

国企承压，中国地方政府陷两难

2021年6月8日

地方政府的直接、间接债务规模扩大



主分析师

朱素徵
香港
(852) 2912-3055
susan.chu
@spglobal.com

其他联系人

Felix Ejgel
伦敦
+ 44 20 7176 6780
felix.ejgel
@spglobal.com

要点速览



国企债务自2019年起加速增长，令本已负担过重的地方政府再添一重压力。



政府将寻求采用非财政资源支持国企以降低潜在的预算负担。



救助困境国企时，地方政府或将更具选择性。

注：预算赤字为地方政府调整资本支出后的预算差额占总收入（包括经营性收入与资本收入）的比例。国企债务为地方政府控股非金融国企债务；参见图2获得更多细节。杠杆率数据覆盖地方政府旗下的非金融国企。e-预估值。
资料来源：Wind，标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

新冠疫情期间，中国地方政府及其控股的国企普遍财力吃紧。这导致国企风险上升，地方政府支持困境国企的能力下降。标普全球评级认为，国企和地方政府疫情期间的债务扩张，将加速政府对国企选择性救助的趋势。

在数家市场关注度高的国企出现债务违约后，几家地方政府于近期公布加强国企管理的方案。措施包括在未来两年控制国企信贷扩张。我们的分析表明，高度重要国企（主要为地方政府融资平台）的杠杆率较其他类型的地方国企平均高3倍。

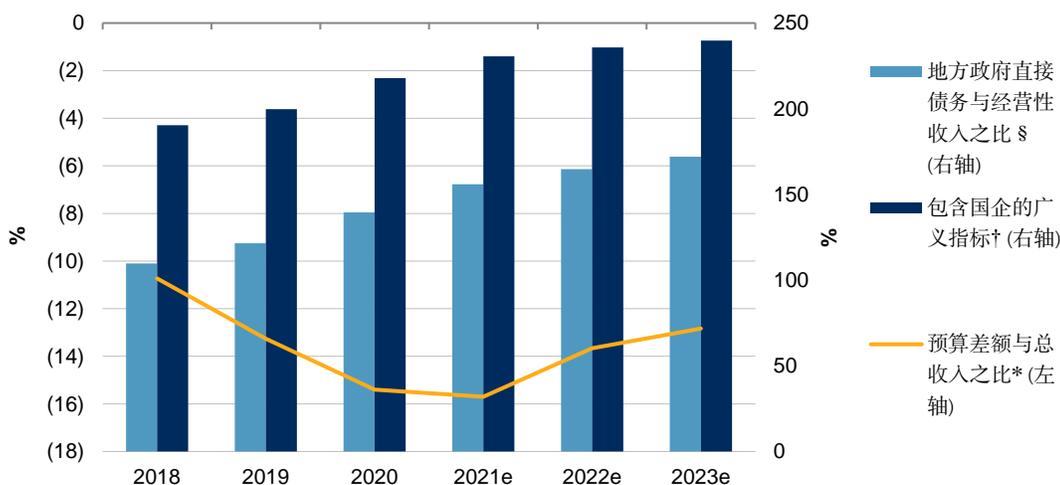
长期来看，地方政府将会逐渐减少通过国企开展基建和实施经济刺激措施，从而逐步与地方国企风险脱钩。

国企债务敞口扩大使挑战更加复杂

我们的基本假设是，2021-2023 年中国地方政府将保持大规模赤字，债务负担也将相应保持高位（见图 1）。尽管自 2020 年下半年起中国经济强劲反弹，但中央政府依旧继续引导地方政府刺激开支。我们认为，地方政府大多不会放松通过举债实施的逆周期举措，直至中国能够实现更加可持续且均衡的复苏，且全球成功控制住新冠疫情为止。

