

从财金联盟，看山东能否盘活资源有效化债

2024 年 7 月 10 日

要点

- 山东财金联盟的成立有利于树立全省“一盘棋”思路，促进省内财金资源整合和各级政府间联动。设立互助增信基金进一步表明了山东省对于债务化解的重视程度，对低层级和高风险城投流动性管理具有积极意义。
- 与全省庞大的债务体量相比，拟设立的基金规模较小，更多起到引导和信心加持作用，而省内非标等债务问题依然突出，债务管理形势仍面临挑战。

2024 年 7 月 3 日，由山东省财政厅指导、山东省财金投资集团有限公司（以下简称“山东财金集团”）主办的山东省财金企业联盟（简称“联盟”）成立大会暨第一届成员大会在烟台召开。该联盟采用“1+N+M”的组织模式，“1”即山东财金集团，“N”为联盟战略合作伙伴，“M”为市县（区）财金企业。作为联盟发起单位，山东财金集团拟发起设立百亿元规模的互助增信基金。

我们认为，该联盟覆盖了省、市、县三级财金企业，有利于树立全省“一盘棋”思路，促进省内财金资源整合和各级政府间联动。地方财金企业通常由当地财政部门出资，承担区域内基础设施投资管理、政府引导基金、股权、债权投资、国有资本运营管理等财政金融联动职能，支持地方经济的发展。联盟“1+N+M”的组织模式中“1”和“M”包括了省和市县级财金企业，山东财金集团担任首届理事长单位，副理事长单位覆盖全省 16 市，首批联盟成员达到 160 家。我们认为，联盟的设立从机制上将各级财金企业相联系，打通了上下联动空间，有利于财金资源的优化配置。

我们认为，设立互助增信基金进一步表明了山东省对于债务化解的重视程度，对低层级和高风险城投流动性管理具有积极意义。本次联盟的组建重点围绕三大任务，即推动地方优势产业打造、支持地方重点项目建设以及助力地方政府、企业降低流动性风险。我们认为，互助增信基金的设立体现了山东省在推动经济高质量发展的同时更加注重债务风险的管控，是当地深入推动一揽子化债方案实施的具体举措之一。

资金来源方面，根据会议内容表述、资金使用办法，以及山东财金集团作为联盟发起单位的角色定位，我们推测山东财金集团或省级政府可能将承担基金重要出资职责，其他联盟成员单位承担辅助出资职责。山东财金集团成立于 2015 年，是直接履行省级国有金融资本出资人职责的省属骨干金融企业、功能型国有资本投资运营公司，拥有 17 家全资及控股直属公司，参股华鲁集团、济南机场等几十家省内重点企业，今年 4 月注册资本从 100 亿元增加至 300 亿元。近年来，山东财金集团持续获得政府资金注入等方面的支持，2023 年吸收投资规模 135 亿元。

资金使用方面，山东财金集团党委书记、董事长梁雷表示，互助增信基金重点支持市县城投平台和国有企业化解流动性风险，基金将以股权投资为纽带，通过向具备条件的联盟企业直接注资以增强企业资本实力。我们认为，该基金与以往的增信基金有所不同，采用的是股权注资而非债权拆借形式，得到注资的企业资本结构能够直接得到一定的改善，这或使低层级和高风险区域城投公开市场债

分析师

焦迪

北京

+86-10 6516 6039

Dijiao@spgchinaratings.cn

王雷

北京

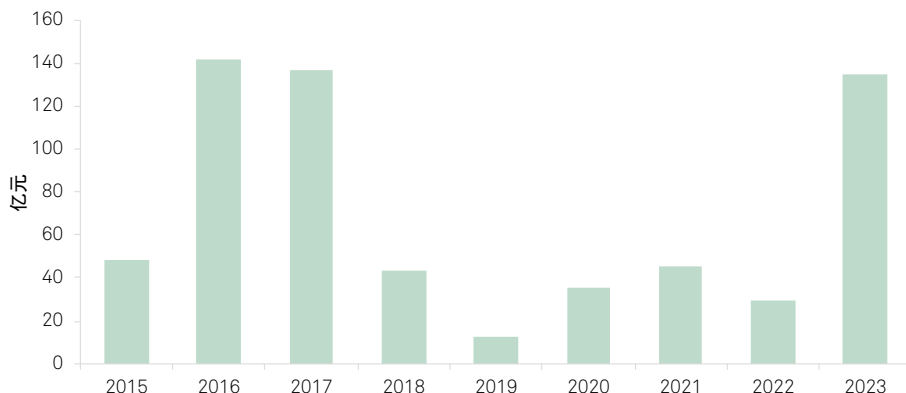
+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

券的投资者信心进一步得到强化。但是，能够获得注资企业的选择标准、注资规模，以及股权出资的时效性等问题仍有待后续的观察。

图1

山东财金集团自成立以来每年获得注资情况



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

自一揽子化债方案提出以来，山东省持续出台相关政策或举措，以推动地方债务风险的化解。今年早些时候，山东省政府发布《坚决贯彻落实总体国家安全观 深化以高水平安全保障高质量发展的山东实践》的文章，提出强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”，是继江苏省后第二个实施“三债统管”的省份，明确将城投债务纳入统一债务管理。我们认为，各项举措的出台显示山东省自上而下推动债务问题化解的态度，也体现山东省对地方债务的管理更加系统化。

