

摘要

2

02

2年9

月-2023年

2月，国发18号文、

财预137号文和银保监11号文先后发布，

其中财预137号文明确“指导山东逐步降低高风险地区债务风险水平。”银保监11号文要求“指导银行机构完善大型企业债务融资监测预警机制，提前制定接续融资和债务重组预案。”以及“积极配合化解地方政府债务风险。”

山东省整体经济财政实力较强，但部分区域债务负担较重，债务率水平较高，并且债务结构较差，引发市场担忧。与此同时，2021年以来，山东省城投非标违约和商票逾期等负面事件频发，范围扩大到青岛市的城投平台，导致区域信用环境不断恶化。

随着山东省负面舆情持续发酵、区域信用环境不断恶化，山东省城投债收益率上行，净融资收缩。

具体到城投债务风险化解，主要依赖三个重要变量：经济财政基本面、债务管控和金融资源。当经济财政基本面和金融资源这两个变量短期难以明显改善的情况下，债务管控变得尤为重要。

举例来看，镇江债务风

险化解模式是值得借鉴的案例之一。

与山东省类似，江苏省作为全国经济财政大省，镇江市债务规模不断累积，债务风险加大，导致其城投债一二级市场均走弱。2019年以来，镇江通过借新还旧、地方债置换等平滑债务压力，并且债务管控得当，未发生过影响较大的负面事件。受益于此，2019年以来镇江市城投融资环境逐步改善，市场认可度逐渐提高，融资成本逐渐下降，融资期限结构也有所优化。

总结来说，山东的债务风险化解之路，短期内需要重视债务问题，提高债务管控能力，降低高风险地区的债务水平，重塑市场信心，改善再融资环境，为其高质量发展腾挪出时间和空间。长期来看，需要提高整体经济财政实力和偿债能力，在发展中逐步解决债务问题。

核心假设风险：政策推进效果不及预期；城投相关政策超预期收紧。

2022年9月2日，国务院印发《关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质

量发展的意见》（国发18号文），赋予山东建设绿色低碳高质量发展先行区重大使命。

2022年11月1日，财政部发布《关于贯彻落实〈国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见〉的实施意见》（财预137号文），鼓励山东“加强债务风险评估预警结果应用，有效前移风险防控关口。指导山东逐步降低高风险地区债务风险水平。”

在此基础上，2023年1月3日，山东省印发《山东省建设绿色低碳高质量发展先行区三年行动计划（2023—2025年）》（下称《计划》），目标到2025年，绿色低碳高质量发展先行区建设取得重要成果，高质量发展主要指标走在前列，综合实力大幅跃升，现代化经济体系加快构建，城乡人居环境和居民生活品质显著改善，形成一批可复制、可推广的经验。并提出要“有效防范化解企业债务、政府债务、地方金融机构、互联网金融、房地产、私募基金等领域风险，高度警惕新经济领域风险，确保不发生系统性区域性风险。”

2023年2月20日，银保监会以国发18号文为指导，落实《计划》相关要求，制定了《银行业保险业贯彻落实〈国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见〉实施意见》（银保监11号文），引导银行业保险业优化资源配置，助力山东深化新旧动能转换、推动绿色低碳高质量发展。其中，文件强调对于区域金融风险的监测，包括大企业担保圈、产能过剩行业、企业债券违约、交叉性金融业务及非法集资等领域，防止风险交叉、蔓延。同时，文件要求“指导银行机构完善大型企业债务融资监测预警机制，提前制定接续融资和债务重组预案，积极配合地方推进重点企业风险化解及遗留问题解决，确保重点企业风险和担保圈风险一体化处置。”以及“积极配合化解地方政府债务风险。”

