



宏观研究

# 【粤开宏观】2023 年城投债回顾与 2024 年展望

2024 年 01 月 28 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】意外的降准与落空的降息：原因、影响与展望》2024-01-24

《【粤开宏观】2023 年中国经济复盘及 2024 年展望》2024-01-17

《【粤开宏观】全球财税趋势与 2023 年财税形势概览》2024-01-14

《【粤开宏观】省以下财政体制的四个总体特征、问题与建议》2024-01-09

《【粤开宏观】全球经济新格局：区域价值链的重构与三大中心的挑战》2024-01-04

## 导读

2023 年是化债之年，7 月 24 日中央政治局会议提出“要制定实施一揽子化债方案”后，各地积极推动隐性债务化解工作。城投企业作为隐性债务的主要举借主体，是化债工作的重中之重。城投债是城投企业在公开市场发行的债券，是城投债务的重要组成部分，因其公开性对债券市场、金融机构投资产生了较大的影响，在本轮化债中受到的影响也更大。2023 年城投债一、二级市场表现如何？为何在四季度会出现城投平台“退出潮”和“364 境外债”发行量快速上升？2024 年是否会继续发行特殊再融资债券？城投未来向何处去？本文主要回答以上问题。

## 摘要

### 一、2023 年城投债回顾：七大特点

1、“一揽子化债方案”下特殊再融资债券超预期发行，城投债迎来一轮超级行情。2023 年 10 月以来，各省陆续启动特殊再融资债券的发行，截至 2023 年底共发行 13885 亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古和辽宁等重点区域获得的力度较大，发行规模均超过 1000 亿元。一级市场发行利率快速下行，出现“抢购”状态。云南、天津、吉林、陕西等省份 2023 年 12 月较 1 月加权平均票面利率下降幅度超过 200BP。同时城投债的认购倍数也快速上升，天津城建最高认购倍数达到 105.1 倍。二级市场收益率整体呈现出下行趋势，信用利差大幅收窄。截至 2023 年底，城投债信用利差降至 73.6BP，较年初收窄 107BP。分等级来看，低等级城投债信用利差降幅最大，AAA、AA+和 AA 级分别收窄 54.4BP、117.9BP 和 181.8BP。分区域来看，8 个省份信用利差收窄幅度超过 200BP，青海、云南、天津等债务负担较重的省份信用利差降幅居前，均超过 300BP，其中天津信用利差收窄至 100BP 以内。而北京、上海、广东 3 个省份由于本身城投信用风险较小，信用利差收窄空间有限，降幅均小于 60BP。

2、城投债逐步进入存量时代，到期偿还量不断扩大，净融资回落。2023 年城投债发行量和偿还量分别增长 25.1%和 30.8%，总偿还量增长较快导致净融资收缩。一方面，城投债进入到到期高峰，再融资压力增大，2023 年城投债到期量达 2.5 万亿元，同比增长 18.9%；另一方面，随着化债资金陆续到位，城投债迎来一轮“提前兑付潮”，11 月和 12 月城投债提前兑付量分别同比增长 75.2%和 222.1%。

城投债净融资也自 11 月开始转负，全年城投债净融资规模为 8756 亿元，同比增长 4.3%，较 2021 年下降 54.2%。分省份来看，10 个省份净融资规模为负，集中在西部和东北地区。其中贵州、广西、吉林三省净融资规模分别为 -373.9 亿元、-166.8 亿元和 -103.7 亿元。

3、城投债近 70%用于借新还旧，超 90%用于偿还债务。2023 年城投债募集资金用于借新还旧和偿还有息债务的比重分别达到 69.1%和 24.1%，二者合计占



比为 93.2%；用于项目建设和补充流动资金较少，占比分别为 2.3%和 2.1%。分省份来看，青海、宁夏、天津、吉林和海南五省份偿还债务占比达到 100%。

**4、高息城投债遭提前偿还，逐渐淡出市场，“资产荒”加剧。**2023 年提前兑付的城投债以高息债券为主，5%及以上城投债占比 85.8%，其中，7%-8%的城投债占比达到 29.3%，8%及以上的城投债占比为 4.7%。从存量城投债来看，69.6%的城投债票面利率低于 5%，8%及以上存量高息城投债规模仅为 782 亿元，占比仅有 0.6%。

**5、城投融资政策进一步收紧，城投债终止审查数量创新高。**2023 年 10 月份以来，交易所审核反馈为“终止”的城投债数量创新高，四季度终止审查城投债 116 只，规模达 1644 亿元。全年终止审查城投债 207 只，金额合计 2998.9 亿元，分别较 2022 年同比增长 69.7%和 62.6%。

**6、城投平台“退出潮”来袭。**城投发行人为了避免批文审核不通过，在募集说明书中披露自身为“市场化经营主体”。2023 年多达 725 家城投平台在公告中声明退出地方政府融资平台，为 2022 年的 4 倍。

**7、境内融资难背景下，“364 境外债”发行规模上升，目前已暂停。**2023 年城投企业共发行 27 只“364 境外债”，合计金额 273.1 亿元，主要集中在 11 月和 12 月，分别发行 230.2 亿元和 26.8 亿元，占当月城投境外发债规模的比重分别为 75.2%和 17.6%。值得注意的是，“364 境外债”票面利率大多在 6%以上，有的甚至高达 8.9%，“364 境外债”的发行可能会加大城投债务风险，2024 年以来没有此类债券发行。

## 二、2024 年城投展望：五大趋势

**第一，总体来看，城投债务风险总体可控，公开市场债券本金兑付仍有保障。**预计 2024 年一揽子化债措施将继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投债务风险总体可控，城投债的兑付仍有保障。

**第二，2024 年城投债再融资压力较大，借新还旧仍是主旋律。**2021-2026 年是城投债的到期高峰，年到期量均超过 2 万亿元。其中，2024 年到期量超过 3 万亿元，达到 30037 亿元，占存量城投债的比重达到 25.5%。展望 2024 年，在发行端政策持续收紧背景下，新发行城投债将主要用于借新还旧，城投债净融资规模将延续下降趋势，预计为 6000-8000 亿元。

