

“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

地方债务的“近忧”与“远虑”？

2022 年来，城投融资难的现象愈加突出，现金流承压下部分违约风险有所“露头”。本文从地方债务出发，围绕债务压力、潜在风险和解决路径等系统讨论，敬请关注。

城投融资“疲态”凸显、分化加剧，或缘于土地市场降温拖累再融资等

城投融资“疲态”凸显、结构分化，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩。城投债融资自 2022 年以来明显走弱、单月一度收缩至-720 亿元的历史低位。以 2020 年城投债融资定基来看，江浙沪粤四省市城投债累计净融资占全国比重、由 46.7% 进一步抬升至 2023 年前 5 月的 47.5%，部分中西部省市城投债融资持续净减少。除地域分化外，部分低评级平台融资明显收缩，例如，AA 及以下城投债发行占比自 2020 年回落 6.2 个百分点至 25.2%。

城投融资难的“症结”或在于市场对其现金流的担忧，与土地市场的明显降温等有关。土地市场的持续低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响城投平台政府相关业务收入；另一方面，土地资产价值缩水等影响城投平台现金流和再融资。2022 年来，国有土地使用权出让收入增速持续处于负值区间。除地产“降温”外，去年底理财“赎回潮”下部分债券取消发行进一步加大融资压力，部分债券发行条件和审核趋严等，对城投债融资也有一定短期“冲击”。

再融资压力下，部分违约风险有所“露头”，特殊再融资“接棒”防风险

再融资压力下，部分城投流动性“捉襟见肘”、风险有所“露头”。2022 年来，部分中西部省市城投平台技术性违约屡有出现，直接缘于债务到期压力下，账面资金的持续减少；更深层次是，“隐债”高增下，土地市场低迷等影响抵押贷款等再融资，例如，2022 年中，某西部城投受限资产中土地使用权、商铺房产合计占比近 8 成。部分风险暴露或进一步加大再融资压力、甚至产生一定外溢效应，使得融资分层加速凸显，部分弱资质主体现金流脆弱性或更明显。防范化解债务风险一直在路上，特殊再融资“接棒”成为防风险的重要途径、但更侧重于存量结构优化等。回溯过往，2014 年、2018 年开始的两轮化债，分别主要采取地方债置换和市场化化债两类方式。2020 年底以来，部分再融资券募资用途中开始注明“偿还存量债务”、或与化解隐性债务、缓释偿债压力等有关。置换债务的同时，部分省市控制非标等高成本负债、展期降息等，来优化债务结构、缓解付息压力。

当务之急是稳定再融资现金流，除特殊再融资外，部分省市成功经验也可借鉴

恢复、稳定再融资现金流或是当务之急，部分特殊再融资或可“助力”，但债务付息压力或掣肘其扩张空间。特殊再融资偿还地方债本金及置换债、置换“隐债”等，或可解决部分地区再融资难的“燃眉之急”、尤其是部分弱区域。同时也需注意的是，专项项目收益偏弱、叠加土地出让收入低迷等，或进一步加剧地方债偿付压力，例如，2023 年前 4 月专项债付息占地方本级政府性基金收入比重创新高至 14.5%、较 2022 年底大幅抬升近 6 个百分点。

因地制宜下，部分省市剥离、转化债务，加强市场沟通等缓解再融资压力等经验也或可借鉴。例如，2018 年山西交控，资产重组和债务重组同步，将债务主体由政府向企业转移，增强自我经营和造血功能；天津等省市加强与市场沟通，通过恳谈会等方式向市场传达信心，缓解再融资压力。除缓解再融资压力外，“控增量”、“化存量”一直在路上，例如，山东加强国企债务管控、控制“杠杆”、合理安排债券期限结构等，控制增量债务、防范违约风险。

风险提示

政策效果不及预期，统计过程中可能的偏误或遗漏。

内容目录

一、城投融资“疲态”凸显、分化加剧，或缘于土地市场降温拖累再融资等.....	4
(一) 城投融资“疲态”凸显、分化加剧，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩.....	4
(二) 城投融资难“症结”或在于市场对其现金流的担忧，与土地市场明显降温等有关.....	5
二、再融资压力下，部分违约风险有所“露头”、“防风险”一直在路上.....	7
(一) 再融资压力下，部分城投流动性“捉襟见肘”、违约风险有所“露头”.....	7
(二) 2020 年底以来特殊再融资“接棒”防风险、但更侧重于存量债务结构优化等.....	9
三、当务之急是稳定再融资现金流，转化债务、加强市场沟通等经验或可借鉴.....	12
(一) 再融资券或可“助力”稳定再融资现金流，但付息压力下扩张空间或受限.....	12
(二) 部分省市剥离、转化债务，加强市场沟通等缓解再融资压力等经验也或可借鉴.....	14

图表目录

图表 1: 5 月，城投债净融资转负.....	4
图表 2: 多数省市城投债融资净减少.....	4
图表 3: 2022 年以来，城投债融资明显走弱.....	4
图表 4: 部分中下部省市城投债融资明显偏弱.....	4
图表 5: 城投债融资向东部沿海省市倾斜.....	5
图表 6: 中低评级平台发行占比明显回落.....	5
图表 7: 土地市场降温拖累“土地财政”.....	5
图表 8: 100 大中城市土地成交溢价率持续低位.....	5
图表 9: 2022 年底，信用债取消发行规模延续高增.....	6
图表 10: 2022 年底，城投债取消发行规模增加.....	6
图表 11: 地方债务监管进一步加强，企业发债条件和审核趋严.....	6
图表 12: 某西部城投平台筹资现金流自 2021 年来走弱.....	7
图表 13: 货币资金对短期债务覆盖较为薄弱.....	7
图表 14: 某西部平台受限资产中地产相关占比高.....	7
图表 15: 应收账款大幅攀升.....	7
图表 16: “永煤事件”后，豫、晋东债融资一度受阻.....	8
图表 17: 信用风险后，融资分层一度明显加剧.....	8
图表 18: 城投债发行短期化现象突出.....	8
图表 19: 城投债到期中，中低评级占比略有抬升.....	8
图表 20: 债务压力下，部分中西部省市尾部风险需要留意.....	9
图表 21: 历年置换债发行规模.....	9
图表 22: 存量债务化解主要包括债务展期等方式.....	9
图表 23: 2021 年来，再融资券存在一定“超发”迹象.....	10
图表 24: 京、粤等地再融资“偿还存量债务”规模较大.....	10
图表 25: 非标融资成本明显高于地方债.....	10
图表 26: 2022 年部分地区出台化债专项方案.....	10

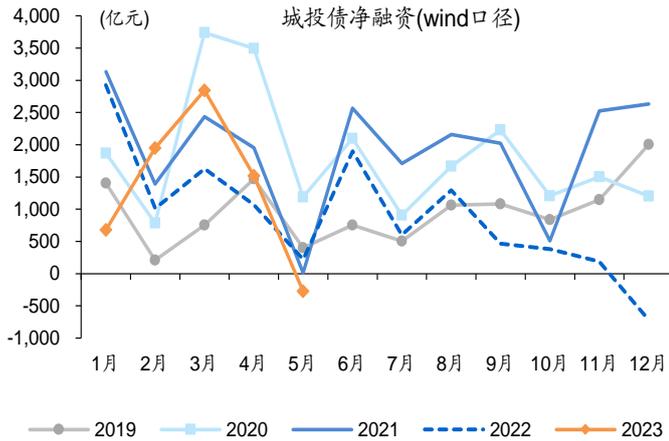
图表 27: 年初以来, 特殊再融资券发行有所增加.....	11
图表 28: 冀、皖等地年初以来特殊再融资券发行较多.....	11
图表 29: 部分省市隐性债务“清零”陆续推进.....	11
图表 30: 存量债务到期续作等导致地方债务持续累积.....	12
图表 31: 地方债付息占地方财政收入比重明显抬升.....	12
图表 32: 特殊再融资中, 一般再融资占比超一半.....	12
图表 33: 一般财政中社保就业等刚性支出占比较高.....	12
图表 34: 地方专项债挪用挤占、难以运营等问题较多.....	13
图表 35: 地方专项债还本付息相关政策.....	13
图表 36: 土地出让收入拖累政府性收入下滑.....	13
图表 37: 专项债付息压力凸显.....	13
图表 38: 山西交控的重整思路.....	14
图表 39: “山西模式”特征.....	14
图表 40: 近年, 部分省市召开相关座谈会稳定市场信心.....	14
图表 41: 座谈会后, 部分省市城投债利差有所回落.....	14
图表 42: 部分省市发文加强企业债务管控、注重融资结构、强化资产负债约束等.....	15

