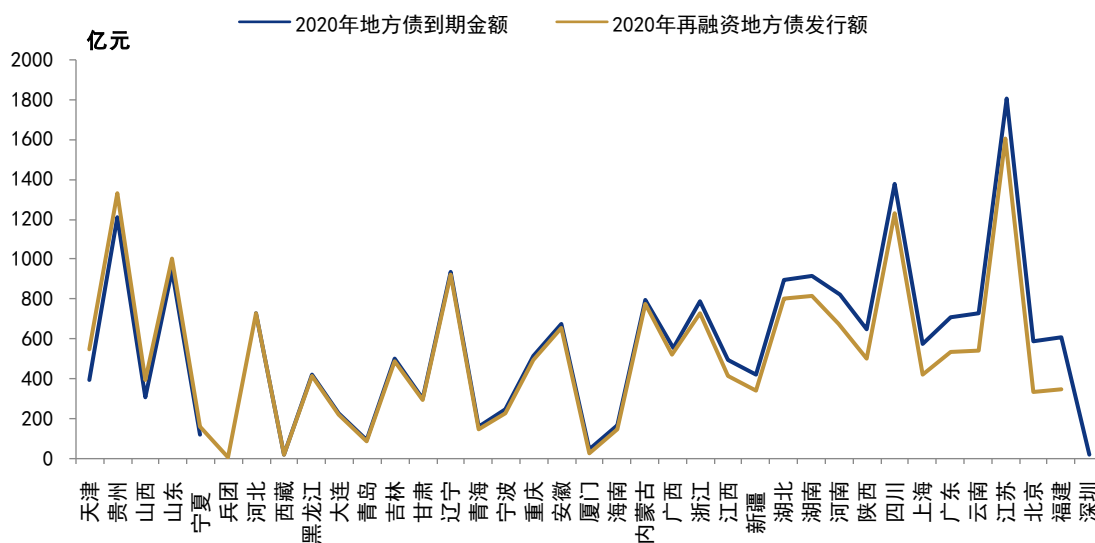


图6：2020年度各地再融资地方债发行额与当年到期金额比较

注：地方债到期额均未排查提前还本等特殊情况；兵团系新疆生产建设兵团简称，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

