

繁荣下的危机

——贵州地方债风险分析

行业评级

卖出

前次评级

报告日期

2016-10-24

● 发债规模扩大&经济实力羸弱，贵州或现地方债务风险

贵州省在前三季度地方债发行中异军突起：发行规模全国第六，比肩江苏、广东等经济大省；置换债发行比例全国第一；负债率全国第一。而同时，贵州省是我国贫困人口最多、贫困面积最大、贫困程度最深的省份，GDP常年居倒数之列。数据表现出的反差令人深思其发债背后的原因和逻辑。

● 增债扶贫，扶贫增信

在国家供给侧改革的背景下，扶贫攻坚成为供给侧改革补短板的重要任务。作为中国第一贫困省，贵州政府目前主要任务是扶贫攻坚，谋划发展。相应地，贵州城投债也主要用于扶贫攻坚，加强基础设施建设。此外，国家和地方政府对扶贫攻坚相关项目给予了很高的补贴有利于贵州城投企业的信用评级的增加。

● 负债规模过大，财政实力不足，偿债能力存隐患

贵州经济发展水平和GDP规模处于在全国范围较为落后，而其地方政府债务规模却位居全国前列，这造成其负债率超过警戒线，债务率逼近警戒线。其中遵义、安顺、铜仁更是出现负债率和债务率“双高”特征。此外，贵州政府的财政收入的自给能力较差。负债规模偏大，自身财政实力不足，均说明出贵州政府的偿债能力偏弱，存在一定风险。

● 城投企业规模扩大，偿债能力现隐忧：

近两年，贵州省城投企业规模总体呈增长态势，贵阳城投企业规模傲视其他各地级市。从各城投企业资产结构来看，90%以上的城投企业流动资产占比过半，但应收账款的存货的流动性较低，受限资产占比大，导致实际的流动性偏低。长期债务比例呈抬头趋势，资产负债率几乎都出现了上升，对企业的长期偿债压力较大。

● 若无中央政府转移支付，贵州城投债存在较大风险

贵州作为经济后进生，本身财政收入主要靠中央政府转移支付，在中央政府强调风险市场化的今天，如果城投债违约，地方政府无力承担损失的情况下，中央政府很可能不会对地方政府转移支付，而且2014年天威债事件已经开启了债券违约先河，贵州地方政府应该自行权衡风险，用适当的手段来完成风险的控制及转移。

分析师：向啸天



16210680266



16210680266@fudan.edu.cn

分析师：罗威



16210680242



16210680242@fudan.edu.cn

分析师：丁潇



16210680204



16210680204@fudan.edu.cn

分析师：苏雯雯



16210680253



16210680253@fudan.edu.cn

分析师：曹惟勤



16210680197



16210680253@fudan.edu.cn

参考资料：

盘点前三季度地方债发行情况--中债资信地方政府与城投行业研究团队	吴冬雯、陈航 邵威、苏锦河
天津地方债何去何从？--渤海证券	崔喜君
投行的人为什么都往贵州跑？--招商证券	孙彬彬、周岳、 高志刚、陈元、 韩周枫

目录索引

一、发债规模扩大&经济实力羸弱，贵州或现地方债务风险	4
1.1 发债积极：规模比肩经济大省，置换债比例最高	4
1.2 经济后进生：GDP 和财政收入低位，负债率全国之首	5
二、贵州城投债大量发行的原因分析	6
2.1 响应中央号召，贵州的主要任务是扶贫攻坚	6
2.2 城投债主要用于扶贫攻坚	7
3.3 贵州城投企业信用评级与扶贫资金	8
三、贵州地方政府偿债能力分析	9
3.1 贵州地方政府负债情况	9
3.2 贵州地方政府负债规模：整体偏大，分化严重	10
3.3 贵州地方政府偿债能力：自身财力不足、依赖上级补助	11
四、贵州省城投企业资产状况分析	12
4.1 资产规模：黔南增速领先，贵阳规模独大	12
4.2 资产结构：流动资产占比高，但实际流动性较弱	13
4.3 负债情况：偿债保障存隐忧，长期负债现扩张势头	14
五、贵州省城投企业债风险分析	16
5.1 风险来源：偿还依赖于展期和置换	16
5.2 预期可承担风险：一个简单模型	17
5.3 债务风险解决的可行方法	18

图表索引

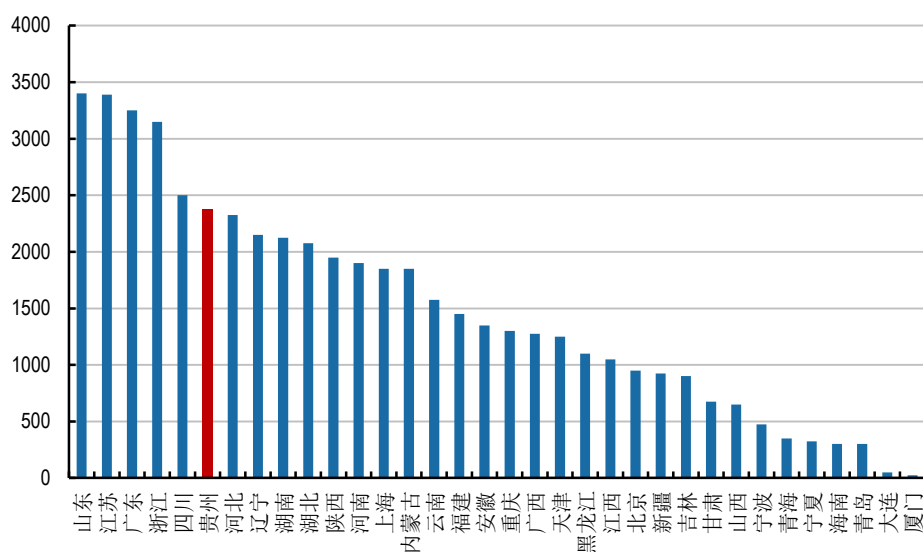
图 1: 前三季度各省地方债发行规模 (亿元)	4
图 2: 前三季度各省地方债发行结构	4
图 3: 2015 年各省 GDP	5
图 4: 2015 年各省财政收入	5
图 5: 2015 年各省负债率 (政府负偿还责任的债务/当年 GDP)	6
图 6: 供给侧结构改革	6
图 7: 2015 年 10 月以来企业债余额增速与分地区贫困情况	7
图 8: 分地区企业债余额增速与人均 GDP 分布情况	7
图 9: 贵州地区城投债募集资金用途	8
图 10: 贵州省各地级市城投企业主体评级	9
图 11: 贵州省各地级市城投债规模	9
图 12: 2015 年贵州及其地级市负债率	11
图 13: 不同省份间财政结构对比	11
图 14: 2015 年贵州省财政结构	11
图 15: 各城市投企业资产规模状况	12
图 16: 各个地级市城投企业流动资产占总资产比重及其结构	13
图 17: 各个地级市城投企业负债规模及资产负债率	14
图 18: 各个地级市城投企业长期负债占比及长期负债/营运资金	15
图 19: 贵州各地级市偿债保障比率	15
图 20: 2015 年各省财政收入	16
图 21: 预期企业债利息及可用于违约财政收入	17
图 22: 我国风险缓释工具比较	18
图 23: CDS 的运作方式	19
表 1: AAA 企业债利率	16

