



区域化债研究：路径选择、短期成效与长期风险

联合资信 公用评级三部 | 张宁



报告概要

自 2023 年中央推出系统性化债方案以来，我国地方政府债务风险化解工作已由初期的广泛支持阶段，转入依据不同区域风险特征进行差异化施策的深化阶段。本轮化债以“隐性债务显性化”为核心抓手，通过政策性工具注入、市场化机制创新、平台转型改革等多重手段，取得阶段性化债成效。但与此同时，各区域化债进度、实施成效与长期可持续性出现显著分化，成为当前债务风险防控的核心焦点。

本报告基于全国 31 个省份的债务、财政、金融及经济增长数据，将各省化债路径归纳为三类：政策支持为主（以个别重点省份为主体）、政策与市场并重（以中部及东部城投大省为主）、市场驱动为主（以东部发达省市为主）。通过对比三类地区在债务管控和市场信心两个维度的表现，得出以下主要发现：政策支持为主的地区短期效果最为突出，但多数省份债务总量未明显压降，呈现“短期见效快、长期脆弱”的特征，财政付息压力仍然较重。政策与市场并重的地区化债路径较为均衡，债务管控平稳，利差收窄幅度居中，综合表现最好，但部分省份存在非标违约频发、付息压力上升等局部风险。市场驱动为主的地区基本不依赖中央政策资金，依靠自身财政实力和市场信用实现自我循环，长期可持续性最强，但利差收窄空间有限，属于“低弹性、高安全”类型。

一、引言

2023年，针对地方隐性债务积累、城投企业流动性压力加剧的问题，中央出台“一揽子化债方案”，通过发行政府债券置换、债务展期重组、应急流动性支持等核心工具，系统性推进地方债务风险化解工作。截至2025年末全国城投平台平均融资成本较2023年高点下行超120BP，重点省份平均下行超200BP，阶段性化债成效显著。2026年3月，中国人民银行行长潘功胜在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上表示，融资平台债务风险化解取得重要阶段性成效。2025年末相较2023年初，融资平台数量和债务规模均下降超过70%。

但随着化债工作向纵深推进，区域间的分化特征愈发凸显：部分省份在化解存量债务的同时，实现了平台市场化转型与区域经济增长动能的修复；部分省份仅通过政策性工具缓解了短期流动性压力，市场信心修复缓慢、长期增长动能不足等问题依然突出。本报告从债务管控和市场信心两个维度，结合各省采用的化债路径，对各地区化债成效进行比较分析并对其中可能隐含的长期信用风险进行提示。

二、路径分野：不同区域的化债工具选择

由于本轮化债的核心举措是“隐性债务显性化”，基于这一根本前提，决定了我们的分析必须聚焦于两类债务的“此消彼长”关系。我们选取城投有息债务变动率、地方政府债务变动率、城投债发行利率降幅三个指标来评估各区域核心化债路径，其中城投债务变动反映“去杠杆”意愿，政府债务变动反映“显性化”空间，发行利率降幅反映市场认可度，三者从不同侧面刻画政策驱动效果。我们根据得分将各省市化债路径划分为三类模式，三类模式的本质区别在于政策工具的替代效应：政策驱动型省份政策工具基本完全替代市场化融资；混合型省份政策与市场并行；市场驱动型省份政策仅作为补充。基于数据可得性，我们对2023—2025年全国31个省份的化债数据的百分位排名得分后等权加总，结果如下表所示：

表1 各省（自治区、直辖市）化债工具选择

主导模式	判断	省份
政策驱动型	综合总分 ≥ 56 的省份定义为“政策驱动型”，表明其化债过程高度依赖政策性资源注入，且取得了显著的成本压降效果	西藏、天津、云南、青海、重庆、宁夏、河南、新疆、黑龙江、辽宁、内蒙古、湖南、贵州、广西
政策—市场混合型	总分在56-40之间为“政策—市场混合型”，即政策与市场工具协同发力	湖北、江西、江苏、甘肃、山东、吉林、陕西、四川、安徽、山西、海南
市场驱动型	总分低于40为“市场驱动型”，主要依靠自身信用和市场融资	浙江、福建、河北、北京、上海、广东

