

化债再加码，城投非标何去何从

2024年8月6日

要点

- 标普信评认为，财政下行压力叠加新增融资收紧，未来一段时间内地方政府和城投企业仍将面临较大的流动性压力，城投非标风险事件仍将频发。
- 近期中央和地方对于城投非标融资的管控持续趋严，但城投非标准化进度尚未匹配融资端的快速收紧，加剧了城投企业的再融资压力。
- 2023年以来城投非标舆情呈高发态势，涉及区域由贵州、云南等弱资质省份扩散至山东等经济大省，潍坊成为定融违约重灾区，显示出地方政府财政持续承压后对城投支持能力的弱化。
- 网传“134号文”拓宽了城投非标债务的置换范围，有望加快银行贷款置换非标债务的落地速度，部分非重点化债区域的非标风险或将得到边际缓解，但具体执行效果仍有待观察。

分析师

龚艺

北京

+86-10 6516 6058

Yi.gong@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

一揽子化债以来，地方政府债务化解取得一定成效，尤其是尾部城投债的兑付风险得到较大缓解。但我们也观察到，今年以来城投企业非标风险事件仍然频发，未见减少之势，与公开债券保持“刚兑”形成了鲜明对比。城投非标融资由于成本高、期限短、透明度低，一直是地方政府债务管控的重点和难点，同时非标舆情也对区域融资稳定性造成了较大的负面影响。本文对一揽子化债以来的非标融资政策和非标准化措施进行了梳理，同时对城投非标风险事件进行了统计和分析，以展望后续城投非标风险将如何发展。整体来看，我们认为短期内地方政府和城投企业仍将面临较大的流动性压力，城投非标风险事件高发态势还会持续，但区域间或将存在分化，需关注财政减收明显、城投债务负担重且短期债务占比高、地方债务管控松散的区域。

城投非标融资管控持续趋严，将进一步加剧城投企业的流动性压力

自2023年10月《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号文，以下简称“35号文”）出台以来，城投企业融资政策进一步收紧，城投债新增发行被严格限制。而非标融资作为城投企业重要的新增融资渠道，也随着行业监管政策趋严而明显收紧。近期监管部门对地方金交所及金租公司加强整治和规范，并对信托公司进行窗口指导，多渠道限制城投企业新增非标融资。同时，地方政府也积极表态压降和置换高成本非标融资。在“降存量、控增量”的化债基调下，我们认为城投企业削减非标债务是大势所趋，尤其是名单内的融资平台，非标债务大概率以续作或净偿还为主，新增较为困难，这将进一步加剧企业的流动性压力。

一揽子化债以来，中央政策对城投非标融资管控趋严，非标新增渠道明显收紧。定融方面，各地对金交所的大力清整使得城投定融产品的发行空间受限。2023年11月8日，时任证监会主席易会满在2023金融街论坛年会的主题演讲中指出，金交所、“伪金交所”各种形式“类金融”乱象频发，监管滞后，成为重要的风险源。他还表示，未来将严厉打击“伪私募”，清理整顿金交所、“伪金交所”，消除监管空白和盲区。2023年12月，人民银行发布《中国金融稳定报告（2023）》，明确

提出要将稳妥处置金交所、“伪金交所”风险作为“持续清理整顿金融秩序”的工作推进。2024年3月25日，湖南、辽宁、西安和重庆四地发文，宣布取消当地金交所的金融资产交易业务资质。此后，山东、吉林、江西、青岛、广东、厦门、宁波、天津、山西、黑龙江、河南、海南、四川等地陆续跟进，金交所的整顿清理力度持续加强。

租赁融资方面，金租公司也在逐步退出城投业务。2024年5月9日，国家金融监督管理总局非银机构监管司党支部在中国银行保险报上发表《推动非银机构更好服务高质量发展》的文章，提出“推动金融租赁公司积极稳妥退出融资平台业务，严禁将不合格租赁物进行重组、续作”。

信托方面，名单内城投企业新增信托融资的渠道被严格限制。2024年6月，据媒体报道，部分信托公司收到监管部门的窗口指导，明确地方平台项目展业标准，要求严格落实“35号文”要求，对于监管名单内的城投企业，无论作为融资主体或者担保主体，相关债务只减不增，降低高息非标融资。此外，近期监管对非标信托的单一资产比例做出限制，明确非标信托需要进行组合投资，单一资产占组合的比例不得高于25%，这一要求可能会进一步压缩非标信托的新增规模。

