



中国地方政府： 支持国企的能力仍将吃紧

支持将更具选择性

S&P Global
Ratings

黄闻茵
首席分析师

郭晨
评级分析师

大中华区与韩国，国际公共产业
融资

2024年7月8日

This report does not constitute a rating action

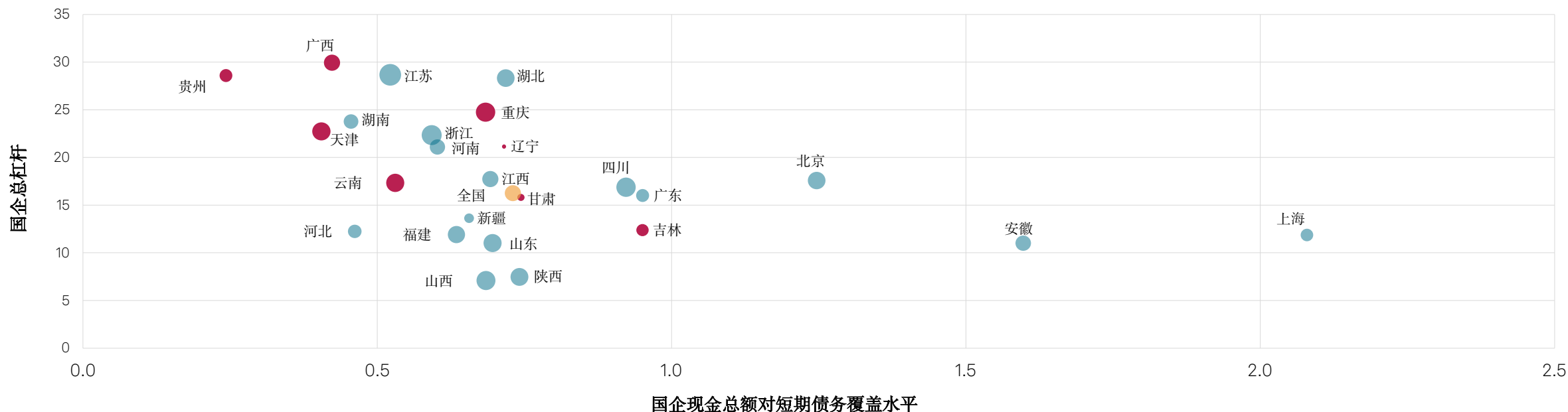
要点速览

- 中国地方政府支持能力吃紧的状况将持续更长时间。原因在于地方政府的财政状况修复缓慢，而地方国企也尚未摆脱举债驱动的增长模式。
- 因此，地方政府必要时对国企的支持将体现更多差异化，并会容许发生影响较小的信贷事件。
- 地方政府通常会通过实力较强的国企为遭遇困境的国企提供支持，或者与银行和其它资本提供方协作来提供融资。
- “低风险地区”未能幸免——其国企部门的状况弱化更快，可能因为他们有更好的融资渠道和更高的增长承诺。
- 我们认为，地方政府债务置换和银行再融资等化解地方债务风险的措施，给地方政府为当地国企提供支持的能力带来的边际益处。
- 逐步增强地方政府收入能力或许能够防止形势进一步恶化。有效控制国企部门的整体债务增长，并通过提高投资效率来改善盈利能力，或有助扭转这一趋势。

国企部门的差异化财务状况使得地方政府提供支持的能力出现差异

- 地方国企的状况各不相同，且多数处于较弱水平。
- 国企部门的债务规模和信用状况是其遭遇困境时地方政府提供支持能力的重要考量因素。
- 中国地方政府最常见的方式是通过其它国企为遭遇困境的国企提供支持，如通过过桥贷款或协助资产出售。

