

“砸锅卖铁”成热点，城投化债将如何深入推进？

2024年9月5日

中证鹏元资信评估股份有限公司

袁荃荃

yuanqq@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



独立性声明：

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

主要内容：

近来，“砸锅卖铁”在多地的政府工作会议及文件中频繁出现，显示出地方上对化债问题的重视和全力以赴推动化债的坚决态度，也显示出化债资源匮乏的客观现实。这种情况下，城投化债作为“一揽子化债”的核心任务（更是“老大难”任务），该如何深入推进呢？本文认为，城投化债将在“一揽子化债”的总体监管框架下推进，主要路径可分为三大类：一是财政化债；二是金融化债；三是转型化债。

1. 财政化债：空间有限

近年来地方财政增收乏力，土地市场景气度较低，刚性支出不减反增，债务集中到期偿付压力又比较大，很多地方（尤其是区县）债务风险高企，以财政资金助力城投化债的空间很难进一步拓展。因此，多数地方选择通过将政府持有的资产变现来补充化债资金，不过这种方式的效果的分化也很明显，对于缺乏实力较强国企、大量优质经营性资产的区域而言，带来的资金增量非常有限，难以有效推动化债进程。

2. 金融化债：中流砥柱

城投化债的进程中，金融化债后续还将发挥更大的积极作用。除了债务重组、置换、AMC化债、央行SPV外，金融机构参与城投化债还有其他路径。比如，地方政府与银行等金融机构签订全面战略合作协议，由其对辖区内城投提供更多授信及信贷支持（尤其是中长期贷款）；再比如地方政府与保险公司合作，通过保债计划将大规模的长期、低息保险资金引入当地城投，用于项目建设运营的同时，还能将部分资金用于补充营运资金。不过，无论具体采用何种形式，金融化债都需要遵循市场化、法治化的大原则，“自接自盘”难度尚可，“替他接盘”则尤为艰难。而且，若不涉及本金部分豁免，金融化债实则无法压降债务本金规模。

3. 转型化债：从长计议

由于成功转型并非一朝一夕就能实现，这决定了转型化债某种程度上更像是美好愿景。不过，这并不代表转型化债没有可行性，只是需要更科学地制定转型化债的目标任务，使其更符合城投的生存现状和发展形势。转型化债的目标并不在于短期内让城投摇身一变能够“赚大钱”去偿还债务，而是让城投通过重塑业务模式、优化收入结构获得市场化经营主体或产业类主体的身份，更顺利地实现融资接续和新增，同时伴随着造血能力和盈利能力的逐渐增强，得以使用经营收益和较低成本融资将债务风险压降至适宜的水平。

近来，多地公开表示已成立“砸锅卖铁”工作专班，目标任务是“勒紧裤腰带”过日子，财政支出端要持续“提质增效”，同时千方百计盘活国有资产存量，尽全力挖掘更多资金用于化债，切实推动债务风险降低至与当地财政经济实力相匹配的水平。其中，重庆璧山区政府关于成立“砸锅卖铁”工作专班的通知受到市场广泛关注，且有公开报道称该工作专班已经开始运行。事实上，从2023年中开始，“砸锅卖铁”一词就开始在多地的政府工作会议及文件中频繁出现，这一方面显示出地方上对化债问题的重视和全力以赴推动化债的坚决态度，另一方面也显示出化债资源匮乏的客观现实。这种情况下，城投化债作为“一揽子化债”的核心任务（更是“老大难”任务），该如何深入推进呢？本文认为，城投化债将在“一揽子化债”的总体监管框架下推进，主要路径可分为四大类：一是财政化债；二是金融化债；三是转型化债；四是通过破产重整或清算的方式，实现债务风险出清。目前，城投公司与地方政府之间并未实现真正意义上的信用隔离，其以破产重整或清算的方式处置债务将严重损伤所属区域的信用，对当地国企的新增融资和借新还旧产生极大阻力，因此各地城投对第四类化债路径的运用均避之不及，都不愿意成为第一个“吃螃蟹的人”。鉴于此，本文仅针对前三类化债路径展开探讨，以期能为包括城投在内的各市场参与方提供参考价值。

