

LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION  
IMPACT  
PLAN

# 隐性债务化解背景下城投企业主要风险关注

联合资信 公用评级 | 刘亚利



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



# 隐性债务化解背景下城投企业主要风险关注

## 摘要

地方政府隐性债务是特定时代背景下的产物，分税制改革、地方政府合法融资渠道缺失及举债意愿扩张等因素催生了地方政府隐性债务。地方政府隐性债务产生及存在的方式多种多样，不同地方认定口径差异较大。

隐性债务监管体系逐步完善，监管态度坚定，十年化债目标明确。地方政府隐性债务具有独特的内生逻辑和发展路径，其风险要高于显性债务。在宏观经济降杠杆的大背景下，化解隐性债务具有较强的紧迫性。目前隐性债务化解呈现出省级政府负总责、以省为化债单位的特征，不同地方政府资源禀赋不尽相同，化债手段也因地制宜。经济财政实力强的地区倾向于实质化债，而财政实力弱、政府债务负担重的地区更倾向于债务置换和债务转化，现阶段债务置换与债务转化为隐债化解的主要手段。横向对比来看，不同地区隐性债务化解进程分化明显。

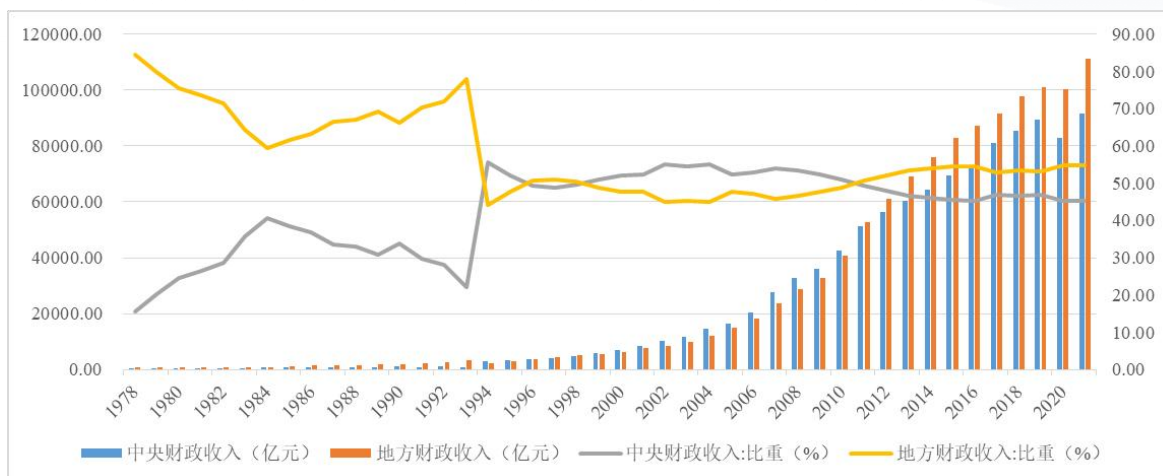
城投企业是地方政府隐性债务的重要承载主体，也是化解地方政府隐性债务的主力军。同时，化解隐性债务也是城投企业债务瘦身、降低短期债务风险的重要契机。化解隐性债务对城投企业融资、业务开展、获取政府支持及未来发展等方面均产生不同影响。在较长一段时期内，城投企业对于地方政府仍具有重要性，但同时也要关注隐性债务化解背景下城投企业可能出现的盲目市场化转型、托底区域房地产市场、债务结构失衡、职能地位边缘化、资金占用等风险。