**第三，“资产荒”还将持续，倒逼金融机构提高投资管理能力。**目前一揽子化债措施主要针对本金，城投企业付息压力仍大，2024 年城投企业仍将致力于置换高成本债务、压降融资成本。对于投资机构而言，这意味着过去依靠信仰而“躺赚”的模式不再。但资产荒并不意味着没有资产可投资，而是缺少收益高、风险低的优质资产。长期来看，这将倒逼金融机构提高投资管理能力。

**第四，特殊再融资债券将继续发行，财政化债与金融化债同时发力。**一方面，在城投债务和付息压力仍不算小、地方债务结存限额仍有空间的前提下，2024 年大概率将继续发行特殊再融资债券支持隐性债务化解。截至 2023 年底，地方债务余额为 40.7 万亿元，距离 42.2 万亿元的限额，结存限额被压缩至 1.4 万亿元，较 2022 年末减少 44.1%。

**另一方面，继续加大金融化债的力度，包括推动地方政府与金融机构协商，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”；央行应急性贷款支持；破产**



重组、清算等方式减计债务；由四大资产管理公司购买地方城商行、农商行的城投债，避免城投债务拖垮地方城商行、农商行引发金融风险，提前拆弹；政策性银行发放中长期贷款，缓解当前到期债务压力。

**第五，有序推动城投企业注销、整合和转型，从城投自身化解部分债务风险。**由省级政府统筹，在摸清地区城投企业的情况下，结合地区经济发展水平、区域资源、公共服务需求情况，确定地区内需要的省级、市级和区县城投数量。在此基础上，有序推动区域内城投企业整合、重组，减少城投平台数量、推动城投平台转型是大势所趋。具体来看：**第一步**，将区域内城投按照公益性业务进行分类整合，提高运营效率。需要注意的是，这种整合不是为了扩大资产、提高信用等级再去新增融资，而是对同类业务或沿着业务上下游进行有效整合，避免出现整而不合的情况。**第二步**，审慎推动有能力、有意愿的城投企业进行转型，转型后按照市场化企业管理，以后再举借债务政府不再承担偿还责任。具体转型方向详见《城投转型的实质与隐性债务测算》。**第三步**，其他企业通过变卖资产、省级救助等方式逐步偿清债务后予以注销。

**风险提示：**城投政策超预期收严、超预期信用风险事



## 目 录

一、2023 年城投债总结：七大特点 .....	
二、2024 年城投债展望：五大趋势 .....	1

## 图表目录

图表 1： 2023 年分省份特殊再融资债券发行规模 .....	
图表 2： 2023 年分省份城投债加权平均票面利率变化趋势 .....	
图表 3： 2023 年各等级城投债信用利差走势 .....	
图表 4： 2023 年分省份城投债信用利差变化情况 .....	
图表 5： 城投债净融资趋势 .....	
图表 6： 2023 年分省份城投债净融资情况 .....	1
图表 7： 2023 年城投债募集资金用途 .....	1
图表 8： 2023 年分省份城投债募集资金用途 .....	1
图表 9： 2023 年提前兑付城投债票面利率结构 .....	1
图表 10： 存量城投债利率结构 .....	1
图表 11： 2023 年 10 月以来，城投债终止审查数量创新高 .....	1
图表 12： 2023 年城投退出平台数量创新高 .....	1
图表 13： 城投平台海外发债情况 .....	1
图表 14： 历年城投债到期偿还量 .....	1
图表 15： 历年地方政府债务结存限额变化情况 .....	1



## 一、2023 年城投债总结：七大特点

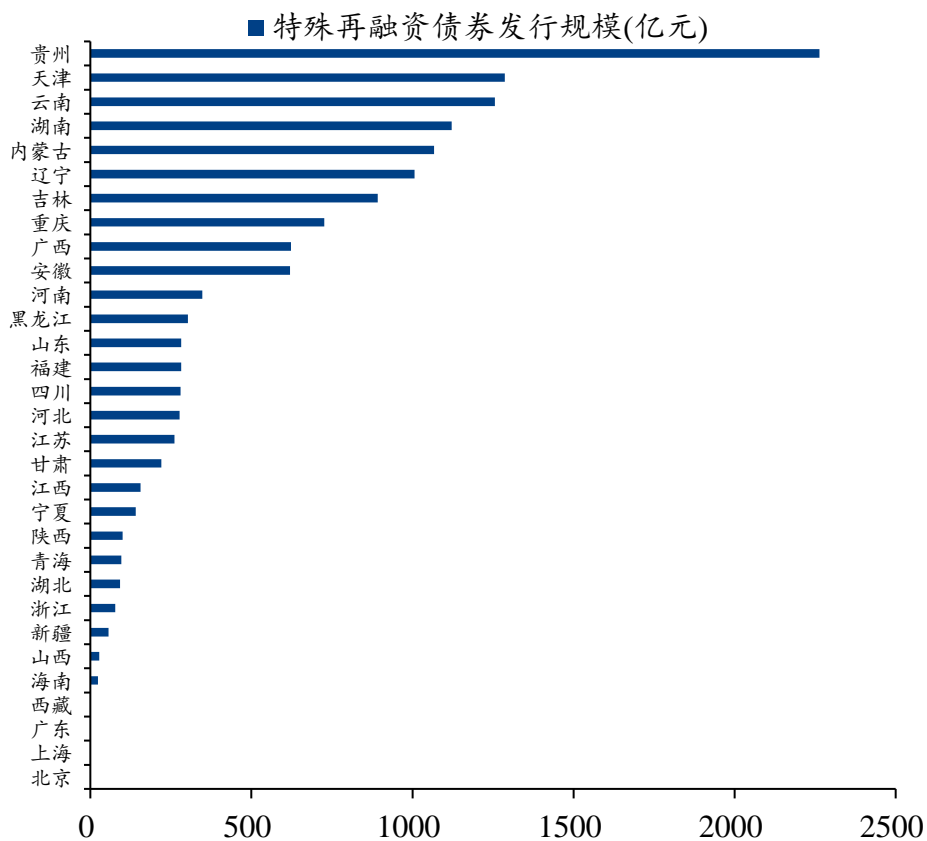
一是“一揽子化债方案”下特殊再融资债券超预期发行，城投债迎来一轮超级行情。上半年受土地出让收入下滑、地方财力承压，城投非标违约、银行贷款展期等风险事件频发，云南昆明、山东潍坊等城投企业信用事件也引发市场广泛关注，投资者对城投债违约的担忧升至阶段性高点。2023 年 7 月 24 日，政治局会议提出“一揽子化债方案”后，各地积极通过财政化债和金融化债等方式推动区域内隐性债务化解，市场紧张情绪逐渐缓和并带来新一轮城投行情。2023 年 10 月以来，各省陆续启动特殊再融资债券的发行，全年特殊再融资债券累计发行 13885 亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古和辽宁等重点区域获得特殊再融资债券支持的力度较大，发行规模均超过 1000 亿元，分别为 2263.8 亿元、1286.3 亿元、1256 亿元、1122 亿元、1067 亿元和 1006 亿元。

