

地方政府与公用事业篇

摘要

2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长预期仍在。预计城投债市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管或将延续扶优限劣的思路。

近年来城投公司资产及净资产快速增长，但盈利能力与资产质量未有明显改善，城投转型多停留在形式整合；随着监管政策变化、土地市场低迷及经济下行压力加大，城投传统投资模式已难以延续，未来需通过资产、业务、管理等多方位举措实现企业偿债能力的实质提升。

随着疫情冲击全面消退，2023年各省主要经济财政指标将逐步回暖，但分化依然延续，部分产业基础薄弱、产业结构不佳、人口持续净流出、房地产及土地市场难有起色区域，财政收支仍面临较大压力。

预计城投公司公募债违约的概率依然较低，但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道偏紧及到期债务压力的影响下，信用风险分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力不减。

具体内容如下

2023

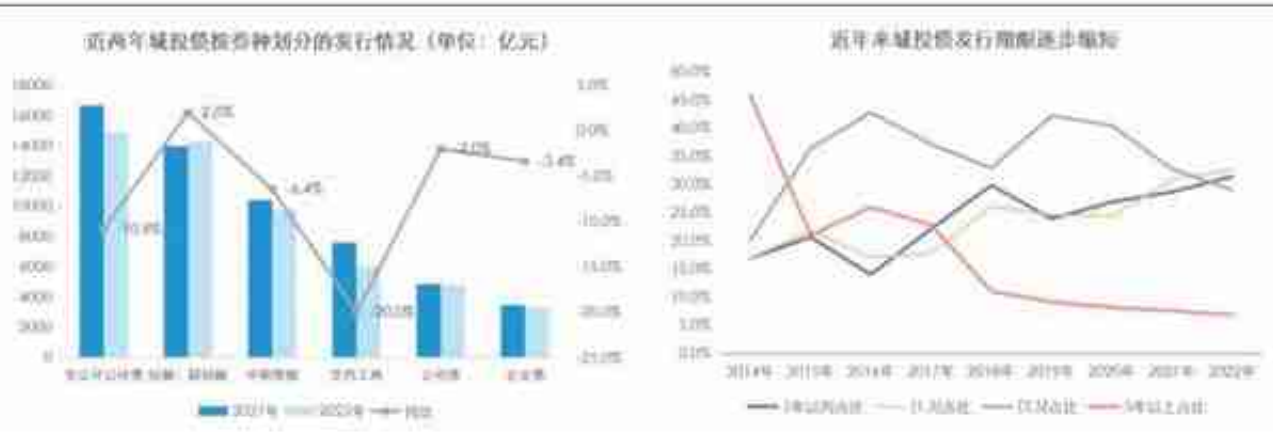
一、城投债市回顾

（一）发行情况

2022年，城投行业监管政策总体偏紧，城投债发行规模呈现缩量，净融资降幅明显

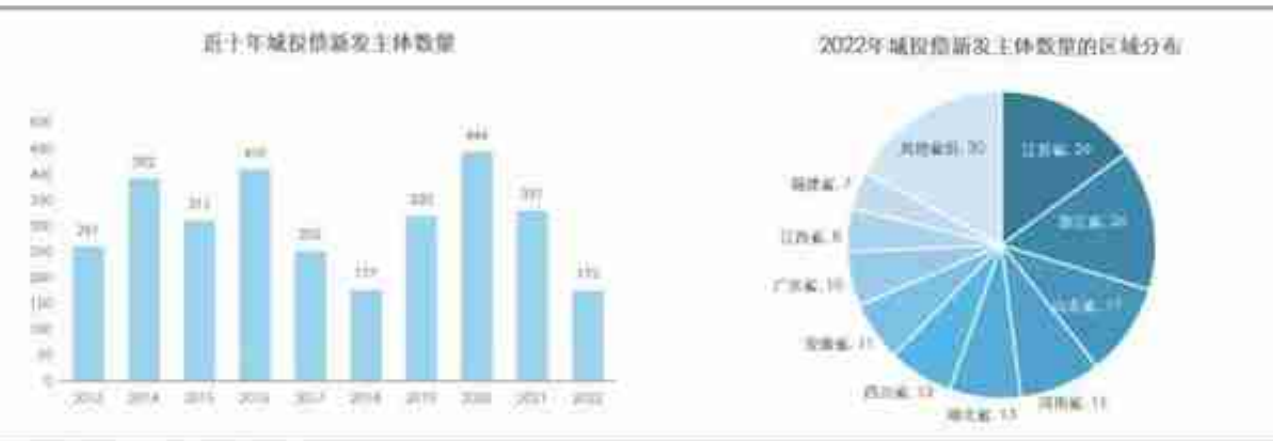
2022年城投行业强监管延续，同时在“稳增长”基调下，政策呈现支持合理融资、打破兜底预期双腿并行的特点。受城投债审核偏严、批文减少及下半年风险事件增多、年底城投利差普遍走扩等影响，2022年城投债发行规模有所收缩。当年城投债发行总额为5.32万亿，同比下降6.86%。同期，受发行缩量及年底到期回售规模较大双重影响，净融资降幅明显，同比下降43.18%。

