



宏观研究

【粤开宏观】化债成绩、挑战及建议——基于对 2025 年地方化债部署的分析

2025 年 05 月 20 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367
邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】关税冲击的宏观时滞与微观分化——4 月经济数据解读》2025-05-19

《【粤开宏观】中美互降关税：为何要降？还有哪些没解决？未来会如何？》2025-05-12

《【粤开宏观】本轮物价低迷与前两轮有何不同：特征、原因和应对》2025-05-11

《【粤开宏观】新一轮一揽子金融政策：重现 924 及增量举措》2025-05-07

《【粤开宏观】“内卷式”竞争：风起何方？潮归何处？》2025-05-05

摘要

2024 年中央出台“6+4+2”的化债举措，极大地缓解了地方政府的流动性风险，地方化债压力大大减轻、债务风险有效缓释，地方政府从应急状态回归常态谋发展。但是在化债过程中，地方政府还面临财政紧平衡态势延续、法定债务付息压力增加、城投市场化转型困难、拖欠企业账款尚未得到系统性解决等问题与挑战。

2025 年是一揽子化债方案完善落实之年，也是城投转型提速之年。2025 年《政府工作报告》提出“稳妥化解地方政府债务风险”，“优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，推动融资平台市场化转型”等。各省市陆续发布了政府工作报告和财政预算报告，详细列出了 2024 年化债进展和 2025 年化债工作安排。本文基于各省市县的公开资料和数据，梳理以下问题：当前地方化债效果如何？今年化债工作安排有哪些新亮点？还面临哪些挑战？化债政策还有哪些优化空间？

一、2024 年地方化债的六大成效

2024 年，地方化债实现了六重效果：隐性债务“清零”和显性化进度加快、融资平台退出加快、债务成本下降、债务结构优化、清欠企业账款加快、全口径债务风险管控更加有效，间接地实现了区域金融稳定，消化拖欠企业账款提振了企业信心，畅通了国民经济循环。

1、2024 年隐性债务余额大幅压降 1/4 左右，隐性债务显性化进程加快。2024 年用于置换存量地方政府债务的各类地方政府债券发行规模合计达 3.4 万亿元，置换后地方隐性债务余额从 2023 年末的 14.3 万亿元降至 2024 年末的 11.0 万亿元，下降幅度达 23%。若考虑地方使用“真金白银”偿还的债务后，地方隐性债务压降幅度更大。

从化债进度看，重点省份中，宁夏、吉林、内蒙古、青海化解隐性债务的进度较快；非重点省份中，新疆、江苏的市县隐性债务化解进度较快。从债务风险看，重点省份债务风险缓释，多个市县综合债务率下降。重点省份市县大力盘活资产资源，包括存量土地和房产、矿业权、特许经营权、电力指标等各类国有资源，筹集“真金白银”偿还存量债务。

2、融资平台退出加快，2024 年全国“退平台”数量近 7000 家，政府融资职能加快剥离。从公开信息可知，宁夏、内蒙古融资平台数量与 2023 年 3 月末相比分别压降 76%、66.5%，吉林、辽宁压降幅度均超过 50%，位居全国前列。

3、通过利率更低的地方政府债券置换存量隐性债务，实现“高息债务低息化”，极大地减轻了地方利息压力。2024 年地方政府债券平均发行利率为 2.3%。据财政部估算，置换后利率水平下降平均超过 2.5 个百分点，预计这部分置换债



券5年利息减少2000亿元以上。2024年广西新发行债券平均利率较上年同期超303个基点；内蒙古债务“置换后每年可节省利息30.9亿元”，相当于2024年法定债务付息支出的8.5%。

4、融资平台非标债务占比持续压降，债务结构持续优化。2024年，各地通过协商银行贷款置换掉信托、融资租赁、债权计划、定融等利息成本高、偿债压力大的非标债务，优化债务结构。例如，柳州市全市融资平台债务结构优化，非标、债券余额分别压降272亿元、50亿元，占比分别从16%和29%下降至6%和27%，非标债务占比下降尤为明显；银行贷款占比从55%上升至67%，利率更低、风险更低的银行贷款比重上升，减轻了融资平台偿债压力。

5、加快加力推进清理拖欠企业账款工作，缓解了企业现金流压力，激发企业主体活力。政府拖欠的企业账款中，部分属于政府项目中存在长期拖欠、变相让企业垫资，且未在财政预算中安排相应资金偿还形成事实债务的，已纳入隐性债务。地方用好中央政策，加快加力清理拖欠企业账款。其中，宁夏把纳入隐债的政府拖欠企业账款全部清零；贵州多措并举积极解决多年积累的拖欠企业账款问题；云南健全解决企业账款拖欠问题长效机制。

6、建立全口径地方债务监测监管体系，债务风险监测取得成效。全口径债务管理更加公开透明，有利于监管部门实时准确地掌握地方债务数据、评估债务风险并采取精准举措，也有利于遏制化债不实和新增隐性债务。2024年，多数地区都表示已经实施了“全口径地方债务监测”。江苏、山东实现对政府法定债务、隐性债务、城投经营性债务“三债统管”。

二、2025年地方化债重点工作部署

2025年，各地深入贯彻落实中央决策部署，坚持“在发展中化解债务、在化债中促进发展”的工作思路，统筹运用财政和金融资源，重点推进**严格遏制新增隐债、靠前发行置换债券化债、动态退出重点省份名单、加快退平台并分类推动城投转型、提高债务资金使用效率、完善全周期债务监管**等六个方面的化债工作。

1、将不新增隐性债务作为铁的纪律，防止一边化债一边新增。2025年，四川、湖北、福建、河北、广西、宁夏等多个省份将“不新增隐债”作为“一条铁律”。甘肃、贵州、吉林要求严格落实“举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对新增隐性债务问题“零容忍”。河北“对违规举债、虚假化债的严肃追责问责”。

2、通过靠前使用化债额度、筹集化债资金等手段，化解存量隐性债务。其一，2025年化债额度更早使用更早见效。截至2025年5月20日，今年2.8万亿元（6万亿分三年+4万亿分五年）用于化债的地方债券累计发行超1.77万亿元，进度达63%。包括：29个省份发行特殊再融资专项债券合计达16116亿元，进度超80%；16个省份发行特殊新增专项债券规模达1573亿元，进度约20%。其二，2025年通过盘活资产、加快土地出让等手段，筹集化债资金。

3、符合要求的重点省份争取分批次退出高风险地区名单，宁夏、内蒙古有望率先退出重点省份名单。2025年，中央将动态调整重点省份名单，支持打开新的投资空间。目前宁夏宣布“已符合退出债务高风险省份的条件”，“已向国务院申请”退出；内蒙古也满足条件“有望率先退出高风险省份”。

4、推进融资平台加快退出与转型发展，构建“退出一转型一发展”的良性机制。短期来看，为了完成2027年6月底之前地方融资平台清零的目标，2025



年融资平台压降进度有望进一步提速。近期，多地区表态力争在 2025 年实现融资平台全部退出。退平台仅解决“身份问题”，并未解决“生存问题”。中长期来看，地方政府还需积极引导城投公司市场化转型，实现可持续发展，形成“退出一转型一发展”的良性循环。未来城投公司“退平台”后，会形成两极分化，市场化经营程度较高、自身盈利能力较强的城投公司，顺利地转型为普通国有企业；而市场化经营程度较低、业务转型难度较大的城投平台，有必要尽快重组或清退。

5、强化预算约束与投资项目管理，提升债务资金使用效益。一是根据财政承受能力安排投资项目，加强绩效评估。二是根据地方发展需求匹配项目，提高资金使用效益。

6、构建地方债务全生命周期监管，完善债务全链条管理。一是加强专项债券项目“借、用、管、还”管理。二是确保政府负债和项目资产平衡。三是探索建立专项债券偿债备付金制度。

三、进一步化债面临的四大挑战

尽管化债工作已经取得阶段性成果，但是化债工作仍然面临以下四重挑战：

1、隐性债务滋生的土壤仍然存在，防范化解债务风险的长效机制仍在探索中。其一，宏观税负仍处于下行通道，地方大量支出依靠转移支付和债务弥补。宏观经济仍面临国内有效需求不足、物价低迷等挑战，以现价计量的财政收入承压，加之房地产市场处于调整转型期，引起房地产相关税收及土地出让收入下滑。其二，地方政府在多元化考核目标下，民生、“三保”等重点领域财政支出责任不减，地方仍需兼顾化债、“三保”与发展，部分任务完成诉诸隐性债务的冲动仍存。其三，财税体制改革在有序推进中，但是事权和支出责任改革客观上讲难度较大，地方支出责任依然较大。

2、隐性债务显性化后，法定债务余额快速攀升，纳入预算的付息支出增加，可能挤占地方财政支出空间。多个省份在预算报告中提及“债务付息刚性增长”，可能对地方财政运行和基层库款保障带来挑战。

