



# “宏观基本面”系列

宏观专题研究报告  
 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：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 地方化债再审视：进度几何？

新一轮地方化债加码、进度几何？对经济基本面、市场可能产生怎样影响？本文梳理，敬请关注。

### 一季度城投债融资转负至历史低位，回售、提前兑付比重抬升

一季度城投债融资转负、创历史同期新低。年初以来，城投债融资持续走弱，3月超季节性回落至-660亿元左右、创历史同期新低。一季度城投债净融资整体来看，自2021年以来明显下台阶，由2020-2021年均值的5600亿元左右、回落至2022-2023年均值的4600亿元左右，2024年更是创历史新低至-880亿元左右。

城投融资收缩主因偿付规模增加，其中，回售和提前兑付比重明显抬升。一季度城投债到期偿付同比多增近1750亿元、拖累净融资转负。从城投债偿付类型来看，回售和提前兑付合计占比近3成，其中，回售占比维持高位、23%左右，提前兑付占比小幅抬升至6%。整体来看，回售和提前兑付合计创历史同期新高至3650亿元左右、同比多增近6%。区域分布上，半数以上省市城投债持续收缩、部分西部省市回售、提前兑付占比较高。结构来看，仅东部一季度城投债实现融资正增长，结构分化进一步凸显。西部和东北省市中，半数以上省市融资收缩，宁蒙黑一季度城投债“零”发行。相似地，西部省市提前兑付比重也较高，尤其是贵州等地、超55%；东北整体提前兑付比重更高、60%左右。

### 城投融资偏弱，或与再融资能力削弱、地方化债防风险等有关

城投债融资偏弱，一方面与土地市场低迷拖累再融资能力等有关、尤其是部分弱资质区域。土地市场低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响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、部分弱区域省市地产走弱更为突出。另一方面，化债背景下，部分债务率较高省市严控新增融资，部分省市到期偿付中提前兑付较高、或与化债资金下拨提前偿付缓解现金流等有关。2023年四季度，地方化债进一步加码，部分债务率较高省市融资只能用于借新还旧；特殊再融资再度大规模放量、分布的结构性特征，与部分省市现金流压力较大有关，也有助于部分省市降息展期化债等。往后来看，防范地方债务风险、完善投融资体制下，城投债市场或已进入存量博弈阶段。地方化债思路一方面聚焦“控增量”、“化存量”；另一方面，支持地方城投平台转型也在同步推进，2024年3月，政策再度释放信号、“加快压降融资平台数量和债务规模”。截至2024年一季度末，城投债存量11.6万亿元、增速自2021年来持续回落至3%左右。

### 化债背景下，经济修复弹性或放缓、转型加快，“资产荒”又增新变量

地方化债下，信用环境、经济修复向上弹性或相对平缓。伴随地方债务监管收严等，城投债融资对社融增量贡献也明显减弱、占比自2021年的6%持续回落至2023年的2%左右。除压降债务风险较高的省市新增融资外，新增项目或也受一定约束，“资金跟着项目走”原则下，一季度专项债发行进度偏慢、2024年重大项目规模边际回落等或可见一斑。但同时，债务结构优化、付息压力也得到缓解，地方化债作为契机倒逼发展转型、推动高质量进程。政策完善新增债券分配机制，以兼顾稳增长和防风险需要。除平衡稳增长压力外，加快产业转型等长期部署也在推进。从2023年底地方经济工作会议来看，产业发展仍是首要任务，例如，贵州强调承接产业转移、巩固提升白酒等优势产业等。于市场而言，城投债收缩加剧债市供需矛盾、“资产荒”又增新变量。受资产端和资金端的双重驱动，“资产荒”自2021年以来加速凸显，当前又增新变量、城投债净融资已连续多月收缩。“资产荒”下，债市出现“长牛”、内部分化突出，例如，津、晋等地2023年城投债招标倍数较2022年回升，而贵、吉等地明显“遇冷”。

### 风险提示

政策落地效果不及预期、统计过程中可能的偏差和遗漏。



## 内容目录

一、一季度城投债融资转负至历史低位，回售、提前兑付比重抬升.....	4
（一）一季度城投债净融资创历史同期新低、提前兑付比重有所抬升.....	4
（二）区域分布上，部分西部和东北省市融资持续收缩、提前兑付超半成.....	6
二、城投融资偏弱，或与再融资能力削弱、地方化债防风险等有关.....	8
（一）城投债融资偏弱，与再融资能力削弱、地方化债防风险等因素有关.....	8
（二）防风险、完善投融资体制下，城投债市场或已进入存量博弈阶段.....	9
三、化债背景下，经济修复弹性或放缓、转型加快，“资产荒”又增新变量.....	12
（一）地方化债背景下，信用环境修复、经济修复向上弹性或相对平坦.....	12
（二）于市场而言，城投债收缩加剧债市供需矛盾、“资产荒”又增新变量.....	14
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1： 城投债融资维持低位.....	4
图表 2： 一季度城投债净融资转至同期新低.....	4
图表 3： 城投债融资收缩受到期拖累明显.....	4
图表 4： 城投债偿还中，回售和提前兑付合计比重近 3 成.....	4
图表 5： 2024 年一季度，城投债回售和提前兑付规模创同期新高.....	5
图表 6： AA+以上城投债发行占比回升.....	5
图表 7： 城投债发行加权期限边际回升、仍处低位.....	5
图表 8： 城投债发行加权利率回落.....	6
图表 9： 城投债融资进一步向东部集中.....	6
图表 10： 部分省市城投债融资持续收缩.....	6
图表 11： 部分省市城投债募资仅用于“借新还旧”、偿还付息等.....	7
图表 12： 城投债回售占比、西部居首.....	7
图表 13： 部分西部、东北省市城投提前兑付现象突出.....	7
图表 14： 城投提前兑付占比较高的也主要在西部和东北.....	8
图表 15： 部分西部、东北省市城投提前兑付现象突出.....	8
图表 16： 土地市场降准拖累土地财政.....	8
图表 17： 部分省市商品房销售持续低迷.....	8
图表 18： 政策对地方债务监管等关注度较高.....	9
图表 19： 部分省市债务率水平较高.....	9
图表 20： 2023Q4 以来，特殊再融资发行规模延续上量.....	9



图表 21: 部分省市提前兑付比重抬升或与“化债”有关.....	9
图表 22: 部分省市一度对非标融资非常依赖.....	10
图表 23: 地方债融资成本大幅低于非标.....	10
图表 24: 地方债务还本付息压力明显攀升.....	10
图表 25: 2024Q1 特殊再融资向债务压力大省市倾斜.....	10
图表 26: 政策对压降城投平台融资数量、债务规模等关注度也明显升温.....	11
图表 27: 城投平台市场化主体自去年以来明显增多.....	11
图表 28: 部分省市已加速城投平台转型.....	11
图表 29: 城投债存量规模增长已明显放缓.....	12
图表 30: 城投债存量增速已明显回落.....	12
图表 31: 城投债占社融比重降至历史低位.....	12
图表 32: 部分省市城投债融资明显收缩.....	12
图表 33: 年初以来, 专项新券发行进度明显偏慢.....	13
图表 34: 可比口径下, 地方重大项目增速有所回落.....	13
图表 35: 部分东部和个别西部省市重大项目规模较多.....	13
图表 36: 政策要求资金向债务压力相对较低的区域倾斜.....	13
图表 37: 部分重点化债省市 2024 年经济工作安排.....	14
图表 38: 银行间质押回购成交规模屡创新高.....	14
图表 39: 隔夜质押回购占比中枢维持高位.....	14
图表 40: 资产荒阶段, 债市出现长牛.....	15
图表 41: 高评级信用利差被压至阶段性低位.....	15
图表 42: 城投债结构性下沉现象突出.....	15
图表 43: 地方化债下, 部分省市城投招标倍数回升.....	15