## 一、地方政府隐性债务的产生

### 1. 地方政府隐性债务产生的原因

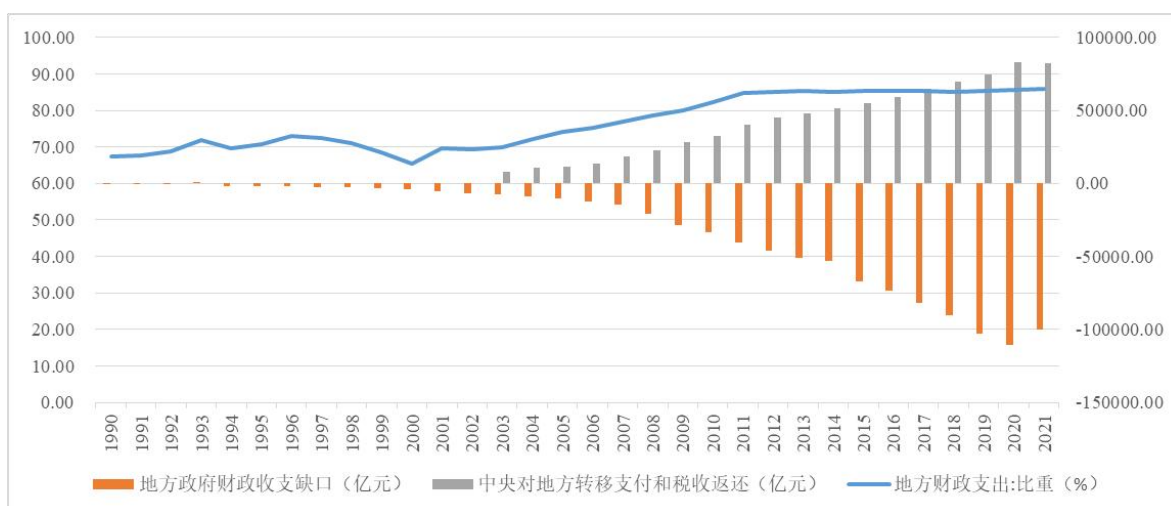
分税制造成的事权与财权矛盾是形成地方政府隐性债务的制度性原因，合法融资渠道的缺失是形成地方政府隐性债务的根本原因，而地方政府举债意愿扩张、无序举债加大了地方政府隐性债务风险。

地方政府隐性债务是特定时代背景下的产物。从央地政府财权划分来看，地方政府财政收入占比从 1993 年的 77.98% 波动下降至 2021 年的 54.84%，相比分税制改革之前，中央政府财权更加集中，地方政府财力则明显被削弱。转移支付制度的不完善加剧了区域财力分布不均，地方政府财政收支缺口日益扩大，财权与事权不匹配的矛盾日益突出，产生了地方政府举债融资需求。



资料来源：Wind，联合资信整理

**图1 中央财政收入与地方政府财政收入分配情况**



资料来源：Wind，联合资信整理

**图2 地方政府财政收支缺口与中央转移支付情况**

而2014年新《预算法》之前，地方政府合法融资渠道缺失，为满足地方经济快速发展的资金需求，地方政府举债意愿不断扩张，各级地方政府绕开《预算法》以不同形式举债。新《预算法》赋予地方政府依法适度融资权限后，地方经济发展及地方建设资金需求仍不能完全被满足；2018年之前，地方政府债务管理体制尚未健全，缺少债务风险预警及问责机制，地方政府违法违规举债行为屡见不鲜。除了少数的违法违规举债融资及担保外，地方政府还假借融资平台公司进行融资，这些在法律规定之外形成的债务大多处于隐性状态，因此便滋生了地方政府隐性债务风险隐患。

## 2. 地方政府隐性债务产生的方式

隐性债务是指在法定政府债务预算之外，直接或者承诺以财政资金偿还，以及

违法提供担保等方式举借的债务。地方政府隐性债务产生及存在的方式多种多样，不同地方认定口径差异较大。

2011 年发布的《地方政府性债务审计工作方案》将地方政府性债务分为三类，地方政府负有偿还责任的债务为一类债务，即地方政府债务。经过审计署的清理甄别，截至 2014 年底，地方政府债务余额 15.4 万亿元，随着 2015 年以来发行地方政府债券逐步对非债券形式的债务完成置换，理论上，目前法定地方政府债务存在的形式只能是地方政府债券。而实际上，新《预算法》之后，地方政府及相关部门、国有企事业单位在举债过程存在诸多违规之处，导致产生了大量实际上仍需地方政府承担偿债责任的债务，即地方政府隐性债务。

2017 年 7 月，中央政治局会议首次提出地方政府隐性债务；2018 年中央发布的《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号）正式定义了地方政府隐性债务。而至今地方政府隐性债务尚未有公开统一的认定标准和认定口径，各地在申报隐性债务时自行认定的口径差异也较大。根据财政部及各地政府通报的违法违规融资典型案例，地方政府隐性债务产生的方式多种多样，包括地方政府自身以发行政府债券以外的方式直接违规举债，违规提供担保，通过融资平台公司违规举债，以及通过政府购买服务、PPP 项目等中长期支出事项违规举债等。

