



城投行业 2024 年信用风险展望

政策趋严 供给压降 分化加剧

目录

宏观与区域经济环境	3
监管政策	7
债券融资	10
城投企业财务状况	13
债务压力	15
信用水平及信用风险	17

分析师

程媛媛 010-67413445
公用二部 行业组长
chengyuanyuan@dagongcredit.com

李 菲 010-67413458
公用二部 行业组长
lifei@dagongcredit.com

陈 洁 010-67413305
公用二部 行业组长
chenjie@dagongcredit.com

王海云 010-67413437
公用二部 分析师
wanghaiyun@dagongcredit.com

谢 鹏 010-67413433
公用二部 分析师
xiepeng@dagongcredit.com

付国晶 010-67413576
公用二部 分析师
fuguojing@dagongcredit.com

2023 年以来，城投公司乃至地方政府面临较大的短期偿付压力，随着一揽子化债政策的实施，压力有所缓解，城投企业债券发行量及净融资规模均有所回暖，但新发债期限趋于短期化，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著，地方经济财政实力偏弱、债务压力偏高或债务管控能力不强的区域非标风险凸显。预计 2024 年，城投监管政策将进一步趋严，在持续有效防范化解地方债务风险、坚决守住不发生系统性风险的底线背景下，城投企业面临的整体融资环境将延续偏紧态势，城投债供给或将压降，信用分化进一步加剧，需关注尾部区域化债政策落地后债务压力缓释效果及区域再融资环境改善情况，尾部风险亦不容忽视。

- **宏观与区域经济环境：**2023 年前三季度，我国经济持续恢复向好，全国一般公共预算收入恢复性增长，政府性基金收入继续下降，同时近年来，我国地方政府债务规模持续增长，负债率整体呈上升趋势，但仍低于国际通行警戒标准；随着稳增长政策效应的不断显现，预计 2024 年，消费对经济发展的基础性作用将逐步巩固，投资对经济恢复发挥关键性作用，我国经济长期向好的基本面未发生变化。
- **监管政策：**2023 年以来，城投公司乃至地方政府面临较大的短期偿付压力，随着一揽子化债政策的实施，压力有所缓解；预计 2024 年，监管政策将进一步趋严，仍将新增隐债和化债不实作为监管重点，推动城投公司债务化解和转型发展。
- **债券融资：**2023 年 1~11 月，城投企业债券发行量及净融资规模均有所回暖，新发债城投企业仍主要集聚在东部区域经济财政实力较强省份，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著；新发债继续向高信用等级主体迁移，城投平台信用分化进一步加剧；新发债品种以私募债、短期融资券及中期票据为主，私募债占比大幅上升，企业债发行规模大幅收缩；新发债期限趋于



短期化，江苏省、天津等地短债发行规模较大。预计 2024 年，在持续有效防范化解地方债务风险、坚决守住不发生系统性风险的底线背景下，城投债发行审批仍趋严，城投企业面临的整体融资环境将延续偏紧态势，城投债供给或将压降。

- **城投企业财务状况：**2022 年，城投企业资产负债率继续上升，净利润亏损的城投企业数量有所增加，经营性净现金流有所恶化，筹资性净现金流仍主要为净流入；预计短期内，城投企业仍主要依靠再融资置换到期债务，严监管及土地财政承压的背景下，对于期末现金及现金等价物无法覆盖短期债务的弱资质城投企业，需关注其偿债压力。
- **债务压力：**未来三年为城投债到期高峰；2024 年底前到期债券涉及的城投企业主体信用等级主要分布在 AA 及以上，未来仍需关注区域经济财政实力相对较弱、债务压力较大、偿债能力较弱区域的弱资质主体流动性压力；12 个重点化债省份中天津、重庆集中到期压力相对较大，需关注尾部区域化债政策落地后债务压力缓释效果及区域再融资环境改善情况，尾部风险亦不容忽视。
- **信用水平及信用风险：**2023 年 1~10 月，随着城投企业信用分化进一步加剧，江苏省和浙江省等区域经济财政实力较强地区的主体信用等级上调较多，同时贵州省和云南省等债务化解难度较大、信用环境恶化地区的弱资质主体评级展望继续密集下调或仍维持负面。同期，城投非标风险事件主要集中在地方经济财政实力偏弱、债务压力偏高或债务管控能力不强的区域，其中发生非标风险事件的山东省高评级城投数量同比显著增加，且仍需关注贵州省等尾部城投的非标风险。

客户服务

电话：010-67413300

客服：4008-84-4008

Email: research@dagongcredit.com

2023 年 12 月 25 日

宏观与区域环境

2023 年前三季度我国经济持续恢复向好，主要经济指标处于合理区间；随着稳增长政策效应的不断显现，预计 2024 年，消费对经济发展的基础性作用将逐步巩固，投资对经济恢复发挥关键性作用，我国经济长期向好的基本面未发生变化。

2023 年以来，消费对经济增长的拉动作用持续增强，前三季度，我国经济持续恢复向好，主要经济指标处于合理区间，经济运行持续恢复。经初步核算，前三季度我国国内生产总值(GDP)为 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%，增速有所提升。从全国各省份看，广东和江苏 GDP 总量均超过 9 万亿元；全国 17 个省份 GDP 增速超过全国平均增速，中西部地区经济增长速度较快，其中西藏 GDP 增速达到 9.8%，位居各省首位；部分省份 GDP 增速不及全国水平，随着稳增长政策效应的不断显现，全国各地 GDP 均实现正增长。