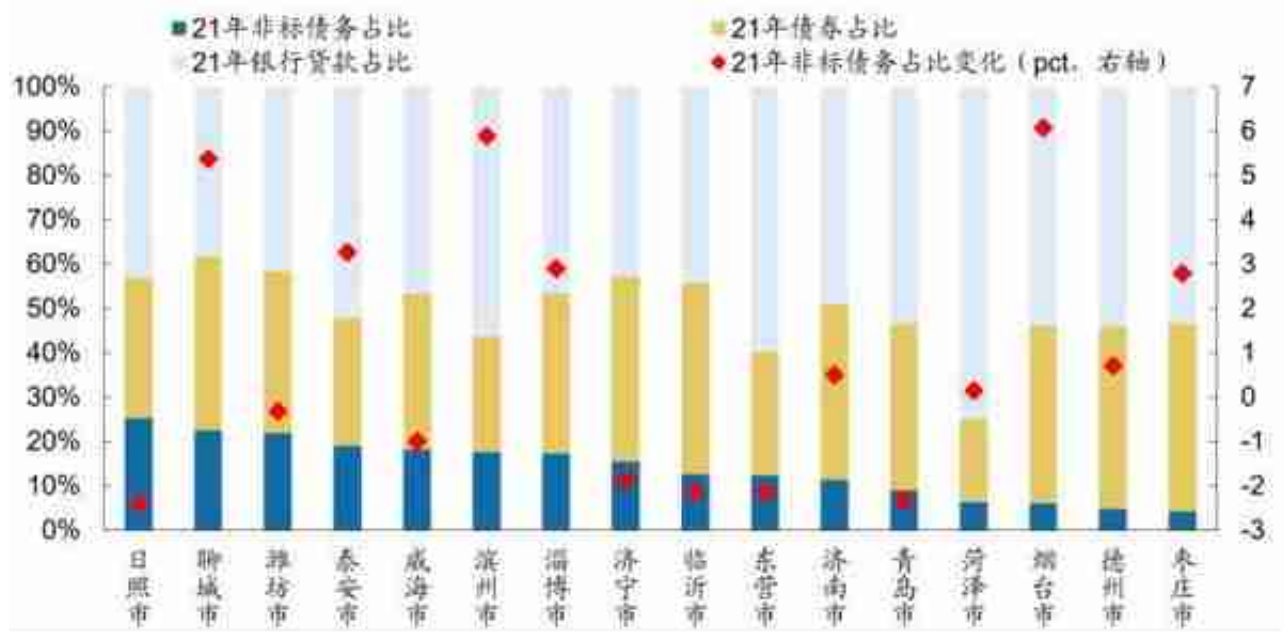
2021年以来山东省非标违约、商票逾期事件较多，市场对山东债务问题的担忧情绪增加。与此同时，中央层面针对山东的多次发文再次引发市场关注，因此本文聚焦于此进行分析。

2021年以来山东省城投债市场认可度有所下降

山东省整体经济财政实力较强，但部分区域债务负担较重，债务率水平较高，并且债务结构较差，引发市场担忧。

2021年末，山东省青岛市、威海市和潍坊市城投有息债务规模较大，城投债务率（城投有息债务/一般公共预算收入）均在500%以上。

图2：2021年山东省多数地级市城投有息债务中非标债务占比超过10%



数据来源：公司审计报告、广发证券发展研究中心

在部分区域债务压力较大的情况下，2021年以来，山东省城投非标违约和商票逾期等负面事件频发，导致区域信用环境不断恶化。

2021年，山东省潍坊市城投平台多次被爆负面事件，包括高密市国有资产经营投资有限公司为发债伪造国开发展基金、国开行等多机构印章，以及潍坊水务投资有限责任公司被传言非标违约，导致潍坊市信用环境恶化。2021年10月，潍坊市召开机构大会，表示“绝不让任何一家国企出现债券违约风险，绝不让任何一个区域陷入债务危机。”并且筹划设立50亿元的债务增信专项资金和80亿元的债券投资基金。不过

2022年以来，山东省城投负面信息并未减少，并且范围扩大到青岛市的城投平台，进一步引发市场担忧。

表2: 2021年-2022年山东省城投债表现不佳 (bp)

