

城投化债的繁荣与隐忧

——近期城投化债热点观察

2024 年 3 月 26 日

要点

- 标普信评认为，一揽子化债政策取得了一定的效果，然而城投企业的负面舆情仍时有发生，如票据逾期、非标违约等，且有部分城投企业在境外高息融资，反映了一些城投企业仍存在资金压力，云南、贵州和山东较为突出。
- 我们认为，这一现象的背后是政策与地方基本面的影响，对债券的信心更多来自中央政府支持与化债环境的约束，资金压力较大更多反映了区域基本面及地方政府债务管理。
- 我们预计，短期继续出台重要支持性政策的概率不高，地方政府需要在今年积极落地化债方案，阶段性化债成果将影响下一步政策的走向，区域差异可能将逐渐再次影响城投债券。
- 我们发现，江苏、山东、浙江、四川的非标融资规模较大，这四省的金融资源虽然相对丰富，但区域内部分地市如青岛、潍坊、成都的非标债务化解，可能需要较高级别政府的协调。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

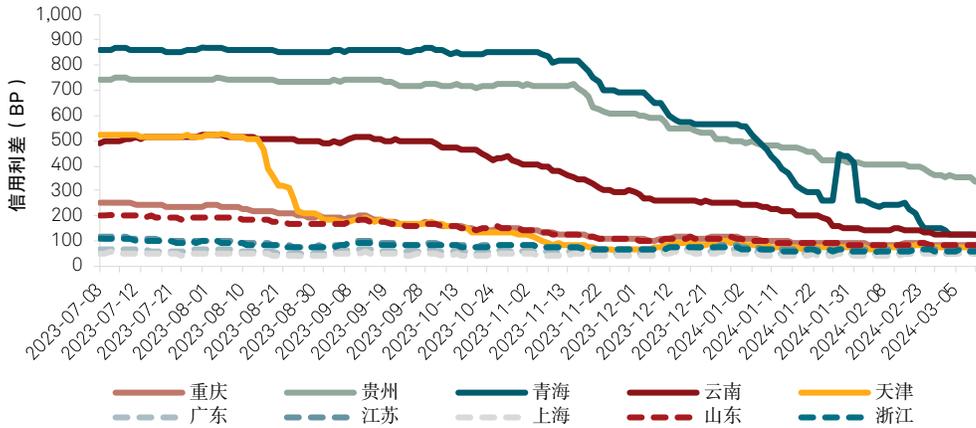
化债取得一定效果，然而部分城投企业仍有资金压力

我们认为，2023 年下半年开始的一揽子化债方案，为地方政府和城投企业缓解了部分资金压力，地方政府也采取了较为积极的行动，地方债务风险整体得到了一定的缓释，市场信心提升，投资机构对城投债较为追捧，城投债收益率不断下行。然而，城投企业其他债务工具，特别是票据、非标等，风险事件时有发生，部分城投企业在境外高息融资，均体现出城投企业仍有资金压力，以云南、贵州、山东较为突出。

2023 年四季度，27 个省、自治区和直辖市共发行了约 1.4 万亿元的特殊再融资债，主要用于置换地方债务，一些高负债区域的城投企业得到资金支持，如湖南省的债务高地湘潭市获得约 650 亿元特殊再融资债支持。同时，城投企业的流动性压力也得到缓解，市场信心增强，债券刚兑预期强化，债券收益率持续下行，特别是负债率较高的区域，比如天津、云南、重庆等，下降幅度显著。

图1

部分省市城投利差变化



注：选取各省及直辖市中剩余期限为6个月到6年的全部城投债的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差 = 个券估值 - 同期限国债收益率。

资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们注意到，虽然投资机构对城投债非常认可，但在“35号文”影响下，近几个月城投债监管收紧，城投债净融资下降，一些城投企业发生信用风险事件，如票据逾期、非标逾期、银行借款逾期等，甚至触发债券交叉违约条款，另外部分城投企业在境外以较高的成本进行融资，均透露出部分区域城投企业有较大的资金压力。

根据上海票交所公告及DM统计，截至2024年2月末，至少有32家城投企业票据持续逾期，累计逾期金额合计57.4亿元，逾期企业主要分布在云南、山东和贵州，陕西、河南、湖北、湖南、江苏、青海、四川和山西等地也有涉及。虽然票据逾期的原因比较复杂，但持续的票据逾期往往意味着企业资金压力较大。

