

红黄绿下的城投分化

2021年4月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 政府性债务政策：

整体来看，可以将监管政策分为“宽松期”、“起步期”、“加码期”、“严紧期”四个阶段。

- 1) 宽松期，自2014年的国务院43号文开始，对政府性债务进行了分类，同时建立地方政府性债务风险预警机制，逐渐有了隐性债务的雏形。
- 2) 爬坡期，2016年国办88号文指出“健全债务风险处置机制”等，但未提及隐性债务化解的方案设计。
- 3) 加码期，2020年中央经济工作会议指出“抓实地方政府隐性债务防范化解工作”，随后配套提出了现代财税体制改革方案，至此整体政策端对隐性债务防范化解的顶层设计已形成。
- 4) 严紧期，国发5号文指出“清理规范地方融资平台，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”，以及后续的交易所和银行间交易商协会对城投债进行分档审理

○ 城投债分化：

今年以来，城投债分化逐步严重，不仅体现在一级市场的净融资额上，也体现在不同省份间的信用利差上，网红区利差扩大明显，强省包邮区利差平稳，其他区域中山西城投信用利差独树一帜。

○ 城投红黄绿

用广义债务率=（地方政府债券+城投有息债务）/（一般预算收入+政府性基金收入）来做分档划分依据的近似测算，基本上网红区域都落在红档区，而强省包邮区落在绿档区，从年内融资压力来看，目前已形成较明显的分化，红档区年内融资压力较高，而绿区年内融资压力较低。

一、监管政策梳理

城投债是支持地方政府进行基础设施建设的资金，属于地方财政支出，早期被纳入预算政府债务范畴。但随着中国经济逐步从保增长到防风险转向，地方政府债务的风险问题开始被关注，2010 年底中央经济工作会议正式提出“加强地方政府性债务管理”，而后自 2014 年的国务院 43 号文为起点，全国开始展开地方政府性债务的治理问题，工作方案将地方政府性债务分为三类：1) 负有偿还责任的债务、2) 负有担保责任的债务、3) 可能需要承担救助责任的债务。只有负有偿还责任的债务可以称为政府债务，可被纳入预算；而政府或有债务则不可被纳入预算。至此，隐性债务的界定有了雏形：存量或有债务和以后新增的违法违规担保债务则可能被看作隐性债务。

图表 1：政府性债务分类

分类	政府负有偿还责任的债务	政府或有债务	
		政府负有担保责任的债务	政府可能承担一定救助责任的债务
定义	地方政府（含政府部门和机构，下同）、经费补助事业单位、公用事业单位、政府融资平台公司和其他相关单位举借，确定由财政资金偿还的债务。	地方政府提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿债责任的债务。	政府融资平台公司、经费补助事业单位和公用事业单位为公益性项目举借，由非财政资金偿还，且地方政府未提供担保的债务（不含拖欠其他单位和个人的债务）。
审核	纳入预算		不纳入预算
处置	批准发行的债，直接计入一般债或专项债，非债券形式债务通过债务置换成为一般债或专项债		清理化解

资料来源：国务院，百瑞信托

2015 年 1 月 1 日新预算法实施后，地方政府举债的唯一合法方式就是发行地方政府债券（一般债券、专项债券），但是地方政府通过 PPP 或购买服务等方式变相融资的行为屡禁不止，导致这些在法定政府债务限额之外的隐性债务游离在政策监管之外。

