

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

房地产行业下行对城投企业信用风险影响研究—河南篇

联合资信 公用评级一部 | 喻宙宏 | 符蓉



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



报告概要

- 在各种因素叠加之下房地产行业自 2021 年起步入下行通道。2023 年以来，多项房地产调控政策落地，除部分一线城市和热点城市土地市场出现阶段性回暖外，大部分省市土地出让金仍保持下降趋势，政府财政收入持续承压。虽然央行及各地政府持续出台宽松政策阶段性提振了房地产市场需求，但尚未从根本上扭转房地产行业下行趋势，持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。
- 2023 年以来，河南省大部分地级市土地出让金规模持续下滑；2024 年上半年，洛阳市、许昌市、开封市、鹤壁市和郑州市等土地依赖度相对偏高区域的土地出让金规模下滑趋势扩大，上述区域财政受到房地产行业下行的影响相对较大。
- 房地产行业下行会通过拖累区域财力及挤占城投企业资金等多个路径对城投企业现金流产生影响，进而导致城投企业短期流动性压力加大。2023 年以来，河南省大部分地级市城投企业拿地金额有所减小，但拿地金额占区域土地出让金的比重有所上升，大部分地级市城投企业托底拿地的力度仍然较高，对区域内城投企业资金形成较大占用，短期流动性压力也有所加大。其中郑州市、洛阳市、平顶山市、信阳市和许昌市等区域内城投企业 2024 年上半年拿地占比较高，对区域内城投企业现金流挤压上升，同时区域内城投企业短期流动性压力较大，未来区域内城投企业托底拿地情况有待持续关注。此外，地方政府专项债资金收购存量闲置土地政策预计一定程度缓解城投企业资金被占用的压力，部分短期流动性压力较大的区域未来政策实际落实情况有待持续观察。
- 近年来，河南省大部分地级市发债城投企业债务负担有所加重，各地级市区域债务负担存在明显分化，郑州市、开封市、许昌市、洛阳市区域债务负担相对较重。房地产行业下行会拖累区域财政，郑州市、开封市、许昌市和鹤壁市等土地依赖度相对较高区域的地方政府对区域债务的支持保障能力更易受政府性基金收入下降影响，区域内地方政府对城投企业的支持能力受房地产行业下行影响较明显，尤其对于区域债务负担相对较重的区域，地方财政腾挪空间更为有限，区域内城投企业面临的流动性风险相对较大。2024 年以来宽松政策的频出阶段性提振了房地产市场需求，但持续性的需求端信心修复和房地产市场需求提升传导到土地出让预计仍需一定时间。若房地产行业持续低迷，区域内城投企业信用风险边际上升的可能性相对较大，需适当加强流动性管理。

一、全国房地产行业发展及土地出让情况

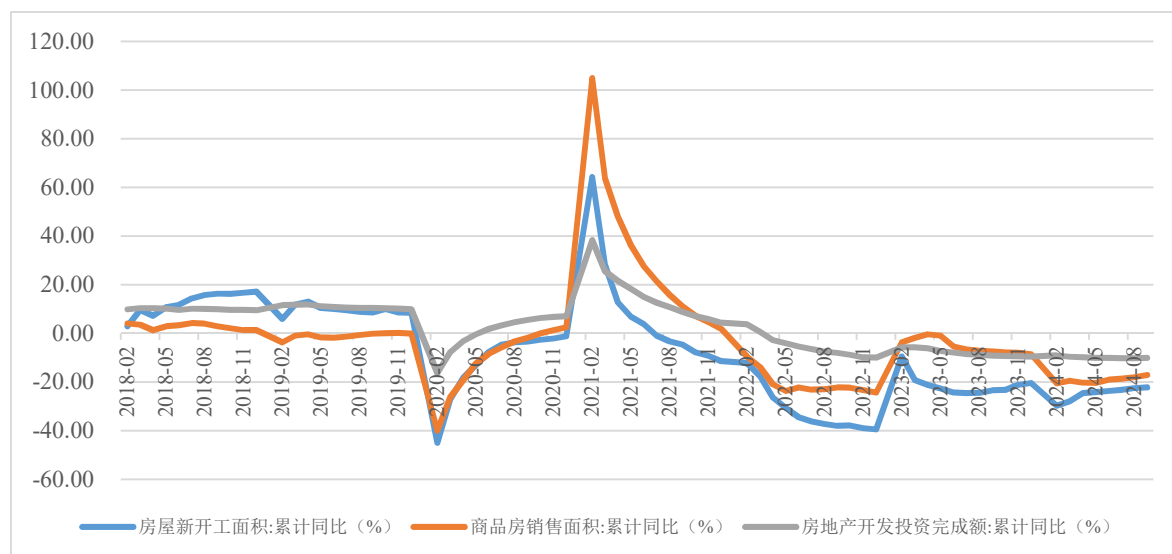
1. 房地产行业发展状况

房地产行业走向与经济发展和政府财政状况紧密相连。2023 年，多项房地产调整优化政策落地，仅部分地区楼市出现回暖迹象，行业分化愈发显著。2024 年以来，全国房地产行业持续降温，央行及各地政府持续出台救市政策，宽松政策的频出阶段性提振了房地产市场需求，但尚未从根本上扭转房地产行业下行趋势，持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。

