

信用答疑：

中国化解地方国企债务风险有哪些选项？

2023 年 8 月 3 日

本报告不构成评级行动。

在地方国有企业协助地方政府履行刺激经济职能的过程中，其违约风险正在上升。如果出现还款延迟，则有可能打乱当地以信用为支撑的发展，影响全国经济复苏。因此我们预计，化解风险的工作将会加快并扩大。

2023 年 7 月 24 日的中央政治局会议讨论了防范化解地方债务风险的问题，并在会后公告中强调要制定实施“一揽子”化债方案。公告没有透露详细内容，但我们认为，市场已将此解读为国有企业债务风险的化解。

很多地方国企实力较弱，要靠当地政府支持才能维持运营。这种情况在地方政府融资平台身上体现得尤其明显。作为非金融国有企业范畴下一个规模庞大的子集，平台公司从事地方基础设施的开发，以支持当地经济发展，其自身信用状况往往处于国有企业中的最弱水平。

国企债务风险的化解，对于地方政府、企业本身、银行系统可能有何影响？我们在此回答投资者在这方面的的一些问题。

常见问题释疑

地方国企存量债务规模有多大？

我们估计，到 2023 年末地方政府所控制非金融国有企业的存量债务将达到人民币 100 万亿元（合 13.9 万亿美元）左右，大约相当于中国 GDP 的 80%，高于十年前的 40%。这一数字包含了市场化程度较高的国有企业的债务，但地方政府融资平台（定义参见后文灰框内容）的债务是其中的主要构成部分，占比达到了三分之二左右。

融资平台往往存在经营性现金流非常微薄、杠杆率非常高的问题。近几年融资平台和其他地方国企的债务增长快于整体信用市场，风险持续积累（见图 1）。

主分析师

朱素微

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

其他联系人

黄闻茵

新加坡
(86) 10-6569-2736
Wenyn.Huang
@spglobal.com

尹睿

新加坡
+ (65) 6239 6342
rain.yin
@spglobal.com

Felix Ejgel

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

李春燕，CFA

香港
+ 852 2533 3583
laura.li
@spglobal.com

叶翱行

香港
+ 852 2533 3593
christopher.yip
@spglobal.com

李畅

北京
+ 86 10 6569 2705
chang.li
@spglobal.com

陈俊铭，CFA

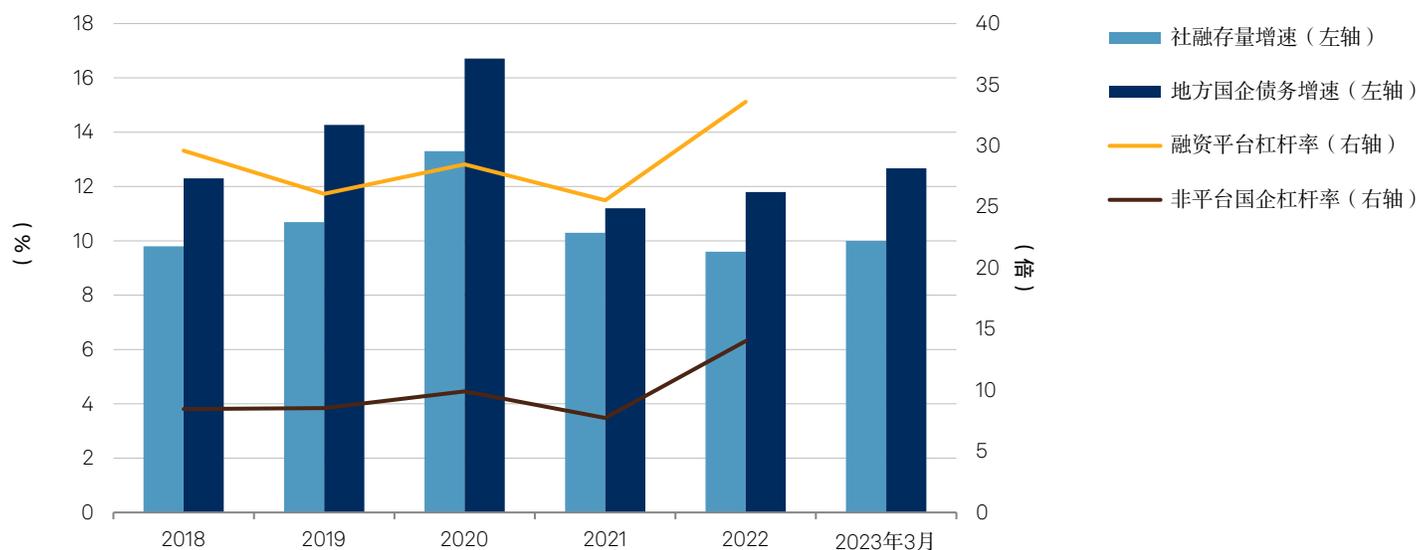
新加坡
+ 65 6216 1095
ming.tan
@spglobal.com

