

驱逐灰暗的光：隐债化解的节奏

报告要点：

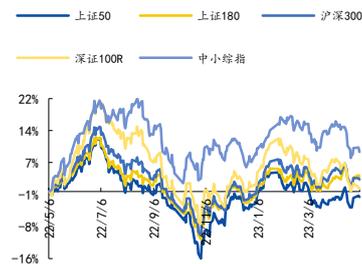
- **地方政府隐性债务化解历史整体可以分为三个阶段：**
 - 1) 2014年前，地方政府隐性债务迅速发展；
 - 2) 2014-2017年，政策开始抑制地方政府隐性债务的增加，弱化平台融资功能；
 - 3) 2018年至今，隐性债务遏制和化解期，各地政府积极化解存量的地方隐性债务。整体来看，现阶段隐债政策紧密围绕“控增化存”这条主线，并逐渐趋严。
- **从政策面看，今年债务风险防控与化解是工作重点，多省份加大隐性债务化解力度，多举稳妥有序化解隐性债务存量。**
- **自上而下地从基本面看，近来总体的债务压力是增偏高的：**
 - 1) 考虑回售，今年融资表现不佳的省份存续债集中到期的情况更加明显，马太效应是存在的；
 - 2) 从地域分布上，涉及城投企业非标违约的省份为贵州、陕西、内蒙古、云南、湖南、河南、天津、吉林、四川、辽宁、湖北、广西、甘肃、安徽十四个省份，主要集中在贵州等西部区域。
- **但化债是一个化解风险的重要手段，从方式上，盘活存量资产是各地化债方案的重点，而且越来越多省份运用市场化方式化解债务，特殊再融资债券的发行可以加快隐性债务化解节奏，主流手段是隐债置换和债务重组。**
- **在节奏上，在未来外部环境不会发生较大变化下，依据目前城投供应减少看，预计未来五年，除西藏、海南、安徽和浙江，其他各省份可以依次完成化债任务，化债节奏快的地区，在考虑风险时应当适当加分。**
- **以结合区域综合财力、城投违约情况等多维度数据，针对城投债务风险对各省份进行打分，判断区域城投的挖掘价值。发现贵州、甘肃、新疆、湖北区域城投存在一定风险，需要谨慎挖掘。**

风险提示：统计口径处理偏差，政策超预期，信用风险事件冲击。

主要数据：

上证综指：	3334.50
深圳成指：	11180.87
沪深300：	4016.88
中小盘指：	4089.71
创业板指：	2267.63

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《关于城投监管和化债进度的一些计算》
2023.05.05
- 《低于预期的 PMI：4 月 PMI 数据印象》
2023.05.03

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

1. 隐性债务化解相关政策梳理

地方政府隐性债务化解历史整体可以分为三个阶段：

2014 年之前，由于分税制改革导致地方财力和支出责任不匹配加剧，地方政府隐性债务出现和发展是合理产物，尤其是 2008 年后，为刺激国内需求、推动国民经济发展，央行明确政府投融资平台承担为中央政府投资项目配套资金融资职能，随机地方政府融资平台信贷和债券融资规模迅速扩张。

2014-2017 年间属于地方政府隐性债务抑制期。相关政策整体倾向于规范地方政府融资行为，弱化平台融资功能，政府逐渐合法化，显性化趋势。2014 年新《预算法》颁布，对地方政府债务进行清理甄别并赋予地方政府发行地方政府债券权力，发行债券为地方政府融资唯一途径。同年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）提出要规范地方政府举债融资机制，控制和化解地方政府性债务风险。一是截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的债务进行清理并将市政债务纳入预算管理。各地区可利用 2015-2018 为期三年左右的时间申请发行地方政府债券进行置换，允许各地区申请发行市政债券来替代这些债务。二是去化地方平台政府融资职能。2017 年 8 月，财政部长在十二届全国人大二十九次会议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，将隐性债务定义为：地方政府违法违规或变相举措。同年，《关于进一步规范地方政府举债融资行为通知》（财预〔2017〕50 号）要求，加强融资平台公司融资管理，认真落实地方政府性债务风险应急处置预案。6 月份，发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）。

2018 年至今，是隐性债务遏制和化解期，各地政府积极化解存量的地方隐性债务。整体来看，现阶段隐债政策紧密围绕“控制增量、化解存量”这一原则展开并逐渐趋严。10 月份，《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号文）将隐性债务定义为地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务，划定的隐性债务包括以往分类中隐性债务和 2015 年至 2018 年间增加的隐性债务，要求地方政府在 5-10 年内化解隐性债务。同月，《地方政府隐性债务问责办法》（中办发〔2018〕46 号文）强调对地方政府“终身问责、倒查责任”，要求各地方政府依规对隐性债务规模进行填报，开展第二轮隐性债务化解进程。2019 年 6 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国函办〔2019〕40 号）指导地方政府和金融机构开展隐性债务置换，随后推出建制县隐债化解试点。2021 年 7 月，《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监〔2021〕15 号）不得以任何形式新增地方政府隐性债务，妥善化解存量地方政府隐性债务。这些文件都显示了中央对控制隐性债务的决心。

