

专题研究 | 从央行 SPV 化债落地看柳州化债的借鉴意义

2024 年 7 月 9 日

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

曾彬杰

zengbj@cspengyuan.com

蒋晗

jianghan@cspengyuan.com

主要内容：

自中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，各种类型化债工具持续推出。2024 年 1 季度广西（柳州）落地央行应急流动性支持（SPV）资金，为首笔央行 SPV 化债资金落地，引起市场广泛关注。为何 SPV 选择落地在柳州？具体的落地形式如何？柳州在化债上又采取了哪些有力的手段及措施？对于其他地区又有何借鉴意义？

1、柳州获得央行首个 SPV 工具支持，对区域城投流动性紧张起到缓释作用。目前柳州市级城投有息债务超过 2,200 亿，广义政府债务率较高，35 号文有助于解决柳州市级城投大部分本金的续借问题，柳州债务结构得到优化，但是部分非标债务本金接续困难，柳州市级城投整体面临的流动性仍较为紧张。本次广西获得的 200 亿 2 年期 SPV 将主要用于解决柳州部分非银债务的接续。

2、本次 SPV 通过抵质押省级未来转移支付实现，进一步体现了广西自治区政府在多个方面对柳州市化债给予强有力支持。本次广西 SPV 通过抵质押省级未来转移支付实现，类似省级信用担保。同时自治区政府也出台了一系列重大政策和实施方案支持柳州发展，并在重大项目招引、“一二五”重大工程布局、产业引导基金包括金融要素保障等方面给予全方位扶持，体现了自治区政府对柳州市化债及发展的强有力支持。考虑到柳州政府性基金收入持续下滑，且税收收入占财政收入比重也有所下降，两年后依靠柳州自身财力偿还全部 SPV 难度较大，未来或通过广西自治区政府的财政支持解决部分 SPV。

3、柳州近年来采用了一系列手段防范化解债务风险，目前柳州城投存量债务结构得到优化，债券利差下降，信用有所修复。省市两级在多个方



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。

请务必阅读正文之后的免责声明

面主动出击积极化解柳州债务风险，化债手段主要以省级财政支持、银团贷款、借新还旧、特殊再融资债券等方式解决债券本金兑付问题，通过 SPV 工具解决部分非标债务的偿还。随着化债推进，目前柳州平台债务结构有所优化，同时 2024 年以来中长端城投债估值修复幅度较大。从长期来看，未来柳州化解债务问题的胜负手在于传统支柱产业转型升级情况及新兴产业动能释放。

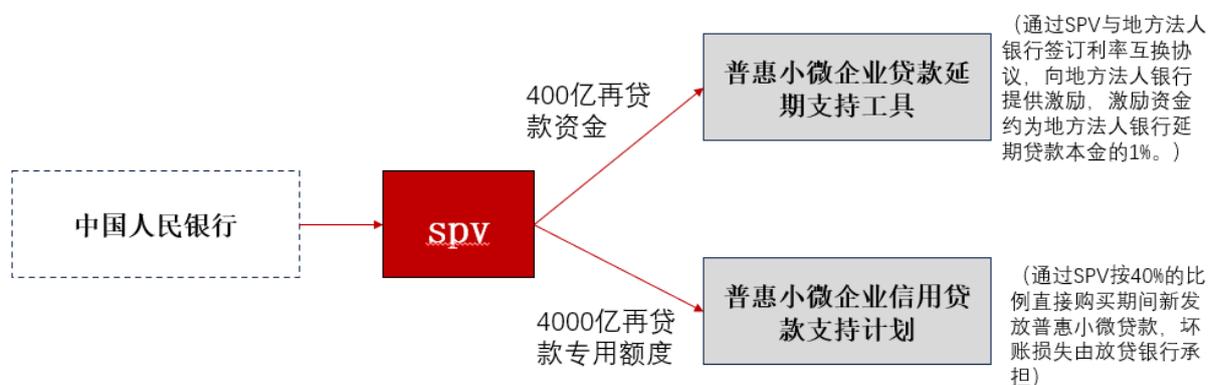
4、自治区政府从产业发展出发，通过出台多项产业政策及创新使用多种创新金融工具对于柳州化债提供支持的方式可供其他地区借鉴，未来长期化债成效仍需关注地区产业发展及融资平台自身造血能力。目前来看，全国各地的化债政策包括化债资金池、债务风险化解基金、特殊再融资债、债务展期/重组、盘活存量国有资产、AMC 化债等。自治区政府立足于产业发展的角度，通过使用 SPV 等创新性金融工具作为现有化债政策落地的补充工具，同镇江、湘潭等热点地区相比，柳州化债手段的创新和多元化表现突出，未来金融资源有限的地区或可效仿。

