



Research and
Development Center

资产荒下的新难题——24 年信用债投资策略

2024 年 2 月 29 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

策略报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

资产荒下的新难题——24年信用债投资策略

2024年2月29日

- 随着理财赎回潮的冲击褪去，信用债市场在2023年呈现出了典型的牛市行情。一方面，经济修复进度弱于预期，货币政策进一步宽松，长端利率大幅回落，这为信用债的牛市提供了坚实的基础；另一方面，在化债政策推动下，城投债的定价逻辑显著变化，弱资质城投债大幅压缩，这使得高票息资产的供给大幅下降，叠加政策约束下城投债净融资规模的下滑，使得信用债供需失衡的局面加剧，“资产荒”的逻辑开始向整体信用债市场蔓延。从各类债券品种来看，低等级短久期的各类信用品种表现普遍较强，化债政策催化下弱资质城投债利差下行幅度最大，2Y以内品种利差下行的幅度大于3年期品种，隐含评级AA及AA-的煤炭、钢铁以及二永债利差也都下行100BP上下，且这些品种3年期利差下行幅度多数大于2年以内的品种。隐含评级AA地产债利差同样大幅回落，但AA-利差下行幅度则相对有限。
- 资产荒催生了2023年的牛市，但也给2024年的信用债投资带来了新难题。随着高票息资产供给大幅下降，投资者如果希望获取更高收益，不是需要进一步拉长久期，就是需要进一步下沉评级，但这些策略都要以牺牲投资组合的流动性为代价。但考虑绝对收益率的大幅回落，这些策略的性价比相对不足的，大规模配置反而会使得组合应对风险以及通过交易增厚收益的能力下降。但是考虑2024年经济与货币政策的大环境仍然对债券市场相对有利，信用债收益率出现大幅调整的概率也不大。因此，对于资产荒带来的新难题，我们首先还是建议投资者放低对于绝对收益率的预期，更加审慎的把握各类信用债资产的特征与运行状态，在适当挖掘目前仍然存在一定利差品种的同时，更加注意保持投资组合的流动性，尤其是拉长久期应当选择中高等级、流动性相对较强的品种，更加重视交易行为对于投资组合的贡献，根据市场的整体状态来合理把握久期与杠杆水平，努力实现更高的组合收益。
- **城投债**：23年城投债经历了年初理财赎回冲击修复、5月后弱区域风险冲击阶以及8月以来化债行情三个重要的阶段，全年来看利差大幅压缩，尤其是中低等级短久期城投债利差已压缩至15年初以来历史新低，显示“一揽子化债”方案已使城投债的定价逻辑发生了显著变化。
- 从历史上，化解城投平台债务的政策并非在2023年首次推出，但城投平台债务扩张的过程却一直在持续进行。在21年新一轮政策收紧后，不同区域平台融资环境分化，部分弱区域平台债务难以滚续，甚至利息偿还都面临较大压力。在经济结构转型的关键期，如果平台债务风险加剧，可能也会使经济修复的进程受到冲击。
- 为解决上述问题，本轮化债希望在金融机构支持下，城投平台通过自身收入以及相关的政府补助至少能够实现利息的覆盖，同时通过控制平台的新增融资，达到逐步化解平台债务风险的目的。因此，在2023年

下半年以来，政策已经通过特殊再融资债帮助化解地方政府隐性债务以及政府拖欠企业款项的问题，通过金融机构展期降息及债务置换等方式降低平台的经营性债务压力，通过央行 SPV 等应急性工具防范尾部风险的发生，同时对于平台举债进行更严格的约束。

- 从现实情况来看，尽管近期弱资质城投债收益率的下行使其债券融资环境得到了一定程度的改善，但是经济修复温和、土地出让收入仍在下滑，城投平台面临的基本面环境尚未出现拐点。而由于支持性政策的落地进度偏缓，金融机构债务置换的落地案例有限，央行 SPV 也尚未投放，但新增融资的限制政策又在快速出台，城投平台净融资增速明显放缓，这使得部分平台在利息偿付和债务滚续上仍然面临较大的压力。在这样的背景下，一方面 2023 年四季度以来城投非标逾期等负面舆情有所增加，但部分平台又开始重新寻求通过非标进行融资。至少从当前的情况来看，部分平台面临的资金压力还尚未得到明显的缓解。
- 虽然化债政策的推进过程仍有不确定性，但是化债政策的初衷还是为了防止在当前经济存在下行压力的状态下，出现区域性、系统性的风险，对于经济转型升级的过程带来不利影响，因此 2023 年中央经济工作会议也提出“先立后破”，在城投未能完全实现市场化转型，和政府信用实现本质分离之前，城投债打破刚兑的风险较低，且在发债政策收紧的影响下，城投债供给稀缺性进一步增加。但考虑前期化债重点区域利差压缩幅度较大，如果融资收紧叠加经营性债务置换推进偏缓导致平台的偿债压力上升，以至于出现了非标逾期风险扩散等类似风险事件的蔓延，那么估值调整的压力可能仍然存在，且可能会更集中在重点区域内，信用风险偏好相对较低的投资者短期追高的性价比不高，需要等待化债政策的具体措施进一步明朗。
- 因此，我们认为负债稳定的机构可以选择在非重点区域、存在一定利差的平台中进行挖掘，尤其是名单内的主体 24 年底之前到期债券确定性或更强。考虑 24 年整体经济环境大概率仍然对债券市场有利，机构也可以在合适的时间点，采取对中高等级品种拉长久期的方式增厚收益。
- 地产债：2023 年地产政策仍在持续放松，但地产销售仍然相对疲软，民营房企的融资环境并未明显改善，部分头部示范民企以及混合所有制房企的风险事件，仍然影响到了投资者的信心；但在资产荒的环境下，中央及地方国有房企受到了更多资金的青睐，不同所有制属性的地产债利差分化仍在加大。
- 展望 2024，尽管政策放松力度仍在增大，一线城市的地产限购政策继续松绑，但在房价预期尚未得到扭转的状态下，国内居民还本付息占可支配收入的比重仍然较高，地产市场出清的过程可能还尚未完成。而目前从各重点城市政府工作报告中公布的未来“三大工程”的拟投资规模来看，整体相较于市场前期预期也相对偏弱，目前的政策放松能否带来销售数据的持续改善仍有待观察。
- 目前融资政策的放松，可能使部分优质的地产项目受益，但对于已出险或者出现较大负面舆情的主体集团利好或有限，在销售数据未持续改善

之前，民营和混合所有制房企仍面临一定的现金流压力，建议继续等待地产市场的调整完毕。但对于央企开发商来说，其销售的整体表现相对更强，而在其股东的支持下，流动性环境也能够得到更好的保障，目前融资状况整体较好，投资者可以重点挖掘央企债券的投资价值。对于财务数据、资产质量一般但是股东背景较强的央企地产债，可以博弈短久期债券投资价值，对于财务稳健，资产质量较好，股东背景较强的优质央企地产债可适当拉长久期。

- **周期债：**煤炭债方面，23年煤炭价格中枢较22年有所下行，但煤企盈利能力仍然偏强，考虑今年国内煤炭供给难以明显增长，甚至存在阶段性收紧的可能，煤炭价格存在一定的韧性，这也将对煤企利润带来支撑。现阶段3年期以内中高等级煤炭债收益率不足3%，配置性价比相对较低，但可以关注永续煤炭债的配置机会，比如华阳新材料、晋能控股煤业部分永续债收益率在3.1%左右。另外对于收益率要求较高的机构可以关注隐含评级AA(2)或AA主体1年以内或1-2年存续债配置价值，例如兰花煤炭部分短融收益率在3.2%左右。钢铁债方面，2024年钢铁产能仍然将受到控制，但需求端在地产市场恢复进度偏缓，且城投融资仍然受限的约束下，可能也难以出现显著的回升，我们认为钢铁行业景气度短期仍将维持偏弱态势，钢企盈利能力仍然面临一定的压力，同时考虑钢铁债估值收益率处于历史低位，现阶段钢铁债的配置性价比仍然偏低。
- **二永债：**23年11月之后随着债市收益率进入下行通道，机构挖掘中低等级二永债票息价值，推动二永债利差在短时间内大幅压缩。即便考虑24年商业银行二永债存在一定供给压力，但债市结构性资产荒局面难以缓解，二永债可能仍将是市场博弈票息价值和超额收益的重要品种。由于当前的利差保护不足，以中高等级二永债进行配置的性价比不高，但是如果市场环境没有出现大的调整，二永债利差很难出现大幅的调整，当前状态下可以等待更好的入场时点。在城投化债行情影响下，低等级二永债的利差分位数水平更低，但考虑资产荒的局面可能仍会延续，其绝对收益率可能仍然相对较高，仍然存在一定的挖掘空间，可以考虑在部分控股股东财政能力相对较强，不良贷款率相对较低，资本相对充足的中小银行中进行信用挖掘。但考虑永续债将逐步进入赎回期，部分盈利能力偏弱的中小银城农商行不赎回概率提升，也不建议过度下沉。
- **风险因素：**货币政策超预期调整、城投相关政策超预期收紧、发债主体发生超预期风险事件。

目录

一、信用债策略：资产荒下的新难题	7
二、城投债：抢跑后的市场如何等待政策跟进	9
三、房地产：适度挖掘央国企地产债投资机会	27
四、周期债：适当挖掘2年以内低等级煤炭债的机会	34
五、二永债：中高等级等待交易窗口 低等级下沉需谨慎挖掘	38
风险因素	45

图目录

图 1：2023 年末中债中短票收益率、信用利差、期限利差与等级利差	7
图 2：2023 年末产业债、城投债、商金债和商业银行二级资本债信用利差	7
图 3：5%以上高息资产存量规模大幅下降	8
图 4：2023 年中长期债基收益率中位数近 4%	8
图 5：2023 年末各等级各期限城投债收益率（%、BP）	9
图 6：2023 年末各等级各期限城投债利差（BP）	9
图 7：2023 年末各等级城投债期限利差（BP）	9
图 8：1-2 年期中债隐含评级 AAA、AA 以及 AA-级城投债利差走势（BP）	10
图 9：2009-2023 年四轮城投监管政策周期和城投债净融资情况（亿元、%）	11
图 10：2014-2022 年发债城投有息债务和城投债券余额及增速（万亿元、%）	11
图 11：永煤事件之后至 23 年 6 月末，各省 AA+ 评级城投债利差变化（BP）	12
图 12：2023 年各省特殊再融资发行情况（亿元）	14
图 13：20-23 年城投债提前兑付情况梳理（亿元，只）	15
图 14：中央政治局会议提出“一揽子化债”后各省不同评级公募债利差变化（单位：BP）	16
图 15：2023 年各省/直辖市预期、实际 GDP 增速以及两者之差（%）	17
图 16：2022 年和 2023 年各省/直辖市一般公共预算收入同比以及复合同比变化（%）	17
图 17：22 年以及 23 年各省/直辖市财政赤字规模（%）	18
图 18：23 年各省/直辖市土地出让金以及同比变化（亿元、%）	19
图 19：10-12 月不同省份城投债发行规模及募集资金用途占比（单位：%、百分点）	20
图 20：各省份今年与去年 10-12 月城投债净融资变化（单位：亿元）	20
图 21：10 月以来城投债终止审批规模明显增加	21
图 22：10 月以来江苏区县级城投公司债终止审批数量最高	21
图 23：23 年上半年各省平台利息支出规模以及土地出让收入利息保障倍数（亿元、倍）	22
图 24：18 年以来城投非标风险事件（例）	23
图 25：23 年城投非标风险事件区域分布（例）	23
图 26：23 年各月城投非标风险事件（例）	23
图 27：近年各月商票逾期余额和家数净增加（亿元、例）	23
图 28：23 年商票逾期余额和家数省份分布（亿元、家）	23
图 29：各省外部评级 AAA 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 30：各省外部评级 AA+ 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 31：各省外部评级 AA 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 32：名单内外 AA 城投债利差 23 年 12 月以来走势（BP）	26
图 33：名单内外 AA(2) 城投债利差 23 年 12 月以来走势（BP）	26
图 34：不同中债隐含评级和期限房企收益率、信用利差及其变动以及所处历史分位数（BP）	27
图 35：民营和混合所有制地产债利差走势（BP）	28
图 36：央国企地产债利差走势（BP）	28
图 37：2023 年主要房地产消费刺激政策梳理	28
图 38：19-23 年 24 城新房成交面积走势	29
图 39：19-23 年 11 城二手房成交面积走势	29
图 40：2023 年地产销售、施工、新开工、竣工和投资同比变化（%）	29
图 41：国内刚需占地产销售的比重逐步下降	30
图 42：居民还本付息支出占可支配收入比重	30
图 43：克尔瑞 TOP40 房企 23 年权益销售金额及同比变化（亿元、%）	30
图 44：债券违约与展期金额与数量分布	32
图 45：境内不同类型房企地产债融资情况	32
图 46：万科信用利差走势（BP）	32
图 47：广州市分步推进城中村改造示意图	32
图 48：2023 年主要“三大工程”支持政策梳理	33
图 49：中债煤炭债与钢铁债收益率与利差（单位：BP、%）	35
图 50：1 年期各等级煤炭债信用利差走势	35