2. 从政策面看，今年债务风险防控与化解工作作为中央监管层关注重点，防风险程度高于往年

中央层面上，今年是金融监管的大年。近十年的政府报告中，只有 2020 年完全没有涉及隐性债务。2014 年时首次提出，把地方政府性债务纳入预算管理，防范和化解

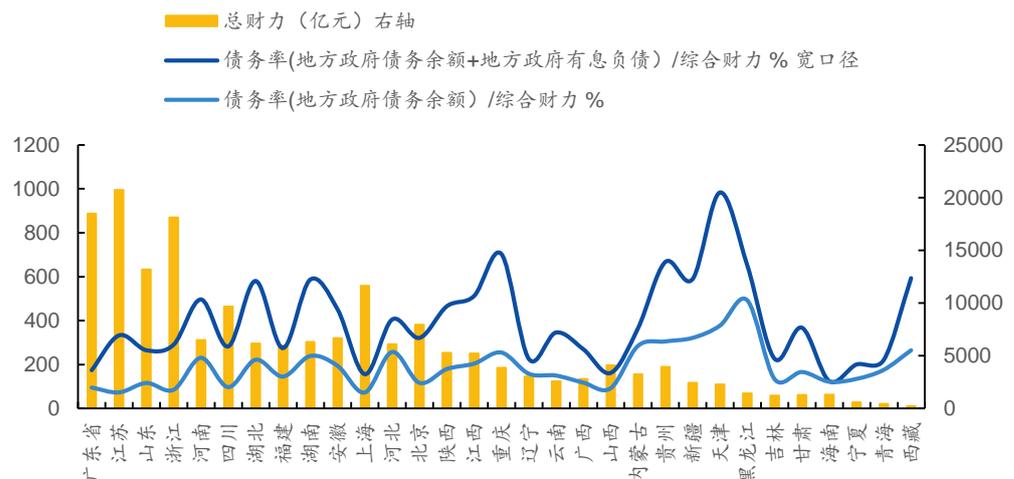
债务风险。2022 年底，中央经济工作会议提出压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。2023 年以防风险为目的，政府报告做出基本一致的表述，这是政府第一次明确表述遏制增量。同时 2 月 16 日，财政部部长刘昆发表《更加有利有效实施积极的财政政策》中再次强调防范化解地方政府债务风险。全国预算执行报告提出确保法定债券不出任何风险，国务院机构改革方案一定程度上也预示了隐债化解的方向。**这表明债务风险化解范围有所扩大，债务管控更加严格，中央有持续降风险的趋势。**

地方层面看，多个省份提出加强对金融机构违规融资或变相举债的监管、强调化解重大金融风险，健全落实问责机制，加大隐性债务化解力度，多举措稳妥有序化解隐性债务存量，对防范地方债务风险高度重视。

3. 自上而下地从基本面看，近来总体的债务压力是增偏高的，各省份之间压力存在分化

地方政府偿债压力加大。债务率反映地方政府的偿债能力，根据财预[2017]35 号文[3]，某地区政府综合财力为一般公共预算收入、政府性基金预算收入上级补助收入总和减去上级支出。国际上，风险警戒线在 80%-120%。通过测算我国 2022 年 31 个省份债务率发现，25 个省份的债务率都超过 100%，其中黑龙江省最高达到 493.06%，整体债务风险需要引起重视。加入政府有息负债，从宽口径来看，多数财力较弱的省份政府债务率较高。天津、贵州负债率大于 600%，非标逾期等信用事件发生较多。重庆、湖北、湖南等综合财力尚可的省份，债务率水平也比较高。长三角、珠三角地区综合财力雄厚，且负债率较低。

图 1：地方政府偿债压力偏高

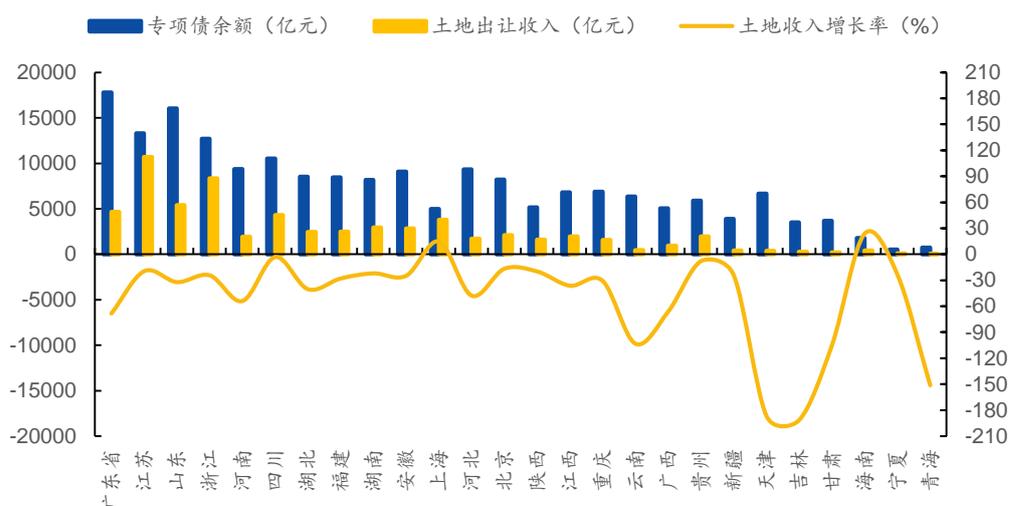


资料来源：企业预警通，国元证券研究所

土地财政、地方专项债偿债压力加大。专项债资金可以用作项目资本金以及用于补充当地金融机构资本金来提升抵御地区风险能力。但受房地产市场持续低迷影响，

作为偿债收入重要来源的土地出让收入出现明显下滑，土地收入与专项债余额之间的缺口增大。分区域看，2022年，除上海和海南省，全国土地收入下滑幅度较大。分区域看，综合财力较弱的区域土地收入跌幅普遍较大，云南、甘肃、吉林、青海降幅大于100%。天津、广东土地收入相对稳定的区域，也出现大幅度下跌，天津地区降幅超过100%，广东地区降幅超过50%。土地出让收入大幅下跌，弱化综合财力偏弱的地区偿债能力，土地收入不确定性与专项债发行规模加大叠加使得两者之间的缺口较大，加大地方政府偿债压力以及显性债务隐性化风险。

