

2024年1月19日

热点简评：城投融资收敛，是否会对城投债务稳定性产生超预期影响？

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

翁欣 袁媛 游云星

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

目前，一揽子化债方案正在进行中，各地发行特殊再融资债券，金融机构参与地方政府债务化解，对城投债务进行展期置换，以缓解城投短期流动性压力。市场情绪高涨，2023年下半年以来城投境内债收益率一路下行，高收益城投债在逐步被消灭。但从近期各地城投调研的反馈来看又普遍存在着流动性的隐忧。**化债强预期与融资弱现实的矛盾，是否会对城投债务稳定性产生超预期影响？**

目前看城投区域分化的逻辑仍在持续演绎。“35号文”之后城投各主要融资渠道审核明显趋严，2023年11-12月城投债净融资转负，部分地区非标舆情不断，各类高息债务融资迅速增加。城投对资金的饥渴症不除，借道高息融资显然这与化债政策的初衷背道而驰。化债之路并非一帆风顺，也需要不断调整。“堵”的同时还需要“疏”，目前低息透明融资渠道新增趋严，那么加快银行债务置换落地、加快债券借新换旧，补上城投资金缺口，更加迫在眉睫。**建议银行牵头推进各区域化债工作，加快债务置换，并在满足合规的同时给予区域一定流动性支持。债券方面，建议监管层加快债券借新还旧审批，以增加低息透明的融资渠道。**

目前，一揽子化债方案正在进行中，各地发行特殊再融资债券，金融机构参与地方政府债务请务必阅读正文之后的免责声明

务化解，对城投债务进行展期置换，以缓解城投短期流动性压力。市场情绪高涨，2023 年下半年以来城投境内债收益率一路下行，高收益城投债在逐步被消灭。但从近期各地城投调研的反馈来看又普遍存在着流动性的隐忧。“35 号文”之后城投各主要融资渠道审核明显趋严，2023 年 11-12 月城投债净融资转负，部分地区城投流动性紧张，非标舆情不断，各类高息债务融资迅速增加。**化债强预期与融资弱现实的矛盾，是否会对城投债务稳定性产生超预期影响？**

一揽子化债方案的初衷是希望对城投债务“总量控制、结构调整”，增加银行贷款、债券等低息融资，限制非标、定融等高息融资，降低城投融资成本。但“35 号文”后，城投各主要融资渠道审核趋严，具体拆分来看：

(1) 银行贷款：项目贷、流贷合规要求趋严。贷款展期置换受限于项目合规性，落地进展或不及预期。**银行贷款置换的核心主要是城投是否有足够多符合银行合规、有现金流的资产和项目，这也是短期内较难解决的问题。**因此银行贷款虽然可新增，但是有条件的。

(2) 债券：“35 号文”后境内债发行基本为借新还旧，审批期限延长且审批条件严格，不一定包含利息；企业债以项目为主，到期难借新还旧；境外债也受限，之前可新增融资的 364 天点心债受到监管关注被叫停。近期债券发行净融资大幅减少并持续为负，出现流动性缺口。整体来看，银行贷款和债券发行这两个低息的融资渠道处于收敛状态。

(3) 非标融资：由于城投公益性资产偏多，现金流回款与贷款期限不匹配，因此一直以来非标资金作为补流的重要来源。近期，受限于合规性资产及审批趋严，部分资金饥渴的城投较难获得低息的银行置换贷款及债券融资，不得不重启高息非标定融，10%以上高息举债频繁发生，边际融资成本大幅上升。

表 1：城投各融资渠道最新政策变化

融资方式	最新政策动态
银行贷款	项目贷款： 可新增，需资本金，对项目、资金用途、放款审批严格 流贷： 根据是否涉隐、区域不同 展期置换整体进展慢，且对资金用途有严格限制

债券

交易商协会、交易所：35号文后，名单内只能借新还旧，交易商协会需要同级或以上政府出函，可包含利息；交易所不需要出函，不含利息。名单外，新增融资需要闯关，交易商协会看公益性资产占比、现金流、收入、城投分类判定，不符合需同级或以上政府出函；交易所要求产业类资产、收入和利润指标，达到后才可新增融资

