

财政压力不减，关注化债新策

标普信评城投季度观察

2024年第三季度

工商企业评级部

标普信评

S&P Global

China Ratings

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1-7月城投债净融资额仍然维持净流出状态，其中浙江、江苏、天津、湖南、湖北、安徽等地净流出幅度明显，在经济较发达省份中，仅山东省净流入较明显。但目前资产荒及降息预期的影响仍在，城投债利差仍然延续下行趋势，其中贵州、云南、辽宁等重点化债省份近三个月利差收窄仍较为明显。
- 境内新增融资政策趋严，2024年以来城投海外债发行规模同比大幅增长，山东、浙江等地发行规模较大。

地方财政——持续承压



- 2024年1-6月，全国一般公共预算收入同比下滑2.8%，政府性基金预算收入同比下降15.3%，土地市场仍然低迷，地方政府财政持续承压。分区域看，1-6月，江苏、安徽、天津、宁夏、广东、贵州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，1-6月新增专项债发行规模仅为去年同期的65%，仅占全年新增专项债限额的38%，预计随着下半年专项债发行提速，基建投资或将发力。

近期关注重点



- “134号文”出台。由于文件内容尚未公开，市场推测“134号文”延长了化债时间，并拓宽了非标置换范围，对“35号文”进行了补充和完善，有助于缓解非重点化债省份的非标风险，但具体落地执行情况仍需观察。
- “特殊”新增专项债。2024年6月以来河南、辽宁、新疆、甘肃、陕西等地陆续发行没有披露“一案两书”的新增专项债，在募集资金用途上表述比较宽泛，或说明在化债大背景下，专项债资金使用限制有所放松。
- 财税体制改革。继2023年中央经济工作会议、2024年政府工作报告、2023年度审计工作报告之后，二十届三全会再次强调深化财政体制改革，包括健全预算制度、增加地方自主财力、适当加强中央事权等，长期来看有助于平衡地方财权和事权，减轻地方财政和债务压力。

近期各地城投相关政策及事件

二十届三中全会《决定》（2024.7.18）

7月18日，党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，强调深化财税体制改革。

平衡央地财政关系：增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。增加一般性转移支付，提升市县财力同事权相匹配程度。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。适当加强中央事权、提高中央财政支出比例。

强化债务管理：合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型。

山东财金设立互助增信基金（2024.7.3）

由省财政厅指导，山东财金集团主办的山东省财金企业联盟成立大会召开，山东财金集团党委书记、董事长梁雷表示，作为联盟发起单位，拟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。将以股权投资为纽带，向更多具备条件的联盟企业直接注资，帮助联盟企业壮大资本实力，降低负债规模，提供增信加持。

广西：首笔本金打折的非标债务置换落地（2024.6.25）

广西柳州市东城投资开发集团有限公司与某租赁公司进行多次协商，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，完成了专项支持银团类贷款投放，并结清打折后的存量本金。

这是广西首笔本金打折非标债务置换。经估算，该笔债务置换后将减少已

标普信评

S&P Global
China Ratings

国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告（2024.6.25）

审计署发布国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告。报告指出，违规举借债务尚未全面停止。24个地区所属国企通过在金融资产交易所违规发行融资产品、集资借款等方式向社会公众融资，至2023年底余额373.42亿元，主要用于支付到期债务、发放人员工资等，形成政府隐性债务112.58亿元。

《关于金融支持天津高质量发展的意见》（2024.7.30）

中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、天津市人民政府联合发布《关于金融支持天津高质量发展的意见》。其中提到：防控国有企业与融资平台债务风险。严格按照市场化、法治化原则，稳妥开展国有企业债务存量风险化解工作，健全债券风险监测预警机制，合理支持地方国有企业与融资平台公司债券接续发行。加大风险处置力度，对高风险金融机构、私募基金分类施策处置风险，持续压降天津高风险金融机构数量，如期完成风险处置目标任务，有效阻断风险扩散和传染。

