

近年最大规模化债政策落地，债市如何演绎？

——从地方债的前世今生看化债行情

摘要：

- **1949~2013：经济发展机遇与危机并存，地方债初步成型。**1949年~1993年，伴随经济建设的发展，地方债从无到有，各地政府通过政策性借款、商业性借款以及政府间往来拆借等方式举借表外债务，形成了一定的隐性债务。1994年~2007年，分税制改革叠加亚洲金融危机，隐性债务风险上升。2008年~2013年，全球金融危机爆发后，政府推出“四万亿计划”，同时支持有条件的地方政府组建投融资平台，地方政府通过“抽屉协议”为融资平台担保，推动了城投债的迅猛发展，隐性债务规模也快速扩大，债务风险随之上升。
- **2014-2022：地方债大幅扩张，同步进入化债周期。**2014年开始，政府对地方债监管开始转变为“开正门，堵偏门”，但由于监管政策尚处于尝试和调整阶段，各地政府又遇稳增长压力，显性债务和隐性债务规模同步扩大。2015-2018年，全国各地政府共发行12.2万亿元置换债券用于置换隐性存量债务，债务置换率达到79.22%。2019年6月开始，在第一轮化债的基础上，建立县级隐性债务化解试点，主要以银行贷款为主对地方隐性债务进行了第二轮置换。2020年~2022年，中央放宽了再融资债的资金使用范围，各地发行特殊再融资债置换隐性债务。但受到疫情和经济发展压力影响，违规使用资金和新增隐性债务的情况仍有发生。
- **2023-2024：出台“一揽子化债政策”，第四轮化债思路根本转变。**2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”。同年10月，全国人大常委会批准了国务院在四季度增发1万亿元国债的提议并全部转拨地方。在以往财政化债的基础上，本轮化债还采取了以央行应急流动性金融工具（SPV）为代表的金融化债工具。2024年11月8日，“6+4+2”新一轮化债方案正式落地，化债政策由应急处置转变为主动解决问题，从点状思路转变为整体思路，从单一防风险到防风险和促发展并重。
- **本轮化债行情。**短期供给增加会对债市产生一定扰动，但不会影响利率下行趋势。短期来看城投债利率风险可控，利差有一定压缩空间，但需持续关注城投债提前偿还的风险。

11月8日,国务院新闻办召开发布会,近年来出台的支持化债力度最大的一项措施正式落地。“6+4+2”的化债组合拳将对市场产生怎样的影响?

从化债研究的角度来看,一般将地方债务分为显性和隐性两种。然而实际上,只有显性债务是合法且需要政府承担偿还义务。根据《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27号文件),地方政府隐性债务是指地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。主要包括:地方国有企事业单位等替政府举债,由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务(主要体现为地方融资平台);地方政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作、政府购买服务等过程中,通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形式的政府中长期支出事项债务¹。

了解本次化债的行情,我们首先要了解三个问题:一是地方债是如何形成的?二是历次化债的措施和特征如何?三是本次化债的发展如何?

1. 经济发展机遇与危机并存,地方债初步成型

1.1 1949-1993: 地方债探索性发展,隐性债务初显迹象

地方债务的形成,始终围绕地方经济发展和央地财权划分两个主题。

新中国成立后的计划经济时代,由于高度的资源统筹,对于债券发行的需求较小。两次短暂的地方债发行,也都与中央向地方的分权有关。1957年,国务院制定《关于改进财政管理体制的规定》,标志着中央决定适当扩大地方、企业的权限,并于1958年将“经济建设公债”由国债转为地方债²。随后3年(1959-1961)里有8个省份先后发行了地方公债。但此后政府再次追求经济发展“既无内债又无外债”的目标,我国公债的发行也由此中断了20多年。

¹ 沈坤荣,施宇.地方政府隐性债务风险:动态演进、治理难点与治理路径[J].经济学家,2023,(12):56-65.

² 万立明.地方经济建设公债发行初探(1959—1961)[J].中共党史研究,2017,(04):54-61.

图表 1 1959 年至 1961 年全国各省地方经济建设公债发行情况

年份	省份	券别 (及正面图案)	年息 (厘)	计划发行额 (万元)	实际发行额 (万元)
1959年	福建	1元 (运木材)、2元 (收割机)、5元 (测量)、10元 (交通运输)、50元 (水力发电)	2	1000	1293.7
1959年	安徽	1元 (收割机)、2元 (铁路运输)、5元 (集装箱)、10元 (水力发电)、50元 (工厂)	1	6700	2528
1959年	辽宁	1元 (摘棉)、5元 (收割机)、10元 (吊装车)、50元 (工厂)	4	4000	4892
1959年	四川	1元、2元、5元、10元、50元 (图案不详)	2	5000	5982.9
1959年	黑龙江	1元 (收割机)、2元 (运木材)、5元 (工厂)、10元 (石油井架)、50元 (工人农民)	2	4000	4456
1959年	吉林	1元 (收割机)、5元 (运木材)、10元 (水库)、50元 (汽车厂)	2	2000	2246.1
1960年	福建	1元 (火车)、2元 (船码头)、5元 (铁路运输)、10元 (水力灌溉)、50元 (工厂)	2	1000	1232.3
1960年	安徽	1元 (铁路运输)、2元 (棉纺厂)、5元 (水力发电)、10元 (收割机)、50元 (工厂)	1	2330	3251
1960年	黑龙江	1元 (收割机)、2元 (运木材)、5元 (工厂)、10元 (田野、工厂)、50元 (工人农民)	2	4000	3904.5
1960年	江西	1元、2元、5元、10元、50元 (图案不详)	4	2000	2056
1961年	安徽	1元 (铁路运输)、2元 (棉纺厂)、5元 (水力发电)、10元 (收割机)、50元 (工厂)	1	3000	1881

资料来源:《地方经济建设公债发行初探 (1959—1961)》(万立明, 2017), 中证报基金研究

改革开放以来, 中国经济飞速发展, 地方政府的举债投资发挥了积极的作用, 但同时也造就了地方政府隐性债务这一表外债务。

1980 年, 为了促进经济发展, 国家发布《国务院关于实行“划分收支、分级包干”财政管理体制的暂行规定》开启了财政包干制³。中央开始赋予地方更多的经济自主权并同时提高了经济发展在政绩考核中的比重, 最终形成了 GDP 锦标赛体制。在这一背景下, 地方政府举债发展的意愿日渐强烈。但中央基于稳定经济环境的需求, 发布了《关于暂不发行地方政府债券的通知》(1985 年), 明确规定不允许地方政府发债融资。各地政府只能通过政策性借款、商业性借款以及政府间往来拆借等方式举借表外债务。1992 年我国第一家专业从事城市基础设施投资建设的投资公司 (上海城市建设投资开发总公司) 正式成立。这一时期, 虽然也形成了一定的隐性债务, 但规模较小, 风险不大。

1.2 1994-2007: 分税制改革叠加亚洲金融危机, 隐性债务风险上升

1994 年, 为了结束国家财政收入占国内生产总值的比重和中央政府财政收入占总财政收入比重持续下跌的情况, 国家开始推动分税制财政体制改革, 即“财权上移, 事权下放”。这一改革虽然保证了中央政府能够更好地保障关系全局的公共品供给, 但同时也造成了地方政府事权负担和财权

³ 财政包干制分为财政收入包干和财政支出包干。财政收入包干指的是地方按一定方式上交中央政府财政收入后, 剩下归地方所有; 财政支出包干是指划定中央和地方的支出责任。

能力错位的局面, 导致地方政府财政资金缺口增大、资金需求无法满足。因而, 政府开始大量通过融资平台向银行借款、发行债券和融资租赁借款。同时, 官员任期和隐性债务期限的错位导致债务的权责分离, 举债人非还债人的现实情况进一步增加了地方隐性债务的风险。