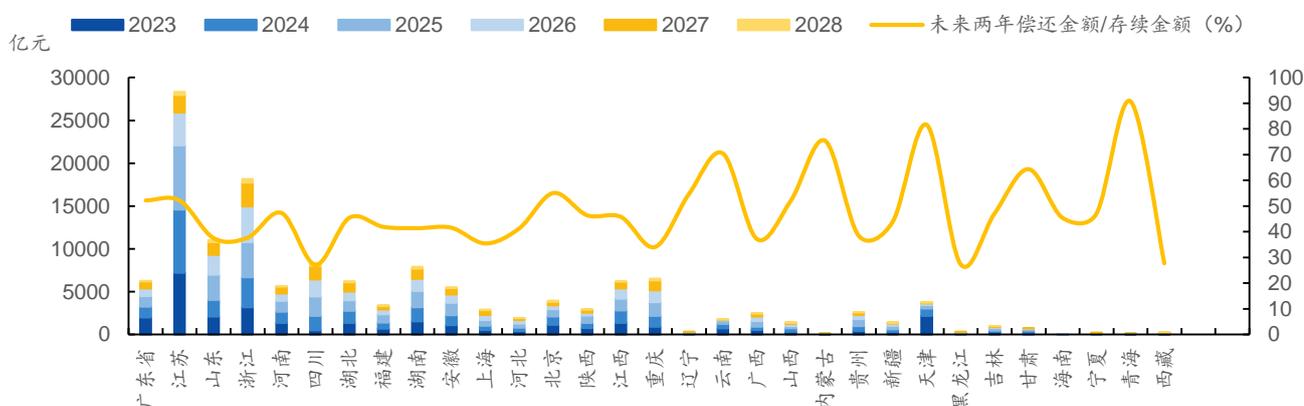
图2：土地收入与专项债余额之间的缺口较大



资料来源：企业预警通，国元证券研究所

各地区存续债到期情况，考虑回售，今年融资表现不佳的省份存续债集中到期的情况更加明显，马太效应是存在的。具体看，天津、青海、云南、内蒙古未来两年存续债到期规模占比超过70%。其中天津2023年存续债到期规模为58.4%，远高于全国平均水平；云南、宁夏、青海2022年到期规模占比亦高于40%。江苏、浙江、湖南等城投平台存续债券到期时间比较均匀。

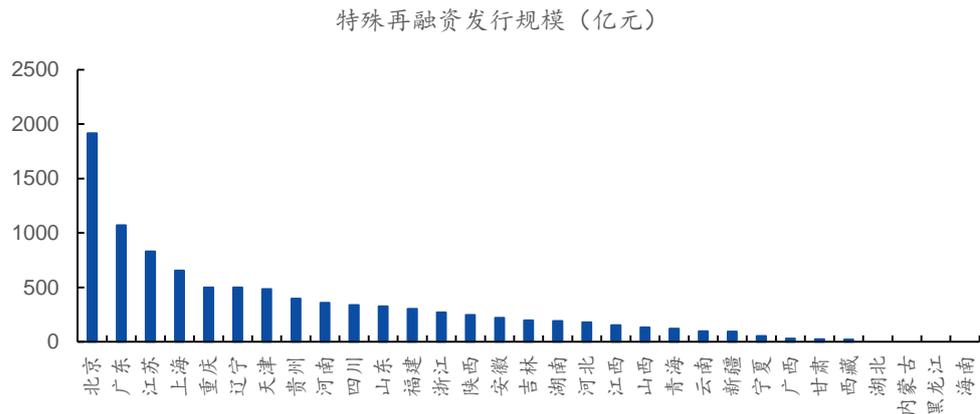
图3：融资表现不佳的省份存续债集中到期的情况更加明显



资料来源：企业预警通，国元证券研究所

截至 2022 年底，市场上发行的用于“偿还存量债务”的特殊再融资券共计 10313 亿元，按规模排序，首先是北京、广东、江苏、上海等发达省市，随后是重庆、天津、贵州等债务压力较重的区域。值得一提的是北京和广东 2021 年末以来特殊再融资券发行规模有较高的提升，同时在 2022 年完成隐性债务化解清零，或许可以说明特殊再融资债券的发行可以加快隐性债务化解节奏。