图2

城投企业票据逾期情况



注：截至2024年2月末。

资料来源：上海票交所，DM，标普信评整理。

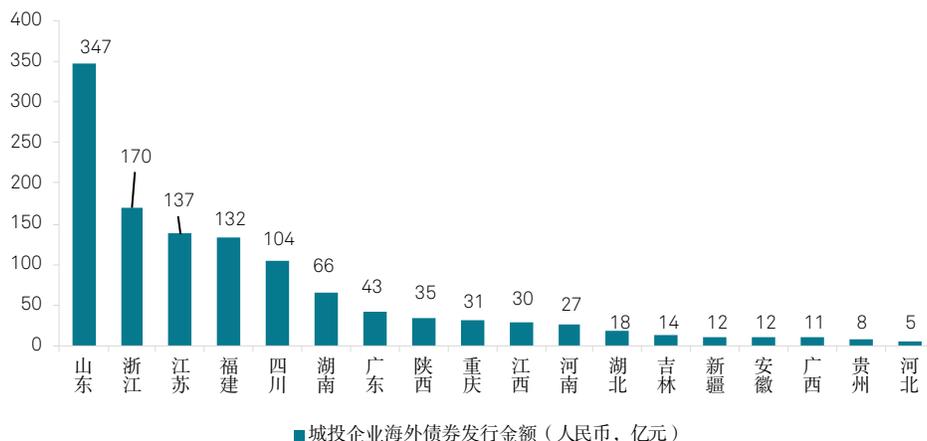
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投非标债务和银行贷款也有一定数量的负面舆情，且个别逾期触发债券的交叉违约条款。据 DM 统计，仅在今年 1-2 月间，共有 13 笔城投企业非标融资违约或展期，主要发生在云南（昆明）、贵州（毕节）、山东（淄博、潍坊、青岛、德州）、四川（成都金堂县）、陕西（西安曲江）、河南（周口、洛阳）等地。2024 年 1 月 24 日，位于青岛李沧区的青岛世园（集团）有限公司发布公告称，公司因流动性紧张，未能按时偿还 3.57 亿元债务本息。后续在地方政府的支持下，该公司于 2 月初清偿了逾期的银行贷款。2023 年末西安曲江文化控股有限公司子公司西安曲江浞湖投资建设开发有限公司有 2 笔金融机构债务逾期，逾期金额 9,173.56 万元，已经触发“21 浞湖 01”债券募集说明书中约定的交叉违约保护条款，西安曲江文化控股有限公司为这两笔债务及“21 浞湖 01”债券提供担保，风险有从非标向债券和担保主体蔓延的迹象。

我们也注意到，在境内债券融资成本下行的背景下，部分城投企业以高息在境外融资。据 DM 统计，从 2023 年 10 月 1 日至 2024 年 3 月 12 日，城投企业在境外共发行 182 只、合计金额 1200 亿元人民币的债券，发行人主要集中于山东、浙江、江苏、福建和四川等省份，以山东为最多，发行量达到 346.6 亿元，其中济南和青岛城投的发行量分别为 124.9 亿和 51.5 亿。期限方面，一年期及以下的发行量为 168.9 亿元，山东最多，为 87.5 亿元。成本方面，这 1200 亿元债券的加权平均利率为 5.68%，票面利率超过 7% 的债券有 62 只，金额合计 268.8 亿元，仍以山东最多。由于美联储不断加息，境外融资成本较高，但同期境内城投债收益率大幅下行，一揽子化债方案和“35 号文”要求地方政府降低债务成本，而部分城投企业仍以较高的成本在境外融资，特别是采用 364 天这一受到监管较少的品种，我们认为该行为可能与债务管理精神有一定的背离。

图3

城投企业海外发债



注：时间范围为2023.10.01-2024.03.12。

资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综合上面的情况，我们认为票据逾期、非标违约、境外高息融资等现象，反映了部分地区城投企业的资金压力仍较大。票据逾期、非标违约、境外高息融资排名靠前的区域包括云南、贵州、山东等省份，其中云南、贵州属于 12 个高负债省份，资金压力大符合市场预期，山东省是经济强省，而青岛、济南、潍坊、淄博的经济实力在全省甚至全国都属于较好的水平，仍有较大的资金压力，且持续一年多负面舆情不断，由此可见地方债务管理仍存在提升空间。

