

从最早引发争议到规模、成本双降 镇江经验能否推广

镇江背靠经济大省，各种资源倾斜，化债主要靠显性债券分配倾斜和贷款置换，流动性紧张显著缓解，但债务率仍然高企

三年疫情冲击叠加房地产拐点导致土地出让收入大降之后，2023年地方债务风险再度显现，潍坊、柳州、昆明等城市成为新晋债市“网红”（高风险地区）。在不少城市忙于应对到期债务的流动性困难之际，地方债初代“四大天王”中的“东镇江”已经无流动性之虞，当下的重点放在了加快推进债务规模、融资成本持续下降上。

“目前来看，镇江的流动性非常好，工作重点已经开始转换了。我们比较感兴趣的是一些调整债务结构的方法，以及融资平台如何转型。解决短期流动性的措施，已经不是特别需要了。”一位曾在镇江多家融资平台任职的人士称。

根据镇江市预算报告，2022年全面推进“削峰计划”“破冰计划”等债务化解举措落地，采取严格措施管控平台公司经营性债务，通过“撤并转提”清理整合平台公司，持之以恒地推动政府性债务和政府性债务率“双降”。2023年继续抓好“削峰”“破冰”等行动计划

实施，加快推进债务规模、融资成本持续下降，健全完善债务常态监测与风险预警机制，压实主体责任，做实化债举措，全力以赴守住不发生区域性、系统性风险的底线。

中证鹏元在 2022 年 6 月的跟踪评级报告中称，近年镇江主要平台带息债务率逐渐收敛，但整体负债率仍偏高，未有明显压降，对存量债务滚动依赖较大；整体化债思路以存量债务置换为主，五大核心市级平台的债务品种结构和期限结构均有所改善，但再融资利率仍偏高。

不过，融资平台债务压缩有限，而显性债务快速扩张，导致镇江广义债务率仍然偏高。根据孟祥娟的测算，2016 年镇江广义债务率为 865.34%，是江苏省内平均水平的 2 倍以上；2021 年末，镇江市广义债务率为 783.85%，区域债务负担仍然偏高，化债措施仍需持续推进。

从 2018 年底至 2019 年初融资成本高企、化债方案最先引发争议到如今推进债务规模、融资成本持续下降，过去四年多来，镇江在化债上作出了哪些努力？

对仍在应付流动性风险的其他地区而言，镇江的化债经验能否复制？华创证券固定收益分析师周冠南撰文称，镇江市的化债成果是全国的典范，镇江市城投利差得到明细压缩，融资环境得到改善，但可复制

性较弱。一方面，经历三轮债务置换后，受地方政府债额度方面的限制，再大范围开展类似的置换难度较高；另一方面，镇江市背靠经济强省江苏，省内充沛的资源可供镇江市政府调度使用，省政府和相关金融机构有能力为下辖地区提供相应的债务化解方案。

但她同时称，镇江市的多举措化债仍然对其他地区有一定的借鉴意义，首先通过发行地方债以及增加银行借款方式置换高成本存量债务是重要的途径，其次要注重发展地方经济、推进城投平台转型可以从根本上提升地区偿债能力，最后盘活存量资产、提高资源利用效率有助于缓解债务压力。

I. 显性债券分配倾斜

在 2019 年初镇江化债方案备受关注之际，市场上流传最广的版本是国开行将为镇江提供 200 亿元的化解地方隐性债务专项贷款，由镇江市财政局下属的资产管理公司作为承接主体，再以普通借款的方式投放给各融资平台。不过，这一方案最终未能落地。在这一版本之外，当地金融界流传的另一化债路径：通过增加地方专项债券的额度来置换存量隐性债务，同时通过国开行带动商业银行来参与贷款置换。从最近四五年的实际化债情况看，镇江正是按照这一路径来推进的。

江苏作为经济大省能获得较多新增地方政府债券限额。根据镇江历年

预算报告，2019 年以来镇江政府债券限额快速增加，截至 2022 年末，镇江市地方政府债务限额 2247 亿元，相比 2018 年末的 732 亿元，增加 1515 亿元，增幅达到 207%，远高于江苏省内其他城市，同期江苏全省政府债务限额增长 53%。这使得镇江占江苏政府债券限额的比重由 2018 年的 5% 上升到 10%，显示江苏在分配债务限额时明显向镇江倾斜。

对地方政府来说，获得用于项目建设的新增地方债额度越多，意味着通过融资平台新增举债的需求下降，能腾出更多财力空间化债。尽管根据债务管理规定，新增专项债券不得用于偿还隐性债务，但在实践中部分地方采用了变通的方式，将新增专项债券用于有隐性债务的存量项目中，一定程度上可以起到置换隐性债务的作用。曾有了解地方债情况的高层官员证实，在专项债合规性要求提高之后，由于缺乏符合条件的项目，一些新增债券用于置换隐性债务。

有前述了解镇江化债工作的人士表示，2018 年、2019 年左右开始，镇江的新增专项债可以用于置换原来的一些高成本债务，因此“新增专项债真正用于项目建设的规模远低于实际发行的规模”，并称“这是当年镇江特有的政策”。