省份	2023-02-17 信用利差				2022年以来信用利差变动				2022年信用利差变动				2021年信用利差变动				2020年信用利差变动				2019年信用利差变动			
	总债	AAA	AA+	AA	总债	AAA	AA+	AA	总债	AAA	AA+	AA	总债	AAA	AA+	AA	总债	AAA	AA+	AA	总债	AAA	AA+	AA
辽宁	372	117	498	515	-64	-80	-99	-48	7	57	-8	90	29	-23	143	32	100	81	71	123	-27	-4	-12	-27
新疆	211	76	181	350	-53	-90	-57	-48	35	84	48	54	-2	-18	-11	44	44	-8	47	85	-7	-5	-21	9
内蒙古	203	-	188	232	-86	-	-73	-111	38	-	127	-58	-305	-	-38	33	298	-	61	118	-21	-	-78	2
云南	547	404	712	588	-25	-40	-2	-43	-80	-193	318	120	192	-295	109	83	121	152	68	183	-57	20	1	7
上海	58	49	71	89	-37	-31	-51	-54	81	35	59	66	-21	-18	-25	-35	3	8	5	4	-23	-19	-15	-21
广东	77	71	88	114	-38	-34	-48	-50	48	44	58	80	-20	-6	-35	-61	6	2	25	38	-23	-18	-29	-36
湖南	267	59	159	400	-45	-45	-48	-44	48	49	79	60	-8	-28	-38	38	37	12	7	88	-2	-23	-22	6
陕西	246	58	169	408	-48	-43	-44	-49	51	42	78	66	-7	-24	-15	34	55	7	28	85	-12	-10	-22	-4
黑龙江	359	-	301	369	-45	-	-62	-38	58	-	80	53	-42	-	-83	-19	8	-	86	24	-42	-	-3	-30
吉林	303	278	360	478	-23	-27	-13	-27	56	128	-148	88	-31	-18	38	-15	104	80	171	81	-33	-28	-10	-22
山西	204	140	199	325	-81	-51	-61	-63	60	70	85	66	-12	-35	13	61	55	58	48	81	-41	-66	-32	22
江苏	208	75	171	372	-37	-48	-48	-27	80	57	94	48	-11	-17	-34	-1	38	5	33	48	-28	-16	-48	-8
江苏	147	87	138	215	-62	-45	-56	-51	88	47	85	63	-38	-38	-38	-38	20	4	23	30	-33	-18	-47	-32
福建	102	63	95	183	-44	-30	-65	-45	81	48	75	84	-30	-15	-42	-44	18	8	29	36	-27	-11	-25	-43
北京	88	80	131	123	-40	-39	-44	-41	88	81	96	80	-20	-15	-30	-40	3	7	13	28	-10	-8	-8	-18
湖北	187	94	100	227	-48	-44	-54	-49	58	88	72	67	-17	-20	-38	-13	38	14	18	48	-20	-18	-30	-37
浙江	118	44	102	182	-49	-40	-54	-41	89	26	72	75	-35	-23	-28	-43	18	-1	17	31	-33	-13	-33	-36
安徽	288	58	219	445	-44	-44	-35	-38	78	48	88	82	7	-18	3	55	43	8	36	89	-3	-13	-35	3
海南	118	101	-	189	-63	-60	-	-37	74	85	-	118	-27	-20	-	-78	38	20	-	88	-42	-30	-	-10
安徽	170	44	118	221	-48	-31	-61	-48	78	50	94	74	-33	-14	-61	-27	37	-3	29	48	-43	-15	-28	-70
宁夏	279	82	388	440	-81	-73	-48	-28	88	84	263	83	121	-34	270	-	32	18	48	-	-9	10	-18	-
河北	208	54	261	278	-48	-38	-32	-53	88	38	82	80	5	-24	-64	27	12	9	-5	34	-31	-12	-50	-38
西藏	157	-	145	187	-38	-	-38	-22	88	-	102	54	-32	-	-28	-28	44	-	14	88	-37	-	-14	84
天津	483	476	572	498	-13	31	-63	-43	87	74	173	36	122	128	111	65	114	123	108	85	-4	-2	73	37
河南	218	180	171	361	-54	-15	-44	-33	88	80	89	111	4	22	-15	23	38	18	40	38	-41	-14	-20	-56
山东	271	78	342	411	-38	-34	-35	-32	94	51	150	189	-24	-11	48	48	44	7	82	78	-18	-17	-27	1
陕西	271	123	372	395	-37	-42	-18	-57	110	78	187	107	-2	-10	-6	11	39	13	71	53	-24	-10	-74	-18
广西	363	121	588	542	-48	-49	-63	-32	145	34	280	173	46	13	99	47	78	23	132	85	-25	-40	-18	8
甘肃	294	232	472	433	-47	-41	-85	-44	154	138	327	172	14	22	88	53	-4	36	47	-17	-32	-30	-23	-38
贵州	802	133	805	1018	-178	-57	-6	-18	191	82	288	214	188	-28	32	352	141	32	211	127	-11	-11	49	13
青海	883	-	883	-	-44	-	-44	-	172	-	572	-	-233	-	-233	-	59	-	93	-42	-13	-	-10	-62

