

财政化债加码，利好城投流动性

标普信评城投季度观察

2024年第四季度

工商企业评级部

标普信评

S&P Global

China Ratings

城投信用季度点评



近期关注重点：中央加大支持地方化债力度

- **新增10万亿化债资源。**11月，人大常委会宣布增加6万亿元债务限额以及4万亿特殊专项债用于置换隐性债务。此举将大幅减轻地方隐债化解压力，有助于改善城投企业的债务结构和融资成本，缓解其流动性压力。
- **特殊再融资债、置换债发行。**9月以来，已有29个省市披露发行特殊再融资债，总规模超过2900亿元。11月以来置换债发行或公告额度超过10000亿元。其中江苏、浙江、四川、山东等地拟发行规模较大，本轮发行不再集中于重点化债省份，从区域分布来看更加均衡。
- **城投退名单加速。**网传“150号文”要求城投企业退出平台名单时间不得晚于2027年6月末，并明确了退名单要求。此后多家城投企业就退出平台名单公开征求债权人意见。预计后续城投退名单将加速，但实质性转型仍有较大困难。

地方财政仍有压力



- 2024年1-10月，全国一般公共预算收入同比下滑1.3%，政府性基金预算收入同比下降19%。虽然降幅有所收窄，但土地市场依旧低迷，地方政府财政压力仍大。分区域看，1-9月，四川、天津、广西、广东、宁夏、上海、浙江等区域土地成交金额降幅超过40%，情况不容乐观。
- 财政政策逆周期调节力度加大，“6万亿”新增地方政府债限额下达，各地加快发行再融资专项债用于置换隐性债务。

融资环境仍偏紧



- 城投融资政策未见放松。2024年1-10月，城投债净融资额仍然维持净流出状态，江苏、浙江、天津等地净流出规模较大，仅上海、山东、广东等地净流入较明显。9月开始，城投债利差受到市场风险偏好影响波动较大，整体有所上行，尤其是弱区域城投，但整体来看利差仍处于历史偏低水平。
- 在化债背景下，部分城投仍面临较大的流动性压力。今年以来，山东、浙江、江苏等地的海外债发行规模较大，且票息仍较高。另外，非标舆情仍较为频繁，集中于山东、贵州、云南、陕西等下属网红区域，呈点状分布。

近期城投相关政策及事件

人大常委会（2024.11.8）

11月8日，全国人大常委会通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，并举行新闻发布会。会上主要内容如下：

- 1）增加6万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024年末地方政府专项债务限额将由29.5万亿元增加到35.5万亿元；
- 2）从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，累计可置换隐性债务4万亿元；
- 3）2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还；
- 4）2028年之前，地方需消化的隐性债务总额将从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元；地方利息支出五年累计可节约6000亿元左右。

财政部发布会（2024.10.12）

10月12日，国务院新闻办公室举行新闻发布会。会上，财政部领导对未来一段时期的增量财政政策进行了介绍，主要包括以下方面：

- 1）明确中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间；
- 2）拟一次性增加较大规模债务限额，用于置换地方政府存量隐性债务；
- 3）调整和优化专项债用途，包括可以用于土地储备和收购存量房等；
- 4）发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，等等。



财政部通报8起地方政府隐性债务问责典型案例（2024.9.19）

9月19日，财政部网站公布了八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报，这是财政部继2022年5月18日、2022年7月29日、2023年11月6日以来第四次通报隐性债务问责典型案例。通报涉及天津市天津港保税区、辽宁省营口市鲅鱼圈区、江西省抚州市东乡区、吉林省通化市梅河口市、海南省临高县等8个地方违规举债等，涉及新增隐性债务约116亿元。同时，财政部表示将对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为，做到“发现一起，查处一起，问责一起”，持续强化隐性债务查处问责力度，有效防范化解隐性债务风险。

标普信评

S&P Global

China Ratings

“150号文”（2024.9）

网传央行、财政部、发改委、证监会联合发布“150号文”，主要针对“35号文”和“134号文”中城投退平台名单的相关内容打补丁，明确了退名单的要求。

时间方面，该文件要求退平台不得晚于2027年6月末，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单。债权人要求方面，退平台名单应征得2/3债权人同意，该步骤中，不同意平台退出名单的债权人应出具相关证据（证明企业还有隐债，或证明企业还承担政府融资职能），并由地方政府审核证据并给出判定意见。退名单后的融资权限方面，退名单是新增发债的必要而非充分条件，能否发债仍需经监管机构审批，符合产业类平台条件才能新增。

特殊再融资债、置换债发行（2024.9-11）

9月14日，贵州省财政厅公告拟于9月24日招标发行特殊再融资债。这是自上次特殊再融资债发行以来时隔近4个月的再次发行，市场认为此次发行宣告第二轮特殊再融资债的重启。10月以来，广东、新疆、江苏、湖南等28个地区披露发行特殊再融资债，用于偿还存量债务，发行总额超过2900亿元。11月以来，置换债发行或公告额度超过10000亿元。其中江苏、浙江、四川、山东等地拟发行规模较大，而12个重点化债地区的发行规模相对不大。本轮发行从区域分布来看更加均衡。

