

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

从化债资源禀赋视角看区域债务化解路径

联合资信 公用评级二部 | 夏妍妍 | 高 锐 | 程畅威 | 王文才



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



摘 要

我国经济持续发展的过程中，城市基础设施建设在提高经济效率、提升社会福利的同时也带来了地方政府和城投企业债务的不断积累。近年来，我国宏观经济下行压力增大，牢牢守住不发生系统性风险的底线、防范化解地方债务风险成为中央和地方政府金融工作的重点，一系列化债政策和措施持续推出。我国区域化债主要经历了通过发行地方债进行置换和严控增量、化解存量两个阶段；基于地情不同，各地在化债政策措施方面存在一定差异。我们分别在东、中、西部地区选取受到市场广泛关注同时化债取得一定成效的镇江、湘潭及遵义，通过梳理总结三个地区主要的化债措施后发现：协调金融机构置换债务是三地最重要的化债措施；三地在其他主要措施上有所差异，镇江主要是通过市场化转型增强城投企业经营能力，湘潭财政资金偿还力度较大同时大力推进平台整合，而遵义则主要通过债务重组、以时间换空间化解城投企业债务风险；三地在地方债置换、建制县隐性债务风险化解试点等中央支持力度上存在显著差异，从地方债置换金额、是否为建制县隐性债务风险化解试点来看，遵义得到的支持力度最大，湘潭次之，镇江最少。

本文认为，主要的化债措施背后对应的是该区域所能调动的财政资源、金融资源和国企资源，而这些资源的充裕程度又受不同因素影响，故据此选取相应指标进行分析，从而描绘不同区域化债资源禀赋的充裕程度。经过对比分析后发现：我国各省区市财政资源呈现不平衡状态，东部省区市的综合财力和地方债发行空间整体强于中部、中部强于西部，但在上级支持力度上则是大致相反的情况；我国东部地区的银行信贷资源和债券市场融资环境整体均强于中部、中部强于西部，地方政府债务管理能力对于区域利用有限的金融资源化债而言至关重要；除河北省、天津市和海南省外东部其他省市区和中部全部省市区国企资源整体较好，西部地区除四川省、陕西省和贵州省外其他省市区国企资源排名均靠后。

基于我国不同区域在化债资源方面存在较大差异，各地区应当根据自身债务负担情况、资源禀赋情况制定系统的化债措施和债务应急管理方案。总体来看，东部地区化债资源禀赋整体较为丰富，应重点做好债务管理和风险预警，加强城投企业转型增强造血能力的同时防范转型过程中由于业务激进扩张累积债务风险；中部地区化债资源禀赋整体一般，各地区应结合自身优势综合协调各类资源缓释债务风险，同时重点加强项目的前期研究和审核；西部地区在上级支持方面存在较大优势，可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。

一、引言

在我国经济持续发展的过程中，城市基础设施建设在提高经济效率、提升社会福利的同时也带来了地方政府和城投企业债务的不断积累。近年来，我国宏观经济下行压力增大，牢牢守住不发生系统性风险的底线、防范化解地方债务风险成为中央和地方政府金融工作的重点，一系列化债政策和措施持续推出。由于各地实际情况不同，在化债政策引导和实践方面存在一定的差异或侧重点不同。本文首先简要梳理了中央层面和地方层面的部分化债政策，对部分典型地区的化债实践进行了对比分析，在此基础上将化债资源总结为财政资源、金融资源和国企资源三类，并根据不同影响因素选取相应指标，通过对比分析描绘了不同区域的化债资源禀赋情况，最后对区域债务化解路径提出差异化的可行性建议。

二、区域债务化解政策

从政策角度看，我国区域化债主要经历了通过发行地方债进行置换和严控增量、化解存量两个阶段；基于地情不同，各地在化债政策措施方面存在一定差异。

（一）中央层面

从中央层面来看，我国区域化债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、全域无隐债试点等化债方案。此外，2023 年 7 月 24 日召开的中央政治局会议提出有效防范化解地方隐性债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023 年 8 月 28 日，十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，其中在防范化解地方政府债务风险方面的内容包括：①制定实施一

揽子化债方案。②中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，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。③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。

（二）地方层面

在中央层面化债思路下，各地因地制宜提出了具体要求和措施。我们通过梳理 31 个省市 2022 年预算执行情况与 2023 年预算草案报告发现：①除广东、上海、北京和山东外，其余各省市在 2023 年工作重点中均有明确关于化债的表述。②中、西部省市较东部省市的要求和措施整体更为细化。③9 个省市提及加强风险监测预警，其中约一半为东部省市。④12 个省市报告中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。⑤5 个省市报告内容涉及金融机构支持化债。⑥8 个省市提及加大问责或激励奖补。⑦贵州提及“争取中央支持”，青海提及“争取县级化债试点”。

三、区域债务化解案例

我们分别在东、中、西部地区选取受到市场广泛关注同时化债取得一定成效的镇江、湘潭及遵义，通过梳理总结三个地区主要的化债措施后发现：①三地均有盘活资产进行化债的措施，主要包括土地、房产、项目资产、特许经营权等。②协调金融机构置换债务是三地最重要的化债措施，这主要由于我国以间接融资为主，银行借款是城投企业最主要的融资渠道，同时遵义由于地域特殊受政策支持明显。③三地在地方债置换、建制县隐性债务风险化解试点等中央支持力度上存在显著差异。从地方债置换金额、是否为建制县隐性债务风险化解试点来看，遵义得到的支持力度最大，湘潭次之，镇江最少。④除协调金融机构置换债务是三地最重要的化债共同措施外，三地在其他主要措施上有所差异，镇江主要是通过市场化转型增强城投企业经营能力，湘潭财政资金偿还力度较大同时大力推进平台整合，而遵义则主要通过债务重组、以时间换空间化解城投企业债务风险。⑤在财政部六种化债方式之外，地方还利用化债基金等短期流动性支持工具、债转股、PPP 化债等方式进行化债。

（一）镇江

2017 年，城投债监管趋严，镇江市融资环境持续恶化，2018 年镇江市城投债净融资规模由正转负，融资成本也不断上升。在此背景下，镇江市采取了多种途径化解

债务风险，2020 年镇江市城投债净融资规模转正，AA⁺级主体所发 3 年期无担保债券平均发行利差较 2019 年下降 94BP 至 353BP。

地方债置换：2017—2018 年，镇江市分别获得地方政府置换债券 6.23 亿元、17.85 亿元，用于置换存量政府债务。

协调金融机构置换：根据镇江市政府工作报告，2018 年镇江市“推进‘破圈解链’（破解企业互联互保的问题）工作，签署政银企联合公约，协调化解骨干企业融资风险”。根据 2020 年以来的镇江市财政预算执行情况和预算草案报告中关于当年财政重点工作及落实人大决议相关情况，镇江市“加快存量置换，优化债务结构”“持续优化存量债务结构及成本，全面推进实施‘融资成本削峰计划’”。

