

## 土地出让压力之下，近观江浙城投

2022 年 12 月 5 日

### 要点

- 标普信评认为，江苏省、浙江省内部城市潜在支持能力普遍较好，然而由于债务和经济财政实力存在差异，各地支持能力参差不齐，镇江、连云港、宿迁、盐城的债务负担重，舟山经济实力较弱，潜在支持能力处于省内靠后位置，弱于全国中位水平。
- 我们发现，江苏省、浙江省城投企业利差普遍低于全国同级别的平均利差，特别是浙江省更为突出。
- 我们认为，债务负担较重、地方财政对土地依赖度高、土地出让收入下滑特别显著的城市在本轮周期中受冲击更甚，典型地区包括盐城、泰州、淮安和舟山。上述地区部分城投的信用质量较弱但市场利差相对低，需要警惕估值风险。

### 分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

## 江浙地区城投信用质量概述

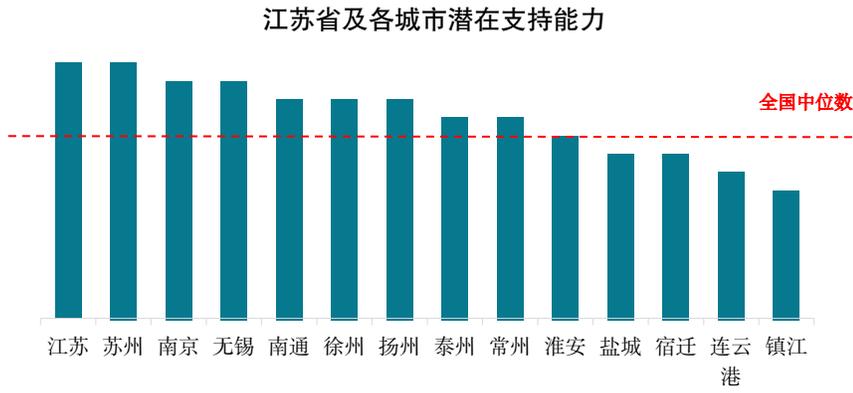
### 江苏省

我们认为，得益于极强的财政实力，江苏省的潜在支持能力很强，不过较高的债务率水平一定程度上拖累了潜在支持能力。我们认为江苏省内不同城市的潜在支持能力存在一定的差异，主要由于各个城市债务率情况差异较大。

江苏省经济发展水平多年稳居全国前列，是全国经济最为发达的省份之一，经济总量多年来位居国内省、自治区和直辖市第二，财政实力也较为突出。江苏省内各地级市的经济财政发展水平存在明显差异，2021 年宿迁、连云港实现 GDP 3,000 余亿元，一般公共预算收入 270 亿元左右，虽然与省内的苏州、南京、无锡、南通等头部城市差距明显，但在全国范围内仍处于相对较好水平。

我们认为，制约江苏省各市潜在支持能力的主要原因在于债务率较高，由于城投数量极多、债务规模较大，大部分省内城市的债务率均偏高，其中盐城、连云港及镇江的债务率在全国地级市中属于较高或极高水平，宿迁经济水平在省内排名靠后，债务率也较高。受此影响，我们认为盐城、宿迁、连云港及镇江四个地区的潜在支持能力弱于全国平均水平。

