

# 惠誉博华 2023 年城投企业信用展望： 履霜坚冰至，前路在何方

惠誉博华对 2023 年中国城投企业展望为“稳定趋弱”。

2022 年城投债融资规模整体下行，区域及主体间净融资额分化加剧；政府性基金收入骤减，部分地方政府财政运行艰难踟蹰。

惠誉博华分别就 2023 年城投企业相关融资政策、信用质量、转型与整合以及化债思路做出分析。2023 年城投债到期规模持续处于高位，城投企业相关融资政策将维持偏紧基调，但重点区域化债仍将得到有力支持。惠誉博华认为，2023 年城投企业信用质量将愈加分化，信用风险事件时有发生，“城投信仰”面临“结构化”。此外，城投企业整合升级将持续，转型将逐渐精细化；城投企业信用质量仍以政府支持为主要影响因素，但信用分析逻辑将与时俱进。

贵州、云南、重庆分别给出了城投企业化债的三种实际方案，但鉴于目前城投债存量庞大，且各城投企业的债务结构、投资者性质、当地金融资源、政策支持等因素都不尽相同，惠誉博华认为，2023 年更多城市将有实质性的化债行动，但城投企业化债仍将呈现“一城一策”的结果，难以完全复制前人做法。

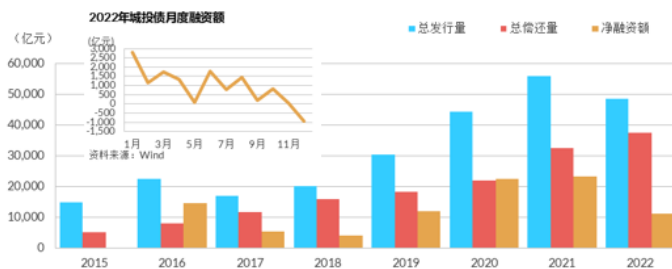
惠誉博华

## 城投企业 2022 年回顾：履霜坚冰至

### 2022 年城投债融资规模缩水，区域及主体间净融资额分化加剧

在坚持隐性债务“遏增量，化存量”背景下，财政部加大对隐性债务问责力度，加之城投债发行审核端较为严格，2022 年城投企业融资政策持续偏紧，城投债发行量明显缩水。2022 年城投债总体发行 4.9 万亿元，同比降幅超过 16%。发行缩量叠加前几年融资政策宽松周期累积的债务进入集中到期阶段，2022 年城投债净融资额显著下行，全年净融资额为 1.1 万亿，同比锐减 53%。

城投债年度发行及净融资额走势



资料来源：Wind，惠誉博华

## 相关报告

- 房企流动性乍暖还寒 土拍遇冷致地方偿债能力再分化（2022.03）
- 运用惠誉博华政府相关企业评估方法论透视中国公共融资平台信用风险（2022.05）
- 公共融资平台信用风险透视（系列报告）：城市基础设施建设投资 & 交通基础设施 & 国有资本投资运营公司（2022.07）

## 分析师

周纹羽 (CPA; CPA, CGA(Canada))  
+86 (10) 5663 3872  
wenyu.zhou@fitchbohua.com

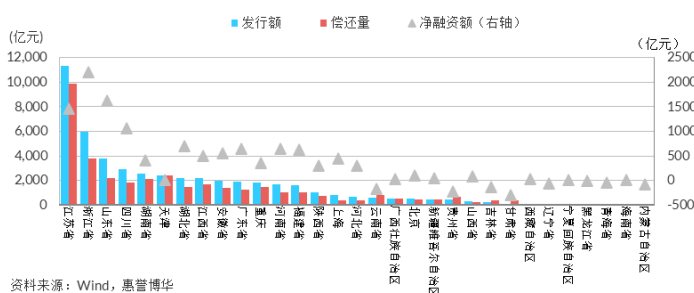
王兴萍 (CPA)  
+86 (10) 5665 3871  
xingping.wang@fitchbohua.com

## 媒体联系人

李林  
+86 10 5957 0964  
jack.li@thefitchgroup.com

从结构上看，2022 年不同区域间、不同层级间城投企业融资情况分化愈发严重。分省份来看，财政实力偏弱、债务负担较重的西部省份和东北地区融资额呈现净偿还，凸显其融资难度大、市场认可度低。作为城投债发行主力的江苏、浙江两省，虽然发行总量领先于其他省份，但发行额和净融资额同比收缩严重，主要源自省内低层级平台融资显著收缩或受限。