盘活存量资产：根据镇江市政府工作报告，2018 年镇江市“盘活闲置房产 230 万平方米，盘活率达 88%”“处置各类闲置土地 4290 亩”，2022 年“30 个项目地块实现清盘交地，盘活闲置低效建设用地 9093 亩”。

平台转型：2018 年以来的镇江市财政预算执行情况和预算草案报告中关于当年财政重点工作多次提及平台转型相关内容，如通过“加快集团转型”“综合运用市场化转型等措施”“采取严格措施管控平台公司经营性债务，通过‘撤并转提’清理整合平台公司”推动债务风险化解。以镇江市某城投企业为例，为拓展经营性业务，该企业 2019 年并购江苏索普（集团）有限公司（国内醋酸行业龙头企业）增加化工板块，2022 年化工产品收入占该企业营业总收入的 58.44%，同时该企业依托区域资源逐步拓展矿产资源开采业务，在一定程度上盘活了国有资源，拓宽了公司收入来源。

（二）湘潭

2018 年湘潭市城投债净融资额由正转负，2020 年以来，湘潭市非标违约事件频发，对区域融资产生不利影响。近年来，湘潭市采取了一系列措施化解债务风险，虽然城投债净融资额持续为负，但利差有所收窄，AA 级主体所发 3 年期无担保债券平均发行利差自 2020 年的阶段性高点 534BP 波动降至 2022 年的 457BP。

财政资金偿还：根据湘潭市财政预算执行情况和预算草案报告，2018 年，湘潭市通过公共预算安排、政府性资金调度、土地出让、资产处置等方式筹集化债资金约 40 亿元；2019 年，湘潭市级财政安排偿债准备金 5 亿元，垫付园区、融资平台政府债券利息 9.31 亿元；2020 年，湘潭市本级安排偿债准备金及债务付息资金 16.7 亿元，筹集土地出让收入 96.42 亿元，增加了还债资金来源。

地方债置换：2018 年，湘潭市争取专项债券资金置换政府债务 66.7 亿元。2019 年，湘潭市下属湘潭县、湘乡市获得国家建制县隐性债务风险化解试点专项置换债券 87.17 亿元。

协调金融机构置换：2019 年，湘潭市实施市级债务平滑方案，争取 37 家金融机构通过自接自盘、替接他盘、延期回售、发新还旧等方式化解到期债务，并且争取多家银行债务置换贷款。

盘活存量资产：以湘潭市某城投企业为例，通过“盘活存量资产+市场开发”模式，该公司引入湖南电广传媒股份有限公司共同打造“万楼·青年码头”项目，借助社会资本方资金，盘活闲置十年的国有资产；制定了“股权转让+资产租赁”的方案，整体转让湘潭市双马垃圾渗滤液处理有限公司 100% 股权，对外租赁渗滤液项目资产十年经营使用权。

平台整合：2018 年，湖南省发布《关于严控政府性债务增长切实防范债务风险的若干意见》《关于清理规范政府融资平台管理的通知》，要求市级平台不超 3 家、区县平台不超 2 家，国家级产业园区平台不超 1 家。在此背景下，2019 年 8 月，《湘潭市市管投融资公司战略重组和转型发展工作总体方案》将湘潭市融资平台整合为 3 家，完成平台公司清理整合 17 家。2020 年引导 2 家城投企业退出平台公司目录。

省级化债基金支持：2019 年 4 月，湖南省财信资产管理有限公司（原名“湖南省资产管理有限公司”）牵头发起设立了初始规模为 100 亿元的湖南省债务风险化解基金。截至 2020 年 2 月底，该公司通过化债基金及其他方式给湘潭市、衡阳市等省内各市县下属平台公司提供了约 60 亿元的流动性支持。

（三）遵义

2017 年以后，遵义市融资环境逐步走弱，2018 年城投债净融资由正转负，同时 2019 年开始区域内城投企业陆续发生非标违约情况。在中央的支持下，遵义市采取了一系列举措化解债务风险，虽然 2021 年以来城投债净融资额持续为负，但 AA 级主体所发 3 年期无担保债券平均发行利差自 2020 年的阶段性高点 521BP 持续下降至 2023 年前三季度的 412BP。

地方债置换：2017—2019 年，遵义市分别获得地方政府置换债券 245.03 亿元、164.54 亿元和 66.23 亿元，用于置换存量政府债务本金。2020—2021 年，遵义市分别发行 54.22 亿元、55.78 亿元建制县置换债券用于债务置换。

利用担保增信：以遵义市某城投企业为例，2021 年，贵州省某国有资本运营公司为遵义市该城投企业发行的 3 只债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述三只债券评级均为 AAA，发行利率均为 5.40%。

盘活存量资产：截至 2022 年底，遵义市清理了 2013 年以来投入的“五类”扶贫资金（各级财政资金、地方政府债券资金、东西部协作资金、社会捐赠资金、对口帮扶资金）形成的项目资产情况，并全面完成了处置、确权、移交、录入等各项工作。

遵义市已盘活闲置低效经营性资产项目 74 个，盘活资产规模 5269.28 万元。

协调金融机构置换：2022 年，国务院《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发〔2022〕2 号，以下简称“国发 2 号文”）以及《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案的通知》（财预〔2022〕114 号，以下简称“114 号文”）先后出台，其中国发 2 号文提出“在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转”；114 号文提出“允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，降低债务利息成本”，均对贵州债务化解提供了政策支持。2022 年 7 月，遵义道桥完成银行债务重组业务方案，根据重组协议，重组后银行贷款期限调整为 20 年，年利率调整为 3.00% 至 4.50%，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本。

债转股：2018 年 7 月，工商银行市场化债转股实施机构与遵义市某城投企业签署《债转股合作框架协议》，实施总规模为 9.5 亿元的债转股业务。

PPP 模式化债：2017 年，遵义市完成化债项目 4 个，预计化解债务 7.85 亿元；2018 年，遵义市完成化债项目 7 个，化解债务 9.07 亿元。

债务风险应急资金池：2018 年，遵义市建立市级政府隐性债务风险应急资金池，由市级财政和市级国有企业共同出资设立。

四、债务化解所需资源禀赋及区域对比

从政策和实践来看，区域债务化解方式包括但不限于：通过财政资金、特殊再融资债券偿还，协调商业银行等金融机构贷款或展期、债务重组等，利用化债基金等短期流动性支持，通过国企股权变现支持化债等。总体来看，主要的化债措施背后对应的是该区域所能调动的财政资源、金融资源和国企资源，而这些资源的充裕程度又受不同因素影响，我们据此选取相应指标进行分析，从而描绘不同区域化债资源禀赋的充裕程度。

