

一揽子化债率先起步 重庆的挑战和机遇

特殊再融资债券与央行化债试点齐头并进，“解燃眉之急”后还要怎么做？

在7月底官方释放“一揽子化债方案”信号而掀起的本轮城投债行情中，重庆市作为财政、金融化债均可能率先落地的地区，获得诸多关注。

据多方了解，财政部牵头的再融资债券置换隐性债务试点于2023年7月初启动申报，目前评审工作已基本结束，进入再融资债券发行阶段，首批额度或向包括天津、云南、重庆在内部分地区倾斜。而央行为化债设立的应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，利率较低、期限较长，相关工作在重庆率先起步，可能较早进入执行阶段。

多名了解重庆化债工作的人士表示，重庆市已初步明确由十家银行参与化债，包括工农中建交五家国有大行，国开行、农发行两家政策性银行及三家地方性银行，按照3月31日明确的口径（简称“331”），对纳入“331”口径的政府类融资形成的存量债务进行置换，重点解决2024年之前到期的债务和高息债务，或涉及重庆的405家城投，从而降低融资成本、延长债务期限。为此，重庆市金融局牵头已成立

七个化债专班组，由“五大行+政策性银行+三家地方银行”以及财政、国资、金融局等组成，对各片区债务全面摸底。

受政策预期拉动，7月底以来市场对重庆投资情绪改善，重庆城投债收益率和利差压缩幅度在全国各省份中排名前列。据中金公司研究部统计，债务负担较突出的沙坪坝区和九龙坡区受益明显，其中沙坪坝各期限债券利差压缩幅度较大；潼南区、长寿区、江津区短期私募债利差也明显压缩。

化债政策主要提供短期流动性，长期看，重庆化债仍然任重道远。据中诚信国际估算统计，截至2022年末，重庆市显性政府债务率为158.32%，居全国中上游水平；考虑隐性债务后，2021年末重庆市债务率约为384.26%，在各省市中位居第九，整体债务负担较重。分区域看，重庆下辖四大板块共38个区县，市级和区县级、各区县之间债务风险分化较大，部分区县综合财力不强但总体债务率偏高，其债务压力仍需关注。

2018年中央统一部署防范化解地方债务风险工作以来，重庆各区县主要采取建立国企债务管控制度、平台整合转型、设立应急周转资金池等措施化解债务风险。作为直辖市，重庆市在国资管理、投融资体制改革方面步伐较快，债务管控也取得一定成效，区域内平台尚未出现过非标违约的舆情事件。

中金公司固定收益分析师邱子轩认为，重庆目前仍存在债务负担偏重、产业转型挑战、土地市场低迷等问题。重庆市 2022 年土地成交金额同比下滑 55.2%，在全国处于靠前水平，2023 年上半年依旧低迷；重庆产业发展依赖“双轮驱动”，随着汽车产业快速变化和电子信息产业增长乏力，产业转型面临较大挑战；另外也需考虑到重庆的战略地位以及财政转移支付、再融资债置换、金融资源等外部支持。“中长期来看，重庆市债务问题更多依赖于区域基本面的改善和一揽子化债方案的推进情况。”

I. 双管齐下

本轮一揽子化债中，财政系统的再融资债券置换隐债试点，主要是将非标等存量高息债务置换为政府债券，目前已进入再融资债券发行阶段，内蒙古拟于 10 月 9 日发行用于“偿还存量债务”的再融资债券共计 663.2 亿元。据了解，重庆市的再融资债置换也有望较早落地，额度或在 500 亿—600 亿元。

在 2020 年底至 2021 年 9 月开展的建制县区隐债化解试点中，重庆市就获得 500 亿元用于“偿还存量债务”的特殊再融资债券额度，占全部 6128 亿元额度的 8%，规模与辽宁省并列第一。沙坪坝区、綦江区获特殊再融资债券额度较多，分别为 128 亿元和 68 亿元。据

中证鹏元估算，从纳入城投有息债务的广义债务率看，这两个区在2021年末位居全市第一和第三。

再融资债券置换隐债，本质是将隐性债务显性化，对地方政府而言有降低利息负担、优化债务结构的作用。邱子轩认为，这一政策短期内有利于区域城投债利差改善，例如沙坪坝区在2020年末至2021年上半年利差出现过两次明显压缩的情况，但全年呈小幅走阔态势，与重庆市利差整体走势相似，并未因收到较大再融资债券额度而有明显优势。

关于央行SPV工具如何落地，9月中旬市场就流出所谓“重庆化债方案”。据多方确认，此前重庆市在全国范围内已较早启动相关工作，市金融局牵头成立七个化债专班，对各片区债务全面摸底；为确保化债落实、明确银行责任，重庆市还将下辖区县划分给七家大行，每家大行牵头负责约六个区域的化债工作。