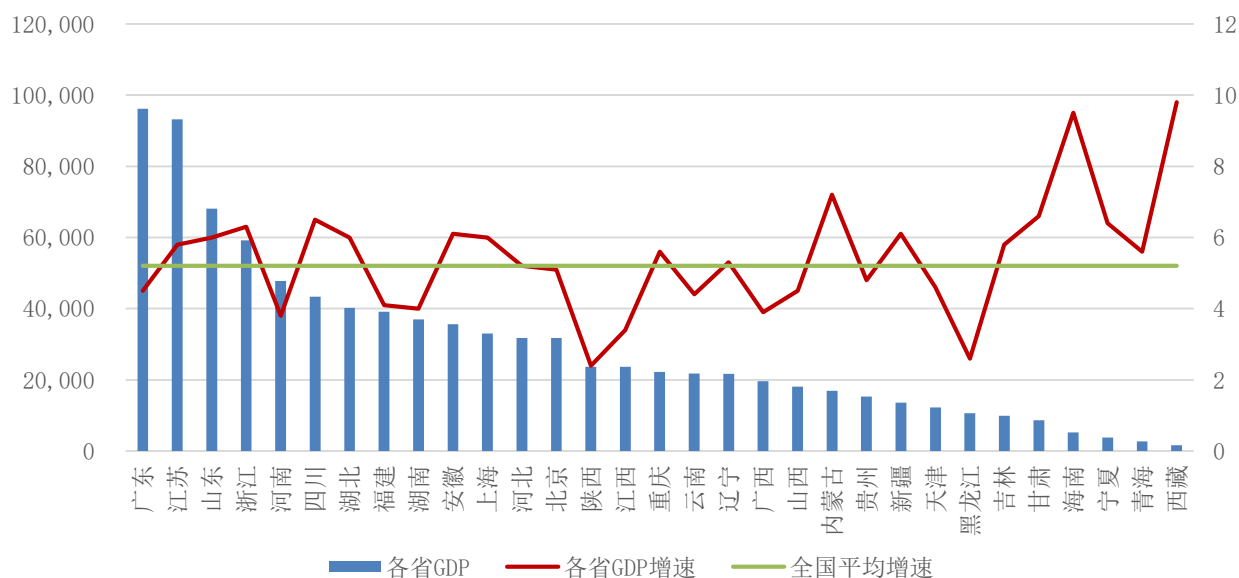


图 1 2023 年 1~9 月我国各省 GDP 数值及增速(单位：亿元，%)

数据来源：WIND, 大公国际整理

2023 年 1~9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 4.0%，增速同比提升 0.1 个百分点，较上半年加快 0.2 个百分点，工业生产恢复加快。从各省份工业增加值增速情况看，华南、西南、西北和华北地区的部分省份工业增加值增速较高，其中青海、宁夏的计算机、通信和其他电子设备制造业的工业增加值引领工业发展，但同时，全国 3 个省份工业增加值同比下降，其中黑龙江的工业增加值同比下降 2.4%，增速为全国最低。同期，全国社会消费品零售总额同比增长 6.8%，较上半年增速有所回落，在稳增长促消费政策支持下，消费需求总体延续恢复态势；前三季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 83.2%，拉动 GDP 增长 4.4 个百分点，对经济发展的基础性作用显现。

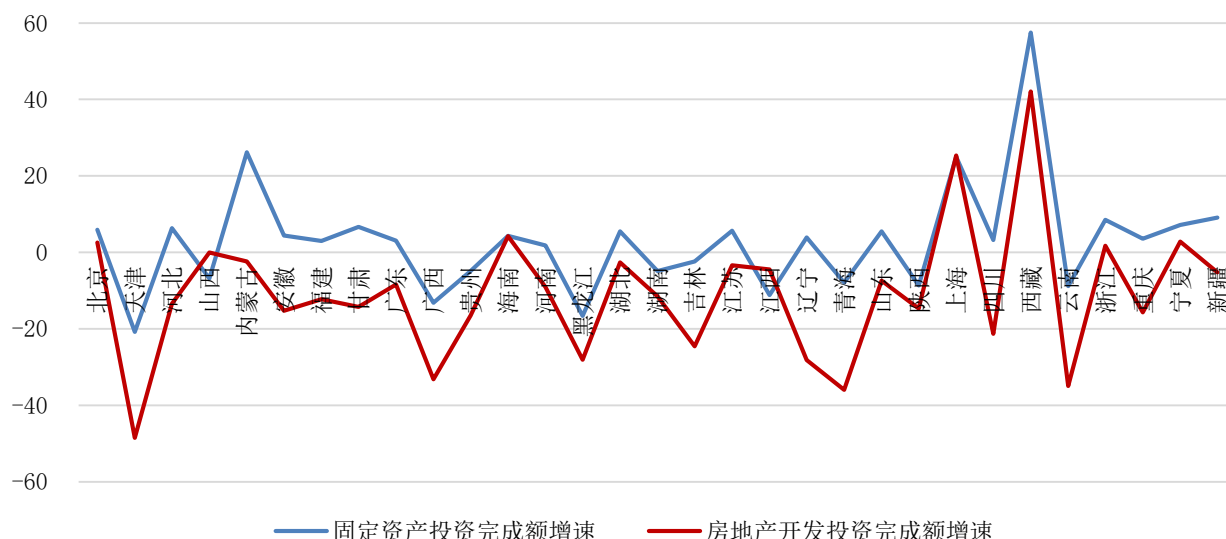


图2 2023年1~9月我国各省固定资产投资额增速及房地产投资额增速（单位：%）

数据来源：WIND, 大公国际整理

2023年1~9月，全国固定资产投资（不含农户）累计完成额37.50万亿元，按可比口径计算同比增长3.1%，增速同比下降2.8个百分点。其中，基础设施投资同比增长6.2%，增速同比下滑2.4个百分点，以基建投资为抓手的“稳增长”政策效能仍在释放；受房地产行情影响，全国房地产开发投资完成额8.73万亿元，同比下降9.1%，增速相比上年同期继续下滑1.1个百分点。从各省份看，我国17个省份的固定资产投资增速超过全国水平，其中西藏的固定资产投资增速达到57.5%，但同时天津、黑龙江、广西、江西、云南等11个省份的固定资产投资为负增长。房地产投资方面，全国14个省份的房地产投资增速超过全国水平，其中，西藏、上海、海南、宁夏、北京和浙江的房地产投资呈现正增长，山西的房地产投资与去年持平，其余省份的房地产投资均为负增长。总体来看，除上海、江西、山西之外，我国28个省份的固定资产投资增速高于房地产投资增速。

国际贸易方面，2023年以来，我国一系列稳外贸稳外资政策举措加力提效，2023年1~9月，我国货物进出口总额30.80万亿元，同比下降0.2%，其中出口17.60万亿元，同比增长0.6%；进口13.20万亿元，同比下降1.2%；贸易顺差4.40万亿元，同比有所扩大。从进出口商品主要国别看，欧盟、美国及东盟，占进出口总额比重较大，分别为13.48%、11.24%和15.18%，同比分别下降0.12个百分点、下降0.97个百分点及上升0.08个百分点，东盟国家对我国进出口贡献度上升。9月，我国货物进出口总额3.74万亿元，同比下降0.7%，环比连续2个月增长。其中，出口2.15万亿元，同比下降0.6%；进口1.59万亿元，同比下降0.8%。

2023年，面对日趋复杂严峻的内外环境，我国宏观政策保持连续性、增强有效性，在扩大需求上积极作为，经济长期向好基本面没有改变。预计2024年，我国将继续坚持积极的财政政策与稳健的货币政策，强化跨周期与逆周期调节，加强财政政策和货币政策的协调配合。在投资方面，基础设施建设投资仍是稳增长的重要抓手，在资金及项目支持下，2024年基础设施

建设投资有望延续 2023 年的态势，投资对经济恢复发挥关键性作用。在消费方面，市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，消费对经济增长的拉动作用或将持续增强，预计 2024 年，消费对经济发展的基础性作用将逐步巩固。在进出口方面，预计 2024 年东盟可能成为我国出口的重要方向，但需关注其持续性，进口增长取决于内需回暖速度和幅度。