一、财政化债：空间有限

由于特殊的职能定位，多数城投都会承接收入很少甚至完全没有收入的公益性/准公益性项目，而且是由自身融资、垫资去完成建设投资，进而形成大规模的隐性债务。虽然经过几轮甄别、化解后，城投体内的隐债逐渐得以清零，但实际上依然存在不少未被认定为隐债但需由地方政府偿还的债务。对于这部分债务，适宜采用财政化债的途径进行化解，具体方式包括安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还以及出让政府持有的股权及经营性国有产权权益偿还等。不过，近年来地方财政增收乏力，土地市场景气度较低，刚性支出不减反增，债务集中到期偿付压力又比较大，很多地方（尤其是区县）债务风险高企，以财政资金助力城投化债的空间很难进一步拓展。因此，多数地方选择通过将政府持有的资产变现来补充化债资金。

以“茅台化债”为例。2019-2020年间，茅台集团前后两次将持有的上市公司（贵州茅台，股票代码600519）股权无偿转让给贵州省国有资本运营有限责任公司（简称“贵州国资”），其中2019年无偿转让的股权占总股本4%，以当日收盘价计算的股权价值约为570亿元；2020年无偿转让的股权也占总股本4%，以当日收盘价计算的股权价值高达925亿元。后续信息披露显示，贵州国资已将部分贵州茅台股份减

持变现，换得数百亿元。除此以外，茅台集团还通过发债实现大规模筹资，用于收购贵州高速部分股权，助力缓解当地债务压力，同时贵州茅台旗下财务公司新增开展固定收益类投资业务，通过投资当地城投债券来帮助缓解其债务压力。本质上，“茅台化债”是贵州通过出让优质经营性国有资产权益来获取现金流，用于支持地方化债，核心是对国有资产、资源进行整合以实现价值利用的最大化。但各地政府持有优质上市公司股权的毕竟仅占少数，这决定了“茅台化债”、“白药化债”等模式难以大面积复制推广，不具备相关资产、资源的地方更多还是要“砸锅卖铁”，通过最大限度地将土地、房产及各类资产资源进行盘活，来弥补化债资金的缺口。以永宁县为例。2024年7月25日，县政府制定并实施《永宁县安置房闲置房产处置方案》，该方案围绕“全面盘活本县闲置房产、切实发挥资产效益、缓解财政运行压力、打好债务化解主动仗”的目标，明确提出“砸锅卖铁处置房产”等三个重点任务，处置的具体方式包括债务抵顶和拍卖处置。其中，前者是指以土地为国有建设用地使用权的房产直接抵顶掉部分债务和工程款，后者是指对土地为国有建设用地使用权的房产进行价值评估，之后进行公开拍卖处置，处置收入及时足额上缴国库并用于化债（见表1）。总的来说，通过存量国有资产的处置、盘活去获取化债资金适用于任何地方，但效果的分化也很明显。对于拥有数量众多的实力较强国企、大量优质经营性资产的区域而言，化债效果会非常显著；相反，则带来的资金增量非常有限，难以有效推动化债进程。

表1 永宁县“砸锅卖铁处置房产”化债的具体方式

债务抵顶	拍卖处置
对隐债系统内100万元以上应付工程款至少按债务余额的30%进行房屋抵顶	鼓励各乡镇村集体购买闲置房产用于发展壮大村集体经济项目
对国开基金、农发基金等政府承担回购责任的、县政府为民营企业担保的及县属国企替政府借款等涉法涉诉债务，由县委、县政府一事一议进行专题研究，在以资产抵顶后制定还款计划逐步化解	鼓励港菜基地外来务工人员及外市来我县改善住房条件的购房人群，可给予适当优惠
对2022年以来及今后实施的100万元以上的政府投资项目，原则上将工程项目决算金额的20%用房产进行抵顶	由永宁城投集团及永宁国资根据资产处置办法规定，结合市场价格对处置房产进行评估，按照公平、公开、公正的原则处置拍卖房产，处置收入按照非税收入规定，及时足额上缴国库

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

除了以上方式，财政化债还有另外一个重要手段——由省级政府发行特殊再融资债，将募集资金用于城投化债，本质上是以省级政府信用融资并支持低层级政府化债。不过，特殊再融资债作为政府法定债务，存在额度上限，体量总体较小，对于化解数十万亿元的城投有息债务而言实属“杯水车薪”，而且它

