

标普信评城投季度观察

2023年第四季度

2023年11月

工商企业评级部

标普信评

S&P Global

China Ratings

城投信用季度点评



融资环境

- 特殊再融资债的发行释放积极的政策信号，一定程度上缓解了弱区域城投的流动性风险，但随着隐性债务显性化以及财政纪律要求更加规范，城投企业的融资将面临更加严格的监管环境。
- 城投债券融资政策未见放松，但市场信心有所提振，2023年1-10月全国城投债净融资额较上年同期小幅上升，区域净融资分化依旧明显，但部分高债务率区域，如天津、重庆等地，净融资额同比改善明显，同时近三个月城投债利差整体下行，其中弱区域利差收窄更为明显。



地方财政

- 2023年1-9月，土地市场成交依旧低迷，大多数区域土地出让金同比仍出现大幅下降，全国合计同比下降27%，其中上海、山东、安徽、福建、湖北、贵州等区域降幅超过40%，财政收支平衡压力上升。我们预计2024年房地产和土地市场仍难有起色，政府性基金收入仍将承压，地方政府对区域城投的支持能力或将边际减弱。



近期关注重点

- 特殊再融资债发行速度超预期。截至2023年11月7日，各地已发行或计划发行特殊再融资债超过1.1万亿，其中云南、内蒙古、贵州均超千亿，用于置换隐性债务及偿还企业欠款，弱区域城投流动性压力有所缓解。
- 宽财政发力。中央财政将在今年四季度增发1万亿国债，作为特别国债管理，并将全部转移给地方，有助于减轻地方财政压力，利于债务化解。
- 中央对于地方政府的化债支持更加积极，同时更加注重建立化债长效机制，规范财政纪律，对于新增的城投债务管控更加严格，城投企业再融资环境进一步收紧。
- 各地方政府开始制定并实施一揽子化债方案，其中对金融机构介入降低存量债务利息并优化期限结构有较大期待。

近期各地城投相关政策及事件

增发1万亿特别国债（2023.10.24）

10月24日，第十四届全国人大常委会第六次会议审议通过了国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案。中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，并初步考虑在2023年安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。

国务院关于金融工作情况的报告（2023.10.21）

中国人民银行行长潘功胜在第十四届全国人大常委会第六次会议上作了国务院关于金融工作情况的报告，提到了要“支持防范化解地方融资平台债务风险。认真落实党中央决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险，严控融资平台增量债务，完善常态化融资平台金融债务统计监测机制，加强对重点地区、重点融资平台的风险监测。”



辽宁省财政厅：协调金融机构置换债务（2023.11.6）

据中国财政官微，辽宁省将县区作为财力性转移支付优先保障的重点，能测算分配到县区的全部测算分配到县区，重点向困难县区倾斜。做好新增隐性债务“日监控”、统计分析“月调度”等常态化工作。出台隐性债务禁止类清单和问责操作规程，稳妥化解存量隐性债务，推动实现由“防”到“化”的转变。通过“银政企”协作机制，协调相关金融机构置换市县当期或高息债务，降低债务成本。

中央金融工作会议（2023.10.31）

10月30日至31日，中央金融工作会议在北京举行。会议强调，**要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年上半年中国财政政策执行情况报告》（2023.8.30）

强化地方政府债务管理，开好“前门”、严堵“后门”，持续较大规模安排新增地方政府债券，建立健全防范化解地方政府债务风险的制度体系，坚决查处各类违法违规举债行为，**牢牢守住不发生系统性风险的底线。**防范化解地方政府债务风险。**进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求。**督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增。**稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。**

