

利差收窄难解融资之渴

标普信评城投季度观察

2024年第二季度

工商企业评级部

城投信用季度点评



融资环境——仍然偏紧

- 在新增融资政策收紧以及地方债务化解的背景下，2024年1-4月城投债融资净流出规模扩大，其中浙江、湖南、天津、贵州、湖北等地净流出幅度明显，仅上海、辽宁等个别区域净融资额同比上升。但受益于资产荒及降息预期，城投债利差仍然延续下行趋势，其中青海、贵州、辽宁、广西等重点化债省份近三个月利差收窄较为明显。



地方财政——持续承压

- 2024年1-4月，全国一般公共预算收入同比下滑2.7%，政府性基金预算收入同比下降7.7%，土地市场仍然低迷，**地方政府财政持续承压**。分区域看，1-3月，吉林、贵州、安徽、云南、江西等省份土地出让金降幅超过50%，情况不容乐观。
- 今年以来，专项债发行节奏偏慢，1-4月新增专项债发行规模仅为去年同期的45%左右，随着5月后超长期特别国债的发行以及专项债发行提速，基建投资或将发力。



近期关注重点

- 金融化债逐渐落地。重庆、宁夏、广西陆续有银行贷款置换城投非标融资的案例落地，广西获批中央应急流动性贷款额度，贵州发行首只“统借统还”城投债券，内蒙古各盟市与银行签约降低存量贷款利息等，体现各地积极响应落实一揽子化债政策，也体现出中央对重点化债省份的支持。
- 关注城投高息非标、境外融资。化债政策利好的背景下，城投融资仍面临较大压力，尤其新增融资需求难以满足，部分城投只能转向非标、境外债等高成本融资，其偿债付息风险不容忽视。
- 中央持续强调对于地方债务管理和存量隐债化解的重视，但在防范地方债务风险的同时，也关注区域经济发展，政治局会议提出“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”。

近期各地城投相关政策及事件

中央政治局会议（2024.4.30）

财政政策：要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出。

货币政策：要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。

地方债务：深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

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》（14号文）（2024.3）

在2月23日的国常会后一周，国务院下发了14号文，核心内容是：19个非重点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35号文对12个重点省份的相关政策化债。



广西：首笔政策行置换非标债务专项贷款落地（2024.4.25）

4月25日，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。

此前，根据媒体报道，广西自治区已获批中央应急流动性贷款额度，资金池设在自治区级，各城投平台根据需求向自治区申请，区内柳州市获得首批46亿元的额度。

国务院防范化解地方债务风险工作会议（2024.3.22）

国务院总理李强在会上强调：各地区各部门要提高政治站位，强化责任意识和系统观念，妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险。要持续深入化解地方政府债务风险，坚决落实过紧日子要求，用足用好各类政策资源，加快化债方案推进实施。要下更大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型。要加大清理拖欠企业账款力度，分类施策推进清欠工作，切实做到实质性清偿，加力推动实现“连环清”。要坚持远近结合、堵疏并举、标本兼治，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善地方政府投融资体制，健全防范拖欠账款长效机制，坚决阻断违规举债、变相举债的路径。