**表 1 地方政府隐性债务产生方式**

<b>地方政府以发行地方政府债券形式之外的方式直接举债</b>	直接向企事业单位借款用于市政基础设施建设等支出，或用于发放奖励及离退休人员专项慰问金
	直接向企事业单位借款，并使用地方政府置换债券资金偿还
	将地方政府置换债券资金挪作他用
	以往来款名义占用融资平台公司资金，并以拨款、补贴收入等名义拨付其他给融资平台公司用于公益性项目建设
	以失地农民名义向金融机构借款，用于缴纳应由政府支付的拆迁安置社保费用，并承诺贷款本息由政府纳入财政预算
<b>地方政府违规提供担保</b>	未安排财政预算的情况下，要求企业实施政府全额投资建设的公益性项目，形成应付工程款
	出具承诺函，承诺融资平台公司还本付息资金纳入预算
<b>通过融资平台公司/企事业单位违规举债</b>	地方政府承诺安排财政补贴，并以预期土地出让收入支付融资平台公司应收账款，支持融资平台公司举债融资
	地方政府下发文件要求融资平台公司承担应由财政预算安排的城乡社区建设、市政维护类和还本付息类等支出
	地方政府安排融资平台公司融资用于偿还前期隐性债务利息，并约定相应融资由政府承担偿还责任
	国有企事业单位假借其他名义借款用于支付应由财政预算安排的项目工程款
	融资平台公司将银行借款等融资直接交由政府统筹使用，用于公益性项目建设
	地方政府将公益性资产注入融资平台公司，融资平台公司通过抵押公益性资产和储备土地等方式违法违规融资
	融资平台公司以对政府部门的应收债权进行质押借款，并用于应由财政预算安排的工程项目
	融资平台公司以财政资金为还款来源发行债券
	融资平台公司以虚构政府购买服务合同中应收政府购买服务费作为质押担保进行融资



其他形式	PPP 项目中，地方政府向社会资本方承诺保底收益
	将建构筑物新建、改建、扩建及其相关建设工程作为政府购买服务内容，并将政府购买服务将款纳入预算

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 二、地方政府隐性债务的化解

### 1. 地方政府隐性债务监管历程

从“开前门堵后门”到“遏增化存”“十年化债”，地方政府隐性债务监管体系逐步完善，监管思路明确、监管态度坚定。

2014 年，新《预算法》和《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）先后出台，构建了地方政府债务管理的法律制度框架，明确了“开前门堵后门”核心监管思路。随后，通过发行地方政府置换债券全面展开了第一轮债务置换，也是完成了一次地方政府前期形成隐性债务的显性化过程。此阶段，地方政府举债融资机制更加完善，地方政府债务管理更侧重于“开前门”，覆盖地方政府债务管理各个环节的“闭环”风险防控体系基本形成。同时，对于城投企业，监管反复强调剥离政府融资职能，积极推进政企债务分离和城投企业的市场化转型。

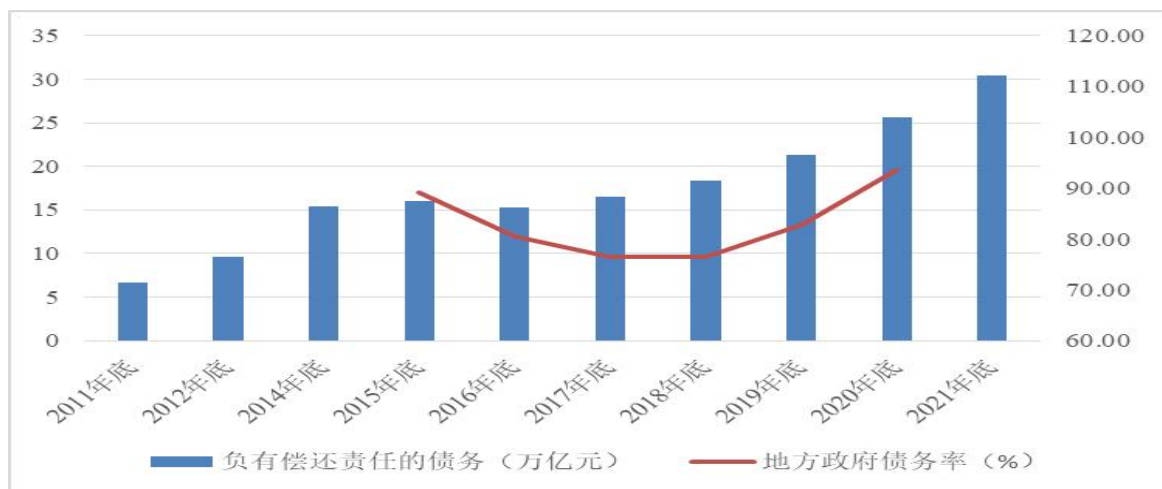
2017 年，中央政治局会议首次明确提出隐性债务后，《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）、《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号）等文件先后出台，“遏增化存”成为隐性债务监管的主基调。2018 年，中发〔2018〕27 号文和《地方政府隐性债务问责办法》（中办发〔2018〕46 号文）两份未公开文件的出台，开启了地方政府的“十年化债”之路。考虑到地方政府面临的化债压力较大，2019 年，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函 40 号）指导金融机构和融资平台公司对隐性债务进行置换。随后，监管政策先后推出建制县隐债化解试点、地方政府再融资债券和全域无隐债试点等，为第二轮隐性债务化解积极进行各种尝试。此阶段，地方政府债务管理的重心转至“堵后门”，隐性债务化解成为监管的重中之重，中央政府毫不动摇地坚持化解地方隐性债务，不新增地方政府隐性债务成为监管红线。“十年化债”期间，对地方政府隐性债务将持续保持高压监管。