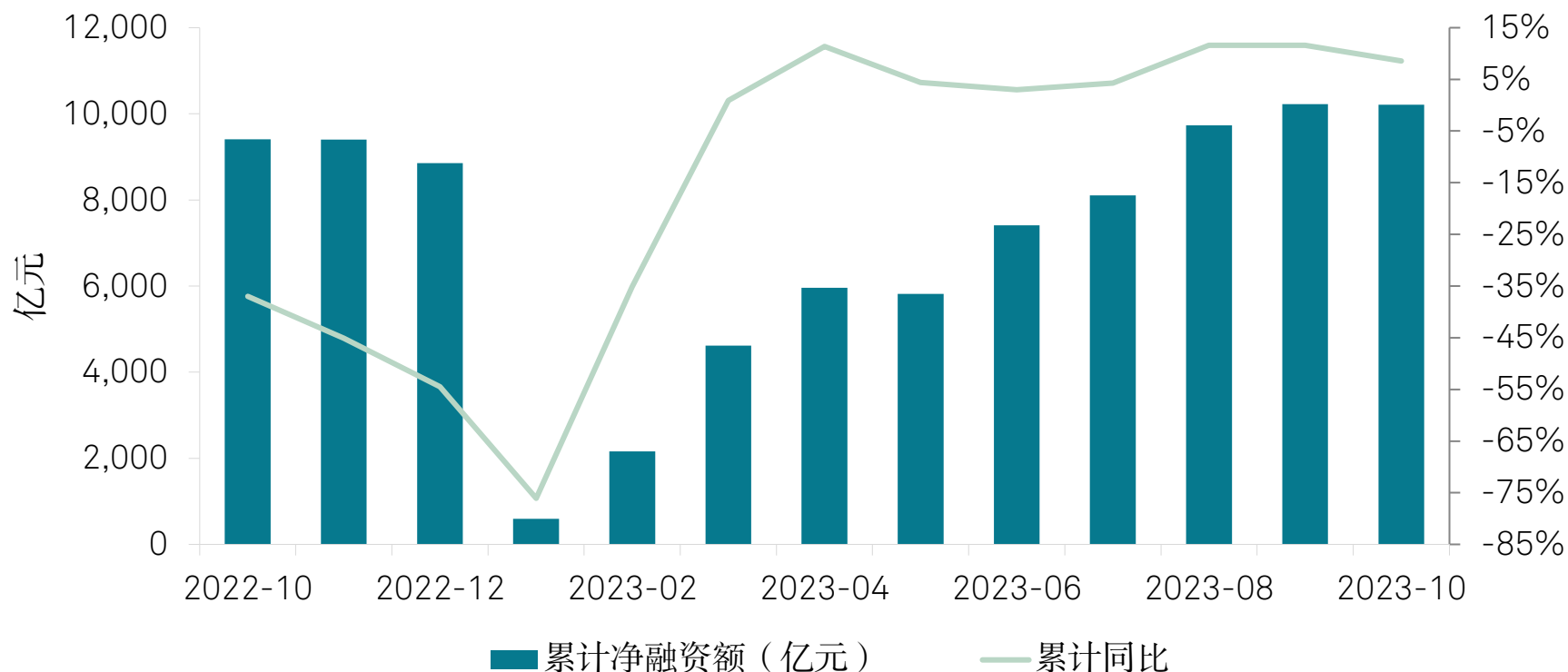
财政部湖南监管局：推动“一揽子”化债方案落地见效（2023.10.8）

督促地方抓实隐性债务化解工作，推动“一揽子”化债方案落地见效。定期组织开展隐性债务化债核查，确保化债成果经得起各方检验，**支持市县协调金融机构降低存量债务利息，优化债务期限结构，防范资金链风险。**规范融资平台公司综合治理，防范地方国有企事业单位“平台化”。