图 51: 3 年期各等级煤炭债信用利差走势	35
图 52: 1 年期各等级钢铁债信用利差走势	35
图 53: 3 年期各等级钢铁债信用利差走势	35
图 54: 煤炭债融资情况	36
图 55: 钢铁债融资情况	36
图 56: 动力煤价格走势与库存	37
图 57: 炼焦煤价格走势与库存	37
图 58: 钢材价格走势与钢厂盈利率	38
图 59: 钢厂铁水产量与钢材库存	38
图 60: 中债商金债、商业银行二级资本债与永续债收益率与信用利差	38
图 61: 1 年期各等级二级资本债信用利差走势	39
图 62: 3 年期各等级二级资本债信用利差走势	39
图 63: 1 年期各等级永续债信用利差走势	39
图 64: 3 年期各等级永续债信用利差走势	39
图 66: 二永债净融资及不同银行二永债发行情况	41
图 67: 24 年永续债到期分布	41
图 70: 20 年以来银行二级资本债可比收益率和国债到期收益率走势	44
图 71: 21 年 2 月末二级资本工具投资者持有结构	44
图 73: 总资产大于 5000 亿元且估值收益率 3% 以上的城农商行情况 (单位: 亿元、%)	45

一、信用债策略：资产荒下的新难题

随着理财赎回潮的冲击褪去后，信用债市场在 2023 年的运行呈现了典型的牛市。一方面，2023 年经济修复进度弱于预期，货币政策进一步宽松，长端利率大幅回落，这为信用债的牛市提供了良好的基础；另一方面，在化债政策推动下，城投债的定价逻辑出现了显著的变化，市场预期在防风险的要求下，城投债尾部风险发生的概率大幅下降，债券投资者普遍采取了信用下沉叠加杠杆套息策略，弱资质城投债利差大幅压缩，这使得高票息资产的供给大幅下降，叠加监管约束下城投债的融资政策边际收紧，净融资规模在四季度明显回落，这就使信用债供需失衡的局面进一步加剧，“资产荒”行情也开始向其他品种蔓延。全年来看，各期限各等级信用利差全线压缩，尤其是 3 年以内 AA 和 AA- 等级信用利差下行 68-75BP。

图 1：2023 年末中债中短期收益率、信用利差、期限利差与等级利差

品种	2023/12/31	23年末收益率 (%)				近一年收益率变动 (BP)				23年末收益率所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA	2.52	2.66	2.71	2.94	-19	-30	-46	-56	13%	9%	6%	2%
	AAA-	2.57	2.72	2.77	3.05	-28	-42	-58	-64	12%	9%	5%	1%
	AA+	2.63	2.78	2.85	3.17	-38	-52	-72	-74	12%	9%	5%	1%
	AA	2.73	2.91	3.09	3.52	-71	-82	-91	-82	12%	6%	3%	1%
	AA-	5.08	5.26	5.44	5.87	-75	-86	-95	-86	25%	11%	10%	5%

品种	2023/12/31	23年末信用利差 (BP)				近一年信用利差变动 (BP)				23年末信用利差所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA	32	35	37	45	-15	-17	-26	-22	16%	40%	36%	44%
	AAA-	37	41	43	56	-25	-29	-38	-30	11%	34%	25%	41%
	AA+	43	47	51	68	-35	-39	-52	-40	11%	26%	18%	30%
	AA	53	60	75	103	-68	-69	-71	-48	12%	14%	14%	17%
	AA-	288	295	310	338	-72	-73	-75	-52	31%	41%	28%	1%

品种	2023/12/31	23年末期限利差 (BP)				近一年期限利差变动 (BP)				23年末期限利差所处历史分位数 (%)			
		5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y	5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y	5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y
中短期票据	AAA	22	5	19	14	-10	-16	-27	-11	40%	18%	19%	24%
	AAA-	28	5	21	16	-6	-16	-30	-14	51%	16%	19%	24%
	AA+	32	7	23	16	-2	-20	-34	-14	45%	22%	20%	22%
	AA	43	18	37	19	9	-9	-20	-11	53%	46%	29%	24%
	AA-	43	18	37	19	9	-9	-20	-11	49%	34%	7%	9%

品种	2023/12/31	23年末等级利差 (BP)				近一年等级利差变动 (BP)				23年末等级利差所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA-/AAA	4	6	6	11	-9	-12	-12	-8	0%	8%	3%	39%
	AA+/AAA-	6	6	8	12	-10	-10	-14	-10	20%	10%	13%	18%
	AA/AA+	10	13	24	35	-33	-30	-19	-8	19%	17%	31%	20%
	AA-AA	235	235	235	235	-4	-4	-4	-4	0%	0%	0%	0%

资料来源：iFind，信达证券研发中心，注：历史分位数统计时间均为 2015 年至 2023 年 12 月 31 日

从各类债券品种来看，低等级短久期的各类信用品种利差下行最为显著，尤其是在化债政策的催化下，弱资质城投债利差大幅压缩，2Y 以内隐含评级 AA- 城投债利差压缩超过 250BP，3 年期下行幅度也接近 200BP。在弱资质城投债收益率下行带来的资产荒之下，隐含评级 AA 及 AA- 的煤炭、钢铁以及二永债利差也都出现了大幅下行，幅度均在 100BP 上下，并且对于这类品种而言，投资者似乎更愿意拉长久期，3 年期品种利差下行的幅度多数大于 2 年以内的品种。而投资者对于地产债的参与似乎更加谨慎，隐含评级 AA- 品种利差下行幅度有限，仅隐含评级在 AA 的部分央企地产债利差出现了明显的回落，幅度在 100BP 上下，且期限越短的品种下行幅度越大。而资产荒的逻辑也反映在了中高等级信用债中，久期相对较长、等级相对较低的品种绝对收益更高，利差下行的幅度也相对更大。

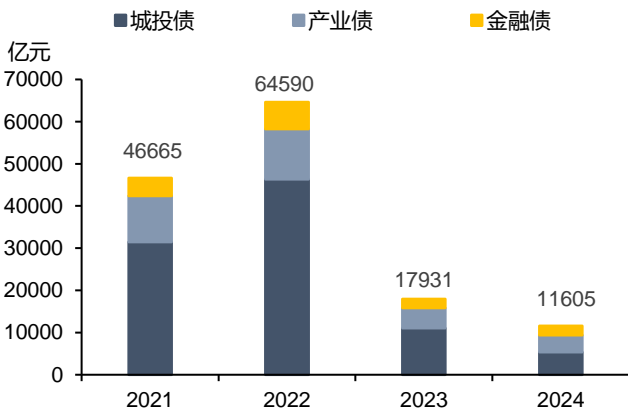
图 2：2023 年末产业债、城投债、商金债和商业银行二级资本债信用利差

品种	2023/12/31	23年末信用利差 (BP)				近一年信用利差变动 (BP)				23年末信用利差所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
地产债	AAA	47	48	47	56	-1	-3	-14	-9	62%	80%	62%	63%
	AAA-	47	50	51	65	-35	-44	-59	-53	48%	73%	49%	59%
	AA+	62	67	71	91	-35	-39	-52	-40	54%	70%	51%	59%
	AA	135	142	156	195	-128	-115	-99	-74	43%	65%	70%	71%
	AA-	526	542	564	613	-18	-21	-24	9	92%	89%	84%	87%
煤炭债	AAA	35	36	38	44	-13	-16	-25	-23	36%	57%	47%	39%
	AAA-	41	44	47	58	-22	-29	-37	-30	33%	53%	40%	47%
	AA+	49	52	58	74	-48	-56	-70	-61	26%	36%	22%	22%
	AA	55	67	92	121	-91	-97	-101	-81	9%	4%	5%	3%
	AA-	388	396	416	450	-82	-88	-91	-68	67%	64%	62%	47%
钢铁债	AAA-	39	42	45	56	-22	-28	-36	-30	29%	49%	36%	41%
	AA+	55	53	53	68	-52	-57	-66	-57	50%	53%	29%	31%
	AA	84	81	88	116	-101	-125	-148	-133	30%	14%	11%	5%
	AA-	333	340	358	388	-75	-79	-81	-59	37%	41%	37%	17%
	AAA	39	40	43	44	-24	-21	-31	-24	21%	40%	33%	19%
城投债	AAA	49	51	54	59	-38	-50	-61	-50	45%	59%	39%	15%
	AA	60	62	68	78	-84	-93	-98	-83	43%	45%	28%	7%
	AA (2)	72	76	84	122	-122	-134	-125	-87	32%	26%	13%	8%
	AA-	94	173	246	346	-256	-249	-187	-88	2%	0%	14%	34%
	AAA	23	23	30	30	-8	-12	-1	2	17%	55%	80%	62%
商金债	AAA-	23	26	35	35	-8	-10	3	6	14%	55%	81%	61%
	AA+	31	33	41	42	-13	-15	-7	-3	14%	51%	66%	42%
	AA	41	43	51	56	-18	-24	-16	-8	17%	31%	46%	32%
	AA-	63	65	73	80	-25	-35	-30	-20	10%	9%	20%	16%
	AAA-	45	41	51	52	-24	-32	-36	-38	31%	29%	33%	8%
二级资本债	AAA+	47	44	55	57	-31	-40	-47	-47	28%	27%	26%	6%
	AA	57	57	69	73	-60	-72	-78	-81	22%	18%	15%	4%
	AA-	97	97	109	141	-83	-101	-107	-82	1%	3%	2%	10%
	AAA-	56	48	60	57	-36	-59	-64	-68	-	-	-	-
	AA+	58	50	62	62	-44	-67	-71	-73	-	-	-	-
永续债	AA	67	63	75	92	-80	-101	-105	-90	-	-	-	-
	AA-	152	148	182	205	-87	-110	-92	-71	-	-	-	-

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 注: 为了便于品种比较, 历史分位数统计时间均为 2018 年 12 月 17 日至 2023 年 12 月 31 日

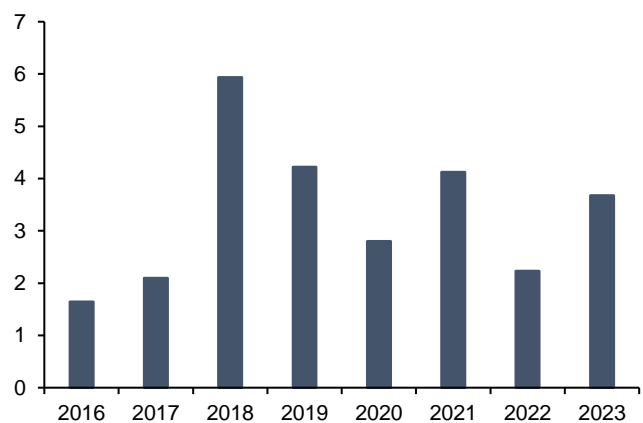
资产荒催生了 2023 年的牛市, 但也给 2024 年的信用债投资带来了新难题。在 2022 年末, 绝对收益率在 5% 以上的信用债存量规模接近 6.5 万亿, 但在 2023 年末已经下降到了 1.8 万亿, 且这一规模在 2024 年春节前又出现了进一步的回落。从事后来看, 投资者在 2023 年初的利率高点, 仅需配置部分票息较高的品种, 在不进行任何交易的情况下, 即可享受到高静态收益与资本利得的双重贡献, 较好的完成全年的收益目标。但随着高票息资产的供给大幅下降, 尤其是弱资质城投债已经在很大程度上提前定价了刚兑预期的背景下, 投资者如果希望获取更高收益, 不是需要进一步拉长久期, 就是需要进一步下沉评级, 但这都要以牺牲投资组合的流动性为代价。考虑绝对收益率的大幅回落, 这些策略的性价比有限, 大规模配置可能反而会使得组合应对风险以及通过交易增厚收益的能力下降。但是考虑 2024 年经济与货币政策的大环境可能仍然对债券市场相对有利, 信用债收益率出现大幅调整的概率也不大。

图 3: 5% 以上高息资产存量规模大幅下降



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 注: 2024 年统计时间截至 2024 年 2 月 2 日

图 4: 2023 年中长期债基收益率中位数近 4%



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

因此, 对于资产荒带来的新难题, 我们还是建议投资者首先要放低对于绝对收益率的预期, 更加审慎的把握各类信用债资产的特征与运行状态, 在适当挖掘目前仍然存在一定利差品种的同时, 更加注意保持投资组合的流动性, 尤其是拉长久期应当选择中高等级、流动性相对较强的品种, 更加重视交易行为对于投资组合的贡献, 根据市场的整体状态来合理把握久期与杠杆水平, 努力实现更高的组合收益。