### 2. 地方政府隐性债务化解路径

地方政府隐性债务化解可归结为实质化解、债务转化、债务置换及风险出清等路径。目前，隐性债务化解呈现出省级政府负总责、以省为化债单位的特征，不同地方政府资源禀赋不尽相同，化债手段也因地制宜、日渐丰富。整体上，经济财政实力强的地区倾向于实质化债，而财政实力弱、政府债务负担重的地区更倾向于债

务置换和债务转化，现阶段债务置换与债务转化为隐债化解的主要手段。

从 2011 年底至 2021 年底，十多年间地方政府债务增长了 3 倍多，2020 年底地方政府债务率也增长至 93.6%。在限额管理下，地方政府显性债务增长仍较快；而隐性债务具有独特的内生逻辑和发展路径，其风险要高于显性债务。在宏观经济降杠杆的大背景下，化解隐性债务具有较强的紧迫性。



资料来源：财政部官网、Wind，联合资信整理

图3 近年来地方政府债务增长情况

隐性债务化解的终极目标是在 2028 年之前实现隐性债务清零，切实降低宏观杠杆率。监管政策也明确了化债过程中坚持中央不救助原则，并鼓励金融机构等以市场化原则参与化债。而对于具体如何化解隐性债务，2018 年 8 月财政部印发的《地方全口径债务清查统计填报说明》提出了 6 种化解方式，可归结为实质化解、债务转化、债务置换及风险出清等路径。风险出清即对严重资不抵债的城投企业依法实施破产重整或清算，由于对地方政府信用影响较大，现阶段可能更适用于空壳类城投企业，并非隐债化解主流方式。

### 实质化解

即通过政府财政资金、城投企业经营性收益、国有资产处置收益等来化解隐性债务，真正实现隐性债务的偿还。政府财政资金方面，可安排年度预算资金、超收收入及其他财政资金进行偿还。一般公共预算收入对应的支出较为刚性，且在经济下行压力持续的情况下，近年来及今后一个时期，地方财政可能都将处于紧平衡状态，收支矛盾较为突出，因此可用于化债的财政资金主要来源于土地出让金收入。而 2021 年以来，房地产行业持续低迷向土地市场传导，地方政府土地出让金收入亦不容乐观，地方政府依赖财政资金化解隐性债务的难度进一步加大。



