

政策研究

第 11 期

烟台业达城市发展集团有限公司

2022 年 7 月 21 日

领导批示

国办发 20 号文对平台公司影响

6 月 13 日，国务院办公厅《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（以下简称 20 号文）正式发布，强调省以下财政事权、支出责任与收入相对等，为基层减负。一石激起千层浪，在稳定经济大盘子的背景下，该文对城投平台融资将产生较为深远影响。本期政策研究，旨在通过收集各方观点，探讨 20 号文对集团发展的影响。

一、城投债投资将更看重省级区域排序

国办发 20 号文在于进一步完善“现代财政制度”中省以下财政关系。强调财政兜底、“参照税种属性划分收入”，将更稳定的税源留给市县。但在实际执行过程中，现有地方财政利益格局已较为稳固，短期内对地区可用财力产生超预期的影响可能性或较小。因此改革最为受益的其实是省级政府和省级财政，因为相关权利更为集中。

20 号文明确在适度强化省级财政事权的同时适度增强省级调控能力，推进省直管县财政改革、省负总责等。意味着未来省级政府在地区财政资源协调中还将发挥更大的作用，全省“一盘棋”的局面会进一步加强。对于城投债投资，要首先强化省级区域间排序，因为地区财政资源和债务风险的总负责在省。

二、城投债可能相对利好强区域的弱城投

2017 年城投融资政策收紧，叠加 2018 年以来城投非标违约事件频发，城投债开始出现省间分化。2021 年，在市场风险偏好整体偏低、银行理财全面净值化转型的背景下，省间分化加剧，并且省份之间出现背离。同时由省间分化向省内分化演变，体现为不同等级、不同行政级别之间的分化，各地级市之间的利差分化也较显著。

2022 年以来，这种省间和省内分化趋势仍在，但分化程度放缓，部分弱区域的强城投利差有所修复。20 号文强调以省为单位健全财政债务管理，未来省份之间由于经济基本面和债务管控能力的差异可能导致估值分化加剧。未来，在 20 号文的指导下，城

投债可能发生两方面变化：一方面，区县城投的融资意愿可能下降，城投债供给进一步减少。另一方面，城投债省间分化可能进一步加剧，省内分化或将减小，可能相对利好强区域的弱城投。

三、县级城投债券融资情况不容乐观

“20 号文”延续了较为偏紧的政策精神，强调坚决遏制地方政府隐性债务增量，同时指出应强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。可见对于省级以下地方政府，政策非常重视通过防范债务风险对城投平台融资举债进行约束，强调债务规模合理化。从县级城投债的发行量来看，今年以来县级城投的债券融资情况不容乐观。

展望后市，一是地方政府债务较大的省份，省级政府机关的任务将有较大幅度加大。二是在政策依旧偏严的环境下，城投债发行量上升空间不大，井喷现象出现可能性较小。三是在省级政府的积极帮扶下，市县级负担减小的前提下，市县级尤其是弱区域弱平台在政策逐渐宽松的条件下或将迎来乐观发展信号。四是强区域强平台仍将受到市场关注，市场供给量和流动性预期乐观。五是在增强对新增隐性债务和化债不实监管力度下，与相关案例相似的融资模式预期减少，与减少债务腐败和增强资金精准度相挂钩。

四、关注平台市场化程度及自身偿债实力

20 号文延续了国办函 88 号文“地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央不救助”的大原则，与近年来强化属地责任的

提法内涵相一致。对于城投债务而言，意味着“全省一盘棋”逻辑不变，弱省份的偿债能力问题仍值得警惕。同时，要求财政事权和支出责任划分更合理，推动财力下沉，基层财力保障有望加强，薄弱区域支持力度加大，增强省级调控能力，提升省域内财力均衡度，强省份弱县市享受的边际利好更为明显。

对应到城投债投资，将更加有利于强化“强省份弱平台”的投资逻辑，但需关注城投债务周期与区域财力改善时间可能存在错配，短期仍需防范尾部风险。中长期来看，考虑到坚决遏制隐债新增、积极化解存量隐债，推行全域无隐债试点，加快城投平台转型的改革趋势下，未来城投与地方政府将逐渐脱钩，城投底色越来越淡化，区域财力变化、债务管控强度之外，更需关注平台市场化程度及自身偿债实力。

五、进一步推动区域内的城投平台整合

20号文出台后，省级财政成为调剂中心，全盘统筹省内财政资源。这可能利好经济强省的弱资质城投，因为经济强省财政实力雄厚，可以协调资源对省内发展不平均的市县进行平均。对经济弱省的城投作用不是很大，城投平台融资仍受到约束，隐形债务的管控并没有全面放松，但一定程度上对冲了实质性违约风险，避免产生较大的系统性风险。

一方面，城投将会在全省范围内根据具体业务需求进行竖向整合，如由省一级成立专门的开发平台，然后与项目所在地的城投进行合资合作、共同开发，推动地方城投以具体实施项目为主要职能；

另一方面，城投可能将会以地级市为单位进行集团化整合。结合财权事权划分以及市场对主体信用、资产、现金流的要求，区县级城投单独运行的压力越来越大。在此背景下，部分区县级城投可能进行重组、整合以及走向集团化运行。

六、对区县级城投平台属于利好政策

结合交易所4月底对主体信用评级低于AA（含）的城投平台（多对应区县级平台）申报公司债的约束边际放松，以及《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》的政策指引，区县级城投平台再迎利好，尤其是经济发展动能强、地区重要性高的区县级城投平台或将明显受益。

强调“要加大对财力薄弱地区的支持力度”，并特别提到“加强省级对县级的财力支持”，有利于缓解财力相对偏弱地区的债务压力。“要加强开发区政府性债务管理”，意味着开发区（园区）未来或面临更为严格的融资约束，投资者需要动态关注后续开发区（园区）级平台再融资能力的边际变化。整体来看，城投平台（尤其是区县级）有望受益。但地方政府隐性债务“控增量+稳存量”的政策大方向将会延续，意味城投政策未来依然将以隐债为“标尺”，政策边际放松旨在坚守底线（不新增隐债）的同时，着力化解存量隐性债务风险。

七、尾部城投区域风险仍然较大

对于债券投资者而言，指导意见从高层级政策上，再次强调地方党政领导负责制，有助于地方维持高偿债意愿，城投信用基

本面保持稳健。

指导意见指出“三保”省级兜底，并不是对债务特别是城投债务兜底，客观上基层财政压力大的情况很难在短时间内改善，尾部城投区域风险仍然较大，不建议过度下沉。此前开发区财政体制较为灵活，部分开发区积累了一定债务风险。

八、省级政府债务管理中承担的责任更明确

一方面，省级政府要帮助市县化解债务风险，降低债务负担。施行的办法即开源节流和变现资产。开源节流意味着政府要压缩非必要开支，过紧日子。变现资产则意味着我国地方政府面临的债务负担较重，但地方政府拥有的资产体量也较大，可以通过发行 REITs（房地产信托投资基金），资产证券化和国企重组上市等市场化方式降低债务负担。

另一方面，省级政府则需要健全地方政府债务限额分配机制和建立处罚机制，要将不同性质的债务与不同的收入类型和收益相匹配，全省统筹考虑，防止过度举债。

本期报：工委管委有关领导、财政金融局、集团领导班子成员

发：各部室、各公司