图表 2：城投债发行的结构性分化特征 | 券种及发行期限



AA+主体发行增速大幅回落，区县级城投发行规模降幅最大。从发行主体级别分布来看，AAA主体发行额小幅增长，AA+主体发行增速大幅回落（由21年同比增长41%至22年下降8.6%），AA主体发行依然较难；从行政层级看，区县级城投发行规模降幅最大，其中江浙两省区县城投发债明显回落（发行额占比由21年56.3%下降至22年51.7%）。

图表 4：城投债新发主体情况 (单位：家数)



(二) 债券余额

城投债余额继续升高但增速有所放缓，东北三省及贵州、云南、甘肃、青海、内蒙等省城投债呈融资净流出

2022年末，城投债余额继续升高，达13.8万亿，较上年末增长10.5%，增速有所放缓，占GDP比重进一步提升至11.4%。从各省来看，由于发行缩量、债券集中到期，东北三省及贵州、云南、甘肃、青海、内蒙等省债券余额同比均有所下降，呈现融资净流出，其中甘肃、青海和内蒙降幅均在20%以上。

图表 6: 截至 2022 年末城投债到期分布情况



(四) 级别调整

城投公司主体级别上调家数与上年基本持平，下调家数明显增加，贵州占比过半

2022年，受新冠肺炎疫情、俄乌冲突等突发因素影响，我国经济下行压力明显加大，叠加城投行业融资政策总体偏紧，城投公司主体级别上调家数与上年基本持平，下调家数明显增加，贵州占比过半。

2022年主体级别上调家数共24家，与上年基本持平，其中江浙闽三省占比过半，以地级城投为主；下调23家，较上年（10家）明显增加，其中贵州省15家，集中于遵义、毕节两市。下调原因主要包括：1）企业债务压力大且未来偿债压力将会大幅上升；2）货币资金对债务的保障能力不足；3）债务逾期，未结清信贷中存在多笔不良及关注类贷款记录；4）过往债务履约表现较差，涉诉较多，被纳入失信被执行人名单；5）对外担保存在较大或有负债及代偿风险；6）所在地区信用环境及融资环境恶化，融资难度大。

