

12个重点省份城投境外 债风险特征及政策影响



中國誠信(亞太)信用評級有限公司
CHINA CHENGXIN (ASIA PACIFIC) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

分析师

庄承浩

+852-2860 7124

peter_chong@ccxap.com

冯韵

+852-2860 7133

olivia_feng@ccxap.com

陈心远

+852-2860 7138

simon_chen@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯

+852-2860 7120

elle_hu@ccxap.com

2024年3月【】日

重点省份债务增量控制政策落地，城投行业转型紧迫性凸显

最新城投政策解读及影响

- ▶ 国务院办公厅先后出台《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（“35 号文”）及《国务院办公厅关于印发〈重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）〉的通知》（“47 号文”），这两份文件是国务院办公厅关于支持融资平台债务风险化解的指导意见，目的在于防范和化解融资平台等地方债务风险，要求金融机构（主要是银行）支持重点省份融资平台 2023 至 2024 年债务存量化解；严控融资平台各类债务规模新增，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配。
- ▶ 35 号文将融资平台分为三类，并对每类进行差异化限制；明确融资平台债务的定义，包括贷款、债券、非标等金融债务，排除隐性债务和未纳入隐性债务但须由地方政府承担偿还责任的债务。此外，文中提出多种化解措施，如债务重组、债务置换。
- ▶ 47 号文作为 35 号文的配套文件，明确除民生类项目及国家级别的重大政府投资项目外，12 个重点省份的大部分新建政府投资项目均将受到严格限制。

12 个重点省份城投境外债风险特征

- ▶ 在严控新增债务和化解存续债务的大背景下，近年来 12 个重点省份城投境外债发行金额不断降低，且相当一部分在发行结构中使用了增信措施、例如使用银行备用信用证等。随着美联储加息、美元债融资成本不断攀升，人民币在发行币种中的比例越来越高。
- ▶ 12 个高风险重点省份涉及东北、西北、西南等“网红”区域，每个区域的财政经济实力和风险特征均有所区别。西北省份因为多次发生信用事件，所以在公开市场上受投资者的认可度比较低，因此一级发行数量较少。东北及华北地区整体发展速度和发展质量均明显落后于南方的省份，在公开市场的发债规模也较小。西南区域整体经济发展水平一般，财政资源也较为稀缺，发行金额远高于其他区域。随着 2023 年下半年特殊再融资券的发行和其他中央政府的支持政策，二级市场的信用利差有所下降。

总结及展望

- ▶ 12 个重点省份整体的经济发展水平较为落后、财政水平较弱、对于债务的偿还能力比较差，因此整体信用资质较为落后，一级市场新发行和二级市场存续的地方政府性债务利差比较高。
- ▶ 严控新增政府投资是当前重点省份切实防范化解地方债务风险的必要举措，属于系列债务化债措施的细化，亦是在存量地方债务风险得以阶段性缓释后，债务增量控制具体措施的开始落地。
- ▶ 在城投企业境内发债收紧的背景下，预计境外债监管方向会朝着境内债监管政策靠拢。此外，在此次“化债”背景下，将进一步促进城投平台加速转型，预计将有一大批城投向产业化公司转型。

引言

随着我国经济转为高质量发展阶段，基建投资对经济拉动的边际递减情况显现，重点省份基建投资乏力的同时亦产生较重的债务负担，与其 GDP 体量和社融增速有所不符，并面临地方债务风险较高，还本付息压力较大等问题。为了妥善处理地方政府及融资平台的债务问题，监管近期相继出台一系列政策，多管齐下化解平台债务风险。同时，近年来城投境外债发行不断增加，越来越多的城投企业选择发行境外债来拓展融资渠道。本文旨在总结分析重点高风险区域的城投境外债风险特征，并对近期有关重点省份债务风险化解的热点政策进行梳理。

最新政策解读及影响

城投境外发债政策最新热点

2023 年 9 月及 2023 年底，国务院办公厅先后出台《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（“35 号文”）及《国务院办公厅关于印发〈重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）〉的通知》（“47 号文”），这两份文件是国务院办公厅关于支持融资平台债务风险化解的指导意见，目的在于防范和化解融资平台等地方债务风险，要求金融机构（主要是银行）支持重点省份融资平台 2023 至 2024 年债务存量化解；严控融资平台各类债务规模新增，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配。