表 4.1 区域化债所需的资源禀赋及影响因素

资源禀赋	化债措施	影响因素
财政资源	财政资金偿还	经济和财政实力、上级支持力度
	发行特殊再融资债偿还	地方债发行空间、上级支持力度
金融资源	债务置换（借新还旧、展期、降息）	融资环境、地方政府债务管理能力
	化债基金、应急资金池等流动性支持	融资环境、地方政府债务管理能力
国企资源	盘活国有资产	闲置国有资产情况
	国企经营收益偿还	地方国企经营情况
	国企股权变现	地方政府持股情况

资料来源：联合资信整理

（一）财政资源

经济和财政实力、地方债发行空间和上级支持力度是影响区域利用财政资源化债的主要因素，本文选取 GDP 和综合财力对区域经济和财政实力进行分析，以“地方债发行限额-地方债余额”估计地方债发行空间，选取“上级补助/一般公共预算收入”和“特殊再融资债券发行额度合计/全部债务¹”两个指标来衡量上级支持力度。

表 4.2 财政资源指标

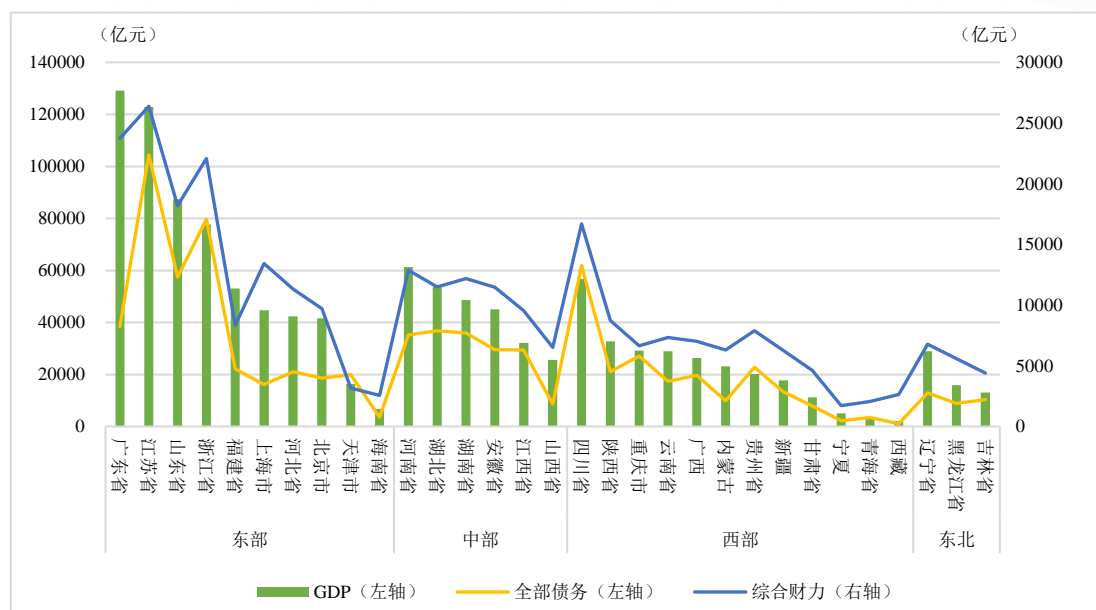
影响因素	指标选取
经济和财政实力	GDP
	综合财力=一般公共预算收入+政府性基金预算收入+上级补助
地方债发行空间	地方债发行限额-地方债余额
上级支持力度	上级补助/一般公共预算收入
	特殊再融资债券发行额度合计/全部债务

1. 经济和财政实力

我国经济总体呈现“东强西弱”的格局，从 2022 年数据来看，东部地区²中天津市和海南省经济总量较小，中部地区经济实力整体差异性较小，西部地区中四川省 2022 年经济总量在 31 个省市中位列第 6 位，显著高于西部其他省市。此外，我国不同区域综合财力和全部债务（区域地方政府债务余额+发债城投企业全部债务，下同）与 GDP 均呈现较强的相关性。

¹本文中特殊再融资债券发行额度合计为截至 2023 年 10 月 31 日区域用于偿还政府债务的地方政府再融资债券发行总额，全部债务为截至 2022 年底区域地方政府债务余额+发债城投企业全部债务，下同。

²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）。



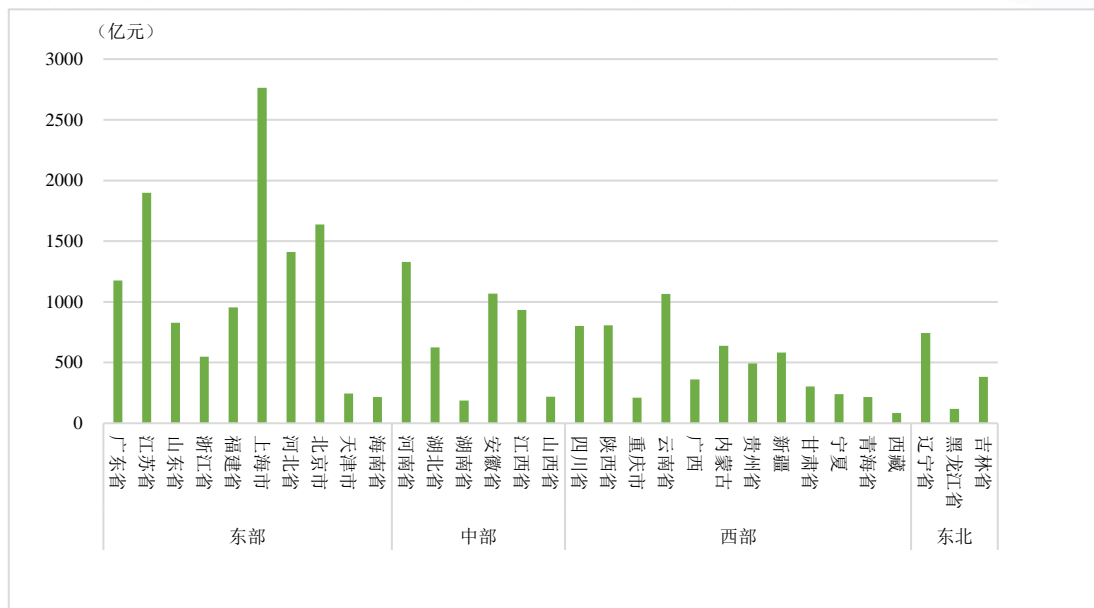
注：按 2022 年 GDP 由高到低排序；数据为 2022 年/截至 2022 年底

