



## 宏观专题

# 从“网红城市”看城投基本面研究 (二)

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001  
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

刘子博

资格编号: S0120123030019  
邮箱: liuzb@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **核心观点:**从“网红城市”的城投债务压力成因看,前期公益性投资有待转化为当地财力增长、当地政府对“土地金融”的路径依赖有待扭转、地方政府与城投的综合能力有待提高是**3大主因**。在园区工业化的过程中,提供政策优惠和事先建设完备的基础设施是产业园区能够带动招商引资的两大核心优势,但一些城投平台为配合地方政府的发展诉求,前期举债投入园区建设的规模过大、节奏过快,资金投入未能及时转化为地方财力增长,城投平台的流动性压力提升。此外,1998年住宅与土地商品化改革使得住宅用地的价值快速体现,地方财政确立了以住宅用地高价出让补贴工业用地廉价出让的发展模式,部分本就缺乏产业支撑的城市日益依赖“因地生财”,最终地产行业下行导致产业园区土地出让不畅直接引发了相关城市的城投流动性困难。
- **为应对城投债券刚兑压力,“网红城市”通过动用财政资金、协调金融资源、协调地方国企资源、调整城投存量债务还款安排等4大类、12小类措施竭力筹措化债资金。**具体看来,(1)动用财政资金是地方政府最常采用的措施之一。(2)在协调金融资源方面,召开恳谈会以恢复市场信心、协调当地银行签署一致行动协议以免发生“抽断贷”、通过财政存款等方式协调银行增加授信支持、增资本地城/农商行以增加授信资源、协调非标机构以参与境内债或美元债的形式“非标转标”、协调AMC公司收购城投账面资产以提供流动性支持等都是地方政府较常采用的化债渠道。(3)在协调地方国企资源方面,多个地方政府遵循“资源向上、资金向下”的思路,协调其他地方国企对陷入流动性困难的城投平台提供直接拆借、收购资产、提供融资增信等各类支持。(4)在调整城投存量债务还款安排方面,协调银行贷款重组需同时具备“天时”“地利”“人和”,遵义道桥的成功路径恐难以简单复制,短期内大面积推广难度较大。
- **最终落地到对城投基本面研究的启示上,偿债压力、偿债意愿和偿债能力是3大研究重点。**其中,(1)在偿债压力方面,建议关注拟投区域的城投债到期节奏、非银持有比例;(2)在偿债能力方面,资质下沉或拉长久期分别需要关注拟投区域的核心产业园区及主要纳税主体的发展、拟投区域的银行信贷资源等区域发展要素;(3)在偿债意愿方面,建议关注持仓标的是否考虑成为打破城投刚兑的“第二人”。

- **风险提示：**根据城投审计报告估算其有息负债可能因信息披露不完整而计算不准；对“网红城市”的发展方向、核心税基可能解读不深；对“网红城市”应对城投债券刚兑的举措可能梳理不全。

## 内容目录

1. 剖析“网红城市”是完善城投基本面研究的重要路径 .....	6
2. “网红城市”的城投债务压力从何而来? .....	7
2.1. 前期公益性投资有待转化为当地财力增长 .....	7
2.1.1. 柳州市 .....	8
2.1.2. 潍坊市 .....	11
2.2. 当地政府对“土地金融”的路径依赖有待扭转 .....	14
2.2.1. 兰州市 .....	16
2.2.2. 昆明市 .....	17
2.3. 地方政府与城投的综合能力有待提高 .....	19
2.3.1. 地方政府层面 .....	19
2.3.2. 城投平台层面 .....	19
3. “网红城市”如何应对城投债券刚兑? .....	20
3.1. 动用财政资金 .....	20
3.1.1. 以本级财政收入发挥撬动作用 .....	20
3.1.2. 动用专项债资金 .....	21
3.1.3. 借助“建制县”化债试点利用特殊再融资债资金 .....	22
3.2. 协调金融资源 .....	24
3.2.1. 召开债券投资人恳谈会, 争取金融机构恢复投资信心 .....	24
3.2.2. 协调当地银行签署一致行动协议, 防止“抽断贷” .....	24
3.2.3. 通过财政存款等方式协调银行增加授信支持 .....	24
3.2.4. 增资本地城、农商行, 进而增加授信资源 .....	25
3.2.5. 协调非标机构以参与境内债或美元债的形式“非标转标” .....	25
3.2.6. 协调 AMC 公司收购城投账面资产以提供流动性支持 .....	26
3.3. 协调地方国企资源 .....	26
3.3.1. 协调地方国企拆借资金、收购资产 .....	26
3.3.2. 协调地方国企提供融资增信 .....	26
3.4. 调整城投存量债务还款安排 .....	27
3.4.1. 从展期降息协商顺序看, 城投平台大体遵循非标→信贷→债券的路径 .....	27
3.4.2. 从实际案例看, 遵义道桥是通过债委会形式推动信贷展期降息的典例 .....	28
4. “网红城市”化债成果如何? .....	30
5. 从“网红城市”看城投基本面研究要点 .....	31

---

5.1. 对城投债基本面研究关注点的建议.....	31
5.1.1. 偿债压力方面，建议关注拟投区域的城投债到期节奏、非银持有比.....	31
5.1.2. 偿债能力方面，资质下沉或拉长久期需要关注不同的区域发展要素.....	31
5.1.3. 偿债意愿方面，建议关注持仓标的是否有意成为打破刚兑的“第二人”.....	32
5.2. 对高收益组合的城投债投资建议 .....	33
6. 风险提示.....	35

## 图表目录

图 1: 1980 年国企上缴利润是全国财政收入的重要组成部分	7
图 2: 2022 年税收与土地出让是全国财政收入的两大核心来源	7
图 3: 经过地方政府的长期培育, 2021 年国家级产业园区贡献了全国 GDP 的 25% 以上	8
图 4: 柳东新区曾规划 2030 年人口达到 100 万人, “新城区基本建成、再造一个新柳州”	9
图 5: 自 2018 年至今, 在疫情、地缘政治等因素共同作用下, 我国汽车销量增速放缓	10
图 6: 近年来, 柳州市一般预算收入增长不快 (亿元)	11
图 7: 柳州东投有息负债主要沉淀于柳东新区的土地整理业务	11
图 8: 为打造“东方威尼斯”, 潍坊滨海经开区规划了大片区域开发旅游业	13
图 9: 实体经济发达助力潍坊上年基金收入下滑低于全国水平	13
图 10: 在滨海经开区整理的土地是潍坊滨投的核心资产	13
图 11: “芜湖模式”是地方政府与城投平台发展“土地金融”的典型案列	15
图 12: 地方政府的投资冲动与“因地生财”模式共同推动了国内城投平台的迅速扩张, 分税制改革仅为次要原因	16
图 13: 自 2018 年至 2020 年兰州市财政对土地出让愈加依赖	17
图 14: 兰州市属城投信用债净融资与土地出让收入变动正相关	17
图 15: 对比其他可比城市, “十三五”期间昆明市“房地产开发投资额/GDP”明显偏高	18
图 16: 2020 年新冠疫情大规模爆发后, 昆明商品房销售市场开始进入下行通道	18
图 17: 自 2020 年至今, 土地出让锐减导致昆明市政府性基金收入大幅下降	19
图 18: 与区县相比, 2022 年潍坊市本级一般预算收入占比较低	19
图 19: 2022 年潍坊市本级在政府性基金收入中的占比仅为 2%	19
图 20: “网红城市”应对城投债刚兑主要有 4 大类、12 小类措施	20
图 21: 自 2018 年至 2022 年, 镇江市政府债务化解受益于江苏省的地方债额度倾斜	22
图 22: 近年来, 国内 26 省累计发行 6128 亿元特殊再融资债以置换隐性债务	23
图 23: 截至 2022 年末, 辽宁、甘肃、河南 3 省借助专项债补充中小银行资本均突破 300 亿元	25
图 24: 截至 2023 年一季度末, 遵义道桥仍有超过 50 条被执行信息公开	29
图 25: 遵义道桥凭借“天时、地利、人和”成功重组银行贷款的路径难以简单复制	30
图 26: 受益于当地官员频频发声及境内高收益债买盘力量增强, 兰州城投债收益率近期大幅下降	31
图 27: 与东部地区国家级经开区相比, 中部、西部地区的国家级经开区单位面积 GDP 产出相对偏低 (万元/公顷)	32

图 28: 未来一年柳州城投平台面临 487 亿元债券偿还压力, 但其中仅部分为非银持有导致城投实际偿债压力低于账面数据 .....35

表 1: 在柳州 4 家 A 股上市地方国企中, 3 家企业的发展基础属于 1958 年中央主导在柳州上马的十大工业项目 .....9

表 2: 与“十二五”规划中的建设目标相比, 柳东新区当前发展现状仍不及预期.....10

表 3: 与“十三五”规划中的建设目标相比, 潍坊滨海经开区目前仍有较大发展空间 .....12

表 4: 与日本相比, 我国通过住宅用地高价出让弥补工业用地廉价出让的路径较为明显..14

表 5: 据官方统计, “土地金融”在地方财政平衡收支缺口中扮演了重要角色(亿元) ..15

表 6: 2019 年建制县试点 6 省和江苏省共计发行 1579.23 亿元置换债券(亿元) .....22

## 1. 剖析“网红城市”是完善城投基本面研究的重要路径

2022年，地方财政“减收增支”，城投平台的债务安全引发投资人更多关注。面对复杂严峻的国内外环境和多重超预期因素的叠加冲击，2022年我国财政运行处于紧平衡状态。全年看来，地方政府实现一般公共预算本级收入108818.5亿元，同比下降2.1%，主要由于疫情反复、国际冲突等因素导致全国经济下行压力加大，以及国内实施大规模增值税留抵退税政策；同期地方政府实现政府性基金预算本级收入73755.4亿元，同比下降21.6%，主要由于国内房地产行业下行导致国有土地使用权出让收入下降较多。但在推动稳住宏观经济大盘的总要求下，国内积极的财政政策加力提效，地方一般公共预算支出同比增长6.4%。地方财政“减收增支”导致投资人愈加关注与地方财政关联密切的城投平台是否能够保障债务安全，城投债投资策略是否需要相应调整。<sup>1</sup>

城投债投资策略取决于对区域基本面、投资人行为两方面的综合认知，本文聚焦于若干城投债收益率曾大幅走阔的“网红城市”，对城投债投资策略中的区域基本面研究加以探讨。在境内信用债市场中，城投债投资策略的本质在于发掘更具性价比的个券，即相同风险水平下，收益率相对更高的个券。不同于收益率可进行定量对比，投资人对个券风险的认知以定性分析为主，其中，城投债风险又可细分为实质违约风险、估值波动风险两类，前者主要取决于特定区域财政、银行与城投平台的基本面情况，后者则与机构投资者行为的关联更加密切。因此，对区域基本面、投资人行为的认知构成了城投债投资策略的两大核心。对收益率相对较低的主体而言，投资人行为通常是导致个券估值波动的主要因素；但对收益率相对较高的主体而言，基本面往往才是影响城投债投资策略的关键。本文以兰州市、柳州市、潍坊市、昆明市、遵义市等曾因当地城投债收益率大幅走阔而成为市场关注热点的“网红城市”为切入点，通过分析当地城投债收益率走高的原因、当地政府及城投平台的应对措施及效果，对城投债投资策略中的区域基本面研究加以探讨，并给出相关投资建议。

为便于厘清概念，本文（1）将境内信用债划分为高收益债、中收益债、传统信用债3类，划分标准分别为个券中债行权估值高于12%（含）、介于6%（含）至12%、低于6%；（2）将境内信用债投资策略划分为持有到期、交易波段、违约清偿3类；（3）将境内信用债投资组合按操作风格划分为高收益组合、配置+交易组合、纯配置组合3类。（4）此外，本文定义的“土地财政”为地方政府通过征收农用地等土地，经过土地一级开发将其转化为可在土地二级市场“招拍挂”出让的建设用地，最终赚取土地出让净收益的过程；而“土地金融”是地方政府将土地注入城投平台，以土地作为抵押物或作为偿债隐性增信，通过城投平台向金融机构借款的过程。

<sup>1</sup> 2022年中国财政政策执行情况报告：

[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230320\\_3873656.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230320_3873656.htm)

2022年财政收支情况：

[http://www.gov.cn/shuju/2023-01/31/content\\_5739311.htm](http://www.gov.cn/shuju/2023-01/31/content_5739311.htm)

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（摘要）：

[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230306\\_3870852.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230306_3870852.htm)

第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的审查结果报告：

[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230309\\_3871498.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202303/t20230309_3871498.htm)

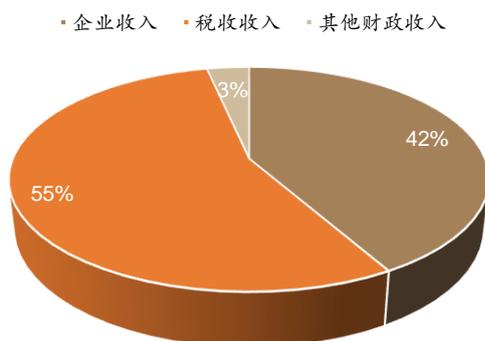
## 2. “网红城市”的城投债务压力从何而来？

### 2.1. 前期公益性投资有待转化为当地财力增长

20世纪80年代，家庭联产承包责任制的成功推动了财政包干制的应用。1978年，安徽凤阳小岗村的18位农民签下“生死状”，将村内土地分别承包，实行“分田到户、自负盈亏”，开创了我国家庭联产承包责任制的先河。简而言之，家庭联产承包责任制的核心是“交足国家的，留足集体的，剩下都是自己的”。有鉴于家庭联产承包责任制在农业领域的显著成效，自1981年起，我国根据《关于试行“划分收支、分级包干”财政管理暂行办法的若干规定》开始区分中央财政与地方财政，同时推行财政包干制，其基本思路是由中央财政对各省财政收支进行包干，增收部分由中央与地方按一定标准分成，收不抵支部分由中央给予地方一定补助。<sup>2</sup>

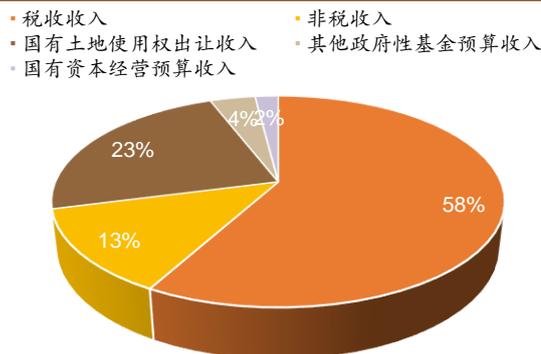
财政包干制落地初期，财政收入结构决定了地方政府偏好通过加快工业化提高财政收入。在“划分收支，分级包干”财政管理体制实施初期，以广东省为例，省以下财政收入来自三方面，其一是市、县所属企业收入；其二是工商所得税、农业税、打击投机倒把补税罚款收入和其他收入；在以上两项市、县财政固定收入的基础上，其三是工商税和盐税作为省和市、县的调剂收入。<sup>3</sup>从执行情况上看，1980年国内财政收入为1042.2亿元，其中企业收入为435.2亿元、各项税收为571.7亿元。考虑到地方财政收入中的国企收入按隶属关系征收、主要税收奉行属地征收，同时各地商业受前期打击投机倒把的影响发展不快，因此地方政府为提高财政收入，本能选择是做大本地国企中的工业企业，最终既能享受本地国企的收入增长与利润上缴收益，又能享受税收收入增长与财政包干制的制度红利。<sup>4</sup>

