

## 债务化解，如果开启

### 核心观点：

1. 债务是枚“硬币”，一面促进增长，另一面或藏风险。防范化解债务风险是今年政府工作重点，随着近期地方债务问题增多，各界对于下半年化债的预期不断升温。如果开启，可能采取怎样的方式？化债固然利在长远，但对短期经济又会产生怎样的影响？

2. 历史上，每当地方偿债能力明显恶化、城投债集中到期的阶段，也对应着更为密集的化债行动的开启。尽管每轮化债各有侧重点，但都能看到融资平台、金融机构、地方政府和中央政府等多方参与，相互动态博弈的复杂特征，并非任何一方的“单兵突进”。

3. “遏制增量”似是“化解存量”的重要配套举措。过往化债过程中，大都强调压缩支出，尤其是缩减新增投资项目。此时，如果恰逢经济增速趋缓，广义财政支出往往不会像过往逆周期调控那般显著加力。特别地，基建投资表现会较为温和，甚至边际趋缓。

4. 展望未来，如果集中化债开启，银行间市场利率趋降等操作或将形成适当配合。该过程中，置换债可能挤压其它债券的发行，银行信贷投放意愿也将受到一定抑制，整体社融增速难有显著扩张。与过往不同，土地出让收入低迷增加了本轮地方化债的难度。

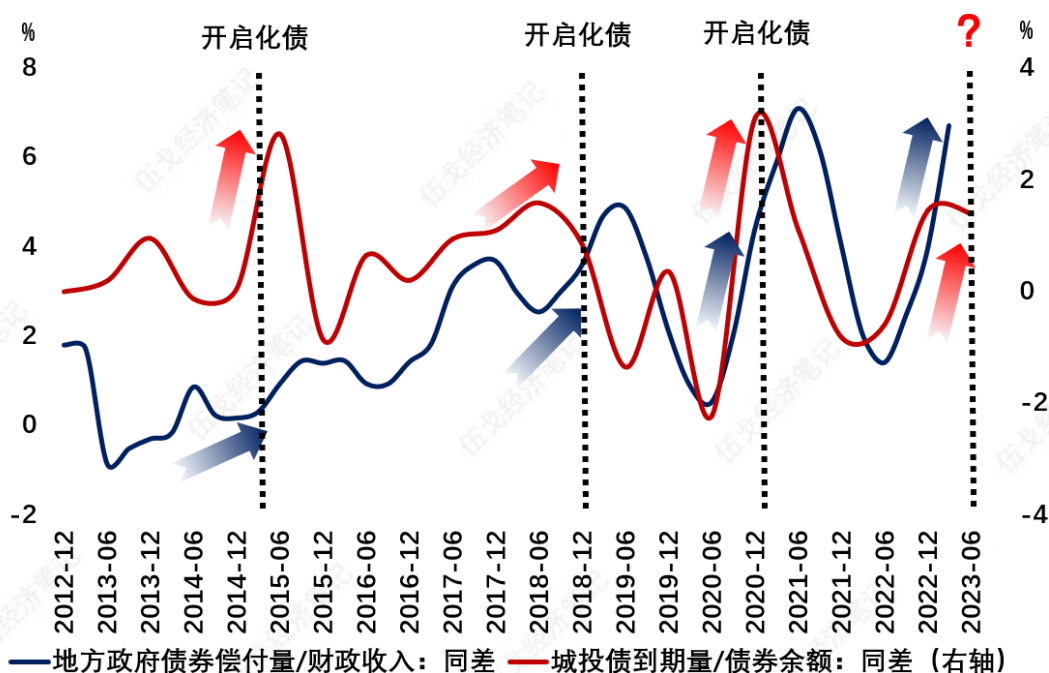
### 正文：

随着近期地方债务问题增多，各界对于下半年化债的预期不断升温。如果开启，可能采取怎样的方式？化债固然利在长远，但对短期经济又会产生怎样的影响？

### 一、 债务化解，如何启动？

每当地方偿债能力明显恶化、城投债集中到期，更为密集的化债行动往往开启，当前紧迫性显著提升。截至今年6月，城投商业票据违约量已是去年全年约两倍。今年城投债到期量占其余额的比重或抬升至历史高位。