二、城投债：抢跑后的市场如何等待政策跟进

2. 1、化债政策推动下，弱资质城投债利差大幅下行

23 年城投债在化债政策影响下，收益率显著回落，尤其是中低资质城投债获得了明显的超额收益。2023 年城投债收益率全面下行，尤其是中短久期 AA-级城投债收益率下行幅度更大，其中 1Y 和 2Y 期 AA-级城投债收益率分别下行 260BP 和 262BP 至 3.14% 和 4.04%，下行幅度明显大于市场利率。从信用利差来看，1Y 期 AAA 级城投债利差下行 24BP 至 39BP，处于 2015 年初以来历史 23.40% 分位数；1Y 期 AA 级平台债利差下行 84BP 至 60BP，处于历史 24.00% 分位数；而 1Y 期 AA-级城投债利差大幅下行 256BP 至 94BP，处于历史 1.20% 分位数。

图 5：2023 年末各等级各期限城投债收益率（%、BP）

	信用债收益率 (%)																国开债收益率 (%)							
	1年期				2年期				3年期				5年期				1年期	2年期	3年期	5年期				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-				
2023.12.29	2.59	2.69	2.80	2.92	3.14	2.71	2.82	2.93	3.07	4.04	2.77	2.88	3.03	3.19	4.81	2.93	3.08	3.26	3.70	5.94	2.20	2.31	2.34	2.49
2022.12.31	2.86	3.11	3.68	4.18	5.74	3.05	3.45	3.99	4.54	6.66	3.28	3.69	4.20	4.63	6.87	3.52	3.93	4.44	4.92	7.17	2.23	2.44	2.54	2.83
收益率变动(近一年, BP)	-28	-42	-88	-126	-260	-34	-63	-106	-147	-262	-51	-81	-118	-145	-207	-59	-85	-118	-122	-123	-3	-13	-20	-35
历史均值	3.35	3.48	3.66	3.89	4.83	3.55	3.70	3.91	4.18	5.36	3.68	3.85	4.09	4.43	5.70	3.93	4.15	4.48	4.94	6.29	2.78	3.09	3.19	3.39
最高	5.44	5.59	5.80	6.21	6.90	5.40	5.55	5.80	6.36	7.19	5.50	5.65	5.94	6.47	7.32	5.57	5.78	6.16	6.63	7.86	4.68	4.75	4.92	5.07
3/4分位数	3.79	3.98	4.27	4.58	5.35	4.07	4.31	4.60	4.85	5.94	4.17	4.45	4.74	5.04	6.24	4.45	4.72	5.07	5.54	6.81	3.03	3.49	3.58	3.79
中位数	3.16	3.27	3.40	3.72	4.91	3.39	3.52	3.71	4.06	5.38	3.56	3.70	3.94	4.29	5.76	3.86	4.05	4.38	4.86	6.45	2.66	2.99	3.09	3.36
1/4分位数	2.76	2.86	2.97	3.11	4.17	2.94	3.05	3.18	3.39	4.94	3.06	3.20	3.38	3.69	5.30	3.35	3.52	3.87	4.24	5.99	2.34	2.60	2.71	2.89
最低	1.00	1.96	2.20	2.29	3.14	2.00	2.28	2.54	2.65	3.42	2.38	2.55	2.82	2.98	3.47	2.92	3.08	3.26	3.49	3.81	1.19	1.52	1.69	2.13
历史分位数	14.00%	14.60%	14.60%	13.10%	0.00%	10.20%	9.90%	8.10%	6.80%	6.10%	7.10%	5.60%	4.50%	3.40%	12.80%	0.10%	0.00%	0.00%	3.40%	23.90%	15.50%	7.80%	3.80%	2.30%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 6：2023 年末各等级各期限城投债利差（BP）

	信用利差 (BP)																			
	1年期				2年期				3年期				5年期							
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
2023.12.29	39	49	60	72	94	40	51	62	76	173	43	54	68	84	246	44	59	78	122	346
2023.12.31	63	87	144	194	350	60	101	155	210	422	74	115	166	209	433	68	109	161	209	434
利差变动(近一年, BP)	-24	-38	-84	-122	-256	-21	-50	-93	-134	-249	-31	-61	-98	-125	-187	-24	-50	-83	-87	-88
历史均值	57	69	88	110	205	45	60	81	108	227	48	65	90	123	251	54	75	109	154	290
最高	115	144	191	259	354	106	145	180	248	423	105	142	186	259	433	102	147	204	270	442
3/4分位数	57	69	88	107	133	55	70	95	130	293	57	74	103	146	323	63	85	119	178	366
中位数	53	64	82	107	202	44	56	76	102	232	47	62	84	116	258	53	73	106	152	313
1/4分位数	39	49	61	78	146	33	44	58	80	165	38	52	70	97	174	45	62	92	129	204
最低	14	24	33	44	67	7	15	25	36	67	12	24	34	50	73	14	23	38	56	85
历史分位数	23.40%	25.50%	24.00%	18.10%	1.20%	42.30%	39.70%	31.50%	20.60%	27.80%	39.50%	28.70%	21.90%	14.00%	45.50%	23.60%	18.20%	9.40%	14.00%	60.60%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从期限利差来看，在牛市行情带来的资产荒之下，中高等级期限利差均明显回落，但投资者对弱资质品种拉久期仍偏谨慎，AA(2)级及以上品种期限利差均下行至历史 30% 以下低分位数，且 AA+ 和 AA 级 3Y/1Y 以及 5Y/1Y 期限利差下行幅度较大，但是 AA(2) 级 5Y/1Y 以及 AA- 级 3Y/1Y 和 5Y/1Y 期限利差仍走阔。评级利差来看，1-3Y 期 AA(2) 级及以上品种评级利差下行 14-50BP，而 1-2Y 期 AA(2)/AA- 评级利差分别下行 134BP 和 115BP。

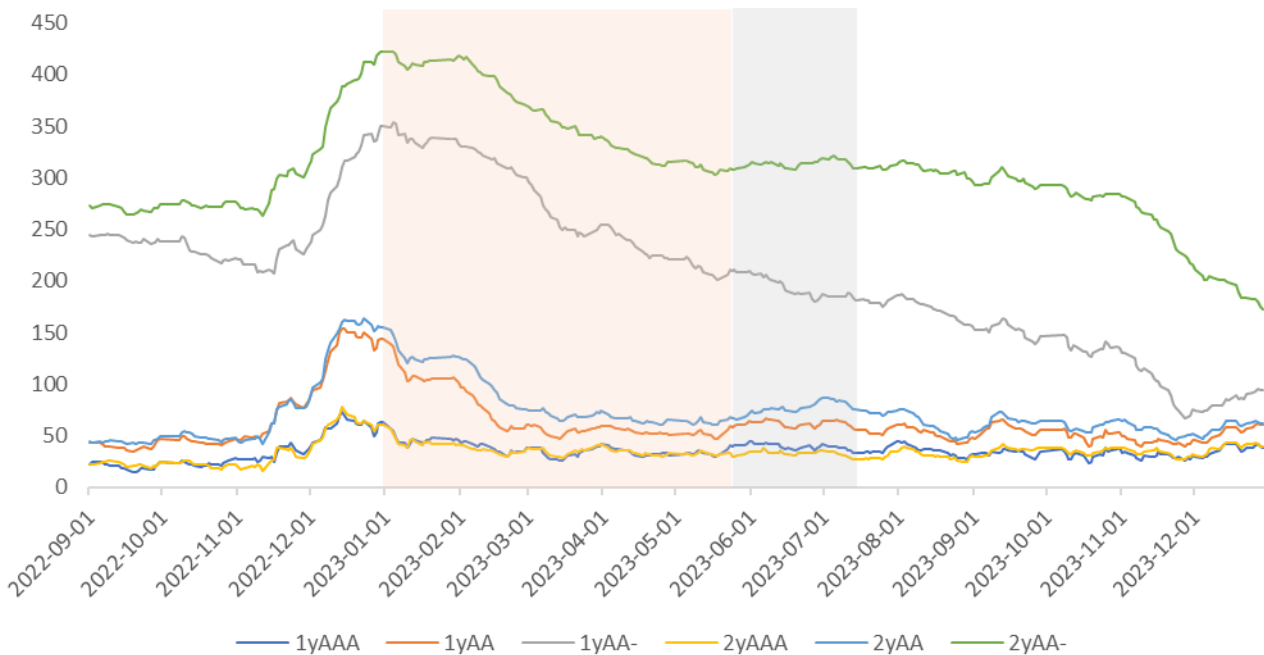
图 7：2023 年末各等级城投债期限利差（BP）

	期限利差 (BP)														
	AAA			AA+			AA			AA(2)			AA-		
	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y
2023.12.29	12	19	34	13	19	39	13	22	46	15	26	78	90	166	280
近1年	-6	-23	-31	-21	-39	-43	-18	-30	-30	-21	-19	4	-2	53	137
历史均值	20	33	59	22	37	67	25	44	82	30	54	105	54	88	147
最高	71	81	139	75	87	150	77	95	152	79	115	172	168	231	295
3/4分位数	27	47	79	30	52	88	33	59	107	38	71	135	74	110	183
中位数	19	33	62	22	38	70	25	44	85	30	55	109	46	76	146
1/4分位数	11	19	38	12	22	44	15	30	55	19	38	75	26	51	97
最低	-23	-20	-13	-23	-18	-8	-18	-11	-4	-13	-6	7	-8	-1	20
历史分位数	27.30%	23.60%	23.00%	26.10%	19.10%	19.10%	20.50%	15.90%	15.30%	18.10%	13.00%	26.40%	84.20%	91.90%	98.60%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

我们可以将城投债在 2023 年的演绎分为**理财赎回冲击修复**、**弱区域风险冲击**以及**化债政策推进**三个阶段。从 2023 年初至 5 月中旬，理财赎回潮冲击压力缓解，城投尤其是中低资质城投债利差跟随市场快速修复。1Y 期 AA 级平台利差由 139BP 下行至 50BP 左右，1Y 期 AA-级平台利差由 349BP 大幅下行至 200BP。而 5 月下旬后，部分弱区域城投风险事件发生频率有所上升，叠加城投基本面仍然偏弱，市场对城投债兑付风险的担忧再度升温，弱资质区域风险偏好受到冲击，城投利差有所上升，1Y 期 AA 级平台利差由不足 50BP 上行至 66BP。但 7 月 24 日中央政治局会议提出“一揽子化债”方案，显示出了政策防范尾部风险发生的意愿，市场对城投债的风险偏好明显提升，中低资质城投债利差大幅压缩，尤其是 1YAA-品种利差已压缩至历史低位。

图 8：1-2 年期中债隐含评级 AAA、AA 以及 AA-级城投债利差走势 (BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从事后来看，自 7 月政治局会议提出一揽子化债政策以来，城投债整体的定价逻辑都发生了显著的变化。那么，化债政策的推进何以对城投债市场造成如此大的影响呢？