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从估值来看, 2022年以来山东省城投债收益率走高。

2022年以来, 各省级城投债收益率普遍上行, 机构抱团强省的现象仍较明显, 江苏、北京、上海、福建和广东平均收益率下行, 浙江、湖北、安徽收益率上行幅度很小。

而山东省平均收益率

上行36bp, 在全国排名靠后(23名)。

从各月来看, 山东省加权平均收益率变动排名多在20名之后, 整体表现一般。

表4: 2021-2022年潍坊市城投债信用利差大幅走扩 (bp)

地区	2023-02-17 信用利差	2022年以来各月信用利差变动				2022年以来各月信用利差变动												
		2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-01			
潍坊市	183	110	379	182	2	-13	77	25	28	28	338	26	25	8	8	35	28	-11
潍坊市	205	3	208	78	-14	77	97	78	174	211	-36	3	14	13	24	11	-10	9
东营市	443	-24	51	227	-13	-11	52	32	7	-4	-5	-12	-12	-14	-7	-7	-12	-8
潍坊市	430	-33	101	170	-15	-18	74	54	1	0	5	-5	1	-13	9	-23	15	-7
潍坊市	303	-35	52	27	-21	-14	71	21	17	16	-1	-17	-22	-12	-7	-24	-10	-46
潍坊市	314	16	90	54	-21	3	91	86	8	2	-26	-10	11	-7	-4	9	12	-14
潍坊市	313	-45	80	42	-28	-18	79	28	35	-4	-21	-5	-13	-6	-10	20	-1	2
潍坊市	207	-36	119	2	-17	-19	82	50	7	10	6	-11	-15	4	-2	21	-12	4
潍坊市	277	-43	68	-42	-21	-21	56	36	4	0	0	11	4	-5	-30	-10	-11	-5
潍坊市	268	-23	72	-4	-17	-4	88	47	1	1	-7	-21	-12	21	-4	11	-7	-10
潍坊市	258	-33	56	-75	-18	-15	82	31	9	0	-4	-18	-13	-13	-8	18	-9	-12
潍坊市	187	-34	103	81	-20	-5	89	26	3	41	2	-12	-1	-8	-15	18	-3	9
潍坊市	188	-32	-	-	-21	-11	60	25	26	-7	-7	-24	-7	-14	-15	-	-	-
潍坊市	146	-42	78	-8	-21	-21	81	38	8	8	7	-12	1	-7	-16	8	-8	9
潍坊市	110	71	15	-22	-37	-30	69	41	21	30	-4	-10	3	8	-19	12	0	-7
潍坊市	69	-48	43	-57	-23	-25	-49	22	2	-9	7	-4	3	-5	-18	7	-2	-3