表1

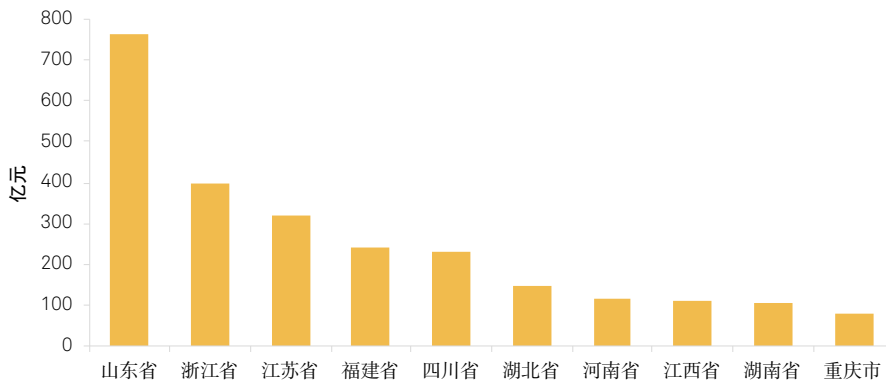
山东出台的主要化债政策及举措

| 名称 | 日期 | 发布单位 | 主要内容 |
|--------------------------------------|---------|---------|---|
| 《省属企业债券发行管理办法》 | 2023年5月 | 山东省国资委 | 加强对债券发行规模大、债券违约风险高的重点行业、重点企业监管； 强化债券全生命周期管控，统筹推进制度建设、债券发行计划制定、债券发行事前审核、存量债券动态监测、债券兑付安排等全过程管理，健全完善债券风险监测、预警和处置常态化机制，持续提高管控水平，严守不发生债券违约风险的底线。 |
| 《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》 | 2023年6月 | 山东省国资委 | 坚决守牢债券管控底线。加强债券总量控制，严格控制债务总量过度增长，统筹合理安排集团及权属企业债券发行规模； 全面优化企业有息负债结构，科学合理确定企业流动贷款、债券、非标债务融资等业务比例；合理确定债券发行期限。合理安排短期、中长期债券规模和比重； 进一步压实责任。严格落实企业主体责任，企业主要负责人要对债务风险管控工作负总则。扎实推进债务风险管控各项工作措施，建立健全防控责任体系。 |
| 《坚决贯彻落实总体国家安全观 深化以高水平安全保障高质量发展的山东实践》 | 2024年4月 | 山东省人民政府 | 明确提出制定全省防范化解地方债务风险一揽子方案，强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”，坚决遏制增量、消减存量。 |

然而，我们认为与全省庞大的债务体量相较，拟设立的基金规模较小，更多起到引导和信心加持作用，而省内非标等债务问题依然突出，债务管理形势仍面临挑战。山东省经济实力在全国排名前列，全省债务负担在全国范围内尚可，然而部分区县的债务率高企、流动性压力陡增，多地非标持续发生负面舆情，构成山东债务问题的短板。随着一揽子化债方案的提出和具体措施的出台，山东省城投债券利差与全国城投债券平均利差逐步收敛，而非标逾期等负面舆情仍时有发生，非标债务管理形势依然严峻。我们认为，增信基金的设立更多为强化公募债的流动性管理，而对于山东当地非标债务的帮助则有限。山东省非标债务规模和占比均处于全国各省前列，非标债务融资成本高，且融资政策呈收紧趋势，均对当地城投流动性提出尖锐挑战。省内部分面临到期压力的城投企业，不得不继续寻求滚动或者新增高成本非标融资，也有部分城投企业通过发行短期高成本海外债进行较大规模融资，企业整体融资成本居高不下，到期压力也并没有明显缓解，从而进入较为负向的融资循环，使山东省债务管理仍持续面临较大的压力。

图2

近一年海外债发行规模前10名省份



注：数据截至2024年7月8日。

资料来源：DM，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从其他省份和山东地市公开设立的信用保障基金运作情况来看，基金对区域融资环境的修复有一定作用，但改善效果甚微。根据公开信息，河北、河南、天津等省份和直辖市曾发起设立过信保基金，山东省内的潍坊市也于2021年10月设立了50亿元的债务增信专项资金。上述基金设立区域都曾陷入过较为负面的区域信用融资环境，而基金的设立对投资者信心的改善通常持续时间较短，难以根本性扭转投资人信心。例如，天津市城投信用环境在信保基金设立后仍然没有明显好转，而是在全国一揽子化债方案提出后才得到修复；潍坊市在2021年两次召开恳谈会并设立债务增信资金后，负面信用事件仍不断发生。此外，根据公开信息，部分信保基金的使用成本较高也是阻碍基金顺利发挥作用的不利因素之一。我们认为，信保基金的设立更多是为了应对部分城投企业的短期流动性压力，避免系统性风险的发生，而非政府兜底的绝对保障。

山东省债务化解仍需依靠金融资源的协调和债务长效管控机制的运作。我们认为，城投债务的化解需要企业自身、地方政府和金融机构的共同协作努力，而企业自身经营的改善是更长期的维度，短期更多还是依托政府债务置换、金融机构支持等因素。山东财金联盟组织模式中的“N”为联盟战略合作伙伴，本次联盟成立仪式中，部分省属骨干金融企业、18家驻鲁机构主要负责人均出席，体现了省政府在统筹协调省内金融资源所作出的努力。山东省金融资源较为丰富，机构数量、存贷款规模均处于全国前列。我们预计，山东省后续将继续协调推动金融机构对省内城投债务进行置换，并且通过拉长债务期限、降低融资成本等措施缓解企业的短期流动性压力；同时，该省还将结合有效的债务管控、结构优化、风险监测等长效手段持续对当地债务进行管理。

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/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，除非其注册为该类机构。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.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经销商。