在隐性债务不断蔓延后，引起了中央层面的高度重视，政策开始不断趋严完善。整体来看，可以将监管政策分为“宽松期”、“起步期”、“加码期”、“严紧期”四个阶段：

图表 2：政府性债务政策梳理

阶段	时期	政策	主要内容
宽松期	2014/9/21	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	赋予地方政府依法适度举债权限，对地方政府债务实现规模控制，且将其分门别类纳入全口径预算管理，建立地方政府性债务风险预警机制，剥离融资平台政府融资功能。对政府融资平台企业存量债务的处理方式进行明确
	2014/9/23	《财政部关于推广运营政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金[2014]76号）	推广PPP模式
爬坡期	2016/11/14	《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函[2016]88号文）	健全债务风险处置机制
	2017/4/26	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	加强平台融资管理，加大违规担保举债清理力度
	2017/5/28	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	严格政府购买服务的预算管理，地方政府融资平台转型
	2017/7/28	国务院常务会议	坚决遏制违法违规举债
	2017/12/25	中央经济工作会议	坚决大及违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设
	2018/10/131	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续原则加大对项目资本金到位、运作规范的必要在建项目和补短板重大项目的信贷投放力度
加码期	2018/12/15	中央经济工作会议	要有效化解地方政府债务风险，做好地方政府存量债务置换工作，完善全口径政府债务管理，改进地方政府债券发行办法
	2019/3/7	《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号）	对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算，对于不合规的PPP项目则予以清退，并纳入政府性债务检测平台
	2019/5/5	《财政部办公厅关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知》（财办金[2019]40号）	在10号文的基础上，继续生化坚决遏制假借PPP名义增加地方政府债务风险，夯实PPP高质量发展
	2019/6/20	《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办40号文）	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
	2019/9/3	国务院常务会议	明确专项债投向范围，不得用于土地储备、房地产相关领域、置换债务以及可网商商业化运作的产业项目
	2019/12/19	中央经济工作会议	防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险
	2020/12/18	中央经济工作会议	抓实地方政府隐性债务防范化解工作
严紧期	2020/12/23	建立现代财税体制	1、决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子； 2、硬化预算约束，全面加强项目财政承受能力论证和预算评审，涉及财政支出的全部依法纳入预算管理； 3、强化国有企业事业单位监管，依法健全地方政府以及部门向企事业单位拨款机制，严禁以企业债务形式增加隐性债务； 4、开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营，综合考虑项目现金流、抵押物等审慎授信，严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债； 5、清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能； 6、健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防范风险累积形成系统性风险； 7、加强督察审计问责，严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制
	2021/3/5	两会政府工作报告	稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患
	2021/4/13	《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号）	清理规范地方融资平台，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算；切实防范恶意逃废债
	2020/4/14	消息	交易所和银行间交易商协会对城投债进行分档审理

资料来源：国务院，财政部，百瑞信托

1) 宽松期，自 2014 年的国务院 43 号文开始，对政府性债务进行了分类，同时建立地方政府性债务风险预警机制，逐渐有了隐性债务的雏形。

2) 爬坡期，2016 年国办 88 号文指出“健全债务风险处置机制”，2017 年财预 87 号文指出严格政府购买服务的预算管理，地方政府融资平台转型等，但未提及隐性债务化解的方案设计。

3) 加码期，2018 年在国内经济下行压力及外部环境影响下，中央政策对地方政府债务有了较明确的态度，在 2018 年中央经济工作会议上明确指出“要有效化解地方政府债务风险，做好地方政府存量债务置换工作，完善全口径政府债务管理，改进地方政府债务发行办法”，2019 年中央经济工作会议上重提“稳妥处理地方政府债务风险”，2020 年中央经济工作会议指出“抓实地方政府隐性债务防范化解工作”，随后配套提出了现代财税体制改革方案，至此整体政策端对隐性债务防范化解的顶层设计已形成。

4) 严紧期，2021 年成为隐性债务化解的政策大年，2021 年两会政府工作报告指出“稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患”；4 月 13 日国务院印发的《进一步深化预算管理制度改革的意见》指出“清理规范地方融资平台，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”，“切实防范恶意逃废债”；近日关于 1 月初的“交易所和银行间交易商协会对城投债进行分档审理”的消息已被落实。但分档名单并不对外公布，对于不同档位的发债主体，监管对其募集资金用途有不同的限制。

