市场概述
Market Overview

地方政府债务置换高峰或倒逼央行货币宽松加码

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2015/03/30

周末听业内人士说，今年地方政府债务置换规模可能不止是 1 万亿，还会有第二个 1 万亿。此前围绕地方债的争论起始于今年“两会”之初，有媒体报道称，今年首批的 1 万亿债务置换已经在 3 月初下发到各省，其中西南某省获得 300 亿的存量债券置换额度。不过我们担心，此举有可能造成流动性短缺，可能倒逼央行在二级市场上通过质押再贷款或下调准备金等方式为经济体注入流动性。

为什么说今年债务置换规模可能不止是 1 万亿呢？简单计算一下就知道，1 万亿规模的债务置换对于今年到期债务来说其实只是杯水车薪。根据 2013 年 6 月审计署全国政府性债务审计结果，2015 年政府负有偿还责任的债务、政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务到期规模约 2.8 万亿，1 万亿债务置换肯定不够，甚至都不够覆盖政府负有偿还责任的债务 1.8 万亿这部分。

扩宽审计署债务计算口径，按城投债和信托口径计算，2013 年 6 月地方政府债务余额约为 20 万亿左右。按照同样的到期债务分布，2015 年真实到期债务规模约为 4 万亿左右。考虑到财政收入和土地出让收入双放缓，预计地方政府债务置换规模至少要达到 2 万亿。所以说，1 万亿的地方债务置换规模不能解决根本问题，预计至少还需要 1 万亿的额度。

另外，从目前情况来看，还没有明确的经济下行趋势减缓的信号，利率上升肯定是实体经济无法承受之重。即使稳增长改变经济下行趋势，但也得继续实施宽货币，保持住这一趋势。从大的经济运行周期来看，考虑到房地产长期下行和环境约束，重工业去产能的趋势势不可挡。产能扩张是借钱的过程，而

产能去化则是债务消失和还钱的过程。在偿还债务的过程中，将伴随市场流动性流出，因此预计未来流动性缺口将不断扩大。

除地方政府债务置换导致资金面紧张外，我们认为，外汇占款增量放缓亦是基础货币投放减少的另一重要原因。数据显示，2 月末外汇占款虽结束此前连续两个月的负增长，但仍处于低增长的水平。分析人士认为，外汇占款出现低增长已成为常态，甚至会出现负增长，因此央行有必要通过调整基础货币投放渠道，增加流动性供应，弥补日益扩大的资金缺口。同时，资金紧张是不利于地方政府实现低成本债务融资置换的，因此亦需要央行进一步放松银根，继续注水压低市场利率水平。总而言之，考虑到 4 月份万亿以上的流动性缺口，一次 50 个基点的降准释放的流动性可能都不足以改变资金面紧张的压力，财政部要求更多债务置换的压力可能会逼着央行货币宽松的力度更大。

如果您对本文有任何评论和见解
请发电邮至：shmarketing@cfets-icap.com.cn
更多信息，请登录网站：www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。