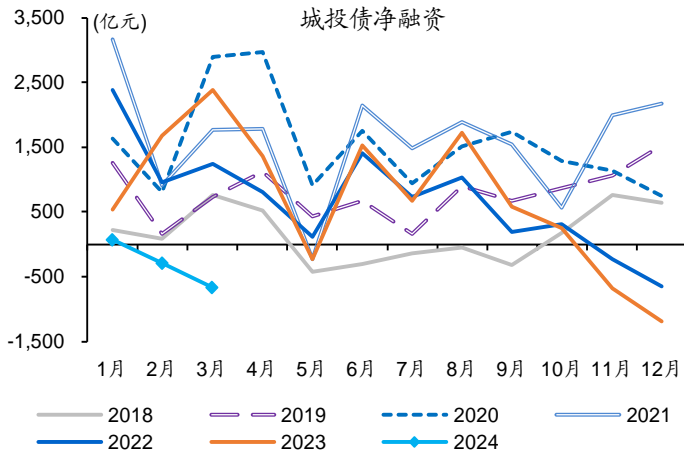


## 一、一季度城投债融资转负至历史低位，回售、提前兑付比重抬升

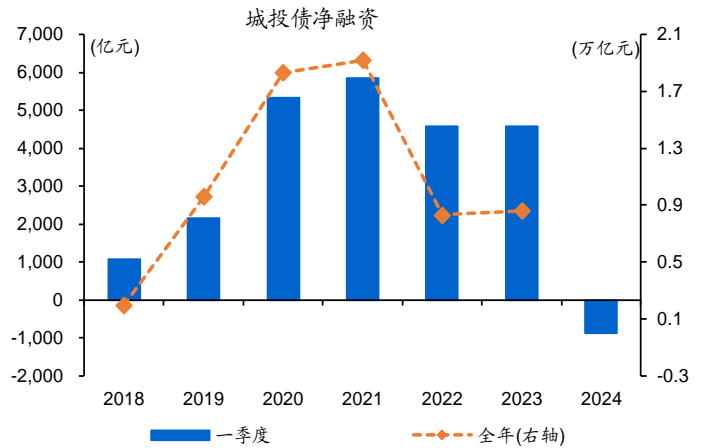
### (一) 一季度城投债净融资创历史同期新低、回售、提前兑付比重抬升

一季度，城投债净融资转负至-900 亿元左右、创历史同期新低。年初以来，城投债融资持续走弱，3 月超季节性回落至-660 亿元左右、创历史同期新低。一季度整体来看，城投债净融资自 2021 年以来明显下台阶，由 2020-2021 年均值的 5600 亿元左右、回落至 2022-2023 年均值的 4600 亿元左右，2024 年一季度更是创历史新低至-880 亿元左右。

图表1：城投债融资维持低位



图表2：一季度城投债净融资转至同期新低

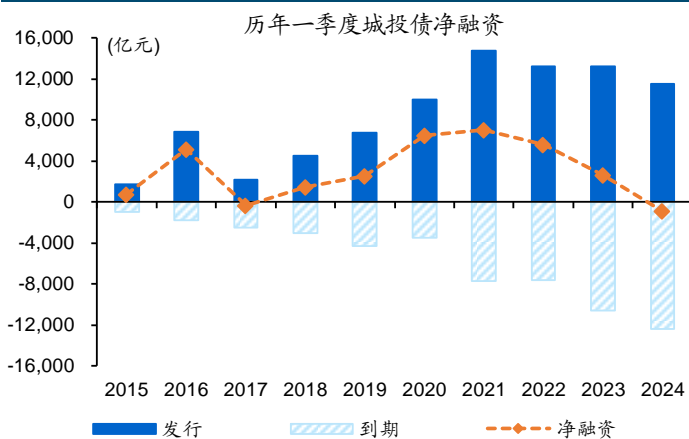


来源：Wind、国金证券研究所

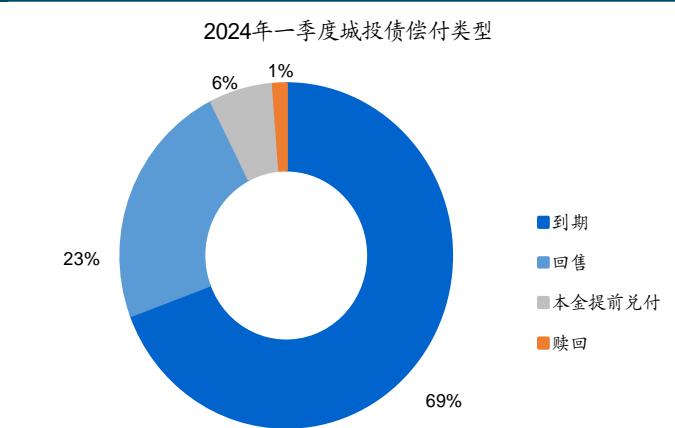
来源：Wind、国金证券研究所

拆分来看，城投融资收缩主因偿付规模增加，其中，回售和提前兑付比重明显抬升。一季度城投债发行规模 1.19 万亿元左右、同比少增近 1300 亿元，到期偿付规模明显增加、同比多增近 1750 亿元，拖累净融资转负。从城投债偿付类型来看，一季度城投债回售和提前兑付合计占比近 3 成，其中，回售占比维持高位、23%左右，提前兑付占比小幅抬升至 6%；回售和提前兑付合计规模也创历史同期新高至 3650 亿元左右、同比多增近 6%。

图表3：城投债融资收缩受到期拖累明显



图表4：城投债偿还中，回售和提前兑付合计比重近 3 成

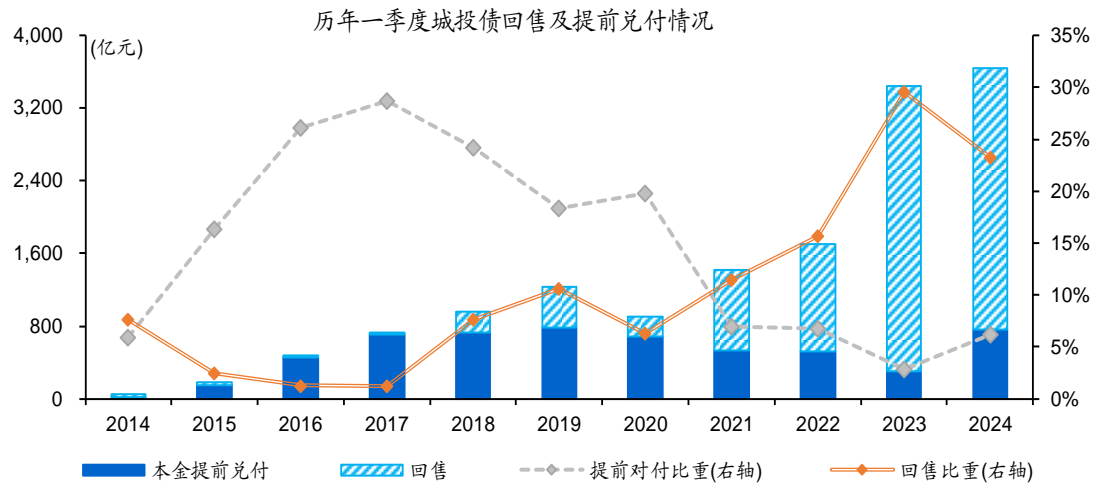


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



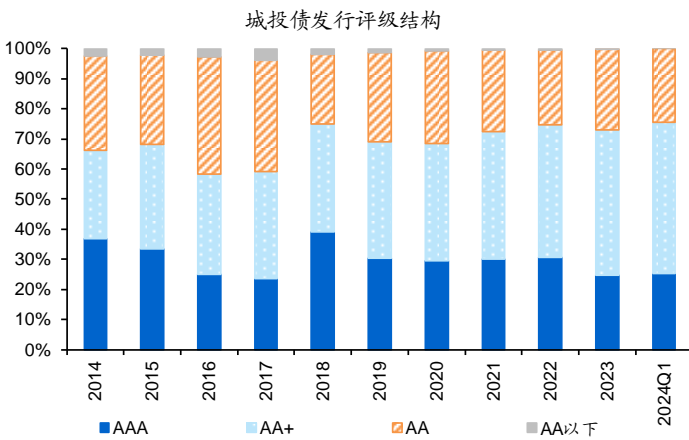
图表5: 2024年一季度, 城投债回售和提前兑付规模创同期新高



来源: Wind、国金证券研究所

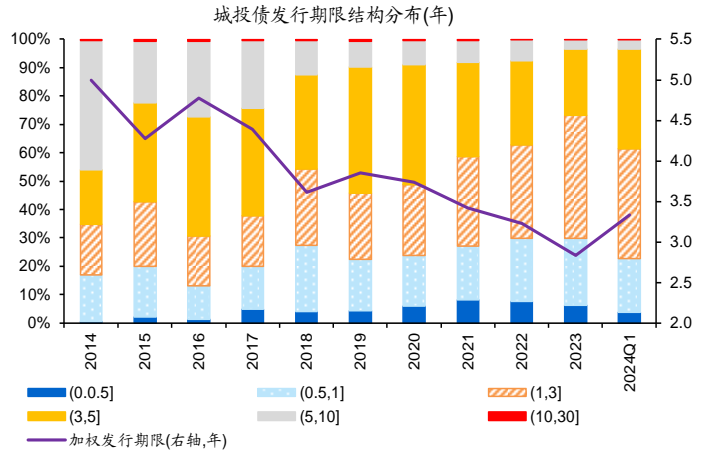
城投债发行规模边际有所回落、以高评级中长期为主, 加权利率明显回落。城投债发行规模边际回落、进一步向中高评级集中, 一季度AA+以上城投债发行占比创新高至76%, AA-以下评级实现“零”发行。期限结构上, 城投债加权发行期限边际回升至3.3年、处历史低位; 发行利率, 一季度城投债加权发行利率降至历史低位3.06%、较去年底回落近77BP, 其中, 55%以上城投债发行利率低于3%。

图表6: AA+以上城投债发行占比回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 城投债发行加权期限边际回升, 仍处低位