一、城投融资“疲态”凸显、分化加剧，或缘于土地市场降温拖累再融资等

(一) 城投融资“疲态”凸显、分化加剧，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩

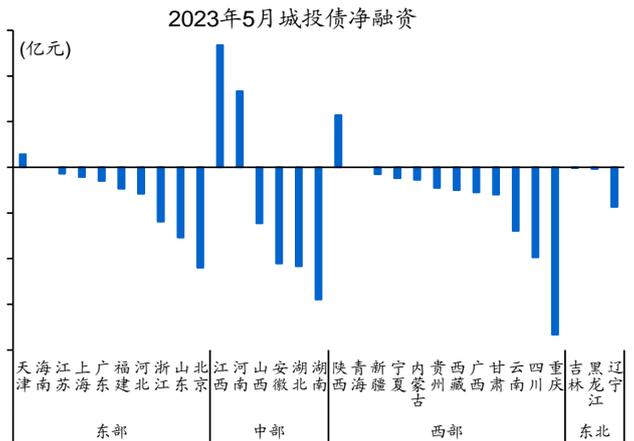
5月城投债融资转负、降至近年同期最低水平，多数省市融资净减少。5月，城投债融资往往会季节性回落，但2023年5月wind口径城投债融资仅为-275亿元、明显低于历史同期水平，除到期影响外、发行对融资也有一定拖累。分区域来看，5月除赣、豫、陕等个别省市外，多数省市城投债净减少、尤其是部分中西部省市。

图表 1: 5月，城投债净融资转负



来源: Wind、国金证券研究所

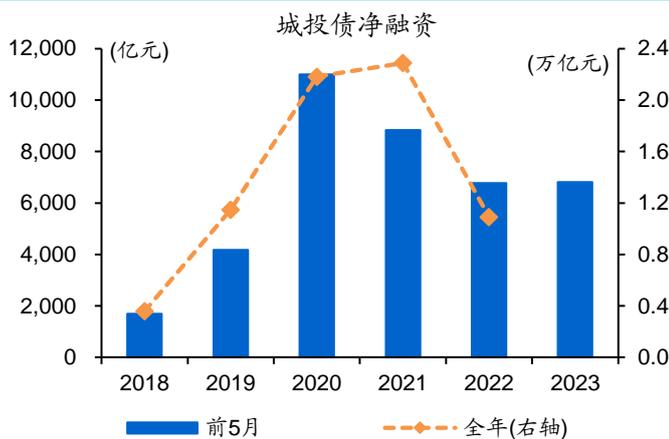
图表 2: 多数省市城投债融资净减少



来源: Wind、国金证券研究所

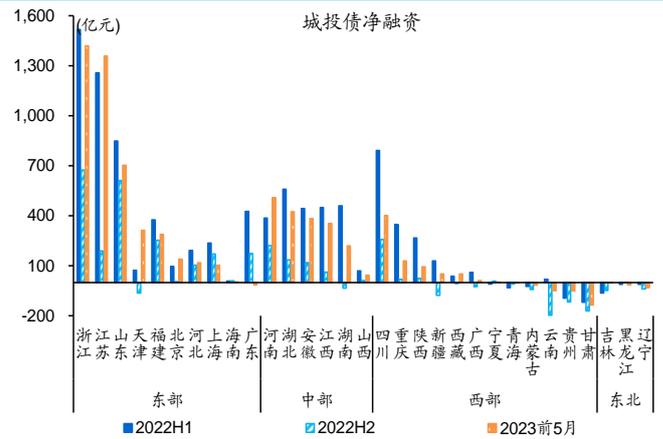
此类现象并非首次，事实上城投融资自2022年以来就呈现出明显“疲态”。以wind口径的城投债净融资来看，2022年来城投债融资明显走弱、延续低于往年同期水平，全年净融资仅1.09万亿元、不足2021年的一半，年底单月净融资更是收缩至-720亿元的历史低位。拆分区域结构来看，部分中西部省市城投债净融资拖累尤其明显，云贵甘等地自2022年以来半年度城投债净融资大多为负。

图表 3: 2022年以来，城投债融资明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

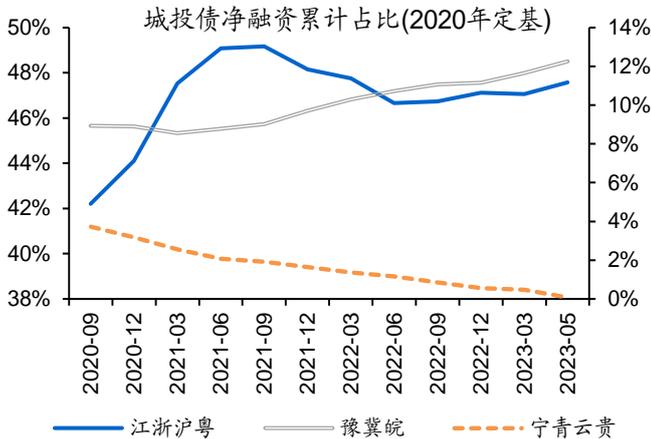
图表 4: 部分中下部省市城投债融资明显偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

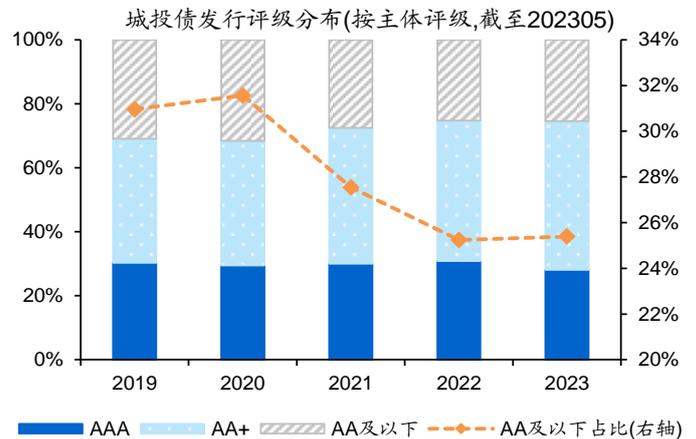
融资整体偏弱下、结构化进一步加剧，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩。城投债净融资内部分化凸显，以2020年城投债融资定基来看，江浙沪粤四省市城投债累计融资占全国比重、由46.7%进一步抬升至2023年前5月的47.6%，豫冀皖三中部省市城投债融资占比同期抬升1.5个百分点至12.3%，而部分西部省市占比持续回落至不足0.1%。除地域分化外，部分低评级平台融资明显收缩，例如，AA及以下城投债发行占比自2020年回落6.2个百分点至25.2%。

图表 5: 城投债融资向东部沿海省市倾斜



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 中低评级平台发行占比明显回落

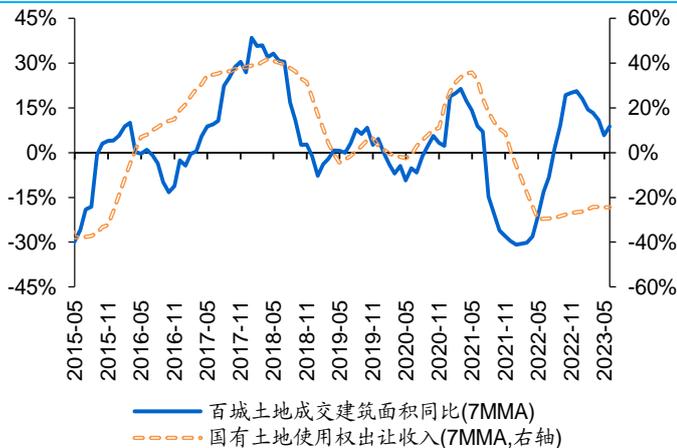


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 城投融资难“症结”或在于市场对其现金流的担忧，与土地市场明显降温等有关

