



一揽子化债方案取得积极成效，关注“一地一策”化债进度
——2023 年以来地方债务风险化解政策梳理与解读

2024.03



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一揽子化债方案取得积极成效，关注“一地一策”化债进度

——2023 年以来地方债务风险化解政策梳理与解读

联合资信公用评级二部 夏妍妍

摘要

2023 年以来，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，我国宏观政策调控着力扩大内需、优化结构、提振信心及防范化解风险，中央层面首次提出“制定实施一揽子化债方案”，一系列政策陆续实施。本轮化债方式主要是“财政手段+金融手段+债务管控”，同时长、短期政策相结合，中央及地方政府共同发力，整体上较以往更加立体、全面；同时，本轮化债更具针对性及可操作性，一方面部分省市更加强调精准化债、“一地一策”，进一步强调对不同地区、不同国有企业的分类管理；另一方面相关措施更加细化、可操作性强。从市场表现来看，本轮化债取得积极成效，城投企业债务规模增长态势得到控制，城投企业融资成本显著下降，短期内尾部区域的流动性风险有所缓释，长期限债券、低信用级别主体所发债券的风险溢价水平显著下降。

从未来发展趋势来看，我们预计 2024 年城投债供给仍将维持紧平衡，利率持续下行空间或有限；一揽子化债方案持续落实背景下地方债务风险整体可控，但城投债技术性违约、城投企业非标违约和票据逾期风险或有所上升；金融化债仍有空间，具体落地措施有待观察；城投企业转型、推动建立统一的长效监管制度框架或是未来几年地方化债重心；严控新增投资项目是把“双刃剑”，关注高风险地区投资项目落地及财政收入变化情况；在各地债务负担、化债资源禀赋情况等存在差异的背景下关注区域实际债务负担和政府债务管控能力，及“一地一策”化债进度，长期关注财税制度改革和区域经济发展。

一、2023 年以来地方化债政策

2023 年上半年，我国中央层面的地方债务风险化解政策总体延续了此前的化债思路和要求，2023 年 7 月 24 日中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后一系列政策陆续落地实施。总体来看，本轮化债方式主要是“财政手段+金融手段+债务管控”，同时长、短期政策相结合，中央及地方政府共同发力，整体上较以往更加立体、全面；同时，本轮化债更具针对性及可操作性，一方面进一步强调对不同地区、不同国有企业的分类管理；另一方面相关措施更加细化、可操作性强。从地方层面看，多数省市区强调压实责任、加强风险监测预警等，中部¹省市区更加关注推进融资平台转型，西部一些省市区明确提出“争取中央支持”等；“一揽子化债”提出后要求规范加强投资项目审核的省份有所增加；部分省市区更加强调精准化债、“一地一策”。

（一）中央层面

从中央层面来看，我国地方债务风险化解大致可以分为两个阶段：一是 2019 年以前，通过发行地方债进行置换。2014 年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）和《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）发布，明确对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行政府债券置换。2015—2018 年，全国分别发行 3.20 万亿元、4.78 万亿元、2.77 万亿元和 1.31 万亿元地方政府置换债券置换存量地方债务，合计 12.06 万亿元。二是 2019 年以来，严控增量、化解存量。2018 年 10 月，财政部发布《地方政府隐性债务统计监测工作指引》《地方全口径债务清查统计填报说明》《政府隐性债务认定细则》等相关文件，并在《地方全口径债务清查统计填报说明》中列举了六种化债方式：安排财政资金偿还；出让政府股权以及经营性国有产权权益偿还；利用项目结转资金、经营收入偿还；合规转化为企业经营性债务；通过借新还旧、展期等方式偿还；采取破产重组或清算方式化解。中央层面还先后推出建制县隐债化解试点（2019 年共发行置换债 1579 亿元）、全域无隐债试点（发行特殊再融资债券 1.12 万亿元）等化债方案。

2023 年上半年，化债政策总体延续了此前的要求，中央层面多次重申并强调“遏制增量、化解存量”，化债措施提及“常态化监测”“监督问责”“平台公司市场化转型”“优化债务期限结构，降低利息负担”“建立政府偿债备付金制度”“稳步推进地

¹ 本文按照国家统计局对我国区域的划分标准，将全国 31 个省市区分为东部地区（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部地区（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部地区（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北地区（黑龙江、吉林、辽宁）。

方政府隐性债务和法定债务合并监管”等。2023年7月24日，中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，随后相关具体政策措施密集出台，根据公开信息，国务院办公厅发布的《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）（以下简称“35号文”）、《重点省份分类加强政府投资项目管理（试行）》（国办发〔2023〕47号）（以下简称“47号文”）及《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（以下简称“14号文”）信息量较大。总体来看，本轮化债政策较以往措施相比主要具有以下特点：

一是本轮化债政策更加立体、全面。具体来看，化债主要是通过“财政手段+金融手段+债务管控”。财政方面，特殊再融资债券发行重启，2023年10月6日，内蒙古发布首轮663.2亿元特殊再融资债券信息披露文件，明确用于“偿还存量债务”，截至2024年3月7日，29个省市区本轮特殊再融资债券发行总额1.44万亿元，较以往两轮发行规模更大、节奏更快。金融方面，国务院、中国人民银行等明确表态“金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”“引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险”。债务管控方面，本轮化债对三类地方国有企业（地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业以及普通国有企业）的融资进行分类限制，同时根据当地GDP规模与社融增速进行债务管控（要求债务规模不能超过GDP规模、债券增速不能超过当地社融增速，一旦超过上述要求，新增债务便只能用来借新还旧）。此外，本轮化债政策也体现了长短期相结合的做法，短期通过特殊再融资债发行、协调金融机构展期降息等缓释流动性风险，长期则要“推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管”“推动建立统一的长效监管制度框架”。

二是本轮化债政策更加强调差异化化管理。以往化债政策中如发行地方特殊再融资债券、建制县隐债化解试点、全域无隐债试点等措施可以体现一定的区域差异性，但是本轮化债政策中对不同地区、不同国有企业的分类管理更加明确和具体。区域方面，从限制和支持两方面对12个高风险重点省份²进行区别监管，包括12个高风险重点省份参照地方政府平台管理的国企只能借新还旧，其它省份在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增融资；12个高风险重点省份严控新建政府投资项目、严格清理规范在建政府投资项目；非标融资方面，对于12个高风险重点省份要求金融机构配合展期降息，其它省份建议协商展期降息；必要时中国人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持等。

