

尾部压力犹存——城投企业 2023 年信用展望

2023 年 1 月 9 日

要点

- 标普信评预计，2023 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，尾部城投企业的兑付压力仍较大。
- 我们预计，2023 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，且部分地区财政压力较大，影响了政府对城投的回款和支持，可能推升城投企业债务违约的风险，非标展期、债务重组的主体数量或将增加，但债券实质性违约的概率较低。
- 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。

近期回顾

2022 年城投企业融资环境较紧，城投债净融资额同比下降明显，且区域间企业融资差异较大，主要表现为不同城投企业间净融资额与利差分化显著。2022 年中央政府持续对地方政府隐性债务进行较严格的监管，财政部、银保监会等监管部门出台了一系列政策以防范地方政府隐性债务风险，叠加年底融资成本上行，城投企业融资受到影响。2022 年 1-11 月，城投债净融资额为 1.21 万亿，较去年同期大幅下降 41.7%。然而，我们注意到区域间净融资额差异较为明显，浙江、山东、江苏、四川等省份呈大幅净流入状态，而甘肃、贵州和云南等省份则呈净流出状态。利差方面，甘肃、云贵地区、天津、青海和东三省市级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。甘肃、云南、贵州的财政较为紧张，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，投资资金更多流向财政较好、债务较低的区域，最终导致城投企业在融资方面表现出明显的区域差异。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺