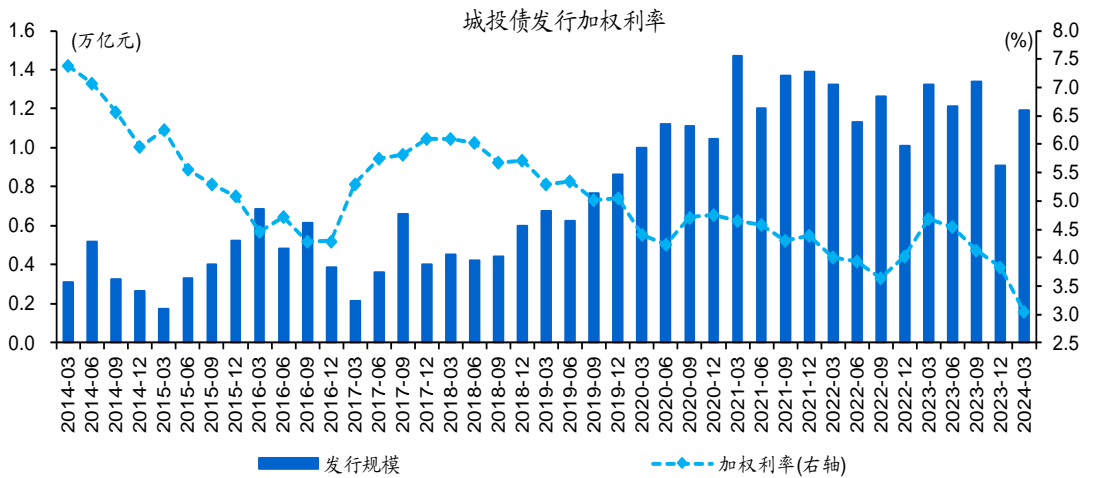


来源: Wind、国金证券研究所





图表8: 城投债发行加权利率回落

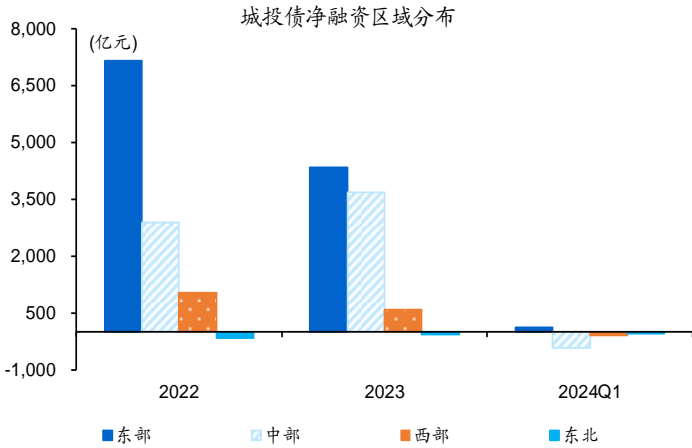


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 区域分布上, 部分西部和东北省市融资持续收缩、提前兑付超半成

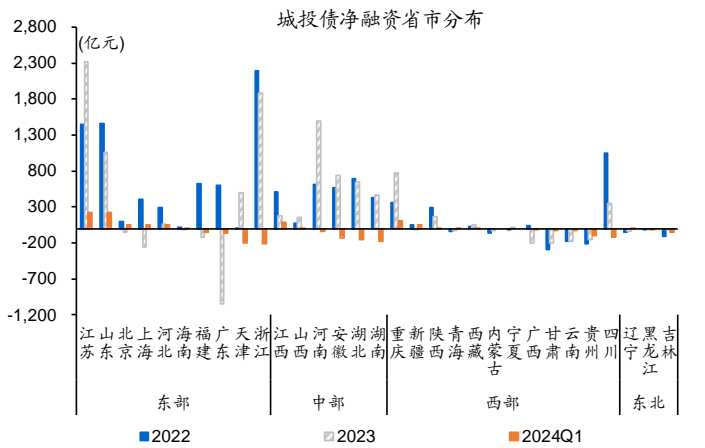
区域分布上, 半数以上省市城投债净融资持续收缩、部分西部东北省市“零”发行。分区域来看, 仅东部一季度城投债融资实现正增长, 中部、西部和东部全部处于收缩区间, 结构分化进一步凸显。其中, 东部省市中, 苏鲁两地城投债融资居首、均超 220 亿元, 京沪冀小幅增长, 浙津等地明显收缩; 中部省市中仅赣晋两地实现正增长; 西部和东北省市中, 半数以上省市融资收缩, 宁蒙黑一季度城投债“零”发行。

图表9: 城投债融资进一步向东部集中



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 部分省市城投债融资持续收缩



来源: Wind、国金证券研究所

其中, 9 成以上城投债募资用于借新还旧、偿还付息等, 尤其是部分西部省市。一季度城投债中用于借新还旧比重近 93%, 其中, 西部借新还旧比重最高、96%, 较整体水平高出 3 个百分点, 东部次高、93%左右, 中部和东北均在 91.5%左右。具体来看, 云南、贵州等省市城投债发行全部用于借新还旧已长达半年以上, 辽宁、青海等省市城投债已有多月无城投债发行, 个别月份发债也仅用于还本付息。



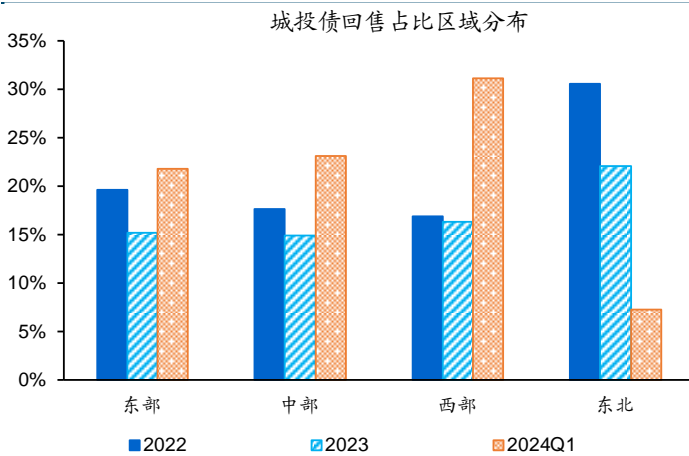
图表11: 部分省市城投债募资仅用于“借新还旧”、偿还付息等

省市	2023年												2024年			
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	一季度
江苏省	96%	97%	97%	95%	97%	96%	97%	96%	92%	99%	99%	99%	99%	96%	100%	99%
浙江省	90%	83%	89%	94%	98%	92%	95%	96%	92%	98%	100%	86%	90%	87%	91%	90%
山东省	98%	98%	88%	95%	78%	96%	88%	87%	83%	89%	78%	83%	93%	100%	95%	95%
天津市	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	89%	100%	100%	95%
广东省	77%	94%	95%	89%	92%	97%	92%	96%	90%	94%	87%	90%	70%	90%	79%	80%
福建省	93%	98%	89%	84%	94%	81%	96%	85%	91%	86%	100%	86%	85%	100%	92%	91%
北京市	28%	72%	93%	76%	70%	80%	85%	84%	77%	75%	74%	87%	89%	66%	73%	77%
上海市	92%	84%	86%	93%	92%	93%	94%	78%	76%	67%	88%	100%	74%	100%	95%	88%
河北省	100%	100%	100%	100%	100%	96%	100%	100%	100%	100%	100%	69%	88%	100%	89%	90%
海南省	/	/	100%	/	/	/	/	100%	/	/	/	/	100%	/	/	100%
湖北省	96%	93%	81%	93%	95%	91%	85%	90%	76%	100%	97%	100%	100%	100%	84%	92%
江西省	98%	96%	1%	92%	100%	88%	98%	90%	85%	100%	99%	98%	97%	100%	94%	96%
安徽省	98%	85%	79%	80%	93%	83%	78%	76%	64%	92%	95%	82%	/	77%	81%	82%
湖南省	100%	100%	95%	91%	95%	98%	94%	91%	89%	83%	100%	91%	99%	100%	100%	99%
河南省	99%	99%	95%	84%	98%	100%	92%	95%	92%	99%	95%	81%	88%	93%	92%	90%
山西省	100%	100%	80%	93%	60%	71%	100%	100%	67%	100%	93%	83%	84%	/	67%	74%
四川省	100%	91%	93%	86%	85%	86%	85%	88%	86%	94%	100%	/	90%	100%	96%	94%
重庆市	95%	97%	91%	82%	89%	89%	90%	86%	98%	95%	82%	100%	91%	92%	97%	94%
广西省	95%	100%	90%	100%	100%	92%	100%	96%	91%	99%	100%	85%	93%	100%	97%	95%
云南省	100%	100%	100%	92%	100%	100%	100%	100%	94%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
陕西省	100%	22%	91%	100%	100%	97%	100%	98%	100%	100%	79%	100%	99%	100%	93%	96%
新疆	77%	91%	100%	92%	100%	100%	83%	99%	88%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
贵州省	100%	100%	100%	100%	100%	100%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
宁夏	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	/	100%	/	/	100%	/	/	100%
西藏	100%	94%	100%	100%	/	/	/	/	/	100%	/	100%	100%	100%	/	100%
甘肃省	/	100%	79%	100%	/	/	/	90%	100%	/	/	100%	100%	100%	100%	100%
青海省	/	/	100%	100%	/	/	/	/	/	/	/	/	100%	/	100%	100%
内蒙古	/	/	/	/	/	100%	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
吉林省	100%	100%	100%	100%	/	100%	100%	85%	100%	60%	100%	100%	100%	100%	0%	88%
黑龙江省	/	/	100%	/	/	100%	100%	100%	0%	100%	/	/	/	/	100%	100%
辽宁省	/	/	/	100%	100%	100%	100%	100%	99%	/	/	100%	100%	/	100%	100%