2022 年各省城投债发行情况



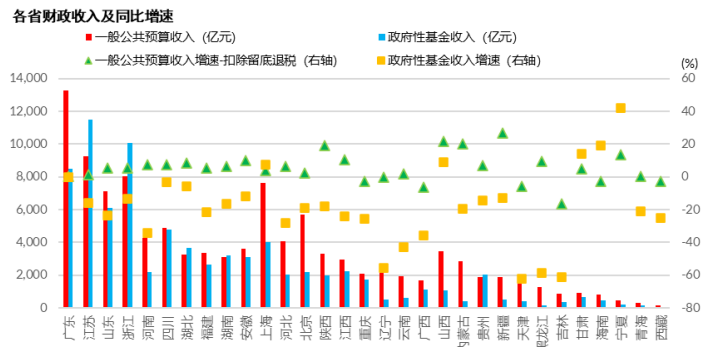
资料来源：Wind，惠誉博华

注：图中甘肃省及其他右侧省份均为发行额小于 100 亿元，因规模较小未能清晰显示。

### 2022 年政府性基金收入骤减，部分地方政府财政运行艰难

2022 年全国一般公共预算收入按自然口径计算与上年同比上升 0.6%，扣除留底退税因素后增长 9%，但 2022 年政府性基金预算收入显著承压，同比下降 20.6%。土地出让收入作为政府性基金收入的重要组成部分，其占比一直维持在 80%-90%左右。2022 年全年土地出让收入同比下降 23.3%。分省来看，全国仅有上海、山西、海南等五个省份政府性基金预算收入实现了正增长，云南、天津、黑龙江等地同比降幅超过了 40%，各省政府性基金预算收入走势分化严峻。

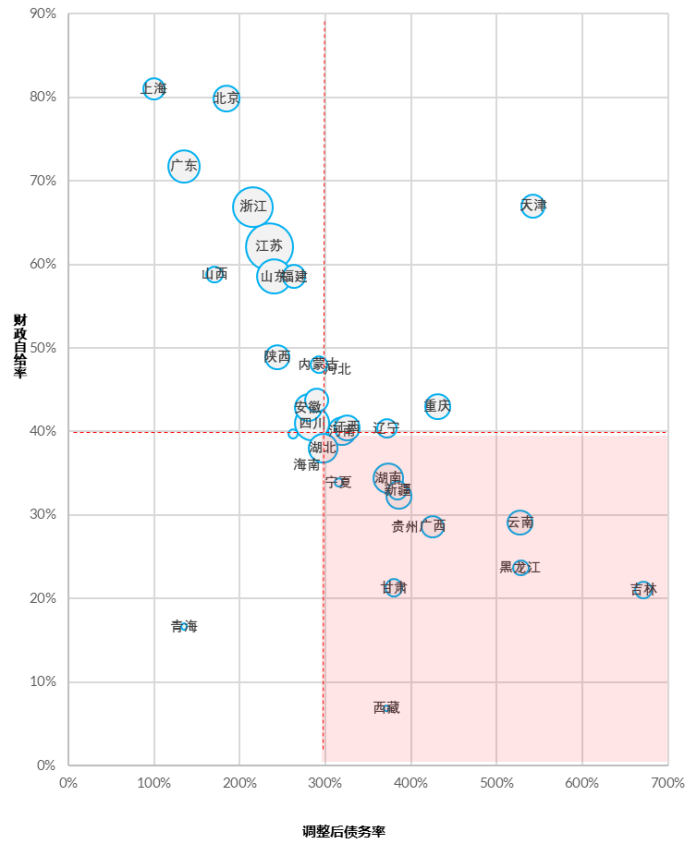
在力度空前的稳地产政策措施合力发挥积极效应下，预计年中时分房地产市场有望触底企稳，逐步回暖，但传导至土地市场仍需一定时间。2023 年预期土地市场难以迅速升温，且各层级城市间收入将持续呈现分化状态。



