

# 圆桌讨论

---

地方债与城投行业：修复与化债中的机遇及挑战

# 圆桌讨论：地方债与城投行业：修复与化债中的机遇及挑战



主持人



**吕寒**

中诚信国际  
金融机构评级总监

发言嘉宾



**李玉平**

中诚信国际  
政府公共评级总监



**袁海霞**

中诚信国际  
研究院执行院长



**费腾**

中诚信国际  
金融机构部  
首席分析师



**朱洁**

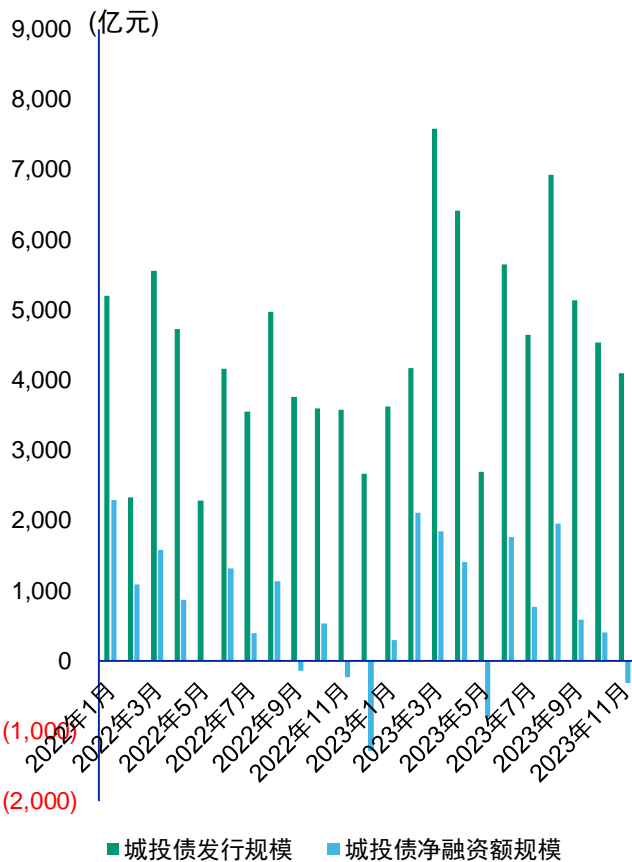
中诚信国际  
政府公共评级部  
首席分析师

# ■ 城投债融资短暂改善，认购情绪持续高涨

8月城投债融资明显回暖，但9月以来供给缩量净融资持续下行

8-11月10省城投债合计净流出，天津、贵州净流出规模较大；8月以来天津、云南等重点区域发行利差显著压缩

8月以来城投债认购情绪延续高涨 天津最高认购倍数超过100倍



省份	8-11月发行规模(亿元)	8-11月净融资(亿元)	1-11月发行规模走势	1-11月净融资走势	11月加权平均发行利率, %	11月加权平均发行利差, BP	1-11月发行利率走势	1-11月发行利差走势	8月以来发行利差变化幅度, BP	特殊再融资债发行规模(亿元)
贵州	114.51	(1.15)			5.50	300.91			-25.12	2149
天津	1472.52	(66.63)			3.74	185.18			-290.49	1286
云南	354.84	82.04			4.64	343.34			-127.34	1256
湖南	987.06	139.87			3.61	167.60			-34.30	1122
内蒙古	30.00	4.00			2.84	206.82			206.82	1067
辽宁	16.00	(20.46)			.	.			-436.31	1006
吉林	188.10	41.97			3.34	168.42			-78.66	892
重庆	861.28	271.63			3.55	113.24			-131.46	726
广西	316.34	(35.42)			3.43	175.07			-114.99	623
安徽	665.51	237.78			3.35	118.04			-13.33	620
黑龙江	48.00	97.17			.	.			-451.27	303
山东	1880.55	473.11			3.75	163.83			-76.03	282
福建	458.95	19.54			3.04	111.19			3.90	282
四川	989.23	270.79			3.94	148.53			15.82	280
河北	256.35	161.90			4.17	168.55			-23.33	277
江苏	4662.76	419.73			3.18	113.55			-31.00	261
河南	986.45	238.42			3.80	142.31			-64.63	256
甘肃	29.50	(1.50)			.	.			.	220
江西	851.02	236.78			3.13	119.97			-62.61	156
陕西	354.80	63.08			4.57	272.43			24.91	100
青海		(8.00)			.	.			.	96
湖北	993.14	48.64			3.16	98.24			-86.53	92
宁夏	28.00	19.00			3.50	111.11			111.11	80
新疆	207.82	(5.82)			4.40	199.01			28.00	56
山西	187.30	23.09			4.10	170.63			-20.10	28
浙江	2099.24	(1.38)			3.26	99.97			-21.33	25
海南	6.00	(26.04)			.	.			.	24
北京	435.90	93.67			3.08	10.42			-52.92	
广东	895.30	74.70			2.93	107.68			22.93	
上海	310.95	15.53			2.84	93.30			34.63	
西藏	9.80	(2.48)			.	.			.	

省份	6月	7月	8月	9月	10月	11月	8月最高认购倍数	10月最高认购倍数	11月最高认购倍数
天津	1.19	0.96	16.22	1.32	4.47	16.88	105.09	47.23	73.08
黑龙江	1.00	-	4.77	2.42	2.20	-	4.77	2.20	-
陕西	1.02	1.41	2.42	1.26	1.00	20.12	13.85	1.00	58.15
湖南	1.19	1.13	2.41	1.17	1.60	0.85	34.23	9.43	2.65
浙江	1.03	1.04	2.34	1.56	0.84	0.91	46.34	1.40	1.46
重庆	1.20	1.31	2.10	1.08	1.53	1.20	11.73	5.25	1.22
安徽	1.56	1.05	2.08	0.86	1.01	1.13	17.38	1.45	2.50
贵州	1.49	-	1.90	-	-	-	2.46	0.00	-
山东	1.18	1.34	1.83	1.15	1.03	2.50	22.85	2.35	23.71
湖北	1.08	1.18	1.82	1.10	1.02	1.15	19.84	1.37	2.60
山西	1.16	1.12	1.76	1.02	1.60	1.42	2.00	2.32	2.54
新疆	1.12	1.13	1.55	1.32	1.49	32.00	3.40	2.33	32.00
北京	1.23	1.10	1.40	1.61	1.17	0.97	2.08	1.54	1.43
吉林	1.24	0.93	1.36	2.01	3.81	4.41	1.78	6.17	7.65
江苏	1.22	1.10	1.35	0.86	0.86	0.89	21.00	1.45	1.96
四川	1.20	1.08	1.34	1.08	1.65	1.36	3.00	6.77	2.06
河北	1.01	1.05	1.29	1.11	1.12	1.09	2.28	1.31	1.19
河南	1.04	1.03	1.23	1.09	1.06	3.36	4.08	1.24	8.00
云南	1.27	1.10	1.15	1.49	2.60	13.11	1.62	6.31	71.15
广东	1.04	1.00	1.15	0.65	0.78	0.65	2.04	1.21	1.52
福建	1.12	1.05	1.12	0.90	0.96	1.02	1.63	1.48	1.42
广西	1.14	1.40	1.04	0.49	0.95	0.86	1.43	1.26	1.38
内蒙古	2.68	-	1.03	-	-	0.65	1.06	-	1.08
海南	-	-	1.00	-	-	-	1.00	-	-
宁夏	-	-	1.00	0.00	1.00	14.45	1.00	1.00	14.45
上海	1.05	1.11	0.97	0.87	0.77	0.82	1.29	1.53	2.10
江西	1.27	1.34	0.91	1.51	1.06	1.44	2.06	3.66	4.25
甘肃	-	-	-	1.17	-	-	-	-	-
辽宁	-	-	-	1.14	-	-	-	-	-
青海	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西藏	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：中诚信国际整理