一、发债规模扩大&经济实力羸弱，贵州或现地方债务风险

1.1 发债积极：规模比肩经济大省，置换债比例最高

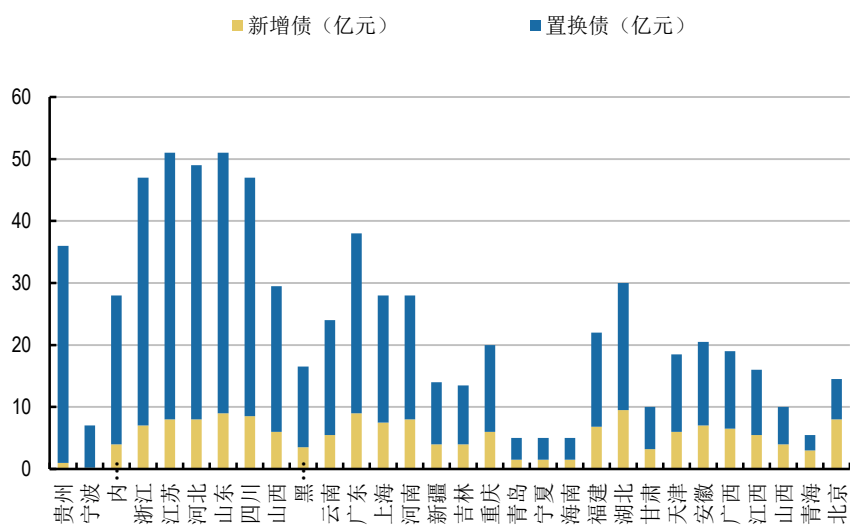
通过整理2015年10月份以来全国各省地方债的发行数据，贵州省地方债的发债规模和结构引起了我们的注意。第一，从数量上看，2016年前三季度地方债发行规模前四的省份为山东、广东、江苏、浙江这样的经济大省，而经济欠发达、贫困程度较深的贵州省发行规模达2400亿，居全国第六位；第二，从发债结构上看，贵州省的置换债占比达98.4%，为各省之首。

图1：前三季度各省地方债发行规模（亿元）



数据来源：中债资信

图2：前三季度各省地方债发行结构

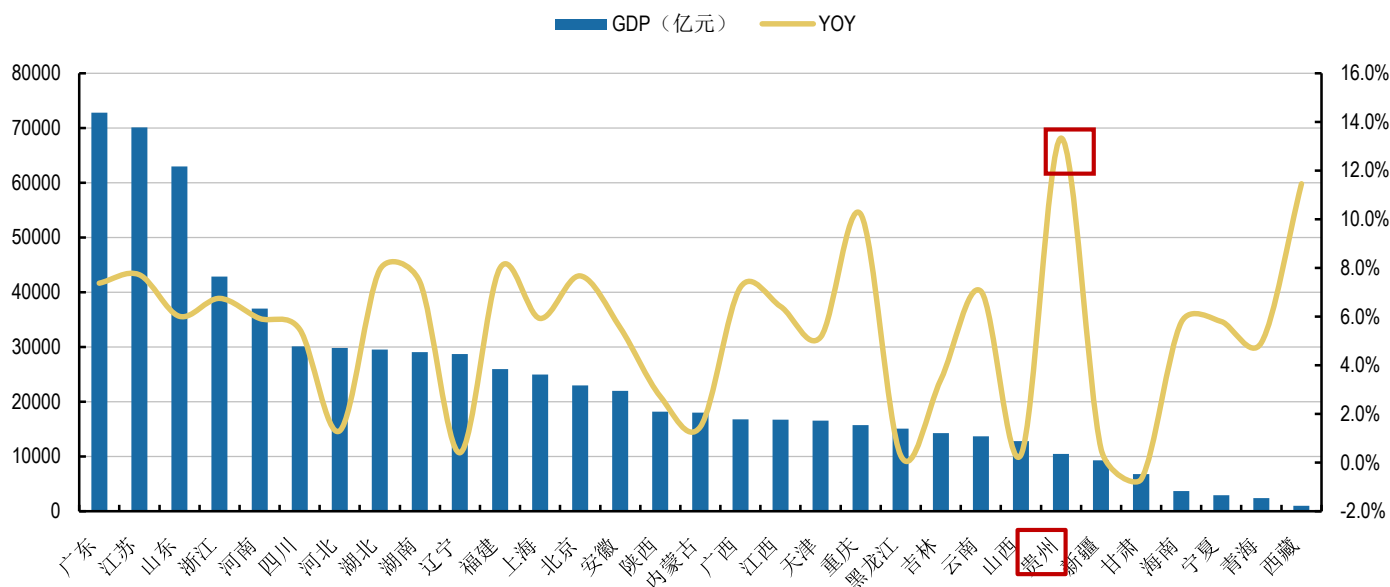


数据来源：中债资信

1.2 经济后进生：GDP 和财政收入低位，负债率全国之首

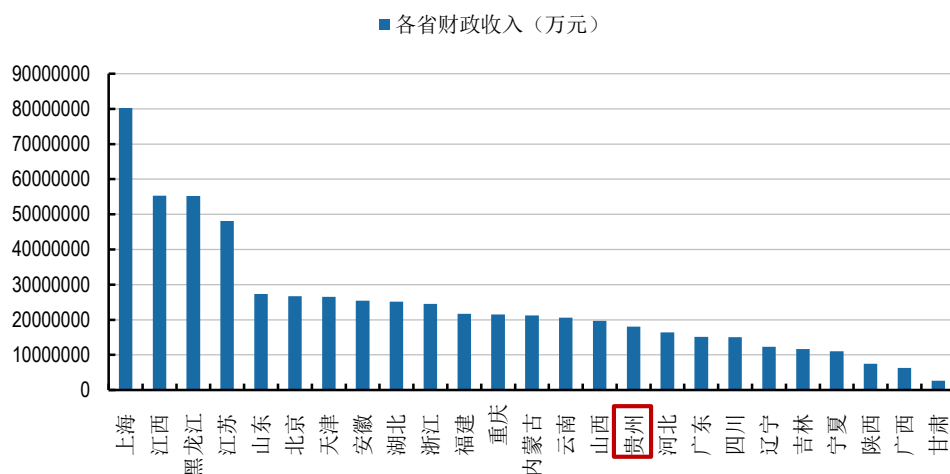
再来看贵州省的经济状况和财政实力。由下表可知，贵州省2015年的GDP规模和财政收入在各省中处于低位，GDP分别位列倒数第7和倒数第10。值得注意的是，虽然总量落后，但贵州省GDP增速达13%，全国增长最快。