图1

中国地方政府的财政状况仍然吃紧



*预算差额与总收入之比为调整资本支出后的预算差额占总收入（包括经营性收入和资本收入）的百分比。

§ 以地方政府名义发行的直接债务占地方政府调整后的经营性收入的百分比。

† 该指标衡量税收支持债务占并表层面经营性收入的比重，具体包括地方政府直接债务存量及国有企业产生的预算外借款与地方政府经营性收入及因预算外借款纳入税收支持债务范围的国企收入的比值。

e—预估值。

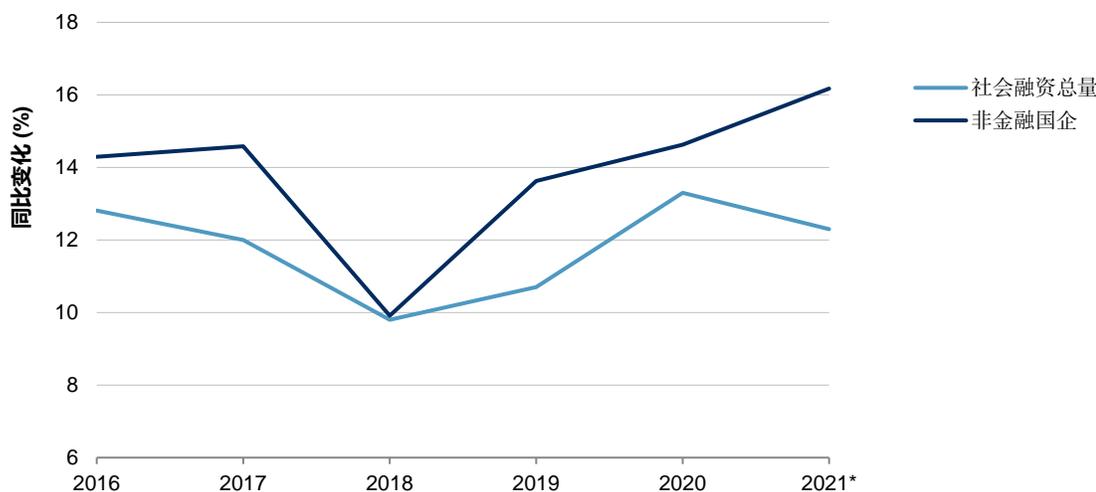
资料来源：中国财政部，Wind，标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

随着中国放松政策以助力经济增长，地方政府控股国企的债务规模从 2019 年起开始加速增长（见图 2）。在市场不确定性因素的影响下，投资者表现出对于民营领域信贷产品的风险规避情绪，大量投资国企刺激了国企领域债务规模的扩张。

图 2

地方国企债务增速超过全国社会融资总量增速 全年数据（附注*说明的除外）



注：中国实体经济融资总量。国企债务仅包括由中国地方政府控股国企的债务。

*2021年3月31日相较2020年3月31日的变化。

资料来源：中国人民银行，Wind，标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

地方政府受中央政府的严格监管，收入依赖中央政府的大规模转移支付。国企是地方政府完成政策任务的另一个手段。

但是，地方政府在加强国企风险管控方面承受压力。我们预估，地方政府将会逐渐减少通过国企开展重要基建项目。因此，到 2023 年期间相关国企的年债务增速将在 5%-10% 区间，低于全国社会融资规模增速。

非预算手段有助降低国企相关问题蔓延风险

在可能的情况下，地方政府将主要动用非预算手段来支持困境中的国企。若地方政府认为某家困境国企对于当地的工作任务发挥关键作用，政府即可与控股的其他国企（包括金融机构）进行协调向其提供救助或融资。另外，通过从其他国企向困境国企注入资源（如进行资产转移或资本注入），地方政府还能有效地稳定债权人的信心。