本质上属于隐性债务的“显性化”，会增加省级政府的债务负担，因此高债务率区域本身发行额度很有限甚至没有额度，要改变这种情况有赖于进一步完善各区域之间的“回收再分配”机制。

二、金融化债：中流砥柱

大量的城投有息债务系由自建自营项目形成，又因项目投资回报周期长、盈利不及预期等，导致债务本息偿付困难。考虑到这部分债务并非对应公益性/准公益性项目，不应由政府承担偿付责任，同时这部分债务的体量相较隐债更为巨大，很难通过资产变现、经营收益等手段进行实质性化解。综合考虑当前的地方债务风险形势、总体的政策环境及大部分城投债务的属性，我们认为此类债务适宜采用金融化债的路径进行化解，而且当前及未来较长一段时间内金融化债是都将是城投化债最主流的路径。在大规模债务到期无法偿还的场景下，金融化债将聚焦“应急”“救急”，以置换、展期、重组等多种手段缓解城投投资金压力，其中利息打折、本金部分豁免等措施更是能切实减轻城投的债务负担。根据“35号文”及其“加强版”——“134号文”，政策层面对于不同形式城投债务的化解也主要是支持其通过金融化债的路径来推动解决，而且金融机构特别是开发性、政策性银行和国有大行在城投化债中的重要地位也被监管层一再确认（见表2）。

表2 城投化债的核心政策——“35号文”与“134号文”

政策	债务类型	化解手段
35号文	银行贷款	参照40号文、45号文进行债务置换/重组： 要求债务债权关系清晰、对应资产清楚、项目具备财务可持续性、化债方案明确、短期偿债流动性压力较大等
	债券	发债借新还旧+银行置换+央行SPV： 可发行债券借新还旧，本金在年度债券发行额度内统借统还，支持资质较好的平台承接弱资质平台借新还旧债券发行额度 金融机构特别是开发性、政策性银行或国有大行可按市场化、法治化原则平等协商，通过发放项目贷款等方式置换今明两年到期的债券本金 重点区域可申请央行应急流动性借款，以缓释公开市场债券的流动性风险；其他区域必要时也可申请；借用此资金需要政府提供抵押物担保
	非标债务	自接自盘+银行接盘+央行SPV： 城投与债权人或投资人协商对存续非标利率适度打折，不得对高息非标简单刚兑；重组或到期接续时，优先由现债权人或投资人合规接续 金融机构特别是开发性、政策性银行或国有大行可按市场化、法治化原则平等协商，通过发放项目贷款等方式置换今明两年到期的非标债务本金 重点区域可申请央行应急流动性借款，以缓释非标债务的流动性风险；借用此资金需要政府提供抵押物担保

134号文	双非债务	银行置换/重组
	境外债	发行境内债借新还旧；严禁发行无需监管审批的1年内境外债

注释：“重点区域”的范围包括12个重点地区和“14号文”拓展到的19个非重点地区重点地级市；“非标债务”指持牌金融机构发行的非标产品及金融租赁与金融资产管理公司不良收购及重组借款对应的债务；“双非债务”包括重点区域（拓展至非重点省份重点地级市）的融资租赁等非持牌金融机构融资、非重点区域的非标债务和非持牌金融机构融资。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

具体来看，实践中金融化债主要包括以下几种方式：

（1）债务重组： 主要指城投与银行等金融机构协商，以适当展期、降低利率等方式维持资金周转。

比如，遵义道桥于2022年12月30日披露《关于推进银行贷款重组事项的公告》，对总规模155.94亿元的银行贷款类债务进行重组，展期至20年，利率调整为3%-4.5%，前10年仅付息，后10年分期还本。本次债务重组方案中，银行作出较大让利，而城投与银行之间能够达成一致意见，离不开当地政府的大力支持。这一方案的落地实施将帮助城投减缓短期偿债压力，优化债务结构，为其转型发展创造机遇，并为其从根源上化解债务风险提供有力的支撑。债务重组的形式除了“自接自盘”，还可采取其他形式，比如由国开行等政策行牵头组织银团融资再安排产品，参团银行可覆盖国有大行、股份行、城商行、农商行等，针对原有存量债务重新签署融资再安排银团贷款合同，进一步拉长贷款期限并降低贷款利率。不过，债务重组在实施过程中会面临一些阻力，原因在于银行等金融机构支持城投化债都要基于市场化原则，须严控相关方案的实施对自身资产质量和利润的负面影响，往往会要求附加合格抵质押物或者要求相关债务对应项目具备较高质量。

