

分化持续——城投企业 2022 年信用展望

2022 年 1 月 24 日

要点

- 标普信评预计，2022 年城投企业信用质量仍将延续分化的趋势，在融资环境、区域土地市场、以及到期债务压力的影响下，城投企业信用质量将产生进一步的差异。
- 我们认为，2022 年城投企业融资政策整体上偏紧。
- 我们预计，2022 年区域经济与财政相对薄弱、债务率较高的地区面临的融资环境仍不乐观，且部分地区受房地产市场景气度下滑影响较大，少部分尾部城投企业流动性压力较大，债务违约的风险或将上升。
- 我们认为，云南、天津、贵州、甘肃等地区的城投企业面临的压力较大，需持续关注。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

高语泽

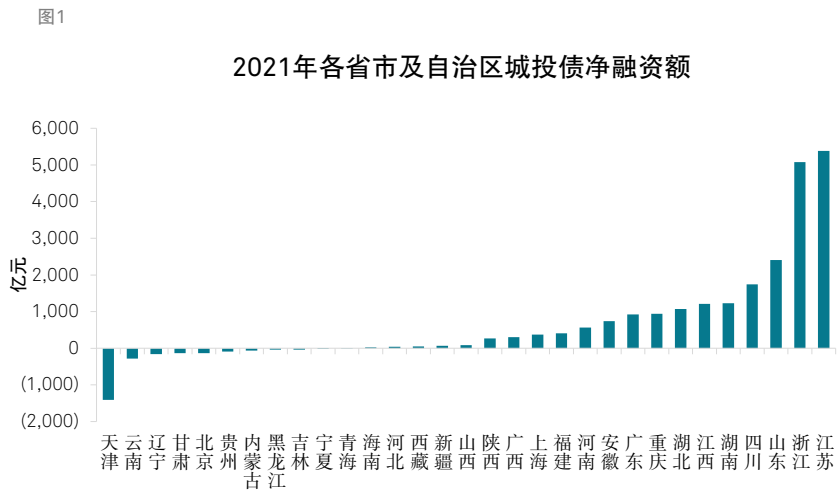
北京

+86-10 6516 6027

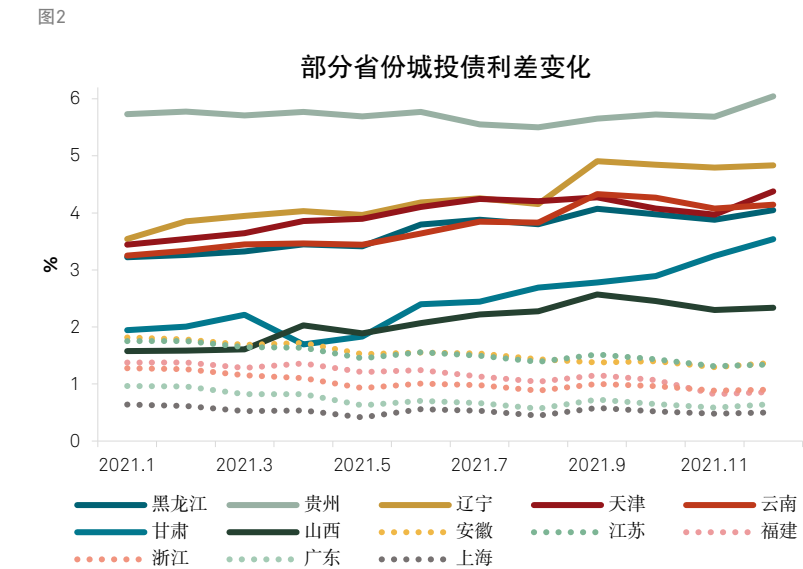
Yuze.gao@spgchinaratings.cn

近期回顾

我们发现，2021 年城投企业面临的融资环境偏紧，但城投债净融资额仍较大，且区域间企业差异较为明显，主要表现为净融资与利差分化较为明显。2021 年中央政府加大了对地方政府隐性债务的监管，财政部、银保监会、证监会、交易所、银行间交易商协会等监管部门出台了一系列对城投企业融资有影响的政策，城投企业融资环境偏紧。即使在这这样的环境下，2021 年，城投债净融资额仍为正数，达到了 2.1 万亿，超过了 2020 年全年。然而我们注意到区域间净融资额差异较为明显，江苏、浙江、山东、四川等省份大幅净流入，天津和云南等省份净流出较明显。利差方面，云贵地区和东三省城投企业利差明显高于东部沿海省份。我们认为，这些差异与当地的财政和债务情况关系较为密切，天津、云南的财政较为紧张，债务率较高，一方面其新增融资受到部分政策的约束，另一方面投资资金更多流向于财政较好、债务较低的区域，最终导致了城投企业在融资方面表现出明显的区域差异。