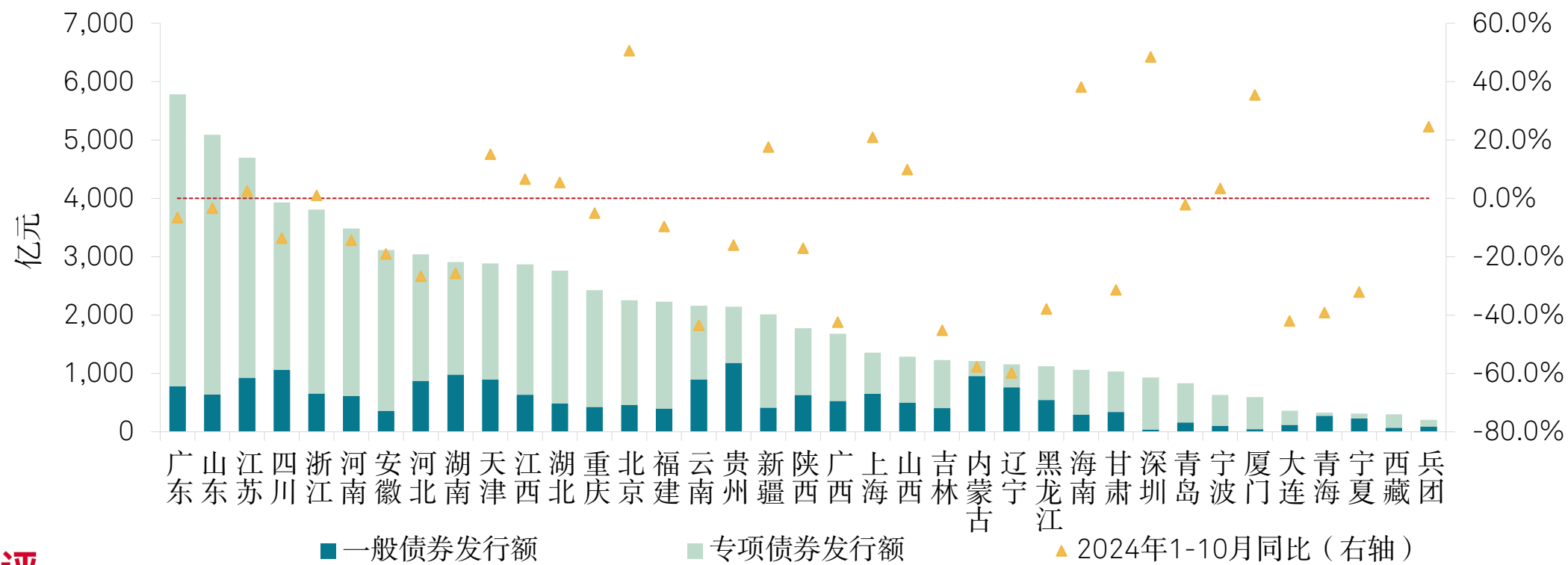
城投退平台公开征求意见（2024.9-11）

9月25日，绍兴市4家城投企业在公开平台上发布了关于退出融资平台名单的公告，并公开征求债权人意见。根据上述公告中披露的信息，此次退出名单的政策依据为“上级关于融资平台转型退出工作相关规定”，退出条件为“隐性债务已清零但经营性金融债务尚有存续，且已剥离政府融资功能、完成市场化转型的平台，征得三分之二金融债权人同意后，可申请退出融资平台名录”。同时，若债权人不同意退出融资平台，需在规定时间内提供该公司涉地方政府隐性债务、承担政府融资功能等方面的具体情况或线索，逾期未反馈视为同意。随后，江苏、湖北、福建、天津、山东、湖南等地陆续有城投企业公告拟退出融资平台并公开征求债权人意见。

“6万亿” 新增地方政府债限额下达，地方政府债券发行再提速

➤ 2024年1-11月，37个省、市、自治区及计划单列市均发行地方债券，其中北京、深圳、海南、厦门、新疆等地同比增速较快。整体来看，本年地方政府债券发行规模不及2023年，仅5月和9月当月发行规模超过去年同期。2024年8-9月，地方政府债券发行大幅提速，拉动发行规模接近去年同期；随着“6万亿”新增地方政府债务限额的下达，11月起债务发行规模将再次提速。

2024年1-11月（截至20日）各地区地方政府债券发行情况



注：1. 地方政府债券发行额系截至2024年11月20日数据，含特殊再融资债发行额。2. 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：iFinD，标普信评版权。
©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

多地披露发行再融资债券用于“置换隐性债务”

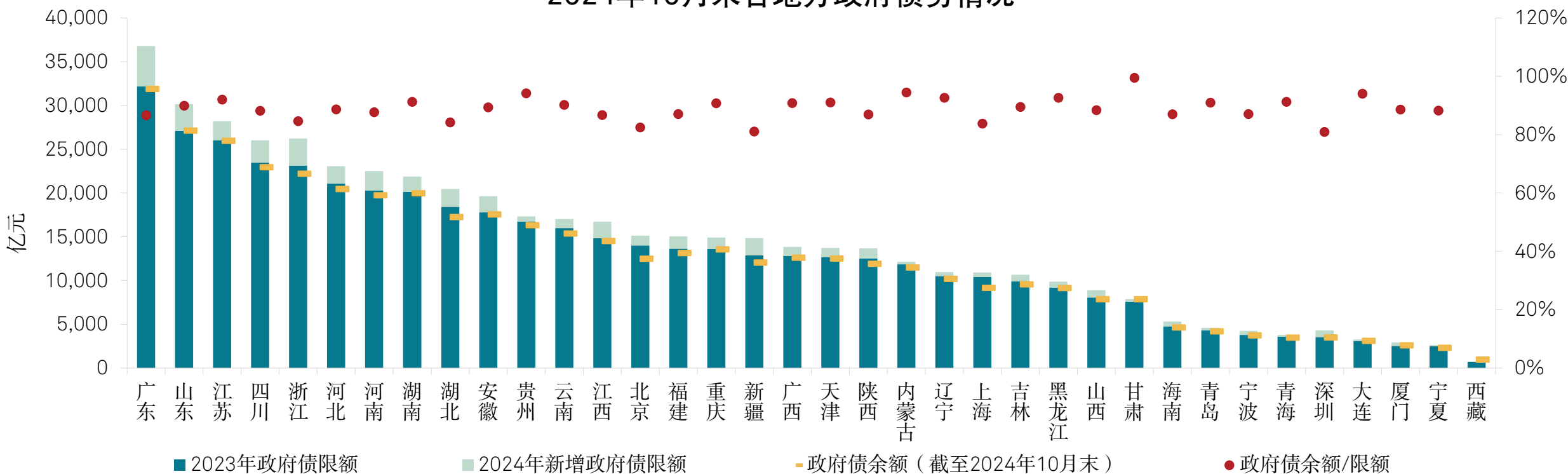
➤ 11月8日，十四届全国人大常委会表决通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》。9日，财政部将6万亿元债务限额下达各地，部分省份迅速启动发行工作。自11月12日河南披露首批“用于置换隐性债务”的再融资专项债以来，截至11月22日，包括江苏、贵州、山东等在内的16个省市陆续披露再融资专项债的发行工作，合计规模10852亿元，占2024年2万亿额度的54.26%。从募集资金表述看，均用于“置换存量隐性债务”。