曾怡景，CFA

香港
+ 852 2533 3532
ryan.tsang
@spglobal.com

图 1

国企债务增长快于整体信用市场



社融：社会融资规模。国企杠杆按国企债务总和除以国企 EBITDA 总和衡量。地方国企指所有隶属于地方政府的国有企业。资料来源：中国人民银行，Wind，标普全球评级。

版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

融资平台及其他地方国有企业发生的信用事件越来越多，原因何在？

主要原因是地方政府提供支持的能力和意愿弱化。

由于疫情防控对财政资源的消耗和房地产市场的下行，地方政府财政状况本已吃紧。此外，在当前经济复苏乏力的背景下，一些扩张性的财政政策可能也将通过地方政府实施。与此同时，地方政府还有巨额的赤字和高昂的债务需要修补。这意味着部分地方或将被迫减少用于支持当地国企的支出（参见《地方政府将被迫放弃对困难国企的支持》，2023年3月2日）。

此时，由于前期快速的债务增长，包括融资平台在内的国有企业正处在一个特别艰难的时期。

那么国企违约数量会大幅增加吗？

我们预计，银行贷款、商业票据、信托贷款等非公开债务将会发生越来越多的信用事件。我们将这些事件的发生视为违约风险越来越大的表征。

未来几年大量国企接连违约的可能性不大。这是因为中国重视防止相对少量国企债务的风险演变为系统性风险，且必要时有能力利用各种资金来源填补企业流动性缺口。

但公开债的违约风险仍在积累，并且在很大程度上取决于地方政府有没有能力提供支持。低层级地方政府所控制的国有企业面临着更高的风险，因为在发生大范围危机的时候，这些地方的资源会消耗得更快，特别是那些实力较弱的低层级区域。

本报告提及的债务和债务主体

地方国企债务：指所有隶属于地方政府的国有企业的债务，其中包括融资平台债务、市场化程度较高的国有企业的债务，也包括我们认为压力情景下不会获得地方政府支持的国企债务。我们估计，到 2023 年末地方国企债务将达到 100 万亿元。

