

## 特别评论

### 分析师联络人

左丰铭

+852-28607142

[saul\\_zuo@ccxap.com](mailto:saul_zuo@ccxap.com)

庄承浩

+852-28607124

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

## 基投融资政策回顾及展望：监管与化债力度加大同时促进企业转型

2021 年以来，中央对国内基础设施投融资（以下简称“基投”）的监管进入收紧周期。2023 年，在中央“一揽子化债政策”指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为抓手，多部门联动加大存量债务化解力度。2023 年 9 月底，国务院下发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发[2023]35）（以下简称“35 号文”），提出前所未有严格而明确的指导。文件加强了对一般融资平台的债务管控、提出重点省份融资平台化债的执行框架并规范了融资平台风控机制。12 个高风险重点省份包括天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏，作为日后严格监管对象。本文在回顾、总结 2023 年政策变动的同时展望 2024 年政策变动的趋势和带来的影响。

### 政策总结

2023 年基投行业监管思路延续“控增化存”的主基调，但在经济基本面下行、地方土地财政收益因地产行业的持续低迷而紧张等因素导致地方财政收支矛盾和信用风险加剧的背景下，针对地方化债的政策支持力度显著加大。在 7 月中央政治局会议制定实施“一揽子化债方案”的指引下，以地方政府获许可发行第四轮特殊再融资置换债和银行更密切参与债务置换为抓手，多部门联动解决存量债务化解和新发债务审批事宜。

**首先，2023 年银行成为新的政策发力点。**2023 年 1 月银保监会工作会议强调要积极配合化解地方政府债务风险，同年 3 月《2023 年政府工作报告》更为细化地提出要优化债务期限结构，降低利息负担。**其次，第四轮特殊再融资置换债券重启。**自内蒙古 2023 年 9 月率先发行特殊再融资债券后，29 省截至 2023 年末已发行约 1.39 万亿，成为解决地方基投企业隐性债务偿还和缓解地方工程款支付压力的重要手段，尤其在隐性债务显性化问题上，得以让地方政府完成对债务的统筹统计工作。**此外，一系列政策继续强调不同地区因地制宜探索化债路径。**2023 年 3 月财政部指出“地方政府债务问题主要是分布不均匀，一些地方债务风险较高，还本付息压力较大”，在此背景下，继贵州等高风险地区开展降低债务风险等级试点之后，35 号文进一步明确了 12 个重点省份，要求金融机构必须支持重点省份基投企业今明两年债务存量化解，严控基投企业各类债务规模新增；同时，新一轮特殊再融资置换债券的发行额度也向上述 12 个重点省份倾斜；《35 号文》亦划定了“3899 名单”和“闯四关”制度，用名单制管理控制新增城投负债，用更加明确地业务划分机制和更加具有倾向性的城投审核机制鼓励城投公司积极转型为产业公司。即便作最坏情况的打算，2023 年 11 月，央行行长潘功胜表示必要时中国人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。**最后，新政强化对政府债务管理机制的优化。**2023 年 10 月，中央金融工作会议提出要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。此前一个月，十四届全国人大常委会立法规划对外发布，将“规范政府债务”纳入立法规划。

### 政策影响

首先，以特殊再融资债的发行为首发力点的多部门联动化债降低了基投企业的流动性承压，增强了企业信用质量以及债务管理灵活程度。大部分区域的城投企业，尤其是偿债压力较小，信用质量较高的城投企业，本次特殊再融资债可以高效化债；对于区域额度宽裕，经济发展水平较好区域的城投企业，本次特殊再融资债可以优化债务结构，降低偿付压力，更能够鼓舞市场情绪。根据城投 CAIR 风险指数看，6 月之后的整体指数明显下行。随着此后特殊再融资债额度正式落地，获得支持省份的城投债市场受到较大提振，信用利差继续收窄、提前兑付规模增加，特别是部分风险不低且此前不在预期获得额度支持范围的省份因获得超预期额度支持，区域信用环境加速改善，但是否能形成持续利好行情仍待 2024 年持续观察。