图 1. 启动化债的概率加大



来源：WIND，笔者测算

每轮集中化债并非“单兵突进”，都能看到融资平台、金融机构、地方和中央政府多方参与，相互动态博弈。与过往不同，当前土地出让收入低迷增加了本轮地方化债的难度。

图 2.化债是多方“博弈”过程

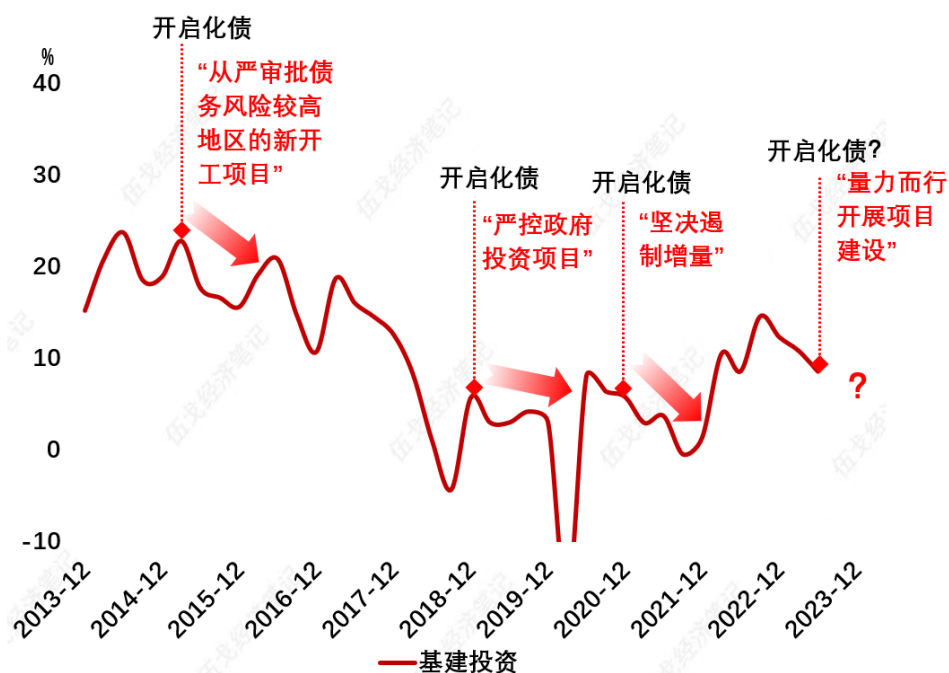
|      | 中央部门                      | 地方政府                         | 融资平台                          |
|------|---------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 财政   | ✓<br>允许地方发债               | ✓<br>财政资金、资产注入<br>发行置换债、再融资债 |                               |
| 货币   | ✓<br>降低债券发行利率             |                              |                               |
| 金融机构 | ✓<br>政策行、大型商业银行和AMC<br>介入 | ✓<br>协调金融机构参与                | ✓<br>自有资金偿付<br>债务展期、重组<br>债转股 |

来源：政府及平台公告，笔者整理

## 二、 债务化解，影响如何？

当地方财政重心转向化解存量债务时，其增量扩张往往受到制约，即使稳增长压力有所加大。化债幅度更大的省份，当期广义财政支出增速也相对更低，哪怕其收入有所改善。

图 3.化债影响短期财政发力



来源：WIND，笔者测算

过往三轮地方隐债化解开启时，货币政策似都有一定程度的配合，银行间市场利率有所下降。尽管利率趋降，但商业银行受到化债的影响，往往不愿主动放松甚至还会收紧放贷条件。加之置换债挤压其它债券的发行，金融环境总体呈现“宽货币+紧信用”的组合。

图 4. 债务化解=宽货币+紧信用？



来源：WIND，笔者测算

### 三、基本结论

一是债务是枚“硬币”，一面促进增长，另一面或藏风险。当地方偿债能力恶化、城投债集中到期，密集的化债行动往往开启。目前有关紧迫性已显著增加。每轮化债并非“单兵突进”，都能看到融资平台、金融机构、地方和中央政府多方参与，相互动态博弈。

二是化债利在长远，但对会短期经济产生影响。“遏制增量”似是“化解存量”的重要配套举措。过往化债过程大都强调压降支出，尤其是缩减新增投资项目。此时，如果恰逢经济增速趋缓，广义财政支出不会像过往逆周期调控那般显著加力，基建投资较为温和。

三是展望未来，如果集中化债开启，银行间市场利率趋降等操作或将给予适当配合。该过程中，置换债可能挤压其它债券的发行，银行信贷投放意愿也将受到一定抑制，整体社融增速难有显著扩张。与过往不同，土地出让收入低迷增加了本轮地方化债的难度。

### 【作者】

**伍戈**：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖，远见杯经济预测冠军。著有货币经济“四部曲”。

**高童、俞涛、曹海巍**：长江证券研究员。

**王昶、朱锟、蒋威**：实习研究员。

### 【近期研究】

- 1.经济企稳，条件呢？，2023年7月6日
- 2.地产的预期，2023年6月26日
- 3.稳就业，路何方？，2023年6月16日
- 4.归雁留痕，2023年2月17日

