

城投的总体债务风险大吗？

目录

概述.....	1
城投债务总量有多少？	2
60 万亿是什么水平？	2
城投的整体债务风险如何	4
“一揽子化债政策”的针对性.....	5

概述

推测全国城投有息负债总量达 60 万亿，整体规模仍在可控范围

经整理统计，截至 2022 年底，全国已发债城投企业的总有息负债为 56 万亿元。考虑到全国未发债、无数据的部分城投的有息负债预计仍有一定规模，推测全国城投有息负债的总规模在 60 万亿左右，其中近八成成为长期负债，符合城投经营特性。虽然根据监管政策，城投的负债属于企业债务，政府不为城投债务兜底，但是城投公司无论从对政府的重要性还是与政府的联系来说，都暗含了较强的政府支持预期，城投债务规模会对政府产生潜在压力。然而，60 万亿规模虽大，我们认为仍在可控的范围。首先，即便抛开城投自身的偿债能力，将 60 万亿城投负债全部计入广义政府债务的计算中，中国 2022 年底的广义政府债务与 GDP 之比约 100%，仍相对可控。且中国政府有很强的货币政策把控能力，以银行为主的债权人结构也有利于政府进行风险管理。其次，随着近年来城投融资的管控收紧，城投有息负债的增速已被有效遏制。2022 年城投有息负债的规模增速下降到了 7.5%。预计监管“化存量，控增量”总体政策不变，城投的负债规模在未来几年有望维持个位数的缓增。

城投债务不大可能爆发系统性风险，但需关注局部风险

第一，城投债务监管的政策风险不大。经过过去几年的城投债务监管政策的相继出台、政策调整和市场消化，政策面趋于稳定，市场参与者也对此形成了稳定的预期。第二，宏观上的再融资风险相对可控。目前城投公司的主要债权人为国内银行，而持续扩大的存款总额使得银行的业务发展有持续的扩表需求。我们认为只要政策保持稳定，银行对城投的风险偏好将保持不变。随着城投债务规模增速下降至个位数，增量的银行资金能够满足城投整体的再融资需求。第三，城投面临的付息压力不小，但大体仍能够维持资金平衡。我们计算 2017-2022 城投的 EBITDA+政府补贴对其利息支出的覆盖比率平均数为 105%，反映出城投的偿债现金流保持紧平衡，部分流动性较弱的城投则需要新增借款去偿还利息。过去几年来城投的平均融资利率保持在 5% 左右，大幅高于地方债目前 3% 左右的平均票面利率。相对较高的利息成本增加了城投的付息压力，也无形中增加了地方政府对城投的支持压力。第四，虽然宏观层面的城投债务风险可控，但整体偏紧的现金流和不同区域间的经济、财政和债务等方面的差距导致的区域风险不容忽视。

“一揽子化债政策”是打蛇打七寸

中央推出的“一揽子化债政策”对解决当前城投的债务问题、缓解地方政府隐性压力有较强的的针对性。我们认为以低利率的、长期限的地方政府债券去置换高利率的、相对短期的城投债务，一方面有利于降低地方隐性债务规模，使得隐性债务显性化，增加透明度；另一方面有利于减轻城投的偿债付息压力，提高城投的流动性，降低债务风险。然而，以债务置换为主的化债措施并不能实质降低地方政府债务率，同时可能滋生道德风险，引起“越化越多”的担忧。但我们认为，经过几年“开前门，堵后门”的融资管控，城投的负债增速已被遏制，化债后出现新一轮大幅城投债务扩张的可能性较小。同时 8 月份的国务院报告明确，实施一揽子化债方案后，要防止一边化债一边新增。预计后续随着配套管控措施的出台，未来债务率较高、化债力度较大地区的城投融资可能进一步收紧。

