

# 注入流动性，修复资产负债表

证券研究报告

2025 年 01 月 02 日

## 2025 年度策略核心驱动之化债

### 新一轮债务置换已经展开

1) 各地方政府债务现状：截至 2023 年年末，全国城投债余额达 11.39 万亿元，城投有息负债达 39.43 万亿元。分地区来看，江苏和浙江城投有息负债最高；宽口径负债率高于 100% 的地区有 4 个，分别为浙江、天津、贵州、吉林；宽口径债务率高于 400% 的地区有 15 个，其中 10 个地区高于 500%。2) 新一轮化债加速启动的信号已经明确，11 月 8 日，市场高度关注的隐性债务置换方案落地，隐性债务置换政策整体积极，表明化债的主体依旧是地方政府，对于化债的时间、规模均做出细致的安排，政策围绕着缓解地方财政困境展开。2024 年下达的 2 万亿专项债务限额于 11 月 12 日由河南省率先启动发行，全部以特殊再融资专项债形式发行，截至 2024 年 12 月 18 日，2 万亿的总额度已全部发行。3) 随着新一轮化债展开，地方政府债务风险减轻，To G 公司回款有望加速，应收账款压力有望减轻，选股思路一基于应收账款修复逻辑筛选股票池。新一轮债务置换中，AMC 企业通过债转股等方式进行不良资产处置参与到债务风险化解中来。地方城投企业则直接受益于地方政府化债，选股思路二基于化债 AMC 指数和城投概念股指数筛选股票池。

### 第一轮债务置换：隐性债务首次大规模置换为表内政府债券

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》形成了中国地方债管理的基本框架。2015-2018 年期间地方政府共计发行 12.2 万亿元规模的置换债用于非政府债券方式存在的政府债务。此轮化债相关板块受益于政策端持续催化影响。在化债相关政策密集发布期间，相关板块均出现较大幅度涨幅，同时相关指数在政策发布密集期出现脉冲行情，随后在 2017、2018 年出现回调。

### 第二轮债务置换：全国建制县化债试点启动

2019 年 6 月在国办印发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》之后，全国建制县隐性债务风险化解试点正式启动。2019 年全国共计有 7 个省市区成立建制县隐性债务试点，共计发行置换债达 1576.64 亿。受化债规模偏小影响，化债相关板块行情受限。在化债试点阶段，各相关板块均有所收益，部分出现由降转升趋势。

### 第三轮债务置换：从建制县试点到全域无隐债试点

2020 年 12 月起，“特殊再融资债”掀开第三轮化债的序幕。化债前半程在于建制县隐性债务风险化解试点，承接第二轮化债，后半程在于部分发达地区全域无隐性债务试点，特殊再融资债发行集中在北上广深。2020 年 12 月-2022 年 6 月，特殊再融资债共发行 1.14 万亿元。此轮债务置换采取发行特殊再融资债的方式，置换债额度需要财政部审批，但置换后并不增加债务余额，特殊再融资债发行额度则受政府债务限额-余额空间限制。股市先涨后跌，从 2021 年结构牛走到 2022 年“双底”，风格方面小盘上行弹性优于大盘、成长弹性高于价值。债市整体走出慢牛，AA+ 城投债收益率震荡下行。化债初期相关板块出现脉冲行情，但随着获利止盈加剧和炒作情绪退潮，2021 年 3 月起板块分化加剧，直至 2021 年 6 月才迎来第二波齐涨。

### 第四轮债务置换：土地财政受困下的全力化债

第四轮债务置换开启前，“土地财政”可持续性受到冲击，地方财政压力较大，基建增长乏力，2023 年 7 月起各类会议文件已开始为新一轮化债预热，2023 年 8 月起进行一系列降准降息操作。2023 年 10 月，特殊再融资债重启发行，第四轮化债开启，2023 年 10 月至 2024 年 10 月，特殊再融资债共发行 1.72 万亿元。此轮化债周期中，除特殊再融资债外，还发行了特别国债、超长期特别国债、特殊新增专项债。化债重点为高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款等。经济非典型复苏下股市走出结构性行情，风格方面大盘防御性强于小盘，价值抗跌优于成长。债市方面，城投债收益率震荡下行，且城投债期限利差逐步收窄。化债相关板块引发预期博弈兑现行行情，且脉冲高度小于第三轮化债周期。