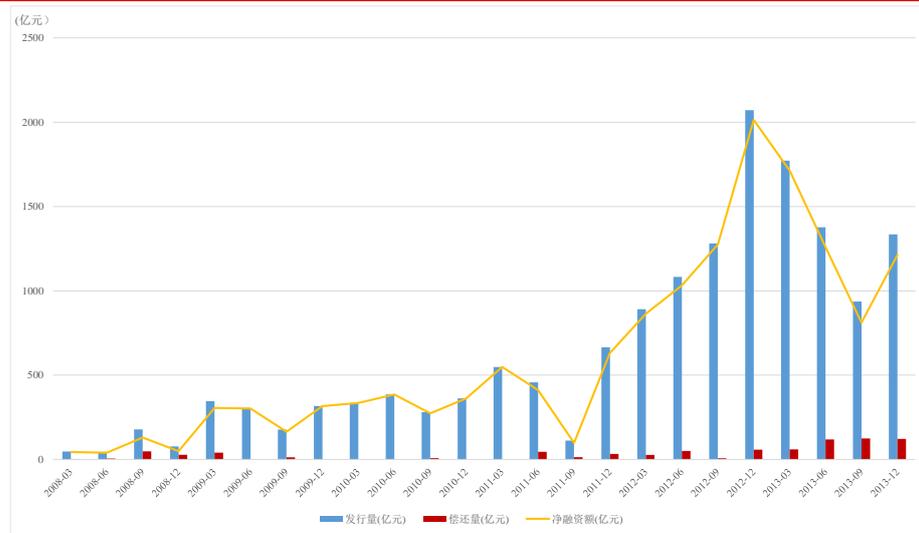
亚洲金融危机爆发后, 为了应对经济下行压力, 中国政府实施了积极的财政政策。1998 年 8 月财政部发布《国债转贷地方政府管理办法》, 采取国债转贷的形式补充地方财力。该《办法》规定“省级人民政府要在本省范围内统借、统筹、统还。省级财政部门作为人民政府的债权、债务人的代表, 负责对财政部的还本付息工作”, 还确定了地方政府的还款期限和利率水平。这部分资金既不列入中央赤字, 也不列入地方赤字, 本质上依旧属于地方政府表外债务。

1.3 2008-2013: 城投债迅速发展, 隐性债务规模扩大

2008 年全球金融危机爆发后, 政府推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施, 即“四万亿计划”。次年, 央行和银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》, 支持有条件的地方政府组建投融资平台, 发行企业债、中期票据等融资工具, 拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道; 财政部发布《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》, 表示地方政府可利用政府融资平台通过市场机制筹措的资金。起初, 融资平台 90% 的资金来源于银行借贷, 但随着国家收紧了融资平台的信贷环境, 城投债迅速发展。

在大力发展经济的背景下, 地方政府通过“抽屉协议”为融资平台担保, 推动了城投债的迅猛发展。2008~2014 年期间, 城投债发行年均复合增速 (CAGR) 达到 77.24%, 净融资额年均复合增速 (CAGR) 达到 82.41%。同时, 中央管总的传统让地方政府对中央政府存在财政兜底幻想, 对融资平台资质审核不够严格、对信贷往来要求较低, 导致举债项目资金使用效率较低。其次, 由于政府的隐性担保, 市场也对城投债更为“偏爱”, 金融机构对融资平台具有优先贷款的倾向。隐性债务风险随之上升。

图表 2 2008-2013 年城投债发行情况



资料来源: Wind, 中证报基金研究

2. 地方债大幅扩张, 同步进入化债周期

2.1 2014-2018: “修明渠、堵暗道”, 第一轮化债展开

2014-2018 年间, 政府对地方债监管开始转变为“开正门, 堵偏门”, 但由于监管政策尚处于尝试和调整阶段, 各地政府又遇稳增长压力, 显性债务和隐性债务规模同步扩大。

图表 3 43 号文主要内容

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文) 主要内容		
建立规范的地方政府举债融资机制	赋予地方政府依法适度举债权限。	明确划清政府与企业界限, 政府债务只能通过政府及其部门举借, 不得通过企事业单位等举借。
	建立规范的地方政府举债融资机制。	地方政府举债采取政府债券方式。 没有收益的公益性事业发展确需政府举借一般债务的, 由地方政府发行一般债券融资, 主要以一般公共预算收入偿还。有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的, 由地方政府通过发行专项债券融资, 以对应的政府性基金或专项收入偿还。
	推广使用政府与社会资本合作模式。 加强政府或有债务监管。	鼓励社会资本通过特许经营等方式, 参与城市基础设施等有稳定收益的公益性事业投资和运营。 剥离融资平台公司政府融资职能, 融资平台公司不得新增政府债务。
对地方政府债务实行规模控制和预算管理	对地方政府债务实行规模控制。	地方政府债务规模实行限额管理, 地方政府举借不得突破批准的限额。
	严格限定地方政府举债程序和资金用途。 把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理。	地方政府在国务院批准的分地区限额内举借债务, 必须报本级人大或其常委会批准。 地方政府要将一般债务收支纳入一般公共预算管理, 将专项债务收支纳入政府性基金预算管理, 将政府与社会资本合作项目中的财政补贴等支出按性质纳入相应政府预算管理。
控制和化解地方政府债务风险	建立地方政府性债务风险预警机制。	财政部根据各地区一般债务、专项债务、或有债务等情况, 测算债务率、新增债务率、偿债率、逾期债务率等指标, 评估各地区债务风险状况, 对债务高风险地区进行风险预警。
	建立债务风险应急处置机制。	要硬化预算约束, 防范道德风险, 地方政府对其举借的债务负有偿还责任, 中央政府实行不救助原则。
	严肃财经纪律。	建立对违法违规融资和违规使用政府性债务资金的惩罚机制, 加大对地方政府性债务管理的监督检查力度。
完善配套制度	完善债务报告和公开制度。	完善地方政府性债务统计报告制度, 加快建立权责发生制的政府综合财务报告制度, 全面反映政府的资产负债情况。
	建立考核问责机制。 强化债权人约束。	把政府性债务作为一个硬指标纳入政绩考核。 金融机构等不得违法违规向地方政府提供融资, 不得要求地方政府违法违规提供担保。
妥善处理存量债务和在建项目后续融资	抓紧将存量债务纳入预算管理	以2013年政府性债务审计结果为基础, 结合审计后债务增减变化情况, 经债权人与债务人共同协商确认, 对地方政府性债务存量进行甄别。对地方政府及其部门举借的债务, 相应纳入一般债务和专项债务。对企事业单位举借的债务, 凡属于政府应当偿还的债务, 相应纳入一般债务和专项债务。
	积极降低存量债务利息负担。	甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务, 各地区可申请发行地方政府债券置换, 以降低利息负担, 优化期限结构, 腾出更多资金用于重点项目建设。
	妥善偿还存量债务。	处置到期存量债务要遵循市场规则, 减少行政干预。对项目自身运营收入能够按时还本付息的债务, 应继续通过项目收入偿还。对项目自身运营收入不足以还本付息的债务, 可以通过依法注入优质资产、加强经营管理、加大改革力度等措施, 提高项目盈利能力, 增强偿债能力。
	确保在建项目后续融资。	地方政府要统筹各类资金, 优先保障在建项目续建和收尾。对使用债务资金的在建项目, 原贷款银行等要重新进行审核, 凡符合国家有关规定的, 要继续按协议提供贷款, 推进项目建设; 对在建项目确实没有其他建设资金来源的, 应主要通过政府与社会资本合作模式和地方政府债券解决后续融资。