图表 8: 截至 2022 年末有存续债券的城投企业按主体级别分布情况



(一) 风险识别逻辑

债务集中到期叠加再融资弱化所引发的流动性风险是当前城投公司非标及票据违约等负面事件爆发的直接原因

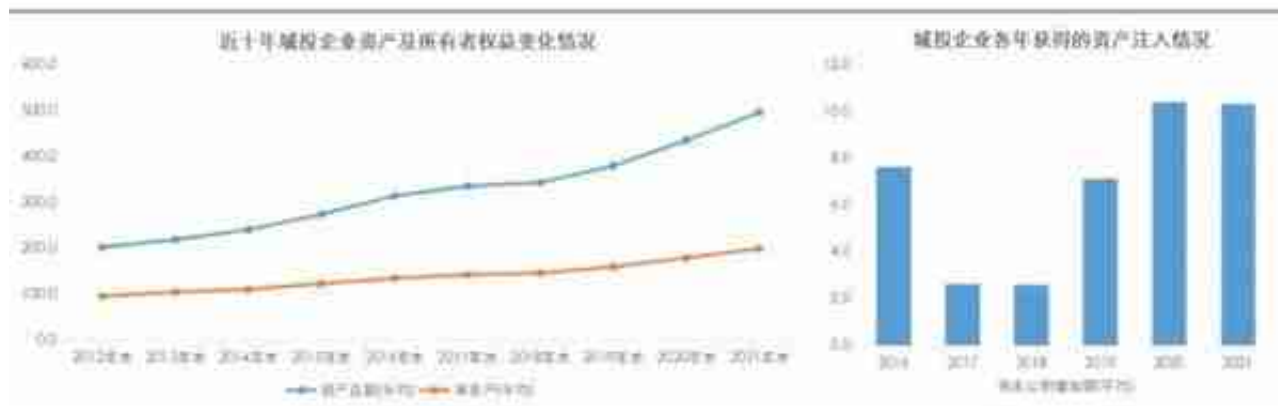
城投公司作为逆周期、稳增长的重要载体和抓手，自全球经济危机以来其债券发行及融资经历了多次快速扩张。2009年，为落实“四万亿投资计划”的配套资金，发改委企业债加大发债规模带动城投债发行额步入千亿行列。2012年、2014年，由于城投的信贷融资渠道受限，加上棚改项目快速发展的带动效应，城投债发行额同比增速分别达到了150%和95%。与此同时，也因为城投信贷融资渠道的受限，加上2012年券商、基金全面放开资管业务，城投的非标融资亦进入飞速发展期。2016年，受交易所公司债放开以及融资成本长期低位徘徊的双重驱动，城投债发行首超2万亿。2019年~2021年，受经济稳增长压力凸显及突如其来疫情影响，逆周期调节力度加码，城投债发行屡创新高。

快速发展的同时，城投公司亦积累了大量的有息债务。2017年以来，监管层为守住不发生系统性金融风险的底线，将金融监管的总体思路放在了“去杠杆化”和“去通道化”。在此背景下，2018年初以来城投非标产品延期和违约事件频发，究其背后原因是再融资环境收紧叠加企业债务负担重、到期压力大共同引发的流动性风险。从非标违约事件的区域分布看，贵州、云南、内蒙等西部省份占比较高。一方面，这些区域的城投由于地区综合实力相对偏弱在融资环境收紧时首先受到冲击，另一方面这些区域的城投非标融资占比较高、私募债亦曾于2016年大幅增长，使得债务集中到期压力较大。

总体来看，债务集中到期叠加再融资弱化所引发的流动性风险是当前城投公司非标

及票据违约等负面事件爆发的直接原因。本研究将重点从债务负担和再融资情况进行梳理，分析城投企业信用表现及分化特征。

图表 10: 城投企业资产总额及所有者权益情况 (单位: 亿元)



从资产构成看，样本公司资产中流动性偏弱的两类应收、存货、在建工程等占比依然较高，总体资产质量较差。2021年末，样本城投公司资产总额中两类应收、存货及在建工程占比合计约52.0%。

从盈利指标来看，近年来城投公司平均营业收入快速增长，但净利润未出现同比变化，且净资产收益率总体有所下降，盈利能力仍普遍偏弱。2021年，样本城投公司营业收入（平均）为60.41亿元，净利润（平均）为4.42亿元，净资产收益率为2.22%。

图表 12: 城投企业运作模式的变化



展望未来，城投公司业务发展与转型应体现在，一方面基建业务的开展需量力而行，做到与地方财力匹配，真正服务于区域产业发展需要，另一方面经营性业务的开展要更注重盈利与现金流改善，实现企业偿债能力的实质提升。第一，资产上，增加盈利好、现金流状况佳的优质资产划入，减少低效资产堆积；第二，业务上，集团内部进行业务重构，通过合并同类实现减少交叉竞争、强化经营优势；第三，管理上，实现资产、人员、资金、债务等多方位的统筹管理，降低运营成本，提高资金使用效率，防范债务风险。