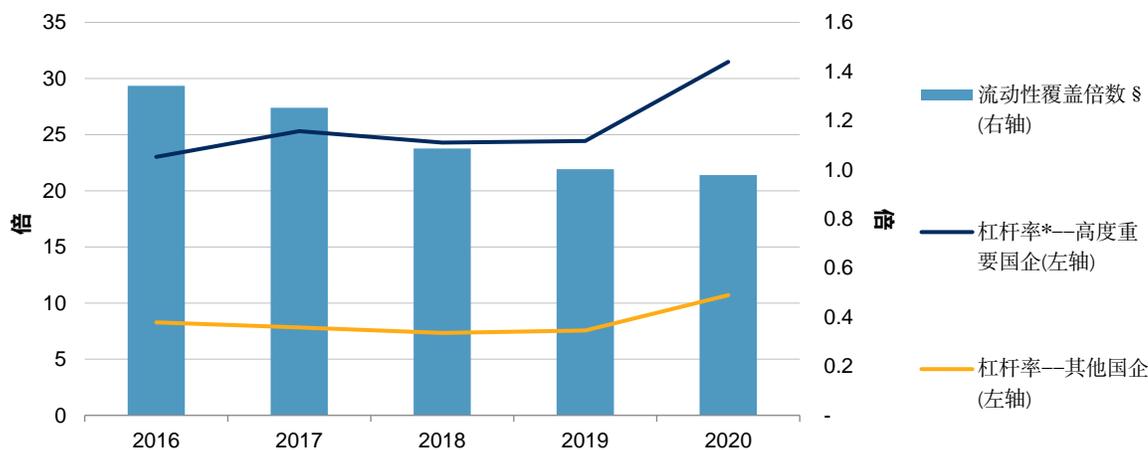
但是，鉴于地方政府的可控资源吃紧，我们预计其在向国企提供支持时将更加有选择性。

由于地方政府控股国企的债务不断增加，使得地方政府所能掌控的资源相对于国企风险而言在不断减少（见图 3 及附录）。国企领域的个体信用状况依然疲弱，这从该领域非常高的杠杆率中可见一斑。

除杠杆率高企外，我们还注意到国企领域的“流动性”覆盖倍数表现出承压上升信号。我们以地方政府控股国企持有的现金或流动性资产与短期债务之比来衡量这一指标（见图 3）。大量现金或高流动性证券是提供救助的有效工具。鉴于政府有时会协调流动性强劲的国企为其他国企提供救助，因此地方政府控制越多“现金及现金等价物”，就越能降低国企的整体违约率。

图 3

地方政府支持国企的能力下降
“杠杆率”和“流动性”（覆盖倍数）在弱化



*杠杆率计算方法为：高度重要国企或被Wind归为执行重要政府任务的国企（如Wind列出的地方政府融资平台）的累计债务除以累计EBITDA。

§ 流动性覆盖倍数的计算方法为：地方政府控股国企的现金和短期证券除以国企的短期债务。

资料来源：Wind，标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

我们如何评估地方政府支持国企的能力

我们用以下三个指标来衡量政府支持国企的能力：国企规模；国企风险，以及地方政府掌控的非预算资源。

- 国企规模：地方政府控股国企的债务总额占地方政府收入的比重。
- 国企领域杠杆率：总债务占总 EBITDA 的比重。
- 地方政府掌控的资源：国企账户中的现金及短期证券与国企短期债务之比。

这里的国企均指非金融机构国企。

我们主要从 Wind 摘取国企数据，其能够持续覆盖 70%–80% 的地方政府控股国企（对比中国政府公布的总资产和总负债数据）。数据为全省范围数据，即不会单独列出较低层级地方政府债务数据；但其仍可较好地近似替代同一区域大部分地方政府的参考数据。

这些数据提供了简单的财务指标，但未包含地方政府可以掌控的更广泛的资源，如通过影响地方政府控股银行参与支持计划等。这些资源表现形式广泛且复杂，无法用简单的数据进行比较。