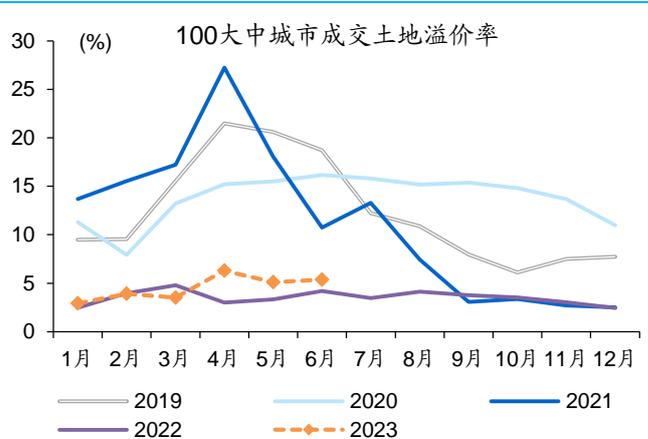
2022年来城投融资的趋势性走弱，或缘于土地市场低迷等拖累城投再融资能力。土地市场的持续低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响城投平台政府相关业务收入；另一方面，土地资产价值缩水、流通下降，影响城投平台现金流和再融资。2022年以来，国有土地使用权出让收入同比增速持续处于负值区间，从100大中城市成交土地溢价率也可窥见一斑，中枢自2022年来处于3.5%左右的历史低位。

图表 7: 土地市场降温拖累“土地财政”



来源: Wind、国金证券研究所

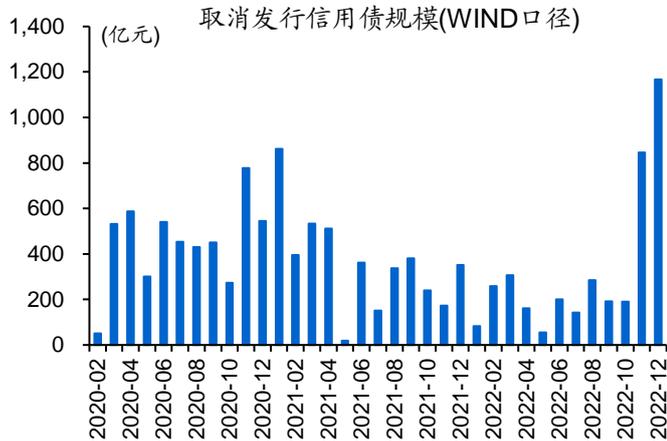
图表 8: 100大中城市土地成交溢价率持续低位



来源: Wind、国金证券研究所

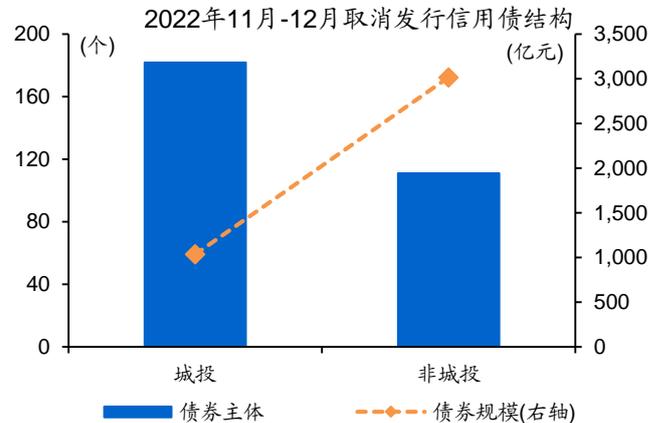
除地产“降温”外，去年底理财“赎回潮”下部分债券取消发行进一步加大融资压力。2022年底理财“赎回潮”下，信用债取消发行规模明显上量，wind口径统计2022年11月至12月间，信用债取消发行规模达4000亿元以上。拆分结构来看，取消发行信用债的主体中城投平台占比超6成、达182家，涉及城投债规模超1000亿元，一定程度上加剧城投债融资压力（详情参见《企业中长贷超万亿的背后？》）。

图表 9：2022 年底，信用债取消发行规模延续高增



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：2022 年底，城投债取消发行规模增加



来源：Wind、国金证券研究所

部分债券发行条件和审核趋严等，对城投债融资也有一定短期“冲击”。伴随债务压力逐步显性化，政策对地方债务的重视度明显上升，遏制地方政府隐性债务增量、从严查处违规举债融资等措施陆续落地，企业发债条件和审核明显趋严。例如，2023年5月，《中央企业债券发行管理办法》颁布，将防范债券违约风险作为债务风险管控的重中之重和底线红线等，或在一定程度上影响企业发债节奏等。

图表 11：地方债务监管进一步加强，企业发债条件和审核趋严

时间	文件/会议	主要内容
2023年5月	《中央企业债券发行管理办法》	将债券发行管理范围扩充为企业在各类债券市场发行的各类公司信用类债券，实现对各类债券品种的全覆盖... 加强债券全流程管控，将防范债券违约风险作为债务风险管控的重中之重和底线红线等...
2023年4月	政治局会议	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。
2022年12月	中央经济工作会议	加强金融、地方债务风险防控，守住不发生系统性风险的底线。要防范化解地方政府债务风险， 坚决遏制增量、化解存量... 保障财政可持续和 地方政府债务风险可控。
2022年6月	《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	各地区要加强开发区政府性债务管理... 强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量 ，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险...健全地方政府债务限额分配机制...
2022年4月	中央全面深化改革委员会第二十五次会议	要压实地方各级政府风险防控责任， 完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。
2021年4月	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》	城投企业总资产规模小于 100亿元 或主体信用评级低于 AA(含) 的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力， 审慎确定公司债券申报方案 ，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。

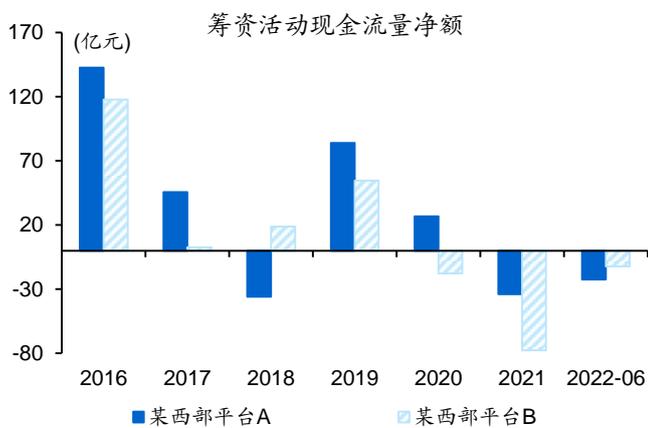
来源：政府网站、Wind、国金证券研究所

二、再融资压力下，部分违约风险有所“露头”、“防风险”一直在路上

(一) 再融资压力下，部分城投流动性“捉襟见肘”、违约风险有所“露头”

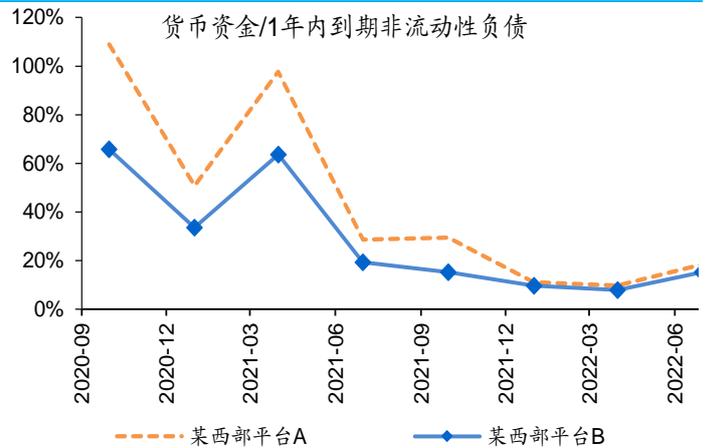
再融资压力下，部分平台现金流趋紧，对到期债务覆盖“捉襟见肘”、违约风险甚至有所“露头”。2022年来，部分中西部省市城投平台技术性违约屡有出现，直接缘于债务到期压力下，账面资金的持续减少；更深层次的是，“隐债”高增下，土地市场低迷等进一步拖累现金流和再融资能力等。例如，某西部城投货币资金占1年内到期非流动性负债的比重自2021年一季度持续回落、一度低至不足10%。此外，土地市场低迷下，与地产相关的受限资产或遭贬值，影响抵押贷款等再融资(详情参见《那些城投违约后，发生的故事》)。