图3：2015年各省GDP



数据来源：国家统计局

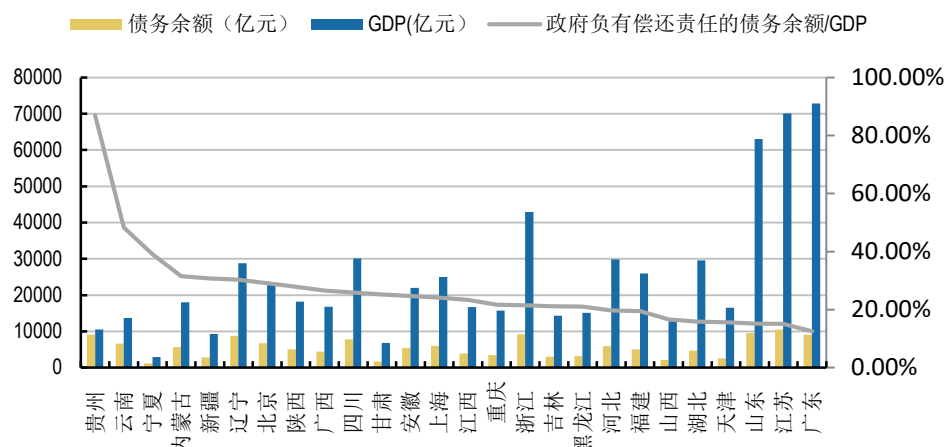
图4：2015年各省财政收入



数据来源：Wind，各省审计厅

经济实力羸弱加之发债规模扩大，造成贵州省负债率的攀升。2015年贵州省负债率达到86.98%，远超过其他省份。

图5：2015年各省负债率（政府负偿还责任的债务/当年GDP）



数据来源：各省审计厅，国家统计局

数据所表现出的差异使我们思考其背后的原因和逻辑，我们将在下文研究贵州省发债动机、资金用途、偿债能力以及贵州省城投债的资产质量，综合评价贵州省的债务风险，并给出适当建议。

二、贵州城投债大量发行的原因分析

2.1 响应中央号召，贵州的主要任务是扶贫攻坚

2016年2月29日，贵州省发布了《关于推进供给侧结构性改革提高经济发展质量和效益的意见》，给本省供给侧改革定了调：“目前，我省贫穷落后是主要矛盾、加快发展是根本任务的基本省情没有变，既要‘赶’又要‘转’的双重任务没有变，总量性问题和结构性问题并存，但深层矛盾是结构性问题。”这说明贵州政府目前最主要的任务是脱贫攻坚、谋划发展。

十八届五中全会以来，中央要求着力加强供给侧结构性改革。供给侧结构性改革的核心为三去一降一补：去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板。在2015年11月10日中央财经领导小组第十一次会议上，对三去一降一补进行了详细的解释。其中补短板的描述为：

要打好扶贫攻坚战，坚持精准扶贫、精准脱贫，瞄准建档立卡贫困人口，加大资金、政策、工作等投入力度，真抓实干，提高扶贫质量。要支持企业技术改造和设备更新，降低企业债务负担，创新金融支持方式，提高企业技术改造投资能力。培育发展新产业，加快技术、产品、业态等创新。要补齐硬基础设施短板，真抓实干，提高投资有效性和精准性，推动形成市场化、可持续的投入机制和运营机制。要加大投资于人的力度，使劳动者更好适应变化了的市场环境。要继续抓好农业生产、保障农产品有效供给，保障口粮安全，保障农民收入稳定增长，加强农业现代化基础设施建设，落实藏粮于地、藏粮于技战略，把资金和政策重点用在保护和提高农业综合生产能力以及农产品质量、效益上。

由此可见，中央赋予了贵州扶贫攻坚的重任。

图6：供给侧结构性改革

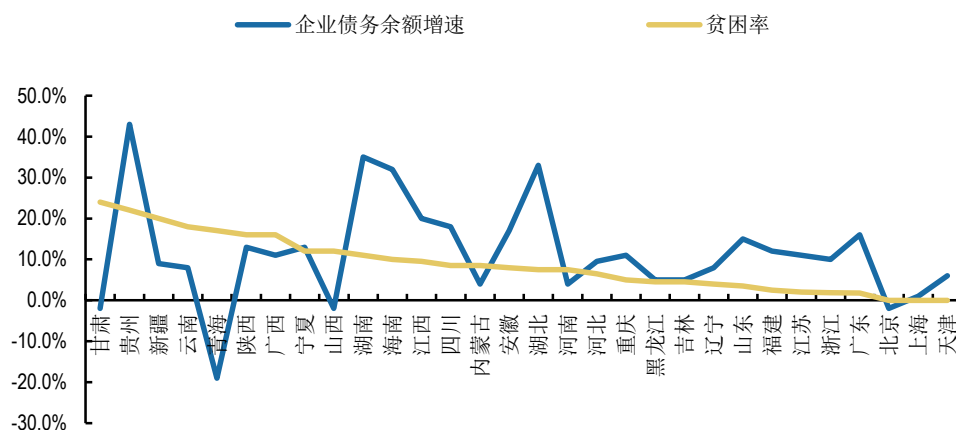


数据来源：宏观经济研究小组

2.2 城投债主要用于扶贫攻坚

根据2015年10月以来企业债余额增速与分地区贫困情况，中西部22个省区市在发改委辖下的企业债余额增速，要显著高于东部地区，其中贵州增速最高，同时贵州的贫困率居于全国第二（但是贫困人口规模居于首位）。

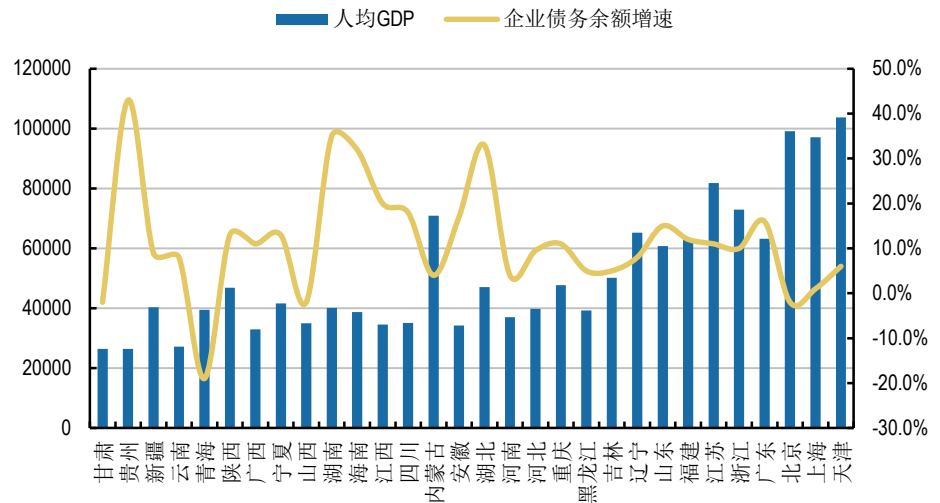
图7：2015年10月以来企业债余额增速与分地区贫困情况



数据来源：Wind，宏观经济研究小组

此外根据2015年10月末至今企业债分地区余额增速和人均GDP的对比情况，2015年中国人均GDP是49351元，低于该水平的相关省份，其企业债发行同比增速显著比高于该收入水平的省区市快。就贵州省而言，其人均GDP同样也是居于倒数。

图8：分地区企业债余额增速与人均GDP分布情况



数据来源：Wind，宏观经济研究小组

综合以上分析，自供给侧结构性改革以来，对于中西部地区，一般情况而言，一个地区越贫困，该地区企业债余额增速越快，可见企业债是为扶贫攻坚服务的。对于贫困大省贵州而言，企业债的用途更是在与扶贫攻坚相关的项目上。企业债中与基础设施最为紧密的是城投债，根据以下贵州省城投债募集资金的用途，我们更加明晰地看到城投债的主要目的就是响应政府的扶贫攻坚政策。