除了中央政策收紧外，各地政府也在加强对区域城投非标融资增量、成本和决策流程的监管，压降区域非标债务规模。2023年以来，江苏、安徽、浙江、湖南、山东、四川、贵州等多地出台了一系列针对高成本非标融资的化解政策和措施，相关措施如压降非标存量规模、对于非标融资“只减不增”、通过低息资金置换高息非标债务、设置区域融资成本上限等，以期优化区域融资结构、降低融资成本，从而缓解区域债务压力。其中，江苏省下属区域表态最为积极，举措也较为具体和严格，体现出地方政府对于区域债务风险管控的重视。

表1

2024年以来部分地市关于城投非标融资的管控措施

省份	地区	相关文件/会议	内容要点
江苏	淮安市淮阴区	区国资办 2023 年工作总结和 2024 年工作计划	加强区管融资平台公司数量及融资总量控制，改善融资产品结构， 稳步压降非标类融资产品规模，有效管控融资成本，积极置换存量高成本债务。
	南通市崇川区	中共南通市崇川区委关于省委巡视整改进展情况的通报	持续压降融资成本。严格执行《高成本融资清退方案》， 全面消除融资综合成本 6%以上存量高成本的融资项目。
	常州市金坛区	中共常州市金坛区委关于省委巡视反馈意见整改进展情况的通报	从严控制高成本债务融资，强化债务成本监测。深化成本“削峰”目标，合理优化存量债务成本结构。 严格限定非标类融资工具，全面压降信托、融资租赁等债务余额规模。
	徐州市睢宁县	睢宁县委关于巡视整改进展情况的通报	推动国资公司置换存量债务“高转低、短转长、非转标”，减少债务风险。对于存量的非标融资制定整改计划，限定时间提前还款或进行标准化融资的置换。
	泰州市兴化市	兴化市委关于巡视整改进展情况的通报	召开银企对接会，引导银行金融机构加大对国有企业的支持力度， 鼓励企业通过低成本的银行产品置换高成本的非标产品，降低非标存量。
	宿迁市宿豫区	中共宿豫区委关于省委巡视整改进展情况的通报	出台《定向融资化解实施方案》， 引导利用银行信贷等标准化产品置换存量定向融资产品，力争存量定向融资清零，尽快消除涉众风险。
	泰州市靖江开发区	中共靖江经济技术开发区工作委员会关于巡察整改情况的通报	逐笔梳理， 置换 7%以上存量高成本债务；逐年压降非标融资产品规模，严禁违规支付中间费用。

贵州	毕节市金沙县	金沙县 2024 年政府工作报告	按照“只减不增、先易后难”原则，加大非标等高成本债务清理，稳步推动债务管理良性循环。
浙江	温州市	温州市市属国企改革强基“三大战役”“十大行动”	制定《市属国有企业债务风险监测预警管理办法》《加强市属国有企业经营投资容错免责工作的实施意见》等制度，全面完成 6% 及以上高息债务置换。
安徽	蚌埠市	蚌山区政府平台公司整合升级和市场化转型发展行动方案（2023-2025）	严控第三方资管计划等高成本非标融资规模，政府平台公司要结合实际制定化解方案，确保存量非标融资规模“只减不增”。
湖南	湘西州凤凰县	2024 年凤凰县安全守底行动实施方案	加大财金联动力度，引导激励金融机构合理运用债务重组、置换等手段，支持融资平台债务风险化解，推动债务成本实质下降，债务结构持续优化，做好除险防爆工作，将全县非标准化融资转化为标准化融资。
山东	枣庄	市人大常委会会议	要强化措施抓实抓牢金融监管工作，严厉打击非法集资行为，防止新增非标高息债务，积极推动中小银行稳健发展。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

“非标转标”推进进度较为缓慢，资源主要向重点省份倾斜

一揽子化债以来，中央提供了多种工具帮助地方进行债务化解，如特殊再融资债、中央应急流动性贷款、“统借统还”债券等，一定程度上有助于城投非标债务的化解。同时，“35 号文”也为金融支持化解城投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。但在具体落地过程中，城投非标债务的置换和化解仍存在一定难度，如银行风控对于底层资产的审批较严、名单内城投企业发债用途受限以及地方对于偿付城投债券的优先级更高等，同时非重点化债省份获得的中央政策资源有所不足，城投企业“非标转标”整体推进进度仍较为缓慢。