二、城投的分化

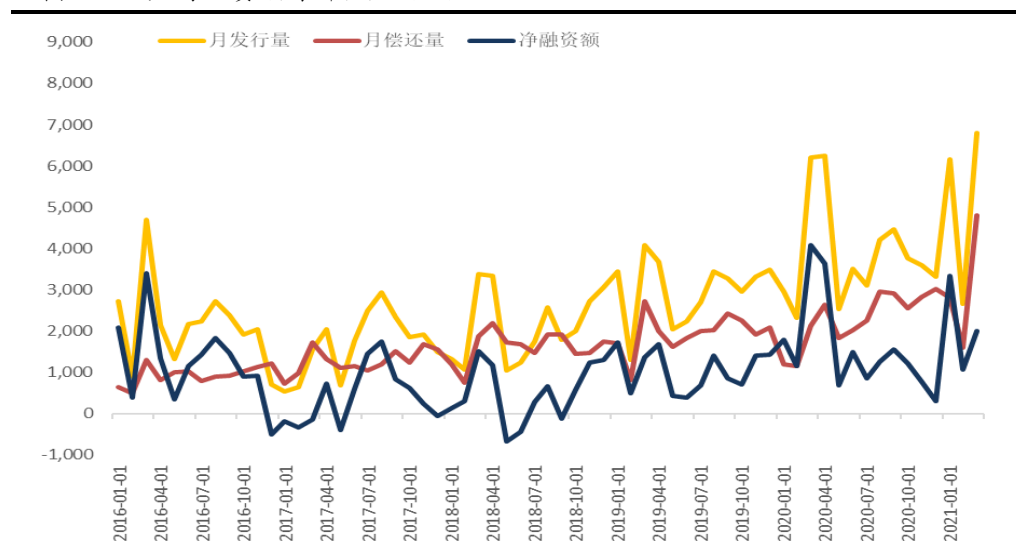
1、一级市场

尽管 2021Q1 城投债总发行 15617.83 亿元处于历史较高水平，但与以往不同的是当季共到期 9212.63 亿元，为历史之最，导致净融资额为 6405.20 亿元，处于历史较低水平，较 2020 年（7022.03 亿元）略低。历史上净融资额为负发生在 16-17 年以及 18 年 5 月份，为政策爬坡及加码期。

从各省净融资情况来看，分化格局依然持续，2021Q1，天津、河南、云南及辽宁仍是主要净偿还区域，净偿还额都超 100 亿元，天津净偿还额高达 385 亿元。净发行规模较大的省份主要位于东部沿海地区和中西部核心省份。江苏、浙

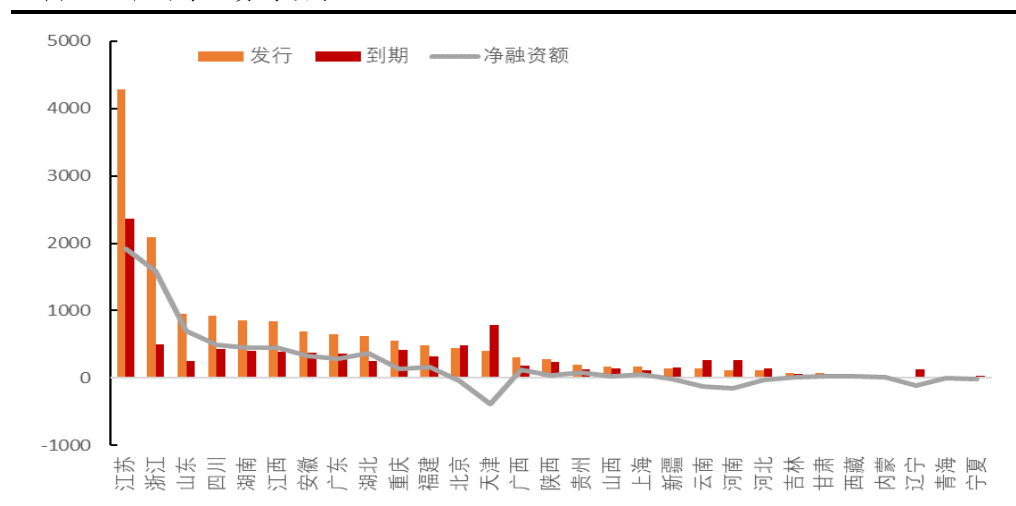
江两省的净发行规模均超过千亿。四川、重庆两地的净发行规模分别达到 423 亿元和 111 亿元。同时，部分经济发达地区如北京和上海的城投债发行与偿还趋于均衡，以城投债资金进行基础设施建设的需求较低。