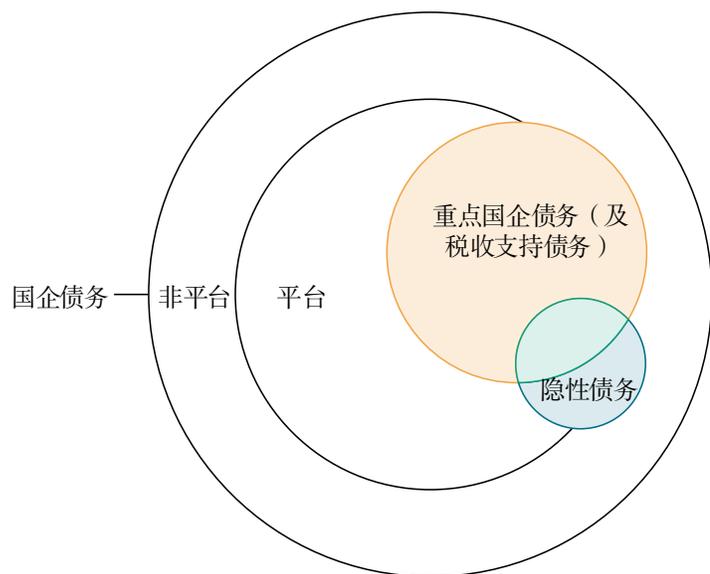
融资平台债务：“地方政府融资平台”并没有严格的定义，我们主要采用数据公司 Wind 的“城投债”口径，但也做了一些调整，把我们认为应该属于这一范畴的其他一些国有企业加入进来。

“重点国企”债务：指政策作用非常重要的一部分融资平台或国有企业的债务。在估算地方政府财政数据中的税收支持债务时，我们会会计入重点国企的债务。

隐性债务：一般指体现为地方国企债务的地方政府预算外负债。本报告中的隐性债务专指中央政府认定的隐性债务。

“重点国企”债务只占所有地方国企债务的少部分

各类债务关系示意，包括我们对税收支持债务的估计



资料来源：标普全球评级。

版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

中央政府反复强调地方政府要对相关国企的信用质量承担责任。这是否意味着地方政府有义务保证大多数国有企业债务的偿还？

中央希望地方政府作为地方国企的控股股东，要防止企业风险外溢，并对企业信用质量低劣的问题承担责任。这跟要求地方政府全面性提供救助不是一码事。

相反，我们预计地方政府将优先支持“重点国企”，同时加强对国企债务风险的跟踪。这意味着重点国企的债务相对不易违约。

关于政府对国企违约风险上升的反应，我们的观点简而言之就是：

信用答疑：中国化解地方国企债务风险有哪些选项？

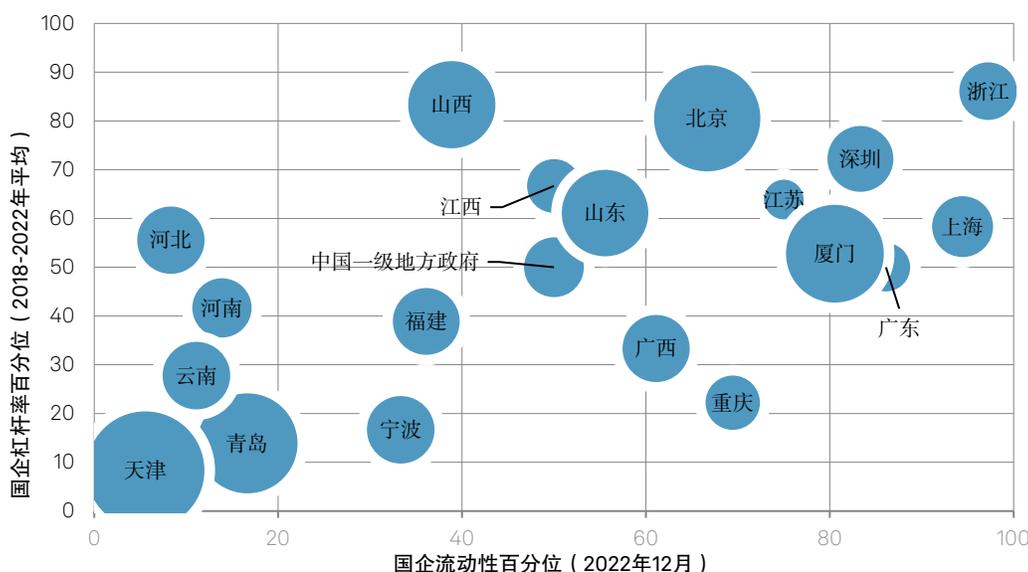
- 对于主要体现在重点国企的隐性债务，相关地方政府将直接、有序地利用财政资源提供坚定支持。
- 地方政府或将尽量利用非财政资源支持陷入困境的重点国企。这可能涉及在下辖国企之间调剂资源，如资产划转、资本注入、让状况好的企业向状况差的企业提供流动性过渡等（参见《[地方政府将被迫放弃对困难国企的支持](#)》，2023年3月2日）。
- 在信用风险外溢情景下，银行系统或将发挥阻遏作用。我们认为，这条道路通常需要中央政府出面协调。
- 如果某些国企的违约或出清不会造成风险外溢，也不会对当地政府造成大的扰乱，那么这些企业的信用事件可能就会越来越多。换言之，规模较小的企业违约风险更高。