（2）债务置换： 多是由政策行、国有大行、全国股份行等主导，以长期低息贷款置换高成本融资

（如非标）。比如，广安市政府于2024年7月26日披露消息称，广安发展建设集团有限公司下属发展工程公司收到融资租赁公司结清证明，此次非标债务成功置换是广安市首例，也是四川省首例，系由四川银行广安分行以定向贷款完成置换，成本压降2.28%，但不确定融资租赁本金是否打折。更早一些的时候，广西柳州东城投资开发集团有限公司公开称，经与某租赁公司协商，达成结清存量债务协议，将非标本金按照8.5折结清，节约成本4630万元，资金来源于银团贷款，系广西首笔本金打折非标债务置换。经过债务置换，债权方从信托、融资租赁等机构变成了银行，不仅能降低利息支出，还能拉长债务偿还期限，能为城投化债争取更多时间空间。不过，银行承接本行非原有债权人的存量债务往往要求“有利可图”，倾向于对债务对应项目的质量提出更高要求——比如项目未来能够产生持续稳定的现金流，总之“替他接盘”比“自接自盘”达成一致方案的难度更大。此外，以银行贷款置换非标债务时若涉及本金打折，会给非标

债权人及投资者带来本金损失，推进的难度较大，且很可能引发严重的负面舆情，累及城投所属辖区整体信用，应警惕这一风险。

(3) AMC 化债：实践中，AMC 较早就已经参与到化债中，模式也较为多元，包括债务置换、债权（非金融不良资产）收购、实质性重组、债转股、资产证券化等，不同模式的化债机制存在差异。以实质性重组为例，该模式下 AMC（多为当地 AMC，也有部分地方引入全国性 AMC）、城投与债权人签订债务重组协议，由 AMC 折价买入债权人持有的债务从而成为城投的新债权人，AMC 可通过引入第三方（通常为产业投资人）等形式，对平台的债务、不良资产进行实质性重组，帮助其恢复正常运行，从而向 AMC 偿还债务，AMC 实现退出。再以债转股为例，该模式下 AMC 将不良资产转为对城投的股权，两者之间由债权债务关系转变为投资关系。AMC 通过债务重组、并购融资等手段，帮助城投恢复经营、提升市场价值，最终 AMC 以上市、股权转让或城投回购股权等方式实现退出。

目前，市场上较具代表性的 AMC 化债案例多运用债权收购模式，也即区域内的地方 AMC 与城投进行沟通协商，对已经逾期或者将要逾期的非标债权进行市场化收购。比如，韩城市《2024 年政府工作报告》称 2023 年该市已完成 9 笔非标债权收购工作，并提出要在 2024 年落实非标债务整体化解一揽子方案，完成全部非标债权收购。从当地某家 AA 级城投公司对外披露的信息可知，其信托贷款、融资租赁等非标逾期债务系由省级 AMC 通过债务收购进行化解，具体模式是由城投、非标债权机构、省级 AMC 就收购价格进行商谈，待三方协商确认后即可实施债务收购。通常，收购成本均需在收购债权原值的基础上进行打折，折扣率高低主要取决于债权的价值与风险，同时还会受到资金面、竞争形势等市场环境的影响。比如陕西金资陆续收购重组多笔城投平台债务，累计收购成本/累计收购债权原值为 91.4%，折扣率较高，反映 AMC 认为相关债权的质量较好。

总之，作为市场化色彩较强的化债手段，AMC 化债对于降低城投债务风险、修复区域信用有较大积极作用，未来 AMC 参与化债尤其是地方 AMC 助力本省内城投化债的情况将越来越多。不过，受限于其较弱的资本实力，较难从市场上取得低成本融资，故其要在化债中发挥更大积极作用仍面临不少障碍。同时，AMC 收购城投债权资产一般都要对债权资产原值进行较大比例的折扣，尤其是非标融资，这种情况下债权人可能更倾向于自行与城投协商置换/重组，所以实践中 AMC 化债面临债权人意愿不足的窘境。