图表 3：城投净融资额有所抬头（亿）



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 4：各省净融资持续分化（亿）



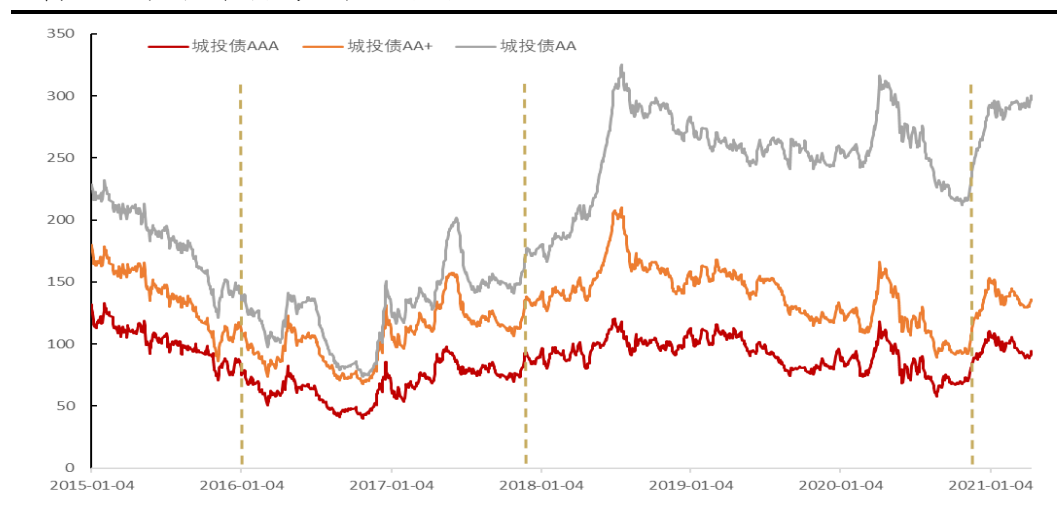
资料来源：Wind，百瑞信托

2、二级市场

根据监管政策的松紧也可以将城投信用利差分为四个阶段：1) 16 年以前为政策宽松期，表现为城投信用利差收窄阶段；2) 16-18 年为政策爬坡期，表现为城投信用利差略微抬头；3) 18-20 年为政策加码趋严期，中央经济工作会议

屡次重提化解地方政府债务风险，表现为城投信用利差大幅走阔期；4) 20 年底至今为政策严紧期，各类政策都指向隐性债务化解方案设计，可以看到与以往有所不同，这个时期城投信用利差并未呈现同涨同跌的现象，而是分化拉大。

图表 5：城投信用利差分化拉大（BP）

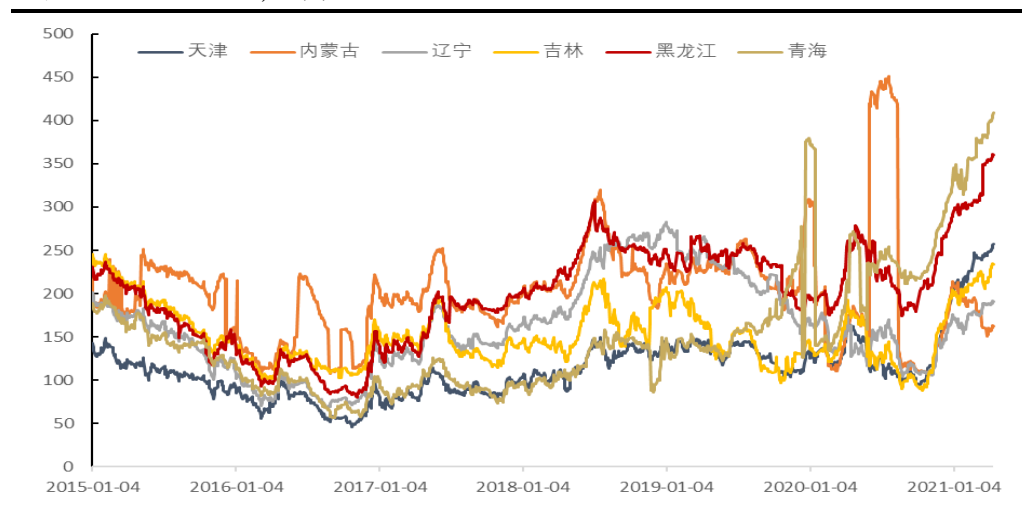


资料来源：Wind，百瑞信托

为区分各省城投利差分化的情况，这里将其分为：北方网红区、南方网红区、强省（直辖市）包邮区以及其他区域来考察。

从北方网红区来看，近三年中枢水平在 200-250BP，除了内蒙古信用利差在收敛外，其他网红区信用利差近期走阔明显，青海、黑龙江走阔幅度大，区间走阔幅度达 200BP，且两省信用利差都逼近 400BP。

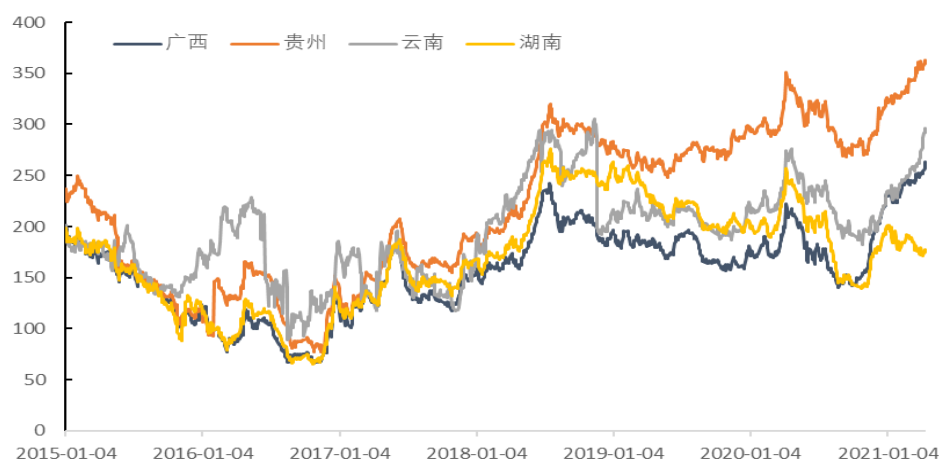
图表 6：北方网红区，内蒙古收敛（BP）



资料来源：Wind，百瑞信托

从南方网红区来看，近三年中枢水平也在 200-250BP，除了湖南信用利差在收敛外，其他网红区信用利差近期走阔明显，其中，贵州逼近 400BP，而广西、云南信用利差走阔非常迅速，区间走阔幅度高达 150BP 左右。