城投债净融资

➤ 2023年3月以来，城投债发行逐渐回暖，2023年1-10月全国城投债净融资额较上年同期小幅提升。

全国城投债净融资额累计同比

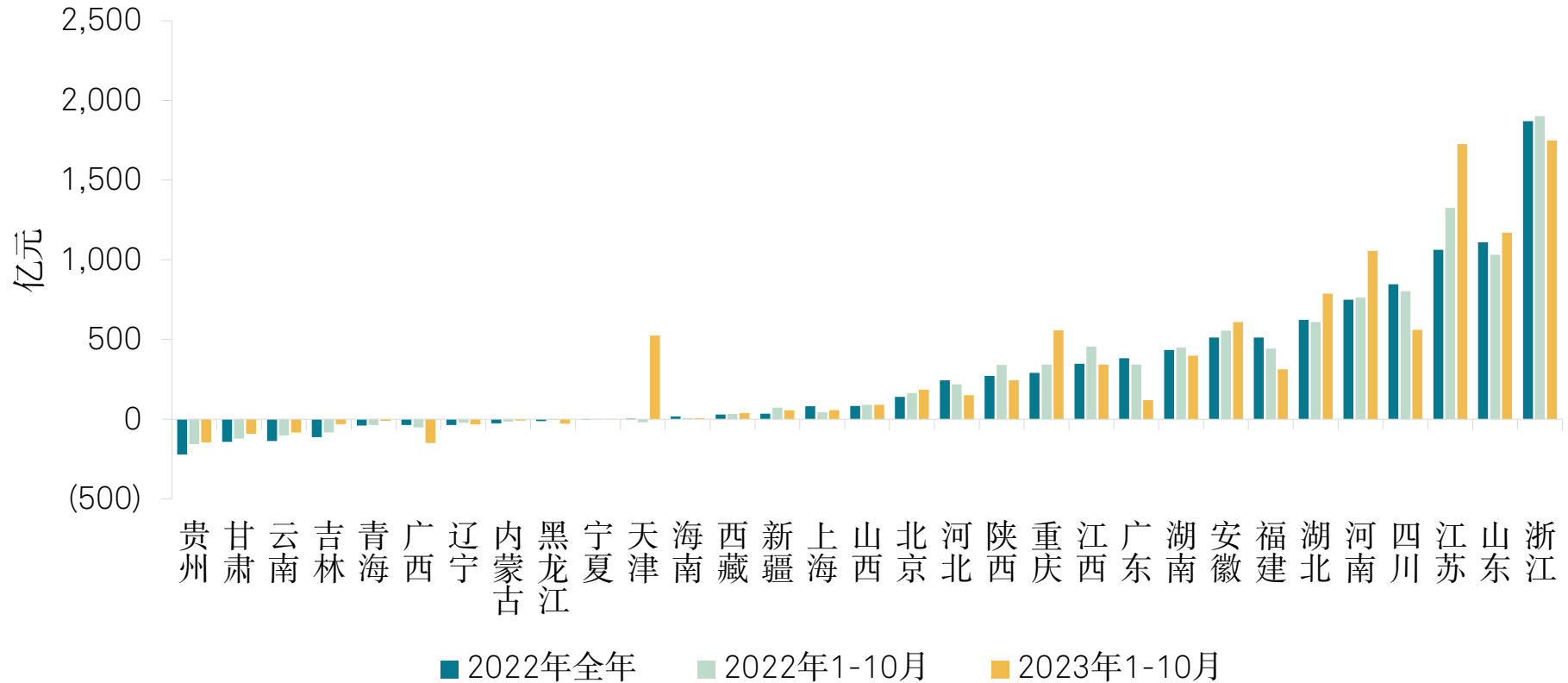


资料来源：Wind，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投债净融资

- 区域净融资分化依旧明显，但部分高债务率区域融资环境出现缓和，如天津、重庆等地，2023年1-10月城投债净融资额同比增幅明显。

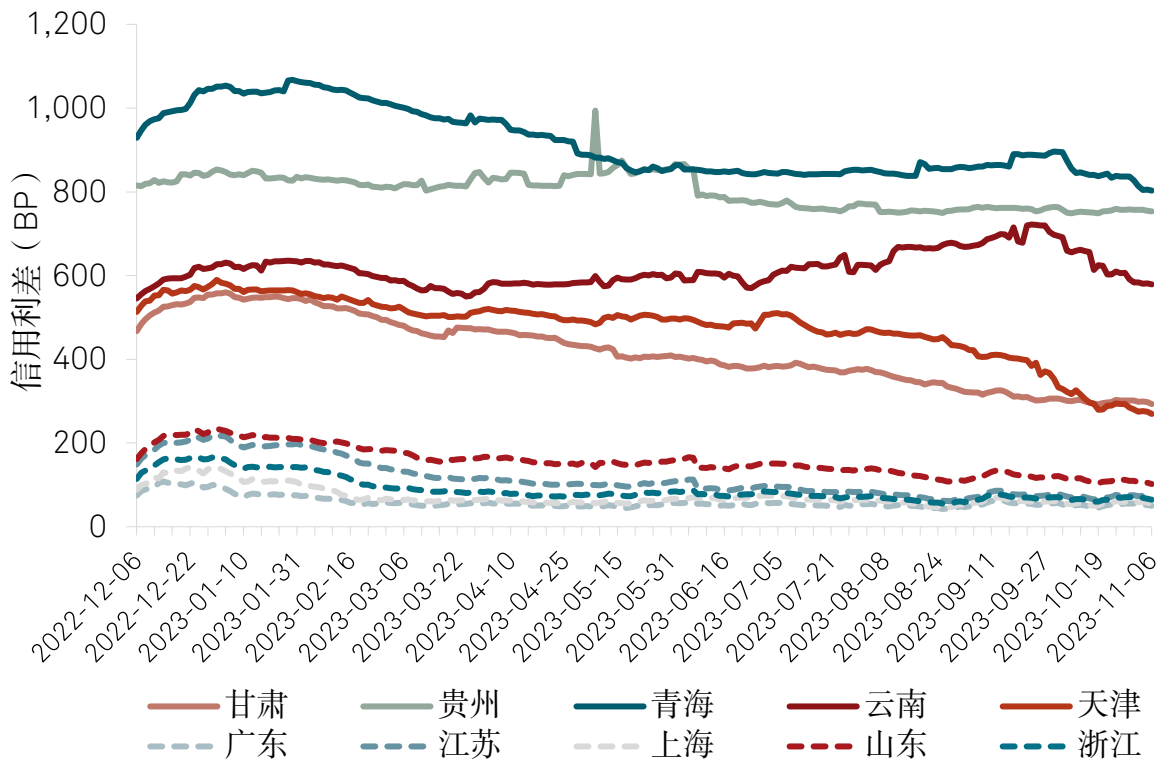