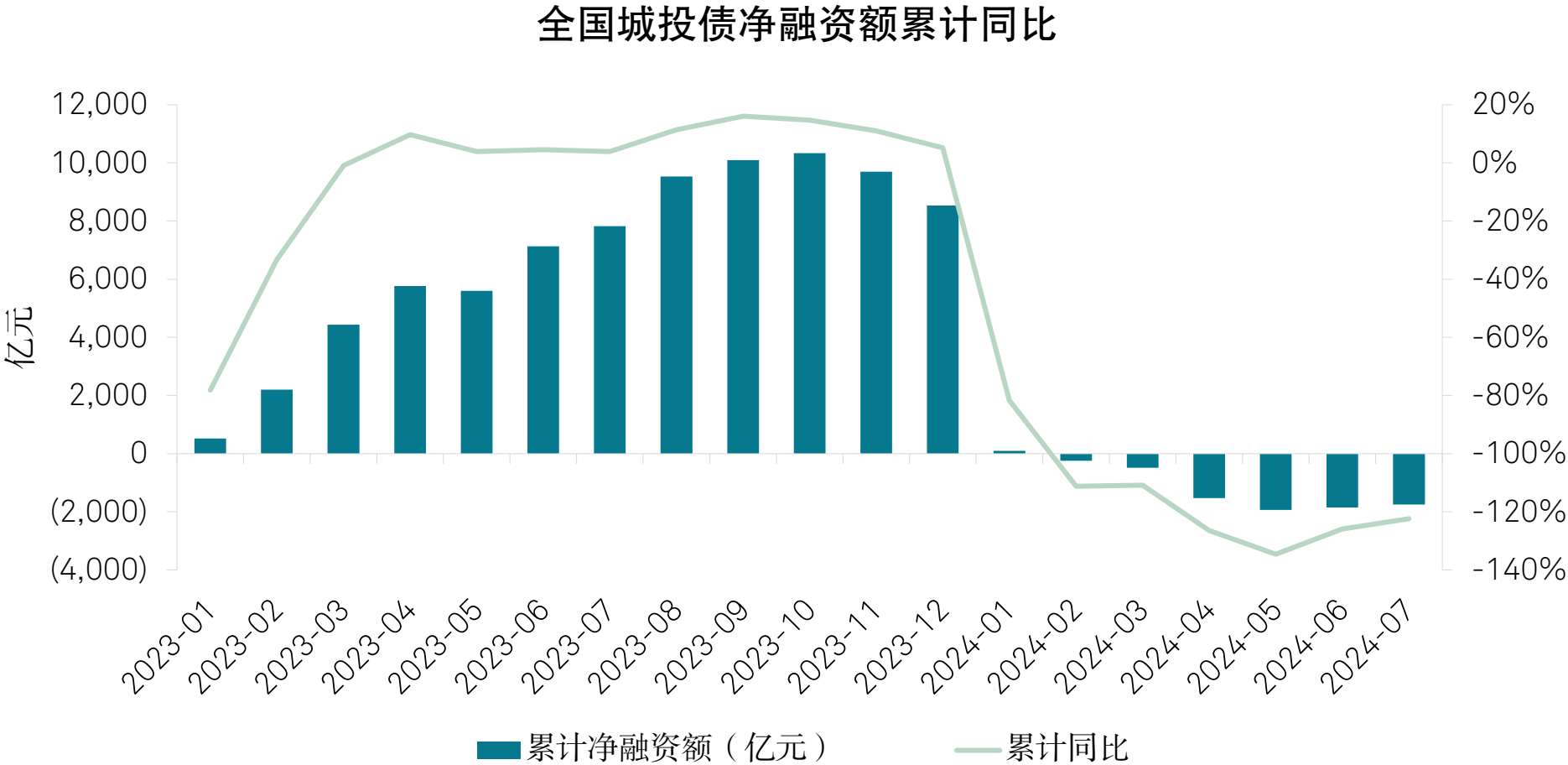
江苏：一整套化债方案获批（2024.8.1）

8月1日，江苏省2024年上半年预算执行情况的报告披露，按照“省负总责、市县尽全力化债”原则，组织编制涵盖法定债务、地方政府隐性债务、融资平台经营性债务风险防控的一整套化债方案，上报国务院并获得批复。加强债务源头管理，严控融资平台经营性债务增长，对存量债务规模大、负债率高、兑付期集中、资金链紧张的融资平台公司实行“一户一策”指导，根据实际情况设立债务风险化解基金或周转金，确保融资平稳接续。