内蒙古：与多家银行签约降低存量贷款利息（2024.5.8）

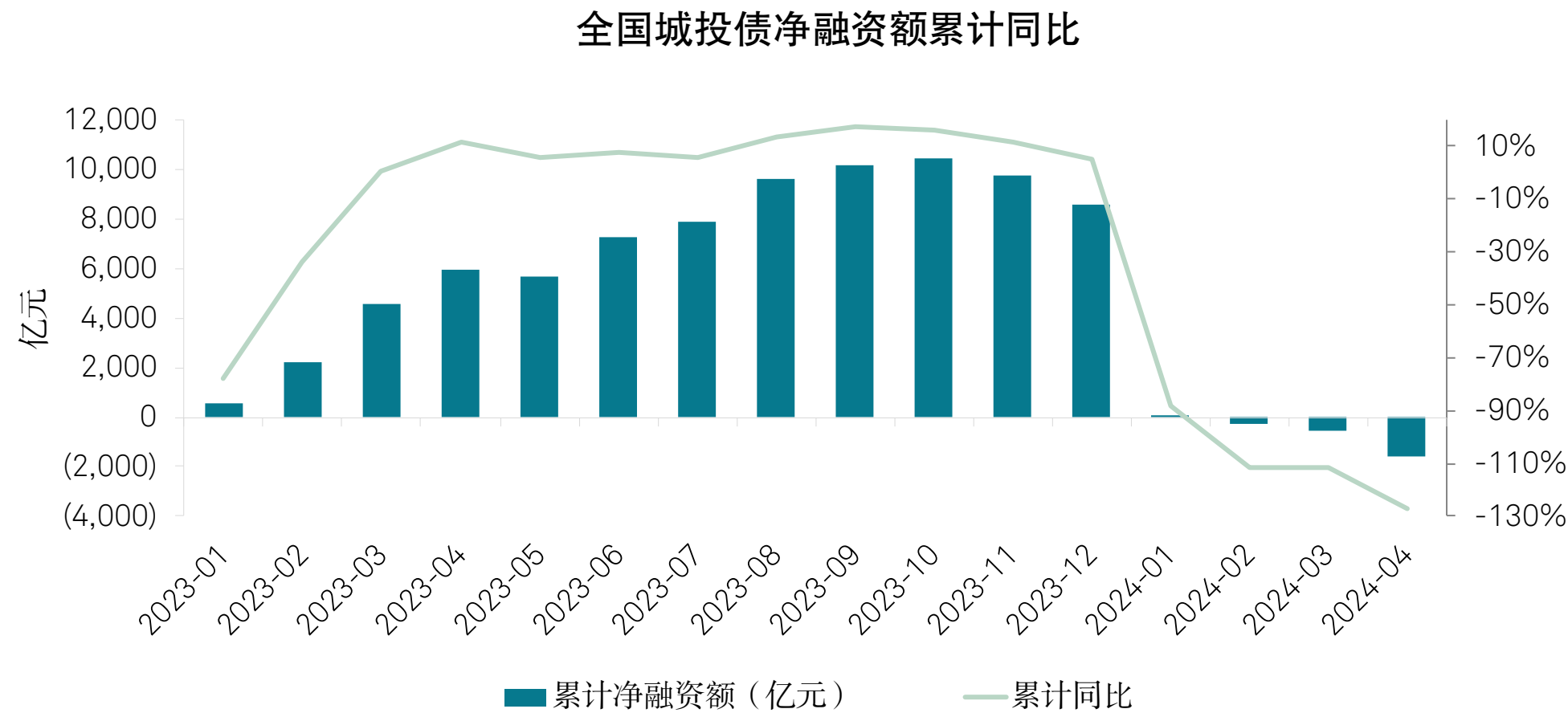
5月8日上午，经内蒙古自治区人民政府批准，自治区财政厅组织举行银行贷款降息集中签约现场会，国家开发银行、建设银行、华夏银行等15家银行省级分行和全区12个盟市及满洲里市相关负责人就存量贷款降息集中签约。按照约定，银行从2024年6月开始陆续为各盟市存量债务降息，涉及贷款加权平均利率降幅为31BP；各盟市将认真履行债务到期兑付责任，对降息清单内银行贷款按时还本付息，如因短期流动性不足造成按时还款困难，对符合条件的贷款，要及时对接内蒙古自治区金融资产管理公司、内蒙古财信集团等，通过周转金和相关政策性基金提供短期流动性支持。

山东省“三债统管”方案发布（2024.4.23）

2024年4月23日，山东省政府官网发布《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》，省委书记林武提出“地方债方面，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，债务风险防控取得积极成效。”