# ■ 城投债交易情绪持续升温，各区域信用利差收窄

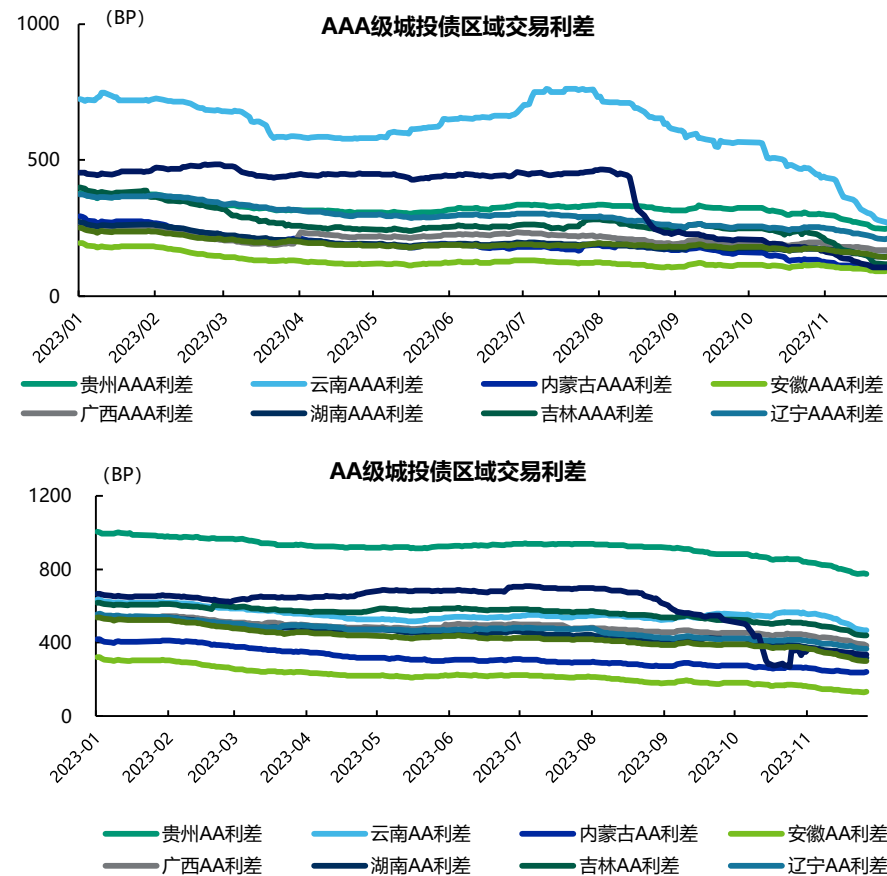
## 8月除宁夏外其余30省交易利差均收窄，天津收窄幅度最大

(单位: bp)	全省城投		AAA城投		AA+城投		AA城投	
	8月末利差	环比变化	8月末利差	环比变化	8月末利差	环比变化	8月末利差	环比变化
青海	825.77	-23.72	-	-	825.77	-23.72	-	-
贵州	771.31	-50.55	220.70	6.48	940.78	-120.08	915.27	-16.44
云南	634.24	-64.11	405	-12.26	858.64	-97.98	515.95	-34.46
宁夏	523.88	8.70	-	-	545.48	11.74	364.97	-13.69
广西	452.40	-32.38	99.73	-16.23	820.72	-51.97	527.09	-28.08
辽宁	341.61	-37.54	115.56	-33.35	370.80	-27.90	423.89	-33.27
黑龙江	326.88	-57.73	-	-	304.63	-76.54	365.23	-26.03
天津	274.39	-185.30	219.79	-223.35	440.07	-58.11	428.64	-121.86
吉林	269.54	-32.78	212.85	-26.66	354.06	-38.84	832.27	6.28
甘肃	253.99	-41.51	179.95	-16.93	877.68	-153.43	400.69	-14.07
重庆	235.06	-29.21	63.39	-5.32	204.41	-32.72	367.18	-34.86
陕西	232.16	-29.42	123	-31.71	383	-33.00	336.83	-25.55
山东	230.17	-23.06	104	-18.13	291.98	-27.70	436	-27.31
河北	182.26	-31.24	60.00	-16.18	260.76	-43.34	199.78	-33.65
湖南	182.20	-29.30	59.63	-9.71	150.96	-31.95	304.01	-33.17
四川	180.04	-21.20	65.44	-10.46	143.62	-22.16	346.53	-32.48
河南	179.30	-35.00	125	-41.68	169.65	-27.35	295.60	-38.72
江西	155.75	-25.21	75.81	-12.57	177.85	-31.58	224.84	-30.01
山西	152.29	-23.87	91.33	-20.78	192.00	-27.59	257.00	-1.59
海南	151.76	-33.28	-	-	-	-	151.76	-33.28
湖北	134.79	-19.25	76.46	-11.31	139.98	-21.79	207.73	-28.02
新疆	126.59	-26.52	66.24	-17.20	115.55	-21.87	261.63	-52.94
内蒙古	120.26	-28.97	210	-31.80	85.60	-24.74	279.41	23.77
安徽	113.69	-22.89	50.13	-4.89	96.64	-26.12	169.50	-26.31
西藏	106.43	-29.84	-	-	106.95	-27.97	82.52	-85.35
江苏	105.96	-24.19	64	-12.83	99.31	-25.88	156.15	-29.78
浙江	96.88	-18.84	65.67	-10.62	94.02	-19.35	127.24	-23.94
福建	86.30	-17.98	55.86	-11.46	88.75	-19.32	128.24	-27.01
广东	66.13	-11.69	55.19	-9.04	86.46	-17.03	105.69	-26.58
北京	64.76	-10.47	53.83	-9.05	96.52	-16.44	110.36	-17.33
上海	58.70	-11.21	54.37	-9.13	69.14	-16.21	87.03	-15.64