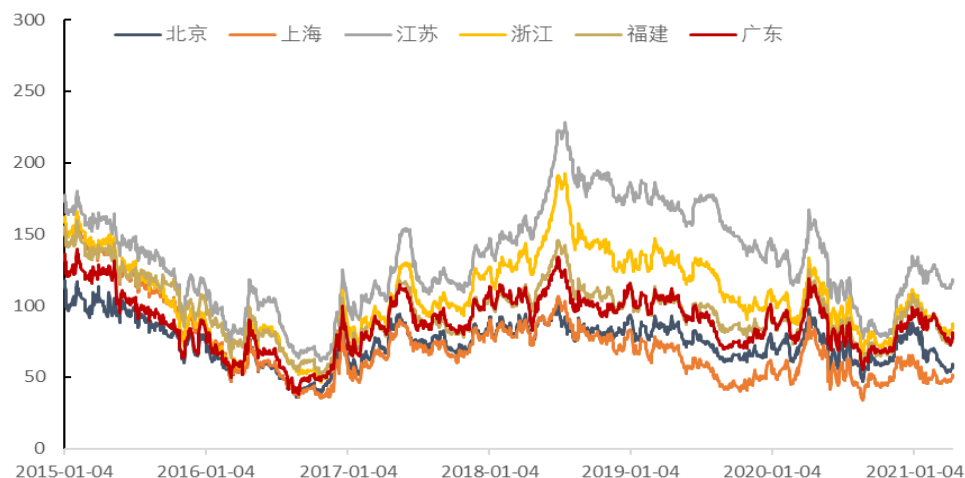
图表 7：南方网红区，湖南收敛（BP）



资料来源：Wind，百瑞信托

与南北方网红区利差急速走阔相比，强省包邮区域城投债信用利差则表现出十分平稳，与其形成鲜明的分化。北京、上海为 50BP 左右，广东、福建、浙江为 70-80BP 左右，而部分地区涉及结构化发行的江苏，其利差收敛程度较弱，略高为 120BP 左右。