图9：贵州地区城投债募集资金用途

募集资金用途	金额（亿元）	占比（%）
棚户区改造	408.9	27.0
公路铁路轨交建设	342	22.6
保障性住房	81	5.3
停车场建设	64	4.2
归还金融机构借款、补充营运资金	323	21.3
固定资产投资建设	53	3.5
为小微企业提供委托贷款	35	2.3
园区建设	23	1.5
城中村改造	19	1.3
旅游开发区建设	15	1.0
水利建设和水环境治理	20	1.3
未披露	131.5	8.7

数据来源：Wind，宏观经济研究小组

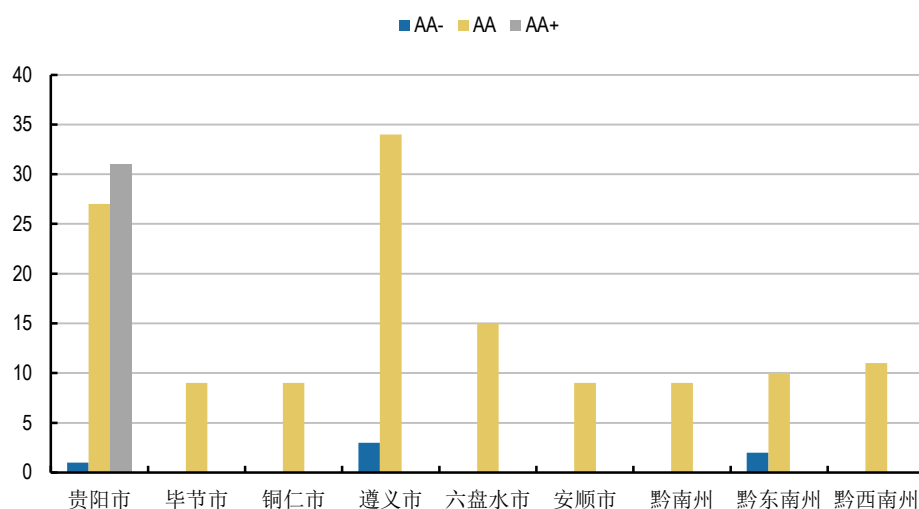
2.3 贵州城投企业信用评级与扶贫资金

基于贵州省49家城投企业的信用评级报告，2016年无企业的主体信用评级遭下调，2家企业评级上调，分别为贵阳白云工业发展投资有限公司（15白工投），安顺虹阳国有资产投资营运有限责任公司（14安经开）。2家主体评级上调的企业，主要上调原因是地方财政实力不断增强，公司继续获得地方政府大力支持，国有土地使用权抵押增信提高债券信用水平。所有的评级公司都将地方政府补贴及地

方经济、财政实力作为考量企业信用的主要因素。同时，国有土地使用权抵押、政府对城投企业的资产注入都作为城投企业信用等级的保障因素。

因此，在扶贫攻坚政策下，中央和地方都会加强对贵州城投企业的支持，有利于城投企业信用评级的上升。

图10：贵州省各地级市城投企业主体评级



数据来源：Wind，宏观经济研究小组

三、贵州地方政府偿债能力分析

关于我国地方债的真实情况，由于地方政府融资规则的几次改变，使得政府负债状况变得复杂，各种统计的口径也不一致，导致我国地方政府负有偿还责任的债务明细一直没有完善的披露。下面我们将主要以一些官方统计数据 and 信息披露较为规范的城投债的数据对贵州及其地级市的负债情况和偿债能力进行分析。

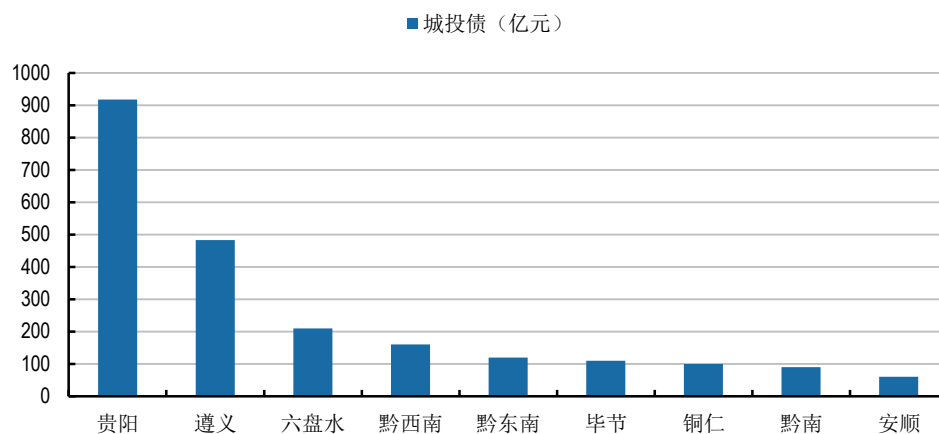
目前国际上对政府性债务负担状况和偿债能力尚无统一评价标准，我们参考一些国际组织和券商的通常做法，同时考虑数据的可获性，通过负债率、债务率、财政实力等指标对贵州地方债务进行分析。

3.1 贵州地方政府负债情况

根据贵州省官方目前最新披露的数据，截止至2014年12月31日，贵州政府负有偿还责任的债务为8774亿元，其中一般债务5030亿元，专项债务3744亿元。

根据wind资讯的数据，2015年以来，贵州省新发行了地方政府债券4600亿，位居全国第五，仅次于发达省份苏鲁浙粤，其中新增债不足200亿，绝大部分是置换债；2015年以来，贵州省新发行了城投债1080亿，位居全国第14。目前贵州城投债规模总额为2213.4亿元，其中贵阳市917.5亿元，遵义市482.8亿元，六盘水市210亿元，其余地级市发行规模少于200亿元。

图11：贵州省各地级市城投债规模



数据来源：WIND，宏观经济研究小组

3.2 贵州地方政府负债规模：整体偏大，分化严重

一般判断地方政府负债规模是否过大，风险是否过高，一般采用政府债务率与负债率作为指标。

负债率是年末债务余额与当年GDP的比率，是衡量经济总规模对政府债务的承载能力或经济增长对政府举债依赖程度的指标。国际上通常以《马斯特里赫特条约》规定的负债率60%作为政府债务风险控制标准参考值（预警线）。

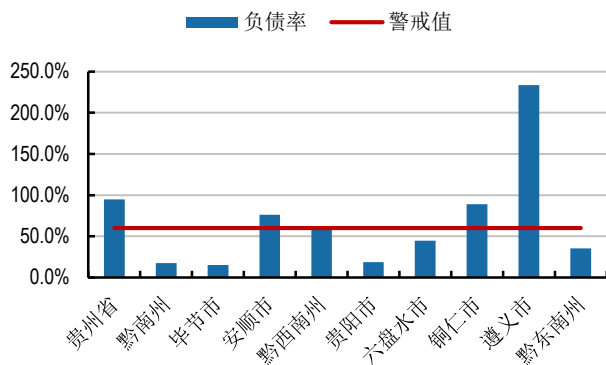
债务率是年末债务余额与当年政府综合财力的比率，作为衡量债务规模大小的指标。国际货币基金组织确定的债务率控制标准参考值为90~150%，我国目前采用100%的警戒值。对于债务率的定义，财政部给出的数据采用的是债务限额/政府当年综合财力。