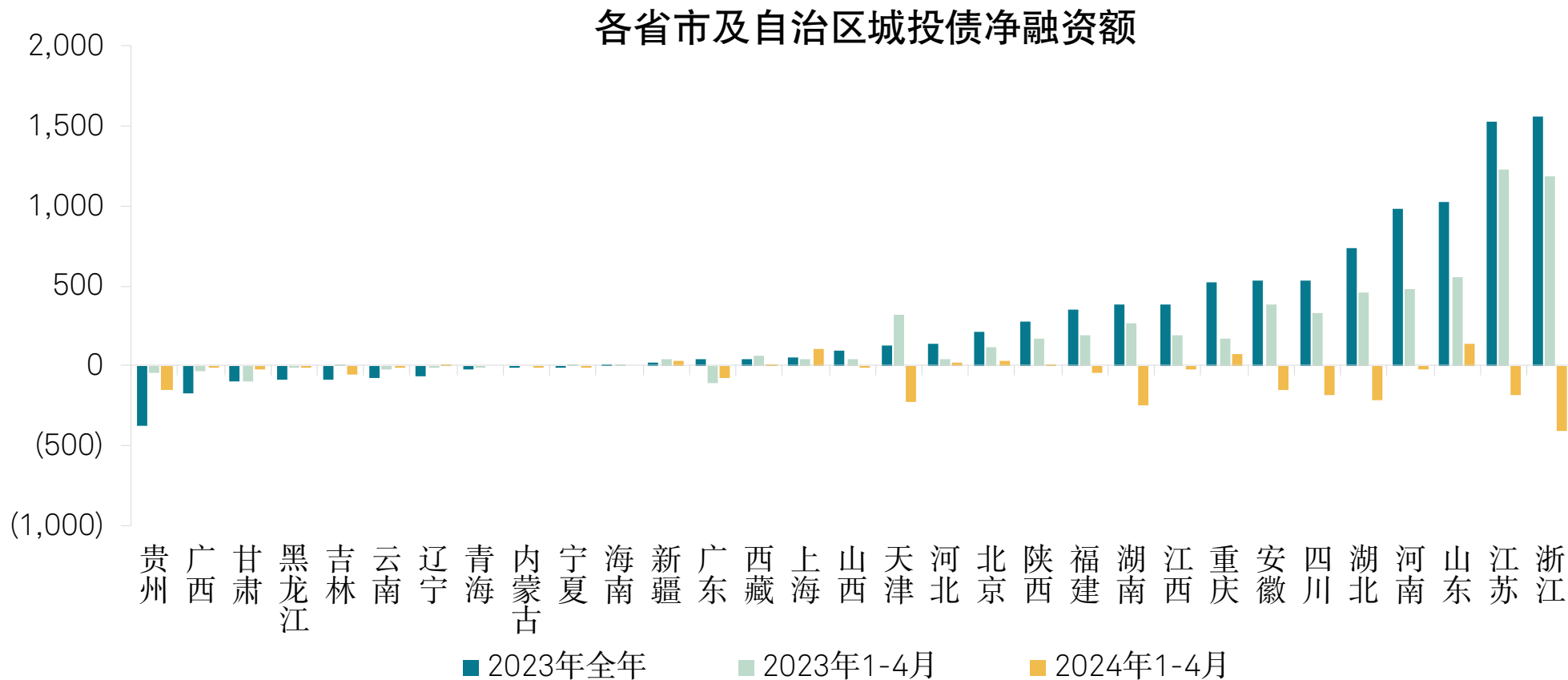
城投债融资收紧

➤ 一揽子化债政策实施后，城投债发行受到更加严格的监管，2023年11月以来城投债净融资持续走弱。2024年1-4月，全国城投债融资累计净流出1,616亿元，较1-3月大幅走阔。



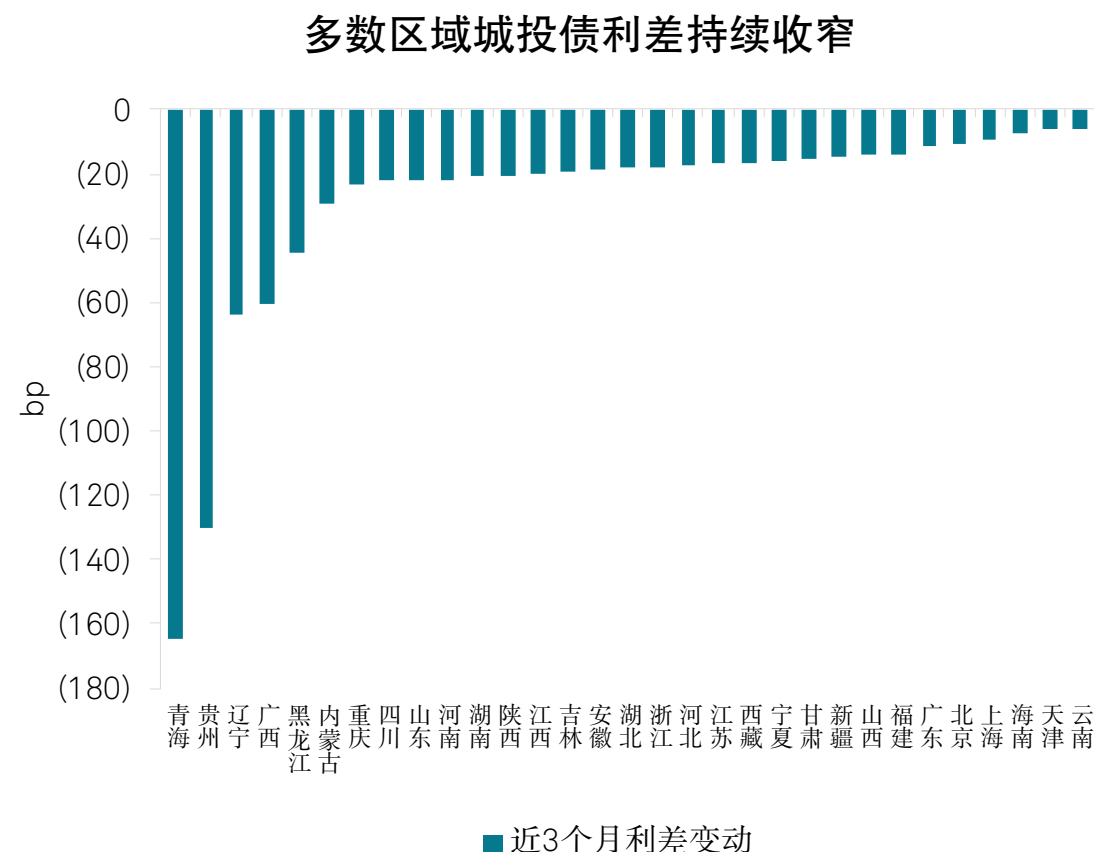
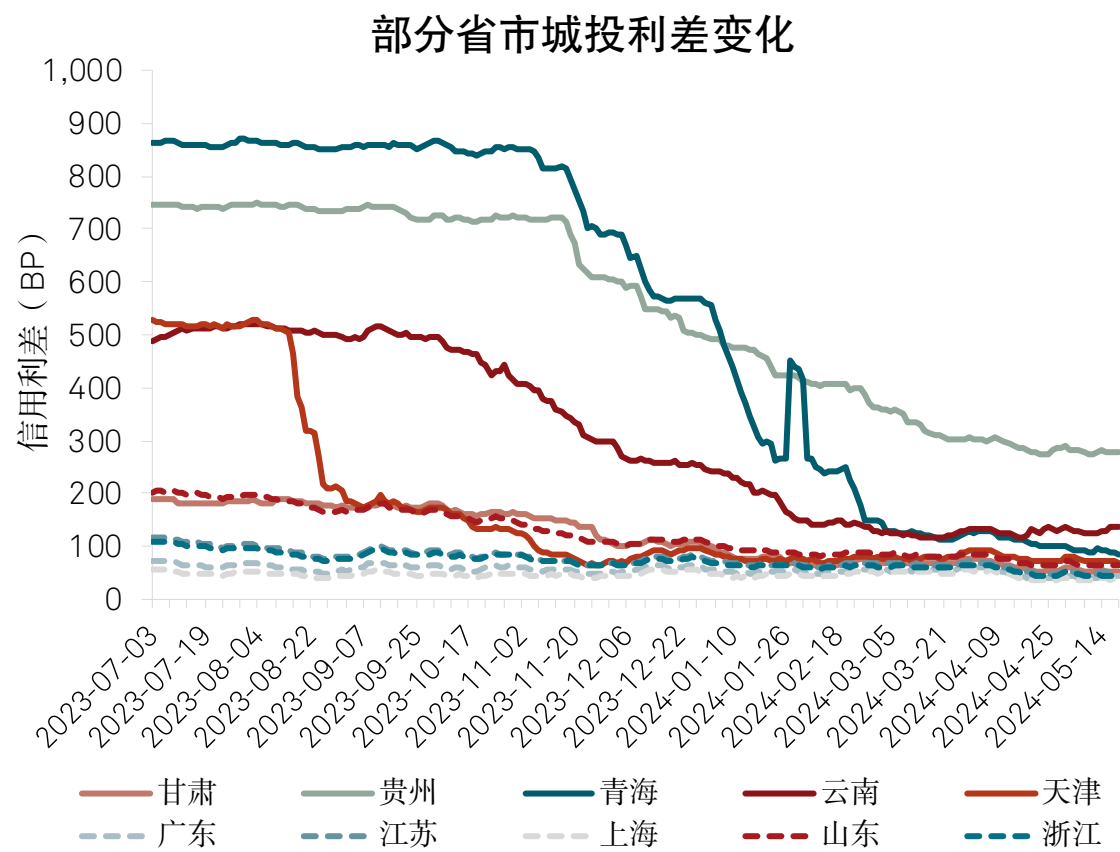
城投债融资收紧