图表 12: 某西部城投平台筹资现金流自 2021 年来走弱



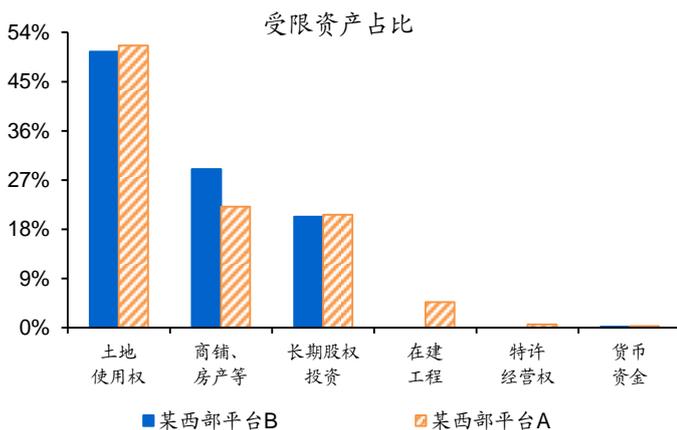
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 货币资金对短期债务覆盖较为薄弱



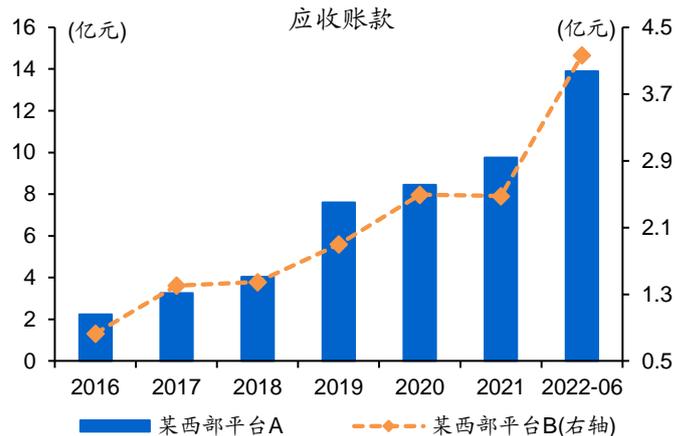
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 某西部平台受限资产中地产相关占比高



来源: Wind、国金证券研究所

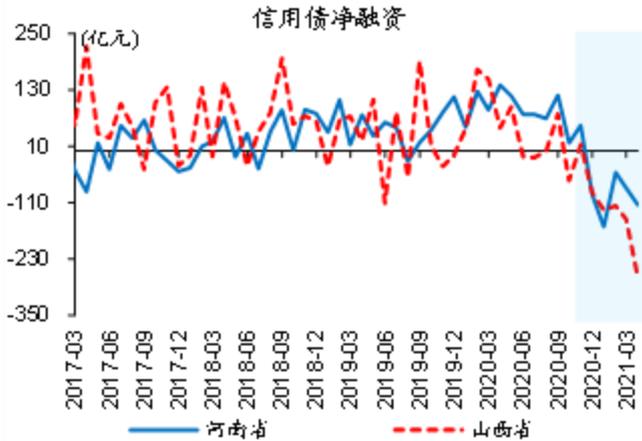
图表 15: 应收账款大幅攀升



来源: Wind、国金证券研究所

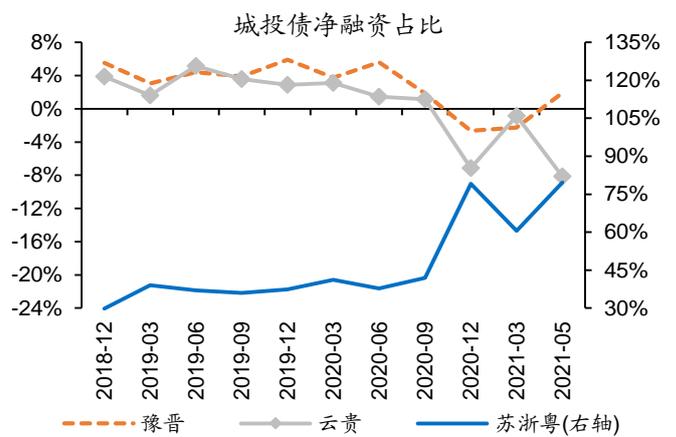
部分违约风险暴露或进一步加大再融资压力、甚至产生一定外溢效应，进一步加剧融资分化。2020年底，个别信用违约事件，对金融市场和融资产生了显著冲击，例如，河南、山西等相关省市信用债融资持续收缩，单月净融资一度下探至-270亿元左右、创2017年以来新低。信用违约事件影响、债务压力等显现下，地区融资分层加速凸显、城投债融资进一步向苏浙等地集中，部分弱资质主体的城投债发行难度或加大。

图表 16: “永煤事件”后, 豫、晋东债融资一度受阻



来源: Wind、国金证券研究所

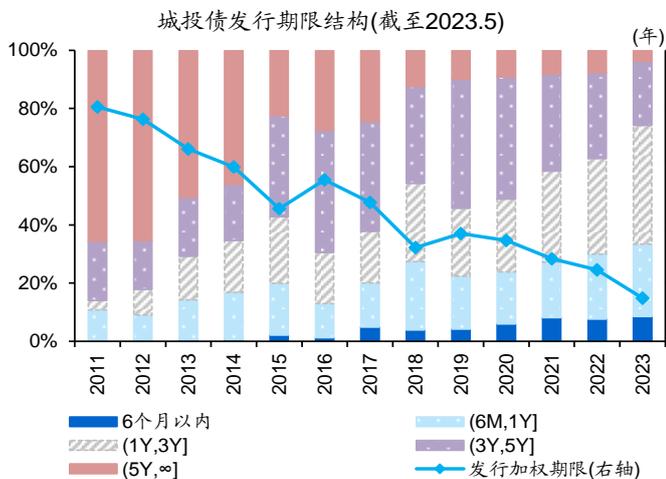
图表 17: 信用风险后, 融资分层一度明显加剧



来源: Wind、国金证券研究所

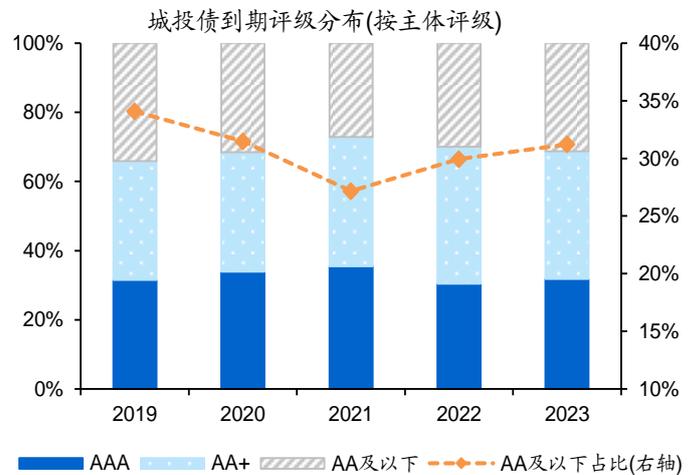
叠加到期压力、债务短期化等, 部分中西部省市尾部风险需要留意。近年, 城投债发行短期化现象愈加明显, 1 年期以内占比自 2011 年以来持续抬升、由不足 10% 抬升至 2023 年前 5 月的 25%, 同期, 加权发行期限从 6 年降至 2.7 年, 一定程度上导致债务稳定性下降。同时, 违约风险等加剧融资分化, 发债条件和审核趋严下、弱资质主体城投债发行难度等或加大再融资压力。现金流承压下, 部分债务到期压力较大等省市尾部风险需要留意。