资料来源: 中国政府网, 中证报基金研究

2014 年 9 月国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文), 标志着首个地方债务政策的顶层设计完成。43 号文不仅限制违规举债, 也为地方合规举债开路。43 号文明确了中央政府不救助原则,

要求把政府性债务作为硬性指标纳入政绩考核, 地方债进入了全面自发自还的阶段。同时, 43 号文还按照资金用途将地方债分为新增债和置换债, 按照项目收益分为一般债和专项债, 并规定了偿还不同债务的资金来源。

同年 10 月, 财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》, 要求地方各级政府要结合清理甄别工作, 认真甄别筛选融资平台公司存量项目, 对适宜开展政府与社会资本合作 (PPP) 模式的项目, 要大力推广 PPP 模式, 通过 PPP 模式转化为企业债务的, 不纳入政府债务; 项目没有收益、计划偿债来源主要依靠一般公共预算收入的, 甄别为一般债务, 如义务教育债务; 项目有一定收益、计划偿债来源依靠项目收益对应的政府性基金收入或专项收入、能够实现风险内部化的, 甄别为专项债务, 如土地储备债务; 项目有一定收益但项目收益无法完全覆盖的, 无法覆盖的部分列入一般债务, 其他部分列入专项债务。

图表 4 2015-2018 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》地方债审计主要内容

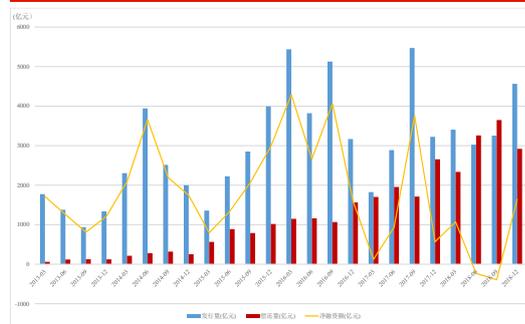
年份	地方债审计主要内容
2015	有的地区仍违规或变相举债。抽查发现, 至2015年底, 浙江、四川、山东和河南等4个省通过违规担保、集资或承诺还款等方式, 举债余额为153.5亿元。有的地方出现一些隐性债务, 内蒙古、山东、湖南和河南等4个省在委托代建项目中, 约定以政府购买服务名义支付建设资金, 涉及融资175.65亿元; 浙江、河南、湖南和黑龙江等4个省在基础设施建设筹集的235.94亿元资金中, 不同程度存在政府对社会资本兜底回购、固化收益等承诺。
2016	至2017年3月底, 审计的16个省、16个市和14个县本级政府债务风险总体可控, 但政府承诺以财政资金偿还的债务余额, 较2013年6月底增长87%, 其中基层区县和西部地区增长超过1倍; 7个省、6个市和5个县本级2015年以来, 通过银行贷款、信托融资等形式, 违规举借的政府承诺以财政资金偿还债务余额有537.19亿元。同时, 有4个省、2个市和2个县尚未成立政府性债务管理领导小组。
2017	在2017年持续组织开展地方政府债务审计基础上, 2018年一季度重点审计了5个省本级、36个市本级和25个县级政府债务的管理情况, 截至2018年3月底这些地方出台债务管理制度132项。2017年7月全国金融工作会议后, 相关地区风险防范意识进一步增强, 举债冲动得到有效遏制, 违规举债问题明显减少, 目前债务风险正得到有序有效防控, 但仍发现5个地区2017年8月以后违规举债32.38亿元, 还有3个地区政府违规提供担保9.78亿元; 11个地区发行的政府债券筹集资金中, 有39.22亿元结存在财政部门, 其中29.2亿元闲置1年以上。一些地方落实债务管理要求还不到位, 有14个地区化解债务方式过于简单, 造成重点项目建设资金接续不畅等; 5个省本级尚未筹建债务大数据监测平台, 14个市县未按要求全面摸排融资担保行为或未按时整改到位, 5个市县未将政府购买服务等事项纳入监测范围。审计指出问题后, 有关地方正在整改。
2018	对18省本级、17市本级和17县共52个地区政府债务进行了审计。从审计情况看, 有关地区风险防范意识增强, 违规举债势头得到遏制, 债务风险总体可控。审计发现, 有16省未按要求对困难较大的市县制定风险应急预案; 32个地区上报的债务数据存在漏报、多报等情况; 11个地区有170.78亿元存量隐性债务没有制定化解措施, 有些地区制定的债务化解方案缺乏可行性; 35个地区有290.4亿元债务资金因筹集与项目进度不衔接等原因闲置, 其中22个地区114.26亿元超过1年。

资料来源: 中国审计署, 中证报基金研究

2015 年 1 月 1 日, 《预算法 (2014 年修正) 》正式开始实施, 由此我国正式在法律层面赋予了地方政府举债的权力, 地方债务进入了规模扩张与治理监管同步发展的阶段。同年 12 月, 《财政部关于对地方政府债务实施限额管理的实施意见》中指出地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分, 通过三年左右的过渡期, 由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。

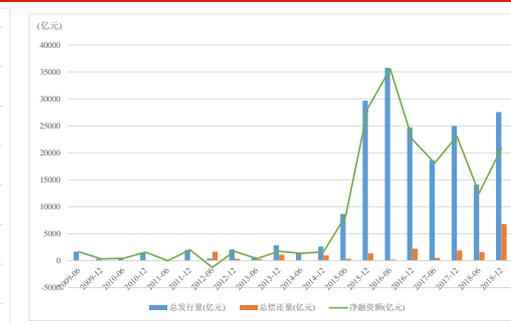
虽然, 各项政策中对于政府举债设置了严格的限制条件, 尝试尽快化解隐性债务。但在经济下行和稳增长的背景下, 2015 年 5 月, 国办 40 号文指出“支持在建项目的存量融资需求⁴”、“规范实施在建项目的增量融资⁵”, 对在建工程融资有了松动; 发改委发布《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》确认融资平台可以作为社会资本参与 PPP, 突破了原先县级主体必须是百强县才能有 1 家平台发债的限制, 大幅放松了企业发债条件, 简化发债审核审批程序, 扩大企业债券融资规模。

图表 5 2013-2018 年城投债发行情况



资料来源: Wind, 中证报基金研究

图表 6 2009-2018 年地方债发行情况



资料来源: Wind, 中证报基金研究

⁴地方各级政府和银行业金融机构要按照总量控制、区别对待的原则, 支持融资平台公司在在建项目的存量融资需求, 确保在建项目有序推进。对于在 2014 年 12 月 31 日前已签订具有法律效力的借款合同并已放款, 但合同尚未到期的融资平台公司在在建项目贷款, 银行业金融机构要在全面把控风险、落实信贷条件的前提下, 继续按照合同约定发放贷款, 不得盲目抽贷、压贷、停贷。对于在 2014 年 12 月 31 日前已签订具有法律效力的借款合同, 且合同到期的融资平台公司在在建项目贷款, 如果项目自身运营收入不足以还本付息, 银行业金融机构可与地方政府、融资平台公司协商, 在后续借款与前期借款合同约定的责任一致, 且确保借款合同金额不增加的前提下, 重新修订借款合同, 合理确定贷款期限, 补充合格有效抵质押品。

⁵地方各级政府要密切关注融资平台公司在建项目中应由财政支持的增量融资需求, 在依法合规、规范管理的前提下, 统筹财政资金和社会资本等各类资金, 保障在建项目续建和收尾。对于已签合同贷款额不能满足建设需要, 且适宜采取政府和社会资本合作模式的融资平台公司在建项目, 优先采取政府和社会资本合作模式, 弥补在建项目增量融资需求。对于已签合同贷款额不能满足建设需要, 且符合国家有关规定并确实没有其他建设资金来源, 但又暂时不宜转为政府和社会资本合作模式的融资平台公司在建项目, 增量融资需求纳入政府预算管理, 由地方政府按法律要求和有关规定发行政府债券解决。