房地产业长期以来一直是推动经济增长的重要力量，在国民经济中占据着举足轻重的位置。近年来，在国家坚持“房住不炒”背景下，随着“三道红线”、贷款集中度管理、预售资金监管加强和限购限贷限价等房地产行业收紧政策的密集出台，房地产行业融资环境逐步收紧，部分过度举债扩张的房企未及时调整战略，在各种因素叠加之下出现流动性危机，信用风险持续暴露，房地产行业自 2021 年起步入下行通道。2023 年，中央政治局会议提出适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。此后多部委明确政策优化方向，各地政策持续落地。调控政策包括降低二套房首付比例、房贷利率，优化普宅认定标准、降低交易税费等，部分城市全面取消限购，一些低能级城市发放购房补贴等。众多房企在经历前期的市场波动后，积极调整战略布局，降负债、促销售、保交付成为行业的核心任务，部分地区楼市出现回暖迹象。然而，行业分化愈发显著，头部优质房企凭借较强的资金实力、品牌影响力和运营管理能力，在市场竞争中逐步稳固优势地位，而一些中小房企则面临巨大的生存压力，部分企业仍在艰难应对流动性困境，信用风险尚未彻底消散。

2024 年以来，全国新房市场整体延续调整态势，整体下行压力仍较大。房屋新开工面积、房地产开发投资额和商品房销售面积等指标均较上年同期进一步下降，且降幅走阔，在此背景下，中央政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，5 月 17 日央行发布降低首付比例、取消商贷利率下限、下调公积金贷款利率及设立保障性住房再贷款等多项新政；9 月 24 日国务院新闻发布会提出引导银行降低存量房贷利率、统一首套房和二套房的房贷最低首付比例至 15%、提高中央银行资金对保障性住房再贷款的支持比例、延长经营性物业贷款和“金融 16 条”政策期限；11 月 12 日和 13 日财政部、税务总局和住房城乡建设部陆续出台降低购房契税税率、免征增值税和下调土地增值税预征率下限等新政；与此同时，全国各地政府陆续出台楼市松绑政策。中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，在降低购房门槛及购房成本的同时鼓励“收储”，继续推动金融政策的落地见效，促进地产市

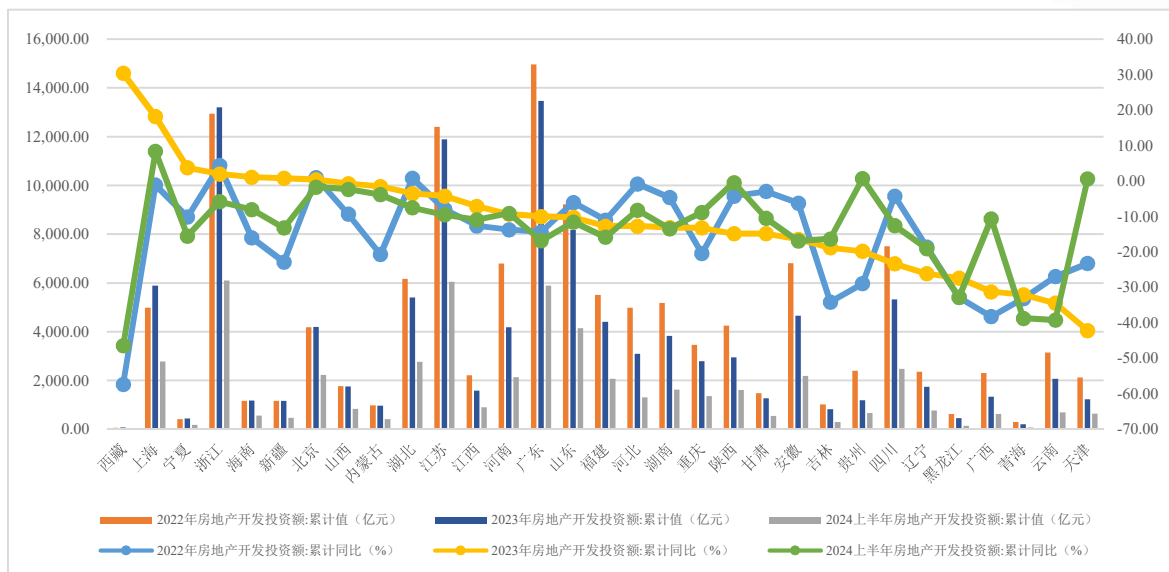
场止跌回稳，2024 年 5 月以来，全国商品房销售面积降幅持续小幅收窄，宽松政策的频出阶段性提振了房地产市场需求，但尚未从根本上扭转房地产行业下行趋势，持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间，市场仍处于筑底阶段。