三是本轮化债政策更加细化、可操作性强。以往化债政策中相对笼统的提法较多，

² 12个高风险重点省份包括天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。

本轮化债措施则更为具体、易落地，包括明确“12个高风险重点省份”、12个高风险重点省份原则上不得新建政府投资项目的领域（交通领域、社会事业领域、市政领域、产业园区领域、新型基础设施领域、楼堂馆所、棚户区改造等项目，城市燃气、排水、供水、供热设施及政务信息化项目等不受限制）、各省债务规模及债券增速分别与GDP规模和社融增速挂钩等。

表 1.1 2023 年以来中央层面重要化债政策

发布日期	发布主体	政策/会议/文件名称	政策要点
2023.01.05	财政部	财政部关于政协第十三届全国委员会第五次会议第 00072 号（财税金融 006 号）提案答复的函	<p>一是完善常态化监测机制。加强部门间信息共享和协同监管，统一认识、统一口径、统一监管，形成监管合力。</p> <p>二是坚决遏制隐性债务增量。严控违法违规举债融资的“后门”，着力加强风险源头管控，硬化预算约束，要求严格地方建设项目审核，管控新增项目融资的金融“闸门”，强化地方国有企业事业单位债务融资管控，严禁违规为地方政府变相举债，决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。</p> <p>三是稳妥化解隐性债务存量。坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”。建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险。坚持分类审慎处置，纠正政府投资基金、PPP、政府购买服务中的不规范行为。</p> <p>四是健全监督问责机制。推动出台终身问责、倒查责任制度办法，坚决查处问责违法违规行为。督促省级政府健全责任追究机制，对继续违法违规举债融资行为，发现一起、查处一起、问责一起，终身问责、倒查责任。</p> <p>五是推动融资平台公司市场化转型。规范融资平台公司融资管理，严禁新设融资平台公司。规范融资平台公司融资信息披露，严禁与地方政府信用挂钩。分类推进融资平台公司市场化转型，剥离政府融资职能，妥善处理债务和资产。防止地方国有企业和事业单位“平台化”。</p>
2023.02.15	《求是》	习主席在中央经济工作会议上的讲话	<p>要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。要禁止各种变相举债行为，防范地方国有企业事业单位“平台化”。要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型。要深化财税体制改革，完善财政转移支付体系，健全省以下财政体制，稳步推进地方税体系建设，夯实地方基本财力和自我发展能力。</p>
2023.02.16	《求是》	财政部部长刘昆：更加有力有效实施积极的财政政策	<p>坚持“开正门、堵旁门”，遏增量、化存量。完善常态化协同监管，坚决禁止变相举债、虚假化债行为。压实地方政府属地责任，紧盯市县加大工作力度，强化隐性债务问责和信息公开。加强地方政府融资平台公司治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展，防范地方国有企业事业单位“平台化”。</p>
2023.03.05	发改委	《关于 2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	<p>推动建立防范化解地方政府隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量。</p>
2023.03.05	财政部	《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》	<p>强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量。督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，立足自身努力，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。保持高压监管态势，对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责。加强地方政府融资平台公司综合治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展。加强专项债券投后管理，严禁“以拨代支”“一拨了之”等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险。</p>
2023.04.28	中共中央政治局	中共中央政治局会议	<p>要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。</p>
2023.06.05	新华社	《如何看待当前地方财政运行态势》	<p>要一方面强化债务监管；另一方面坚决遏制隐性债务增量，探索建立长效监管制度框架，妥善化解隐性债务存量。</p>

2023.06.29	全国人大财经委	《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于 2022 年中央决算草案审查结果的报告》	建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险。 稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。
2023.07.04	财政部	《国务院关于 2022 年中央决算的报告》	下一步将进一步压实地方和部门责任，建立健全防范化解地方政府隐性债务风险长效机制。督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平。 督促地方强化预算约束和政府投资项目管理，充分开展财政承受能力评估，量力而行开展项目建设，严禁建设形象工程、政绩工程以及脱离当地财力可能的项目。对新增、少报漏报隐性债务和化债不实等问题及时查处、追责问责。
2023.07.24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。
2023.08.01	中国人民银行、国家外汇管理局	2023 年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。
2023.08.18	证监会	证监会负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	要强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行。
2023.08.18	中国人民银行、国家金融监管总局、证监会	电视会议	金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作 ，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制， 推动重点地区风险处置 ，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023.08.30	财政部	《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》	进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求。督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。 稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。
2023.09.20	国务院	国务院政策例行吹风会	将指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化融资平台金融债务监测机制。
2023	国务院办公厅	《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号）	核心内容是将地方国有企业分为地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）以及普通国有企业三类，分别对新增融资实施差异化限制；明确对 12 个高风险重点省份的融资限制和支持；各省债务规模及债券增速分别与 GDP 规模和社融增速挂钩等。
2023.10.21	国务院、中国人民银行	《国务院关于金融工作情况的报告》	在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件， 引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险 ，严控融资平台增量债务，完善常态化融资平台金融债务统计监测机制，加强对重点地区、重点融资平台的风险监测。
2023.10.24	全国人大常委会	《全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议》《第十四届全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》	明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元 ，增发国债全部通过转移支付安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。
2023.10.30~10.31	中共中央政治局	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制 ，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制， 优化中央和地方政府债务结构。
2023.11.08	中国人民银行行长	2023 金融街论坛年会	金融管理部门出台相关政策，引导金融机构按照市场化、法治化原则， 与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务 ，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。 必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。
2023.11.20	中央金融委员会	中央金融委员会会议	全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，压紧压实金融风险处置责任。
2023.12	中共中央	中央经济工作会议	合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围；统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；统筹好地方债务风险化解和稳定发展。
2023.11.22	财政部	全国财政工作会议	严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。

2023	国务院办公厅	《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）	12个重点省份严控新建政府投资项目、严格清理规范在建政府投资项目。
2024	国务院办公厅	《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》	核心内容是12个高风险重点省份之外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。
2024.03.05	国务院	2024年政府工作报告	进一步落实一揽子化债方案

注：35号文、47号文和14号文为密发，无法获取具体发布日期

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）地方层面

在中央层面化债思路下，各省市均提出了具体要求和措施。我们对31个省市2024年政府工作报告、2023年预算执行情况与2024年预算草案报告（以下简称“2024年预算草案”）³、2023年政府工作报告、2022年预算执行情况与2023年预算草案报告（以下简称“2023年预算草案”）分别进行了梳理后发现：