财政方面，2023 年 1~9 月，全国一般公共预算收入恢复性增长，非税收入有所下降，各省之间的一般公共预算收入及增速差异仍较大；全国一般公共预算支出有所增长，多数省份的一般公共预算支出增速下降；受房地产市场低迷，房企拿地意愿下降影响，全国政府性基金收入同比有所下降；随着市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，预计 2024 年全国一般公共预算收入将继续增长，政府性基金收入面临较大的不确定性，积极的财政政策或将进一步加大财政赤字。

2023 年 1~9 月，全国一般公共预算收入 16.67 万亿元，同比增长 8.9%；其中税收收入 13.91 万亿元，同比增长 11.9%；非税收入 2.76 万亿元，同比下降 4.1%。

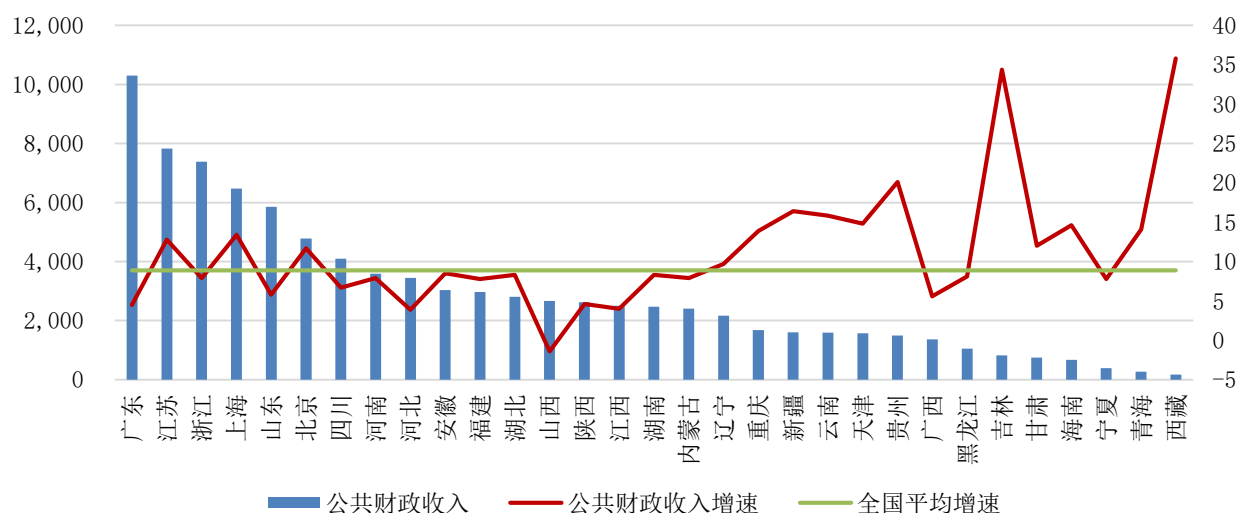


图 3 2023 年 1~9 月我国各省份公共财政收入及增速情况（单位：亿、%）

数据来源：WIND, 各地方政府网站公开资料，大公国际整理

从各省一般公共预算收入规模及增速看，全国各省之间的一般公共预算收入及增速差异仍较大，华东、华北和华南地区部分省份的一般公共预算收入较高，全国 14 个省份的一般公共预算收入增速高于全国平均水平，除山西以外的省份均实现正增长，除山西、陕西、内蒙古、甘肃四个省份的一般公共预算收入增速较上年同期增速（扣除留抵退税因素）有所下降、安徽的一般公共预算收入增速与上年同期增速（扣除留抵退税因素）持平外，其余省份一般公共预算收入增速较上年均有所上升。2023 年 1~9 月，全国一般公共预算支出同比增长 3.9%，全国共有六个省份的一般公共预算支出增速上升，分别为天津、西藏、新疆、海南、河南和江西。

2023 年 1~9 月，全国政府性基金预算收入 3.87 万亿元，同比下降 15.7%，主要受房地产

市场低迷，房企拿地意愿下降影响，国有土地使用权出让收入下滑所致。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 0.30 万亿元，同比下降 7.9%；地方政府性基金预算本级收入 3.56 万亿元，同比下降 16.3%，其中，国有土地使用权出让收入 3.09 万亿元，同比下降 19.8%，增速仍为负值。

2023 年，积极的财政政策加力提效，我国财政收入恢复性增长，收支矛盾逐步缓解。随着市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，预计 2024 年全国一般公共预算收入将继续增长，受制于土地市场回暖进度，政府性基金收入面临较大的不确定性，积极的财政政策或将进一步加大财政赤字。

近年来，我国地方政府债务规模持续增长，负债率整体呈上升趋势，但仍低于国际通行警戒标准；从全国各省地方政府负债率看，各省之间地方政府负债水平差距较大，部分西部欠发达地区和东北地区省份地方政府负债率较高；发行地方政府债券能够发挥政府投资对经济拉动作用，预计 2024 年我国地方政府债务余额仍将保持较快增长。

近年来，全国地方政府债务规模持续增长，但均控制在财政部要求限额以内，地方政府负债率（债务余额/GDP）整体呈上升趋势，其中 2022 年末，地方政府负债率为 28.97%，仍低于欧盟 60% 负债率的警戒线。2022 年末，全国地方政府债务余额合计 35.06 万亿元，同比增长 15.1%，增速同比下降 3.6 个百分点；2023 年 9 月末，全国地方政府债务余额 38.90 万亿元，其中，一般债务 14.97 万亿元，专项债务 23.93 万亿元。根据审计署于 2023 年 6 月 26 日发布的《国务院关于 2022 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，对地方政府债务管理情况开展审计，结果表明，仍存在违规新增隐性债务，专项债券募集资金未严格按用途使用的情况，隐性债务及专项债务管理问题有待改善。