城投债融资收紧

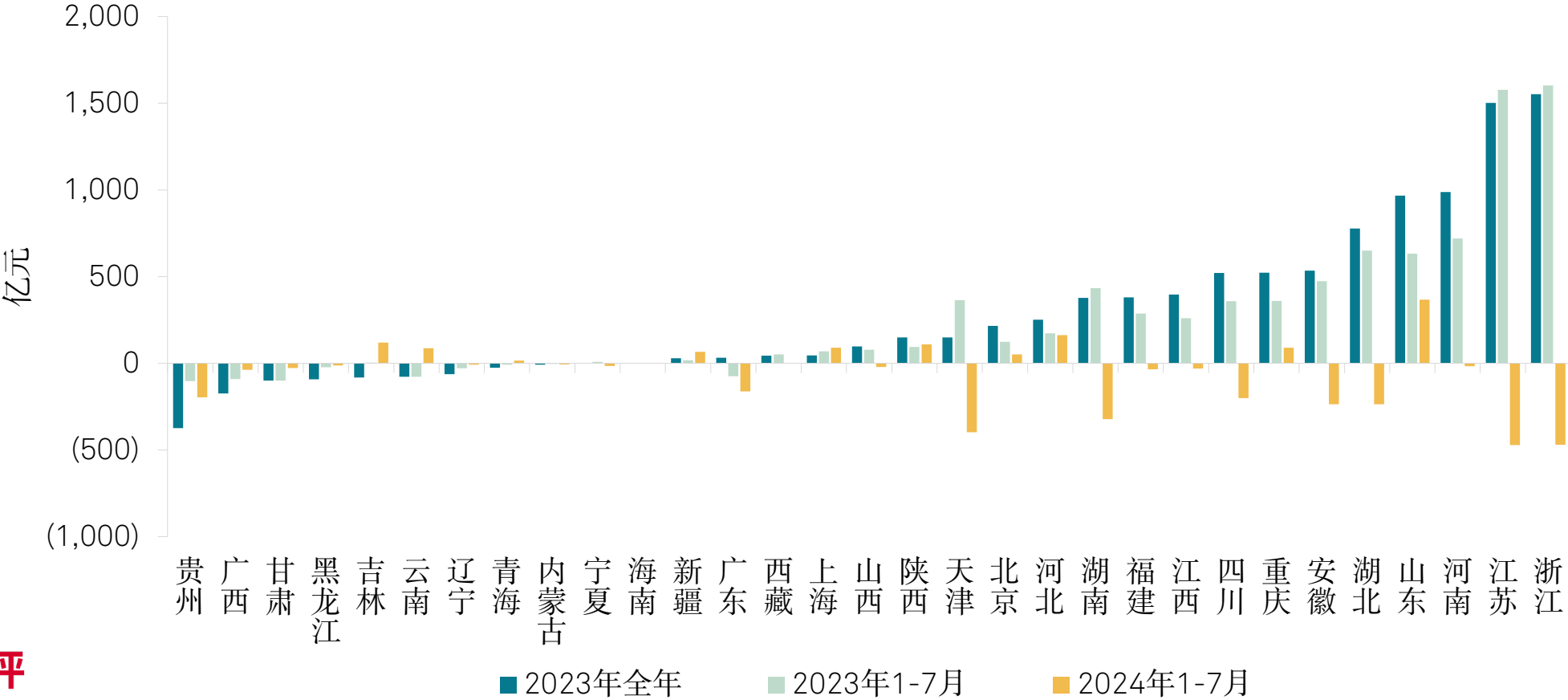
➤ 一揽子化债政策实施后，城投债发行受到更加严格的监管，2023年11月以来城投债净融资持续走弱。2024年1-7月，全国城投债融资累计净流出1,751亿元，累计同比降幅较1-6月小幅收窄。