35 号文将融资平台分为三类，并对每类进行差异化限制；明确融资平台债务的定义，包括贷款、债券、非标等金融债务，排除隐性债务和未纳入隐性债务但须由地方政府承担偿还责任的债务。此外，文中提出多种化解措施，如债务重组、债务置换。作为 35 号文的配套文件，47 号文要求在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。明确 12 个重点省份（即债务高风险地区）：天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级 2024 年不得出现政府投资新开工项目。推迟或停止目前使用投资不到一半的项目建设。要求这些省市应尽一切努力将“债务风险降至中低水平”。作为城投最重要债权人之一的商业银行入局化债，将通过债务重组和置换等方式，重点承接 12 个重点省份的存量贷款、非标等高息债务等。

首先 35 号文对融资平台进行分类，主要分为以下三类：

- （1）地方政府融资平台；
- （2）参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）；
- （3）普通国有企业。

对于地方政府融资平台，只能借新还旧，而且不包含利息，不能新增融资（此类平台被列入城投“名单”）；对于参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台），根据省市区域的不同，实施差异化限制。在 12 个高风险重点省份，这些企业只能借新还旧，不能新增融资。而在其他省份，需要省级政府出具同意文件，才可以新增融资。对于普通国有企业，可以新增融资，但是债务由企业自己负责。

35 号文要求对于城投标债，明确至少要在 2025 年以前不出现兑付风险；未来每个省会根据当地 GDP 规模与社融增速进行债务管控。35 号文的对于银行要求：（1）央行通过设立流动性工具（SPV）来支持城投平台偿付标债，同时省级政府要提供抵押物；（2）央行设立“紧急贷款”，对地方政府暂难偿还的债务（含公开债券及非标贷款）进行“紧急性”的流动性支持，但最长期限不得超过两年，仅可用于“紧急”事项；（3）调整后的贷款期限不得超过 10 年（原则上），调整后的贷款利率不得低于（同期限）国债利率，调整后的还款方式应做到每年还本比例至少达到 10%（即十年内要还完且每年都有还本计划）；（4）对于 2024 年前到期的相关债务风险化解工作，明确可维持五级分类正常，且不纳入征信管理。对于已出问题的债务可自主核销，相关情况不纳入考核。非标融资方面要求：12 个高风险重点省份要求金融机构配合展期降息；其它省份建议协商展期降息。

此外，除之前明确的 1-1.5 万亿特殊再融资券正常发行外，可能还会再发行 1 万亿地方政府债券用于偿还工程款；12 个重点省份可在年度债券发行额度内“统借统还”，支持资质较好融资平台承接弱资质融资平台借新还旧债券发行额度。允许省级城投发债偿还区县级平台的债券。

47 号文作为 35 号文的配套文件，明确除民生类项目及国家级别的重大政府投资项目外，12 个重点省份的大部分新建政府投资项目均将受到严格限制：（1）原则上不得在交通、社会事业、市政、产业园区、新型基础设施、楼堂馆所、棚户区改造等领域新建（含改扩建与购置）政府投资项目。（2）可以通过中央投资、财政资金等予以支持并可依法合规举债筹措资金的重大政府投资项目，需纳入国家“十四五”规划纲要、国家有关专项规划及国家战略规划纲要等条件。（3）获国务院批准的重大政府投资项目，纳入“十四五”规划和各类国家区域规划和战略规划的跨省、跨流域和保障人民财产安全的重大项目，以及保障房建设、“平急两用”公共基础设施、城中村改造项目等，仍可按规定履行审批手续，通过中央投资、财政资金等予以支持保障，同时可以依法合规举债筹措资金。

对存量项目进行清理，总投资完成率低于 50% 的大部分项目要缓建或停建（尤其是低于 30%），总投资完成率高于 50% 的小部分项目要缓建或停建。重点省份要按照工作进展情况对本地区在建政府投资项目进行评估，确定续建、缓建或停建。

35 号文规定了金融机构不得向融资平台提供资金开展政府投资项目，47 号文进一步强调了，在 12 个重点省份不得新建政府投资项目。从根本上确定了在这 12 个重点省份，不管是什么融资平台或者其他国有企业，都无法实现为政府投资项目新增融资。