3、城投公司内部造血能力不足，外部融资监管政策趋严，市场化转型难度仍然较大。一是城投公司自身经营能力有限，现金流状况不佳。城投公司往往承担了大量公益性项目建设，其建设周期长、投资回报慢，从项目回收的资金有限，不足以偿还债务本息。二是城投公司市场化融资受限，尤其是涉及隐性债务的城投公司，市场化转型更加困难。其中，城投债融资监管趋严，重点区域公开市场融资更加受限。

4、拖欠企业账款问题尚未系统性解决，可能增加地方政府支出责任，影响部分地方政府的公信力和微观主体信心。部分地方政府部门违规要求国有企业垫资建设项目，以及拖欠民营企业账款，既增加政府未来的支出责任，容易形成事实上的隐性债务，又破坏了营商环境，要予以坚决制止和根本解决。2022 年 5 月、2022 年 7 月、2023 年 11 月、2024 年 9 月和 2025 年 4 月财政部监督评价局先后五次公开通报 38 个地方政府隐性债务问责典型案例，其中不乏通过拖欠账款等方式违规举债的案例。

四、进一步化解地方债务风险的政策建议

下阶段，要统筹债务化解和城投转型工作，既要持续压降隐性债务，又要确保稳定发展；既要妥善化解存量债务风险，又要严防新增债务风险；既要注



重短期防风险，又要注重长期体制机制改革，也要加快发展方式的转型。

1、短期看，推动中央加杠杆促进经济回升、考虑将化债额度根据地方实际需要一次性给到地方，地方因地制宜开展债务置换、加快国有资产盘活、清理拖欠企业账款。一是有必要通过中央加杠杆促进经济回升向好，尤其要推动房地产止跌回稳，为地方财政平稳运行提供良好宏观环境。比如，中央层面发行国债建立“房地产稳定基金”专项用于保交楼、收储、盘活闲置土地等，解决地方支持房地产的能力不足问题。

二是地方债务置换工作要因地制宜开展，靠前落实支持高风险地区化债，研究将“6万亿分三年、4万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，根据需要靠前化债而非平均用力。

三是考虑逐步实行以市县为单位制定管控措施的化债政策，更加精细化管理。

四是加大资产盘活力度，通过提高国有资本收益上缴财政的比重、划转国有股权等方式支持地方化债和融资平台转型。

五是加大拖欠企业账款的清理力度，摸清底数，分类清偿欠账，利用新增专项债政策加快清欠进度。以省为单位建立清欠企业账款的响应机制，比如省级财政部门对当地企业设立政府欠款的信息直通系统，企业拖欠账款情况直达省级财政部门，有利于摸清底数；清欠额度可从专项债而来，中央在各省之间根据需要调剂、增发。

2、长期看，要从财政体制改革、建立债务与资本预算、城投市场化转型三个维度出发抑制地方隐性债务的产生，构建防范化解债务风险的长效机制。

一是有必要推动财税体制改革，稳定宏观税负，厘清政府与市场关系，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题。**二是**探索建立债务与资本预算，加强地方政府债务管理，降低地方对债务的依赖。**三是**加快推动城投融资平台向国有投资运营公司转型，通过引入社会资本、优化公司治理结构等方式，提升运营效率和服务水平。

风险提示：地方财政收支紧平衡加剧；房地产调整冲击超预期。



目 录

一、2024 年地方化债和城投转型的成效	6
二、2025 年地方化债和城投转型工作新部署	12
（一）中央：动态调整债务高风险地区名单，建立地方债务长效监管制度	12
（二）地方：坚决遏制隐性债务新增、靠前发行置换债券、重点省份分批退出、加速融资平台退出	13
三、下阶段化解地方债务风险面临的挑战	16
四、关于进一步化解地方债务风险的政策建议	20
（一）短期：坚持在发展中化债，优化化债方式，研究将化债额度一次性给到地方、根据需要靠前使用	20
（二）中长期：推动财政体制改革、建立债务与资本预算、加快城投转型	21

图表目录

图表 1： 各省份 2024 年获得中央化债政策支持的地方债券发行金额	6
图表 2： 2024 年部分地区综合债务率下降情况一览	8
图表 3： 部分省份披露 2024 年地方融资平台数量压降幅度	9
图表 4： 2024 年部分地区融资平台退出相关进展	9
图表 5： 2024 年部分地区金融化债相关进展	11
图表 6： 2025 年中央层面有关化债工作表述	12
图表 7： 2025 年各省份政府性基金预算收入同比增速	14
图表 8： 2025 年一季度地方政府置换债券发行规模较高	14
图表 9： 2025 年 2 万亿元置换债券发行进度情况	15
图表 10： 2025 年部分地区退平台计划	15
图表 11： 2025 年各省份一般公共预算收入增速目标与 2024 年对比	17
图表 12： 2024 年各省份法定债务率及变化一览	17
图表 13： 2024 年各省份专项债务利息支出率	18
图表 14： 2017—2024 年城投债余额及其同比增速	18
图表 15： 2017—2024 年规上工业企业应收账款平均回收期	19
图表 16： 2024 年 9 月和 2025 年 4 月财政部通报的隐性债务问责案例	19



一、2024 年地方化债和城投转型的成效

2024 年，中央化债思路实现了重大转变，从防风险为主转向更好统筹稳增长与防风险，从“化债中发展”转向“发展中化债”，将稳增长和促发展置于更高的地位。2024 年 11 月 8 日，中央“6+4+2”的一揽子化债举措，在五年内支持地方化解 12 万亿元的隐性债务，支持地方政府卸下包袱、轻装上阵，极大地缓解地方政府的流动性风险，扭转存量债务过度占用财政资源的困境，腾出更多资金解决基层“三保”及促进经济发展。

2024 年是地方化债大年，防范化解地方债务风险取得积极成效，取得了隐性债务大幅压降、融资平台“退平台”进度加快、债务付息支出下降、债务结构优化、拖欠企业账款减少、全口径债务风险管控更加有效等多重效果。

第一，“隐性债务显性化”进程加快，2024 年债务置换政策直接带动全国隐性债务余额下降约 1/4，债务风险明显缓释。整体上，“6+4+2”一揽子债务置换政策实施后，地方隐性债务大幅压降。2024 年，综合考虑 2.5 万亿元特殊再融资债券（用于置换隐性债务或偿还地方政府存量债务）、8778 亿元的特殊新增专项债券（无具体项目用途而是用于化债的新增专项债），债务置换的财政资金合计达 3.4 万亿元。一揽子债务置换政策实施后，地方隐性债务余额从 2023 年末的 14.3 万亿元降至 2024 年末的 11.0 万亿元，下降达 23%。此外，地方除了用好中央债务置换政策，还积极统筹化债资源、安排“真金白银”进一步化解存量隐性债务。若考虑地方使用“真金白银”偿还的债务后，地方隐性债务压降幅度更大。

图表1：各省份 2024 年获得中央化债政策支持的地方债券发行金额

省份	2023 年末隐性债务余额估计数 (亿元)	2024 年置换债券 发行金额(亿元) ①	2024 年特殊再融 资债券发行金额 (亿元) ②>①	2024 年特殊新增 专项债发行金额 (亿元) ③	债务置换金额合 计(亿元) ④=②+③
江苏	17954	2511	3136	800	3936
湖南	9209	1288	1437	463	1900
山东	8973	1255	1479	486	1965
河南	8773	1227	1313	520	1833
贵州	8408	1176	1846	403	2249
四川	8208	1148	1367	615	1982
湖北	7021	982	1250	502	1752
安徽	7007	980	1120	391	1511
云南	6278	878	984	234	1218
浙江	5820	814	1090	378	1468
辽宁	5513	771	808	223	1031
天津	5513	771	1336	188	1524
重庆	5391	754	892	209	1101
内蒙古	4090	572	635	127	762
陕西	4033	564	691	501	1192
江西	3940	551	672	337	1009
广西	3682	515	586	137	723
福建	3589	502	622	262	884
黑龙江	3461	484	507	126	633
甘肃	3167	443	506	183	689



省份	2023 年末隐性债务余额估计数 (亿元)	2024 年置换债券发行金额(亿元) ①	2024 年特殊再融资债券发行金额 (亿元) ②>①	2024 年特殊新增专项债发行金额 (亿元) ③	债务置换金额合计(亿元) ④=②+③
山西	2753	385	421	215	636
吉林	2753	385	418	108	526
河北	2009	281	417	209	626
新疆	1544	216	306	669	975
海南	1087	152	175	79	254
宁夏	987	138	156	30	186
西藏	980	137	146	351	497
青海	522	73	82	32	114
北京	336	47	248	0	248
广东	0	0	194	0	194
上海	0	0	178	0	178
合计	143000	20000	25018	8778	33796