(三) 债务负担与再融资

“控增化存”背景下，城投公司有息债务增速逐步放缓，但结构性分化特征较为明显，部分区域城投存在债务规模扩张过快、结构失衡、期限集中等问题，加之区域财力下行压力较大及外部融资偏紧，流动性风险逐步显现

近年来“控增化存”背景下，城投公司有息债务[2]增速已逐步放缓。根据已发债且披露数据的城投估算，预计2022年末已发债城投全部债务规模约为49.1万亿，其中短期有息债务约13.5万亿，占全部债务的比重约27.5%。从货币资金对短期债务的保障情况来看，近年来随着融资环境趋紧、债务化解压力的增大，城投公司货币资金短债比总体有所下降。

图表 14: 2021 年末各省份城投债务负担及短债保障情况

省份	全部债务	复合增长率 (19-21)	广义债务率	短期债务	短债占比	货币资金/ 短期债务
江苏	77203	13.4%	273%	26172	33.9%	0.6
浙江	50681	21.6%	221%	12539	24.7%	0.8
四川	36226	23.0%	252%	8733	24.1%	0.9
山东	34631	25.7%	296%	10761	31.1%	0.5
北京	24381	2.2%	231%	7196	29.5%	1.1
湖北	20301	13.2%	259%	3822	18.8%	0.8
湖南	19277	14.7%	296%	4483	23.3%	0.5
广东	17519	33.1%	153%	4550	26.0%	1.2
江西	16483	21.2%	293%	4615	28.0%	0.8
河南	16430	18.1%	222%	3917	23.8%	0.7
安徽	15868	13.2%	259%	3231	20.4%	1.1
重庆	15525	10.2%	241%	3803	24.5%	0.6
天津	13296	-2.2%	256%	4179	31.4%	0.3
陕西	11926	14.7%	256%	3355	28.1%	0.7
广西	11417	20.0%	286%	2625	23.0%	0.8
云南	11084	7.7%	252%	3907	35.3%	0.3
贵州	10247	1.7%	294%	2326	22.7%	0.3
福建	10154	19.2%	240%	2890	28.5%	0.6
上海	8093	15.6%	120%	1789	22.1%	1.7
河北	5733	11.2%	174%	1128	19.7%	0.8
新疆	5211	4.7%	222%	1488	28.5%	0.7
甘肃	3412	-0.6%	182%	1098	32.2%	0.5
吉林	2625	-0.1%	194%	957	36.5%	0.5
山西	2111	6.2%	124%	805	38.1%	0.6
黑龙江	1566	-5.0%	150%	264	16.8%	0.9
辽宁	1293	-20.8%	167%	474	36.7%	0.4
青海	847	-30.1%	179%	348	41.1%	0.4
内蒙古	844	-14.5%	169%	94	11.2%	1.2
西藏	708	17.4%	52%	111	15.7%	1.0
海南	689	88.2%	159%	72	10.4%	3.0
宁夏	480	6.6%	148%	84	17.5%	1.3

注：广义债务率=(政府债务+城投债务)/(一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入)

随着监管政策趋紧，城投公司信贷及债券融资均受到一定阻力，加之区域发展与财

力的分化，城投公司间融资分化愈发明显，2022年各省份城投债净融资多有下滑，西部及东北多个省份呈现净流出

2021年以来，随着监管政策的趋紧，城投公司信贷及债券融资均受到一定阻力，各区域间城投公司融资分化愈发明显。从城投筹资活动现金流来看，2021年，内蒙古、青海、甘肃、辽宁、黑龙江、北京及天津呈现净流出。聚焦于债券端，2022年，各省份城投债净融资多有下滑，其中天津、黑龙江、内蒙古、辽宁、青海、甘肃、吉林、贵州及云南城投债净融资为负，以西部及东北省份为主。

地级市层面，2022年86个地级市的城投债净融资为负。其中净流出前五名省份分别为兰州市、吉林市、柳州市、南通市和昆明市，净融资规模分别为-132亿元、-110亿元、-94亿元、-76亿元和-72亿元。

