

角力下半场：城投“紧平衡”中寻新机遇

本报记者 石健 北京报道

进入7月，城投上半年收官。在多位业内人士看来，“控增量、化存量”是上半年城投工作的主题，加之监管环境趋于“紧平

衡”，区域之间的城投分化趋势仍在持续，如何挖掘新的机遇成为城投下半场发展的关键。

Wind显示，2022年上半年，城投债发行审核仍较严格，融资环境整体仍维持收紧态势。城投债合

计发行2.64万亿元，同比下降7%，净融资9379亿元，同比下降21%。资金端方面，市场流动性保持相对合理充裕，且投资者仍青睐于城投债，城投债融资成本总体有所下降，二级交易利差也呈收窄态势。

中证鹏元城投评级部资深分析师范俊根认为，自去年以来，城投公司融资监管政策密集出台，以规范城投公司融资，防范地方政府债务风险。虽然城投债供给端受审批政策影响较大，但是，城

投作为基建的重要参与主体，是稳增长的重要抓手，下半年城投公司合理融资需求总体有所保障，但不增隐性债务是红线。

在“紧平衡”背景下，城投公司如何在新的环境中角力新机

遇？东方金诚公用事业一部副总经理高路建议，一些资质较弱的城投应该考虑从债务置换重组、资产优化整合、市场化转型等思路来守住无新增的底线，增强自身的偿债能力。

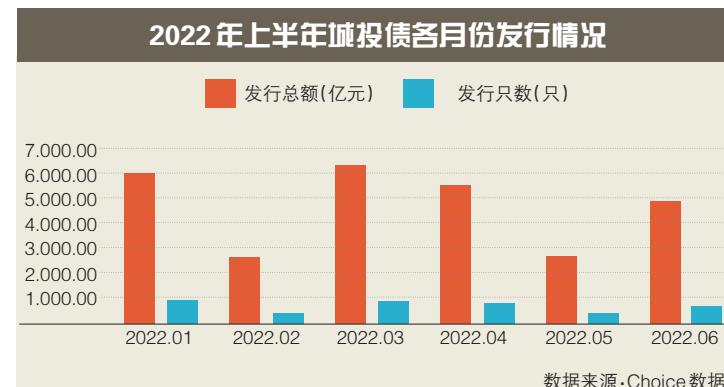
“控增量、化存量”

随着多项隐性债务化解措施的持续推进，地方隐性债务风险逐步缓释，风险总体可控。

财政部数据显示，2022年1月至5月，全国地方一般公共预算本级收入约4.62万亿元，同比下降8.9%，地方政府性基金预算本级收入约2.05万亿元，同比下降27.6%，其中中国有土地使用权出让收入1.86万亿元，同比下降28.7%。范俊根认为，地方财政面临的压力也有所加大，城投公司来自地方政府的支持或受到一定的影响。

高路认为，从城投融资环境来看，2022年上半年城投公司融资环境表现为两个阶段。一季度，受2021年交易所及交易商协会对城投公司按“红橙黄绿”一二三四类企业进行分档分级，交易所对弱资质城投公司的过度融资进行限制。同时，银保监会印发《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》限制对承担地方政府隐性债务的城投公司新增流动资金贷款等一系列城投融资监管政策出台，城投公司融资继续收紧，其中低级别主体融资收紧更加明显，收紧的品种主要为私募债。

不过，虽然城投发债收紧，但是受到市场“资产荒”的影响，城投债在上半年一度出现走俏的情况。高路分析称，目前市场出现抢配城投债的现象，一方面是由市场货币流动性较为充裕，另一方面也是由于受前期“红橙黄绿”等审批政策影响，城投债供给大幅减少所致。虽然目前部分弱资质城投新发债券由于市场资金信用下沉的影响也受到追捧，但



总体来看，今年以来弱资质城投受限明显更大，融资规模降幅相对更多，城投行业债券发行分化也更加显著。所以对于城投行业来说，可能优化整合资产、提升企业资质仍是在目前市场行情中抢占先机的重要方式。同时，对于投资者来说，首先应当要审慎对待城投债券投资的信用下沉，一旦供需平衡恢复后，再融资不畅的企业或过度下沉的个别城投债容易出现信用风险。此外，本次资产荒是供需失衡的结果，那么后续市场资金情况、城投债的供给甚至其他债券或权益市场的变化都会对城投债的供需造成影响，投资者应当持续关注。

