

热点点评|化债政策近年“力度最大”，对城投公司影响几何？

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

张扬

zhangy@cspengyuan.com

钟佩佩

zhongpp@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



化债主责仍在地方，大规模隐债置换可有效缓解城投公司流动性压力，为地方政府促发展释放腾挪空间。根据财政部 10 月 12 日发布会提出的隐债置换政策，一是继续安排用于化债的债券发行额度，支持态度明确；二是中央政府将提高地方政府的法定债务限额上限，缓解其流动性压力，同时释放空间助其腾笼换鸟。本次化债政策支持力度为近年最大，可优化城投公司和地方政府的债务期限结构，有效缓解弱区域及弱资质城投的流动性压力，产业优势区域亦将获得更大腾挪空间谋发展。

城投公司信用风险或得到缓释。本次化债政策实施后，预计多数区域的隐性债务置换可得到一定支持。同时，对于城投公司而言，亦存在较多经营性债务和一定的非标债务，我们认为提高债务规模限额和土储专项债等政策则在一定程度上有助于缓解流动性压力。

债券新增难度仍较大，产业运营公司或为“促发展”的承载主体。隐债化解和“退平台”提速，未来 3 年将有更多城投平台实现隐债清零，但新增债券融资依旧困难。“促发展”或将以产业运营公司为承载主体，持续提升自身造血能力，在相对健康的债务增长率下推动区域经济高质量发展。

独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 财政发力，支持化债、促发展的政策方向明确

1、化债主责仍在地方，大规模隐债置换可有效缓解城投公司流动性压力，为地方政府释放腾挪空间

化债措施方面，财政部在 2024 年 10 月 12 日发布会提出“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”，并特别强调是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施。本次隐债置换政策可从两方面予以关注，一是继续安排用于化债的债券发行额度，支持态度明确；二是中央政府将提高地方政府的法定债务限额上限，缓解流动性压力，同时释放空间助其腾笼换鸟，化债主责仍在地方。根据财政部介绍，中央财政在 2023 年安排地方政府债务限额超过 2.2 万亿的基础上，2024 年又安排 1.2 万亿元的额度，后续有望继续提升。我们预计本次新增债务限额规模较大，具有较大想象空间，最快或于 10 月下旬的全国人大常委会过审。

图 1 近年地方政府债务限额空间（单位：亿元）

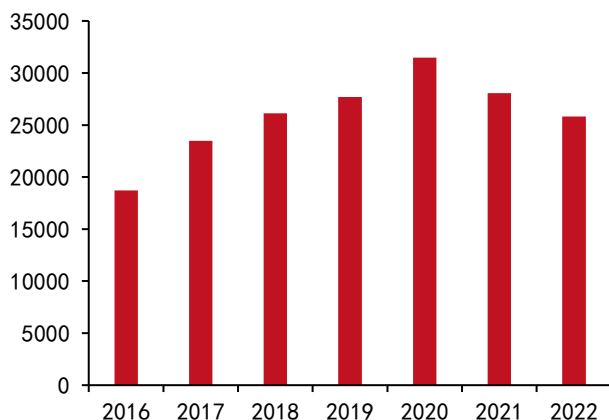
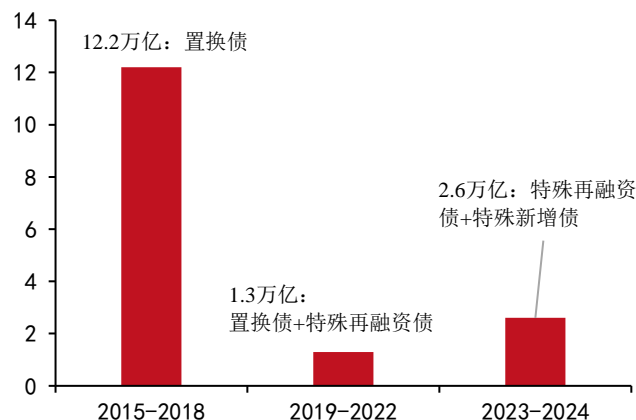


图 2 三轮化债的债券发行支持额度（单位：万亿）



资料来源：政府官网，中证鹏元整理

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

流动性压力是目前城投债务面临的核心风险，发行中长期地方政府债券进行债务置换，可优化地方政府和城投公司的债务期限结构，缓解短期集中偿付压力，弱资质城投或将受益明显。同时，当前地方财政收入端面临一般公共预算收入增速不及预期、土地出让金下滑明显的困境，而地方刚性支出不减，财政收支处于“紧平衡”状态，在此背景之下，以利率较低的地方政府债券置换高成本的隐性债务有助于减轻地方政府付息压力，使地方政府腾挪更多的资源发展经济，实现经济财政正向循环。

2、土储专项债重启或将惠及城投公司，助其获取一定流动性支持

允许专项债券用于土地储备。考虑到当前各地闲置未开发的土地相对较多，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。此前自然资源部已经发文明确，对于回收收购土地用于保障性住房的，可通过地方政府专项债券等资金予以支持，央行也表示进一步明确研究对有条件的企业市场化收购房企土地的资金支持政策，且必要时提供再贷款支持。本次财