➤ 分区域来看，2024年1-4月，多数省份净融资规模同比大幅下降，其中浙江、湖南、天津、贵州、湖北等地净流出幅度明显，仅上海、辽宁等个别区域净融资额同比出现上升。



多数区域城投债利差持续下行

➤ 受益于特殊再融资债发行以及宽松的货币政策，近期多数区域城投债利差持续下行，其中青海、贵州、辽宁、广西等地由于前期利差较高，近3个月利差收窄仍较明显。

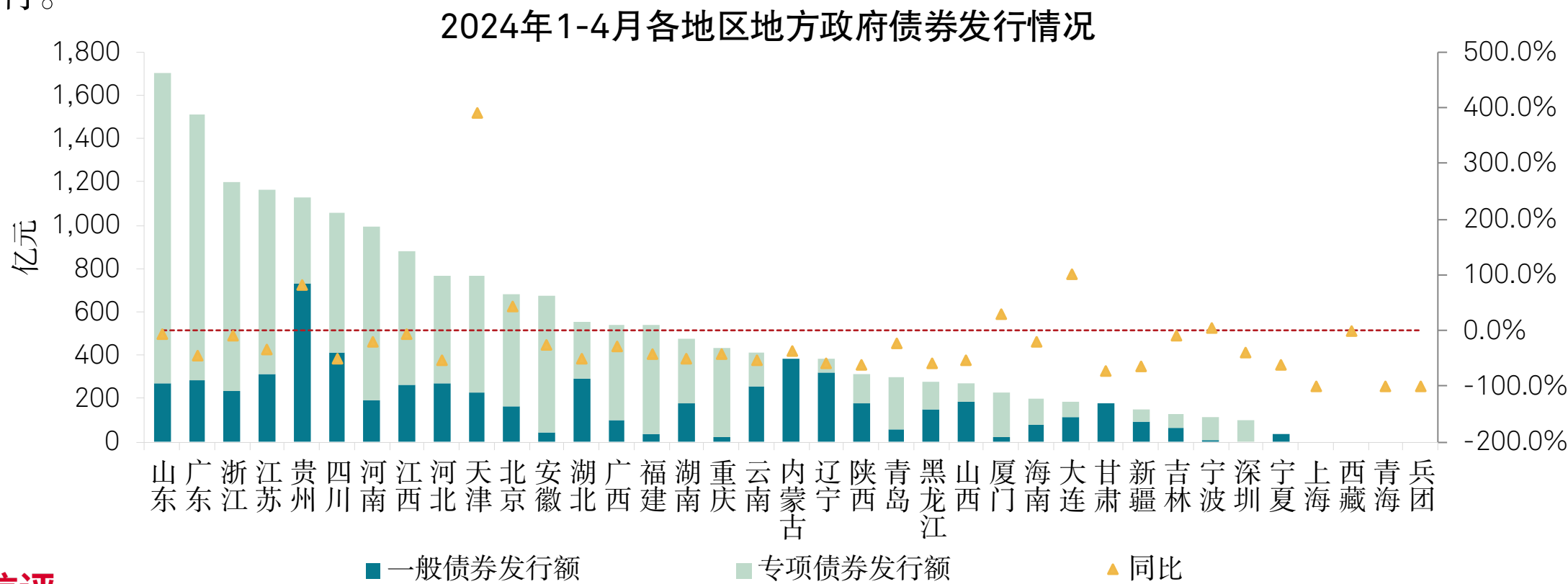


标普信评 注：选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
S&P Global 资料来源：DM，标普信评整理。
China Ratings 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：时间点为2024年5月20日。
资料来源：DM，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。