图表 16: 2022 年 31 省、市（自治区）主要经济指标情况（单位：亿元、%）

序号	区域	省份	GDP	排名	GDP 增速	较上年 变化	规上工业 增加值增速	固定资产投资	序号	区域	省份	GDP	排名	GDP 增速	较上年 变化	规上工业 增加值增速	固定资产投资
1	中部	江西	32075	15	4.7	-4.1	7.3	6.6	17	东部	广西	26326	19	2.9	-4.8	5.3	0.1
2	东部	福建	53110	8	4.7	-2.1	6.2	7.5	18	西部	四川	56000	4	2.9	-5.1	3.4	8.0
3	中部	湖南	46470	9	4.5	-3.2	7.3	6.6	19	东部	江苏	122674	2	2.8	-5.8	3.3	3.8
4	西部	甘肃	11203	27	4.3	-2.4	6.4	10.1	20	东部	黑龙江	15907	26	2.7	-5.4	0.7	0.6
5	中部	山西	21443	30	4.4	-4.7	8.2	5.9	21	西部	重庆	29129	16	2.6	-5.2	3.2	9.7
6	中部	湖北	10706	7	4.3	-6.6	7.0	13.0	22	西部	青海	2610	30	2.5	-5.4	14.8	-7.6
7	西部	陕西	32773	14	4.3	-2.3	5.5	6.1	23	东部	辽宁	28975	17	2.1	-5.7	-1.8	3.6
8	西部	云南	26964	18	4.3	-3.0	7.9	7.3	24	东部	广东	129118	1	1.9	-4.1	2.2	-2.8
9	西部	内蒙古	23139	21	4.2	-3.1	8.7	17.6	25	西部	贵州	20165	22	1.9	-4.9	1.6	0.1
10	西部	宁夏	3050	29	4.0	-2.7	8.0	10.2	26	东部	山东	7630	31	1.1	-5.4	13.1	10.0
11	东部	山东	87421	3	3.9	-4.6	5.3	4.1	27	东部	天津	14311	24	1.0	-5.6	0.0	-9.9
12	东部	河北	42330	12	3.8	-2.1	5.6	7.9	28	东部	北京	41413	13	0.7	-3.8	-17.0	0.4
13	中部	安徽	45045	10	3.2	-4.8	6.2	9.0	29	东部	海南	6616	28	0.2	-11.0	-0.4	-4.2
14	西部	新疆	17741	23	3.2	-3.6	7.0	7.6	30	西部	上海	44652	11	-0.3	-6.3	-0.5	-1.0
15	东部	浙江	77715	4	3.1	-5.4	5.0	9.1	31	东部	吉林	13032	25	-1.9	-6.1	-3.6	-2.4
16	中部	河南	41345	5	3.1	-3.2	5.1	6.2									

2023年宏观经济有望稳定回升，宏观政策仍将保持较强的稳增长力度；但产业发展差异使得区域经济分化持续，且人口流出、产业不足地区房地产下行压力依然较大

随着为期三年的疫情冲击全面消退，预计2023年国内GDP增速将在全球经济减速背景下逆势回升，宏观政策仍将保持较强的稳增长力度。从工业发展来看，2022年，采矿业利润大幅上涨，但作为工业主体的制造业受需求收缩、供给冲击双重压力影响总体表现偏弱，利润同比收缩。展望2023年，我国工业经济有望回升向好，但产业发展差异使得区域经济分化仍将持续。

从第三产业来看，旅游消费预计全面复苏，将带动海南、西藏等省旅游市场加速恢复。房地产行业何时回暖是2023年宏观经济面临的最大的不确定因素。虽然“稳地产”政策信号持续释放，在下调房贷利率、首付比例等政策支持下，行业需求端短期修复但中长期依旧承压，市场信心修复仍需一定时间；且在房企拿地和新开工较弱、广义库存充足影响下，全年投资增速或将继续下滑。预计2023年房地产行业总体仍保持较低的景气度，人口流出、产业不足区域房地产下行压力依然较大。