企业债：到期难借新还旧，需匹配项目及资本金

政府专项债：弱区域受政府债务红线约束

境外债：传统境外债基本为借新还旧（666号文）；自贸区债资金用途较灵活，2023年6月后被叫停；364天点心债绕道监管，近期已受到监管关注

非标

信托、融资租赁：非标作为安全垫，近期加强风控措施；非标展期置换整体进展慢

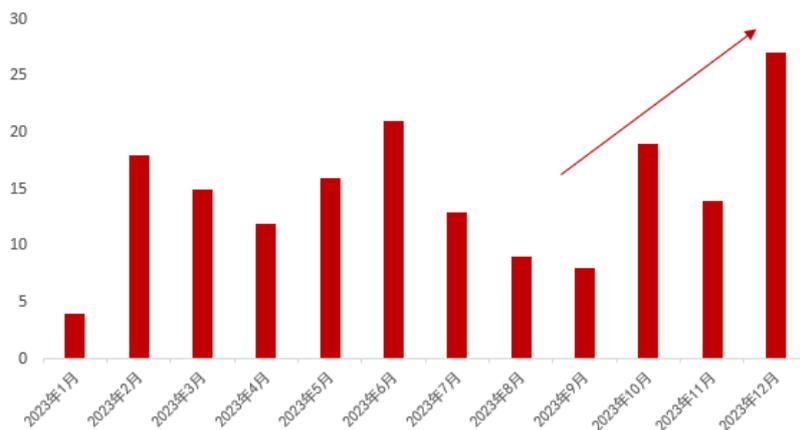
保债计划：保债新增规模减少

定融：受融资趋紧影响，定融逾期不断

资料来源：“35号文”、发改办外资[2019]666号文等，中证鹏元整理

化债强预期下也有区域的弱现实，城投分化的逻辑仍在持续演绎。从近期风险来看，2023年12月以来山东（青岛、潍坊、聊城、菏泽等）、四川（成都金堂）、陕西（西安曲江）、河南（洛阳）等地频繁发生非标逾期，舆情持续增多，这其中不乏12个重点省份之外的山东、四川、陕西部分区域，流动性风险加剧，资金链濒临断裂。受非标产品交叉违约条款的影响下，区域分化进一步加剧，部分区域城投再融资受较大影响，对区域债务稳定性或有超预期影响。

图1 近期非标舆情个数持续增多（个）

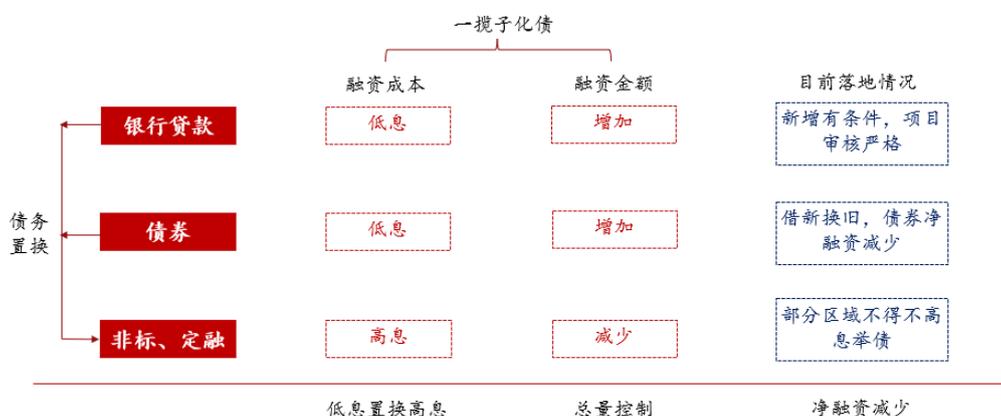


注：非标舆情信息未完全公布，数据统计可能不完全。资料来源：中证鹏元非标数据库、DM等，中证鹏元整理

城投对资金的饥渴症不除，借道高息融资也将成为城投选取融资渠道的必选项，但显然这与化债政策的初衷背道而驰。化债之路并非一帆风顺，也需要不断调整。“堵”的同时还需要请务必阅读正文之后的免责声明

“疏”，目前低息透明融资渠道新增趋严，那么加快银行债务置换落地、加快债券借新换旧，补上城投资金缺口，更加迫在眉睫。重庆、天津化债取得一定进展，主要是协调大行进行债务置换，短期流动性压力有所缓解。其他区域、包括 12 个重点省份之外的流动性紧张的区域，仍需自上而下推进化债。建议银行牵头推进各区域化债工作，加快债务置换，并在满足合规的同时给予区域一定流动性支持。债券方面，建议监管层加快债券借新还旧审批，以增加低息透明的融资渠道。