1. 大多省市预算草案均对未来化债措施展开进行表述，总体来看，中、西部及东北地区省市较东部省市的要求和措施整体更为细化，并且大多数省市2024年预算草案中关于未来化债表述较上一年也更为细致具体，或受“一揽子化债方案”陆续实施影响。

2. 化债措施方面，31个省市中共有20个省市明确提及加强风险监测预警；20个省市提及压实责任、加大问责或激励奖补；16个省市有加强融资平台治理、推进融资平台转型的相关表述，中部6个省市全部提及；贵州提及“争取中央支持”，青海提及“争取县级化债试点”，新疆提及“积极争取中央化债政策支持”；“一揽子化债”提出以来，有9个省市增加了规范加强投资项目审核的要求，14号文印发后部分非12个高风险重点省份的地市或将纳入47号文适用范围、新增投资受限。

3. 在中央层面重视区域化债差异性的背景下，部分省市也更加强调精准化债，如福建提出“落实‘一地一策’化债”，云南要求“‘一地一策、一企一策、一债一策’化解风险”，内蒙古提出“采取贴息一批、清零一批、退橙一批、纾困一批的措施，继续支持基层化债”，湖北提出“综合施策、精准拆弹”等。

二、2023年以来化债效果分析

从市场表现来看，本轮化债取得积极成效，城投债转为净偿还、城投企业债务规模增长态势得到控制，城投企业借新还旧得到支撑、融资成本显著下降，尾部区域的流动性风险有所缓释，长周期债券、低信用级别主体所发债券的风险溢价水平显著下

³ 不含个别无法获取资料的省市区。

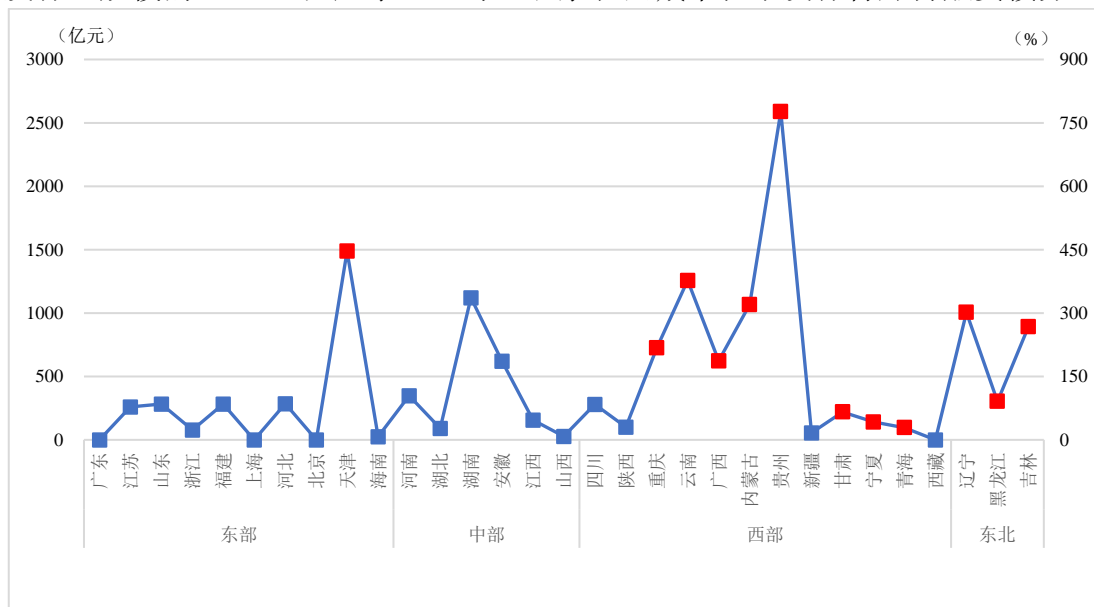
降、有利于缓释部分高风险地区低信用资质城投企业短期信用风险。信贷市场和非标市场上金融机构通过展期、降息、置换等方式化解存量债务在部分地区也取得了一定进展。

（一）债券市场

本轮化债政策实施以来，特殊再融资债发行量已接近 1.5 万亿元，以时间换空间同时引导隐性债务显性化。2023 年四季度以来，在 35 号文严控融资平台新增融资等政策背景下，城投债发行审核趋严、发行量明显收缩、净融资额由正转负；投资人对城投债信心增强，市场对较长期限债券偏好加强；发行利率和利差整体呈持续下降趋势，部分网红地区利率降幅显著；不同信用级别主体所发不同期限城投债的发行利差均显著收敛至较低水平。此外，市场出现融资平台“统借统还”案例。

1. 特殊再融资债

2023 年 10 月 6 日，内蒙古发布首轮 663.2 亿元特殊再融资债券信息披露文件，明确用于“偿还存量债务”，标志着本轮特殊再融资债券发行重启。截至 2024 年 3 月 7 日，29 个省市特殊再融资债券发行总额为 1.44 万亿元。其中，贵州、天津、云南、湖南和内蒙古发行规模排名前五位，均超过 1000 亿元，合计发行规模占各省区市发行总规模的 52.16%；广东、上海、北京和西藏本轮未发行特殊再融资债券。