图表 18: 城投债发行短期化现象突出



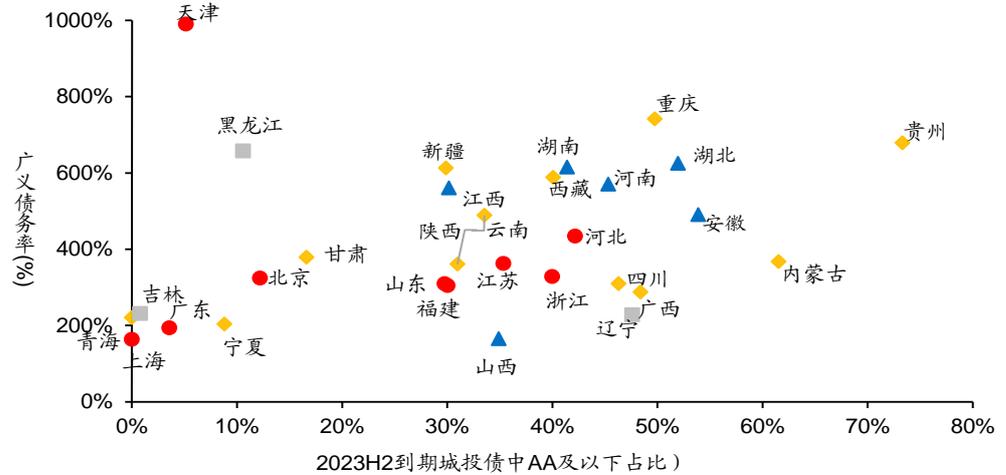
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 城投债到期中, 中低评级占比略有抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 债务压力下, 部分中西部省市尾部风险需要留意

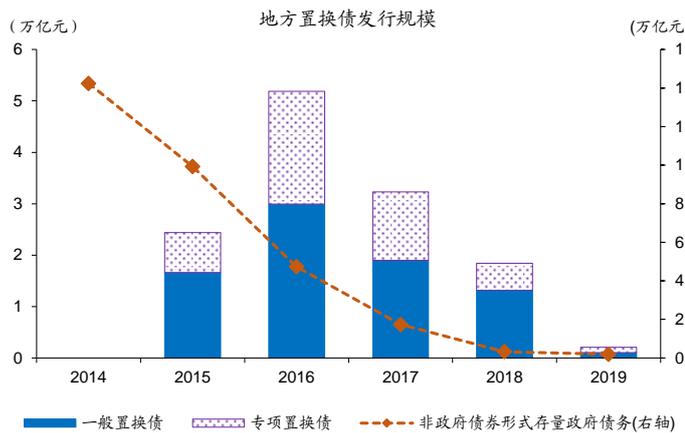


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 2020 年底以来特殊再融资“接棒”防风险、但更侧重于存量债务结构优化等

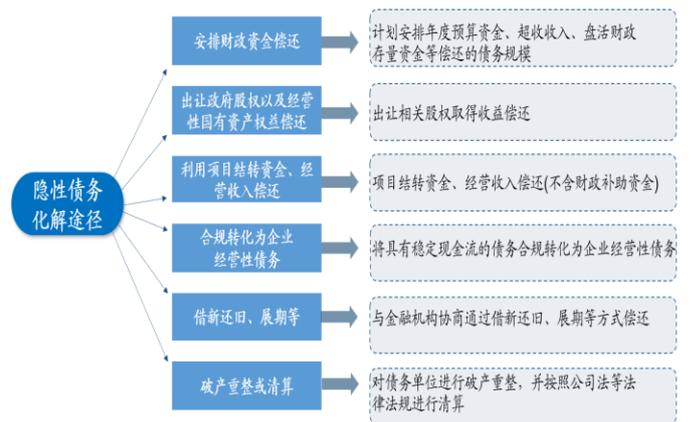
防范化解地方债务风险一直在路上, 前两轮“化债”主要采取地方债置换和市场化化债的方式。回溯过往, 2014 年、2018 年开始的两轮化债, 分别主要采取地方债置换和市场化化债两类方式。2014 年开始的首轮“化债”主要将存量债务纳入预算管理、通过发行置换债将其“显性化”等。2015 年至 2018 年间, 置换债发行规模超 12 万亿元, 基本将 2014 年底的不规范存量债务置换完毕。2018 年开始的第二轮“化债”则跟侧重化解隐性债务, 且多采用市场化方式。财政部提出的“化债”方式中, 项目结转资金偿还、转为经营债务、借新还旧等均为市场化“化债”方式(详情参见《贵州化债加力, 吹响新一轮化债号角? 》)。

图表 21: 历年置换债发行规模



来源: Wind、财政部、国金证券研究所

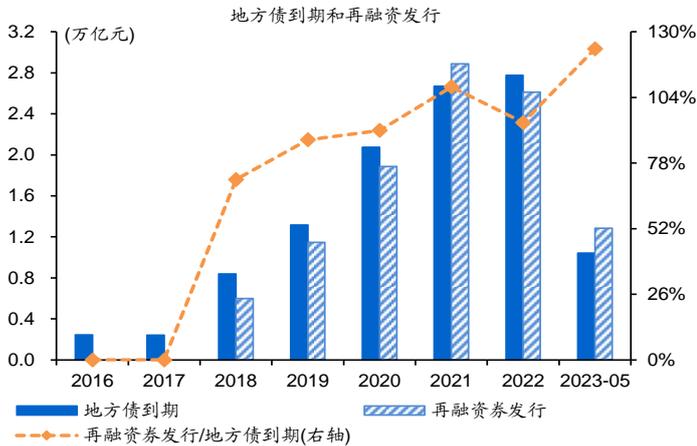
图表 22: 存量债务化解主要包括债务展期等方式



来源: 财政部、国金证券研究所

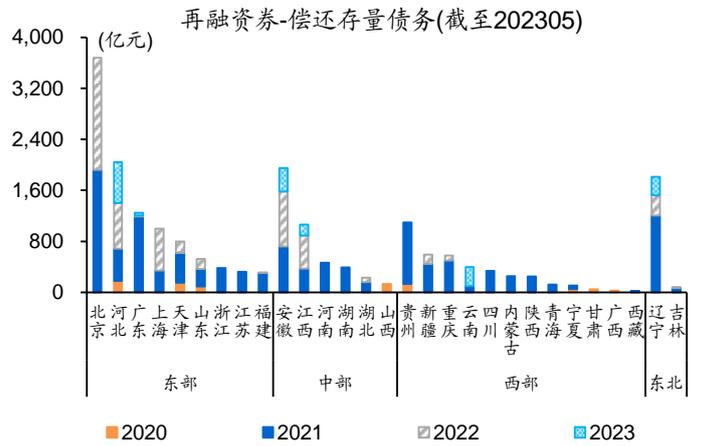
2020年底以来,特殊再融资“接棒”、成为“化债”重要途径之一,助力北京、广州等地全域隐性债务清零。近年再融资券发行规模高于同期地方债到期规模、存在明显“超发”现象,2020年12月,部分再融资券募资用途中开始注明“偿还存量债务”、或与化解隐性债务、缓解债务偿付压力等有关。伴随“清零”试点省市扩展等,再融资券或成为“化债”重要途径之一。置换债务的同时,部分省市控制非标等高成本负债、展期降息等,来优化债务结构,缓解付息压力(详情参见《债务“置换”加快,稳增长“轻装前行”》)。

