

“红黄绿”分档发行政策不会影响城投企业整体融资环境

2021 年 1 月 18 日

标普信评认为，如果按照不同债务率分档发行城投债券，城投行业整体的直接融资渠道不会出现明显恶化，特别是对于到期债务的再融资渠道仍将保持通畅，但经济欠发达、债务率高的地区的城投企业或将更加依赖地方政府财力的直接支持以及通过政府债券的置换来支撑其信用状况。

近期流传消息称，交易所将根据国务院发布的地方政府债务率的高低和地方政府收入规模对城投企业新发债券进行差异化的审批，即根据地方政府债务率将各地区分为红色、黄色和绿色，债务率最高的红色区域的城投企业暂停发债，债务率中等的黄色区域的城投企业只能针对交易所的债券进行借新还旧，债务率较低的绿色区域的此类企业则不限制发行。

我们认为，城投企业将面临有保有压的债券发行政策，整体融资环境正常。从消息内容来看，债务率的计算可能将以区县为统计单位，并结合当地的财政收入规模制定发行政策，即同一省份或者市级范围内，不同区域的情况或有显著的差异。对于经济欠发达且债务率很高的区县级城投企业，触及到暂停发债红线的可能性较大，不过这一比例在全国范围内并不会太高；对于部分经济发达但债务率偏高地区的城投企业，其债券的发行不一定受到很大的限制。与此同时，我们预计为了防止发生系统性金融风险，监管对于大部分城投企业债务到期部分的再融资不会一刀切的限制，发行的限制更多的将以新增债券为重点。

另外，根据消息内容，此次政策或仅局限于交易所的债券发行。交易所的城投债券规模从 2019 年开始大幅增长，而城投企业债券总额中规模最大的仍是银行间市场的短融、中票等类型，城投企业在银行间市场的融资渠道目前仍保持畅通。总体看，城投企业的整体融资渠道仍将保持良好，但部分城投企业可能会因此次政策受到较大的影响，这些企业地处经济欠发达、债务率很高的地区且行政层级较低，其交易所债券发行总额在所发行债券总额中的占比较高，并面临一定的到期偿债压力。

我们认为，地方政府债务率计算公式中将隐性债务纳入政府债务总额，并不会有利于城投企业信用质量的提升。虽然该消息中首次公开将隐性债务纳入政府债务率的计算当中，并与城投债券发行相挂钩，但财政部在对地方政府债务的实际管理中，一直在实时判定是否把城投企业的债务纳入地方政府的隐性债务中，即严格管控新增地方政府隐性债务。大部分城投企业的债务总额中能够纳入政府隐性债务的比例并不高，我们认为，政府将城投企业的有息债务总额全部纳入隐性债务当中的可能性较低。因此，城投企业仍将以市场化的方式运作，地方政府不会对其全部债务进行兜底支持。

我们认为，对于财政实力弱、债务负担重的地区的城投企业，未来将更多的通过政府自身财力的直接支持和政府债券的置换来维持其信用风险状况。在 2020 年较为宽松的融资环境下，这些地区的城投企业的融资压力有所缓解，但由于投资人对其信用的认可度存在显著的差异，未来其在资本市场的再融资能力可能会持续恶化。不过，如果这些城投企业仍承担了部分基础设施建设等投融资职能，且与地方政府的关系较为紧密，那么未来其业务开展的资金可能更多的来源于财政预算内资金，即政府有多少钱就干多少事，而原有依赖城投企业融资做事的业务模式将改变，这也符合防范新增政府隐性债务的政策要求。对于城投企业原有债务化解的问题，可能将以发行地方政府债券置换城投隐性债务来解决，这符合国家对于地方政府债务显性化管理和稳妥化解存量隐性债务的工作方向。

本报告不构成评级行动。

分析师

李丹

北京

+86-10-6516 6042

Dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

+86-10-6516 6051

May.zhong@spgchinaratings.cn

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。