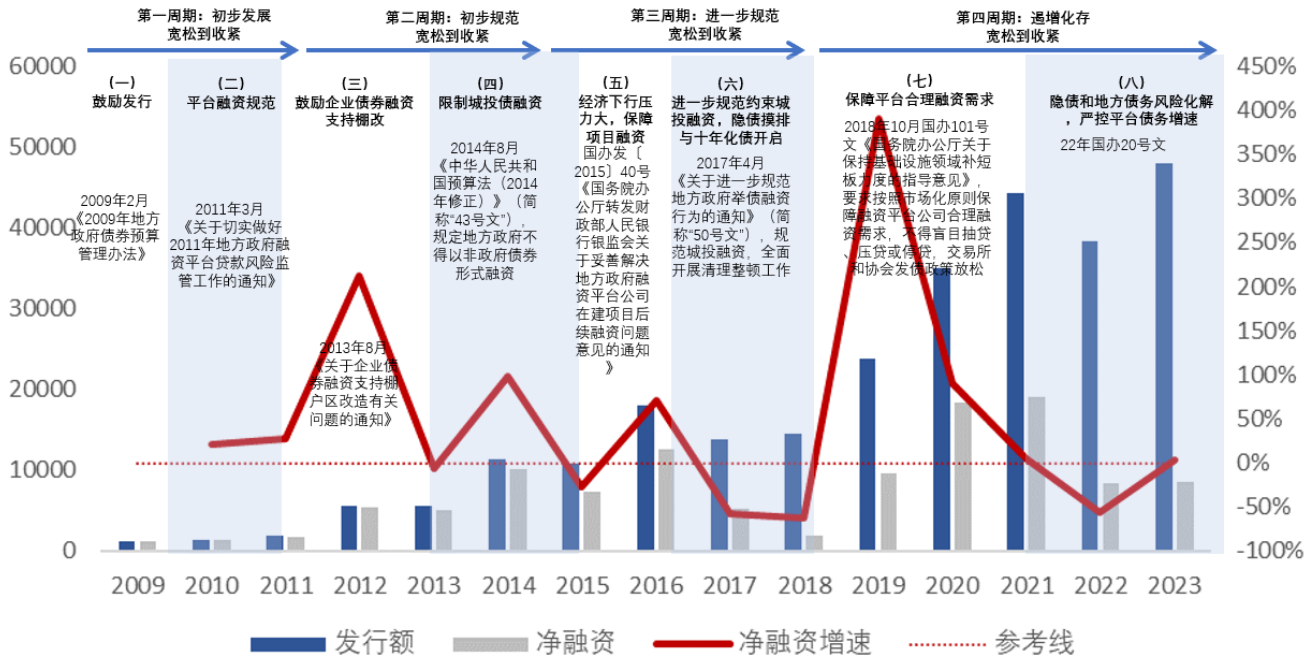
2.2 化债政策如何改变城投债的定价逻辑

2.2.1 历史上的化债措施并未实现对平台债务的控制 平台债务仍是经济运行的重要风险来源

我国对于地方债务包括地方融资平台债务的管理经历了多轮从紧到松、再从松到紧的周期性变化，但城投平台的经营债务规模仍在快速上升。2014 年 8 月全国人大常委会通过的新预算法和 9 月印发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），构建了全面规范地方政府债务管理的总体制度安排，要求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，明确政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁还、风险自担，实现地方政府和融资平台的切割，并允许地方政府通过发行置换债券置换非地方政府债券形式的债务，规模合计 12.2 万亿元。但是随着经济下行压力的增大，地方政府的融资冲动并未被抑制，2015 年后融资平台的投融资功能又陆续恢复，平台以 PPP 项目、政府购买服务等财政支出为背书的方式继续进行债务的扩张，造成了隐性债务新一轮的快速累积。2017 年后经济形势有所好转，全国金融工作会议要求各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。以会议召开的 2017 年 7 月为界，此前举借的隐性债务为存量隐性债务，需要逐步化解，此后则不得新增隐性债务，2017 年 50 号文、87 号文，2018 年 194 号文、23 号文等，对于政府、平台、金融机构构建了全链条的

监管机制，城投融资政策再度收紧，同时监管也对地方政府隐性债务进行了新一轮的摸排。2018年8月《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》下发，各地政府制定了隐债化解方案，同时违规新增隐债受到严控，这标志着新一轮化解地方隐性债务的行动开始。

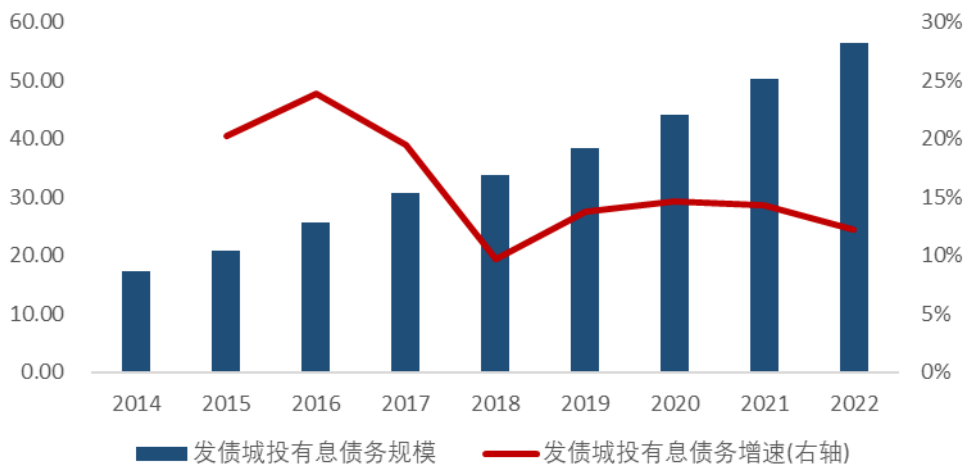
图 9：2009-2023 年四轮城投监管政策周期和城投债净融资情况 (亿元、%)



资料来源: iFinD, 财政部、银监会、发改委、中国人大网、中国政府网、澎湃、信达证券研发中心整理

2018年后平台隐债仍在化解的过程中，但中美贸易摩擦，以及国内经济增速的逐步放缓，政策又进入新一轮的放松期。10月国办101号文要求按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。而后续随着经济下行压力增大，叠加疫情的冲击，使得城投平台的经营性债务又迎来了新一轮的扩张期。

图 10：2014-2022 年发债城投有息债务和城投债券余额及增速 (万亿元、%)



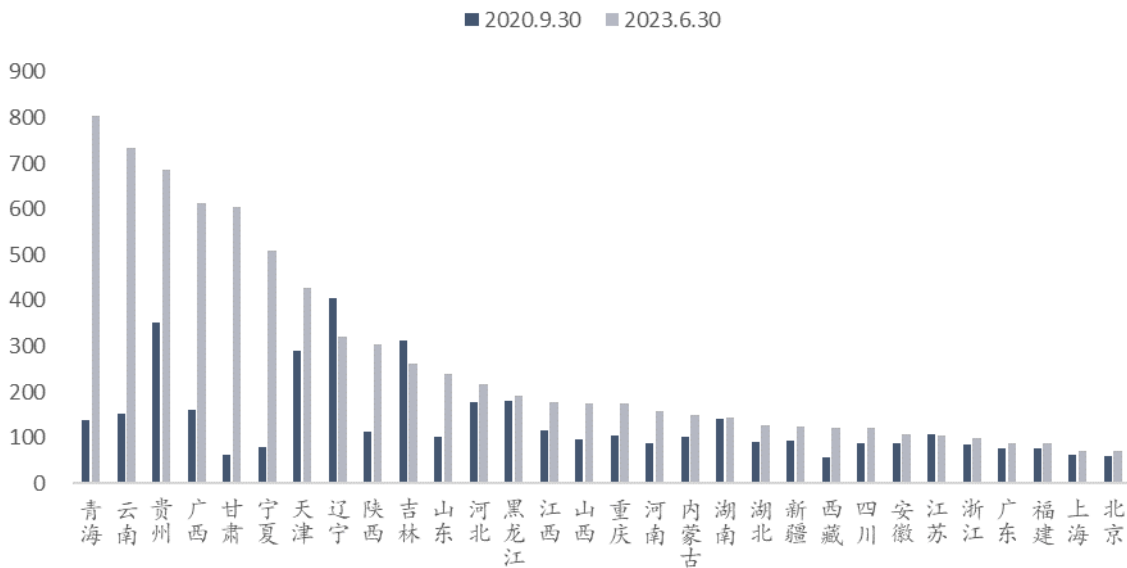
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

但是如果总结这几轮债务管理的周期可以发现，尽管政策始终坚持“防范化解地方政府债务风险”的原则，但是城投平台的债务规模仍在持续扩张，我们统计的发债平台整体有息债务规模由14年末的17.29万亿上升至22年末的近56.53万亿，年化复合增速近16%，高于我国社融的年化复合增速。

根据财政部在22年末的表态，相较于2018年，地方隐性债务减少了1/3以上，但这也意味着剩余的隐债存量占比仍然高于50%。考虑到前期疫情等因素对于地方政府的财力造成了较大冲击，而目前房地产市场下行的状态尚未结束，地方政府土地出让收入多数大幅下滑，地方政府化解隐债仍然存在较大的压力。

永煤事件后，城投平台融资能力的分化进一步凸显，弱区域平台融资成本提高和融资难度加大。在2020年下半年的“永煤事件”，打破了市场对于地方国企刚兑的预期，城投平台也受到了相应的影响，利差出现了明显的走高。后续煤炭行业基本面明显改善，在事件之初受到大幅冲击的煤炭行业利差在2021年中显著下行，但在融资政策收缩的背景下，平台维持资金链的运转，就要更多依靠非标、定融和商票等相对高息融资，或者政府协调区域内金融资源。但是不同区域金融资源的禀赋差异较大，叠加中东部省份经济发展的基础相对较强，机构对于弱资质区域的风险偏好明显下降，抱团江浙等经济发达区域城投，平台的融资便利性和成本出现了分化，这也使得城投债利差的分化越来越明显。永煤事件至23年6月末，青海、云南、贵州、广西、甘肃、宁夏和天津等省/直辖市外部主体评级AA+城投债利差大幅走阔，而江浙、福建等东部发达省份外部主体评级AA+城投债利差整体相对比较稳定，江苏外部主体评级AA+城投债利差甚至小幅下行。这也反映了弱区域平台融资成本提高和融资难度加大。

图 11：永煤事件之后至 23 年 6 月末，各省 AA+ 评级城投债利差变化 (BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

保证城投债务刚兑之下，地方经济的正常运转可能受到了一定的影响。在这样的背景下，部分存量债务较高的区域债务滚续的压力持续加大。2022年5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》（国办发20号文）提出坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。债务滚续的压力使得各地政府动用各式各样的资源以避免债务违约的发生，但这可能已经影响到了当地经济的正常运转。考虑城投债券违约可能造成的不利影响，很多地区的政府集中资源力保标债刚兑，但是对于非标、商票、定融等非公开融资手段，逾期甚至持续逾期的负面新闻时有发生，这也使得区域融资环境进一步恶化，这也加剧了后续城投债券违约的风险。

虽然地方政府保城投标债刚兑意愿较强，但平台偿债压力的不断提升，地方政府协调资源的空间有限，叠加平台短期内债务集中到期压力较大，市场对城投尾部风险的担忧提升。考虑城投是国内信用债市场的最重要的资产类别之一，这一领域尚无实质性违约的先例发生。参考 2020 年永煤事件对于煤炭行业以及河南省整体的债券融资造成了较大的不利冲击。如果城投平台债务尤其是标准化的债券出现了实质性的风险事件，可能也会触发区域性甚至系统性的金融风险，这可能对我国经济新旧动能转换的进程造成不利影响。

2、2、2 化债方案的四大政策目的

在这样的背景下，7 月政治局会议提出了“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。相对于以往中央政策文件在“防风险”部分一般会提到的“防范化解地方政府债务风险”，7 月政治局在提出制定实施一揽子化债方案时，强调的是“有效防范化解地方债务风险”，这意味着本轮化债过程中风险化解的范围不仅局限于政府负有偿还责任的债务，平台的经营性债务也在政策考虑的范围之内，这是中央层面对地方债务问题的态度进行的一次重大转变。这可能也是考虑到了如果平台债务违约事件发生，可能对于金融体系造成的重大风险。因此，本轮“一揽子化债方案”的首要目的，可能还是在当前我国经济仍然面临下行压力的状态下，防范区域性系统性金融风险的发生。

目前国内发债城投有息债务的规模已经接近 60 万亿，考虑未发债平台的存量债务，城投债务的规模可能更大，占我国 GDP 的比重已经达到了较高的水平。在这样的背景下，依靠财政收入或是通过中央政府的杠杆扩张，将城投平台的债务完全消解可能并不容易。更重要的是，由于平台公司存量债务体量大，且部分区域平台融资成本高企，而平台又缺乏经营性现金流，叠加疫情和房地产等冲击下，地方政府近年来对于平台财政支持的能力已在减弱，这就使得部分平台依靠自身收入或政府补贴来覆盖利息的能力也出现了下滑。在保刚兑的要求下，利息支出在很大程度上可能也需要依靠新增融资来滚续。在这样的状态下，城投平台的债务规模就难以收敛，甚至会持续扩大。因此，相对于压降存量债务规模，本轮一揽子化债方案更重要的诉求可能还是要增强地方平台债务的可持续性，这可能就需要对平台存量债务采取展期、降息或者置换等方式来降低平台还本付息压力，提升平台债务的稳定性和可持续性。

此外，在上文的分析中可以发现，政策对于地方平台债务的监管和约束在历史上都呈现出周期性的特征，一旦经济下行压力增大，政策环境又会有所放松，这可能也是化债政策持续推进，但城投债务规模反而持续增大的重要原因之一。因此，本轮化债方案在提供支持性政策、缓释各地债务压力的同时，可能也希望对于地方融资平台依靠地方政府信用背书进行融资的现象进行系统性的限制，重塑地方平台债务的管理体系。

最后，由于近年来地方政府财政压力增大，为了确保融资平台的刚兑，地方政府甚至动用了大量金融资源，而部分地方政府长期拖欠企业款项导致部分上游原材料和下游中小企业面临较大的坏账风险。因此，政策可能也希望在“一揽子化债”推进的过程中，解决地方政府拖欠企业与居民款项，维持经济的正常运转。