数据来源：联合资信整理

图 4.1 2022 年我国不同区域经济发展水平及财政实力

2. 地方债发行空间

从指标表现看，我国不同区域地方债发行空间（地方债发行限额-地方债余额）差异较大。截至 2022 年底，上海市、江苏省、北京市、河北省和河南省地方债发行空间位列前 5 位，西藏自治区、黑龙江省、湖南省、重庆市和青海省地方债发行空间位列后 5 位；地方债发行空间超过 500 亿元的 18 个地区中，东部地区 8 个、中部地区 4 个、西部地区 5 个、东北地区 1 个。2023 年 9 月，用于偿还地方政府存量债务的特殊再融资债券重启发行，我们将各区域地方债发行空间与该区域发债城投企业全部债务进行对比发现，截至 2022 年底，内蒙古自治区、海南省地方债发行空间超过区域发债城投企业全部债务规模 100 亿元以上，宁夏回族自治区地方债发行空间与区域发债城投企业全部债务基本持平；江苏省、浙江省、四川省、山东省、湖北省和湖南省地方债发行空间少于区域发债城投企业全部债务规模均超过 2 万亿元。



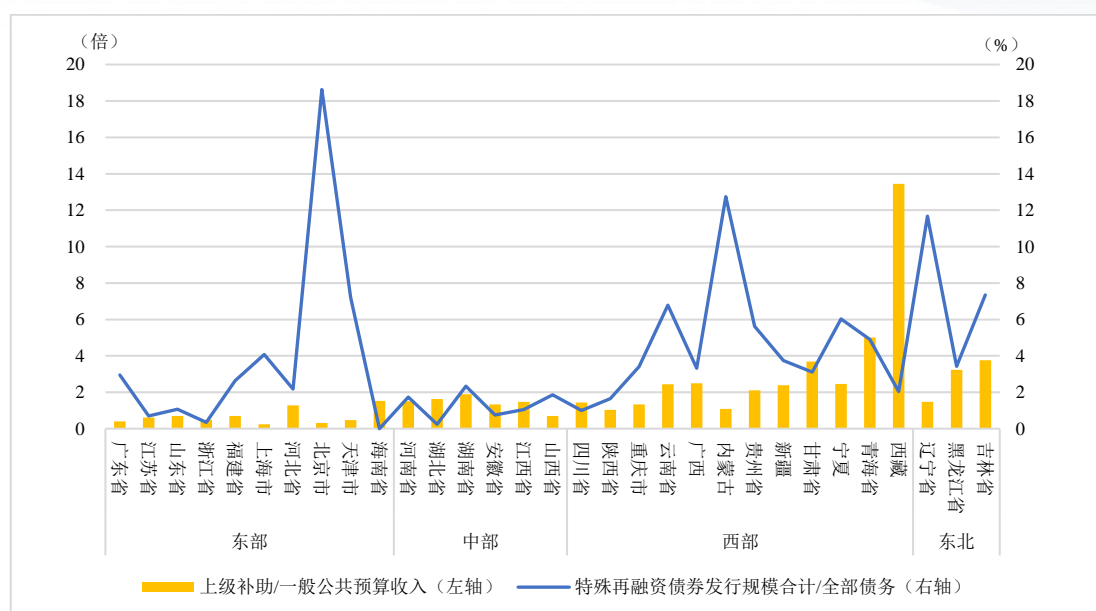
注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

数据来源：联合资信整理

图 4.2 截至 2022 年底我国不同区域地方债发行空间

3. 上级支持力度

我们采用“上级补助/一般公共预算收入”及“特殊再融资债券发行规模合计/全部债务”来衡量上级支持力度。从“上级补助/一般公共预算收入”指标表现来看，2022 年，上级支持力度总体呈现出西部>中部>东部的特征，其中东部地区中河北省和海南省上级支持力度较大，西部地区中西藏自治区、青海省、甘肃省的上级支持力度更大。从“特殊再融资债券发行规模合计/全部债务”指标表现来看，北京市、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、天津市和云南省上级支持力度位居前列，海南省、湖北省、浙江省、江苏省和安徽省上级支持力度靠后。



注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

数据来源：联合资信整理

图 4.3 我国不同区域上级支持力度情况

4. 小结

总体来看，我国各省区市财政资源呈现不平衡状态，东部省区市的综合财力和地方债发行空间整体强于中部、中部强于西部，但在上级支持力度上则是大致相反的情况；海南省、宁夏自治区、青海省、内蒙古自治区和西藏自治区的城投企业全部债务规模位列 31 个省市区后 5 位，其中内蒙古自治区和海南省的地方债发行空间可以完全覆盖区域城投企业全部债务；从“特殊再融资债发行额度合计/全部债务”指标表现看，中部省市区得到的支持较少，除大多西部省市区外部分东部省市区如北京市和天津市也得到了较大的支持。

表 4.3 2022 年全国不同区域财政资源指标排序

区域	省份	GDP (由高到低)	综合财力 (由高到低)	地方债发行 空间 (由高到低)	上级补助/ 一般公共预算 (由高到低)	特殊再融资债发 行额度合计/ 全部债务 (由高到低)
东部	广东省	1	2	6	29	16
	江苏省	2	1	2	26	28
	山东省	3	4	11	23	24
	浙江省	4	3	18	27	29
	福建省	8	15	9	24	17
	上海市	11	6	1	31	10
	河北省	12	11	4	20	19
	北京市	13	12	3	30	1

	天津市	24	27	23	28	5
	海南省	28	29	26	13	31
中部	河南省	5	7	5	14	22
	湖北省	7	9	16	12	30
	湖南省	9	8	29	11	18
	安徽省	10	10	7	18	27
	江西省	15	13	10	16	25
	山西省	20	21	25	25	21
西部	四川省	6	5	13	17	26
	陕西省	14	14	12	22	23
	重庆市	16	20	28	19	13
	云南省	18	17	8	8	6
	广西	19	18	21	6	14
	内蒙古	21	22	15	21	2
	贵州省	22	16	19	10	8
	新疆	23	23	17	9	11
	甘肃省	27	25	22	4	15
	宁夏	29	31	24	7	7
	青海省	30	30	27	2	9
	西藏	31	28	31	1	20
东北	辽宁省	17	19	14	15	3
	黑龙江	25	24	30	5	12
	吉林省	26	26	20	3	4

注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

数据来源：联合资信整理

（二）金融资源

融资环境和地方政府债务管理能力是影响区域利用金融资源化债的主要因素，本文选取本外币贷款总额、“本外币贷款总额/GDP”、属地银行资产总额和“属地银行资产总额/全部债务”对不同区域的信贷市场融资环境进行分析，选取债券净融资规模和债券发行利差两个指标来衡量区域债券市场融资环境。