一名参与重庆化债的大行人士于9月中旬称，该行已成立化债专班，9月起组织内部培训，并与区县政府密集对接，“这周基本上平均每天都要接待一个区，主城区或者区县的书记或区长带队拜访，都在说化债这个事情”，但目前主要工作还是摸清政府性融资形成的债务底数，置换的产品、期限、审批层级等有待中央明确。

据上述大行人士介绍，总体思路是十家银行承接高息存量债务，包括自家和其他股份制银行纳入“331”口径的存量债务，可能也要承接非标等存量高息债务。9月，相关银行已获得405家城投公司的非公开名单，将其视为“市场化能力不足、收入主要靠政府业务的城投公司”，把名单内公司今明两年到期的债务纳入“331”口径化债范围，“解燃眉之急”。另有重庆银行业人士称，本轮需要置换的城投存量高息债务，收益率总体上在5%—6%。

据了解，化债银行具体承接哪些债务、如何承接，现阶段还在多方博弈中。一名参与重庆化债的银行人士称，区县希望成本降低、期限拉长、解决短期融资压力，但全部满足的实操可能性较低；部分区县在最初上报时对项目也有所保留；银行需要考虑规模问题、存量项目是否会被大行置换以及利率压降是否可接受。“最新一次市里开会，方向是市场化、法治化，充分考虑地方性银行成本来推进；并明确，如果一味为了化债而侵蚀银行利润，对可持续发展是不利的，不符合会议精神。”

一位重庆银行业人士分析称，一揽子化债对银行来说机遇和挑战并存，企业的还本付息压力减少了，利于信贷需求的修复，但银行的利息收入也受冲击，对存量较大的银行影响大，尤其是拥有信托、非标等高息产品较多的银行，是化债降利率首先针对的。

他表示，该行的应对策略是，一方面，对于手中的存量优质项目，不会再拿出来和其他银行进行协商，不会影响现有优质项目；另一方面，紧抓机遇，在具体方案落地后，可参与他行的非标置换。“一些没有参与（化债）的银行如全国性股份行、异地城商行等，后续可能会退出部分市场。”

配合一揽子化债展开的摸底，亦暴露出地方政府的债务管理仍然比较混乱。前述大行人士称，各家银行都推出过一些创新产品，比如交易背景是政府采购项目，明面上是给供应商融资，但这些产品采取线上模式，支行操控的权限很大，如果地方政府再配合的话，就可能造成大量地方政府的隐性融资。“各家银行都有些这种产品，再加上非标或者其他金融主体给地方政府提供的融资，债务底数不是很好摸。”

II. “土地+基建”发展模式承压

重庆在多轮化债政策中屡获较大支持，与其债务负担较重有关。据中诚信国际测算，重庆市不仅广义债务率在全国位居前列，2017年以来城投有息债务也保持增长态势，增速只在近两年融资政策收紧下有所回落。从城投债券市场看，截至9月10日，重庆市城投债体量约6800多亿元，位列全国第七，仅次于江苏、浙江、山东、湖南、湖北、四川。

在“土地+基建”的发展模式下，重庆较早涉足城投领域。例如，2002年前后组建为人熟知的“八大投”，包括城投、地产、高发司、高投、开投、建投、水务和水利，通过注入国债、土地储备收入、规费收入、固定资产、税收返还等五大类资金资源，增强平台信用以举债融资大兴基建；2012年时任重庆市长黄奇帆提出了五大投的概念，整合“八大投”为“五大投”。

“地方经济发展起步阶段，资金不足往往是最大困境，重庆选择了土地作为推动城市发展的关键角色。”粤开证券首席经济学家罗志恒曾如此概括，重庆市通过土地出让，为城市发展筹措了大量建设资金，此为土地财政；同时，土地还可以作为抵押资产，为城市基础设施建设提供融资保障，此为土地金融。

重庆财政对土地市场和房地产业依赖大，但相关收入在近年、尤其疫情后受冲击较大，加大了偿债压力。根据历年预算数据计算，2020年重庆全市国有土地使用权出让收入完成2202亿元，尚且较2019年增长17.1%，但在2021—2022年持续下降，降幅分别达7.2%、23.6%；2023年预算安排土地出让收入1648亿元，明显低于疫情前水平，而1—8月累计仅完成预算的32.8%。重庆的契税、房产税、土地增值税、城镇土地建设税、耕地占用税等与土地和房地产相关税收，在疫情三年间也持续下降，同比降幅分别达9.1%、5.1%、14.2%。

“2018年是重庆经济增长的转折点，直辖以来首次低于全国平均水平，主要原因是工业增长出现乏力。”中诚信国际政府公共评级分析师李昊表示，由于重庆工业是“双轮驱动”，对笔电（笔记本电脑及相关产业）和汽摩（汽车和摩托车）两个行业的依赖度非常高，但2018年随着汽车产销大幅下滑、笔电行业增长乏力，当年规模以上工业增加值同比仅增长0.5%，拉低GDP整体增速至6%。