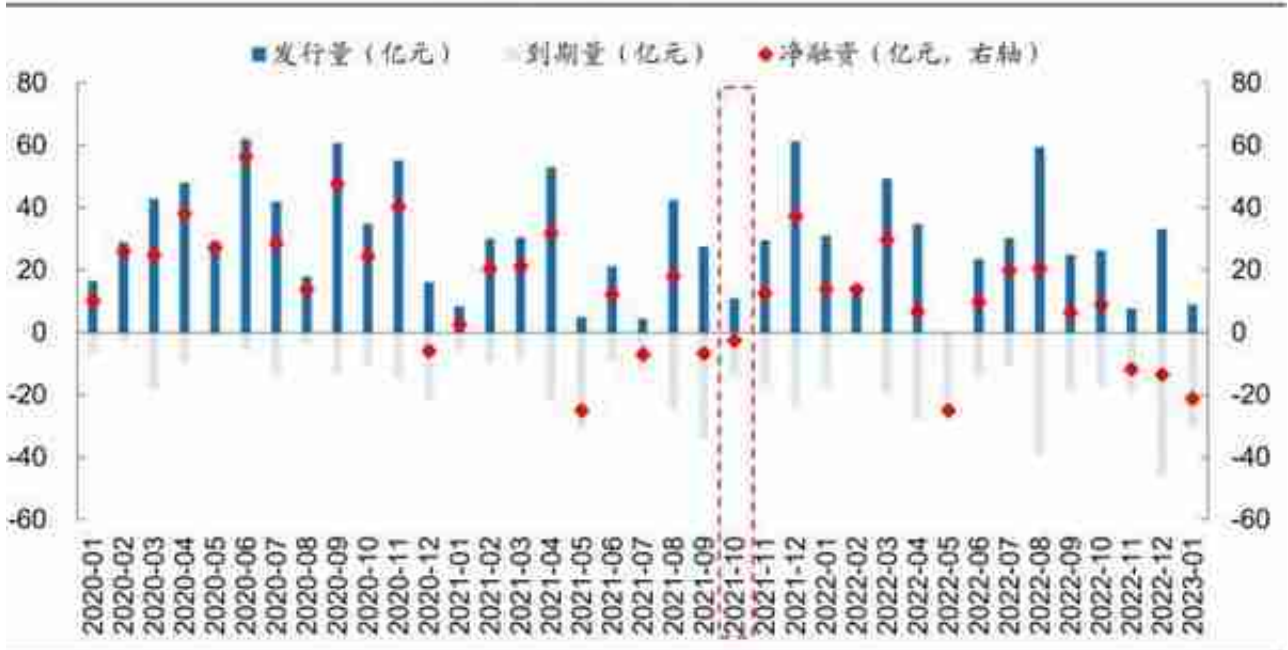
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 2022年山东省城投债净融资下滑，主要受市级和区县级平台拖累

山东省作为发债大省，城投债滚续的需求仍然较大，2022年以来城投债净融资额位于全国第2位，但净增规模较2021年同期有所下降，主要受市级和区县级平台拖累。

2022年，山东省城投债净融资规模为1831亿元，仅次于浙江省。相较2021年同期下降1042亿元，主要是由于市级和区县级平台城投债净融资大幅下降，分别下降379亿元、681亿元。

图3: 2021年以来潍坊市城投债净融资逐年下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2022年以来，青州市城投债净融资明显下降，主要由于发行量减少叠加到期量较大。

2022年，青岛市城投债发行1233亿元，净融资443亿元，相较于2021年同期的1604亿元、1026亿元分别下降370亿元、583亿元。2022年3月以来，青岛市城投债净融资整体呈现逐月下降的趋势。

