

热点研究

“一揽子化债”政策落地效果及城投资产表现

2023 年 7 月以来“一揽子化债”政策有效缓解了地方流动性压力，2024 年增量财政政策将持续推进隐债清零，当前城投存量债务化解或仍主要依靠金融资源支持债务重组，局部非标风险事件或仍将持续。随着财税体制改革深化对地方权责的优化，金融体制改革对宏观审慎职能的强化，地产的企稳和新质生产力的快速培育，城投资产盘活和存量债务化解将在体制机制改革和经济发展中有序推进。

一、“一揽子化债”政策路径及落地情况分析

2023 年 7 月中央政治局会议提出的“一揽子化债”政策设计了财政资源和金融资源两种模式支持化解地方债务。

（一）财政资源化债：有效缓解政府流动性压力

中央财政加杠杆：主要缓解地方财政支出压力。2023 年 7 月至今落实 2 万亿元，其中，2023 年四季度增发的 1 万亿元一般国债使得当年财政赤字率提高至约 3.8%，募集资金全部通过转移支付拨付地方用于赈灾等用途。2024 年 5 月发行 1 万亿元超长期特别国债，由中央财政增加支出加大逆周期经济调节，缓释地方稳经济支出压力。综合考量财政自律和道德风险等约束，中央财政在化债工作上更多起到顶层设计和统筹应急等作用，将有效缓解政府流动性压力。

特殊再融资债券：受制于额度上限支持力度有限。截至 2024 年 10 月末，2023 年批次特殊再融资债券已完成发行约 1.72 万亿元（数据来源于 WIND），但特殊再融资债券额度上限即地方政府债务限额同余额的差值（2023 年地方政府债务限额 42.17 万亿元，截至期末余额 40.74 万亿元，余额中含当年发行的特殊再融资债券 1.39 万亿元），因此，特殊再融资债券资源十分有限，重点区域（天津、贵州等）给与额度相对更大，且有限的地方财政资源亦面临化债与经济权利的权衡，对庞大的城投存量债务化解支持较为有限。

增加地方债务限额专项用于化债：2024 年 11 月增量“10 万亿元”化债额度主要置换经财政认定的“隐债”（14.3 万亿元），以城投经营性债务为代表的全口径存量债务化解仍任重道远。2024 年地方财政收入进一步承压，逆周期调节分流财政资源，叠加城投融资政策全面收紧，非标及城投境外债融资规模和融资成本有所上升。11 月 8 日人大常委会批准增加 6 万亿元地方债务限额（分配于 2024-2026 年）及新增地方政府专项债中

的4万亿元（分配于2024-2029年），合计10万亿元专门用于置换隐性债务。截至12月末，2024年度2万亿元专门用于置换隐债的专项债券额度全部发行完毕。

值得关注的是，10万亿元化债资源用于置换财政部认定的14.3万亿元存量隐性债务，或主要为与地方政府往来类款项，旨在厘清政企关系，推进城投“退平台”目标实现。以经营性债务为代表的庞大规模存量债务或仍将依靠市场化途径逐步化解，本轮债务置换积极意义在于帮助城投剥离历史债务包袱，可将更多资源投入到经营性业务中，盘活资产加速转型发展。

（二）金融资源化债：核心为实现债务可持续性

以《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（简称“35号文”）为核心的金融资源支持化债或为化解城投存量债务主要方向。主要模式包括金融机构对城投债务开展市场化重组、地方高等级主体“统借统还”、央行设置应急流动性借款等，核心即通过债务置换、展期、降息等方式优化存量债务结构，实现城投债务可持续性。2024年以来陆续出台多个重要文件完善“35号文”，进一步就政府投资项目层面、非重点省份、政策适用期限、非重点省份非标债务和重点省份非持牌金融机构非标债务等更多细节进行补充完善，加强政策落实的可操作性。

根据市场机构调研信息，当前主要以长期限低息银团贷款置换短期高息债务为主流方式，置换类型包括银行借款、非标借款和债券等，且不局限于隐性债务。值得关注的是，债券和银行贷款置换相对顺畅，但非标债务置换相对受限，一是金融资源有限，非标债务在偿付顺序中相对劣后，银行考量底层资产质量和风险收益后缺乏主动置换非标动力；二是政策要求不得对非标资产进行简单刚兑，非重点省份非标置换政策细则待完善，各地置换进度有所分化。值得关注的是，部分地区出现非标违约和打折兑付等案例，伤害了投资人利益亦较大程度损害地方信用，长期视角看并不利于城投债务妥善化解。