➤ 贵州省整体负债率偏高、债务率极高，且内部差异化严重

2015年年末我国地方政府债务限额锁定在16万亿，其中贵州省债务余额达到9135.5亿元，仅次于浙江。2015年贵州全省地区GDP为10502.56亿元，比上年增长10.7%。可知贵州省的负债率为86.9%，而全国2015年中国全国政府债务的负债率为41.5%左右，可见贵州的负债率远超全国平均水平。需防范债务风险。

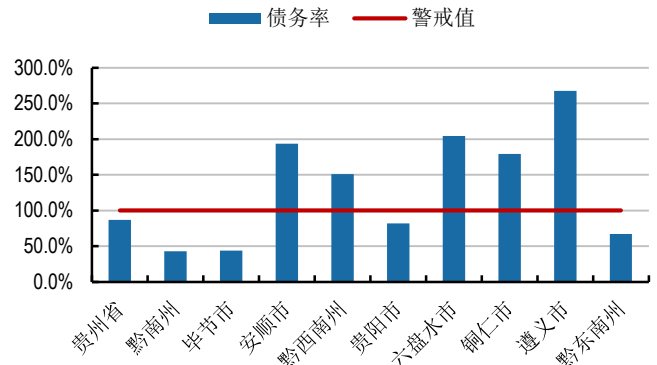
根据wind资讯的数据和天风证券的测算，铜仁、安顺、遵义负债率超警戒值，其中遵义市负债率最高，超过230%，说明其负债压力极大；但贵阳、黔南、黔西南、毕节的负债率却不超20%，政府债务在安全范围中。债务率上，除贵阳、黔东南州、毕节、黔东南州外其余地市级政府债务率均超警戒值，其遵义和六盘水为267.87%和204.62%。

图12：2015年贵州及其地级市负债率



数据来源：wind、宏观经济研究小组

图12：2015年贵州及其地级市债务率



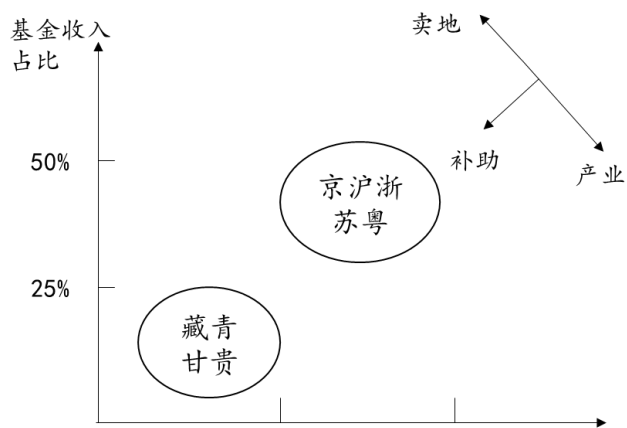
数据来源：wind、宏观经济研究小组

目前贵州的GDP总量在全国范围内依然是处于较低水平，但其地方债务规模却排在全国前列，其高负债率和高债务率可想而知。虽然目前很多主要市场经济国家和新兴市场国家的负债率水平也比较高(如日本超过200%、美国超过120%、法国120%左右、德国80%左右、巴西100%左右)，但国内的相对数据比较依然表明目前贵州政府已经出现了一定的高杠杆问题，需要进行风险防范。

3.3 贵州地方政府偿债能力:自身财力不足、依赖上级补助

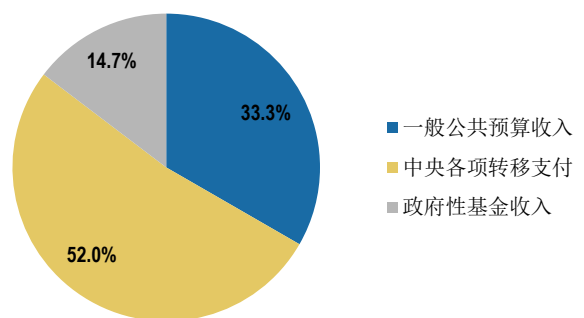
要评价政府的偿债能力，就首先要回答用什么指标来衡量地方政府的财政实力。我们认为衡量地方政府的实力，一般公共预算收入、政府性基金收入和中央转移支付这三项缺一不可。可以做出以下近似，**财政总收入等于一般公共预算收入、政府性基金收入、以及转移支付和税收返还三项之和**（通俗的讲，分别对应着**产业、卖地和补助**）。而对于不同的省份来说，财政结构大不相同，发达省份（京沪浙苏粤）几乎都是靠卖地和收税，相对不发达的省份（藏青甘贵）大部分靠的是补助。因此要全面反映地方政府的地方政府偿债能力，需要将这三者全部考虑。为了综合评价地方政府的实力，以及后续财政结构的分析，我们以一般公共预算收入（大部分为税收收入）、政府性基金收入、以及转移支付和税收返还三项之和作为财政实力的衡量指标。

图13：不同省份间财政结构对比



数据来源：宏观经济研究小组

图14：2015年贵州省财政结构



数据来源：贵州省财政厅、宏观经济研究小组

2015年，贵州全省财政总支出一般公共预算收入1503.35亿元,增加136.67亿

元,增长10%;其中,税收收入1125.96亿元,增加99.26亿元,增长9.7%。全省政府性基金收入累计完成661.86亿元,减收176.66亿元,负增长21.1%;其中,国有土地使用权出让收入完成582.10亿元,减收138.95亿元,负增长19.3%。另外,中央各项转移支付2346.2亿元。财政总收入合计4105.81亿元(包含转移支付),支出合计4115.99亿元。可以看出,贵州的一般公共预算收入增长速度不及其GDP增长速度,政府性基金收入甚至出现下滑,而中央各项转移支付已经超过了一般公共预算收入与政府性基金收入之和,以上分析均表明贵州政府偿债能力很小。并且包含转移支付后仍然出现赤字,说明贵州政府的财政实力有很大问题。

➤ **地级市：一般公共预算收入增长尚可，偿债依赖上级补助**

要考察政府自身的偿债能力，一般公共预算收入和税收收入是关键。虽然贵州地级市一般公共预算收入的总量并不高，但增速可观。除六盘水、毕节之外，所有地级市一般公共预算收入增速均超过10%，安顺、黔南更是高达20%。安顺、黔南、铜仁税收占比变化不大，表明其一般公共预算收入增长结构平稳；黔东南、贵阳、黔西南税收收入占比较去年有所下降，其税收收入增速小于一般公共预算收入增速，财政收入质量有所下降。总体而言，贵州各地级市的自身财政随GDP的高增长在快速发展。