中证鹏元城投评级部资深分析师高爽认为，随着多项隐性债务化解措施的持续推进，地方隐性债务风险逐步缓释，风险总体可控。今年财政部通报多起隐性债务化债不实、新增隐性债务的案例，对地方上坚决遏制新增隐性债务以及切实化解隐性债务敲响了警钟。在化债方式上，2021年以来，发行募集资金用途为“偿还存量债务”的再融资债券的省份不断增多，纳入隐性债务化解试点的范围也在扩大。此外，部分具备条件的地区率先开展全域

无隐性债务试点，稳步推进隐性债务清零，中央也提出完善防范化解隐性债务风险长效机制，主要包括遏制增量、开好前门、化解存量、强化问责、平台转型等方面，也为后续隐性债务的化解工作提供了进一步的指导方针。在诸多采访对象看来，今年上半年，“控增量、化存量”仍是城投重点。对此，城投应该如何把握融资机会？范俊根建议，今年上半年地方债发行进度提前，新增专项债发行规模占全年新增专项债务限额的比例达93.3%，其中新增专项债中有部分比例由城投公司承接。对于城投而言，获得专项债资金可减小公司的项目建设支出压力，后续仍应积极争取专项债额度。

对于是否会出现系统性风险，高路分析认为，近年来随着隐性债务管控及城投监管政策的不断收紧，城投行业信用风险及再融资分化不断加剧，尤其地区财力弱、债务负担重、过往债务履约历史不佳的城投企业所受到的冲击较大。但相较于前两年而言，随着监管政策收紧，城投债务增速总体已有所放缓，且考虑到政府对于牢牢守住不发生系统性风险底线的决心，今年城投出现系统性风险的概率仍很低。

如何角力下半场？

目前城投转型的方向为城市公共产品服务商，如上海城投集团、南京城建等；综合性园区服务运营商，如苏州工业园、张江集团等；区域性房地产开发商，如上海陆家嘴集团、苏高新等。

有业内人士认为，下半年城投融资或许是“总量减少、结构优化”的思路。

高路告诉记者，从今年“基建提前发力”的节奏来看，根据公开披露的项目申报进度情况，今年受限最大的交易所私募债券5月份新受理和过会项目数量有所提升，交易所债券审核要求存在一定的放宽可能性。再结合目前市场的宽流动性，城投债后续发行预计有一定提速。但另一方面，政府对从严遏制新增隐性债务的底线不会动摇，城投债发行也很难大幅放松。

从融资端来看，高路认为，2022年上半年整体政策基调是促基建，通过基建提前发力来应对供需收缩，缓解经济下行压力。考虑到上半年已经透支了部分基建融资，且隐性债务问责机制依然严厉，预计下半年AA级的弱资质主体融资难度依然较大。“AA级城投想要生存下去，一是需要化债，改善自身的融资能力；二是需要转型，提升自身的盈利能力及经营获现能力。从转型来看，一是所承接的基础设施建设项目应以收益自平衡的项目为主，减少纯公益性项目建设；二是立足传统城投业务，通过运营已建成的资产，从建设开发向运营业务转型；三是依托区域内的国有资产和资源，盘活国有资产，开展获得稳定现金流的（准）公益性、（准）经营性业务；四是涉足轻资本或资金周转快的市场化业务，既避免前期大量资金投入又可获

得较为稳定的现金流。”

记者注意到，今年5月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，目标到2025年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展。高路认为，结合各项政策来看，现阶段基建下沉趋势已逐步明确，县域基础设施领域投资需求得以加强，县域城投面临较好的政策环境。“总体来看，城投融资应以多元化可持续为原则。第一，公益性项目依托地方政府专项债支持，缓解县级财政资金到位压力。后续专项债额度或将向符合条件的区县倾斜，进一步加大对产业平台、公共服务、生态保护等方向的支持，精准补齐县城高质量发展的短板及弱项。第二，县域城投通过兼并重组、注入经营性资产、与央企在股权或项目上深入合作等方式，进而拓宽债券融资、股权投资渠道，并降低融资成本。第三，合理利用创新品种发债融资，如县城新型城镇化建设专项企业债券，特别是国家发改委确立的120个新型城镇化建设示范县及县级市。”