注：本文译自英文版报告。若有分歧，以英文版为准。

联系我们

主分析师

姓名 左一鸣，FRM

职衔 联席董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

姓名 林思琪

职衔 分析师

电话 +86 755 8321 0225

邮箱 siqi.lin@cspi-ratings.com

城投债务总量有多少？

作为地方基础设施建设和国有资产运营的重要主体，城投公司是中国债券市场的重要参与者。截至 2023 年 8 月底，城投债的总存量金额超过 13 万亿，在整体信用债存量市场占比近 30%。地方具规模，有实力的城投企业大部分有参与资本市场融资。因此，我们统计了近年来有发债、有公开数据的城投的有息负债总量，并剔除合并范围内子公司的数据以避免重复计算。按此整理后的发债城投企业共 2700 余家，其中，区县级城投数量最多，超 1500 家，占比超 55%，地市级次之，675 家，占比近 25%，其余为省级城投和各类园区城投等。我们认为该统计规模对中国整体城投的情况有较强的代表意义。

2022 年，已发债城投企业包括银行借款、债券、票据和其他融资在内的总有息负债为 56 万亿元。考虑到全国未发债、无数据的部分城投的有息负债预计仍有一定规模，因此我们推测，全国城投有息负债的总规模在 60 万亿上下。

城投债务的期限结构以长期债务为主，近年来长短期债务比例保持在 80:20 的比例，与城投的业务属性相匹配，期限结构未出现明显变化。各行政层级的城投的有息负债占比也相对稳定，大部分的城投债务由区县级和地市级城投承担，占比均在 30% 左右，不同层级的城投举债规模也未出现明显变化。总而言之，城投债务总量虽然持续扩大，但结构稳定（图 1&2）。

图 1: 城投长短期负债比例相对稳定

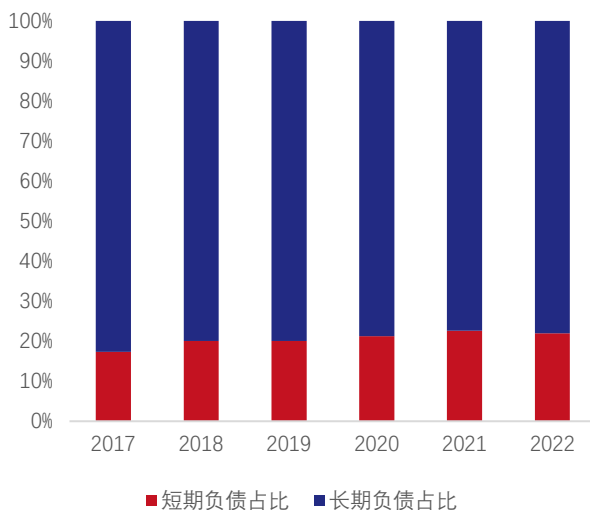
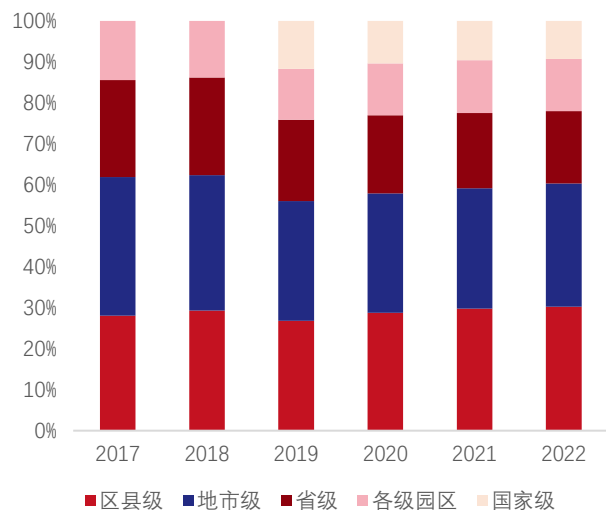