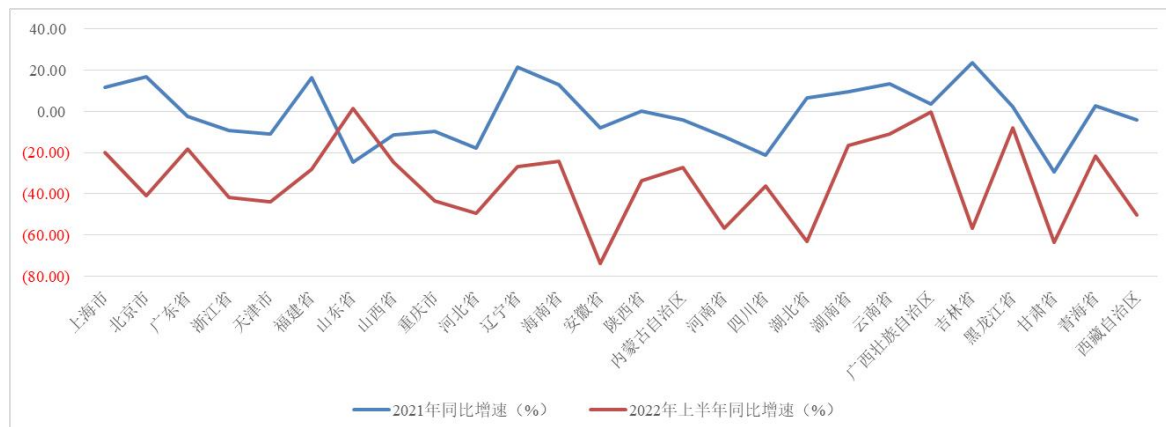
资料来源：Wind，联合资信整理

图4 2021年各地方政府一般公共预算收支缺口情况



资料来源：Wind，联合资信整理

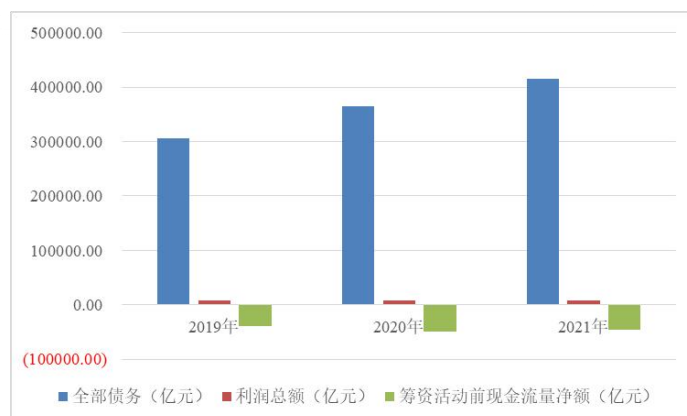
图5 2018年以来地方政府国有土地使用权出让收入增长情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图6 2021年以来各地政府性基金收入增长情况

城投企业经营性收益方面，受限于自身属性，城投企业主要经营公益性及准公益性业务，自身造血能力不足，大多数难以实现真正的盈利；现实中，依赖城投企业自身盈利化解隐性债务的情况仍为少数。近年来，城投企业也积极推进市场化转型提升盈利能力和经营获现能力，但相较于自身债务规模仍是明显不足。同时，城投企业的市场化转型是一个长期的过程，难以解决短期化债压力。



资料来源：Wind，联合资信整理

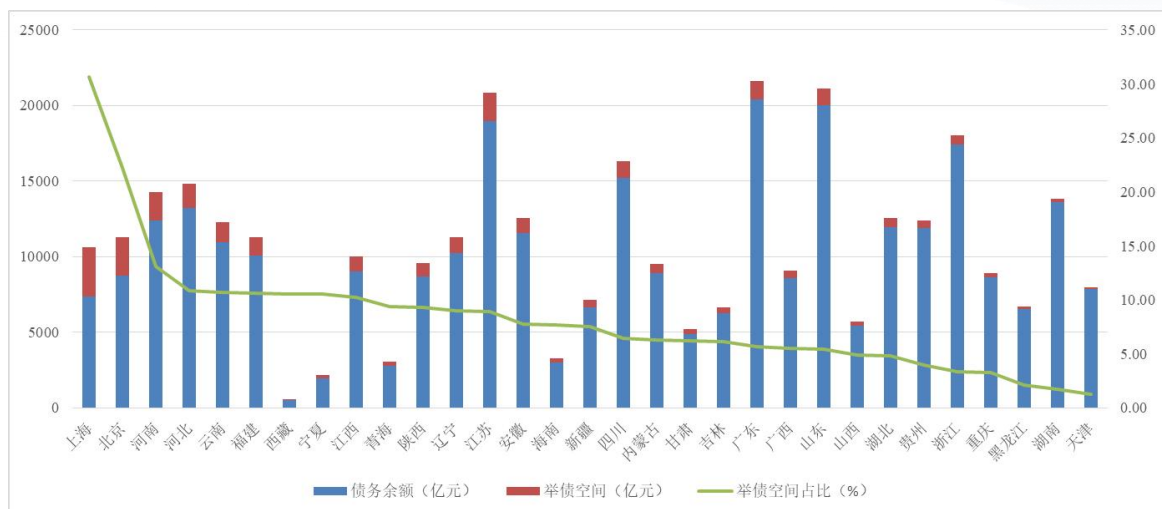
**图 7 样本城投企业盈利与债务情况**

资产处置收益方面，地方政府或城投企业转让持有的优质资产或股权，将获取的收益用于化解债务。典型的案例就是“茅台化债”，而类似于“茅台化债”的操作需要具备多个前提条件：（1）当地拥有实力雄厚的优质国企；（2）地方国企有意愿深度参与化债；（3）划转的资产价值高，可以有效撬动杠杆。由此可见，“茅台化债”的经验复制难度较高，也是市场上没有涌现出更多“XX化债”的原因之一。同时，各地区资源禀赋存在分化，国有资产处置涉及到国资监管且程序繁杂，处置结果存在不确定性，依赖国有资产处置化债的可持续性尚待论证。此外，优质资产多由省级、市级政府掌控，化债压力较大、优质资源较少的区县级政府，采用此种方式进行化债的难度更大。

### 债务转化

即将隐性债务显性化或转为企业经营性债务等方式进行化债，债务转化改变了债务性质或偿债主体，消除了隐性债务，但没有消除债务。其中，隐性债务显性化常见于建制县隐债化解试点和全域无隐债试点，通过省级地方政府发行特殊再融资债券偿还到期隐性债务，从而实现将隐性债务转化为显性债务。截至目前，特殊再融资债券累计发行规模在万亿左右，主要集中在北京和广东两地。通过特殊再融资债券转化债务性质依赖于监管政策，如监管政策发生变化，此种方式将不具有可持续性；同时，能否使用此种方式进行债务转化取决于地方政府举债融资空间，对于自身债务负担较重、举债空间较小的地方政府，债务转化空间也比较有限。