一级市场发行利率快速下行，出现“抢购”状态。云南、天津、吉林、陕西等省份 2023 年 12 月较 1 月加权平均票面利率下降幅度超过 200BP，分别达到 301BP、294BP、248BP 和 220BP。同时城投债的认购倍数也快速上升，天津城建最高认购倍数达到 105.1 倍。

二级市场收益率整体呈现出下行趋势，信用利差大幅收窄。虽然上半年城投信用事件频发，对低级别城投债收益率形成一定的扰动，但由于 2022 年底城投债收益率处于历史高位，叠加一揽子化债政策下城投收益率迅速下行，2023 年城投债收益率整体处于下行趋势。截至 2023 年底，城投债信用利差降至 73.6BP，较年初收窄 107BP。分等级来看，低等级城投债信用利差降幅最大，AAA、AA+和 AA 级分别收窄 54.4BP、117.9BP 和 181.8BP。分区域来看，8 个省份信用利差收窄幅度超过 200BP，其中青海、云南、天津等债务负担较重的省份信用利差降幅居前，分别达到 595.4BP、361.1BP 和 360.4BP，天津信用利差收窄至 100BP 以内。而北京、上海、广东 3 个省份由于本身城投信用风险较小，信用利差收窄空间有限，降幅均小于 60BP。



图表1：2023年分省份特殊再融资债券发行规模



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院


**图表2：2023年分省份城投债加权平均票面利率变化趋势**

地区	趋势图	12月较1月加权平均利率变化 (BP)	2023年主要月份加权平均发行利率 (%)		
			1月	6月	12月
云南省		-301.0	7.16	6.38	4.15
天津市		-294.0	6.60	7.05	3.66
吉林省		-248.0	5.81	6.49	3.33
陕西省		-220.0	6.27	4.35	4.07
安徽省		-169.0	4.90	3.70	3.21
湖南省		-168.0	5.30	4.71	3.62
河南省		-143.0	5.20	4.88	3.77
新疆		-132.0	4.90	4.38	3.58
江苏省		-127.0	4.56	3.74	3.29
河北省		-123.0	5.00	4.39	3.77
福建省		-116.0	4.35	3.55	3.19
江西省		-112.0	4.48	4.11	3.36
重庆市		-104.0	5.10	5.27	4.06
浙江省		-92.0	4.07	3.50	3.15
湖北省		-73.0	4.40	4.33	3.67
北京市		-70.0	3.63	3.11	2.93
四川省		-60.0	4.61	3.70	4.01
山东省		-50.0	4.20	4.64	3.70
上海市		-47.0	3.23	2.95	2.76
山西省		-39.0	4.00	4.16	3.61
广西		-4.0	5.23	4.97	5.19
广东省		0.0	2.87	2.70	2.87
贵州省		49.0	5.96	5.27	6.45
西藏		110.0	3.48		4.58
宁夏		-	6.45	4.07	
内蒙古		-		2.86	
黑龙江省		-		4.17	
海南省		-			
青海省		-			
甘肃省		-			2.96
辽宁省		-		6.14	4.40

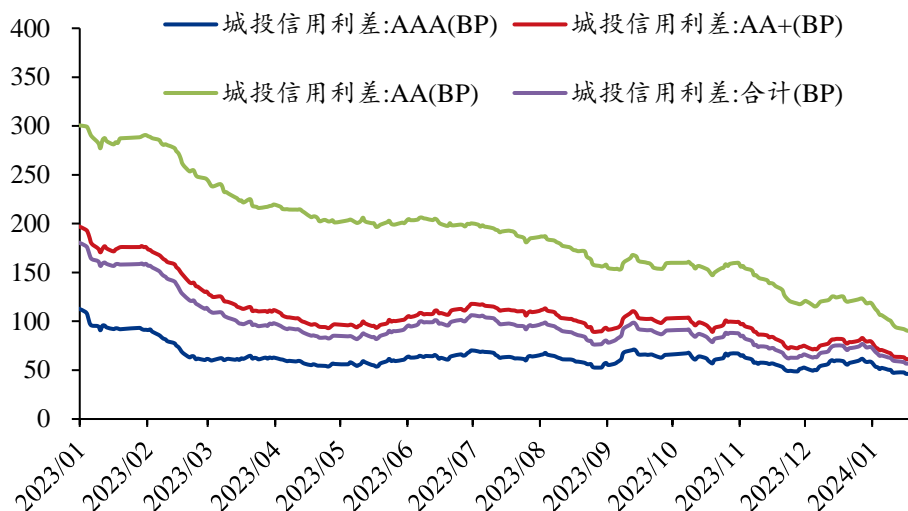
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

 注1：加权平均票面利率= $\text{sum}(\text{债券发行利率} \times \text{实际发行规模}) / \text{sum}(\text{实际发行规模})$ 