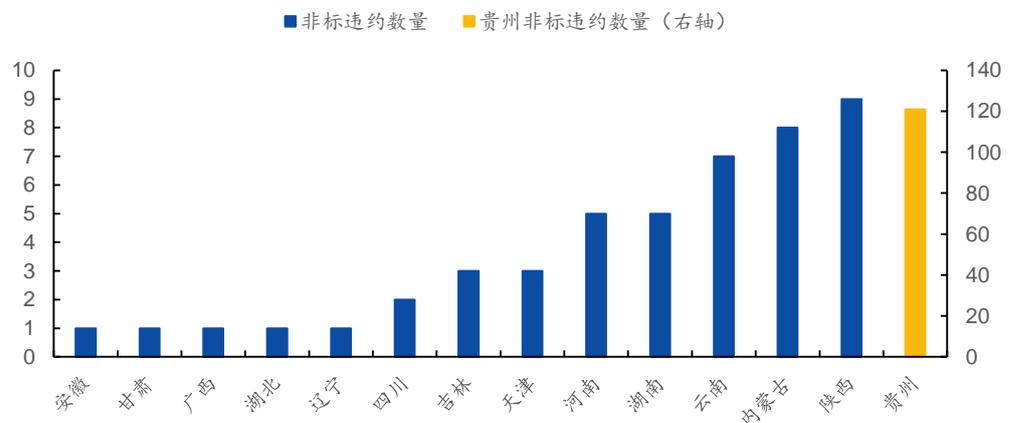
图 4：率先完成隐债清零地区特殊再融资券发行规模较高



资料来源：Wind，国元证券研究所

统计区域城投企业 2018 年后非标违约情况，可以看出从地域分布上，涉及城投企业非标违约的省份为贵州、陕西、内蒙古、云南、湖南、河南、天津、吉林、四川、辽宁、湖北、广西、甘肃、安徽十四个省份，主要集中在贵州，一共 121 例。一方面可以反映这些城投企业流动指标恶化，区域对债务管控重视程度较低，偿债压力大。另一方面，非标违约事件会影响之后城投主体之后再融资能力，可能导致公司财务指标进一步恶化，加剧区域风险。

图 5：城投企业非标违约集中在贵州地区



资料来源：地方债务通，国元证券研究所

4. 地方隐性债务化解方式

2018年，财政部《地方全口径债务清查统计填报说明》第十五条“债务化解计划”中，提到了六种债务化解的方式：

表 1： 隐性债务化解方式

债务化解方式	评价及实施效果
通过年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等财政资金来偿还隐性债务。	存量隐性债务真正得到化解，可执行性强。目前仅仅通过财政资金化解隐性债务压力较大，需要综合采用其他方式。
出让政府股权以及经营性国有资产权益	主要以拍卖处置、对外租赁、注入资产、实物抵债、支持融资平台参与国企混改等方式进行。这一方案本质也是通过提高当地财政收入，缓解偿债压力，近年来这一进程有所加快。
利用项目结转资金、经营收入偿还	针对具有稳定现金流的经营性项目或者企事业单位，平台公司承担政府公益性项目收益水平本身不高，可选择的范围较少，不是隐性债务主要化解方式。
债务转换为企业经营性债务，完成政企分离	前提是隐性债务来源本身具有稳定现金流，一般需要政府注资以及债务重组，比较少的地区会使用该方案。
债务置换或展期等方式	可以明显降低融资成本，延长偿债期限。但是债务并没有消失，仍需其他方式彻底化解债务，适用度较高，地方政府通常使用该方法进行缓冲。
破产重整或清算	此种方案对地区发展会产生影响，鲜少有地区直接采用此方案。

资料来源：国元证券研究所

部分省市提及完成年度隐性债务化解任务、隐性债务风险有效降低。其中，北京、广州完成了中央安排的全域无隐性债务试点工作；广西、宁夏债务化解达 50%以上，内蒙古推动 3 个旗区隐性债务清零；河南、宁夏连续五年完成隐性债务化解计划，江苏、陕西等地超额完成年度隐性债务化解任务。

盘活存量资产、财政资金偿还是各地化债方案的重点。2022年5月25日国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，要求加大盘活存量资产政策支持，积极落实项目盘活条件。从各县区官网公布的化债路径来看，财政资金偿还和盘活存量资产是各省区高频提及的方案，当财政收入难以改善，化债压力较大的背景下，势必要充分挖掘内源资金流，资产盘活规模扩大。

近年来债务化解措施进一步丰富，越来越多省份运用市场化方式化解债务。江苏、江西和陕西等地建立信用保障基金和风险补偿资金；2022年以来，广州、河南、青海等地建立偿债备付金制度，从专项债项目净收益中提取；江苏、广东、重庆和浙江等经济发展较好的省份与商业银行开展区域金融合作，争取金融资源、筹措资金，在区