资料来源: wind、粤开证券研究院(注:假设各省份 2023 年隐性债务余额占全国的比重与各省份置换债券额度占全国的比重一致;表中①置换债券发行金额指的是使用一次性新增 6 万亿元限额中发行的用于置换隐性债务的专项债券(当年使用 2 万亿);表中②特殊再融资债券发行金额包括使用结存限额发行的再融资债券、以及使用新增 6 万亿元限额发行的置换债券①;表中④债务置换金额合计是②特殊再融资债券发行金额与③特殊新增专项债券发行金额的总和。)

2024 年,多个省份超额完成化债任务,宁夏、内蒙古、吉林、新疆、江苏等隐性债务“清零”进程较快,宁夏、吉林隐性债务余额下降八成左右。重点省份中,甘肃“债务风险有效缓释”,实现了“化债卸包袱、发展不停步”;宁夏、青海“超额完成”年度地方债务化解任务。2024 年,宁夏隐债规模和债务率大幅下降,隐性债务余额较 2023 年 3 月末下降 78%。吉林 2024 年末存量隐性债务降至 1000 亿元以下,与 2023 年 3 月上报国务院数据相比压降 80%左右。市县层面,2024 年末,吉林省有 82.9%的市县区隐性债务实现“清零”;黑龙江省绥化市 10 个区县、辽宁省本溪市 6 个区县隐性债务全部“清零”;天津市河北区、西青区实现隐性债务“清零”。2024 年,内蒙古宣布新增 8 个旗县隐性债务“清零”;青海省新增 4 个州全域实现隐性债务“清零”。非重点省份中,新疆“提前完成”全年化债任务,新疆“自治区本级和 13 个地州市本级、95 个县市区提前完成存量隐性债务化解,276 家融资平台存量隐性债务全部化解完毕”。江苏多个市县提前完成隐性债务化解任务,徐州市“在全省率先实现隐性债务清零”,连云港市海州区、赣榆区、宿迁市宿城区、盐城市阜宁县、苏州市吴江区、南京市玄武区 2024 年末实现隐性债务“清零”目标。

2024 年,内蒙古、黑龙江、吉林多个市县综合债务率下降或风险等级下降。重点省份各市县大力盘活资产资源,包括存量土地和房产、矿业权、特许经营权、电力指标等各类国有资源,筹集“真金白银”偿还存量债务。重点省份中,2024 年,内蒙古自治区新增 1 个盟市本级和 10 个旗县退出高风险等级;吉林省长春市、辽源市、松原市多个地市退出债务高风险等级;黑龙江佳木斯市、宁夏固原市“由红转橙”;甘肃张掖市“退橙”。辽宁多个区县债务风险降级,天津市北辰区综合债务率“退红”,重庆市大足区、垫江县综合债务率下降。非重点省份中,经济大省隐性债务清零进展较快,市县综合债务风险下降明显。如江苏省镇江市“政府性债务率实现大幅压降”,四川省攀枝花市综合债务风险等级“由橙转黄”,湖北省鄂州市实现“退橙转黄”。


图表2：2024 年部分地区综合债务率下降情况一览

省份	市县	2024 年综合债务风险下降相关表述
黑龙江	双鸭山市	2024 年政府隐性债务规模和政府债务率实现“三连降”。
黑龙江	佳木斯市	偿还债务本金 68.5 亿元，全力退出债务风险红色等级。
吉林	长春市	在实现债务风险等级由红转橙的基础上，接续推进化债任务。
吉林	辽源市	市本级成功退出债务风险红色高风险序列。
吉林	松原市	债务风险等级实现降色、退出红色。
辽宁	抚顺市	市本级政府债务退出高风险。
辽宁	本溪市平山区	债务率由历史最高 737% 降至 244%，退出红色高风险预警地区。
辽宁	盘锦市盘山县	债务风险等级预计实现“由红转橙”。
辽宁	鞍山市台安县	政府债务率有望从 2023 年末的 180% 降至 150%，债务风险等级由“橙”到“黄”。
天津	北辰区	预计实现综合债务率“退红”和隐性债“清零”。
重庆	大足区	超额完成年度化债任务，隐债核查整改完成率 100%，全区综合债务率下降 24 个百分点。
重庆	垫江县	严格管控负债限额，全县综合债务率 238.4%，较 2023 年底下降 11 个百分点。
宁夏	固原市	市本级债务风险等级由红转橙。
内蒙古	乌海市	债务风险等级在全区率先实现全域“退橙”。
内蒙古	鄂尔多斯市东胜区	债务风险等级“退红”目标圆满完成。
内蒙古	锡林郭勒盟二连浩特市	政府化债 5.4 亿元，实现“退橙”降级。
内蒙古	兴安盟	阿尔山市、乌兰浩特市顺利退橙。
甘肃	张掖市	实现市本级政府债务风险等级由“橙色”较高风险等级转为“黄色”中等风险等级。
贵州	六盘水市六枝特区	“橙色”债务风险等级由“深”转“浅”。
贵州	贵阳市白云区	排除万难推动债务率稳步下降，债务风险等级由红转橙。
山东	淄博市淄川区	政府债务率始终保持在橙色警戒线之下。
山东	济南市济阳区	综合债务率在去年由橙转黄的情况下，继续保持在黄色等级。
陕西	延安市宝塔区	债务风险等级实现由橙转黄。
四川	攀枝花市	综合债务风险等级由橙转黄。
江苏	镇江市	全面完成 2024 年债务管控各项目标，政府性债务率实现大幅度压降。
湖北	鄂州市	债务率降至 170%、实现“退橙转黄”。
湖北	随州市曾都区	政府综合债务率下降 32%，退出橙色风险等级。
江苏	南通市通州区	政府债务风险等级由“橙”转“黄”。

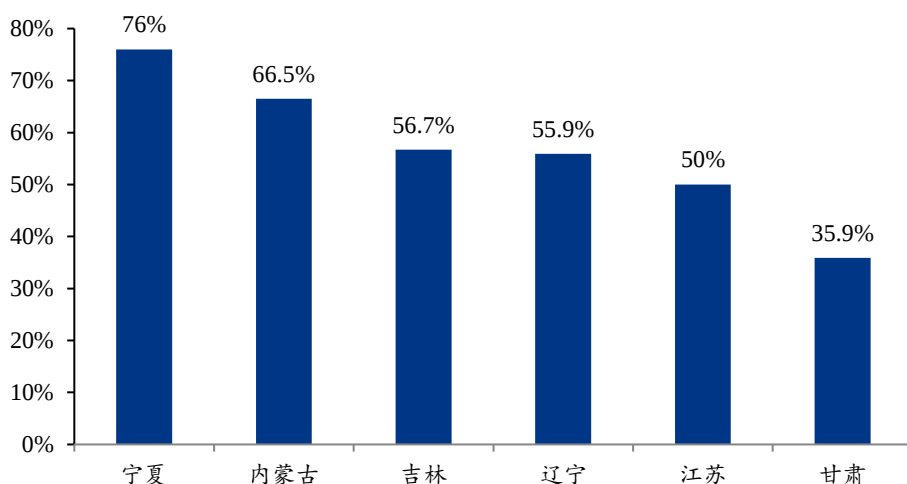
资料来源：各地 2025 年政府工作报告及预算报告、粤开证券研究院

第二，融资平台退出加快，2024 年全国“退平台”数量近 7000 家。监管部门要求，各地融资平台退出时间不得晚于 2027 年 6 月末。根据财政部部长在全国人大记者会上披露¹，2024 年四季度，置换政策实施后融资平台减少了 4680 家，占全年减少总数的三分之二以上。据此估计，2024 年地方融资平台累计压降数量接近 7000 家。从区域看，重点省份中，2024 年末宁夏、内蒙古融资平台数量与 2023 年 3 月末数量相比分别压降 76%、66.5%，吉林、辽宁压降幅度均超过 50%，位居全国前列；天津“清理撤并融资平台 75 家”。非重点省份中，江苏“压降 50% 以上”；新疆“融资平台清退进度位居全国前列”；河南“118 家企业退出融资平台”。

¹（现场实录）十四届全国人大三次会议经济主题记者会：
<https://www.news.cn/politics/20250306/t9f82a67b3884e2e9cb2d987198ddd1c/c.html>