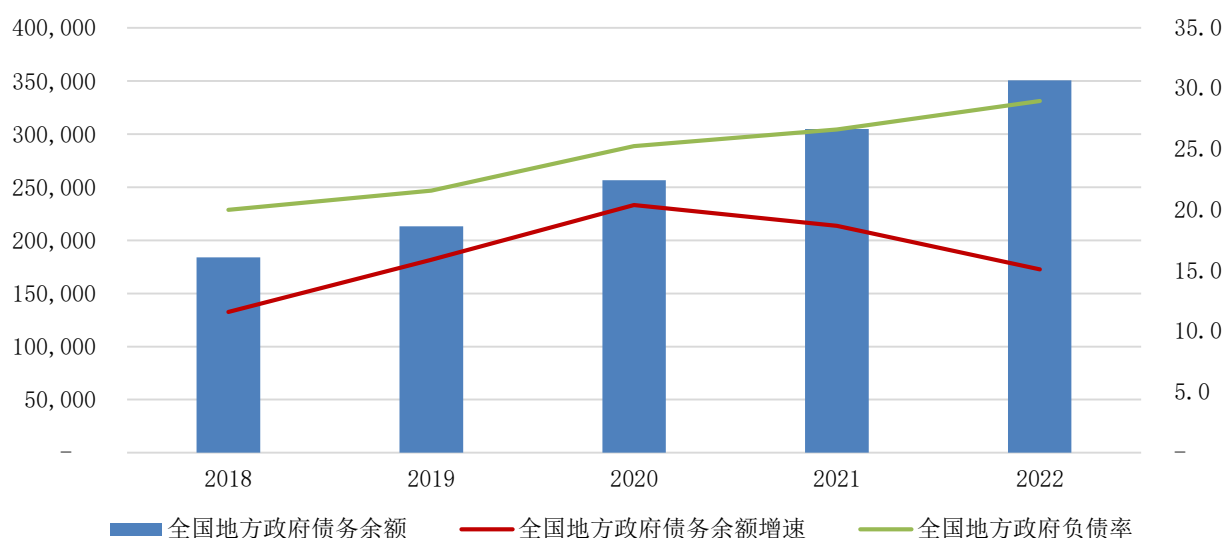


图 4 2018~2022 年末全国地方政府债务情况（单位：亿元、%）

数据来源：财政部公开数据，大公国际整理

从全国各省地方政府负债率看，各省之间地方政府负债水平差距较大，个别省份地方政府

负债率很高。2022 年末，全国 20 个省的地方政府负债率高于全国地方政府负债率水平，其中，吉林、甘肃、天津、海南、黑龙江、新疆、云南和内蒙古的地方政府负债率高于 40.00%，青海省和贵州省地方政府负债率分别为 84.33%和 61.84%。对上述十个省份的地方政府债务风险需要特别关注。

2023 年，全国人大批准安排新增地方政府债务限额 4.52 万亿元，其中专项债务额度 3.80 万亿元。2023 年 1~9 月，全国发行新增地方政府债券 4.11 万亿元，其中专项债券 3.46 万亿元，基本已完成全年发行计划。为稳定经济增长，提升政府投资对经济的拉动作用，预计财政部将向部分省份提前下达 2024 年新增地方政府专项债务部分限额，2024 年我国地方政府债务余额仍将保持较快增长。

监管政策

2023 年以来，城投公司乃至地方政府面临较大的短期偿付压力，随着一揽子化债政策的实施，压力有所缓解；预计 2024 年，监管政策将进一步趋严，仍将新增隐债和化债不实作为监管重点，推动城投公司债务化解和转型发展。

2023 年以来，我国经济社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，但美联储持续加息、内需回升动能不足及部分行业和区域舆情频发，城投债面临较大短期偿付压力，7 月政治局会议提出一揽子化债以来，地方政府债务风险有所缓释，但预期未来监管政策将进一步收紧。

2023 年 2 月，原银保监会印发《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推动绿色低碳高质量发展的意见〉实施意见》，提出强化金融风险监测分析，稳妥推进中小金融机构改革化险，并要求有关机构积极配合化解地方政府债务风险，对外界释放了金融化债的重要信号。同月，习近平总书记在《求是》杂志上发表重要文章《当前经济工作的几个重大问题》指出，要加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，为隐债乃至地方政府债务整体化解指明了方向。2023 年 7 月，中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023 年 8 月，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议，要求金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段；2023 年 10 月，《国务院关于金融工作情况的报告》指出，对地方融资平台债务风险，坚持分类施策、突出重点，统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作，压实地方政府主体责任，推动建立化债工作机制，落实防范化解融资平台债务风险的政策措施；按照市场化、法治化原则，引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险。此后，地方政府特殊再融资债、特殊国债及金融化债相继开展，城投债务兑付风险有所缓释。



表 1 2023 年以来重要事件

时间	事件/文件名称	重要内容
2023. 02	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推动绿色低碳高质量发展的意见>实施意见	强化金融风险监测分析。 密切关注大企业担保圈、产能过剩行业、企业债券违约、交叉性金融业务及非法集资等领域风险； 稳妥有序推进中小金融机构改革化险。 支持开展山东中小法人银行风险资产清收处置攻坚行动，用好地方政府发行专项债补充中小银行资本政策。持续引导信托公司、资产管理公司、财务公司等非银机构回归本源主业。 积极配合化解地方政府债务风险。
2023. 02	当前经济工作的几个重大问题	防范化解地方政府债务风险。 要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，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。 要禁止各种变相举债行为，防范地方国有企业事业单位“平台化”。要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型。
2023. 03	人民银行召开 2023 年金融稳定工作会议	防范化解金融风险是金融工作的永恒主题。 要继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针。要加强金融风险处置机制和能力建设，强化监测、预警、评估，推动金融风险早发现、早纠正、早处置，加大追赃挽损和反腐问责力度，防范道德风险。 持之以恒做好风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
2023. 03	国务院机构改革方案	国家发改委的企业债发行审核职责由证监会统一负责 ，同时建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，地方政府设立的金融监管机构专司监管职责。
2023. 07	中共中央政治局会议	会议指出，要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。 要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。 要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。
2023. 08	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	会议强调，要注意挖掘新的信贷增长点，大力支持中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域， 积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。 会议要求，金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神， 统筹协调金融支持地方债务风险化解工作 ，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制， 推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023. 10	国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知	严禁将古玩玉石、字画、办公桌椅、报刊书架、低值易耗品作为租赁物， 严禁以乘用车之外的消费品作为租赁物，严禁新增非设备类售后回租业务。 要合理控制业务增速和杠杆水平，加强新增业务中售后回租业务的限额管理。2024 年新增业务中售后回租业务占比相比 2023 年前三季度要下降 15 个百分点， 力争在 2026 年实现年度新增直租业务占比不低于 50% 的目标。
2023. 10	中央金融工作会议	会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。 建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。 会议指出，要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。
2023. 10	国务院关于金融工作情况的报告	对地方融资平台债务风险，坚持分类施策、突出重点， 统筹协调做好金融支持融资平台债务风险化解工作，压实地方政府主体责任，推动建立化债工作机制，落实防范化解融资平台债务风险的政策措施； 按照市场化、法治化原则，引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险。
2023. 11	财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报	为坚决遏制新增隐性债务，进一步严肃财经纪律，发挥警示教育作用，财政部通报了 2022 年以来查处的 8 起隐性债务问责典型案例，包括湖北省部分地区、柳州市、西安市、许昌市鄢陵县、成都市彭州市、景德镇市、中国农业发展银行陕西省分行、中国农业银行股份有限公司芜湖分行及辖区内相关支行， 涉及新增隐债和化债不实
2023. 11	关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见	政府和社会资本合作项目应聚焦使用者付费项目，明确收费渠道和方式，项目经营收入能够覆盖建设投资和运营成本、具备一定投资回报， 不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任。政府和社会资本合作应全部采取特许经营模式实施。

数据来源：大公国际根据相关网站整理

一揽子化债只是短期举措，中长期来看，城投监管政策将整体趋严。2023 年 10 月，中央金融工作会议指出，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。监管体制上，会议强调要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把