图表 23: 2021 年来,再融资券存在一定“超发”迹象



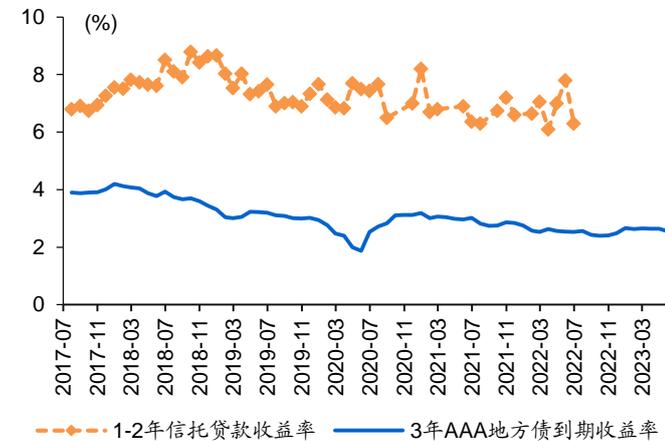
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 京、粤等地再融资“偿还存量债务”规模较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 非标融资成本明显高于地方债



来源: Wind、国金证券研究所

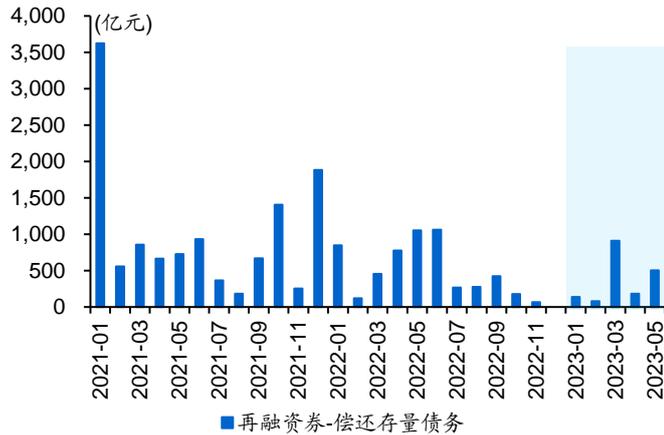
图表 26: 2022 年部分地区出台化债专项方案

省/市	区/县/市	财政资金	盘活存量资金资产	拓宽财源渠道	债务置换或再融资	展期降息
浙江	金华市婺城区	✓	✓	✓		
安徽	马鞍山市	✓	✓		✓	
湖南	株洲市	✓	✓	✓	✓	✓
江西	江西永修县	✓				
江西	宜春宜阳新区	✓			✓	✓
贵州	兴仁市	✓	✓	✓		✓
贵州	遵义市务川县	✓	✓			
云南	昆明市	✓	✓		✓	

来源: 政府网站、国金证券研究所

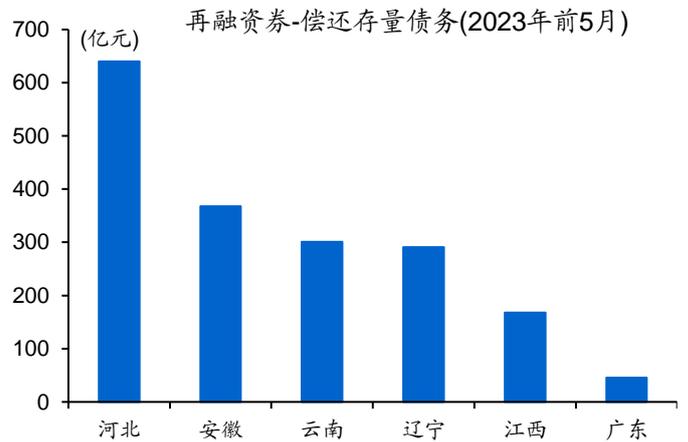
年初以来，部分省市特殊再融资发行也有所增加，例如，河北、安徽、辽宁等地较为明显。2023年以来，注明“偿还存量债务”的特殊再融资较去年四季度明显增长，前5月合计发行超1800亿元。其中，河北发行近640亿元、占比35%以上，其他省市中，安徽、云南也相对较多，均在300亿元以上，或与部分省市隐性债务“清零”等持续推进有关，例如，2023年年初重庆财政预算报告指出，“发行再融资券650亿元，缓释当期偿债压力，指导区县规范开展存量债务展期重组”等。

图表 27：年初以来，特殊再融资券发行有所增加



来源：Wind、国金证券研究所

图表 28：冀、皖等地年初以来特殊再融资券发行较多



来源：Wind、国金证券研究所

图表 29：部分省市隐性债务“清零”陆续推进

时间	省市	会议/文件	主要内容
2021年5月	深圳	政府工作报告	强化风险意识，积极防范重大风险挑战，率先实现政府隐性债务全部清零
2021年10月	广东	省政府常务会议	全域无隐性债务试点宫颈做正式启动，要切实提高政治站位，健全机制统筹推进，依法依规全面清理存量隐性债务，确保按期完成试点任务
2021年10月	上海	省政府常务会议	启动“全域无隐性债务”试点工作
2023年1月	北京	《2022年预算执行情况和2023年预算(草案)的报告》	加快化解隐债，提前三个月完成中央提出的全域无隐性债务试点任务要求
2023年2月	重庆	《2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》	发行再融资债券650亿元，缓释当期偿债压力，指导区县规范开展存量债务展期重组，优化债务期限结构等

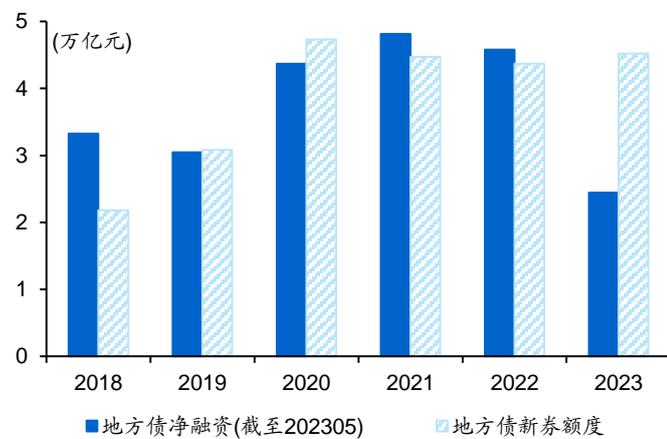
来源：政府网站、国金证券研究所

三、当务之急是稳定再融资现金流，转化债务、加强市场沟通等经验或可借鉴

(一) 再融资券或可“助力”稳定再融资现金流，但付息压力下扩张空间或受限

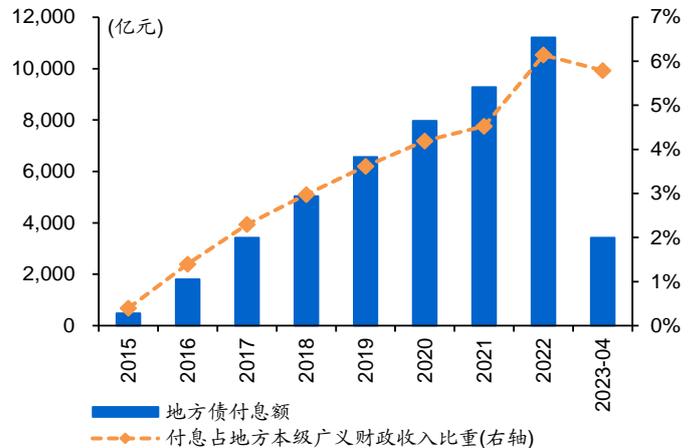
隐债置换、到期债务续作等，带来债务付息压力持续累积。特殊再融资券偿还地方债本金及置换债、置换“隐债”等，或可为部分地区解决再融资难的“燃眉之急”、尤其是部分弱区域。但同时也需注意的是，地方债务加速累积下，地方债付息占广义财政收入比重自2015年持续抬升至2022年的6.1%、2023年前5月维持5.8%左右的高位。拆分来看，特殊再融资中一半以上为一般再融资券，需要用一般公共预算收入偿还，而一般财政支出中的“刚性”支出，例如，社保就业、教育、卫生健康等合计占比超一半，或约束一般再融资用于置换“隐债”、缓释偿债压力的空间等。

