

中央确定债务化解基调后，城投市场军心再稳，对2023年隐债置换再启的憧憬也愈发强烈。隐性债务的概念提出虽未太久，但地方债务管控的却早已开始。通过回顾我国两轮全面铺开的债务置换工作，新一轮债务置换周期有开启迹象。在新的债务置换维度下，有多少规模债务需进行置换？又将以何种形式展开置换？该如何看待置换过程中面临的调整？本文将逐一作答。

丨 中央定调地方政府债务化解，城投市场军心再稳。

2月16日发表的《当前经济工作的几个重大问题》提到了对地方政府债务化解的思路，奠定了2023年化债的基调。文章表明隐性债务的化解需要优化期限结构，降低利息负担；也提出进一步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，显示对待债务的一视同仁；地方融资平台的分类转型以及防范地方国有企事业单位“平台化”也同样不可忽视。中央定调债务化解一定程度稳定了城投市场军心。

丨 隐性债务概念提出虽未有太久历史，但地方债务管控早已开始。

2008年国务院推出4万亿投资计划后，地方债务压力水涨船高，也引起广泛关注；2014年“新预算法”规定地方政府债券是地方政府举债的唯一合法方式，此后第一轮债务置换工作开始启动；2017年7月，中央政治局会议首次公开提出隐性债务的概念，隐债话题迈进历史舞台；2018年8月，国务院下发27号文，明确隐性债务的口径为地方政府在法定债务限额之外直接或间接承诺以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。

丨 我国共推行两轮主动介入且全面铺开的债务置换工作。

自“新预算法”发布以来，我国共主动介入且全面铺开的实施了两次债务置换工作。第一轮为2015年开始的用地方政府债来置换非债券形式存在的地方政府存量债务工作，合计发行置换债12.2万亿元，改善了地方政府融资结构。第二轮为2019年地方政府与金融机构合作开展隐性债务置换工作，与第一轮最大的区别是明确了隐性债务的化解任务，并推出了建制县隐债化解试点。

丨 2023年隐债腾挪更多围绕信贷和非标。

通过我们推算，2022年城投平台需偿还信贷规模约6.70-7.87万亿，需偿还非标规模约2.52-2.97万亿，合计2023年城投平台需偿还规模约9.22-10.83万亿。此后假定地方部分城投平台并未进行未公开融资，因此隐债规模可能高于财报样本。由于不同地区对于债务置换的需求不同，一定比例的短期偿还规模需通过置换解决，由此推算出2023年需置换的隐债规模约4.03-4.74万亿元。

■ 推动新一轮债务置换需要金融机构支持。

通过统计不同地区最新的债务限额和余额数据，我们测算全国各地市累计可发行债务空间仅两万亿元有余，不足2023年需置换债务规模的下沿，因此新一轮债务置换仅靠地方债是不够的，与金融机构合作进行信贷置换等工作也是必不可少。2023年，在债务置换新的周期维度下，推进由点及面的具有地域特色的债务置换，甚至对部分退出公开市场融资的主体进行适度重组都将成为“顺理成章”的选择。

■ 债务置换过程中或会面临估值风险和技术问题，但无需担忧。

债务置换推进过程一般会面临两类场景：

- 1) 置换在前，很多风险未爆发就得到了解决；
- 2) 部分地区已出现风险外溢，市场出现一定恐慌情绪，此后才通过置换解决风险。

通常而言，市场更乐于见到债务置换的第一类场景，但对于第二类场景也不必担忧，一方面随着债务置换的推进，投资者情绪将会得到有效安抚；另一方面，2023年在稳增长的大背景下，出现风险外溢的可能性也极低。

■ 风险因素：

规模推算恐有误差；信用违约风险频发；政策调控超预期；基本面回暖进度不及预期等。

(明明为中信证券首席FICC分析师)