新增政府债券限额向镇江倾斜的同时，镇江还获得了债务置换政策支持，也就是通过发行置换债券、再融资债券来偿还存量隐性债务，本

质是将隐性债务显性化。2019年财政部在贵州、湖南、内蒙古、辽宁、甘肃、云南六省份开展建制县化债试点，江苏未被纳入其中，但在2019年末仍发行置换债券150亿元，据了解，这其中大部分分配给了镇江。镇江市本级在2019年12月预算调整方案中也称，存量置换债券收支调增119.4亿元，其中市直调增80.4亿元、新区调增39亿元。

此后2020年起推出的用于偿还政府存量债务而非债券的特殊再融资债券，镇江也获得了一定额度。根据镇江市预算报告，2020年、2021年镇江市本级分别发行再融资债券85.49亿元、30.5亿元用于置换存量债务。

政府债券分配上的倾斜，有助于镇江控制城投债务的增速。根据民生证券固定收益分析师谭逸鸣的统计，镇江城投有息债务在2020年达到3980亿元的峰值，此后连续两年下降，2022年降至3561亿元，仍高于2017年的3471亿元。

申万宏源固定收益分析师孟祥娟的统计则略有差异，2020年镇江城投带息债务规模为4153.5亿元，2021年下降至3743.32亿元，相比2017年微降0.79%。而同期江苏其他12个地市城投平台带息债务增幅最低也达到35%，有的甚至翻番。

II. 反腐加削峰降融资成本

镇江债务引发关注，还有一个重要原因是融资成本偏高。曾有券商债券人士称，镇江“用很高的成本在错误的时间大幅度加了杠杆”。随着债务风险逐步暴露，2019年前后，镇江城投一度面临个别银行停贷，贷款利率上浮，部分城投债的发行利率高达7%—8%。在后续化债过程中，降低融资成本是重要任务。江苏是国内最早要求降低平台融资成本的省份。2021年5月，江苏印发的《省政府办公厅关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》就明确提出，各金融管理部门要引导金融机构依规配合置换高成本、短期限、难接续的存量非标类债务；各地政府要建立融资平台公司融资成本监测机制，融资平台公司要加强融资成本管控等。同时江苏省内多地对城投融资利率给出指导限制。

在江苏省加强平台债务管控的背景下，镇江不断压降平台融资成本。镇江在2021年预算执行报告中提及，当年全面推进实施“融资成本削峰计划”。据媒体报道，2021上半年，镇江市要求市级国企及下辖区、县级市国企编制“融资成本削峰计划”，压降利率超10%的存量债务。

2023年初镇江市市长徐曙海作政府工作报告时表示，2022年针对金融债务风险，强化“化债也是政绩”的理念，深入推进“脱红”“破

冰” “削峰” “强基” 四项计划，年度目标任务全面达成，金融生态持续向好。

2023 年镇江预算报告称，继续抓好“削峰” “破冰” 等行动计划实施，加快推进债务规模、融资成本持续下降。镇江下辖的丹阳市在 2023 年政府工作报告中提出，将经营性债务成本严控在 6.5%左右。

为配合降成本工作，镇江市自 2022 年 1 月开展融资领域腐败问题专项整治，针对政府平台公司低成本融资背后的贪腐谋利问题，市纪委监委组建工作专班，全面起底市、县、乡三级政府平台公司近十年的融资业务，重点关注、核查融资综合成本明显超出市场利率的融资项目，挽回经济损失近 16 亿元，先后查处 6 名涉及市县两级政府平台公司“一把手”的严重违纪违法案件。同时，发现多名资金“掮客”存在跨区域介入融资业务并获取高额中介费，以及向平台公司干部行贿问题，共查处资金“掮客” 10 人。

2022 年一季度，镇江通报了江苏瀚瑞原总经理胡志超受贿案。通报显示，2011 年至 2020 年，胡志超利用担任镇江新区资产经营管理有限公司副总经理、镇江新区经济开发总公司副总经理，江苏瀚瑞常务总经理、总经理等职务便利，在项目融资、财务顾问费支付、工程款支付等方面为他人谋取利益，多次违规收受他人所送财物共计 551 万余元。2021 年 6 月，胡志超受到开除党籍、开除公职处分，2021

年 10 月，胡志超被判处有期徒刑十年三个月。据报道，胡志超之所以被查，源于江苏审计署严查城投融资乱象，并牵扯出规模较大的融资中介，即为江苏瀚瑞提供融资服务多年的中达集团。

“应该说这些贪腐行为，在一定程度上推高了债务的增速。”有镇江城投人士说，本来平台和融资方之间通过谈判能够压低财务费用的，但是通过私下交易，财务费用上去了，这么多年滚下来，债务不就增长了吗？而且抬高一笔，剩下的都会跟这个起价。

III. 金融副市长助推化债

“降成本是市场化的行为，政府可以提出考核的要求，可以去引导，但是也要切合市场规律，绝对不是领导拍脑袋拍出来的，比如去年是 7.5%，今年就必须是 6.5%。”前述了解镇江化债工作的人士表示，除了给利率指导，压降融资成本需要有一系列措施在后面支撑，比如近几年镇江一直大力提倡和银行合作，通过获得银行长久期、低成本的资金，使得流动性得以缓解，“流动性解决之后，就可以去谈成本了”。