注2：部分省份存在因当月城投债发行只数少而代表性较差的情况；



图表3：2023年各等级城投债信用利差走势



资料来源：iFinD、粤开证券研究院

图表4：2023年分省份城投债信用利差变化情况

省份	信用利差 (2023/12/31)	较年初变化	信用利差 (2023/6/30)	较年初变化	信用利差 (2022/12/31)
青海	420.6	-595.4	785.0	-230.9	1015.9
云南	246.7	-361.1	487.6	-120.2	607.8
天津	92.6	-360.4	549.5	96.5	452.9
黑龙江	168.7	-263.2	334.1	-97.7	431.8
辽宁	148.4	-257.5	198.7	-207.2	405.8
广西	129.6	-255.8	234.3	-151.1	385.4
甘肃	97.2	-242.4	189.4	-150.2	339.6
贵州	404.0	-211.9	532.4	-83.6	616.0
陕西	88.9	-181.7	187.0	-83.7	270.6
河南	95.7	-166.0	197.9	-63.8	261.7
吉林	124.7	-162.0	254.5	-32.2	286.7
内蒙古	79.4	-161.1	104.6	-135.9	240.5
重庆	86.2	-150.0	164.3	-71.9	236.2
新疆	79.3	-143.6	123.8	-99.1	222.9
山西	84.1	-141.4	119.4	-106.1	225.5
安徽	73.1	-130.4	113.1	-90.3	203.5
湖南	82.7	-122.2	145.9	-59.1	205.0
河北	75.9	-120.2	107.6	-88.5	196.2
湖北	81.3	-111.0	120.1	-72.1	192.3
江苏	68.3	-106.5	95.2	-79.6	174.8
西藏	80.4	-102.4	135.7	-47.0	182.7
四川	66.5	-98.2	93.8	-70.9	164.7
山东	84.8	-98.1	141.5	-41.3	182.9
江西	77.2	-95.4	108.3	-64.2	172.5
海南	73.2	-94.8	106.1	-61.8	167.9
浙江	67.2	-92.6	94.0	-65.9	159.8
福建	59.5	-84.9	76.0	-68.3	144.3
宁夏	109.1	-60.9	111.3	-58.7	170.0
北京	56.6	-58.4	65.7	-49.3	115.0
上海	52.2	-52.5	60.3	-44.4	104.7
广东	48.6	-44.7	56.9	-36.4	93.3

资料来源：iFinD、粤开证券研究院

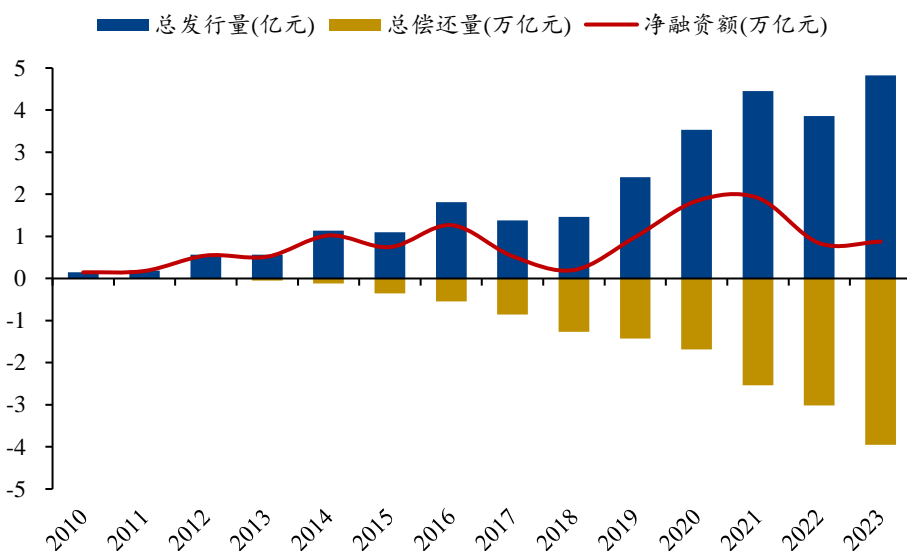




二是城投债逐步进入存量时代，到期偿还量不断扩大，净融资回落。虽然 2023 年 10 月以来城投发行端审核趋严，但全年城投债发行量可观，城投债总发行 4.8 万亿元，同比增长 25.1%。总偿还量增长较快导致净融资收缩，2023 年城投债总偿还量规模创历史新高，达到 3.9 万亿元，同比增长 30.8%。一方面，城投债进入到期高峰，再融资压力增大，2023 年城投债到期量达 2.5 万亿元，同比增长 18.9%。另一方面，随着化债资金陆续到位，城投债迎来一轮“提前兑付潮”，城投债提前兑付量呈现出明显的上升趋势，11 月和 12 月城投债提前兑付量分别达到 351.7 亿元和 703.6 亿元，同比增长 75.2%和 222.1%。

城投债净融资规模也自 11 月开始转负，11 月和 12 月分别为-678.7 亿元和-1181.8 亿元。2023 年全年城投债净融资规模为 8756 亿元，同比增长 4.3%，较 2021 年下降 54.2%。分省份来看，10 个省份净融资规模为负，集中在西部和东北地区。其中贵州、广西、吉林三省净融资规模分别为-373.9 亿元、-166.8 亿元和-103.7 亿元。