区域	公布时间	计划发行规模（亿元）	债券类型	募集资金用途
河南	11月12日	318.17	再融资专项债券	置换存量隐性债务
贵州	11月14日	476.00		
	11月19日	700.00		
大连	11月14日	104.00		
青岛	11月15日	142.00		
江苏	11月15日	1200.00		
	11月22日	1311.00		
浙江	11月18日	565.00		
宁波	11月18日	249.00		
辽宁	11月19日	467.00		
湖南	11月19日	600.00		
	11月22日	688.00		
陕西	11月21日	564.00		
甘肃	11月21日	370.61		
山东	11月21日	983.32		
黑龙江	11月21日	484.00		
四川	11月22日	794.00		
河北	11月22日	281.00		
云南	11月22日	555.00		
合计		10852.11		

财政政策逆周期调节力度加大，地方政府债务限额将较大幅度增加

➤ 截至目前，本年第二批新增政府债务限额已基本分配和调整到位，广东、浙江、山东、四川等地2024年新增政府债限额规模较大。10月末，各地区债务余额距离债务限额尚有一定空间。财政部将“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”，增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，并于11月9日将6万亿元债务限额下达各地，地方政府债务限额将较大幅度增加。

2024年10月末各地方政府债务情况



标普信评
S&P Global
China Ratings

注：1. 计划单列市数据未包含在所在省及自治区中，新疆维吾尔自治区含新疆生产建设兵团。2. 根据截至2024年11月20日，各地方政府公布的最新地方政府债务限额调整情况表整理（不包含11月9日下达的6万亿元债务限额）；其中西藏、内蒙古、甘肃未披露最新新增政府债限额情况；吉林、湖南、海南、西藏、宁夏、新疆未披露10月末政府债务余额情况，用债券余额替代。

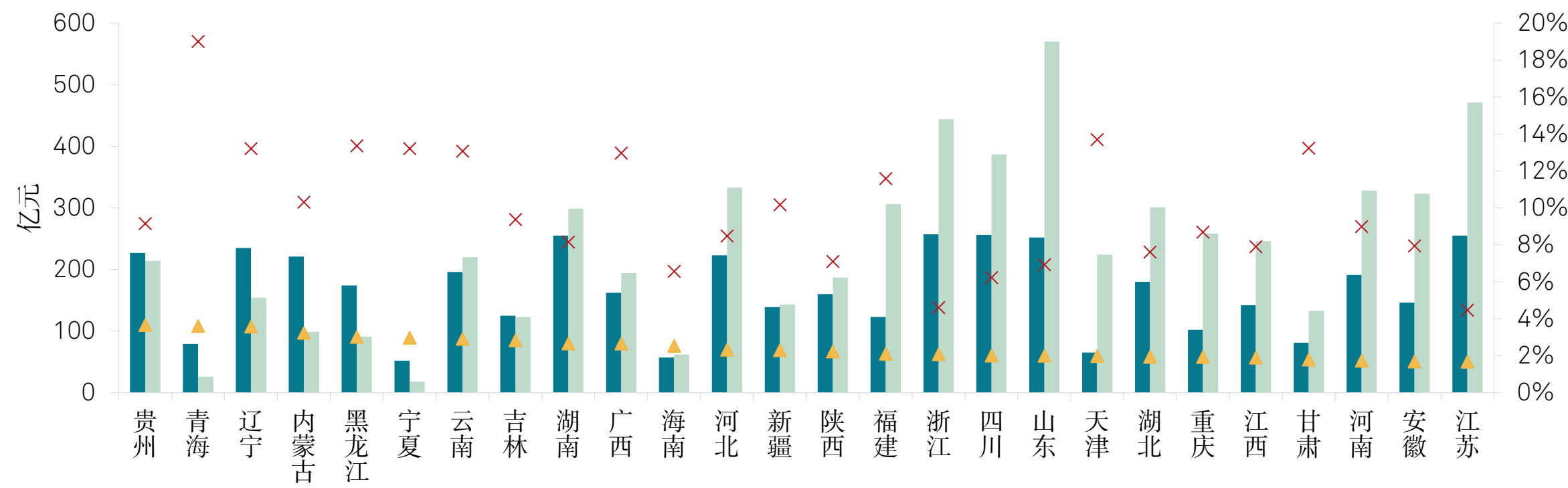
资料来源：公开资料，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方政府债务风险——部分省份债务付息压力较大

➤ 2023年，贵州、青海、辽宁、内蒙古、黑龙江、宁夏等省份（自治区）一般债务付息占一般公共预算支出比例排名靠前。青海、天津、黑龙江、辽宁、宁夏、甘肃等省份（自治区）专项债付息占政府性基金支出比例排名靠前。