**风险提示：**1) 过去历史经验仅供参考；2) 政策落地存在不确定性；3) 宏观经济波动存在不确定性。

### 作者

吴开达 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524030001  
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524040002  
linchen@tfzq.com

汪书慧 联系人  
wangshuhui@tfzq.com

### 相关报告

- 《投资策略：政策与大类资产配置月观察 - 跨年迎接新政“组合拳”》  
2025-01-01
- 《投资策略：中观景气度高频跟踪 - 中观景气度数据库和定量模型应用》  
2024-12-30
- 《投资策略：A 股策略周报 - 元旦与春节：跨年行情的节奏感》  
2024-12-29

## 内容目录

1. 新一轮债务置换已经展开.....	4
1.1. 各地方政府债务现状.....	4
1.2. 新一轮化债进度如何? .....	5
1.3. 两种选股思路及对应股票池 .....	6
2. 第一轮债务置换：隐性债务首次大规模置换为表内政府债券.....	9
2.1. 置换债为本轮化债主力 .....	9
2.2. 资产表现一览.....	10
3. 第二轮债务置换：全国建制县化债试点启动.....	12
3.1. 全国建制县隐性债务风险化解试点正式启动 .....	12
3.2. 资产表现一览.....	13
4. 第三轮债务置换：从建制县试点到全域无隐债试点.....	15
4.1. 特殊再融资债成为化债主力 .....	15
4.1.1. 建制县隐性债务风险化解试点.....	15
4.1.2. 发达地区全域无隐性债务试点.....	15
4.2. 资产表现一览.....	17
5. 第四轮债务置换：土地财政受困下的全力化债.....	20
5.1. 特殊再融资债、特殊专项债轮番上阵.....	20
5.1.1. 化债背景：“土地财政”受到冲击、降准降息启动预热.....	20
5.1.2. 特殊再融资债、特殊专项债协同发力 .....	21
5.2. 资产表现一览.....	23
6. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1：城投有息负债持续扩张 .....	4
图 2：2023 年，地方政府债限额-余额空间收缩 .....	4
图 3：地方政府综合财力、债务压力一览.....	5
图 4：1108 化债计划公布后，特殊再融资专项债快速发行 .....	6
图 5：新一轮债务置换中，江苏发行额度最高.....	6
图 6：各行业应收账款情况 .....	7
图 7：基于应收账款修复逻辑筛选的股票池 .....	7
图 8：化债 AMC 指数在四轮债务置换中表现 .....	8
图 9：基于 AMC 企业和地方城投筛选的股票池 .....	8
图 10：2015-2018 年化债政策发展详情 .....	9
图 11：地方政府根据国发【2014】43 号文件实行债券置换措施 .....	10
图 12：2015-2018 年各地方政府累计置换债发行规模情况 .....	10
图 13：2015-2018 年期间各到期期限下的债券余额.....	10
图 14：化债政策密集发布期相关收益行业的区间涨跌幅情况.....	11

图 15: 第一轮化债相关板块受政策刺激引发快速上涨行情 .....	11
图 16: 2019 年化债政策发展详情 .....	12
图 17: 隐形债务化解方式的六种方式 .....	13
图 18: 2019 年 6-12 月各月地方政府置换债发行规模 .....	13
图 19: 2019 年共计有 7 个省市区的部分县市发行政府置换债, 累计规模达 1576.64 亿元 .....	13
图 20: 2019 年隐性债务试点阶段各相关板块涨跌幅情况 .....	14
图 21: 第二轮化债相关板块在政策初期和试点建设时均震荡上涨 .....	14
图 22: 前半轮化债中, 特殊再融资债发行分布较广 .....	15
图 23: 前半轮化债中, 特殊再融资债发行高峰期为 2021 年 1 月 .....	15
图 24: 化债后半轮, 北京发行特殊再融资债占总额度 65% .....	16
图 25: 此轮化债后半程中, 发债高峰期为 2021 年 12 月 .....	16
图 26: 地方政府发布的 2022 年预算执行报告所显示的化债进度 .....	17
图 27: 第三轮化债相关板块引发阶段性脉冲行情 .....	18
图 28: 第三轮化债期间, 股市先涨后跌, 国债利率震荡下行 .....	18
图 29: 第三轮化债期间, 城投债收益率震荡下行 .....	18
图 30: 前半轮化债中, 小盘优于大盘 .....	19
图 31: 前半轮化债中, 成长优于价值 .....	19
图 32: 石油沥青装置开工率震荡下行 .....	20
图 33: 土地出让收入同比下行 .....	20
图 34: 2023 年 8 月, MLF 下调 15 个基点 .....	21
图 35: 2023 年 9 月降准落地 .....	21
图 36: 特殊再融资债发行高峰期为 2023 年 10 月 .....	21
图 37: 此轮特殊再融资债发行遍布较广, 但各地区分化较大 .....	21
图 38: 特殊新增专项债发行高峰期为 2024 年 9 月 .....	22
图 39: 此轮特殊新增专项债发行遍布较广, 但各地区分化较大 .....	22
图 40: 第四轮化债相关板块引发预期博弈兑现行情 .....	23
图 41: 经济非典型复苏下股市走出结构性行情, 债市慢牛 .....	24
图 42: 城投债收益率震荡下行, 且城投债期限利差逐步收窄 .....	24
图 43: 大盘防御性强于小盘 .....	24
图 44: 价值抗跌优于成长 .....	24