域偿债方面开展合作推动金融服务实体经济，防范化解金融风险。

表 2：各地区隐性债务化解进度及措施

化债进度		具体化债措施
广东	存量隐债清零	2021 年发行在融资券 置换隐债 ；2022 年深圳探索建立 政府偿债备付金制度 ，防范地方政府专项债券兑付风险。 区域金融合作 ：2022 年阳江市供销社与工商银行分行达成协议，今后 3 年将安排不少于 30 亿元的信贷资金 ，用于支持市供销社系统涉农重点项目建设 and 日常经营周转资金需求。2022-2024 年，每年安排南沙 100 亿元 新增地方政府债务限额 ，统一计入地方政府债务余额。
江苏	超额完成年度隐性债务化解任务	2022 年《常州市天宁区创新“园区保”业务化解中小企业融资难题》 政府累计投入 3000 万用于 风险补偿金 。2021 年盐城市政府工作报告 清退、置换 市属国企高成本融资。 向平台转入上市公司股权 ：2018 年镇江国资委将持有的江苏索普股权转让给镇江城建集团。2018 年《镇江加快国资国企改革助推高质量发展》表明市属产业集团通过 土地出让、房企变现、股权变现 等方式，处置存量资产，增加现金流 40 亿元。2022 江苏扬州以奖代补形式 下拨资金 7100 万元。
山东		1) 推进城投平台整合 。2021 年日照市将八大国企重组为新日照城投集团。2) 2021 年潍坊市实施 50 亿元潍坊国企融资增信计划和 80 亿元 国企债券投资基金 。2022 年 4 月，高青县在全省区县率先设立了 1 亿元的 担保贷款风险补偿资金池 。季沧区组建 国有企业信用保障发展基金 ，总规模 50 亿元。
浙江		2022 年嘉兴市与中国农业银行浙江省分行举行 战略合作为企业授信在区域偿债、融资支持、国企资信升级 等方面展开合作、防范化解金融风险。强化政府债务风险管控，严格实施政府投资项目立项前财政承受能力和债务风险评估，建立隐性债务化解工作正向激励机制。
河南	分别连续 5 年、3 年超额完成隐性债务化解计划	《河南省人民政府关于进一步深化预算管理制度改革的实施意见》 研究建立政府 偿债备付金制度 。2021 年，河南省 企信保基金 成立，用于省属国企债务风险化解及增信， 加强 PPP 项目入库和新设政府投资基金审核 。2022 年 5 月、8 月召开河南省债券市场发展座谈会和辖区重点企业公司债券规范发展 座谈会 ，推动债全市场发展，增强投资者发展信心。
四川		《四川省人民政府关于进一步深化预算管理制度改革实施意见》结合项目偿债收入情况，探索建立 政府偿债备付金制度 。2022 年自贡市支持平台公司整合发展，防范债务风险。2021 年成都市财政预算执行情况说明安排支持区县化解隐性 债务奖补资金通过展期、重组 等方式置换存量债务。
湖北		《武汉市 2018 年决算报告》发行专项债券用于 置换政府到期债券本金 、用于棚户区改造项目支出、轨道交通、公共停车场建设等 公益项目支出 。2022 年，建立 政府偿债备付金制度 ，确保政府债务还本付息。偿债备付金占本级同期政府债务余额的比例不低于 5%。2022 预算报告，合理运营 债务重组 等政策，依法合规化解隐性债务。
福建		龙岩市永定区 2020 年通过 项目结转资金、处置存量资金 等方式偿还隐性债务 18.3 亿元。南平市建阳区 2018 年区财政部协助第一医院向政策性银行争取低利率贷款，用于 置换高利率贷款 。
湖南		湘潭市 债务置换 ： 调度财政资金化债，通过资产处置等方式。2019 年完成全市 平台公司清理整合 17 家，重组为新的城发集团、产业集团合文发集团。湖南怀化 2022 年针对谁使用、谁偿还等原则设立 6

亿元**应急资金池**。2019年湘潭市平台公司**清理整合**17家，重组为新的产业集团等。**调度财政资金化债**，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。

省份	化债进度	具体化债措施
安徽		2018年安徽省宣城市旌德县表示防范化解金融风险任务艰巨，已 对外租赁 闲置标准化厂房1000平方米，增强偿债能力。
上海	全域试点开始	债务置换 ：2022年，上海发行超过655亿政府 再融资债券 ，用于偿还存量债务。金山区、松江区等预算安排、财政资金和再融资债券资金化解隐性债务。
河北		国企信用保障基金 ：2020年，河北省国资委授权成立河北省国企信用保障有限责任公司，设立河北省国企信用保障基金、在境内公开发行的债券专项用于省属国企化解债券风险的备用资金。
北京	已完成全域隐性债务清零	《北京证监局关于做好2022年辖区公司债券相关工作的通知》支持通过与债券持有人协商 不回售、展期、置换 等方法化解风险。2021年海淀区按照北京市统一步骤发行 再融资专项债 73.61亿元。北京相继在2021、2022年发行多批特殊再融资债券，规模约3400多亿，专项用于偿还存量债务。
陕西	超额完成年度隐性债务化解任务	2018年《关于推进我省融资平台公司转型发展的意见》通知表明鼓励各级政府运用 PPP模式、债务置换 等方式化解债务，推进政府融资平台公司市场化转型，全面清理规范各级政府融资平台公司。2022年4月，设立中小微企业 信用贷款风险补偿基金 ，补偿基金总额1000万元。
江西		2022年8月，江西省财政项下达 担保费和风险补偿金补助资金 5亿元，切实降低中小微企业融资成本。2022年江西省发布关于加快 盘活存量资产 扩大有效投资的工作方案，一次降低政府债务。
重庆		《2023年财政预算报告》2022年重庆市建立 应急周转“资金池” 。2022预算报告，通过 安排预算，盘活资源资源，统筹企事业单位经营性收入 等多种方式化解存量债务，持续压减债务规模。2019年，重庆市政府发布《关于深化区县国企国资改革的指导意见》要求 全面清理投融资平台公司 债务类型。对经营性项目债务，以市场化、法治化方式 筹集资金 偿还。
辽宁		展期重组 ：2020年，辽宁省财政厅搭建“银政企”平台，帮助市县将非标高息或到期隐性债务进行展期或重组，缓释到期债务风险。2023年鞍山市人民政府关于印发《鞍山市贯彻落实辽宁省进一步稳经济若干政策举措实施细则》的通知要求 积极盘活存量资产 ，鼓励发行基础设施领域不动产投资信托基金，加快停缓建项目盘活处置。
云南		2022预算执行报告，安排国有资本经营预算安排10亿元，支持建立 国有企业改革发展基金 。2022年，云南省通过 资金拆解、财政支持、资产出售、争取金融机构支持 等各种手段筹措资金，将康旅集团存续债全全部偿还。2021年5月，云南省召开省属企业负责人座谈会，增强市场信心。2020年8月，农发行为云南城投集团提供500亿元综合授信。2020年，云投集团、省属企业和股权投资基金成立不低于300亿元 国企改革基金 ，化解国企债务风险。
广西		全区已累计化解2018年《关于进一步加强政府性债务管理防范化解政府性债务风险的意见》要求加快 融资平台公司 从单纯的融资工具向市场经营主体 转型 。2022年国开行广西分行、农发行柳州分行、工行柳州分行等为债务底数50%以上柳州各市属国有企业提供 近400亿元资金支持 。