而在经营端，范俊根认为，近年来城投公司的监管日趋严格，各项政策陆续出台，以加快剥离城投公司政府融资功能，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型，江苏、浙江、山东、吉林等多个省份也相继发文响应。

范俊根举例说，目前城投公司转型仍主要以业务转型居多，“实质”转型对区域资源禀赋要求高，

已成功转型的城投公司不多，目前城投转型的方向为城市公共产品服务商，如上海城投集团、南京城建等；综合性园区服务运营商，如苏州工业园、张江集团等；区域性房地产开发商，如上海陆家嘴集团、苏高新等。

范俊根建议，对于城投公司转型的关键点首先明确城投公司地位，如对区域内城投公司进行整合，将“政府支持”集中；其次需有强力的外部支持，谋求政府优质资产、资源、业务的支持，推动资产有效整合；同时积极谋划公司业务发展布局，提升自身业务造血能力，并完善企业治理结构，提升组织管控能力等。但从成功转型的案例来看，城投转型对区域经济及融资环境、资源禀赋要求较高。

采访中，高路亦提到，城投转型需要提前预警相关风险。“城投转型过程中，也应关注相关风险。其一，业务相关风险，例如，招商引资不达预期导致大量产业园区类资产闲置；旅游景区经营类业务易受宏观经济波动影响；公用事业类、国有资产经营类业务受政府指导定价限制，导致盈利能力偏弱；产业投资类业务可能存在被投企业亏损、投资退出困难等风险；市场化业务或面临业务可持续性无法保证、应收款回收风险。其二，外部支持相关风险：城投企业转型过程中，其业务及资金往来方面与政府的关联程度下降，政府对城投的支持意愿和支持力度或有所减弱。”

城投评级密集披露 化解存量隐性债进入关键期

本报记者 石健 北京报道

天风研究固收研报显示，2022年上半年，评级机构对

发行人的评级调整更为谨慎。6月24日以来的一周内，已有4家城投企业主体及其4个债项评级下调。对此，有业内

人士分析认为，近期被下调级别的城投主要集中在西南省份。

一直以来，信用评级反映

了城投公司的信用水平、经营能力、融资能力，对于如何能够提升城投自身能力继而提升评级水平，现代咨询董事长丁

伯康博士对《中国经营报》记者表示，“近日，城投主体信用评级下调数量明显增加，解决存量债务关口已经到来。建议

各地应建立健全地方政府债务风险动态防控机制。同时，合理开发利用政府资源，平滑偿债高峰。”

评级更趋审慎

进入6月末，城投行业出现集中披露评级的情况。6月24日当周有4家城投企业主体及其4个债项评级下调，同时，4家城投企业展望由稳定调整为负面。

根据中国证券业协会印发的《证券市场资信评级业务管理办法》和《证券资信评级机构执业行为准则》的要求，跟踪评级报告的披露时间是年度报告披露之后的2个月内。换言之，城投需要在每年4月30日前披露公司年报，在6月30日前披露跟踪评级报告。

但是，有评级公司负责人接受记者采访时亦表示，按照监管披露的时间点完成评级信息披露并不是城投评级下调的主要原因，就目前几家城投公司评级出现下调，总结起来有三方面原因：一是区域融资环境影响了企业再融资能力；二是城投存在一定的集中偿付压力；三是存在涉诉风险。

该负责人建议，“如果从AA+级调整为AA级，城投公司尚可以通过借新还旧的用途进行发债融资。如果城投公司级别已经下调至AA-甚至A+，那么城

投日后需考虑添加增信措施。但是，即便有强有力的增信手段，通过发债融资还是比较难的。加上目前多地都在整治定融产品和非标业务的规范性，对日后城投融资会造成较大影响。”