注：得分算法： $(31 - \text{排名} + 1) / 31 \times 100$ ；分类标准主要采用分类断点法，观察所有省份总分分布，自

然断点出现在 56 和 40 附近。内蒙古无融资成本数据，按城投和政府得分加权（城投占 60%、政府占 40%）估算，并结合其城投债务大幅下降（-40.3%）的实际情况，归入政策驱动型。

资料来源：联合资信通过公开资料整理

政策驱动型：政策驱动型省份共 14 个，10 个重点区域均落入此区域，是中央化债政策的核心倾斜对象。其化债路径的核心特征是政策性工具对市场化融资形成强替代，城投有息债务平均下降约 8%，政府债务平均上升约 25%，融资成本平均下降约 270BP，利差收窄幅度居全国前列。重点区域省份通过特殊再融资债券、应急流动性贷款（SPV）、债务展期重组等工具实现短期流动性风险缓释。湖南落入政策驱动型，是因为其作为非重点省份，在城投债务控制较好的基础上（城投债务小幅增长 4.64%），通过积极利用政策工具，实现了融资成本显著下降（199BP）。这种成本压降效果超出了市场自发定价所能解释的范围，体现出对政策红利的深度依赖，湖南的“政策属性”体现为基本面控制良好加上政策工具放大效果。河南同样作为非重点区域落入此类，主要因其主动利用政策空间（发行置换债券、解决政府拖欠企业账款债券等）实现了显著的成本压降，其成本改善幅度与湖南相近，体现了非高风险省份同样可以通过“主动嵌入”政策工具来获得融资条件的实质性优化。西藏因债务体量小、转移支付依赖度高，其成本优化效果亦来自政策性资金支持。

政策-市场混合型：双轮驱动，化债路径最均衡。该类省份共 11 个，其中甘肃、吉林为重点区域。其核心特征是政策置换与市场化融资并行，既利用特殊再融资债消化存量，又保留债券市场接续能力，融资成本降幅明显，利差收窄幅度中等，这些省份并没有通过政策置换来大规模压降城投债务，而是将政策资源主要用于“置换高息存量、优化债务结构”，同时城投平台仍然保持活跃的市场化融资（新发债券、银行贷款等），净融资额为正。多数省份经济财政实力处于全国中游，债务体量较大但整体可控，既有能力争取政策资源，也具备市场化谈判空间。重点区域中吉林以自有资金偿还的方式同时使用市场化工具，因此落入混合型。甘肃落入混合型，是因为其呈现出“政策受益但不完全依赖”的中间特征：一方面，融资成本显著下降（222BP），表明化债政策的流动性外溢已覆盖甘肃，市场对其信用定价有所修复；另一方面，城投债务仍在较快扩张（排名第 21），并未像典型政策型省份那样进入严控收缩状态。这种“成本降、债务增”的组合，既不同于政策型省份的“严控+受益”，也不同于市场型省份的“成本改善有限”，因此被归入混合型，尚未形成政策效应深度依赖，市场化融资渠道仍有一定活跃度。江苏虽非重点区域，但城投体量巨大，在获得大规模置换额度的同时保持强劲市场融资能力，呈现“政策与市场双强”特征。

市场驱动型：自我循环，长期可持续性最强。该类省份共 6 个，其核心特征是化债政策资金获取量很少，城投有息债务多数持平或小幅增长，主要依靠自身财政实力、市场信用和平台转型，剩余存量债务由财政预算安排直接偿还，或通过 REITs、ABS 等工具盘活资产，成本优化幅度小。北京、上海、广东、浙江、福建等经济发达省市财政实力雄厚、债务率低、市场认可度高，化债并非其核心任务，高质量发展才是主线。河北虽债务率略高于其他成员，但其化债路径主要依靠自身信用和市场融资，政策干预较少。