表6: 2022年13个省份土地出让金对城投债务及地方债利息支出的覆盖程度不足100%

省份	2022全口 土地出让金 (亿元)	2021全口 土地出让金 (亿元)	2022全口 土地出让金 同比	2022H1 发行城投债本息债务 (亿元)	2022H1 存量城投债 平均利率	2022城投债务 利息支出 (亿元)	2022地方债 利息支出 (亿元)	2022土地出让金 /2022(城投债务 利息支出+地方债 利息支出)	2021土地出让金 /2021(城投债务 利息支出+地方 债利息支出)
上海	3324	3323	0.04%	7663	3.5%	265	261	632%	712%
广东	4357	7046	-38%	21876	3.7%	803	835	266%	622%
海南	327	242	35%	673	3.8%	25	114	235%	233%
北京	1776	2345	-24%	11381	3.8%	427	346	230%	346%
浙江	7158	9893	-28%	56369	4.4%	2468	650	229%	408%
江苏	9342	11862	-21%	81606	4.6%	3736	699	211%	305%
福建	2107	2597	-19%	14804	4.1%	608	403	208%	365%
安徽	2517	2804	-10%	17255	4.6%	802	471	198%	274%
河北	1714	2032	-16%	9800	4.6%	454	533	174%	265%
山东	4284	5978	-28%	37165	4.6%	1727	789	170%	297%
山西	511	730	-30%	2557	4.6%	118	206	157%	274%
江西	1804	2082	-13%	18103	4.8%	883	372	146%	216%
陕西	1578	1681	-6%	15778	5.1%	805	331	139%	210%
河南	1931	2866	-33%	20197	4.6%	936	499	135%	262%
湖北	2036	3031	-33%	23208	4.6%	1078	461	132%	227%
四川	3348	3433	-2%	37810	5.1%	1929	613	132%	153%
湖南	2178	2847	-24%	23078	5.1%	1186	527	127%	189%
宁夏	101	107	-6%	550	4.9%	27	69	105%	82%
A	454	1020	-55%	2805	6.2%	173	382	82%	207%
B	1090	1880	-42%	14864	6.3%	928	433	80%	140%
C	675	925	-27%	11395	5.9%	669	340	67%	120%
D	825	1843	-56%	18708	5.4%	1012	340	61%	166%
E	267	308	-13%	2497	5.4%	135	327	58%	77%
F	304	443	-31%	4583	4.7%	215	313	58%	119%
G	71	146	-52%	335	6.0%	20	102	55%	120%
H	399	1129	-65%	12690	5.2%	661	286	42%	118%
I	182	403	-55%	5711	4.8%	275	197	39%	100%
J	190	792	-76%	4780	5.7%	275	245	37%	172%
K	389	436	-11%	16171	5.6%	902	409	30%	40%
L	66	236	-72%	1472	6.6%	97	258	19%	75%
M	0	6	-	663	4.1%	27	19	0%	17%
全国	55303	74462	-26%	496227	4.7%	23648	11830	156%	253%

数据来源: Wind, 中指院, 广发证券发展研究中心

与此同时，金融资源是一个相对确定的变量，短期内挪腾大量资金用以城投化债较为困难。

区域内金融资源是城投发生流动性危机时的托底手段，属于最后一道防线。不过，对于金融资源相对匮乏的区域，若债务规模较大，金融资源可能也难以做到完全托底。此外，因为15号文，有隐性债务的城投平台商业银行贷款受到了较多限制，包括不得新增流贷，以及商业银行不得为参与地方政府专项债券项目提供配套融资。

因此，当经济财政基本面和金融资源这两个变量短期难以明显改善的情况下，政府对债务积极的态度及严格的管控变得尤为重要。

图6: 2016年-2021年镇江市城投债务率维持在1000%以上



数据来源: Wind, 镇江市财政局, 广发证券发展研究中心

债务率高企导致市场对镇江市的认可度不断下滑，一二级市场均有所恶化，城投债净融资转负，并且公募城投债信用利差大幅走扩。

2016-2018年，镇江市城投债发行疲软，而债券到期量逐年增加，导致净融资持续减少，2018年净融资转负至-193亿元。与此同时，镇江市城投债信用利差大幅走扩，从150bp左右一度走扩至400bp。