图 1：1980 年国企上缴利润是全国财政收入的重要组成部分



资料来源：财政部官网，德邦研究所

图 2：2022 年税收与土地出让是全国财政收入的两大核心来源



资料来源：财政部官网，德邦研究所

在蛇口工业区快速发展与中央政府允许兴办经开区的共同推动下，园区工业化逐渐成为各地政府发展经济的主流路径。1979年，我国第一个外向型经济开发区-蛇口工业区成立，在园区优惠政策和完备的硬件环境支持下，蛇口工业区吸引了大量外资投资，同时引入了大量先进的海外发展经验、技术、人才。<sup>5</sup>1984年，在蛇口工业区及其他经济特区蓬勃发展的背景下，国务院关于批转《沿海部分城市座谈会纪要》的通知开始允许地方政府逐步兴办经济技术开发区，同年全国第一家国家级经开区在大连成立，4年后全国第一家国家级高新区的前身在北京中关村成立。特别是1992年“南巡讲话”后，全国经开区、高新区等各类产业园区的建设开始进入快车道。各地政府纷纷意识到设立产业园区后，凭借其独有的政策优惠、成熟的硬件环境（基础设施），园区能够扮演当地招商引资“排头兵”的角色，对于引领区域经济发展具有重要意义。<sup>6</sup>截至2003年国办发[2003]70号文清理整理各类开发区过多过滥的问题时<sup>7</sup>，全国已设立了各类开发

<sup>2</sup> <http://ipft.ruc.edu.cn/yjcg/sdpl/93e57cd433d9456da324abe5d7d187cc.htm> 及 <https://www.bjeye.com/shui/16999.html>

<sup>3</sup> [http://www.gd.gov.cn/zwgk/gongbao/1981/1/content/post\\_3353665.html](http://www.gd.gov.cn/zwgk/gongbao/1981/1/content/post_3353665.html)

<sup>4</sup> [http://app.scopsr.gov.cn/zlzx/rdh/rdh1\\_4079/rdh14/201811/t20181121\\_329759.html](http://app.scopsr.gov.cn/zlzx/rdh/rdh1_4079/rdh14/201811/t20181121_329759.html)

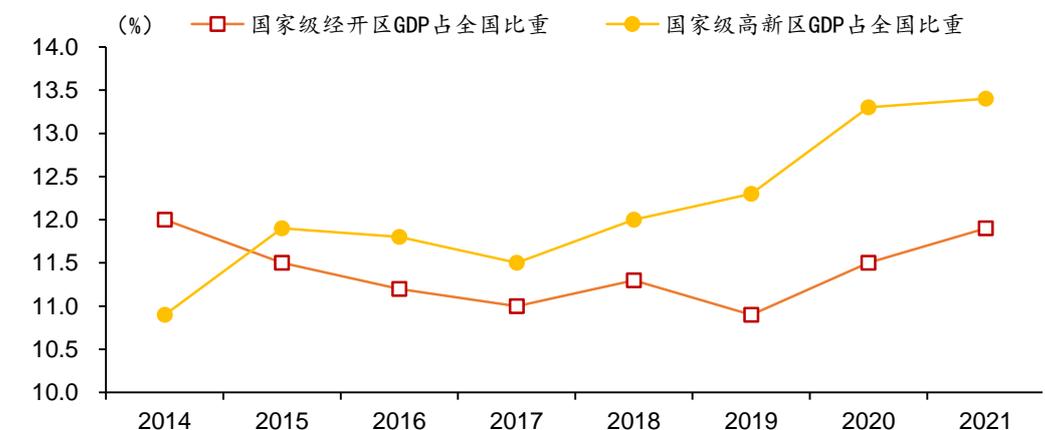
<sup>5</sup> [https://view.inews.qq.com/k/20210619A0AQVT00?web\\_channel=wap&openApp=false](https://view.inews.qq.com/k/20210619A0AQVT00?web_channel=wap&openApp=false)

<sup>6</sup> <https://m.163.com/dy/article/HQN206K30519MU3H.html>

<sup>7</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2008-03/28/content\\_2471.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2008-03/28/content_2471.htm)

区 6015 个，后续按要求撤消了其中 3763 个<sup>8</sup>，参考同期全国共有 333 个地级行政区划计算，相当于整改前每个地级行政区划平均设立了 18 个开发区，地方政府对设立产业园区的热衷可见一斑。

图 3：经过地方政府的长期培育，2021 年国家级产业园区贡献了全国 GDP 的 25% 以上



资料来源：商务部官网，科技部官网等，德邦研究所

在园区工业化的过程中，部分城投平台举债投入园区的大量公益性投资短期内尚未转化为地方财力增长，城投最终陷入流动性困难。提供政策优惠和事先建设完备的基础设施是产业园区能够带动招商引资的两大核心优势，但一些城投平台为配合地方政府的发展诉求，举债投入园区前期建设的规模过大、节奏过快，叠加自身融资结构不合理、资金使用存在期限错配、市场化经营能力有待提高等因素，最终公司陷入流动性困难。

### 2.1.1. 柳州市

1958 年新中国在柳州兴建柳州钢铁厂、柳州动力机械厂等十大工业项目，这些国有工业企业最终演化为如今柳州市汽车、钢铁、机械 3 大传统支柱产业。早在 1928 年，新桂系军阀平定广西后，便在柳州建立了柳江机械厂以发展军工，该厂是日后柳州机械厂的前身，也是柳州工业基础的起源，曾经成功生产了广西历史上的第一架汽车与战斗机。<sup>9</sup>新中国成立后，为扶持广西这一少数民族地区的经济发展，中央和广西两级政府拟将具有工业基础的柳州建设成为广西新兴工业城市，并以发展重工业为主。因此 1958 年中央和广西确定在柳州兴建十大工业项目，具体包括柳州钢铁厂、柳州动力机械厂、柳州化工厂、柳州建筑机械厂等。<sup>10</sup>其中，①柳州钢铁厂于 1966 年成为广西最大的钢铁联合企业；②柳州建筑机械厂日后发展成为柳工集团，是我国工程机械行业及广西第一家上市公司<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> [http://data.mnr.gov.cn/tjgb/201807/t20180704\\_1997933.html](http://data.mnr.gov.cn/tjgb/201807/t20180704_1997933.html)

<sup>9</sup> [http://a.lzgd.com.cn/news/share\\_news.aspx?id=103978](http://a.lzgd.com.cn/news/share_news.aspx?id=103978)

<sup>10</sup> [http://www.lzdqw.gov.cn/dfzs\\_view.aspx?id=6](http://www.lzdqw.gov.cn/dfzs_view.aspx?id=6)

<sup>11</sup> <http://www.liugonggroup.com/index.aspx?lanmuid=62&sublanmuid=688>

表 1：在柳州 4 家 A 股上市地方国企中，3 家企业的发展基础属于 1958 年中央主导在柳州上马的十大工业项目

股票代码	股票简称	2023 年 3 月 27 日市值 (亿元)	发展基础	是否属于 1958 年 上马的十大工业项目
000528.SZ	柳工	127.22	柳州建筑机械厂 (后改称柳州工程机械厂)	是
601003.SH	柳钢股份	107.38	柳州钢铁厂	是
600249.SH	两面针	28.33	柳州牙膏厂	否
600423.SH	柳化股份	27.32	柳州化工厂 (后改建为柳州化肥厂)	是

资料来源：Wind，德邦研究所

在园区工业化背景下，柳州市先后规划了柳东新区、北部生态城等 11 个产业园区，特别是柳东新区以建设柳州汽车城为核心，规划建设规模可“再造一个新柳州”。2007 年柳州市挂牌成立柳东新区，次年与柳州高新区合并，2010 年柳州高新区升格为国家级高新区后，广西壮族自治区决定在柳东新区建设广西柳州汽车城，打造柳东以汽车工业为龙头的产业发展格局。在柳东新区的助力下，目前柳州已发展成为全国唯一同时有四大汽车集团整车生产基地的城市，即上汽通用五菱宝骏基地、东风柳汽乘用车及商用车柳东基地、广西汽车集团新能源汽车基地、一汽解放柳州整车基地<sup>12</sup>。但在重点围绕汽车及周边产业建设柳东新区的同时，新区规划规模较大和产业培育有待提速的矛盾日益凸显。

图 4：柳东新区曾规划 2030 年人口达到 100 万人，“新城区基本建成、再造一个新柳州”



资料来源：柳州市工信局官网，德邦研究所

<sup>12</sup> <http://ldxq.liuzhou.gov.cn/xxgk/fdzdgdgknr/xqyx/> 及 [http://tzcj.liuzhou.gov.cn/xwzx/lzdt/202109/t20210902\\_2906805.shtml](http://tzcj.liuzhou.gov.cn/xwzx/lzdt/202109/t20210902_2906805.shtml) 及 <https://m.0772fang.com/news/news-147414.html> 及 <http://gxj.liuzhou.gov.cn/ztzl/zthd/gyyq/gzyqjs/index.shtml> 及 [http://gxj.liuzhou.gov.cn/ztzl/zthd/gyyq/gzyqjs/202009/t20200910\\_2039002.shtml](http://gxj.liuzhou.gov.cn/ztzl/zthd/gyyq/gzyqjs/202009/t20200910_2039002.shtml)

表 2：与“十二五”规划中的建设目标相比，柳东新区当前发展现状仍不及预期

指标	地区生产总值 (亿元)	工业总产值 (亿元)	财政收入 (亿元)	建成区面积 (平方公里)	常住人口 (万人)	汽车产量 (万辆)
2015 年 目标值	600.0	1,500.0	60.0	30.0	30.0	100.0
2022 年 实际值	320.8	1,001.5	7.6	64.0	16.3	64.2

注：2022 年新区工业总产值为本级规上口径，建成区面积为当年 2 月柳州日报披露值，常住人口为 2020 年全国人口普查数，财政收入的计算口径为一般公共预算收入+政府性基金收入

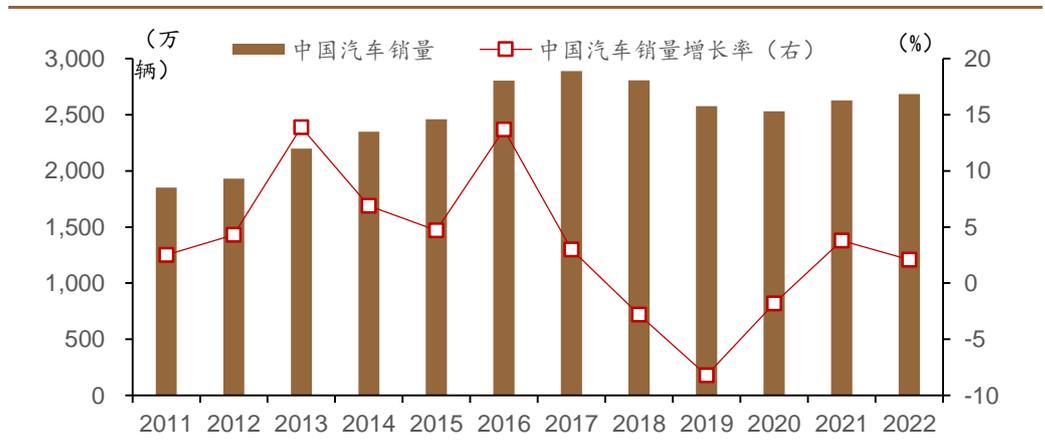
资料来源：柳东新区管委会官网，柳州日报，德邦研究所

从柳州市重点产业园区发展不及预期的原因上看，广西推出“强首府战略”以及柳州传统支柱产业面临的竞争环境剧烈变化可能是主要原因，而当地已经开工的轻轨项目迟迟未能获批则进一步加剧了发展困难。一方面，2019 年广西自治区推出“强首府战略”，在政策优惠、金融资源倾斜等各项举措的共同作用下，南宁市在自治区内部的竞争优势愈加凸显<sup>13</sup>。部分此前总部位于柳州的大型国有企业搬迁至南宁或在南宁新设附属机构，柳州的招商引资优势在一定程度上遭到削弱。

另一方面，柳州传统支柱产业近年面临的竞争环境变化较大，以汽车行业为例，自 2018 年以来，受新冠肺炎疫情、中美贸易争端、汽车消费优惠政策调整、芯片结构性短缺等多种因素的共同影响，国内汽车销量结束了此前保持 27 年的持续增长态势，历年汽车销量至今仍未突破 2017 年实现的历史峰值——2888 万辆，受行业发展整体承压影响，柳东新区的汽车产业发展速度弱于预期。当地钢铁、机械等产业龙头考虑到成本劣势，也存在不同程度的异地扩张倾向。

此外，柳州市部分城投平台大量举债投资于轻轨项目建设，但这一项目至今仍未获得国家发改委批准，相关城投平台无法争取轨交相关的政策行优惠贷款，项目建设也因资金短缺而速度放缓。这一连接柳州老城区与柳东新区的重要基建项目迟迟未能完全投入运营不仅加剧了相关城投的流动性困难，也在客观上影响了柳东新区的发展速度<sup>14</sup>。

图 5：自 2018 年至今，在疫情、地缘政治等因素共同作用下，我国汽车销量增速放缓



资料来源：中国汽车工业协会官网，德邦研究所

柳州市重点产业园区发展速度不及预期最终传导为相关城投难以快速出让账面土地资产，最终流动性陷入困境。对柳东新区的核心建设主体-广西柳州市东城投资开发集团有限公司（简称“柳州东投”）而言，2021 年末，公司负债总规模达 950 亿元，其中有息负债规模约为 757 亿元，具体包括短期有息负债约 243 亿元、长期有息负债约 514 亿元。与有息负债对应的是，公司资产总规模达 1370 亿元，其中应收政府账款类资产合计达 61 亿元、土地开发成本约 507 亿元、基建类在建工程约 64 亿元，三类资产合计达 632 亿元，对公司有息负债的覆盖比例约为 83%。换言之，公司通过有息负债举借的资金大多沉淀在一级土地整理业务中，主

<sup>13</sup> [http://bbwb.gxzf.gov.cn/zwgk/H1/\\_bmcxfw/bmcxml02/zccx/t6267352.shtml](http://bbwb.gxzf.gov.cn/zwgk/H1/_bmcxfw/bmcxml02/zccx/t6267352.shtml)

<sup>14</sup> [http://www.caam.org.cn/chn/4/cate\\_39/con\\_5236639.html](http://www.caam.org.cn/chn/4/cate_39/con_5236639.html) 及 [http://lwzb.stats.gov.cn/pub/lwzb/gzdt/201905/t20190521\\_5104.html](http://lwzb.stats.gov.cn/pub/lwzb/gzdt/201905/t20190521_5104.html)

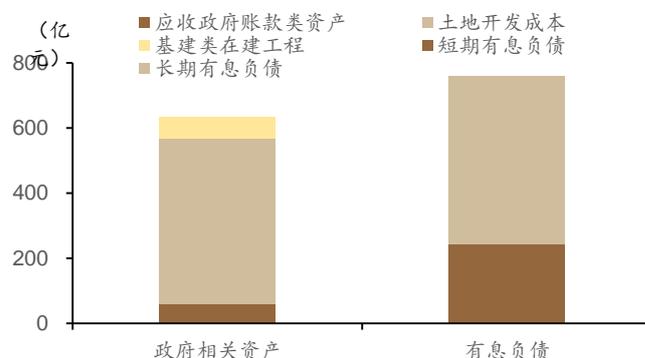
要是柳东新区的“熟地”。因柳东新区发展速度有待提高，公司难以快速出让账面土地资产，债务偿还依赖借新还旧及财政补助。当公司再融资渠道受负面舆情等多种因素而趋于收窄时，公司只能依赖政府协调财政资金或金融资源，自身资金周转压力相对较大。

图 6：近年来，柳州市一般预算收入增长不快（亿元）



注：2019 年柳州一般预算收入增长主要来自一次性因素导致非税收入增长 41%，同年当地税收收入同比下降 9%  
资料来源：柳州市政府官网，德邦研究所

图 7：柳州东投有息负债主要沉淀于柳东新区的土地整理业务



资料来源：柳州东投 2021 年审计报告，德邦研究所

长期看，受益于当地政府维护国企债券刚兑的决心及协调各类金融机构加码资金支持的有力举措，柳州市城投平台较大概率将摆脱短期流动性困难，逐步进入举债良性循环。有鉴于 2016 年广西有色金属集团成为我国银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业对区域国企融资造成的持续负面影响，广西壮族自治区当前维护城投债务刚兑的决心较为强烈。2023 年 2 月，广西壮族自治区地方金融监管局、国资委等政府部门协助柳州市政府召开债券投资人恳谈会，释放积极信号稳定债市投资人预期。同时，广西、柳州两级政府通过协调国有行牵头组织银团贷款等方式加码对柳州各家城投平台的资金支持。考虑到柳州市作为广西最大的工业城市，汽车等实体产业基础雄厚，同时当地积极抢抓新能源汽车及上下游产业链的发展机遇，2022 年实现新能源汽车产量约 66 万辆，占全国产量的近 10%，全市特别是柳东新区（柳东汽车城）长期发展趋势向好，未来当地城投平台有望逐步摆脱短期流动性困难，进入举债良性循环。