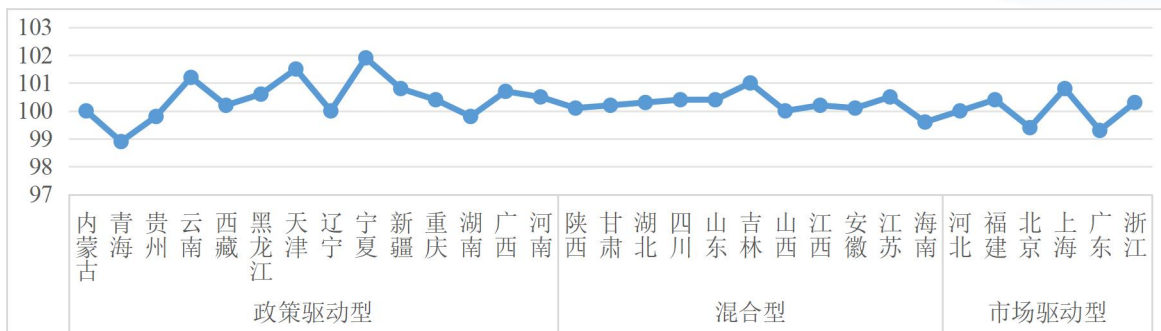
三、 分项成效对比：债务管控与市场信心

为客观反映各省份在化债过程中的多维度表现，本报告分别从债务管控和市场信心两个维度构建量化指标，对 2023—2025 年化债周期内各省份的分项成效进行独立展示与原因分析。

表 2 各省（自治区、直辖市）化债成效评价维度

维度	指标	判断	指标含义
债务管控	债务压降指数	$(\text{期末宽口径债务总额} / \text{期初宽口径债务总额}) \times 100$	指数越接近或低于 100，代表债务总量控制越好
市场信心	利差收窄指数	$(\text{期初城投债中位数信用利差} / \text{期末城投债中位数信用利差}) \times 100$	指数越高，代表融资成本下降越明显

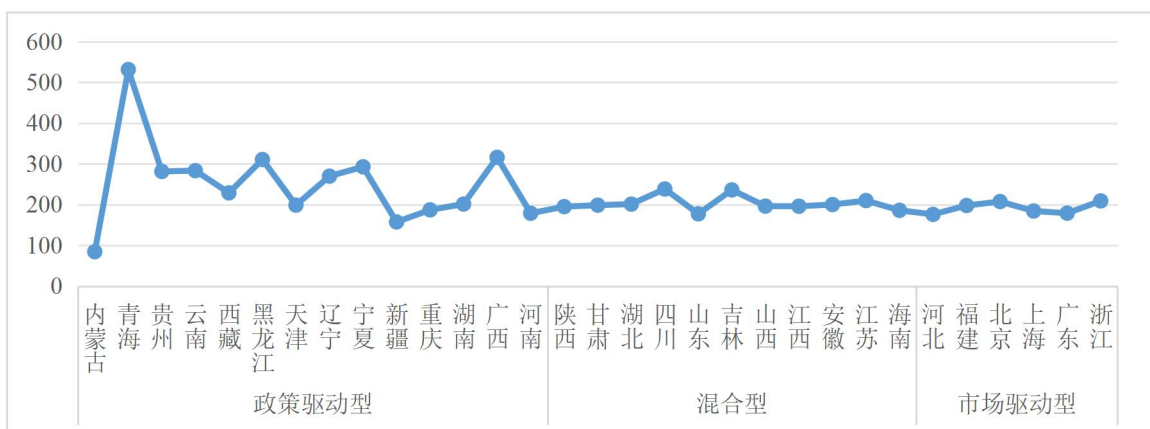
从债务压降指数来看，全国 31 个省份集中在 99.5~101.0 之间，区分度很小，反映本轮化债在总量层面以“平稳置换”为主，并未出现大规模的绝对债务削减。贵州（99.8）广东（99.3）青海（98.9）等省份指数略低于 100，债务总量略有压降；天津（101.5）宁夏（101.9）云南（101.2）等略高于 100，债务小幅增长。这种格局的深层原因在于“隐性债务显性化”的操作本质：用低息政府债券置换高息城投债务，结果是政府债务上升、城投债务下降，二者合计的总债务变化不大。真正实现总债务压降，需要地方政府在置换的同时用财政资金或资产盘活收入偿还一部分债务，这对财力薄弱省份难度较大。广东债务压降指数偏低（99.3）并非化债不力，而是因其较早开展全域无隐性债务试点，2022 年已基本实现隐性债务清零，后续债务增量主要来自新增政府债券。天津、宁夏、云南等省（区、市）债务小幅增长，则是在获得大量置换额度的同时，仍有部分新增融资需求，且部分高息非标债务置换成低息贷款或债券后本金未减少，仅实现了成本优化。总体而言，各省债务管控成效差异不大，均处于平稳区间。