2、2、3 一揽子化债政策的工具选项

出于上述考虑，本轮一揽子化债方案中也推出了一揽子政策工具去解决当前地方政府以及城投平台的债务问题。

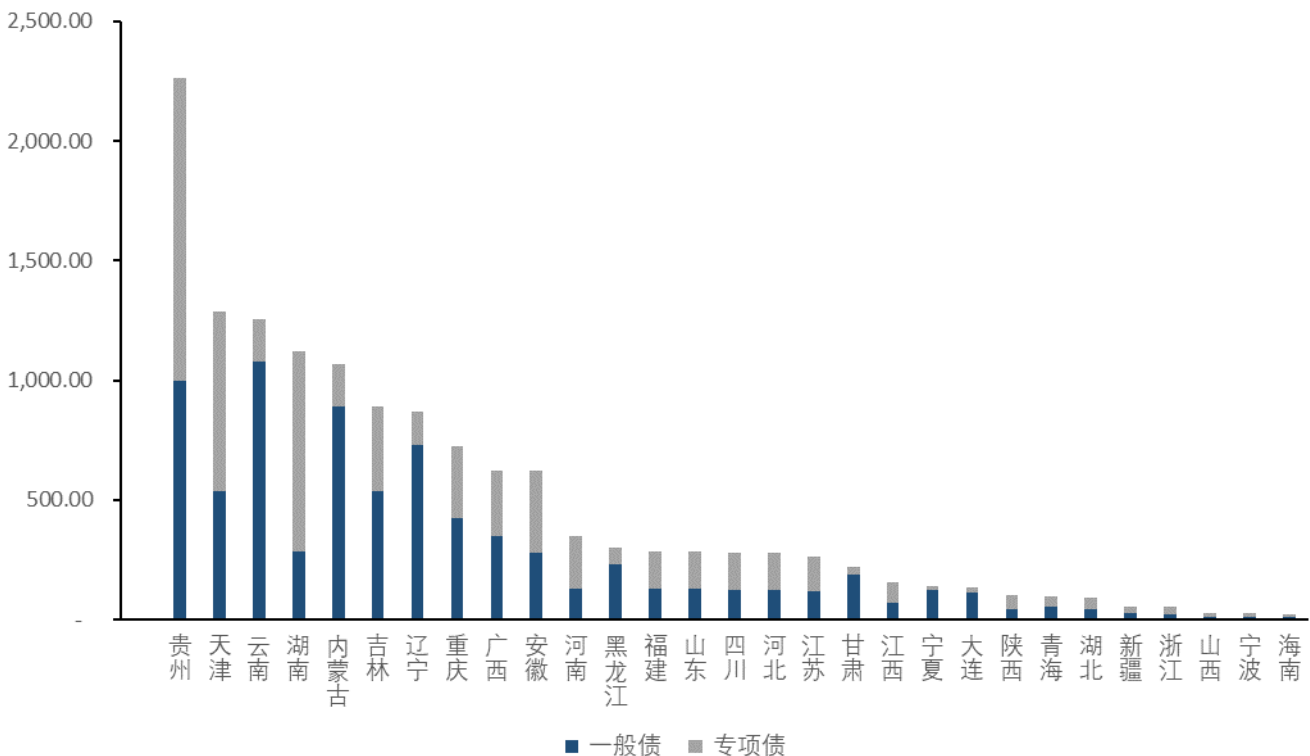
针对地方政府具有偿还责任的债务，2023 年四季度发行 1.4 万亿特殊再融资债，但其中相当大的部分是为了偿还企业欠款，隐债部分优先偿还高息债务。首先，对于地方政府负有偿还责任的债务，化债责任主体仍是地方政府。从 2014 年开始，财政部开始对于地方政府债务余额实行限额管理，对于此前甄别的地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借的部分，允许省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。但一些地区通过安排财政预算资金、企事业单位等原债务人资金偿还了部分存量政府债务，以及部分工程款结算后，

根据实际情况相应核减了债务余额，不再需要发债置换，但财政部也没有将相应额度收回，这就使得地方政府债务余额低于限额。二者的差额也就给予了地方政府再度发债以解决隐债问题的空间。

在 2018 年隐债甄别完成后，财政部在 2019 年就选取过 6 个省份，进行建制县隐性债务风险化解试点，通过置换债券化解试点县的隐性债务。2020 年 12 月，建制县隐性债务风险化解试点全面展开，辽宁、重庆、天津、贵州等债务压力较大的地区利用地方政府债务限额与余额的剩余空间，发行特殊用途再融资债券来化解隐性债务，截止到 2021 年 9 月，这一轮特殊再融资债共发行 6278 亿元；而在 2021 年 10 月至 2022 年 6 月，北京、上海、广东和深圳等经济体量大、财政实力强、债务管控较好的地区，也利用相同的债务空间，发行了 5042 亿特殊用途再融资债，推进全域无隐债试点。截至 2022 年末，地方政府债务限额与余额差值仍然还有 2.59 万亿。因此，在本轮化债的过程中，特殊再融资债也是其中的重要组成部分。

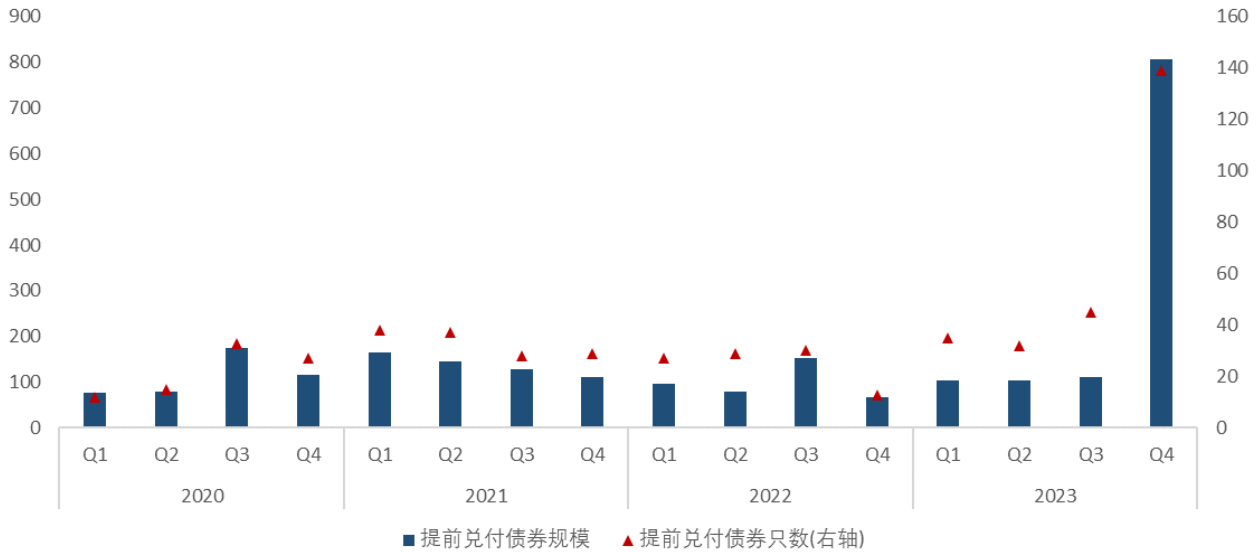
从 2023 年 10 月开始，特殊再融资债重启发行，四季度共发行 1.39 万亿，其中贵州发行规模最大，达 2263.81 亿元、天津、云南、湖南和内蒙古发行规模也超千亿元，吉林、辽宁、重庆、广西和安徽等省/直辖市发行规模也超 600 亿元。尽管目前地方政府的隐性债务主要还是在 2018 年甄别的融资平台以政府信用为背书向金融机构举借的债务。但在现实中，地方政府在 2018 年之前以及最近几年来为了维持经济的正常运转，也拖欠了部分企业账款，地方政府对这些款项也存在偿还责任，因此它们也在本轮特殊再融资债的覆盖范围之内。并且，考虑目前隐性债务是要求在 2028 年之前化解完毕，距今仍有四年多的时间，因此偿还企业欠款，尤其是针对部分经济实力较弱的区域，反而成为了优先级较高的任务。因此，在重点省份的额度之中，有相当一部分是用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业款项。而在偿还隐债的部分，本次特殊再融资债要重点解决的可能更多的还是平台隐债之中的高息债务，尤其是高息非标和标债。

图 12：2023 年各省特殊再融资发行情况（亿元）



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

在特殊再融资债大规模集中发行的影响下，从 10 月开始，城投债提前兑付的规模出现了明显提升。23 年 Q4 城投债提前兑付规模达 805.51 亿元，提前兑付债券只数达到 139 只，城投债提前兑付规模和只数均远超近年来其他各个季度水平，这可能受到了 10 月下旬后特殊再融资债资金逐步下发的影响。

图 13：20-23 年城投债提前兑付情况梳理（亿元，只）


资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

而在四季度发行近 1.4 万亿特殊再融资债后，地方政府债务余额与限额的空间还剩余近 1.2 万亿，这也意味着特殊再融资债仍有在 2024 年继续发行的空间。贵州省于 2 月发行特殊债约 325 亿元，这也拉开了特殊再融资债在 2024 年发行的序幕。

对于城投平台的经营性债务，可能需要通过金融机构展期降息甚至债务置换的方式，逐步消化平台的债务负担。但是，即便 2024 年特殊再融资债将剩余空间全部使用完毕，其相较于当前发债平台接近 60 万亿的有息债务规模而言，所能覆盖的比例是相对偏低的。因此，针对规模更大的平台经营性债务，尤其是短期内即将到期、面临偿付压力的经营性债务，可能需要金融机构在其中发挥更大的作用。2023 年 8 月 1 日，央行在 2023 年下半年工作会议中就曾提到，下半年重点工作之一是切实防范化解重点领域金融风险，其中首要是统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。11 月 17 日，央行、金管局、证监会联合召开金融机构座谈会，要求金融机构按照市场化、法治化原则，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增，与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构，确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。

从目前已有一些公开案例来看，对于银行贷款，政策可能会支持商业银行自身通过展期降息来缓解平台还本付息的压力，而对于底层资产清晰、且成本较高的非标和标债等债务类别，监管可能也会支持平台和金融机构通过市场化协商银行/银团贷款的方式来置换。

央行或针对极端情况提供应急支持。而金融机构对于城投平台经营性债务进行展期降息或是债务置换，可能也要以自身利润的下降为代价，因此出于维护金融体系稳定的考虑，相关措施可能也需要央行的参与和支持。早在 2023 年 8 月，据财新报道，央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性。而在 11 月 8 日的金融街论坛年会上，央行行长潘功胜在谈及金融部门支持化解地方政府债务风险时强调，必要时人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。从央行的表述来看，应急流动性贷款支持可能还是在部分弱资质区域，依靠自身能力以及各类技术手段仍然难以应对短期的流动性压力时，可由当地政府向央行寻求应急支持，但是为了防止道德风险，地方政府可能要需要向央行提供充足的担保物。

此外，为了避免地方一边化债，一边债务规模又在持续上升的情况再度发生，政策也在对不同类型的融资平台

的新增融资实施不同类型的监管，更加严格的控制融资平台整体有息债务增速，使其逐渐与区域经济发展水平相适应。对于一般债券投资者认知的城投平台，可能被划分为三种类型，设置不同的约束条件。对于地方政府所认定的名单内的城投平台，在优先获得支持性政策缓解其债务压力的同时，其融资用途可能被限定为借新还旧，在多数情况下不能以融入资金偿还原有债券的利息，甚至发行规模相对于偿还本金也要有所压缩。其次，对于在收入、资产或者现金流方面仍与地方政府保持了紧密的联系，但不在名单内的融资平台，其融资需要与政府信用隔离，在预防新增隐债风险的要求下，短期内此类平台的融资也可能会受到一定的限制。第三，属于一般市场对城投认知范围内的公用事业和交通运输类主体，以及部分园区运营主体和产业投资主体，业务市场化程度较高，现金流相对稳定，可能被监管视为市场化的产业类主体，这些主体融资受到的约束相对较小，甚至可以用来补流与项目建设。

2.3、化债政策推动弱区域平台利差大幅下行，但利息滚续的难题仍有待破局

目前化债政策的落地仍在推进当中，但由于政策传递出防范尾部风险发生的态度，债券投资者的风险偏好明显抬升，弱资质平台的债券收益率出现了大幅下降。而从各省不同评级城投债利差的表现来看，重点区域省份以及弱资质平台债利差下行幅度更大。具体来看，在化债政策公布之初的8月，投资者最先关注的是受化债政策影响更直接、且流动性相对较强的平台，例如以津城建为首的天津等区域高等级平台利差快速下行，天津AAA级平台公募债平均利差在8月下行了近300BP。而随着天津AAA级平台公募利差大幅压缩，机构开始挖掘其他类似区域或平台，比如郑州航空港短债的投资机会。9月份债券市场有所调整，信用利差整体出现了一定幅度的回升，但是云南AA+级和天津AA+级平台利差仍明显下行。云南AA+级利差快速下行可能主要是由于化债政策推动下，市场普遍认为出现债券违约等尾部风险的概率下降，部分投资者挖掘昆明交产等高收益债券投资机会；而天津AA+级利差明显下行，这主要可能也是在津城建利差快速压缩后，投资者进一步挖掘天津优质区县核心平台短期债券投资机会所致，但当时云南AAA级、广西AA+级等区域平台利差整体仍未见明显压缩。而节后特殊再融资债重启发行，投资者挖掘城投债收益的热情再度提升，云南AAA级和AA+级、广西AA+级和宁夏AA+级等弱区域中高等级平台利差也开始大幅下行，这样的行情一直持续到了2023年末。