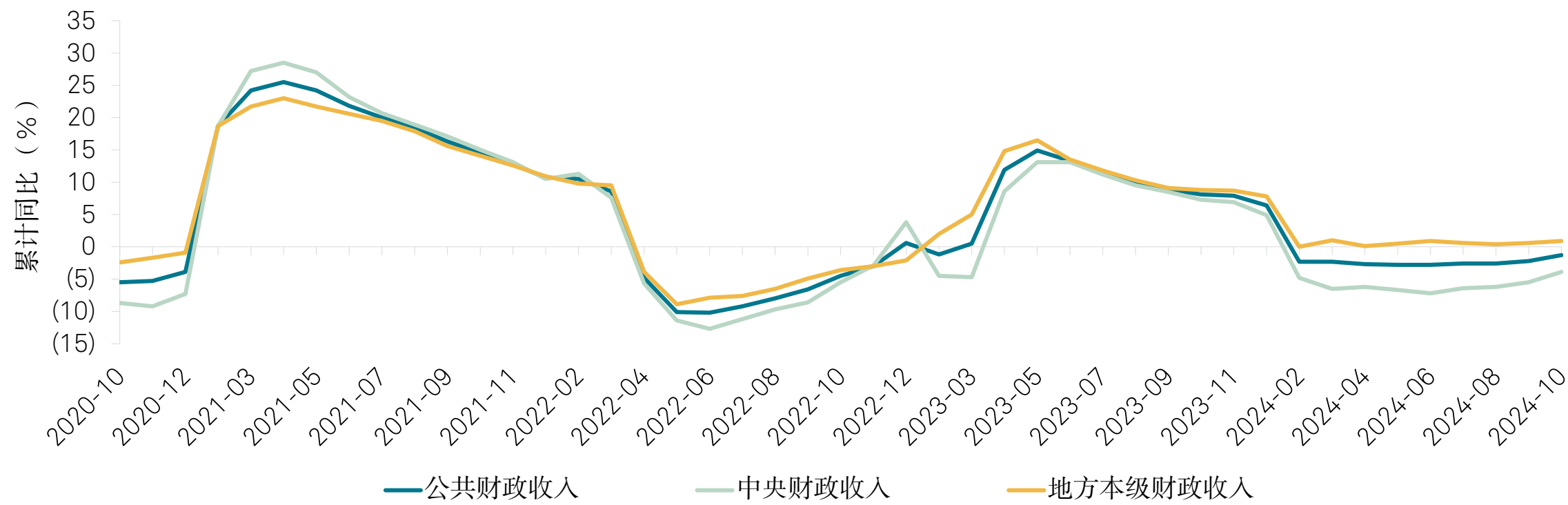
2023年地方政府债务付息与财政支出比较



财政收入同比下行

- 2024年1-10月，全国一般公共预算收入同比下降1.3%，降幅较1-9月有所收窄，税收收入下跌仍是主要的拖累因素。

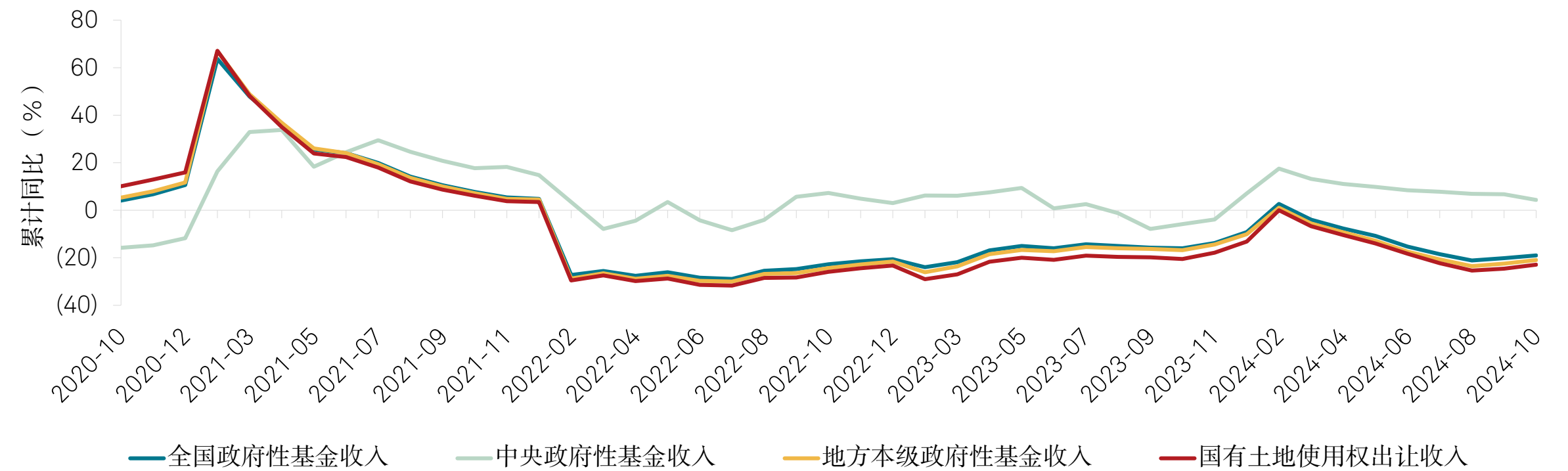
公共财政收入累计同比变化



政府性基金收入同比下行

- 2024年1-10月，全国政府性基金收入同比下降19%，地方本级政府性基金收入同比下降21%，跌幅较1-9月略有收窄，土地市场依旧承压。

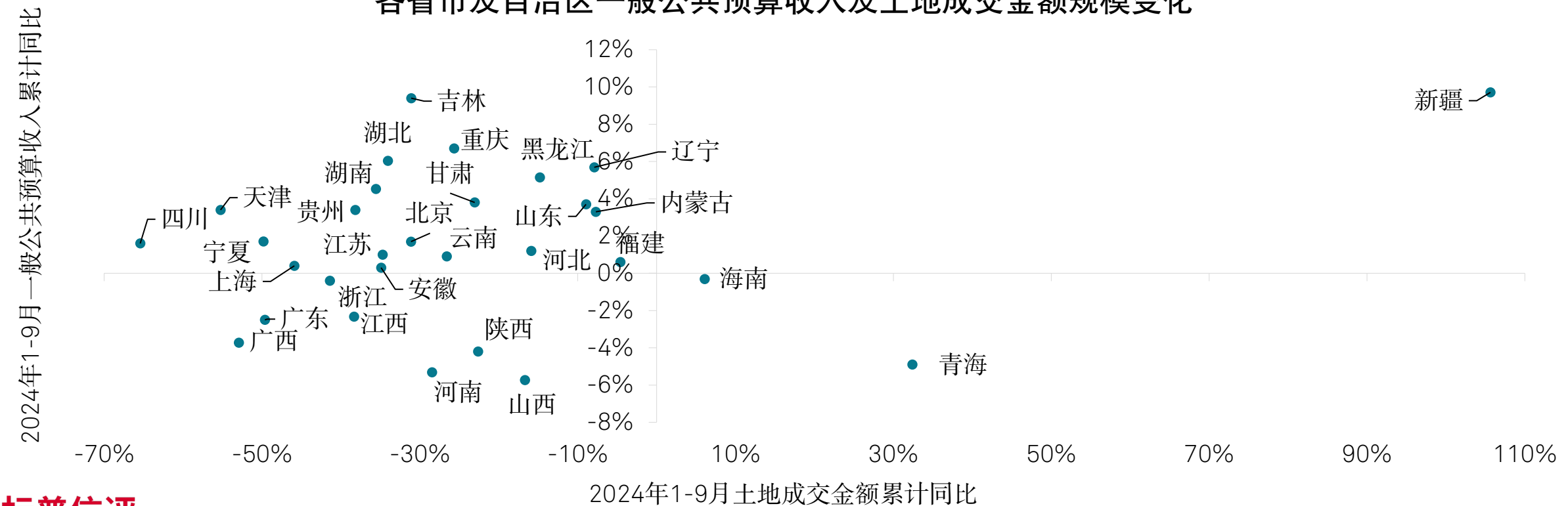
政府性基金收入累计同比变化



地方政府潜在支持能力承压

➤ 2024年1-9月，各省份一般公共预算收入增速出现分化。其中，新疆、吉林、重庆、湖北同比增速较快，主要是受非税收入大增的影响；而山西、河南、陕西跌幅较大，主要与煤炭等资源价格波动，以及区域工业企业利润承压等因素有关。