

债务“置换”加快，稳增长“轻装前行”

■ 再融资券发行，有何新变化？再融资券“超发”，部分东、中部省市突出

年初以来，再融资券发行规模远超地方债到期。1-2 月，再融资券发行规模超 1280 亿元，而地方债到期规模不足 400 亿元。从分布来看，再融资券“超发”主要由北京和河北贡献，其中，北京再融资券发行超 860 亿元、到期仅 21 亿元；河北再融资券发行也较多、118 亿元左右，而年初前两月暂无地方债到期。

再融资券“超发”并非“新鲜事”、2021 年已开始显现，部分东、中部省市尤为突出。2018 年至 2020 年，再融资券发行规模明显低于地方债到期、占后者比重约 83%；2021 年，再融资开始明显“超发”，全年发行达 2.89 万亿元、高于地方债到期的 2.67 万亿元。分地区来看，东部广东“超发”60%以上、天津近 40%；中部河南、安徽等“超发”也较突出，高出地方债到期规模的 23%以上。

■ 再融资券“超发”，为哪般？或与化解隐性债务、缓解债务偿付压力等有关

再融资券“超发”，或与“置换”存量债务有关，2021 年“置换”比例近 3 成，2022 年初进一步抬升。2021 年，再融资券募资用途中标明“偿还存量债务”的比重达 35%，或指向再融资券“置换”非地方债形式“隐性债务”，其中年初和年底“置换”情况较多，1 月至 2 月发行的再融资券几乎全部用于偿还存量债务、合计占比达 98.8%。2022 年初以来，再融资券“置换”比例也相对较高、75%以上。

再融资券“置换”现象增多，或与隐性债务化解加快推进、债务偿付压力加大等因素有关。伴随防范化解债务风险加快推进，广东、上海等先后开展隐性债务“清零”工作；与之匹配的是，相应地区再融资券“置换”“隐性债务”的增多。再融资券“置换”或成为隐性债务化解重要方式之一，经济发达地区优先试点，存量债务规模较大、付息成本偏高一些中西部地区，再融资“置换”迹象亦显现。

■ 再融资券的演化和影响？或成“化债”重要途径之一，助力稳增长“轻装前行”

伴随“清零”试点省市扩展等，再融资券或成为“化债”重要途径之一。稳增长加码背景下，2022 年各地财政预算报告，多数强调要“妥善处置和化解地方政府隐性债务存量”，部分省市明确提出“开展隐性债务清零试点”；再融资券或成为“化债”重要途径之一，再融资券募资用于偿还存量债务规模已明显增多，从 2019 年不足 2 千亿元增长至 2021 年的超 1 万亿元，2022 年规模也可能不低。

再融资券“置换”有利于优化债务结构、缓解债务压力，有助于稳增长的“轻装前行”。以省为单位的再融资“置换”，有助于降低债务成本、优化债务结构等，加强债务管理的同时，也帮助部分债务压力较大的地市、县等卸下债务“包袱”，加快市场化投融资建设、激发基层活力，进而实现稳增长与防风险的动态平衡。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

风险提示：统计过程中可能的偏差和遗漏，隐性债务化解进程不及预期。

内容目录

一、再融资券发行，有何新变化？	3
二、再融资券“超发”，为哪般？	4
三、再融资券如何演化、影响？	6
风险提示：	8
1、统计过程中可能的偏误和遗漏。文中将“偿还存量债务”的再融资券划归为“置换”隐性债务，可能存在统计偏误或遗漏。	8