### 2.1.2. 潍坊市

受益于区位优势，潍坊市工商业发展历史悠久，清末列强进入山东半岛的同时也培育了潍坊的现代工业基础。潍坊位于山东半岛中部，地扼山东内陆腹地通往半岛地区的咽喉，受益于这一区位优势，潍坊市工商业发展历史悠久，早在明清时期便因手工业特别是纺织业发达而享有“南苏州、北潍县”的美誉。清末列强进入山东半岛后，因在今潍坊境内发现煤矿而额外修建了胶济铁路坊子火车站，在资源和交通优势的共同作用下，纺织、机械、化工、矿业等现代工业开始在潍坊迅速发展<sup>15</sup>。

在区位优势及工商业发展基础之上，潍坊企业家砥砺前行，在农业、制造业等重点领域实现了多种所有制经济共同蓬勃发展。尽管享有区位优势及底蕴深厚的工商业发展基础，但企业家精神在潍坊发展重点产业的过程中也扮演了极为重要的作用。举例而言，农业和制造业是当前潍坊市优势最为突出的两大领域。其中在农业方面，改革开放后潍坊形成了诸多农村改革发展经验，当地企业家探索的“诸城模式”、“潍坊模式”、“寿光模式”多次被国家领导人赞赏，特别是寿光如今已享有“中国蔬菜之乡”的美誉。在制造业方面，潍柴动力、歌尔股份是潍坊市最具代表性的两大企业，在两家企业的发展过程中，潍柴动力曾于 1998 年在管理层的主导下扭亏为盈成为国企改革典范，摆脱了濒临破产的困境<sup>16</sup>；歌尔股份在发展早期便确立了“大客户战略”与自主研发前沿技术方针，实控人的这一选

<sup>15</sup> [https://www.sohu.com/a/350700118\\_103422](https://www.sohu.com/a/350700118_103422) 及 <https://zgjrjrdl.xml-journal.net/bookPart/id/39400>

<sup>16</sup> [https://www.weichaipower.com/about/sustainability/we\\_are\\_in\\_action/201810/t20181009\\_44387.html](https://www.weichaipower.com/about/sustainability/we_are_in_action/201810/t20181009_44387.html) 及 <https://zgjrjrdl.xml-journal.net/bookPart/id/39400>

择奠定了日后公司跻身“中国制造业企业 500 强”的基础。企业家精神不仅带动了国有经济的蓬勃发展，也充分释放了当地民营经济的发展潜力，截至 2022 年上半年，潍坊市民营企业进出口规模已经占据了全市进出口总值的 80% 以上<sup>17</sup>，民营经济增加值已成为潍坊 GDP 的核心组成部分。

在潍柴、歌尔等传统龙头企业带动潍坊高新区发展的同时，潍坊规划了滨海经开区，以“向北向海向未来”为指引发展海洋经济，培育区域经济新的增长极。自 1992 年潍坊高新区获批成为国家级园区后，潍柴、歌尔等传统龙头企业持续带动潍坊高新区经济发展，后者逐步进入发展成熟期。为培养新的区域经济增长极，2005 年潍坊滨海经开区获准成立并于 2010 年升格为国家级园区，旨在重点发展海洋动力装备、海洋化工、海洋医药等海洋经济。在 2016 年滨海经开区发布的“十三五”规划中，其确立了 2020 年争取实现 GDP1000 亿元、地方财政收入 56 亿元、规模以上工业主营业务收入 3000 亿元、户籍人口达到 60 万人的发展目标<sup>18</sup>。但从实际落实情况上看，2020 年滨海经开区虽然依靠土地出让收入（含国企拿地）完成了地方财政收入目标<sup>19</sup>，但同期 GDP 仅实现 280.4 亿元<sup>20</sup>、人口仅为 13.67 万人<sup>21</sup>，而规模以上工业主营业务收入更是直至 2022 年才首次突破 1000 亿元，实际发展速度不及预期。

表 3：与“十三五”规划中的建设目标相比，潍坊滨海经开区目前仍有较大发展空间

指标	地区生产总值 (亿元)	规上工业主营业务收入 (亿元)	财政收入 (亿元)	人口 (万人)	城区面积 (平方公里)
2020 年 目标值	1,000.0	3,000.0	56.0	60.0 (户籍)	-
2020 年 实际值	280.4	<1000	一般公共预算 35.86 基金预算 94.81	13.7 (常住)	88.0

资料来源：潍坊滨海经开区管委会官网，潍坊市统计局官网，德邦研究所

从潍坊滨海经开区当前产业发展速度不及预期的深层原因上看，发展基础过于薄弱、区域资源未能充分利用、起步建设节奏过快可能是主要原因。首先，潍坊滨海经开区的发展基础较为薄弱，一方面经开区的建区基础为夹子镇，该镇距离潍坊市主城区约 40 公里，自驾通勤需要约 45 分钟、搭乘公交需耗时约 1.5 小时，夹子镇历史上属于潍坊市发展较为落后的偏远郊区，2011 年当地常住人口仅为 2 万人左右；另一方面经开区沿海区域以滩涂及盐碱地居多，大兴基建的前期需要投入大量额外成本进行土地治理，如此对基建投资的有效性和回报率要求较为严苛。

其次，潍坊滨海经开区的资源优势主要是卤水资源，卤水是盐化工的主要原料，可用于生产溴素进而生产医药、农药、阻燃剂、灭火剂等化学品。但从经开区主要纳税主体的经营情况看，当地 2021 年纳税第一大户-山东海化集团有限公司在 2020 年营业收入仅为 73 亿元、利润总额仅为 0.6 亿元，当年经营性现金流出中的税费支出仅为 3.77 亿元，企业规模及盈利能力有限，经开区亟需做大做强若干龙头企业以带动区域发展。

最后，潍坊滨海经开区规划到 2035 年建设用地达 417.88 平方公里、2020 年末建成区面积达 88 平方公里，分别相当于 2015 年潍坊市辖区建成区面积（178 平方公里）的 2.35 倍、49%，与 2020 年主城四区常住人口超过 165 万人但经开区常住人口不足 15 万人相比，经开区的起步建设节奏过快。同时，一方面经开区规划面积过大导致当地产业布局及人口分布较为分散，不利于商业等配套设施的集中修建，生活配套的不完善加大了人口引流的难度；另一方面经开区同时规划了以发展盐化工为主的工业区和以发展旅游为主的度假区，工业企业所带来的污染对旅游、康养等要求环境宜居的产业构成了先天障碍。

<sup>17</sup> [http://fuzhou.customs.gov.cn/jinan\\_customs/500374/500376/4571127/index.html](http://fuzhou.customs.gov.cn/jinan_customs/500374/500376/4571127/index.html)

<sup>18</sup> <http://www.wfbinhai.gov.cn/BHQXXGK/dzbgs/202112/P020211217551844402847.pdf>

<sup>19</sup> [http://www.wfbinhai.gov.cn/BHQXXGK/czj/202110/t20211023\\_5960525.html](http://www.wfbinhai.gov.cn/BHQXXGK/czj/202110/t20211023_5960525.html)

<sup>20</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1694464240997040442&wfr=spider&for=pc>

<sup>21</sup> [http://tj.weifang.gov.cn/TJYW/TJFX/TJGB/202111/t20211117\\_5973649.htm](http://tj.weifang.gov.cn/TJYW/TJFX/TJGB/202111/t20211117_5973649.htm)

图 8：为打造“东方威尼斯”，潍坊滨海经开区规划了大片区域开发旅游业



资料来源：潍坊滨海经开区管委会官网，德邦研究所

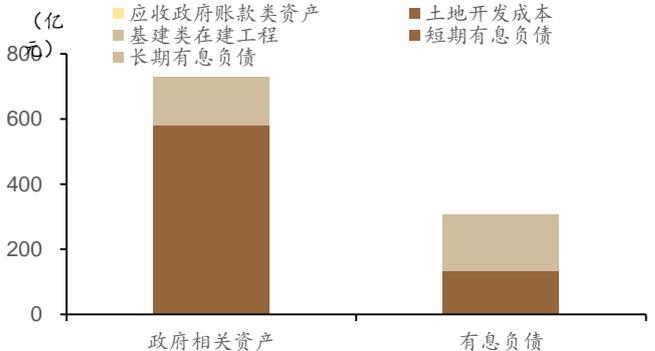
潍坊滨海经开区发展速度不及预期最终传导为相关城投的账面土地资产难以迅速变现，当区域城投再融资因债务管理不善而趋于收窄时，公司流动性日益紧张。对经开区的核心建设主体-潍坊滨海投资发展有限公司（简称“潍坊滨投”）而言，2021年末，公司负债总规模达364亿元，其中有息负债规模约为306亿元，具体包括短期有息负债约134亿元、长期有息负债约172亿元。与有息负债对应的是，公司资产总规模达846亿元，其中应收政府账款类资产合计达187万元、规模较小，土地开发成本约581亿元，基建类在建工程约147亿元，三类资产合计达728亿元，对公司有息负债的覆盖比例约为238%。换言之，公司举借的债务大多流入土地开发及基建业务，形成了经开区的实物资产，当区域城投再融资因债务管理不善而趋于收窄时，城投账面土地资产因经开区发展速度有待提高而短期内难以变现加剧了公司的流动性紧张。

图 9：实体经济发达助力潍坊上年基金收入下滑低于全国水平



资料来源：潍坊市财政局官网，德邦研究所

图 10：在滨海经开区整理的土地是潍坊滨投的核心资产



资料来源：潍坊滨投 2021 年审计报告，德邦研究所

展望未来，在区域资源优势、产业基础优势及中央政策支持、政府债务管理日益精进的共同利好下，以潍坊滨投为代表的潍坊当地城投平台有望逐步走出流动性困境，更好地助力区域经济发展。客观来讲，潍坊市作为老牌工业城市和山东省重要的经济大市之一，经济体量与厦门、大连等计划单列市相近，当地具备较为突出的资源优势、金融资源优势、产业基础优势，区域经济发展后劲足、增长潜力大。2023年3月，山东省财政厅发文表示将围绕防范化解风险，开展政府融资平台调查核查<sup>22</sup>。同月，潍坊市政府与8家山东省财政厅履行出资人职责的国有企业达成战略合作协议，旨在坚持财金联动，集聚更多优质资源，打好“组合拳”，助力潍坊在强省建设中“挑大梁”、蹚新路<sup>23</sup>。在此前《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》（国发[2022]18号文）及财预[2022]137号文<sup>24</sup>、银保监办发[2023]11号文<sup>25</sup>等中央部委配套文件的支持下，未来潍坊地区的政府债务管理有望逐步步入正轨，以潍坊滨投为代表的潍坊当地城投平台有望逐步走出流动性困境，更好地助力区域经济发展。

## 2.2. 当地政府对“土地金融”的路径依赖有待扭转

伴随园区工业化的推进，各地争相开展招商引资使得地方财政的前期投入压力愈加巨大，适逢1998年住宅与土地商品化改革使得住宅用地的价值快速体现，地方财政由此确立了以住宅用地高价出让补贴工业用地低价出让的发展模式。在各地纷纷开展园区工业化的过程中，为提高本地产业园区在招商引资中的吸引力，地方政府竞相提高税费减免、工业用地低价出让等政策优惠力度，同时加大对路桥、管网、标准化厂房等基础设施的前期建设投入。在前期投资规模日益攀升，但新引入的企业释放经济价值尚需时日的背景下，地方财政亟需寻找增量资金以弥补园区工业化前期投入的资金缺口。适逢20世纪末，国发[1998]23号文正式将实物分房制度改为住房分配货币化，城镇住房开始作为一种可自由流通的商品；同时，1998年修订的《土地管理法》将土地分级限额审批制修改为“土地用途管制”制；此外，分税制改革后土地出让的相关权限都保留在地方政府层级，因此住宅与土地商品化使得住宅用地的价值快速体现。地方政府可以自主调整住宅用地的供应节奏，进而调控住宅用地的出让价格，最终以住宅用地高价出让补贴招商引资过程中廉价甚至亏损出让的工业用地。

表 4：与日本相比，我国通过住宅用地高价出让弥补工业用地廉价出让的路径较为明显

城市	上海			东京			
	年份	2015	2016	2017	2015	2016	2017
住宅用地价格 (人民币元/平方米)		18961	33416	17196	18743	19832	18458
商业用地价格 (人民币元/平方米)		28674	29200	36198	89800	101263	98265
工业用地价格 (人民币元/平方米)		1353	1347	1186	13765	14874	13981
住宅用地价格/工业用地价格		14.0	24.8	14.5	1.4	1.3	1.3
商业用地价格/工业用地价格		21.2	21.7	30.5	6.5	6.8	7.0

数据来源：《房地产与中国经济》，德邦研究所

相比单纯依赖“土地财政”，“土地金融”更有助于解决地方财政短期面临的收支缺口，依托城投平台落实“因地生财”成为地方财政新的资金平衡思路。考虑到我国不同类型的土地出让后分别对应40至70年不等的使用年限，短期内同一地块无法反复出让，即“土地财政”在短期内是一次性行为。但将土地作为抵押物可以在解除抵押后再度融资，即“土地金融”可以在短期内循环往复。因此，相比单纯依赖“土地财政”，“土地金融”更加有助于解决地方财政短期面临的收支缺口。为提高土地特别是价格较高的住宅用地评估价值，地方政府普遍选择通过提高周边基建水平、规划学区等措施，提高特定住宅用地的吸引力，最终实现土地价值增值。在这一过程中，土地整理、基建等通过正外部性发挥效用的公益

<sup>22</sup> <https://new.qq.com/rain/a/20230322A0AF0400>

<sup>23</sup> <https://www.163.com/dy/article/I0CRI76K0530WJTO.html>

<sup>24</sup> [http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202211/t20221101\\_3849193.htm](http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202211/t20221101_3849193.htm)

<sup>25</sup> <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1096677&itemId=928&generalType=0>

性投资大多成为当地城投平台的主营业务。

表 5：据官方统计，“土地金融”在地方财政平衡收支缺口中扮演了重要角色（亿元）

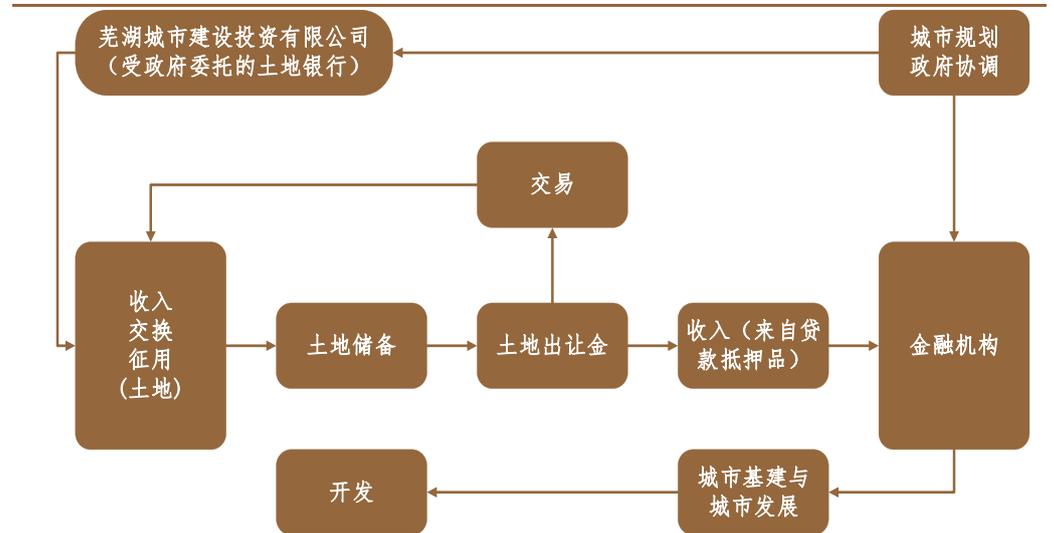
经济区域	抵押土地评估金额	抵押土地抵押金额	样本区域同期国有建设用地出让金额	抵押率	土地抵押金额/土地出让金额
东部地区	121833	63293	12553	52.0%	504.2%
西部地区	34595	17466	3200	50.5%	545.8%
中部地区	21001	10576	3262	50.4%	324.2%
东北地区	7710	3785	1552	49.1%	243.9%
合计	185138	95120	20567	51.4%	462.5%