自此地方债进入了短期大幅扩张的阶段, 除了对城投平台的隐性担保外, 进一步催生了新的隐性债务增长渠道。具体表现为: 一是通过向城投企业注入道路、土地、广场、园区等公益性资产, 增加其净资产规模, 以满足发行债券的条件, 从而提升其融资能力; 二是通过提供固定收益承诺或包含回购条款等实质为债务融资的形式, 参与产业基金和 PPP 项目的运作; 三是将部分采购工程项目包装成政府购买服务项目; 四是地方政府在基础设施建设过程中, 要求企业先行垫付资金进行施工, 随后通过土地出让收益或其他途径来偿还企业的建设成本, 并给予企业合理的回报; 五是地方政府通过融资租赁、BT (建设-移交) 项目⁶、各类政府发展基金等方式进行融资。相比于 43 号文推出之前, 地方政府债务问题不仅没有化解, 反而结构更加复杂、杠杆更加隐匿、债务更加不透明。

近两年的大规模扩张后, 地方债再次面临了严监管周期。2016 年 10-11 月, 国务院办公厅和财政部接连发布《地方政府性债务风险应急处置预案》、《地方政府性债务风险分类处置指南》、《地方政府一般债务预算管理办法》和《地方政府专项债务预算管理办法》。2017 年, 财政部又通过《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(50 号文)、《财政部发文坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资行为》(87 号文) 和《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》(92 号文), 分别对此前违法违规的“地方政府隐性担保融资”、“政府购买服务的方式积聚地方政府隐性债务”和 PPP 项目进行了约束。

在此基础上, 2018 年财政部再次发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(23 号文), 从资本金审查、还款能力评估、投资基金、资产管理业务、政策性开发性金融、合作方式、金融中介业务、PPP、融资担保、出资管理、财务约束、产权管理、配合整改、绩效评价、监督检查等十五个方面进一步进行了规范。8 月财政部发布的《地方全口径债务清查统计填报说明》提出各地化解隐性债务的六

⁶建设-移交是政府利用非政府资金进行基础非经营性设施建设项目的融资模式, 由社会资本出资, 政府分期回购。

种方案: 安排财政资金偿还、出让政府股权及经营性国有产权权益偿还、利用项目结转资金和经营收入偿还、合规转化为企业经营性债务、借新还旧和展期等方式偿还, 以及采取破产重整或清算方式化解。《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》则进一步构建了地方政府隐性债务的监管框架。

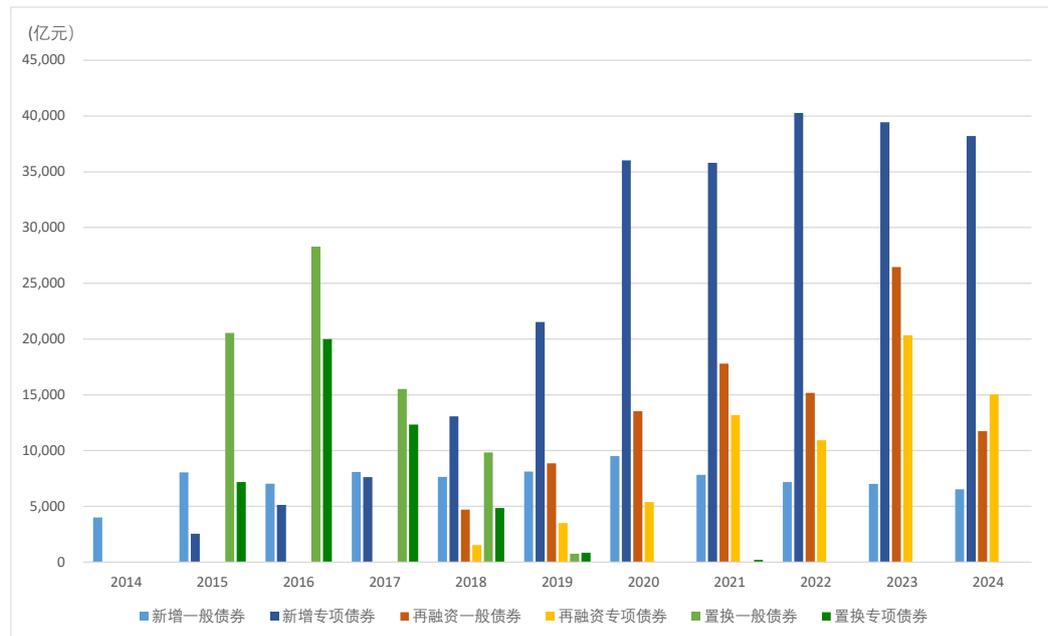
图表 7 2017 年财政部发布隐性地方债管理的主要政策内容

文件名称	主要内容	
《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	全面开展地方政府融资担保清理整改工作	结合2016年开展的融资平台公司债务等统计情况, 尽快组织一次地方政府及其部门融资担保行为摸底排查, 督促相关部门、市县加强与社会资本方的平等协商, 依法完善合同条款, 分类妥善处置, 全面改正地方政府不规范的融资担保行为。
	切实加强融资平台公司融资管理	地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司, 不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源, 不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为。融资平台公司在境内外举债融资时, 应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能, 并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。金融机构为融资平台公司等企业提供融资时, 不得要求或接受地方政府及其所属部门以担保函、承诺函、安慰函等形式提供担保。
	规范政府与社会资本方的合作行为	地方政府不得以借贷资金出资设立各类投资基金, 严禁地方政府利用PPP、政府出资的各类投资基金等方式违法违规变相举债, 除国务院另有规定外, 地方政府及其所属部门参与PPP项目、设立政府出资的各类投资基金时, 不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金, 不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失, 不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益, 不得对有限合伙制基金等任何股权投资方式额外附加条款变相举债。
	进一步健全规范的地方政府举债融资机制	地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券方式, 除此以外地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。除外国政府和国际经济组织贷款转贷外, 地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保, 不得承诺为其他任何单位和个人的融资承担偿债责任。
	建立跨部门联合监测和防控机制	完善统计监测机制, 由财政部门会同发展改革委、人民银行、银监、证监等部门建设大数据监测平台, 统计监测政府中长期支出事项以及融资平台公司举借或发行的银行贷款、资产管理产品、企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等情况, 加强部门信息共享和数据校验, 定期通报监测结果。
	大力推进信息公开	继续完善地方政府债务信息公开制度, 县级以上地方各级政府应当重点公开本地区政府债务限额和余额, 以及本级政府债务的规模、种类、利率、期限、还本付息、用途等内容。省级财政部门应当参考国债发行做法, 提前公布地方政府债务发行计划。
《关于坚决制止地方政府违法违规融资行为的通知》	坚持政府购买服务改革正确方向	政府购买服务所需资金应当在年度预算和中期财政规划中据实足额安排。
	严格按照规定范围实施政府购买服务	政府购买服务内容应当严格限制在属于政府职责范围、适合采取市场化方式提供、社会力量能够承担的服务事项, 重点是有预算安排的基本公共服务项目。严格按照《中华人民共和国政府采购法》确定的服务范围实施政府购买服务, 不得将原材料、燃料、设备、产品等货物, 以及建筑物和构筑物的新建、改建、扩建及其相关的装修、拆除、修缮等建设工程作为政府购买服务项目。严禁将铁路、公路、机场、通讯、水电煤气, 以及教育、科技、医疗卫生、文化、体育等领域的基础设施建设, 储备土地前期开发, 农田水利等建设工程作为政府购买服务项目。严禁将建设工程与服务打包作为政府购买服务项目。严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。
	严格规范政府购买服务预算管理	地方各级政府应当充分考虑实际财力水平, 妥善做好政府购买服务支出与年度预算、中期财政规划的衔接, 足额安排资金, 保障服务承接主体合法权益。年度预算未安排资金的, 不得实施政府购买服务。
	严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资	承接主体利用政府购买服务合同向金融机构融资时, 应当配合金融机构做好合规性管理, 相关合同在购买内容和期限等方面必须符合政府购买服务有关法律和制度规定。地方政府及其部门不得利用或虚构政府购买服务合同为建设工
《关于规范政府和资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》	切实做好政府购买服务信息公开	各地应当将年度预算中政府购买服务总金额、纳入中期财政规划的政府购买服务总金额以及政府购买服务项目有关预算信息, 按规定及时向社会公开, 提高预算透明度。
	严格新项目入库标准	存在下列情形之一的项目, 不得入库: 不适宜采用PPP模式实施。前期准备工作不到位。未建立按效付费机制。包括通过政府付费或可行性缺口补助方式获得回报, 但未建立与项目产出绩效相挂钩的付费机制的; 政府付费或可行性缺口补助在项目合作期内未连续、平滑支付, 导致某一时期内财政支出压力激增的; 项目建设和运营不纳入绩效考核, 或实际与绩效考核结果挂钩部分占比不足30%, 固化政府支出责任的。
	集中清理已入库项目	不符合规范运作要求。包括未按规定转型的融资平台公司作为社会资本方的; 采用建设-移交(BT)方式实施的; 采购文件中设置歧视性条款、影响社会资本平等参与的; 未按合同约定落实项目债权融资的; 违反相关法律和政策规定, 未按时足额缴纳项目资本金、以债务性资金充当资本金或由第三方代持社会资本方股份的; 构成违法违规举债担保。包括由政府或政府指定机构回购社会资本投资本金或兜底本金损失的; 政府向社会资本承诺固定收益回报的; 政府及其部门为项目债务提供任何形式担保的; 存在其他违法违规举债担保行为的。