关。发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任。未来中央金融工作委员会、地方党委金融委员会和金融工委将发挥重要作用。

新增隐债和化债不实仍是未来隐债监管重点，2023年11月，财政部官网发布《财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，通报了2022年以来查处的8起隐性债务问责典型案例，包括湖北省部分地区、柳州市、西安市、许昌市鄢陵县、成都市彭州市、景德镇市、中国农业发银行陕西省分行、中国农业银行股份有限公司芜湖分行及辖区内相关支行，涉及新增隐债和化债不实。近年来，党中央、国务院高度重视防范化解地方政府隐性债务，强调对隐性债务问题终身问责、倒查责任，财政部等部门在隐债化解问题上始终保持高压态势，严肃查处新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为。此次通报的时间节点，处于一揽子化债政策实施之后，可见上级部门对地方隐债监管没有丝毫放松，未来仍将严查新增隐债和化债不实问题。

在强化金融机构监管约束，遏制新增地方政府隐性债务方面，2023年10月，国家金融监督管理总局发布《国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》，针对部分金融租赁公司存在的大股东不当干预、公司治理和内控机制缺陷、租赁物管理不到位等问题指定针对性措施，要求金融租赁公司突出金融租赁特色，回归以融资和融物相结合的经营模式。业务模式方面，严禁新增非设备类售后回租业务，大大限制了金融租赁公司通过公益或具有公益属性的资产进行售后回租，降低了新增隐债风险。业务结构方面，要求加强新增业务中售后回租业务的限额管理。2024年新增业务中售后回租业务占比相比2023年前三季度要下降15个百分点，力争在2026年实现年度新增直租业务占比不低于50%的目标。业务结构方面的要求，将进一步促进金融租赁行业回归业务本源，增强对实体经济的支持。2023年11月，国家发展改革委、财政部联合印发《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》，项目模式方面，要求聚焦使用者付费项目，不因采用政府和社会资本合作模式额外新增地方财政未来支出责任，政府付费只能按规定补贴运营、不能补贴建设成本。除此之外，不得通过可行性缺口补助、承诺保底收益率、可用性付费等任何方式，使用财政资金弥补项目建设和运营成本。严防地方政府通过各种承诺和补贴新增隐性债务。运作模式方面，要求全部采取特许经营模式，根据项目实际情况，合理采用建设—运营—移交（BOT）、转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）等具体实施方式，明确禁止了其他经营模式。重点领域方面，明确要求政府和社会资本合作限于有经营性收益的项目。预计未来，公益性属性较强的项目很难再通过政府和社会资本合作模式进行。

总体来看，2023年以来，我国经济社会全面恢复常态化运行，但受内外因素扰动，经济运行不及预期，城投行业面临较大的短期偿付压力。中央实施一揽子化债政策以来，城投乃至地方政府债务风险有所缓释。预计2024年，监管政策将进一步趋严，仍将新增隐债和化债不实作为监管重点，推动城投公司债务化解和转型发展。

债券融资

2023 年 1~11 月，城投企业债券发行量及净融资规模均有所回暖，新发债城投企业仍主要集聚在东部区域经济财政实力较强省份，河南、重庆、天津城投债净融资额增长较快，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著；新发债继续向高信用等级主体迁移，城投平台信用分化进一步加剧；新发债品种以私募债、短期融资券及中期票据为主，私募债占比大幅上升，企业债发行规模大幅收缩；新发债期限趋于短期化，江苏省、天津等地短债发行规模较大。预计 2024 年，在持续有效防范化解地方债务风险、坚决守住不发生系统性风险的底线背景下，城投债发行审批仍趋严，城投企业面临的整体融资环境将延续偏紧态势，城投债供给或将压降。

按照大公国际的分类标准，2023 年 1~11 月，城投企业¹发行金额达到 5.76 万亿元²，同比增长 25.26%；城投企业净融资额为 1.44 万亿元，同比增长 9.67%；发行规模及净融资均有所回暖。从各月发行情况看，前十一个月除了 1 月因受监管审批趋严、延迟或取消发行等因素影响城投债发行规模同比有所回落外，其他月份同比均呈不同幅度上升。从各月兑付情况看，2023 年整体兑付压力较大，各月到期债券规模均有所上升，其中 3 月、4 月、5 月及 6 月兑付金额同比增加额均超过 1,000 亿元；3 月、4 月、8 月、9 月及 11 月到期压力较大，兑付规模均超过 4,000 亿元。从各月净融资额看，5 月及 11 月净融资额均为负值；净融资额为正值的月份中，1 月、5 月及 10 月净融资额同比均有所下降，其中 1 月降幅最大，降幅超过 2,000 亿元，其他月份净融资额均有所上升，2 月、3 月及 8 月净融资额同比增加均超过 900 亿元。整体来看，城投企业债券净融资情况较 2022 年整体有所改善。

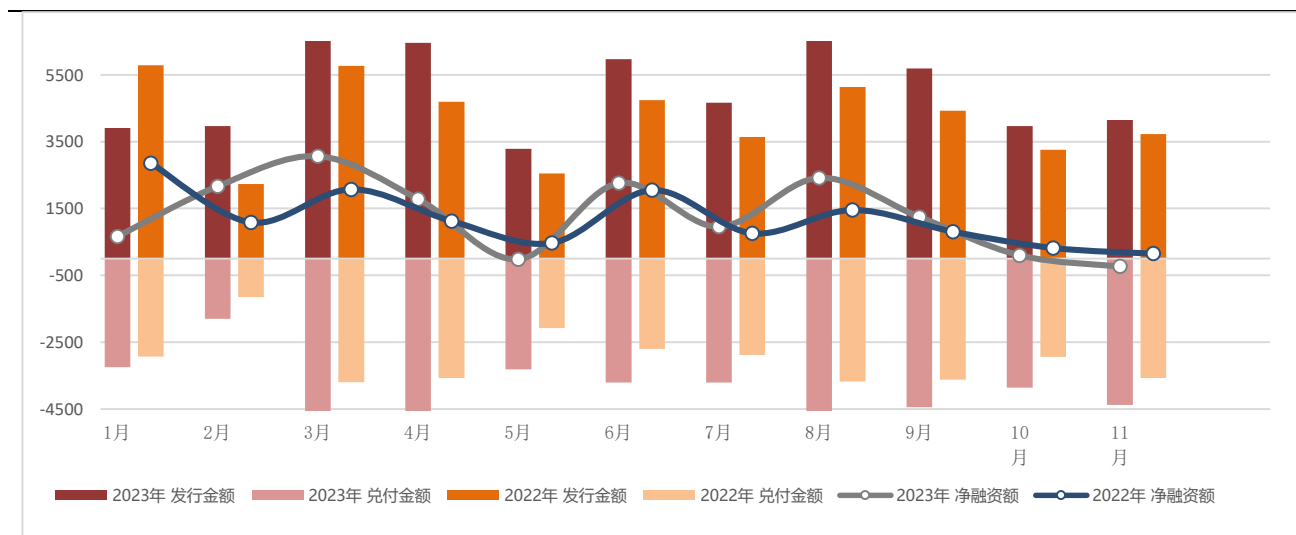


图 5 2022 年 1~11 月及 2023 年 1~11 月城投企业债券发行、兑付及净融资分布情况 (单位：亿元)