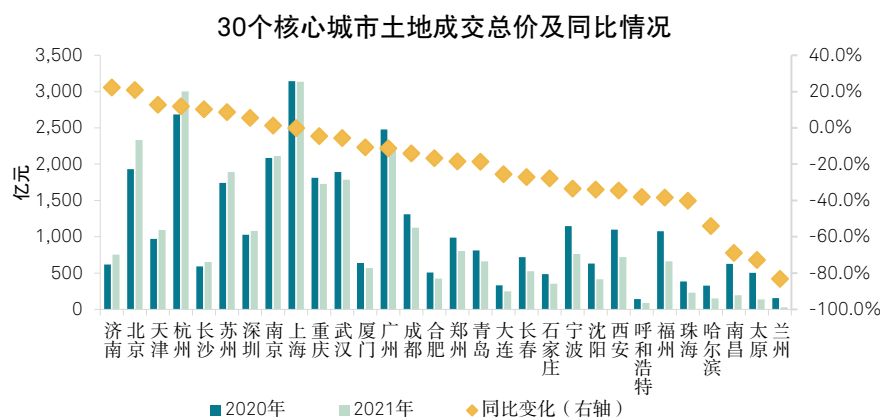


资料来源: Wind, 标普信评。
版权©2022标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。



另外，我们也注意到，2021 年下半年，房地产行业景气度明显下滑，部分对土地出让金较为依赖的城市财政压力加大，一定程度上影响了对城投企业的回款，增大了当地城投企业的流动性压力。

图3



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投信用展望

标普信评预计，2022 年城投企业仍将延续分化的趋势，少部分尾部城投面临的压力较大，债务违约的风险或将上升。我们认为，中央政府对地方政府隐性债务管理工作严格的要求将延续，城投融资监管政策预计仍将持续偏紧的状态，从而持续影响部分城投企业的融资情况，尤其是在债务率较高的地区更加明显。在我们看来，地方政府经济实力、财政实力、债务情况、以及城投债务到期压力等因素将影响城投企业信用质量持续分化，经济、财政较弱发达且债务率较高的地区，再融资环境不容乐观。受房地产及土地市场景气度下滑影响，特别是在对土地出让较为依赖且债务率较高的区域内，城投企业面临的压力更为明显，2022 年部分尾部城投企业债务到期金额较大，城投企业存在一定的流动性压力。在多方因素的影响下，城投企业的信用将持续分化，债务违约的风险或将上升。

