

山东城投路向何方？

2023 年 3 月 15 日

要点

- 山东城投再融资环境呈现弱化趋势，且省内不同城市间分化明显，市级平台也受到不同程度的影响。
- 标普信评认为，局部区域债务率高企，融资结构、期限不合理，地方债务管理有待改善等是山东城投企业债务风险暴露的主要原因。
- 山东省部分区县城投及尾部城投信用质量承压；再融资环境的扭转有赖于政府债务管理体系的完善，改善尚需时日。
- 城投企业风险对当地银行业的影响整体可控，但个别城商行面临的资本补充压力有所加大。

现状：城投再融资环境弱化，省内分化明显，市级平台受到波及

山东省作为全国经济大省，省内城投再融资环境却日趋弱化。山东省为国内经济大省，2022 年实现地区生产总值 87,435 亿元，经济体量连续多年居于全国第三位，实现一般公共预算收入 7,104 亿元，位列全国第五。经济结构方面，山东省重工业较发达，新兴经济有所不足，新旧动能转换仍需持续推进。山东省城投企业数量和城投发债量较多，然而债务并未能充分转化成有效的投资，部分区域的城投存在较大的债务压力，非标负面信用事件、舆情等发生范围较为广泛，区域整体再融资环境不佳，融资环境与其经济体量不相匹配。我们观察到，山东省城投债信用利差自 2021 年初开始与全国城投债平均利差产生较大分化，并且持续高于其他沿海主要经济省份以及全国平均水平，再融资环境不容乐观。

山东省内不同城市的城投再融资环境存在较大分化。山东省下辖各地级市经济发展水平有一定差异，整体呈现东强西弱、北强南弱的格局，而省内不同城市间城投企业的再融资环境差异较大，并不与经济实力完全挂钩。济南、青岛和烟台在省内的经济、财政实力强，整体再融资环境相对可控，而潍坊、济宁等经济体量即便在省内相对靠前的区域，再融资环境仍呈现不断恶化趋势。我们认为融资环境的差异可能主要是受不同地区债务水平、债务结构、负面信用事件等因素影响所致。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