部分地市获得特殊再融资债额度较多，能够置换一部分纳入隐性债务内的非标融资。2023 年四季度，全国共发行了近 1.4 万亿元地方政府特殊再融资债，用于偿还地方存量债务，其中贵州、天津、云南、湖南、内蒙古发行规模靠前，均超过 1000 亿元，额度主要向 12 个重点化债省份倾斜。部分地市积极争取特殊再融资债额度，如湘潭市争取到约 650 亿元额度，区域隐债化解效果明显。我们认为，特殊再融资债对于地方纳入隐性债务内的非标融资具有一定化解效果，如芜湖市财政局在 2023 年工作总结和 2024 年工作计划中表示“积极争取特殊再融资债券额度 44.7 亿元，专项用于置换今明两年到期的公司信用类和非标类隐性债务”。但各地特殊再融资债额度差别较大，如江苏、浙江、山东、四川等债务大省获得的额度较少，对存量非标债务的覆盖十分有限。

发行债券置换非标融资自“35 号文”以来逐渐收缩。“35 号文”要求分类为地方政府融资平台的企业发行债券只能借新还旧且不包含利息，新增融资受到严格限制。据标普信评统计，城投企业发债的募集资金用于偿还同市场到期债券的债券总额在公开发行债券总额中的占比逐月提高，从 2023 年 7 月的约 70% 提升至 2024 年 1 月的约 90%；而募集资金用于偿还银行贷款/其他类型债务的债券总额在公开发行债券总额中的占比显著降低，从 2023 年 7 月的约 20% 下降至 2024 年 1 月的约 9%（详情请参考《城投发债新趋势》）。城投发债募集资金用于置换非标融资的口径被收紧，仅对于市场化运营主体的募集资金用途管控相对宽松。近期，我们观察到邯郸市建设投资集团有限公司发行的“24 邯鄲建投 MTN001”、青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司发行的“24 青岛海控 SCP002”、长沙水业集团有限公司发行的“24 长水 01”、河南水利投资集团有限公司发行的“24 豫水利 MTN001”等债券募集资金用途提及用于偿还非标债务，均为非化债重点省份的偏市场化主体，整体案例不多，化解效果有限。

本轮金融支持化债中，国有大型银行和政策性银行为主力。2023 年 11 月，央行行长在金融街论坛年会开幕式上表示，“引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债

务监测机制”，工商银行、建设银行、中国银行等多家国有大行均明确提出将通过多种市场化方式，积极支持地方政府降低债务成本、缓释偿债风险。目前为止，我们关注到市场上主要出现了4笔大额银行贷款置换城投非标融资的案例，分别位于重庆市、宁夏银川市以及广西柳州市，参与银行机构除了桂林银行外，主要为国有大型银行和政策性银行。

表2

银行贷款置换城投非标融资案例

时间	地区	参与银行机构	具体置换情况
2023年12月	重庆市渝北区	农业银行渝北支行、中国银行渝北支行	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	宁夏回族自治区银川市	中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行	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。
2024年4月25日	广西壮族自治区柳州市	国家开发银行广西分行	广西柳州市投控集团下属子公司柳州市北城绿色能源有限责任公司获批国家开发银行广西壮族自治区分行置换非标债务专项贷款2.3亿元授信额度，贷款用途为置换投控集团及其下属子公司的融资租赁债务本金，期限10年，利率为LPR5Y-20BP。贷款利率在柳州市非标转标业务中最低，2024年预计可以节约利息成本近300万元。
2024年6月25日	广西壮族自治区柳州市	桂林银行	经广西柳州市东城投资开发集团有限公司与某租赁公司协商，达成若能在6月30日前结清存量债务，同意将本金8.5折结清。6月25日，在桂林银行的支持下，完成了转向支持银团类贷款投放，并结清打折后的存量本金。这是广西首笔打折非标债务置换。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

以上4个置换案例均发生在12个化债重点省份，同时均为当地较优质城投或城投子公司，具有一定政策优势及偿债保障。重庆案例中，空港经济开发有限公司为发债企业重庆临空开发投资集团有限公司的孙公司，所在区域重庆市渝北区经济实力强，GDP仅次于两江新区，位列重庆市各区县第二；银川市和柳州市的置换主体也均为区域主平台或其子公司。我们认为，当前化债政策对于12个重点省份的倾斜有助于以上非标置换案例顺利落地，同时债务置换主体均为省内经济财政相对发达区域的发债城投子公司，金融机构进行债务置换的安全性相对有保障，落地阻力相对较小。