2022 年以来地方政府财政收入明显承压，加之 2021 年下半年以来城投融资政策端持续偏紧，信用瑕疵事件时有发生，市场对城投债是否将出现实质性违约的担忧也越发浓烈。从地方政府信用实力的分析框架来看，地方财政实力和债务负担等因素的综合表现决定着其对当地城投企业的支持能力。我国经济已逐渐从高速发展迈向高质量发展阶段，固定资产投资带来的收益也呈现边际递减趋势。在这样的环境下，应更加重视地方政府的现金流收支分析，即将地方政府财政收支的平衡与增长作为较 GDP 更重要的考量因素。

惠誉博华将各省份财政自给率（纵轴）及调整债务率（横轴）作为参考指标，观察各省份的财政表现和债务负担。下图红色阴影部分为处于财政自给率偏弱但债务负担重的区域，对债务上升或收入下降的变动较为敏感。

各省财政表现与债务负担



惠誉博华关注到，财政部 2023 年 1 月公布 2022 年地方政府债券支付利息超过 1 万亿元，同比 2021 年增长 20.8%。地方政府债券利息快速增长体现了新预算法实施后，“开前门”逐渐完善，地方政府债务快速累积；但由于地方债利息只能用财政资金来偿还，部分地区的财政支出压力进一步增加。此外，地方政府专项债加速发行，加之土地收入下降，部分低层级的政府可能面临债务付息支出占比超过 10%的“红线”，被动触发财政重整<sup>1</sup>。财政重整虽然是市县层面政府化解债务风险的一项应急响应手段，但因我国公开案例较少，财政重整易引起舆论关注，影响相关市县的正常融资行为。

惠誉博华关注到，财政部 2023 年 1 月公布 2022 年地方政府债券支付利息超过 1 万亿元，同比 2021 年增长 20.8%。地方政府债券利息快速增长体现了新预算法实施后，“开前门”逐渐完善，地方政府债务快速累积；但由于地方债利息只能用财政资金来偿还，部分地区的财政支出压力进一步增加。此外，地方政府专项债加速发行，加之土地收入下降，部分低层级的政府可能面临债务付息支出占比超过 10%的“红线”，被动触发财政重整<sup>1</sup>。财政重整虽然是市县层面政府化解债务风险的一项应急响应手段，但因我国公开案例较少，财政重整易引起舆论关注，影响相关市县的正常融资行为。

<sup>1</sup> 2016 年国务院发布《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函〔2016〕88 号），指出需进行财政重整的两种情况：1) “市县债务管理领导小组或债务应急领导小组认为确有必要时，可以启动

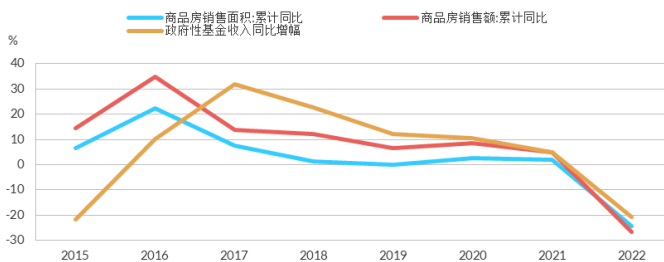
财政重整计划。” 2) 市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。”

## 2023 年城投企业信用展望：前路在何方

**政策之路：2023 年城投债到期规模持续处于高位；城投企业相关融资政策将维持偏紧基调，但重点区域化债仍将得到有力支持**

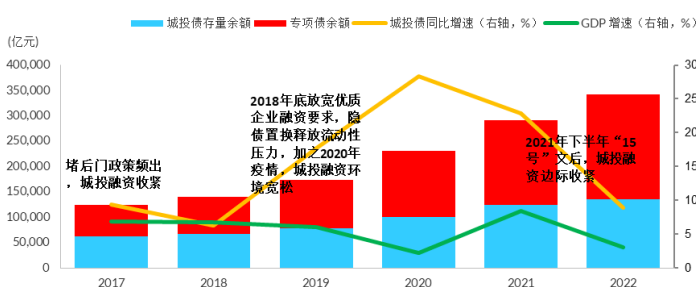
2023 年城投债到期压力依然较大，到期规模超过 3 万亿元。年内到期规模以江苏、浙江为首，各省间分化明显，且到期压力排名靠前的城投企业皆为省内债务到期“巨无霸”，集中度较高，易引发债务风险。一些财政持续较弱的省份虽然整体到期压力不大，但因近年呈净偿还趋势，在融资趋严的环境下仍将有较大再融资和偿还压力，须关注尾部风险事件。

