

化债进入新阶段

——2024 年城投企业信用展望

2023 年 11 月 30 日

要点

- 标普信评预计，持续的政策利好使得城投企业获得一定资金支持，加之再融资环境有所改善，2024 年城投债券违约风险不高。然而，城投债务规模仍较大，弱区域城投企业仍有债务压力，银行借款、票据、非标等债务展期或违约的风险恐在所难免，较 2023 年可能有所减少，但仍不可盲目乐观。
- 我们认为，中央对地方债务监管政策有一定调整；在严控隐债增量的情况下，加速存量债务化解，管理范围可能扩大到部分城投企业债务，也就是既包含隐性债务，也有经营性债务；地方政府化债责任进一步明晰，利于防范尾部风险。
- 我们预计，化债进程中城投企业不同类型债务将得到差异化处理。城投债券安全边际较高，主体信用质量仍取决于地方政府与城投企业基本面；地方政府财经纪律更加规范，城投企业面临的融资监管也更加严格；由于区域间的差异，城投企业未来发展也有所差异，部分城投企业或向产业化转型，需谨慎对待。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

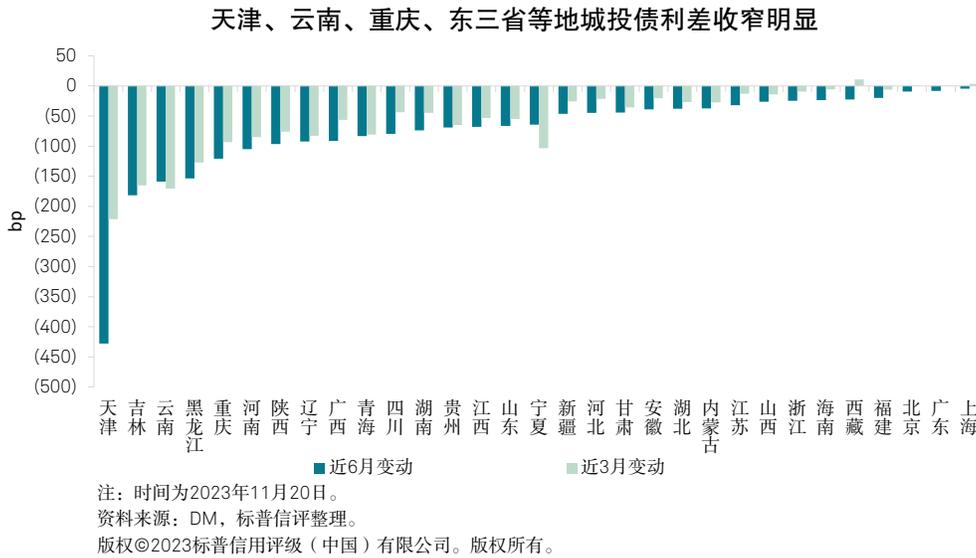
lei.wang@spgchinaratings.cn

2014 年国务院印发的《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，“43 号文”）开启了中央对于地方政府债务及融资平台监管的新篇章，规范地方政府融资，剥离平台的融资职能，防范和化解地方政府债务风险成为主基调。2023 年是城投企业波动较大的一年，持续的土地出让金下滑、三年公共卫生开支的增加，令许多地方财政捉襟见肘，城投企业风险事件频发。下半年启动的全国层面的一揽子化债，反映出监管思路也在与时俱进，城投企业也将逐渐发生变化。十年过去，站在 2024 年的开端，我们将如何看待城投企业未来的演变？