资料来源：Wind，联合资信整理

图8 截至2021年底各地举债空间情况

转化为经营性债务主要是指城投企业债务中纳入隐债的部分，通过合法合规的方式转化为经营性债务，实现偿债主体的转变和地方政府性债务监测平台中的“债务消除”。通常情况下，转化为经营性债务需要匹配稳定的现金流用于偿债，所以常见于经营供水、供热、供气、收费公路等准公益性业务或经营性业务占比较高的城投企业。实际操作中，也有部分地方政府通过向企业注入公租房、停车场、商业物业、特许经营权等经营性资产等方式，将对应的隐性债务转化为经营性债务。

### 债务置换

虽然隐债化解的目标是实现隐性债务清零，但现实中当务之急是如何解决短期债务偿付问题，保障债务有序周转，而后在长期发展中逐步实现债务的实质偿还或清零。因此，债务置换成为经济财政实力较弱、政府债务负担较重地区化解隐债的主流方式。债务置换不能将隐性债务消除，只是通过拉长期限、降低成本的方式，以时间换空间，减轻当期的偿债压力，缓释债务风险。政策方面，国办函40号文协调金融机构配合地方政府开展隐性债务置换工作，《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发〔2021〕15号）也提出银行保险机构配合地方政府化解地方融资平台公司到期存量隐性债务，在自主决策、自担风险、自负盈亏的前提下，以市场化方式合规、适度向融资平台公司提供化债融资进行实质化债。实践中，政策性银行、商业银行及地方银行均深度参与了隐性债务置换，如国开行牵头组织银团对山西、内蒙古、青海、甘肃、吉林、贵州等地收费公路企业债务进行融资再安排，建设银行参与湖南省隐债化解，贵州银行、贵阳银行为贵州省内城投企业提供“防爆雷”再融资支持等。

### 3. 地方政府隐性债务化解进程

从地方政府工作报告及预决算报告来看，地方政府对化解隐性债务高度重视，部分地区强调了要加大债务高风险市县的风险化解力度，部分地区强调要加快隐债化解进度，力争提前完成隐债化解目标。广东、上海隐债化解进度快，西南地区部分省份政府财力与债务不匹配，隐债化解压力大。横向对比来看，不同地区隐性债务化解进程分化明显。

北京、上海、广东三省市开展“全域无隐性债务”第一批试点工作，为全国其他地区全面化解隐性债务提供有益探索。2021 年底，广东省率先完成了全省存量隐性债务清零目标；上海市虽未公布全域隐性债务化解进度，但下辖浦东新区、松江区、奉贤区、崇明区、金山区、嘉定区、宝山区等在 2022 年上半年预算执行报告中均明确表示完成了隐性债务清零的目标；北京市也未公布隐债化解进度，但根据北京市 2022 年上半年预算执行报告，北京市也在积极推动隐性债务化解，考虑到北京市政府债务负担较轻，举债融资空间较大，预计在较短时间内实现隐债清零目标的难度不大。以上三省市经济发展活跃度高，政府财政实力强，相比于其他地区隐债化解难度较小。从化债手段上来看，主要是发行特殊再融资债券将隐性债务显性化以及用财政资金（超收收入、土地出让金等）直接偿还等。

2021 年以来，部分中西部省份也陆续在市县层面开展全域无隐债试点，如陕西省兴平市、汉中市、榆林市定边县成立隐性债务试点清零工作专班推进当地隐性债务清零，西藏开展地级市隐性债务清零试点等。以上地区均为经济财政实力较弱区域，被列为隐债清零试点或因隐性债务规模较小，隐债化解压力相对可控。

已经开展全域无隐债试点的地区或财政实力强或隐债规模小，或具备较强的化债实力或化债压力较小，而更多地区可能存在财政实力弱、隐性债务负担重的问题，面临较大的化债压力。西南部分省份经济财政实力排名靠后，与其高企的地方政府债务并不匹配。政府债务负担重，省内城投企业近年来持续面临集中偿付压力，整体化债压力不容小觑。加之近年来城投企业非标负面事件频发，区域再融资环境恶化，市场认可度下降，进一步加大化债难度。虽然中央政府在政策上对部分省份债务化解给予了一定的支持和倾斜，但更多的是在隐性债务置换和展期方面给予支持，虽然短期内获得了更多的化债的时间和空间，但实质化债仍然任重而道远。