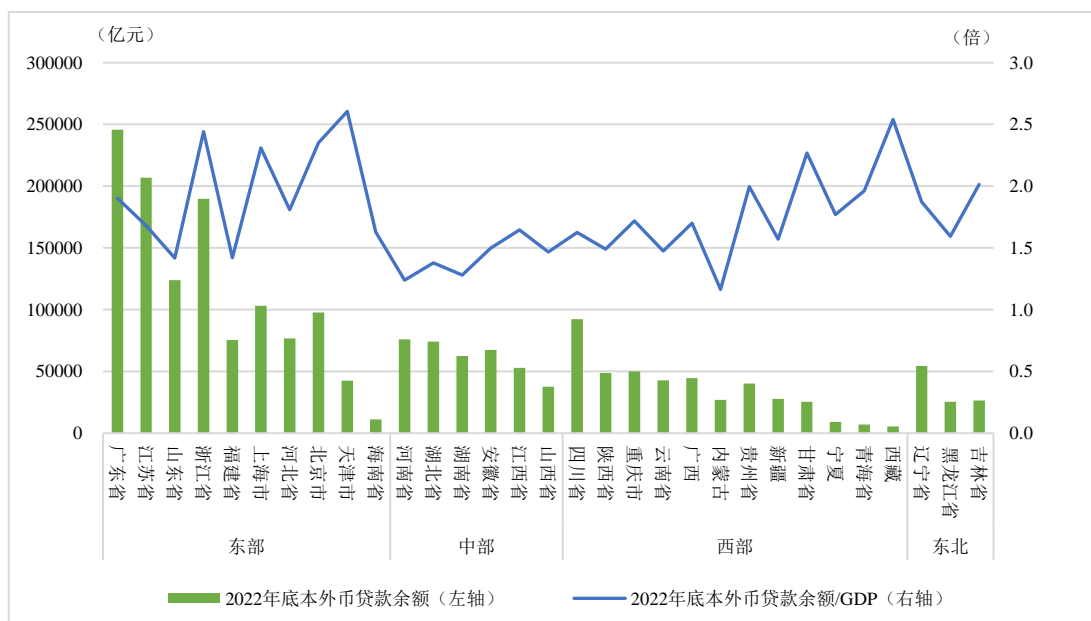
表 4.4 金融资源指标

影响因素	指标选取
融资环境	本外币贷款总额
	本外币贷款总额/GDP
	属地银行资产总额
	属地银行资产总额/全部债务
	债券净融资规模
	债券发行利差
地方政府债务管理能力	/

1. 融资环境

(1) 信贷市场

我国金融资源在各省市区间分布不均衡状况较为显著。从本外币贷款余额和同比增速来看，东部省市区整体高于中部和西部省市区。截至 2022 年底，北京市、上海市和广东省本外币贷款规模远高于其他省市区，西藏自治区、青海省和宁夏自治区本外币贷款规模均不足万亿元，西部省市区中四川省本外币贷款余额位列 31 个省市区中第 7 位，明显高于其他西部省市区。2022 年底，东部、中部、西部和东北地区本外币贷款余额同比增速分别为 11.5%、11.1%、10.3% 和 3.8%。从本外币贷款余额/GDP 来看，除东部的浙江省、上海市、北京市、天津市，西部的贵州省、甘肃省、青海省和西藏自治区以及东北的吉林省较高外，其他省市区水平大致相当。



注：按本外币余额由高到低排序

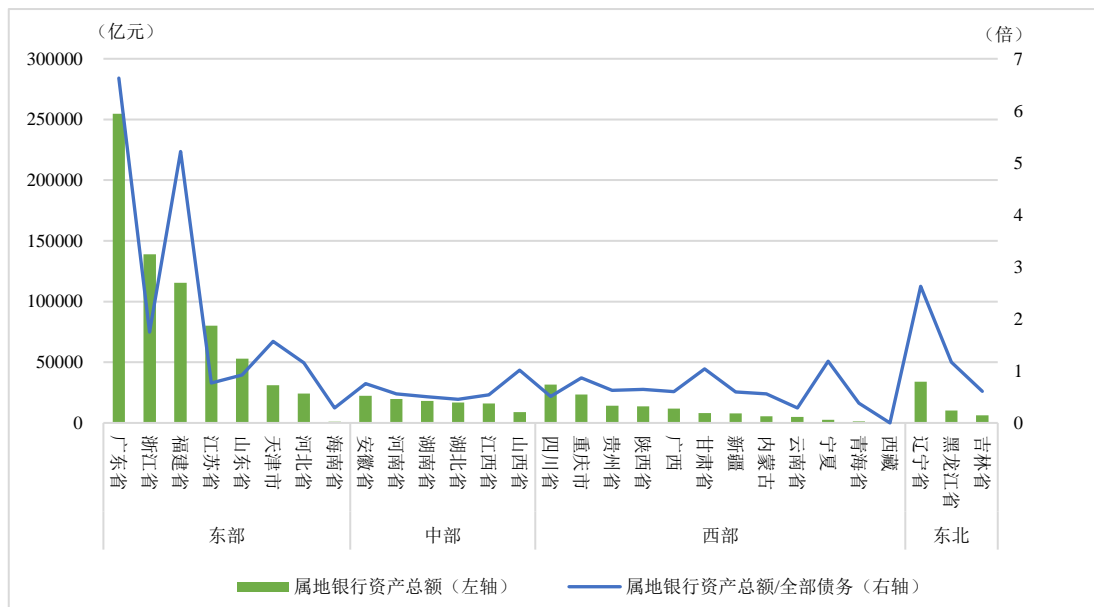
数据来源：联合资信整理

图 4.4 截至 2022 年底我国不同区域本外币贷款余额及同比增速情况

从属地银行资产总额³来看，东部省市区整体高于中部和西部省市区。截至 2022 年底，北京市、上海市、广东省、浙江省、福建省、江苏省和山东省的属地银行总资产均高于 5 万亿元；中部省市区中仅山西省属地银行总资产规模不足万亿元；西部省市区中四川省、重庆市属地银行资产总额较高，西藏自治区、青海省、宁夏自治区等 7 个省市区属地银行总资产规模不足万亿元。从 2022 年底属地银行资产总额/全部债务来看，北京市、上海市、广东省和福建省属地银行资产总额对区域全部债务的覆盖