城投债融资收紧

➤ 分区域来看，2024年1-7月，多数省份净融资规模同比大幅下降，其中浙江、江苏、天津、湖南、湖北、安徽等地净流出幅度明显；较发达省份中，仅山东净流入较明显。

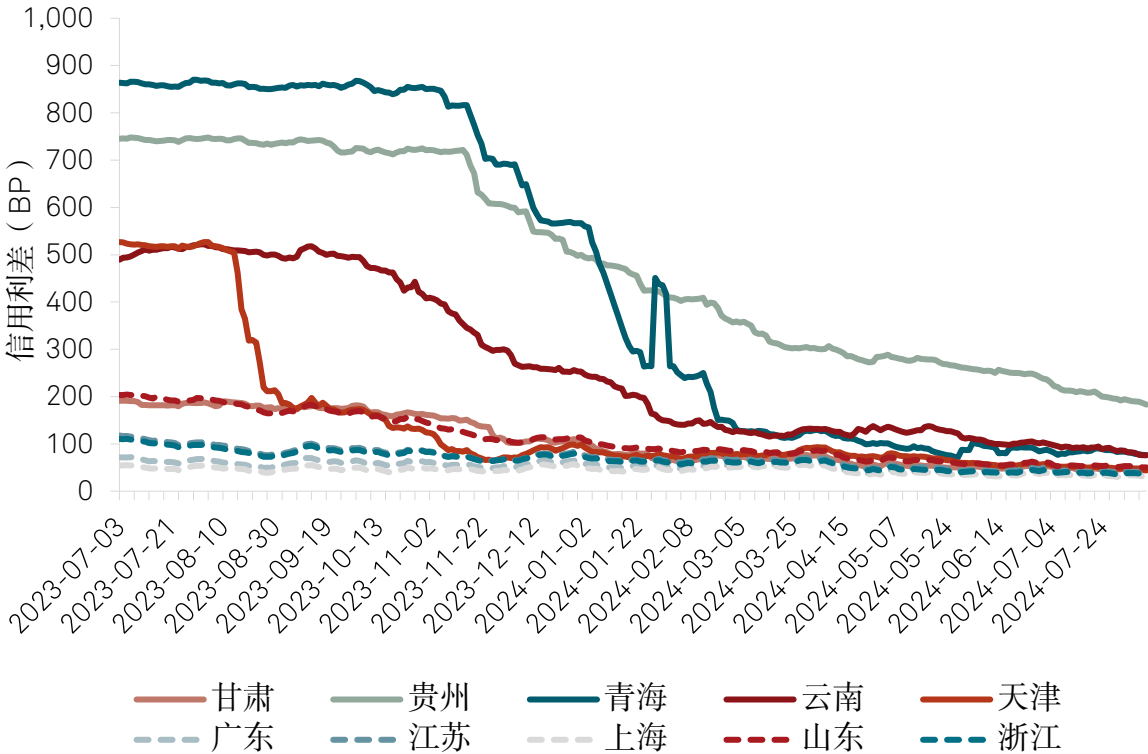
各省市及自治区城投债净融资额



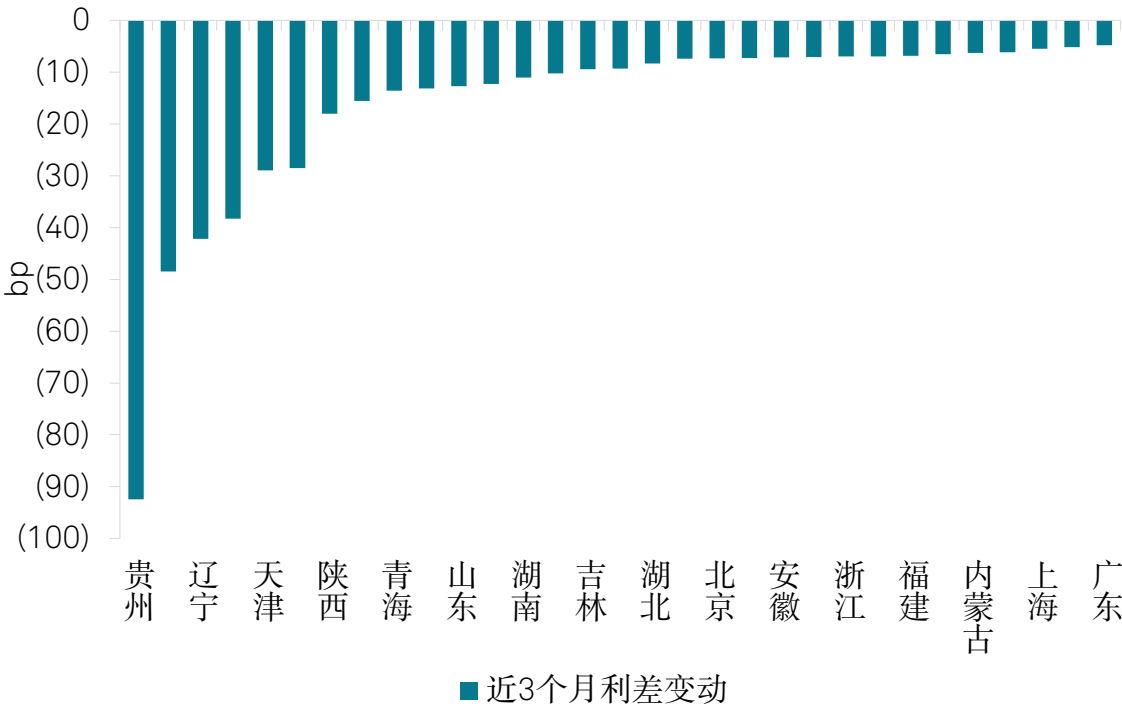
多数区域城投债利差持续下行

➤ 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，其中贵州、云南、辽宁等地由于前期利差较高，近3个月利差收窄仍较明显。

部分省市城投利差变化



多数区域城投债利差收窄明显