一、化债 SPV 落地柳州

央行SPV工具主要作用为提供流动性支持，曾作为普惠小微企业贷款延期支持工具等用于支持小微企业，本次首次作为化债工具落地，主要用于解决柳州包括信托、金租和债券等没有资金来源的债务接续

SPV是央行设立的应急流动性金融工具，可提供低成本流动性资金支持。根据有关规定，“中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款，不得向非银行金融机构以及其他单位和个人提供贷款，向特定的非银行金融机构提供贷款的除外”。通过设立SPV这一中介工具，央行可以以商业银行为桥梁向地方融资平台提供利率更低的流动性资金，助力地方化债。SPV工具并非首次使用，早在2020年，央行曾使用过两项SPV工具：普惠小微企业贷款延期支持工具及普惠小微企业信用贷款支持计划用于支持小微企业。其中普惠小微企业贷款延期支持工具提供了189亿元激励资金，直接带动地方法人银行对2万亿元普惠小微企业贷款延期，撬动全国银行业机构对15.1万亿元贷款延期；普惠小微企业信用贷款支持计划提供了3,175亿元低成本资金，直接带动地方法人银行发放普惠小微信用贷款8,794亿元，撬动全国银行业机构发放普惠小微信用贷款9.6万亿元。

图1 2020 年央行 SPV 实施具体情况示意图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

广西获得本轮金融化债政策中的应急流动性贷款支持，属于央行SPV支持地方化债的首个案例，将主要用于解决部分没有资金来源的非银债务的接续。2023金融街论坛年会上，中国人民银行行长潘功胜在谈及化解地方政府债务风险时表示，“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”，表明中央已将SPV纳入到金融化债工具箱。据了解，2024年1季度，广西已向央行申请SPV，规模为200亿，落地首批额度46亿，第一年利率3%，若展期至第二年则利率上调为4%。从具体的资金使用方式看，请务必阅读正文之后的免责声明

先由柳州城投向市政府化债小组申报债务偿付计划，市政府同意后转报自治区财政厅，由自治区财政厅确定监管银行后，资金由央行逐级划转至自治区财政厅及柳州市财政局监管账户，后直接支付给资金对手方，而不经城投公司银行账户；从申报频率及用途来看，SPV每季度申报一次，将主要用于解决没有资金来源的非银债务的接续，其中信托和债券等均可纳入SPV，而定融等融资形式不能申报SPV。

二、SPV落地柳州背景及未来可能的偿还方式

近年柳州债务负担压力较大，SPV落地将为柳州提供新的流动性，但考虑到近年来柳州自身财政实力有限，未来SPV到期时部分偿还或需依赖自治区政府支持

近年柳州债务负担较重，短期流动性压力凸显。截至2023年末，柳州市级城投有息债务超过2,200亿，年利息负担约150亿左右，广义政府债务率接近400%，35号文解决了柳州融资平台部分本金的续借问题，但是部分非标资金偿付的问题没有解决。另外2023年4季度柳州获得的特殊再融资政府债规模不足50亿，总体规模较小，现有特殊再融资债对城投债务缓释作用和流动性的支撑力度有限，通过SPV工具可以部分缓解柳州的非标资金偿付问题，给地方城投提供利率较低的流动性，有利于当地城投平台进行信用修复。

图2 近年来柳州地方政府债务余额及发债城投有息负债持续处于高位

注：2023年柳州市平台有息债务测算方式为东城集团、城建集团、柳州投控及轨道集团有息债务之和。

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

从近年来柳州财政收入及结构来看，预计未来依靠自身财力偿还SPV难度较大，存在到期时依靠上级政府解决部分SPV的可能性。本次广西SPV通过抵质押省级未来转移支付实现，类似省级信用担保。2023年柳州一般公共预算收入为156.57亿元，广西对柳州一般性转移支付为147.85亿元。考虑到SPV两年后将会到期，2021年以来，柳州政府性基金收入持续下滑，且税收收入占财政收入比重也有所下降，仅依靠柳州自身财力偿还SPV难度较大，猜测未来或通过自治区政府的支持解决部分SPV，而自治区政府层面更高，可用于化解该债务的途径较柳州更丰富，包括可发行中长期政府债置换等。

图3 柳州公共预算收入显著下滑，广西对柳州一般性转移支付相对平稳

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

三、柳州化债的主要手段及最新成效

一揽子化债政策提出以来，省市两级政府积极承担化债主体责任，并通过以银团贷款及借新还旧为主的多种路径协调化解债务，目前柳州存量债务结构有所优化，债券利差下降，信用有所修复