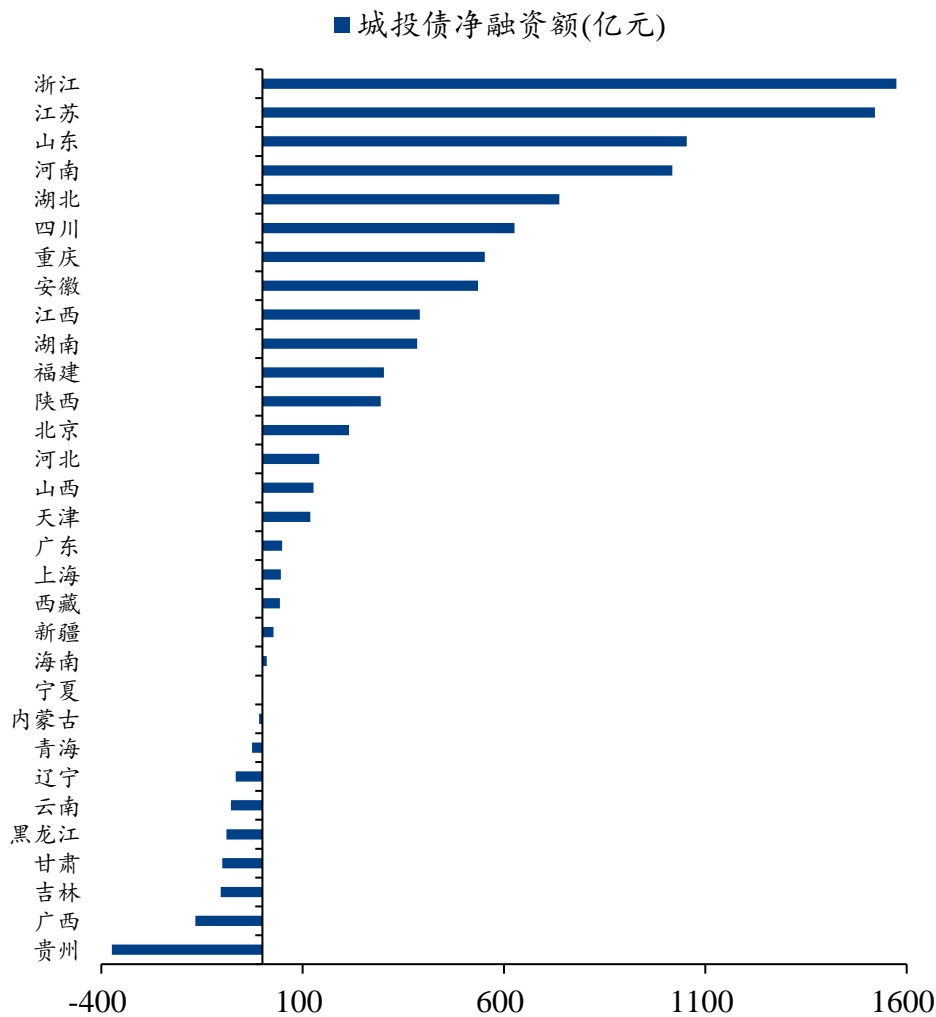
图表5：城投债净融资趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表6：2023 年分省份城投债净融资情况

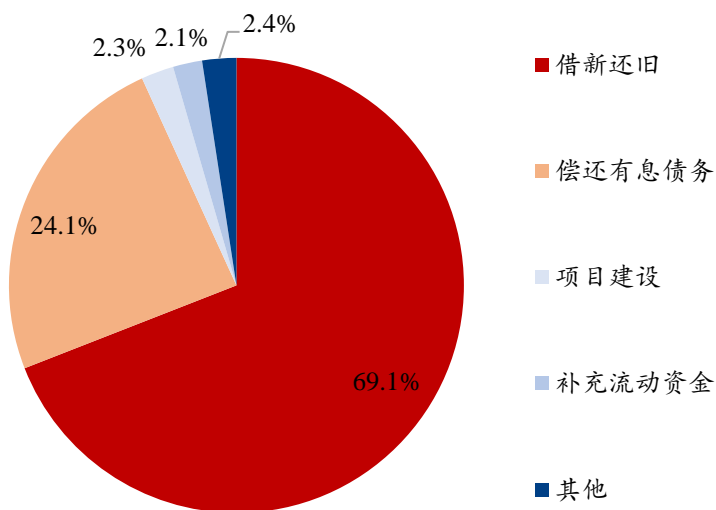


资料来源：wind、粤开证券研究院

三是城投债募集资金超 90%用于偿还债务，青海、宁夏、天津、吉林和海南五省份募集的城投债资金全部用来偿还债务。2023 年城投债募集资金用于借新还旧和偿还有息债务的比重分别达到 69.1%和 24.1%，二者合计占比为 93.2%；用于项目建设和补充流动资金较少，占比分别为 2.3%和 2.1%。分省份来看，青海、宁夏、天津、吉林和海南五省份偿还债务占比达到 100%，借新还旧占比分别为 100%、95.2%、90.3%、68.0%和 26.3%，偿还有息债务占比分别为 0.0%、4.8%、9.7%、32.0%和 73.8%。



图表7：2023 年城投债募集资金用途



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院


**图表8：2023年分省份城投债募集资金用途**

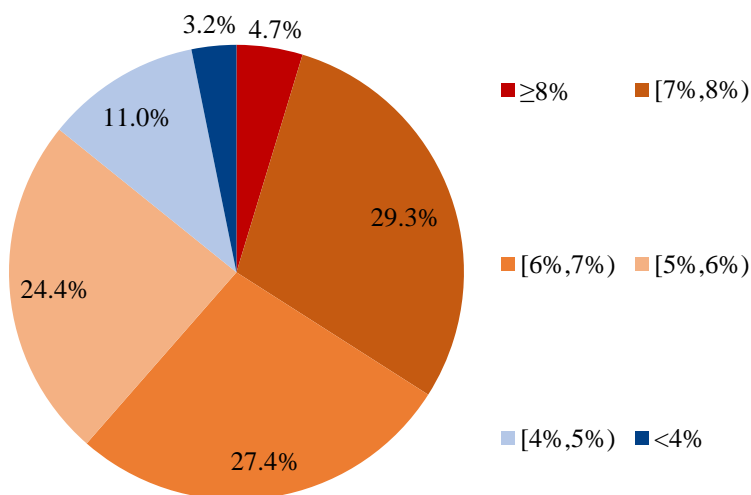
地区	借新还旧	偿还有息债务	补充流动资金	项目建设	其他
青海	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
宁夏	95.2%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
贵州	94.9%	5.0%	0.1%	0.0%	0.0%
天津	90.3%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
云南	89.0%	10.4%	0.3%	0.3%	0.0%
新疆	81.2%	13.9%	1.9%	2.9%	0.0%
江苏	80.6%	16.7%	0.8%	1.3%	0.6%
黑龙江	80.1%	8.0%	0.0%	0.0%	11.9%
辽宁	76.8%	22.8%	0.0%	0.0%	0.4%
重庆	76.4%	14.7%	3.7%	1.9%	3.3%
湖北	73.6%	17.4%	2.7%	5.6%	0.7%
江西	72.6%	21.8%	1.9%	2.9%	0.8%
湖南	68.1%	27.7%	1.6%	2.6%	0.1%
吉林	68.0%	32.0%	0.0%	0.0%	0.0%
陕西	67.8%	27.2%	1.4%	2.6%	0.9%
浙江	65.4%	27.3%	1.8%	3.2%	2.4%
广西	63.9%	33.7%	1.6%	0.7%	0.1%
上海	63.6%	24.5%	4.6%	3.2%	4.0%
河北	60.6%	36.6%	0.8%	0.0%	2.0%
河南	60.4%	33.1%	2.1%	2.2%	2.2%
福建	60.1%	29.9%	4.2%	2.6%	3.3%
山西	60.1%	30.3%	2.3%	1.0%	6.3%
四川	59.6%	31.0%	3.2%	4.3%	1.8%
甘肃	59.1%	30.2%	8.6%	2.2%	0.0%
广东	58.5%	33.9%	3.7%	1.4%	2.5%
安徽	58.4%	24.4%	2.7%	3.7%	10.8%
山东	56.2%	32.6%	2.4%	3.0%	5.8%
西藏	51.5%	47.8%	0.7%	0.0%	0.0%
北京	43.9%	34.6%	7.5%	2.9%	11.1%
内蒙古	33.8%	36.2%	30.0%	0.0%	0.0%
海南	26.3%	73.8%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：企业预警通过、粤开证券研究院