另外，我们观察到，在有城投企业负面舆情的城市，大部分城投债券仍得到资本市场的认可，如昆明市交通投资有限责任公司存在商票逾期、债务逾期、担保债务逾期等情况，但在去年 11 月以来成功发行多笔超短融，票面利率较低。

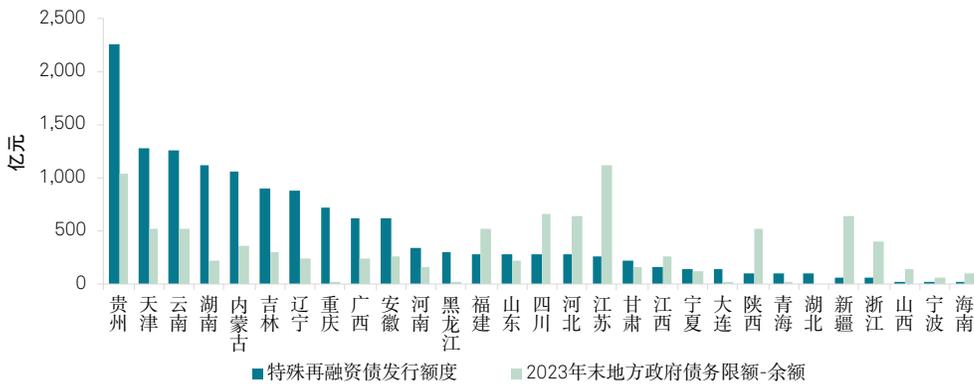
债券与非标间的分化，主要来自政策和区域基本面影响

我们认为，城投债券与城投非标债务之间的分化局面，主要来自政策和地区基本面的影响。投资机构对于城投债较强的信心更多来自中央政府给予地方政府的支持及约束，如特殊再融资债、特别国债、“35 号文”的名单制管理和非标债务置换等，化债背景下债券刚兑预期得到强化。目前地方债务管理成为地方政府重要的工作内容，多次出现在政治局会议、中央经济工作会议、政府工作报告当中，地方政府的重视程度也超过了以往，债券这一债务工具对化债影响较大，一旦违约，区域融资成本势必上升，影响化债进程，债券偿付资金优先级较高。

而城投企业信用风险事件及资金压力更多来自地区的差异。一部分来自债务规模较大但并未通过大规模特殊再融资债进行债务置换的省份，如江苏、浙江、山东和四川等地的低层级城投，另一部分来自发债规模较大但债务负担可能更加沉重的区域，如云南、贵州。化解债务离不开地市或区县的基本面及债务管理能力，加之城投企业名单制管理，城投债融资环境趋紧，资金压力随之上升。

图4

截至2023年底各地特殊再融资债发行情况



注：（1）时间点截至2023年12月31日。（2）计划单列市数据未包含在所在省份中。（3）湖北省未披露2023年地方政府债务数据。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2024 年地方政府化债的成果影响下一步政策走向及城投债收益

我们认为本轮中央化债政策有保有压，“保”的政策在 2023 年下半年密集出台，如特殊再融资债、“35 号文”等，中央政府给地方政府资金和政策上的支持，地方债务风险得到整体缓释，预计近期中央出台进一步支持性政策的概率不高，城投债政策利好空间不大。“压”的政策侧重压实地方政府化债责任，如 2024 年 2 月 23 日国常会要求“要强化源头治理，远近结合、堵疏并举、标本兼治，加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，在高质量发展中逐步化解地方债务风险”，这将是下一阶段即 2024 年化债的主要工作，各地化债的进度将影响下一步政策的走向，也会影响该区域城投企业债券收益率的走向。

2023 年底国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（下称“47 号文”），从 2024 年 1 月 1 日实行。文件规定 12 个负债水平高的省份在其地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，这些省份的政府投资项目将面临重大调整，通过“节流”的方式化解地方债务风险。2024 年 3 月国务院发布《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（下称“14 号文”），该文件基本上可以看作“35 号文”和“47 号文”的延伸，允许其余 19 个省份自主选定一些高负债城市参照高负债省份进行管理，被选定的城市可以获得一定上级财政或金融资源支持来化解债务，有利于地方债务管理，但事权将会有一