来源: Wind、企业预警通、国金证券研究所

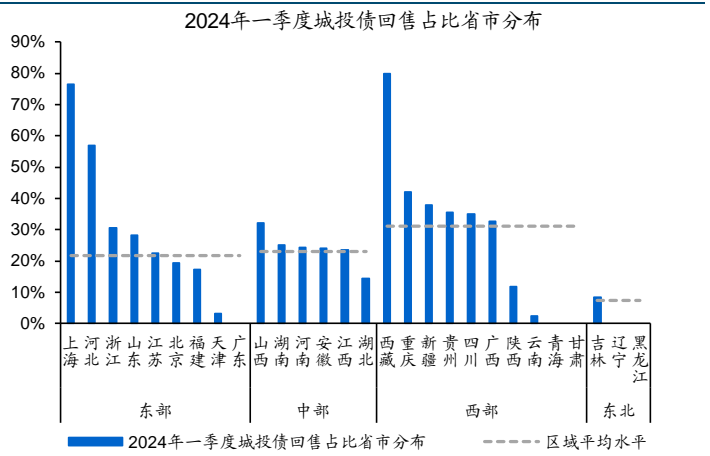
部分西部省市城投债回售、提前兑付占比也明显较高。城投债偿付中，西部省市回售比重较高、渝新贵川等地占比均超 35%，沪冀等部分东部省市占比也较高、50%以上，中部省市内部分化相对较小、回售比例在 15%-35%之间。相似地，西部省市提前兑付比重也较高，尤其是贵州等地、超 55%；东北整体提前兑付比重更高、60%左右，黑吉辽三地提前兑付比重在 56%-100%间；东中部省市提前兑付比重相对较低。

图表12: 城投债回售占比、西部居首



来源: Wind、国金证券研究所

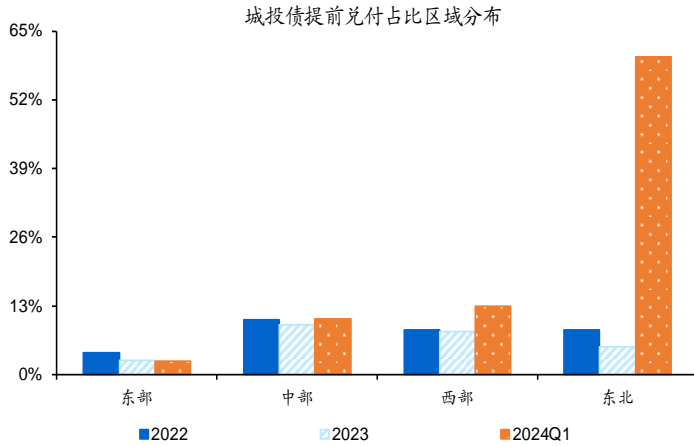
图表13: 部分西部、东北省市城投提前兑付现象突出



来源: Wind、国金证券研究所

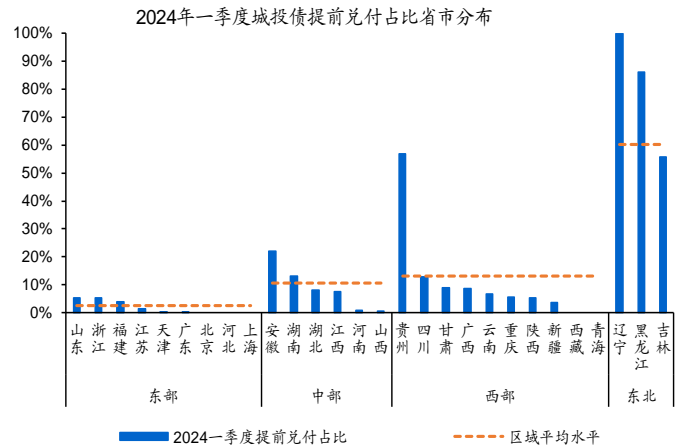


图表14: 城投提前兑付占比较高的也主要在西部和东北



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 部分西部、东北省市城投提前兑付现象突出



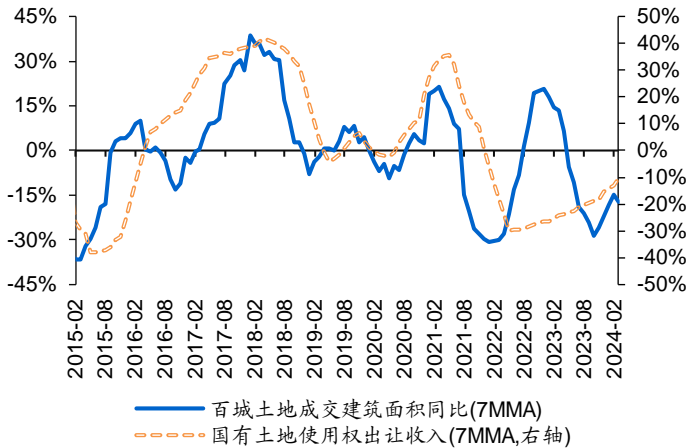
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、城投融资偏弱，或与再融资能力削弱、地方化债防风险等有关

### (一) 城投债融资偏弱，与再融资能力削弱、地方化债防风险等因素有关

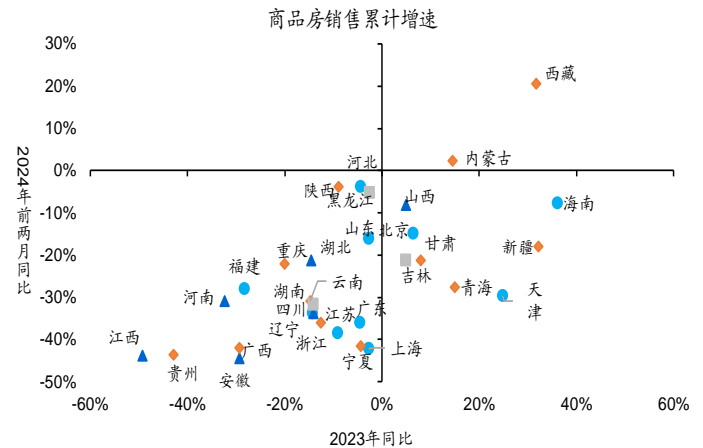
城投债融资偏弱，一方面与土地市场低迷拖累再融资能力等有关、尤其是部分弱资质区域。土地市场低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响城投平台政府相关业务收入；另一方面，土地资产价值缩水、流通下降，影响城投平台现金流和再融资。2022年以来，国有土地使用权出让收入同比增速持续处于负值区间，部分弱区域省市地产销售走弱现象或更为突出（详情参见《地方债务的“近忧”与“远虑”？》）。

图表16: 土地市场降准拖累土地财政



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 部分省市商品房销售持续低迷



来源: Wind、国金证券研究所

另一方面，地方化债下、部分省市严控新增融资、尤其是部分债务率较高区域。伴随债务压力显性化，政策对地方债务重视度明显上升，防范化解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。新一轮债务监管收严或于2021年开始，“红橙黄绿”等债务风险等级评定约束部分地方融资；2023年下半年以来进一步加码、部分债务率较高的省市融资或只用于借新还旧。



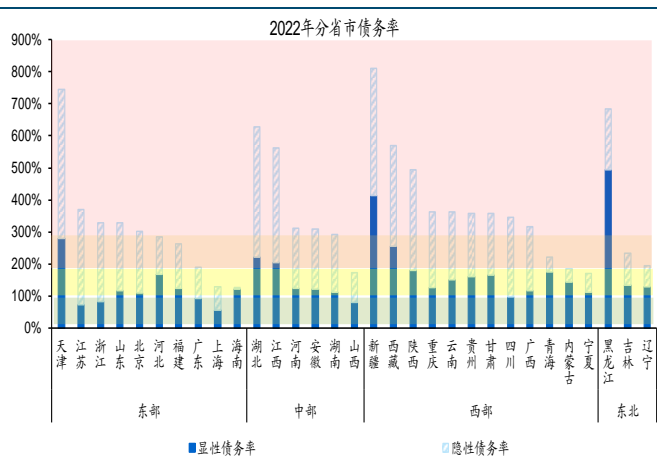


图表18: 政策对地方债务监管等关注度较高

时间	会议/文件	主要内容
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。
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...
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。
2024年3月	国务院防范化解地方债务风险工作视频会议	要下更大气力化解融资平台债务风险,强化配套政策支持,加快压缩融资平台数量和债务规模,分类推动融资平台改革转型。要加大清理拖欠企业账款力度,分类施策推进清欠工作,切实做到实质性清偿,加力推动实现“连环清”。