李丹

北京

+86-10 6516 6042

dan.li@spgchinaratings.cn

焦迪

北京

+86-10 6516 6039

di.jiao@spgchinaratings.cn

王燕愚

北京

+86-10 6516 6059

stephanie.wang@spgchinaratings.cn

图1

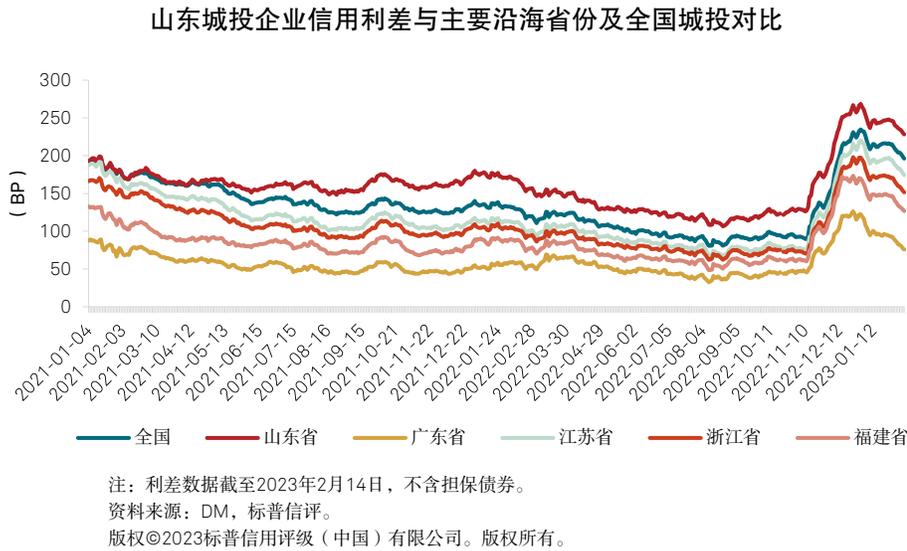
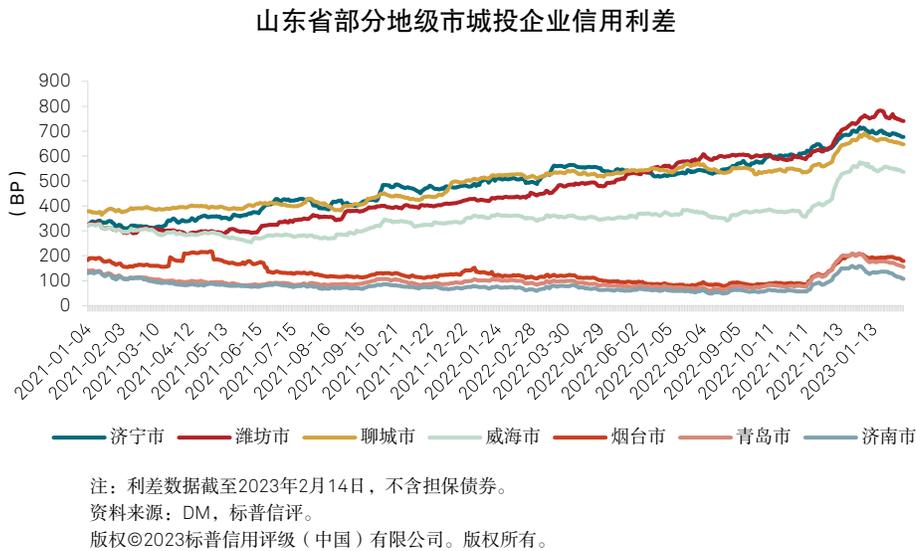


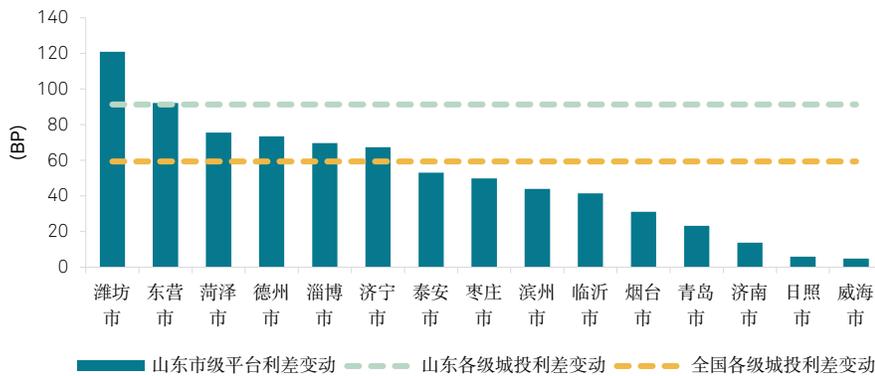
图2



山东区县级城投风险具有向区域内其他城投蔓延的趋势，市级平台再融资环境也受到不同程度的影响。目前，山东非标等负面信用事件主要集中于区县或以下级城投企业。我们认为市级政府由于具备更强的财政支配及协调管理能力，市级城投的信用资质仍好于区县级城投，但各地市级平台再融资环境仍然受到了不一的影响。山东省多个地市主要市级平台近一年的利差波动水平高于全国城投平均水平，其中潍坊的市级平台利差变动幅度已经超过了山东全省城投企业的平均水平，再融资成本和难度都有明显上升。