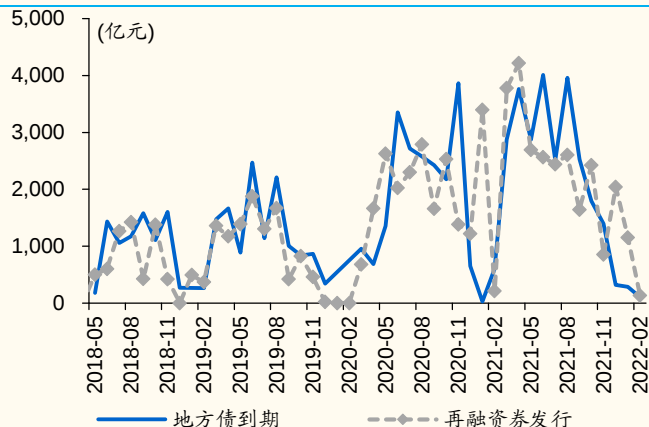
图表目录

图表 1：年初，再融资券发行规模明显高于到期	3
图表 2：年初，北京再融资券发行较多	3
图表 3：2021 年，再融资券也存在明显“超发”现象	3
图表 4：2021 年，东部、东北再融资券“超发”突出	3
图表 5：广东、北京，及河南、重庆等中西部省市再融资券“超发”明显	4
图表 6：年初以来，再融资券发行中偿还存量债务占比抬升	4
图表 7：部分省市隐性债务“清零”陆续推进	5
图表 8：东部债务到期维持高位，中西部增长较快	5
图表 9：广东、北京、安徽、重庆等债务到期增长快	5
图表 10：东中部再融资券“置换”比例较高	6
图表 11：北京、广东、安徽等地“置换”比例较高	6
图表 12：“化债”持续推进，部分省市陆续开展试点	6
图表 13：再融资券或成为置换隐性债务的新方式	6
图表 14：部分省市一度对非标融资非常依赖	7
图表 15：地方债融资成本大幅低于非标	7
图表 16：城投债再融资压力较大	7
图表 17：存在隐性债务省市，城投债融资或相对困难	7
图表 18：政策要求地方债向项目多、债务压力小省市倾斜	8
图表 19：2022 年，东部专项债发行占比抬升	8
图表 20：广东、浙江等交通类计划投资规模较大	8

一、再融资券发行，有何新变化？

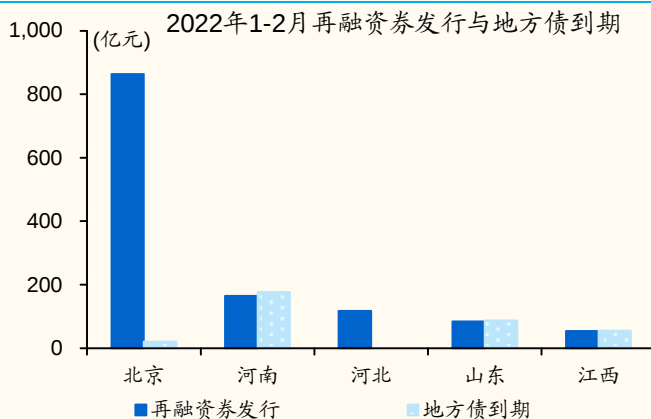
年初以来，再融资券发行远超地方债到期规模。1--2月，再融资券发行规模超 1280 亿元，而地方债到期规模不足 400 亿元。从分布来看，再融资券“超发”主要由北京和河北贡献，其中，北京再融资券发行超 860 亿元、到期仅 21 亿元；河北再融资券发行 118 亿元左右，而年初前两月暂无地方债到期。