商品房销售与政府性基金收入变动

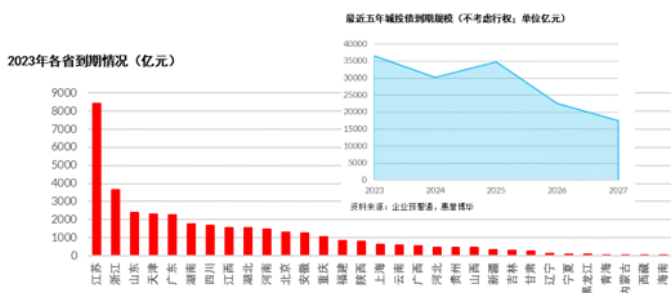


资料来源：Wind，企业预警通，惠誉博华

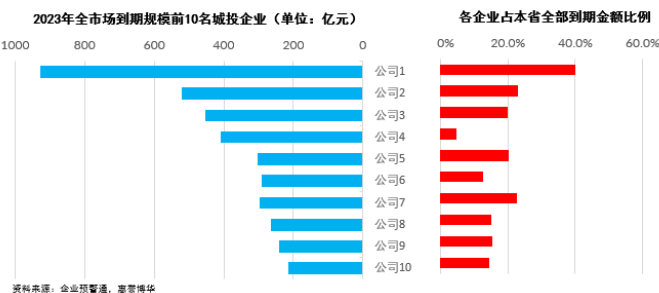
近年城投债余额情况及同比增速



资料来源：Wind，惠誉博华



资料来源：企业预警通，惠誉博华



资料来源：企业预警通，惠誉博华

从以往地方政府性基金收入和城投债的变动走势来看，政府性基金收入易受到土地拍卖收入和房地产行业的影响，但城投债发行波动主要受城投融资政策的影响。2021 年之前，由于城投企业的投资活动具备一定“逆周期”特征，城投债融资与经济增速走势有背离趋势。2021 年下半年以来，房地产行业持续低迷，新冠疫情不断反复导致经济下行，地方政府财政压力陡增，虽然基础设施投资仍有逆周期特征，但城投债务也处于高位，中央政府对隐性债务“遏增化存”的力度并未动摇，城投企业融资边际收紧，城投债并未成为对冲经济下行的重要工具，而由地方政府专项债担当此重任。

财政部公开表示中央不救助原则，“谁家的孩子谁抱”，隐性债务化解的主要责任仍然由地方政府承担。多地 2023 年政府工作报告指出今年不新增隐性债务和有序化解存量隐性债务仍将持续；山东、云南、陕西等省份在报告中对债务预警也给予了充分重视。2023 年 2 月，《求是》发表重要文章《当前经济工作的几个重大问题》，强调要“稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量”、“加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型”。全域无隐性债务试点省份中，北京、广东已宣布完成。由于隐性债务在 2028 年前要求完成化解工作，未来可能有更多省份被纳入试点。“守住不发生系统性风险底线”以及严控隐性债务将是城投企业相关监管政策的长期基调。

虽然城投企业融资政策整体偏紧，惠誉博华认为，重点区域化债仍将得到有力支持。2022 年财政部针对具体省份出台了定向债务化解支持文件<sup>2</sup>，贵州省下辖城投公司遵义道桥于 2022 年 12 月落地银行贷款的债务重组。2023 年 2 月，银保监会发文要求银行业保险业贯彻落实《国务院关于支持山东深化新旧动能转换绿色低碳高质量发展的意见》实施意见（银保监办发〔2023〕11 号），指出要防范化解重大金融风险、建立健全风险监测预警体系等，以及积极配合化解地方政府债务风险。相关文件的出台从政策面对城投债化解进行顶层支持，银行等金融机构未来的配合协商程度可能更高。2023 年多地预算报告提及风险缓释或债务缓释政策，实质性的化债支持措施很可能将延伸至其他省份或市县。

<sup>2</sup> 2022 年 9 月，财政部《关于支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114 号）；2022 年 11 月，财政部《关于贯彻落实的实施意见》（财预〔2022〕137 号）