图3

山东市级平台利差变动与全国、山东省平均水平的对比



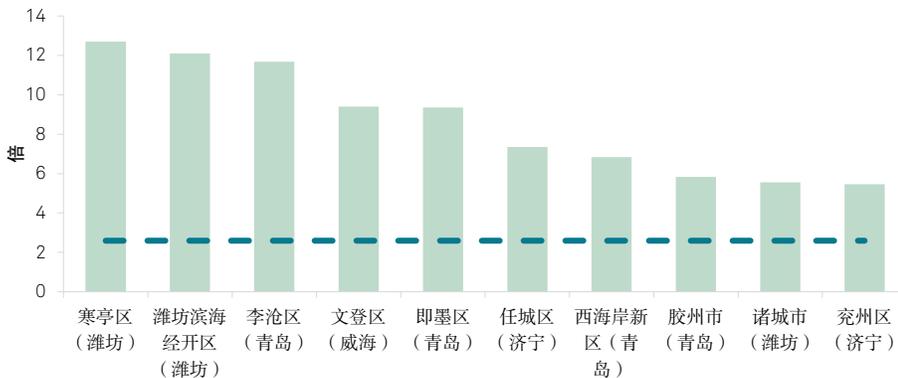
注：数据截至2023年2月14日，利差变动为近1年；市级平台为当地1-3个主平台。
资料来源：DM，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

债务问题：局部债务率高，融资结构、期限不合理，债务管理有待改善

我们认为，山东省各地市下辖区县的政府债务率水平差异大，部分区县政府支持能力弱，增加了区域债务风险暴露的压力。山东省的债务规模较大，但得益于较好的财政实力，全省债务率尚处于全国中等水平。虽然山东省内各地市债务率也呈现一定的差异性，但在全国范围来看，各地市债务压力并不十分突出。然而，纵观各地市下辖区县，债务水平分化则较为明显，部分区县债务率高企，成为影响区域融资的短板。从下图可以看出，寒亭区、潍坊滨海经开区、李沧区的城投债规模与当地一般预算收入之比超过10倍，债务压力突出，该等区域也出现了非标负面信用舆情。

图4

山东省区县城投带息债务/一般预算收入前10位

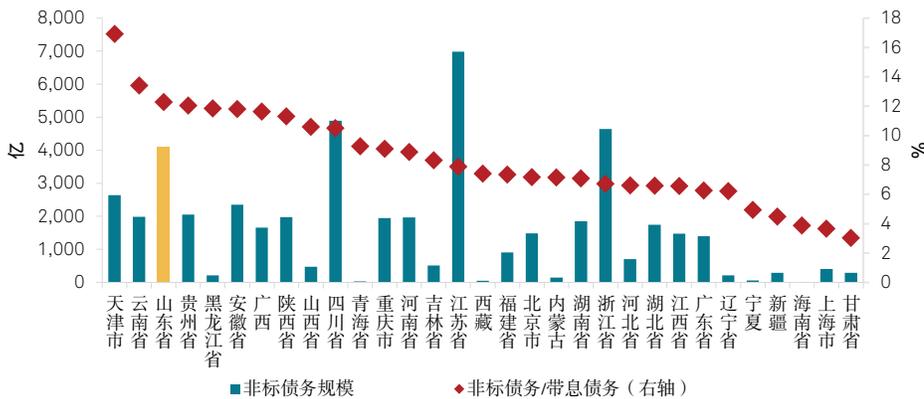


注：深蓝色虚线为山东省区县城投带息债务/一般预算收入的平均值；城投债规模和一般预算收入截至2021年末。
资料来源：Wind，DM，政府网站，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，山东省城投企业非标、债券融资占比较高，融资结构存在一定不合理性。从非标融资来看，山东省城投企业的非标规模位列全国第四，带息债务中非标占比水平排名全国第三，规模和占比都处于全国前列。我们认为，非标融资成本高，并且受城投投资政策影响较大，融资接续的稳定性不强。较高的非标占比一方面增加了山东城投企业的利息支出负担，另一方面也增大了再融资的难度。从省内城市来看，淄博、威海、泰安、滨州、潍坊和济宁的非标融资比例较高，明显高于全国和省内平均水平，区域再融资的稳定性值得关注。此外，山东城投企业的定融规模突出，定融具有更高的融资成本，且期限偏向短期化，我们认为这体现出采用定融融资的区域城投主体在传统融资渠道方面已面临较大的阻滞，再融资压力明显。