图 2 “一揽子化债”预期与落地



资料来源：中证鹏元整理

表 2：2023 年 12 月以来城投非标舆情明细，山东等地舆情频发

融资方	省份	地市	区县	类别	披露日期
洛阳金元明清文化旅游发展有限公司	河南省	洛阳市	老城区	定融产品	2023-12-01
洛阳金隅城集团有限公司	河南省	洛阳市	老城区	定融产品	2023-12-01
齐河县城市经营建设投资有限公司	山东省	德州市	齐河县	信托计划	2023-12-04
遵义市播州区国有资产投资经营(集团)有限责任公司	贵州省	遵义市	播州区	信托计划	2023-12-05
贵州清水江城投集团有限公司	贵州省	黔南州	都匀市	信托计划	2023-12-08
贵州剑江控股集团有限公司	贵州省	黔南州	都匀市	信托计划	2023-12-08
西安渭北城镇开发建设运营有限公司	陕西省	西安市	临潼区	信托计划	2023-12-13
山东聊城昌元土地储备开发利用有限责任公司	山东省	聊城市	东昌府区	定融产品	2023-12-13
贵州黔峰国有资本投资建设有限公司	贵州省	黔南州	-	定融产品	2023-12-14
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	贵州省	遵义市	汇川区	资管计划	2023-12-15
黔西南州兴安开发投资股份有限公司	贵州省	黔西南州	-	融资租赁	2023-12-18

请务必阅读正文之后的免责声明

贵州清水江城投集团有限公司	贵州省	黔南州	都匀市	信托计划	2023-12-19
兰州黄河生态旅游开发集团有限公司	甘肃省	兰州市	-	信托计划	2023-12-19
西安曲江大明宫投资(集团)有限公司	陕西省	西安市	曲江新区	信托计划	2023-12-21
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	贵州省	遵义市	汇川区	信托计划	2023-12-22
庆阳城乡建设发展投资集团有限公司	甘肃省	庆阳市	-	定融产品	2023-12-22
山东泰丰控股集团有限公司	山东省	泰安市	新泰市	定融产品	2023-12-22
成都花园水城城乡建设投资有限责任公司、金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	四川省	成都市	金堂县	定融产品	2023-12-23
金堂县鑫垚建设投资有限责任公司	四川省	成都市	金堂县	其他	2023-12-23
山东省鲁商置业有限公司	山东省	-	-	定融产品	2023-12-24
青岛融海国有资本投资运营有限公司	山东省	青岛市	李沧区	信托计划	2023-12-27
青岛融海国有资本投资运营有限公司	山东省	青岛市	李沧区	信托计划	2023-12-28
青岛融海国有资本投资运营有限公司	山东省	青岛市	李沧区	信托计划	2023-12-29
青岛融海投资发展有限公司	山东省	青岛市	李沧区	信托计划	2023-12-29
金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	四川省	成都市	金堂县	定融产品	2023-12-28
莒县林水集团投资发展有限公司	山东省	日照市	莒县	定融产品	2023-12-28
青岛融海国有资本投资运营有限公司	山东省	青岛市	李沧区	信托计划	2023-12-29
昌品市昌盛产业发展投资集团有限公司	山东省	潍坊市	昌邑市	其他	2023-01-02
菏泽城市发展集团有限公司	山东省	菏泽市	-	其他	2023-01-02
蒙自新型城镇化开发投资有限责任公司	云南省	红河州	蒙自市	其他	2023-01-02
昌邑市维控股有限公司	山东省	潍坊市	昌邑市	定融产品	2023-01-03
重庆市金潼工业建设投资有限公司	重庆	重庆	潼南区	其他	2024-01-10
青岛海创开发建设投资有限公司	山东省	青岛市	-	信托计划	2024-01-11
西安曲江浹湖投资建设建设有限公司	陕西省	西安市	曲江新区	其他	2024-01-12
聊城市民安控股建设有限公司、聊城隆兴置业有限公司	山东省	聊城市	-	定融产品	2024-01-15

注：非标舆情信息未完全公布，数据统计可能不完全。资料来源：中证鹏元非标数据库、DM等，中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼	地址：北京市朝阳区建国路世茂大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
电话：0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-89102569
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	传真：
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室	地址：西安高新区唐延路的金辉国际广场 902 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002
总机：0531-88813809	电话：029-88626679	电话：+852 36158342
传真：0531-88813810	传真：029-88626679	传真：+852 35966140