定的削弱，如政府投资项目可能会被暂停，经济增长目标可能会受到影响，地方政府可能会在化债与经济增长之间进行权衡，未必一定会将高负债城市选择上报。不过，省级政府、市级政府责任被进一步强化，须将化债和经济工作都做好，一定程度上也有利于城投债务风险的管理。随着地方政府对包括城投债务在内的地方债务重视程度增加，城投债务的增长将告别无序的时代，未来基本都将纳入地方债务监管的范围，符合政府工作报告当中要求的“建立全口径债务监管体系”。

故此，我们预计 2024 年将是地方政府落实一揽子化债方案、采用多种方式来化解地方债务的一年。然而化债工作并非易事，也将是比较漫长的过程，地方政府在化债方面取得的成果将影响中央下一步的化债政策，以及该区域城投债券收益率的走向，区域基本面或将逐渐再次影响该地城投债。负债高、层级低、化债进度不及预期的地区可能仍将发生信用负面事件，债务违约的可能性虽然不高，但收益率可能有所反映。我们将持续关注天津、重庆、云南、贵州、山东、四川等地的化债举措及进程，另外湖南在近几年取得了不错的化债成果，负面舆情较少，市场认可度提升。

非标债务化解

我们认为非标债务化解是 2024 年地方政府化债工作的重要内容之一，但很大程度上受到区域金融资源的影响。包括信托、融资租赁、债权计划、定融等在内的非标融资是城投企业低成本融资的重要来源，且资金来源较不稳定，压降非标规模和成本对区域化债帮助比较大。“35 号文”为城投企业化解非标类债务提供了一定政策便利，对于 12 个高负债省份，要求金融机构配合展期降息，其它省份建议协商展期降息。对于金融机构表外资金的非标产品，展期、降息或打折兑付都需要和非标产品投资者达成一致，存在一定难度。银行信贷资金相对稳定，在满足风险控制的前提下，能够成为潜在置换非标产品的资金来源，但考虑到各地银行资源差异较大，银行承接非标类债务能力差异也较大，化解的难度也不同，一般都需要当地政府的大力协调。

2023 年 12 月，农业银行重庆渝北支行与中国银行渝北支行组成银团，提供 6.068 亿元贷款用于置换重庆渝北区城投企业的非标融资，第一笔 5000 万元贷款在重庆空港经济开发有限公司发放，其余在 12 个月内落地；2024 年 3 月 15 日，中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行组成银团，用低息长期贷款置换了银川市公交公司 3.68 亿元非标债务；3 月 20 日，国开行宁夏分行对银川城市建设发展投资集团有限公司 2 只债券与 4 笔非标债务进行置换，合计 22.46 亿元。这是“35 号文”以来金额较大的几笔银行贷款置换城投非标融资的案例，未来可能有更多的地方政府采用这一方式对城投非标融资进行置换。

我们选取了四个城投非标规模较大的省份，并与相应的银行资源做对比，来简要分析相应的化解难度。需要特别提醒读者注意的是，由于非标披露的不完整性及不及时性，数据获取难度较大，本文所采用的非标数据可能存在遗漏，如某些非标融资金额的缺失，债权计划并未统计等，部分数据可能存在 6 个月的滞后，存在风险被低估的可能性，敬请谨慎使用。

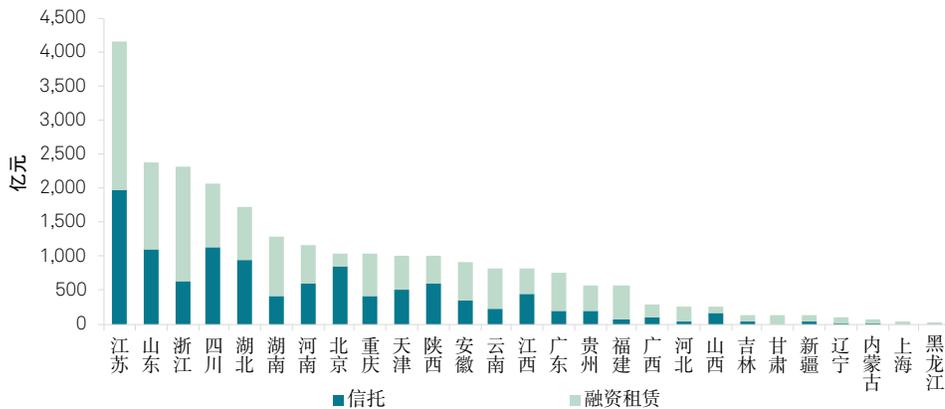
江苏、山东、浙江、四川等省份信托及融资租赁余额较大

根据企业预警通统计，截至 2024 年 2 月末，全国城投企业未到期的信托及融资租赁余额分别为 11,158 亿元和 14,059 亿元，合计 25,217 亿元，融资租赁超过信托成为非标融资的最大来源。