(4) 央行 SPV：人行行长潘功胜在 2023 年 11 月的金融街论坛年会上表示，“必要时，人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”，表明央行 SPV 已被正式纳入金融化债的工具箱。
请务必阅读正文之后的免责声明

作为重要的创新型化债工具，央行 SPV 的推出旨在帮助城投优化负债端结构，缓释短期流动性压力，进而暂时解决城投所属区域化债的“燃眉之急”。具体形式上，通常是由相关城投向当地政府化债小组申报债务偿付计划，政府同意后转报省级财政部门，由省级财政部门确定监管银行后，相应额度的应急流动性贷款资金由央行逐级划转至监管账户，之后跳过城投的银行账户，直接支付给资金对手方。目前，央行 SPV 支持地方化债的案例仍较为鲜见，公开信息可知的仅有广西柳州有相关资金落地。据悉，广西共获得 200 亿元的应急流动性贷款支持，首批 46 亿额度落地柳州，用于接续没有偿还资金来源的非银债务，第一年利率 3%，展期至第二年则利率上调为 4%，而且本次 SPV 系通过抵质押省级未来转移支付实现，明显突破市场预期，反映出自治区政府对柳州化债的支持力度很大，未来偿付上述资金大概率也离不开自治区的财政支持。不过，央行 SPV 的运用场景聚焦“应急”，规模较为受限，难以贡献更大的化债资金体量，而且出于风险防控目的，通常都要求附加抵质押物，比如高流动性的上市公司股权、高质素易变现的土地资产等，这意味着持有资产更丰富的区域运用央行 SPV 化债更具可行性，否则将难以实施，这也是目前仅有极少数地方案针对化债运用该工具的重要原因之一。

除了债务重组、置换、AMC 化债、央行 SPV 外，金融机构参与城投化债还有其他路径。比如，地方政府与银行等金融机构签订全面战略合作协议，由其对辖区内城投提供更多授信及信贷支持（尤其是中长期贷款）。不过，对于绝大多数地方而言，区域内城商行、农商行基本上可用的支持空间已经用完，所以化债的持续推进还必须从政策行、国有大行、股份行等进行突破。2023 年 6 月至 8 月，潍坊市陆续与建行山东省分行、国开行山东省分行、农行山东省分行等 14 家金融机构签署战略合作协议，未来 3-5 年内有望获得逾 3600 亿元的融资支持。再比如，地方政府与保险公司合作，通过保债计划将大规模的长期、低息保险资金引入当地城投，用于基础设施、城市更新、文旅融合发展等项目建设运营，同时还能将部分资金用于给城投补充营运资金。这一方式支持城投化债主要是通过两个途径，其一是降低项目融资成本，节约了不少利息支出，其二是一定比例的资金用于补流，能帮助城投偿还到期或即将到期的债务，或者是提前偿还一些高息债务，有助于缓解城投偿债压力，降低所属区域的债务风险。2023 年 7 月，中国人寿设立“中国人寿-曲江文控基础设施债权投资计划”，拟募集 100 亿资金支持曲江，分 4 期进行，整体期限为 10 年，考虑特殊行权条款的期限在 3 至 6 年，较相关主体所发债券更具期限优势，募集资金用除了投向项目建设，剩余 40% 可用于补充相关主体的营运资金，而且能压降曲江融资成本约 400-500 个 BP。以保债计划为代表的保险资金具备期限长、规模大、利率低的优势，与地方基建投融资资金需求的匹配度很高，对推动城投化债、缓解区域债务风险能提供较多正向助力。不过，以上两种金融化债的路径基本都要求对对应项