图表 30：存量债务到期续作等导致地方债务持续累积



来源：Wind、国金证券研究所

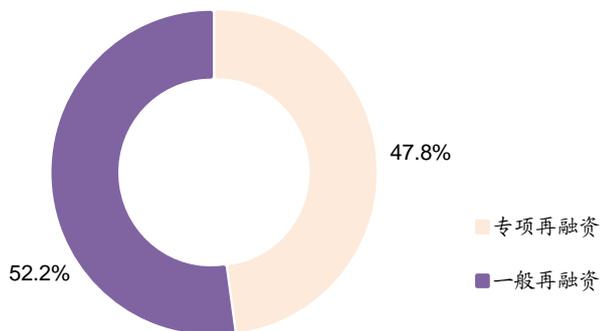
图表 31：地方债付息占地方财政收入比重明显抬升



来源：中债登、国金证券研究所

图表 32：特殊再融资中，一般再融资占比超一半

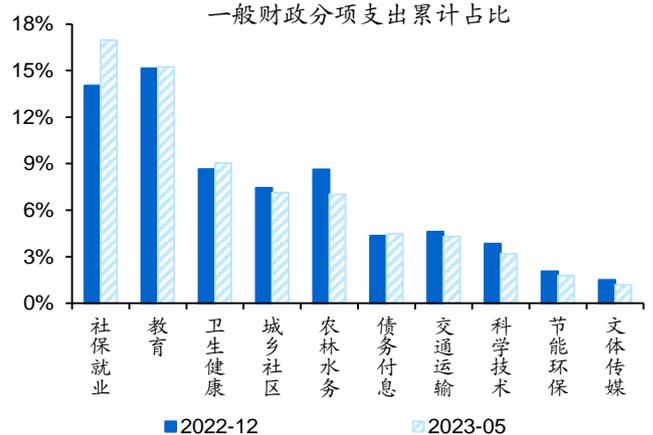
再融资券-偿还存量债务
(结构分布,截至202305)



来源：Wind、国金证券研究所

图表 33：一般财政中社保就业等刚性支出占比较高

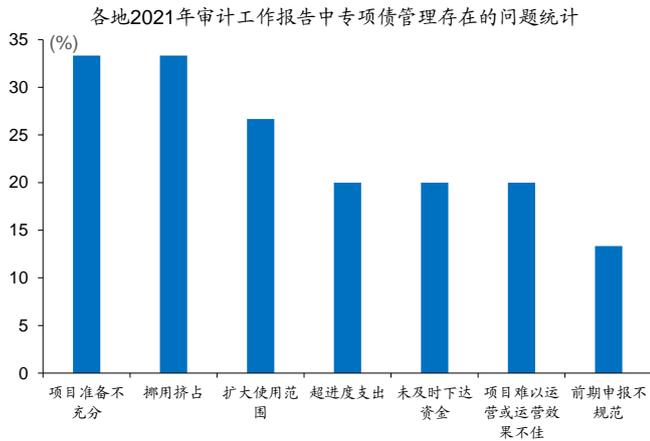
一般财政分项支出累计占比



来源：Wind、国金证券研究所

专项项目收益偏弱下，付息压力加大等也或约束特殊再融资券的扩张空间。据2021年地方审计工作报告披露，地方专项债管理中存在挪用挤占、项目难以运营或运营效果不佳等付息承压问题。实际上，如果专项债项目质量比较差，其还本付息或需动用政府性基金收入或从项目单位调入专项收入；即使项目质量较好，新项目在3-5年建设周期内，或仍缺乏现金流。过去几年专项债扩张下，许多新项目开工建设，推升付息压力，可能对后续债务扩张、项目加码形成掣肘（详情参见《付息视角，看明年地方债空间？》）。

图表 34: 地方专项债挪用挤占、难以运营等问题较多



来源: Wind、国金证券研究所

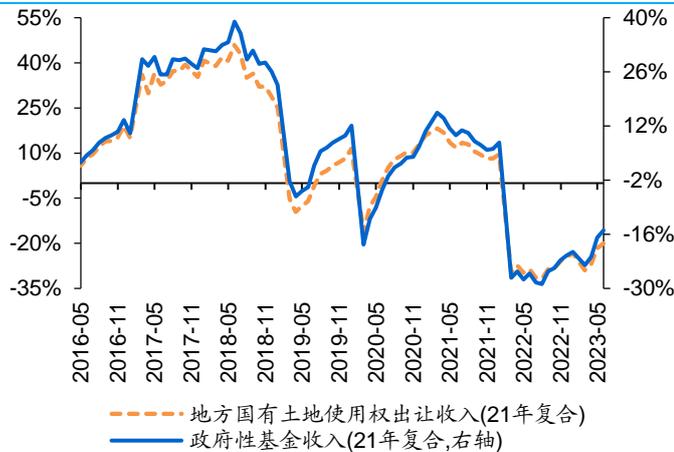
图表 35: 地方专项债还本付息相关政策

时间	文件/会议	对于专项债及对应利息要求
2016年11月	《地方政府专项债券预算管理办法》	专项债本金通过对应的政府性基金预算收入、专项收入、发行专项债券等偿还; 专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还, 不得发行专项债券偿还。
2017年6月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》	发行土地储备专项债券的土地储备项目应当有稳定的预期偿债资金来源, 对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息, 实现项目收益和融资自平衡。
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》	收费公路专项债券本息应由项目对应并纳入政府性基金预算管理, 专项收入偿还, 其中专项收入包括收费公路对应的广告收入、服务设施收入、收费公路权益转让收入等。
2019年6月	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	省级政府对专项债券依法承担全部偿还责任, 组合使用专项债券和市场化融资的项目, 项目收入实行分期管理, 项目单位依法对市场化融资承担全部偿还责任。
2021年12月	国务院例行吹风会	如果专项债对应的基金收入因为内外部环境发生变化, 导致不足以偿还本金和利息的, 及时进行动态调整, 从相关的公益性项目单位调入专项收入进行弥补, 保障债券还本付息, 防范专项债券偿付风险。

来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

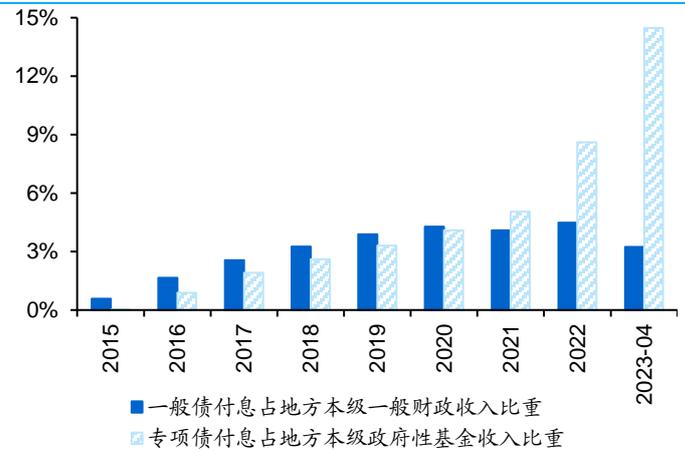
土地出让收入低迷下进一步加剧地方债偿付压力。相较于一般债, 专项债付息由相应的政府性基金收入承担、纳入政府性基金预算管理; 土地市场“降温”下, 政府性基金收入增速自 2022 年以来持续处于负值区间, 使得专项债付息压力加速显现, 例如, 2023 年前 4 月专项债付息占地方本级政府性基金收入比重创新高至 14.5%、较 2022 年底大幅抬升近 6 个百分点, 部分欠发达地区或更为突出。

图表 36: 土地出让收入拖累政府性收入下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 专项债付息压力凸显