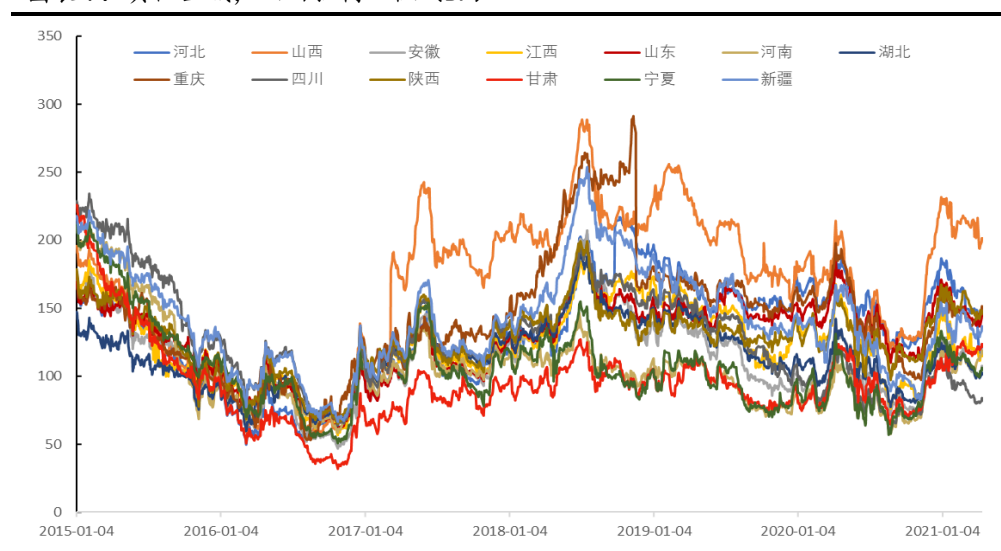
图表 8：强省（直辖市）包邮区，江苏收敛较慢（BP）



资料来源：Wind，百瑞信托

其他区域的城投债信用利差除了山西比较独树一帜之外，其他区域都在不同程度的收窄。从近三年中枢水平来看，四川城投利差略低于 100BP，而安徽、湖北、河南、江西、宁夏城投信用利差为 110-120BP 左右，其他为 130-150BP 左右。造成山西利差扩大的原因有三：一是山西省 GDP 主要依靠煤炭为主，而在“碳中和”下需要再退出一批煤炭落后产能，导致山西财政实力将进一步弱化；二是受永煤事件影响，山西煤企影响扩散到城投；三是山西省各地级市综合财力悬殊较大，大体呈现“中部强，南北弱”的格局，从目前打折的山西城投债券来看，主要集中在南边的临汾和北边的朔州。

图表 9：其他区域，山西独树一帜（BP）



资料来源：Wind，百瑞信托

三、城投的红黄绿

财政部对地方隐性债务梳理完成后，在防范化解地方债务风险及严控地方政府隐性债务时，确实有对地方政府债务、隐性债务规模及债务率进行分档，比如：将债务风险等级分为红（债务率 $\geq 300\%$ ）、橙（ $200\% \leq \text{债务率} < 300\%$ ）、黄（ $120\% \leq \text{债务率} < 200\%$ ）、绿（债务率 $\leq 120\%$ ）四个风险预警等级。但此前尚未与发行约束进行挂钩，此次消息称交易所及银行间交易商协会对城投债发行进行“红黄绿”区域分档，将进一步对政策实施进行细化。

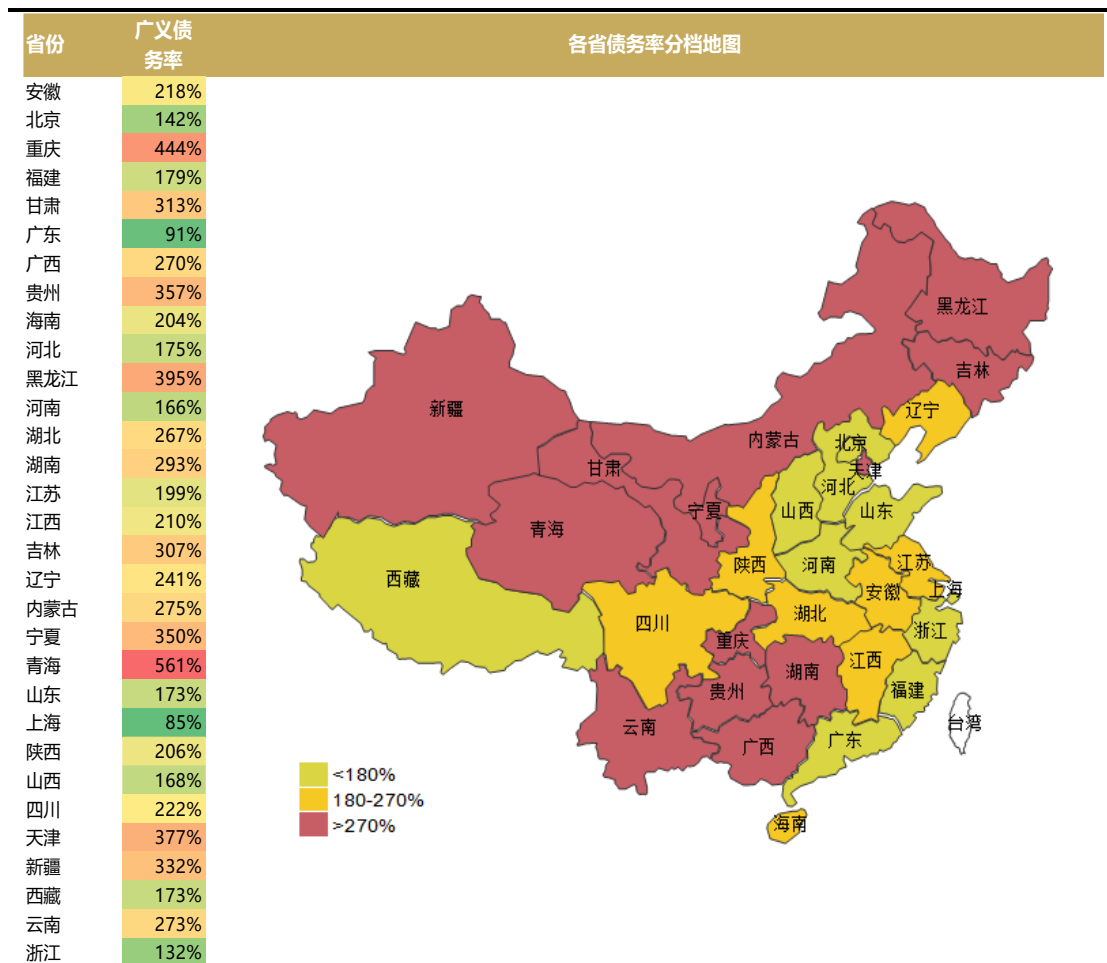
目前了解到划分的依据有两个：地方政府债务率、地方政府收入。严格意义上来说，地方政府债务率 = (地方政府债券 + 地方政府隐性债务) / 地方综合财力，