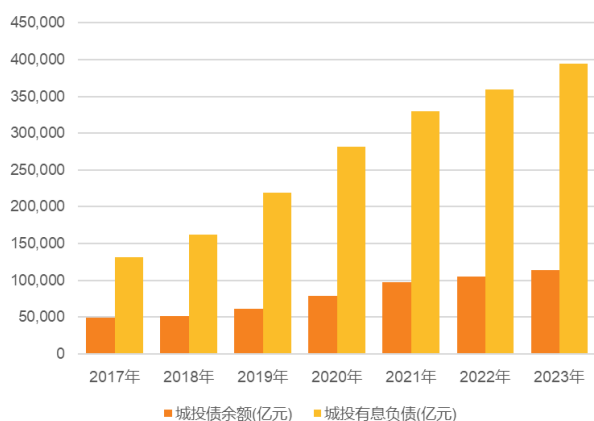
## 1. 新一轮债务置换已经展开

### 1.1. 各地方政府债务现状

自 2015 年开启的四轮债务置换取得了阶段性成果，但由于隐性债务具有隐蔽、形式复杂、易于扩张的特点，在地方发展的过程中，隐债化解不实、新增隐性债务的情况仍时有发生。近年来，城投有息负债持续扩张，而在接连化债的背景下，2023 年地方政府债限额-余额空间明显收缩，地方政府债务化解压力较大。

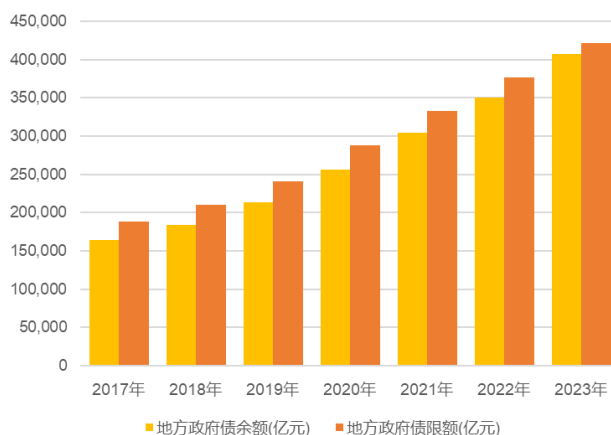
**各地方政府债务现状：**截至 2023 年年末，全国城投债余额达 11.39 万亿元，城投有息负债达 39.43 万亿元，宽口径负债率（（地方政府债余额+ 城投有息负债）/ GDP）达 63.6%，宽口径债务率（（地方政府债余额+ 城投有息负债）/ 地方政府综合财力）达 272.46%，其中地方政府综合财力涵盖一般公共预算收入、转移性收入、政府性基金收入和国有资本经营收入。分地区来看，江苏和浙江城投有息负债最高，分别为 7.98、6.25 万亿元，几乎为排名第三的四川省的三倍。宽口径负债率方面各地分化明显，最低为 29%（上海），最高为 137%（天津），宽口径负债率高于 100% 的地区有 4 个，分别为浙江、天津、贵州、吉林。宽口径债务率分化程度更大，最低为 113%（上海），最高为 851%（天津），宽口径债务率高于 400% 的地区有 15 个，其中 10 个地区高于 500%，天津、吉林、甘肃、黑龙江、青海高于 600%，宽口径债务率在 150%-400% 间的地区有 14 个。

图 1：城投有息负债持续扩张



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2023 年，地方政府债限额-余额空间收缩



资料来源：Wind，天风证券研究所

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/635210110003012023>