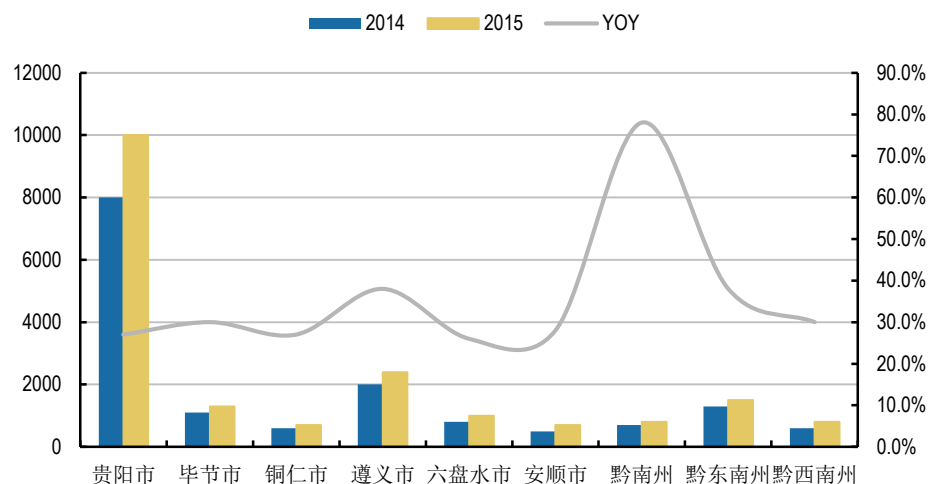
然而同全省整体情况一样，面对高负债，市级政府也基本依靠补助。各市财政自给率普遍较低，除贵阳、六盘水财政自给率超过50%，其余城市财政自给率不到40%。上级补助占综合财力比重在50%以上，黔西南州超过77%，说明了贵州各地级市综合财力目前还是依赖上级补助。

四、贵州省城投企业资产状况分析

4.1 资产规模：黔南增速领先，贵阳规模独大

从增幅来看，黔南城投企业资产规模增长幅度最大，远高于其他地级市，达到了72.97%，其他地级市增长率在30%左右。从资产总规模来看，贵阳市城投企业资产规模远远高于其他地级市，15年达到了近10000亿，其他地级市城投企业资产规模均低于2000亿。

图15：各城市投企业资产规模状况



数据来源: Wind

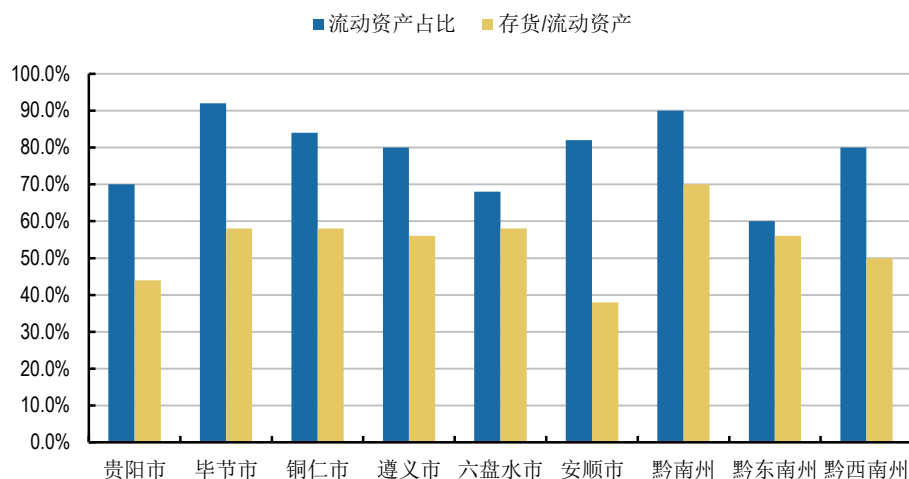
90%左右的城投企业资产规模介于100亿到800亿间, 5家城投企业资产规模超过800亿。其中贵州交通建设集团有限公司和遵义市道路桥梁有限责任公司增长幅度较大, 而贵阳金阳建设投资(集团)有限公司资产规模同比出现了下降, 是贵州省城投企业中2015年唯一出现资产规模下降的企业, 主要原因是政府回购款项的其他应收款减少。

共有4家城投企业资产规模增长率超过90%: 贵阳白云工业发展投资有限公司、贵阳市城市轨道交通有限公司、贵阳观山湖建设投资发展有限公司、黔西南州兴安开发有限公司。

4.2 资产结构: 流动资产占比高, 但实际流动性较弱

共有43家城投企业流动资产占比大于50%, 占总数的90%以上, 其中有41家城投企业流动资产主要为存货和应收账款、其他应收款。应收账款主要由政府回购款、工程建设款、政府机构往来款项组成, 存货主要是土地资产、土地使用权及开发成本。虽然流动资产的规模较大, 但是应收款项占比过大对企业资金形成了较为严重的占用。存货以土地资产和开发成本为主, 流动性较弱, 其中土地资产抵押状况较多, 在有相关信息披露的23家城投企业中, 有13家的土地资产抵押率大于50%, 存货占总资产的比重很高, 受限资产占比大。

图16: 各个地级市城投企业流动资产占总资产比重及其结构

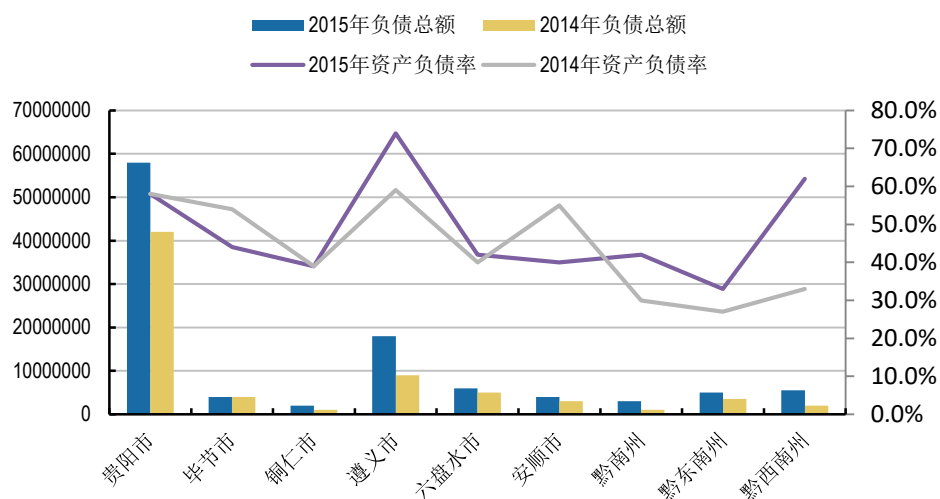


数据来源：Wind

4.3 负债情况：偿债保障存隐忧，长期负债现扩张势头

从总体上看，贵州省各地级市负债规模同比有所增加，黔西南州、黔南州、黔东南州、遵义增幅较大，而毕节城投企业负债出现下降。毕节市城投企业负债规模大幅下降，相比2014年下降了1.52%，而由于资产总额出现了增长，所以资产负债率下降了16%。黔西南州城投企业负债总规模相比2014年增长了131.53%，平均资产负债率相比2014年增长了27.71%达到了62.17%。而黔南州城投企业负债规模相比2014年增长了129.71%，遵义市城投企业总负债规模相比2014年增长了71.68%，其资产负债率为贵州省城投企业负债率最高的地级市。