各省国企部门的债务规模和信用状况不尽相同（全省、市口径，2023年）

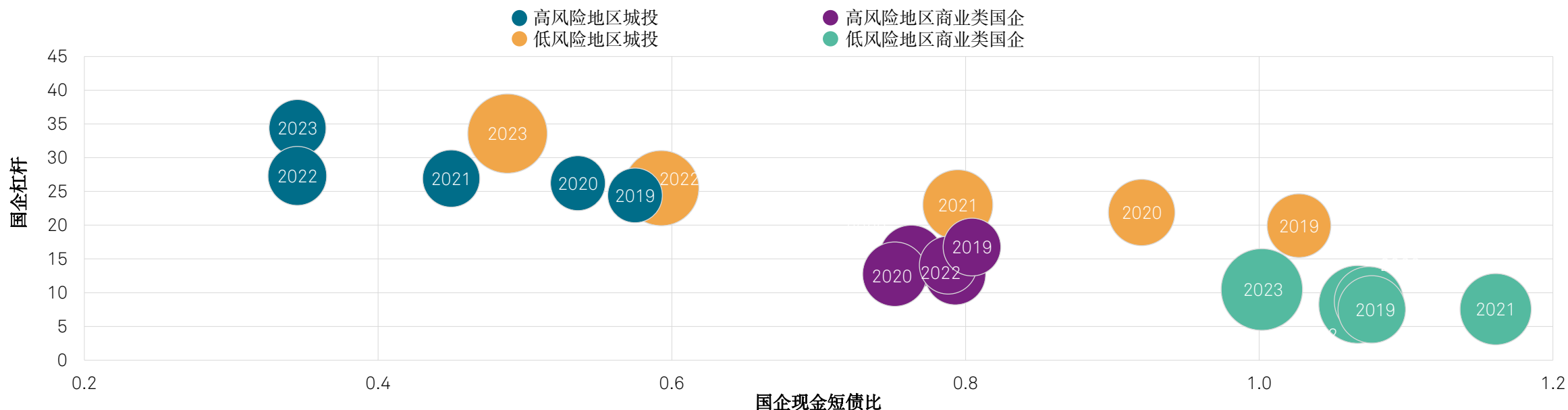


气泡大小代表地方国企部门的债务规模。黄色气泡—全国。红色气泡—2023年12月国务院文件中提到的债务“重点地区”。衡量标准定义参见术语表。内蒙古、黑龙江、海南、西藏、青海和宁夏因有披露信息的国企样本较少而排除在外。资料来源：Wind，地方政府财政局网站、标普全球评级。

国企部门财务状况普遍弱化，城投尤甚

- 随着国企债务规模和杠杆的增加，以及地方政府融资平台（城投）短期到期债务抬升导致现金覆盖水平弱化，地方政府的支持能力普遍变弱。
- “低风险地区”的国企和“高风险地区”的国企状况正在趋同，可能因为前者有更好的融资渠道和更高的经济增长目标。
- 商业类国企的情况整体优于城投。