各省市及自治区城投债净融资额



区域城投债利差

➤ 受益于特殊再融资债发行以及宽松的货币政策，近期城投债利差呈下行趋势，其中天津、云南、东三省、重庆、河南等地利差收窄明显。

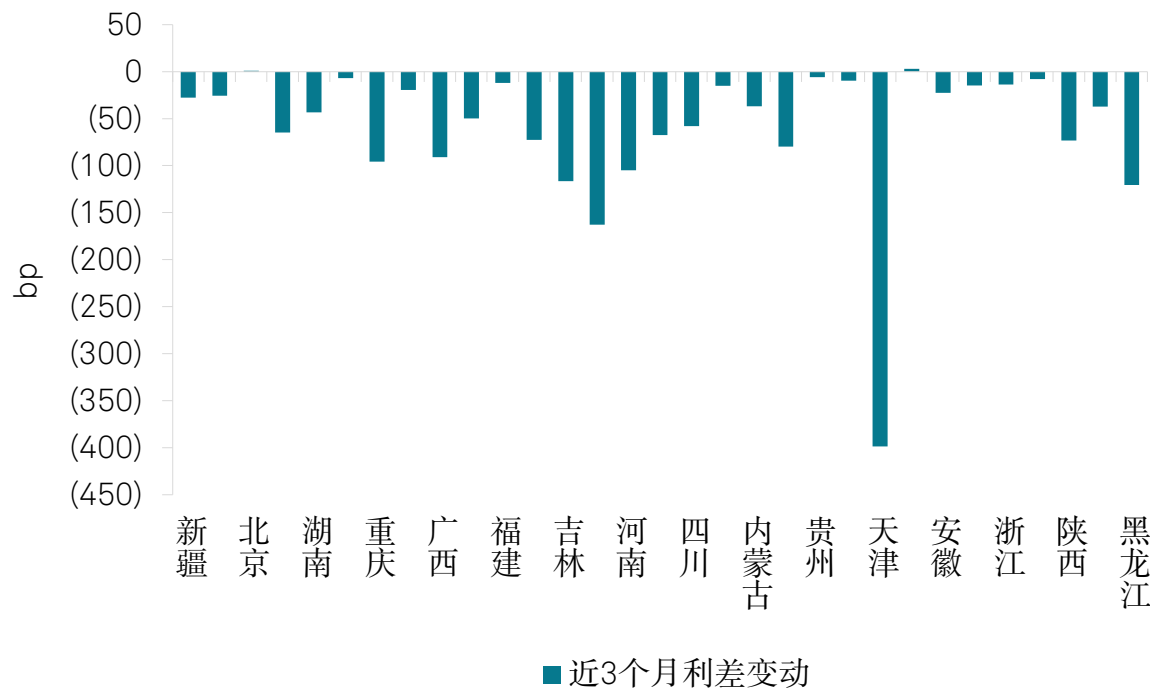
部分省市城投利差变化



注：选取各省份中的市级城投债、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的市级城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