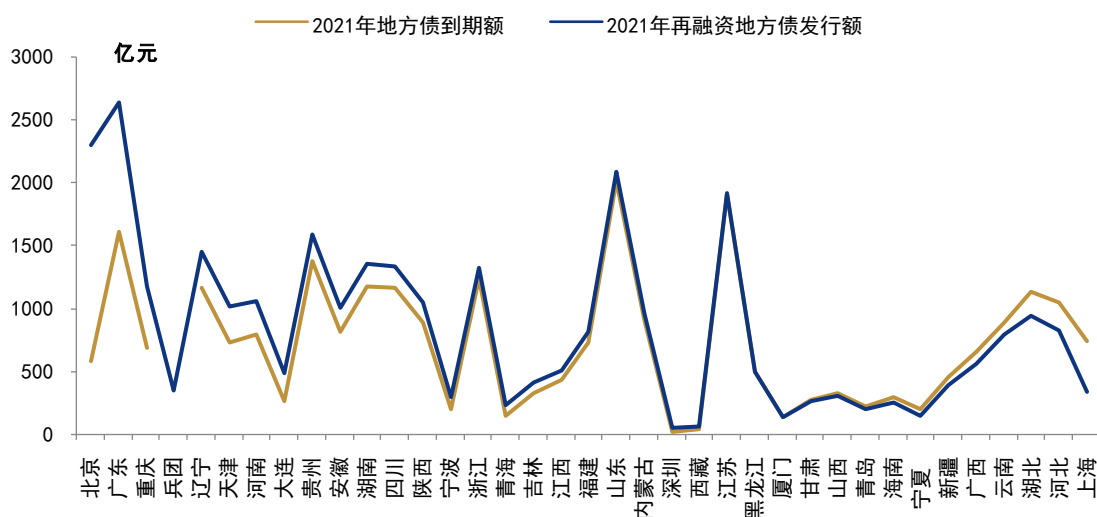


图7：2021年度各地再融资地方债发行额与当年到期金额比较

注：地方债到期额均未排查提前还本等特殊情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

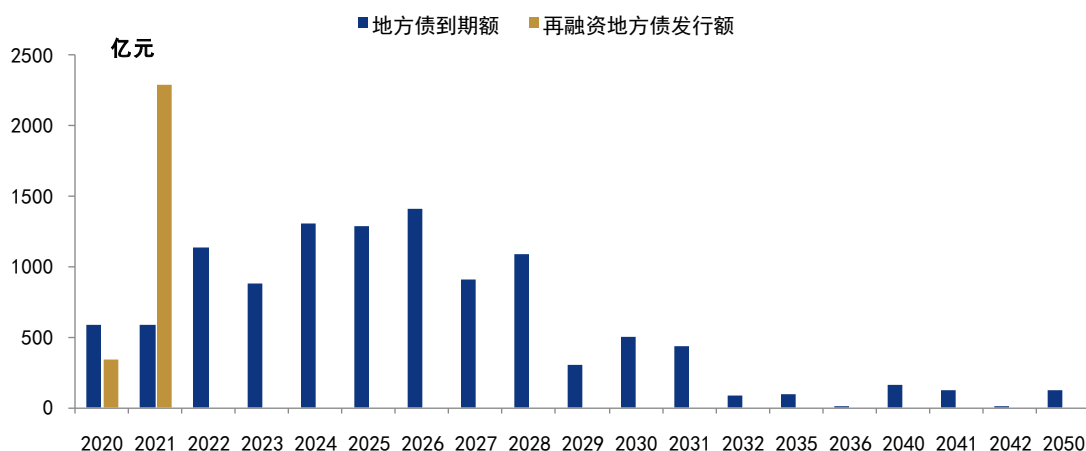


图 8: 近期北京市地方债到期额、再融资地方债发行额变化

注：地方债到期额均未排查提前还本等特殊情况；2022年及其后到期额统计参考2021年底地方债存量，以及2022年初至3月11日发行地方债情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(三) 现状再融资一般债发行额相对较高，未来再融资专项债或成发行主力

从券种分布来看，近两年一般债券到期压力相对高于专项债，再融资一般债券发行金额也相应较大。例如，2021年发行再融资一般债券、再融资专项债券分别为17803.72亿元、13385.49亿元，当年到期一般债券、专项债券金额分别为17803.72亿元、14341.67亿元。

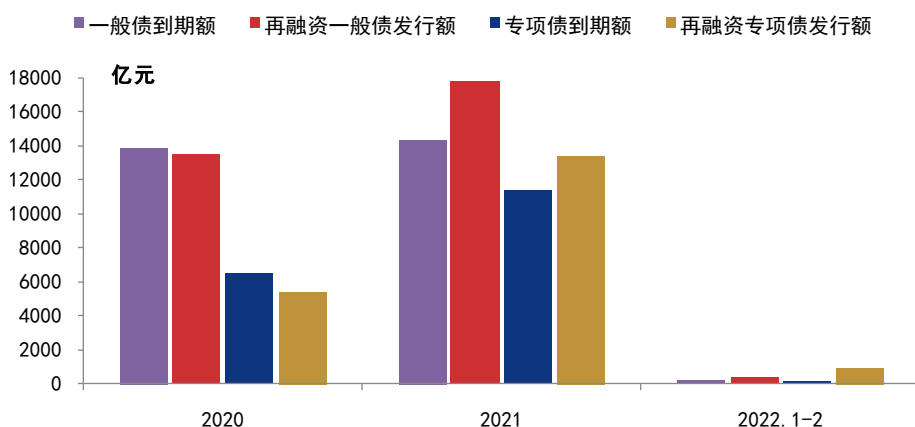


图 9: 历年各类地方债到期压力与再融资地方债发行情况比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

展望“十四五”时期，在不考虑2022年3月11日考察日之后新发行地方债的前提下，以到期额反映的专项债偿债压力将于2023、2024年迎来高峰，进而推动地方政府发行再融资专项债意愿增浓。展望未来10年，在不考虑