近年来国企部门的财务状况在下滑（全省、市口径，2019-2023年）

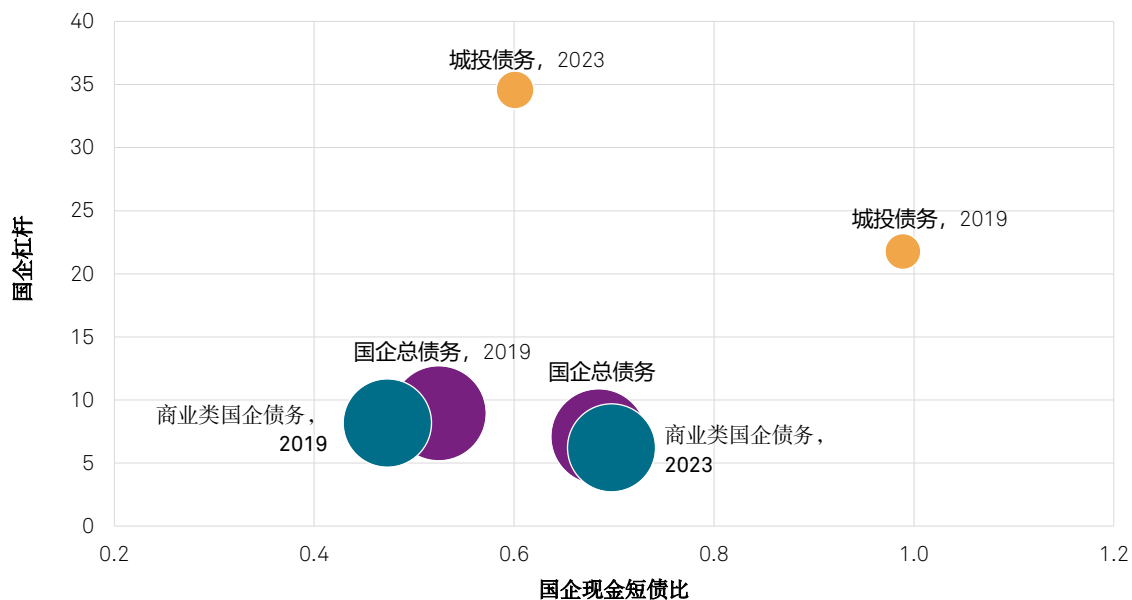


低风险地区—12个“高风险地区”以外的内地地区。气泡大小代表地方国企部门的债务规模。衡量标准定义参见术语表。城投由Wind定义。资料来源：Wind，地方政府财政局网站，标普全球评级。

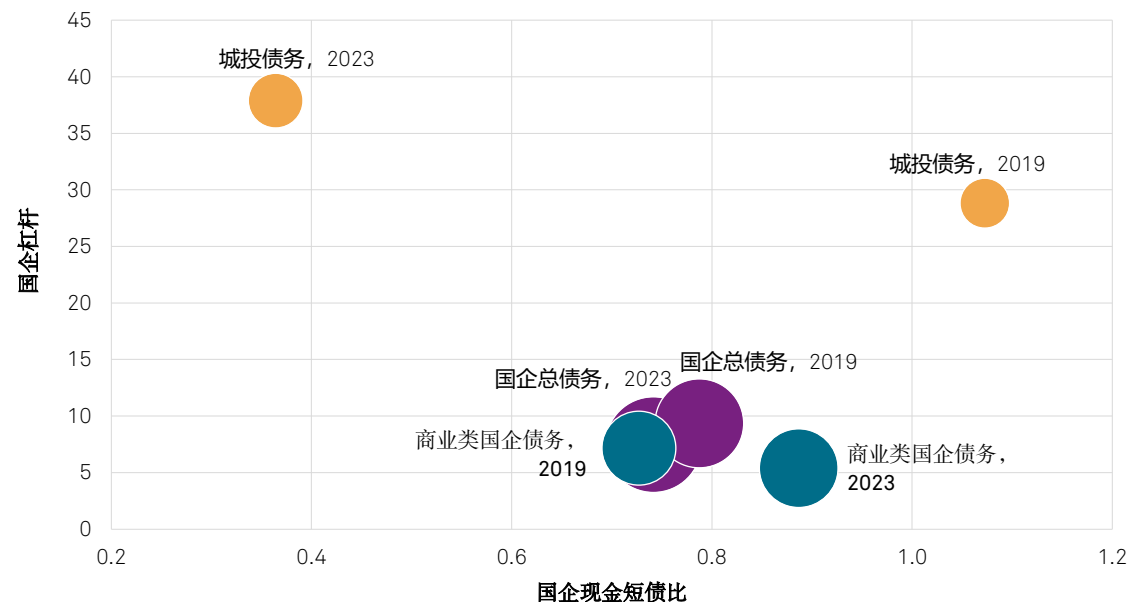
表现出色者寥寥

- 如果商业类国企规模相对较大且业绩足够优良，则有助缓解地方政府支持能力的不足。比如，大宗商品价格上涨似已惠及部分内陆省份。
- 2019年以来仅有少数省份表现出国企总体改善。2022年地方国企的资产负债率从2019年的62.2%升至63%。今年以来这一情况仍在持续，且不太可能快速扭转。