而地方综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级转移收入-广义刚性支出。

所以不妨采用广义债务率=（地方政府债券+城投有息债务）/（一般公共预算收入+政府性基金收入）来做分档划分依据的近似测算。划分自设阈值为：0-180%为绿档，180-270%为黄档，超过270%为红档。注：目前部分区域，内蒙古、青海、陕西、云南的地方债务余额还未公布，故采用2019年数据进行估算。

可以发现两个有意思的现象：1) 大部分网红省份都落在债务率高的红档区域，比如：黑龙江、吉林、天津、青海、云南、贵州、广西、湖南，而强省包邮区基本上落在债务率低的绿档区域，比如：北京、上海、浙江、福建、广东。2) 也有两个地区存在债务率与信用利差不一致的情况：重庆债务率很高为444%，但城投信用利差中枢却为150BP左右，处于全国较低水平；而山西省债务率较低为168%，但城投信用利差近期却居高不降，逼近250BP。

图表 10：各省债务率水平（2020 年数据）

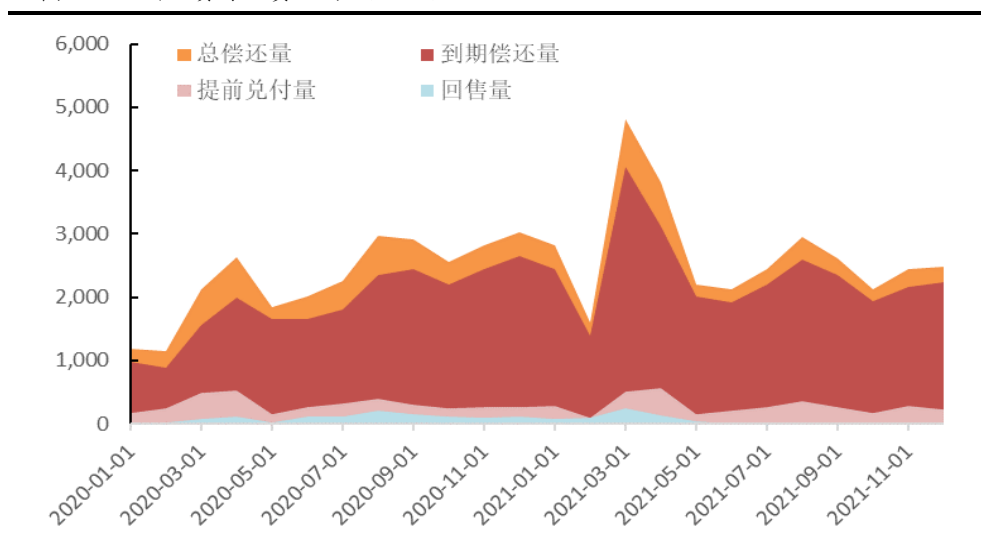


资料来源：各省份政府网站，Wind，百瑞信托

从目前来看，城投分化已明显表现为省级分化，一些债务率高的省份信用利差走阔严重且中枢水平较高，而债务率低的省份信用利差维持较低中枢水平。随着交易所和银行间交易商协会对城投债发行进行“红黄绿”分档审理，未来城投将进一步分化，甚至到市级、（县）区级。

那怎么影响后续发行？从总偿还量来看，2021 年到期规模较 2020 年有所增长，且主要集中在 3、4 月份，分别为 4810 亿元及 3810 亿元。在此前的分析中，历史上城投债净融资额为负发生在 16-17 年以及 18 年 5 月份，当时财政部、审计署、发改委接连发文就地方政府违法违规举债相关方式进行规范管理，城投平台融资全面收紧，叠加 16 年流动性偏紧的环境，城投平台融资当时进入了至暗时刻。