北京

+86-10 6516 6058

Yi.gong@spgchinaratings.cn

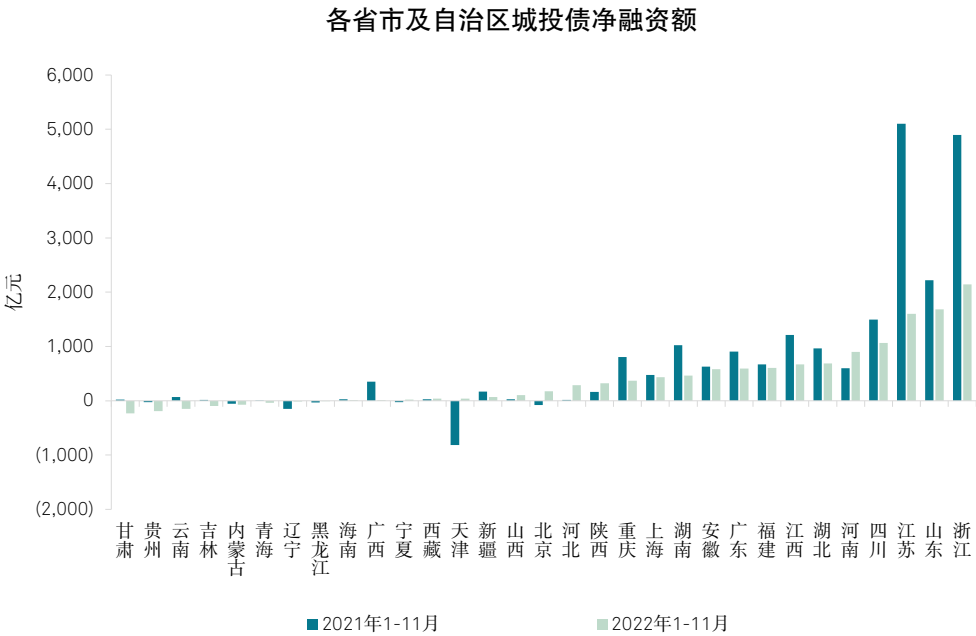
陈伟

北京

+86-10 6516 6070

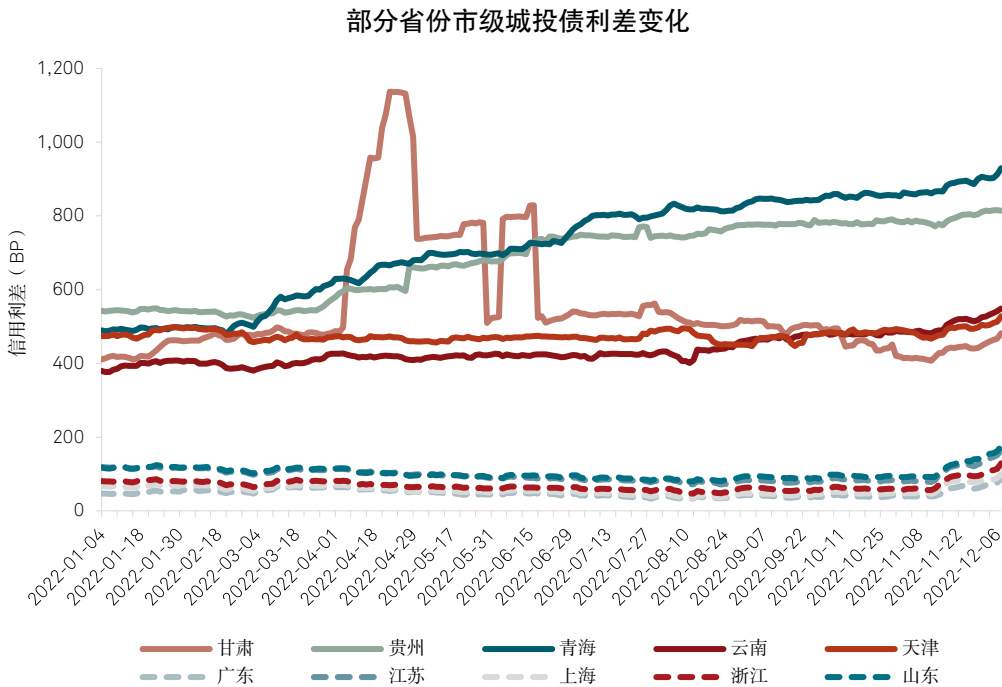
Wei.chen@spgchinaratings.cn

图1



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

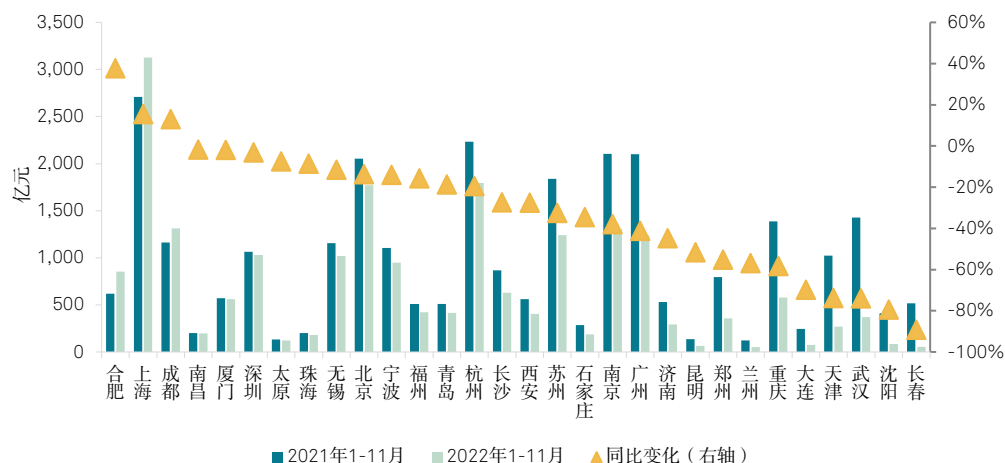


注：选取各省份中剩余期限在6个月到6年的市级城投债，以个券利差中位数代表该省份的市级城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

另外，我们也注意到，2022 年房地产行业景气度较低，地方政府土地出让金下滑明显，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