图表 1：年初，再融资券发行规模明显高于到期



来源：Wind、国金证券研究所

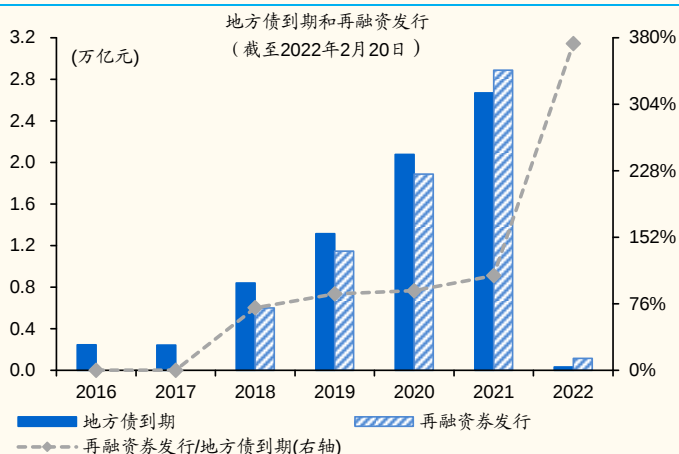
图表 2：年初，北京再融资券发行较多



来源：Wind、国金证券研究所

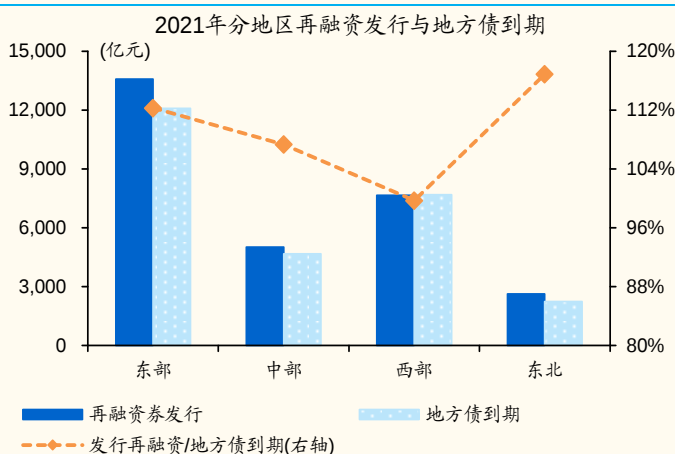
再融资券“超发”并非“新鲜事”，2021 年已开始显现，东部、东北尤其明显。2018 年至 2020 年间，再融资券发行规模明显低于地方债到期、占后者比重约 83%；2021 年，再融资开始明显“超发”，全年发行达 2.89 万亿元、高于地方债到期的 2.67 万亿元。分地区来看，东部和东北“超发”现象凸显，再融资发行占地方债到期比重均在 112% 以上。

图表 3：2021 年，再融资券也存在明显“超发”现象



来源：Wind、国金证券研究所

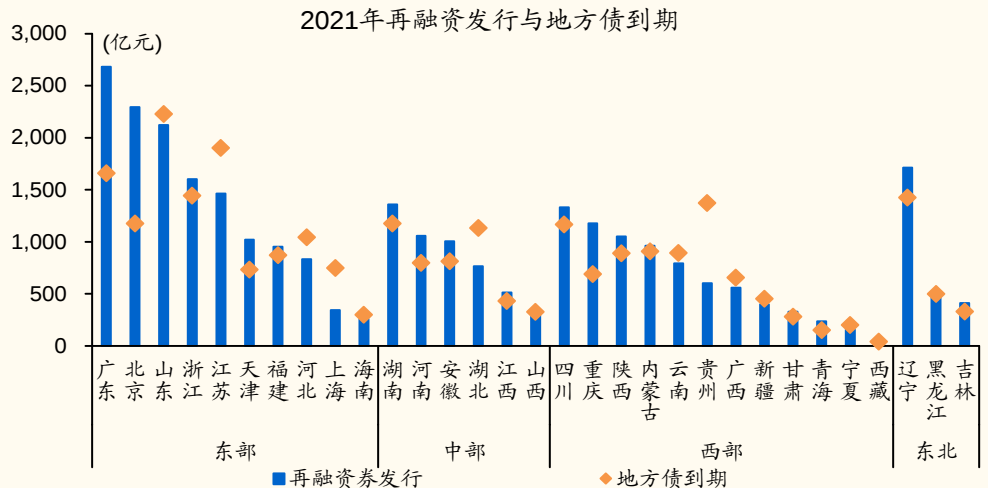
图表 4：2021 年，东部、东北再融资券“超发”突出



来源：Wind、国金证券研究所

具体省市来看，东部广东、北京、天津等地，及河南、重庆等中西部省市“超发”明显。2021年再融资券发行与地方债到期规模比较来看，北京、广东、天津等省市再融资券发行远超地方债到期规模，其中，北京几乎“翻倍”、广东“超发”60%以上、天津接近40%；中部河南、安徽等省市“超发”现象也较为突出、高出地方债到期规模23%以上；西部重庆、青海再融资券“超发”比例在55%以上，四川、陕西、甘肃也相对较高，15%左右。

