

城投问答：城投债务风险几何

2023 年 7 月 28 日

近期，标普信评与部分投资机构举行了关于城投主题的交流会。我们节选了部分交流内容编纂成文，以回应市场对相关问题的关切，这些问题主要涉及政府及城投企业债务管理等方面。

Q1：标普信评如何看待 7 月 24 日政治局会议对地方政府债务的表述和其对城投债务的影响？

A1：我们认为目前中央政府对地方政府债务管理的大方向仍然没有改变，我们预期城投企业融资明显放松的概率较低，也不认为中央要对地方政府债务进行兜底，然而我们预计“一揽子化债方案”将更多侧重于尾部风险的化解，这或将对弱区域的城投企业带来一定利好。

我们认为，中央对地方债务化解的严格管控不会放松。一方面，2023 年上半年中国 GDP 增速为 5.5%，我们预计全年完成 5% 的目标难度并不是很大，政府会更多关注国内需求不足和结构不合理等问题，大规模基建投资拉动经济增长的必要性相对不高，城投企业大规模融资与投资的必要性也相对不高。另一方面，我们认为，近年来在中央政府严格的监管下，通过防范地方政府的道德风险、压实地方主体责任、严格控制增量、努力化解存量，地方政府在债务化解方面取得了一定的效果，若此时放松增量控制，则地方政府债务问题在未来的化解难度可能更高。

会议提到“要有效防范化解地方债务风险”，这透露出中央仍然高度重视地方债务风险，不仅是地方政府债务，也包括城投企业债务，既要防范，又要化解，我们预计明显放松对城投企业融资的政策出台概率较低，旨在防范。

针对会议上提出的“制定实施一揽子化债方案”，我们认为并不意味着政策的明显放松或者中央对地方政府债务进行兜底，而是在控制债务总量、压实地方政府化债主体责任的基础上，指导和帮助地方政府系统性和差异化地化解债务风险。例如，对于少数债务压力大的区域，特别是基层，中央政府可能有一定的政策帮助其化债，拉长债务期限，降低融资成本，暂时缓解资金压力；可能采取的方式包括增加部分地方再融资债或专项债发行、试点建制县隐性债务置换、城投企业与金融机构进行债务展期或重组、盘活国有资产等，以此腾挪一定空间为地方债务化解争取时间。我们认为，若政策能够落地，对弱区域的城投企业或将形成一定利好。我们也需要认识到，如果“一揽子化债方案”过于宽松，则有可能引发地方政府的道德风险，债务风险仍需防范。

Q2：城投企业如何管理自身的债务风险？都有哪些方式进行化解？

A2：我们认为，城投企业的债务管理不仅需要城投企业自身的努力，也需要地方政府积极的参与。目前我们看到城投企业通过如下几个途径来缓解当下的流动性压力：

1. 积极寻求当地金融机构支持：政府推动企业与金融机构合作，东部地区金融资源较丰富，能多提供一些支持，如认购债券、新增授信等；西部地区金融资源相对欠缺，能提供的帮助也相对有限，个别情况下与城投企业进行债务的展期。

2. 债券市场再融资：企业通过一些项目或担保公司担保等方式争取发债。从今年以来的城投债券融资情况看，强区域城投企业再融资较顺畅，如江浙沪地区的或其他较强城市的大平台等；高负债或弱财政区域的城投企业的再融资的确不乐观。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

3.非标或定融融资：成本高，如山东有很多城投企业通过定融、租赁融资缓解燃眉之急，然而问题可能在未来爆发。

4.政府资金支持：政府从预算或发行地方政府债当中拿出资金，通过业务回款、直接资金注入或债务置换等方式给到企业；但当下政府财政压力也比较大，帮助相对有限，建制县隐性债务置换也以试点为主，非全国范围采用。

5.当地国企拆借：从城投企业或国企报表的其他应收款科目中，可以看到一些与当地其他国企（包括城投企业）的资金往来。

Q3：是否有发生系统性风险的可能？债务问题严重到何种程度会有更上层的政策支持？

A3：我们认为地方债务问题已经引起各个方面的高度重视，短期看因城投债务问题引起的风险仍在可控范围内，发生系统性风险的概率很低，中长期看相关风险仍需要各方戮力化解。

我们仍然认为，中央和地方政府、金融机构等均将坚守不发生系统性风险的底线。我们也观察到各方都为此进行努力，尽管部分地区的城投企业发生了一系列负面事件，但经过各方的努力和协调，当地的债务问题仍处在可以控制的范围内，并没有过多的扩散。例如，贵州当地政府积极推动城投企业债务的展期，山东省级、市级政府协助企业解决债务问题，因此这些事件并没有引起更大的连锁反应。

尽管如此，我们也认为，不发生系统性风险并不意味着不发生风险，也并不等同于城投债务的“刚兑”。如果能将影响限制在区域内，处置结果（或债务化解的方式）也是各方可以承受的，那么城投债务风险的有序释放和不发生系统性风险的底线并不矛盾。在此底线之上，地方政府仍然承担持续化债的责任，有许多工作要进行。

我们认为，7 月 24 日的政治局会议为后续一系列整体性政策的出台奠定了基础，未来可能有“一揽子化债方案”出台。我们预计相关政策将旨在帮助部分债务压力大、财政紧张的地区化解债务，而非为其兜底，亦非防范城投债务零违约，具体方式见问题一。

本报告不构成评级行动。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者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。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

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（包括但不限于收入损失、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。