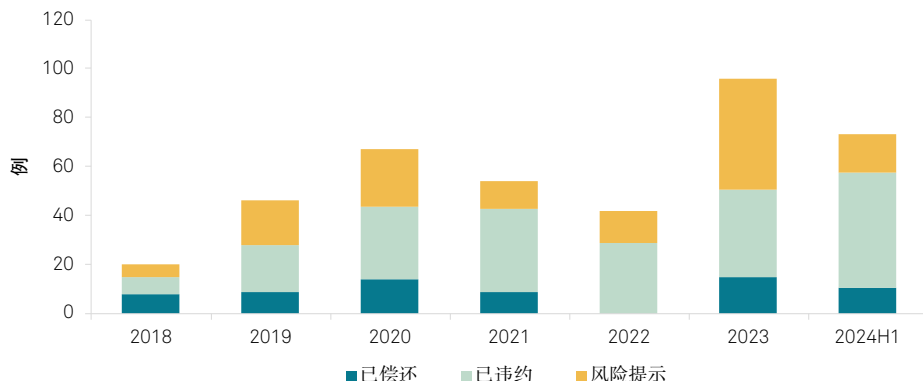
虽有政策支持，但银行贷款置换非标债务仍有较大难度，化解进度较慢，需要高层级政府从中大力协调。相对于银行贷款来说，城投非标产品监管较为宽松、底层资产资质参差不齐、合规性较弱，可能难以符合银行机构内部风控的要求，需要地方增加担保或抵押品进行增信，落地难度相对较大。本轮化债以来，市场上银行资金置换城投非标融资的案例仍较少，同时地方城农商行及股份制银行参与有限，政策属性较为明显，市场化程度或显不足。在地方化债“省负总责，市县尽全力化债”的原则下，省级政府可能需要在非标债务化解中加大参与力度，牵头协调金融资源来推动置换顺利落地。

城投非标风险并未得到缓释，且向经济大省扩散

一揽子化债以来，城投非标风险并未得到明显缓释，我们认为这主要与土地市场低迷下地方财政持续承压、城投融资政策持续收紧、非标债务偿付优先级相对靠后有关。根据企业预警通数据，自2018年以来，城投非标风险事件持续发生，其中2023年城投主体（包括融资方或担保方为城投的主体）发生非标风险事件96例，创历史新高。2024年上半年，共发生73例非标风险事件，较去年同期增长约70%，其中已违约案例已超过2023年全年。

图1

2018年以来城投非标风险事件统计



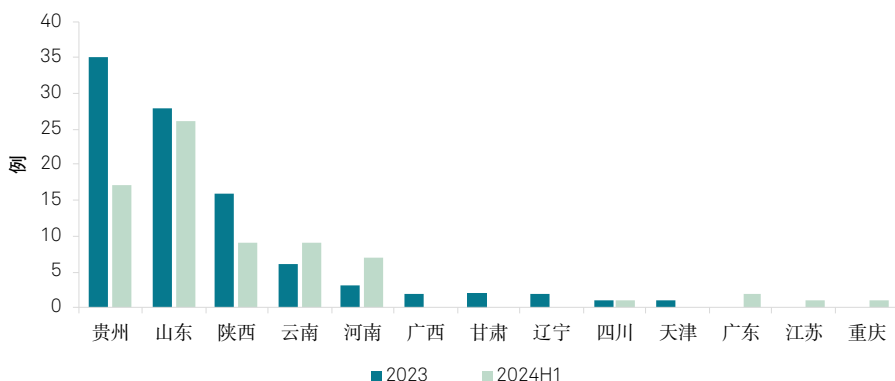
注：1、此处统计口径包括融资人或担保人为城投企业的非标风险事件。2、以披露时间统计，或存在一定时间滞后。

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。

从区域分布来看，相对于之前城投非标风险暴露集中于贵州、云南等传统弱资质区域，2023年以来非标风险逐步向山东等经济大省蔓延。2018-2022年，城投非标风险事件共发生229例，其中贵州发生108例，占比接近一半，其次是云南25例，风险暴露集中于经济财政实力较弱、债务负担较重的西部省份。2023年以来，山东省多地非标舆情频发，在非标风险事件以及涉及主体方面均超过了贵州省，地方债务风险凸显。我们认为，去年以来山东非标风险的集中爆发，可能是在城投融资政策收紧的情况下，山东部分地区前期融资较为无序、城投非标融资占比较高、期限结构不合理的弊端逐渐显现，同时也体现出山东省地方债务管理仍有较大提升空间。另外，相比于贵州、云南等地，山东作为非重点化债省份，获得的中央化债支持也相对较少，如特殊再融资债全省发行规模仅282亿元，较贵州的2,889亿元以及云南的1,157亿元差距较大。