山西以大宗商品为主业的国企部门财务改善



陕西情况相同，受益于大宗商品价格

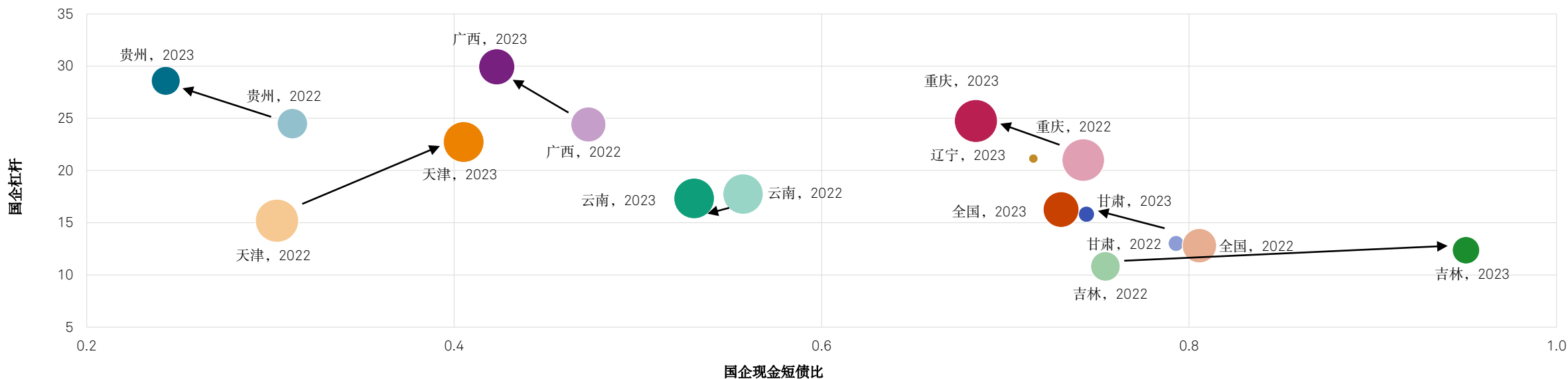


气泡大小代表地方国企部门的债务规模。衡量标准定义参见术语表。城投由Wind定义。资料来源：Wind，地方政府财政局网站，标普全球评级。

一年来化解地方债务风险的措施——能否改善支持能力？

- 诸如控制国企债务增速、地方政府债务置换、银行再融资等化解地方债务风险的措施，对放缓债务增速和降低短期到期债务比率有效。但提升企业盈利能力和真正去杠杆则更难通过政策来实现。
- 2023年，12个重点地区中有八个地区改善了国企部门债务规模，但仅有三个地区改善了国企部门杠杆水平。
- 2023年，12个重点地区中有十个地区的短期债务对总债务比重下降，从而使五个地区的国企部门现金对短期债务覆盖率得到改善。

化解地方债务的措施控制了债务增长，但多个重点地区的国企部门状况仍在恶化 (全省、市口径，2022年对比2023年)