## 信仰之路：部分地区信用风险事件层见叠出，2023 年城投企业信用质量将愈加分化，“城投信仰”面临“结构化”

2022 年城投企业信用风险事件主要集中于财政收入排名殿后的贵州、云南、甘肃等西部地区，涉事企业普遍具有流动性压力大，资产投入回报率低，且可能存在债务风险管理不善的特征。城投企业信用风险事件既有非标违约，债券“技术性违约”，也有银行贷款逾期、票据违约等，信用瑕疵事件的背后正是地方政府支持能力分化的体现，凸显涉事企业及相关支持政府持续的流动性压力与偿付能力不足窘境。

受信用瑕疵事件困扰的各地地方政府大多数仍积极应对，如遵义道桥的银行贷款重组方案、云南康旅集团提前偿付债券、兰州城投及时兑付避免实质性违约。针对贵州、山东地区，中央政府也专门出台了针对性文件，给予政策关注，鼓励其稳妥应对债务风险，积极化解隐性债务。从上述情况来看，当前地方政府对区域内平台的支持意愿仍然强烈。

表：2022 年城投企业主要信用瑕疵事件

时间	事件	说明
2022 年全年	贵州、云南、甘肃、河南、陕西等城投平台非标违约共二十余只（不含担保）；多只发债城投平台涉商票持续逾期，主要分布在山东、贵州等区域。	非标风险事件分布省份数量同比 2021 年有所上升。
2022 年 8 月 29 日	兰州城投“技术性违约”	当晚大额付款通道开通后付款，未构成实质性违约。
2022 年 12 月 30 日	遵义道桥建设（集团）有限公司披露银行贷款重组方案	遵义道桥建设（集团）有限公司与银行达成如下协议：155.94 亿元贷款重组后年利率 3%-4.5%，期限 20 年，前十年仅付息，后十年分期还本。

注：因非标产品公开信息有限，可能存在统计不全

资料来源：公开资料整理，惠誉博华

财政吃紧以及城投债到期高峰叠加净融资下滑压力将导致市场预期的变化，加之地方政府对城投企业支持的分化，将引致城投企业个体信用表现加剧分化。未来区域财政实力、可调用的金融资源、地方政府对债务的风险管控及协调能力等一系列对城投企业有实质性支持的能力要素将被更为重视。在区域内承担政府相关优质项目的城投企业仍有望获得重点支持，但综合实力偏弱的城投企业再融资难度将进一步加剧。2022 年 6 月，国务院办公厅发布“国发 20 号文”，提出将防范化解地方债务风险的事权归为省级，“坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责”，且中央及各级地方政府多次重申“守住不发生系统性风险”、“压实省级政府防范化解隐性债务主体责任”等偿债意愿。但财政承压、土地收入持续下行、债务负担重、短期偿债压力大且债务风险管理不到位的城投主体，发生风险事件的概率将增加。且虽然市场已对尾部城投风险暴露有所预期，仍需警惕尾部城投的风险事件外溢对系统的冲击，以及非传统“网红”企业超预期发生风险导致的连锁负面反应。

目前城投企业债务违约或重组事件多集中在非标和银行贷款，公开债券已有多家企业不同场景下表态“刚兑”意愿，在偿债压

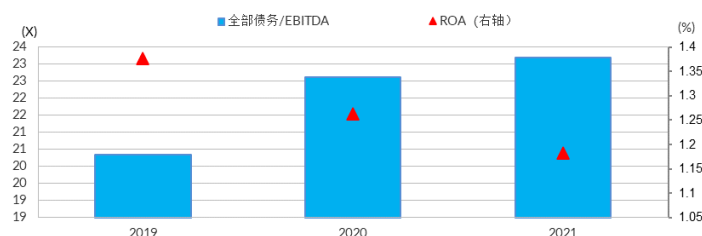
力较大的情况下，“城投信仰”面临针对不同债务类型的结构化选择，即城投企业可能会优先选择“刚兑”其所持有的公开发行业债券。其原因可能为公开债券投资人较分散，违约后涉及面广、影响力大，且容易造成同区域或相似区域的风险扩散，引发系统性风险，在以省为第一责任人的债务风险防范思路下，易超出各级政府的协调能力。而银行贷款和非标债务私募属性强，涉及机构数量有限，可商谈力度大。但无论是哪种类型的信用瑕疵，违约企业都将不得不承受未来融资渠道受限以及债券高估值的风险，其信用质量将显著恶化。此外，债务重组与展期还将引致交易对手方承压，倘若城投企业现金流持续弱化或当地经济发展不及预期，可能导致金融机构尤其是地方性金融机构的风险进一步提升。惠誉博华认为，结构化的城投信仰可能导致市场对城投企业的风险认知产生歧义，尾部城投对公开债券的兑付失败或将引发不可预期的蝴蝶效应。