多数区域城投债利差收窄明显



注：时间点为2023年11月6日。

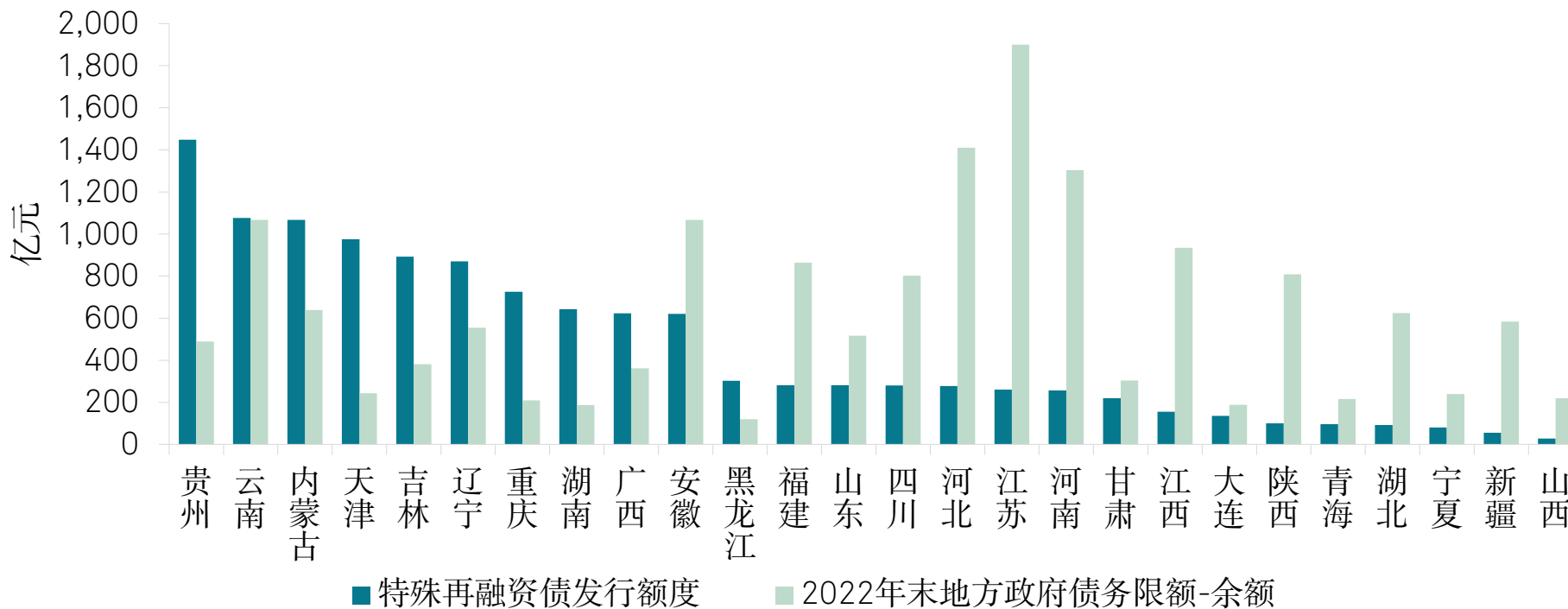
资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

特殊再融资债发行情况

- 截至2023年11月7日，全国已有26地公告发行特殊再融资债，合计发行金额约1.18万亿，用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及贷款，其中内蒙古、云南、天津、贵州、吉林、辽宁、重庆等地发行规模较大，体现了中央政策对债务压力大、财政空间有限的地区的政策倾斜。