图 2: 各行政层级的有息负债占比



数据来源：Wind，中证鹏元国际

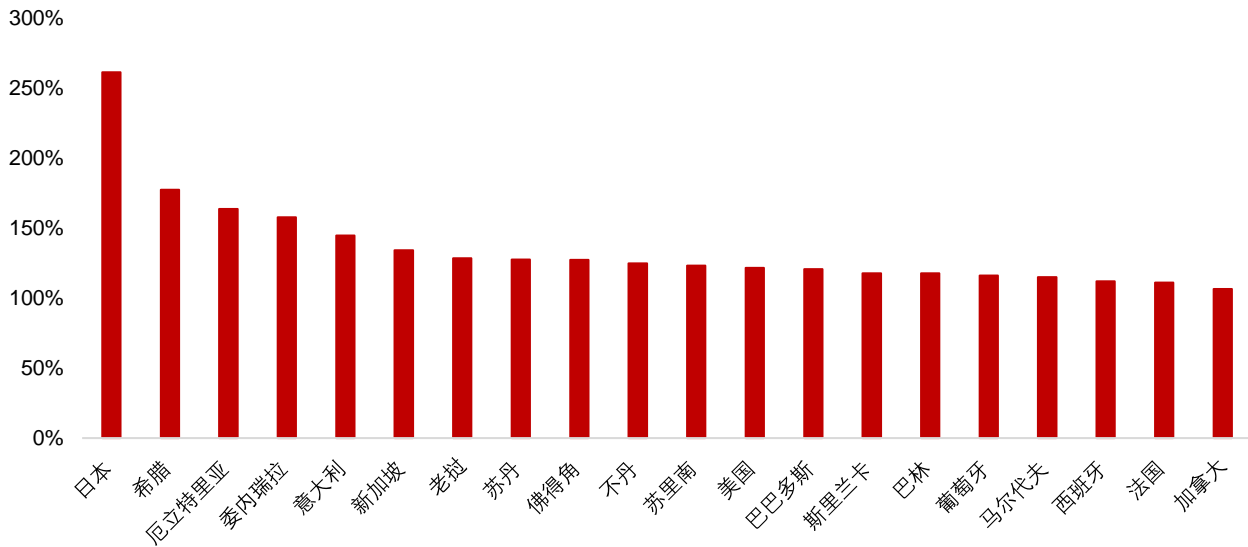
数据来源：Wind，中证鹏元国际

60 万亿是什么水平？

首先，静态的来看。截至 2022 年底，中央国债 25.9 万亿，地方政府债务 35 万亿，60 万亿的城投有息负债相当于两者总和。根据中国政府近年来的一贯政策表述，城投的负债属于企业债务，政府和企业应划清界限，政府不为城投债务兜底。但是，城投公司无论从对政府的重要性还是与政府的紧密联系来说，都暗含了较强的政府支持预期。城投的信用水平仍被市场广泛认为与政府信用挂钩。因此，城投的有息债务，某种程度上说，仍被众多市场参与者认为是“类政府债务”，这类债务会对政府产生有形或无形的压力。

但我们认为，60 万亿规模虽大，并未达到令人担忧的水平。一方面，城投公司通常掌握了地方较好的国有资产和资源，其本身有一定的偿债能力。另一方面，极端情况下，即便将 60 万亿城投负债全部计入广义政府债务的计算中，中国 2022 年底的广义政府债务与 GDP 之比约 100%，仍在可控范围。2022 年根据 IMF 的统计数据，政府债务率排名前 20 的国家广义债务/GDP 比例均超过了 100%。其中美国 121.7%，日本则高达 261%（图 3）。

图 3：2022 年底全球债务率排名前 20 的国家



数据来源：IMF，中证鹏元国际

我们认为，中国政府的债务特点与美欧国家的可比性不高，但与日本有一定可比性。首先，中国无论是政府债务还是城投债务，基本以本币结算，且政府有很强的货币政策把控能力。其次，与日本类似，中国的地方政府债务以及城投债务的最主要债权人均为国内银行。无论是国有大行还是地方性国有银行，实际控制人均为各级政府，这让债务人和债权人有一定程度的绑定，政府在其中影响能力和管理能力较强。同时，日本的低利率环境使得政府的付息压力较小，即便是高达 261% 的广义政府债务率，也被普遍认为政府债务风险较低。而中国当前的广义政府债务水平远不及日本，宏观债务风险仍在可控范围。然而，虽然中国的地方政府债的发行利率已降至 3% 左右，但城投债务相对较高的融资成本无形中增加了政府财政的压力。因此，进一步降低广义政府债务成本显得尤为重要。