## 10月各区域城投债交易利差有所收窄，云贵收窄幅度最大

(单位: bp)	全省城投		AAA城投		AA+城投		AA城投	
	10月末利差	环比变化	10月末利差	环比变化	10月末利差	环比变化	10月末利差	环比变化
青海	763.64	-29.86	-	-	763.64	-29.86	-	-
贵州	687.11	-63.92	199.02	-30.52	842.45	-86.64	831.78	-37.96
云南	498.19	-95.50	326	-74.68	637.88	-144.18	501.40	-8.57
宁夏	471.45	-57.71	-	-	485.10	-64.23	358.44	-3.76
广西	396.07	-33.84	100.78	-2.46	687.20	-79.13	479.36	-25.58
辽宁	310.22	-16.29	105.82	-8.66	328.16	-32.40	410.89	-7.12
黑龙江	294.42	-1.34	-	-	266.73	-8.40	344.80	12.21
吉林	251.97	-25.82	203.66	-24.58	295.40	-36.25	824.40	-15.38
陕西	222.98	-8.79	118.43	-12.10	357.80	-17.57	325.40	-2.68
甘肃	214.38	-25.56	149.01	-24.27	868.69	-81.39	386.38	-17.10
山东	212.22	-14.21	99.05	-5.57	265.87	-21.16	414.99	-20.06
重庆	205.14	-18.65	67	-0.26	167	-24.26	331.43	-20.57
天津	190.34	-43.24	161	-36.16	289.16	-61.93	235	-89.70
四川	175.21	-3.06	70.72	1.65	139.87	-1.32	328.74	-10.58
湖南	171.15	-10.56	65.27	0.59	143.12	-9.56	279.30	-17.17
河北	165.96	-16.20	66.15	0.44	239.57	-27.47	171.83	-19.77
河南	158.52	-14.17	95	-14.56	157.55	-10.06	275.58	-20.40
江西	144.68	-10.27	78.97	0.09	163.45	-10.43	204.34	-17.87
海南	144.09	-13.73	-	-	-	-	144.09	-13.73
山西	144.03	-9.14	93.54	-2.09	178.73	-13.70	225.46	-14.11
湖北	131.07	-7.95	82.93	-0.84	130.72	-12.09	197.53	-12.16
新疆	124.79	-9.14	77.68	-5.77	113.99	-6.82	240.10	-16.95
西藏	116.09	-1.77	-	-	116.79	-1.70	84.29	-5.24
内蒙古	115.98	-10.12	181.66	-20.66	84.49	-8.65	249.92	-22.93
安徽	112.56	-4.67	55.68	-0.85	98.77	-4.07	157.55	-9.78
江苏	103.46	-6.00	69	-0.17	98.21	-5.69	145.55	-12.06
浙江	98.68	-1.57	69.62	-0.32	97.89	-0.86	125.48	-3.84
福建	88.00	-3.12	60.28	-0.21	87.90	-5.63	127.57	-6.78
广东	71.23	-0.47	60.57	1.10	90.65	-3.89	115.58	-3.74
北京	70.71	-0.13	59.87	0.30	102.92	-2.81	115.30	-3.99
上海	63.72	-0.20	58.89	0.02	74.84	-0.73	95.41	0.63

## 特殊再融资债超过500亿的10省城投债交易利差持续压降，天津、云南压降显著

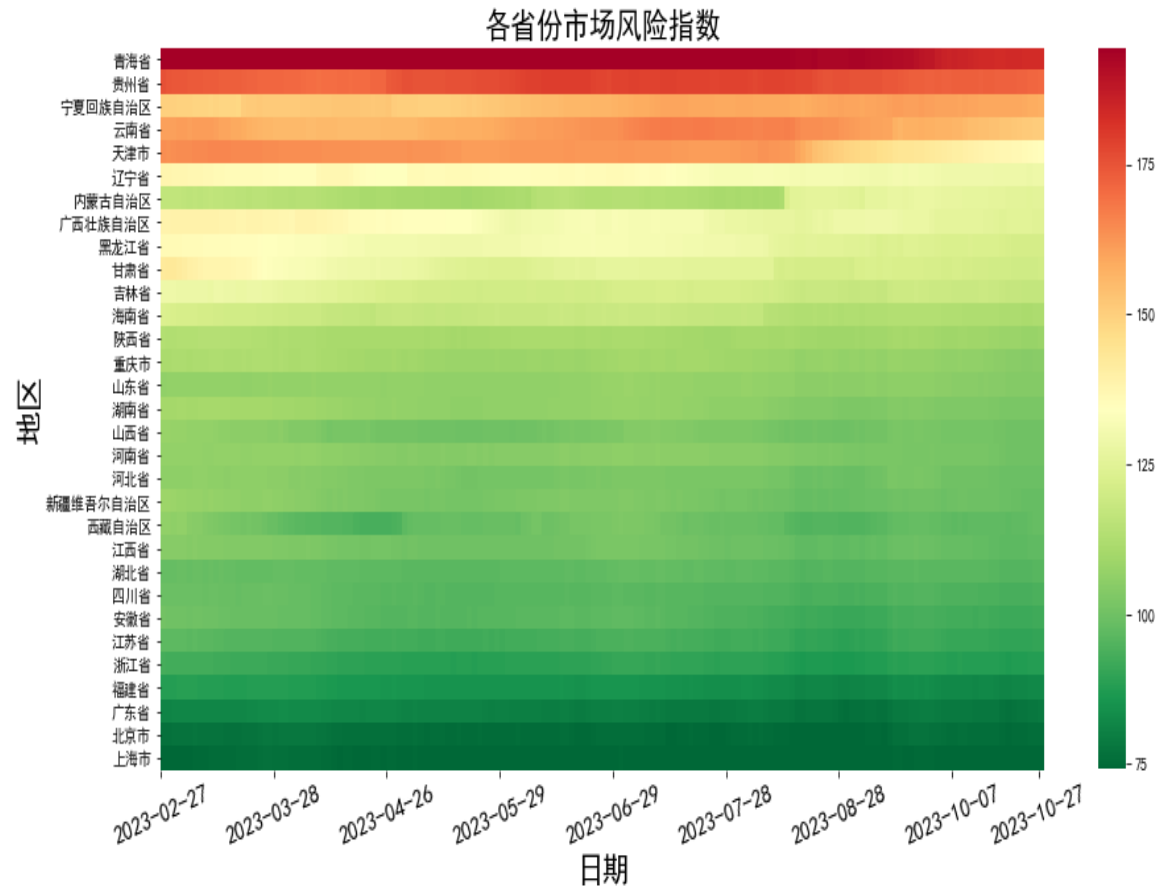
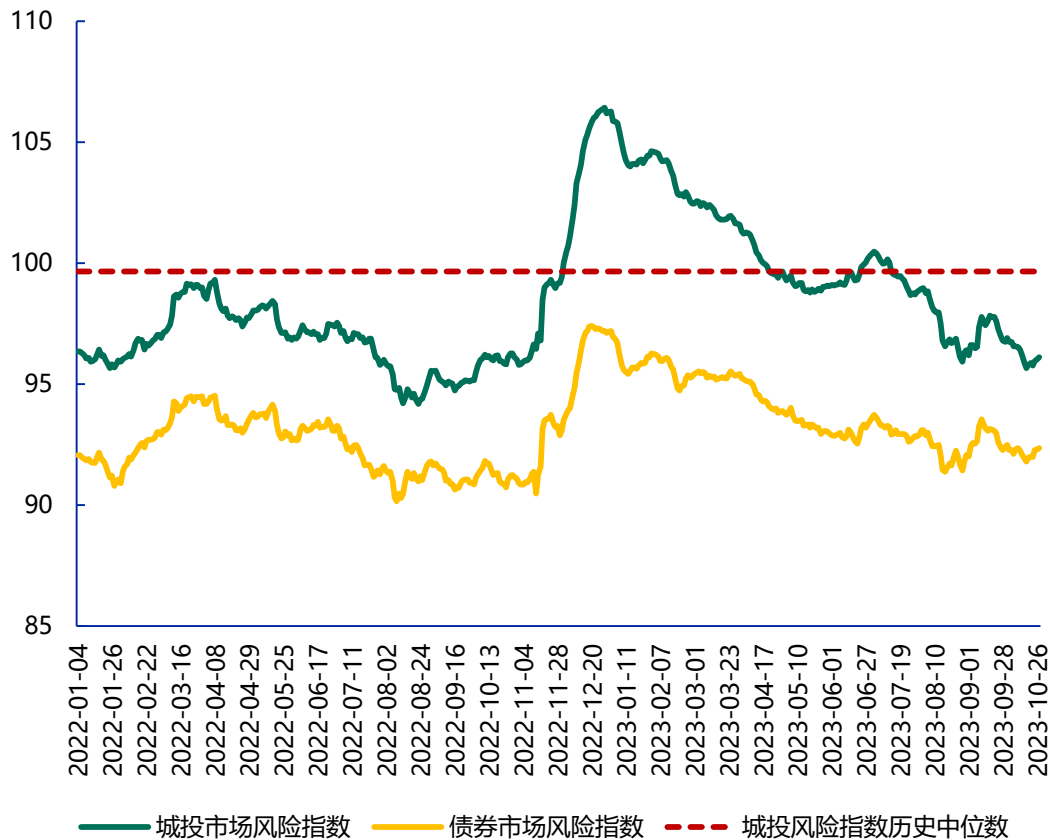