图表3：部分省份披露 2024 年地方融资平台数量压降幅度



■ 融资平台数量较2023年“331口径”数降幅

资料来源：各省（自治区）财政厅、粤开证券研究院

图表4：2024 年部分地区融资平台退出相关进展

省份	市县	退平台相关成果表述
吉林	—	压降融资平台 187 家，压降比例 56.7%。
吉林	松原市	在全省率先实现隐性债务清零，融资平台全部退出，债务风险等级实现降色、退出红色。
辽宁	沈阳市辽中区	提前完成 14 家融资平台压降任务，高息非标债务全部清零。
辽宁	营口市鲅鱼圈区	压降融资平台 19 个，减幅 57.6%。
辽宁	铁岭市开原市	在全省率先完成融资平台清退目标。
天津	—	2024 年市场化债转股实现突破，推动 75 家融资城投转型或退出。
天津	滨海新区	完成 24 户区属一级企业集团“瘦身健体”和图谱核定，11 家融资平台类企业实现“退平台”。
重庆	—	2024 年推动 7 户市属国有融资平台退出。
广西	—	2024 年推动 70 家融资平台隐债“清零”，全区隐性债务余额较 2018 年减少 70% 以上。
广西	贺州市	市、县（区）两级融资平台从 39 家进一步压降至 28 家，压降数量排全区前列。
贵州	遵义市习水县	分类压降融资平台及其子公司 60 家以上。
云南	文山州	圆满完成 2024 年度金融债务化解、平台退出《军令状》任务。
宁夏	—	全区融资平台债务规模持续压降、较峰值下降 43%，融资平台数量大幅压降、退出比例达到 76%。
宁夏	石嘴山市大武口区	2024 年隐性债务化解清零，国企融资平台全部退出。
宁夏	中卫市	全市 10 家国有融资平台已退出 9 家，其中市本级全部退出。
宁夏	银川市	紧盯国资国企债务风险，安排资金 70 亿元，推动全市 26 家融资平台退出名录，实现市场化转型。
内蒙古	鄂尔多斯市	2024 年加快推动融资平台压降清理工作，压降融资平台 47 家，完成目标的 115%。
甘肃	张掖市	8 家融资平台公司实现隐性债务清零，退出融资平台公司行列。
新疆	—	提前完成全区存量隐性债务化解任务，融资平台清退进度位居全国前列。
湖北	武汉市	2024 年国企转型步伐加快，围绕产业和民生领域新建市属企业 6 家，11 家市、区国企退出融资平台。
河南	—	118 家企业退出融资平台，漯河清“五高”做法受到国务院督查激励。
湖南	怀化市	2024 年压降平台公司 23 家，融资平台加权平均利率下降 54 个基点。
湖南	衡阳市	31 家公司申报退出融资平台名单。
湖南	娄底市	2024 年压降平台公司 12 家，市属国企银行存量贷款平均年化利率下降 148 个基点。



省份	市县	退平台相关成果表述
江苏	—	全省融资平台数量较“3·31”时点数压降 50%以上，综合融资成本下降约 60BP。
江苏	南通市如皋市	名录内融资平台数量累计压降 90%以上。
浙江	温州市	2024 年全年推动融资平台退出 19 家，金融债务压降 500 亿元以上。

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第三，通过利率更低的地方政府债券置换存量隐性债务，实现“高息债务低息化”，极大地减轻了地方付息压力。2024 年 1-12 月，地方政府债券平均发行利率为 2.3%。由于地方政府债券利率低于存量隐性债务，债务置换后可节约利息支出、降低债务付息压力。根据蓝佛安部长介绍“去年发行的 2 万亿元置换债券，利率水平下降平均超过 2.5 个百分点，部分地区下降更为明显，预计这部分置换债券 5 年利息减少 2000 亿元以上。”地方层面，湖南省“全省每年降低债务利息近 50 亿元”，节约的利息相当于湖南 2024 年法定债务付息支出的 8.2%；广西 2024 年置换隐性债务 515 亿元，“每年节省利息 10 亿元以上”；内蒙古 2024 年发行置换债券 572 亿元，“置换后每年可节省利息 30.9 亿元”，相当于 2024 年法定债务付息支出的 8.5%。

第四，融资平台非标债务占比持续压降，债务结构持续优化。2024 年 2 月，国务院常务会议定调“地方债务风险得到整体缓解”后，监管部门连续下发补充文件²，进一步强化配套政策支持，优化金融化债效果，包括扩大金融化债支持范围至双非债务（包括重点省份的非持牌机构非标债务以及非重点省份的非标债务）、支持政策延长至 2027 年 6 月等。信托、融资租赁、债权计划、定融等利息成本高、偿债压力大的非标债务可通过协商银行贷款进行债务置换，优化债务结构。例如，柳州市全市融资平台债务结构优化，非标、债券余额分别压降 272 亿元、50 亿元，占比分别从 16%和 29%下降至 6%和 27%，非标债务占比下降尤为明显；银行贷款占比从 55%上升至 67%，利率更低、风险更低的银行贷款比重上升，减轻了融资平台偿债压力。

² 《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国办函〔2024〕14 号）、《关于优化金融支持地方政府平台债务风险化解的通知》（银发〔2024〕134 号）、《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发〔2024〕150 号）、《关于严肃化债纪律做好金融支持融资平台债务风险化解的通知》（银发〔2024〕226 号）


图表5：2024 年部分地区金融化债相关进展

省份	市县	2024 年金融化债相关进展
内蒙古	—	自治区层面与各大金融机构省级分行集中谈判集中签约降息，每年为基层政府节省利息支出 19.8 亿元。
山东	—	严禁新增政府隐性债务， 彻底剥离政府融资功能 。积极化解存量隐性债务，同步 切割公益性资产 ，助力企业轻装上阵。
山东	青岛市即墨区	通过争取融资平台 非标置换 、 加大存量闲置资产盘活处置力度 等方式，拓宽城投公司筹资化债渠道。
山东	潍坊市	潍坊经济区城市建设投资发展集团 2024 年非公开发行公司债券，发行规模不超过 3.40 亿元，募集资金拟用于“ 统借统还 ” 偿还到期公司债券本金 。
贵州	安顺市	贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司 2024 年非公开发行私募债券，发行金额为 18 亿元，募集资金用于偿还区域内安顺市西秀区黔城产业股份有限公司的到期公司债券。
浙江	湖州市南太湖新区	全力推进置换“ 双非 ”债务置换工作，非标债务、高息贷款等情况有明显遏制。
重庆	巴南区	有效压降国有企业有息负债、非标债务、6%以上高息债务规模。
宁夏	银川市	中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行 通过银团贷款置换 银川市公交公司 3.68 亿元非标债务。
广西	柳州市	持续推进银团贷款支持柳州化债，增加贷款置换债券和非标的规模。23 家银行金融机构接续债务 608 亿元。债务成本稳步下降，全年减少利息支出超过 15 亿元。 债务结构持续优化，银行贷款、债券、非标比例由 5.5:2.9:1.6 优化为 6.7:2.7:0.6，债券、非标分别减少 50 亿元、272 亿元。
甘肃	平凉市	通过 申请全国首笔中央应急流动性借款 、 全省首笔应急周转金 、安排预算资金、优化债务结构、发行债券、展期降息等方式，偿还政府法定债务本息 20.8 亿元，化解平台类企业债务 45.6 亿元，清偿企业欠款 1.5 亿元。

资料来源：各地政府网站、上交所网站、中国债券信息网、财新网、粤开证券研究院

第五，加快加力推进清理拖欠企业账款工作，缓解了企业现金流压力，激发企业主体活力。2024 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》，对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。账款拖欠按性质分类，既有政府欠企业的，也有企业拖欠企业的。其中，政府拖欠的企业账款中，部分属于政府项目中存在长期拖欠、变相让企业垫资，且未在财政预算中安排相应资金偿还形成事实债务的，已纳入隐性债务。2024 年，中央安排的 4000 亿元地方政府债务结存限额和 8000 亿元新增地方政府专项债券，部分用于清理拖欠企业账款。地方则用好中央政策，加快加力清理拖欠企业账款。其中，宁夏把纳入隐债的政府拖欠企业账款全部清零；贵州多措并举积极解决多年积累的拖欠企业账款问题；云南健全解决企业账款拖欠问题长效机制；重庆完成清理拖欠企业账款专项行动目标任务；湖南落实大规模债务置换政策，实现还隐债、清欠款、补欠税“一钱多用”效果；陕西台账内拖欠企业账款实现“应清尽清”，省属高校清欠任务按期完成。

第六，建立全口径地方债务监测监管体系，债务风险监测取得成效。从过去隐性债、法定债双轨管理到合并监管，全口径债务管理更加公开透明，有利于监管部门实时准确地掌握地方债务数据、评估债务风险并采取精准举措，也有利于遏制化债不实和新增隐性债务。2024 年，多数地区都表示已经实施了“全口径地方债务监测”。江苏、山东实现对政府法定债务、隐性债务、城投经营性债务“三债统管”；重庆“深入推进全口径地方债务监测体系建设”；河北“在全国首批开展全口径地方债务监测系统试点，动态监测债务变化情况”；新疆“实施全口径地方债务动态监测”；广西钦州市高质量完成全口径地方债务检测系统试点任务，“获得财政部表扬”；吉林省长春市“对地区隐性债务、经营性债务全流程、一体化管理”。