公开信息显示，2017 年以来，镇江推动与金融企业的合作，2017 年 6 月与紫金农商行、中国进出口银行江苏省分行、中国银行江苏省银行、交通银行江苏省分行、长城资产管理江苏分公司签订银企合作

协议或战略合作协议。2020年4月具有20年银行工作经验的周凯初任副市长后，镇江与金融机构和省属国企的合作日益紧密。

镇江市政府官网信息显示，周凯自1999年参加工作以来，先后在建行江苏省分行、南京银行、江苏银行三家银行的风险管理部门任职，2020年4月以江苏银行副行长的身份挂职镇江市副市长，2021年6月起离开江苏银行，出任镇江市委常委、市政府副市长，负责金融、国有资产管理、国企改革、债务化解等方面工作，联系人民银行镇江市中心支行、镇江银保监分局、金融机构驻镇分支机构。

2020年起，镇江先后与农发行、农行、建行、邮储银行、工行等机构江苏省省份展开战略合作，并与国信集团、汇鸿集团等江苏省属企业在产业投资、股权合作、融资增信、贸易合作等领域展开合作。2020年6月，江苏信保集团与镇江市政府签约融资增信项目，总规模达100亿元。

2021年，镇江争取到江苏省信用保障资金先行先试，组建规模100亿的平准基金，对镇江发行的债券给予定向支持。

这些举措为镇江延长债务期限、压降融资成本提供了条件。谭逸鸣称，落实到化债上，最为直接的是通过银行贷款置换平台存量隐债中的高成本贷款和非标融资。此外，银行的支持还体现在债券承销、投债等

多个维度，有助于稳定债券二级估值，推动形成一二级市场正向循环助力提升区域认可度。

申万宏源研报称，江苏瀚瑞非标融资规模由 2019 年末的 340.31 亿元下降至 2021 年 3 月末的 250.94 亿元，占比由 43.92% 下降至 31.23%。民生证券研报称，镇江交通产业集团非标规模由 2019 年 3 月末的 180.52 亿元下降至 2022 年 3 月末的 70.88 亿元。

IV. 平台转型仍然艰难

一位长期关注地方债的政策研究人士多次强调，化债和还债是两个概念，有的化债既是化债也属于还债，有的化债只是舒缓了当期流动性的紧张，债务还在，这种化债并不属于还债。

按这一分类，镇江在过去四五年间的做法，更多属于后一种。除了增加显性债务、贷款置换，镇江化解债务也采取了财政资金偿还、盘活存量资产、加快平台市场化转型等方式。不过，前二者规模并不大。

根据镇江历年预算报告，镇江市将新增政府债券支出和债券付息支出分别列入一般公共预算支出和政府性基金预算支出，通过财政资金偿还，但并未披露用于偿还隐性债务的资金规模。2018—2021 年镇江市本级债券还本付息支出分别为 9.25 亿元、14 亿元、16.5 亿元、

20.7 亿元。

镇江政府工作报告披露过 2018 年和 2020 年盘活存量资产的情况：2018 年镇江市盘活闲置房产 230 万平方米，盘活率达 88%，处置各类闲置土地 4290 亩；2020 年镇江市 30 个项目地块实现清盘交地，盘活闲置低效建设用地 9093 亩。但上述行为共筹集多少资金并未披露。

与其他债市网红不同，地处东部沿海江苏省的镇江，产业基础并不差，形成了机械、化工、造纸三大主导产业，新材料、高端装备制造、新能源、航空航天、生物技术与新医药、新一代信息技术等六大战略性新兴产业，拥有江苏索普、新泉股份、鱼跃医疗、鼎顺新材等上市公司。在化债的过程中，镇江也在尝试将部分资产注入融资平台，推动转型。比如 2018 年镇江国资委将持有的江苏索普股权转让给镇江城建集团；2019 年镇江交通产业集团筹备归并具有经营性收入的收费停车场业务等。

“通过平台公司的降本增效来解决债务问题，我觉得在很长时间都不可能实现，加上土地市场对政策的波动性也越来越明显，需要开拓思路。”前述了解镇江化债情况的人士称，一方面要做大融资平台的资产规模，装入更有效的资产，往资源型、特许经营类方向转型，另一方面也要借助产业聚集度高的优势，在一些拟上市的优势企业里提前

介入。

不过，从目前的情况看，平台转型并不容易。根据东方金城 2023 年 6 月发布的镇江城建跟踪评级报告，2022 年索普集团所在的化工产品业务板块在公司营业收入中的占比达到 58.44%，高于 2021 年 2.19 个百分点，不过，这更多源于其他业务板块下降更多，化工产品板块收入为 70.27 亿元，低于 2021 年 6.11 亿元。报告称，2022 年，受公司化工行业景气度下降影响，营业收入和营业利润率均出现下降，其中公司利润总额同比下降 45.24%，财政补贴占利润总额的比重上升至 73.62%，利润对财政补贴的依赖度大幅提升。