数据来源：中诚信国际整理

# ■ 城投债CAIR风险指数明显下行，天津、云南降幅较大

“一揽子化债”及“资产荒”持续演绎下  
城投债风险指数明显下行、低于历史中位数

青海、贵州、云南、宁夏、天津城投风险指数居前，  
三季度25省指数环比下行，青海、天津、广西下行幅度较大



数据来源：中诚信国际CAIR风险指数

数据来源：中诚信国际整理

# 圆桌讨论：地方债与城投行业：修复与化债中的机遇及挑战



主持人



**吕寒**

中诚信国际  
金融机构评级总监

发言嘉宾



**李玉平**

中诚信国际  
政府公共评级总监



**袁海霞**

中诚信国际  
研究院执行院长



**费腾**

中诚信国际  
金融机构部  
首席分析师



**朱洁**

中诚信国际  
政府公共评级部  
首席分析师

# ■ 中长期在发展中解决问题，促进债务形成机制转变

- ✓ 落实落细现有领域划分改革，适当上移教育社保等领域地方支出责任
- ✓ 加速推进省以下改革，为基层减负
- ✓ 优化央地间公共支出的分摊比例，加大中央转移支付力度

2

## 持续推进财税体制改革 加强中央财政协调作用

- ✓ 推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变，合理优化公共财政投资方向
- ✓ 依托国企改革加快城投转型，关停并转淘汰无效国企，提升国资运作效率等

1

## 发展中解决问题 深化新旧动能转化

- ✓ 传统动能不能丢，避免房地产硬着陆
- ✓ 加快新动能培育，加大政策和资金支持
- ✓ 提升全要素生产率

### 中长期 发展中解决问题 转变债务形成机制

## 推动政府职能转变 加快城投市场化转型

4

## 构建债务管理长效机制 统筹债务发展与安全

3

- ✓ 加快推进显隐性债务合并监管
- ✓ 适度控制债务增量，优化债务成本、债务结构
- ✓ 健全信息披露、风险预警、考核问责等制度
- ✓ 地方考核要经济增长与债务风险并重

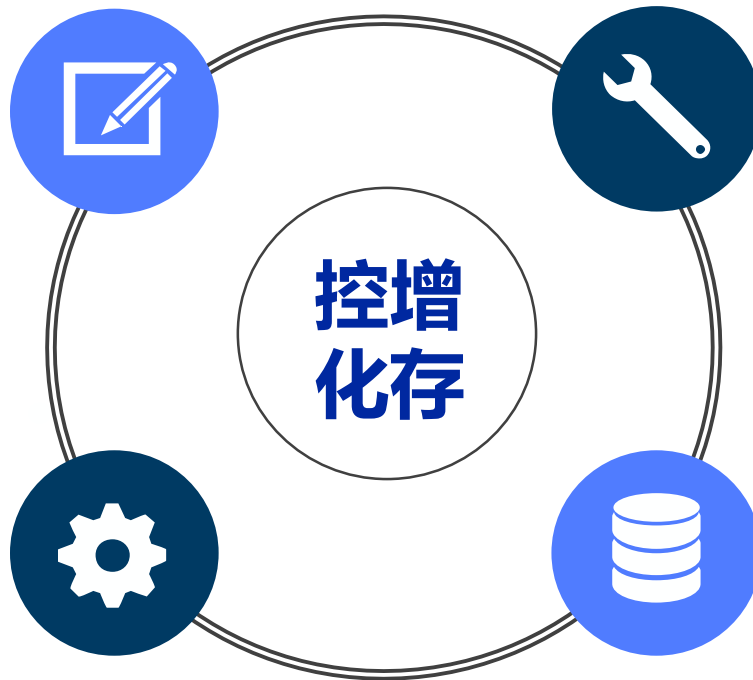
# ■ 持续推进“控增化存”提升效率，以时间换空间实现风险软着陆

## ● 基于资产负债视角合理控制增量、优化债务结构、提升债务资产转化效率

1. 基于资产负债视角合理控制债务增量
2. 2024年赤字率可安排3.4%以上，专项债额度3.6-3.7万亿
3. 优化央地债务结构，中央政府适度加杠杆
4. 地方政府优化债务结构、提高“债务-资产”转化效率