监管政策整体仍偏紧

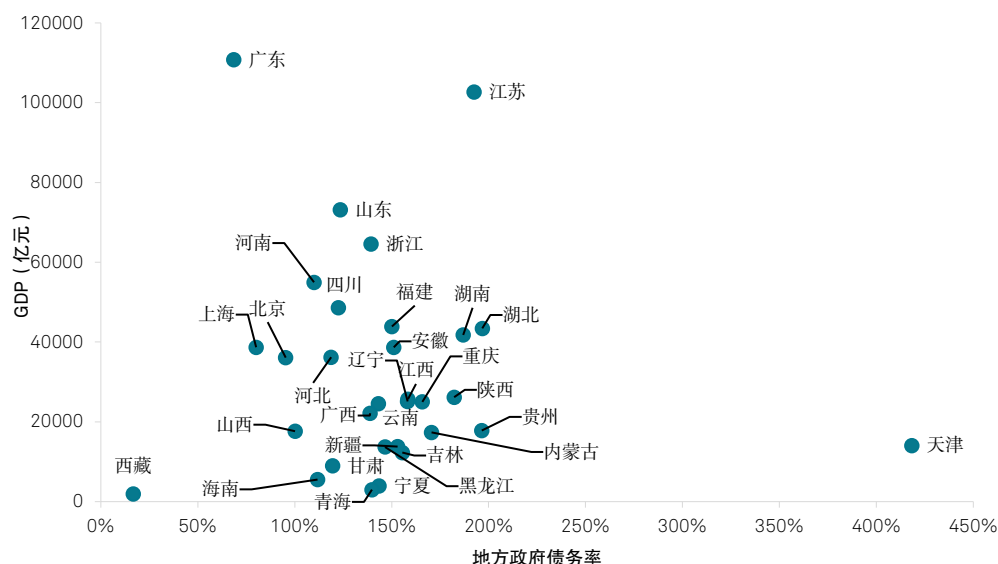
我们预计，2022 年财政政策或较为积极，但城投企业的融资政策整体仍偏紧，即使有边际的宽松，其影响也将存在结构性的差异，有举债空间的地区面临的融资环境可能较好，高债务率区域城投企业融资仍将受到较严格的管控。2021 年 12 月政治局经济会议提出“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。我们预计，2022 年在经济下行压力增大的情况下，财政政策将有所作为，然而中央政府对地方政府隐性债务的严格管理预计仍将延续，积极的财政政策更多以政府债券的形式体现。城投企业融资政策较难转向，但可能在经济下行压力进一步增大时出现边际上的放松。在此种情况下，债务率较低的区域面临的融资环境较好，融资资金净流入的可能性上升，而债务率较高的区域仍难以增加净债务。我们发现，近年来地方政府发行再融资债来置换当地隐性债务的规模在不断上升，建制县隐性债务置换试点的方案也在推进，都解决了部分城投企业的债务问题，然而却体现出一定的区域性差异，大部分城投企业仍需要再融资进行债务滚动，面临的融资政策仍偏紧。

区域差异影响城投企业再融资

我们认为，不同地区经济、财政与债务的差异影响了地方政府对城投企业支持能力的差异，也影响着 2022 年区域内城投企业再融资环境的差异。经济、财政实力较强、债务风险较低的区域，仍可保持较好的再融资环境，净融资仍可能为净流入。相反，在经济、财政较弱、债务率突出的区域，城投企业面临较严峻的融资环境，再融资压力较大，天津、贵州、内蒙古、吉林等地有着与当地经济、财政实力不相符的债务水平，且区域内有非标融资违约事件发生，2022 年这些地区的再融资环境仍难言乐观，融资或将仍呈现净流出状态，城投企业流动性压力或较大。

图4

2020年各个省市自治区GDP与债务率



注：地方政府债务率=（2020年末地方政府债务+2020年末经调整城投带息债务）/2020 年末地方政府财政总收入。

资料来源：政府网站，标普信评整理

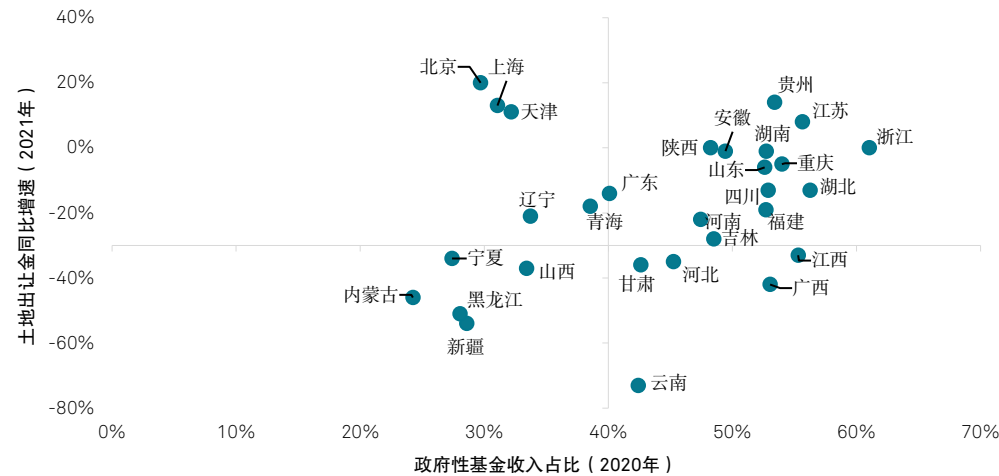
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

