



孙彬彬：从“国调企业”来看地方如何应对债务压力？



意见领袖 | 孙彬彬 谭逸鸣



摘要：

(1) 什么是“国调企业”？

从职能定位上来看：重庆国调企业管理有限公司致力于配合市属国有企业提供阶段性“应急”和“增信”，吸收整合市属国企资源，参与市属国企混合所有制改革，筛选投资优质市场化项目。即通俗来说就是为应对短期流动性压力而成立的债务平滑机制。

“国调”企业这类债务平滑机制具体是如何运作的？最早在2015年，在43号文下发加强地方政府债务监管后，便有部分省市成立了债务化解（平滑）基金，其运作机制我们主要关注以下几个维度：（1）牵头成立方：

通常由各地省政府/国资委、或是地级市政府/地市主要国有企业代表政府牵头成立；(2) 出资方：政府直接出资或是由区域内相关定位的国有企业代政府出资，并撬动银行等金融机构杠杆共同出资成立；(3) 基金投向：在这一阶段成立的债务化解基金还涉及到一类债务的偿还上，此外主要便是用于区域内防范化解债务风险，并且为防止资金链断裂可用于支持州内重点项目建设。当然，这部分资金是有成本的，主要用于短期流动性转圜。

(2) 2019 年来有哪些地方设立了债务平滑机制？

以央企信用保障基金为经验借鉴，黑龙江省、贵州省、湖南省、河北省、云南省、内蒙古自治区、河北省、河南省、广西壮族自治区、天津市、重庆市均陆续在省级层面成立信用保障基金/国企改革发展基金/债务风险化解基金，旨在为区域内国有企业提供流动性支持及信用增进，以平滑债务风险。此外像潍坊市 2021.10.20 召开投资机构对接大会，提到潍坊市正在设立规模 50 亿的债务增信专项资金和 80 亿的债券投资基金。

各省市成立的债务平滑机制称呼或有不同，但本质上的运作机制以及成立的初衷却殊途同归，不过有一点值得注意：各省成立债务平滑机制可能有其不同的特定用途，有的省份可能区域内国有企业均可以使用（尤其是融资平台），但像河北成立的国企信用保障基金，就是主要面向省属国有企业在境内发行的公开市场债券。

(3) 起到多大作用？

从逻辑上定性来看，各地方成立的债务风险化解基金/信用保障基金均不是实际偿还化解债务的根本途径，其起到的更多是缓释短期流动性压力，从而给与地方政府更多的时间腾挪区域内各类资源以达到债务缓释的作用，最终的债务风险缓释还是需要区域财力的增长，土地市场景气度的提升以及良性循环的区域再融资能力。

定量上来看，我们观察已设立债务平滑机制的省份的短期流动性压力：

1) 重庆、天津、河南、河北均仅针对区域内省属国有企业（并且河北仅面向省属国有企业的公开市场债券），我们仅以省属国有企业口径统计债务压力相关数据：可以看到：（1）重庆市属国有企业整体短期流动性压力并不算大，整体再融资能力尚可，压力较大的是区县级 AA 弱平台；（2）天津市和河北省从债券到期规模及到期占比、短期有息债务占比来看流动性压力相对大一些（尤其是天津），值得关注，对应省层面成立的信用保障基金/国企改革基金对于短期流动性滚续或能起到一定作用。

2) 此外，还有云南省、内蒙古自治区、贵州省、黑龙江省以及湖南省成立了省级信用保障基金，但并非仅仅针对省属国有企业，而是针对全省统筹缓解流动性压力和短期债务风险。从数据上来看：云南、内蒙古短期到期压力相对大一些，无论是债券还是全口径短期有息债务（尤其是云南省，其中又主要集中在省属国有企业身上，并且到期绝对规模也较大），云南省成立的国企混改基金，逻辑上短期内对债务的滚续有一定作用，但其资金来源和落实还需进一步关注。

2021.10.29 重庆市城市建设投资集团官网发布了《集团牵头组建渝调公司》：“渝调公司将致力于配合市属国有企业提供阶段性“应急”和“增信”，吸收整合市属国企资源，参与市属国企混合所有制改革，筛选投资优质市场化项目。组建渝调公司意义重大，有利于防范化解国有企业重大风险，履行国企担当；有利于优化国资布局、加快重庆国有企业结构调整，深入推进国资国企改革；有利于通过市场化方式发掘优质项目和投资价值，获取市场化投资收益。”

今年以来城投融资政策边际收紧、叠加土地财政愈发吃紧，市场高度关注地方政府会如何应对？近年来诸多省份成立了用于防范债务风险的债务化解平滑基金，比如河北 2020.9 便由河北建投集团牵头成立了河北省国企信用保障有限公司，而此次重庆成立的渝调公司也有同样的目的，那么有哪些省份成立了此类债务平滑机制，运作方式如何，能起到多大作用，怎么看待？本文聚焦于此。

从“国调企业”来看地方政府如何应对债务压力？

1. 什么是“国调企业”？

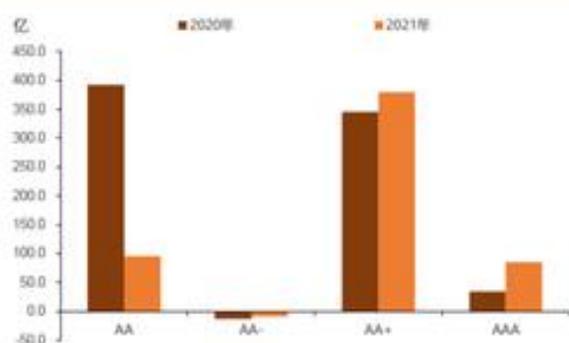
重庆市国调企业于 2021 年 10 月 22 日注册登记成立，注册资本 30 亿，其股东有两家：重庆市城市建设投资（集团）有限公司（持股 66%）、重庆市地产集团有限公司（持股 34%）。