图 14：中央政治局会议提出“一揽子化债”后各省不同评级公募债利差变化（单位：BP）

省份	外部评级	利差变化										合计	省份	外部评级	利差变化										合计
		2023/7/21	2023/12/29	8月	9月	10月	11月	12月	2023/7/21	2023/12/29	8月				9月	10月	11月	12月							
云南	AA+	855	420	28	-91	-121	-188	-167	-538	内蒙古	AA+	139	93	-25	-1	-22	-20	21	-47						
贵州	AA+	715	315	-63	-12	-48	-232	-34	-388	河北	AA	137	91	-30	1	-13	-19	15	-46						
天津	AAA	487	114	-287	-19	-43	-46	15	-386	福建	AA	154	113	-28	8	-11	-25	12	-44						
青海	AA+	796	427	-11	-29	-47	-107	-182	-375	浙江	AA	139	96	-25	4	-12	-20	8	-43						
云南	AA	489	164	-6	-11	-113	-187	-22	-340	吉林	AA	520	481	-18	10	-8	-23	-4	-42						
宁夏	AA+	483	157	-12	-1	-58	-164	-91	-327	湖南	AA+	132	91	-26	9	-14	-22	10	-42						
广西	AA+	574	325	-34	35	-70	-167	-57	-293	贵州	AAA	127	95	-26	6	-11	-15	12	-34						
山东	AA	628	384	-11	-20	-31	-97	-88	-247	四川	AA+	110	79	-21	7	-10	-16	9	-32						
贵州	AA	972	735	0	-24	-33	-63	-113	-233	新疆	AA+	110	80	-21	6	-14	-16	15	-30						
辽宁	AA	525	314	-23	-67	-15	-61	-46	-112	北京	AA+	93	71	-3	1	-21	-10	7	-28						
天津	AA+	386	180	-36	-55	-89	-52	27	-205	西藏	AA+	99	74	-24	12	-5	-17	9	-26						
广西	AA	449	258	-22	-10	-35	-82	-45	-193	安徽	AA+	95	73	-23	10	-8	-15	13	-23						
云南	AA	571	383	-26	-8	-23	-84	-50	-191	山东	AAA	81	64	-13	4	-8	-13	8	-21						
湖南	AA	371	197	-41	-6	-27	-49	-54	-177	辽宁	AAA	142	119	-17	13	-3	-19	6	-21						
陕西	AA+	340	196	20	-12	-41	-107	-6	-147	江苏	AA+	90	72	-21	8	-9	-12	13	-21						
河南	AA	455	316	-47	9	-8	-68	-31	-145	浙江	AA+	87	70	-17	9	-5	-14	9	-19						
新疆	AA	290	148	-58	-2	-41	-49	5	-145	广西	AAA	93	81	-19	8	-7	-11	11	-17						
甘肃	AA+	553	414	-72	1	-73	-4	7	-142	海南	AA	161	145	-37	10	15	-21	17	-17						
四川	AA	420	299	-35	-5	-13	-51	-22	-126	广东	AA	93	79	-19	10	-8	-12	13	-15						
甘肃	AA	531	415	11	-3	-39	-68	-21	-120	福建	AA+	76	65	-18	8	-5	-10	10	-15						
山西	AA	272	158	-54	-11	-30	-27	5	-116	湖北	AAA	77	63	-12	10	-4	-13	6	-14						
河南	AAA	181	66	-56	-26	-18	-21	8	-112	山西	AAA	74	62	-18	10	-6	-9	9	-14						
吉林	AA+	262	149	-55	-8	-21	-39	13	-110	广东	AA+	77	68	-13	6	-7	-10	12	-12						
吉林	AAA	200	95	-27	11	-46	-53	7	-109	江西	AAA	72	65	-10	5	-5	-11	11	-10						
重庆	AA	341	238	-7	-7	-28	-62	-4	-109	上海	AA+	60	57	-13	8	-5	-7	11	-6						
河北	AA+	210	103	-29	-3	-26	-55	4	-108	宁夏	AAA	72	69	-18	8	0	-10	13	-6						
山东	AA+	232	131	-29	-1	-33	-45	3	-105	江苏	AAA	56	53	-11	8	-4	-8	9	-6						
江西	AA	248	154	-34	-1	-24	-42	2	-99	重庆	AAA	54	52	-9	6	-3	-8	9	-5						
山西	AA+	162	76	-18	2	-72	-18	11	-94	四川	AAA	54	52	-8	8	-3	-9	8	-4						
黑龙江	AA+	174	85	-23	-19	-42	-11	4	-91	海南	AAA	66	67	-14	8	-8	-4	14	-4						
辽宁	AA	244	148	-31	-4	-18	-51	19	-85	湖南	AAA	51	50	-9	6	-3	-7	9	-4						
陕西	AA	350	268	-10	-1	-24	-52	3	-84	福建	AAA	51	50	-7	5	-2	-6	7	-4						
江西	AA+	167	89	-22	-4	-25	-38	7	-82	北京	AAA	47	47	-9	6	-3	-7	9	-4						
甘肃	AAA	156	86	-24	-5	-18	-41	10	-78	浙江	AAA	47	47	-9	6	-3	-7	9	-4						
黑龙江	AAA	390	316	-32	7	-14	-15	-21	-76	上海	AA	68	67	-9	6	-5	-8	12	-4						
重庆	AA+	163	92	-32	-8	-23	-24	11	-74	河北	AAA	54	54	-8	4	-3	-5	9	-3						
湖北	AA	195	124	-15	0	-21	-38	5	-69	新疆	AAA	63	63	-9	13	-6	-9	8	-3						
陕西	AAA	145	77	-25	4	-25	-31	10	-68	湖南	AAA	53	53	-9	7	-3	-7	9	-3						
安徽	AA	172	108	-33	2	-21	-26	12	-67	上海	AAA	44	48	-7	5	-3	-5	9	-1						
河南	AA+	147	92	-27	1	-20	-22	10	-58	广东	AAA	44	49	-8	7	-2	-5	8	0						
江苏	AA+	166	121	-14	6	-16	-28	5	-49	安徽	AAA	47	51	-7	6	-1	-6	9	0						
湖北	AA+	123	77	-24	5	-15	-24	9	-49	北京	AA+	57	62	-11	6	-5	-4	14	0						

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

在化债行情下, 弱资质平台的利差大幅下行, 一级发行投标倍数大幅上升, 使得平台债券发行的难度和成本均明显降低, 很多平台借助这样的有利条件拉长了发债期限, 这种市场化融资环境的改善在客观上也使得城投债务滚续的难度减轻, 有利于化债的进程更加平稳有序。

但是从目前来看, **2023 年国内经济修复的节奏偏弱, 地方政府的财政能力仍然承压, 城投平台的基本面环境仍然没有出现太大的变化。**

首先, 从全国范围来看, 2023 年 GDP 增速为 5.2%, 尽管完成了全年的经济增长目标, 但两年复合增速仅为 4.1%, 仍然明显低于疫情前的水平。而从各省的情况看, 尽管多数省份在 2023 年初设定的经济增长目标超过了全国, 但仍然有 17 个省 23 年实际 GDP 增速低于年初的增长目标, 其中黑龙江、江西、湖南、河南、福建、广西、贵州和山西等 9 个省/自治区 23 年实际 GDP 增速低于预期 GDP 增速 1 个百分点及以上。

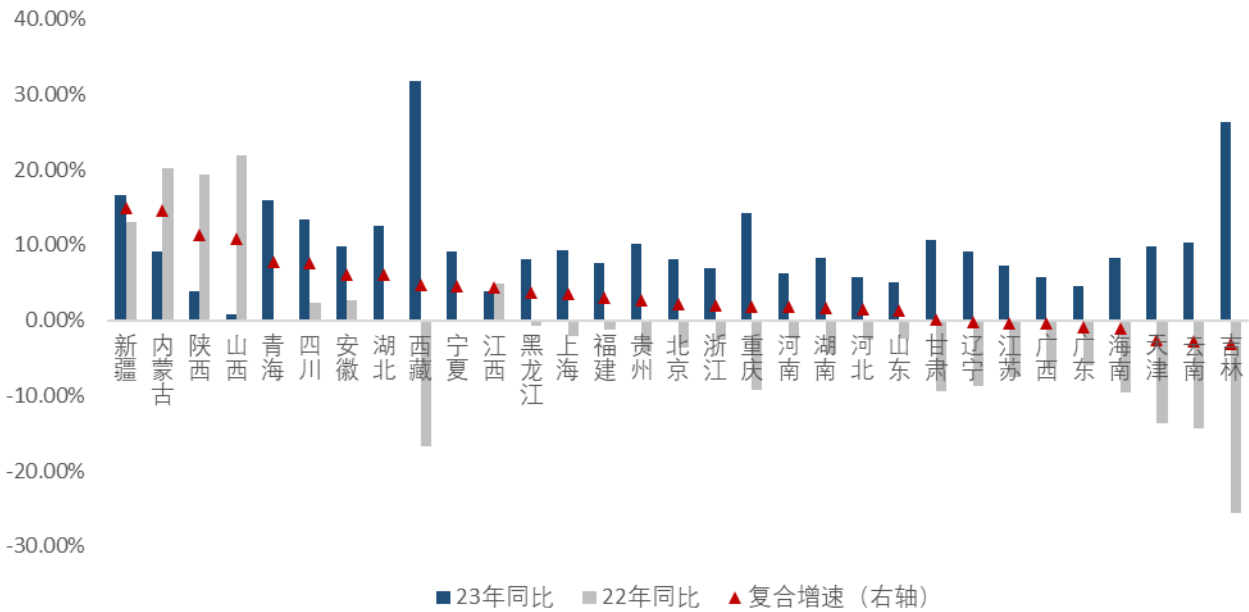
图 15: 2023 年各省/直辖市预期、实际 GDP 增速以及两者之差 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从一般公共预算收入来看, 在留抵退税、疫情冲击等不利因素导致 22 年基数较低背景下, 2023 年全国 31 个省/直辖市一般公共预算收入同比均实现正增长, 但如果从两年复合增速来看, 仅少数煤炭资源丰富的省份复合增速相对较快, 绝大多数省份两年复合的一般公共预算收入复合增速低于 5%, 其中辽宁、江苏、广西、广东、海南、天津、云南、吉林这 8 省/直辖市两年复合增速甚至为负, 显示地方政府的收入能力仍然承压。

图 16: 2022 年和 2023 年各省/直辖市一般公共预算收入同比以及复合同比变化 (%)

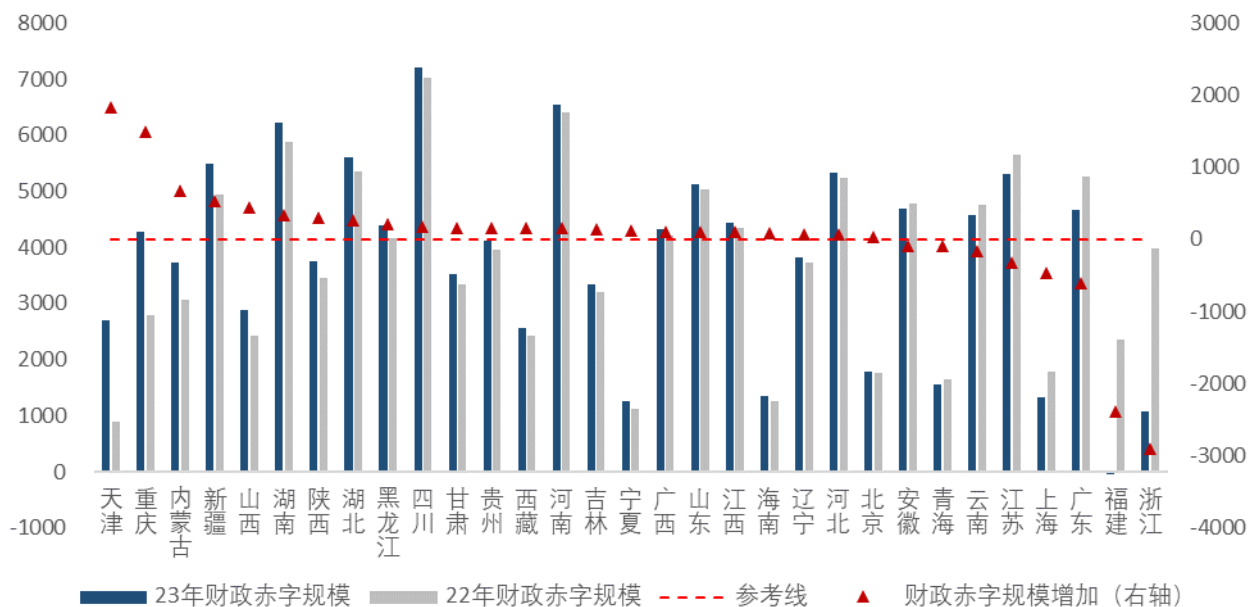


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注释: 重庆和新疆一般公共预算收入数据未公布, 用23年1-11月数据代替。