资料来源: 中国政府网, 中证报基金研究

截至2014年年底, 经审计公布的全国政府债务余额总计15.4万亿元。2015-2018年, 全国各地政府共发行12.2万亿元置换债券用于置换隐性存量债务, 债务置换率达到79.22%。

图表 8 2014 年至今各类地方债发行规模



资料来源: 同花顺, 中证报基金研究

2.2 2019 年: 建立县级隐性债务化解试点, 主要以银行贷款置换为主

在第一轮化债的基础上, 2018 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出仍有存量隐性债务没有制定化解措施。2019 年 6 月中办国办印发的《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》(33 号文) 和国办函 40 号文《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》开启了第二轮化债。

33 号文进一步明确允许融资平台在不增加地方隐性债务规模的前提下, 就存量隐性债务中的必要在建项目与金融机构协商融资。40 号文中指出规定隐性债务置换的原则: 一是平等协商; 二是债权债务关系清晰, 对应资产明确, 项目具备财务可持续; 三是具体操作中, 按照项目一一对应到期债务实施, 而不是“打捆”; 四是融资资金只能用于还本; 五是借新还旧期限有限制, 原则上小于化债期限; 六是在隐性债务系统全过程登记反映, 确保全过程可跟踪追溯。在政策支持下, 部分现金流稳定、权责清晰的优质城投平台通过银行贷款置换降低了融资成本, 缓解了债务压力。

随后监管部门选取辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份, 采取竞争性立项的方式选择部分具备化债条件的县市开展试点, 纳入试点

后可发行地方政府债券（省代发）置换部分隐性债务。从置换结果来看，2019 年全国共有 7 省发行了置换债，共发行 1578 亿元。但是 2019 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出，仍有 10 个地区违规举债或担保 83.99 亿元。

图表 9 2019 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》地方债审计主要内容

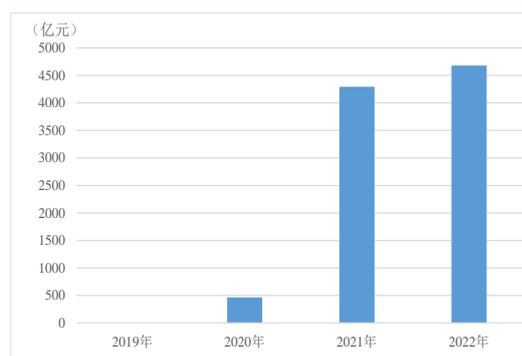
年份	地方债审计主要内容
2019	审计18省及所辖36个市县发现，由于项目安排不合理或停止实施等，有503.67亿元新增专项债券资金未使用，其中132.3亿元闲置超过1年；还有10个地区违规举债或担保83.99亿元，审计指出后已整改40.97亿元。

资料来源：中国审计署，中证报基金研究

2.3 2020-2022：发行特殊再融资债，开启隐债清零

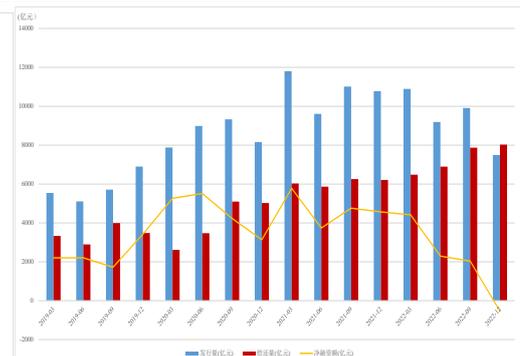
随着 2014 年末存量政府债务置换完毕，“置换债券”退出历史舞台⁷。《2018 年 4 月地方政府债券发行和债务余额情况》首次提出再融资债，规定其“用于偿还部分到期地方政府债券本金”。因此，再融资债实际上是“借新还旧”，不能直接用于项目建设。2020 年底中央经济工作会议提出抓紧化解地方政府隐性债务风险工作。政府拓宽了再融资债的使用范围，开始用于偿还政府存量债务。变更用途后的再融资债资金实际上就可以用于化解地方债隐性债务，后也被称为“特殊再融资债券”。并于 2021 年 10 月，在北京、上海、广东三地开启以特殊再融资债为工具的全域隐性债务清零试点。2022 年底，全国特殊再融资债券的余额达到了 4679.61 亿元。

图表 10 2019-2022 年特殊再融资债余额



资料来源：Wind，中证报基金研究

图表 11 2019-2022 年城投债发行情况



资料来源：Wind，中证报基金研究

⁷ 根据 2015 年财政部下发的文件，“置换债券资金要严格用于偿还清理甄别认定的截至 2014 年末存量政府债务，严禁用于其他用途”。这里的存量政府债务主要指非政府债券形式的债务，即隐性债务等；而传统的再融资债券针对的是以政府债券形式存在的地方政府债务。

2021 年初, 交易所开始实施红黄绿城投债发行新政: 红色区域的市级以及县级平台只能借新还旧交易所债券, 黄色区域市级可以偿还其他类型债务但县级只能偿还交易所债券, 绿色则不限制。证监会和银保监会则相继发布《公司债券发行与交易管理办法》和《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》, 对涉及地方隐性债务的债券发行和贷款资金进行了约束。

2021-2022 年城投债余额快速下降, 但受疫情冲击, 违规使用资金和新增隐性债务的情况仍有发生。2021 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出“10 个地区违规将 136.63 亿元专项债券资金用于企业经营、人员工资等”; 2022 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出“49 个地区通过承诺兜底回购、国有企业垫资建设等方式, 违规新增隐性债务 415.16 亿元”“20 个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目‘包装’成收益与融资规模平衡, 借此发行专项债券 198.21 亿元。5 个地区将 50.03 亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域”。