请务必阅读正文之后的免责声明

目，且项目要具备产生持续稳定现金流的能力和较好的盈利预期，因此推进过程中可能面临不少客观障碍。

综上分析并结合中央金融工作会议对金融机构“提高政治站位”的要求，我们预计：城投化债的进程中，金融化债后续还将发挥更大的积极作用，同时将主要体现为以下几个特征：一是展期置换的范围有望进一步拓展，债务类型将涵盖城投体内的各类债务，包括但不限于隐债、经营性债务、拖欠工程款等各种形式的债务；二是主要由国有大行、全国性股份行参与，除了“自接自盘”，还要“替他接盘”，中小型地方法人银行则较少参与，主因是资金成本高，接不住，且资本实力弱，支持空间基本用完；三是置换的形式发生变化，此前可通过贷款、城投债券、资管产品置换到期的债务，后续将主要是通过贷款置换到期的城投债券及非标，银行的重要性显著提升；四是秉承“保本微利”的原则，比如调整后的期限原则上不得超过 10 年，利率不得低于银行平均综合成本，还款方式应做到每年还本比例至少达到 10%（即十年内要还完且每年都有还本计划）等。不过，无论具体采用何种形式，金融化债都需要遵循市场化、法治化的大原则，最终方案是城投和金融机构之间博弈的结果，金融机构让利的前提条件（比如追加抵质押物）、让利的幅度（利息打多少折扣、本金是否有豁免及豁免比例）等均需经过谈判并得出一致性结论之后方可落地实施。实践中，受各种因素制约，双方达成一致方案并非易事，“自接自盘”难度尚可，“替他接盘”则尤为艰难。而且，若不涉及本金部分豁免，金融化债实则无法压降债务本金规模，只是延后了本金偿付时点，因此长远看城投化债还是要更多地依赖于转型过程中资产盘活、市场化运营等形成的现金流持续流入，以及所属区域产业持续发展带来的税源增长。

三、转型化债：从长计议

化债与转型之间是辩证关系：一方面，化债是转型的前提，也即城投公司只有处理好沉重的债务负担，才能“轻装上阵”，更好地专注于自身的转型发展；另一方面，转型是化债的路径，也即城投公司通过市场化转型、培育造血机制、增强盈利能力实现更多的经营或投资收益，并以此填补化债资金缺口。与财政化债相比，转型化债对区域资源禀赋、产业发展情况的依赖度相对更低，是各地解决城投债务问题的必选路径；与金融化债相比，转型化债不仅仅是“以时间换空间”，将债务偿付的时点延后，而是能通过创造更多的经营收益来推动债务的实质性化解，城投自身的主动性明显更强。不过，转型化债也存在一些劣势，比如转型存在失败的可能，有时不仅无法创造更多经营收益，反而还导致更大的亏损，再比如从谋

划转型到成功转型需要较长时间，过程中还会产生较大的资本、资产、资源等投入，且回收成本、实现盈利的时点或比预期更晚，以上情况都会增加转型化债的不确定性。

尽管有可能面临重重困难和风险，甚至有很多人将城投转型视为“伪命题”，但转型化债的合理性和必要性依然成立。从监管意图来看，城投化债的思路大体如下：对于逾 40 万亿的城投有息债务，可能仅有一部分甚至是一小部分由政府偿付或得到政府救助（未必被认定为隐债）；剩余的大部分则与政府脱钩，化解路径上：一方面是城投“自救”，方式上除了资产处置、盘活外，最重要的方式就是通过市场化转型打造自身造血机制，形成稳健的经营性现金流入，用以弥补化债资金缺口；另一方面是让债权机构和投资者承担一定损失，方式上包括展期、降息、部分债务豁免等。新增融资层面，名单内城投只能借新还旧，隐债新增的路径阻断；名单外城投新增融资，偿债责任自担，不再有地方政府支持，投资者愿赌服输；这样一来，“遏增”得以实现，“化存”持续推进，城投债务风险逐步消解。

由于成功转型并非一朝一夕就能实现，这决定了转型化债某种程度上更像是美好愿景，而无法看到明显实效。不过，这并不代表转型化债没有可行性，只是需要更科学地制定转型化债的目标任务，使其更符合城投的生存现状和发展形势。换言之，转型化债的目标并不在于短期内让城投摇身一变能够“赚大钱”去偿还债务，而是让城投通过重塑业务模式、优化收入结构获得市场化经营主体或产业类主体的身份，更顺利地实现融资接续和新增，同时伴随着造血能力和盈利能力的逐渐增强，得以使用经营收益和较低成本融资将债务风险压降至适宜的水平。