从地方政府财政赤字来看, 23年地方一般公共预算收入11.7万亿元, 地方一般公共预算支出23.6万亿元, 地方政府财政赤字规模合计11.9万亿元, 较22年11.6万亿规模仍有小幅增长。分省来看, 全国仅福建一省在2023年实现了财政盈余, 仅8个省财政赤字规模较22年减少, 多数省份财政赤字规模仍在增加, 仍然高度依赖于中央政府的转移支付。

图 17: 22年以及23年各省/直辖市财政赤字规模 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

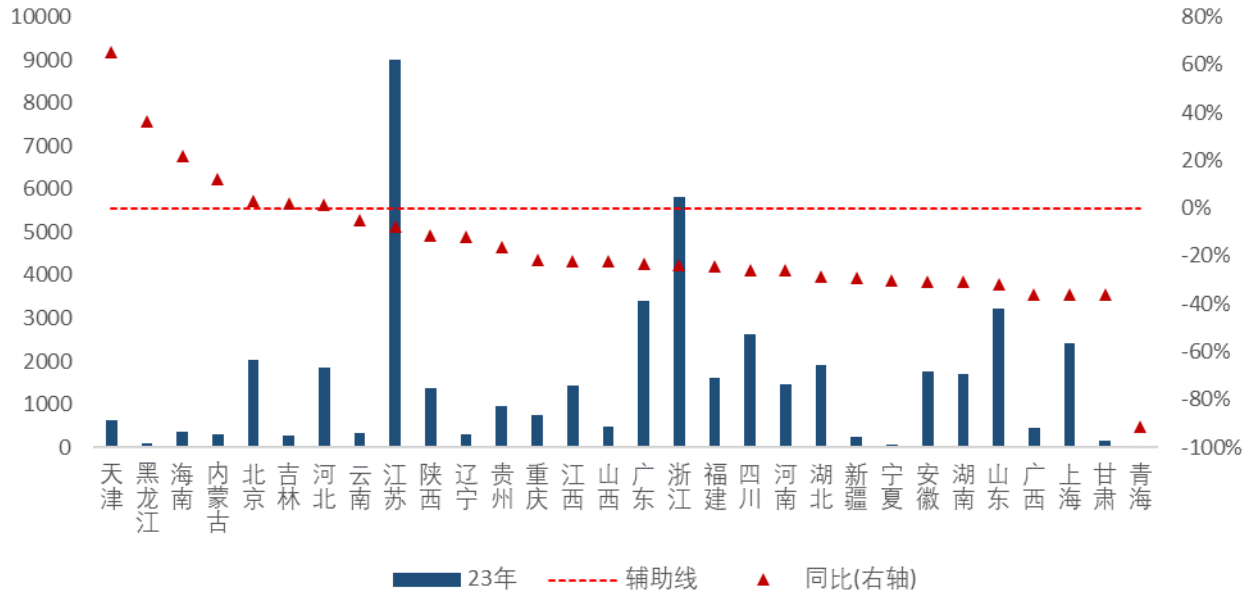
注释: 1、地方政府财政赤字规模=一般公共预算支出-一般公共预算收入

2、天津、重庆、浙江和新疆23年财政数据未公布或者仅公布了一般公共预算收入, 我们用23年1-11月数据代替。

而财政收入承压的同时, 地方政府土地出让的情况也不容乐观。尽管22年基数已经偏低, 但也只有天津、黑龙

江、海南和内蒙古等少数省/直辖市土地出让金同比实现了正增长，其他多数省份土地出让金收入同比仍旧明显下行，其中宁夏、安徽、湖南、山东、广西、上海、甘肃以及青海等省/直辖市土地出让金收入同比下行超30%，地方土地财政仍面临较大的压力。

图 18：23 年各省/直辖市土地出让金以及同比变化（亿元、%）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

在基本面仍然偏弱的同时，“一揽子化债”相关的支持政策落地相对偏缓。除了特殊再融资债之外，金融机构对于城投平台债务置换推进的案例有限，在实际操作过程中面临现实层面的挑战。在金融机构置换融资平台经营性债务方面，对于重点省份中相对优质区域的平台承担的、规模相对较小或者底层项目资产较好的非标或者标债，有部分置换落地的公开案例。根据财联社报道，12月8日，农行渝北支行牵头的首笔5000万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有企业重庆空港经济开发建设有限公司投放落地。据重庆空港经开有关负责人介绍，目前由农行渝北支行牵头、中行渝北支行参团，已经批准“银团贷款”6.068亿元，此次投放落地的5000万元是全市首笔“银团贷款”。

但是，由于政策要求银行贷款置换非标和标债等经营性债务需要对应底层项目清晰、财务可持续，而很多平台的非标和标债难以对应底层项目，这就使得银行贷款置换融资平台经营性债务进度整体仍然偏慢，尤其是重点省份弱区域平台，或者缺少底层项目的非标和债券等债务类型，置换仍未见明显推进。在金融支持地方化债的细则明确之前，银行大规模推进经营性债务置换可能存在一些现实层面的挑战。

央行SPV也并未有落地的案例。在11月潘功胜提及应急流动性贷款支持后，目前也仍然未有区域公开报道相关申请成功案例。这一方面可能是由于前期市场风险偏好的抬升，弱资质区域的融资环境有所改善，还尚未有区域面临严重的流动性问题；另一方面可能也是区域内各级政府之间关于如何提供合格的抵押物存在可商榷之处。但后续相关的政策如何推进仍然值得关注。

尽管支持性措施的落地速度相对偏缓，但是对于城投平台融资政策的紧缩政策落地却相对迅速，这就集中反映在了城投债净融资上。受理财赎回潮的冲击，城投债估值在2023年初明显调整，部分区域的融资条件恶化，叠加各地财政与土地出让收入仍然承压，城投平台现实层面的偿债压力增大，因此城投融资政策出现了边际调整，部分区域在发债募集资金用途上出现了一定程度的放松。2023年1-9月城投债净融资1.42万亿，较去年同期增加2130亿元。但是2023年10-12月，城投债净融资规模合计-1180亿元，同比减少1182亿元，其中11月、12

月城投债分别净偿还 271 亿元和 1043 亿元。

从发行用途上看，大部分省份在 2023 年四季度城投债发行募集资金用于借新还旧的比例上升，用于偿还有息债务、补流和项目建设规模较去年同期有所压缩，显示融资政策收紧不仅局限于重点省份。从发行区域上看，2023 年四季度城投平台发行中票、短融、超短融、小公募和私募债的省份共 26 个。由于平台新增融资占整体净融资的比重在去年本就相对较低，2023 年四季度各省份城投债发行用于补流和项目建设比例的变动也相对有限。但绝大多数省份偿还有息债务的占比出现了明显收缩。江苏、浙江和山东等东部区域四季度借新还旧的占比较去年同期明显增加，部分区域存在公司债募集资金不能偿还利息以及偿还其他品种债券，同时也出现了用途借新还旧但不能完全覆盖到期本金的情况，这可能反映出监管约束部分传统平台债务存量的要求。部分弱资质区域偿还有息债务的比重反而有所上升，这一方面由于部分交运或产投主体受到的约束可能相对较小，这部分主体受融资环境改善的影响发行规模有所增加；另一方面，部分主体在 10 月尚能发债偿还银行流贷，但 11 月后声明为市场化主体仅借新还旧，显示监管政策在 11 月后可能又进行了新的调整。在这样的背景下，云南、重庆、甘肃等弱区域城投净融资反而有所改善，江浙地区区县级平台在前三季度净融资恢复后又大幅下降，这也可能反映了监管对于发债用途更加严格的管理，显示当前融资政策的收紧不仅仅局限于弱资质区域。

图 19：10-12 月不同省份城投债发行规模及募集资金用途占比（单位：%、百分点）

省份	23年10-12月			22年10-12月			同期比较		
	借新还旧占比	偿还有息债务占比	补流和项目建设占比	借新还旧占比	偿还有息债务占比	补流和项目建设占比	借新还旧占比变化	偿还有息债务占比变化	补流和项目建设占比变化
山西省	76	24	0	0	100	0	76	-76	0
吉林省	73	27	0	18	82	0	55	-55	0
河北省	100	0	0	46	54	0	54	-54	0
安徽省	93	7	0	46	48	7	47	-40	-7
陕西省	89	11	0	42	54	5	47	-42	-5
四川省	87	12	2	41	51	7	45	-40	-5
湖北省	96	3	1	60	38	2	36	-36	-1
福建省	77	19	4	47	43	10	30	-24	-5
河南省	68	24	8	47	43	10	21	-19	-2
山东省	65	22	13	44	39	17	21	-17	-4
浙江省	85	14	1	68	30	2	17	-16	-1
重庆	91	3	6	75	19	5	16	-16	0
江苏省	95	3	1	81	18	1	15	-15	0
湖南省	72	27	1	58	41	1	14	-14	0
广东省	53	32	14	42	46	12	12	-14	2
江西省	78	20	2	67	30	3	11	-11	-1
贵州省	100	0	0	93	7	0	7	-7	0
新疆维吾尔自治区	90	10	0	84	16	0	5	-5	0
上海	51	29	20	46	37	16	5	-8	4
黑龙江省	100	0	0	100	0	0	0	0	0
辽宁省	100	0	0	100	0	0	0	0	0
宁夏回族自治区	100	0	0	100	0	0	0	0	0
西藏自治区	100	0	0	100	0	0	0	0	0
内蒙古自治区	0	0	100				0	0	100
云南省	96	4	0	100	0	0	-4	4	0
广西壮族自治区	63	37	0	70	24	6	-7	14	-6
北京	57	19	24	69	16	16	-12	4	9
天津	78	22	0	100	0	0	-22	22	0

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

而从近期交易所与交易商协会的实际操作来看，对于上文提到的前两类平台，政策执行情况反而偏严，尤其是第二类平台，交易商协会要求此类平台在发债募集说明书中声明“发行人承诺，本公司为市场化经营主体”，目前来看其募集资金用途同样被限定为借新还旧，但可用于偿还利息支出，而交易所目前还并没有声明“市场化主体”的要求，且部分在交易商协会产品中只能借新还旧的主体，在交易所发行私募债券也可用于偿还其他有息债务，整体融资环境相较于交易商协会相对宽松，但整体限制仍存。

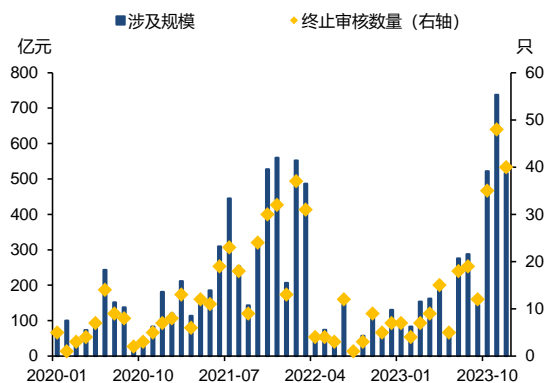
图 20：各省份 23 年与去年 10-12 月城投债净融资变化（单位：亿元）

省份	今年10-12月净融资				去年10-12月净融资				10-12月净融资变化			
	省级	国家新区	地市	区县	省级	国家新区	地市	区县	省级	国家新区	地市	区县
云南省	24	0	28	-4	-44	-8	-41	3	68	8	69	-7
江西省	51	14	-4	-21	-50	15	-7	-50	101	-1	3	30
北京	63	0	14	18	-9	0	10	-34	72	0	4	52
河南省	10	0	175	-26	-17	0	2	57	27	0	173	-83
甘肃省	20	0	-7	0	-72	0	-22	0	92	0	15	0
重庆	40	-33	2	-10	2	16	-9	-103	38	-48	11	93
山西省	19	0	55	4	-15	0	16	-1	34	0	38	5
新疆维吾尔自治区	0	0	3	2	-5	0	-43	-5	5	0	46	6
山东省	109	32	139	-20	79	-21	28	134	30	53	111	-154
安徽省	15	0	-6	-7	5	0	-76	56	10	0	71	-62
陕西省	-22	-35	2	28	-24	11	-6	-26	2	-46	8	54
西藏自治区	0	0	-2	0	-2	0	-15	0	2	0	13	0
内蒙古自治区	5	0	0	-1					5	0	0	-1
宁夏回族自治区	4	0	-3	0	7	0	-2	0	-3	0	-2	0
海南省	0	0	0	0	9	0	0	0	-9	0	0	0
辽宁省	0	0	-24	-13	0	0	-22	-4	0	0	-2	-9
吉林省	-30	0	-61	0	-35	0	-43	0	5	0	-17	0
青海省	0	0	-16	0	0	0	1	-4	0	0	-17	4
广西壮族自治区	37	0	-68	-17	-46	0	8	4	84	0	-76	-21
河北省	-15	0	-1	18	-5	-6	34	9	-10	6	-35	9
黑龙江省	0	0	-60	-2	0	0	-2	-2	0	0	-58	0
上海	-12	0	0	42	51	-7	0	71	-63	7	0	-29
福建省	0	0	18	-9	0	0	46	65	0	0	-29	-74
广东省	-1	0	20	11	-20	0	78	104	20	0	-58	-92
江苏省	11	-68	8	-240	17	19	0	-179	-6	-88	8	-61
贵州省	-2	-142	-17	-81	-15	3	-21	-41	13	-145	4	-40
湖南省	-22	-10	-42	-153	49	0	-9	-62	-70	-10	-33	-91
湖北省	-59	0	-47	-51	37	0	-5	28	-96	0	-42	-79
浙江省	52	0	-26	-255	-34	0	-8	101	86	0	-18	-355
四川省	-25	0	-38	-46	110	0	35	50	-135	0	-73	-96
天津	-309	-30	3	-120	-65	0	-19	9	-244	-29	22	-129