土地成交金额方面，整体情况依旧不容乐观，1-9月全国土地成交总价同比下降约35%，较上半年降幅收窄，但大部分省份土地成交金额同比仍下滑明显，其中四川、天津、广西、广东、宁夏、上海、浙江等地降幅超过40%，区域财政依然承压。

各省市及自治区一般公共预算收入及土地成交金额规模变化



标普信评

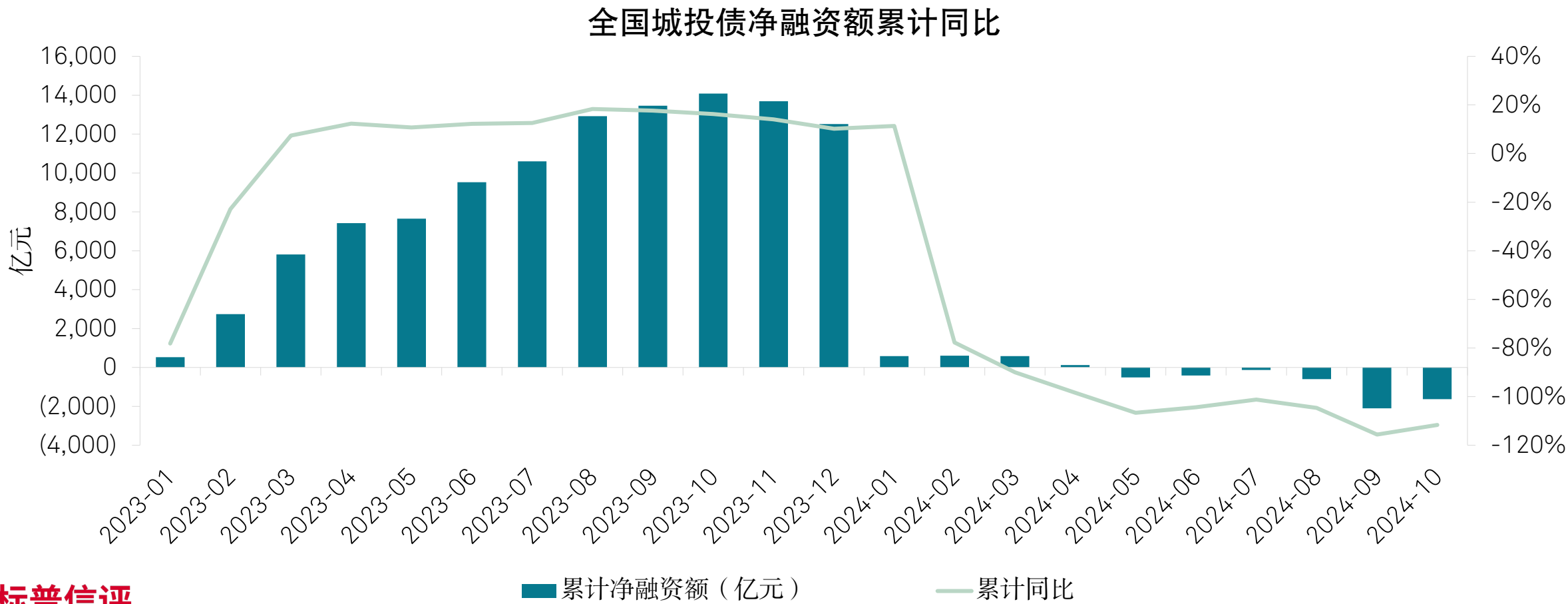
S&P Global

China Ratings

注：因数据可得原因，本图中不包含西藏自治区。
资料来源：企业预警通、各省市财政局等公开资料，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。

城投债融资仍然偏紧

➤ 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1-10月，全国城投债融资累计净流出1636亿元，规模较1-9月小幅收窄。