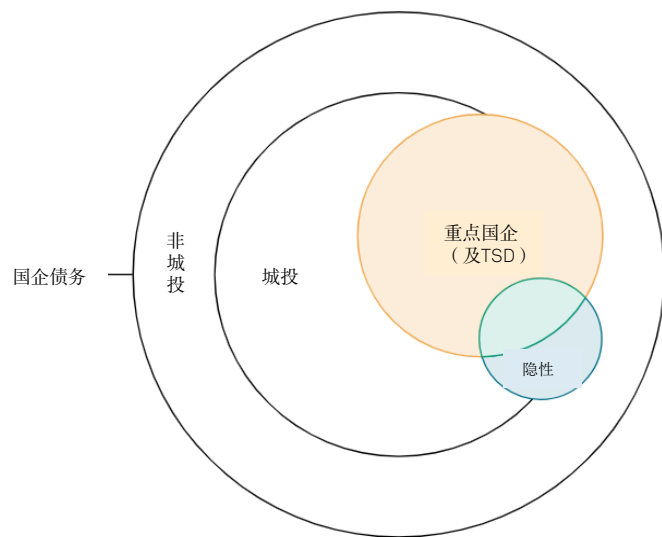


内蒙古、黑龙江、青海、宁夏因有披露信息的国企样本较少而未出现在图中。辽宁2022年的杠杆率为88，图表中不可见。气泡大小代表地方国企的债务规模。衡量标准定义参见术语表。资料来源：Wind，地方政府财政局网站，标普全球评级。

支持？ 不支持？

支持能力下降并具选择性

- 地方政府对于隐性债务有偿还责任。
- … 对国企部门有监督责任，以防止有重大影响的信用事件发生或潜在蔓延风险。
- 支持能力弱化导致支持力度分化加剧且更具选择性。
- … 可能导致有较低影响风险事件发生。

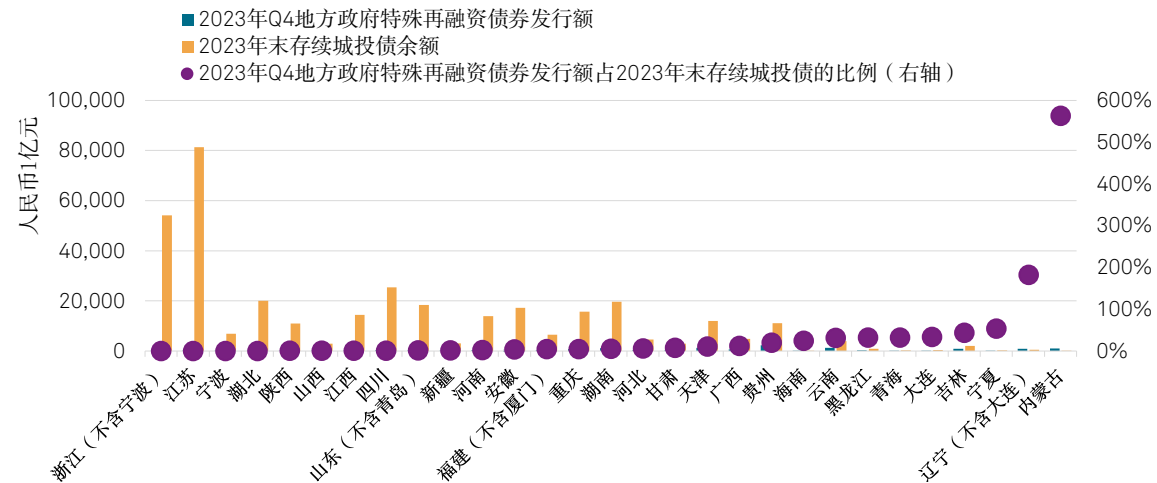


TSD—税收支持债务。资料来源：标普全球评级。

地方政府如何向困境国企提供支持？

- 不太可能采用财政资源，除非已纳入预算（如注资）或与隐性债务相关。
- 更可能通过其它地方国企提供支持（如资产变现、注资或提供过桥流动性）。
- 有时也通过地方政府控股银行支持（如提供授信额度、重组）。