我们认为，由于经济状况和财政实力的不平衡，各地支持国有企业的力量各不相同（参见图2及《[中国一级地方政府风险指标图表报告](#)》，2023年7月24日）。

图2

中国一级地方政府下辖国有企业的规模、杠杆和流动性

百分位越高，代表信用状况相对越好



气泡大小代表国企债务相对地方政府总收入的比率。国企杠杆率：国企债务总和除以国企 EBITDA 总和。国企流动性：国企现金加短期证券除以短期债务。资料来源：Wind，标普全球评级。

版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

支持重点国企、化解“隐性债务”是否会对地方政府信用状况产生负面影响？

我们认为，对大多数地方政府来说，优先支持重点国企并不会造成地方政府信用状况的劣化。我们在评估地方政府信用状况的时候，已将重点国企债务计入对税收支持债务的估算。对重点国企的支持可能包括通过补贴和注资维持企业运营。

在评估地方政府信用状况时，我们还假定地方政府将利用财政手段逐步化解中央政府定义的隐性债务。中央已提出全国 2028 年以前实现存量隐性债务清零的目标。将国企债务置换为政府直接债务是

化解隐性债务的一个办法，但地方政府需要从中央获得发行置换债券的额度，所以还是会有一些限制。

我们认为，地方政府的重点国企债务负担将逐步减轻，特别是随着化解隐性债务工作的推进。我们估计重点国企存量债务规模在 2023 年末将处于 20 万亿-25 万亿元之间，并且会随着国企在政策引导下进一步市场化、导致重点国企数量减少而继续下降。

考虑到中国银行系统规模之大，国企债务重组是不是一个有效的化债方案？这又会不会给银行带来压力？

银行协助下的债务重组不能有效化解国企风险，但如果多数国企最终都能改善其自身信用状况的话，债务重组可以为它们争取时间。

例如，贵州遵义融资平台公司遵义道桥 156 亿元银行贷款的重组，就降低了直接利息负担，进而降低了该公司其他债务（包括债券）的违约风险（参见《[遵义道桥债务重组并不能化解自身债务困境](#)》，2023 年 1 月 11 日）。

从近期修订的银行资产分类制度和风险资本管理办法来看，中央政府是希望银行为薄弱地区国有企业提供更多支持的。例如重组贷款可划为关注类贷款，不必划为不良贷款，这就降低了银行的拨备负担。同时，不将重组贷款划为正常贷款，也有利于增强透明度。

《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》还提出对一般公共部门实体（新的风险类别）设置较低的风险权重。如果银行相关敞口满足监管标准，这一点可以减轻资本压力。但为了保证风险可控，监管机构可能还会针对融资平台贷款集中度高的银行提出附加监管资本要求。

我们认为，如果薄弱地区国企或平台债务重组增加，有可能对当地中小银行造成负担（参见《[中国银行业的房地产不良贷款将在 2024 年见顶，高达 6,600 亿元](#)》，2023 年 4 月 19 日）。