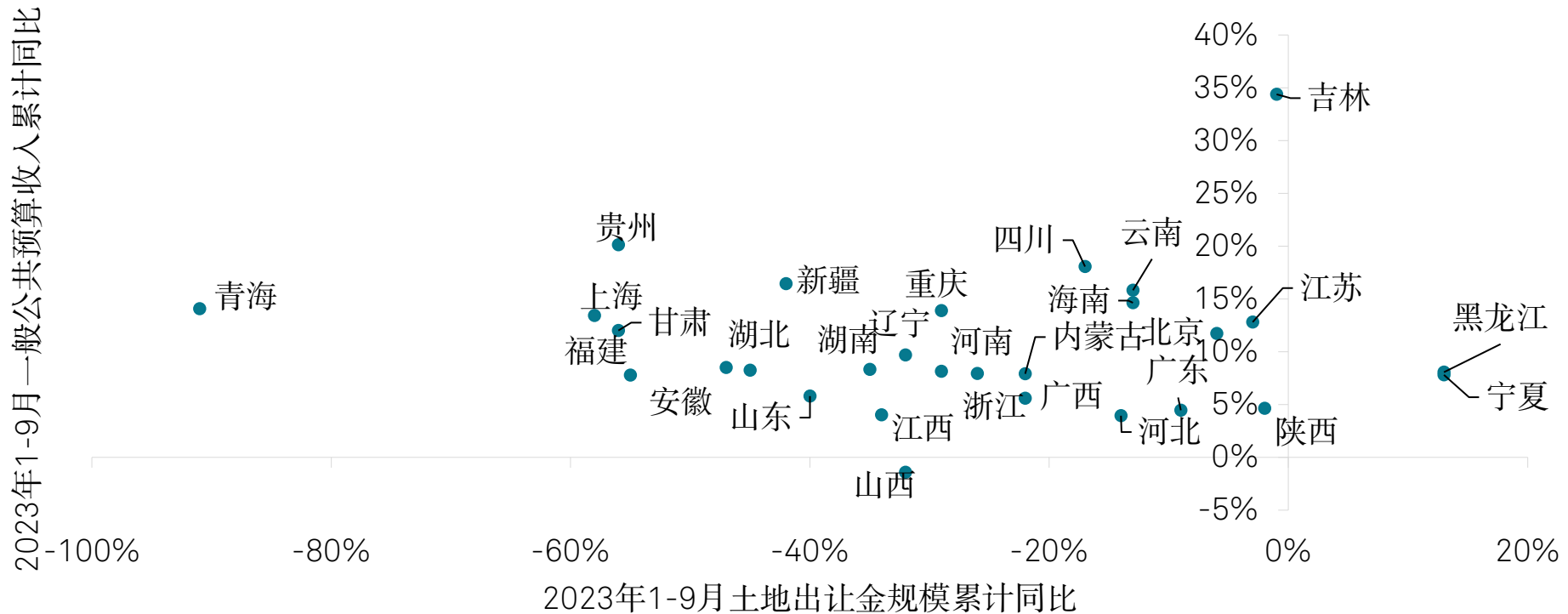
截至2023年11月初各地特殊再融资债发行情况



地方政府潜在支持能力

- 2023年1-9月，在去年低基数下，除山西省外，各省份一般公共预算收入同比均出现回暖。但土地出让情况仍不容乐观，2023年1-9月大部分省份土地出让金仍同比下滑明显，全国合计同比下降27%，其中青海、上海、山东、安徽、福建、湖北、贵州等区域降幅超过40%，区域财政进一步承压。

各省市及自治区一般公共预算收入及土地出让金规模变化



注：因数据可得性原因，本图不包含西藏自治区；另外天津市土地出让金同比增速超过100%，极端值影响图表展示，故暂不包含天津市。

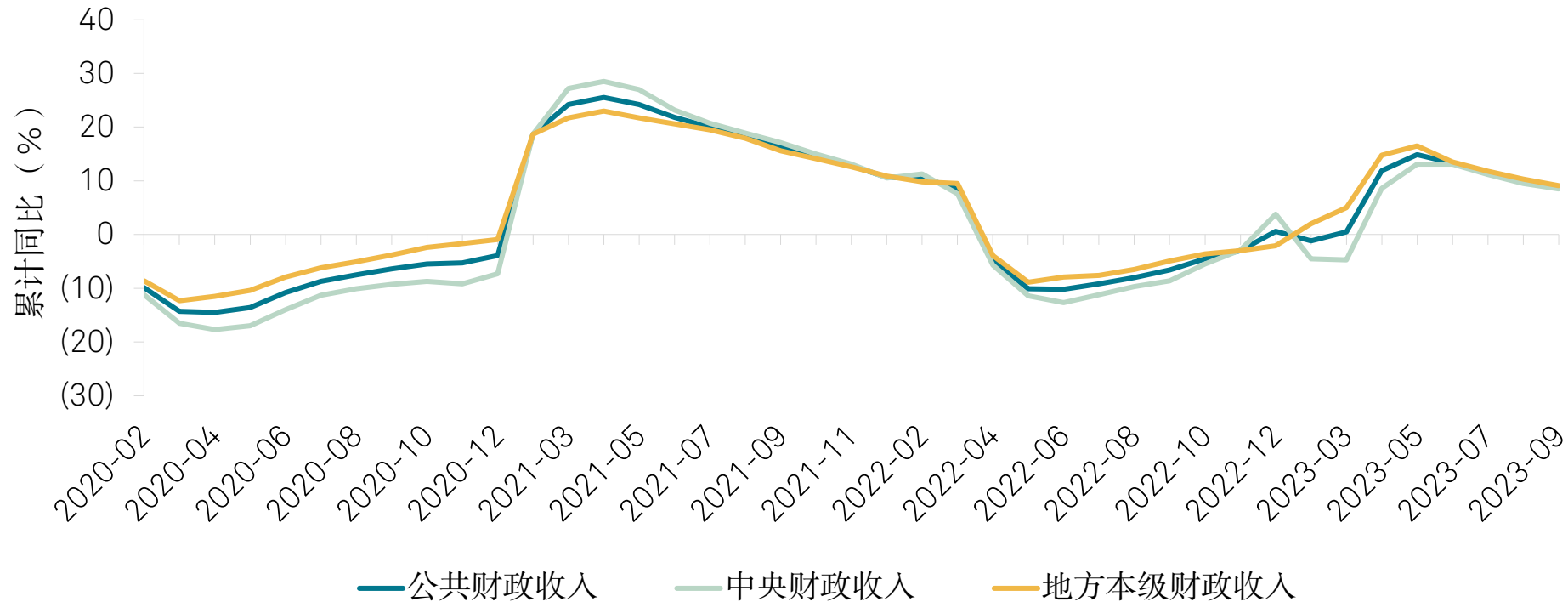
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财政收入