二、2025 年地方化债和城投转型工作新部署

2025 年，全国财政总体形势维持紧平衡，同时面临国内有效需求不足、物价低迷、房地产处于转型调整期等多重挑战，防范化解地方债务风险仍是防风险重要工作。

（一）中央：动态调整债务高风险地区名单，建立地方债务长效监管制度

2025 年《政府工作报告》明确“稳妥化解地方债务风险”。中央定调坚持在发展中化债、在化债中发展，做好新形势下的化债部署。**一是**实施更加积极的财政政策，提升财政赤字率和扩大政府债券发行规模，为防范化解地方政府债务风险创造有利的宏观环境。**二是**优化考核和管控措施，持续加大对地方化债的指导，动态调整重点省份名单，推广地方化债典型经验做法。**三是**加快落实落细债务置换政策，尽早发行使用置换债券额度，对隐性债务精准置换。**四是**加快推进融资平台改革转型，剥离平台政府融资功能，结合企业实际分类推进市场化转型。**五是**统筹推进财税体制改革，建立统一的地方政府债务长效监管制度，完善与高质量发展相适应的政府债务管理机制，从根本上遏制违规举债冲动。

图表6：2025 年中央层面有关化债工作表述

日期	会议或文件	表述内容
2025/01/20	国务院新闻办“财政高质量发展成效”新闻发布会	下一步，财政部将按照党中央、国务院决策部署，会同有关方面做好政策落地实施的“后半篇”文章。 一是持续加大对地方的指导力度 ，推动扎实落实置换工作要求。指导用好用足中央支持政策，及时研究解决地方在化债过程中出现的新情况、新问题， 推广地方化债典型经验做法 ，让各个地方相互借鉴，一些好的做法我们有专门的交流平台，推动加快化解存量隐性债务。 二是加强债券资金全流程、全链条监管 ，确保合规使用。指导地方建立存量隐性债务置换台账，完整、准确登记债券的发行、使用、还本付息情况，确保所有资金实行专户管理、专账核算、封闭运行。 三是坚定不移严防新增隐性债务，推动隐性债务“清仓见底” 。持续保持“零容忍”的高压监管态势，发挥部门协同监管合力，对违法违规举债和虚假化解隐性债务等问题严肃处理。加快融资平台改革转型，坚决阻断地方违法违规举债途径，促进可持续发展。
2025/03/05	《政府工作报告》	稳妥化解地方政府债务风险 。坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施， 动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间 。按照科学分类、精准置换的原则，做好地方政府隐性债务置换工作。完善政府债务管理制度，坚决遏制违规举债冲动。 加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型和债务风险化解 。
2025/03/05	《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》	坚持在发展中化债、在化债中发展，指导地方完善和落实一揽子化债方案。做好地方政府存量隐性债务置换工作， 区分轻重缓急，统筹好置换债务优先序和各年度置换安排 ，加强再融资债券投向管理、过程管理，严防政策执行走偏和道德风险。将不新增隐性债务作为“铁的纪律”， 强化政府支出事项和政府投资项目预算管理 ，对违规举债、虚假化债等行为严肃追责问责，防止前清后欠。将隐性债务置换与地方政府融资城投转型结合起来，加快剥离平台的政府融资功能，推动隐性债务风险化解和平台市场化转型。严禁通过各类企事业单位新增隐性债务，不得通过各种方式将企事业单位异化为融资平台，不得以各种名义新设融资平台。健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系， 推动建立统一的地方政府债务长效监管制度 。
2025/03/06	十四届全国人大三次会议经济主题记者会	我们将坚持在发展中化债、在化债中发展，努力取得更大成效。下一步，重点做好三个方面工作： 一是加快落实落细债务置换政策 。指导地方尽早发行使用今年 2 万亿元置换债券额度，对隐性债务精准置换，对置换资金全流程、全链条监管，做到早发力、早见效。 二是持续推进融资平台改革转型 。剥离平台政府融资功能，结合企业实际分类推进市场化转型，严防国有企事业单位穿上“新马甲”，斩断借道举债的“触角”。 三是坚决遏制新增隐性债务 。进一步完善监测体系，将遏制违法违规举债作为财政监管的重点，将不新增



日期	会议或文件	表述内容
		隐性债务作为铁的纪律，坚决防止化了旧账又添新账。
2025/03/13	《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的审查结果报告》	完善和落实一揽子化债方案，动态调整债务高风险地区名单。 用好置换存量隐性债务政策，坚决遏制新增隐性债务。 严禁新设各类融资平台，加快推进融资平台改革转型，持续压减融资平台数量。 进一步摸清底数，统筹用好各项政策全力解决政府拖欠企业账款问题。 做好全口径地方债务监测工作，建立防范化解地方债务风险长效机制。

资料来源：财政部、新华社、粤开证券研究院

（二）地方：坚决遏制隐性债务新增、靠前发行置换债券、重点省份分批退出、加速融资平台退出

2025 年，各地深入贯彻落实中央决策部署，坚持“在发展中化债、在化债中发展”的工作思路，统筹财政金融化债资源，重点推进以下六方面化债工作：一是坚决遏制隐性债务新增；二是稳妥化解存量隐性债务；三是推动重点省份分批次退出高风险名单；四是分类施策促进城投平台转型；五是提升债务资金使用效益；六是建立健全地方债务全生命周期管理机制。

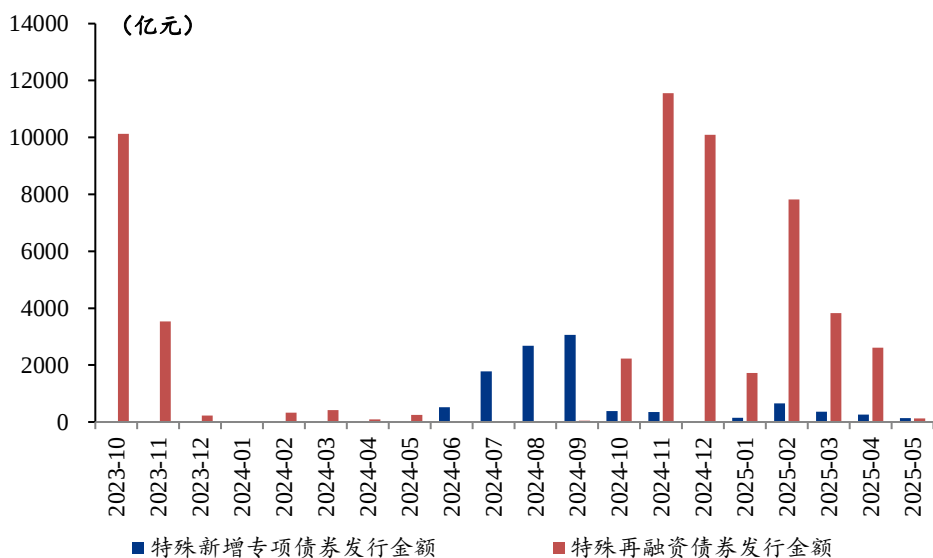
第一，将不新增隐性债务作为铁的纪律，防止一边化债一边新增。地方均强调财经纪律，严防新增隐性债务，坚决防止化了旧账又添新账。云南省提及“压实法定债务偿债责任，坚决防止一边化债，一边新增”。贵州、吉林严格落实“举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对新增隐性债务问题“零容忍”。四川、湖北、福建、河北、广西将严禁新增隐债作为“一条铁律”；广西、新疆、甘肃提及决不能“前清后欠”。

第二，通过靠前使用化债额度、筹集化债资金等手段，化解存量隐性债务。其一，地方政府专项债券置换隐性债务仍是重要的隐性债务化解方式。2025 年全国至少有 2.8 万亿元地方债券用于化债，包括用于置换债券 2 万亿元、用于化债的新增专项债 8000 亿元。发债节奏层面，2025 年化债额度更早使用更早见效。截至 2025 年 5 月 20 日，今年 2.8 万亿元（6 万亿分三年+4 万亿分五年）用于化债的地方债券累计发行超 1.77 万亿元，进度达 63%。包括：29 个省份发行特殊再融资专项债券合计达 16116 亿元，进度超 80%；16 个省份发行特殊新增专项债券规模达 1573 亿元，进度约 20%。其中，重庆、内蒙古、黑龙江、广西、甘肃、宁夏、青海等 16 个省份 2025 年特殊再融资专项债券发行进度达到 100%。**其二**，2025 年通过盘活资产、加快土地出让等手段，筹集化债资金。2025 年重点省份持续推动盘活资产资源筹集资金支持化债，通过加大土地盘活力度推动房地产相关财政收入反弹，黑龙江、甘肃、宁夏等预计 2025 年土地出让收入将分别增长 95.9%、96.9%、47.3%。

Legend: ■ 2025年政府性基金预算收入增长 ▲ 2025年土地出让收入预算增长

Province	2025年政府性基金预算收入增长 (%)	2025年土地出让收入预算增长 (%)
贵州	-35	-20
江苏	-10	-15
四川	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
陕西	-5	-5
上海	-5	-5
北京	-5	-5
天津	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
重庆	-5	-5
四川	-5	-5
云南	-5	-5
贵州	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南	-5	-5
西藏	-5	-5
新疆	-5	-5
吉林	-5	-5
辽宁	-5	-5
内蒙古	-5	-5
山西	-5	-5
河北	-5	-5
河南	-5	-5
山东	-5	-5
安徽	-5	-5
江西	-5	-5
浙江	-5	-5
江苏	-5	-5
四川	-5	-5
重庆	-5	-5
湖北	-5	-5
湖南	-5	-5
广东	-5	-5
广西	-5	-5
海南	-5	-5
贵州	-5	-5
云南		