30个核心城市土地成交总价及同比情况



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投信用展望

我们预计，2023 年城投企业仍将延续分化的趋势，少部分尾部城投企业面临的压力仍较大，信用利差或债务违约的风险或将上升。在多方不利因素的影响下，这可能表现为尾部城投信用利差较高，或部分地区的票据或非标违约、银行债务重组等事件增加，然而考虑到处置不同债务的难度与影响，政府和企业的做法具有一定的选择性，这些城投企业短期内在公开市场债券实质违约的可能性较低。我们认为，虽然城投企业承担的职能在长期面临转型，但短期对地方政府的重要性仍难以改变。我们预计，2023 年中央政府将延续对地方政府隐性债务的严格监管，城投企业的融资环境预计仍将持续偏紧的状态，在债务率较高或经济财政实力弱的地区，再融资仍不乐观。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推动城投企业信用质量持续分化。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。此外，2023 年部分尾部城投企业债务到期金额较大，存在一定的流动性压力。云南、天津、贵州、甘肃等地区的弱信用质量城投企业面临的压力较大，需持续关注。

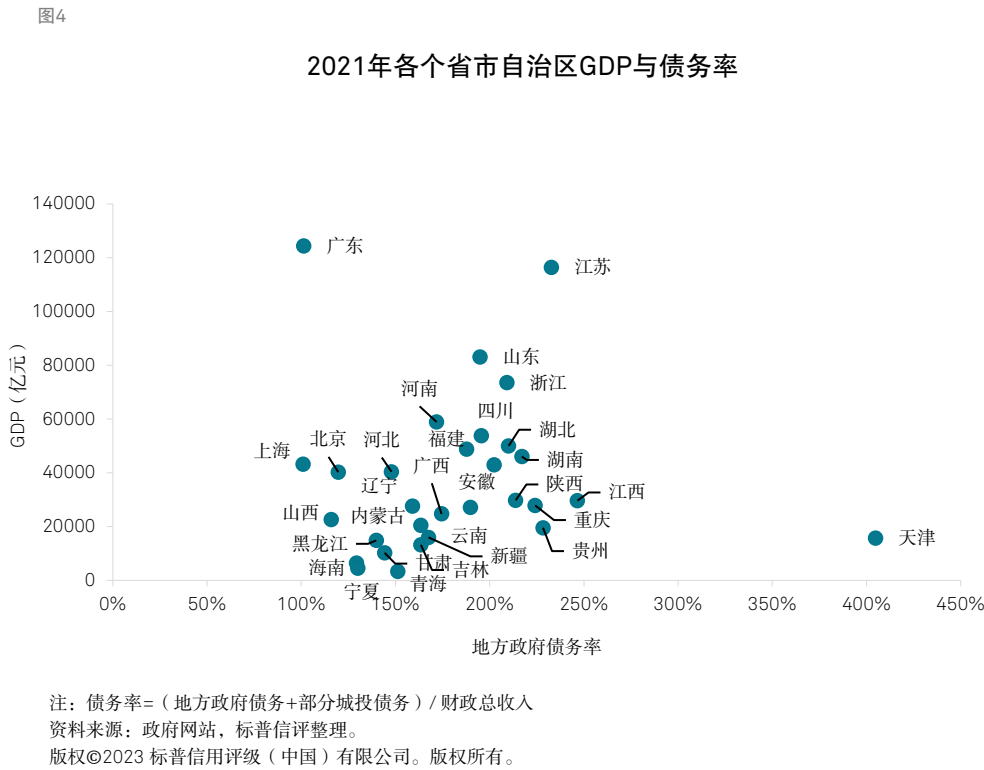
偏紧的监管政策仍将持续

我们预计，2023 年财政政策将较为积极，但严控地方政府隐性债务的原则未变，对城投企业的融资监管仍偏紧，导致政策影响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，而高债务率地区的城投企业融资仍将受到较严格的管控。2022 年 12 月政治局经济会议提出“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”由此我们预计，2023 年经济将有一定程度的复苏，特别是消费领域的表现将强于 2022 年，而地产亦不构成拖累；基建对经济托底的作用将有所弱化，积极的财政政策更多以减税降费和地方政府债务的形式体现，加之中央政府对地方政府隐性债务的严格管理预计仍将延续，城投企业融资需求相对温和。考虑到 2022 年的低基数效应，2023 年全年城投债融资可能较 2022 年有小幅的正增长，但仍将明显低于历史高位。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，解决了部分城投企业的债务问题。然而，依然有大量城投企业需要通过再融资进行债务滚动，而目前的融资政策仍偏紧。