以青岛经控集团为例，在战略定位上其不以传统基建为核心，而是更多地将自身作为西海岸新区融合创新战略的实施主体，除了承担融合创新相关的产业园区、研发中心等项目的建设投资运营，还以当地重点发展产业为抓手，聚焦精细化工、新材料、高端装备制造、半导体等方向，通过企业并购、股权投资、出资基金等方式积极开展产业投资。从宏观层面来看，“以投促引”的策略有助于改善所属区域的产业发展环境，促进战略性新兴产业集群化发展，切实赋能当地实体经济，中长期而言也将利好税源增长，助力城投化债；从微观层面来看，这一策略带动城投的产业化转型进程显著提速，截至 2023 年末其产业收入占比已达到 96.16%，实现了 4.96% 的营业毛利率（见表 3），总体的营业利润率也达到 4.41%，好于多数的城投，显示其已经较好地完成了由土地平衡收支向产业发展获取收益的转变。在产业收入占比逐渐提升的同时，该城投的有息债务规模也逐年走高，从 2021 年末的 239.71 亿元快速增长至 2023 年末的 411.84 亿元，短期债务占比也始终保持在 38% 左右的较高水平。伴随着转型的深入，城投债务负担不仅没有减轻，而且有所加重，但不能据此认为转型化债不具备可行性。实际上，青岛经控集团通过不断推进产业

请务必阅读正文之后的免责声明

化转型，收入规模快速增长，收入结构持续优化，造血能力和盈利水平均得到提升，叠加其得到的政府支持力度较大，且未来有望继续增强，上述因素均利好其信用资质，让其融资更顺畅，成本也更低，有效清除了转型发展进程中的主要障碍——债务压力与资金压力，这让“在发展中解决问题，在解决问题中促进发展”成为可能，城投由此实现了在债务风险可控前提下的持续良性运转。

表 3 青岛经控集团 2021-2023 年收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程	20.36	10.08	7.97	17.34	6.25	7.97	16.42	4.78	8.00
贸易	157.67	78.04	1.81	218.95	78.92	1.70	238.80	69.50	1.48
船舶建造	11.69	5.79	1.99	17.24	6.21	2.59	24.37	7.09	9.54
化工	-	-	-	-	-	-	38.67	11.25	7.71
制造	5.31	2.63	17.90	5.42	1.95	11.51	11.66	3.39	22.45
其他	7.01	3.47	45.29	18.50	6.67	35.26	13.70	3.99	31.29
合计	202.04	100.00	4.37	277.45	100.00	4.57	343.62	100.00	4.96

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、成功化债：必须打好“组合拳”

综合运用多种方式方法、尽力调动各方力量，城投公司才能取得更好的化债效果。因此，在化债路径的选择上，不会非此即彼、泾渭分明，杂糅运用财政、金融等手段是常态。实际上，各地在推动化债的过程中积极探索，已经衍生了不少创新型工具，比如化债资金池、信用保障基金、债务平滑基金等各类不同定位的化债基金。通常，化债基金由政府牵头成立，但资金来源除了政府，还可能包括当地国企（含城投公司、产业类国企、投控集团等）、银行、社会资本等，功能定位有所分化，有的旨在为城投提供短期流动性支持，有的旨在帮助城投进行债务置换，通过展期、降息等手段减缓城投债务压力（见表 4）。本质上，各类化债基金无法明确划归于某一类化债路径，其属于对财政、金融、转型等不同化债路径的综合运用，在城投化债进程中也发挥着重要的积极作用。