再者，动态的来看。随着近年来城投融资的管控趋严，城投有息负债的增速已出现明显的放缓。2021 和 2022 年城投有息负债的规模增速分别为 14.2% 和 7.5%（图 4）。我们预计城投的融资管控不会放松，监管“化存量，控增量”总体政策不变。同时，地方政府债规模保持较高的增速，2020-2022 年增幅分别为 20%，19% 和 15%，中央国债规模保持在 10% 以上的增速（图 5）。长期看，增加政府“显性债务”，遏制“隐性债务”的趋势会更加明显。城投的负债规模增速在未来几年有望保持在个位数的低速增长。

图 4：城投有息债务规模增速放缓（万亿）

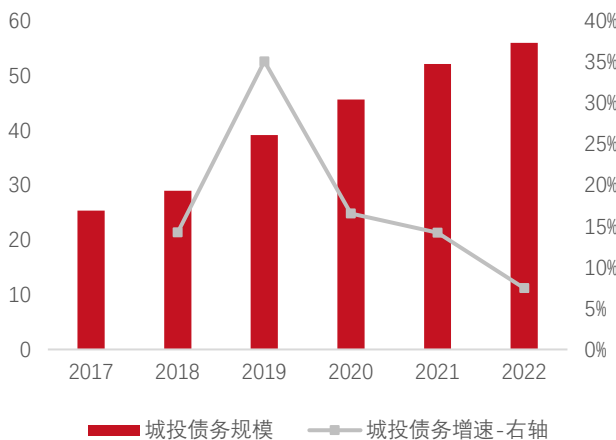
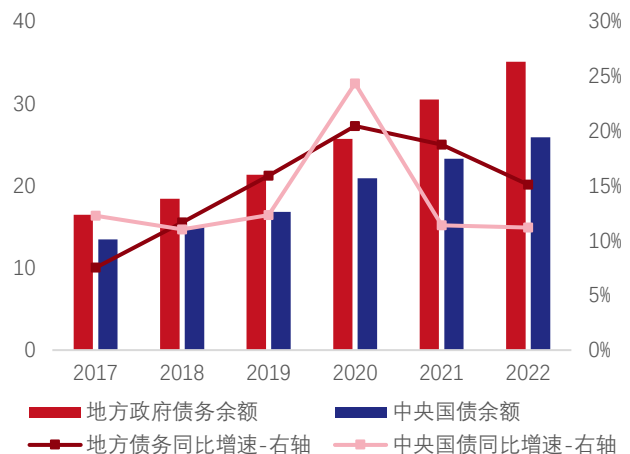


图 5：地方政府债务保持较快增速（万亿）



数据来源：Wind，中证鹏元国际

数据来源：Wind，中证鹏元国际

城投的整体债务风险如何

第一，城投债务管理政策的可预见性增强，政策风险不大。城投融资管控收紧的大趋势已经形成，未来大幅度的政策转弯不大可能出现，预计更多的是政策微调。经过过去几年监管的政策定调、政策微调和市场的消化，市场对于城投监管政策已经形成了相对稳定的预期，同时对政策调整形成了一定韧性和消化能力。

第二，宏观上的再融资风险相对可控。目前城投公司的主要债权人为国内银行，截至 2022 年城投的负债结构中，银行借款占比高达 60%，债券融资约 29%，其他形式融资约 11%（图 6）。过去几年城投融资结构中银行借款的占比略降，债券融资略微提升，整体变化不大。考虑到城投债券的持有人中也有相当比例为银行，银行资金对城投的再融资至关重要。中国的高储蓄率保障了银行的资金体量，截至 2022 年底起全国本外币存款规模已达 264.5 万亿元（图 7）。近年来本外币存款规模持续扩大，增速保持在 10% 左右，银行的业务发展有持续的扩表需求。城投作为地方国企，与地方各类银行通常有较深的联系。因此，我们认为长期来看，只要监管政策维持平稳，银行对于城投资产的风险偏好不会有大的变化。随着城投债务规模增速下降至个位数，增量的银行资金能够满足城投整体的再融资需求，不太可能出现系统性的再融资风险。