面对债务负担沉重而财政收支矛盾加剧的局面，重庆较早推进平台整合转型等，在2014年—2020年出台一系列文件，推进混合所有制改革，对国企属性进行界定，并对融资平台转型、债务清理和政府注资作出更明确的规定。

李昊认为，重庆受益于直辖市体制，在国资管理、投融资改革方面一直走在全国前列，整体债务管控也较强，对全市整体信用有支撑作用。例如，2017年重庆市政府办公厅印发的《有关加强融资平台公司管理有关工作的通知》就提出，每个区县确定的公益性项目建设单位最多不超过三家；2020年重庆市在全国范围较早提出国企改革三年行动方案，要求国企国资资源进一步整合。

此外，重庆两家地方AMC之一的渝康资产经营管理有限公司，与建信信托合作组建120亿元的国企并购重组基金、与多家央企合作组建了340亿元的市场化债转股专项基金，也对重庆国资国企改革起

到推进作用。

III. 区县债务压力分化

不管从显性政府债务还是城投债券看，重庆市债务均集中在区县级，尤其是中心城区和主城新区。国盛证券固收团队 9 月 28 日发布的研报称，重庆市存量城投债余额主要分布于区县级平台，占比达 63.4%，并集中于涪陵、长寿、合川等主城都市区；其次为市级平台和国家级园区，存量城投债余额占比约 29.33%；市级及其他园区业拥有少量存量城投债。

与一般城市不同，重庆作为直辖市的区域范围较大，下辖 38 个区县之间债务压力、信用资质分化较大。按重庆区域发展规划，全市分为中心城区、主城新区、渝东北、渝东南四大板块；其中主城新区作为目前全市经济增长的龙头，承接中心城区产业转移等功能，是资金主要流入地，城投发债相对活跃，因此整体市场关注度最高，其内部分化也较大。

以 7 月底以来的本轮城投债行情为例，除了中心城区的沙坪坝、九龙坡，投资者情绪改善较为明显的潼南、长寿、江津、涪陵、合川、荣昌均位于主城新区板块。据中金公司统计，7 月 28 日—9 月 1 日，上述潼南等主城新区区域的短债利差明显压缩；但部分债务负担较重、

财力较弱的主城新区区域的短期公募债利差则不降反升，例如綦江区和南川区。

除了在重庆全市统一部署下，各区县加快推进平台整合转型、国企及投融资体制改革，在中央 2018 年明确的六种化债方式内，近年来各区县较多采用债务展期重组、安排预算资金或多渠道筹集收入偿还等措施。

例如合川区预算报告表示，2022 年推进存量债务“新换旧”“高换低”“短换长”“表外换表内”；预算安排刚性化解政府债务 1700 万元，安排国企化债资金 6.22 亿元，债务风险进一步缓释。

綦江区预算报告也指出，2022 年统筹各级资金化解隐债 3.07 亿元；克服政策瓶颈帮助国有公司置换到期隐性债务 9.05 亿元，缓解公司债务刚兑压力；全力以赴促进一般公共预算增收，加强政府性存款资源和国有资产整合利用，增强区属国有公司融资能力。

重庆市各区县亦普遍较早建立债务管控体制机制，包括建立债务风险预警监测机制、设立应急周转资金池和债务管控专班、出台国企债务监管和化债政策相关文件等。例如沙坪坝区、合川区、垫江县等均明确要求平台公司严格执行“631”偿债管理机制，即提前六个月制定到期还款计划、提前三个月落实资金来源、提前一个月账上备足偿债

资金。其中，债务率较高的区县例如沙坪坝区更加严格，从 2020 年起已设置并每月更新债务和还本付息数据台账，动态监测债务数据变化，对异常点实时预警。

部分区县如合川区在 2021 年建立 2 亿元债务应急周转金，重庆市曾表示 2022 年建立应急周转资金池。不过，也有分析人士认为，相比陕西、江苏等地明确以市场化的方式、探索建立省级或地市债务风险化解基金或周转金，重庆相对缺少市级层面统筹协调化债的机制。

少数区县完成化债任务还须大幅削减支出。例如沙坪坝区作为老城区，早期推进棚改、城市更新等投入力度较大，还有重庆西站、沙坪坝站、大学城等大体量投资项目，历史上形成债务负担较重。2021 年 8 月以来，沙坪坝区开展债务、债权、土地、资产、支出、项目、税收、政策、平台、资源等“十项全面清理”，除了和其他区县一样采取债务重组降成本、筹集资金还债、加强新增政府投资项目管控等，最突出特点是大幅压减行政事业单位支出。据沙坪坝 2022 年 8 月披露，通过大力削减三公经费、培训费等支出，对各级领导干部的出差时间、人数等都作出详细规定，清理以来累计节约开支 4.5 亿元。