图表5：广东、北京、及河南、重庆等中西部省市再融资券“超发”明显

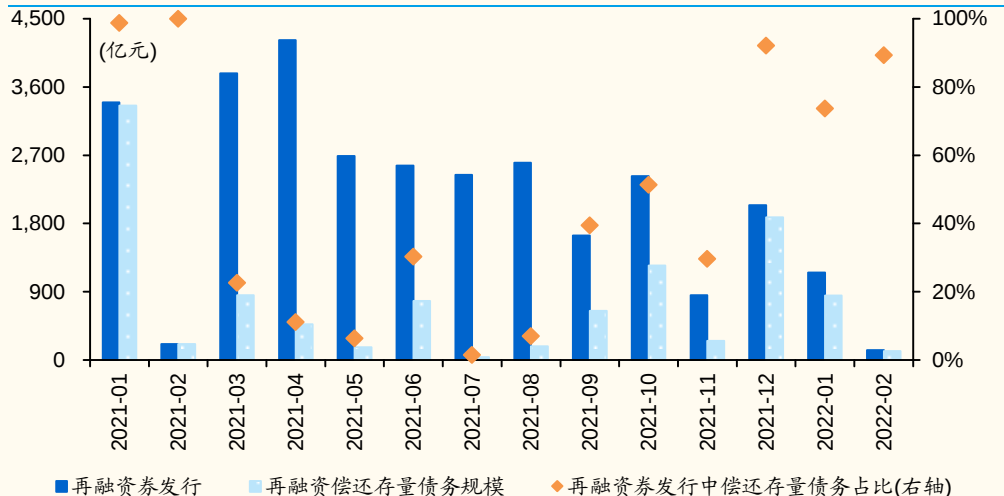


来源：Wind、国金证券研究所

二、再融资券“超发”，为哪般？

再融资券“超发”，或与“置换”¹存量债务有关，2021年“置换”比例近3成，2022年初进一步抬升。2021年，再融资券募资金用途中标明“偿还存量债务”的比重达35%，或指向再融资券“置换”非地方债形式“隐性债务”，其中年初和年底“置换”情况较多，1月至2月发行的再融资券几乎全部用于偿还存量债务、合计占比达98.8%。2022年初以来，再融资券“置换”比例也相对较高、75%以上。

图表6：年初以来，再融资券发行中偿还存量债务占比抬升



来源：Wind、国金证券研究所

¹文中提到的“置换”指的是再融资券募资金用途注明“偿还存量债务”。

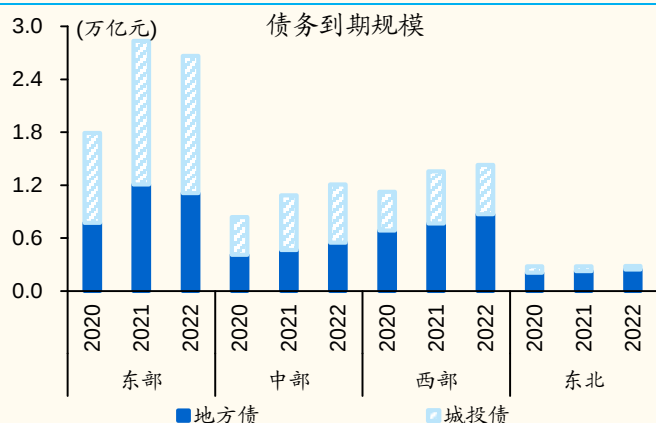
再融资券“置换”现象增多，或与隐性债务化解加快推进、债务偿付压力加大等因素有关。伴随防范化解地方债务风险的推进，部分经济发达地区优先试点，先后开展隐性债务“清零”工作，例如，2021年上海和广东率先开启试点。隐性债务化解，或通过发行再融资券等方式推进；此外，部分省市债务到期规模较大，也不排除通过发行再融资券等方式缓解压力。