图1

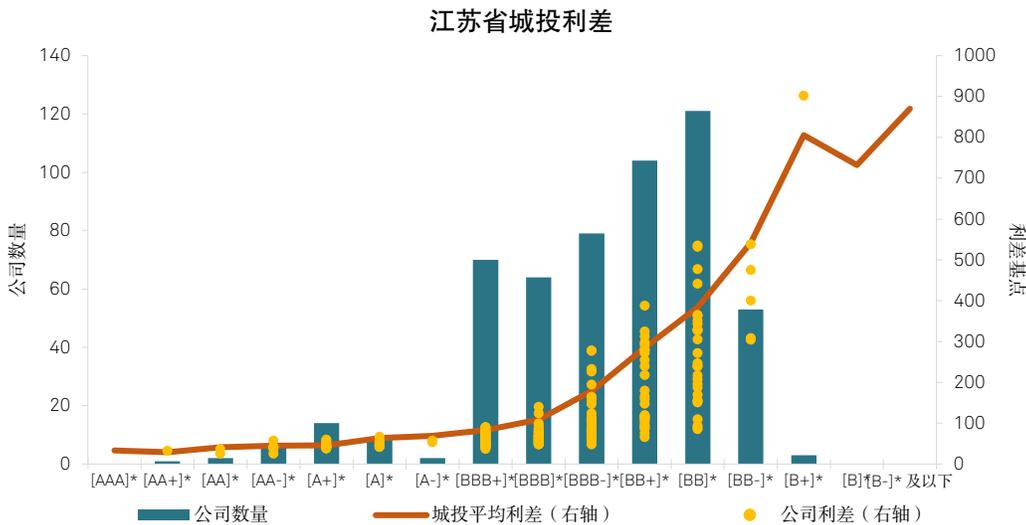


资料来源：标普信评  
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，由于城投数量极多，江苏省城投企业的潜在主体信用质量存在一定的差异，个别尾部企业的潜在主体信用质量相对较弱。我们对江苏省内 389 家具有公开信息的城投进行了案头分析。江苏省大部分城投企业潜在主体信用质量分布在 $[BBB_{spc+}]$ 到 $[BB_{spc}]$ ，少部分尾部企业处于 $[BB_{spc-}]$ 及 $[B_{spc+}]$ ，这主要是由于部分地区区县级城投数量较多所致。我们观察到，部分地区县域人口、面积较为有限，当前经济发展水平及未来发展空间一般，但融资需求较大，造成区域内城投数量多、城投间职能及业务区域重叠大，影响了这些企业对于政府的潜在重要性。潜在主体信用质量处于 $[A_{spc-}]$ 及以上的城投企业数量较少，且以市级城投企业和潜在支持能力排名靠前城市中经济实力较强的区县里的主要城投企业为主，而这类企业本身数量相对较少。

同时，得益于地区强劲的经济财政状况和良好的地区债务管理体系，投资者对于江苏省大部分地区城投企业信心较强，体现为大部分江苏省城投企业的利差均低于同级别城投企业的平均利差。

图2



注：该图中城投利差为截至2022年10月31日标普信评工商企业所有城投公司测试样本的平均利差数据。公司利差的计算方法是先将公司个券估值减去同期限国债收益率得出个券利差，再将个券利差求平均得出。

\*本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被视为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

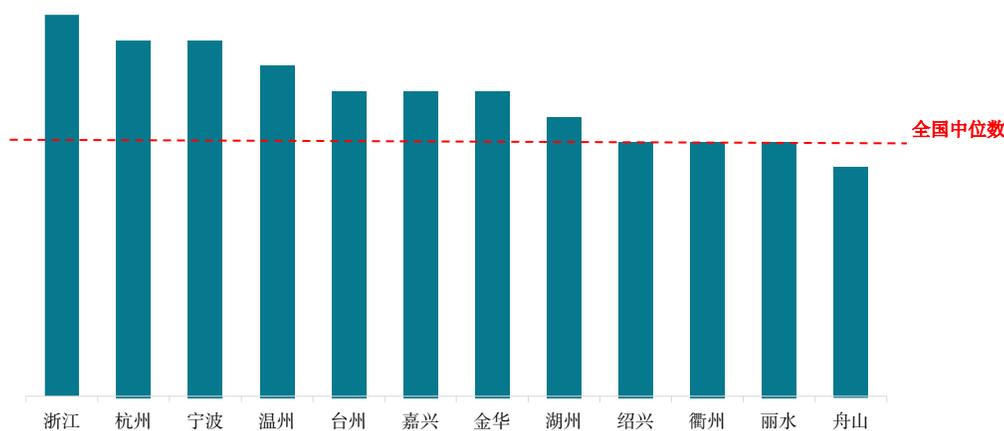
资料来源：Wind、中债估值、标普信评  
 版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 浙江省

我们认为，浙江省经济财政实力在全国处于领先水平，整体债务水平适中，潜在支持能力极强，省内城市之间的经济财政实力差异虽然较大，但潜在支持能力差异较小。浙江省经济实力连续多年在国内各省、自治区和直辖市中排名第四位，财政实力也处于领先地位。浙江省经济总量虽然与相邻的江苏有一定差距，但其债务水平明显低于江苏省，支持能力极强，高于江苏省。浙江省内城市经济实力差异较为明显，杭州的经济财政体量是丽水、舟山的十倍之多。2021 年杭州的 GDP 与一般公共预算收入分别为 18,109 亿元和 2,387 亿元，潜在支持能力全国领先，而舟山的 GDP 与一般公共预算分别为 1,704 亿元和 181 亿元，处于全国地级市中平均水平。丽水、舟山的经济财政排名虽然处于省内靠后水平，但由于债务率较低或财政平衡能力较好，其潜在支持能力仍较强，在全国范围内属中等。相比之下，绍兴与湖州作为省内经济财政实力较强的城市，政府性债务规模尚可，但由于城投数量较多，城投债务规模较大，影响了当地政府的潜在支持能力。