³属地银行统计范围为注册地在该区域的发债银行，下同。

程度较好，西藏自治区、云南省、青海省和湖北省的属地银行资产总额对区域全部债务的覆盖程度均不足 1/2。



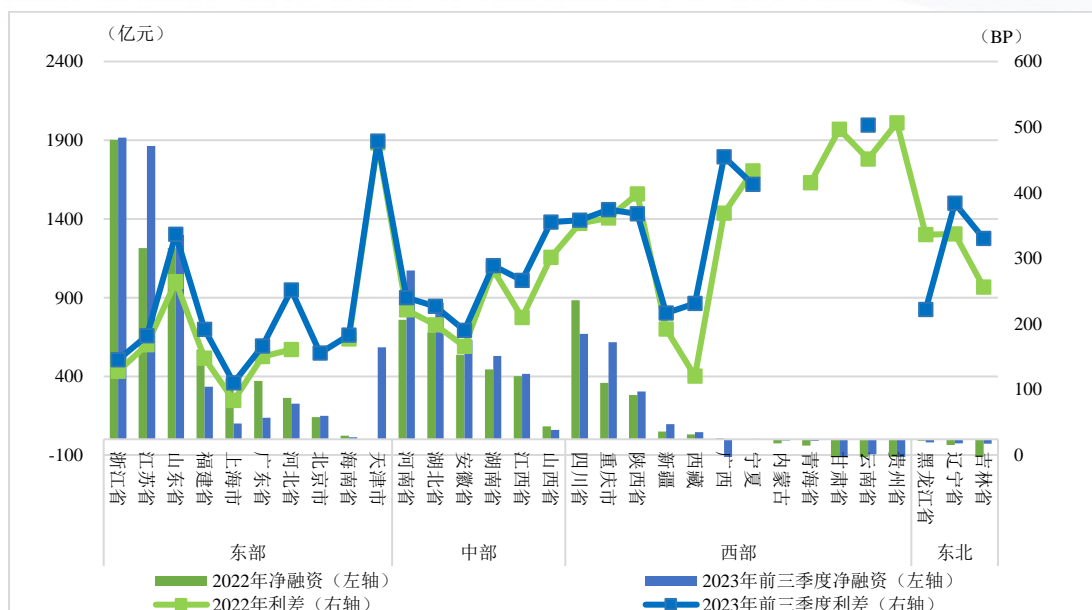
注：按属地银行资产总额由高到低排序；北京市、上海市属地银行资产总额及对区域全部债务覆盖程度显著高于其它地区，图中未列示

数据来源：联合资信整理

图 4.5 截至 2022 年底我国不同区域属地银行资产总额及对区域债务覆盖情况

（2）债券市场

从净融资规模来看，2022 年和 2023 年前三季度区域城投企业净融资额均为负的省市区均位于西部，其中贵州省、云南省、甘肃省和吉林省的城投企业 2022 年净偿还额均超过 100 亿元；宁夏回族自治区和天津市城投企业 2022 年净融资额为负，但净偿还规模不大；广西自治区城投企业 2023 年前三季度净融资额大幅转负，净偿还规模超过 100 亿元。从发行利差看，2022 年，贵州省、甘肃省、天津市、云南省和宁夏回族自治区 AA+级城投企业所发 3 年期无担保债券发行利差由高到低位列前 5 位；上海市、西藏自治区、浙江省、福建省和广东省 AA+级城投企业所发 3 年期无担保债券发行利差由高到低位列后 5 位；西部地区除新疆维吾尔自治区和西藏自治区外，其余省市区发行利差显著高于东部、中部各省市区；山东省 AA+级城投企业 2022 年以来所发 3 年期无担保债券发行利差较其他东部省市区高，天津市 AA+级城投企业 2023 年前三季度所发 3 年期无担保债券发行利差仅低于云南省；在中部地区，湖南省和陕西省 AA+级城投企业所发 3 年期无担保债券发行利差较高。



注：按 2022 年净融资额由高到低排序；利差统计样本为区域内发行时主体级别为 AA+ 级的城投企业所发 3 年期无担保债券，个别省市存在无满足条件样本的情况

数据来源：联合资信整理

图 4.6 2022 年以来我国不同区域城投企业债券净融资额及利息情况

2. 地方政府债务管理能力

金融资源是区域化债的重要基础，而政府债务管理能力则很大程度上决定了能否利用金融资源最终实现化债目标。不管是信用风险预警、进行债务置换还是采取化债基金、应急资金池等流动性支持手段，当地政府协调资源、谈判能力以及管理能力都至关重要。在当前中央层面将防范化解地方债务风险作为工作重点、加强问责的背景下，地方政府有足够的动力持续完善债务管理机制、提高债务管理能力，但客观上会因官员的政绩观、管理经验、对债务问题的认识水平和重视程度等多方面因素影响使得不同区域存在差异。

3. 小结

总体来看，我国东部地区的银行信贷资源和债券市场融资环境整体均强于中部、中部强于西部；东部地区中海南省银行信贷资源排名靠后，天津市的债券市场融资环境排名靠后；中部地区湖北省和湖南省属地银行资产总额对区域全部债务的覆盖程度排名靠后；云南省不管从银行信贷资源和债券市场融资环境来看均处于比较靠后的位置；贵州省的银行信贷资源属于中等靠后水平，债券市场融资环境排名靠后。此外，地方政府债务管理能力对于区域利用有限的金融资源化债而言至关重要。

表 4.5 2022 年全国不同区域金融资源指标排序

区域	省份	本外币贷款余额 (由高到低)	本外币贷款余额/GDP (由高到低)	属地银行资产 总额 (由高到低)	属地银行资产 总额/全部债务 (由高到低)	债券市场净融资 (由高到低)	债券发行利差 (由低到高)
东部	广东	1	10	3	3	12	5
	江苏	2	16	6	15	2	8
	山东	4	27	7	13	3	15
	浙江	3	3	4	6	1	3
	福建	10	26	5	4	7	4
	上海	5	5	2	2	11	1
	河北	8	12	11	10	15	6
	北京	6	4	1	1	16	--
	天津	20	1	10	7	22	27
	海南	28	18	30	29	20	9
中部	河南	9	30	14	22	5	13
	湖北	11	28	16	27	6	11
	湖南	13	29	15	26	9	16
	安徽	12	22	13	16	8	7
	江西	15	17	17	24	10	12
	山西	22	25	22	12	17	17
西部	四川	7	19	9	25	4	20
	陕西	17	23	19	17	14	23
	重庆	16	14	12	14	13	21
	云南	19	24	27	30	30	26
	广西	18	15	20	20	21	22
	内蒙	24	31	26	23	25	--
	贵州	21	8	18	18	31	29
	新疆	23	21	24	21	18	10
	甘肃	26	6	23	11	29	28
	宁夏	29	13	28	8	23	25
	青海	30	9	29	28	27	24
	西藏	31	2	31	31	19	2
东北	辽宁	14	11	8	5	26	19
	黑龙江	27	20	21	9	24	18
	吉林	25	7	25	19	28	14