土地出让下滑明显且债务率较高的区域，面临流动性压力上升

我们认为，在对土地出让金较为依赖的区域，土地出让金显著下滑对财政带来的压力较为明显。我们发现，在云南、广西、江西、甘肃、河北等省份土地出让金对财政收入贡献比例较大，且 2021 年土地出让金下滑较为显著，同比下滑超过了 30%甚至更多。2022 年，我们预计房地产调控政策全面转向的可能性很低，虽然有边际放松，但调控基调仍然不变，2021 年土地出让金下滑显著的省份若 2022 年继续下滑，则财政压力进一步上升。另外，我们还认为，在下滑较为明显的地区，若债务率也较高，则城投企业面临的压力则更大，云南、新疆、内蒙古、广西、宁夏与江西体现的较为突出，城投企业面临的压力较大。虽然天津、贵州、江苏、湖南、陕西在考虑了城投债务之后的地方政府债务率明显的高于全国水平，但 2021 年这几个省份土地出让金同比正增长，这一因素对城投企业带来的影响不大。

图5

各省市及自治区土地出让金变化与政府性基金收入占比



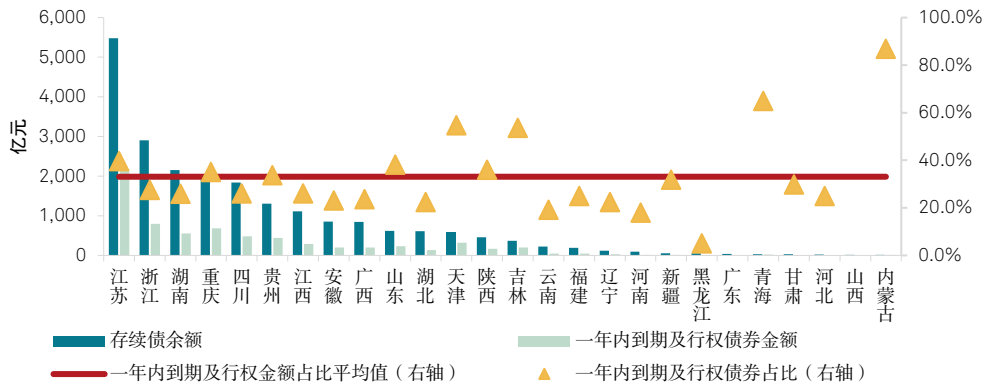
注：政府性基金收入占比=政府性基金收入/（政府性基金收入+一般公共预算收入）
资料来源：Wind，标普信评整理
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

弱区域弱信用质量的城投企业流动性压力较大

我们认为，2022 年，在偏紧的监管政策下，部分弱区域弱信用质量的城投企业流动性压力将进一步增大。根据标普信评对中国 2000 余家城投企业的案头分析，其潜在主体信用质量中位数位于 [BBB_{spc}-]。对于潜在主体信用质量位于 [BBB_{spc}] 序列和以下的城投企业，我们分析了其存续债券余额和未来一年内到期的债券金额。我们发现，位于江苏、浙江、湖南、四川、重庆及贵州等地区的潜在主体信用质量较弱的城投债券规模较大，这与地区建设投入和债券融资需求较大有关，但江浙地区经济实力较好。同时，内蒙古、青海、天津及吉林等地未来一年城投债券到期及行权占比比较高。

图6

各省潜在主体信用质量在 [BB_{spc}] 序列及以下的城投债到期及行权情况



注：1.时间节点为2022年1月19日。2.根据标普信评的案头分析，2000余家城投企业潜在主体信用质量的中位数在 [BBB_{spc}-]。3.广东及山西无一年内到期及行权债券金额数据。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

结合行业融资政策、地区经济、财政、债务及土地市场变化等因素，政府的经济活跃度及财政实力较低，债务率较高同时土地市场景气度较弱的区域，当地政府对城投的支持能力可能较弱，或对城投业务的回款质量可能较为一般，该地区的弱信用质量城投将面临较大流动性压力，如云南、天津、贵州、甘肃等地，仍需持续关注。

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 2022 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。