图3

浙江省及各城市潜在支持能力

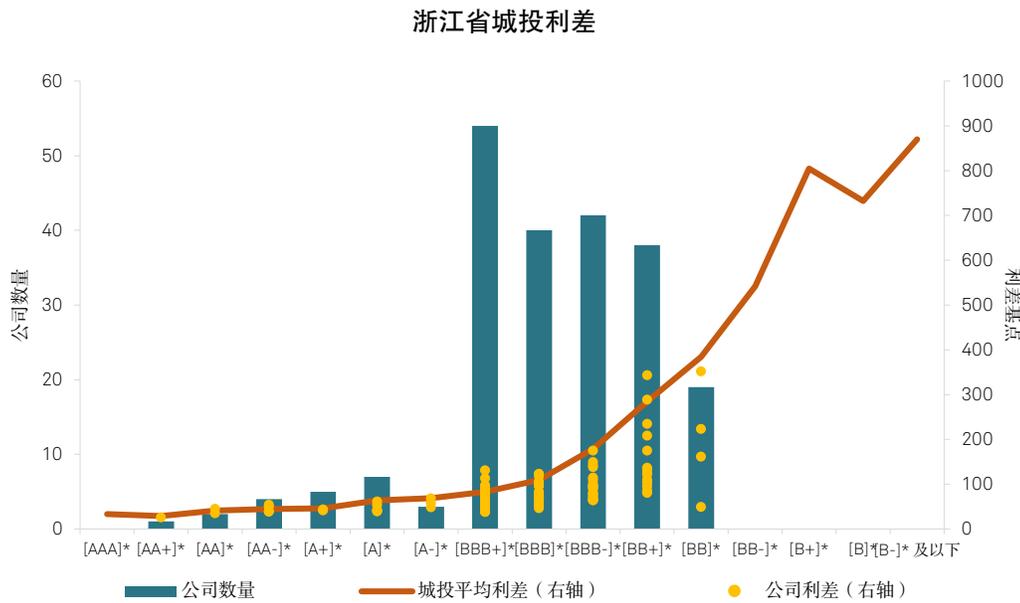


资料来源：标普信评

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，浙江省城投企业的潜在主体信用质量虽有差异，但其尾部企业仍有较好的潜在主体信用质量，市场认可度较高，再融资情况较好，持续呈净流入状态，且融资成本较低。我们对浙江省内 215 家具有公开信息的城投企业进行了案头分析。浙江省城投企业潜在主体信用质量大部分分布在 [BBB<sub>spc+</sub>] 到 [BB<sub>spc</sub>] 之间的五个子级上，以区县级城投企业为主，几乎没有位于 [BB<sub>spc-</sub>] 及以下的城投企业。舟山、丽水等城市虽然经济财政体量偏小，但债务水平适中，支持能力仍属较好水平，且城投企业数量不多，层级较低的城投企业仍得到政府的一定支持，城投企业潜在主体信用质量的底部较高。另外，潜在主体信用质量在 [A<sub>spc-</sub>] 及以上的城投企业数量较少，以市级城投企业和潜在支持能力排名靠前城市中经济实力较强的区县里的主要城投企业为主，而这类企业本身数量相对较少。

图4



注：该图中城投利差为截至2022年10月31日标普信评工商企业所有城投公司测试样本的平均利差数据。公司利差的计算方法是先将公司个券估值减去同期限国债收益率得出个券利差，再将个券利差求平均得出。

\*本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评级委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：Wind，中债估值，标普信评

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，由于浙江省经济财政实力很强，债务率不高，浙江城投企业的市场认可度很高，城投企业利差普遍低于同级别城投企业平均利差。