四是高息城投债遭提前偿还，逐渐淡出市场，“资产荒”加剧。一揽子化债的重要思路是以低息换高息、逐步压降成本以缓解城投短期偿债压力。2023年提前兑付的城投债以高息债券为主，5%及以上城投债占比85.8%，其中，7%-8%的城投债占比为29.3%，8%及以上城投债占比达到4.7%。从存量城投债来看，5%以下城投债占比达到69.6%，8%及以上存量高息城投债规模为782亿元，占比仅有0.6%。

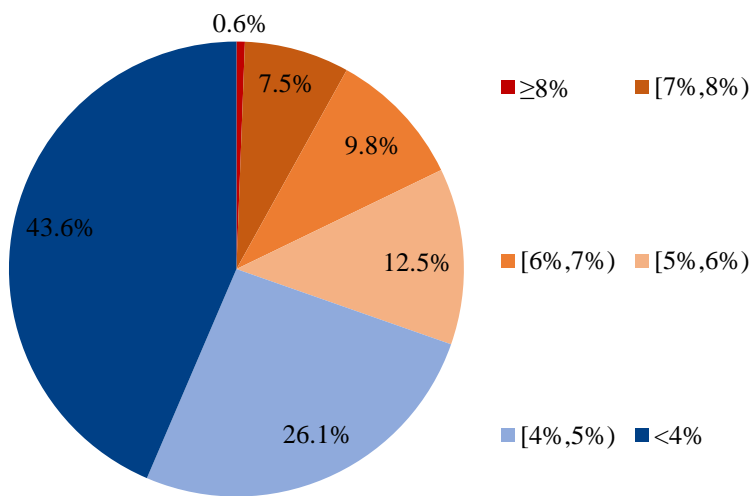


图表9：2023 年提前兑付城投债票面利率结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：存量城投债利率结构



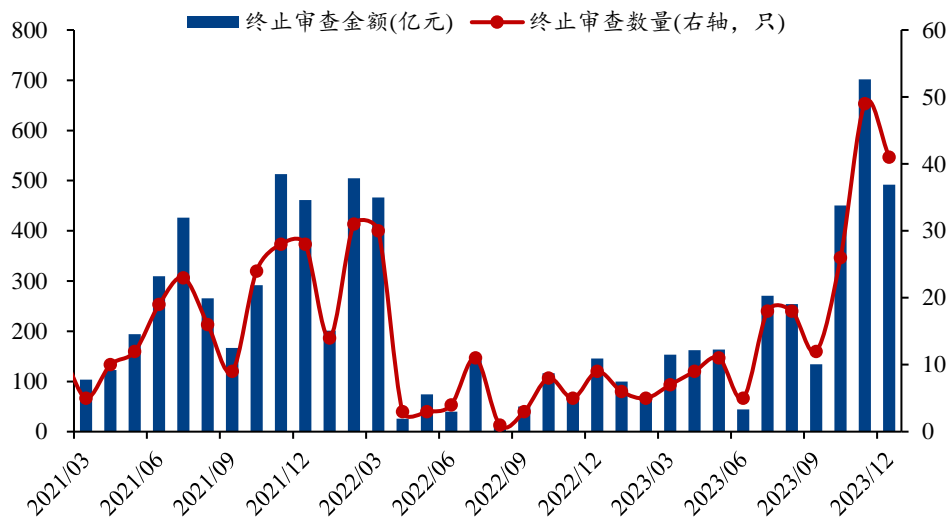
资料来源：wind、粤开证券研究院

五是城投融资政策进一步收紧，城投债终止审查数量创新高。2023 年 10 月份以来，城投融资端政策持续收紧。地方国有企业被分为三类：一是地方政府融资平台，只能借新还旧且不包括利息，不能新增融资；二是参照地方政府平台管理的国有企业，实施差异化限制，12 个高风险重点省份（天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）只能借新还旧，其他省份在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增融资；三是普通国有企业，可以新增融资，但是债务自己负责偿还。2023 年底，国办 47 号文要求 12 个重点省份“砸锅卖铁”全力化解地方债务风险，在地方债务风险降至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，遏制地方政府融资需求。交易商协会和交易所也进一步收紧城投融资政策，“3899



名单”、财政部隐债名单内以及被交易商协会和交易所认定为城投类主体的，只能借新还旧，严控新增债务。10月份以来，交易所审核反馈为“终止”的城投债数量创新高，四季度终止审查城投债116只，规模达1644亿元；全年终止审查城投债207只，金额合计2998.9亿元，分别较2022年同比增长69.7%和62.6%。