## ● 发挥股权财政作用，积极利用地方国企资源优势，因地制宜稳妥化债

1. 充分发挥股权财政作用，提升国资效率及利润上缴比例
2. 合理划拨优质上市公司股权
3. 地方国企出资成立信用保障基金、债务化解基金等
4. 积极利用财政资金、REITs等推进化债



## ● 在分类甄别基础上稳妥推进存量债务化解，以时间换空间、加快债务置换

1. 对于存量隐性债务，压实主体责任、分类甄别处理
2. 分类甄别基础上有序推进债务置换重组：
  - ①特殊再融资地方债置换（约1.5万亿，除北上广藏）
  - ②金融化债、央行SPV、政策性金融工具支持等
  - ③必要时考虑以中央加杠杆的有序透明的债务置换

## ● 考虑宏观债务付息压力及实体经济融资成本，可进一步引导利率下行



# ➤ 加快推进特殊再融资债置换，缓释高风险区域阶段性压力

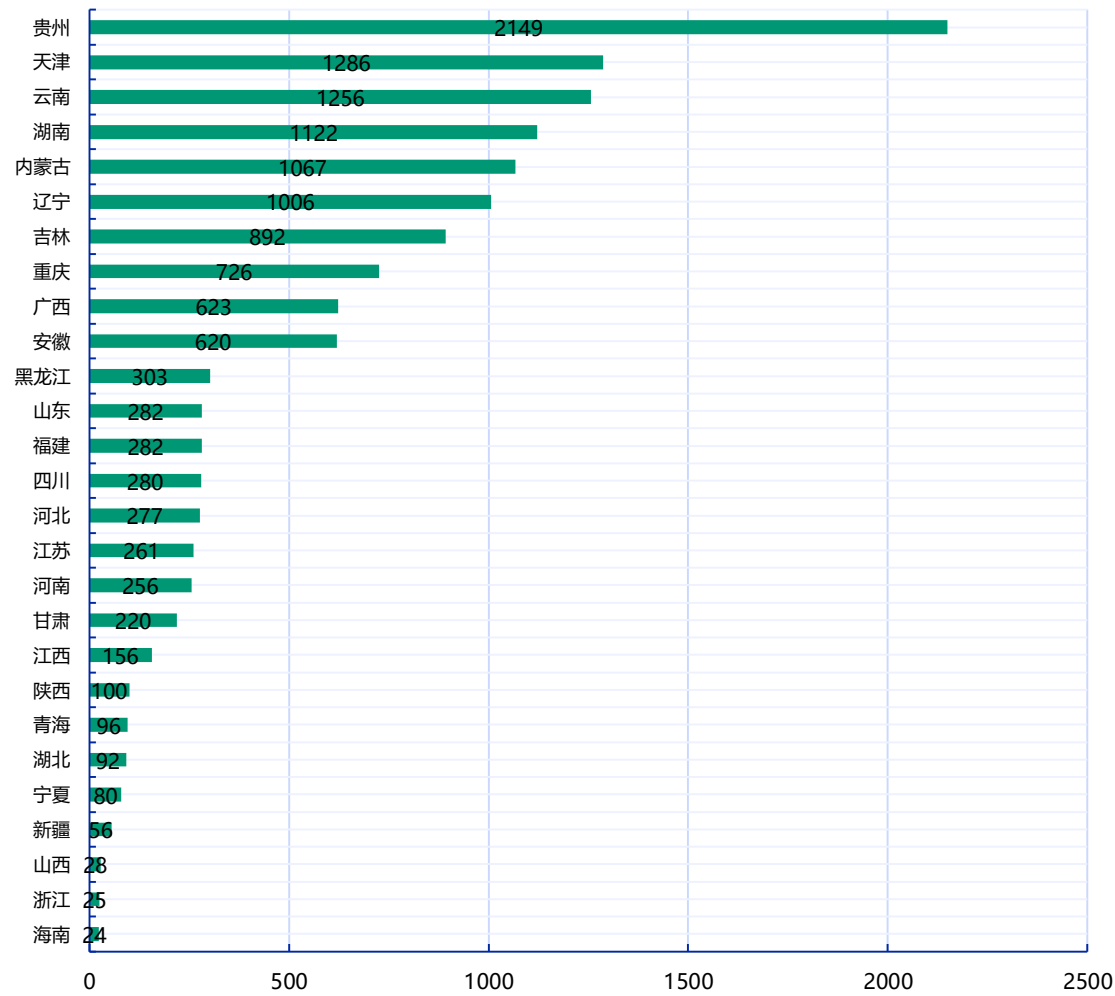
## 历史三轮地方债置换对比

	时间	地方债类型	规模	区域	置换对象	
第一轮	2015-2018	置换债券	12.2万亿	除西藏外全国30省	地方债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务	
第二轮	2019	置换债券	1579.23亿	贵州、湖南、内蒙古、云南、辽宁、江苏、甘肃7省	偿还建制区、市本级债务	
第三轮	建制县化债试点	2020.12-2021.9	特殊再融资债	6128亿	辽宁、重庆、天津、宁夏、青海等26省	搭配全省隐债化解计划实施
	全域隐债清零试点	2021.10-2022.6	特殊再融资债	5041.80亿	北京、广东、上海	

## 两轮大规模债务置换效果比较

	第一轮三年置换	本轮置换	第一轮/本轮
置换时间	2015-2018年	2023年	/
置换方式	置换债券	特殊再融资债券	/
置换债务类型	非政府债券形式债务	城投有息债务	/
置换规模 (万亿)	12.2	1.5	8.13
置换前债务平均利率	10.39%	5.90%	/
置换后债务平均利率	3.89%	2.88%	/
债务成本压降	<b>6.50%</b>	<b>3.02%</b>	2.15
累计节约利息 (万亿)	<b>1.7</b>	<b>0.0453</b>	37.53