二、政策落地对城投基本面及相关资产影响

（一）城投债务增速有所放缓

“一揽子化债”政策有效缓释了地方流动性风险，严肃了举债纪律，地方新增债务由政府承担，隐债扩张现象得到根本性遏制，城投有息债务增速回落（见图1），伴随着隐性债务显性化及展期置换，城投整体融资成本显著下降，有利于缓释其流动性压力。

值得关注的是，城投整体债务规模仍持续增长（见图1），但其偿债能力和基本面的根本改善或仍需时间。一是财政置换规模和进度均受限，而金融机构债务重组虽可实现展期降息，但存量债务规模无法消除，仍需要还本付息。二是本轮政策以化解隐债为核心，“35号文”规定的借新还旧不包括利息部分，部分城投存量债务利息压力仍较大。三是化债过程之中的地方资产整合产生时间成本，过程中对城投盈利获现能力有所扰动；而经济环境下行，政企分离后的新增市场化债务所转化的经营性资产情况仍待检验。整体看来，城投存量债务化解或主要靠存量资产盘活以及转型后的市场化经营获现能力，故债务重组及“退平台”后的转型才是化解存量债务的主要方向。

（二）城投标债资产信用进一步强化

“一揽子化债”政策严控新增债券融资，募集资金用途以借新还旧为主，2024 年城投债发行规模同比下降 14.99%至 3.97 万亿元，净融资首次由正转负至-4895.06 亿元（见图 2），同比减少 1.35 万亿元。一级市场特征来看，一是标债再融资集中于高等级主体。2024 年在城投债净融资为负的基础上，仅 AAA 净融资为正（894.22 亿元），AA+和 AA 均呈大幅净流出状态（见图 3），或系低等级涉隐债平台再融资受限，“统借统还”模式下以高信用等级主体发债降低成本为导向所致，低等级主体逐步退出公开市场融资。二是标债发行成本显著下降，发行利差大幅收敛。AAA-AA 发行利差由 2023 年的 1.33%收敛至 2024 年以来的 0.26%（见图 4），高票息债券大幅减少。三是债券发行期限拉长。2023 年 10 月以来 3Y 及以上的数量和规模占比分别提升为 41.78%和 45.11%，较 2022 年水平分别提高 18.46 和 24.76 个百分点，3Y 以下的中短期品种发行占比均下滑（见图 5）。

二级市场方面，“一揽子化债”政策落实初期，标债信用强化这一信息被迅速定价，城投债二级市场收益率快速下行，信用利差迅速收窄。2024 年以来城投收益率整体进一步下行，但受债券市场整体走势的影响大于受化债政策影响，信用利差波动较大。截至 2024 年末，城投债存量规模 10.88 万亿元（数据来源于 WIND），随着融资规范及“退平台”工作快速推进，城投标债进入存量时代。

（三）城投非标资产风险有所释放

不同于标债资产信用得到强化，城投存量非标资产风险逆势释放。根据预警通数据，2023 年 7 月-2024 年末，城投非标风险事件累计发 88 起，远高于 2022 年的 16 起，主要分布在贵州、山东、陕西、云南、河南、四川等地。区域结构变化趋势来看，“35 号文”明确要求金融机构配合重点省份非标债务展期降息，故 2023 年 7 月以来贵州和云南非标风险明显缓释，但非重点省份亦是经济大省的山东和陕西部分区域非标事件则逆势释放，潍坊、青岛李沧、西安高新区、曲江新区、西咸新区、和西安航天城等区域风险事件多发，在事件和主体数量方面均超过了贵州。

非标风险逆势增长主要原因来看，一是严控隐债背景下，非标融资渠道明显收紧，部分高债务弱资质城投的债务结构中非标占比高、期限短，集中到期兑付压力大。二是非标偿付顺序一般不及债券和银行贷款，债务人资金紧张时易出现兑付不及时情形，叠加政策要求不得对高息非标债务进行简单刚兑，间接致使城投非标风险事件逆势增长。三是非重点省份非标置换政策细则待完善，银行考量底层资产质量和风险收益后缺乏主动置换非标动力。从市场情况看，“一揽子化债”政策落地以来公开的非标置换案例较少，根据市场机构统计信息，截至 12 月中旬已披露 6 笔银行贷款置换城投非标融资案例，主要发生于重点化债省份。非标债务置换虽有望随“134 号文”落地提速，但其落地效果仍有待观察。