图 6: 城投有息负债结构

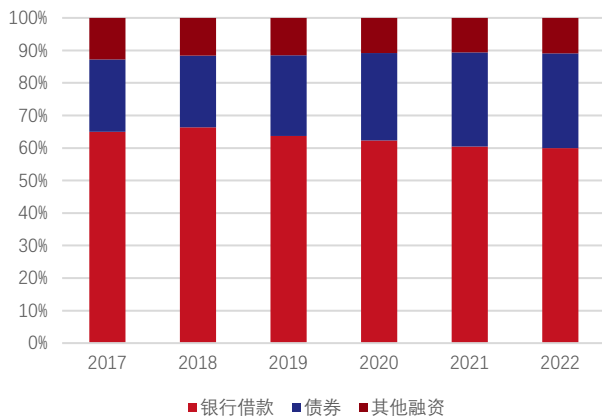
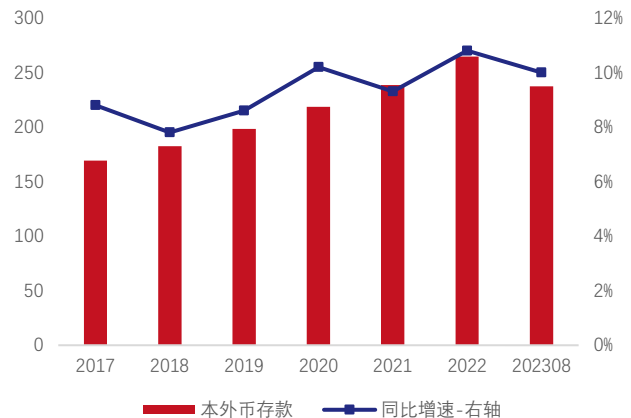


图 7: 中国本外币存款规模同比持续上升 (万亿)



数据来源: Wind, 中証鵬元國際

数据来源: 中国人民银行, 中証鵬元國際

第三，城投整体面临的付息压力不小，但基本仍能够维持资金平衡。因城投承担着大量建设类业务，其资本投入量大，而结算周期长，利润水平和现金流水平较弱，因此地方政府为支持本地城投的经营和发展，通常会给予城投一定的财政资金补助，帮助城投还本付息。持续的政府补贴是城投重要的现金流补充。我们测算已发债城投 2022 年的总 EBITDA 约为 1.6 万亿，过去几年较为波动。而政府补贴则呈现稳步上升态势，2022 年总量达近 7000 亿（图 8）。通过计算过去几年城投的 EBITDA+政府补贴对其利息支出的覆盖比率，我们发现城投的这部分主要收入对其利息支出的保障程度一般。2017-2022 该比率平均数为 105%，反映出城投的整体偿债现金流保持紧平衡，可能部分流动性较弱的城投需要新增借款去偿还利息。

我们计算过去几年来城投的整体融资成本相对稳定，平均利率保持在 5% 左右，而地方债的平均票面利率持续下降（图 9）。2022 年，城投的平均融资利率相较于地方债券平均 3% 的融资成本而言高出 64%，可见城投的整体融资成本在相对提升，这与城投已银行借款为主的融资结构有关。城投相对较高的利息成本增加了城投的付息压力，也无形中增加了地方政府对城投的支持压力。近年来全国地方财政收入增幅放缓，我们计算 2021 和 2022 年，全国地方政府综合财力增速仅 3.6% 和 2%，增速不及城投债务扩张速度。持续增加的付息压力可能会考验城投未来的债务和现金流管理能力，同时也考验地方政府的整体风险管理能力。

图 8: 城投 EBITDA 收入较为波动 (万亿)