### 三、城投企业承担隐性债务风险分析

#### 1. 化解隐性债务对城投企业的影响

城投企业是地方政府隐性债务的重要承载主体，也是化解地方政府隐性债务的主力军。目前，城投企业债务规模已经处于历史高位，在去杠杆的大背景下，城投企业债务规模大幅增长的空間有限，未来将进入化解存量的时代。同时，化解隐性债务也

是城投企业债务瘦身、降低短期债务风险的重要契机。化解隐性债务对城投企业融资、业务开展、获取政府支持及未来发展等方面均产生不同影响。

融资方面，过去十多年间，在稳增长和防风险的权衡中，城投企业融资政策随宏观经济周期性波动存在交替性的收紧和放松；长远来看，随着隐性债务化解保持高压监管，城投企业融资职能逐步被地方政府债券所替代，城投企业融资政策的周期性将逐步减弱。就近期收紧的政策来看，2021年4月，交易所发布的公司债券审核重点关注事项中指出申报发行公司债券不得新增地方政府债务，募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的需承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务；2021年7月，银保监发〔2021〕15号文，强调加强融资平台公司新增融资管理，对于承担地方政府隐性债务的城投企业（以下简称“隐债主体”）不得新增流贷（可以借新还旧），同时不得为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资。隐性债务监管趋严的大背景下，隐债主体在新增融资及募集资金用途方面无形中受到了更多限制，债务腾挪空间受到压缩。

传统业务开展方面，隐性债务监管政策对不同区域、不同行政层级的城投企业的融资环境存在结构性的影响，进而对城投企业开展传统的基础设施建设业务产生一定不利影响。对于弱资质区域，再融资受限加大债务化解压力，地方政府财政资金及城投企业融资优先用于债务偿付，无法腾出更多资金进行项目建设，近年来西南地区部分区县级城投企业相继出现重点项目停建、缓建，其中不乏棚户区改造、安置房建设等重点民生工程。具体就隐债主体而言，因流贷资金使用相对灵活，15号文之前不乏隐债主体可争取到期限为1~3年的中期流贷并用于项目建设；15号文之后，因资金端新增流贷受限，同时参与的政府债项目也无法获得银行保险机构提供配套融资，隐债主体用于项目建设的资金来源受到挤压，对于已承接项目的建设进度及未来承接优质政府债项目均会产生一定不利影响。

政府支持获取方面，隐性债务化解是一个政企债务分离的过程，长期来看，隐性债务化解完成后，城投企业不再承担政府债务，与地方政府关联紧密度会有所弱化，未来更多的可能是业务开展方面与地方政府建立合作关系；随着逐步完成与地方政府信用的脱钩，城投企业获得各类政府支持也将相应减少。短期内，为平稳化解隐性债务风险，隐债主体到期债务尤其是城投债的偿债资金安排往往享有一定的优先权。实践中，在部分地方财力较弱、融资环境较差区域，地方政府会举全力去化解城投企业隐性债务。

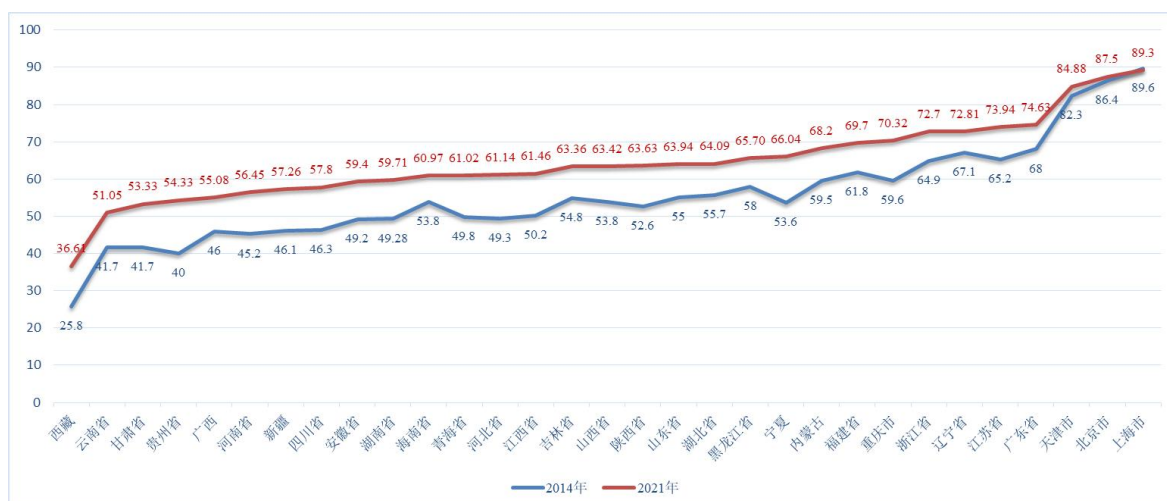
未来发展方面，市场化转型是城投企业中长期发展的重要方向，隐性债务化解则将加快其市场化转型进程。隐性债务化解完成意味着城投企业债务均为自身经营性债