内蒙古 推动3个旗区隐性债务清零 《2022年预算执行》通过**盘活资产**等方式有效降低政府债务。

省份	化债进度	具体化债措施
山西		隐性债务转化为企业经营性债务 ，将政府还贷以及经营性高速公路划拨给山西交控集团及其下属子公司； 政府注资 ：山西财政对山西交控集团分年分批注入500亿的注册资本。 债务重组 ，山西交控与国开行牵头签订《银团贷款协议》，进行债务重组，规模达2600亿。2022预算报告指出，研究制定推进 市县融资平台公司市场化转型 指导意见。
贵州		2019年茅台集团多次向贵州省国有资本运营有限责任公司 无偿划转股权 ，再由贵州国资减持，累计套现规模超700亿元，从而入股区域内城投平台，或对城投平台提供担保；金融机构协商 债务置换、展期 ；发行“ 偿还存量债务再融资债 ”。2022年省人民政府关于进一步深化预算管理制度改革实施意见结合项目偿债收入情况，探索建立 政府偿债备付金制度 。
新疆	完成隐性债务年度化解任务	开展区域金融资源合作 。2022年4月，首季全区促成“银税互动”授信贷款55.78亿元。2022年8月阿克苏地区财政局组织召开金融主力项目建设座谈会，加大金融服务实体经济里，金融机构为12加重大项目企业、8家专精特新企业授信10.48亿元。
天津	超进度完成既定的隐性债务化解任务	2019年，天津市国资委与券商签署合作协议，共同设立 天津国金债券投资基金 。2020年3月，国开行牵头组织银团贷款将天津原存量高速公路项目多元化的 债务 734.3亿元全部纳入 置换范围 。2020年8月，完成 天津住宅集团混改工作 ，津诚资本以非公开协议转让方式，将天津住宅集团51%股权转让给上海建工集团。2021年6月， 成立天津市高质量发展基金 。2022年9月，天津人民政府引发进一步 盘活存量资产 扩大有效投资措施通知，加快推进基础设施领域 不动产投资信托基金试点工作 ，规范有序 推进政府和社会资本合作 。积极推进产权规范交易， 发挥国有资本投资，运营公司功能作用 。探索 促进盘活存量和改扩建有机结合 。挖掘闲置低效资产价值。支持兼并重组等其他盘活方式（ 资产证券化等方式、产权转让、重组等 ）。
吉林		2022年工作报告坚持分类施策、精准“拆弹”， 采取超常规举措推进政府债务化解 ，牢牢守住了不发生区域性系统性风险的底线。2022年吉林省政府债务实行限额管理的实施意见：对采取积极措施化解存量政府债务取得成效的地区，将在 分配置换债券额度、新增债券额度以及激励性转移支付时 予以挂钩倾斜。于公益性项目债务的，由各级政府统筹安排 包括债券资金在内的预算资金偿还 ，必要时可以处置政府资产；属于非公益性项目债务的，由举借债务的部门和单位通过 压减预算支出等措施偿还 ，暂时难以压减的可用 财政资金先行垫付，并在以后年度部门和单位预算中扣回 。对违法违规担保的或有债务，由政府、债务人与债权人共同协商，重新修订合同，明确责任， 依法解除担保关系 。各级政府 通过政府和社会资本合作（PPP） 等方式减少政府债务余额腾出的限额空间。
甘肃	超额完成年度隐性债务化解任务	2021年，甘肃省发布《关于推进市县融资平台公司整合升级加快市场化转型发展的指导意见》促进推进 市县融资平台公司整合 。兰州市设立 兰州市国有企业信用保障基金 ，解决兰州城投债务问题。2020年5月25日，甘肃省内16家银行与公路航空旅游投资集团签约1673亿元 债务重组协议 ，通过债务重组延长偿债期限、优化债务结构。2021年，甘肃省地方金融监管局组织债券投资人 召开恳

谈会，甘肃省与兰州市有关领导表态保障债务安全，通过对地方国企注资、成立信保基金等措施进行偿债保障。

西藏 2021年试点县级隐性债务清零工作后，2022年西藏将开展地市级隐性债务清零试点。

省份 化债进度 具体化债措施

海南 《海口市2018-2019年政府性债务化解规划方案》明确：要通过压缩经常性支出、盘活存量资金、盘活土地资源筹集**财政资金**110亿元偿还债务，同时通过**债务置换**控制风险。**盘活国有资产**，深度开发国有资产，增加国有资产经营收入。**整改PPP以及棚改项目**，严控规模和政府隐性债务。

宁夏 连续三年超额完成隐性债务化解计划，债务化解50%以上。 2020年，争取永宁县**建制县隐性债务风险化解全国试点**，获得风险化解再融资债券55亿元。2021年，推进银川市**PPP规范化债及交投集团隐性债务剥离**工作。

青海 2022年建立**政府偿债备付金制度**，足额安排年度政府债务还本付息支出。2021年青海省国有资产管理公司原股东股权**清零破产重组**。2020年青海省交通控股集团获得省内首笔隐性债务置换贷款。

资料来源：各区域政府性报告，国元证券研究所

5. 展望 2023 年各地方隐性债务化解进度与措施

化债节奏上，随着化债的推进，城投债是逐步退出市场的。目前各地区隐性债务存量并没有官方数字且统计口径尚无统一，在现有条件下，或许可以从城投债存量规模减少情况倒推各区域化债进度，结果与真实情况可能有所出入。目前来看，今年除了海南和甘肃，其余省份城投债存量下降。另一个规律是，风险级别越高的省份，其化债的进度是越快的，各个省份今年城投债的下降率与其信用利差之间中等相关；在未来外部环境不会发生较大变化下，依据目前城投供应减少看，利差高于200bp的省份中，年化化债进度至少会达到36%。仅从此维度测算，预计未来五年，除西藏、海南、安徽和浙江，其他各省份可以依次完成化债任务。