注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

数据来源：联合资信整理

（三）国企资源

闲置国有资产情况、地方国企经营情况及地方政府持股情况是影响区域利用国企资源化债的主要因素，本文选取国有资本经营收入对不同区域的地方国企经营情况进行分析，以地方政府持有上市公司市值（不含央企）来估计地方政府可用于化债的可变现股权资产规模。

表 4.6 国企资源指标

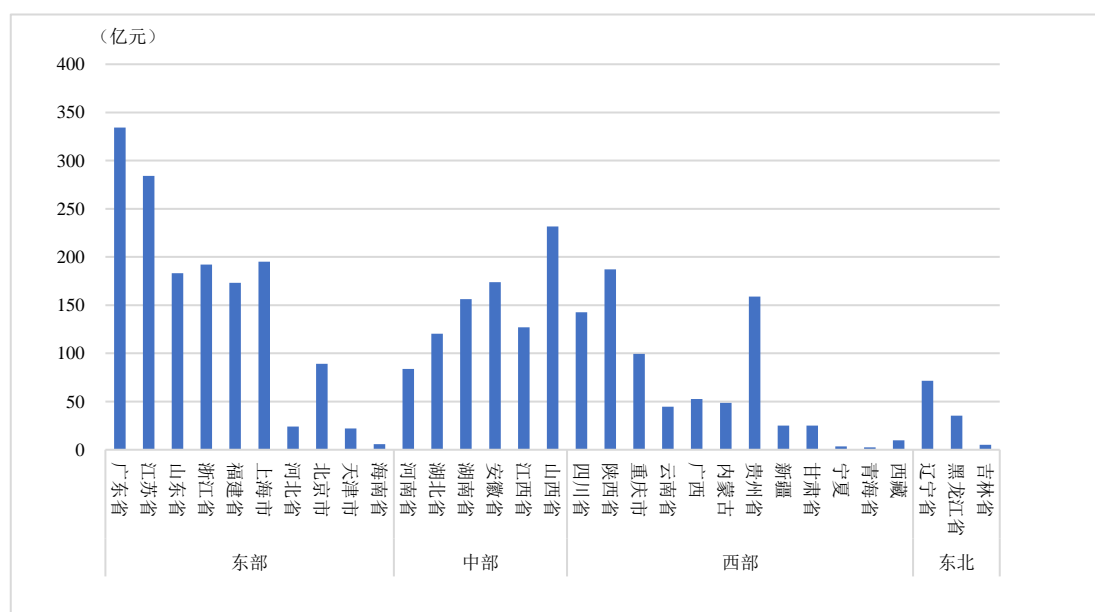
影响因素	指标选取
闲置国有资产情况	/
地方国企经营情况	国有资本经营收入
地方政府持股情况	地方政府持有上市公司市值

1. 闲置国有资产情况

盘活国有资产是中央和地方化债政策中普遍提到的一种方式，在实践中也被广泛应用，但同时我们也看到，当前实践中地方政府和城投企业可盘活的价值较大的闲置资产主要是土地和房产，但整体规模或有限，并且国有资产的闲置通常有其历史原因，因此在盘活的过程中可能还会面临相关程序和法律问题。

2. 地方国企经营情况

从指标表现来看，2022 年，在国有资本收入排名前 10 位的省市区中，东部地区有 6 个、中部地区 2 个、西部地区 2 个；广东省、江苏省、山西省、上海市和浙江省国有资本收入排名前 5 位，青海省、宁夏自治区、吉林省、海南省和西藏自治区位列后 5 位。



注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

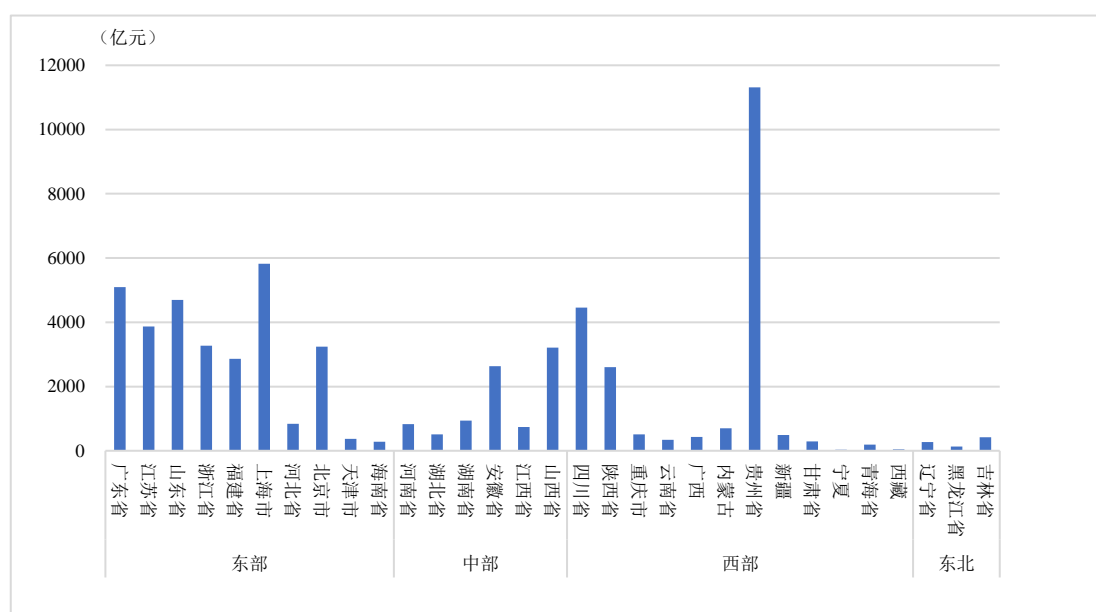
数据来源：联合资信整理

图 4.7 2022 年我国不同区域国有资本经营收入情况

3. 地方政府持股情况

从指标表现看，截至 2023 年 11 月 25 日，贵州省政府持有上市公司股权市值位

列 31 个省市首位，主要由于贵州茅台市值高，除贵州省、四川省、陕西省、山西省和安徽省外，其他西部、中部地区省市区政府持有上市公司股权市值情况一般；东部地区除河北省、天津市和海南省外，其他地区地方政府持有上市公司股权市值均超过 2000 亿元。



注：按 2022 年 GDP 由高到低排序；以 2023 年 11 月 25 日收盘价计算；以大股东持股比例计算，数据可能存在一定偏差

数据来源：联合资信整理

图 4.8 截至 2023 年 11 月 25 日我国不同区域地方政府持有上市公司股权市值情况

4. 小结

总体来看，除河北省、天津市和海南省外，东部其他省市区和中部全部省市区国企资源整体较好；西部地区除四川省、陕西省和贵州省外，其他省市区国企资源排名均靠后。

表 4.7 全国不同区域国企资源指标排序

区域	省份	国有资本经营收入 (由高到低)	地方政府持有上市公司股权市值 (由高到低)
东部	广东省	1	3
	江苏省	2	6
	山东省	7	4
	浙江省	5	7
	福建省	9	10
	上海市	4	2