政策短期利好城投企业，但风险仍不容忽视

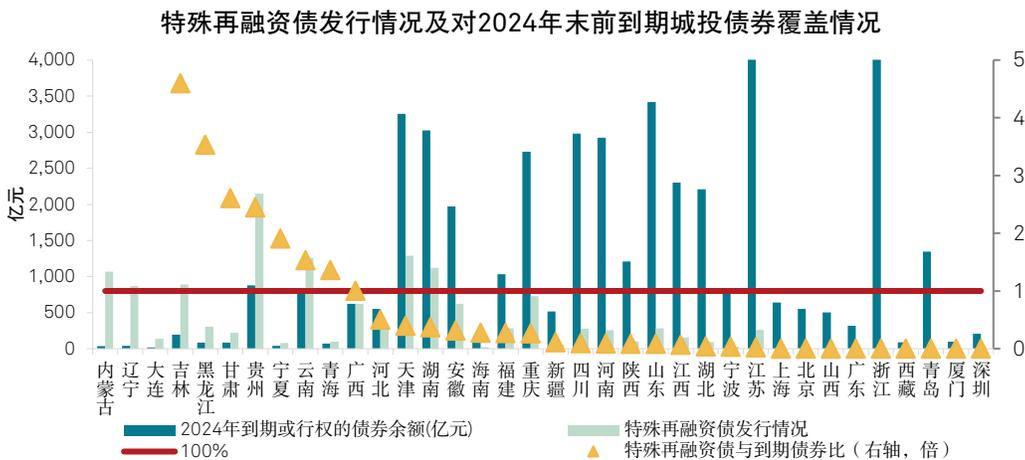
我们认为，2023 年 7 月政治局会议提出的一揽子化债政策及 10 月人大常委会批准的特别国债发行，缓解了地方政府和城投企业的资金压力，特别是在高负债地区效果较为显著，市场反应也较为积极，城投企业的再融资环境得到一定改善，城投债利差收窄，发行利率下降，以天津、云南等地区最为突出。

图1



我们预计，在政策利好的背景下，2024 年弱区域城投企业的流动性压力将有所缓解，城投公开债券违约的可能性较低；然而，城投债务压力依旧较大，银行借款、票据、非标等债务发生信用风险事件恐将在所难免。根据我们测算，截至 2023 年 11 月 20 日，在 2024 年 12 月 31 日之前到期的城投债券（含行权）约为 5.5 万亿元，地方政府已公告发行或拟发行的特殊再融资债合计 1.3 万亿元，覆盖程度不足 1/4，但在不同区域这一覆盖倍数差异很大，体现了政策向高负债省市的倾斜与支持。例如，在内蒙古、辽宁、大连、吉林、黑龙江、甘肃、贵州、宁夏、云南、青海等高负债地区，这一覆盖倍数超过一倍；而经济发达的广东、上海、北京、浙江，目前没有发行特殊再融资债的计划；江苏、山东等地债务总量较大，但特殊再融资债发行量较小，主要因为省内拥有更多的资源可以协调。我们相信，虽然特殊再融资债并非全部用于置换城投债券，但的确能为高负债省市的城投企业提供一些资金支持，缓解压力，诸多城投企业债券的提前兑付也体现了这一点。同时，多个省市地方政府也公开表态保障债券的兑付，从资金及意愿方面给予城投企业支持，这也体现出保障债券的兑付是在资金有限情况下地方政府的优先选择。

图2



然而不可忽视的是，一方面，根据我们的测算，2023 年 6 月末，城投企业有息负债约为 47 万亿元，城投企业短期有息负债约为 13 万亿元，规模较大，1.3 万亿元的特殊再融资债无法置换城投企业全部债务，哪怕是短期债务；另一方面，我们预计 2024 年土地市场明显好转的可能性较低，部分地方财政仍有较大的平衡难度，高负债区域仍存在压力，银行借款、票据、非标等债务展期或违约的风险恐在所难免，虽然预计较 2023 年可能有所减少，但仍不可盲目乐观。

政策有一定调整，但并未放松地方政府化债责任

从最近一系列会议及政策来看，我们发现中央对地方政府债务管理政策有一定调整：地方政府责任得到进一步明确，虽然依旧严控增量，但更重视化解存量，且化债范围与之前有所不同。我们观察到，今年 7 月 24 日的政治局会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，10 月 30 日的中央金融工作会议强调“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”。我们认为，这两个很高规格的重要会议均使用了“地方债务”的表述，而非此前的“地方政府债务”，这或许表明部分城投企业的经营性债务同样将被纳入地方政府债务范围，即对地方债务实施全口径管理。我们认为，这样的范围调整更加切合地方政府债务的实际情况，尽管中央不断切割城投企业经营性债务与地方政府之间的关系，但城投企业的经营性债务部分与涉及隐性债务部分难以区分，同一债务主体可同时涉及经营性债务与隐性债务，且城投企业对地方政府有较高的重要性，故地方政府对于城投企业经营性债务仍有救助的可能，地方债务也仍有增加的可能，既如此，不如确定的将其纳入管理范围，全口径控制地方债务总量，而被纳入的城投企业将受到更严格的监管，遵循严控增量、化解存量的原则，投融资活动受到约束。