从职能定位上来看：重庆国调企业管理有限公司致力于配合市属国有

企业提供阶段性“应急”和“增信”，吸收整合市属国企资源，参与市属国企混合所有制改革，筛选投资优质市场化项目。即通俗来说就是为应对短期流动性压力而成立的债务平滑机制。

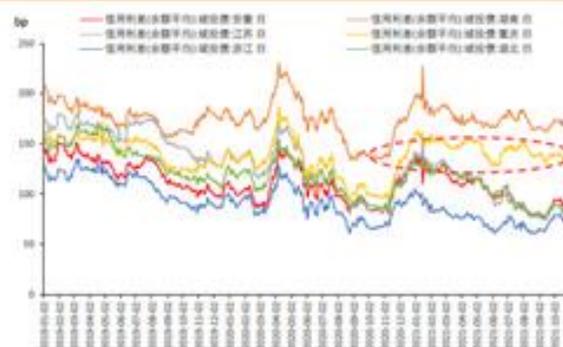
从诉求上来看：在政策边际收紧的2021年叠加局部信用事件的冲击，经济财政实力处全国中游而债务水平偏高的重庆整体一级发行有一定压力，尤其可以看到AA主体净融资水平大幅下滑；而从二级利差来看，利差水平明显抬升，且幅度较大。因此在当下时点，重庆市政府成立国调企业提供流动性应急以及增信，我们认为，主要便是为了防范化解重大风险，以应对未来的流动性压力，尤其在土地财政愈发吃紧的形势下。

图 1：2021 年以来重庆市 AA 主体净融资表现较差



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2021 年以来重庆市城投债收益率抬升明显



资料来源：wind，天风证券研究所

那么，“国调企业”这类债务平滑机制具体是如何运作的？

最早在 2015 年，在 43 号文下发加强地方政府性债务监管后，便有部分省市成立了债务化解（平滑）基金，其运作机制我们主要关注以下几个维度：（1）牵头成立方：通常由各地省政府/国资委、或是地级市政府/地市主要国有企业代表政府牵头成立；（2）出资方：政府直接出资或是由区

域内相关定位的国有企业代政府出资，并撬动银行等金融机构杠杆共同出资成立；(3) 基金投向：在这一阶段成立的债务化解基金还涉及到一类债务的偿还上，此外主要便是用于区域内防范化解债务风险，并且为防止资金链断裂可用于支持州内重点项目建设。当然，这部分资金是有成本的，主要用于短期流动性转圜。

表 1：2015 年各省市设立的债务化解基金

省份	地级市	时间	出资来源	规模	基金投向
湖南省		2015.12	湖南省国资委牵头，湖南湘投控股集团有限公司、建信信托有限责任公司、湖南轻盐创业投资管理有限公司、湖南国有资产经营管理有限公司及中国建设银行股份有限公司湖南省分行	采用母子基金的模式设立，首期规模将达到 150 亿元，母基金 30 亿元，撬动总规模 120 亿元的子基金。	
湖北省		2015.9	由宜昌市国有资本投资控股集团有限公司集团有限公司代表市政府和浦发银行共同组建，用于平滑政府债务，支持公益性项目建设	30 亿	用于平滑政府性债务
青海省	海西州	2016.3	海西州平滑发展基金按照 1:4 出资比例，其中海西发展投资有限责任公司出资 5 亿，上海浦银安盛资管有限公司出资 20 亿，上海浦耀信晖投资管理有限公司出资 0.03 亿共同组建有限合伙企业，在西宁发起设立海西州债务平滑基金	25 亿	防范债务及资金链断裂风险，支持州内重点项目建设

青海省	海东市	2015.11	海东市政府、海东工业园区与浦发银行西宁分行达成战略合作成立政府债务平滑基金	30.03 亿	专项用于偿还一类政府债务，破解债务难题，确保工业园区一批重大项目的资金链不断和顺利实施，为该市经济社会发展发挥重要支撑作用
广东省		2015.4	广东省政府安排财政出资 3 亿元，7 家广东省属企业(机场集团、粤电集团、交通集团、物资集团、广新控股、粤海集团、水电集团)、广东恒健控股有限公司(简称“恒健公司”)和基金管理公司合计出资 4.55 亿元，均授权委托恒健公司管理，其余 7.45 亿元由建设银行所属建信信托有限责任公司(简称“建信信托”)出资，恒健公司和建信信托持股比例分别为 51% 和 49%。	采用母子基金的形式，母基金首期规模 15 亿元，两年发展规模为 200 亿元以上	

资料来源：各地方政府官网，天风证券研究所

而随着防范化解地方政府隐性债务的推演和深化，2019 年以来更多省份开始设立债务化解基金为区域内企业提供流动性支持以及担保增信，我们对此进行梳理。

2.2019 年以来有哪些地方设立了债务平滑机制？

2019 年 5 月，在国务院国资委的支持下，中国国新控股有限责任公司联合多家央企、地方国有企业及社会资本共同发起设立国企改革“双百

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_29425