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

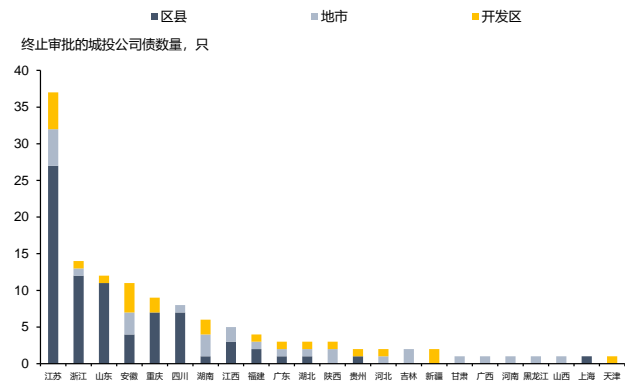
除了借新还旧的占比上升之外，城投发债监管趋严还反映在了终止审批的规模上升之上。10-12月公司债终止审批的规模大幅上升，主要也集中在了江苏、浙江、山东等区域的区县级平台上，这与净融资缩减的区域也是相对吻合的。由于交易商协会并未披露终止审核数据，因此我们以交易所产品为统计口径。可以发现，近期交易所终止审批数量抬升，主要为无存续公司债或近期无到期公司债品种被终止审批。截至12月末，2023年交易所共232只城投公司债批文被终止审批，其中10月终止审批数量明显增加，10-12月终止审批数量共130只，占23年全部终止城投项目的56%。其中有多数城投公司债被终止审批是因为城投主体尚无存续公司债，或近期无存续债到期，而仍有部分城投公司债近期有存续债到期，但仍被终止审批，层级涵盖区县级、地市级和国家新区级。分区域来看，江苏、浙江、山东等省份区县级城投终止发行的规模同样相对较大，这与净融资缩减的区域分布也是相对吻合的。

图 21: 10 月以来城投终止审批规模明显增加



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 10 月以来江苏区县级城投公司债终止审批数量最高

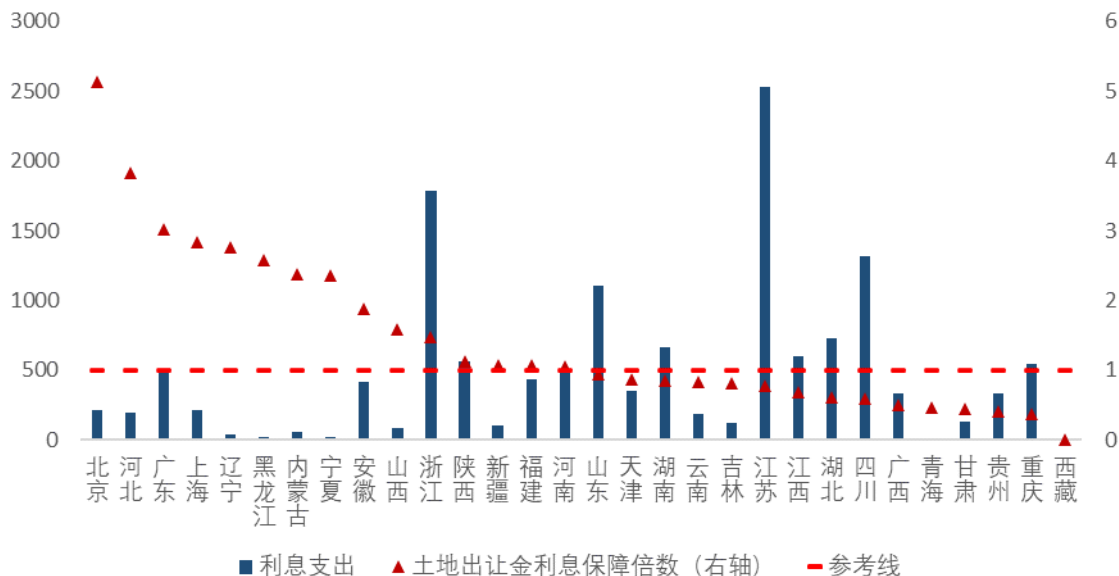


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

除了城投债券之外，在控制平台新增债务的要求下，部分银行对于名单内平台新增贷款也会考虑实施提级管理，部分名单内平台新增贷款融资难度可能也在加大。

在支持性政策落地偏缓、限制性政策落地较快的背景下，城投平台的债务利息如何解决仍然是现实层面的问题。根据我们对YY口径发债平台的统计，截至23年6月末，发债平台有息债务规模增长已经达到了59.49万亿元，相较于22年末的56.59万亿元，年化增长率仍然达到了为10.5%。庞大的债务存量，使得城投平台面临沉重的利息支出。考虑到绝大多数平台不分红，我们以发债平台现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”近似代替发债平台利息支出规模。2023年上半年，发债平台利息支出规模达到了1.41万亿元，全年的利息支出或超2.8万亿，年化利率近4.75%。其中江苏、浙江、四川和山东等省份由于发债城投存量债务规模较大，利息支出规模也相对较大。考虑土地出让收入是地方政府的重要收入来源，也是其支持平台的重要保障，我们也计算了各地区土地出让收入对发债平台利息支出保障倍数，可以发现多省土地出让收入对发债平台利息支出保障倍数较低，尤其是重庆、贵州、广西、四川等省/直辖市土地出让收入利息保障倍数不足1倍且发债平台利息支出规模较大。因此，尽管化债政策仍在推进的过程中，但是由于支持性政策落地偏缓，限制性政策又落地较快，在基本面仍然偏弱的背景下，部分平台的利息支出仍然面临现实的压力。

图 23：23 年上半年各省平台利息支出规模以及土地出让收入利息保障倍数（亿元、倍）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注释: 1、发债平台利息支出规模用发债平台现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”近似代替,考虑到多数平台不分红,该指标可近似代替平台支付利息现金流,但是部分平台或子公司仍或有一定的分红,该指标或高估发债平台利息支出规模。

2、土地出让利息保障倍数=土地出让金收入/发债平台利息支出规模。

3、考虑到海南土地出让金倍数较大,且区域平台发债较少,为了表格显示更加清晰,因此并未显示海南数据。

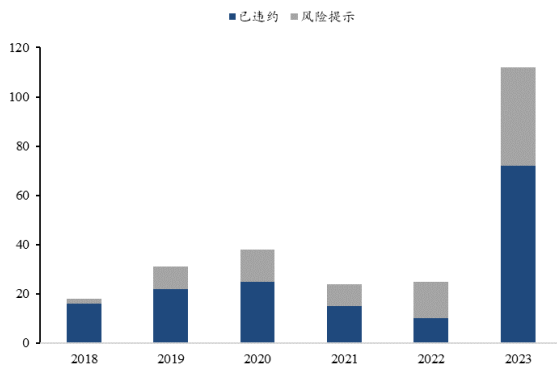
在这样的背景下，我们观察到在2023年四季度，城投非标、商票逾期等风险事件发生的频率似乎有所增加。但是，考虑政策鼓励金融机构与融资平台协商，通过展期降息等方式，降低平台债务成本，且相关风险事件发生的区域并未明显扩散，因此市场对这样的情况也没有给予过度的关注。部分区域或平台债务压力不断加大，短期难以协调资金兑付全部债务，平台非标违约等负面舆情增多。根据企业预警通的统计，城投非标风险事件（包括信托计划、融资租赁、定向融资、私募基金以及其他等）共发生109例，其中已违约69例、风险提示40例。而此前非标风险事件高峰期发生在20年，当年非标风险事件例数38例，其中已违约25例，风险提示13例，2023年非标风险事件案例明显高于往年水平。而商票逾期规模和家数净增长也明显增加，除8月商票逾

期余额净减少外，其他各月均净增加，23年商票逾期余额净增加合计49亿元，商票逾期城投家数净增加合计76家。

从相关风险事件的时间分布上看，23年Q1城投非标风险案例数量为21家，23年Q2非标风险事件案例增加至40例；在化债方案刚刚推出的23年Q3，非标风险事件降低至14例，但Q4以来，城投非标风险事件再次增多至37例，这也反映了部分平台的现实压力。而商票逾期的节奏分布也与非标风险事件大致相似，8月商票逾期余额由7月的46.34亿元降至39.88亿元，但是9月份之后，商票逾期规模再度增加，9-12月，商票逾期余额由39.88亿元增长至59.81亿元，增速分别为9.00%、18.17%、5.98%以及9.86%。

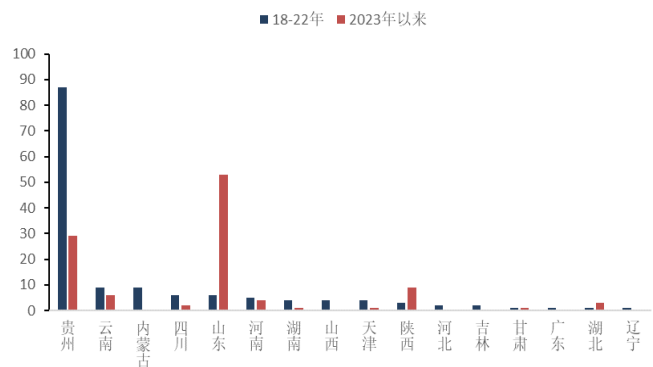
从风险事件的区域分布来看，18-22年，非标风险事件主要发生在贵州、云南、内蒙古，尤其是集中在贵州，23年以来贵州非标风险事件数量仍较多，但是山东、陕西和云南的非标风险事件也明显增多，尤其是山东省23年非标风险事件发生51例，甚至超过贵州，但目前来看非标风险事件仍主要集中在几个弱区域，其他省份非标仍未出现大规模公开风险事件。而商票逾期也主要集中在云南、山东和贵州等省份。

图 24：18 年以来城投非标风险事件（例）



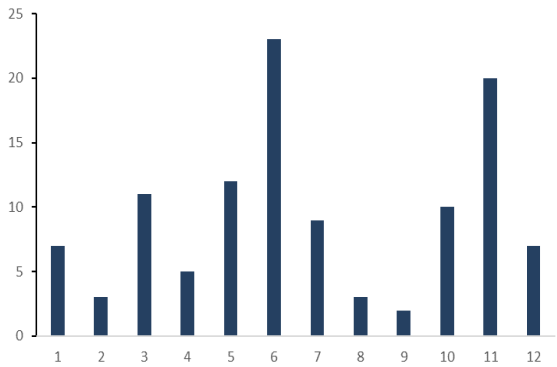
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 25：23 年城投非标风险事件区域分布（例）



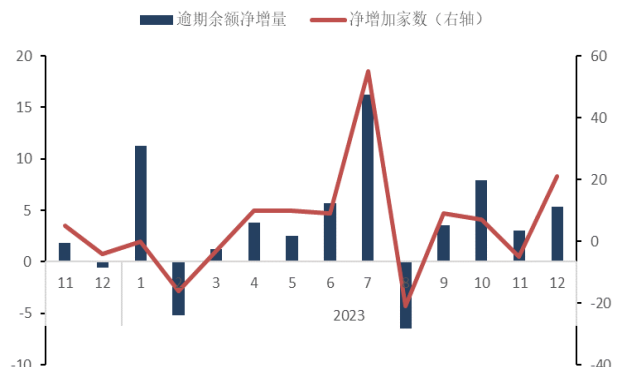
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 26：23 年各月城投非标风险事件（例）



资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 27：近年多数月商票逾期余额和家数净增加（亿元、例）



资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 28：23 年商票逾期余额和家数省份分布（亿元、家）

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/978112066127006041>