标普信评
S&P Global
China Ratings

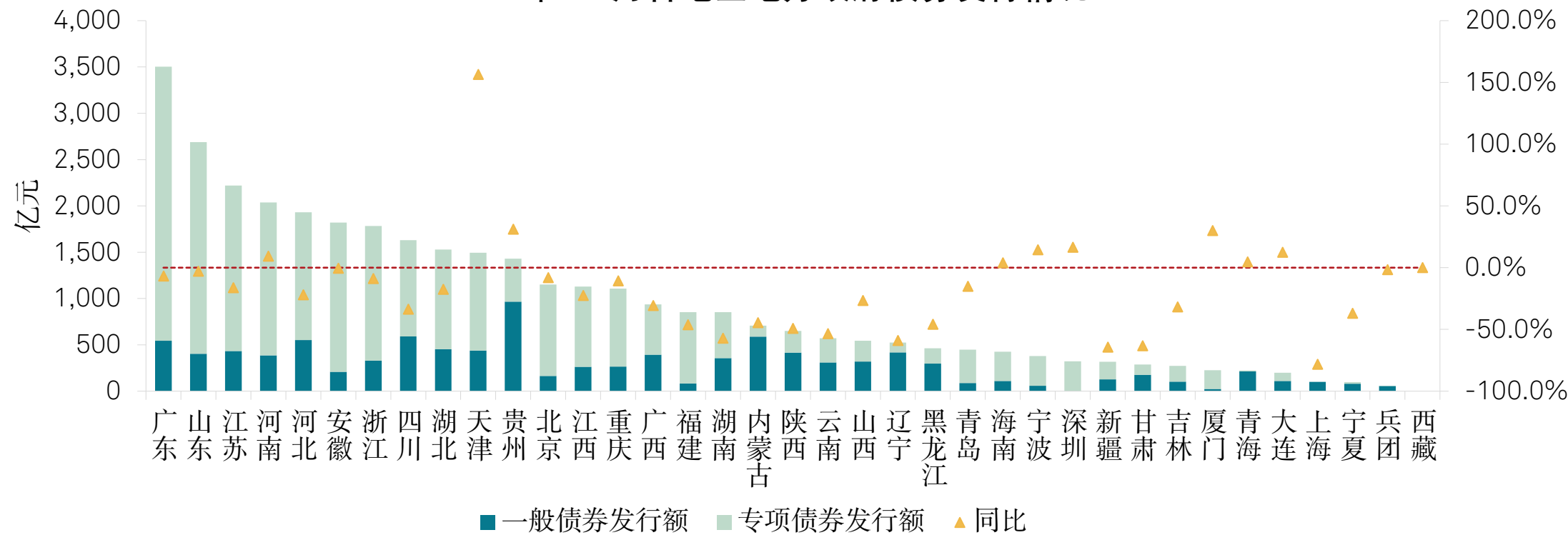
注：选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：时间点为2024年8月9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1-6月，共有36个地区发行地方债券，其中，广东、山东、江苏、河南、河北和安徽发行额均超过1800亿元，合计占全国总发行额的41%，多数地区发行进度仍然偏缓，仅天津、贵州、厦门、深圳和宁波等9个地区同比实现正增长，西藏自治区仍未发行。