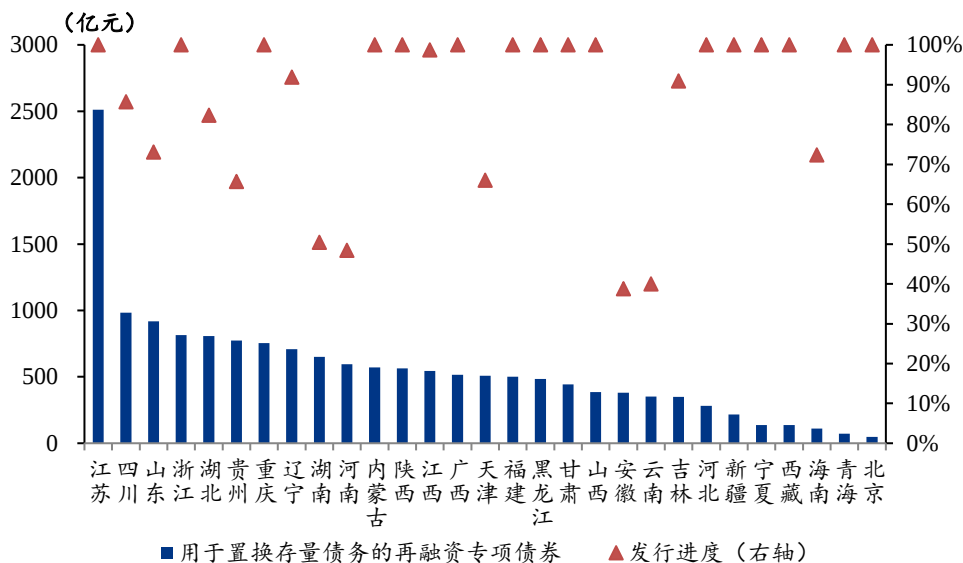
图表8：2025 年一季度地方政府置换债券发行规模较高



14 / 24



图表9：2025 年 2 万亿元置换债券发行进度情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院（注：数据截至 2025 年 5 月 20 日）

第三，符合要求的重点省份争取分批次退出高风险地区名单，宁夏、内蒙古有望率先退出重点省份名单。2025 年，中央将根据地方化债进展，结合隐性债务率、金融债务规模、退平台进度确定退出标准，评估地区化债能力，动态调整重点省份名单，支持打开新的投资空间。不同地区隐性债务和金融债务规模与分布情况差别较大，当前化债的进展不一，宁夏、内蒙古有望率先退出重点省份名单。目前宁夏宣布“已符合退出债务高风险省份的条件”，“已向国务院申请”退出；内蒙古也满足条件“有望率先退出高风险省份”。黑龙江、吉林、辽宁、青海城投平台金融债务余额相对不高，后续随着存量隐性债务化解加快，有望满足退出标准。吉林表示推动全域债务风险下降或降级，争取早日“脱红摘帽”。

第四，推进融资平台加快退出与转型发展，构建“退出一转型一发展”的良性机制。短期来看，为了完成 2027 年 6 月底之前地方融资平台清零的目标，2025 年融资平台压降进度有望进一步提速。近期，多地区表态力争在 2025 年实现融资平台全部退出。新疆自治区财政厅表示“力争 2025 年全面完成政府融资平台退出工作”；宁夏银川市、内蒙古鄂尔多斯市均表示 2025 年底前实现融资平台全面退出。退平台仅解决“身份问题”，并未解决“生存问题”。中长期来看，地方政府还需积极引导城投公司市场化转型，实现可持续发展，实现“退出一转型一发展”的良性循环。未来城投公司“退平台”后，会形成两极分化，市场化经营程度较高、自身盈利能力较强的城投公司，顺利地转型为普通国有企业；而市场化经营程度较低、业务转型难度较大的城投平台，有必要尽快重组或清退。例如，宁夏坚持“破立并举”，推动建立现代企业制度；安徽提出厘清政府和企业权责，推动城投企业“转型为国有企业”，独立自主运营。

图表10：2025 年部分地区退平台计划

省份	市县	退平台相关计划表述
新疆	—	力争 2025 年全面完成政府融资平台退出工作。
宁夏	银川市	2025 年完成融资平台的全面退出。
内蒙古	鄂尔多斯市	2024 年加快推动融资平台压降清理工作，到 2025 年底前全部退出，实现全域清零。
云南	临沧市	2025 年融资平台压降 6 户以上。
山西	大同市	力争 2025 年实现市本级隐性债务清零，融资平台公司全部退出。
湖北	咸宁市	落实“150 号文”规定，推动市、县融资平台在 2025 年一季度退出平台。



省份	市县	退平台相关计划表述
湖北	荆门市沙阳县	确保县交投集团 2025 年退出融资平台，2027 年 6 月底前所有平台公司隐性债务清零。
河南	焦作市	有序推动融资平台债务“两压一防”，2025 年年底前退出 11 家融资平台。
河南	平顶山市	2025 年平台公司数量压减 30% 以上。
浙江	绍兴市	2025 年实现全市存量隐性债务清零，完成 6 家融资平台退出任务。
江苏	无锡市新吴区	力争 2025 年完成区级主要平台隐性债务归还清零，并实现系统退出。

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第五，强化投资项目管理，提升债务资金使用效益。一是根据财政承受能力安排投资项目，加强绩效评估。吉林长春市要加强财政承受能力评估，完善政府性投资项目预算评审和决算管理制度，加强全过程绩效评估，防止形成“半拉子”工程。新疆强调“严禁各地各部门超出财政承受能力铺摊子、上项目，严禁无预算、超预算安排支出”。二是更好匹配资金与项目，提高使用效益。2025 年，重庆市部署扩大有效益的投资，创新投融资体制机制，做好“资金池”与“项目池”规划统筹。山东优化债务资金投向，“管好用好专项债券，额度分配向项目准备充分、投资效率高的地区倾斜”。

第六，构建地方债务全生命周期监管，完善债务全链条管理。一是加强专项债券项目“借、用、管、还”管理。广东提出“建立健全债券发行定期调度机制，强化专项债券项目投后管理”。二是增强专项债券对应资产管理，确保政府负债和项目资产平衡。浙江提出“强化对专项债券对应项目所形成资产的管理”；福建“强化专项债券项目资产管理、收入归集”；黑龙江“分类管理存量项目资产”；新疆“研究建立政府债券收益归集、资产管理等制度”。三是探索建立专项债券偿债备付金制度，拓宽专项债偿债来源，统筹财政补助资金、调度项目单位资金偿还债务。如天津市和平区“严格落实偿债备付金制度，积极推动资产变现，加快推进土地出让，腾出各类资金用于债务偿还”。

三、下阶段化解地方债务风险面临的挑战

尽管地方化债工作已经取得阶段性成果，但下阶段化债仍然面临多重挑战：财政紧平衡态势延续、法定债务付息压力增加、城投市场化转型困难以及拖欠企业账款尚未得到系统性解决。

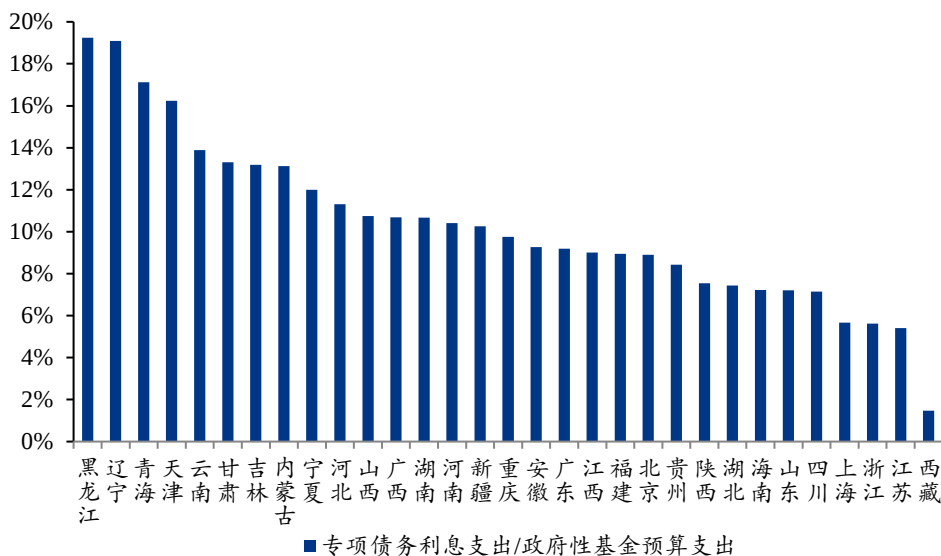
第一，隐性债务滋生的土壤仍然存在，防范化解债务风险的长效机制仍在探索中。
其一，宏观税负仍处于下行通道，地方大量支出依靠转移支付和债务弥补。宏观经济仍面临国内有效需求不足、物价低迷等挑战，以现价计量的财政收入承压，加之房地产市场处于调整转型期，引起地方土地出让收入下滑，进一步导致地方自有财力不足。2025 年预计地方财政紧平衡形势延续，31 个省份中，有 25 个省份 2025 年一般公共预算收入增速目标低于 2024 年预算目标。江苏在预算报告中提及“2025 年财政运行压力超出上年”；河南提及“财政紧平衡特征更加明显”。**其二**，地方政府在多元化考核目标下，民生重点领域财政支出责任不减，“三保”支出压力较大，地方仍需兼顾化债、“三保”与发展，部分任务完成诉诸隐性债务的冲动仍存。**其三**，财税体制改革在有序推进中，但是事权和支出责任改革客观上讲难度较大，地方支出责任依然较大。