数据来源：WIND, 大公国际整理

注：兑付金额用“-”号填列

¹ 本文所指城投企业是按照大公国际的分类标准划分，下同。

² 起息日截止日为 2023 年 11 月 30 日。

从发行区域分布来看，2023 年以来，城投债发行仍主要集聚在东部区域经济财政实力较强省份，河南、重庆、天津城投债净融资额增长较快，辽宁、甘肃、贵州净流出规模较大，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著。2023 年 1~11 月，全国绝大部分省份城投债发行情况均有所回暖，但地区间分化显著。江浙区域城投债发行量仍远超其他省份，合计占城投债发行总规模的比重为 37.02%，同比略有上升。江苏省和浙江省城投债发行增量均超过 2,000 亿元，山东省和天津市紧随其后，城投债发行增量分别为 1,489.02 亿元和 1,032.70 亿元；上海市、贵州省、甘肃省等发行规模均有所下降。从各省（直辖市、自治区）净融资额来看，2023 年 1~11 月，22 个省（直辖市、自治区）为净融入，9 个省（自治区）为净偿还。浙江省、江苏省净融资额仍较大，处于前两位，均超过 2,000 亿元，浙江省略有下降，江苏省有所上升；山东省净融资额 1,903.04 亿元，仍处于第三位，净融入规模增长较快，与前两位差距大幅收窄。河南省、重庆市、天津市，城投债净融资额增长较快。其中河南省净融资额超过 1,000 亿元，位列第四位；重庆市净融资额同比增加 250.86 亿元，债券融资有所改善；天津市净融资额同比增加 236.63 亿元，债券融资持续改善。上海市、广东省仍为净融入，但净融入规模大幅下降。东北三省、云贵、甘肃、内蒙古、宁夏、青海省净融资均为负值，其中辽宁、甘肃、贵州净流出规模较大，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著。

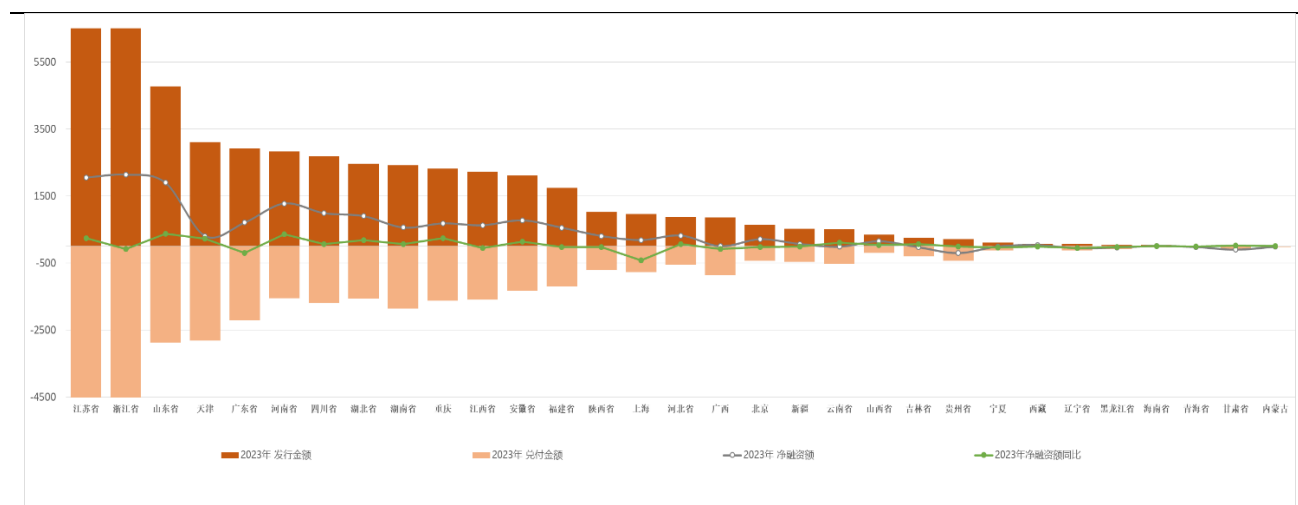


图 6 2023 年 1~11 月各省（直辖市、自治区）城投企业发行债券分布特征(单位：亿元)

数据来源：WIND, 大公国际整理

注：兑付金额用“-”号填列

从发债城投企业主体信用级别分布来看，2023 年 1~11 月，AA 及以上级别的发债主体发行规模均有所上升。其中 AA+及以上等级发行规模合计占比为 76.76%，同比上升 0.82 个百分点；AA+及 AAA 主体新发债金额同比分别增长 30.99%和 20.67%，增速较快。新发债继续向高信用等级主体迁移，城投平台信用分化进一步加剧。

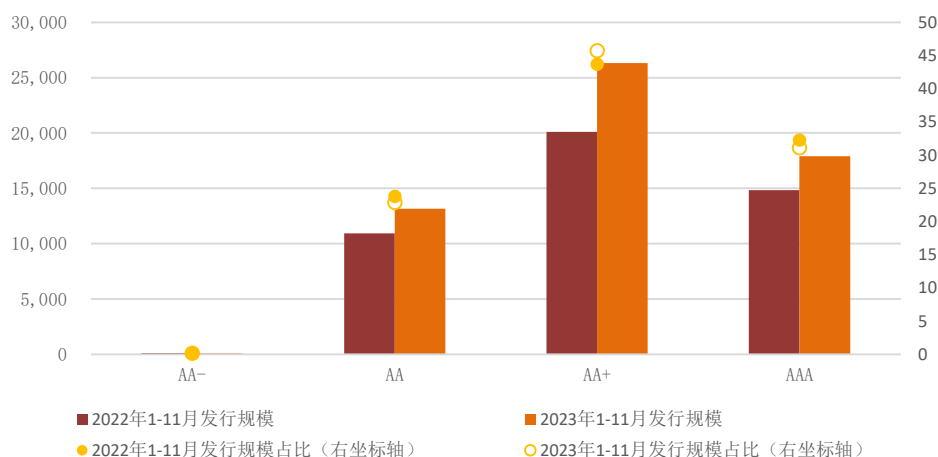


图7 发债城投主体级别分布情况(单位：亿元、%)