来源: Wind、政府网站、21世纪经济报道、国金证券研究所

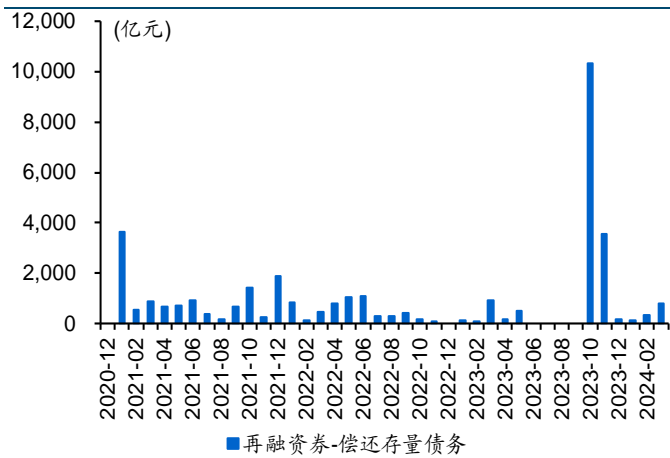
图表19: 部分省市债务率水平较高



来源: Wind、企业预警通、国金证券研究所

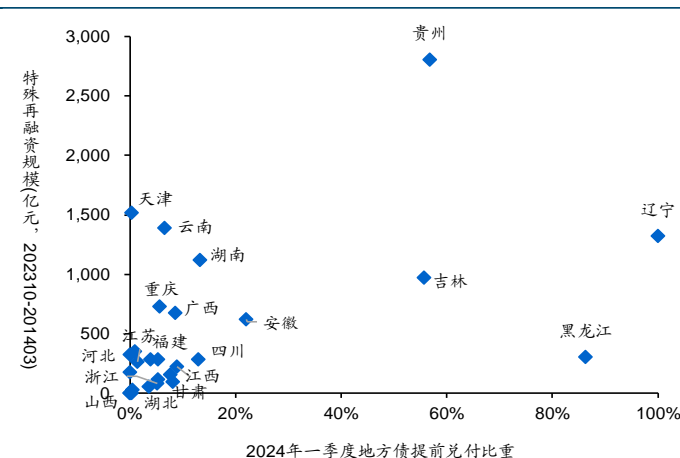
新增融资偏弱下,到期偿付中的提前兑付比重抬升、或与化债资金下拨提前偿付缓解现金流等有关。2023年四季度开始,特殊再融资再度放量、单月发行超万亿,向西部省明显倾斜,具体省市中,云蒙贵津辽等省市发行规模明显靠前。特殊再融资分布的结构性特征,与部分省市现金流压力较大等有关,也有助于部分省市降息展期化债、缓解“燃眉之急”等(详情参见《特殊再融资,旧壶装新酒?》)。

图表20: 2023Q4以来,特殊再融资发行规模延续上量



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 部分省市提前兑付比重抬升或与“化债”有关



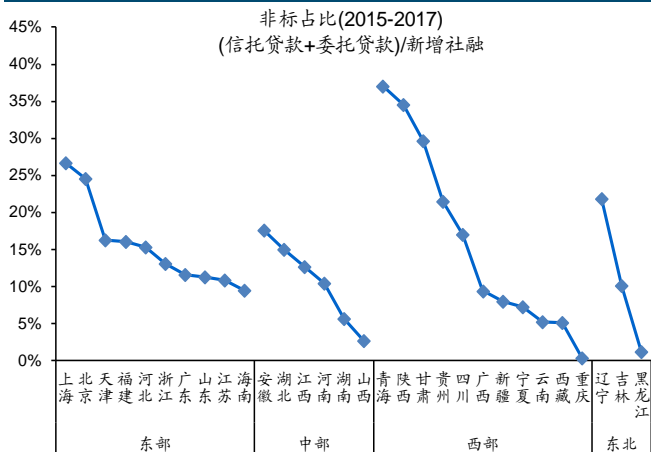
来源: Wind、国金证券研究所

(二) 防风险、完善投融资体制下,城投债市场或已进入存量博弈阶段

防范地方债务风险下,特殊再融资延续发力缓解现金流压力、助力降息展期化债。地方债务持续累计、利息支出的大幅攀升,2023年地方债付息占广义财政收入比重同比抬升0.6个百分点至6.7%、创历史新高。地方债务付息压力已成为影响未来政策空间和思路的重要因素;地方债务置换、有助于大幅降低付息成本、化解债务风险等。2024年以来,防范化解地方债务风险延续发力,一季度特殊再融资发行近1250亿元,其中,贵辽津云冀等债务压力较大地区规模居多(详情参见《债务“置换”加快,稳增长“轻装前行”》)。

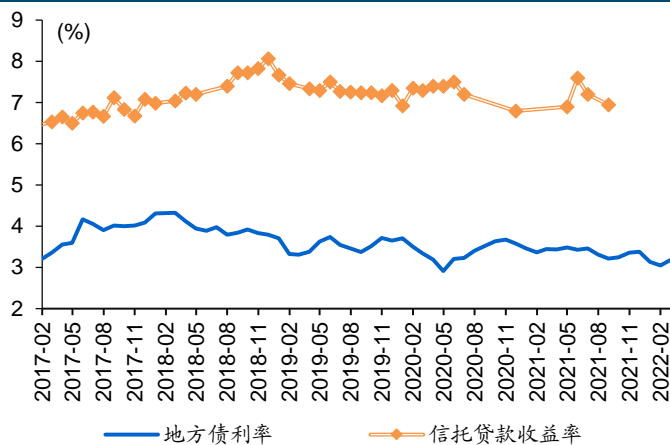


图表22: 部分省市一度对非标融资非常依赖



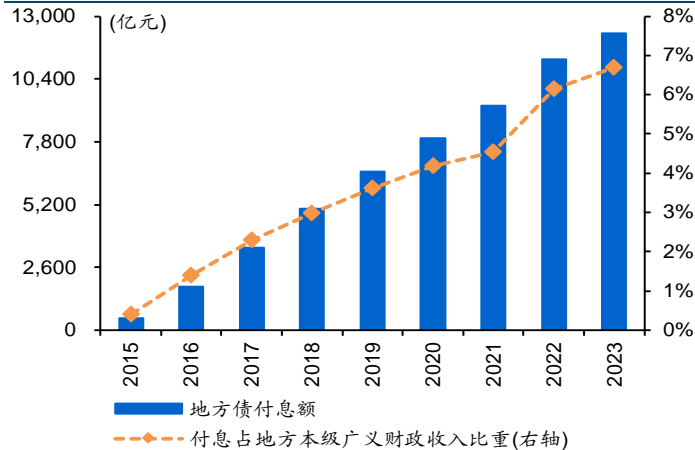
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 地方债融资成本大幅低于非标



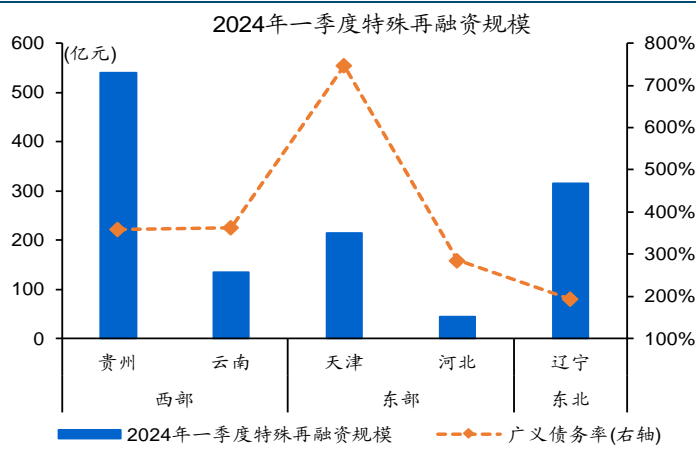
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 地方债务还本付息压力明显攀升



来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 2024Q1 特殊再融资向债务压力大省市倾斜



来源: Wind、国金证券研究所

除缓解现金流压力外,政策对压降融资平台数量和债务规模的关注度也明显升温。地方化债思路一方面聚焦于“控增量”、“化存量”,另一方面支持地方城投平台转型也在同步推进。2024年3月,政策再度释放信号,“加快压降融资平台数量和债务规模,分类推动融资平台改革转型”等。事实上,自去年新一轮化债加力开始,城投平台转型已在加快、宣布退出政府融资平台或表明“市场化经营主体”明显增多,例如,2023年10月以来部分省市城投市场化主体数量、单月新增由不足5家一度抬升至50家以上。