图2

城投非标风险事件地区分布

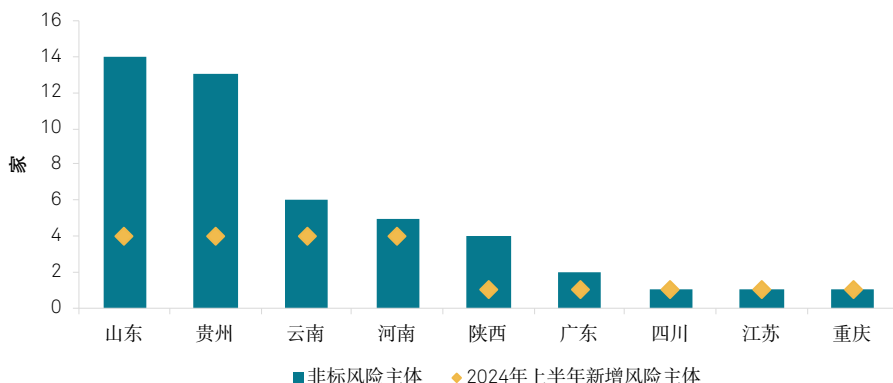


注：1、此处统计口径包括融资人或担保人为城投企业的非标风险事件。2、以披露时间统计，或存在一定时间滞后。

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

图3

2024年上半年城投非标风险主体区域分布

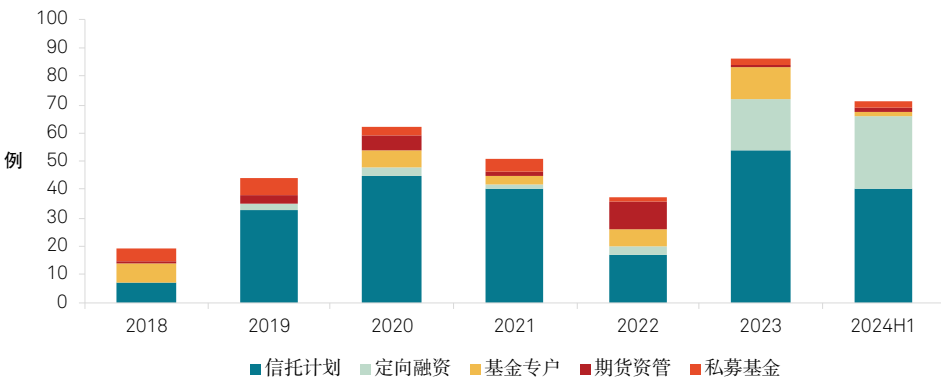


注：1、仅统计发债城投主体。2、包含融资方和担保方。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从产品类型来看，2023年以来定融产品违约情况明显增多。信托计划一直是主要的非标违约产品类型，但我们也注意到，定融风险事件近年来明显增多，2022-2024年上半年分别发生3例、18例和26例，主要集中于山东省潍坊市。城投定融产品具有发行门槛低、成本高、期限短、以个人投资者为主等特点，部分流动性紧张、再融资渠道受限的城投平台，为了短期债务滚续选择发行高息定融产品，可能会进一步增加偿债付息压力，形成融资负向循环。

图4

城投非标风险事件产品类型统计



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。

我们认为，近年来城投非标违约不断增多，显示出地方政府财政持续承压后对城投支持能力的弱化，而这一情况在短期内或难以改善。受土地市场持续低迷影响，2022年、2023年及2024年1-6月全国政府性基金收入分别同比下降20.6%、9.2%和15.3%，地方财政连续多年的减收使得地方政府对区域内城投企业的潜在支持能力弱化，城投企业获得的政府补贴和回款受到拖累。根据标普信评测算，2023年城投类企业财政补贴收入同比下降2.6%，为多年来首次出现负增长，同时现金类资产对短债和利息的覆盖持续弱化（详情请参考《城投未来之路仍充满挑战》）。非标风险区域基本上都出现了不同程度的地方财政减收，其中昆明市尤其明显，其政府性基金收入从2019年的956亿元一路下滑至2023年的298亿元，降幅近70%，区域城投平台也受此影响，自2022年以来频繁发生票据和非标逾期的负面舆情。