天风研究固收分析师孙彬彬表示，今年以来，评级及评级展望上调、下调数量均有明显减少。具体来看，评级上调更为谨慎。在评级下调方面，上半年被下调评级的城投主体数量有16家，主要呈现的特征是，行政层级上以地级市及区县城投为主，16家下调评级主体中，区县级城投有11家；省份分布上，2022年主体评级被调低主要分布在西南省份等经济财政实力偏弱、市场较为关注的区域。“就上半年的整体情况来看，评级下调的原因主要可以归纳为，一是借款出现逾期、（短期）偿债能力下滑普遍存在，这一点在2022年上半年评级下调中最为普遍，其实某省份多家发债主体均已经出现这一情况。二是公司资本支出压力较大。三是由于资产整合对公司形成冲击。”

解决存量债迎关口

对于出现城投公司评级集中下调的情况，一位评级公司负责人认为，除了与城投自身经营等因素有关，实际上，还与城投债的发行有关。“企业的主体信用评级非常重要，不仅关系到市场和投资人，更代表着中国资本市场的信用环境形象。更重要的是，城投一直是债券市场的主力军，今年受到‘资产荒’的因素影响，城投债市场一度走热，更需要一个相对稳定的评级体系。评级对其债券产品的发行、认购和利率水平等都起到非常重要的作用。此前，因为政策宽松的缘故，部分机构的部分人员在给城投公司或相关主体进行评级过程中，出现宽松的情况，甚至触碰法律底线。随着近年来监管的趋严，城投公司要想提升评级是比较困难的。”

上述负责人还表示，《证券市场资信评级业务管理办法（试行）》于2015年1月6日发布，并于2016年进行修订，2021年对旧版进行了补充。该细则的出台对规范证券资信评级机构的执业行为，提高证券评级机构执业水平，

提升行业公信力具有重要意义。目前，评级行业仍存在前瞻性不足、评级方法不够透明、发行人付费可能带来的利益冲突等问题，未来随着行业监管的不断完善，评级行业也将获得更好的发展。

一位城投公司负责人告诉记者，目前，城投化解隐性债务仍然是工作重点。随着“红橙黄绿”债券分档指导意见持续实施，城投融资产生区域性分化加剧，债务负担较重的区域平台信用资质会产生不同程度的弱化，而年报的披露会导致一些问题集中体现。此外，城投历来重投资不重运营，并积累了大量的资产。随着转型发展的加快，城投公司应加大自身资产资源的盘活力度，通过多种方式进行资产资源的盘活，创造更多的现金流，改善城投公司的财务状况。

采访中，在诸多业内人士看

来，资产规模、现金流等密不可分。在咨询有关专家后我们了解到，地方政府继续挖掘可用的政府性资产资源或国有股权，并将有一定现金流的业务、股权或经营权注入到城投公司，通过现金流做实公司实体，为提升主体信用评级奠定基础。”

就目前城投普遍的债务情况来看，存量债务包括发债债务和隐性债务。丁伯康提出三点建议，一是建立、健全地方政府债务动态防控机制。对地方政府性（含平台公司）债务（含隐性债务）的规模、结构和形成原因，在调查清楚的基础上，进行深入分析，采取分类处置方式，进行分类处理。并依据地方政府的财政收入状况、财政可承受能力和资源可利用情况等因素，将省、市、县的资源全方位调动起来，构建一套地方政府债务风险动态管理机制。二是合理开发利用政府资源，平滑偿债高峰，减少集中偿付压力，规避政府债务风险。在化解隐性债务方面，对地方政府隐性存量债务进行重组与重构。对于有一定现金流的城

市资产但单纯通过资产经营无法覆盖贷款本息的（比如市政公用类资产、城市经营类资产、医疗养老设施和文旅资源等），可以通过特许经营、资产证券化、REITs等方式进行盘活。地方政府也可以探索将资产和债务重组，一并划转给本级的融资平台公司。对于在建工程形成的存量债务，可以根据财金〔2018〕23号文第14点意见，开展四方会谈进行债务重构。对于可开发利用的资源进行有效盘活、分类盘活、划片盘活。三是进一步完善专项债的发行条件，通过发行专项债对地方政府存量债务进行置换。为有效解决地方政府存量债务的高成本和到期偿还压力大的问题，建议财政部在核定地方政府存量债务规模的基础上，通过发行地方政府存量债务专项置换债券，来补充政府一般债券发行使用的不足。此外，还可以通过完善土地储备、棚户区改造、公益项目建设等专项债券的发行条件，来弥补不同地区的城市基础设施和公共服务项目的融资短板。