一揽子化债以来，自治区及柳州在多个方面主动出击积极化解自身债务风险。在债务管控机制方面，柳州遵循“一债一策”的管理原则。自治区层面针对柳州的化债专班和针对整个广西的化债领导小组，自治区政府部门包括财政厅、国资委等均有派人在柳州相关单位挂职，督导化债工，同时针对每一只即将到期的债券，制定相应的策略方案；市级层面，柳州有防范化解市属国有企业债务的工作专班以及柳州市防请务必阅读正文之后的免责声明

范化解债务风险领导小组；市政府化债工作小组下设多个职能小组，从各个平台抽调人员集中专职办公。在化债行动方案上，柳州先后出台了《柳州市防范化解市属集团公司债务风险的总体方案》、《柳州市防范化解市属国有企业债务风险三年工作实施方案》以及《柳州市债务化解的银团贷款方案》。

目前各地的化债手段均较为丰富，包括化债资金池、债务风险化解基金、特殊再融资债、债务展期/重组、中长期贷款投放、盘活存量国有资产、AMC 化债等。从区域上来看，东部地区自身财政实力及金融资源相对较丰富，主要通过盘活存量国有资产、协同金融资源进行中长期贷款投放等方式化债。例如镇江以调结构、降成本为主，具体手段包括政府专项债支持、商业银行贷款置换、国有资产处置等；中西部地区自身资源一般，金融和国有资源相对较弱，主要依靠上级支持及债务展期重组等方式化债，例如湘潭市通过隐性债务置换债券、省级化债基金支持、市级财政资金调度、存量资产盘活等手段压降自身债务规模并进行债务结构优化。

柳州的化债手段以银团贷款及借新还旧为主，目前本金偿付压力显著缓解。从化债具体手段上看，柳州的化债方式除 SPV 外还包括有借新还旧、银团贷款置换、压降利息、资产处置等。以银团贷款置换为例，柳州组建并落地了两批银团贷款。第一批由建行牵头（融资再安排银团），共组织了 5 批，已投放 90 亿元，期限为 3 年；第二批由工行牵头（联合牵头银团），为新增授信，用于置换非银行系债权人的债券，年限为 10 年，主要用于债券中的非银部分接续。

表 1 柳州市与其他热点地区化债方式及成效对比

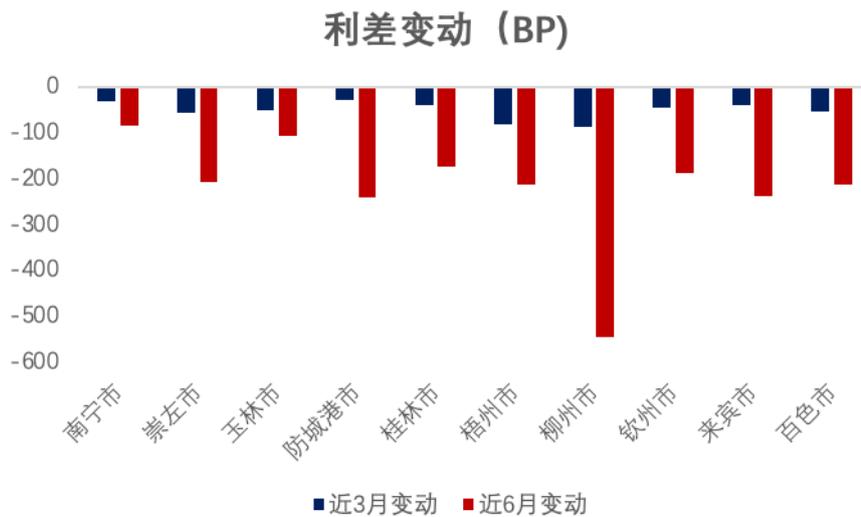
典型地区	区域内主要市级平台	化债手段	化债成效
镇江市	镇江国投、镇江城建、镇江交通、瀚瑞控股、镇江文旅等	以调结构、降成本为主，包括政府专项债支持、商业银行贷款置换、国有资产处置盘活等	城投债净融资额改善明显、信用利差快速收敛，五大平台短期债务占比由 2021 年 47% 压降至 2023 年 41%
湘潭市	湘潭城发集团、湘潭九华、湘潭高新集团、昭山投资等	隐性债务置换债券约 650 亿元、省级化债基金支持、市级财政资金调度、存量资产盘活等	平台债务规模不断压降、债务期限结构优化、利息支出明显下滑、信用利差持续收窄，市本级债务成本降至 4% 以下，利息负担较 2021 年减轻近一半
柳州市	东城集团、城建集团、柳州投控、轨道集团等	省级财政支持、借新还旧、银团贷款置换、展期降息、资产处置、SPV 等	区域债务结构有所优化、平台债务结构中非标融资占比下降约一半，中长端城投债估值修复幅度较大