注：表内为 2014 年数据，此后官方未再公布相关数据；84 个样本城市主要包括直辖市、省会城市、计划单列市和人口在 50 万以上的城市。

数据来源：自然资源部官网，德邦研究所

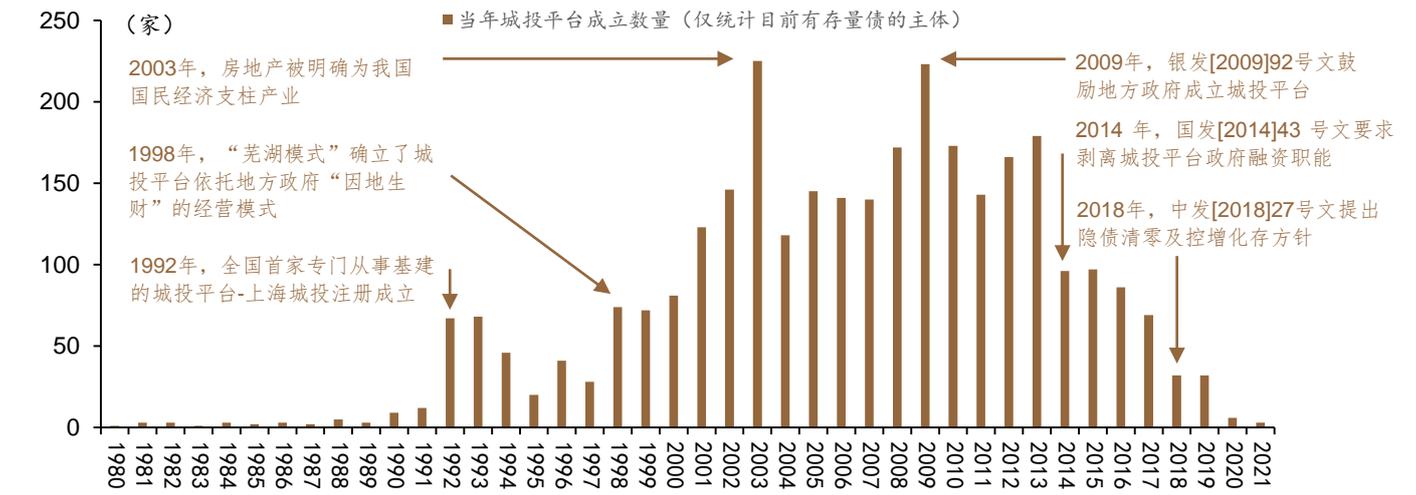
由于“土地金融”对缓解地方财政压力的效果立竿见影，而培育实体支柱产业耗时较长且不确定性较高，因此部分本就缺乏产业支撑的城市日益依赖“因地生财”，最终地产行业下行导致土地出让不畅引发了相关城市的城投流动性困难。在以部分中西部城市为代表的经济欠发达地区，实体产业基础薄弱、资源禀赋不突出等原因共同导致了当地长期缺乏强有力的实体支柱产业。当“土地金融”模式广为流传后，部分地方考虑到培育实体支柱产业耗时较长、不确定性较高，因此选择凭借“土地金融”模式大兴投资，重点发展房地产业，最终拉动短期经济增长。最终，在 2021-2022 年国内地产行业整体下行导致土地出让难度加大后，部分城市的土地评估价值有所缩水，“土地财政”与“土地金融”模式均难以为继，当地高负债的城投平台开始陷入流动性困难。

图 11：“芜湖模式”是地方政府与城投平台发展“土地金融”的典型案列



资料来源：德邦研究所绘制

图 12：地方政府的投资冲动与“因地生财”模式共同推动了国内城投平台的迅速扩张，分税制改革仅为次要原因



资料来源：Wind，德邦研究所

### 2.2.1. 兰州市

兰州工业基础来自计划经济时期中央政府扶持发展的重工业，进入市场经济时代后，当地交通不便、资源有限等劣势使得区域发展速度放缓。新中国成立后，在“一五”计划、“二五”计划及三线建设时期，中央政府主导在兰州建设了兰州炼油厂、兰州化学工业公司、兰州石油机器厂等 8 个大中型骨干企业，从东部沿海地区内迁了佛慈制药厂等 23 家企业，扩建了一批地方中小企业。计划经济时期的上级帮扶使得兰州诞生了兰炼、兰化、兰州铝业等大型重工业企业，其中兰炼、兰化均是石油相关大型企业；兰州铝业及兰州连城铝业均曾跻身全国八大铝厂行列<sup>26</sup>。但改革开放后，国内经济发展进入市场经济时代，经济发展重心开始向东部沿海地区转移，兰州的上级帮扶优势开始弱化，当地深处内陆、交通不便、市区可开发面积狭小等自然地理劣势开始暴露，经济发展速度趋于放缓。

20 世纪 80 年代，为充分利用石油资源，国内先后成立“三桶油”推进石油工业集中化，兰炼、兰化等石油企业被并入央企，兰州石油化工机械厂和兰州炼油化工设备厂被整合为甘肃省属国企，兰州市属国企资源略显匮乏，当地迫切需要“因地生财”。1983 年，国务院决定成立中国石化总公司，将全国重要的炼油、石化和化纤企业全部上收，实行集中化管理<sup>27</sup>，兰炼、兰化被整合为中国石油兰州石化公司。兰铝、连铝后续因发展需求也并入中国铝业，成为央企子公司<sup>28</sup>。此外，兰州石油化工机械厂和兰州炼油化工设备厂被整合为兰石集团，纳入甘肃省属国企行列。整体看来，此前位于兰州的大型工业企业主要被划归为央企或省属国企，兰州市属国企资源略显匮乏。考虑到一方面，自然地理劣势、石油资源开采已久导致兰州当地石化产业、铝产业增长潜力有限，对地方财力增长的贡献有待提高，例如 2018 年兰州铝业受国内电解铝产能过剩、原材料型产品价格低迷、矿原料燃料价格攀升、环保治理成本增长等因素影响，价格成本严重倒挂，全年亏损达 3.01 亿元，最终不得不向兰州政府部门提出税费政策帮扶的请求<sup>29</sup>。另一方面，缺乏强有力的地方国企导致当地政府可支配的综合资源有所削弱，政府部门对加快开发自身能够实控的资源需求迫切。因此，通过加快开发土地资源“因地生财”成为兰州政府的最终选项。

<sup>26</sup> [https://tjj.lanzhou.gov.cn/art/2016/1/12/art\\_4853\\_203441.html](https://tjj.lanzhou.gov.cn/art/2016/1/12/art_4853_203441.html) 及 <https://www.gsei.com.cn/html/1654/2022-09-28/content-398864.html> 及 <https://finance.sina.cn/2019-03-18/detail-ihrfqzkc4892449.d.html>

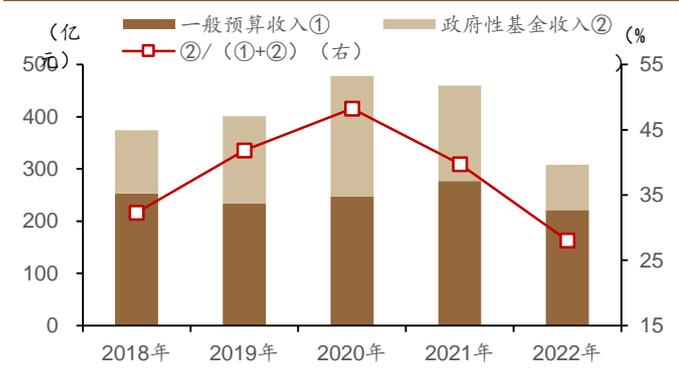
<sup>27</sup> <http://www.oilsns.com/article/491538>

<sup>28</sup> <https://lzly.chinalco.com.cn/gwym/gsjj/>

<sup>29</sup> [http://gansu.chinatax.gov.cn/art/2020/8/25/art\\_267\\_219453.html](http://gansu.chinatax.gov.cn/art/2020/8/25/art_267_219453.html)

虽然兰州“土地金融”的具体融资规模尚无准确数据公开，但从当地“土地财政”的规模上，外界可对土地资源对兰州融资的重要性有所感知。自2018年至2020年，兰州市一般公共预算收入维持在230-255亿元，历年增长幅度较小，但同期全市政府性基金收入由121亿元年均增长38%至231亿元，特别是国有土地使用权出让收入实现了快速增长。也正是在这一阶段，兰州市属城投平台依托土地出让增加带来的地方财力增长，争取偏好“弱区域核心城投”的债券投资人投资，债券融资规模快速抬升。自2018年初至2020年末，兰州市属城投平台的境内存量信用债规模由95.6亿元攀升至350.1亿元，增速高达266%。但2021年受国内房地产行业整体下行影响，地方政府的土地出让受到一定冲击，以兰州为代表的中西部弱资质城市受冲击尤为明显，当地政府性基金收入由2020年的230.66亿元大幅下降63%至2022年的86.45亿元。与此同时，当地城投平台新增土地抵押融资的空间也因底层资产的市场认可度下降而大幅收窄，当地城投平台的资金链愈加紧绷，最终“19兰州城投PPN008”于2022年8月发生技术性违约。

图 13：自 2018 年至 2020 年兰州市财政对土地出让愈加依赖



资料来源：兰州市政府官网，德邦研究所

图 14：兰州市属城投信用债净融资与土地出让收入变动正相关

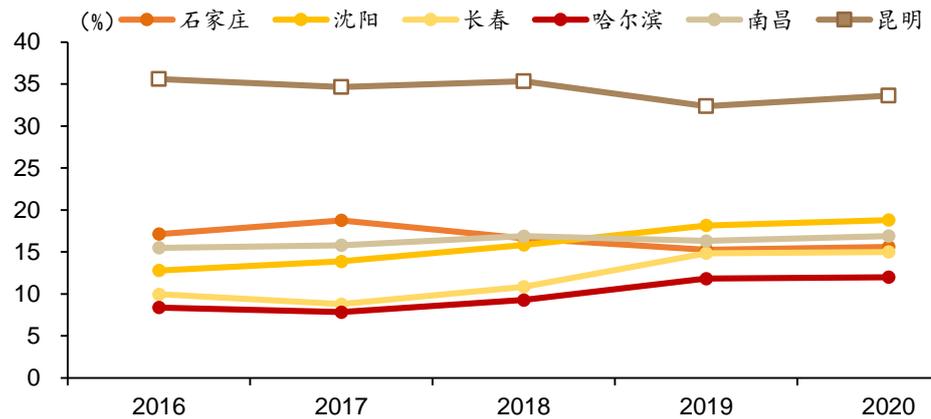


资料来源：兰州市政府官网，德邦研究所

## 2.2.2. 昆明市

昆明市在“十三五”期间经济增长迅速，但GDP增长主要来自房地产投资带动，当地对制造业等实体支柱产业的培育稍显不足。2015年，昆明市GDP为3968亿元，在全国36个主要城市中居第25位；但经历“十三五”期间的发展后，2020年昆明市GDP已达到6734亿元，在全国36个主要城市中居第20位，反超沈阳、哈尔滨、长春、石家庄、南昌5个城市。从具体原因上看，自2016年至2020年，昆明市“房地产开发投资额/GDP”指标的均值达34%，明显高于其他城市不超过18%的同期水平，昆明市依托旅游等资源大力发展房地产业，相关投资成为带动昆明GDP增长的主要来源之一。但从同期第二产业增加值占GDP的比重上看，昆明市这一指标仅为35%，与GDP被反超的城市相比，该指标仅高于哈尔滨市，这在一定程度上反映出昆明市重点发展旅游、房地产的方针可能影响了当地对制造业等实体支柱产业的培育力度。最终自2021年国内房地产行业开始整体下行后，叠加疫情对旅游等依赖人员流动的产业造成冲击，昆明市GDP增速连续2年未能超过全国平均增速，经济发展势头减弱。

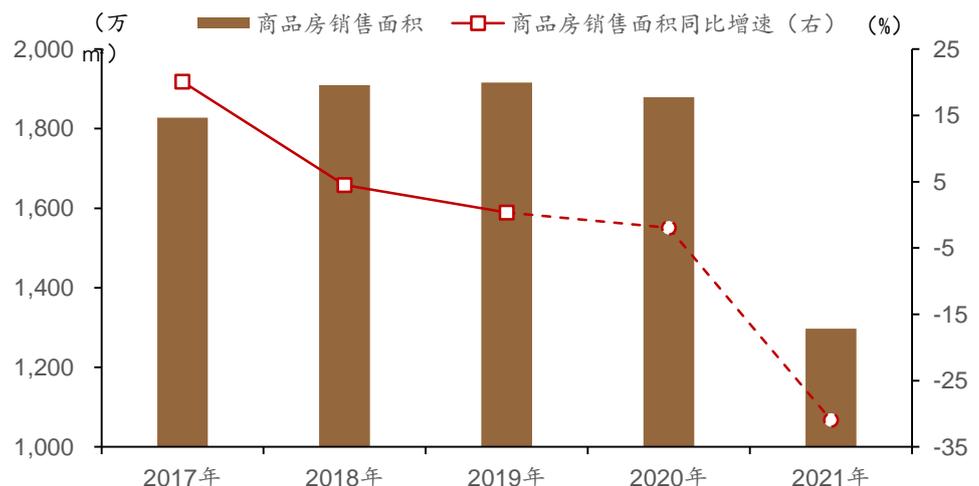
图 15: 对比其他可比城市, “十三五” 期间昆明市“房地产开发投资额/GDP”明显偏高



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

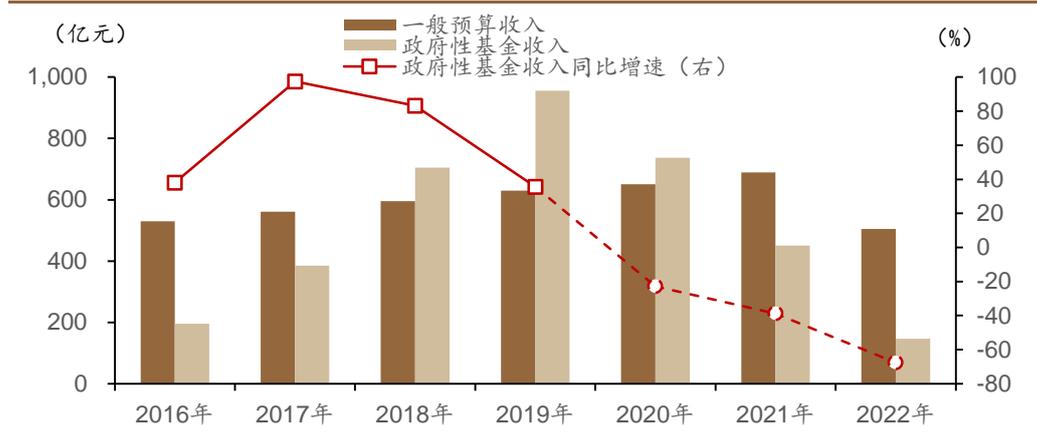
自 2020 年至今, 地产市场不景气导致昆明市土地出让不畅, 当地政府对城投平台的支持能力有所弱化, 最终部分城投陷入流动性困境导致区域城投融资环境整体恶化。自 2017 年至 2019 年, 伴随旅游资源的不断挖掘、交通条件的持续完善、全国房地产市场热度增加, 昆明市商品房销售面积逐年增长。在房地产市场较为火热的带动下, 昆明市政府性基金收入自 2016 年的 194.95 亿元以年均 70% 的增速快速攀升至 2019 年的 955.79 亿元, 仅用时两年便完成对当地一般公共预算收入的反超。在房地产投资带动区域经济增长的同时, 商品房热销促使土地出让成为昆明市财政最重要的增收渠道。进入 2020 年, 伴随新冠疫情对旅游业的打击, 昆明市商品房销售面积小幅下行近 2%, 房地产市场“熄火”直接导致当地新增土地出让不畅, 当年政府性基金收入下降超过 20%。自 2021 年至 2022 年, 由于新冠疫情持续、旅游业景气度长期低迷、国内地产行业整体下行等多重因素的打击, 昆明市政府性基金收入降幅逐年扩大, 2022 年当地仅实现政府性基金收入 146.1 亿元, 与 2015 年 141.2 亿元的收入水平大体相当, 同比下降 67.6%, 跌幅创近 7 年来最高纪录。在“土地财政”被削弱的同时, 土地出让不畅也使得昆明城投平台账面土地资产的市场估值有所下降, 最终昆明市少数城投陷入流动性困境导致区域融资环境整体恶化。