## 10月以来各省用于偿还存量债务的再融资债发行规模已达1.35万亿



注：统计截至11月26日

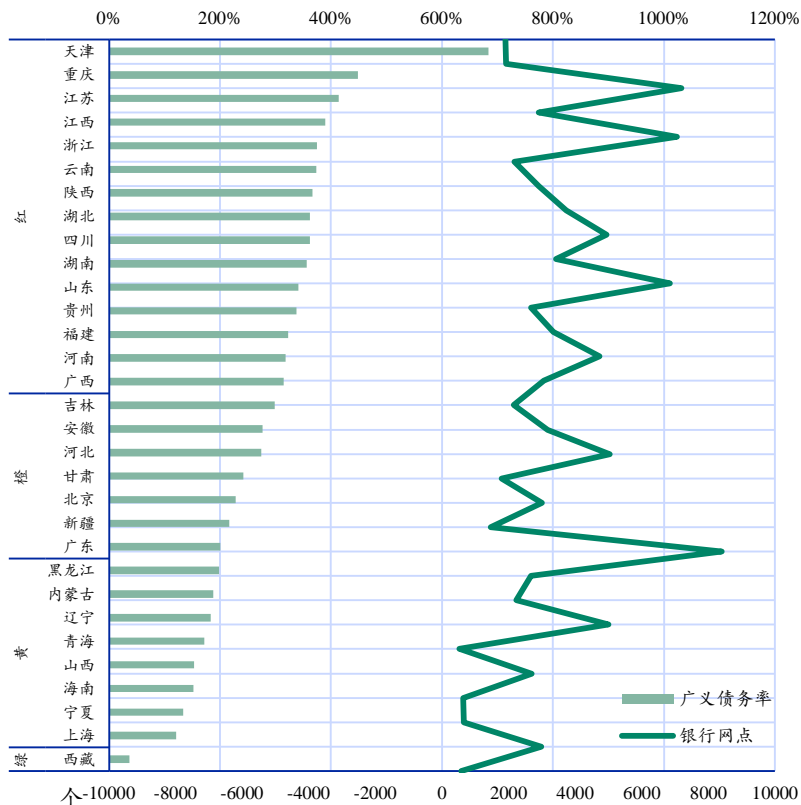
■ 特殊再融资债已发行规模

数据来源：中诚信国际整理

# 货币金融体系可审慎发力，加强金融合作稳妥推进化债

## 稳妥推进商业银行贷款置换

- ✓ 在不突破现有资本规模及监管指标的前提下，**商业银行最多可参与6-10万亿政府性债务重组**
- ✓ **局部高风险区域、大行牵头、常态化监测机制**



注：银行范围包括国有大行，股份制银行，城商行；截至时间：西藏2018年，海南2016年，其余省份均为2021年

## 探索政策性金融工具置换

分批试点，考虑政策行长期可持续性发展、保本微利需求等，**最多可参与1.8万亿债务置换，建议不超过万亿**

### 优先选择城投企业：

- ✓ **流动性更为承压**，如净现金流为负、短期债务占比高于城投平均水平（30%左右）
- ✓ **具有一定付息能力**，资金成本约束下企业EBITDA/有息债务位于3%-4%之间或更为合适，不考虑北上广江浙鲁六省，**涉及城投约45家、有息债务规模近万亿**

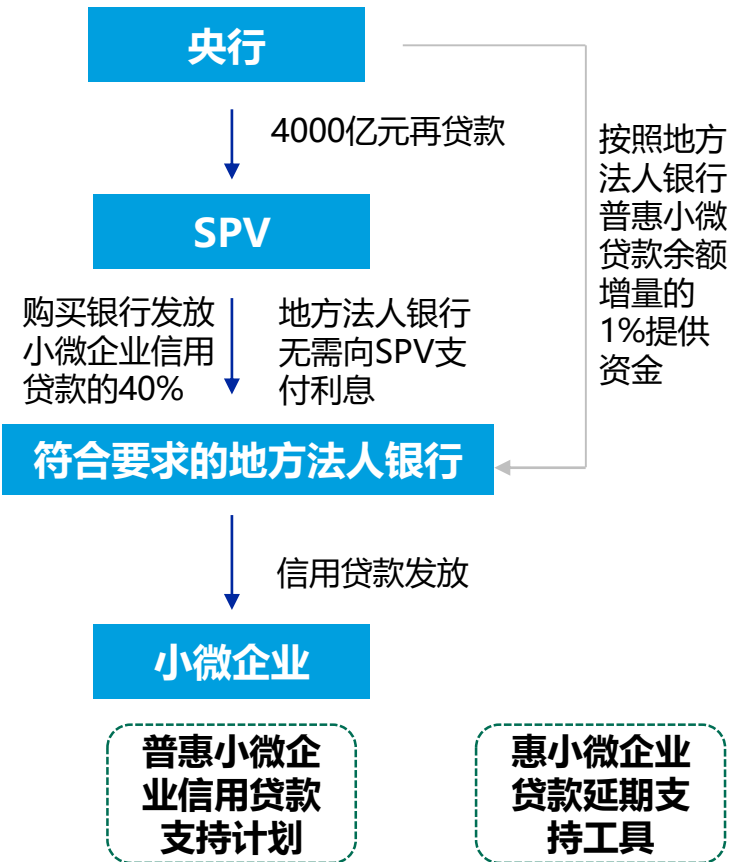
### 政策行参与融资平台化债方案

前提条件：净现金流<0，短期债务占比>30%，去掉北上广江浙鲁六省

EBITDA/有息债务	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
支持方式	财政	政策性金融工具，需财政配合贴息	政策性金融工具	商业银行等金融机构
数量（家）	76	54	45	138
规模（万亿）	2.1	1.36	0.95	1.47
区域分布（东西中-按主体）	10:36:30	2:32:20	2:19:24	12:64:62
区域分布（东西中-按规模）	29%:39%:32%	7%:65%:28%	21%:34%:45%	10%:47%:43%
行政层级（省市区-按主体）	3:40:33	1:29:24	5:19:21	6:54:78
行政层级（省市区-按规模）	24%:45%:31%	1%:66%:33%	29%:46%:25%	10%:44%:46%