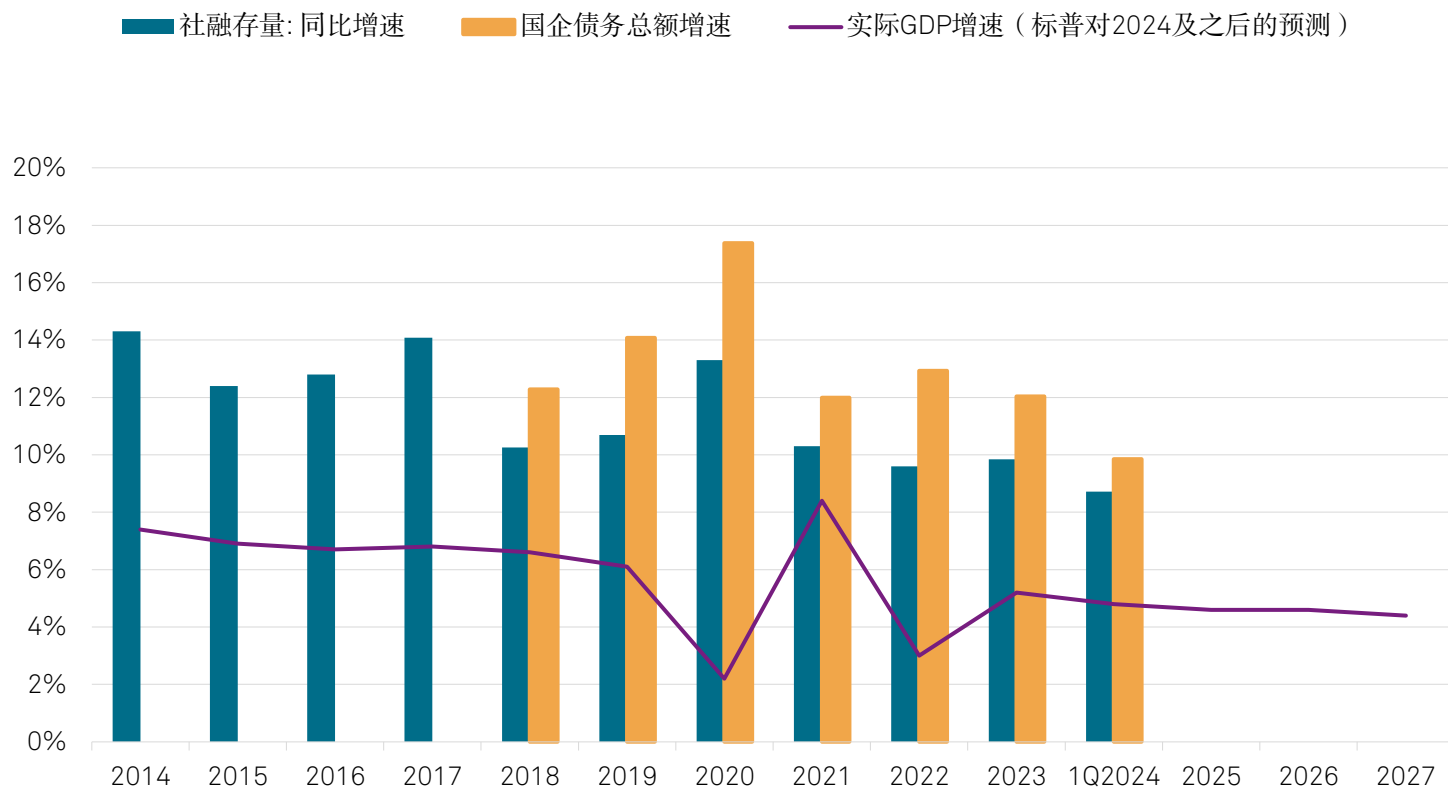
地方政府特殊再融资债券能够缓解个别地区的压力



资料来源：企业预警通, Wind, 标普全球评级。

中国地方债问题出路

控制债务增速、提升国企盈利能力是关键



资料来源：国家统计局，中国人民银行，Wind，标普全球评级。

- 中国地方公共财政状况或将在未来几年内逐步修复，这将依托于同期GDP增速达到4%–5%和房地产行业企稳。我们预计，中央政府将维持对地方财政的强劲支持。
- 预计地方国企的债务增速持续放缓。
- 政府和国企对投融资效率的重视或许有助于国企从内生层面摆脱举债增长模式。
- 政策层面的化债措施或仅能提供有限的缓解。风险实质化解之前，地方政府、国企、金融机构和投资者或需共担风险和成本。