表 4 各类化债基金的运作模式及特征

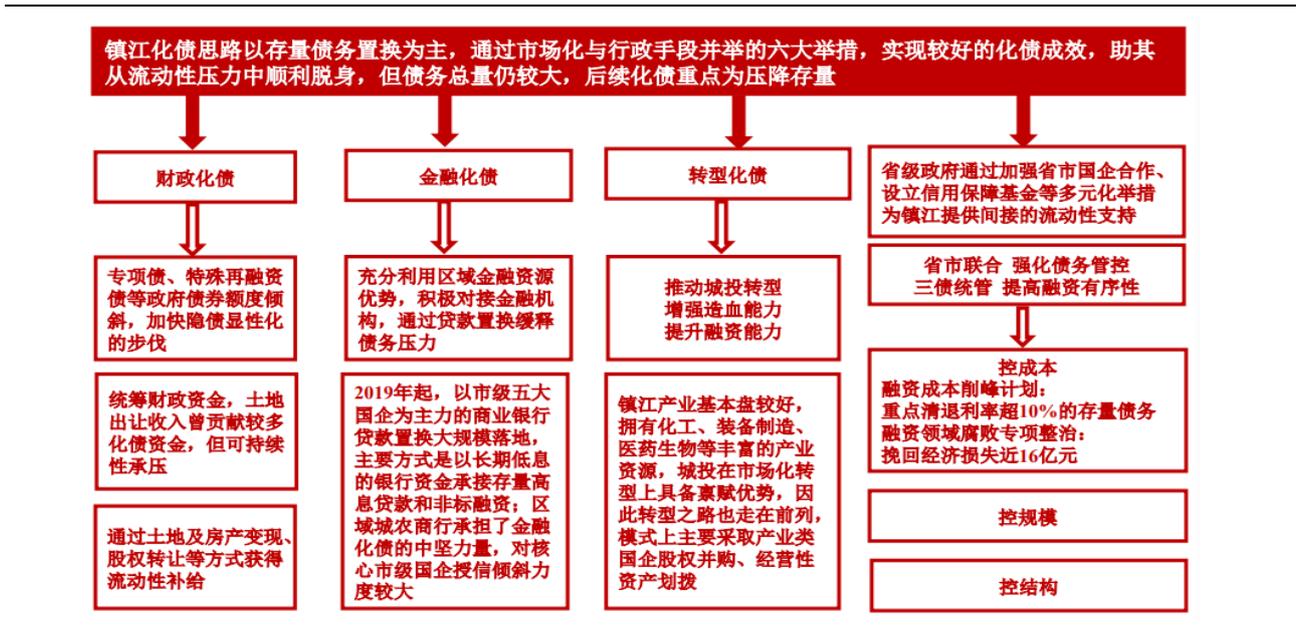
类型	资金来源	形式	特征
化债资金池	政府预算内资金以及政府协调当地国企等共同出资	设立资金账户归集资金，通常由政府或由其委派的机构管理，并进行滚动运作	类似过桥资金，借用周期较短，有偿使用，成本较高，规模有限，动用或被“追责”

信用保障基金/ 债务风险化解基金	由政府、实体企业或金融机构等共同出资	多采用基金的模式、集合信托的形式，通常由省级政府协调省内的国企、金融资源及社会资本共同成立，由专业机构进行管理	运作更规范，能加杠杆，引入更多的社会资本参与，规模更大，类似短期借款，成本分化明显，低的可到3%以下，高至10%以上
债务平滑基金	由政府、金融机构、社会资本等共同出资	由政府履行出资人职责（GP），委托当地国企（如AMC）管理，当地银行、社会资本等通过资管计划、信托计划作为LP参与基金	可为城投提供长期、低息资金，用于置换到期债务、高息债务等，期限更长，5年左右，成本低于被置换债务，可运用杠杆撬动更大资金规模

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

综上所述，城投化债的主要路径包括三大类——财政化债、金融化债、转型化债，但实践中往往需要综合运用多种路径，发挥不同路径的优势，同时也要更加充分地调动各种力量为化债提供更多助益。以“镇江模式”为例，其化债的总体思路是：存量端，通过债务置换实现结构优化和成本压降，具体手段包括以政府债券资金置换、以银行贷款置换，还通过实施“削峰”计划与“反腐”专项政治等来降低存量债务的利息成本，挽回由违规高息融资造成的损失；增量端，充分运用土地出让收入，积极推动资产盘活处置和城投转型，以获取更多的增量化债资金。总之，镇江化债通过市场化与行政手段并举，灵活运用各种化债路径和工具，切实压降了城投的利息负担，优化了城投的债务结构，有效缓解了其短期债务压力，为最终解决债务问题争取了更多时间和空间，值得各地借鉴。

图1 镇江化债思路及手段



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路 92 号世茂大厦 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
湖南	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 传真：028-85288932
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：西安市莲湖区桃园南 路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 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 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140