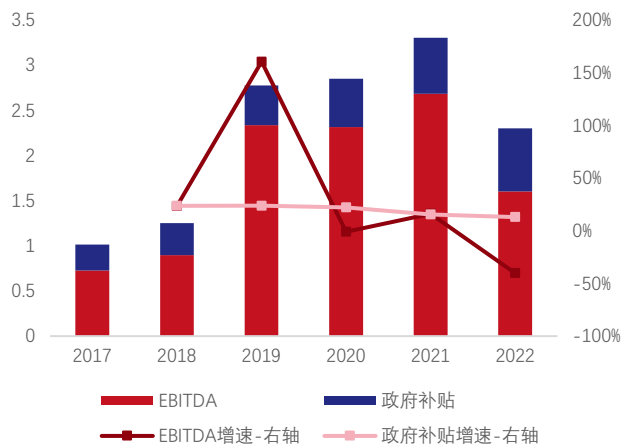
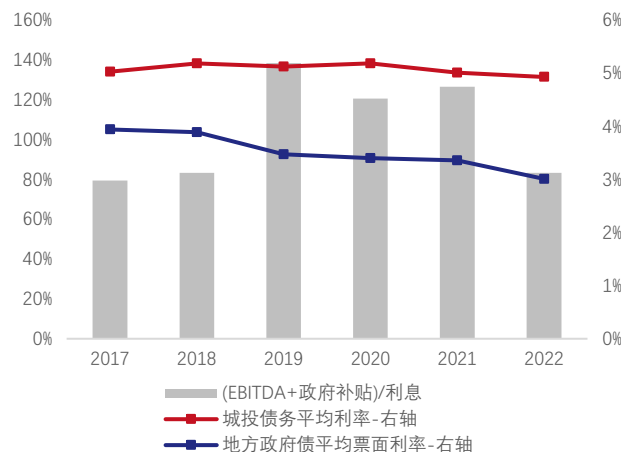


图 9: 城投债务的平均利率保持在 5%左右



数据来源: Wind, 中証鵬元國際

数据来源: 财政部, Wind, 中証鵬元國際

第四, 宏观层面风险可控, 但区域间的差异较大。经以上分析, 从宏观层面看, 我们不认为城投在未来几年会爆发系统性风险, 但整体偏紧的现金流和不同区域间的差距导致的区域风险不容忽视。不同区域的经济、财政、债务、金融资源和管理能力等方面均有较大的差距, 未来仍需关注城投有息负债的局部风险。