图17：各个地级市城投企业负债规模及资产负债率

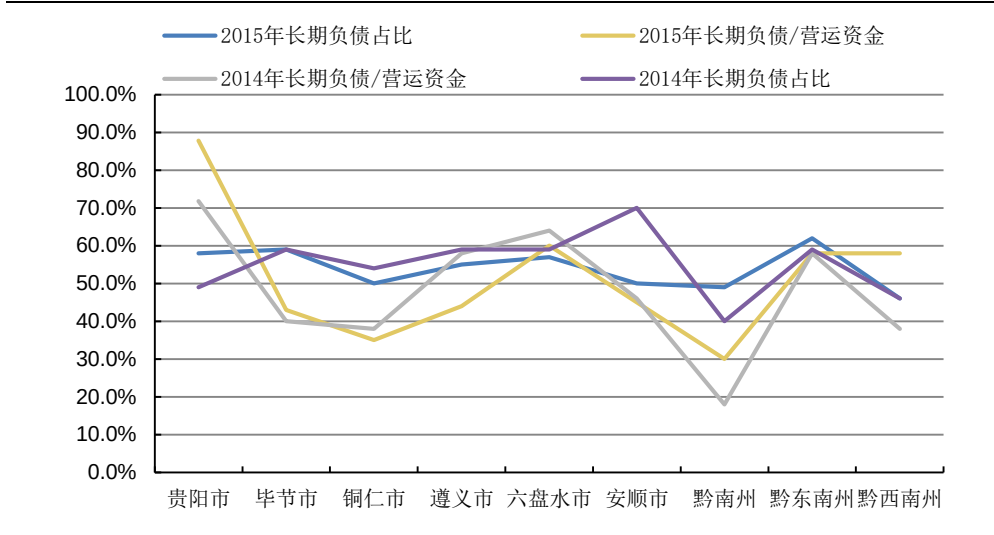


数据来源：Wind，各省审计厅

使用长期负债/营运资金可以同时反映企业对长期负债和短期负债的偿还能力，一般长期负债不超过营运资金，长期债务随着时间不断转化成流动负债，用流动资产来偿还。该比率越大，说明企业短期偿债能力较弱，也反映出企业未来偿还

长期债务保障能力也较弱。长期负债占比与2014年相比，基本不变，贵阳、黔东南州、黔西南州城投企业该比率相比2014年出现增加，贵阳市2014年该比率已经为71.78%，2015年更是增长到了87.83%，企业偿债压力大，尤其是长期债务的偿还能力弱。黔南州的该比率为28.01%而相比2014年的16.98%，有增加的趋势。

图18：各个地级市城投企业长期负债占比及长期负债/营运资金



数据来源：Wind

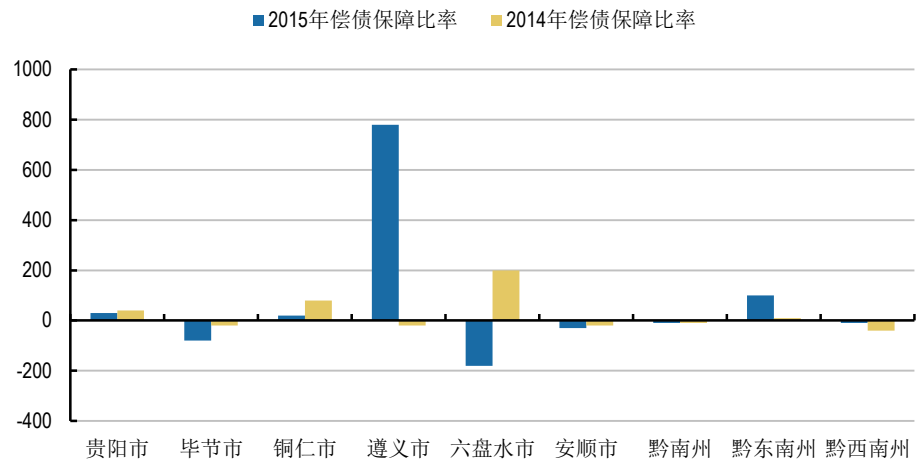
为了衡量城投企业的偿债能力，我们使用以下两个指标：

偿债保障比率=负债总额/经营活动现金净流，该指标越低，经营产生的现金流对负债的保障力度越强，偿债能力越高。

EBITDA利息保障倍数=EBITDA/利息费用，企业经营业务收益与利息费用的比值，反应经营活动现金流偿付借款利息的能力，比值越大，偿还能力越强。

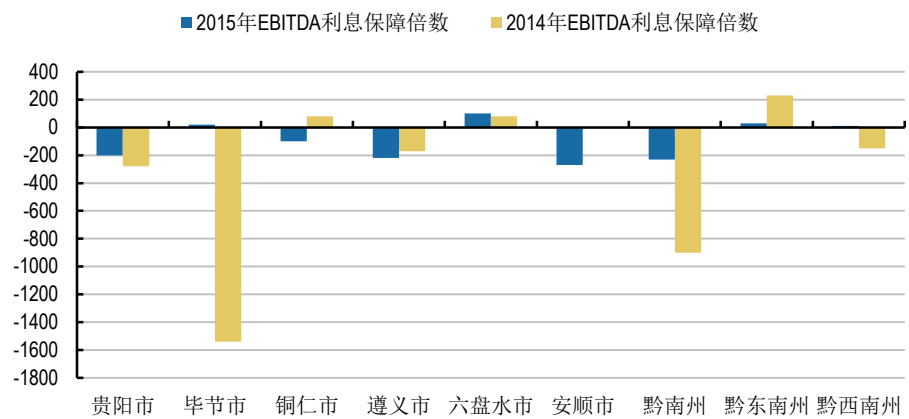
贵阳、铜仁城投企业整体偿债能力较其他城市的城投企业较好，偿债保障比率较低，仅为29.92、21.72，且该指标相比2014年有所下降。毕节市、安顺市、六盘水市，该比率连续两年为负，经营活动产生的净现金流为负，经营能力较弱，无法对债务形成保障。遵义市2015年偿债保障比率虽然为正，负债规模过大，对城投企业形成一定压力。城投企业营业收入对利息费用保障程度较低，除毕节市、黔东南、六盘水其余城市EBITDA/利息费用为负，指标为负表明净利润为负且有较大的亏损。

图19：贵州各地级市偿债保障比率



数据来源: Wind, 各省审计厅

图20: 贵州各地级市EBITDA利息保障倍数



数据来源: Wind

五、贵州省城投企业债风险分析

5.1 风险来源: 偿还依赖于展期和置换

通过上述两个指标, 偿债保障比率最低的两个地区贵阳、铜仁, 城投企业整体偿债保障比率也达到了29.92、21.72, 根据偿债保障比率定义: 负债总额/经营活动现金净流来看, 其倒数可以反映不发生违约情况下可偿还债务利息率, 贵阳可偿还债务利息率=1/29.92=3.34%, 铜仁可偿还债务利息率=1/21.72=4.60%, 根据最新AAA企业债利率