2024年1-6月各地区地方政府债券发行情况

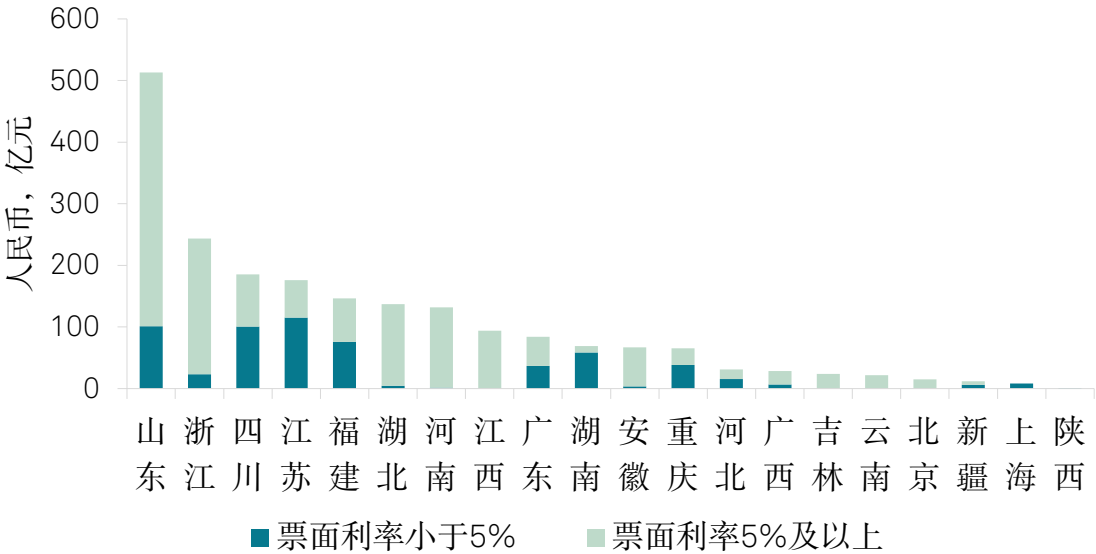


注：计划单列市及兵团数据未包含在所在省及自治区中。
资料来源：Wind，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

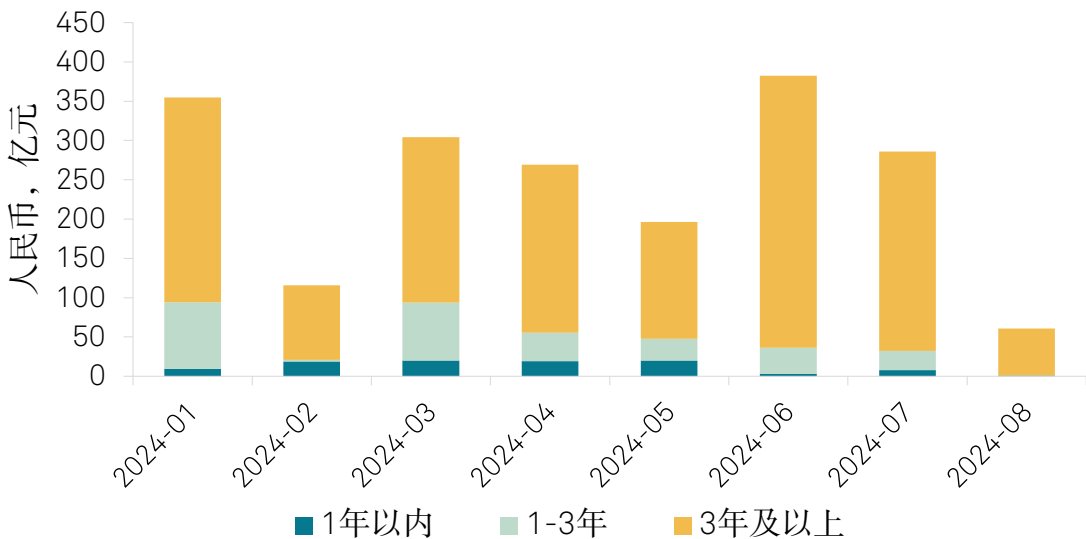
城投海外债发行规模大增，但票息仍较高

➤ 据DM统计，2024年1月1日至8月13日，城投企业共发行海外债券287只，发行规模合计2,054亿元，前7月累计发行规模同比增加72%。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%及以上的规模占比约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