地方政府债券发行进度偏缓

➤ 2024年1-4月，共有33个省、市、自治区及计划单列市发行地方债券，其中，山东、广东、浙江、江苏、贵州和四川发行额均超过1000亿元，合计占全国总发行额的41%，多数地区发行进度偏缓，仅天津、贵州、北京、厦门、大连和宁波同比正增长，上海、西藏、青海与新疆生产建设兵团并未发行。

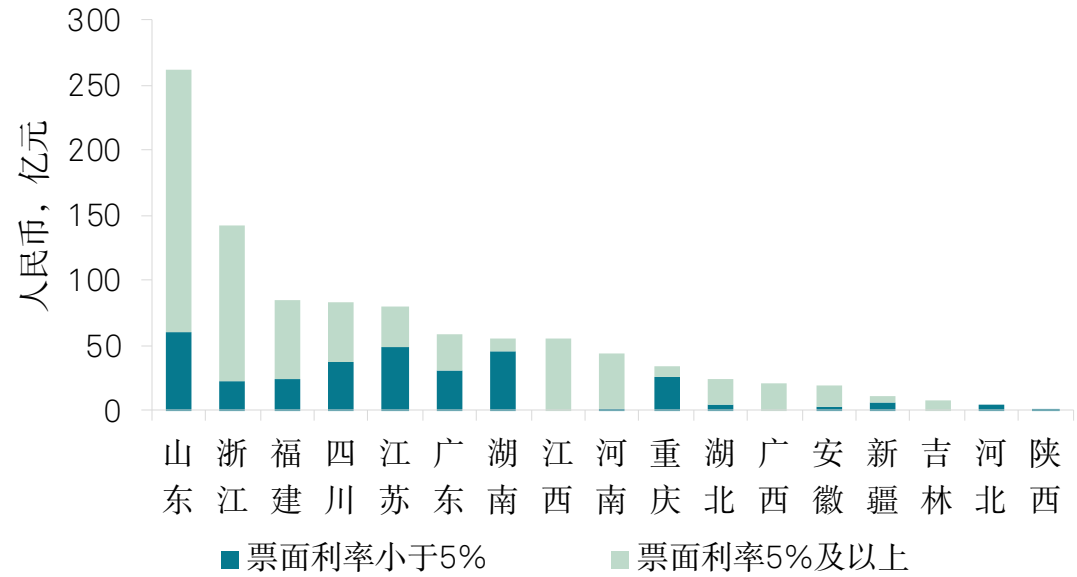


注：计划单列市及兵团数据未包含在所在省及自治区中。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

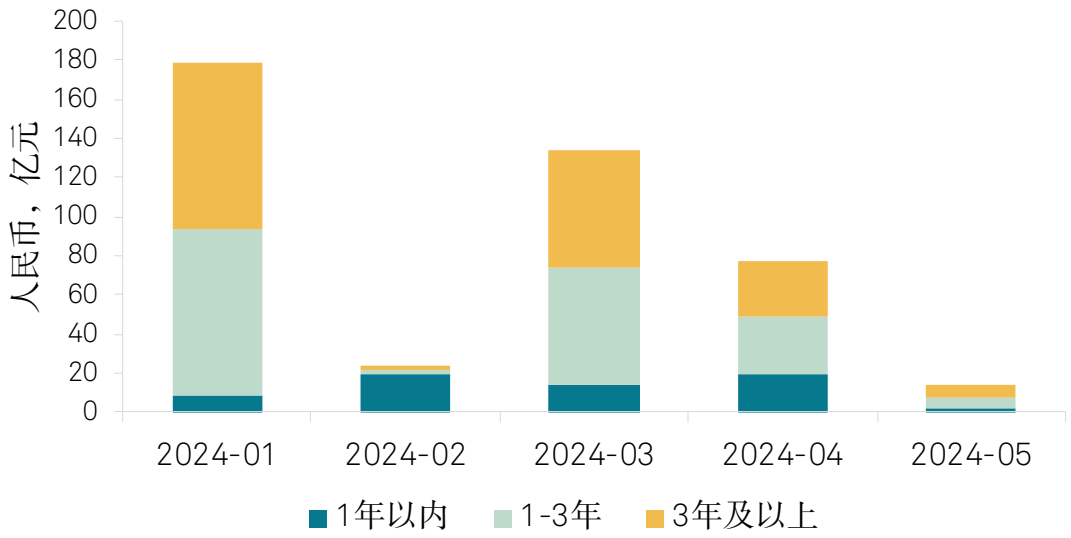
城投海外债发行票息仍较高

➤ 据DM统计，2024年1月1日至5月21日，城投企业共发行海外债券156只，发行规模合计993亿元，区域分布方面，主要集中在山东、浙江、福建、四川和江苏等省份，以山东为最多。期限方面，以1-3年、3年及以上发行期限为主。整体来看，今年发行的城投海外债票息仍较高，票面利率在5%及以上的规模占比近7成，部分城投在化债背景下融资仍面临较大压力，尤其新增融资需求难以满足，只能寻求海外债等高成本融资途径。