资料来源：各省（直辖市、自治区）财政厅（局）、粤开证券研究院

资料来源：各省（直辖市、自治区）财政厅（局）、粤开证券研究院（注：新疆债务数据不含兵团）



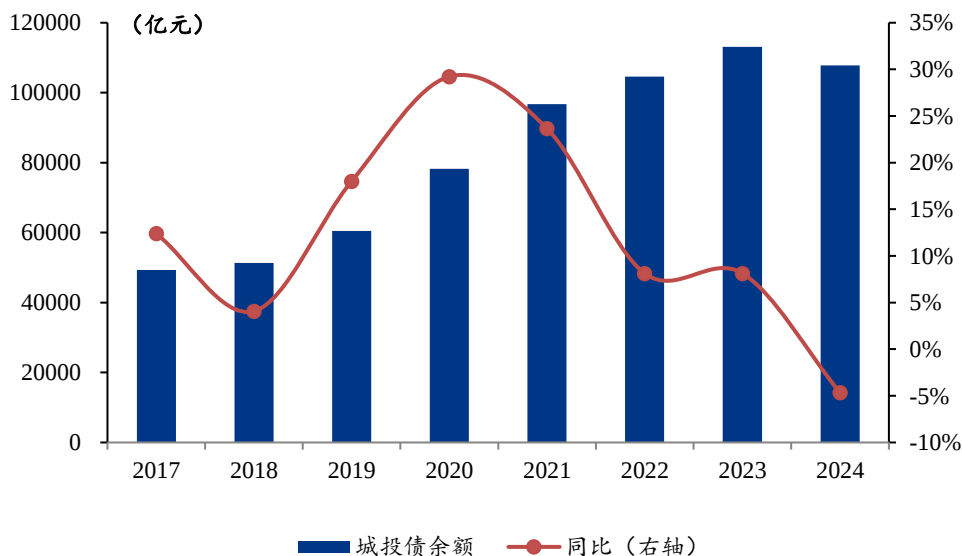
图表13：2024 年各省份专项债务利息支出率



资料来源：各省（直辖市、自治区）财政厅（局）、粤开证券研究院（注：新疆债务数据不含兵团）

第三，城投公司内部造血能力不足，加之外部融资监管政策趋严，市场化转型难度仍然较大。其一，城投公司自身经营能力有限，现金流状况不佳。城投公司往往承担了大量公益性项目建设，项目建设周期长、投资回报慢，从项目回收的资金有限，不足以偿还债务本息。其二，城投公司市场化融资受限，尤其是涉及隐性债务的城投公司，市场化转型更加困难。其中城投债融资监管趋严，当前城投债净融资总体呈现下降态势，2024 年末，城投债余额 10.78 万亿元，较上年末下降 4.7%。重点区域公开市场融资更加受限，2024 年重点省份中仅广西和吉林成功发行城投债。在内部经营和外部政策双重压力下，城投企业市场化转型之路任重道远。近期重点地区融资平台集中退出，更多是政策考核下“形式上”调整，而非依靠经营能力改善的“实质性”转型。

图表14：2017—2024 年城投债余额及其同比增速



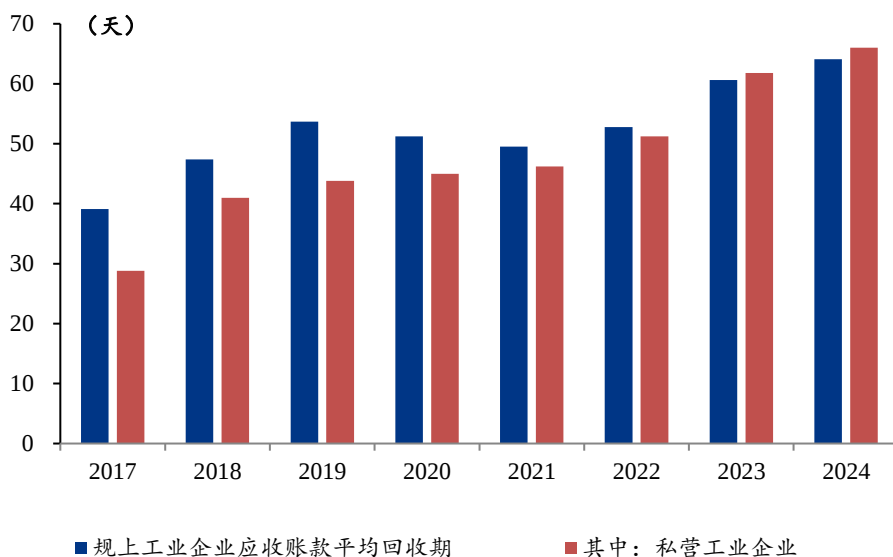
资料来源：wind、粤开证券研究院

第四，拖欠企业账款问题尚未系统性解决，可能增加地方政府支出责任，影响部分地方政府的公信力和微观主体信心。2022 年以来工业企业应收账款账期不断拉长，一方



面源自宏观经济波动、下游需求偏弱导致回款变慢；另一方面可能与政府机关、国有企业新增拖欠账款有关。2024 年末，规模以上工业企业应收账款平均回收期 64.1 天，较 2023 年末拉长 3.5 天；其中私营工业企业应收账款平均回收期 66.0 天，较 2023 年末拉长 4.2 天，均处于历史较高水平。一些地方政府违规要求国有企业垫资建设项目，以及拖欠民营企业账款，既增加政府未来的支出责任，增加了政府未来的支出责任，容易形成事实上的隐性债务，又破坏了营商环境，要予以坚决制止和根本解决。2022 年 5 月、2022 年 7 月、2023 年 11 月、2024 年 9 月和 2025 年 4 月财政部监督评价局先后五次公开通报 38 个地方政府隐性债务问责典型案例，其中不乏通过拖欠账款等方式违规举债的案例。

图表15：2017—2024 年规上工业企业应收账款平均回收期



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：2024 年 9 月和 2025 年 4 月财政部通报的隐性债务问责案例

序号	问责案例
1	天津市天津港保税区向地方国有企业直接借款新增隐性债务
2	辽宁省营口市鲅鱼圈区向地方国有企业借款新增隐性债务
3	湖南省属公办职业学校以租代建新增隐性债务
4	江西省抚州市东乡区通过地方国有企业借款新增隐性债务
5	吉林省通化市梅河口市以公立医院等为主体贷款新增隐性债务
6	内蒙古自治区包头市向融资租赁有限公司借款用于偿还存量隐性债务并作为化债处理，造成化债不实
7	海南省临高县要求代理银行垫款支付且长期未清算新增隐性债务
8	宁夏回族自治区银川市永宁县国有企业以农村人饮及农业灌溉特许经营权质押融资新增隐性债务
9	内蒙古自治区呼伦贝尔市通过违规捆绑包装政府和社会资本合作项目及向房地产开发企业借款新增隐性债务
10	吉林省四平市隐性债务化解不实
11	黑龙江省佳木斯市承诺社会资本方最低收益回报、固定收益率和回购社会资本方投资本息等新增隐性债务
12	河南省开封市杞县五里河镇通过国有企业垫付资金建设楼堂馆所新增隐性债务
13	云南省昆明市富民县通过所属国有企业筹集资金建设楼堂馆所新增隐性债务
14	青海省海东市通过国有企业直接借款新增政府隐性债务