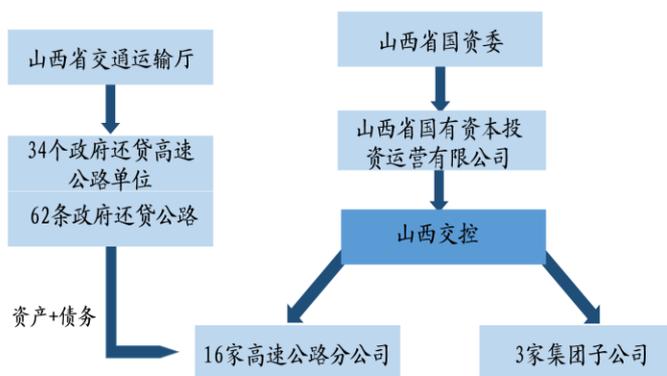
来源: Wind、国金证券研究所

(二) 部分省市剥离、转化债务，加强市场沟通等缓解再融资压力等经验也或可借鉴

恢复、稳定地方再融资现金流或是当务之急。除缓解再融资压力外，各省市“控增量”、“化存量”等防范化解地方债务风险举措一直在路上。

部分省市剥离、转化债务，增强自我经营和造血功能等经验或可借鉴，例如2018年的“山西模式”。2018年底，山西省通过资源整合成立山西交控集团，将债务主体由政府向企业转移，并与国开行，工行、农行、中行等参团的银团签订贷款协议，对存量债务进行结构性重组，将短期和中长期债务延长至20-25年，缓解近年集中到期的流动性压力，每年也因此减少利息支出近30亿元左右。

图表 38：山西交控的重整思路



来源：国金证券研究所

图表 39：“山西模式”特征

- 资产重组和债务重组同步**
推动政企分开，机制改革，整合省内高速公路资源，促进自我经营和造血能力。
- 以国资委为出资人，符合国有资本投资公司改革思路**
以国资委作为交控集团的出资人，交控集团再履行对下属公司的出资人责任，出资人通过现代公司治理机制履职，更有利于政企分开、竞争中性和原则，建立现代企业制度，增强市场化经营能力和融资能力。
- 采用分公司制，便于平衡营业收入，共享集团信用**
采用分公司架构，偿债主体是总公司，集团的所有收入一致对外形成偿债来源，可平衡偿债能力，共享集团信用。
- 实现贷款期限与现金流入周期匹配，债务成本降低**
化解以低利率、长期贷款置换高利率、短期贷款，在制止利息“滚雪球”、防止债务违约的同时，实现贷款回收与经营收益匹配，从而化解债务风险。
- 财政采取注资方式予以支持，避免隐性债务风险**
山西交控成立过程中，山西财政对山西交控集团分年分批进行大规模注资，改善山西交控整体负债状况和市场融资能力。

来源：国金证券研究所

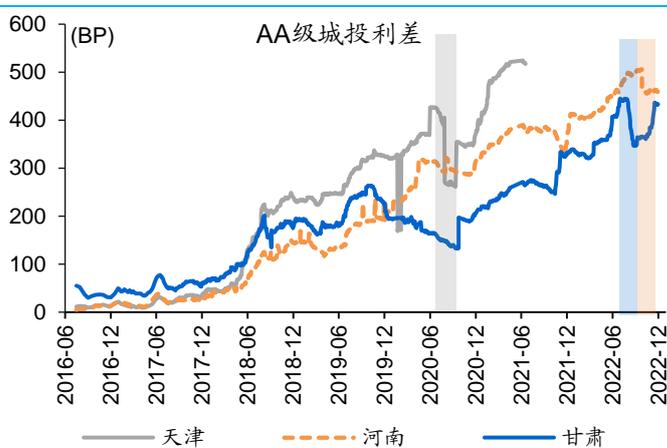
加强与市场沟通、要求规划好各期债券发行和兑付衔接，防止发生债券兑付违约，向市场传达信心，缓解再融资压力等。近年，部分省市加强与市场沟通，召开恳谈会，强调按照约定履行兑付义务，并制定还款计划，提前落实还款资金等，坚决维护市场环境和信任基础。并就债务化解等问题，落实相关举措，给市场传递信心。回溯历史发现，部分省市在召开座谈会后，区域内AA级城投债利差均出现明显的阶段性回落。

图表 40：近年，部分省市召开相关座谈会稳定市场信心

时间	省市	相关会议	主要内容
2021年6月	天津	债券市场投资人恳谈会	将建议防范违约的刚性机制，要求企业必须提前3个月制定还款计划，提前一个月落实还款资金，债券到期前3个月预警，逐月开展研判。
2022年3月	天津	国企与金融机构恳谈会	国资委企坚决守护好信用环境，公开市场债务全部如期兑付，为资本市场注入了信心。
2022年8月	河南	辖区重点企业公司债券规范发展座谈会	要严格落实“6.3.1”工作机制，提前做好债券兑付计划，提前安排兑付资金，按照的发展履行兑付义务，让投资者放心。要坚持市场化、法治化处置债券风险，不逃废债，诚实守信，共同优化辖区信用融资环境。
2022年10月	甘肃兰州	国际投资者视频交流会议	今年9月以来，省委省政府在有关会议中研究出台了一系列支持措施，计划采取短期与中长期相结合的方式予以化解，短期（到今年年底前），兰州建设年内到期债务，省市已有具体安排。中期，通过组建银团来提供不低于200亿元的长期稳定资金支持。长期，将充分利用省市两级政府注入的资源资产资金。
2023年2月	广西柳州	柳州市国有企业发债债券推介会	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，提前落实偿债资金。成立柳州市偿债准备金，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，确保债券持有人的合法权益，坚决维护好柳州的良好资本市场环境和信任基础。
2023年3月	山东潍坊	债券市场投资人座谈会	潍坊市委市政府将坚持全市“一盘棋”思路，以国企转型改革为重点，统筹市县两级资源，打造规模化、产业化、资产证券化的国企平台，保障好投资者的资金安全。

来源：政府网站、国金证券研究所

图表 41：座谈会后，部分省市城投债利差有所回落



来源：Wind、国金证券研究所

除缓解再融资压力外，部分省市在控制增量债务、防范违约风险等方面明显加力，例如，山东加强国企债务管控、控制“杠杆”、合理安排债券期限结构等。近期，部分省市在防范债务风险方面明显加力，例如，2023年5月，山东省发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》，着力于控制差异化降杠杆、控制企业资产负债率，平衡债券期限结构与资金安全、避免债务过于短期化，合理安排非标融资比例等控制增量风险。

图表 42：部分省市发文加强企业债务管控、注重融资结构、强化资产负债约束等

省市	时间	文件	主要内容
河北	2021年3月	《河北监管局防范化解地方政府债务风险工作方案》	督促市县财政部门完善债务风险监控和定期报告制度...加强预算执行监督，重点关注当年到期债务、还本付息安排等情况...对入库专项债项目“一案两书”等资料是否合规、项目收益能否覆盖本息进行监控，防范偿债风险等
河南	2021年5月	《关于加强省管企业债务风险管控工作的实施意见》	建立债务风险管控机制，负债规模和资产负债率双约束...建立债务风险管理的长效机制等
福建	2021年8月	《关于加强所出资企业债务风险管控工作的实施意见》	合理配置融资工具，注重融资结构和期限适配性...分类管控资产负债率...开展债券全生命周期管理等
		
山东	2023年5月	《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》	从内控建设、投资的财务管控、资金管理、两金和资产负债率管控、低效无效资产处置等6个方面进行债务管控等...加强债券总量控制，严格控制债券总量过度增长...全面优化企业有息负债结构等

来源：政府网站、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1. 城投融资“疲态”凸显、结构分化，部分弱区域、弱资质平台融资持续收缩。城投融资难的“症结”或在于市场对其现金流的担忧，与土地市场的明显降温等有关。
2. 再融资压力下，部分城投流动性“捉襟见肘”、风险有所“露头”。防范化解债务风险一直在路上，特殊再融资券“接棒”成为防风险重要途径、但更侧重于存量结构优化等。
3. 恢复、稳定再融资现金流或是当务之急，部分特殊再融资券或可“助力”，但债务付息压力或掣肘其扩张空间。因地制宜下，部分省市剥离、转化债务，加强市场沟通等缓解再融资压力等经验也或可借鉴。

风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、统计过程中可能的偏误或遗漏。文中将“偿还存量债务”的再融资券划归为特殊再融资券，可能存在统计偏误或遗漏。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402