### 哪些地区的城投信用质量更易受土地市场下滑的影响

我们关注到，受房地产行业持续低迷影响，2022 年以来全国各省土地出让收入普遍呈下滑趋势，江浙两省的政府性基金预算收入亦出现显著下降。2022 年 1-6 月，全国政府性基金预算收入为 27,968 亿元，比上年同期下降 28%；江苏省及浙江省政府性基金预算收入分别为 3,209 亿元及 3,995 亿元，分别同比下滑 34%、22%。

我们认为，土地出让收入大幅下滑或将对区域内城投企业所能获得的政府支持构成潜在影响。一方面，土地出让收入是政府综合财力的重要组成部分，土地出让收入的下滑令地方政府财政收入承受较大压力，推升区域债务负担。另一方面，土地出让收入也是城投企业代建回款、政府补贴的重要来源，这部分收入的下滑或令政府压降相应支出，直接影响城投企业所能获取的现金流入。

我们认为，土地出让收入承压对城投企业所获外部支持的影响程度不一。从区域角度来看，债务负担较重、地方财政对土地依赖度高、2022 年以来土地出让收入下滑特别显著的城市或在本轮周期中受冲击更甚，而区域内城投企业的信用质量将承受更大的压力。我们以土地出让收入依存度、债务率、土地成交金额变动作为三个标准，在江苏省及浙江省的 24 个地级市中筛选出受潜在影响最为严重的一批城市，包括盐城市、泰州市、淮安市、舟山市。

表1

| 地级市  | 省份  | 成交土地总价同比  | 2021年土地出让收入依存度 | 2021年区域债务率 | 2022年财力假设测算(亿元) | 一年内到期债券(亿元) | 2022年测算财力对一年内到期债券覆盖倍数 |
|------|-----|-----------|----------------|------------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 数据时间 |     | 2022年1-9月 | 2021年          | 2021年      | 2022年           | 截至2022年10月末 | 截至2022年10月末           |
| 盐城市  | 江苏省 | -76%      | 64%            | 524%       | 646             | 514         | 1.26                  |
| 南通市  | 江苏省 | -72%      | 67%            | 396%       | 1,110           | 621         | 1.79                  |
| 淮安市  | 江苏省 | -68%      | 57%            | 726%       | 424             | 388         | 1.09                  |
| 徐州市  | 江苏省 | -66%      | 66%            | 333%       | 893             | 385         | 2.32                  |
| 泰州市  | 江苏省 | -64%      | 62%            | 557%       | 665             | 529         | 1.26                  |
| 金华市  | 浙江省 | -63%      | 76%            | 184%       | 1,072           | 320         | 3.35                  |
| 常州市  | 江苏省 | -63%      | 68%            | 357%       | 1,230           | 657         | 1.87                  |
| 舟山市  | 浙江省 | -56%      | 44%            | 595%       | 244             | 110         | 2.21                  |
| 丽水市  | 浙江省 | -56%      | 59%            | 332%       | 440             | 124         | 3.53                  |
| 宿迁市  | 江苏省 | -56%      | 69%            | 262%       | 326             | 46          | 7.05                  |
| 衢州市  | 浙江省 | -55%      | 66%            | 407%       | 642             | 328         | 1.96                  |
| 扬州市  | 江苏省 | -55%      | 66%            | 530%       | 1,127           | 518         | 2.17                  |
| 绍兴市  | 浙江省 | -52%      | 69%            | 227%       | 1,374           | 169         | 8.12                  |
| 温州市  | 浙江省 | -49%      | 75%            | 218%       | 410             | 92          | 4.46                  |
| 南京市  | 江苏省 | -46%      | 59%            | 350%       | 3,072           | 1356        | 2.27                  |
| 嘉兴市  | 浙江省 | -43%      | 60%            | 334%       | 1,253           | 293         | 4.28                  |
| 无锡市  | 江苏省 | -36%      | 51%            | 277%       | 1,980           | 625         | 3.17                  |
| 苏州市  | 江苏省 | -31%      | 48%            | 219%       | 4,103           | 1032        | 3.98                  |
| 湖州市  | 浙江省 | -25%      | 61%            | 618%       | 897             | 346         | 2.59                  |
| 镇江市  | 江苏省 | -21%      | 55%            | 739%       | 640             | 449         | 1.42                  |
| 台州市  | 浙江省 | -8%       | 51%            | 277%       | 4,656           | 675         | 6.89                  |
| 杭州市  | 浙江省 | -8%       | 60%            | 335%       | 1,075           | 150         | 7.15                  |

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1\\_49744](https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1_49744)