图 16: 2020 年新冠疫情大规模爆发后, 昆明商品房销售市场开始进入下行通道



资料来源: 昆明市政府官网, 德邦研究所

图 17：自 2020 年至今，土地出让锐减导致昆明市政府性基金收入大幅下降



资料来源：昆明市政府官网，德邦研究所

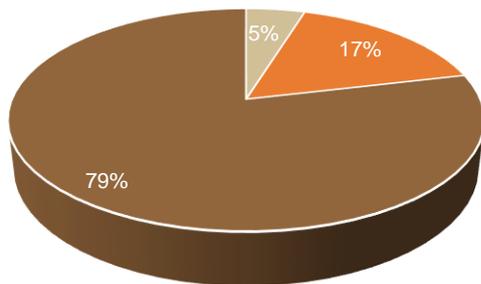
### 2.3. 地方政府与城投的综合能力有待提高

#### 2.3.1. 地方政府层面

在分级财政略显“本级弱、区县强”的地级市，市本级财政力量稍显不足、市政府对区县政府及城投平台的管控力度有待加强也是部分城市陷入城投困局的重要原因。虽然投资人多以全市口径分析具体区域的经济、财政、金融、城投债务、上市国企等要素，但在分级财政略显“本级弱、区县强”的地级市，市本级财政较下属发达区县的财政优势并不明显，市政府对下属区县城投平台的管控力度略有不足。在前期城投大量举债助推区域经济发展的时期，这种管理上的相对独立有力激发了区县政府的主动作为；但在区县城投大量举债投资未能及时转化为区县财力增长，区县财政及城投陷入流动性困难的时期，此前这种管理上的相对独立反而可能演变为上下级政府间的沟通效率有待进一步提高。

图 18：与区县相比，2022 年潍坊市本级一般公共预算收入占比较低

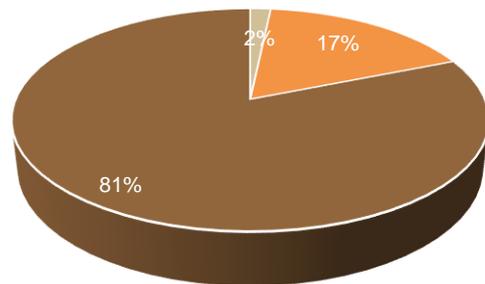
潍坊市本级 4个市属开发区 其他下属行政区县



注：4 个市属开发区包括峡山开发区、滨海开发区、高新开发区、综合保税区  
资料来源：潍坊市政府官网，德邦研究所

图 19：2022 年潍坊市本级在政府性基金收入中的占比仅为 2%

潍坊市本级 4个市属开发区 其他下属行政区县



注：4 个市属开发区包括峡山开发区、滨海开发区、高新开发区、综合保税区  
资料来源：潍坊市政府官网，德邦研究所

#### 2.3.2. 城投平台层面

融资结构与债务期限安排不合理是部分城投平台陷入流动性困难的主要原因之一。以 2022 年曾发生债券技术性违约的兰州市城市发展投资有限公司（简称“兰州城投”）为例，截至 2021 年末，公司有息负债规模约为 607.34 亿元，其中债券存量规模达 168.12 亿元，约占有息负债规模的 28%。同时，公司短期有息负债规模达 178.26 亿元，其中 131.13 亿元为应付债券，占比高达 74%。此外，2022 年兰州城投应付债券中不仅包括美元债“兰州建投 4.15% N20221115”，还包括其他 12 只发行时未设计回售条款的境内债券。上述融资结构与债务期限安排共同导致兰州城投债务安全对存量债券接续的要求较高，同时存量债券的接续难以通过与持有人商谈回售不行权实现，公司只能通过新发债或净偿还满足每一笔

债券到期的刚性兑付需求，资金压力相对较高。

未采取措施降低债券二级高估值成交发生频率导致一级债券新发丧失市场化逻辑是部分已经陷入流动性困难的城投平台资金面继续恶化的重要原因。以广西柳州市投资控股集团有限公司（简称“柳州投控”）为例，公司历史上一级债券发行时的票面利率最高值为 7.8%、对应期限为“2+1 年”（附回售条款），但过去一年间，公司剩余期限在 1 年以内的存量债券频繁发生收益率超过 10% 甚至 15% 的二级成交。当地未及时采取有效措施降低城投债二级高估值成交发生的频率，进而不仅对相关债券的中债估值造成了不利影响，同时使得一级认购当地新发城投债的投资人自债券上市时便有可能面临浮亏，因此当地城投新增债券一级市场化发行难度加大，省外市场化资金的缺位使得当地已经陷入流动性困难的城投平台融资渠道愈加收窄、资金面继续恶化。

### 3. “网红城市”如何应对城投债券刚兑？

在前期公益性投资有待转化为地方财力增长、地方政府对“土地金融”的路径依赖有待扭转、各方综合能力有待提高等多种原因的作用下，近年来，柳州、潍坊、兰州、昆明、吉林、镇江、遵义等城市的城投债先后发生收益率大幅上升、债市负面舆论增多的不利情形，当地逐步成为“网红城市”。但在城投债市场化融资不畅的背景下，相关地方政府依然克服种种不利因素，从财政资金、金融资源、地方国企资源等多种渠道入手，千方百计守住城投债不发生实质性违约的底线，避免了区域整体融资环境遭遇进一步打击。

图 20：“网红城市”应对城投债刚兑主要有 4 大类、12 小类措施



资料来源：德邦研究所绘制

#### 3.1. 动用财政资金

由于大量城投平台因承担地方政府过去交办的公益性投资任务而在账面上存在大量应收政府类账款，且从股权关系上看，地方政府是相当一部分城投平台的直接控股股东，因此当城投平台陷入流动性困难时，地方政府以自有财政资金进行纾困是实践中最常见的操作之一。

##### 3.1.1. 以本级财政收入发挥撬动作用

考虑到直接对城投平台划拨财政资金以应对债务到期没有充分发挥财政资金的撬动作用，实践中大量地方政府选择以资金池或应急转贷类基金的形式对财政资金“加杠杆”。具体而言，一方面，地方政府可以在财政局设立资金池，通过对外公开资金池规模、资金来源、申请流程、使用限制等关键信息，向市场传递下属城投面临刚兑压力时当地财政具有兜底能力的信号，进而降低城投平台债务滚续难度，最终撬动新增融资。另一方面，地方政府可以主导成立应急转贷类基金，通过优先级、劣后级的基金架构设计，以财政资金作为劣后级，吸引地方国企、金融机构、民间资本等主体投资于优先级，最终将基金所募资金投入城投平台的一级债券发行认购、二级稳定债券估值等工作中去。

以潍坊市为例，2021年12月，潍坊市宣布成立潍坊国企融资增信计划总规模50亿元，核心作用为增信，由市金控集团具体实施；潍坊国企债券投资基金总规模80亿元，核心作用为解决国企债券发行端的问题，也由市金控集团负责管理运作。其中，（1）潍坊国企融资增信计划着力化解国企债券违约风险。一方面，作为增信措施，为潍坊国企新发债券、新增贷款及信托、融资租赁等融资提供外部增信支持，提振资本市场信心；另一方面，作为“应急手段”，在国企出现债务偿还风险时，给予流动性支持，确保到期债务如期偿还，避免违约风险。（2）国企债券投资基金首期设立15亿元，资金可单独购买潍坊市国企债券，购买比例一般为债券当期发行规模的10%-20%；也可联合金融机构、社会资本“组团”购买；还可通过投资一定比例的金融机构集合资管产品，间接购买潍坊市国企债券。此后还计划发行集合资管计划、理财产品、信托计划等标准化资管产品，分期募集资金、社会资本，投资支持潍坊市国企债券。<sup>30</sup>资管产品主要面向金融机构、重点企业、高净值个人等合格投资者发行；市国企债券投资基金可参与购买，采取券商承销、委托银行代销等方式募集。<sup>31</sup>

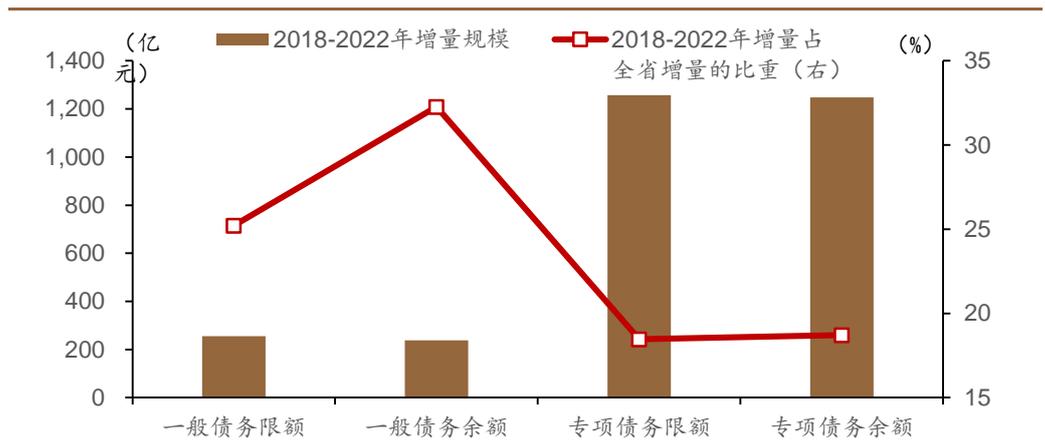
### 3.1.2. 动用专项债资金

省级政府通过倾斜地方债额度的方式对特定区域增加资金支持是一种应用较广的方式。以镇江市为例，自2016年至2018年当地城投债务不断积累，城投债市场认可度有所下降，城投债利差整体呈走阔趋势。为帮扶当地化债，自2018年至2022年，江苏省加大对镇江市的专项债额度倾斜，镇江市一般债限额由264亿元增长至519亿元、专项债限额由468亿元增长至1726亿元，增量分别占同期江苏省一般债、专项债限额增量的25%、18%；一般债余额由241亿元增长至479亿元、专项债余额由461亿元增长至1709亿元，增量分别占同期江苏省一般债、专项债余额增量的32%、19%。地方债额度的增长使镇江市有更多可用财力可用于城投化债，最终促进了区域债务风险整体化解工作。

<sup>30</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1718543152398540966&wfr=spider&for=pc>

<sup>31</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1718543152398540966&wfr=spider&for=pc>

图 21：自 2018 年至 2022 年，镇江市政府债务化解受益于江苏省的地方债额度倾斜



资料来源：江苏省财政厅官网，德邦研究所

### 3.1.3. 借助“建制县”化债试点利用特殊再融资债资金

自 2019 年至 2021 年，财政部推出“建制县”地方债置换隐性债务试点，分两批开展了规模合计达 7707 亿元的置换工作。参考云南省楚雄州财政局披露，2019 年财政部探索通过发行政府债券化解政府隐性债务试点工作，当年选取了辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南 6 个省份，采用竞争性立项方式选取部分具备化债条件的县市开展隐性债务风险化解试点，主要通过发行新增政府债券用于置换隐性债务的方式，通过 5 年左右时间完成试点县隐性债务化解工作，同时用 5 年左右时间将政府债务风险降低至风险预警线内。通过“建制县”化债试点工作，地方政府债券特别是特殊再融资债在帮助尾部地区化解债务风险上扮演了重要角色。从不同省份的资金使用规模上看：

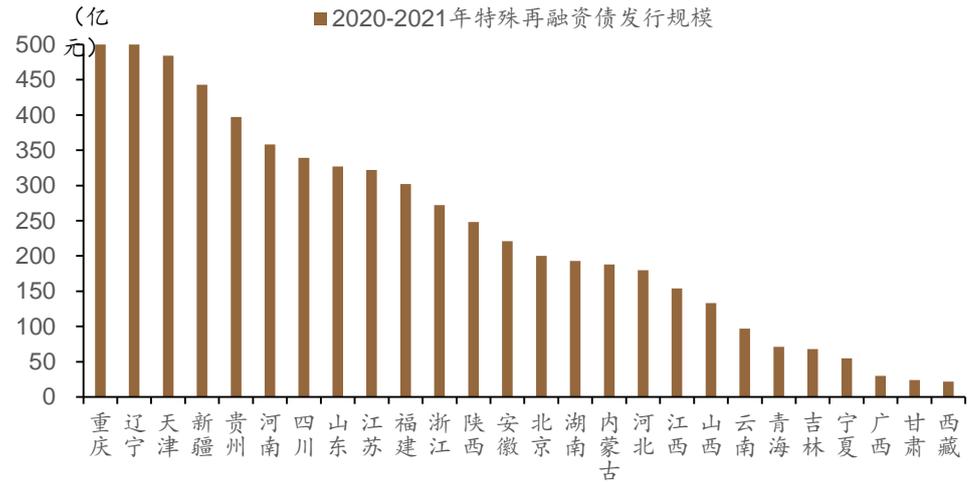
- 2019 年，首批建制县试点和江苏省发行置换债券合计达 1579.23 亿元，其中包含一般债券 623.49 亿元、专项债券 955.74 亿元。其中首批建制县试点包括贵州省（10 个）、云南省（9 个）、辽宁省（9 个）、湖南省、甘肃省、内蒙古共 6 个省份的 66 个建制县。此外，江苏省也争取了 150 亿元的置换额度。
- 2020 年至 2021 年，第二批建制县试点范围及使用资金规模进一步扩大。据财政部披露，截至 2021 年 7 月末，2020 年下达用于建制县隐性债务风险化解试点的 6128 亿元再融资债额度已发行 6095 亿元。截至 2021 年 9 月 13 日，国内共有 26 个省份发行了用于置换存量债务的再融资债，置换规模合计达 6128 亿元。

表 6：2019 年建制县试点 6 省和江苏省共计发行 1579.23 亿元置换债券（亿元）

省份	一般债券			专项债券			置换债券合计
	新增债券	再融资债券	置换债券	新增债券	再融资债券	置换债券	
贵州省	437.78	362.76	167.18	7.00	155.55	216.05	383.23
湖南省	445.98	603.70	159.49	677.00	467.87	206.12	365.61
内蒙古	388.13	304.60	99.07	279.00	34.69	128.02	227.09
云南省	366.90	268.63	98.68	539.00	87.73	127.52	226.20
辽宁省	138.13	559.19	73.02	104.00	266.20	94.37	167.39
江苏省	322.00	362.90	0.00	1678.00	339.40	150.00	150.00
甘肃省	249.53	99.00	26.05	368.00	0.00	33.66	59.71

数据来源：财政部官网，德邦研究所

图 22: 近年来, 国内 26 省累计发行 6128 亿元特殊再融资债以置换隐性债务



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 3.2. 协调金融资源

考虑到一方面“网红城市”的财政实力普遍较为有限，完全凭借财政资金应对下属城投的短期债务压力并不现实；另一方面地方政府拥有制定政策的权力。因此，地方政府发挥自身在政策制定、整合各类资源等方面的优势，协调各类金融资源积极参与纾困城投是实务中十分常见的举措。

### 3.2.1. 召开债券投资人恳谈会，争取金融机构恢复投资信心

自 2019 年以来，贵州、广西、甘肃等多地政府曾主持召开债市恳谈会，以期借此稳定债券投资人信心。对于城投债的接续而言，原有投资人能够选择不行权或到期后等量续作是最简便的方案。为实现这一目标，特别是稳定债券投资人中省外非银机构的投资信心，许多地方政府选择召开恳谈会，加强与债券投资人的直接对话，同时通过公开承诺债券到期兑付、公布化债目标及措施、释放政策利好等方式改善市场情绪。