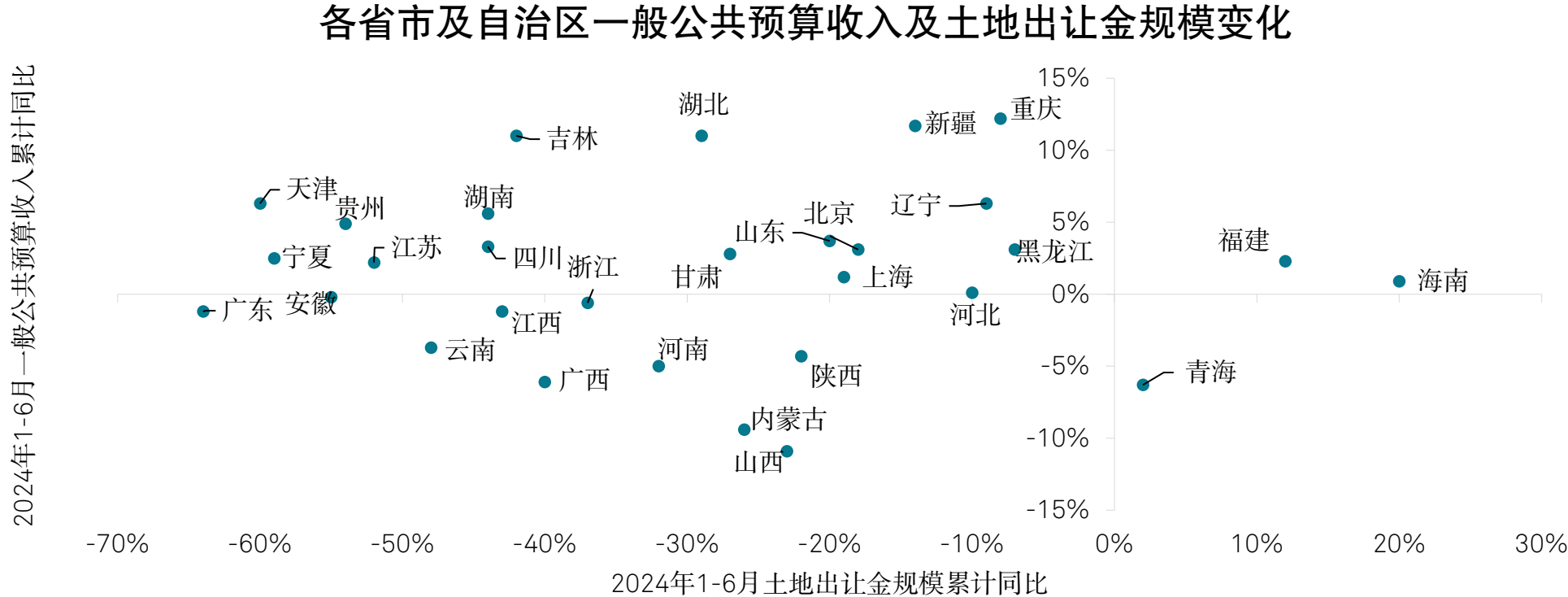


2024年1-8月城投海外债发行规模及期限分布



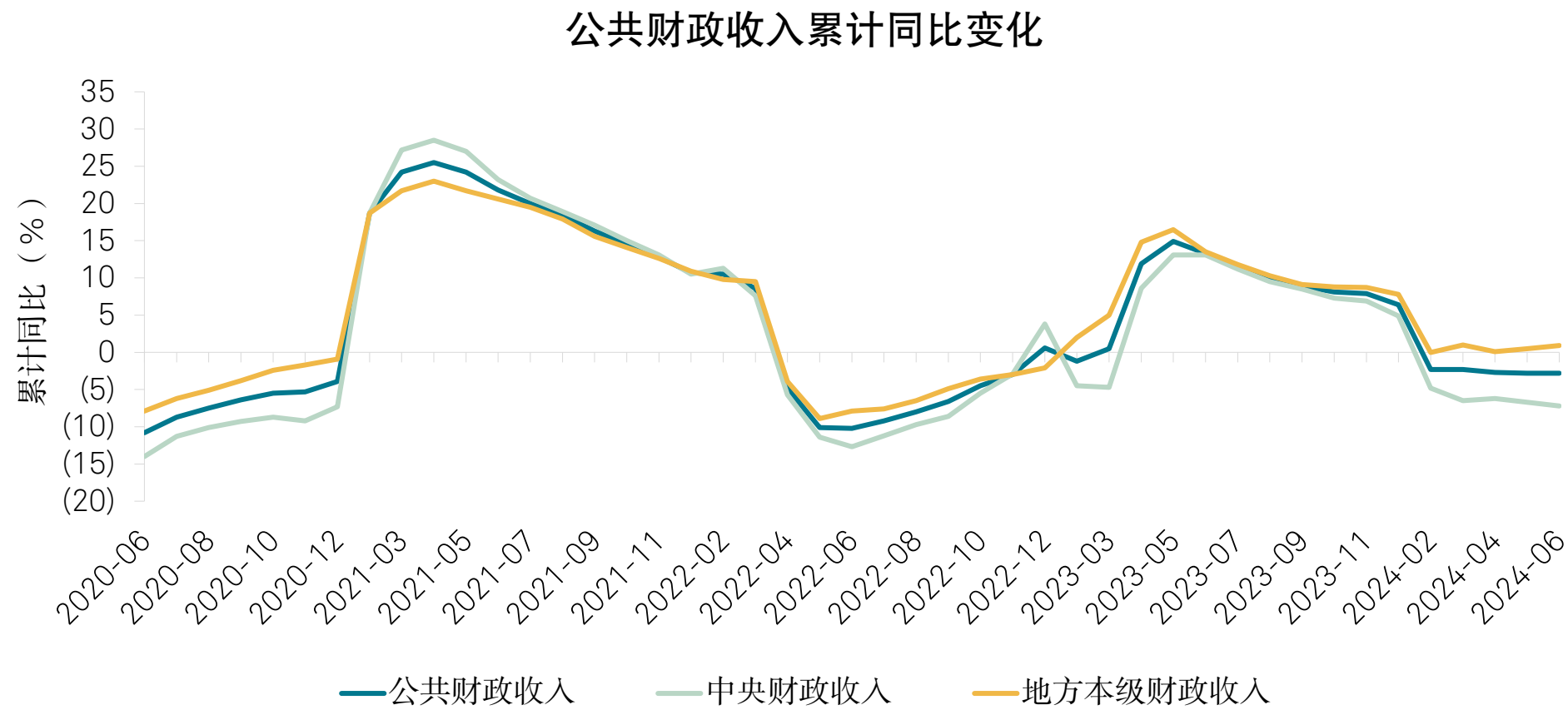
地方政府潜在支持能力承压

➤ 2024年1-6月，各省份一般公共预算收入增速出现分化，其中，新疆、重庆、吉林、湖北同比增幅超过10%，主要是受非税收入大增的影响，而山西、内蒙古跌幅在10%左右，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35%，大部分省份土地出让金同比仍下滑明显，其中江苏、安徽、天津、宁夏、广东、贵州降幅超过50%，区域财政进一步承压。