我们认为，一揽子化债、建立化解债务长效机制和债务管理机制等，实则在进一步明确和细化地方政府化债责任。各级地方政府对全域内地方债务负责，并非仅仅对本级债务负责：省级政府负责全省债务风险的防范与化解，地级市政府负责全市区域内地方债务的管理，特别是对区县级债务的管理，在某些地方仍需加强，如山东的某些城市。按照会议精神及地方债务管理范围的扩大，我们预计地方政府对区域化债职责将进一步清晰，利于低层级城投企业债务管理，防范尾部风险。

城投企业债务差异化处理，主体信用仍有差异，未来发展不尽相同

我们认为，严禁新增隐性债务的底线依然存在。虽然市场对近期政策反响热烈，“城投信仰”再次充值，然而这些政策是在土地出让金大幅下滑、地方财政平衡难度加大、城投企业风险开始暴露的背景下，中央对地方政府的流动性支持，目的是防止风险扩散，为地方化债争取一定的时间。这虽然提升了城投短期债券的安全边际，但并不意味着中央为地方债务兜底。财政部在 11 月 6 日通报了八起地方政府隐性债务问责典型案例，旨在遏制新增隐债，严肃财经纪律，打消兜底预期，防范道德风险，警示信号十分明显。

长期来看，我们预计地方债务化解基本通过财政偿还、债务置换、金融机构展期、重组、降息、国有资产注入等方式完成，城投企业不同种类债务的处理方式有所区别；地方财经纪律将进一步规范，持续剥离城投企业融资职能，部分高负债地方政府投融资受到限制；城投企业新增债务较为困难，面临转型的十字路口。

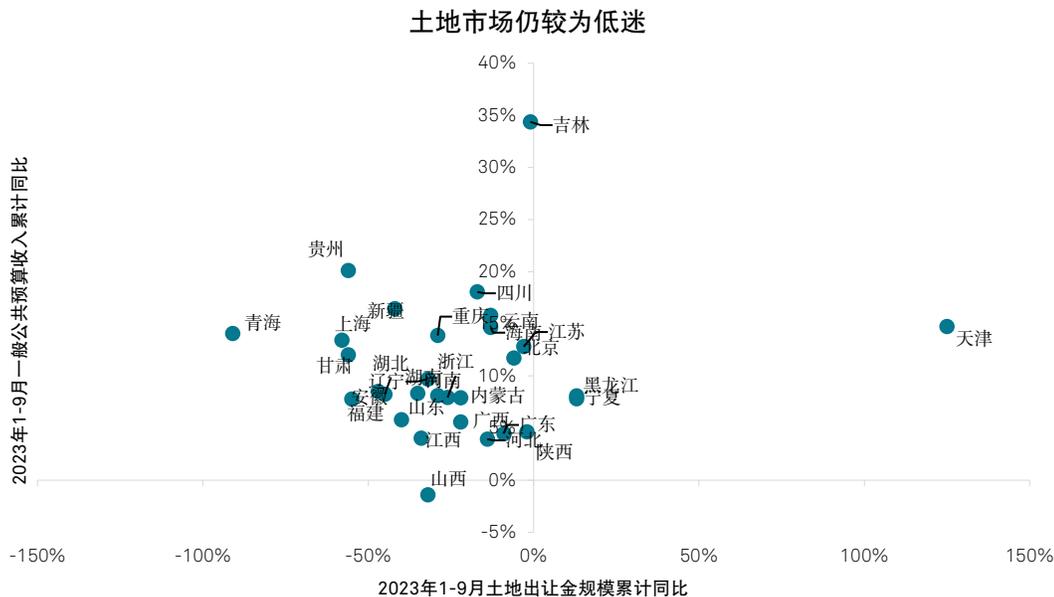
城投企业不同类型债务的处理存在差异。城投债券是地方政府及城投企业在有资源协调（财政资金、银行资金置换等）情况下的优先保障，部分银行贷款、非标可能实行续作或展期操作，辅以利息压降，或者进行打折偿还，从而降低整体债务压力，改善融资结构。这一过程中不同类型金融机构面临的风险与挑战也不相同，债券投资者虽然可能在短期内拥有较高的投资安全边际，但并不意味着城投债券永远安全，且持有城投债券仍存在估值波动的风险；银行可能在地方行政、收益、风险之间不断博弈；信托、理财、资管公司等非银机构还要面对来自资金端投资者的压力，局面可能更为复杂。