表 1: AAA 企业债利率

AAA 企业债	1 年期	3 年期	5 年期	10 年期	30 年期
利率	2.79%	2.89%	3.03%	3.24%	3.34%

数据来源: Wind 宏观研究小组

在无需还本的情况下，如果能以最新利率置换债务，贵阳、铜仁的城投企业是可以担负起利息的，但如果不能完成债务置换、信用评级不足或者不能成功展期，导致当期的经营现金流不足以偿付利息或是不足以偿付未能成功展期的债务本金时，企业将会出现营运风险。考虑到城投企业多数为地方国资控股，如果出现亏损，地方政府会用一部分财政收入对企业进行补贴，然而贵阳各地政府本身负债率已经极高，还能负担多少城投企业的亏损呢？

5.2 预期可承担风险：一个简单模型

我们建立了简单的模型来分析城投债的可能性风险，模型假设如下：

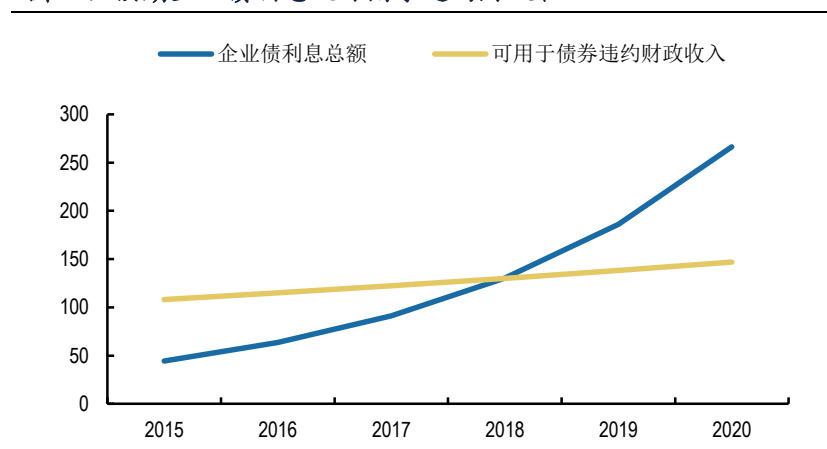
- 扶贫资金由中央政府无限制补贴，是0风险的，资金投放方向为以下三方面：棚户区改造；保障性住房建设；城中村改造。
- 中央政府对非扶贫项目不进行转移支付。
- 政府财政收入与企业债发行总量都以当前速度增加。
- 城投企业债全是5年期AAA级企业债
- 财政收入的5%可以用于应对债券违约风险

由图9：贵州地区城投债募集资金用途可以得出，该部分资金占城投企业总资金的33.60%，城投企业的这部分债务对于地方政府来说是无风险的，剩下的66.40%是存在风险敞口的部分。

根据wind资讯的数据，目前贵州城投债总量2213.4亿元，存在风险敞口的部分为1469.7亿元，由图7图8，贵州企业债余额增速为43%，由图21及假设4，贵州企业债利率为3.03%，由图14，贵州非转移支付财政收入为2165.21亿元，综合增长率为6.31%（考虑到政府性基金减收幅度过大，将来不太可能出现持续大规模减收，假设为收入不变）

综合以上假设及初始条件，我们得到如下结果：

图21：预期企业债利息及可用于违约财政收入



数据来源：宏观经济研究小组

在2018年，企业债利息总额超过了可用于债券违约的财政收入，一旦出现违约，即便有政府担保也存在一定的风险。

5.3 债务风险解决的可行方法

对于可能存在的违约风险，我们认为，新债换旧债不是长期可行的解决方式，从现在来看，能较好解决债务风险的方法主要有三种：

- 出售非核心国有资产
- 依靠债转股，降低付息成本
- 利用CDS，将风险市场化

方法1涉及到国有资产流失的敏感话题，我们不做讨论。方法2中所谓债转股，在以前是指国家组建金融资产管理公司，收购银行的不良资产，把原来银行与企业间的债权、债务关系，转变为金融资产管理公司与企业间的股权、产权关系。债权转为股权后，原来的还本付息就转变为按股分红。国家金融资产管理公司实际上成为企业阶段性持股的股东，依法行使股东权利，参与公司重大事务决策，但不参与企业的正常生产经营活动，在企业经济状况好转以后，通过资产重组、上市、转让或企业回购形式回收这笔资金，近期重提的债转股与之前不同，将以前国家组建金融资产管理公司转变成了第三方非银行金融机构，本轮债转股最突出的特点就是市场化、法治化。债转股企业转股的债权、转股的价格、实施机构不由政府确定，而由市场主体自主协商确定；债转股的资金筹措也以市场化方式筹措为主，各相关市场主体自主决策、自担风险、自享收益。

方法3中的CDS，是一种能够将参照资产的信用风险从信用保护的买方转移给信用保护卖方的金融合约，当然，目前中国还存在其他的信用缓释工具，CDS与其他工具的对比如下

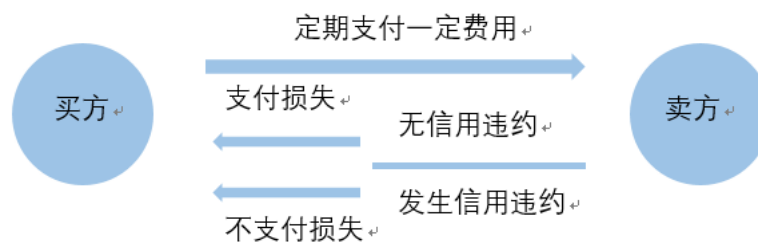
图22：我国风险缓释工具比较

产品	信用风险缓释合约 (CRMA)	信用风险缓释凭证 (CRMW)	信用联结票据 (CLN)	信用违约互换 (CDS)
参考标的	单项债务	单项债务	主体	主体
类别	合约类	凭证类	凭证类	合约类
推出时间	2010年10月	2010年10月	2016年9月	2016年9月
参与者	参与者应向交易商协会备案成为核心交易商或一般交易商。其中，核心交易商可与所有参与者进行信用风险缓释工具交易，一般交易商只能与核心交易商进行信用风险缓释工具交易。核心交易商包括金融机构、合格信用增进机构等。一般交易商包括非法人产品和其他非金融机构等			
创设备案	对卖方没有要求，产品发行无备案要求	创设机构较严格准入条件（核心交易商，且净资产不少于40亿元），产品发行备案	创设机构较严格准入条件（核心交易商，且净资产不少于40亿元），产品发行备案	对卖方没有要求，产品发行无备案要求
整体限制	核心交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其净资产的500%；一般交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其相关产品规模或净资产的100%			
产品买卖限制	净买入或净卖出余额不得超过标的债务总余额的100%	买入或卖出余额不得超过标的债务总余额的100%，且创设总规模不得超过该标的债务总余额的500%	没有具体限制	没有具体限制
受保护债务范围	没有具体限定（贷款或者其他债务均可）		非金融企业参考实体的债务种类限定于在交易商协会注册发行的非金融企业债务融资工具	

数据来源：公开信息整理 宏观经济研究小组

从特点上来说，CDS属于期权的一种。由于期权的特点是买方只有权利而无义务，而卖方只有义务而无权利，因此一旦债券违约，买方就可以要求履约来转嫁信用风险。

图23：CDS的运作方式



数据来源：宏观经济研究小组