我们的研究范围和词汇表

我们如何评估地方政府支持国企的能力

我们的分析主要关注政府对旗下政府关联实体债务的支持能力，而非政府偿还自身债务的能力。

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，国企信用质量，地方政府掌控的非预算资源。本文中我们重点关注前两个指标。我们的分析未包含地方政府可以掌控的更广泛的财务资源。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。随着中央政府日益强化对地方政府预算计划的监督，对于未经事前预算批准的活动地方政府不能擅自支出，包括为政府关联实体提供过度支持。

国企的债务规模和信用质量能够反映地方政府对其提供支持的能力。这是因为中国地方政府最常采用的支持方式就是通过其它国企为困境国企提供支持。因此，地方国企的健康状况是体现地方政府可支配资源的一个指标。我们用地方国企领域杠杆率和现金短债比近似衡量这些指标。

我们仅考察非金融机构类国企。我们的各省、市国企数据（全口径数据）可整体近似衡量各级地方国企风险。这些指标仅为简单的财务维度衡量。我们主要从Wind摘取国企数据，其能够覆盖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）。

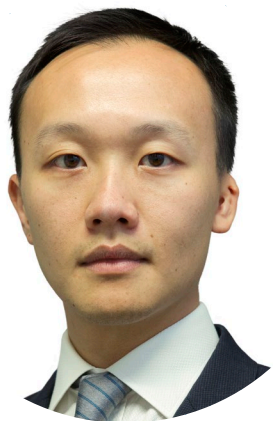
词汇表

- 国企部门杠杆率: 国企总债务与总EBITDA之比（针对数据可得的国企）。
- 国企部门的现金短债比: 国企账户中的现金与短期证券总额与国企短期债务之比（针对数据可得的国企）。
- 国企部门债务规模（用图中气泡大小衡量）: 国企总债务与全省范围内地方政府收入之比。全省范围: 包含一省内的所有地方政府。

相关研究

- 确认中国主权评级为“A+/A-1”；展望保持稳定，2024年6月27日
- 中国地方政府：修复财政尚需时日，2024年6月13日
- 债券市场改革是中国减债保增长的关键，2024年6月12日
- 中国地方政府：收入恢复关乎财政可持续性，2024年3月27日
- 中国试图利用有限财政资源遏制地方国企债务风险，2023年11月2日
- 葺缮之策，或难解城投流动性之困，2023年9月7日
- 制度框架评估：中国省级地方政府的财政状况将受到轻资本支出框架的支撑，2023年8月10日
- 制度框架评估：中国推动地方政府与国企弱化融资关联一定程度上缓解了二级地方政府债务高企的风险，2023年8月10日
- 制度框架评估：重大地方支出责任仍令三级地方政府的财政状况承压，2023年8月10日
- 中国化解地方国企债务风险有哪些选项？2023年8月3日
- 地方政府将被迫放弃对困难国企的支持，2023年3月1日

联系人



叶翱行

董事总经理兼分析经理

基础设施和公共事业评级，国际公共
产业融资评级

Christopher.Yip@spglobal.com



黄闻茵

董事兼首席分析师

国际公共产业融资评级

Wenyin.Huang@spglobal.com



郭晨

评级分析师

国际公共产业融资评级

Chen.Guo@spglobal.com

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://app.ratings.spglobal.com/NTgzLVRNUy0wMDIAAAGUMBK4wXnc-irrbk8W45smDisZ29_3xivE4QqyJalM4UkMG09YHYaDnoW-OASCMVEKb0-Gge0=

版权© 2024, 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。

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

spglobal.com/ratings