政策对城投境外发债影响

在城投企业境内发债收紧的背景下，监管拟收紧区县级城投发行外债，预计监管方向会朝着境内债监管政策靠拢。目前监管对于城投境外发债窗口指导政策：

- （1）政府收入合并不能超过 50%，棚改安置房不算政府收入；
- （2）补流比例不能超 20%；
- （3）发债规模（不含境内债）不能超过净资产 40%（包括累计余额）；
- （4）近三年公司平均净利润覆盖债券利息；
- （5）项目收益在债券存续期覆盖利息，营运期覆盖总投资；
- （6）35 号文融资平台名单内企业，目前只允许借新还旧，不得用于新增；
- （7）不在名单内的企业，新增外债需和省发改委、外管做好沟通工作，统一进行管理。
- （8）新申报的项目或者未审批的项目需要具备境外评级机构出具的信用等级或者国际评级情况，境外评级报告或将作为审核过程中的参考要件，需提供佐证材料；
- （9）信用级别较低的主体或者计划备证发行的项目，要求提供后续项目获得备证的支撑材料，并在备案登记证明中注明“由银行提供备用信用证增信”等相关要求，且备证行需要提供国际评级情况。

目前最新的城投境外发债指导还未正式出台，但从国务院 35 号文及 47 号文可以预见，城投境外债新指导将会在之前的窗口指导意见上进行升级，进一步达到严控融资平台各类债务规模新增的目的。预计在 12 个重点省份且在名单内的城投，境外监管仍会沿用这一监管政策。如果被认定为名单内平台的话，后续基本不能新增境外债券。且新申报境外债在发改委审核时依然会看收入结构，甚至参考境内交易商协会要求，把城投资产结构也纳入审核范围。审核制度进一步趋严势必会导致城投境外发债规模下降，尤其是 12 个重点省份内城投。

但是，从另一角度上看，现在监管对城投公开债券均持谨慎态度，如之前证监会亦提出要强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重。这意味着，现在的存量城投债券确实已经变得很稀缺，经过监管筛选后的中短期城投债或能在境外新发的城投债则属于相对优质的标的，新发行城投债券利率预计将进一步降低。此外，在此次“化债”背景下，将进一步促进城投平台加速转型，预计将有一大批城投向产业化公司转型，目前已有不少地方积极组建产业类国企，组建产业类国企是遵循发展规律下的必然选择。

47 号文严控新增的项目清单涉及众多传统基建领域，部分城投企业短时间可能会面临基建业务无法开展或大幅减少的情况，其业务稳定性及可持续性将直接受到影响，甚至会面临地位边缘化的风险，同时政府投资项目的限制亦影响增量融资的实现，或将导致平台企业面临更大的存量债务滚续难度。

总体来看，为防范化解隐性债务风险，中央和地方监管部门对城投企业的境外发债监管和审核要求整体趋严，在当前的地方债务管理框架下，城投企业的境外债券融资受到严格限制，通过资本市场新增融资明显受限，城投企业的境外债券市场或将进入存量甚至逐步萎缩阶段。此外，从中长期来看，重点省份地方债务风险降低至中低水平后，地方政府财力承压将有所缓释，城投企业的政府类代建回款或将有所改善。。

12 个重点省份城投境外债风险特征

2023 年 9 月，国务院办公厅出台“35 号文”，参照平台管理的地方国企根据区域不同进行差异化限制，12 个高风险重点省份只能借新还旧，其它省份在省级政府出县文件的情况下可以新增；其中 12 个高风险重点省份为天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏。根据地理位置，这 12 个省份又可以分为以下几个区域：西北地区（甘肃、青海、宁夏），东北及华北地区（天津、内蒙、辽宁、吉林和黑龙江），西南及华南区域（包括重庆、贵州、云南、广西）。