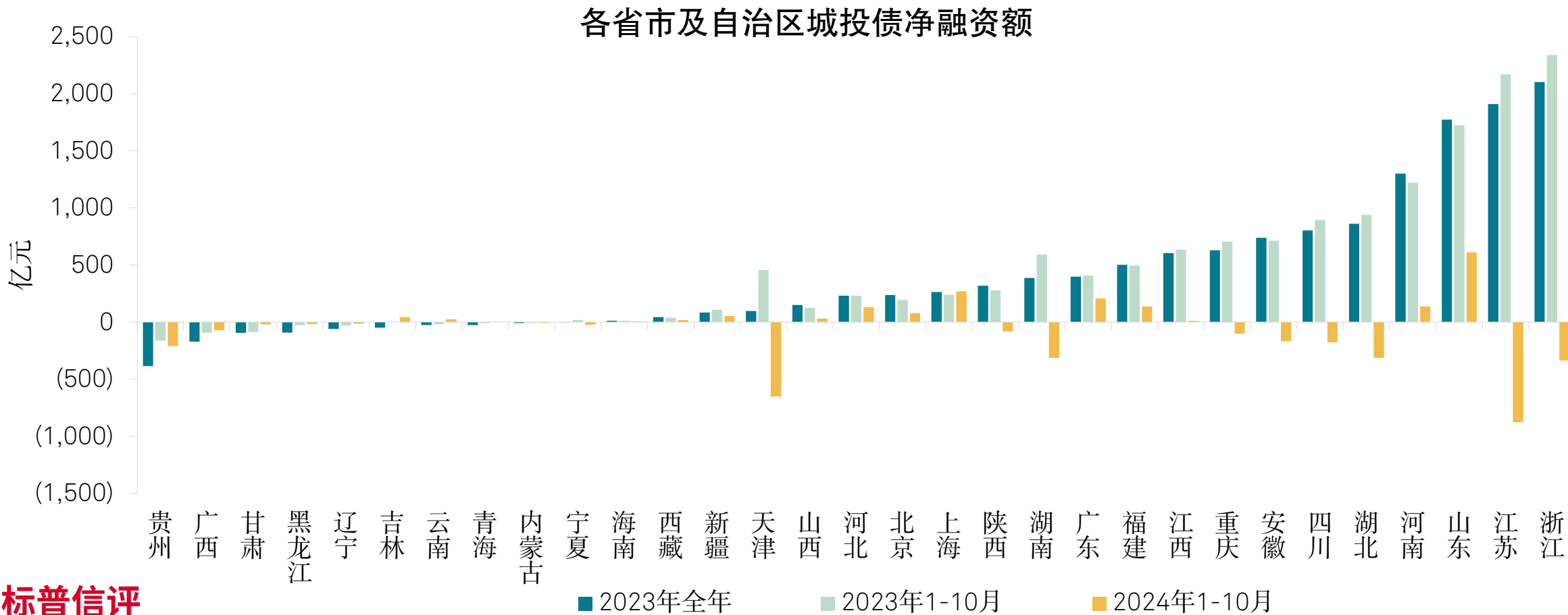
标普信评

S&P Global
China Ratings

资料来源：iFinD，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投债融资仍然偏紧

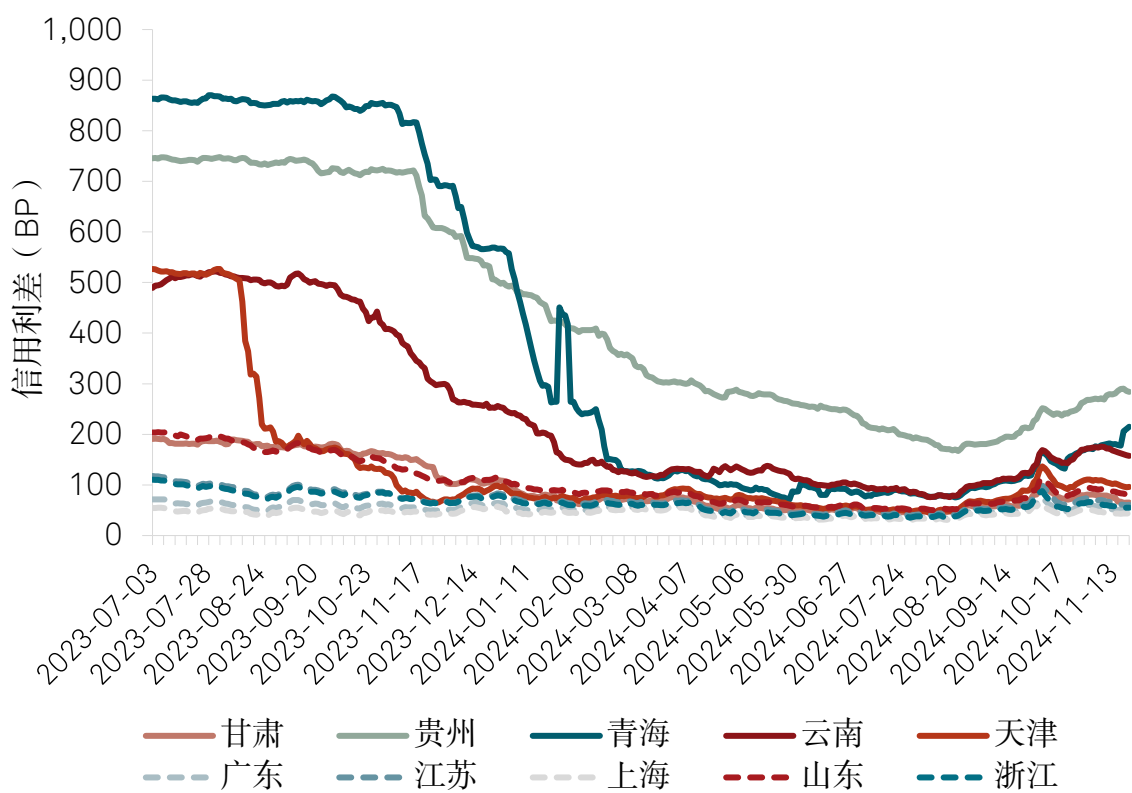
➤ 分区域来看，2024年1-10月，多数省份净融资规模同比大幅下降，其中江苏、浙江、天津、湖南、湖北、贵州等地净流出幅度明显，较发达省份及直辖市中，仅上海、山东、广东等地净流入较明显。