如果较为悲观地看待平台公司债务重组，银行业会不会承受很大损失？

首先，我们的基准假设是贷款重组将会有选择地逐步、逐案进行。考虑到道德风险问题，批量重组融资平台贷款的可能性不大。

在较为悲观的情景下，我们估算商业银行重组融资平台债务会消耗 5 万亿元的资本。估算过程如下：

- 我们假定商业银行发放的融资平台贷款有 60%部分来自于地方政府资源有限（体现为当地国企杠杆高、流动性差）的区域，规模为 20 万亿元（采用 Wind 数据）。
- 所有这些贷款同时重组。
- 相关银行面临着 34%的税前损失率。这是基于遵义道桥重组案例中现金流现值的变动；其重组方案包括利率减半至 3.75%。
- 影响金额将达到 5 万亿元，进而使商业银行平均资本充足率下降 2.6 个百分点至 12.6%（具体充足率从大型商业银行的 16.1%至农村商业银行的 8.8%不等），仍然满足监管资本要求。

我们认为，在银行需要重组大量贷款、利率深度打折的更极端情景下，中央政府的支持将变得极其重要。这包括充实受影响银行的资本，从而维持市场对银行系统的信心。事实上从 2020 年以来，经中央政府批准，甘肃、辽宁、内蒙古、河南、黑龙江和广西等区域已发行共接近 4,000 亿元的专项债用于补充当地银行的资本水平。

我们认为，中国政府是非常重视系统稳定的，所以在最严重的情景下，中央有可能动用庞大的银行系统来支持薄弱国企。这种情况下如有必要，政府还会向银行提供支持。

控制地方政府债务负担的问题早在十年前就已经提上日程，为什么平台公司的债务仍在增长？增长速度还会降下来吗？

考虑到融资平台对于刺激地方发展所发挥的作用，市场化恐非一日之功。疫情和房地产的震荡促使地方政府继续通过国企举债刺激经济，又进一步延缓了融资平台的市场化转型。此外，历史遗留存量债务仍待化解。

我们预计，在中国经济疫后复苏过程中，国企和平台债务的增长速度将随着全社会债务的增速一同回落。这也符合稳增长与防风险两不偏废的政策方向。

此外，目前地方政府用于发展的资金来源更加多样。各省可通过发行专项债带动对当地公益项目的投资。这样做更加透明、显性，而且专项债常常涉及更多的尽职调查，如辨别用于偿还项目债务的项目现金流。

我们认为，随着时间的推移，融资平台与普通企业之间的界线将日益模糊。这符合中国约束地方政府预算外活动的政策（参见《[Institutional Framework Assessment: China Provincial Governments](#)》，中国省级政府制度框架评估，2021年8月31日）

相关研究

- [China Tier-One Local Government Risk Indicators Databook](#), 2023年7月24日
- [中国一级地方政府风险指标图表报告](#), 2023年7月24日
- [融资不均衡放大城投违约风险](#), 2023年7月6日
- [楼市低迷下的中国城市政府：刺激政策宛若走钢丝](#), 2023年6月20日
- [中国地方政府：平衡促增长与控风险](#), 2023年6月5日
- [中国优化基建投资，投资热潮将渐消退](#), 2023年5月29日
- [中国银行业的房地产不良贷款将在2024年见顶，高达6,600亿元](#), 2023年4月19日
- [信用答疑：解读两会财政政策信号](#), 2023年3月19日
- [地方政府将被迫放弃对困难国企的支持](#), 2023年3月2日
- [中国地方政府面临债务驱动增长的挑战](#), 2023年2月21日
- [新的资本管理办法将约束风格激进的商业银行](#), 2023年2月22日
- [资产分类新规下，银行掩盖问题难度增加](#), 2023年2月14日
- [China LRG In Focus—Guizhou Province](#), 2023年1月11日
- [遵义道桥债务重组并不能化解自身债务困境](#), 2023年1月11日
- [Institutional Framework Assessment: China Provincial Governments](#), 2021年8月31日

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：
<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?ArtObjectId=12790691&ArtRevId=1>

版权© 2023, 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。

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