表 3：各地区隐性债务清零时间推算

隐性债务清零时间推算						
2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
天津	宁夏	江西	福建	河北	浙江	安徽
甘肃	陕西	湖南	重庆	山东		
云南	吉林	新疆	山西	湖北		
青海	江苏			上海		

内蒙古	广西	河南
辽宁	贵州	四川
黑龙江		

资料来源：Wind，国元证券研究所

化债方式上，整体来看，2023年是中央规定各区域完成隐债清零任务的开局之年，地方政府继续围绕“化存量、遏增量”思路开展隐性债务化解工作。一方面，多个省份明确了2023年化债目标，提出加大隐性债务化解力度，继续推动市县隐性债务清零；另一方面，加强地方融资平台治理，全国至少有8个省市在2023年财政重点工作中明确提出将加强地方政府融资平台治理。其中，贵州、青海、河南明确今年将推进融资平台公司市场化转型；吉林、江苏、安徽将重心放在防范国有企业事业单位“平台化”。进一步完善债务管控和隐债化解的监管机制，遏制隐性债务增加。

市场对于隐债置换和债务重组的关注度明显提升，或许可以成为2023年重债务率地区主流化债手段。这一类化债措施短期内给较大的城投平台缓冲余地，优化其债务结构，但治标不治本，区域城投债整体资质改善有限。首先，23年政府预算报告关于隐性债务提出新的措施：督促省级政府加强风险分析严盘，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。这意味着23年会有更多地区效仿贵州省政府协调资源帮助遵义道桥完成债务展期。其次，2023年年初银保监会主席郭树清关于“有序开展地方政府债务置换”，所以各省市在预计推进具有地域特色的债务置换，通过发行再融资债券置换期限短、利率高的隐性债务，拉长债务偿还期限，降低政府融资成本，缓解债务到期压力。一方面允许建制县试点扩容，另一方面鼓励银行配合拉长隐性债务期限并降低利率。根据各省份2023年预算草案报告，重庆市、吉林省等多省份和地级市提出建制县区和再融资债化解债务，特殊再融资债有望放量用于化解地方隐性债务。如2023年兴业银行与甘肃省签署战略合作协议，力争未来五年内再为甘肃省提供绿色融资1000亿元。要积极争取额度用于隐债置换，降低平台公司债务规模及付息压力。河北省2023年地方政府工作报告提出发行再融资债券792.8亿元，有效缓解市县财政运行压力。但是2022年以来地方财政收支矛盾加剧导致预算内化债资金安排有限。部分资质较差、债务压力较大的主体或区域通过与金融机构稳妥协商，逐步推进债务重组也将成为比较好的选择。

各地方在具体举措上也各有侧重，通过出让国有经营性资产以及利用项目经营收入偿还化债隐债的措施，债务被化解，区域内城投融资资质会变好。地方政府债务问题分布不均，不同地区要开展具有地域特色的化债路径。江西、吉林、贵州、青海和江西等地明确将依法依规盘活存量资产资源，稳妥化解隐性债务存量；兰州市提出在市级城投公司的融资受限背景下，要寻找新的融资标的企业，通过省属企业并购兰州市属企业，再通过资产购买模式化债，以此解决八九成市场债务。山东、安徽、天津、江苏等地提出强化地方债务风险监测预警。柳州、甘肃、潍坊等网红区域2023年以来陆续召开投资人恳谈会，表达遏制系统性风险的决心，提振市场信心。2023年偿债压力较大、到期债务比较集中同时财政内生力不足的区域如天津市，在

继续沿用 2022 年各类化债举措同时需要多举措盘活资源资产，稳妥化解隐性债务存量。一方面政府予以支持，政府对城投企业通过盘活、出售闲置资产等方式化解债务风险的行为予以支持，消除城投资产出售中的政策和法律风险。另一方面，借力公募 REITs，增加资金回流渠道，降低债务风险。

长期来看，隐性债务化解意味着城投平台与地方政府关联度逐渐弱化，未来在对城投平台与公司信用资质进行评估时，其财务健康状况的重要性会有所提升，要对城投公司自身经营竞争力给予更多关注。因此城投平台需要探索适合自身的市场化路径，未来通过自身开展业务与偿还债务。

6. 多视角判断城投挖掘价值

首先，各区域隐性债务存量、化解进度与偿债压力不同，这与区域资源禀赋、财政实力、未来战略规划相关。财政资金中土地出让收入是化债的重点，不同区域政府规划存在差异。其次，通过政府官网文件，各区域并没有公布具体准确的隐性债务数据，我们也不能仅仅通过城投有息负债判断各区域隐性债务化解压力来推断各区域城投资质的好坏。

所以结合区域综合财力、城投违约情况等多维度数据，判断区域城投的挖掘价值。以下图为准，将各区域按照指标排名，以名次为记分数，综合打分较高的区域整体风险较低，综合打分较低的区域整体债务风险较高，区域城投债需要谨慎投资。其中，特殊再融资券发行用于偿还隐性债务，其发行规模一定程度反映当地政府化解隐性债务的意愿；城投有息债务、地方债务余额总和与金融机构存款余额比值一定程度反映当地协调金融资源、借新还旧的能力；宽口径债务率可以反映地方财力支持化解债务的能力。国有经营收入与土地出让收入也是财政资金用于化债的重点，可以反映地方化解债务的能力。非标违约情况可以反映区域对城投债务管控程度，贵州地区是城投企业非标违约集中发生地，2018 年以来非标违约的数量远超其他 30 个省份之和，所以这一项打分为 1，其他区域按照非标违约数量从 10 开始排名进入打分，存续债少且存在非标违约的几个省份减去 10 分。化债节奏快的地区，在考虑风险时应当适当加分。总结看，广东、北京、上海、江苏等地城投区域风险较小，贵州、西藏、内蒙古、甘肃、新疆、湖北、等地区区域风险较高，城投需要谨慎挖掘。