注：区域内按 2022 年 GDP 由高到低排序；红色数据点表示 12 个高风险重点省份

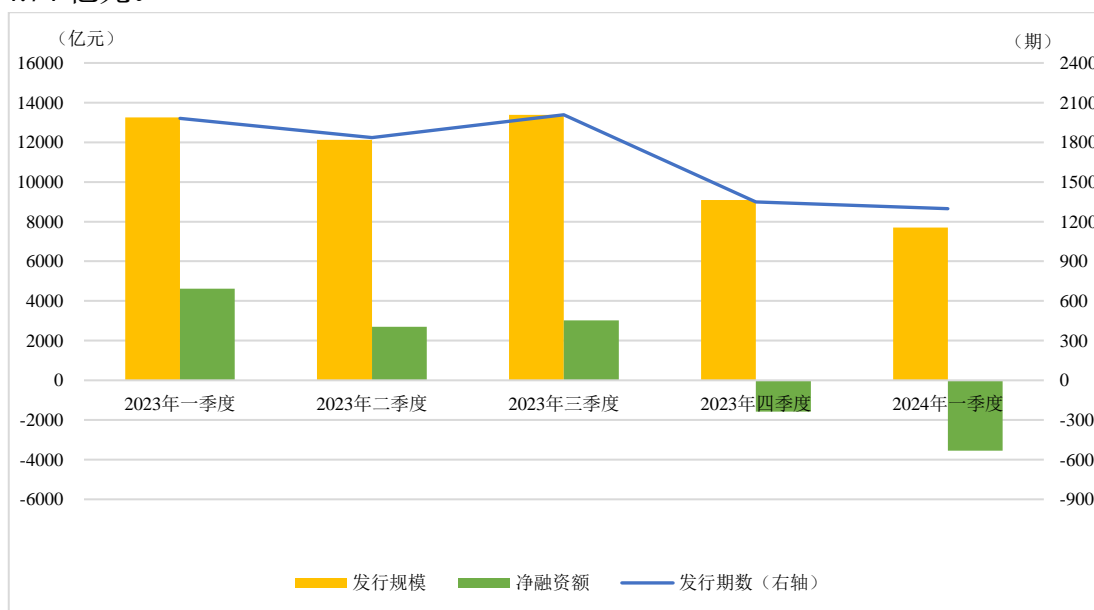
数据来源：Wind

图 2.1 2023 年以来我国特殊再融资债发行情况

2. 城投债⁴

(1) 发行规模

2023 年四季度以来，城投债发行规模显著下降，同时净融资额由正转负。2023 年前三季度，我国城投债发行规模波动增长，四季度以来显著下降，发行期数和发行规模分别较上季度大幅下降 32.87% 和 32.11%。从净融资额来看，2023 年四季度，我国城投债净融资额由正转负，净偿还 1575.43 亿元，2024 年一季度净偿还金额增至 3544.74 亿元。



注：2024 年一季度数据为截至 2024 年 3 月 7 日，下同

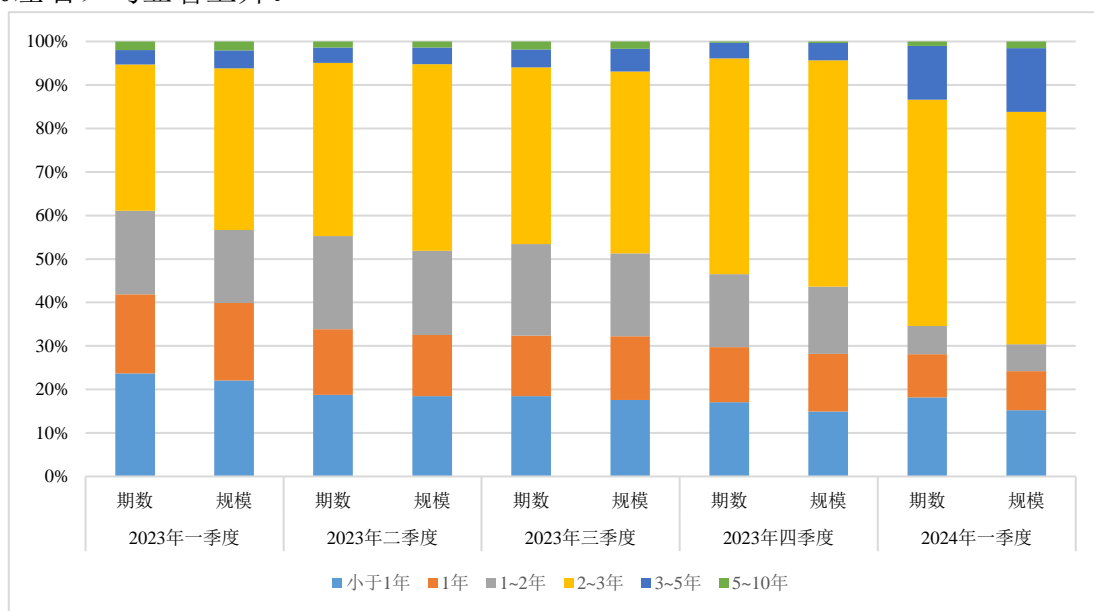
数据来源：Wind

图 2.2 2023 年以来城投债发行情况

2023 年四季度以来，2 年以内（含 2 年）城投债发行占比显著下降，2~3 年（含 3 年）和 3~5 年（含 5 年）城投债发行占比显著上升。分期限看，2023 年前三季度，2 年以内（含 2 年）城投债发行期数和发行规模占比均在 50% 以上；2023 年四季度，2 年以内（含 2 年）城投债发行期数和发行规模占比分别为 46.51% 和 43.66%，较 2023 年三季度分别下降 6.92 个百分点和 7.60 个百分点；2024 年一季度，2 年以内（含 2 年）城投债发行期数和发行规模占比进一步降至 34.59% 和 30.37%，降幅显著。与此同时，2~3 年（含 3 年）城投债发行期数和发行规模占比自 2023 年四季度开始显著上升，2024 年一季度占比分别为 52.00% 和 53.45%；2024 年一季度，3~5 年（含 5 年）城投债发行期数和发行规模占比分别为 12.40% 和 14.68%，较 2023 年各季度（占比均在