以柳州市为例，2023 年 2 月，柳州市政府联合广西壮族自治区地方金融监管局、国资委等政府部门召开债券投资人恳谈会。柳州市相关负责人表示在会上表示，柳州将持续做好债券市场的风险防范工作，完善企业债券风险预警机制，实时监控到期债券的兑付安排，提前逐笔督促落实偿债资金来源。柳州市将持续拓展融资渠道，通过成立柳州市偿债准备基金、统筹财政资源银行再融资等多种方式，多渠道筹措资金，确保柳州市属国有企业所有债券均能够按期足额偿付，确保债券投资人的合法权益，坚决维护好柳州的良好资本市场环境和信任基础。<sup>32</sup>

### 3.2.2. 协调当地银行<sup>33</sup>签署一致行动协议，防止“抽断贷”

在稳定债券投资人信心的同时，防范城投平台的存量贷款发生“抽断贷”也是帮助城投稳定流动性的重要一环。相比省外非银投资人，地方政府对自身能够影响人事任免的本地城商行、农商行更好协调存量城投融资接续；国有行、股份行的当地分支机构由于长期需要与政府部门维持较为良好的合作关系，因此相对而言协调难度同样较低。

以兰州市为例，2019 年 12 月，兰州市政府举办全市银行业金融机构融资工作座谈会，人民银行兰州中心支行、甘肃银保监局及在兰 20 家银行业金融机构参会。会上，兰州市相关负责人强调，面对不断下行的经济压力，各级各部门要着力提高金融服务经济发展的质量和效率，引导金融有效缓解政府公共财力压力，降低和化解政府债务。<sup>34</sup>

### 3.2.3. 通过财政存款等方式协调银行增加授信支持

由于协调银行“不抽贷、不断贷”只是稳住了城投平台的存量信贷，但城投仍需要增量信贷以应对存量债券中非银投资人的潜在退出，因此通过财政存款换取当地银行增加对城投的授信支持是地方政府维护城投债刚兑的重要手段。在银行经营实务中，争取地方政府将产业引导基金、专项债资金、社保资金等财政资金托管在本行是各家银行发展壮大的一项重要任务。因此在协助城投化债的过程中，地方政府可以凭借财政资金托管协调银行对城投平台新增授信支持。

在争取银行新增对城投授信的过程中，为解决单独一家银行无力提供大型项目融资或大额流动资金融资的难题，由地方政府协调国股大行牵头实施银团贷款是一条重要路径。以柳州市为例，2023 年 3 月，在中国建设银行柳州分行的牵头下，中国工商银行柳州分行、中国农业银行柳州分行、中国银行柳州分行、中国邮政储蓄银行柳州分行、交通银行柳州分行、北部湾银行、桂林银行、柳州银行、柳州市区联社作为参团行对柳州市投控集团旗下主要子公司北城集团提供了 40 亿

<sup>32</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1758677836698425213&wfr=spider&for=pc>

<sup>33</sup> 注：“当地银行”指国有行、股份行等全国性银行的区域分支机构，及地方政府实控能力较强的本地城商行、农商行等银行机构

<sup>34</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1652581536090824850&wfr=spider&for=pc>

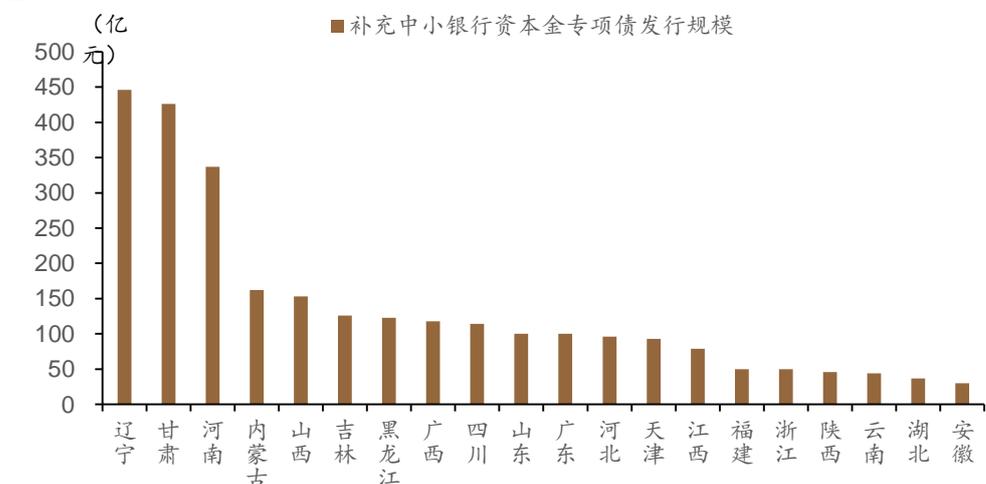
元银团贷款，作为柳州市属国企 2023 年落地的首笔银团贷款业务，相关资金在一定程度上能够增加当地政府的可支配现金，有助于对市属国企公开市场债券兑付提供流动性支持。<sup>35</sup>

### 3.2.4. 增资本地城、农商行，进而增加授信资源

相比与国有行、股份行规模较大的信贷投放往往需要总行层面批准，地方政府与本地城、农商行的沟通成本更低，因此许多地方政府选择增资本地城、农商行，由后者成倍放大对当地城投的授信支持。与国有行、股份行相比，国内城、农商行的实际控制人多为地方政府，且原则上城商行业务不跨省、农商行业务不跨县，因此地方政府对这两类银行的人事任免、业务发展拥有较多话语权，协调难度与沟通成本均较低，此时制约城、农商行对当地城投新增授信的核心因素往往并非支持意愿，而是与银行资本净额相关的单一集团客户集中度限制等监管指标。为在监管框架内提高本地城、农商行的放款能力，许多地方政府选择以财政资金增资上述银行，进而由后者成倍放大对当地城投的授信支持。在这一过程中，对于本级财政收入不足以增资银行的地区，地方政府通过发行专项债的方式补充中小银行资本金是最重要的渠道。2020-2022 年，为促进中小银行补充资本，金融监管部门会同财政部门累计支持 20 个省（区）发行 5500 亿元地方政府专项债，补充 600 余家中小银行资本。<sup>36</sup>从实际发行情况上看，截至 2022 年末，国内已发行补充中小银行资本金专项债 2730 亿元，累计支持中小银行逾 330 家，特别是辽宁、甘肃、河南 3 省利用上述专项债资金规模较大，均突破 300 亿元。

以吉林市为例，2021 年 9 月，吉林市政府与吉林银行签订 40 亿元专项债转股协议存款合同，相关资金来自吉林省发行的支持中小银行发展专项债券，吉林市政府授权市财政局将承接的 40 亿元地方政府债券资金以存款形式注入吉林银行，进而补充银行一级资本。此后，吉林银行在支持吉林市项目建设、城市发展和风险化解，降低资金成本，优化信贷结构等方面发挥了更大作用，一定程度上促进了当地城投平台的债券兑付安全。<sup>37</sup>

图 23：截至 2022 年末，辽宁、甘肃、河南 3 省借助专项债补充中小银行资本均突破 300 亿元



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2.5. 协调非标机构以参与境内债或美元债的形式“非标转标”

对于城投平台的非标借款而言，以“非标转标”的形式实现同一机构资金接续不失为一种高效选择。此处“非标转标”是指非标机构在地方政府的协调下，以自身当前沉淀在城投层面、城投无力偿还的借款规模为基数参与认购当地城投平台新发行的境内外债券，最终由城投平台以新发债券募集资金偿还沉淀非标借

<sup>35</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1759973842112620406&wfr=spider&for=pc>

<sup>36</sup> <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1101312&itemId=915&generalType=0>

<sup>37</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1712114606622094369&wfr=spider&for=pc>

款的过程。非标机构之所以愿意接受这样一种实际上增加了对相关城投平台风险敞口的妥协方案主要由于，一方面，即使非标机构不接受“非标转标”方案，涉事城投平台短期内往往也没有能力足额归还借款；另一方面，“非标转标”后的债务形式不再是非标借款而是期限较短的公开市场债券，在当前各地政府严守城投债刚兑的背景下，这种转换实际上可能并未增加太多实际风险。由于部分城投平台难以获得境内新增债券批文，同时公司存量债券尚未进入偿还阶段而难以申请借新还旧的债券批文，因此通过发行期限为 364 天的境外优先票据，凭借备案登记制度规避发行外债的额度审批要求成为少数城投平台的“非标转标”之选，但这一过程往往需要涉及资金跨境、TRS 等操作，全流程交易成本相对较高。

### 3.2.6. 协调 AMC 公司收购城投账面资产以提供流动性支持

在传统的信贷、债券、非标融资渠道之外，通过 AMC 公司收购城投平台不良资产的形式也是部分地区探索新增城投流动性的的重要手段。举例而言，2022 年 6 月柳州市政府与中国信达广西分公司签订战略合作协议，拟进一步扩大合作规模，拓宽合作领域，为柳州经济发展提供更加优质的金融服务。中国信达广西分公司在不良资产处置、国有企业改革、设立产业发展基金等领域一直与柳州保持着密切合作，未来希望企业充分发挥自身优势，在现有良好合作基础上，巩固现有业务，开辟新业务。<sup>38</sup>

## 3.3. 协调地方国企资源

除动用财政资金、协调金融资源外，地方国企（非金融机构）同样是地方政府能够调动的重要资源之一，具体而言，协调地方国企对陷入流动性困难的城投平台提供资金支持的方式包括直接拆借、收购资产、提供融资增信等多种手段。

### 3.3.1. 协调地方国企拆借资金、收购资产

在最基础的资金拆借基础上，为维护拆出方的合理利益，“资源向上、资金向下”的思路愈加普及。对大多数地方政府而言，协调地方国企互相拆借资金、统筹域内城投平台的偿债资金并非难事，但考虑到一方面需要从兄弟单位拆借资金的城投平台短期内往往无力恢复市场化融资，在公司自身经营性业务“造血能力”较弱的背景下，拆出资金的地方国企可能难以及时获得资金归还；另一方面许多地方政府能够协调的、资金实力相对较为雄厚的地方国企为产业类上市公司，在上市公司监管较严的背景下，对外大量拆借资金容易引发合规问题。因此，许多地方政府奉行“资源向上、资金向下”的思路，由当地国企序列中层级较高、经营较好、资金较为雄厚的企业出资收购层级较低、自身造血能力较弱、短期陷入流动性困难的城投平台部分资产，或直接入股后者，最终提供资金支持。在这一过程中，“资源向上、资金向下”不仅保障了出资企业的合理利益能够得到满足，降低了道德风险，还通过较为灵活可控的资产价值评估保障了对出险城投提供超额资金支持的合规性，此外资源在更高层级的国企手中往往也能被更加充分地挖掘经济价值。

以兰州市为例，2022 年 8 月，兰州城投公告称，为确保到期债务租额按时兑付，其将持有的甘肃中石油昆仑燃气有限公司 50% 的股份按照评估公允价格分别转让至兰州金融控股有限公司（简称“兰州金控”）及兰州生态创新城发展集团有限公司（简称“兰州创新城”）。其中，转让至兰州金控 26.5625%，兰州创新城 23.4375%。从管理层级上看，兰州城投为兰州市国资委下属三级子公司，而兰州金控、兰州创新城分别由兰州市财政局、兰州市国资委直接全资持股，层级相对较高。

### 3.3.2. 协调地方国企提供融资增信

除通过拆借资金、收购资产等方式直接提供资金外，地方有实力的国企还可在地方政府协调下，通过银行委贷、担保发债等形式帮扶陷入流动性困难的城投。

<sup>38</sup> [http://www.liuzhou.gov.cn/zjlz/xwzx/lzyw/202206/t20220616\\_3078699.shtml](http://www.liuzhou.gov.cn/zjlz/xwzx/lzyw/202206/t20220616_3078699.shtml)

对陷入流动性困难的城投平台而言，其他兄弟单位通过拆借资金、收购资产等方式直接提供资金归根结底仍属于外部支持，上述方法并未真正帮助城投自身恢复再融资并提高持续独立经营能力。因此，部分地方政府开始尝试通过协调当地其他国企以银行委贷、担保发债等形式帮助出险城投恢复信贷、债券等领域的再融资，以期最终过渡到出险城投能够摆脱增信，独立进行融资的阶段。

以潍坊市为例，为缓解潍坊滨海经开区 2023 年城投债到期兑付压力，在当地城投平台——潍坊市海洋投资集团有限公司年初至今的债券发行中，当地政府均协调了当地实力最为雄厚的国有企业之一——潍坊市城市建设发展投资集团有限公司为其提供了全额担保，相关债券规模合计达 18.92 亿元。

### 3.4. 调整城投存量债务还款安排

整体而言，对于陷入流动性困难的城投平台而言，上述动用财政资金、协调金融资源、协调地方国企资源均属于类似于“开源”的解决途径，但从巴西政府化债等海外经验上看，“节流”同样也是缓释债务压力的重要手段，所谓“节流”即调整存量债务还款安排，其中包括展期和降息两大要素，调整债务付息周期也是展期的一类特殊形式。<sup>39</sup>

#### 3.4.1. 从展期降息协商顺序看，城投平台大体遵循非标→信贷→债券的路径

首先，非标借款因信息透明度较差、对城投征信的影响有限、融资重要性较低、非标机构追偿能力较弱等原因，往往成为城投最早协商展期降息的一类债务。以定融、信托、租赁为代表的非标借款并不属于公开市场债务，相关信息的透明度较差，同时绝大部分的城投平台非标借款规模低于信贷或债券融资规模，即非标在城投融资结构中的重要性相对较低，因此非标借款是城投最早协商展期降息的一类债务。在这一过程中，由于每一笔非标借款背后大多对应有散户投资人，且非标机构事先对投资人提供了参考收益区间，因此城投平台协商降息的难度较大，谈判焦点主要是债务期限结构调整。非标机构之所以愿意在一定程度上配合城投平台，主要由于非标机构缺乏足够的追偿能力，即使起诉城投平台成功、城投平台被列为被执行人，由于城投自身缺乏有效资产等因素，相关非标借款可能仍长期难以获得足额偿还。

其次，当体量有限的非标借款已进行展期降息，但城投平台仍无力及时兑付剩余债务时，协商信贷展期降息成为城投缓释债务压力的另一选择。考虑到一方面，授信行一般在城投所在地设有分支机构，与当地政府部门需要保持相对较好的合作关系，即地方政府的协调能力较强；另一方面，只要银行不主动公开展期降息细节，城投对信贷协商展期降息并不会引发类似债券展期般强烈的信号效应，因此协商信贷的展期降息也成为部分城投的债务缓释措施。在这一过程中，国有行、股份行分支机构往往无权同意进行展期降息，相关事项需报总行批准，因此信贷展期降息的谈判成功往往需要同时具备“天时、地利、人和”。

- 所谓“天时”指若当地政府及城投平台拥有中央政府发布的、指导当地政府债务风险化解的专门文件，则银行分支机构向总行汇报时政策依据相对较强，沟通难度相对较低。
- 所谓“地利”指当地城投平台确实已陷入债务困境多年，经历了充分努力后，仍无力完全履行债务偿还责任，银行出于自身利益的考虑主观上存在同意展期降息的动力。这一逻辑的具体内容是，若银行机构坚持不同意进行展期降息，则当地城投的银行贷款很可能大面积发生逾期超过 90 天的情形。如此当地银行可能将被迫将大量城投贷款分类为关注或次级、同时大幅提高拨备计提比例，最终这将严重损害当地银行的报表利润及内部考核名次。
- 所谓“人和”指展期降息本质上是损害银行机构自身利益的行为，为争取

<sup>39</sup> [http://ilias.cass.cn/xkjs/kycg/lmzz/201603/t20160331\\_2947858.shtml](http://ilias.cass.cn/xkjs/kycg/lmzz/201603/t20160331_2947858.shtml)

谈判成功，地方政府特别是地方金融监管局、银保监局、财政局、国资委等重点部门在“市场化、法制化”的原则下需付出较高的沟通成本，在沟通过程中，省级政府部门参与协调往往必不可少，因此谈判成功对地方各级官员的综合协调能力要求较高。