图5

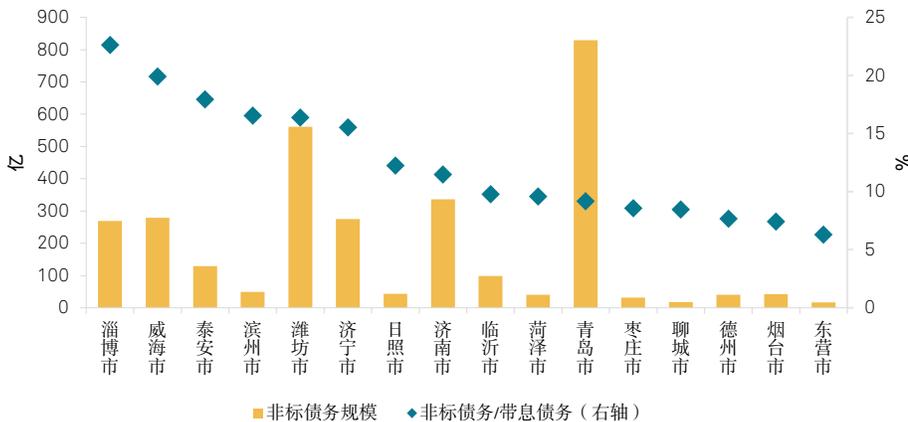
全国各省城投非标融资规模及占比



注：黄色柱代表山东省。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图6

山东省各市城投非标融资规模及占比

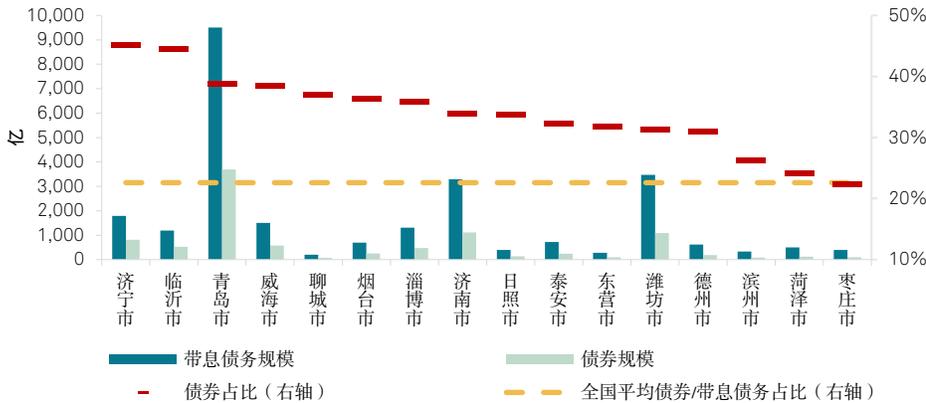


资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从债券融资来看，山东各地市城投企业债券融资占比也普遍高于全国平均水平。我们认为，这体现出山东地区曾经的举债能力较强，城投企业市场认可度较高。然而债券融资的兑付刚性较强，较高的债券融资占比使城投再融资对市场波动较为敏感。在山东省内，济宁、临沂城投企业的债券融资占比接近一半，在投资人认可度下降、市场波动时期面临的再融资难度或将更大。

图7

山东省城投债券融资占比情况



注：带息债务和债务规模数据截至2022年6月末。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们发现，山东部分地区债务短期化较为明显，面临较大的流动性管理压力。城投企业的资金主要投向于城市基础设施建设、土地整理、保障房开发等业务，该类业务普遍投资金额较大，回款周期长，长期债务与城投企业的业务性质及回款进度匹配程度更高。从自身债务结构来看，日照、潍坊的城投企业短期债务占比水平明显高于省内其他城市，增加了短贷长投带来的流动性管理压力。从财政压力角度来看，潍坊、青岛和威海的城投企业短期债务规模与当地的一般预算收入之比超过2倍，短期债务对财力挑战较大，十分依赖于再融资。

图8

山东各市城投短期债务压力情况



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_53331