图表 7：部分省市隐性债务“清零”陆续推进

时间	省市	会议/文件	主要内容
2021年5月	深圳	政府工作报告	强化风险意识，积极防范重大风险挑战，率先实现政府隐性债务全部清零
2021年10月	广东	省政府常务会议	全域无隐性债务试点宫颈做正式启动，要切实提高政治站位，健全机制统筹推进，依法依规全面清理存量隐性债务，确保按期完成试点任务
2021年10月	上海	省政府常务会议	启动“全域无隐性债务”试点工作

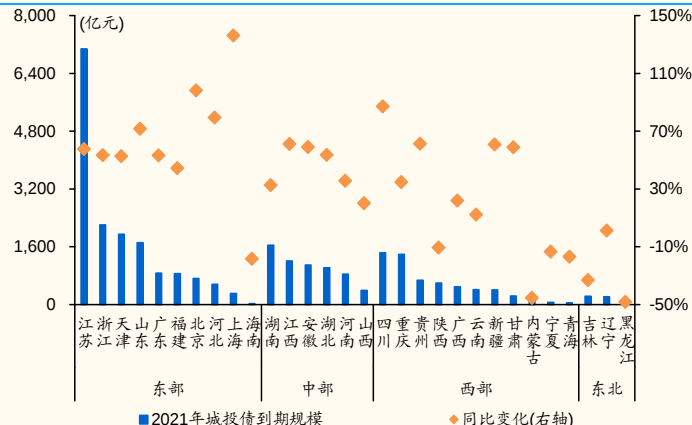
来源：政府网站、国金证券研究所

图表 8：东部债务到期维持高位，中西部增长较快



来源：Wind、国金证券研究所

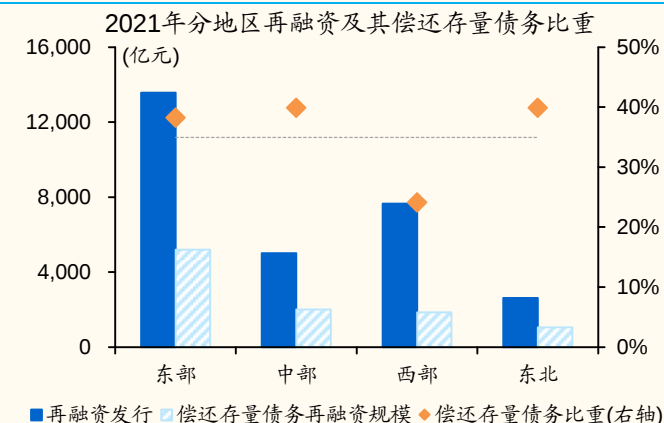
图表 9：广东、北京、安徽、重庆等债务到期增长快



来源：Wind、国金证券研究所

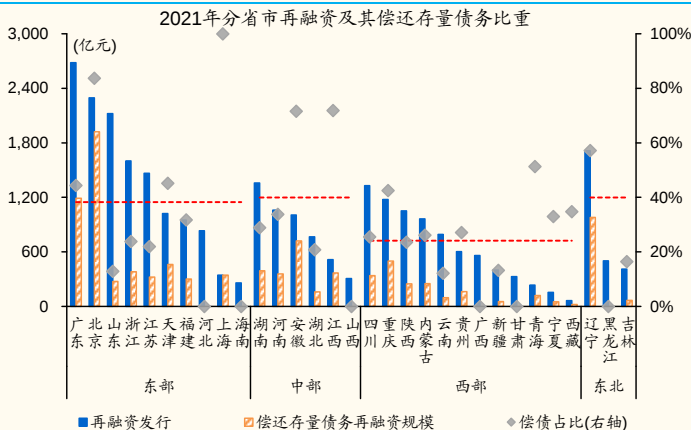
与之匹配的是，北京、上海等东部省市“置换”比例高于平均水平，安徽、重庆等中西部省市“置换”比例也相对较高。防范化解隐性债务等背景下，上海等东部省市再融资券“置换”比重明显较高，其中，上海再融资券全部用于“偿债”、北京占比高达 84%。同时，债务到期压力明显攀升下，安徽、江西等中西部省市再融资券偿债比例均在 70%以上、高于区域平均水平。