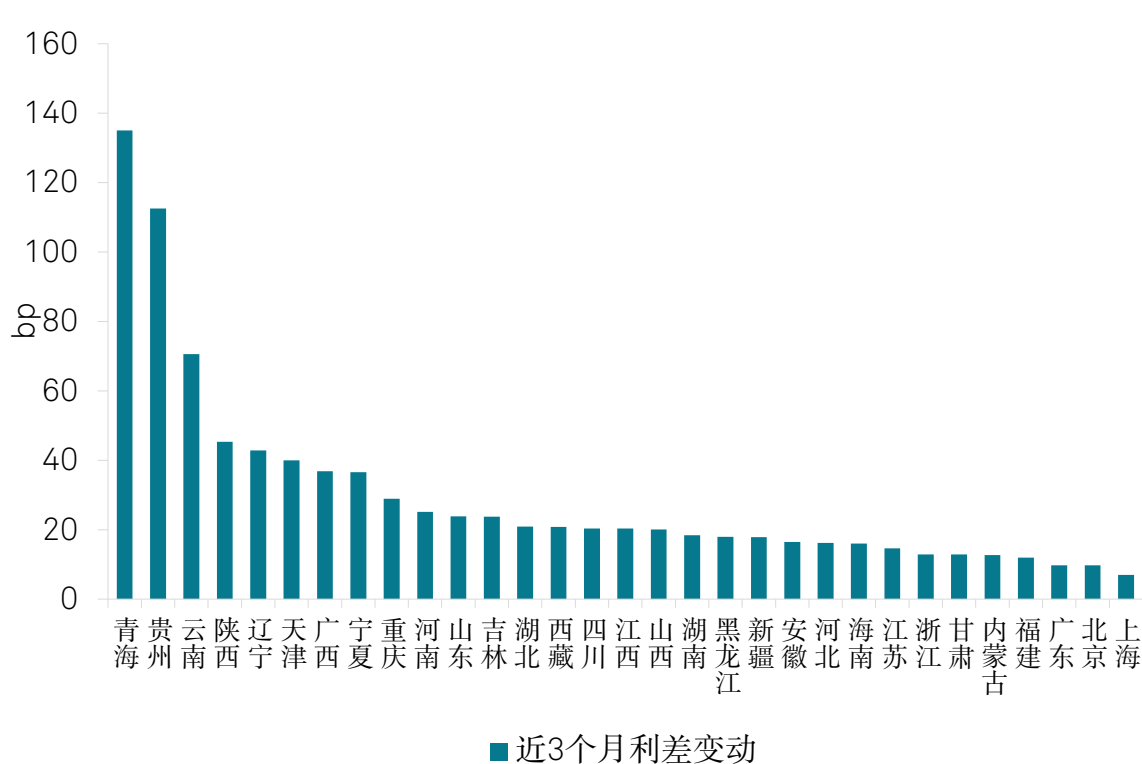
近期城投债利差有所上行

➤ 9月开始，城投债利差受到市场风险偏好影响波动较大，整体有所上行，尤其对于弱区域城投债，市场担忧加剧，但整体来看利差仍处于历史偏低水平。

部分省市城投利差变化



各地城投债利差普遍上行



标普信评
S&P Global
China Ratings

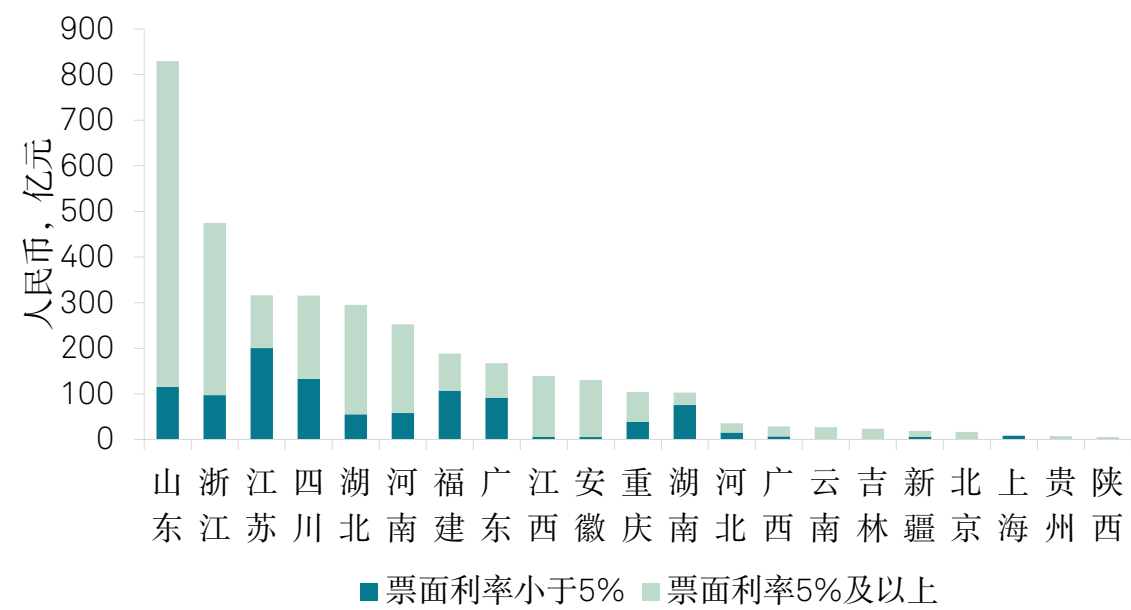
注：选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：时间点为2024年11月22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。

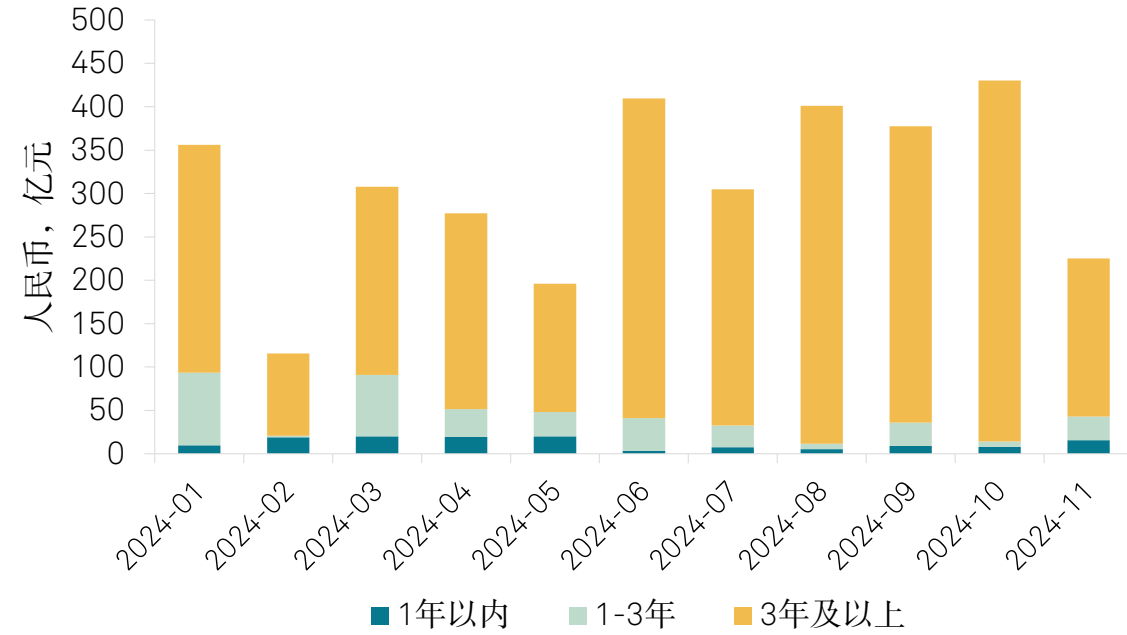
城投海外债发行票息仍较高

➤ 据DM统计，2024年1月1日至11月22日，城投企业共发行海外债券454只，发行规模合计3492亿元。从区域分布来看，主要集中在山东、浙江、江苏、四川和湖北等省份，其中山东发行数量最多。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。在化债背景下，部分城投企业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