数据来源：WIND, 大公国际整理

从发行品种来看，2023年1~11月，城投企业发行债券品种以私募债、短期融资券及中期票据为主，私募债占比大幅上升，企业债发行规模大幅收缩。其中，受低基数效应及集中到期续发等因素影响，私募债发行规模增速达到49.56%，占比同比上升5.73个百分点至35.29%；短期融资券及中期票据发行规模增速分别为28.13%和32.61%。定向工具发行规模同比增长17.69%。受企业债发行注册职责划转等相关政策影响，企业债发行规模同比下降49.43%，大幅收缩；发行审核趋严背景下，公司债终止审查增多，交易所一般公司债发行规模有所下降；资产支持证券规模持续较低且略有下降。

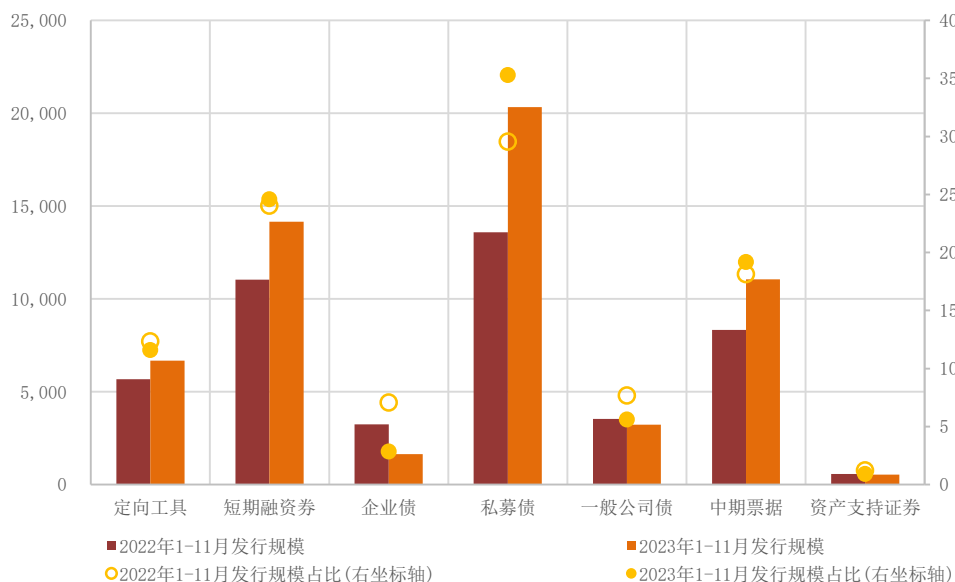


图8 城投企业2023年1~11月新发债类型变动情况(单位：亿元、%)

数据来源：WIND, 大公国际整理

从期限结构来看，新发债期限趋于短期化，3年期以上发行规模进一步下降；江苏省、天津等地短债发行规模较大，部分区域新发债期限结构有待改善。2023年1~11月，发行期限

为 1 年及以下、1~3 年（含 3 年）的城投债发行规模合计占比为 73.46%，同比上升 11.66 个百分点，增速较快，新发债期限趋于短期化。其中 1 年及以下期限的新发债品种主要为短期融资券，占比为 79.09%；集中分布省份为江苏省、天津、浙江省、山东省及广东省，占 1 年及以下期限新发债合计数的比重分别为 29.89%、13.11%、7.49%、7.40%和 7.28%。其中江苏省新发债主要分布在南京市、苏州市及南通市等地市，或受区域压降城投融资成本等政策影响，新发短债增长较快所致；天津市新发债集中分布在本级及滨海新区，2023 年 1~7 月新发短债票面利率基本处于 6%以上，融资成本相对较高，一揽子化债政策提出后，8 月以来新发短债票面利率大幅下降，融资成本明显改善，但新发债中一年内到期债券占比高达 75.13%，发行期限结构还有待改善。3~5 年（含 5 年）及 5 年以上期限的发行规模进一步下降。

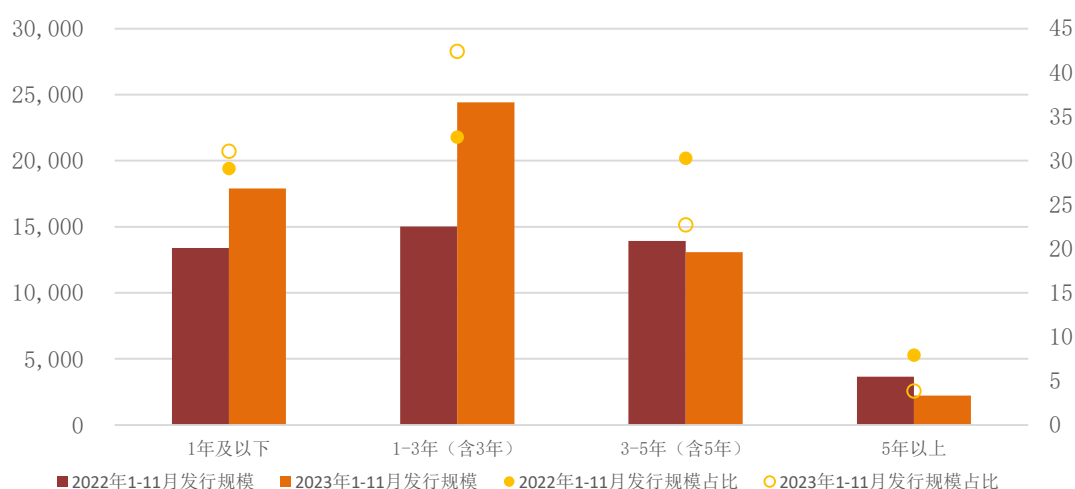


图 9 城投企业 2023 年 1~11 月新发债发行期限分布情况(单位：亿元、%)

数据来源：WIND, 大公国际整理

2023 年以来，在稳增长、一揽子化债政策陆续实施等背景下，城投企业发债数量及发债规模均有所回暖，但新发债品种以用于借新还旧的私募债为主，尾部区域再融资环境未显著改善，地区间城投债净融资分化仍较显著，信用分化进一步加剧。同时，新发债期限趋于短期化，部分地区新发债期限结构有待改善，不同地区间城投平台再融资能力分化继续加剧。预计 2024 年，在持续有效防范化解地方债务风险、坚决守住不发生系统性风险的底线背景下，城投债发行审批仍趋严，城投企业面临的整体融资环境将延续偏紧态势，城投债供给或将压降。

城投企业财务状况

2022 年，城投企业资产负债率继续上升，净利润亏损的城投企业数量有所增加，经营性净现金流有所恶化，筹资性净现金流仍主要为净流入；预计短期内，城投企业仍主要依靠再融资置换到期债务，严监管及土地财政承压的背景下，对于期末现金及现金等价物无法覆盖短期债务的弱资质城投企业，需关注其偿债压力。

从资产负债率看，2022 年末，城投企业资产负债率水平同比上升的占比为 63.43%，其中资产负债率上升大于 10 个百分点的城投企业数量为 85 家，主要为信用资质较弱的主体级别