表 4：各区域打分汇总表

地区	20230505 城投 YY 收 益率中位 数 (%)	存量城投 债余额	城投有息 债务+地 方债务余 额/金融 机构存款 余额排名			特殊再融 资券发行 规模排名	宽口径债 务率排名	存续债少 且存在非 标违约	近三年非 标违约数 量大于 3	国有经营 收入加土 地出让收 入	隐性化解 进度	汇总
			特殊再融 资券发行 规模排名	宽口径债 务率排名	存续债少 且存在非 标违约							
广东	3.18	4448.05	27	29	26	0	31	28	31	172		
北京	3.16	1921.19	28	30	18	0	31	21	31	159		
上海	2.99	2105.9	25	31	30	0	31	26	7	150		

地区	20230505 城投YY收 益率中位 数(%)	存量城投 债余额	城投有息 特殊再融 资券发行 规模排名	债务+地 方债务余 额/金融 机构存款 余额排名	宽口径债 务率排名	存续债少 且存在非 标违约 量大于3	近三年非 标违约数 量大于3	国有经营 收入加土 地出让收 入	隐债化解 进度	汇总
江苏	3.69	28492.39	26	12	17	0	31	31	19	136
福建	3.41	4157.04	17	22	22	0	31	23	12	127
辽宁	6.23	269.29	24	27	25	0	22	5	24	127
山东	5.11	10815.38	18	16	20	0	31	29	9	123
浙江	3.5	19584.54	16	18	19	0	31	30	4	118
山西	4.09	1064.13	9	26	29	0	31	7	11	113
海南	3.43	150.95	1	23	31	0	31	11	15	112
宁夏	6.7	146	5	19	28	0	31	6	22	111
河北	4.65	1663.91	11	25	13	0	31	16	10	106
吉林	6.72	702.34	13	20	24	0	18	9	20	104
四川	4.47	9877.03	19	11	21	0	20	27	5	103
青海	11.42	87.1	8	10	27	-10	31	4	26	96
江西	4.19	6230.33	10	7	9	0	31	19	16	92
河南	4.75	4006.6	20	21	10	0	16	18	6	91
安徽	3.8	5391.6	14	15	12	0	22	24	3	90
陕西	5.22	1966.77	15	14	11	0	10	17	21	88
重庆	4.87	6140.65	23	4	2	0	31	15	13	88
广西	7.38	2018.66	4	6	23	0	22	14	18	87
黑龙江	6.53	244.367	1	24	4	0	31	2	23	85
天津	6.71	3741.33	22	3	1	0	18	10	29	83
湖南	4.54	8068.92	12	5	7	0	16	25	15	80

云南	8.06	1059.78	7	2	16	0	14	13	27	79																																																							
新疆	3.84	1344.08	6	8	6	0	31	12	14	77																																																							
湖北	3.95	6425.44	1	13	8	0	22	22	8	74																																																							
<div style="background-color: #0056b3; color: white; padding: 5px;"> <table border="0" style="width: 100%; text-align: center; font-size: 0.8em;"> <tr> <td></td> <td>20230505</td> <td></td> <td colspan="2">城投有息</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>地区</td> <td>城投YY收</td> <td>存量城投</td> <td>特殊再融</td> <td>债务+地</td> <td>宽口径债</td> <td>存续债少</td> <td>近三年非</td> <td>国有经营</td> <td></td> <td>地区</td> </tr> <tr> <td></td> <td>益率中位</td> <td>债余额</td> <td>资券发行</td> <td>方债务余</td> <td>额/金融</td> <td>且存在非</td> <td>标违约数</td> <td>收入加土</td> <td>隐债化解</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>数(%)</td> <td></td> <td>规模排名</td> <td>机构存款</td> <td>务率排名</td> <td>标违约</td> <td>量大于3</td> <td>地出让收</td> <td>进度</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>余额排名</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>入</td> <td></td> <td></td> </tr> </table> </div>												20230505		城投有息								地区	城投YY收	存量城投	特殊再融	债务+地	宽口径债	存续债少	近三年非	国有经营		地区		益率中位	债余额	资券发行	方债务余	额/金融	且存在非	标违约数	收入加土	隐债化解			数(%)		规模排名	机构存款	务率排名	标违约	量大于3	地出让收	进度						余额排名				入		
	20230505		城投有息																																																														
地区	城投YY收	存量城投	特殊再融	债务+地	宽口径债	存续债少	近三年非	国有经营		地区																																																							
	益率中位	债余额	资券发行	方债务余	额/金融	且存在非	标违约数	收入加土	隐债化解																																																								
	数(%)		规模排名	机构存款	务率排名	标违约	量大于3	地出让收	进度																																																								
				余额排名				入																																																									
甘肃	5.91	520.69	3	7	14	-10	22	8	28	72																																																							
西藏	3.67	250.47	2	28	5	0	31	1	1	68																																																							
内蒙古	6.7	105.75	1	17	15	-10	12	3	25	63																																																							
贵州	10.58	2366.35	21	1	3	-10	5	20	17	57																																																							

资料来源：Wind，企业预警通，地方债务通，各省份统计年鉴，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188