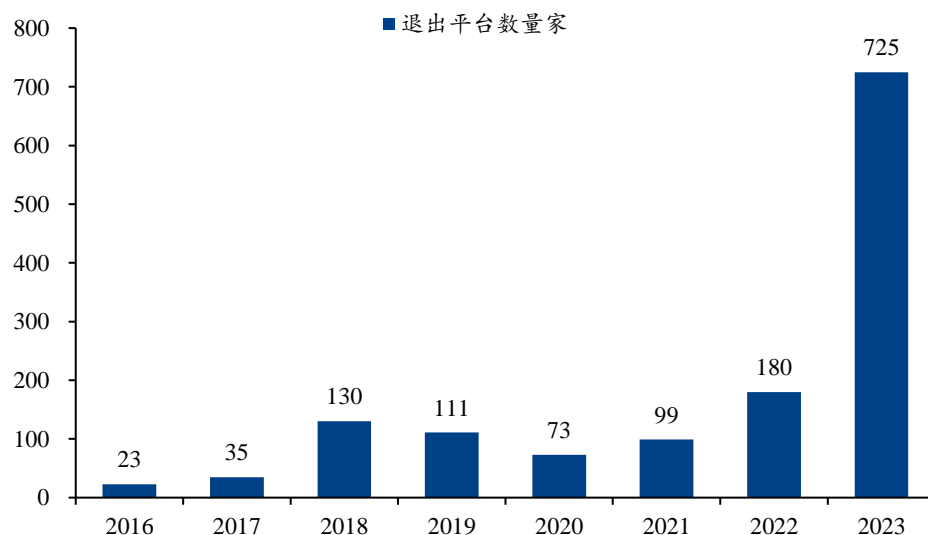
图表11：2023年10月以来，城投债终止审查数量创新高



资料来源：wind、粤开证券研究院

六是城投平台“退出潮”来袭。城投发行人为了避免批文审核不通过，在募集说明书中披露自身为“市场化经营主体”。2023年多达725家城投平台在公告中声明退出地方政府融资平台，为2022年的4倍。

图表12：2023年城投退出平台数量创新高



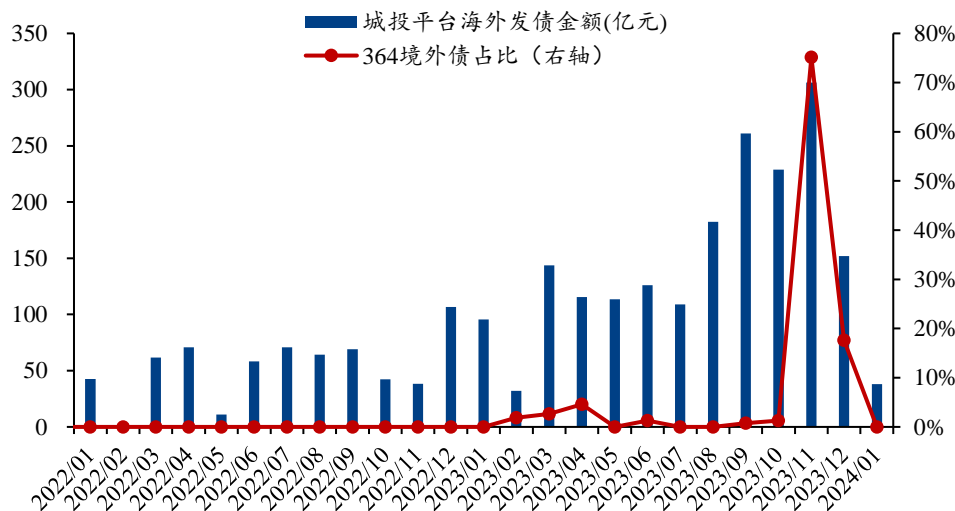
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

七是境内融资难背景下，“364 境外债”发行规模上升，目前已暂停。随着城投境内债券融资持续收缩，特别是在2023年11月和12月净融资均为负的情况下，城投企业境



外融资冲动强烈。由于“364 境外债”属于一年期以内的短期境外债券，不属于发改委监管范围，发行手续相对简单，受到城投企业的青睐，2023 年 10 月以来发行规模大幅上行。2023 年城投企业共发行 27 只“364 境外债”，合计金额 273.1 亿元，主要集中在 11 月和 12 月，分别发行 230.2 亿元和 26.8 亿元，占城投企业境外发债规模的比重分别为 75.2%和 17.6%。值得注意的是，“364 境外债”票面利率大多在 6%以上，有的甚至高达 8.9%，“364 境外债”的发行可能会加大城投债务风险，2024 年以来没有此类债券发行。