在严控新增债务和化解存续债务的大背景下，2023 年 12 个重点省份城投境外债发行金额不断降低，且相当一部分在发行结构中使用了增信措施、例如使用银行备用信用证等。随着美联储加息、美元债融资成本不断攀升，人民币在发行币种中的比例越来越高。2023 年 12 个高风险重点省份共计发行 29 笔境外债，发行总金额 27.7 亿美元，其中以人民币计价的境外债发行总额 18.3 亿美元。发行期限均为中长期，债券到期年限为 1-3 年。受美元融资成本高企的影响，美元计价的境外债整体票面利率较高，9 只以美元计价的境外债票面利率为 6.4%-9.8%；受银行备用信用证起到增信作用和中国人民银行持续降息的影响，20 只以人民币计价的境外债票面利率整体大幅低于以美元计价的境外债，票面利率为 3.9%-7.8%。2024 年 12 个重点省份城投境外债到期规模较大，全年来看下半年到期偿债压力较大；2024 年到期 21 只境外债，到期金额 35.4 亿美元。

表 1：2022 年和 2023 年 12 个重点省份财政债务数据

省份	2022			2023		
	一般公共预算收入 (亿元)	一般公共预算支出 (亿元)	政府债务余额 (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	一般公共预算支出 (亿元)	政府债务余额 (亿元)
贵州省	1,886.4	5,851.4	12,472.9	2,078.3	6,202.8	15,124.7
云南省	1,949.5	6,699.8	12,098.3	2,149.4	6,730.3	14,440.6
辽宁省	2,525.1	6,261.4	10,975.2	2,754.0	6,567.3	12,870.4
重庆市	2,103.4	4,892.8	10,071.0	2,440.7	5,304.6	12,258.0
广西壮族自治区	1,931.7	5,893.3	9,722.1	1,783.8	6,102.6	11,551.5
天津市	1,846.7	2,729.8	8,645.6	2,027.3	3,280.5	11,117.4
内蒙古自治区	2,824.4	5,887.7	9,339.8	3,083.4	6,817.5	11,070.5
吉林省	851.0	4,044.0	7,167.6	1,074.8	4,406.8	8,871.5
甘肃省	907.7	4,257.2	6,086.9	1,003.5	4,518.5	7,107.0
青海省	329.1	1,975.1	3,044.3	381.3	2,188.7	3,337.4
宁夏回族自治区	460.2	1,587.9	1,996.8	502.3	1,751.5	2,243.7

资料来源：各地财政局

12 个高风险重点省份涉及四个“网红”区域：西北地区，东北及华北地区，西南及华南地区，每个区域的财政经济实力和境外债风险特征均有所区别。

(1) 2023 年公开发行的境外债中，涉及西北地区的三个省份甘肃、青海、宁夏仅公开发行两笔境外债，发行总金额 5.5 亿美元，且发行方式都是 SBLC 发行，无直接发行或者担保发行，发行币种都是人民币。从公司层级来看，发行的两笔境外债均为区域内信用资质最好的省级平台发行。

西北地区长期以来经济发展落后于东南沿海省份，财政自给率在全国范围内都很低，对于转移支付的依赖度较高，例如 2023 年青海省一般公共预算收入为 381.3 亿元，转移支付收入为 1,726.6 亿元，一般公共预算支出为 2188.7 亿元，财政自给率仅为 17.4%。此外，西北省份整体债务负担重。因此整体财政实力非常弱、区域城投企业的资质较差。此外，西北省份因为多次发生标债违约事件和非标违约等信用事件，所以在公开市场上受投资者的认可度比较低。在此背景之下，西北省份的均采取了较为严厉的方式来控制新增债务、化解存量债务。具体措施包括完善并落实闭环管理问责机制，加强地方政府融资平台管理等。

(2) 2023 年东北及华北地区共发行 6 笔境外债，总发行金额 6.5 亿美元，发行境外债的城投企业以区县级平台为主、以省级和地级市平台为辅。其中长春市城市发展投资控股(集团)有限公司为投资级的平台公司，其余发债的企业均未获得投资级的评级。

东北及华北地区整体经济发展水平高于西北地区，财政实力也强于西北地区，但东北整体老旧工业转型速度较慢、人口持续外流，整体发展速度和发展质量均明显落后于南方的省份。以辽宁省为例，2023 年辽宁省一般公共预算收入为 2754 亿元，转移支付收入为 3556.1 亿元，一般公共预算支出为 6567.3 亿元，财政自给率为 41.9%，整体财政自给能力强于西北省份、但仍旧弱于东南沿海省份。此外，东北和华北地区的部分城投也出现了商票违约和非标违约等负面舆情，例如 2018 年内蒙古科尔沁城市建设投资集团有限公司与呼和浩特惠则恒投资(集团)有限责任公司的信托融资出现违约，对于区域的融资状况会产生一定的负面影响。