图表 11：城投债再融资压力（亿元）



资料来源：Wind，百瑞信托

从今年的政策监管角度来看，主要集中在地方债置换、问责、城投融资渠道收紧、健全违约处置机制等方面。那么今年会出现 16-17 年的城投融资黑暗时刻吗？相比之下，当下政策对于地方政府隐性债务、城投融资的监控已进入有序可控、完善规范的阶段，同时今年央行对货币政策表态偏谨慎，但流动性相较 16 年还是宽松，所以出现融资大幅调整的概率不太大，但是红黄绿的分档发行约束会使得区域间分化进一步拉大。

为了考察分档发行对区域的影响，采用 4 月起年内的总偿还额/城投存续有息债务作为今年城投各省融资压力的考核指标。整体来看，黑龙江、海南、青海、

天津、山西、广西、内蒙古、云南指标超过 15%，分别为 22.59%、22.38%、21.92%、20.89%、17.45%、16.53%、16.30%、16.27%，这些区域除了山西、海南外，预测分档都为红色，年内后续面临的融资压力较大。而预测的绿色区域中，除了山西年内到期/存续为 17.45%、河北 11.70%、山东 11.03%，超过 10%外，其他区域都低于 10%，比如：上海、北京、福建、广东、河南、浙江、西藏。

可见，目前红档区除了债务率高外，年内到期也较集中，融资压力较大；而绿区债务率较低，年内到期较平滑，融资压力不大，已形成较明显的分化。随着政策的进一步趋严完善，后续分化将进一步体现，城投债投资方面，前期超配的量可以考虑出来避避，同时，优选平台时需要更加谨慎考虑平台地位及项目。

图表 12：4 月起各省年内城投债再融资压力（亿元，%）

省份	到期/存续	2020广义债务率	4月起年内到期	一般性预算收入	政府性基金收入	债务余额	城投有息债务	预测分档
安徽	9.57%	218%	406.53	3216.00	3144.58	9600.14	4247.50	黄
北京	6.63%	142%	331.75	5483.89	2317.25	6063.59	5001.09	绿
重庆	14.18%	444%	716.02	209.48	2458.00	6799.20	5048.46	红
福建	8.38%	179%	278.33	3078.96	3429.71	8338.67	3320.27	绿
甘肃	8.80%	313%	73.20	874.50	649.20	3941.90	831.40	红
广东	8.04%	91%	341.58	12921.97	8642.42	15316.19	4246.69	绿
广西	16.53%	270%	375.01	1716.94	1938.97	7614.77	2269.31	红
贵州	4.03%	357%	108.82	1786.78	2047.12	10989.02	2700.86	红
海南	22.38%	204%	23.43	816.05	522.60	2623.52	104.71	黄
河北	11.70%	175%	141.70	3826.43	3161.47	11016.40	1211.06	绿
黑龙江	22.59%	395%	80.22	1152.50	377.87	5684.50	355.04	红
河南	3.56%	166%	117.93	4155.20	3751.90	9822.45	3312.79	绿
湖北	10.46%	267%	549.37	2511.52	3229.30	10078.70	5250.13	黄
湖南	9.88%	293%	671.28	3008.70	3356.00	11874.05	6791.05	红
江苏	12.67%	199%	2964.57	9058.99	11359.39	17227.69	23394.74	黄
江西	7.25%	210%	333.87	2507.50	3101.50	7149.13	4602.23	黄
吉林	0.00%	307%	0.00	1085.00	1021.20	5221.43	1240.90	红
辽宁	6.77%	241%	28.11	2655.50	1351.40	9261.50	415.15	黄
内蒙古	16.30%	275%	45.39	2051.30	707.30	7307.45	278.43	红
宁夏	2.15%	350%	3.60	419.43	159.80	1858.90	167.60	红
青海	21.92%	561%	36.25	298.03	106.50	2102.13	165.38	红
山东	11.03%	173%	811.43	6559.90	7278.99	16591.80	7355.47	绿
上海	3.32%	85%	60.87	7046.30	3175.00	6891.50	1834.05	绿
陕西	14.28%	206%	351.50	2257.23	2104.70	6531.95	2462.05	黄
山西	17.45%	168%	206.17	2296.50	1151.96	4612.00	1181.27	绿
四川	9.75%	222%	712.97	4258.00	4779.40	12743.00	7314.80	黄
天津	20.89%	377%	902.67	1923.05	911.93	6368.24	4321.45	红
新疆	3.33%	332%	40.94	1477.21	591.41	5634.67	1228.36	红
西藏	0.00%	173%	0.00	220.98	88.00	374.98	160.06	绿
云南	16.27%	273%	376.90	2257.23	1558.50	8108.00	2315.83	红
浙江	6.51%	132%	805.20	9058.99	11359.39	14641.65	12376.00	绿

资料来源：各省份政府网站，Wind，百瑞信托