⁴ 2024 年一季度数据为截至 2024 年 3 月 7 日，且部分债券因新发暂无实际发行金额、票面利率等信息，故仅作为辅助分析。

4%左右)均显著上升。

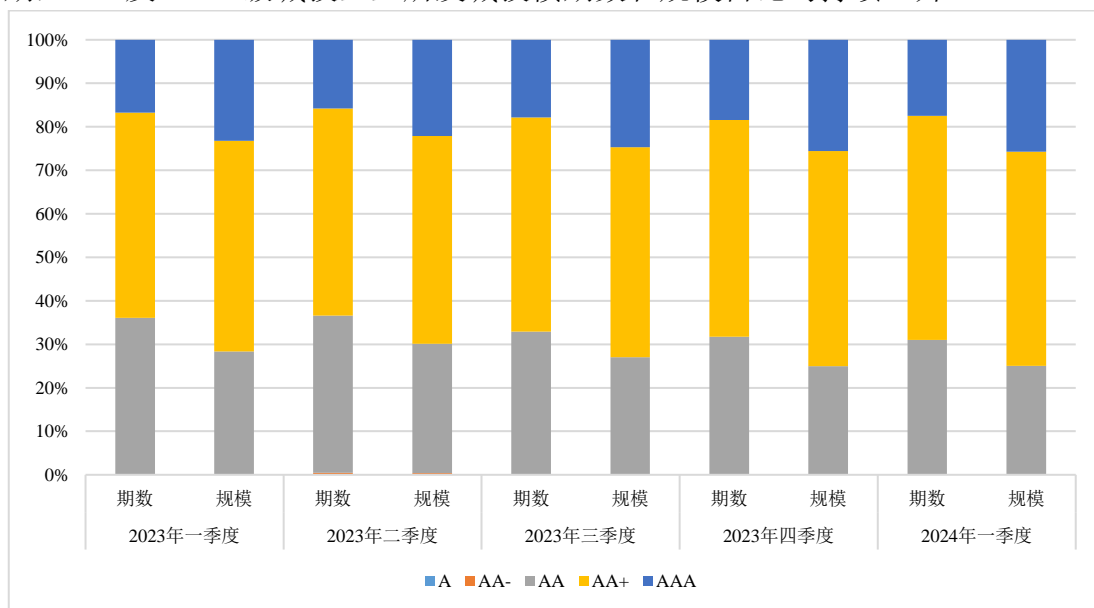


注：对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；期限均为右包含，如 1~2 年含 2 年

数据来源：Wind

图 2.3 2023 年以来不同期限城投债发行占比情况

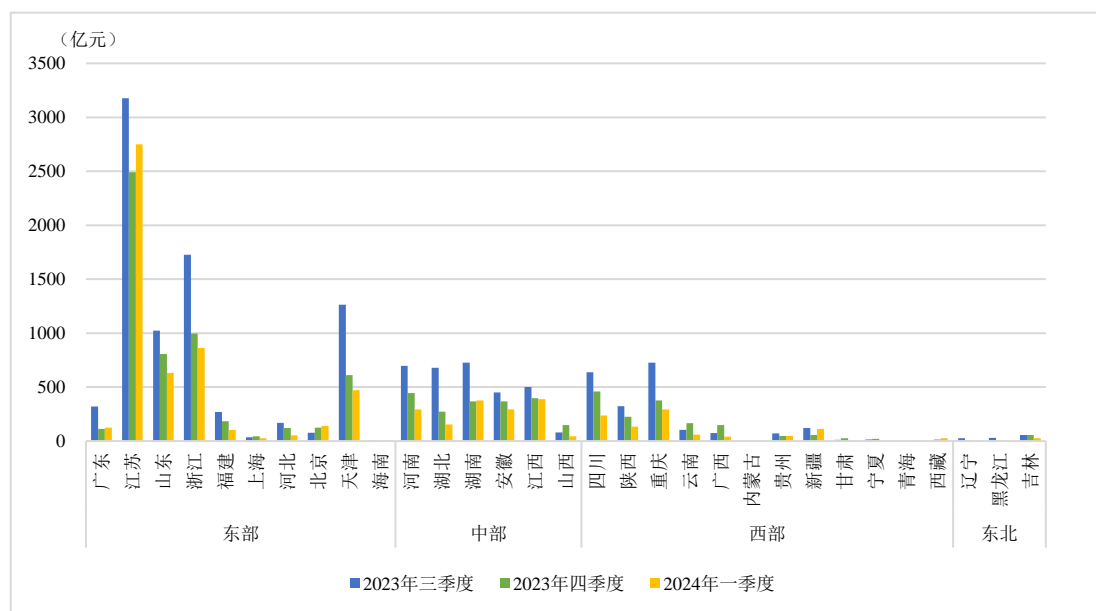
2023 年四季度以来，AA 级城投企业所发城投债期数和规模占比略有下降。2023 年三季度，AA 级城投企业所发城投债期数和规模占比分别为 32.78%和 26.88%，较上季度分别下降3.30个和2.87个百分点，2023年四季度进一步降至31.65%和24.92%。同期，AA⁺及 AAA 级城投企业所发城投债期数和规模占比均持续上升。



注：不含发行时无主体级别债券；A 及 AA-主体城投企业所发债券期数及规模均少，图中无法显示
数据来源：Wind

图 2.4 2023 年以来不同主体级别城投企业所发债券占比情况

2023 年四季度，城投债发行规模环比下降省份数量有所增加。分省份看，2023 年三季度，31 个省市中有 13 个省市区域城投债发行量较上季度有所下降，2023 年四季度城投债发行量环比下降省份达到 20 个，降幅均在 18% 以上，其中天津、新疆、湖北、广东、黑龙江、辽宁及海南降幅均超过 50%。2023 年三季度和四季度实现城投债发行规模环比增长的省份仅有吉林和云南，两个季度城投债发行规模环比均为负增长的省份有安徽、贵州、河南、湖南和辽宁。



数据来源：Wind

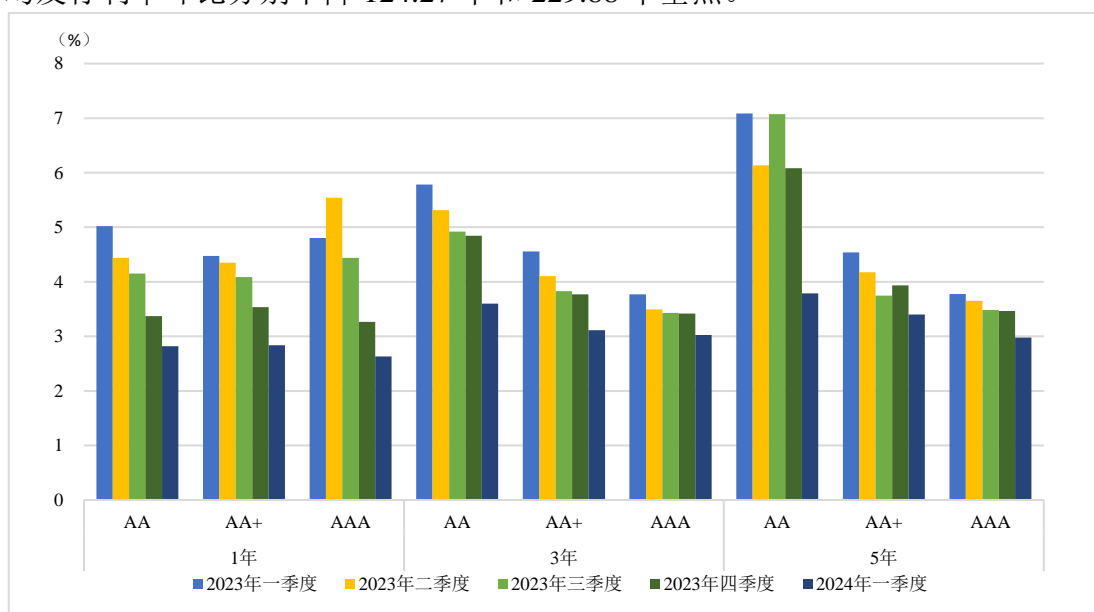
图 2.5 2023 年下半年以来各省市区域城投债发行情况

(2) 发行利率及利差

考虑到信用级别、债券期限、担保条款对债券风险溢价水平的影响，我们将 AA 级、AA+级和 AAA 级城投企业所发的 1 年期、3 年期、5 年期无担保债券作为样本，分析 2023 年以来城投债的发行利率和利差情况。