图表 12 2020-2022 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》地方债审计主要内容

年份	地方债审计主要内容
2020	重点调查了17省本级、17市本级和21县共55个地区的政府债务管理情况, 并延伸了其他地区。2020年底, 重点调查的55个地区政府债务余额5.07万亿元, 平均债务率较上年降低13个百分点。债务风险总体呈收敛态势, 但仍存在专项债券重发行轻管理的问题。至2020年底, 55个地区专项债余额1.27万亿元中有413.21亿元(占3.25%)未严格按照用途使用, 其中5个地区将204.67亿元投向无收益或年收入不足本息支出的项目, 偿债能力堪忧。
2021	10个地区违规将136.63亿元专项债券资金用于企业经营、人员工资等, 33个地区217亿元专项债券资金闲置1年以上。
2022	重点审计了18省本级及36个市县共54个地区的财政收支管理情况, 并就共性问题延伸了其他地区。主要发现4方面问题: 一是违规组织和返还财政收入。70个地区通过“自卖自买”国有资产、虚构土地交易等方式虚增财政收入861.3亿元, 其中67.5%发生在县级。41个地区向亏损企业征收国有资本收益、征收过头税费或直接乱罚款乱摊派等, 违规组织财政收入77.5亿元。还有55个地区违规或变相返还税收或土地出让金等225.08亿元。二是违规新增隐性债务。49个地区通过承诺兜底回购、国有企业垫资建设等方式, 违规新增隐性债务415.16亿元。三是专项债券管理存在一些问题。20个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡, 借此发行专项债券198.21亿元。5个地区将50.03亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域; 47个地区违规挪用157.98亿元; 5个地区虚报33个专项债券项目支出进度, 至2022年底有60.27亿元结存未用。四是财政暂付款亟待清理。财政暂付款一般由财政临时出借给预算单位应急等, 按规定不得长期挂账, 应及时清理结算。财政部于2018年要求严控规模、逐步清理, 但54个地区至2022年底暂付款余额达1481.39亿元, 比上年增加83.63亿元。还有13个地区暂付款占用专项转移支付或专项债券资金86.47亿元, 部分用于无预算、超预算政府支出; 6个地区违规向企业出借资金281.81亿元。12个地区不得从上级超预算额度调拨库款、由银行垫款或对外借款280.72亿元来维持基本运转。

资料来源: 中国审计署, 中证报基金研究

3. 出台“一揽子化债政策”, 第四轮化债思路根本转变

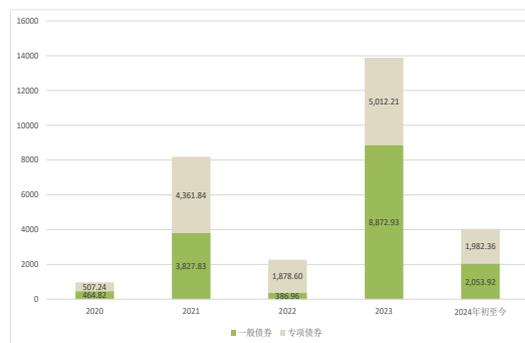
3.1 2023: “财政+金融”组合拳化债, 催生特殊新增专项债

2022 年年底《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出地方债依然存在诸多问题。2023 年 2 月, 全国财政工作会议提出, “对融资平台公司进行有效治理, 防范地方国有企事业单位‘平台化’。逐步剥离政府融资功能, 聚焦主业发展, 建立现代企业制度, 规范法人治理结构,

形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。”2023 年 7 月，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。9 月，国务院办公厅发布《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（35 号文），文件旨聚焦于支持重点省份在未来两年内有效化解融资平台既有债务，同时严格控制新增债务规模，确保债务水平与地方经济发展状况及财政能力相协调。

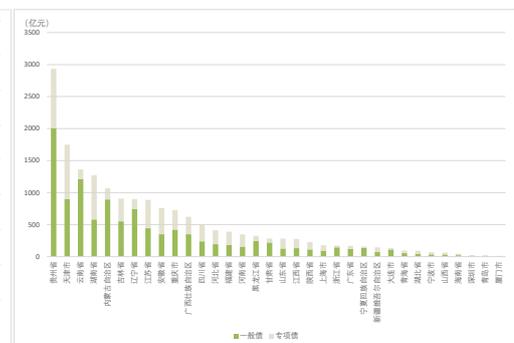
10 月，全国人大常委会批准了国务院在四季度增发 1 万亿元国债的提议，并全部转拨地方，以减轻地方在灾后重建及提升防灾减灾能力方面的财政负担。同月中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”。当月，各省陆续开始发行特殊再融资债用于偿还隐性债务。2023 年全年全国共计发行特殊再融资债 13885.14 亿元。这批特殊再融资债主要集中在贵州、天津、云南、湖南等债务压力相对较大的省份。2023 年初至今，贵州发行额最高，达 2934 亿元，占两年总计发行的 16.37%。

图表 13 2020-2024 年特殊再融资债发行额



资料来源: Wind, 中证报基金研究

图表 14 2023-2024 年各地特殊再融资债发行额



建设问题, 弥补财政资金缺口, 同时化解项目停缓建带来的存量隐性债务风险; 另一方面就是存量项目涉及地方政府的隐性债务, 通过新增专项债来置换存量隐性债务 (包括地方政府负有偿付责任的拖欠企业款项)。地方大量发行缺失“一案两书”的债券也印证了地方化债压力依旧较大。2023 年 10-12 月, 20 个地方政府共发行缺失“一案两书”的债券 32 只, 规模共计 2956.1768 亿元, 占同期新增专项地方债发行规模的 59.63%。其中江苏发行缺失“一案两书”的专项债规模最大, 为 702.7 亿元。地方大量发行缺失“一案两书”的债券也印证了地方化债压力依旧较大。

从地方债务化解依托的手段方法或产品形态来看, 可将债务化解方式分为财政化债和金融化债。财政化债是指地方政府通过财政政策工具 (如政府债券、转移支付、财政专项资金等), 以财政手段直接对地方债务进行置换、偿还。本轮开始的化债进程中, 最典型的财政化债模式是通过发行特殊再融资债券置换存量地方债务。在该模式下, 由地方政府发行票面利率低、期限长的特殊再融资债券, 置换成本高、期限短的存量债务, 从而缓释地方短期债务压力。金融化债是指在金融政策的支持下, 由金融机构通过金融产品工具, 与各级地方政府合作, 以市场化方式参与地方债务化解。

而本轮化债的主要特点之一是“财政+金融”组合化债。在本轮化债以前, 金融化债业务模式也较为传统、有限, 以银行贷款置换存量债务为主。而在本轮化债中, 金融化债以央行应急流动性金融工具 (SPV)⁸、协调支持金融机构对融资平台债务进行展期降息等一系列创新措施成为推进地方债务风险防范化解的主力军。

2023 年 12 月, 国务院办公厅下发了《重点省份分类加强政府投资项目管理办法 (试行)》(47 号文), 提出在地方债务风险降低至中低水平

⁸ 在中国的金融领域, 央行 SPV, 即应急流动性金融工具, 由主要银行参与, 通过这一工具给地方城投提供利率较低、期限较长的流动性支持。这种工具可以由中央统筹资源, 对城投债务的缓释作用和流动性提供更加强有力的支撑。央行 SPV 在危机时刻承担“最后贷款人”的角色, 对融资平台进行救助, 资金通过央行—商业银行—融资平台的链条进行。

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。47 号文作为 35 号文的配套文件，旨在防止地方出现“一边化债一边新增”的情况，重点省份在享受化债政策支持的同时，在项目投资等方面也受到严苛的债务新增限制。但根据 2023 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，地方债务风险总体可控，但仍有隐患。