然而，基投企业承压随着区域化债进度成效分化而分化，弱区域仍需持续关注。发行特殊再融资债将会挤占显性债务余额空间，显性债务限额管理制度下，部分债务压力较大区域限额空间受限，特殊再融资债发行规模将因此大受限制，对当地城投企业的利好也就将相对有限。部分债务压力较大、省级动员能力欠佳且获得特殊再融资额度低于预期的省份，难迎来实质性改善，仍面临一定估值波动的压力。在可用限额整体受限的背景下，部分区域可获得的额度较为有限，对于财力本较弱、债务压力较大的地区，特殊再融资债仅可缓释尾部区县债务风险，对整体区域信用修复效果有限，特别是尾部区域一旦获得额度低于市场预期甚至落空，将进一步加剧债券估值波动风险。这些无法通过特殊再融资债融资改善债务状况，清偿短期本息的企业，可能会寻求其他成本更高的渠道进行融资。

最后，2023 年整体对基投企业融资进一步收紧，企业利息偿付压力仍然较大。2023 年 9 月底，国务院下发“35 号文”，提出前所未有严格而明确的指导。针对前文中区域分化的问题，针对性的提出了重点区域管理和名单制，限制了弱资质区域和信用风险较敏感公司债务融资的路径。重点省份到期债务化解方面，首先，2024 和 2025 年到期的融资平台债务，无法偿还的，金融机构通过债务重组、债务置换等方式化解；其次，债券需加快审核，支持本金借新还旧，资质好的平台统一借贷；此外，对于存续的非标债务，需对存续非标利率协商打折，同时银行发放项目贷款置换非标本金；最后，流动性风险管控方面，央行通过设立应急流动性借款，支持 2025 年末前到期债务流动性风险化解。对于情况较好于尾部的企业，新政的“闯四关”机制提升了基投企业融资难度，明确了基投企业行业转型评判标准，明确地鼓励地方基投企业向产业企业转型的精神。

## 展望

首先，城投行业大概率仍将延续“控增化存”的主基调，严控隐性债务新增。同时中央一揽子化债政策空间延续，特殊再融资置换债券政策将持续发力，银行等金融机构参与经营性债务置换的政策细则将逐步落地，各地尤其是重点关注省份或名单制“3899 名单”上的基投公司债务结构调整进程或将加快。

其次，明确的新规指引下，基投企业或将加速其转型的步伐以图更加顺畅的融资渠道。根据《35 号文》新规，交易所与银行间城投、产业新发债共有四项审

核，也就是“闯四关”。其中，对于名单外城投设置若干财务指标，认定其产业类属性。这些指标包括资产结构指标、收入结构指标和利润结构指标，旨在判定城投公司转型产业类公司的进度。资产结构方面，政府性资产要占比 30% 以下；收入结构方面，政府性收入要占比 30% 以下；利润来源方面，50% 以上的利润须来自非政府，此条适用于判定政府补贴。若在此前审核中未被认定为产业类，则一般较难新增。除非满足各项要求的低债务率的优质区域优质城投，可以一事一议。这项新规明确了判定标准，同时收紧基投企业发债渠道，鼓励财政承压企业积极转型以获得空间举债。

**最后，基投企业的财务状况或将进一步产生分化，弱资质主体风险缓释依赖于政策执行力。**从近期地方化债进度效果来看，区域禀赋不弱、化债资源整体较为充足的地区，在获得较高额度特殊再融资债支持后，信用资质有望加速修复，信用利差或出现较大幅度压缩。如天津在持续对接金融机构积极化债叠加市场预期将获得较高额度特殊再融资债的背景下，近期城投债一二级市场出现明显改善。尽管近期化债政策阶段性缓释了基投行业的流动性，但应关注到，当前化债政策系中央、地方政府、金融机构、基投企业等多方博弈的结果，化债措施集中关注于近两年到期的债务，政策优先解决短期问题，而政策的持续性和执行力度将对基投企业具有重要影响，在基投企业加速分化发展的趋势之下，弱区域弱资质基投企业或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度。

*本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com) 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。*

## 版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者作出自己的研究和评估。



### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编：100020  
电话：(8610) 6642 8877  
传真：(8610) 6642 6100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

### China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室  
电话：(852) 2860 7111  
传真：(852) 2868 0656  
网址：<http://www.ccxap.com>

### China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>