(二) 债券余额

受减税降费、疫情超预期冲击及房地产持续低迷等因素影响，2022年超半数省份一般公共预算收入有所下降，政府性基金收入大幅下滑，各地财政收支缺口进一步扩大

受减税降费、疫情超预期冲击及房地产持续低迷等因素影响，2022年各地财政收支缺口进一步扩大。2022年，全国一般公共预算收入同比增长0.6%，较上年下降10.1个百分点；一般公共预算支出同比增长6.1%，较上年提升5.8个百分点。聚焦于各省份，分化更为明显。24省一般公共预算收入有所下降，其中吉林、西藏、云南、天津四省降幅超过10%。山西、内蒙古、陕西和新疆四省得益于能源行业景气度提升，一般公共预算收入增幅均在10%以上。剔除留抵退税因素后，吉林、天津、海南、西藏、重庆及辽宁一般公共预算收入增速仍为负。其中吉林省降幅较大主要受工业企业利润下降、土地房地产市场持续低迷等影响。

图表 18: 2022 年 31 省、市（自治区）政府性基金收入及增速情况（单位：亿元、%）

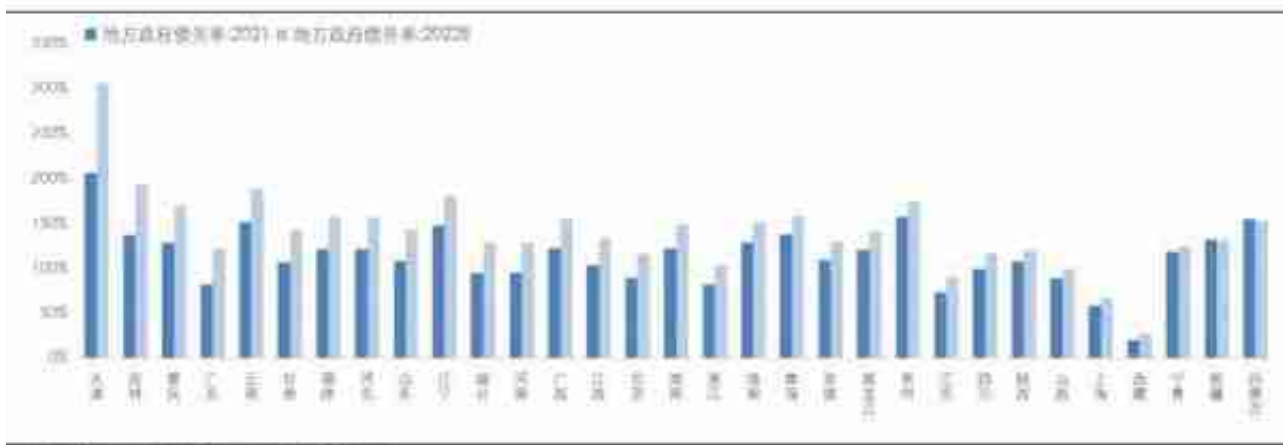


(三) 地方债务

“控增化存”背景下，近年来地方政府债务增速有所放缓，对比世界其他主要经济体，我国地方政府法定债务率总体不高、债务风险相对可控

“控增化存”背景下，近年来地方政府债务增速有所放缓。2022年末，我国地方政府债务余额为35.1万亿，增速15.1%，同比下降3.7个百分点。根据国际清算银行统计数据，与世界其他主要经济体相比，我国地方政府法定债务率总体不高、债务风险相对可控。

图表 20: 2022 年末 31 省、市（自治区）地方政府债务率情况（单位：%）



展望 来源：公开资料，东方金诚整理

展望2023年，经济复苏将是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。预计城投债市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，以保障城投平台最基本的运营需求。同时在“稳”、“防”并重的政策导向下，城投债发行监管或将延续扶优限劣的思路。

随着疫情冲击全面消退，预计2023年各省主要经济财政指标将逐步回暖，但产业差异及房地产市场复苏的不确定性使得分化依然延续，部分产业基础薄弱、产业结构不佳、人口持续净流出、房地产及土地市场难有起色区域，财政收支仍面临较大压力。

2023年，中央经济工作会议定调经济工作要坚持“稳字当头、稳中求进”，外加出于防范系统性金融风险的考虑，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道偏紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力不减，关注区域财力较弱以及自身债务负担较重、到期压力较大的城投企业。

注：[1]不含当年发行当年偿还债券。

[2]全部债务以短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款的合计数估算。

本文作者 |公用事业一部 周丽君

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

本文源自金融界