图表13：城投平台海外发债情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

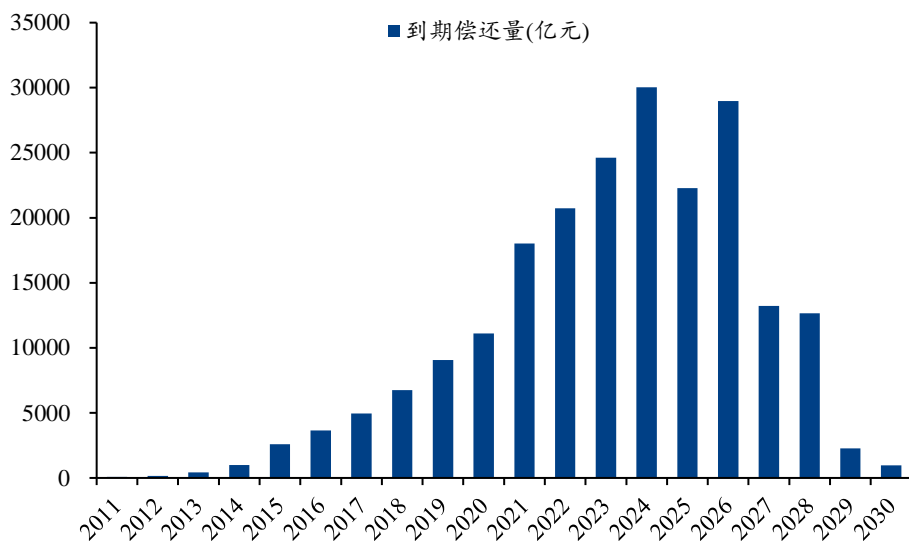
## 二、2024 年城投债展望：五大趋势

**第一，总体来看城投债务风险总体可控，公开市场债券本金兑付仍有保障。**2023 年 12 月，中央经济工作会议提出，持续有效防范化解重点领域风险，要统筹化解房地产、地方债务、中小银行金融机构等风险。随后，财政部和人民银行也就化债工作表态。财政工作会议提出，要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。人民银行工作会议指出，金融支持融资平台债务风险化解工作有序推进，指导金融机构按照市场化、法制化原则，合理运用债务重组、置换等手段，支持融资平台债务风险化解。预计 2024 年一揽子化债措施将继续落地，地方债务风险逐步缓释，城投债务风险总体可控，城投债的兑付仍有保障。

**第二，2024 年城投债再融资压力较大，借新还旧仍是主旋律。**2021-2026 年是城投债的到期高峰，年到期量均超过 2 万亿元。其中，2024 年到期量超过 3 万亿元，达到 30037 亿元，占存量城投债的比重达到 25.5%。具体来看，城投债到期压力主要集中在 1 月、3 月和 4 月份，到期量分别为 3040.3 亿元、3785.5 亿元和 3152.5 亿元。展望 2024 年，在发行端政策持续收紧背景下，新发行城投债将主要用于借新还旧，城投债净融资规模将延续下降趋势，预计为 6000-8000 亿元。



图表14：历年城投债到期偿还量



资料来源：wind、粤开证券研究院

**第三，“资产荒”还将持续，倒逼金融机构提高投资管理能力。**目前一揽子化债措施主要针对本金，城投企业付息压力仍大，2024 年城投企业仍将致力于置换高成本债务、压降融资成本。以 57 万亿元城投有息债务为例，融资成本每压降 1 个百分点，利息支出减少 5700 亿元，规模相当可观。对于投资机构而言，这意味着过去依靠信仰而“躺赚”的模式不再。但资产荒并不意味着没有资产可投，而是缺少收益高、风险低的优质资产。长期来看，这将倒逼金融机构提高投资管理能力。

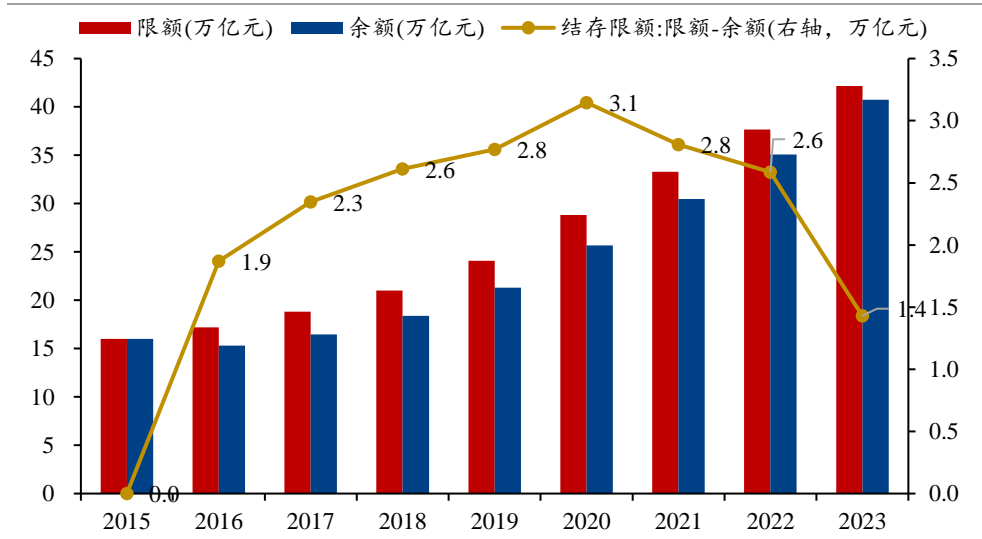
**第四，特殊再融资债券将继续发行，财政化债与金融化债同时发力。**一方面，在城投债务和付息压力仍不算小、地方债仍有空间的前提下，2024 年大概率将继续发行特殊再融资债券支持隐性债务化解。截至 2023 年底，地方债务余额为 40.7 万亿元，距离 42.2 万亿元的限额，结存限额被压缩至 1.4 万亿元，较 2022 年末减少 44.1%。其中一般债务结存限额为 6844 亿元，专项债务结存限额为 7463 亿元。

**另一方面，**继续加大金融化债的力度，包括推动地方政府与金融机构协商，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”；央行应急性贷款支持；破产重组、清算等方式减计债务；由四大资产管理公司购买地方城商行、农商行的城投债，避免城投债务拖垮地方城商行、农商行引发金融风险，提前拆弹；政策性银行发放中长期贷款，缓解当前到期债务压力。





图表15：历年地方政府债务结存限额变化情况



资料来源: wind、粤开证券研究院

**第五，有序推动城投企业注销、整合和转型，从城投自身化解部分债务风险。**由省级政府统筹，在摸清地区城投企业的情况下，结合地区经济发展水平、区域资源、公共服务需求情况，确定地区内需要的省级、市级和区县城投数量。在此基础上，有序推动区域内城投企业整合、重组，减少城投平台数量、推动城投平台转型是大势所趋。具体来看：**第一步**，将区域内城投按照公益性业务进行分类整合，提高运营效率。需要注意的是，这种整合不是为了扩大资产、提高信用等级再去新增融资，而是对同类业务或沿着业务上下游进行有效整合，避免出现整而不合的情况。**第二步**，审慎推动有能力、有意愿的城投企业进行转型，转型后按照市场化企业管理，以后再举借债务政府不再承担偿还责任。具体转型方向详见《城投转型的实质与隐性债务测算》。**第三步**，其他企业通过变卖资产、省级救助等方式逐步偿清债务后予以注销。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)