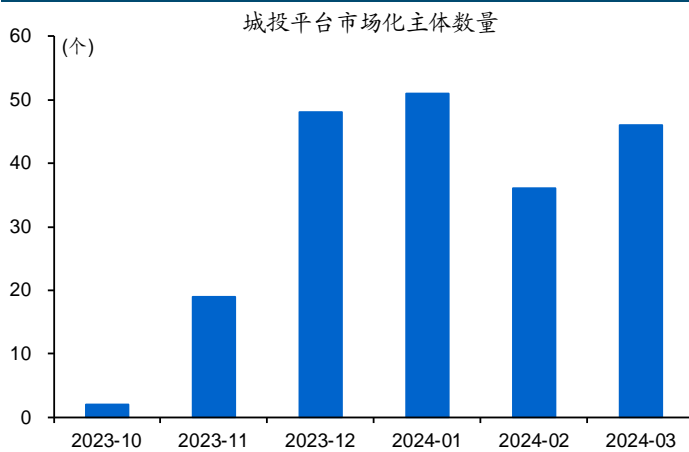


图表26：政策对压降城投平台融资数量、债务规模等关注度也明显升温

时间	文件/会议	主要内容
2024年3月	国务院防范化解地方债务风险工作视频会议	要下大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型。要加大清理拖欠企业账款力度，分类施策推进清欠工作，切实做到实质性清偿，加力推动实现“连环清”。
2024年3月	政府工作报告	进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险...建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型...
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
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。

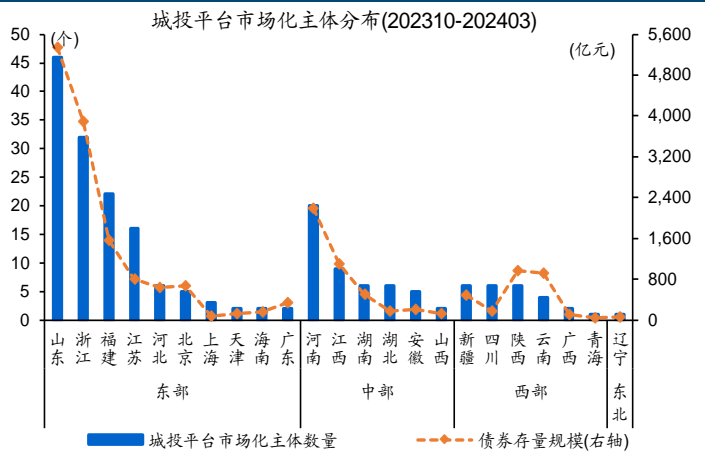
来源：Wind、政府网站、21世纪经济报道、国金证券研究所

图表27：城投平台市场化主体自去年以来明显增多



来源：企业预警通、国金证券研究所

图表28：部分省市已加速城投平台转型

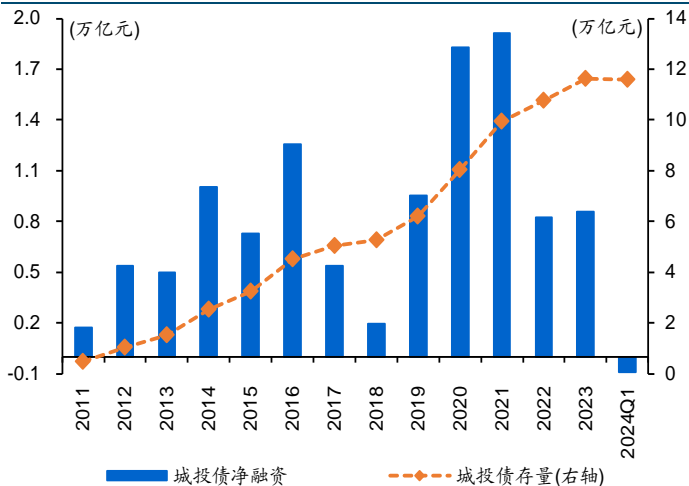


来源：企业预警通、国金证券研究所

地方化债、完善地方政府投融资体制下，城投债市场或已进入存量博弈阶段。伴随土地市场降温，城投债净融资自2021年高点、1.9万亿元，持续回落至2023年的0.85万亿元左右，降幅达55%以上。除地产降温带动城投融资自发性走弱之外，地方债务风险化解下，或进一步推动城投融资收缩。截至2024年一季度末，城投债存量规模11.6万亿元、增速自2021年以来持续回落至3%左右。

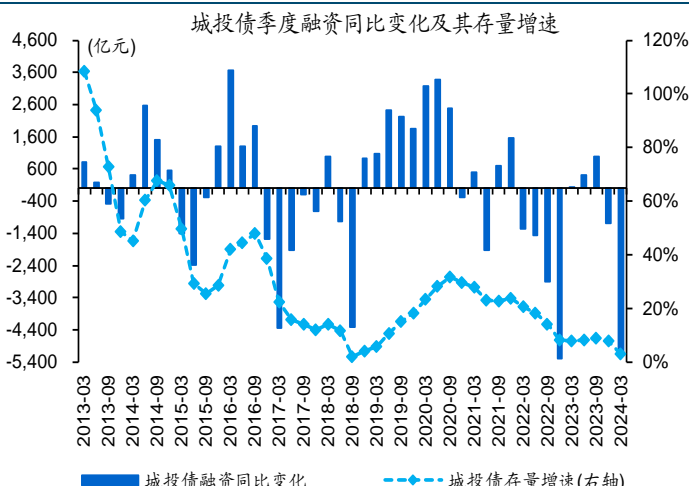


图表29：城投债存量规模增长已明显放缓



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：城投债存量增速已明显回落



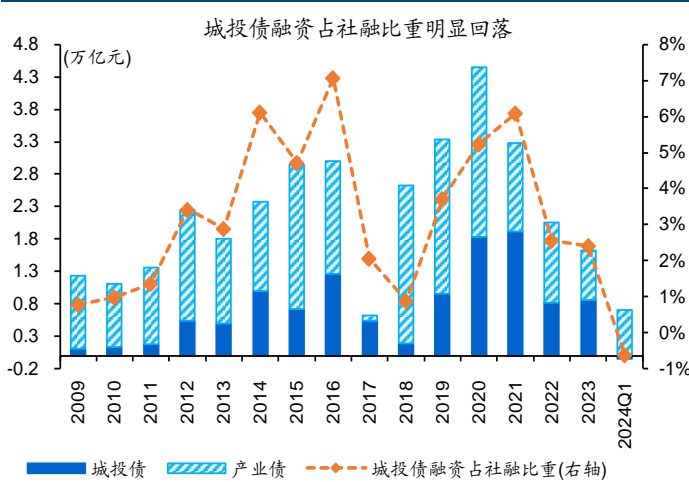
来源：Wind、国金证券研究所

### 三、化债背景下，经济修复弹性或放缓、转型加快，“资产荒”又增新变量

#### (一) 地方化债背景下，信用环境修复、经济修复向上弹性或相对平坦

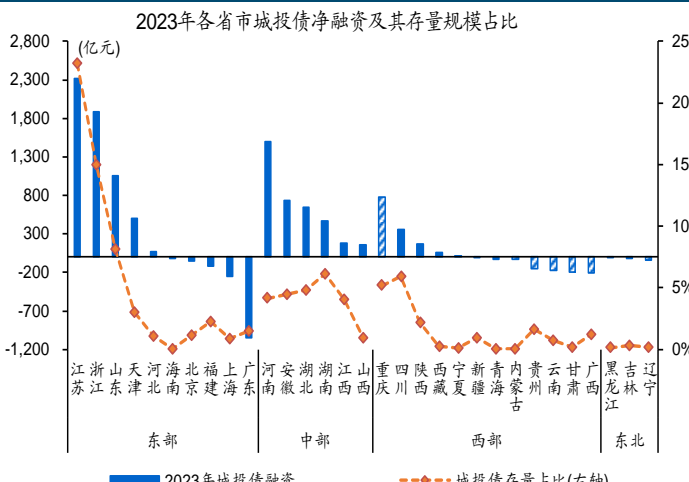
城投债融资收缩一定程度上或约束信用派生弹性。伴随地方债务监管收严等，城投债融资对社融增量贡献也明显减弱、占比自2021年的6%持续回落至2023年的2%左右，2024年一季度城投债融资转负、拖累新增社融近1个百分点左右。往后来看，压降部分高风险省市城投债融资或约束信用派生弹性；若12个债务率较高省市<sup>1</sup>2024年城投平台无新增融资，城投债到期6200亿元左右、占2023年新增社融比重约2%左右。

图表31：城投债占社融比重降至历史低位



来源：Wind、国金证券研究所

图表32：部分省市城投债融资明显收缩



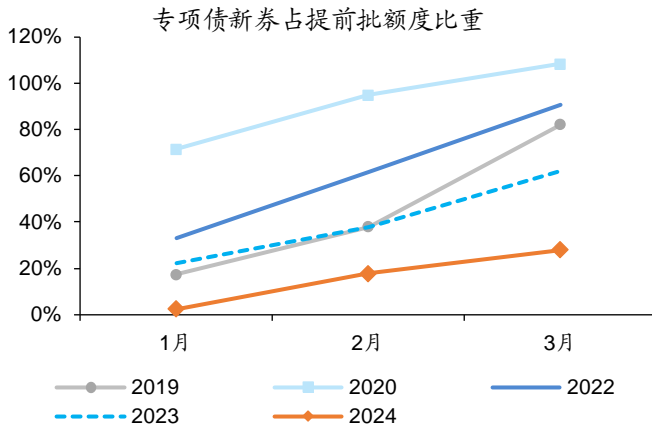
来源：Wind、国金证券研究所

除压降债务风险较高的省市新增融资外，新增项目或也受一定约束，一定程度上或限制经济修复弹性。“资金跟着项目走”的原则下，一季度专项债新券占提前批额度不足3成、往年同期在85%左右。专项债发行进度偏慢，一方面或与地方项目储备短缺等有关，另一方面也一定程度上反映地方债务监管收严下，地方加杠杆的能力和意愿或有所削弱。类似地，可比口径下，2024年重大项目规模增速回落4.3个百分点至4.1%左右。