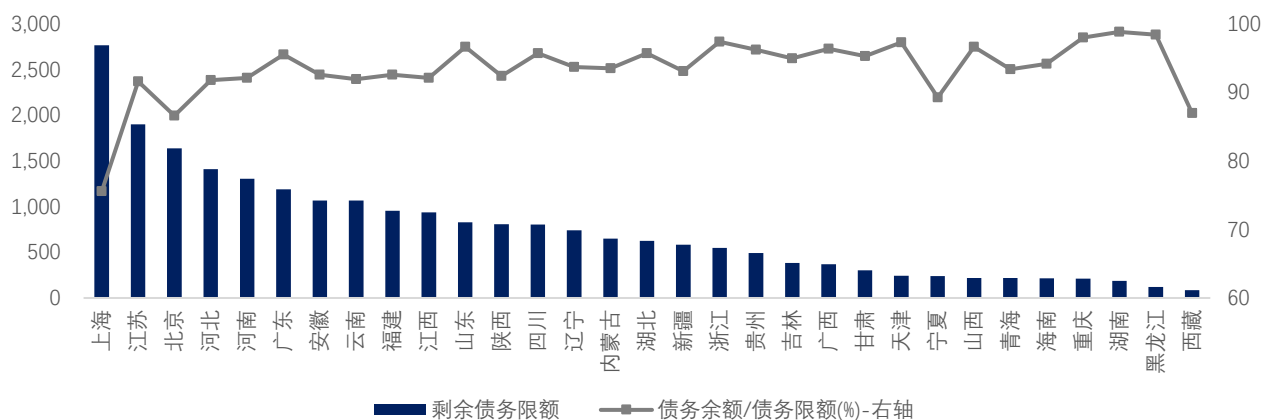
“一揽子化债政策”的针对性

据前文分析, 目前城投债务规模虽然整体风险可控, 但地区间差异的问题, 以及城投债整体流动性偏紧、付息压力较大的问题亟待解决。中央及时推出的“一揽子化债政策”对解决当前问题有较强的针对性。我们认为已低利率的、长期限的地方政府债券去置换高利率的、相对短期的城投债, 一方面有利于降低隐性债务规模, 使得隐性债务显性化, 增加透明度; 另一方面有利于减少城投的偿债付息压力, 提高城投的流动性, 降低城投的债务风险, 减轻地方政府的管理压力。

本次债务置换方案将在地方政府的债务限额内新增置换债发行。截至 2022 年底, 各省级地方政府的剩余可以用累计债务限额差别较大, 债务限额剩余较多地区多为经济发展较好且广义债务率较低的地区, 而广义债务率较高、债务置换需求较强烈的地方政府的可用剩余限额不多 (图 10&11)。我们预计中央会将地方政府债务限额回收再分配, 分配给与广义债务率较高、隐性债务规模较大的地区。此举能够减少地方政府间的流动性差距。

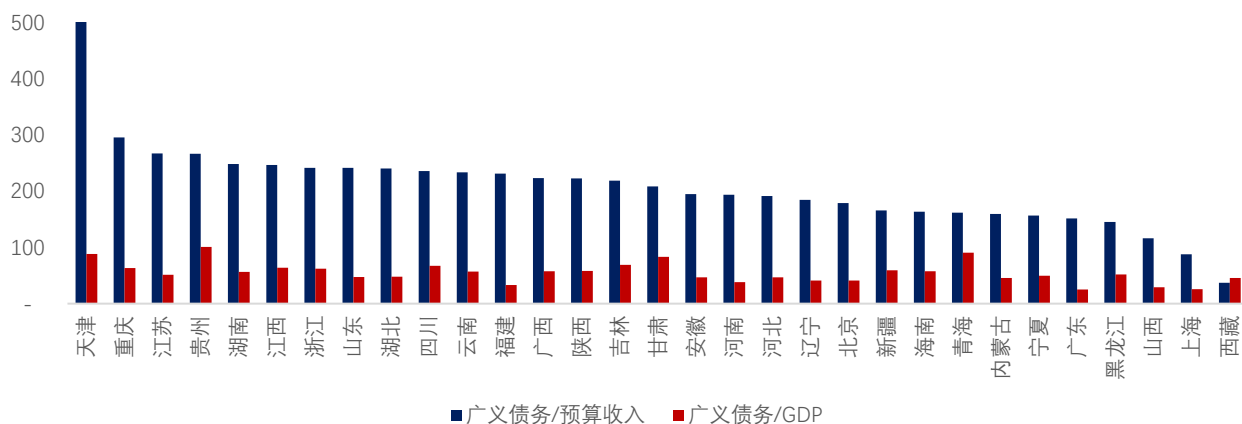
然而, 已债务置换为主的化债措施并不能实质降低地方政府债务率, 同时可能滋生道德风险, 引起“越化越多”的担忧。但我们认为, 经过几年“开前门, 堵后门”的融资管控, 城投的负债增速已被遏制, 化债后出现新一轮大幅城投债务扩张的可能性较小。同时 8 月份的国务院报告明确, 实施一揽子化债方案后, 要防止一边化债一边新增。预计后续随着配套管控措施的出台, 未来债务率较高、化债力度较大地区的城投融资可能进一步收紧。

图 10: 发达地区剩余的债务限额较多 (2022 年, 亿元)



数据来源: 地方政府财政部门, 中証鵬元國際

图 11：2022 年底省级地方政府广义债务水平 (%)



数据来源：Wind，地方政府财政部门，地方统计局，中证鹏元国际

免责声明

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部流程拟备不同的信用研究和相关评论（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性信息。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2023 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。