- 2023年1-9月，在去年低基数下，一般公共预算收入同比增幅较为明显，但剔除留抵退税影响后，累计仍下降2.4%。

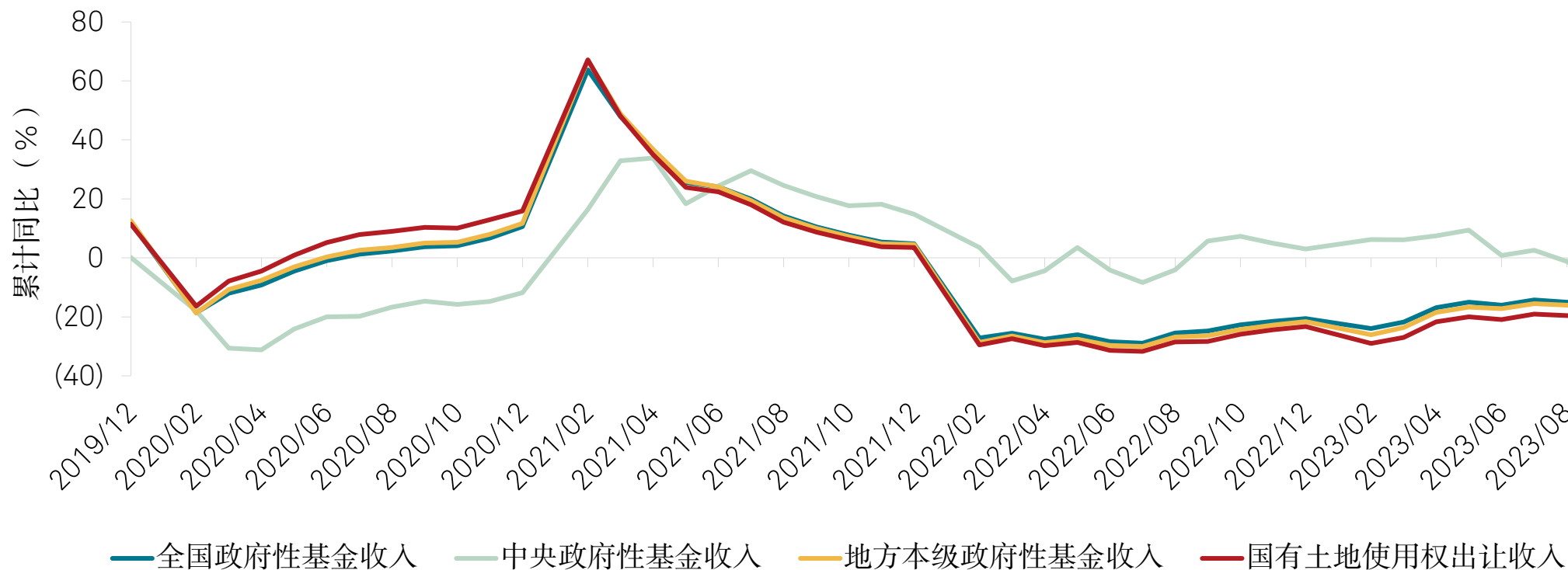
公共财政收入累计同比变化



财政收入

- 政府性基金收入同比仍持续大幅下滑，1-9月全国政府性基金收入同比下降15.7%。

政府性基金收入累计同比变化



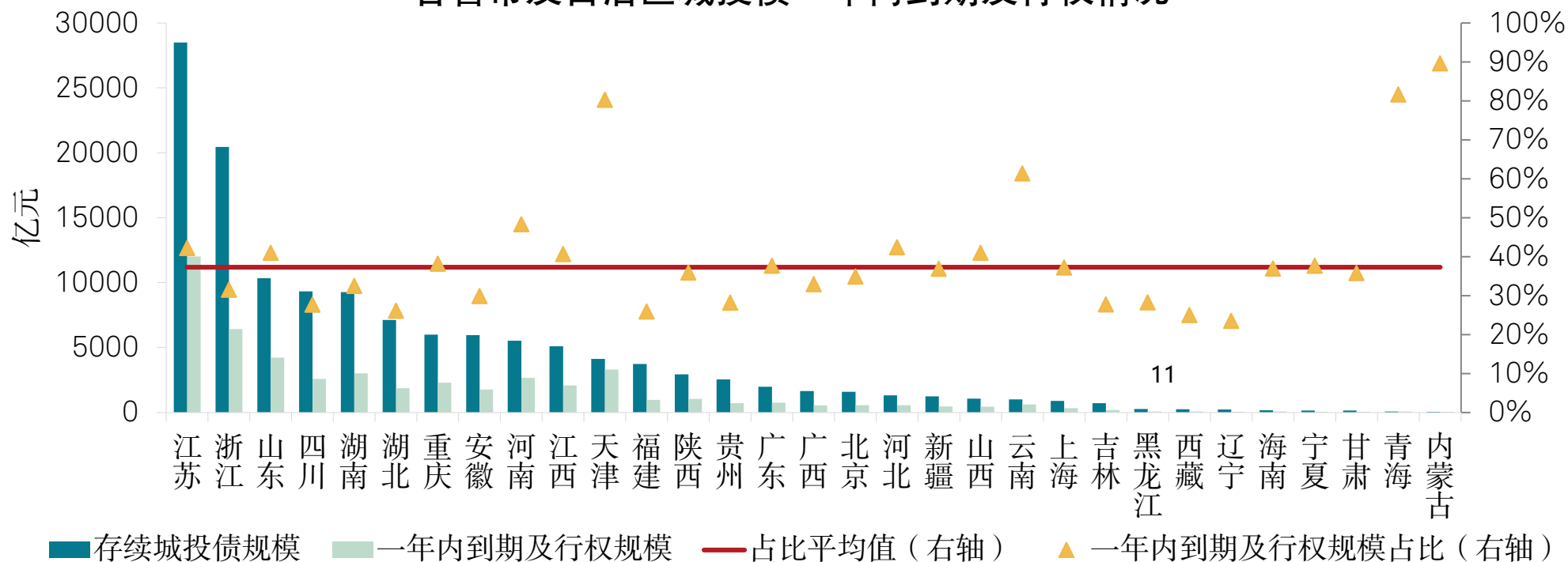
资料来源：Wind，标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

偿付压力

- 在融资环境持续偏紧、土地财政仍然承压的背景下，同时结合区域城投债券的一年内到期及行权压力，我们认为云南、天津、贵州、甘肃、广西等地区的城投企业面临的流动性压力仍较大。在中央政策发力的情况下，我们认为短期内城投债券违约的可能性较低，但部分弱区域城投商票逾期、非标违约等风险事件仍难以杜绝。

各省市及自治区城投债一年内到期及行权情况



■ 存续城投债规模 ■ 一年内到期及行权规模 — 占比平均值（右轴） ▲ 一年内到期及行权规模占比（右轴）

分析师

王雷, CFA, FRM

北京

+86-10-6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺

北京

+86-10-6516 6058

Yi.gong@spgchinaratings.cn

路哲伦, CFA

北京

+86-10-6516 6046

Bruce.lu@spgchinaratings.cn

标普信评

S&P Global

China Ratings

©版权所有2023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）的联属企业。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.标普全球评级chinaratings.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。