资料来源：联合资信通过公开资料整理

图1 各省（自治区、直辖市）债务压降指数得分

市场信心维度：利差收窄与政策预期强相关，三类模式分化显著。政策驱动型省份利差收窄幅度最大。青海（531.3）黑龙江（310.6）广西（315.9）云南（283.3）宁夏（292.7）等指数极高，信用利差从200~500bp高位骤降至100bp以内。核心驱动力是中央“兜底预期”——市场普遍认为重点省份城投债将获得信用背书，违约风险大幅下降。青海2023年底利差高达500bp，2025年降至94bp，主要反映“刚兑预期”而非基本面改善。贵州、宁夏等利差大幅收窄但债务未降，表明定价更多反映政策预期。广西因初始利差极高而收窄显著。政策—市场混合型省份利差收窄指数集中在150~250之间。湖北（201.2）安徽（200.1）江西（196.0）等收窄明显；山东（177.4）江苏（209.9）居中。该模式利差修复逻辑是“政策托底+基本面支撑”的共同作用，市场对区域经济韧性有基本信心。市场驱动型省份利差收窄指数普遍在150~210之间。北京（207.5）浙江（209.1）略高，上海（184.3）广东（179.0）河北（176.0）居中。该模式利差进一步收窄空间极小，市场信心长期稳固，利差变动更多反映整体流动性环境变化，属于“低弹性、高安全”类型。



资料来源：联合资信通过公开资料整理

图2 各省（自治区、直辖市）市场信心指数得分

四、 可持续风险关注

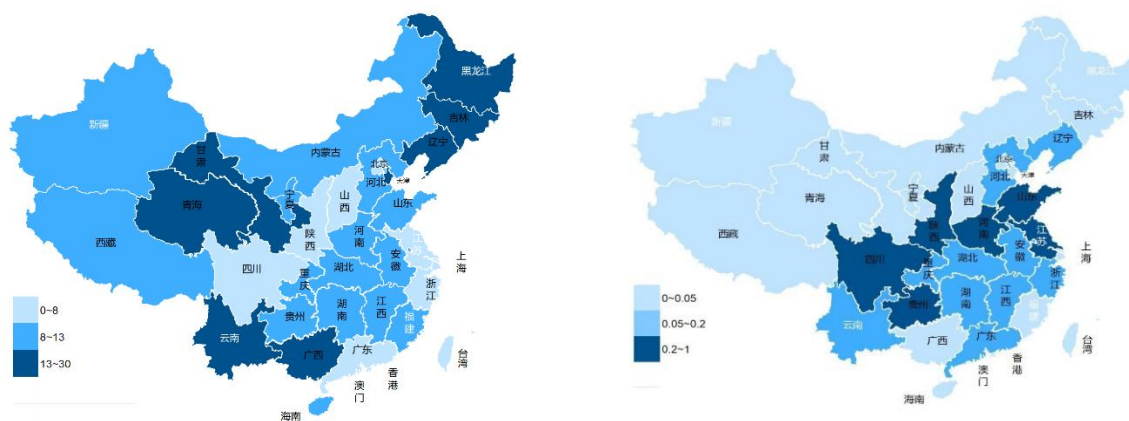
短期流动性风险的化解，并非化债工作的终点。化债的最终成效评估取决于地方政府能否在政策创造的“时间窗口”内，培育出内生的经济增长动力与健康的财政循环机制。若仅通过政策性工具推迟风险，而未解决债务增长的底层矛盾，终将陷入“融资难—增长弱—风险升”的恶性循环。本部分基于第三部分的分项指标，结合付息压力、非标舆情两个维度，对各省份的长期可持续性风险进行提示。