国企承压，中国地方政府陷两难

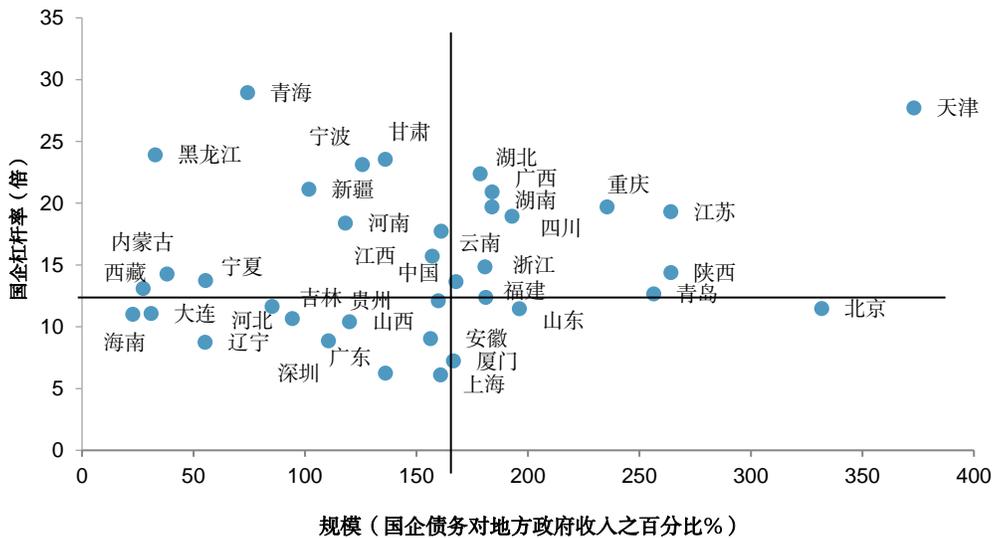
与政策导向型同业—多为地方政府融资平台（城投）相比，商业导向型国企获得支持的可能性较低。我们估算，国企债务中约半数都来自侧重传统企业活动的国企，他们在竞争的行业中开展业务，以逐利为主。由于竞争地位弱或商业判断力差，相当一部分国企的个体信用状况都非常弱。我们认为，即便是通过非预算途径，这些国企在遭遇外部冲击时及时获得支持的可能性也较小。

我们认为在未来两到三年，为那些在各自所处地区承担重要基础设施开发或运营的国企提供支持的意愿仍较高。此类国企基本不追求利润，杠杆水平非常高且依赖地方政府支持。其中多为地方政府融资平台。

地理位置是国企违约风险的另一关键因素。总体而言，经济较发达地区的地方政府往往能够更好地控制国企风险。这些地方政府或通过控制国企杠杆水平，亦或确保更严格地控制国企的直接流动性资源，从而达到管控国企风险的目的。我们对此的研究显示，地方政府在为国企提供支持的能力上存在较大分化（见图4和图5）。

图4

全国的国企规模和杠杆水平差异巨大



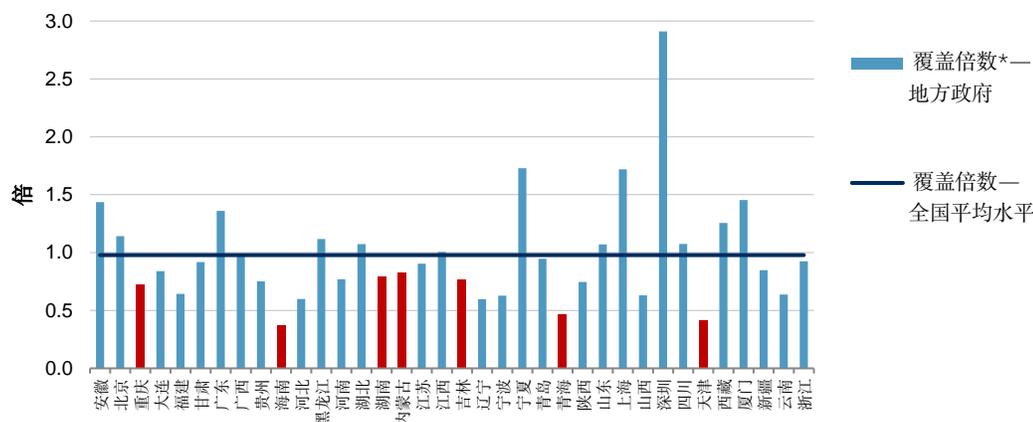
规模按国企债务（分子）和地方政府收入（分母）之比计算。为2020年底由地方政府所控国企的债务。地方政府收入为2020年地方政府的经营性收入和资本收入。杠杆率按2016-2020年国企平均累计债务除以国企累计息税及折旧摊销前利润（EBITDA）而得。