图表 15 2023 年度《中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》地方债审计主要内容

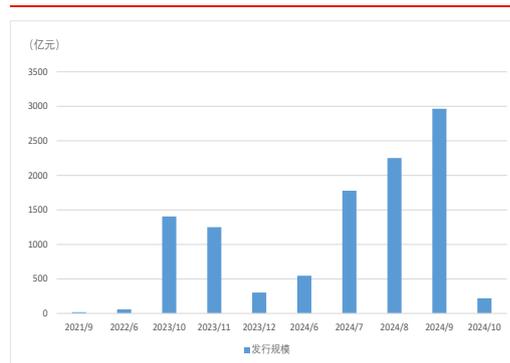
年份	地方债审计主要内容
2023	按照党中央、国务院关于防范化解地方债务风险的决策部署，各地区全面摸查截至2023年3月底政府债务底数，认真制定化债举措并积极有序推进落实，取得阶段性进展。审计19省市发现，债务风险总体可控，但仍有2方面隐患： 一是违规举借债务尚未全面停止。24个地区所属国企通过在金融资产交易所违规发行融资产品、集资借款等方式向社会公众融资，至2023年底余额373.42亿元，主要用于支付到期债务、发放人员工资等，形成政府隐性债务112.58亿元。二是拖欠账款有所新增。10省市56个地区在按要求建立拖欠台账锁定存量后，2023年3月以来又新增拖欠76.31亿元，其中5个地区在无预算安排、未落实资金来源的情况下安排车站等项目建设，新增拖欠69.5亿元。此外，还有7省30个地区通过直接销账、将无分歧欠款改为有分歧欠款等方式，虚报2023年完成存量清偿53.28亿元。

资料来源：中国审计署，中证报基金研究

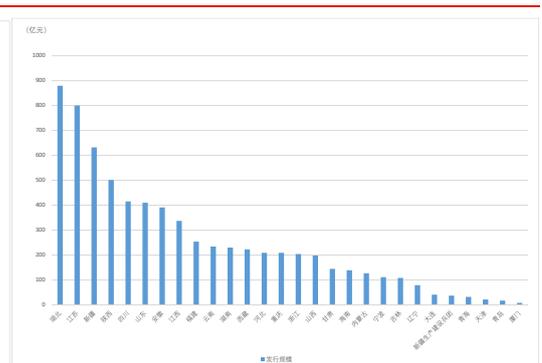
3.2 2024：中央出手化债，近年最大力度化债措施落地

2024 年 2 月，国务院办公厅发文《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（14 号文），提出 12 个重点省份之外的 19 个非重点省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区纳入重点化债区域名单，参照此前针对 12 个重点省份的相关政策进行化债。7 月，国办发 134 号文出台，延长化债期限至 2027 年 6 月，并扩充债务置换范围至双非债务与境外债；此外还要求政府对“退平台”后的城投进行至少 1 年的风险监测。

图表 16 各月缺失“一案两书”债券发行规模



图表 17 7-9 月各地区缺失“一案两书”债券累计发行规模



资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

资料来源：中国债券信息网，Wind，中证报基金研究

随着各地“砸锅卖铁”工作专班的成立，今年 7-9 月又迎来一波“特殊新增专项债”发行高峰。28 个地方政府共发行缺失“一案两书”的债券 63 只，规模共计 6990.63 亿元，占同期新增专项地方债发行规模的 33.20%。

其中湖北发行缺失“一案两书”的专项债规模最大,为879.24亿元。

9月,《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》指出防范化解地方政府债务风险下一阶段的工作重点:“统筹好风险化解和稳定发展,进一步落实好一揽子化债方案,省负总责、市县尽全力化债,逐步降低债务风险水平。加强融资需求端和供给端管控,阻断新增隐性债务路径。建立全口径地方债务监测机制,加强跨部门数据信息共享应用,坚决遏制化债不实和新增隐性债务。分类推动融资平台改革转型。完善专项债券管理制度,强化项目资产管理、收入归集,确保按时偿还、不出风险。”

10月12日,蓝佛安部长在国新办新闻发布会上表示财政部将按照9月26日召开的中央政治局会议部署,除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外,拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务。11月8日,全国人大常委会批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》,新一轮化债方案正式落地。该方案主要包括三个方面:一次报批、分三年实施的6万亿元地方专项债;二是连续5年每年从新增地方专项债中安排的8000亿元;三是2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元仍按原合同偿还。三项政策合力将2028年之前地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元。此后三年,需要由地方政府化解的债务从每年2.86万亿元降为4600亿元,降幅超过五分之四。

11月15日,河南发行了第一只置换用途的再融资专项债,拉开了本轮置换债的发行序幕。截至11月19日,已有江苏、浙江、贵州、河南、青岛、大连以及辽宁7个地区,合计披露3972.169亿元置换债,除贵州有一只7年期再融资专项债以外,其余再融资专项债发行期限均为10年及以上,其中10年以上的超长债占比为72.42%。

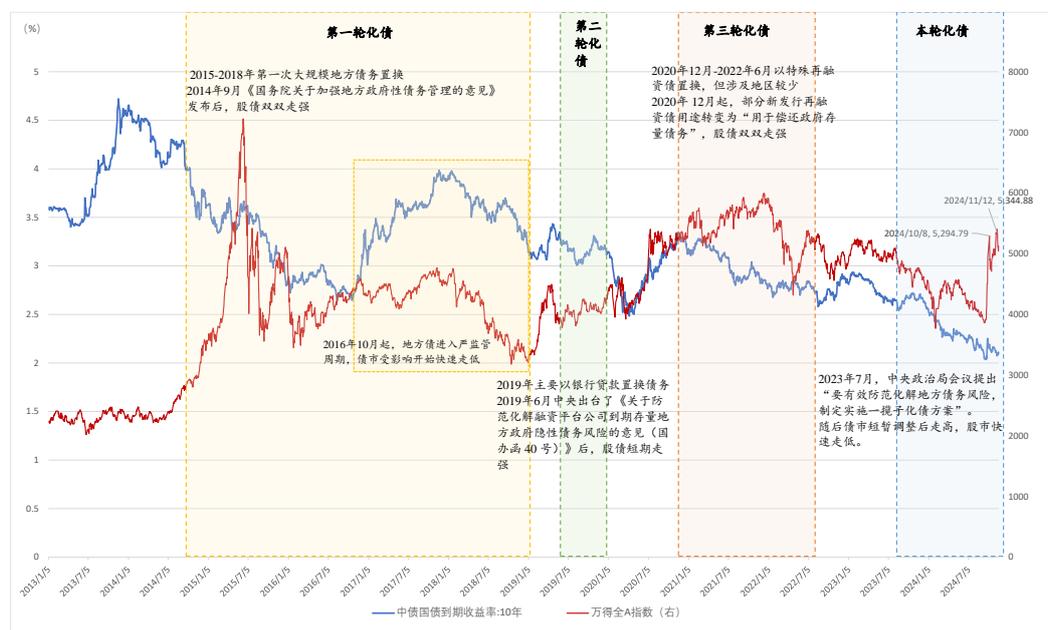
本轮化债有三个要注意的点。一是本次化债并不代表中央兜底,主要还是给了地方政府以时间换空间的机会。二是官方首次披露隐性债务存量规模——2023年末14.3万亿元。三是本次化债体现了财政部化债思路的根本转变,主要表现在由应急处置转变为主动解决问题,从点状式思路转变

为整体思路, 从单一防风险到防风险和促发展并重。

4. 本轮化债行情怎样看

回顾化债周期下的股债表现, 整体呈正向走势。从前三轮的化债周期表现来看, 在政策落地前期均表现出了股债双双走强的趋势。然而 2023 年 7 月, 政治局会议提出“一揽子化债政策”, 随后债市短暂调整随即走高, 股市快速持续走低。但随着今年 10 月 8 日和 11 月 12 日财政部公布化债政策, 股债再次双双走强。