表 3 各省（自治区、直辖市）风险关注说明

类别	说明	省份
财政负担风险	政府债务付息额 / (一般公共预算收入+政府性基金收入)	超过 15%表示财政灵活性严重受限，偿债能力脆弱
金融生态风险	非标违约舆情频率（归一化指数）	舆情高发会削弱金融机构授信意愿，提高再融资成本

注：以上指标划分依据：付息压力参考国际警戒线及国内各省实际分布；舆情指数基于事件频次归一化后的自然断点，一般舆情指数超过 0.2 会明显影响区域再融资。

资料来源：联合资信根据公开资料整理



资料来源：联合资信根据公开资料整理

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3 各省（自治区、直辖市）财政负担风险（左）及金融生态风险（右）热力图

政策驱动型省份：重点关注“短期见效快、长期脆弱”的结构性矛盾。政策驱动型省份化债对中央资源依赖度高，短期成本优化和利差收窄显著，但长期风险较为突出，需重点关注财政负担过重风险。青海、辽宁、黑龙江、广西、云南付息压力普遍超过13%，部分接近或超过15%。这类省份普遍具有经济体量小、财政自给率低、

产业基础薄弱等特征，化债成效高度依赖外部输血，内生偿债能力未见明显改善，利息支出挤占公共服务和基建投资空间。内蒙古虽未获得大量城投债市场利好，但依托能源产业增长和中央财政支持，财政负担可控。湖南和河南作为非重点省份，其付息压力偏高（>12%），化债政策虽在短期内降低了隐性债务的融资成本，但将利息负担从市场转向财政（湖南利息支出率从2023年的9.22%升至2025年的12.36%），并未从根本上减轻全省的整体债务压力，反而使付息成为刚性的财政支出项，加剧了中长期可持续性的隐忧。若未来收入增长不及预期，可能进一步挤压支出空间。此外，贵州虽在政策支持下利差大幅收窄，但非标违约事件仍集中于遵义、安顺等下沉区域，金融生态风险值得持续关注。

政策—市场混合型省份：需关注单维度风险叠加。混合型省份整体化债成效较为均衡，但部分省份存在非标舆情风险和付息压力风险。山东、江苏、四川、陕西非标舆情风险高，上述省份的非标违约事件均高度集中于地市级、区县级或新区平台，省会或核心城市平台信用资质较好、舆情极少。山东集中于潍坊、青岛下辖区县；江苏集中于苏北地区；四川集中于成都下辖区县等地；陕西集中于西咸新区；非标舆情普遍集中于省内行政层级较低、财政实力较弱或历史债务负担较重的下沉区域，而核心城市或高能级板块凭借更畅通的融资渠道和更强的财政实力，表现出明显的风险免疫力。吉林虽已宣布退出重点省份名单，但付息压力并未同步下降，后续仍需依靠自身财力消化存量利息。甘肃作为重点省份，付息压力高需持续关注财政负担对偿债能力的侵蚀。**市场驱动型省份，整体风险可控，财政负担较轻，非标舆情极少。**河北债务率略高于其他成员，但再融资渠道通畅，风险整体可控。

五、 结论与局限性

本轮化债阶段性成效明显，重点省份流动性压力得到有效缓解。但区域分化突出，短期“输血”成功不代表长期风险出清。政策支持型省份短期效果最明显，但债务未实质压降、财政付息压力重，是未来风险焦点。政策与市场并重型化债路径最均衡，但需关注非标舆情和付息压力。市场驱动型长期可持续性最强，但成本优化空间有限。下一阶段，化债重心应从“化解存量”转向“控制增量与培育增长”。只有将短期政策支持转化为地方自身的财政平衡能力，化债才算真正成功。

本研究报告存在以下局限性：①本报告依据综合得分将省份划分为三类化债模式，具有较强的实证操作性，但部分省份在分类边界上存在“政策受益”与“市场化程度”

的交叉特征，分类结果不宜过度推广至个体政策判断。②本研究在指标构建与权重设定上存在简化假设：债务压降指数、利差收窄指数等指标虽具可操作性，但指标的赋权采用主观标准，不同权重选择可能影响区域分类结果。③本研究主要呈现区域间的相关性，未能建立严格的因果推断模型，尤其在外生政策冲击、区域经济周期波动及金融环境变化对化债成效的影响方面，尚缺乏系统剥离能力。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。