## 央行设立应急流动性金融工具(SPV) 等

参考：央行支持小微企业两项直达工具



数据来源：中诚信国际整理

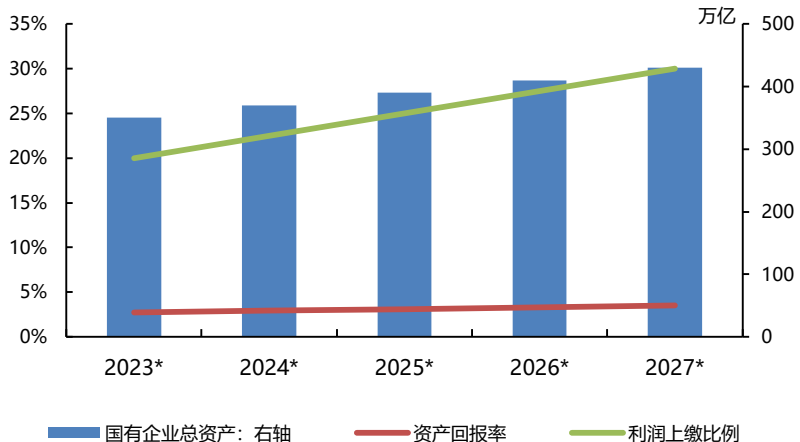
# 积极发挥地方国企资源优势，因地制宜稳妥化债

提高国有企业资产收益率与利润上缴比例，充分发挥股权财政作用

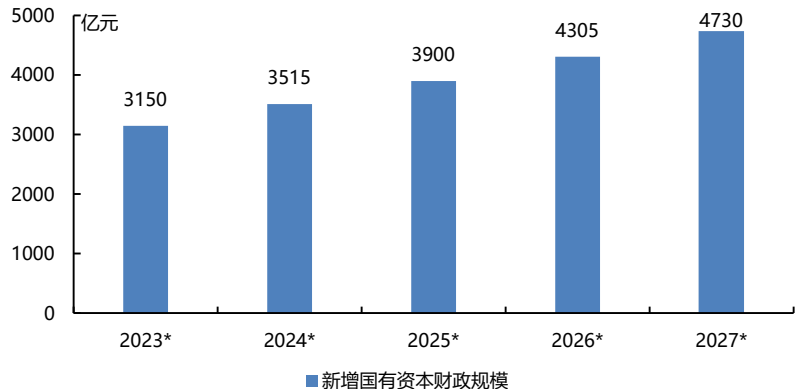
合理划拨上市公司股权，通过分红、质押、减持等变现，缓解债务压力并提供增信

地方国企出资成立信用保障基金、债务化解基金等，缓解平台流动性压力

国企总资产、资产收益率及利润上缴比例增长图示



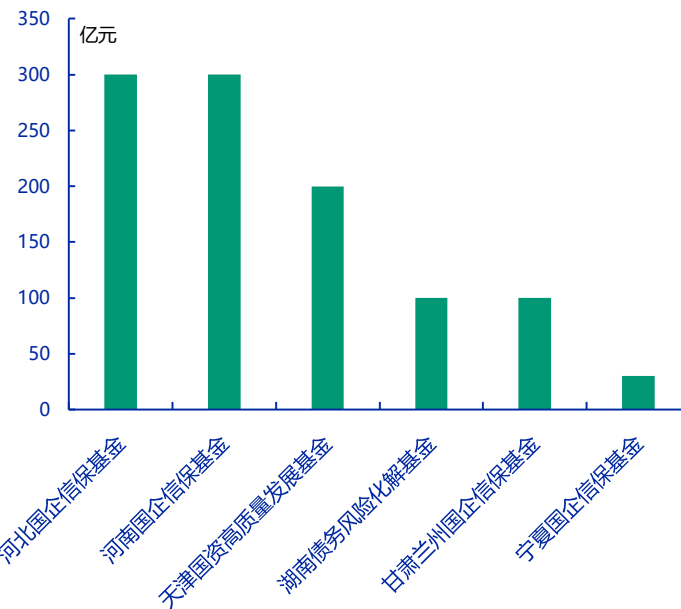
未来五年新增国有资本财政规模或达4000亿以上



贵州、上海、四川等上市地方国企总市值较高

地方上市国企总市值 (亿元)	市值大于 100 亿数量(家)	
贵州	23770.42891	4
上海	19085.33784	35
江苏	14171.9329	30
四川	13888.44713	14
山东	13724.92935	26
广东	13595.22466	41
北京	13097.42256	25
福建	8648.396753	13
浙江	8039.365814	23
安徽	6907.883916	19
山西	6062.001837	11
陕西	4998.130285	13
湖南	3164.821822	8
河北	2541.114415	10
湖北	2089.976799	6
河南	2064.384496	6
内蒙古	2042.290741	3
重庆	2008.201598	7
江西	1973.847578	3
天津	1539.399186	6
新疆	1489.640305	3
吉林	1475.185633	2
青海	1302.551631	2
广西	1273.616169	4
辽宁	1111.137461	3
云南	1035.069986	3
甘肃	972.2237894	3
海南	968.1499349	3
黑龙江	340.586306	1
西藏	180.399868	1
宁夏	131.079962	0

2019年起多地国企出资建立信用保障等基金



另有：

- 广西区直企业信用保障有限公司 (2021.6)
- 重庆国调企业管理有限公司 (2021.10)
- 甘肃省国有企业信用保障基金 (2021.11)

.....

数据来源：中诚信国际整理

# 圆桌讨论：地方债与城投行业：修复与化债中的机遇及挑战



主持人



**吕寒**

中诚信国际  
金融机构评级总监

发言嘉宾



**李玉平**

中诚信国际  
政府公共评级总监



**袁海霞**

中诚信国际  
研究院执行院长



**费腾**

中诚信国际  
金融机构部  
首席分析师



**朱洁**

中诚信国际  
政府公共评级部  
首席分析师

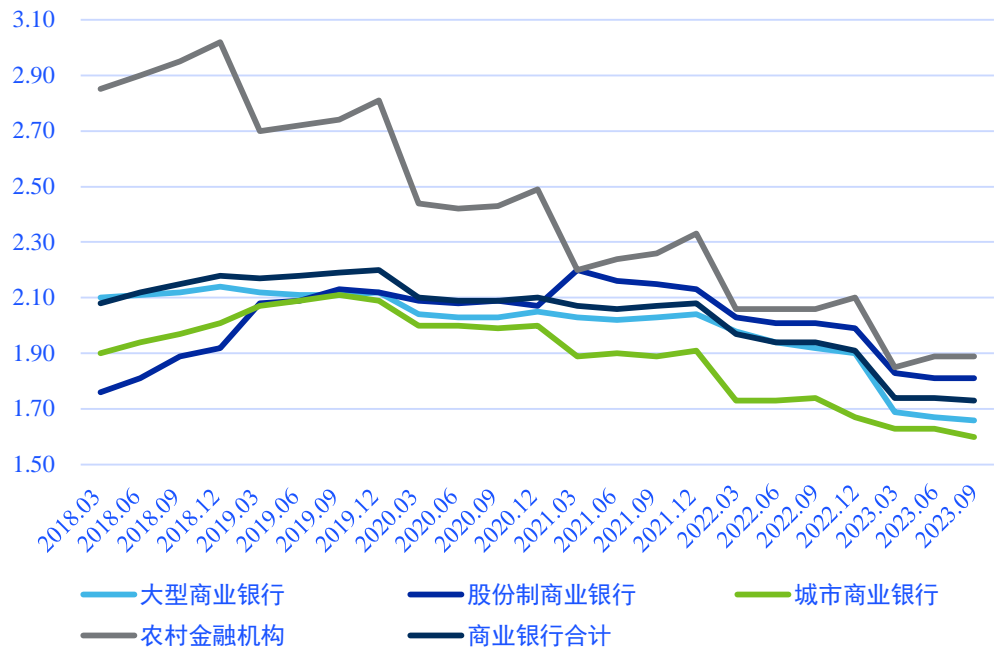
银行参与地方政府债务化解的重要政策梳理

时间	文件/会议	主要内容
2021.7	银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见（银保监发(2021)15号）	不得以任何形式新增地方政府隐性债务，妥善化解存量地方政府隐性债务
2022.1	国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见（国发〔2022〕2号）	按照市场化、法治化原则，在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转
2023.1	新华社记者采访时任人民银行党委书记、银保监会主席郭树清	有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，推动优化债务期限结构，降低利率负担
2023.2	商业银行金融资产风险分类办法	债务人未发生财务困难情况下，商业银行对债务合同作出调整的金融资产或再融资不属于重组资产
2023.7	中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施“一揽子化债”方案
2023.8	人民银行二季度货币政策执行报告	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作
2023.10	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构
2023.11	人民银行行长、外管局局长潘功胜在金融街论坛	中国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