<sup>1</sup> 12个债务率较高省市主要包括，天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海和宁夏。

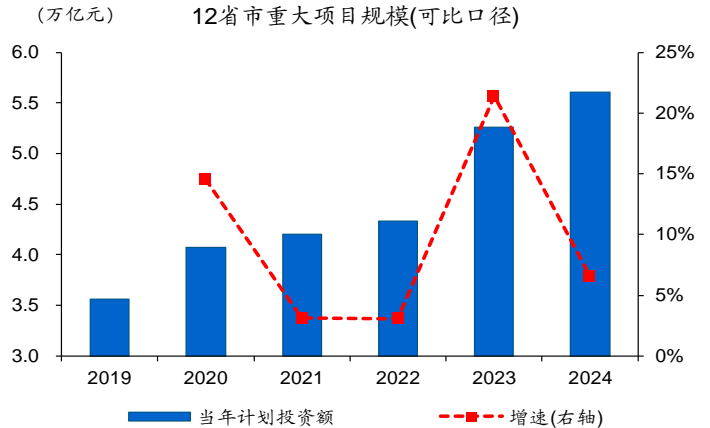


图表33: 年初以来, 专项新券发行进度明显偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

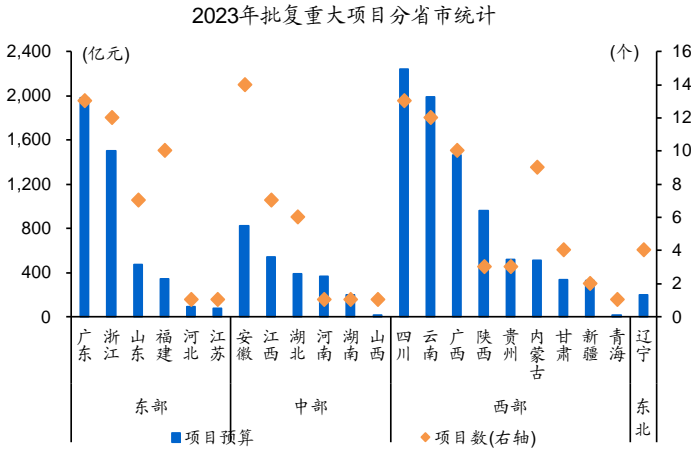
图表34: 可比口径下, 今年地方重大项目增速有所回落



来源: 各地政府网站、国金证券研究所

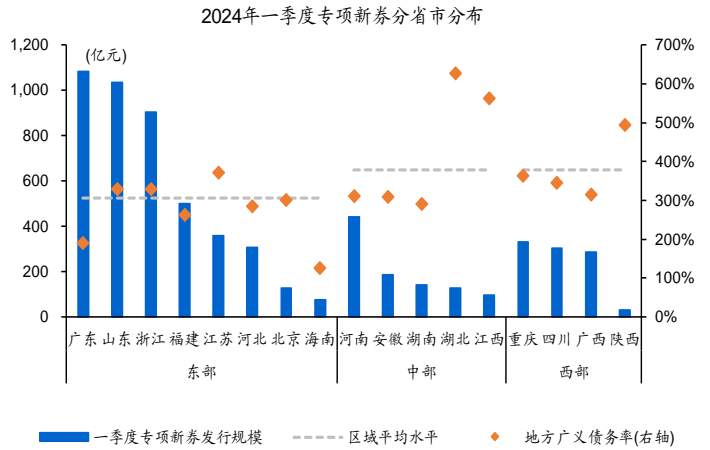
但同时, 债务结构优化、付息压力也得到缓解, 地方化债作为契机倒逼发展转型、推动高质量进程。伴随地方债务持续累积, 政策也一直在完善新增债券的分配机制, 以兼顾稳增长和防风险的需要; 部分东部省市债务压力相对较小、项目较多, 投资的延续性或相对较好, 扛起“稳增长”大旗。除平衡稳增长压力外, 加快产业转型等长期部署也在推进。从2023年底地方经济工作会议来看, 产业发展仍是首要任务, 例如, 重点化债省市如吉林更强调“大农业、大装备、大旅游、大数据”等领域建设, 贵州更强调承接东部地区产业转移、巩固提升白酒等优势产业, 云南更多提及改造提升烟草、有色、钢铁等传统产业(详情参见《特殊再融资, 旧壶装新酒?》、《地方“化债”, 哪里进度更快?》)。

图表35: 部分东部和个别西部省市重大项目规模较多



来源: 基建通、国金证券研究所

图表36: 政策要求资金向债务压力相对较低的区域倾斜



来源: Wind、国金证券研究所





图表37：部分重点化债省市 2024 年经济工作安排

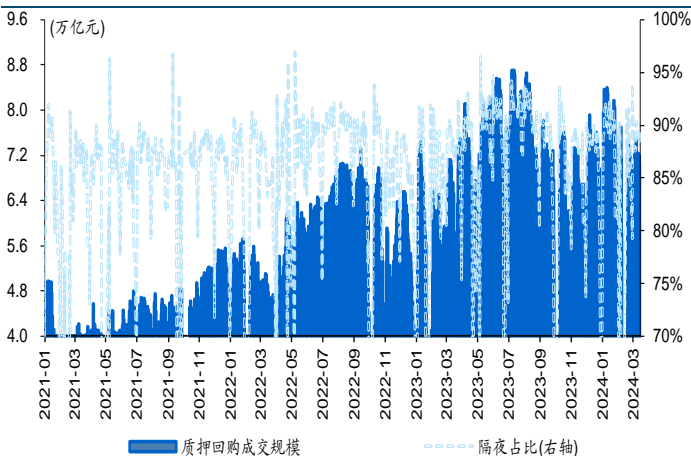
地区	时间	地方2024经济工作会议部署		
		产业转型	稳投资	防风险
吉林	2023/12/20	以大农业、大装备、大旅游、大数据“四大集群”培育为重点，以新能源、新材料、新医药、新康养、新服务、新电商“六新产业”发展方向。	开展农业农村、先进制造、基础设施、清洁能源、文化旅游、民生保障等“六大领域项目建设会战”，实施招商项目落地攻坚、扩大民间投资攻坚、政府投资提质攻坚、投融资体制改革攻坚“四大攻坚行动”。	积极防范妥善应对重大风险，聚焦重点领域，强监管、补短板、堵漏洞，牢牢守住全面振兴安全发展底线。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期。
辽宁	2023/12/21	加快壮大新材料、航空航天、机器人、新能源汽车、集成电路装备等产业集群。大力推进新型工业化，推动装备制造业向上突破。	坚决扩大有效投资，拿出更多“政策干货”，吸引更多优质投资，培育投资新增长点。	把防范化解重点领域风险作为底线任务，在统筹发展和安全上聚力攻坚，严格落实安全生产属地管理责任。
贵州	2023/12/22	狠抓“六大产业基地”，以人工智能等为重点加快培育新质生产力，大力推进国家战略腹地建设，积极承接东部地区产业转移。巩固提升现代能源、矿产资源精深加工、新能源电池材料、白酒等优势产业，抢抓	进一步扩大招商引资，激发民间投资，扩大利用外资，持续抓好央企投资。把扩大有效投资摆在重要位置，做好项目谋划储备，全力扩大产业投资。	要切实防范化解重大风险，统筹化解债务和金融风险，持续提升本质安全水平，牢牢守住安全底线，全力维护社会稳定。
云南	2023/12/25	加快改造提升烟草、有色、钢铁、化工等传统产业，巩固提升绿色硅、绿色铝、新能源电池等优势产业培育壮大数字经济、生物医药等战略性新兴产业。	全力以赴稳投资、稳能源电力、稳房地产，切实稳住经济转型升级的重要支柱。要在投资挖潜、扩域、提效上下功夫，谋划储备一批高质量项目，激发民间投资活力。	坚决守住耕地保护和粮食安全、生态环境保护、不发生重特大风险的底线。有效防范和化解各类风险隐患，对安全生产、防灾减灾等紧抓不放。
宁夏	2023/12/25	做好特色产业的“加法”、低端产业的“减法”、高端产业的“乘法”、落后产能的“除法”	围绕城市地下管网、教育高质量供给、城镇住房保障、提高医疗保障水平、养老保险服务等贯穿消费端和投资端的领域谋划实施重大项目...	用好重大风险监测研判预警处置和“四防”常态化督查机制，提高重点领域重点区域本质安全水平，着力防范化解政治安全、经济金融等重点领域风险隐患，坚决守住不发生系统性风险的底线。
内蒙古	2023/12/26	全力抓产业升级，农牧业要规模化产业化品牌化发展，传统能源既要稳供更要转型升级，高载能产业要绿电供给与数字化转型一体推进	全力抓好项目投资，开展精准招商，加快项目落地，激发民间投资活力。	广大党员干部特别是各级领导干部要增强信心，认真研究问题，尊重市场规律，坚持勤俭持家，守住风险底线，高质量做好各项工作。
重庆	2023/12/26	要坚持以科技创新引领现代产业发展，深入推进新型工业化，推进四大科创高地建设	要扩大有效投资，做到工业投资“挑大梁”、基础设施投资“压住舱”、新基建投资“多出力”、房地产投资“稳住脚”、民间投资“增活力”	坚决打好重点领域风险防范化解攻坚战，有效防范化解地方债务风险，促进房地产市场加快回暖，提升保障性住房供给品质，抓好金融领域风险化解，坚决守住不发生系统性风险的底线，轻装上阵推动高质量发展。