资料来源：公开信息、中证鹏元整理

柳州通过银团置换的方式优化了债务结构，缓解了柳州本金偿付的压力。同时柳州城投债务结构也有所优化，中长端城投债估值修复幅度较大。目前柳州平台债务结构已由化债前的约银行 40%、债券 40%、非请务必阅读正文之后的免责声明

标20%，调整为约银行60%、债券30%、非标10%，且银行类非标已经基本置换完毕，剩余的非标包括金融租赁、商业租赁等。同时2024年以来，柳州中长端城投债估值修复幅度较大，就主体估值修复情况来看，截至2024年5月11日，相比2024年年初柳州城投债估值下行幅度均为全自治区最大，特别是AA+和AA存量城投债。

图4 柳州市近三月城投债单券利差及近六月城投债单券利差大幅下行



资料来源：DM，中证鹏元整理

四、柳州化债展望及借鉴意义

自治区政府立足于产业发展，从柳州自身优势产业出发，通过多层次支持手段为柳州化债提供重要助力

自治区对于柳州的支持立足于产业发展，通过出台多项政策文件并在重大项目招引、重大产业布局等方面给予柳州支持。近年来自治区政府先后制定了推进柳州市工业高质量发展、建设现代制造城的实施方案，出台了支持柳州市加快打造大健康和文化旅游装备制造基地的意见，包括支持柳州市打造国际新能源汽车产业高地的意见等一系列重大政策文件，为推动柳州高质量发展提供了有力的支撑，同时也赋予了柳州建设广西副中心城市的重大战略使命，并且在重大项目的招引、重大工程布局、产业引导基金包括金融要素保障等方面给予全方位支持。

近年来，柳州是在巩固传统产业优势的基础上，大力发展新兴产业，全面实施新能源、智能装备制造、智能家电、生物医药等新兴产业培育壮大工程。在自身产业发展方面，在柳州的传统三大产业（汽车、钢铁、装备制造）中，上汽通用五菱是全国首个累计产销量超2,500万辆的民族单一车企品牌；柳钢

集团位列全球钢企第18位，也是中国500强企业；柳工集团装载机市场装载量全国第一。此外，柳州大力发展新兴产业，全面实施新能源、智能装备制造、智能家电、生物医药等新兴产业培育壮大工程。主要设计工程包括：（1）上汽通用五菱“一二五工程”，由自治区政府、柳州政府和企业合力推进。“一”是以国家级标准建设广西新能源汽车实验室；“二”是打造纯电、混动两个百万产品；“五”是构建能源系统、智慧电驱、电子电控、智能移动机器人、商业创新五个产业集群。（2）东风柳汽“龙行工程”。“龙”是指乘龙，即新能源卡车；“行”是指风行新能源汽车。“龙行工程”就是以这两点为抓手，全力打造国际新能源汽车产业高地。（3）电池方面。国轩高科、鹏辉能源、瑞浦赛克、金风·嘉泽等一批新能源产业项目纷纷落地建设。柳州新能源规划产能超80GWh，现已建成投产40.5GWh，目前已成为全国重要的新能源汽车研发生产基地。

除产业发展外，本次柳州使用的SPV工具通过依靠上一级政府信用作为担保的化债思路及其他金融工具手段创新同样值得其他地区借鉴，有助于金融资源有限的地区平台短期获取到流动性及金融支持。但从长期来看，化债成效仍需关注地区及融资平台自身造血能力

广西本土金融资源相对有限，三大城商行排名均在全国50名之外，无规模较大的担保公司及非银金融机构，仅国海证券注册地在桂林，上市公司资源方面，柳州市政府共持有3家上市公司股权（两面针、豪美新材、柳化股份）。由于受到国发19号文、银保监发15号文等政策的影响，银行在对城投平台提供贷款时，在抵质押物、匹配项目等方面面临较为严格的监管约束避免了自身因金融资源禀赋不足导致抵押物无法支持足够数量的融资资金来源问题。从柳州目前使用的化债手段来看，主要以银团贷款、借新还旧、特殊再融资债券等方式解决债券本金偿还问题，通过创新的SPV工具解决非标资金及利息偿还问题。柳州在自治区及多个方面主动出击积极化解自身债务风险，在广西壮族自治区政府的支持下借助了上层政府信用实现融资，未来金融资源有限的地区或可效仿。但同时需要注意到，SPV工具的作用主要为缓释短期的流动性压力，为区域释放偿债压力，优化负债端结构，缓解区域“化债之急”。长远看，化债的重点更多的依赖于地区产业持续发展带来的税源增长，以及平台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。

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

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

北京

地址：北京市朝阳区建国路世茂
大厦 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

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：021-51035670

湖南

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

江苏

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

四川

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：028-89102569

山东

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

陕西

地址：西安高新区唐延路 22 号
金辉国际广场 902 室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

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