政部进一步明确允许专项债用于土地储备，支持地方政府使用专项债用于收购存量土地，有助于加快闲置存量土地的回收收购节奏。除房企外，近年城投公司为托底土地市场亦成为拿地的主力军之一，但其开工率很低，造成土地资源闲置和大量资金沉淀，土地专项债重启或将惠及城投公司，有助于缓解其流动性压力。

3、专项债使用扩围增效，助力“投资带动发展，发展消化债务”的良性循环，支持经济大省挑大梁

2024年安排新增专项债限额3.9万亿元，为历次规模最大，同时对专项债分配使用提出新的要求，一方面，加大对经济大省的专项债支持力度，额度分配向项目准备充分、投资效率高的地区倾斜，支持经济大省项目建设；另一方面，扩大专项债使用范围，合理支持前瞻性、战略性新兴产业、基础设施，推动新质生产力加快发展。

过去专项债多投向传统基础设施建设领域，尽管政府举债的初衷在于带动经济发展，但实际落地过程中无效投资项目不胜枚举，加重了地方债务负担。未来专项债的使用将扩围增效，向能带来经济效益的领域进行倾斜，真正实现“投资带动发展，发展消化债务”的良性循环。地方产业运营公司作为地方政府拉动投资的重要承载主体，有望在产业高质量发展过程中获得一定资金支持，带动新质生产力发展。

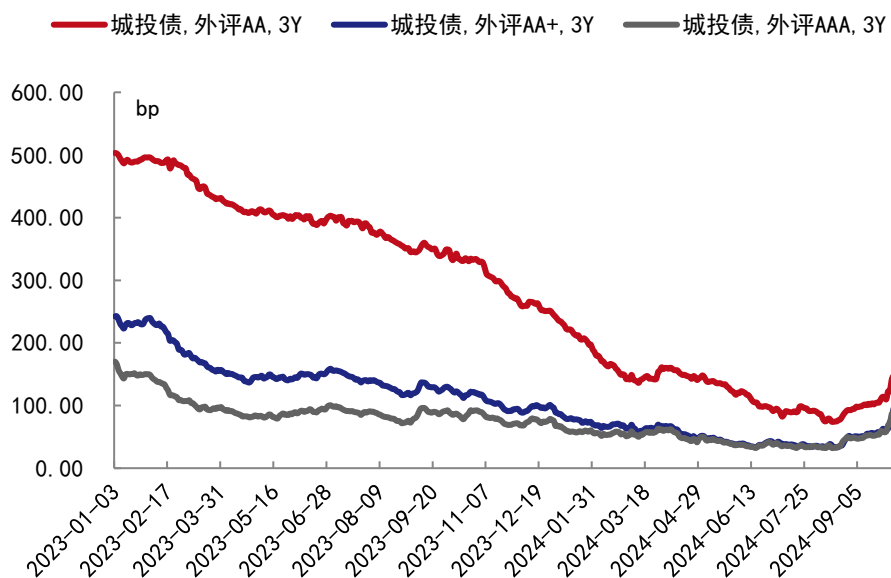
二、城投公司信用风险或得到缓释，新增债券融资难度仍较大，产业运营公司或成为“促发展”的承载主体

1、化债政策支持力度大，城投公司信用风险或得到缓释

本次化债政策以债券发行和提高债务规模限额为主，预计多数区域的隐性债务置换可得到一定支持。同时，对于城投公司而言，亦存在较多经营性债务和一定的非标债务，我们认为提高债务规模限额和土储专项债等政策在一定程度上有助于缓解流动性压力。整体来看，城投公司信用风险或得到缓释。

从二级市场的城投债信用利差走势来看，自2023年7月推出“一揽子化债”方案以来，“遏增化存”成为城投公司债务监管的主旋律，随着特殊再融资债重启发行、央行流动性贷款支持等政策逐步落地，城投公司短期信用风险有所下降，尾部地区城投债信用利差明显收敛。但2024年以来山东、贵州、陕西等地非标负面舆情仍然频发，表明尾部区域面临的流动性问题仍较为严峻。本次化债政策为近年来支持力度最大，表明了中央政府对防范地方债务风险的坚定态度，既有实质性的流动性支持，也向市场展现了较为丰富的化债工具和可期的财政支持空间，在此基础上我们认为除公开市场债券融资外，城投公司的私募债券融资、非标债务以及经营性债务亦将得到一定控制，尤其以弱资质城投受益较为明显。

图3 2023年7月以来3年期城投债信用利差走势整体呈收敛态势



资料来源：DM，中证鹏元整理

2、新增债券融资难度仍较大，产业运营公司或成为“促发展”的承载主体

随着大规模化债措施出台，未来 3 年将有更多城投平台实现隐债清零，达到“退平台”条件。但由于多数城投公司的业务结构及资产特点仍以基础设施建设为主，在短期内实现腾挪的难度较大，因此隐债清零并不意味着对应城投公司可以实现新增债券融资，仍需满足监管部门对产业类主体的认定条件。

中长期来看，地方政府实现化债、促发展，进行腾笼换鸟，扶持壮大区域优势产业，需以产业运营公司为抓手。地方国有平台需积极谋求产业化转型，结合运营市场化业务、培育优势产业等举措，提升自身造血能力，在相对健康的债务增长率下，推动区域经济高质量发展，形成良性循环。在此背景下，产业运营公司依托其市场化业务运营经验，可同区域支柱产业进一步融合，成为“促发展”、进行债券融资的承载主体。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。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。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世 贸大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路的金 辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140