考察日之后新发行地方债的前提下，全国专项债、一般债到期压力将呈现波动趋缓，客观上可能推动地这两大再融资地方债发行额呈现类似变化。

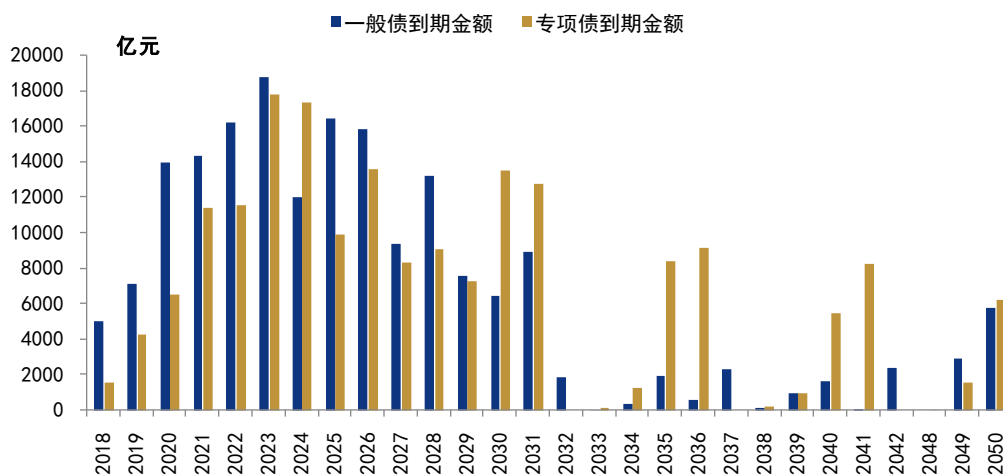


图 10: 一般债、专项债到期压力变化

注：一般债、专项债到期额均未排查提前还本等特殊情况；2022年及其后到期额统计参考2021年底地方债存量，以及2022年初至3月11日发行地方债情况。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）期限结构多元化，“化集为散”凸显短期压力稀释功效

2020年1月至2022年2月（考察期），全国发行的再融资地方债的期限结构布局多元化，广泛分布于1/2/3/5/7/10/15/20/30年期的短、中、长期品种，但主要集中于7/5/10年期中长期品种，考察期2年（含）期以上再融资地方债发行额占比高达99.44%。因此从总体上来看，近年全国再融资地方债的发行，较为明显地发挥了将短期流动性压力得以稀释、分散的成效。相对而言，期限结构分散性越明显，对短期压力的缓和（不仅缓和再融资地方债发行当年的地方债到期压力，而且分散的期限结构有助于避免再融资地方债集中到期再度造成地方债集中到期压力）成效就越为明显。

例如，广东省2020年度、2021年度到期地方债分别约为710.94亿元、1611.65亿元，2022年预计到期1271.78亿元，2021年发行再融资地方债则为2633.30亿元，品种分布于5/7/10/15/20年期品种，发行额以7/10/5年期居多，这不仅有利于缓解广东省近期趋于上升的地方债到期压力，也有利于缓和其未来地方债到期压力，推动债务稳定、有序运作。