## 转型之路：2023 年城投企业整合升级将持续，转型逐渐精细化；城投企业信用质量仍以政府支持为主要影响因素，但信用分析逻辑将与时俱进

城投企业整合和转型是近年市场持续关注的热点，地方政府逐渐引导和加强区域内城投企业的整合和改革行动。目前城投企业整合主要是地方政府通过协调区域内资产和股权的划入划出，完成企业资产和收入规模的升级，甘肃、江西等省份已陆续开展整合升级的工作。整合的优势是扩大规模、降低融资成本，但如原企业整合后仍各自为政，无法在管理和业务上有效整合，反而会造成无效竞争以及资源浪费。

城投企业亦在尝试转型，在承做传统的土地开发整理和城市基础设施建设业务之外，根据自身依托的资源开展商业化房地产、贸易、公用事业、实业投资等一系列市场化业务。惠誉博华预期 2023 年及以后年度城投企业转型将更加精细化，地方政府或将推进城投企业的分类型转型，使其转型后的业务更加有竞争力。但城投企业近三年 ROA 逐年下降，债务对 EBITDA 覆盖倍数持续上升，绝大多数企业中短期内难以通过内生增长偿还存量债务，故其在债务滚续和偿还方面，仍将高度依赖市场再融资和当地政府支持。如部分城投企业在转型后因市场化业务大幅增加，导致地方政府对其定位发生变化，削弱其支持意愿，但自身竞争力有限，又背负着转型前沉重的债务负担，可能产生较大的信用风险。

2019-2021 年城投企业相关指标中位数



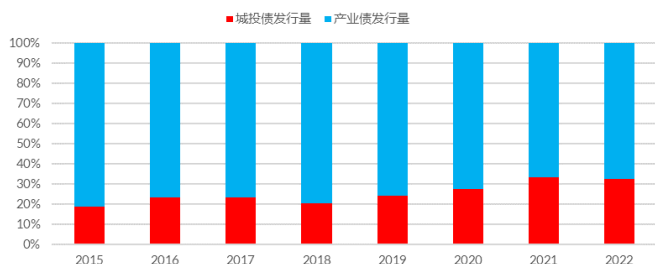
资料来源：Wind，惠誉博华

注：统计按 Wind 城投债口径，未剔除母子公司

惠誉博华同时关注到，部分城投企业已涉足产业投资类业务。由于城投企业背后有隐性的政府支持，城投企业所占有的金融资源相对其他类型的企业有一定的“挤出”效应，即其更有可能获得商业银行的青睐及低成本的资金。城投企业投资有引导产业发展

方向的功能，既可发挥其低成本资金优势，还有利于产业发展，但亦须警惕近年来因激进投资或风控意识不足导致的损失和无效纾困。

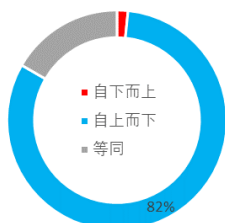
城投债及产业债发行情况



资料来源: Wind, 惠誉博华

惠誉博华 2022 年 5 月报告《运用惠誉博华政府相关企业评估方法论透视中国公共融资平台信用风险》中对 186 家城投样本企业获得的政府支持进行打分，其中有八成以上的样本可获得根据地方政府区域风险状况“自上而下”的信用调整，可见城投企业的偿还债务的能力和信用质量大多取决于政府支持的能力和意愿。在“开前门，堵后门”的政策持续作用下，地方政府高度依赖城投企业融资的模式将逐渐被打破，城投企业的市场定位也在逐渐发生变化，其未来信用质量评估的分析逻辑也将从传统意义上的注重地方政府的支持，转变为更加看重其自身的经营状况、盈利能力、偿债能力等个体实力分析框架。