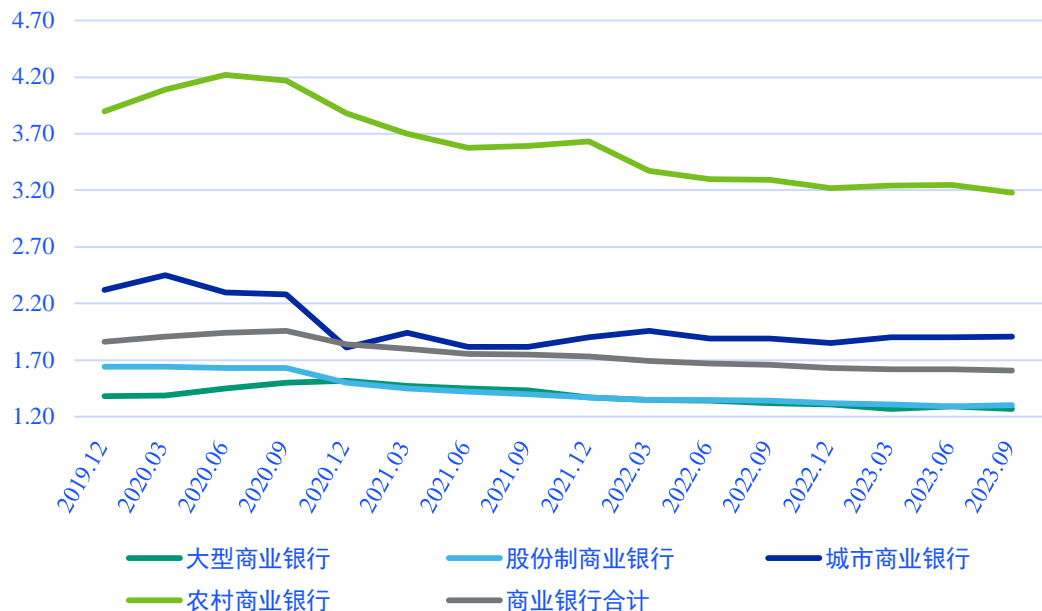
银行参与化债的主要方式

化债方式	具体举措	案例
购买特殊再融资债券	通过低息债置换高息债，缓解地方政府债务压力	超1.3万亿元的特殊再融资债券计划发行
债务展期、借新还旧、贷款置换	延长债务期限，调整贷款利率与还本付息方式	遵义道桥与银行协商，将贷款展期至20年，利率调整为3.0%-4.5%，前10年付息不还本，后10年分期还本
央行应急流动性贷款支持	通过商业银行向地方平台公司提供长期低息资金	疫情期间推出两个创新货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划

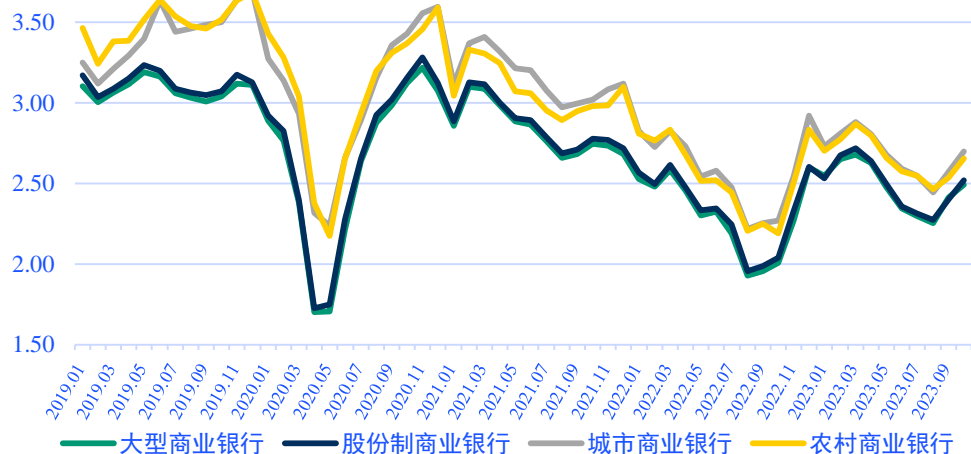
### 银行业及分机构类型净息差水平 (%)



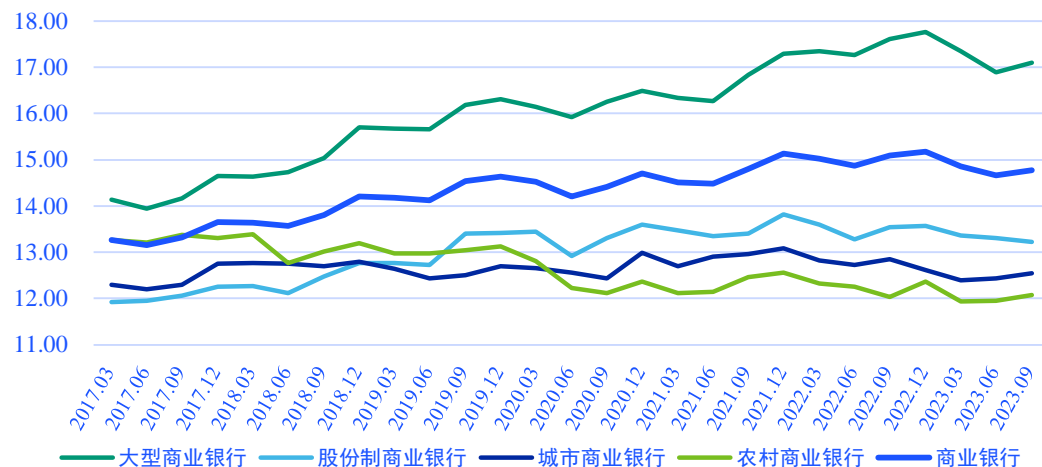
### 银行业及分机构类型不良率 (%)



### 分机构类型一年期同业存单发行利率 (%)



### 银行业及分机构类型资本充足率 (%)



# 圆桌讨论：地方债与城投行业：修复与化债中的机遇及挑战



主持人



**吕寒**

中诚信国际  
金融机构评级总监

发言嘉宾



**李玉平**

中诚信国际  
政府公共评级总监



**袁海霞**

中诚信国际  
研究院执行院长



**费腾**

中诚信国际  
金融机构部  
首席分析师



**朱洁**

中诚信国际  
政府公共评级部  
首席分析师



**中诚信国际2024年信用风险展望年会**

**CCXI China Credit Outlook Conference**

# **波浪式修复下的中国信用趋势展望**

## **China Credit Outlook Amid Wave-like Recovery**

12月12日 北京 | 12月14日 上海



感谢观看