虽然城投债券短期内有较大的安全边际，但城投企业之间仍有明显的信用分化，区域及企业基本面仍是决定信用分化的因素。房地产市场能否企稳，以及土地市场能否回暖，是中短期内影响地方财政的重要变量。近期中央、地方政府出台诸多提振房地产市场的措施，效果仍有待在 2024 年进一步观察，而房地产销售企稳、信心恢复，传导推动土地市场回暖也需一段时间。2022 年地方政府国有土地使

用权出让收入较上年下降 20309 亿元，下降幅度 23.3%；2023 前三季度这一收入较上年同期下降 7632 亿元，下降幅度 19.8%。如若 2024 年土地出让没有明显好转，土地出让收入下滑缺口如何弥补？凭借中央与地方新增债务可以带来一定帮助，但也无法完全补足这一缺口。所以 2024 年是较为关键的一年，中央为地方化债争取到了时间，地方政府也理应有所行动。

从央地关系角度来看，既然一些区域的地方政府没有足够的财权匹配相应的事权，那么中央政府就有可能加大对这些地方政府的转移支付支持力度，也有可能上收部分事权。本轮债务置换及特别国债即为中央对地方政府的支持，意味着地方政府需要接受中央或上级政府更加严格的管理，约束及规范投融资行为，包括城投企业的投融资行为，统筹、控制地方整体债务水平，努力化解地方债务。我们认为，负债越高的区域受到中央政府的支持越多，未来其融资行为受到的管理也会愈加严格。同时，如上文所分析，中央对地方债务管理的口径出现了调整，那么被纳入地方债务管理的城投企业融资也将受到严格管控，未来这些企业借新还旧较为普遍，新增融资较为困难，甚至高负债区域的某些城投企业借新还旧也不一定能够保证，需要实实在在地化解债务问题，而未被纳入地方债务的城投企业将更加依赖自身的经营情况，大概率也面临严格的融资政策，从这个角度看，城投债券亦难言绝对安全。

图3



注：本图中不包含西藏。

资料来源：Wind，公开资料，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。

长期看，城投企业的融资职能将渐渐退出历史舞台，这一进程虽然并非一朝一夕可完成，但却是发展趋势，城投企业处于转型的十字路口。纵观过去的二十年，城投企业伴随着地方政府融资行为的演变而发展。我们预计，中央规范地方政府融资行为的政策只会越来越坚定，虽然中间可能遇到经济增长波动、外部环境扰动等干扰因素，但方向不会改变，城投企业的融资职能会随着“国办发〔2022〕20号文”等政策的深化而逐步退出。近年来，越来越多的城投企业宣布退出融资平台，都是顺应了政策的方向。依托当地经济发展，结合自身优势，向基础设施建设、公用事业、保障房、环境服务、商业物业、产业投资等领域延伸，城投企业仍可有很多机会完成转型。然而各地资源禀赋存在明显差异，城投企业不可能都向市场化产业国企成功转型，亦有失败的风险，东部经济发达城市、中西部省会城市、高层级市级平台能够获取的资源较多，经济较弱区域、低层级平台能够获得的资源相对较少，更需谨慎处理，有些无法顺利转型的城投企业或与其他城投企业合并，或退出资本市场。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©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，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失、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。