困难省份城投非标打折兑付案例或将增加，实力较强区域化解态度更加积极

我们认为，城投非标违约后打折兑付、展期、降息虽是地方化债能力不足的无奈之举，但也是一种被动解决地方债务的方式，一定程度上有助于减缓企业和地方的流动性压力。对于债务高企且财政困难的区域，由于地方化债能力不足，城投企业更加倾向于对非标打折兑付，投资者也更容易妥协接受。而对于经济财政实力相对较强、仅短期流动性压力较大的区域，更多可能通过展期、降息方式以时间换空间，逐步消化存量债务。同时我们注意到，实力较强的区域对于非标违约后续处置的态度更加积极。

2023年10月以来，城投非标融资打折兑付案例逐渐增多，绝大多数发生在贵州省，尤其是遵义市。我们认为，这主要反映出一方面贵州省作为传统债务高地，债务化解受到中央政策以及特殊再融资债等资金的支持；另一方面由于当地政府财政困难，救助能力较弱，投资者愿意承担一定损失来尽早拿回部分本金，以免不断展期后面临更大的不确定性。打折兑付对于债务高企且财政困难的地区来说具有一定适用性，后续可能会在其他类似地区推广，这也与“35号文”关于“重点省份融资平台已通过债务重组、债务置换接续贷款或债券融资的，应与债权人或投资人协商对存续非标利率适度打折，不得对高息非标债务进行简单刚兑”的指导原则相符合。

在债务负担较重但经济、财政实力较好的区域，如青岛、西安、成都等地，仅个别区域发生零星的非标逾期事件，投资者对于政府救助仍有较大期待，会更倾向于选择展期、降息等方式，通过拉长时间来换取本金的全额兑付。另外，部分区域为防止非标风险事件对当地融资环境造成进一步损害，对非标逾期后的处理也相对积极，后续偿付相对有保障。比如，近期西安曲江文化控股有限公司的多个子公司涉及非标逾期及诉讼，公司分别于2024年4月29日、5月17日及5月31日发布公告逐笔回复了非标逾期的情况和最新处理进展；潍坊滨城投资开发有限公司于2024年4月15日发布关于定融有关事项的说明，表示计划于2024年4月30日前付清全部逾期利息，后续利息将按季度正常支付，2024年5月制定逾期本金兑付方案。

表3

2023年10月以来城投非标打折兑付案例不完全统计

产品名称	融资方	区域	偿付比例/方案
万信·基建215号都匀经开区城投应收债权投资集合资金信托计划	贵州清水江城投集团有限公司	贵州省黔南布依族苗族自治州都匀市	本金84%
中泰·贵州遵义播州国投融资租赁集合资金信托计划	遵义市播州区国有资产投资有限公司	贵州省遵义市播州区	本金70%（未通过）
中信·民丰53号贵州遵义投资集团融资集合资金信托计划	遵义市投资(集团)有限责任公司	贵州省遵义市	本金80%，利息豁免
中信·贵州遵义市国资公司贷款集合资金信托计划	遵义市国有资本运营有限公司	贵州省遵义市红花岗区	本金80%，利息豁免
中江国际·金兔2号遵义市汇川区城投贷款集合资金信托计划	遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	贵州省遵义市汇川区	本金全额，利息打折
长安资产-长安上元系列专项资产管理计划	遵义市播州区国有资产投资经营(集团)有限责任公司	贵州省遵义市播州区	折价受让，金额为转让份额的63%
中江国际·金鹤435号遵义市新区建投集团有限公司贷款集合资金信托计划	遵义市新区建投集团有限公司	贵州省遵义市红花岗区	拟兑付本金98.72%

资料来源：企业预警通，标普信评整理。

另外，我们注意到近期潍坊市纳入新增化债试点地区，争取国家层面政策支持，其化债资源或将得到提升，非标风险或将得到一定缓解。2024年2月，国务院办公厅下发《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（即“14号文”），核心内容是12个重点省份之外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政