各区域城投企业海外发债情况



2024年1-5月城投海外债发行规模及期限分布

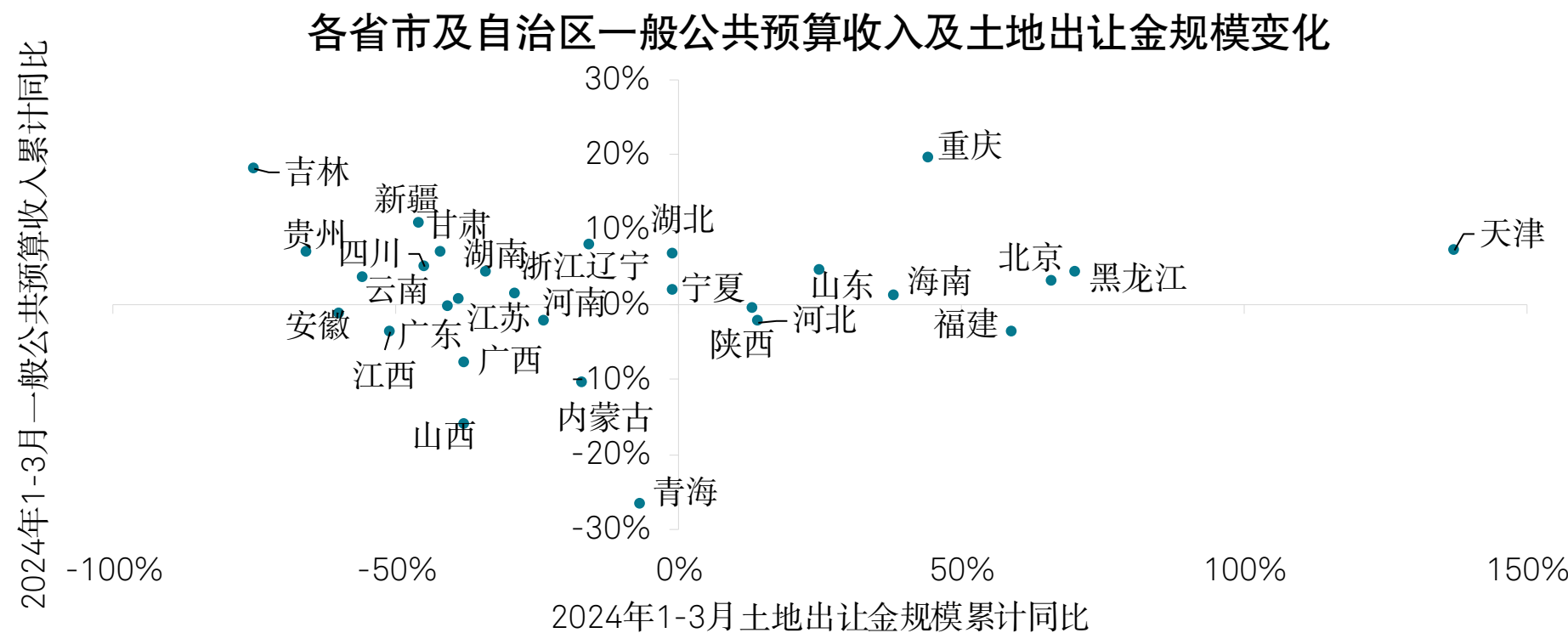


注：统计时间截至2024年5月21日。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：统计时间截至2024年5月21日。
资料来源：DM，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。