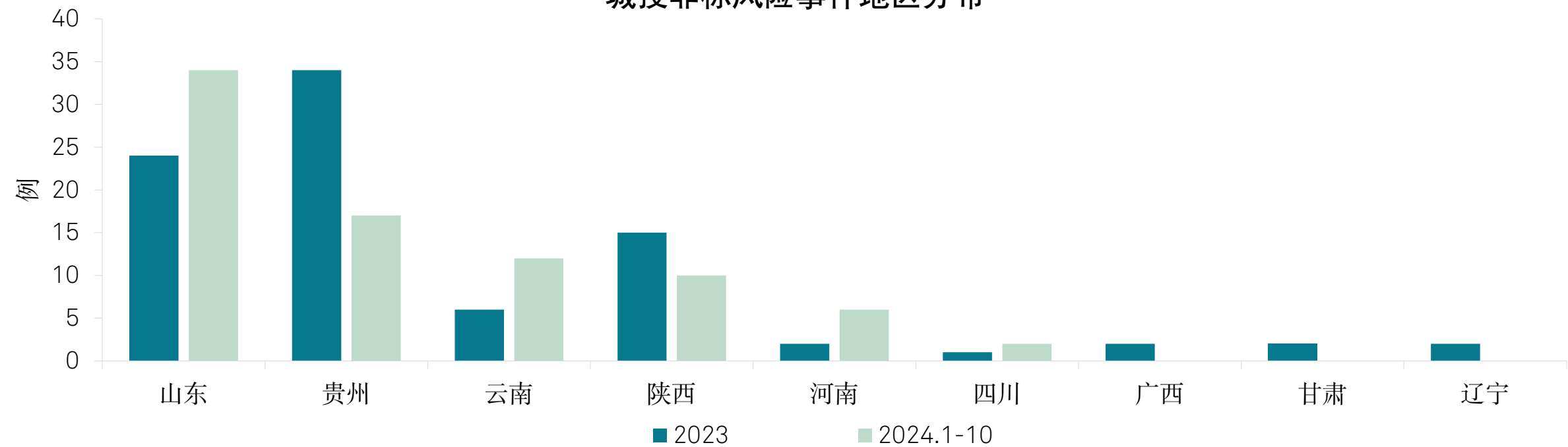
2024年1-11月城投海外债发行规模及期限分布



城投非标风险集中于山东、贵州、云南等地

➤ 非标是城投企业主要的信用风险来源。从区域分布来看，相对于之前城投非标风险暴露集中于贵州、云南等传统弱资质区域，2023年以来，非标风险逐步向山东等经济大省蔓延。2024年1-10月，城投非标风险多发于山东、贵州、云南、陕西、河南等省份。具体来看，地区呈点状分布，山东潍坊、青岛、陕西西安、云南昆明市等债务压力大的区域仍是风险高发地。

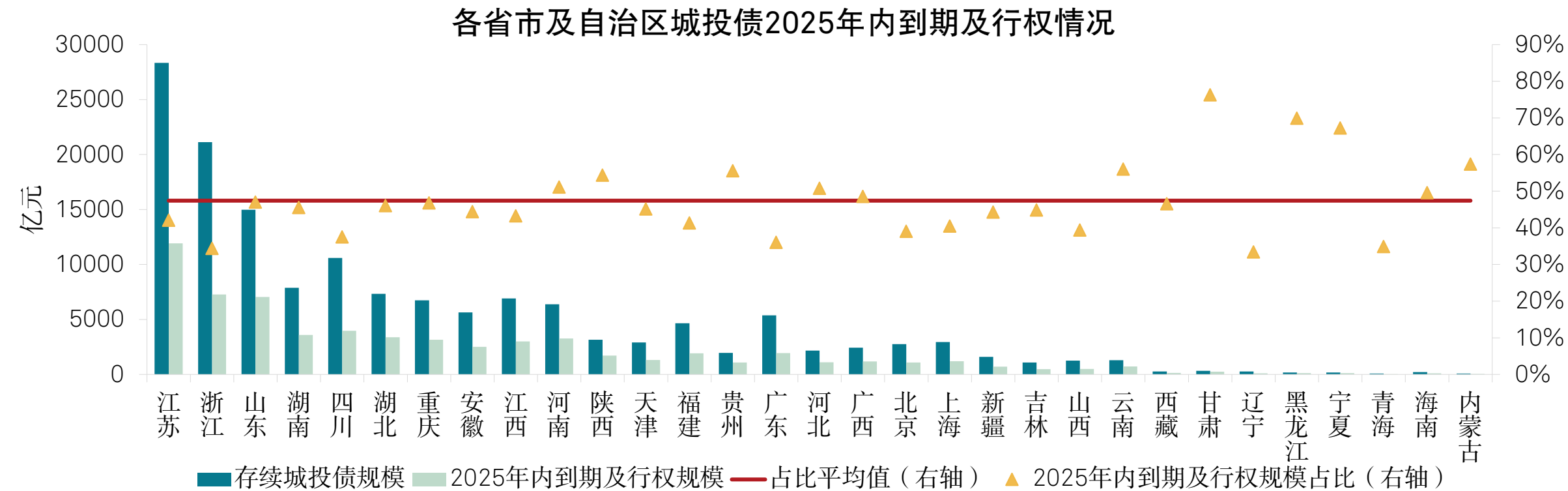
城投非标风险事件地区分布



注：1. 统计口径包括融资人或担保人为城投企业的非标风险事件。2. 以披露时间统计，或存在一定时间滞后。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投流动性压力紧张的局面或将有所缓解

- 2025年，城投债到期或行权规模较大，占存续债比重接近50%。其中，甘肃、黑龙江、宁夏、内蒙古、云南及贵州等地的城投债在2025年内偿付压力较大。
- 2025年，在“10万亿”债务置换的支持下，我们认为城投流动性将有所缓解，短期城投债的安全性将进一步提升，非标等风险事件或将有所减少。



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

邓灵

北京

+86-10-6516 6054

Ling.deng@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。