2023 年四季度以来，城投债发行利率整体呈持续下降趋势，其中 AA 级城投企业所发 5 年期债券平均发行利率降幅最为显著。从发行利率来看，除 2023 年四季度 AA+级城投企业所发 5 年期债券平均发行利率环比上升外，自 2023 年三季度以来各等级城投企业所发 1 年期、3 年期和 5 年期债券的平均发行利率均呈现持续下降趋

势。从降幅来看，2023 年四季度，AA 级、AA⁺级和 AAA 级城投企业所发 1 年期债券的平均发行利率环比分别下降 78.24 个、55.46 个和 117.74 个基点，AA 级城投企业所发 5 年期债券的平均发行利率环比下降 99.17 个基点，降幅较为显著；2024 年一季度，各级别城投企业所发 1 年期、3 年期和 5 年期债券的平均发行利率环比降幅均在 38 个基点以上，其中降幅最显著的为 AA 级城投企业所发 3 年期及 5 年期债券，平均发行利率环比分别下降 124.27 个和 229.88 个基点。

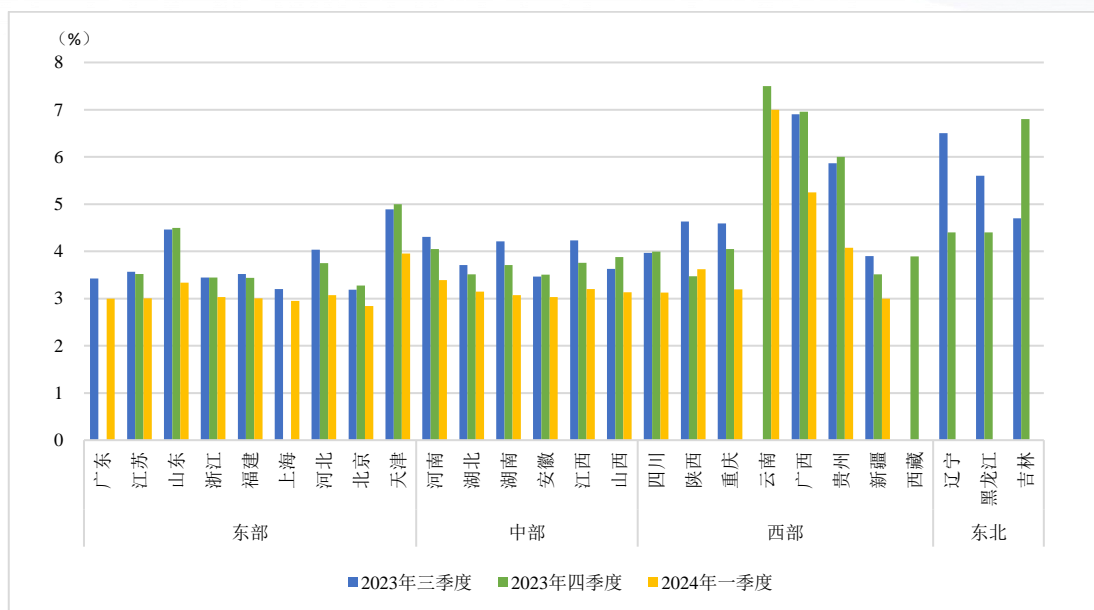


注：对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年

数据来源：Wind

图 2.6 2023 年以来城投债发行利率情况

2023 年四季度，各省市区域城投债发行利率走势有所分化；2024 年一季度，大多省市区域城投债发行利率有所下降，部分网红地区降幅显著。我们选取发行量较多的 AA⁺级城投企业所发 3 年期债券作为样本进行分析后发现，2023 年四季度，12 个省市平均发行利率环比有所下降，下降省份占比为 54.55%（剔除个别无比较样本省市），其中辽宁、黑龙江、陕西环比降幅超过 100 个基点，其次是重庆和湖南，环比降幅均超过 50 个基点；吉林环比上升 210 个基点。2024 年一季度，除陕西外，其他可比省市 AA⁺级城投企业所发 3 年期债券平均发行利率环比均有所下降，其中贵州、广西、山东和天津环比分别下降 192.50 个、170.60 个、115.74 个和 105.00 个基点。



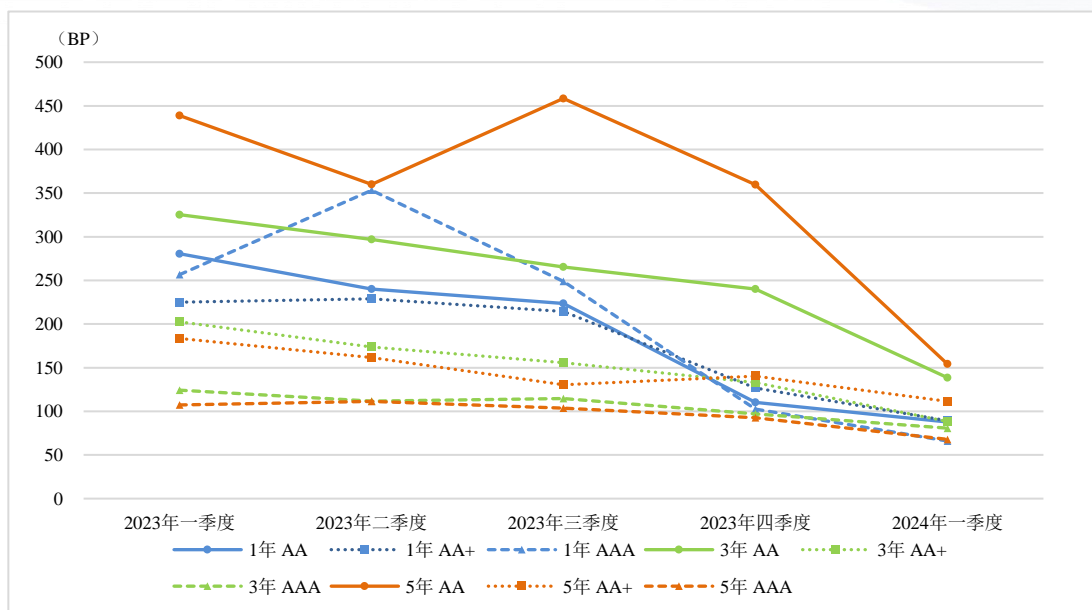
注：对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年