地方政府潜在支持能力承压

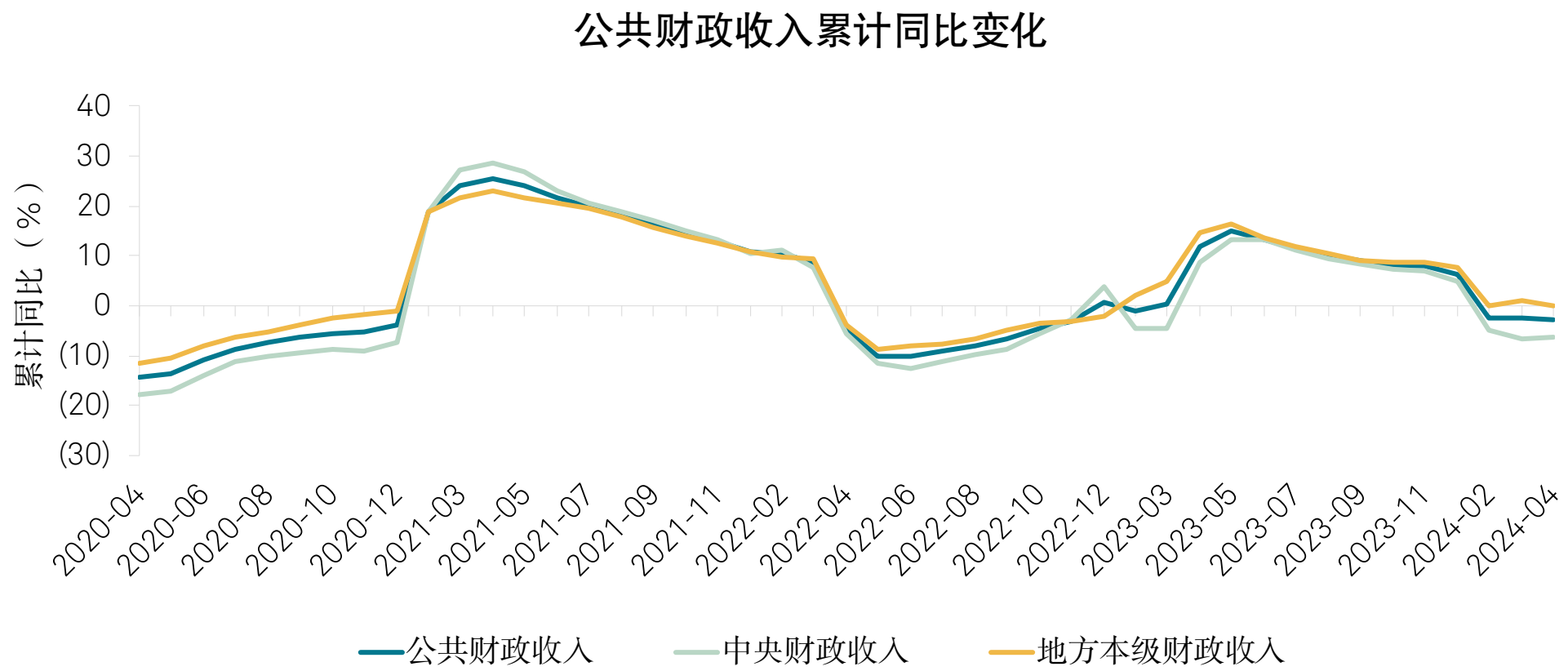
➤ 2024年1-3月，各省份一般公共预算收入增速出现分化，其中，重庆、吉林同比增幅超过15%，主要是受非税收入大增的影响，而山西、青海、内蒙古跌超10%，则是与煤炭等资源价格波动有关。土地出让金方面，整体情况依旧不容乐观，全国合计同比下降14%，大部分省份土地出让金同比仍下滑明显，其中吉林、贵州、安徽、云南、江西降幅超过50%，区域财政进一步承压。



注：因数据可得原因，本图中不包含西藏自治区；另外，上海市土地出让金同比增速超过200%，极端值影响图表展示，故暂不包含上海市。
资料来源：Wind，公开资料，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。