图表 10：东中部再融资券“置换”比例较高



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：北京、广东、安徽等地“置换”比例较高



来源：Wind、国金证券研究所

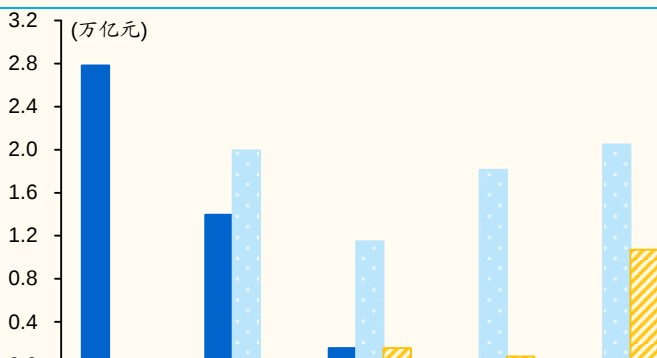
三、再融资券如何演化、影响？

伴随“清零”试点省市扩展等，再融资券或成为“化债”重要途径之一。稳增长加码背景下，2022 年各地财政预算报告，多数强调要“妥善处置和化解地方政府隐性债务存量”，部分省市明确提出“开展隐性债务清零试点”；再融资券或成为“化债”重要途径之一，再融资券募资用于偿还存量债务规模已明显增多，从 2019 年不足 2 千亿元增长至 2021 年的超 1 万亿元，2022 年规模也可能不低。

图表 12：“化债”持续推进，部分省市陆续开展试点

省市	时间	主要内容
河南	2022/1/14	2022 年，妥善处置和化解地方政府隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量，积极稳妥防范化解隐性债务风险。
西藏	2022/1/16	化解隐性债务存量...组织做好全区县隐性债务清零工作...坚决禁止增量，妥善化解存量，开展地市级隐性债务清零试点。
江西	2022/1/17	2022 年将完善隐性债务化解情况常态化核查机制，严防地方政府变相新增隐性债务，遏制新增地方政府隐性债务。
江苏	2022/1/20	防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量。
广西	2022/1/20	2022 年，严格预算管理，坚决遏制地方政府隐性债务增量，严肃问责违法违规举债融资行为。
云南	2022/1/20	严禁违法违规融资举债，坚决遏制新增地方政府隐性债务，严厉打击违法违规金融活动。
河北	2022/1/20	坚决遏制新增地方政府隐性债务，把新增隐性债务作为红线、高压线...
辽宁	2022/1/20	强化债务闭环管理...足额安排政府债务还本付息支出，妥善处置和化解政府存量债务，坚决遏制隐性债务增量...
青海	2022/1/21	坚决遏制隐性债务增量，多措并举化解隐性债务存量，积极稳妥防范化解隐性债务风险。
海南	2022/1/21	严格防范地方政府债务风险，指导督促市县合法合规化解地方政府隐性债务，对化债不实、新增隐性债务的严肃问责。
黑龙江	2022/1/23	经常性开展隐性债务再排查...加大对新增、漏报隐性债务以及化债不实等问题的问责力度，坚决遏制新增地方政府隐性债务，妥善化解隐性债务存量，守住不发生系统性风险底线。
湖北	2022/1/24	切实保障财政政策效能更精准可持续，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。
湖南	2022/1/26	对新增隐性债务、化债不实的，发现一起，问责一起；全面摸排隐性债务情况。
甘肃	2022/1/29	增强财政可持续性，坚决遏制隐性债务增量...督促指导市县统筹各类资金资源，稳妥化解隐性债务存量。

图表 13：再融资券或成为置换隐性债务的新方式



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38537