惠誉博华城投企业样本企业获得政府支持情况分布



资料来源: 惠誉博华报告《运用惠誉博华政府相关企业评估方法论透视中国公共融资平台信用风险》

## 化债之路：公开债保“刚兑”意愿强烈，化债模式一“城”一策

尽管部分区域城投企业已现非标违约或其他债务重组，但多数仍得到有效解决，且中央政府也出台了相关化债支持文件，体现了政策面“保”的主动作为。2023 年城投债将迎来到期高峰，地方政府在土地收入大幅下降，城投融资政策难再宽松的情况下，以及牢牢守住不发生系统风险的前提下，会如何选择化解债务风险？惠誉博华总结了 2022 年三家企业和其支持政府针对各自债务做出的不同化债选择。

<sup>3</sup> 2022 年 1 月，国务院《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》（国发【2022】2 号）；2022 年 8 月，财政部《支持贵州

## 城投企业化债模式(概念图)

### 情景一，重庆模式

城投转型产业类国企，  
2022 年上半年申请重整

### 情景二，云南模式

云南康旅提前兑付所有存  
续债券

### 情景三，贵州模式

遵义道桥建设（集团）有限公司  
银行贷款重组

资料来源: 惠誉博华

## 重庆能投破产重整

惠誉博华 2022 年 7 月报告《公共融资平台信用风险透视：城市基础设施建设投资》详述了重庆市能源投资集团有限公司（重庆能投）破产重整历程。从重庆能投所属行业上看，其 2012 年前后就已被市场认定为产业类国有企业，脱离了多年前的城投定位。财务和市场舆情方面，公司盈利能力低下，且 2021 年陆续爆出银行票据、信用证等违约。重庆能投提交破产重整前已提前兑付公开债券，该事件也并未对区域内其他国有企业和城投企业融资形成显著冲击，说明投资者对其市场化的处置结果有一定预期。

## 云南康旅提前兑付所有公开存续债券

2020 年 11 月，云南省城市建设投资集团有限公司更名为“云南省康旅控股集团有限公司”（云南康旅）。更名后的云南康旅并无新发行公开债券，存续债券均为原云南城投发行。

2022 年 9 月，云南康旅公告提前兑付了所有公开存续债券，债券规模约为 86.5 亿元。在此之前，云南康旅负债率较高且经营连续亏损，市场有舆情担心其债券违约；云南康旅兑付后又有关于其后续重组的讨论。云南康旅也说明并不会重组，此次债券提前兑付为“通过市场化方式对债务结构进行优化”。

## 遵义道桥银行贷款重组

自 2018 年起，贵州省部分地市非标违约频发，城投债务风险逐年累积。以往贵州风险事件的化解措施主要有设立应急资金池、协调当地其他国有企业资源、召开恳谈会重塑投资者信心等。

2022 年，国务院和财政部相继发文<sup>3</sup>提及贵州债务问题，反复声明要按照市场化、法治化原则，适当条件下可与金融机构协商以采取展期、债务重组等方式维持资金周转问题。2022 年 12 月 30 日，遵义道桥建设（集团）有限公司（遵义道桥）披露公告，将 155.94 亿元银行贷款进行债务重组，重组后贷款期限为 20 年，利率 3%-4.5%/年，前十年仅付息，后十年分期还本。重组公告明确

加快提升财政治理能 力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预【2022】114 号文）

“不涉及公开市场债券”。2023年1月，遵义道桥召开生产经营大会，强调抓好债券刚兑，防爆雷，公开债保“刚兑”意愿强烈。

财政部2018年提出六项隐性债务化解方式，包括资金处置、转经营性债务、债务重组和破产清算等，各类化债方式具备一定的通用性和可行性，对各地方政府和城投公司在化债操作层面给予了一定政策指导。各地在面对债务问题时，也陆续落地了实质性的化债方案，除运用上述六大化债方式外，部分地方政府还加强了与金融机构的合作，如成立信用保障基金等稳定市场信心。2022年，贵州、云南、重庆分别给出了城投企业化债的三种实际方案。其中，重庆能源转型时间已久，申请破产时投资者已经认可其为产业化国有企业而非城投企业。上述三个企业都提前偿还或明确表明其对城投公开债券的兑付态度。但鉴于目前城投债存量仍然较大，且各城投企业的债务结构、投资者性质、当地金融资源、政策支持等因素都不尽相同，惠誉博华认为，2023年更多城市将有实质性的化债行动，但城投企业化债仍将呈现一“城”一策的结果，难以完全复制前人的做法。

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。