**最终，当非标借款、银行信贷均已展期降息，但城投平台仍无力偿还剩余债务时，信号意义强烈的城投债也可能被纳入调整还款计划的行列。**但现阶段看来，一方面，城投债进行展期降息往往被市场化投资人视为违约，相关区域新增城投债融资受到较大限制；同时城投债为公开市场债务、信号意义强烈，一旦进行展期降息将对城投所在区域的整体融资环境带来严重冲击，其破坏性不亚于2020年永煤违约后河南省整体融资环境受到的巨大打击。因此出于呵护区域融资环境及经济发展基础的考虑，地方政府官员通常会尽全力避免城投债发生风险事件。另一方面，早在2017年，全国金融工作会议便曾提出“各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”，同时中发[2018]27号也曾规定“坚持中央不救助原则，坚持谁举债、谁负责，省级党委和政府对本地区债务风险负总责”，因此出于对城投债出险后追责的顾虑，地方政府主官通常也不会放任城投债发生风险事件。此外，即使地方政府及城投平台迫不得已谋求对城投债调整还款计划，由于大量城投债的投资人为市场化投资人，地方政府的协调能力相对较低，因此双方谈判难度相对较高，与潜在损失相比，地方政府的综合资源投入略显得得不偿失。

### 3.4.2. 从实际案例看，遵义道桥是通过债委会形式推动信贷展期降息的典例

2022年12月30日，遵义道桥建设（集团）有限公司（简称“遵义道桥”）发布公告称，公司就存量银行贷款与各银行类金融机构明确相关重组安排。此次银行贷款重组共涉及债务规模155.94亿元，以债权保全为前提，重组后银行贷款期限调整为20年，年利率调整为3%至4.5%，前10年仅付息不还本、后10年分期还本。

从协商成功的原因上看，遵义道桥在当地政府部门的配合下，同时具备了“天时、地利、人和”的综合有利条件。就“天时”而言，2022年1月，国务院发布《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》，文中提及“按照市场化、法治化原则，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”<sup>40</sup>。随后，2022年8月，财政部发布《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》，文中再度提及“研究支持贵州高风险地区开展降低债务风险等级试点。按照市场化、法治化原则，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”。上述两大中央层面出具的政策文件为遵义市政府协调遵义道桥的银行贷款重组提供了较为有力的政策支持。

就“地利”而言，自2019年起遵义市部分城投平台开始被曝非标逾期，2020年遵义道桥及子公司被列为次级及关注类贷款的对外担保余额一度超过20亿元，公司独立进行市场化债券融资的能力被大幅削弱。但在新增债券融资困难的局面下，自2020年至2022年，遵义道桥仍累计偿还公开市场债券约174亿元，守住了公开市场不发生债券实质性违约的底线。与此同时，受疫情等因素影响，遵义市财政近期收入增长乏力，对城投平台的回款难度较大；遵义道桥频繁被列入被执行人名单，公司仅2021年至2022年被执行记录便超过40条，所涉案件相当一部分为公司与金融机构间的债务纠纷，这从侧面反映出公司流动性持续紧张。综合考虑当地政府及城投平台近年尽全力保障公开市场债券刚兑，通过压降办公经费、降低办公环境标准等措施切实履行了偿债第一责任人义务，不存在“逃废债”倾向；当地财政受多种宏观因素影响增收难度确实较大，城投平台按期还本付息的可能性较低；同时迫使当地财政将大量资金用于偿债而非新增投资并不利于区域财政的长期发展；以及当地银行面临利润考核、贷款质量考核等多项考核指标

<sup>40</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/26/content\\_5670527.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/26/content_5670527.htm)

约束等因素后，当地银行最终形成配合遵义道桥进行展期降息的主观动力。

图 24：截至 2023 年一季度末，遵义道桥仍有超过 50 条被执行信息公开

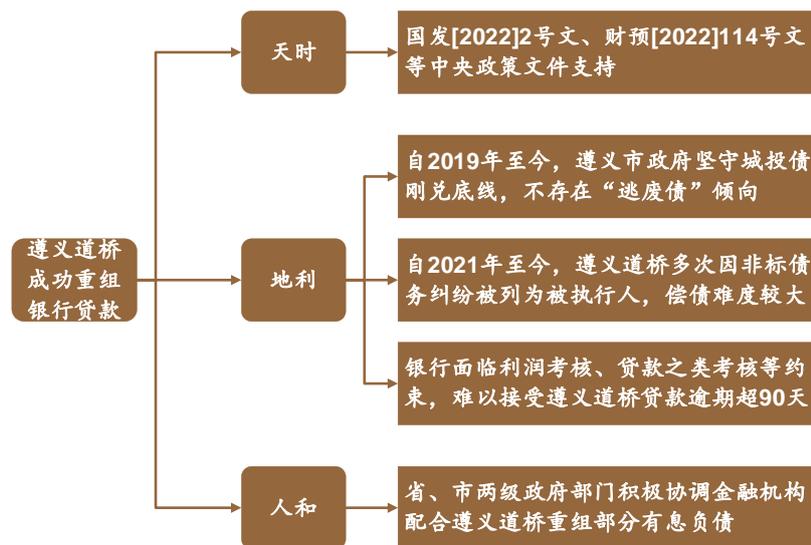


注：上述数据已剔除公司因履行完毕义务等原因而从失信名单中退出的情形及因多个执行案件被多次纳入失信名单的情形，即统计口径偏小

资料来源：中国执行信息公开网，德邦研究所

就“人和”而言，作为从贵州本地成长起来的领导干部，谌贻琴自 2017 年 9 月至 2020 年 11 月曾担任贵州省省长、自 2020 年 11 月至 2022 年 12 月曾担任贵州省省委书记，期间有力领导了贵州省脱贫攻坚、政府债务风险化解等重要工作，2023 年 3 月调任中央部委，现任国务委员、国务院党组成员。在遵义市政府协调遵义道桥银行贷款重组的过程中，贵州省级金融监管部门配合遵义市政府开展了重要协商沟通工作；当地银行特别是债委会牵头行积极向总行层面汇报各类信息，尽力消除信息不对称所可能带来的不利影响；遵义道桥自身竭诚做好经营管理、汇报协商工作，以实际行动最大程度上争取政府部门、金融机构的信任，全省不同层级、各个机构的工作人员密切配合、通力合作，为争取银行类金融机构的最终协商一致均作出了突出贡献。

图 25：遵义道桥凭借“天时、地利、人和”成功重组银行贷款的路径难以简单复制



资料来源：德邦研究所绘制

从缓释偿债压力的实际效果上看，遵义道桥重组银行贷款后，偿债压力得到有效缓释、兑付存量债券的难度有所下降。参考遵义道桥 2021 年审计报告估算，截至 2021 年末，遵义道桥有息负债约为 485 亿元，其中债券类融资<sup>41</sup>约为 227 亿元（含标准化债券约 177 亿元），银行贷款与非标借款约为 257 亿元。假设 2021 年末公司存量银行贷款与 2022 年达成重组安排的贷款规模相当，即 156 亿元<sup>42</sup>，则公司调整后的有息负债结构为银行贷款约 156 亿元、标准化债券约 177 亿元、非标等融资约 101 亿元。从债务期限结构上看，公司一年内应付的有息负债约为 188 亿元，其中标准化债券约 55 亿元，剩余约 134 亿元为银行贷款与非标借款等。2022 年重组银行贷款后，遵义道桥在未来 10 年内对银行贷款仅付息，且首年利率银行多按 3% 执行；参考公司同期多次因非标借款诉讼而成为被执行人考虑，短期内预计公司不会大量偿还非标借款，而是可以与非标机构洽谈“非标转标”、展期降息等替代方案；因此重组后一年内，预计遵义道桥的债务兑付压力将由 188 亿元至多下降约 70% 至 60 亿元以下，公司偿债压力得到有效缓释。叠加考虑存量债券中省内国企及本地银行持有的部分大概率可以获得资金接续后，公司兑付存量债券的难度有所下降。

#### 4. “网红城市”化债成果如何？

从上文“网红城市”的城投债加权收益率上看，兰州市、吉林市、镇江市当前无担保城投债加权收益率较近年峰值均已发生大幅收窄，当地政府化债成果获得较多认可。由于兰州市、吉林市存量公募城投债较少，近期无法编制无担保公募城投债收益率曲线，因此本文以上文“网红城市”的无担保城投债（含公募债、私募债）加权收益率较近年峰值收窄幅度侧面剖析当地政府化债成果。自 2021 年至今，兰州市、吉林市、镇江市 3 市化债成果获得投资人认可度相对较高，当前无担保城投债加权收益率较近年峰值降幅均超过 2 个百分点。特别是兰州市在 2023 年 2 月受益于甘肃省金融局主要负责人密集拜会金融机构、提振投资人信心，以及 2022 年境内高收益债市场蓬勃发展使得 2023 年初较多增量资金进入高收益债市场的双重利好，单月无担保城投债加权收益率收窄幅度超过 10 个百分点。

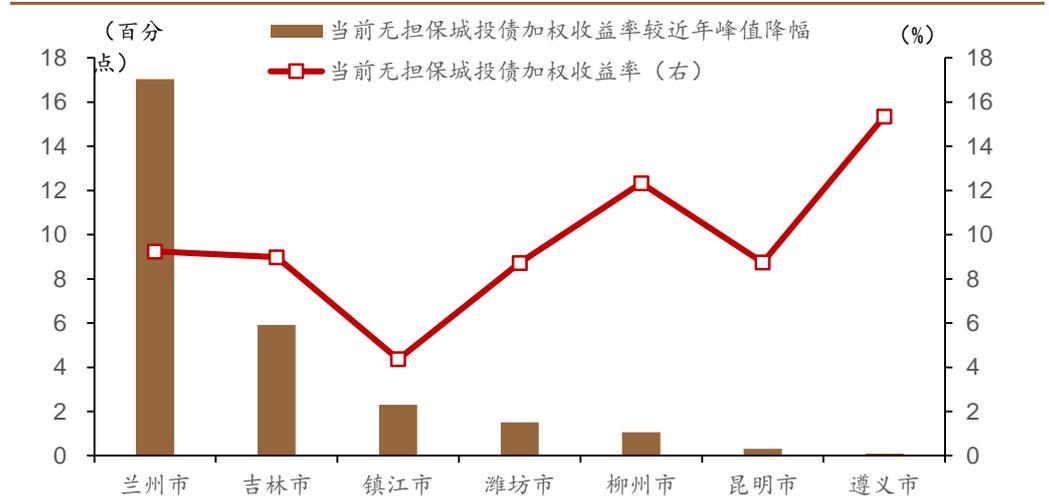
潍坊市、柳州市、昆明市受益于当地政府近期密集出台化债措施，当前无担保城投债加权收益率较近年峰值有所收窄，但降幅仍有进一步扩大空间。对于潍坊市、柳州市、昆明市，自年初至今，当地政府通过动用财政资金、协调金融资

<sup>41</sup> 债券类融资采用公司审计报告中口径，除公司债、企业债、短融/超短融、定向工具、中期票据、美元债、ABS 等标准化债券外，也包括公司审计报告中纳入应付债券统计的道桥投资可转债、贵州中黔金融资产交易中心有限公司道桥物资 2020 年第三期产品等机构投资者通常不视为标准化债券的金融产品。

<sup>42</sup> 参考遵义道桥 2022 年 12 月 30 日公司公告《遵义道桥建设(集团)有限公司关于推进银行贷款重组事项的公告》

源、协调地方国企资源等措施不断加码城投化债，政策效果逐步显现，当前无担保城投债加权收益率较近年峰值有所收窄。但由于相关政策发布时间相对较短，政策执行及投资人反馈仍需一定时间，因此后续降幅仍有待继续扩大。此外，遵义市无担保城投债加权收益率较近年峰值亦有所收窄，但遵义道桥一家城投平台的债务风险缓释难以解决贵州省内其他城投依然面临的流动性问题，在债券投资人大多按省份采用“自上而下”分析框架的背景下，当地政府的化债成果仍有待进一步体现。

图 26：受益于当地官员频频发声及境内高收益债买盘力量增强，兰州城投债收益率近期大幅下降



资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 从“网红城市”看城投基本面研究要点

### 5.1. 对城投债基本面研究关注点的建议

#### 5.1.1. 偿债压力方面，建议关注拟投区域的城投债到期节奏、非银持有比

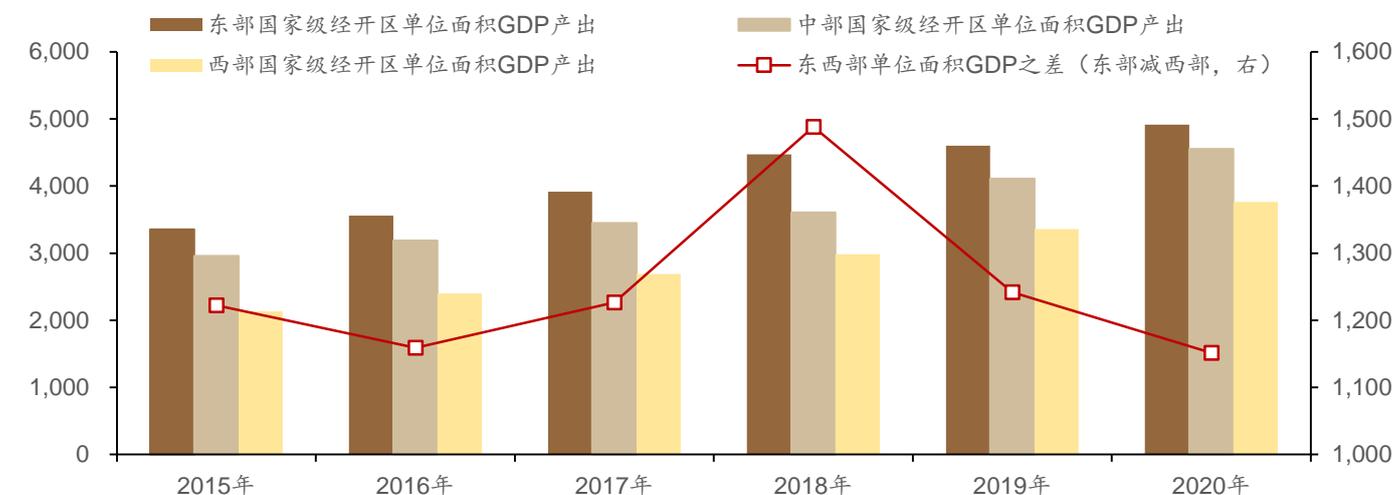
无论是高收益组合，配置+交易组合还是纯配置组合，投资城投债都需高度关注未来一年内拟投主体所在区域的城投债到期节奏，及拟投主体需兑付债券的非银持有比例。一方面，债券到期节奏决定了城投平台的刚兑压力，同时实控人相同的城投平台可视为拥有相同的流动性支持主体，当城投平台陷入资金周转困难时，其实控人往往需要在下属多个城投平台间调剂资金，因此投资人需要高度关注未来一年内拟投主体所在区域的城投债到期节奏。另一方面，从城投债的持有人结构上看，以银行自营为代表的银行资金稳定性相对较高，到期后即使不再认购借新还旧类债券，也可以通过提供贷款等方式接续资金。但相比银行可以通过吸收财政存款、托管财政专项资金等方式多渠道获取收益，以公募基金、券商资管、私募基金为代表的非银机构往往只能通过持仓债券的票息及潜在资本利得获得收益，同时城投债的非银认购需求受市场波动影响较大，因此非银机构对城投平台提供资金接续的稳定性不及银行。在极端悲观情形下，投资人应当假设拟投主体需偿还债券的非银持有部分到期均需净偿还，并评估对于这部分资金缺口，拟投主体及其实控人是否有能力通过其他渠道加以补足。

#### 5.1.2. 偿债能力方面，资质下沉或拉长久期需要关注不同的区域发展要素

在城投债投资增厚收益的过程中，下沉资质与拉长久期是投资人较为常用的操作，其中若要拉长久期，投资人需重点关注拟投区域的核心产业园区及主要纳税主体的发展。历经多年发展后，园区工业化已成为各地政府普遍采用的发展经济方式。从产业园区的经营结果上看，以国家级高新区为例，2021年169家国家高新区的园区生产总值占所在城市GDP比重达到50%以上的为10家，30%以上的为34家，比重达到20%以上的为61家，产业园区成功带动了相当一部分城市