分省份来看，江苏、山东、浙江、四川等省份信托及融资租赁余额较大，分别为 4,158 亿元、2,376 亿元、2,316 亿元和 2,064 亿元。江苏、山东、浙江、湖南、重庆、云南等地融资租赁占比较大，超过了一半。

图5

2024年2月末各省城投企业信托及融资租赁余额



注：融资租赁融资额采用财产价值近似。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

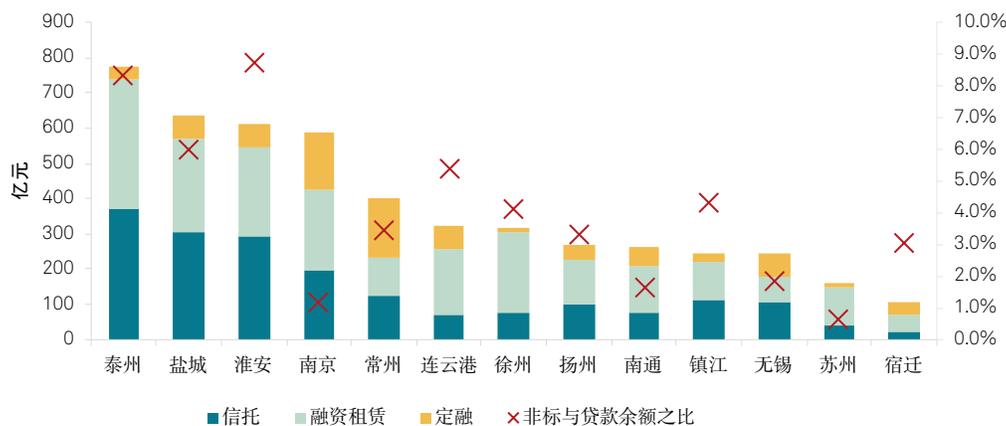
江苏省——整体上非标融资额较高，债务化解较为积极

江苏省是城投债务大省，排名全国第一，其非标融资额也较高。据 Wind 统计，截至 2023 年 9 月末，该省信托、融资租赁及定融合计约 4929 亿元，其中泰州、盐城、淮安等地非标融资金额较大，在省内排名靠前，其余城市也有一定规模的非标融资。

江苏省经济发达，金融资源较为丰富，各地市非标融资金额虽然较大，但非标融资余额与银行贷款余额之比为 2.8%，比例不高。省内各地市体现了一定差异，泰州、盐城、淮安、连云港、镇江和徐州该比例超过 4%，在省内相对较高。江苏省近年来对债务重视程度明显提升，多地政府发文明确要求降低非标规模和成本，降低债务负担，如扬州、常州等城市在 2023 年就有相关文件出台。我们预计在一揽子化债政策和当地政府的努力下，江苏省债务问题整体向好发展。

图6

江苏各地市非标融资情况



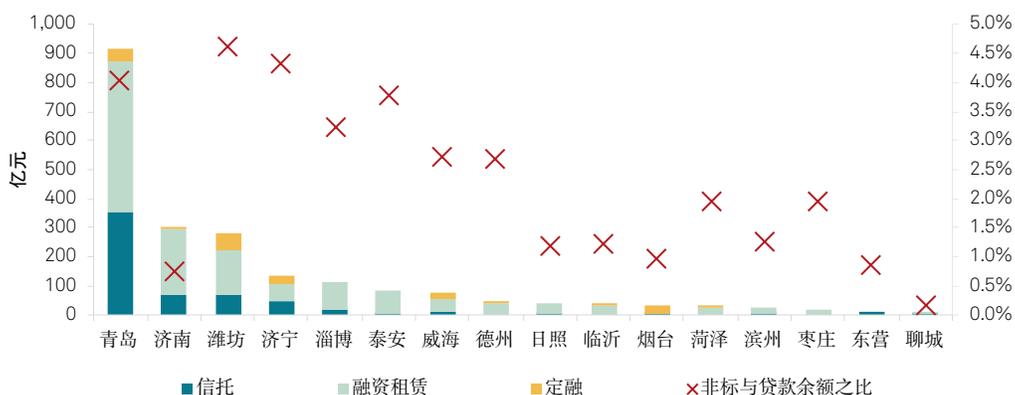
注：数据日期截至2023年9月末。
资料来源：Wind，DM，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