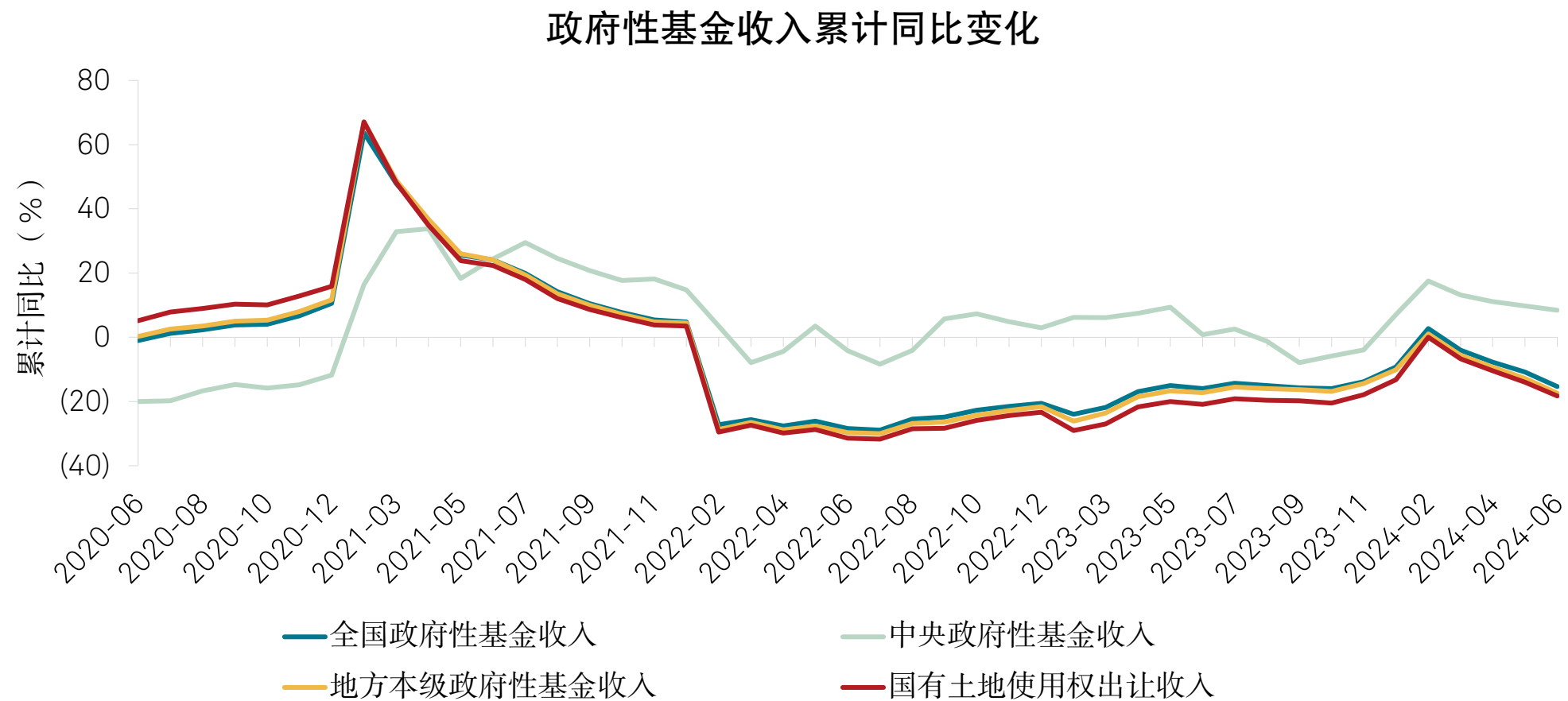
财政收入同比下行

➤ 2024年1-6月，全国一般公共预算收入同比下降2.8%，降幅较1-5月持平，税收收入下跌仍是主要的拖累因素。



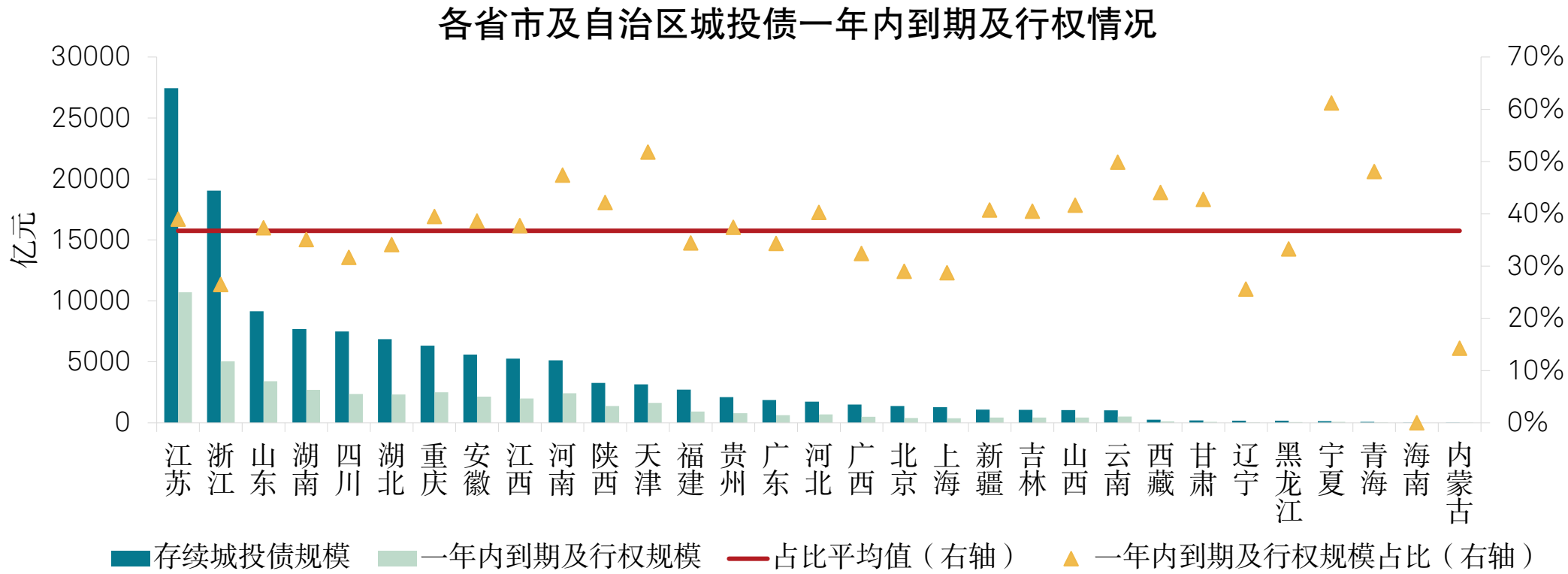
政府性基金收入同比下行

➤ 2024年1-6月全国政府性基金收入同比下降15.3%，地方本级政府性基金收入同比下降17.4%，跌幅较1-5月进一步扩大，土地市场依旧承压。



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、云南、宁夏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，但商票逾期、非标违约等风险事件仍将频发。



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

标普信评

S&P Global

China Ratings

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转销商。