的经济增长<sup>43</sup>。有鉴于此，在拉长久期投资城投债的过程中，拟投区域的核心产业园区招商引资方向是否明确、拟重点引入的产业是否能够形成集群经济优势、当地是否有能力培育龙头企业拉动税收增长都是投资人需要重点关注的内容。

图 27：与东部地区国家级经开区相比，中部、西部地区的国家级经开区单位面积 GDP 产出相对偏低（万元/公顷）



注：国家级经开区的面积采用 2018 年统计数据；2019 年、2020 年东西部之差有所收窄，部分原因是期间西部地区 2 家国家级经开区-甘肃酒泉经开区、宁夏石嘴山经开区因连续 2 年考核排名位于国家级经开区后 5 位而被退出国家级经开区序列。

资料来源：商务部官网，德邦研究所

相比拉长久期，通过下沉资质赚取更多票息往往需要缩短久期以降低不确定性的扰动，此时投资人需重点关注拟投区域的银行信贷资源，特别是当地城、农商行的增量支持空间。在下沉资质以增厚城投债投资收益的过程中，由于拟投区域的城投债务压力相对较大，区域经济财政长期健康发展的不确定性相对较大，因此投资人宜适当缩短久期。此时在短期内，城投平台的债券刚兑压力主要来自持有人中非银机构的退出所带来的资金净偿还，为弥补相关资金缺口，从上述“网红城市”的化债过程上看，地方政府协调国有行、股份行提供银团贷款等信贷支持，增资自身能够实际控制的城商行、农商行进而加大对城投平台的授信力度都是较为常见的化债措施。其中，相比大量审批权限被收归总行、分支行层面决策能力不足的国有行、股份行，地方政府能够实际控制的城商行、农商行往往扮演着防范城投债券爆雷“最后一道防线”的关键作用。因此，投资人在下沉资质投资城投债时，需重点关注拟投区域的银行信贷资源，特别是当地城、农商行的增量支持空间。

### 5.1.3. 偿债意愿方面，建议关注持仓标的是否有意成为打破刚兑的“第二人”

整体看来，由于“因地生财”模式阶段性受阻，因此在政府债务压力较大的城市，地方政府、城投平台与金融机构的博弈倾向上升，城投债技术性违约概率升高。具体而言，在“土地财政”和“土地金融”对地方政府、城投平台的融资贡献有所下降的背景下，部分城市的政府债务压力愈加凸显。此时，在地方政府与城投平台间，部分城投平台倾向于尽可能在账面保留较少现金，以免提前储备的偿债资金被地方政府调配给兄弟平台偿债，换言之，城投平台落实偿债资金来源的时间安排较为紧张。在地方政府与金融机构间，金融机构一般不愿主动接洽地方政府提供化债资金，甚至倾向于主动降低放款效率，以免被地方政府过多压榨本机构信贷资源，换言之，以当地银行为代表的金融机构对城投平台提供流动性支持的工作效率可能较低。综合以上，地方政府、城投平台与金融机构的博弈倾向上升更容易导致因信息不对称、资金调配不畅而发生城投债技术性违约。

在研判持仓标的是否有可能率先打破城投刚兑的基础上，对持仓标的逐一梳理若其他地区发生城投债违约，该标的是否存在偿债意愿弱化的倾向同样重要。

43

[https://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzUwOTQzNjA2Mw==&mid=2247573808&idx=5&sn=3116675c872227a1fb102385c126e140&chksm=f911a8c0ce6621d69f0633cbe9c5cef7600f6acf1ce1bdc7f4284de440e436f0df1ff166fcf1&scene=27](https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzUwOTQzNjA2Mw==&mid=2247573808&idx=5&sn=3116675c872227a1fb102385c126e140&chksm=f911a8c0ce6621d69f0633cbe9c5cef7600f6acf1ce1bdc7f4284de440e436f0df1ff166fcf1&scene=27)

对于政府性债务压力较大的城市，当地坚守城投债刚兑底线主要由于地方政府的偿债意愿强烈，地方主官出于上级问责及违约冲击区域整体融资环境等考虑，不愿成为打破城投债刚兑的“第一人”。但自 2022 年至今，伴随地方政府“增收减支”带来的财政紧平衡局面愈加突出，部分区域因偿债能力的持续弱化而发生偿债意愿的松动。未来若有区域发生城投债违约，但随后对当地的融资环境冲击有限，负面影响在地方政府可承受的范围之内，那么其他区域可能存在保刚兑意愿弱化的倾向，投资人对此应当保持高度警惕。

## 5.2. 对高收益组合的城投债投资建议

相比配置+交易组合、纯配置组合，高收益组合更需要对城投债基本面开展深度需求，因此在上文讨论城投债基本面研究关注点的基础上，下文重点讨论对高收益组合的城投债投资建议。

**从投资策略上看，与交易波段、违约清偿相比，持有到期可能更具应用价值。**在交易波段方面，境内信用债投资机构大多采用“出入库制”即“白名单制”，城投债一旦进入高收益债行列，往往意味着主流机构已将相关发行人调出可投名单。短期内除非发生重大实质性利好，否则相关发行人难以被重新入库。因此，投资高收益城投债需要考虑拟投主体是否存在利差收窄的机会，但不宜在买入时完全指望交易波段策略，以免管理组合因交易对手方不足而陷入流动性困境。在违约清偿方面，投资人的收益主要来自涉事城投的资产变现。但对于城投平台而言，其账面资产主要由土地整理开发成本、基建类在建工程、对当地政府或其他城投的各类应收款构成。当城投平台陷入债券实质性违约时，涉事城投所在区域大概率已失去对政府债务的管控能力，当地土地出让、招商引资等发展工作均趋于停滞。此时，通过土地出让将城投账面土地资产迅速、足值变现可能较为困难；当地方财政陷入困境后，加快清收涉事城投对当地政府或其他城投的各类应收款可能也不现实；而对于基建类在建工程等公益性资产，特别是对于管网、教学楼、政府办公楼等公益性资产而言，城投债投资人的处置能力很弱，上述资产无法被视为可靠的短期变现偿债来源。因此，当城投平台陷入债券实质性违约后，仅从其自身资产出发，预计其存量债券的清偿率将相对较低，换言之，违约清偿并不是高收益组合应当优先考虑的投资策略。

**买入价格是影响持有到期策略价值的重要因素，对于高收益组合，买入城投债的交易对手方十分重要。**大体而言，卖出高收益城投债的主要机构可分为以下几类，一是昔日曾参与一级市场化认购的金融机构，二是曾参与一级发行包销或提供基石量的主承销商、当地银行，三是自持债券的城投平台或其关联方，四是“非标转标”后持券的非标机构，五是二级买入债券的各类金融机构。其中，当面临城投技术性违约等事件冲击时，由于风控限制等原因，昔日曾参与一级市场化认购的金融机构往往需要在规定时间内抛售出售区域的持仓债券，因此卖出收益率往往能够在短期内攀升较高水平，如 2022 年 8 月兰州城投发生技术性违约后，公司存量债的二级成交收益率由此前徘徊在 20%-25% 跳涨至 30% 以上。

**除去事件冲击带来的投资机会，在日常交易过程中，自持债券的城投平台或其关联方是最佳交易对手方。**虽然曾参与一级发行包销或提供基石量的主承销商、当地银行，“非标转标”后持券的非标机构，二级买入债券的各类金融机构日常均有卖出持仓高收益城投债以回笼流动性的诉求，但曾参与一级发行包销或提供基石量的主承销商、当地银行大多偏好估值水平出券；“非标转标”后持券的非标机构整体交易体量有限；二级买入债券的各类金融机构除非急于调整持仓，否则折价程度一般也不会太高，同时这类机构急于卖出时很可能意味着相关标的信用资质进一步恶化，拟买入的投资人需额外关注拟投标的近期基本面变化。综合以上，在日常交易过程中，自持债券的城投平台或其关联方是最佳交易对手方。但需注意的是，严格讲，金融机构通过“综收”、“返费”等形式在投资债券过程中收取财务顾问费的行为属于违规行为，投资人不应接受这类交易形式。

**从投资分散还是集中上看，高收益组合应约束行业、区域集中度，但对城投个体层面的集中度无需过于苛求。**由于高收益债的高风险特征，保持投资组合的适度分散是非常有必要的。但对于城投行业而言，由于同一地方政府实际控制的

多家城投平台事实上共享基本相同的偿债资源，即相关城投平台穿透后拥有相同的实质信用主体，因此高收益组合的投资集中度应当首先限制投资于城投行业的比例，其次应按照实质信用主体限制特定区域的投资集中度，但在同一区域的个体层面无需过于苛求高度分散。

从投资“老网红”还是“新网红”上看，“老网红”的偿债意愿经历了较多检验、偿债能力经历了时间更长的培育，当地城投违约债券的沉没成本较高，因此相同绝对利差水平下的投资性价比可能更高。与城投债市场上的“老网红”如柳州、潍坊等城市相比，区域城投陷入流动性困境距今不久的“新网红”城市尚未投入大量资源坚守城投债刚兑，沉没成本相对较低，偿债意愿仍有待检验。相比“老网红”已经建立了较为完备的城投偿债协调机制、整合了较为丰富的化债资源，“新网红”城市往往还需要逐步完善政府部门为城投平台协调资金的会商机制，同时由地方主官出面，积极争取增量财政资金、金融资源等化债资源，相关事项落地的不确定性较高、耗时可能较长。在这一过程中，当地城投平台的流动性困难迟未得到有效缓解很可能演化为债券技术性违约，进而为高收益组合带来更优越的买入时点。因此综合考虑上述因素后，在相同绝对利差水平下，“老网红”的投资性价比可能较“新网红”更高。

从投资头部还是尾部上看，对于特定区域而言，若当地城投的绝对利差分布方差很大，则当地尾部平台的投资性价比可能更高。考虑到一方面实控人相同的城投平台穿透后拥有相同的实质信用主体，因此当地存量债收益率相对较低的头部平台和收益率相对较高的尾部平台实质性违约风险往往差异并不明显。因此，若当地城投的绝对利差分布方差很大，则当地尾部平台的投资性价比可能更高。

从投资境内债还是境外债上看，城投平台的中资美元债在内部偿还序列上处于较高优先级，结合价格考虑当前性价比较高。不同于民营企业因主营业务在境内，因此存在牺牲境外融资渠道以保全境内业务的倾向，城投平台对中资美元债的偿还普遍高度重视，尽全力避免相关债券发生风险事件对我国政府部门的国际评级造成冲击。换言之，不同于民营企业商的中资美元债在内部偿还序列上处于较为劣后的位置，对城投平台而言，现阶段中资美元债通常是其偿还债务的较高优先级。结合美联储持续加息等因素导致中资美元债的绝对收益率近期明显提升等考虑，当前高收益组合在投资城投的过程中加大对城投美元债的配置力度可能是一项不错的选择。

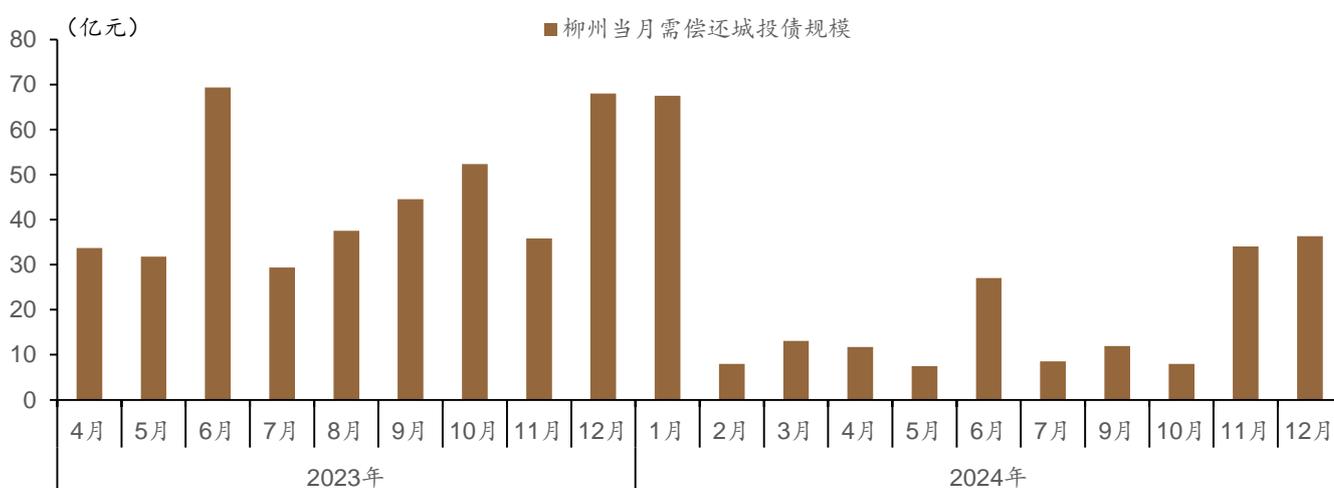
从境内投资一级还是二级上看，一级市场谋求高收益的违规风险较大，建议高收益组合重点参与二级市场。2023年3月，四平市城市发展投资控股有限公司因在“20四平城投PPN001”“20四平城投PPN002”的发行过程中向投资者提供财务资助，两期债务融资工具发行利率未客观反映其实际利率水平而受到银行间市场交易商协会自律处分。严格讲，类似通过“综收”、“返费”等形式收取财务顾问费的行为均属违规。因此，境内一级市场谋求高收益的合规风险较大，高收益组合宜重点参与二级市场的折价交易。对于境外而言，由于美元债一级发行可直接选择折价发行，因此境外投资一级或二级市场均可。

从境内投资私募品种还是公募品种上看，同一主体存量债中的私募品种较公募品种没有兑付优先级明显差异，短端私募品种超额收益较高时建议高收益组合积极买入。即使不考虑高收益城投债的发行人资质普遍较差，相关债券质押难度较大因素，与公募品种相比，私募品种仍存在两大劣势，一是信息透明度较低，许多投资人担忧相关债券发生技术性违约后相关信息可能不公开；二是投资人集中度可能较高，许多投资人担忧相关债券召开投资人会议协商展期时，自身利益可能会因持仓比例较低、投票权不占优势而被牺牲，上述两大原因共同导致私募品种的流动性较公募品种的确偏弱。但对于高收益组合而言，由于组合主要选取持有到期策略，且持仓城投债的资质普遍较差、市场认可度相对较低、交易对手方较难寻找，因此私募品种流动性较弱的问题对高收益组合事实上影响不大。此外，在自媒体发达的今天，城投债若发生技术性违约，相关信息大概率将迅速传遍市场，同时投资人集中度较高也并非私募品种独有的特征。因此，综合看来，同一主体存量债中的私募品种较公募品种确实有一定劣势，但兑付优先级并没有明显差异，若短端私募品种的超额收益较高，则奉行持有到期策略的高收益组合可考虑

积极买入。

从高收益组合的推荐标的上看，在本文重点分析的4个“网红城市”中，柳州的高收益城投债投资价值相对较高，其他城市后续亦可关注。对柳州而言，从偿债压力上看，虽然当地城投平台未来1年内面临487亿元的债券兑付压力，但其中仅有部分为非银持有，城投实际偿债压力低于账面数据。从偿债能力上看，当地政府通过召开债券投资人恳谈会、协调银行不发生“抽断贷”、协调国有行牵头组织银团贷款、协调AMC公司收购城投资产、协调地方国企互相提供资金支持等方式，有力提高了当地应对城投债到期兑付的能力。从偿债意愿上看，有鉴于2016年广西有色金属集团成为我国银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业对区域国企融资造成的持续负面影响，广西自治区当前维护城投债务刚兑的决心较为强烈，同时当地政府通过各类措施保障城投刚兑已有较长时间，沉没成本相对较高。综合看来，柳州市属城投平台未来一年内发生债券违约的概率较低，其二级收益率当前具备较高吸引力。

图 28：未来一年柳州城投平台面临 487 亿元债券偿还压力，但其中仅部分为非银持有导致城投实际偿债压力低于账面数据



注：数据更新至 2023 年 3 月 27 日  
资料来源：Wind，德邦研究所

## 6. 风险提示

- (1) 根据城投审计报告估算其有息负债可能因信息披露不完整而计算不准；
- (2) 对“网红城市”的发展方向、核心税基可能解读不深；
- (3) 对“网红城市”应对城投债券刚兑的举措可能梳理不全。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。