(3) 2023 年西南区域共发行 18 笔城投境外债，总发行金额 14.6 亿美元；发行方式以直接发行和担保发行为主，少数的境外债发行方式为备证发行。从评级来看，18 笔城投境外债的发行人全部为无评级企业，且大部分为区县级平台公司。

西南区域属于近几年来非常“网红”的省份，虽然地方政府出台了一系列维护金融市场稳定、防范化解债务风险的措施，并且中央层面也给予了较高额度的地方政府再融资专项债券、以云南省为例，2023 年 9-11 月云南总计发行地方政府再融资一般债券 1,173.6 亿元，发行地方政府再融资专项债券 311.39 亿元，但是受土地市场景气度下降、经济财政疲软、监管政策趋严和超预期风险事件冲击等影响，西南区域的整体融资环境仍然处于较差的水平。随着 2023 年下半年特殊在融资券的发行，贵州和重庆拿到了较多的中央支持，短期信用风险略有缓释，因此整体利差有所下降，例如重庆市重要平台公司重庆两江新区开发投资集团有限公司的中期票据发行票面利率大幅下降，2023 年 7 月 31 日发行的中期票据 23 渝两江 MTN003B 票面利率为 3.41%，而 2024 年 2 月 29 日发行的中期票据 24 渝两江 MTN001B 票面利率下降到 2.95%。虽然贵阳市(贵州省省会)的利差仍大幅高于广州市(广东省省会)，但 11 月特殊再融资券发行后，可以看到整体利差明显收窄。

2023 年广西省共发行 3 笔城投境外债，总发行金额 3.5 亿美元；发行方式以直接发行和备证发行为主。从评级来看，3 笔城投境外债的发行人全部为无评级企业，且全部位于经济较为发达的城市如桂林南宁的区县。广西省自身资源禀赋较差，整体经济发展水平在南方属于落后水平，财政资源也较为稀缺。但是 2023 年以来，广西通过自治区政府层面整体统筹、各地级市分城施策、个别地市重点支持的方式推进化债，具体通过政府置换债券、财政调拨资金、债券滚续、银团贷款、资产盘活等方式实现债务偿还及债务结构的逐步调整。

总结及展望

12 个省份整体的经济发展水平较为落后、财政水平较弱，自身“造血”能力相较于东南沿海省份很差、对于债务的偿还能力比较差，因此整体信用资质较为落后，一级市场新发行和二级市场存续的地方政府性债务利差比较高。为了妥善处理地方政府及融资平台的债务问题，国务院办公厅先后出台 35 号文 47 号文，目的在于防范和化解融资平台等地方债务风险，要求金融机构(主要是银行)支持重点省份融资平台 2023 至 2024 年债务存

量化解：严控融资平台各类债务规模新增，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配；重点省份要严控新建及规范在建政府投资项目。

严控新增政府投资是当前重点省份切实防范化解地方债务风险的必要举措，属于系列债务化债措施的细化，亦是在存量地方债务风险得以阶段性缓释后，债务增量控制具体措施的开始落地。本次重点省份严控新增及规范政府投资项目体现出中央化债的决心，旨在限制政府投资支出，从源头上控制债务增量，短期内将对重点省份的经济发展产生一定影响；在政府投资受限的情况下，民间投资参与度将进一步提高，这也对平台企业与民间资本的新合作机制提出更高要求；传统基建项目将加速清退，虽利好平台企业投资减负，但需做好存量项目的处置工作；随着 35 号文及 47 号文落地，部分平台企业或将面临地位边缘化的风险及更大的存量债务滚续难度，但同时也将倒逼平台企业加速推进转型。

在城投企业境内发债收紧的背景下，监管拟收紧区县级城投发行境外债，预计监管方向会朝着境内债监管政策靠拢。此外，在此次“化债”背景下，将进一步促进城投平台加速转型，预计将有一大批城投向产业化公司转型，目前已有不少地方积极组建产业类国企，组建产业类国资企业是遵循发展规律下的必然选择。

© 本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

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

网址： www.ccxap.com

邮箱： info@ccxap.com

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656