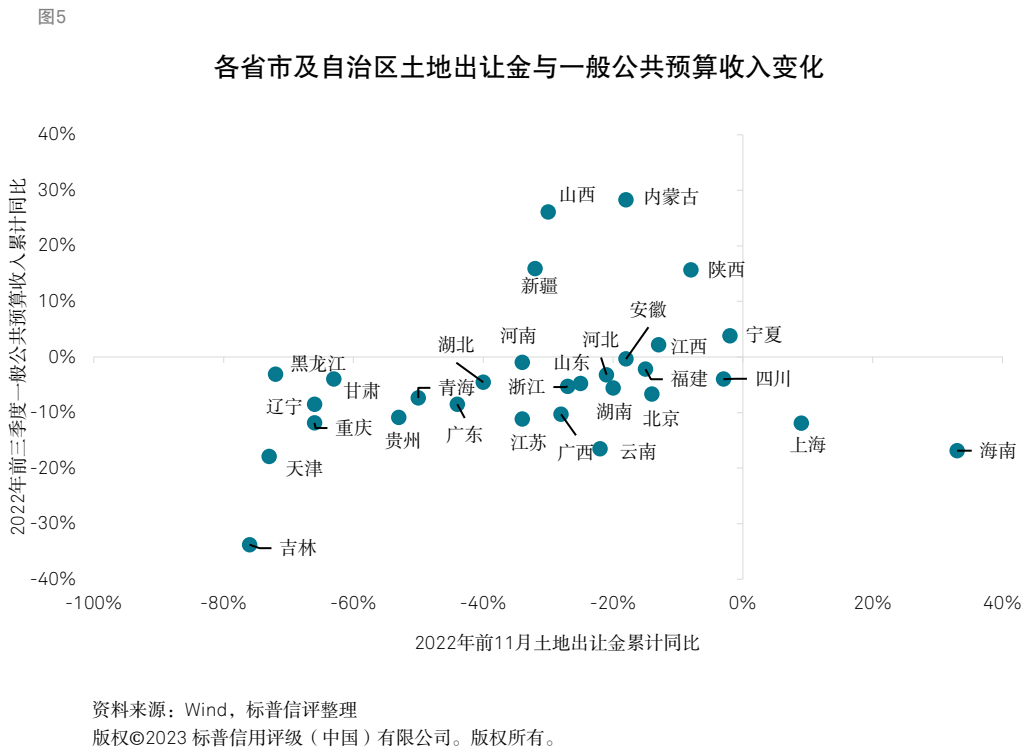
城投企业再融资受区域差异影响较大

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的支持能力，也影响着 2023 年区域内城投企业面临的再融资环境。经济和财政实力较强、债务风险较低的区域，当地城投企业仍具备较好的再融资环境，净融资仍可能为净流入；相反，在经济和财政实力较弱、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、江西、重庆等地的债务水平与当地经济、财政实力不相符，且部分区域内有非标融资违约事件发生。我们认为，2023 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，当地城投企业的流动性压力较大。



财政压力推升城投企业的流动性压力

我们认为，土地出让金显著下滑对地方财政造成的压力将会影响城投企业的流动性。我们发现 2022 年大部分省份的土地出让金和一般公共预算收入均有不同程度的下滑，尤其以吉林、天津、黑龙江、辽宁、重庆、甘肃和贵州等地下滑最为明显，区域财政压力较大。2023 年，我们预计房地产虽不会拖累经济，但亦难有明显的好转，土地出让金下滑显著的省份若继续保持较低的土地出让收入规模，则财政压力将逐步积累。另外，我们还认为，在土地出让金收入下滑较为明显的地区，若债务率也较高，当地城投企业面临的压力则更大。结合图 4 和图 5 所示，贵州、天津与重庆体现得较为突出，当地城投企业面临的压力较大。