策化债。潍坊市作为山东省债务高地，存在城投平台数量多、债务规模大、融资成本高等问题，虽然本轮化债下已经积极管控和化解区域债务，如争取特殊再融资债额度（获得额度196亿元，占山东全省总额近七成）、加强与金融机构的战略合作、出台《关于规范管理全市国有企业融资行为的指导意见》等文件加强地方债务管控，但仍难以仅通过市场化途径充分化解城投债务风险，非标舆情仍呈高发态势。此次潍坊市纳入化债试点地区后，通过中央政策协调金融机构对存量债务进行展期、降息将更加便利，我们预计后续区域非标债务风险将得到一定缓解。我们认为，对于个别债务风险高、化债难度大的地区，为降低区域债务风险，主动纳入化债试点地区或许是较为有效的途径。但另一方面，在享受化债政策的同时，区域新增融资以及新建政府投资项目将被严格控制，或将拖累地方经济发展，需要地方政府进行权衡。

展望：短期内非标风险事件仍将频发，但非标置换进度或随政策出台而加快

城投非标债务整体压降速度或较慢，同时区域间将存在一定分化。我们认为，随着中央和地方对于城投非标融资的管控趋严，城投企业新增非标融资较为困难，城投非标债务将呈现下降趋势。十二个重点化债省份由于受到的融资限制更加严格，同时获得的中央化债资源更多，我们认为后续这些区域的城投非标债务压降将更为明显。然而，从整体来看，城投融资需求客观存在，非标仍是其重要的融资渠道，此外市场资产荒、投资资产收益率持续降低，投资者也需要配置一部分城投非标产品来提高投资回报。我们认为短时间内城投非标债务整体规模压降效果有限，优质区域如江苏、浙江等省份的非标产品将更加受到投资者认可。

短期内城投非标风险事件仍会频发，关注财政减收明显、城投债务负担重且短期债务占比高、地方债务管控松散的区域。地方财政方面，目前房地产行业仍在寻底，土地出让情况未见好转，预计短期内地方财政压力将进一步上升，地方政府及城投企业基本面或将进一步弱化。融资政策方面，我们预计中央将维持现有的一揽子化债政策基调，严格控制城投平台新增融资。因此，虽有一揽子化债措施出台缓解了尾部城投的流动性风险，提振了市场情绪，但财政压力凸显叠加新增融资收紧，城投企业偿债付息压力仍大。在资源有限的情况下，部分城投还是会选择牺牲非标来保障公开债券的兑付，我们认为短期内非标风险事件仍旧会频发，而后续风险高发区域仍将集中在地方财政减收明显、城投债务负担重且短期债务占比高、地方债务管控较为松散的区域。同时，我们认为虽然目前非标舆情对标债的影响减弱，但后续若出现行情波动或者政策预期边际减弱，非标事件频发区域的城投或将面临较大的收益率波动风险，对区域融资的稳定性仍有较大影响。

山东等经济财政实力较强、金融资源丰富的地区，随着债务管控政策的持续出台和落实，非标风险或将得到一定边际缓解。我们关注到，一揽子化债以来山东省持续出台相关化债政策或举措，包括提出强化政府债务、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；设立山东财金联盟并发起设立百亿元规模的互助增信基金，重点支持市县城投平台和国有企业化解流动性风险；潍坊市加入“12+N”重点化债地区，争取中央化债资源等。我们认为，这些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，有助于加强对地方债务的系统化管控。加之山东作为经济大省，本身产业基础较为扎实，区域金融资源也较为丰富，机构数量、存贷款规模均处于全国前列。我们认为随着化债政策的不断出台和落实，山东的非标风险或将得到一定边际缓解。

目前银行贷款置换非标落地较难、进度较慢，但随着相应支持政策的出台，城投非标债务的置换范围或将进一步拓宽、置换速度有望加快。据近期市场消息，作为“35号文”的补丁文件，“134号文”对于城投非标债务置换和重组的范围进行了拓宽，区域从原来的重点省份拓展至非重点省份，债务类型由非标债务（信托、资管等持牌金融机构）拓展至非持牌金融机构的债务，但不包括民间借贷、企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金（定融）。此前银行对于置换非标债务存在内控审批复杂、意愿不足等问题，实际落地还存在较大困难，同时置换案例主要集中于重点化债省份，整体推进进度较慢。我们认为“134号文”的出台，将有助于降低银行机构对于非标置换重组的阻力，加速银行贷款置换非标的落地，或将边际缓解非标高风险区域的融资接续压力，尤其是非重点化债省份，但具体落地执行效果还需要继续观察。

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。