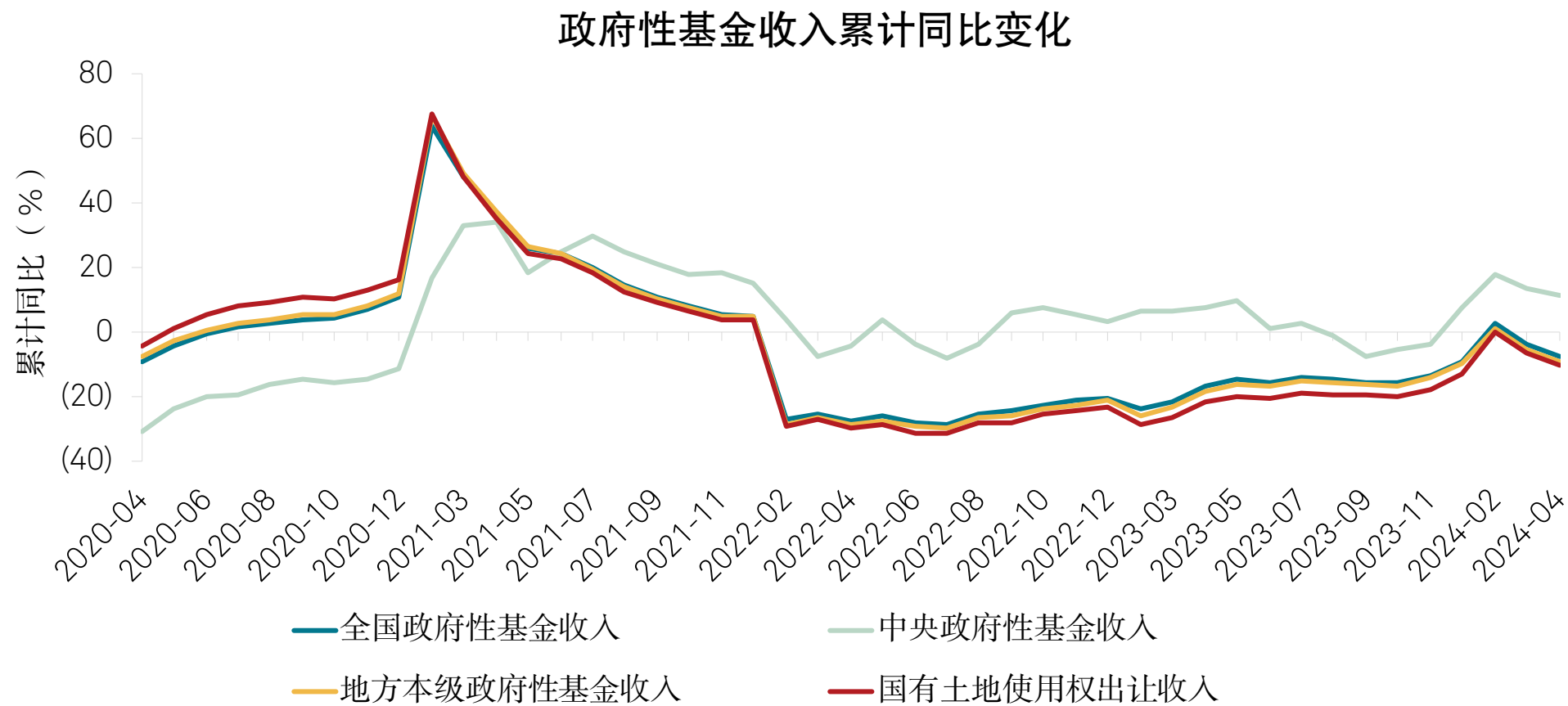
财政收入同比下行

- 2024年1-4月，全国一般公共预算收入同比下降2.7%，降幅较1-3月的2.3%进一步扩大，税收收入下跌仍是主要的拖累因素。



政府性基金收入同比下行

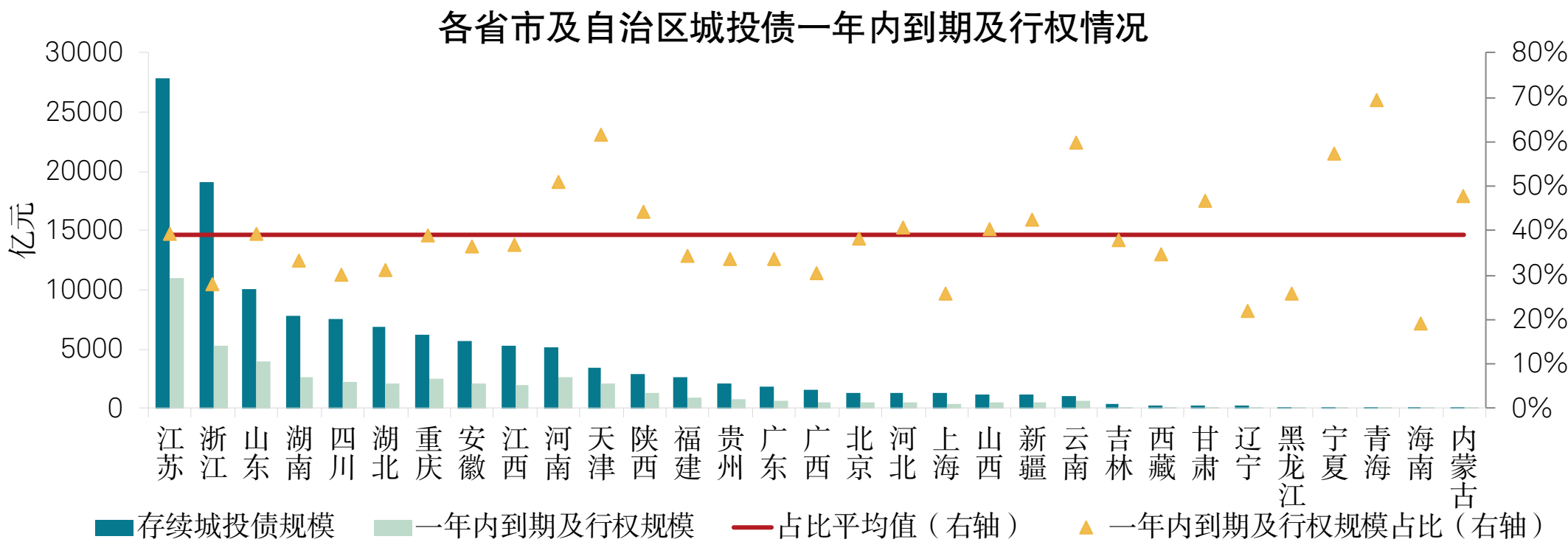
➤ 2024年1-4月全国政府性基金收入同比下降7.7%，地方本级政府性基金收入同比下降9.3%，跌幅较1-3月进一步扩大，土地市场依旧承压。



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。

城投流动性压力仍较大

- 在新增融资受限、土地财政仍然承压的背景下，城投债兑付压力仍大，天津、河南、云南、甘肃等地城投债一年内到期及行权规模占比较高。
- 2024年，在中央化债政策的支持下，我们认为城投公募债券违约的可能性仍然较低，但部分弱区域城投出现商票逾期、非标违约等风险事件仍难以杜绝。



分析师

王雷, CFA, FRM

北京

+86-10-6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺

北京

+86-10-6516 6058

Yi.gong@spgchinaratings.cn

路哲伦, CFA

北京

+86-10-6516 6046

Bruce.lu@spgchinaratings.cn

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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转销商。