三、城投化债展望

城投存量债务化解核心来看，一是在于经营性债务对应的资产盘活，监管机构亦需在模式创新方面给出更多激励政策。二是城投“退平台”后业务转型发展情况，政府债务置换一定程度帮助城投减轻历史包袱，市场化转型后可新增融资投入经营性资产，但城投转型亦一定程度绑定区域经济发展实力，当前区域发展呈现分化特征，东部经济大省市场化城投主体整体有较好的信用支撑，中西部区域转型发展情况仍任重道远。

短期来看，局部非标风险事件或仍将持续，对城投相关资产集中度较高的中小金融机构风险或有加剧，随着财税体制改革深化对地方权责的优化，金融体制改革对宏观审慎职能的强化，地产的企稳和新质生产力的快速培育，城投资产盘活和存量债务化解终将在体制机制改革和经济发展中有序推进。

图 1：近年来城投有息债务变化情况

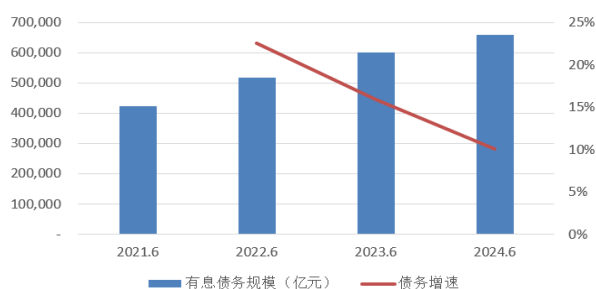
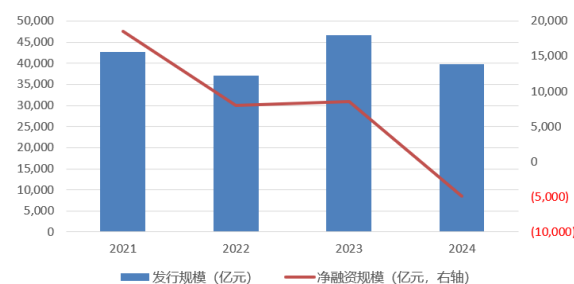


图 2：近年来城投债净融资情况



注：1.样本口径为 wind 截至 2024 年末存量城投债发行主体；2.有息债务统计口径为短期借款+其他应付款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款。

图 3：近年来各等级城投债净融资情况（亿元）



图 4：近年来城投债发行加权票面利率（%）

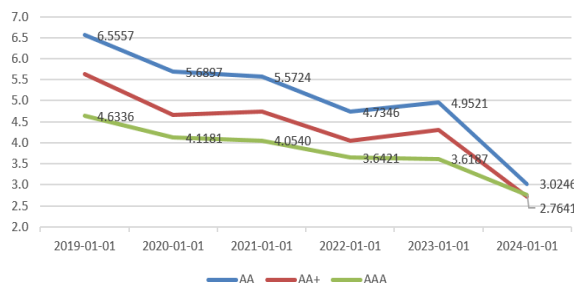


图 5：近年来城投债发行期限结构变化（%）

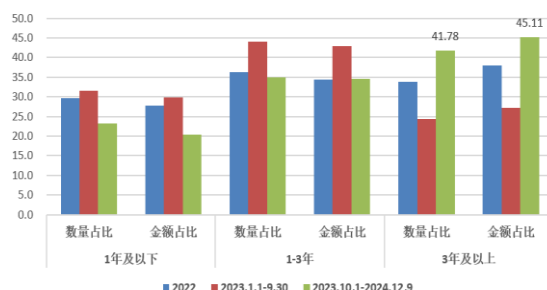
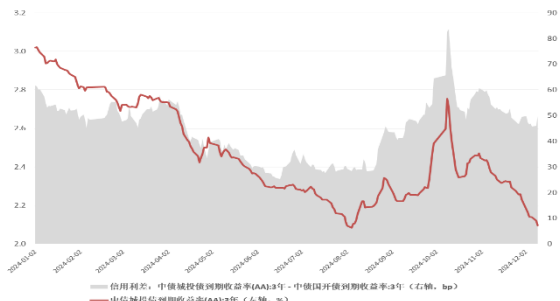


图 6：2024 年以来城投债收益率和信用利差走势



数据来源：WIND，中诚信托整理

执笔人：王冲

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。