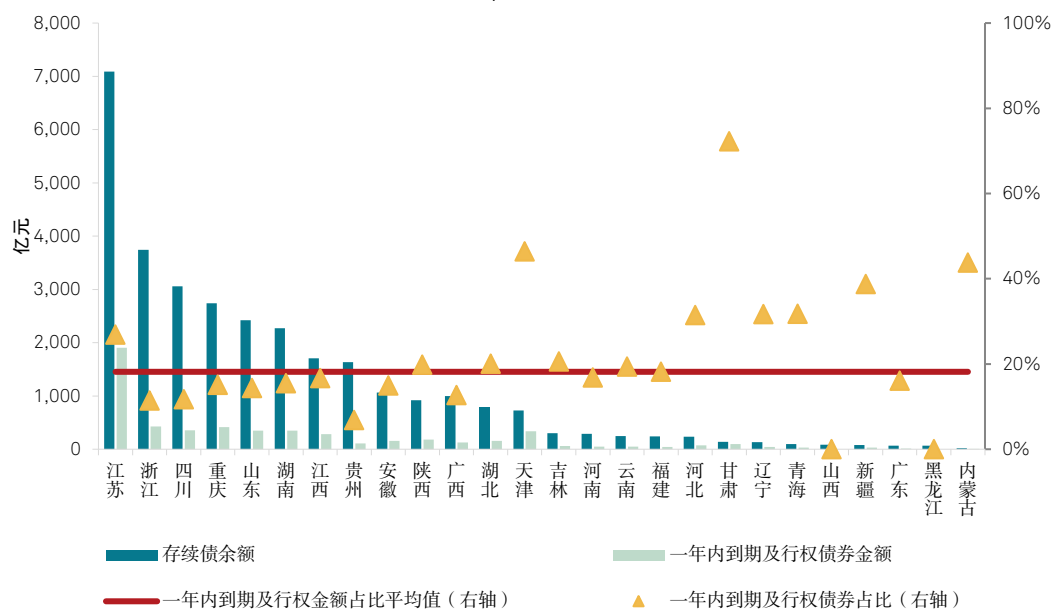


尾部城投企业压力犹在，不同债务的化解将有所差异

我们认为，2023 年在区域融资环境分化、地方财政压力较大的背景下，部分弱区域、弱信用质量的尾部城投企业的流动性压力将进一步增大。对于潜在主体信用质量位于[BB_{spc}]序列及以下的这类潜在主体信用质量较弱¹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、四川、重庆等地区的潜在主体信用质量较弱的城投债券规模较大，这与地区城投企业数量多、融资金额大有关。同时，天津、甘肃、河北等地未来一年城投债券到期及行权占比比较高，然而除天津外，甘肃、河北一年内到期债券绝对金额并不大。另外，黑龙江、山西等地部分弱资质城投企业退出了资本市场，不再有债券融资。

¹ 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[BB_{ccc}+]。

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.数据截止至2022年12月7日。2.黑龙江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©2023 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，2023 年，面对上升的流动性压力，尾部城投企业的信用风险暴露或将上升，但更多表现为非标的违约或展期、银行贷款的展期或重组等，公开市场债券违约的可能性仍偏低。2022 年，多地城投企业发生了非标违约、票据逾期、银行贷款重组等信用事件，背后的主要因素为区域财政压力大、城投债务率高、区域再融资恶化等。这些影响因素在 2023 年仍将持续，因此尾部城投企业发生信用事件在所难免。我们认为，考虑到债务重组协商的难易程度以及债务重组后的影响，地方政府在化解区域城投企业债务风险时针对不同的债务类型采取了不同的处理方式，即尽量保障公开债券的兑付，而对非标、银行贷款则采用展期或重组的方式，一方面银行贷款重组落地的难易程度相对低，另一方面也为减少信用事件对公开市场的冲击，维护区域融资环境，确保区域内其他企业的再融资；同时有序暴露风险，化解区域金融风险，防范系统性金融风险。

关注的区域

结合行业融资政策以及地区经济、财政、债务和土地市场变化等因素综合考虑，我们认为，在经济活跃度及财政实力较低、债务率较高且土地市场景气度较弱的区域，当地政府对城投企业的支持能力可能较弱，对城投业务的回款质量可能较为一般。这类地区的弱信用质量城投企业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 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，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。