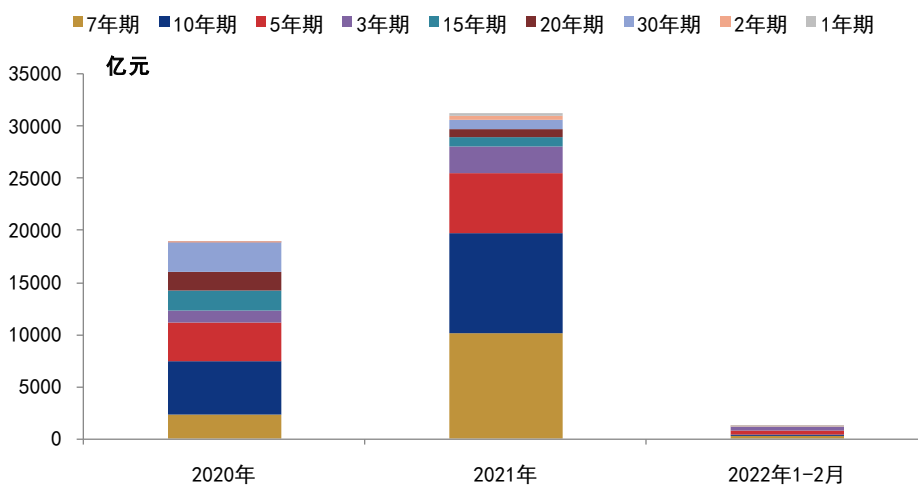


图 11: 历年发行再融资地方债的期限结构——从发行额角度

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

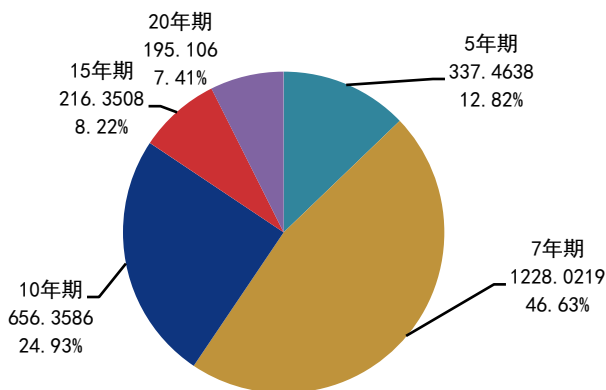


图 12: 广东省 2021 年度发行期再融资地方债期限分布情况 (金额单位: 亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(五) 部分案例募资用于“偿还存量债务”——化解“隐性负债”?

广东省是全国率先开展全域无隐性债务试点省份。2022年2月, 财政部网站转载《财政部广东监管局: 学习贯彻全国监管局工作会议精神突出重点扎实推进财政监管工作》文章, 关于“细化地方政府债务监管, 阻断各类风险向财政集聚”明确指出了“对用于置换隐性债务的再融资债券资金拨付、使用进行全流程跟踪, 确保资金全部用于化解隐性债务”等做法, 可能表明了近期国内再融资地方债券募集资金用途多样化的特点, 即可用于偿还到期债券, 也可用于非债券形式存量债务(或包括隐性债务)。从表1所示内容来看, 近期上海、西藏、天津、青海、重庆等多地发行的部分再融资地方债明确为偿还到期地方政府债券的同时, 北京、广东、江西、西藏(开展地市级隐性债务清零试点)等省份部分再融资地方债募集资金用途明确为“偿还存量债务”, 而非明确用于偿还到期专项债券本金或一般债券本金。

一般而言，地方政府隐性债务系地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。近年以来，中央持续加强地方政府隐性债务治理，2021年12月中央经济工作会议明确指出“坚决遏制新增地方政府隐性债务”的要求，财政部随后指出“要坚决遏制新增地方政府隐性债务，稳妥化解地方政府隐性债务风险隐患，确保财政可持续”。本文认为，地方政府如通过发行再融资债券置换隐性债务，或可为地方政府治理隐性负债开拓明渠，有助于地方政府缓释隐性债务风险，贯彻“坚决遏制地方政府隐性债务增量，稳妥化解债务存量”的方针政策，实现隐性债务清零目标，确保地方政府债务规范有序运作。

表 1：部分地区近期发行再融资债券的信息披露情况

债券简称	发行额（亿元）	发行年月	募集资金用途说明
21 江西 04	69	2021.3	偿还存量债务
21 西藏债 01	12	2021.3	偿还存量债务
21 重庆债 10	94.63	2021.8	偿还到期的地方政府债券
21 上海 19	46.8	2021.9	偿还到期专项债券本金
21 广东债 92	192.02	2021.10	偿还存量债务
21 天津债 33	10	2021.10	偿还到期政府债券
21 西藏 15	14.63	2021.11	偿还到期一般债券本金
21 青海债 24	6.7	2021.12	偿还存量政府债券
22 北京债 04	19.7	2022.1	偿还存量债务
22 江西债 11	25.21	2022.1	偿还到期地方债本金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、研究小结

综上所述，我国再融资地方债兴起于政策支持与市场需求，再融资地方债发行期限多样化，以中长期为主，这对于重新调整、优化从到期还本金额角度反映的地方债到期压力结构，缓和或稀释地方政府债务集中到期压力，支持地方债市场稳定有序发展具有积极意义。但再融资地方债发行能延缓地方债流动性压力，而非消除债务到期压力。再融资地方债市场实现稳定有序运作，还需地方政府保持适度举债，立足地方政府财力增长等基础，在原有债务期限结构基础上，通过发行再融资地方债等合理调整优化债务压力结构，确保债务风险可控。

展望未来，随着近年地方债发行规模增长、地方债余额增加、地方债发行期限结构多元化发展，地方债到期压力还将继续提升，再融资地方债发行市场需求仍有空间。适度支持再融资地方债市场发展的政策，或将有利于在防控地方债偿债风险的同时，间接有利于支持新增地方债市场稳定发展，为新增地方债募集资金促进基础设施建设投资和稳定经济增长发挥积极作用。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，远东资信研究与发展部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层

电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-65100651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。