	河北省	25	14
	北京市	16	8
	天津市	26	23
	海南省	28	26
中部	河南省	17	15
	湖北省	14	18
	湖南省	11	13
	安徽省	8	11
	江西省	13	16
	山西省	3	9
西部	四川省	12	5
	陕西省	6	12
	重庆市	15	19
	云南省	21	24
	广西	19	21
	内蒙古	20	17
	贵州省	10	1
	新疆	24	20
	甘肃省	23	25
	宁夏	30	31
	青海省	31	28
	西藏	27	30
东北	辽宁省	18	27
	黑龙江省	22	29
	吉林省	29	22

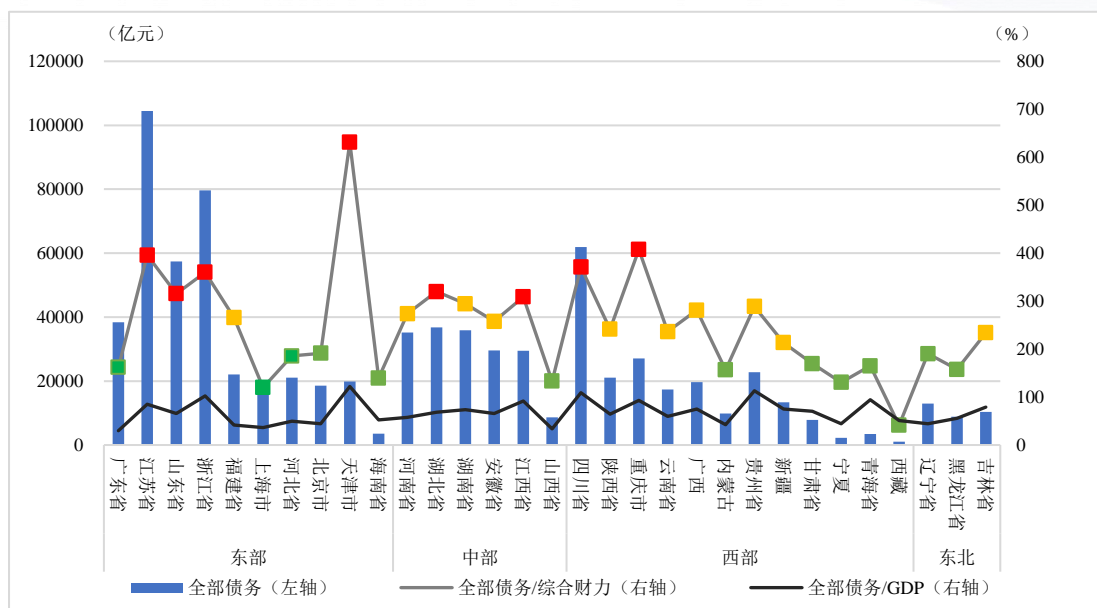
注：按 2022 年 GDP 由高到低排序

数据来源：联合资信整理

五、区域债务现状及债务化解路径可行性建议

（一）区域债务现状

从全部债务规模来看，截至 2022 年底，江苏省、浙江省、四川省和山东省均超过 5 万亿元，显著高于其它省区市，西藏自治区、宁夏自治区、青海省、海南省、甘肃省、山西省、黑龙江省和内蒙古自治区均不到万亿元，债务规模相对较小。从“全部债务/综合财力”指标来看，天津市、重庆市、江苏省、四川省和浙江省债务负担由重到轻位列前 5 位，西藏自治区、上海市、宁夏自治区、山西省和海南省债务负担由重到轻位列后 5 位。从“全部债务/GDP”指标来看，天津市、贵州省、四川省、浙江省和青海省债务负担由重到轻位列前 5 位，广东省、山西省、上海市、福建省和内蒙古自治区债务负担由重到轻位列后 5 位。



注：按 2022 年 GDP 由高到低排序；“全部债务/综合财力”大于等于 300% 以红色数据点表示，“全部债务/综合财力”大于等于 200% 小于 300% 以橙色数据点表示，“全部债务/综合财力”小于等于 200% 以绿色数据点表示

数据来源：联合资信整理

图 5.1 截至 2022 年底我国不同区域全部债务及债务率情况

（二）区域债务化解路径可行性建议

综上所述，我们认为，①区域化债政策措施的制定和执行受到当地财政资源、金融资源和国企资源等的制约和影响，基于上述资源在我国不同区域的分布存在较大的差异，各省市应当根据自身债务负担情况、化债资源禀赋情况制定系统的化债措施和债务应急管理方案。②中央和地方都应强化对地方政府债务风险的预研预判和处置，在妥善处理债务风险的同时，及时遏制地方政府债务的过快和不合理增长。③加大问责和奖惩力度，防范道德风险，严肃财经纪律。④地方政府和城投企业需要加强与金融机构的沟通与协调，探寻合理可行的债务置换方案，在个别企业发生风险事件的情况下要采取及时有力的措施呵护区域融资环境。⑤清晰界定政府隐性债务的内涵，把不再新增政府隐性债务作为基本要求；推动城投企业整合转型，提高企业运营效率和综合融资能力。⑥盘活存量资产方面，除对闲置的国有土地、房产等资产进行梳理和利用外，地方政府和城投企业还可以探索新的方式如公募 REITs 来盘活资产、拓宽融资途径。

地方政府和城投企业除了可以从上述共性角度着手积极化解地方政府债务风险外，基于化债资源禀赋的差异，不同区域在化解措施上也应有所侧重：

（1）东部地区的财政资源、金融资源和国企资源整体较为丰富，各地区应重点做好债务管理和风险预警，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，同时防范转型过程中因业务激进扩张累积债务风险。部分债务负担较重的省份如天津市、江苏省、浙江省和山东省在上述措施的基础上还应当充分协调金融资源、国企资源寻求债务的持续化解。

（2）中部地区化债资源整体一般，各地区一方面应当结合自身优势综合协调各类资源缓释债务风险，如山西省可以利用其较为丰富的国企资源、通过国企经营收益、部分国企股权变现等方式进行化债；另一方面还要加强项目的前期研究和审核，防止地区债务的低效增长。

（3）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，地方政府和城投企业可以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。贵州省国企资源丰富，实践中“茅台化债”模式也取得一定成效。对于西部地区部分债务规模不大的省市区如西藏自治区、宁夏自治区、青海省和内蒙古自治区，其“地方债发行空间-发债城投企业全部债务”有盈余或缺口不大，可通过地方债的置换逐步化解隐性债务风险。

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。