来源：各地政府网站、国金证券研究所

(二) 于市场而言，城投融资收缩加剧债市供需矛盾、“资产荒”又增新变量

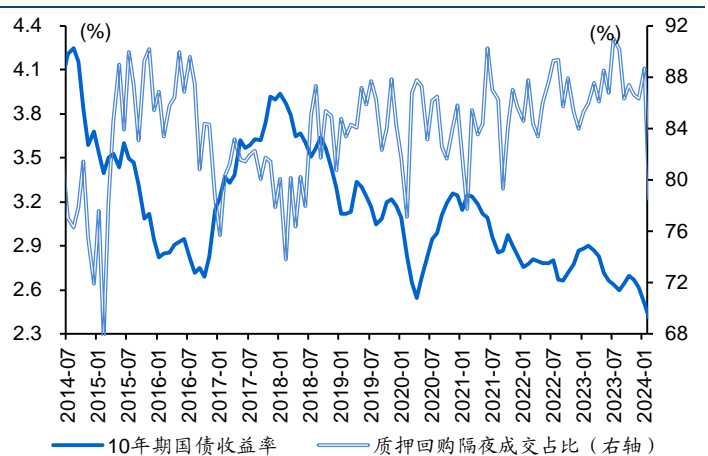
城投融资供给收缩进一步加剧债市供需矛盾、“资产荒”又增新变量。“资产荒”自 2021 年以来加速凸显、受资产端和资金端的双重驱动。一方面，地产相关融资边际收紧、叠加地方债务监管约束加强，带动相关融资链明显收缩。另一方面，传统引擎走弱、实体需求修复平缓等，使得资金易淤积在金融体系内；居民存款“搬家”等推动理财产品等规模明显扩张。当前“资产荒”又增新变量，地方化债下、城投债净融资已连续多月收缩。

图表38：银行间质押回购成交规模屡创新高



来源：Wind、国金证券研究所

图表39：隔夜质押回购占比中枢维持高位

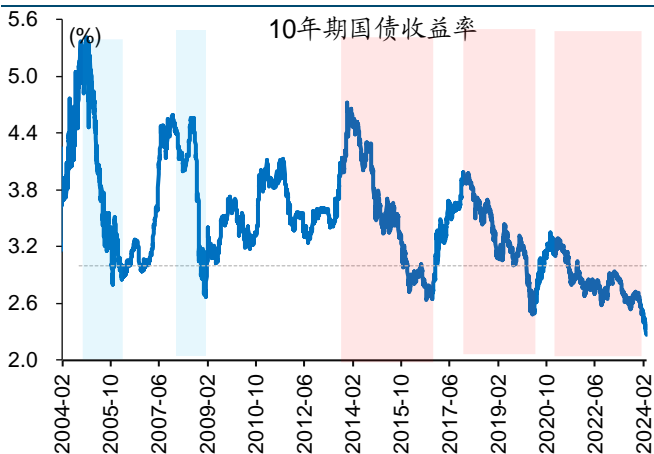


来源：Wind、国金证券研究所



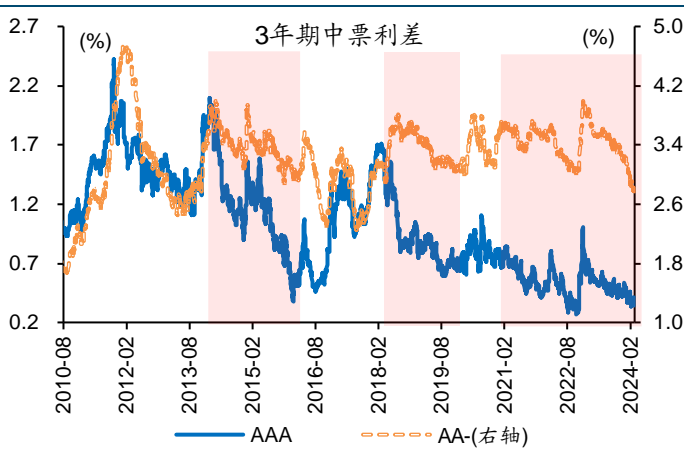
内部分化进一步凸显，部分省市城投债招标倍数维持高位、部分省市明显“遇冷”。“资产荒”阶段，债市出现“长牛”、内部分化突出，信用利差明显收窄、尤其是中高评级，3年期AAA中票信用利差自2021年来持续收窄超24BP至42BP。城投债招标倍数也可侧面印证，津、晋等地2023年城投债招标倍数较2022年回升，而贵、吉等地明显“遇冷”（详情参见《债市，调整的风险有多大？》、《从机构行为，看债市“隐忧”》）。

图表40：资产荒阶段，债市出现长牛



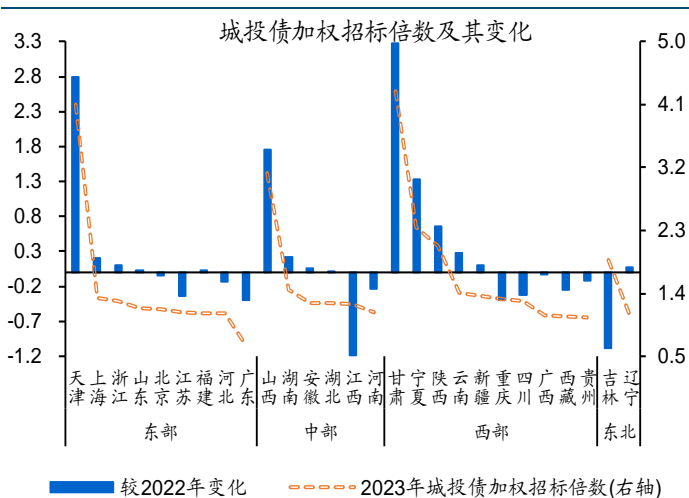
来源：Wind、国金证券研究所

图表41：高评级信用利差被压至阶段性低位



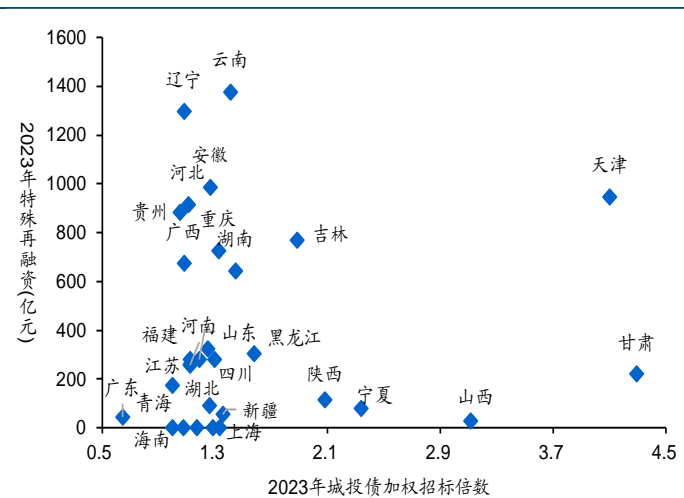
来源：Wind、国金证券研究所

图表42：城投债结构性下沉现象突出



来源：Wind、国金证券研究所

图表43：地方化债下，部分省市城投招标倍数回升



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- （1）一季度城投债融资转负、创历史同期新低。城投融资收缩主因偿付规模增加，其中，回售和提前兑付比重明显抬升。区域分布上，半数以上省市城投债持续收缩、部分西部省市回售、提前兑付占比较高。
- （2）城投债融资偏弱，一方面与土地市场低迷拖累再融资能力等有关、尤其是部分弱资质区域。另一方面，化债背景下，部分债务率较高省市严控新增融资，部分省市到期偿付中提前兑付较高、或与化债资金下拨提前偿付缓解现金流等有关。往后来看，防范地方债务风险、完善投融资体制下，城投债市场或已进入存量博弈阶段。
- （3）地方化债下，信用环境、经济修复向上弹性或相对平坦。但同时，债务结构优化、付息压力也得到缓解，地方化债作为契机倒逼发展转型、推动高质量进程。于市场而言，城投债收缩加剧债市供需矛盾、“资产荒”又增新变量。



## 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、统计过程中可能的偏误和遗漏。城投债数据库选自 wind 分类并进行拆解，可能存在一定偏误。



**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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究