山东省——青岛、济南、潍坊非标融资金额较大，需要地方政府积极协调

山东省也为债务规模较大的省份，非标融资主要集中在青岛、济南和潍坊三个城市，占全省约70%的比例。山东的经济较为发达，金融资源也较为丰富，非标融资余额与银行贷款余额之比为2.2%。省内有青岛、潍坊和济宁该比例略高于4%。然而，山东省债务负面舆情较多，以青岛、潍坊为主，主要原因在于个别区县债务负担非常重，区县级政府难以凭借自身实力化解债务，需要更上级政府的支持。我们预计，若青岛、潍坊等市级政府加大对低层级城投企业的监管与支持，山东省大可凭借自身实力取得化债工作的明显进展，降低区域舆情，提高市场认可度。

图7

山东各地市非标融资情况



注：数据日期截至2023年9月末。
资料来源：Wind, DM, 标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

浙江——非标集中在6个城市，与贷款余额相比，比例较低

浙江省非标融资主要集中在湖州、杭州、绍兴、温州、宁波和嘉兴，占全省91%，其余几个城市金额不大。全省非标与银行贷款余额之比仅为1.2%，也没有超过4%的城市，整体上来说，浙江省尾部债务风险相对较低，债务化解难度也相对较低。

图8

浙江各地市非标融资情况



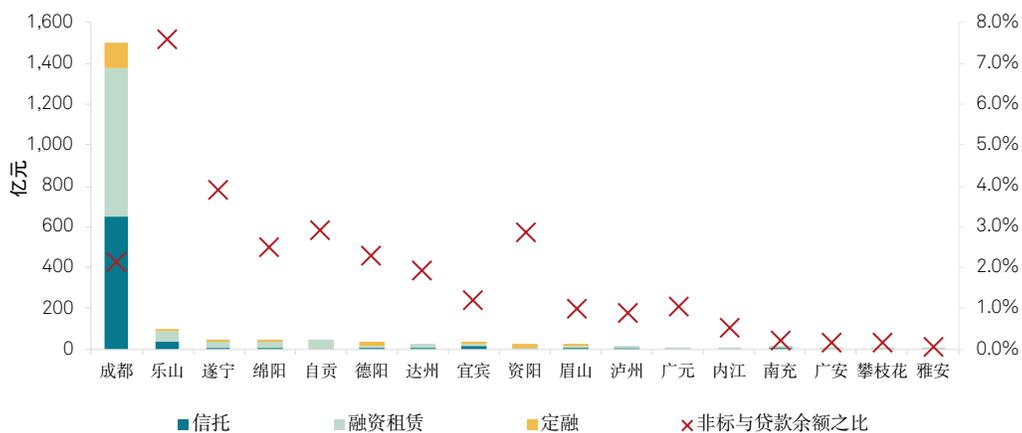
注：数据日期截至2023年9月末。
资料来源：Wind, DM, 标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

四川——成都一家独大，存在化解空间

四川省的非标融资主要集中在成都市，占全省的78%，其余地市金额相对较小，但个别城市金融资源相对匮乏。成都市金融资源较为丰富，非标融资余额与银行贷款余额的比为2.1%，但成都下辖区县众多，城投企业数量较多，非标融资金额较高，给债务化解工作带来一定的难度，需要更高层级的政府协调金融资源化解区县的非标债务，如金堂县、都江堰等。另外，乐山、遂宁、资阳等地非标融资余额与银行贷款余额之比相对较高，一定程度上限制了非标化解工作的开展。

图9

四川各地市非标融资情况



注：数据日期截至2023年9月末。
资料来源：Wind, DM, 标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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 2024 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。