AA 的城投企业。从资产负债率分布区间看，分布小于 30% 的占比下降 0.53 个百分点至 3.39%；30~50% 区间的占比下降 2.39 个百分点至 23.75%；50~60% 区间的占比上升 0.84 个百分点至 32.38%；60~80% 区间的占比上升 2.27 个百分点至 38.91%；大于 80% 的占比 1.57%，同比小幅下降，整体来看，2022 年城投企业资产负债率继续上升。

从盈利能力来看，2022 年城投企业利润总额仍主要来自政府补助，政府补助占利润总额比重大于 50% 的城投企业数量占比 62.40%，同比上升 7.54 个百分点。同期，城投企业净利润亏损企业数量同比增加 20 家至 104 家，包含由 2022 年盈利转为亏损的城投企业 49 家，其中亏损金额超过 5.00 亿元的城投企业 19 家，亏损原因主要系财务费用上升、计提减值损失、公益性业务经营亏损等因素影响所致；亏损金额进一步扩大的城投企业为 35 家，主要系参股企业处于成立早期未实现收益、持有股权公允价值亏损、从事的地铁、公交等业务受区域疫情爆发等因素影响所致。2023 年 1~6 月，城投企业净利润亏损占比为 16.11%，同比下降 1.01 个百分点。

经营性现金流方面，2022 年，城投企业经营性净现金流波动仍较大，经营性净现金流为净流出的占比为 47.73%，同比上升 2.37 个百分点；其中经营性净现金流转为净流出的城投企业占比 16.11%，同比有所上升，城投企业经营性净现金流有所恶化。2023 年 1~6 月，经营性现金流净流出的城投企业数量略有下降。在土地财政整体承压的背景下，对于经营性现金流较依赖于土地业务回款的城投企业，需关注其偿债压力。筹资性现金流方面，2022 年，筹资性现金流净流入的城投企业占比同比下降 2.31 个百分点至 67.23%。2023 年 1~6 月，筹资性净流入的城投企业数量占比 69.25%，城投企业仍主要依靠再融资置换到期债务。

从有息债务期限结构看，2022 年末短期有息债务规模占总息债务比重超过 40% 的城投企业数量占比 25.77%，集中分布在主体信用等级为 AA 的城投企业，低信用等级城投企业 2023 年到期债务集中度较高。

从短期偿债压力来看，2022 年末，城投企业期末现金及现金等价物对短期债务覆盖倍数低于 1.0 倍的城投企业数量合计占比达到 84.94%，覆盖能力较弱，城投企业面临的短期偿债压力仍较大。预计短期内，城投企业仍主要依靠再融资置换到期债务，严监管背景下，对于期末现金及现金等价物无法覆盖短期债务的弱资质城投企业，将面临较大融资压力。

表 2 2022 年末城投企业期末现金及现金等价物对短期债务覆盖情况（单位：个、%）

项目	<0.2	[0.2, 0.5)	[0.5, 1.0)	[1.0, 5.0)	[5.0, 10.0)	≥10.0
数量	1,162	958	530	399	39	32
占比	37.24	30.71	16.99	12.79	1.25	1.03

资料来源：Wind, 大公国际整理

债务压力

未来三年为城投债到期高峰；2024 年底前到期债券涉及的城投企业主体信用等级主要分布在 AA 及以上，未来仍需关注区域经济财政实力相对较弱、债务压力较大、偿债能力较弱区域弱资质主体流动性压力；12 个重点化债省份中天津、重庆集中到期压力相对较大，需关注尾部区域化债政策落地后债务压力缓释效果及区域再融资环境的改善情况，尾部风险亦不容忽视。

截至 2023 年 11 月末，根据大公国际行业分类，城投债余额合计 146,970.58 亿元，其中 2023 年 12 月到期的城投债券金额合计 2,440.84 亿元，占存量城投债的比重 1.66%；存续城投债集中在 2024 年到 2026 年到期，合计占存量城投债的比重为 71.84%，未来三年仍是城投债偿债高峰，其中 2024 年到期城投债占存量城投债的比重为 26.41%，偿债压力进一步加大。

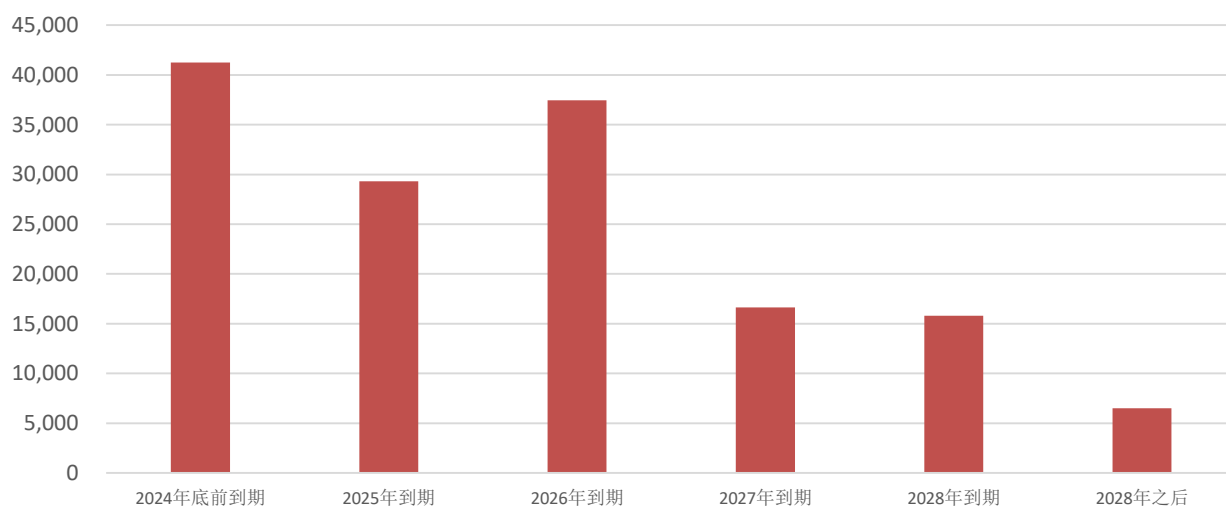


图 10 截至 2023 年 11 月末城投企业存续债到期分布(单位：亿元)

数据来源：WIND, 大公国际整理

2024 年底前到期债券涉及的城投企业主体信用等级主要分布在 AA 及以上，其中 AA+ 的到期规模最大，为 15,829.74 亿元，其次为 AA 及 AAA 城投企业，到期债券规模分别为 12,046.42 亿元和 12,797.41 亿元。AA 及以下信用等级城投债到期规模 367.69 亿元，主要分布区域为贵州省、江西省、湖南省、湖北省、四川省、安徽省等，部分区域存在城投企业级别下调及展望负面的情况，需关注区域经济财政实力相对较弱、债务压力较大、偿债能力较弱区域弱资质主体流动性压力。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/905324030003011130>