图表 18 历次化债周期下的股债表现



资料来源: Wind, 中证报基金研究; 研究时间2013/01/01-2024/11/19

2015 年第一轮化债以来, 地方债新增限额有了明显增长, 并且在历次化债启动当年地方债的发行量均有明显的增长。综合历史来看, 债券供给的压力会对债市造成短期的推升扰动, 主要发生在政策落地初期, 但并不会改变债市的根本运行趋势。债市的发展方向主要还是受到经济基本面、货币政策、市场预期等多方面影响。在类似基本面偏弱、社会融资需求较低、货币宽松的背景下, 尤其是在政府的债券资金明确主要用于化债、不实际上增加资产供给时, 债券供给压力对债市扰动有限。类似情况可以参考第一轮化债阶段和 2023 四季度。

图表 19 地方债务限额及地方债发行情况



图表 20 2013-2024 年社融变化



资料来源: 同花顺, 中证报基金研究

资料来源: 同花顺, 中证报基金研究

图表 21 历次化债周期下的债市波动分析



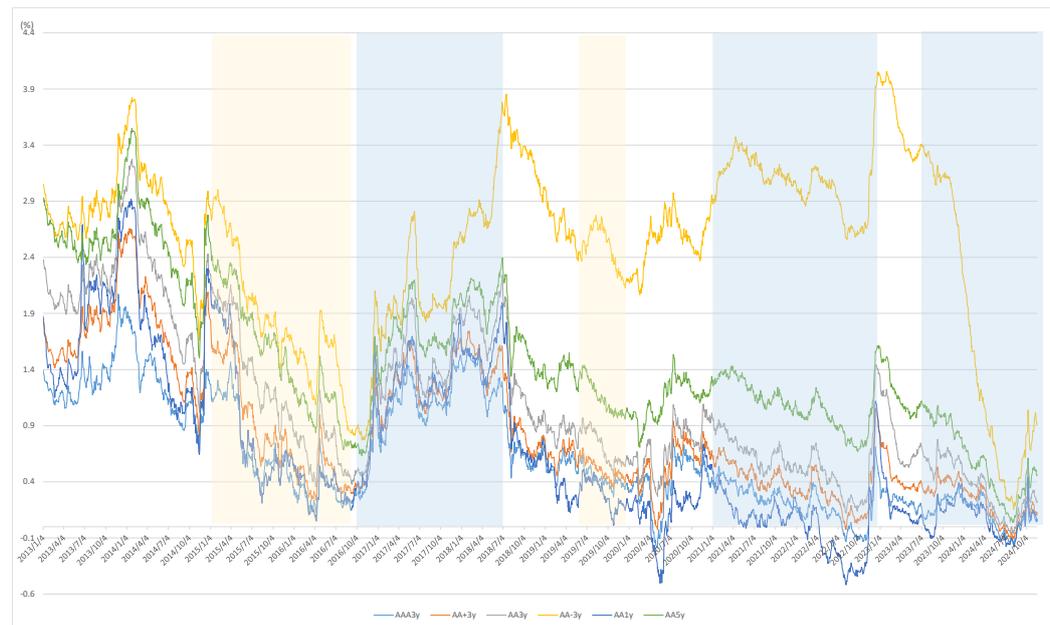
资料来源: Wind, 中证报基金研究; 研究时间2013/01/01-2024/11/19

因此, 类比 2015-2016 的经济基本面, 在同样需求偏弱、宽财政叠加宽货币的情况下, 当前债市利率下行趋势或仍未尽。即便今年到明年, 政府债券的净增量整体上升, 但考虑到美联储开启降息周期, 国内货币政策也有进一步宽松的趋势, 债券收益率曲线可能不会出现明显上移。在基本面完全好转之前, 长端债券供给对长端利率的影响也比较有限。

进一步关注城投债的利差变化。城投债利差包含流动性溢价和信用风险溢价, 城投等级越高受流动性溢价影响越多, 等级越低受信用风险溢价影响越大。流动性溢价与利率走势密切相关, 信用风险溢价受城投监管政策影响较大。第一轮化债前期 (2015-2016 年 9 月), 大力度化债政策叠加监管宽松周期, 城投利差整体呈现出明显的主动收窄态势。2016 年 10 月-2018 年 6 月, 进入严监管周期后, 城投利差震荡抬升。2019 年下半年, 化

债期间处于城投债监管的宽松周期，对存量隐性债务中的必要在建项目，33 号文允许融资平台公司在不扩大建设规模及防范风险的前提下可与金融机构协商融资，城投利差进一步收窄。然而，在 2022 年底发生理财赎回潮时，流动性受到严重冲击，导致城投债利差走阔。2023 年 10 月，随着债务置换开启，市场预期城投风险下降，利差大幅压缩。但随着城投债监管趋严，低评级的城投债利差明显走阔。

图表 22 城投债信用利差走势

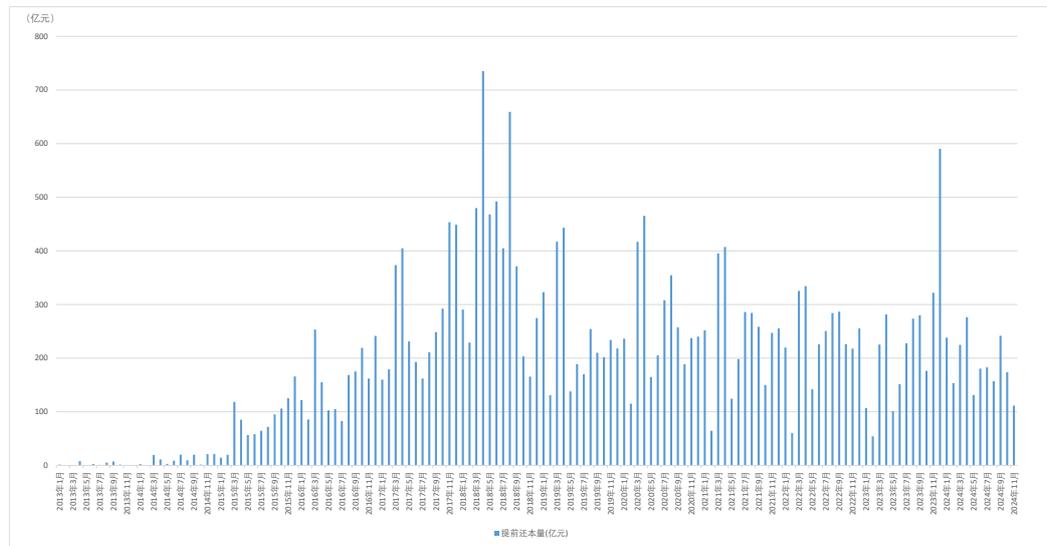


资料来源：中国债券信息网，同花顺，中证报基金研究；研究时间2013/01/01-2024/11/19

注：蓝色代表化债周期叠加监管阶段，黄色代表化债周期叠加监管宽松阶段。

本次化债与以往不同，由点状应急处置变为了主动解决问题，利好市场对于城投债的预期。同时由于未来利率可能进一步走低，预期城投债利差还有进一步压缩的空间。短期来看，化债背景下城投债信用风险相对可控。但是地方债的置换也意味着大量城投债的提前偿还，而城投债提前偿还多按面值兑付，可能对投资人造成损失。因此未来需持续关注城投债提前偿还的风险。

图表 23 城投债提前还本量



资料来源：同花顺，中证报基金研究；研究时间2013/01-2024/11

(作者：金牛研究院 刘韵琦)

5. 风险提示

本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差。

免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。