数据来源：Wind

图 2.7 2023 年下半年以来各省市 AA⁺城投企业所发 3 年期债券利率情况

2023 年四季度以来，城投债发行利差⁵整体呈持续下降趋势，各信用级别城投企业所发主要期限债券发行利差均显著收敛至较低水平。2023 年四季度以来，城投债发行利差走势与发行利率走势基本一致，整体呈持续下降趋势，同时 AA 级城投企业所发 5 年期债券的平均发行利差降幅也最为显著。此外，2023 年四季度以来，不同主体级别所发不同期限城投债发行利差均显著收敛，2023 年四季度，除 AA 级城投企业所发 3 年期及 5 年期债券外，其他级别主体所发主要期限城投债发行利差均低于 150BP；2024 年一季度，除 AA 级城投企业所发 3 年期及 5 年期债券、AA⁺级城投企业所发 5 年期债券外，其他级别主体所发主要期限城投债发行利差均低于 100BP。

⁵ 发行利差为债券发行利率与其起息日同期限银行间固定利率国债到期收益率的差额。



注：对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年

数据来源：Wind

图 2.8 2023 年以来城投债发行利差情况

（3）募集资金用途

35 号文一方面要求所有地方政府融资平台及 12 个高风险重点省份参照政府平台管理的国有企业所发债券的募集资金只能用于借新还旧，另一方面也允许 12 个重点省份的融资平台“统借统还”。2024 年 2 月 22 日，贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司（唯一股东为安顺市西秀区财政局）发行“24 宏建 01”，发行期限为 5 年，票面利率为 4.8%。值得关注的是，“24 宏建 01”募集资金用途为扣除发行费用后拟全部用于偿还“18 西秀 01”“19 西秀 01”到期债券本金（含置换偿还公司债券的自有资金），拟偿还债券的发行人安顺市西秀区黔城产业股份有限公司（安顺市西秀区财政局持股 69.32%，该企业多次被列为失信被执行人并已被申请破产重整），即区域内某家资质较好融资平台发行债券用于偿还同区域内另外融资平台的债务，该案例的做法在缓释待偿债城投企业信用风险的同时也有利于降低该区域城投企业整体融资成本。

（二）信贷市场

作为财政部提出的六种化债方式之一，借新还旧、展期一直受到国家的鼓励和引导，但实际执行过程中因涉及政府、银行、城投企业之间的利益博弈导致实施范围和规模相对有限，本轮化债多次强调金融部门统筹协调金融支持地方债务风险化解工作

以及引导金融机构与融资平台平等协商通过展期、借新还旧、置换等方式化解存量债务风险，在部分地区取得了一定进展，但从大的范围来看一些银行处于观望和研究阶段，具体落实及成效还有待观察。

表 2.1 2023 年以来部分地区金融机构展期降息情况

地区	展期降息相关情况
潍坊市	2023 年争取展期、置换、新投放近 2000 亿元
天津市	2023 年 8 月中国进出口银行天津分行党委书记、行长周亮球在到天津轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）交流时表示希望用中国进出口银行的政策性贷款置换轨道交通集团高成本、期限短的带息债务，支持轨道交通发展
湘潭市	市本级债务穿透后银行资金占比达 90% 以上，成本降至 4% 以下，每年利息负担比 2021 年减轻近一半，节约“一个财政”
松原市	积极推进债务重组、展期、降息等事项，减免欠息 11 亿元

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）非标市场⁶

非标融资⁷是城投企业重要的融资渠道之一，近年来城投企业非标违约事件持续发生，非标债务化解对区域债务风险化解具有重要影响，各地政府出台了一系列的针对高息非标债务化解措施，如稳妥处置非标债务，控制非标债务规模、处理好利率高的高息贷款，控制举借高息贷款，用低息资金置换高息非标债务等。2023 年以来，打折和展期是应用较多的非标准化债方式。打折典型案例：2023 年 12 月 5 日，遵义市播州区国有资产投资经营（集团）有限责任公司（以下简称“播州国投”）与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）协商形成初步偿债方案，针对当前债务余额约 4.4 亿元，播州国投核销核减后偿还中泰信托 3.08 亿元，即播州国投拟 7 折兑付中泰播州国投项目剩余本金。展期典型案例：2023 年 12 月 13 日，由长安信托发行的“长安宁-西开运营应收债权买入返售集合资金信托计划”（融资方为“西安渭北城镇开发建设运营有限公司”）项目受益人大会三分之二以上表决权通过了债务化解方案，1.276 亿元本金余额分 3 年兑付，预计受益人预期收益率调整为税后 5.7%/年，免除已产生的罚息及违约金。此外，2023 年 12 月 8 日，中国农业银行渝北支行牵头的首笔 5000 万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司投放落地，实现了用银团贷款置换存量非标债务，这是置换方式落地的典型案例。

总体来看，对于债务压力较重的区域，由于地方财政困难，城投资金紧张，不能

⁶ 关于 2023 年以来城投企业非标债务化解具体内容参见联合资信于 2024 年 2 月 27 日发布的《化债背景下城投企业非标债务化解方案研究》。

⁷ 非标权威定义为“非标准化债权资产”，认定口径出自央行、银保监会、证监会、外汇局于 2020 年 7 月联合发布的《标准化债权类资产认定规则》，依照该规则，除现金存款及证券化资产外的所有债权类资产均为非标。

全额偿还到期非标债务，打折偿还或是一个经过了各方博弈后的折中方案，方案通常都需要金融机构做出一定让利，比如利息打折、部分债务豁免等，而部分投资人愿意承担一定损失以尽早拿回部分本金；非标债务展期延长了投资者本金回收时间，短期内保障了本金部分，同时一定程度上缓解了城投企业短期偿付压力；置换式化解方案具有一定的普适性，但如银行借款置换非标债务可能某些方面不满足内部风控要求，当前可能仍存在一些障碍。35号文要求金融机构配合12个高风险重点省份展期降息，其他省份建议协商展期降息，随着政策的逐步落实，未来效果仍有待观察。