资料来源：WIND，标普全球评级。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 5

可控资源越少的地方，国企违约的情况越多
 红杠代表发生过国企违约的地方



* 覆盖倍数定义为由地方政府控制的非金融国企的现金和短期证券除以国企短期债务，按2020年底地方政府所控非金融国企的汇总数据。红杠代表2019年1月1日至2021年6月1日之间发生过国企违约的地方；基于已公布数据计算而得。
 资料来源：WIND，标普全球评级。
 版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

将防范国企状况恶化作为长期政策

随着地方政府逐步转向寻求更加市场化的解决途径，我们认为多数地方政府都将继续依靠下属国企来实现宏观经济目标。

然而，近期出现的信用事件已造成地方政府下属国企的整体融资环境受创。相关事件包括，河南国企永城煤电控股集团有限公司（未评级）2020年11月违约，重庆市能源投资集团公司（未评级）2021年3月违约。

这给地方政府带来了压力，促使他们采取更多的风险防范措施（参见2021年4月26日发布的《国企违约管控加码》）。

主要举措包括：

- 加强对国企偿债风险的监督。其中包括建立预警系统、设定财务门槛、帮助国企与债权人进行早期协商或利用信用增强计划来降低欠付风险。
- 加强对城投风险的监督。其中包括推动城投与地方政府脱钩，不再代表地方政府产生预算外借款，管控城投债务或杠杆过高而带来的风险，甚或引导城投退出（包括申请破产）。

这些政策方向似乎与我们的基本假设一致，即国企将通过公共服务为基础的活动减缓债务增速。同时，国企还将向收入更高或经营性现金流更优的商业化活动扩展。尽管国企的整体债务增速或许能反映出中国的社会融资规模增速（过去五年在10%-13%不等），但我们预计地方政府在重要基建项目上将逐渐减少对国企的依赖。我们假设，到2023年重要国企的债务年增速将放缓至5%-10%。

相关研究

- 国企违约管控加码，2021年4月26日
- 财政支持力度减弱，中国地方政府倍感压力，2021年3月9日
- 中国持续以多元化方式化解地方政府隐性债务风险，2020年12月1日
- 中国经济复苏过程中，企业违约会越来越多；2020年11月17日
- 并非所有中国一级地方政府的信用状况都均等，2020年3月19日
- 地方国企获得纾困是否将减少？，2020年2月3日
- 标普对融资平台的评级为何未与中国主权评级直接挂钩，2019年1月28日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原文版本有任何分歧，概以英文版本为准。

阅读英文原文请点击：

https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?ArtObjectId=11990928&ArtRevId=1&mkt_tok=NTgzLVRNUy0wMDIAAAF9iSnlLaNys1LGyXUvUGsYlQzFid7HRsV7B94A9PzWiqdX2JozF8GuhxFhIA0jehABXB9avRkFk0mQSFgjtes1

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及www.ratingsdirect.com和www.globalcreditportal.com（收费网站），及www.spcapitaliq.com（收费网站），及并可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅www.standardandpoors.com/usratingsfees。

ANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。