务，债务偿还不能再过度依赖地方政府支持。为切实提升自身造血能力和偿债能力，城投企业必须打造经营性业务转型成为实体化、产业化运营的市场主体，通过经营性业务现金回流偿还债务。

## 2. 隐性债务化解背景下城投企业风险关注

城投企业在我国城镇化进程中做出了巨大贡献，尤其在地方政府经济发展和地方建设方面发挥了重要作用。我国城镇化率从 2008 年末的 45.7% 增长至 2021 年末的 64.7%，十多年间提升近 20 个百分点。现阶段，不同地区城市发展水平分化明显，西藏、甘肃、云南、贵州等地对基础设施建设仍有较强的需求。因此，在较长一段时期内，城投企业对于地方政府仍具有重要性，也天然决定了相较于其他地方国企，城投企业尤其是隐债主体与地方政府关联更加紧密，但同时也要关注隐债化解背景下城投企业可能出现的信用风险。



资料来源：地方政府官网，联合资信整理

图9 各省份城镇化率（单位：%）

首先，关注城投企业盲目市场化转型的风险。部分城投企业为加快隐债化解进度迫切寻求转型，寄希望于快速提升造血能力，通过经营性收益化解隐性债务。常见的转型方式为向上下游产业链延伸，开展房地产、建筑施工业务、城市运营等业务。当前房地产行业已进入存量时代，市场需求整体低迷，尤其是三四线城市面临很大去化压力。部分行政层级较低的城投企业盲目进军房地产行业将对偿债资金和项目建设资金形成占用，同时如销售端无法快速回笼资金，加大企业资金周转压力，将导致信用风险上升。此外，2018 年以来民营上市公司出现股权质押爆仓风险，部分城投企业出于整合业务资源或纾困的考虑收购民营上市公司股权。然而，部分民营企业发展中面临的复杂问题并未随着城投企业入股得到根本性的解决，经营业绩也并没有明显改



善，反而对城投企业盈利能力、资本结构及再融资形成拖累。

**第二，关注城投企业托底区域房地产市场的风险。**土地出让金收入是地方政府实质化解隐性债务最重要的资金来源，自 2021 年以来，部分地区受房地产行业下行影响较大，土地出让金收入下滑明显。一方面，地方政府财力下滑，城投企业相关业务回款受阻；另一方面，为平稳区域土地市场或完成“保交付”任务、托底区域房地产市场，城投企业可能加大拿地力度或投入较多资金保障房地产项目完工交付。以上情况均会加大城投企业隐性债务化解压力及流动性压力，如叠加区域融资环境变化再融资难度加大，也会导致城投企业信用风险的上升。

**第三，关注尾部区域城投企业债务结构失衡的风险。**尾部区域经济财政基本面较弱，政府治理水平相对较低，快速积累债务后沉淀大量无效资产或沉淀资产产生的收益无法匹配债务的还本付息，尾部区域城投企业依靠自身及当地政府化解隐性债务难度较大。在信用收缩周期，叠加监管政策及融资政策的结构性影响，尾部区域城投企业融资环境趋弱。为保障债务周转，城投企业不得不通过高成本、短期限的再融资进行债务滚续，债务融资渠道结构及期限结构均容易出现失衡，虽当前风险得到缓释，但城投企业实际上承担了更重的还本付息压力，长期偿债压力有所加大。

**第四，关注城投企业地位边缘化的风险。**隐债化解的实践中，地方政府也会通过平台整合提升区域整体的化债能力，尤其是会将隐债主体与新设平台进行整合，保障区域再融资能力的稳定及重大基础设施建设项目的平稳推进。而在区域平台整合过程中，部分城投企业尤其是隐债主体会出现股权层级下降、承接公益性项目减少、核心资产划出等情形。长期来看，隐性债务化解目标明确，地方政府终将完成隐性债务的化解，需警惕完成隐债化解过程中及化解完成后，隐债主体职能定位边缘化、地方政府支持或救助意愿降低的风险。

**第五，关注城投企业资金占用的风险。**部分地方政府将城投企业拿地缴纳的土地出让金用于化解隐性债务，如拿地资金来源于外部融资，则会加重城投企业债务负担；如拿地资金来源于自有资金，则对其资金周转空间形成挤压。此外，在地方政府统筹协调下，非隐债主体以往来款的形式将资金拆借给再融资受限的隐债主体，也一定程度上加大了非隐债主体的资金占用程度，或将造成其流动性风险的边际上升。

## 联系人

投资人服务    010-8567 9696-8624    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。