三、未来地方化债展望

（一）2024年城投债供给仍将维持紧平衡，利率持续下行空间或有限。

2024年2月23日国务院常务会议提出“进一步推动一揽子化债方案落地见效”，《2024年政府工作报告》也明确要求“进一步落实一揽子化债方案”。在35号文、47号文及14号文持续实施的背景下，城投债审核或持续趋严，供给仍将维持紧平衡，短期内或仍将保持净偿还。发行利率方面，城投债供给减少叠加“资产荒”使得不同期限城投债的利率和利差都已收敛至较低水平，《2024年政府工作报告》提出“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”“促进社会综合融资成本稳中有降”，在市场流动性相对稳定的背景下预计城投债发行利率短期内仍将处于较低水平，但进一步下行空间或有限。

（二）一揽子化债方案持续落实背景下地方债务风险整体可控，但城投债技术性违约、城投企业非标违约和票据逾期风险或有所上升。

一方面，2023年，我国经济总体回升向好，《2024年政府工作报告》指出2024年我国发展面临的“有利条件强于不利因素”，要坚持稳中求进工作总基调，积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，在此背景下2024年我国宏观经济、市场融资环境将保持相对稳定。与此同时，随着一揽子化债方案的持续落实，预计未来地方债务强监管政策仍将持续，考虑到防风险的底线要求，短期内城投企业公开市场债务违约的风险不大，地方债务风险整体可控。另一方面，截至2024年3月13日，2024年城投债剩余到期规模约4.65万亿元，仍处于近年来的较高水平，同时稳增长背景下地方政府资金压力仍然较大，弱区域、弱资质城投企业债务融资能力及化债资源相对较弱，加之融资平台新增融资受到限制可能会对其经营、资金循环产生不利影响，技术性违约、非标违约、票据逾期风险或将有所上升。

（三）金融化债仍有空间，具体落地措施有待观察；城投企业转型、推动建立统一的长效监管制度框架或是未来几年地方化债重心。

一揽子化债方案实施以来，债券市场成效最为明显，信贷市场和非标市场涉及多方利益博弈相对复杂，目前化债已进入攻坚阶段，展期、降息、债务置换等化债方式仍有较大的应用潜力，若国家或地方层面能够再出台一些可操作性强的支持措施，将会对地方债务化解、缓释城投债信用风险产生较大利好，未来更多措施或有望落地。城投转型方面，《2024 年政府工作报告》较往年新增“分类推进地方融资平台转型”提法，后续政策推动城投转型的力度或加大，未来经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投企业，其发展及信用基本面将得到支撑，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险较大。此外，《2024 年政府工作报告》还提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”且关注的风险由此前的“地方政府债务”转为“地方债务”（或包含地方政府法定债务、隐性债务、城投企业经营性债务），这与 2023 年以来中央层面多次提到的“推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管”“推动建立统一的长效监管制度框架”一脉相承，在一揽子化债方案已经取得积极成效的背景下，这或将是未来地方化债的重心之一。

（四）严控新增投资项目是把“双刃剑”，关注高风险地区投资项目落地及财政收入变化情况。

47 号文要求 12 个高风险重点省份严控新建政府投资项目、严格清理规范在建政府投资项目，14 号文对适用 12 个高风险重点省份相关化债政策的地区进行扩容（自主选报，暂未明确是否参照 47 号文管理，我们认为地方是否选择参报主要受该区域实际偿债压力、对未来地区经济增长的预期及官员政绩观影响），这对于遏制新增债务、缓释地方债务风险的积极作用显而易见，但也不可避免会对地区固定资产投资及经济发展产生不利影响。但同时我们也看到，城市燃气、排水、供水、供热设施，国家算力枢纽节点（上架率应超过 50%）和国家数据中心集群内的通用算力、智能算力、超算等大型数据中心，政务信息化项目等是不受限制的，加之《2024 年政府工作报告》提出的“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”“从年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”“合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围”，重点领域投资项目理论上不会受到太大影响，但仍需要关注相关政策具体落地的情况，对投资人而言，应重点关注高风险地区投资项目落地及财政收入变化情况，防止因投资受限影响区域财力，从而导致所投资债券信用风险上升。

（五）在各地债务负担、化债资源禀赋情况存在差异的背景下关注区域实际债务负担和政府债务管控能力，及“一地一策”化债进度，长期关注财税制度改革和区域经济发展。

一揽子化债方案的实施有利于缓释部分地区短期债务风险，但风险本质上并未消失。本轮化债在中央层面和地方层面都更加强调精准化债，多地提出“一地一策”。在此背景下，区域实际债务负担和政府债务管控能力也是投资人需要特别关注的地方。考虑到一些地区尤其是经济较发达的地区存在不少未发债城投企业的债务数据无法获取，投资人可从发债城投企业的关联方、对外担保对象及金额等抽丝剥茧，把控该区域的实际债务压力。政府债务管控方面，近年来一些经济较发达省份也频繁出现非标违约、票据逾期现象，我们认为这与地方政府自上而下的掌控能力、各部门间的资源协调能力和效率有重大关联，投资人也须特别关注。此外，化债方案的差异性或将日益凸显，如东部地区的财政资源、金融资源和国企资源整体较为丰富，未来化债或将主要通过城投企业市场化转型升级加强造血功能、推动债务良性循环；除个别省市外，西部地区的财政资源、金融资源和国企资源较东部、中部而言均较差，但在上级支持方面存在较大优势，未来或将继续积极争取上级政府在资金、政策等方面的支持助力区域化债。

长期来看，财税制度改革和区域经济发展则是地方债务化解的根本途径。城投债源于分税制改革后地方政府的财权事权矛盾，因此财税制度改革对地方债务化解意义重大，2023年10月召开的中央金融工作会议已经提出“优化中央和地方政府债务结构”，其他相关改革措施能否出台有待进一步观察。区域经济发展方面，东部地区产业结构对税源的基础和稳定性有支撑，长期债务化解或可通过自身产业的持续发展实现“债务—产业—税收—还本付息”的完整闭环；西部地区产业发展进程相对缓慢，在税源结构、税源稳定性和税源增长潜力方面均面临一定挑战，通过自身产业发展进行债务化解的难度相对较大，在国家持续推进西部大开发的政策支持背景下，西部地区或可从承接东部地区产业转移、控制区域城投债务增长速度和营造稳定区域融资环境等路径出发，实现对区域债务风险的化解。

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。