在城投债一二级市场均受阻的情况下，镇江市背靠经济财政实力雄厚的江苏省，早早地走上了化解债务风险之路。2017年1月，

镇江市政府下发《关于加强政府性债务管理的实施意见》，提出严格控制融资成本，鼓励投融资平台提高直接融资比例，控制信托、融资租赁等高成本融资，设定年综合融资成本限额。2018年11月，江苏省政府召开了地方政府隐性债务化解工作推进会，镇江随即率先提出了化解隐性债务方案，运用银行借款置换隐性债务中的高成本资金。

2019年初，镇江谋划作为隐性债务化解的试点城市，

与政策性银行积极接触，争取超长期限的低息专项贷款，置换隐性债务中的高成本、短期限资金，不过这一方案最后并未获批。后续在40号文的指引下，镇江市城投平台积极通过商业银行贷款置换隐性债务，缓解了短期偿债压力。

江苏省政府也通过政府债务

额度倾斜支持镇江市化债。

2018-2022年，镇江市政府债务限额从732亿元攀升至2247亿元，债务余额从702亿元大幅增加至2189亿元。此外，根据镇江市预决算报告，2020年和2021年市本级分别新增再融资债券85.49亿元、30.5亿元，主要用于置换存量债务。

图8：2019年以来，镇江市城投债净融资有所改善



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 城投债务风险化解长期依赖经济财政基本面改善

短期的城投债务风险管控往往是“以时间换空间”，而实质性化债其实是一个较为

从目前多数区域城投债务风险化解的方式来看，直接目的多是降低区域融资成本、顺利实现滚续，以时间换空间，帮助区域重塑市场信心，无法实质性减少债务总量。城投化债其实是一个较为长期的过程，通过调结构、降成本，将区域城投债的发行成本逐步调整为与财力增长适配的状态，在发展中解决债务问题，逐步减少债务总量，而这依赖于经济财政基本面的改善。

中央多次发文，也旨在支持其改善经济基本面。国发18号文、财预137号文和银保监11号文均强调推动山东省绿色低碳高质量发展，为山东省加快深化新旧动能转换、建设绿色低碳高质量发展先行区提供有力支撑。

早在2018年1月，发改委就发布《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》，针对山东发展不平衡不充分、产业结构总体偏重等问题，提出加快建设新旧动能转换综合试验区，要求在2022年基本形成新动能主导的经济发展新格局。在新旧动能转换“五年突破”的基础上，国发18号文、财预137号文和银保监11号文为山东省加快深化新旧动能转换、建设绿色低碳高质量发展先行区提供有力支撑。

此外，财预137号文和银保监11号文进一步强调协调资源要素向山东倾斜，实质性推动政策落地，有利于推动山东省高质量发展、提升综合实力。例如财预137号文强调要增强财政保障能力，

包括加大一般性转移支付力度、加大中央基建投资对山东新旧动能转换和绿色低碳高质量发展重大项目支持力度、在分配分地区新增地方政府债务限额时统筹予以支持等。

银保监11号文要求银行业保险业发挥保障功能，

包括支持银行机构扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模。引导保险资金在风险可控、商业自愿前提下，通过投资股权、债券、私募基金、保险资产管理产品等多种形式，为先进制造业和战略性新兴产业提供长期稳定资金支持等。

风险提示：

政策推进效果不及预期：如果债务化解政策推进不及预期，城投债面临较大的偿债压力，估值波动和信用风险将上升。

城投相关政策超预期收紧：如果城投相关政策超预期收紧，叠加还本付息压力较大，信用风险将上升。

本文源自券商研报精选