资料来源：财政部、粤开证券研究院



四、关于进一步化解地方债务风险的政策建议

下阶段要统筹债务化解和城投转型工作，兼顾促发展和防风险，完善防范化解地方债务风险的长效机制，保证经济和财政平稳运行，助力高质量发展。一是**既要持续压降隐性债务，又要确保稳定发展，在高质量发展中化解风险**。化解地方债务风险，不在于单纯追求债务总量的减少，而在于发展质效的提升，要在推动地方经济社会安全发展的前提下稳妥开展。要树立“发展是政绩、化债也是政绩”的理念，在高质量发展中化解债务风险，通过更加积极的财政政策带动经济回升促进地方财政增收。要优化完善化债政策精准支持高风险地区化债，兼顾促发展与防风险，激发地方政府的“企业家精神”。二是**既要妥善化解存量债务风险，又要严防新增债务风险**。2018年中央开启隐性债务化解工作以来，发行再融资债券置换存量隐性债务的规模持续扩大，但个别地区违规举债、化债不实仍时有发生，有必要从源头上治理地方债务风险，避免隐性债务“边化边增”、拖欠账款“边清边欠”。三是**既要注重短期防风险，又要注重长期体制机制改革，也要加快发展方式的转型**。地方政府开展债务置换缓解短期流动性风险后，未来要从短期应急化债模式向长效治债模式转变，逐步建立健全地方债务风险管理长效机制。从中长期看，有必要推动财税体制改革，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题；探索建立债务与资本预算，完善地方政府考核体系并构建与高质量发展相适应的债务管理体制，降低地方对债务的依赖。推动地方城投融资平台向国有投资运营公司转型，提升运营效率和服务水平，防范隐性债务回弹。

（一）短期：坚持在发展中化债，优化化债方式，研究将化债额度一次性给到地方、根据需要靠前使用

一是推动中央加杠杆促进经济回升向好，探索中央层面成立“房地产稳定基金”推动房地产止跌回稳，为地方化债提供良好宏观环境。根据财政形势需要及时果断追加预算增发国债，推动经济回升向好。同时，考虑中央发行特别国债，探索中央层面成立“房地产稳定基金”，规模在2万亿元左右，专项用于保交楼、收储存量房和房企存量闲置土地等，提升房企抗风险能力，同时减轻地方政府稳楼市的压力。

二是优化化债政策，化债额度根据地方实际需要一次性给到地方，支持高风险地区化债、靠前化债。统筹各年度债务置换安排，研究将“6万亿分三年、4万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，由地方根据自身化债需要弹性安排实施。中央提前下达、地方尽快安排发行，优先置换到期时间紧、利息成本高的存量债务，实现对隐性债务精准置换。

三是做好退出重点地区后的政策衔接工作，逐步实行以市县为单位制定管控措施的化债政策，实施精细化管理。重点省份虽然获得化债支持，但受到投资限制对经济产生收缩效应。未来以市县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分市县政府投资。在严格控制隐性债务的前提下，逐步解绑对退出重点省份后的新建和在建投资项目限制，优先公益性较强、收益预期较好的项目审批，发挥政府投资撬动社会投资扩大有效需求的作用。

四是加大资产盘活力度，筹集地方化债资金，完善偿债备付金机制。其一，加大行政事业单位资产盘活力度。明晰国有资产的权属，加强环保、规划、审计等部门的协调配合，避免由于制度限制导致资源资产难以被盘活。通过开展资产出租、处置、运营，



盘活存量土地、保障性租赁住房、智慧停车场等收益稳定资产，增加国有资本经营收入。对于拥有稳健收益的基建项目资产，加大 REITs 盘活存量资产的力度，帮助回收资金、缓解化债压力。**其二，多渠道利用经营性国有资产支持化债。**如提高国有资本收益上缴财政的比重，发挥社会主义公有制的优势；拥有上市国企资源的地区可以继续划转部分经营效益和社会效益较好的国有股权，支持地方化债和融资平台转型。**其三，完善偿债备付金机制。**通过归集财政超收收入、财政补助资金、专项债项目收益、土地出让收入等，用于补充地方政府偿债备付金。随着隐性债务显性化进行，对于收益较差的公益性项目导致的隐性债务，可允许通过偿债备付金进行偿还。同时参考预算稳定调节基金的管理方式，偿债备付金的动用或补充需要纳入预算管理，在预算报告中披露接受各级监督。

五是加大企业拖欠账款的清理力度，建立企业账款清欠响应机制，摸清底数，分类清偿欠账。**其一，摸清底数，甄别不同类别和成因的政府拖欠企业账款。**以省为单位建立清欠企业账款的响应机制，比如省级财政部门对当地企业设立政府欠款的信息直通系统，企业拖欠账款情况直达省级财政部门，有利于摸清底数。区分政府性欠款和城投企业欠款，甄别政府负有偿还责任的企业欠款，避免将企业经营活动产生的欠款转化为地方政府欠款。建立政府失信惩治机制，对拖欠款项失信的机关事业单位限制其经费安排，对拖欠账款失信的国有企业限制其投融资项目审批。**其二，加大拖欠企业账款的清理力度，分类清偿欠账。**压实地方政府、国有企业责任，对于政府负有偿还责任或者公益性较强的项目产生欠款，利用发行新增地方政府专项债政策，清欠额度可从专项债而来，中央在各省之间根据需要调剂，加快清欠进度。对于企业有偿还义务的欠款，优先清偿无分歧欠款的及时清偿，在期限内推动欠款清零；有分歧的欠款化解，完善司法争议解决机制，依法合理保障中小企业债权人的诉求。创新方式落实企业欠款偿还资金来源，对于无法全额支付的欠款，允许先期部分支付，不足以清偿的部分，依托于人民银行应收账款融资服务平台，探索应付账款融资业务试点。

（二）中长期：推动财政体制改革、建立债务与资本预算、加快城投转型

中长期看，要从根本上解决地方债务问题，要从财政体制改革、加快城投转型、建立债务与资本预算三个维度出发抑制地方隐性债务的产生，构建防范化解债务风险的长效机制。

一是财政体制方面，要逐步稳定宏观税负，厘清政府与市场关系，科学界定政府职责与规模。**其一，稳定宏观税负，推动减税降费从数量规模型转向效率效果型。**适当增加地方财政收入，落实下划消费税给地方以增加地方可用财力。**其二，厘清政府与市场关系，科学界定政府规模。**要深化行政事业单位改革，强化绩效管理，收缩政府边界，精兵简政，切实减少财政供养人口，对人口流出的区县进行机构合并，解决无限责任政府职能过大、支出责任过大的问题。**其三，深化中央与地方财政体制改革，减少对地方政府尤其是基层政府的压力。**逐步上收事权和支出责任至中央政府，减轻地方政府支出责任和财政压力，地方政府既无能力、也无动力办好外部性强的事权，逐步做实公共安全、食品药品监管、养老保险等事权的垂直管理和部门实体化。

二是债务预算制度方面，建立债务与资本预算，加强地方全口径债务管理，构建与高质量发展相适应的债务管理体制。

其一，建立债务预算与资本预算，对债务形成有效约束并有利于未来盘活资产资源。债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。当前我国债务管理仅仅是余额和限额管理，并未编制涵盖规模、结构、还本付息计划、投向等更详细的债务预算，资本预算即针对政府固定资产投资等能



够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算。尤其是专项债债务形成的资产具有一定收益或潜在收益，需要积极提高相关资产收益率，避免资产资源浪费。

其二，完善全口径债务监测监管体系。地方政府应将法定债务、隐性债务、城投平台债务、企业欠款、国企债务等全部纳入全口径债务管理，严格控制新增债务规模，确保债务规模与经济发展水平相适应。各级地方政府建立健全债务风险预警和防控机制，包括化债协调专项机制、债务统计监测机制、应急流动性信用保障机制等，切实保证不发生系统性风险。同时，要加强财政纪律和监管力度，加强债务信息公开的透明度，债务管理接受内外部监督，防止地方政府违规举债、变相举债等行为的发生。

其三，优化中央和地方政府债务结构。充分发挥出中央财政空间大的优势，中央政府有加杠杆的能力，可以承担更大责任。优化地方债务区域结构和投向结构，投向有偿债能力的区域、投向有偿债能力的项目、投向可持续的项目和区域。适度放宽都市圈、城市群以及人口流入地区的举债额度，发挥出举债额度的正向激励作用。

三是城投转型方面，推动地方城投融资平台向国有投资运营公司转型，加快市场化、专业化发展。其一，对于转型中的城投公司，要加强对融资平台公司债务的综合治理，核心是要剥离其政府融资职能，整合经营性资产，推动城投融资平台公司转型为经营性国有企业，逐步成为不依赖政府信用、财务自主可持续的市场化企业。其二，对于转型完成后的城投公司，要划清企业与政府的界限，厘清债权债务，项目建设、运营、投融资由企业自主决策。城投公司承担的公益性项目建设运营，要坚持市场化原则开展，明确权利义务和风险收益分担机制。城投公司要加快市场化、专业化发展，通过引入社会资本、划转优质资产、优化公司治理结构等方式，增强城投公司的自我造血能力和市场竞争力，压降综合融资成本，从根本上降低对地方政府的依赖。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，CFA，FRM，2021 年 4 月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021 年 5 月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com