数据来源: Wind, 联合资信整理

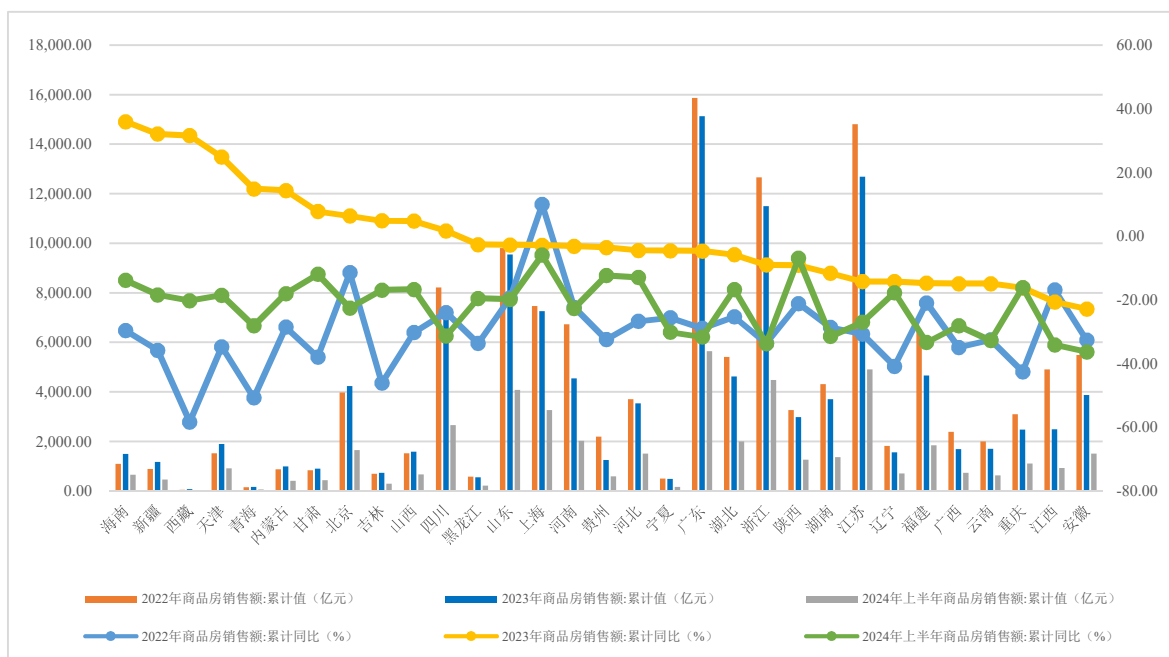
图 1 全国房地产行业相关指标变化情况

从投资端来看，2023 年，浙江省、海南省、北京市、新疆维吾尔自治区、宁夏回族自治区房地产开发投资额小幅增长，上海市作为全国经济中心，政策刺激效果显著，2023 年房地产投资开发额同比增长 18.20%，西藏自治区受其低基数影响，2023 年实现 30.40%的投资增速，全国其他省份（自治区、直辖市）房地产开发投资额较 2022 年均呈现不同程度的下滑，多数省份下滑超 10%。在利好政策驱动下，2023 年北京市、天津市、海南省和四川省等地商品房销售额有所回暖，但多数省份（自治区、直辖市）商品房销售市场仍保持下降趋势，未出现回暖迹象。2024 年上半年，受房价持续下跌削弱购房者信心、二手房和保障房对新房市场的挤压、低线城市高库存及需求不足等因素共同影响，全国各省份（自治区、直辖市）销售增速均为负，整体看，2023 年“房地产市场供求关系发生重大变化”重新定调楼市，陆续出台的供需刺激政策对促进投资、销售恢复、稳定预期起到一定积极作用，但其生效区域存在局限性且效果持续性不足，房地产投资及销售情况仍持续走弱。



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2022年—2024年上半年各省（自治区、直辖市）房地产开发投资额情况



数据来源：Wind，联合资信整理

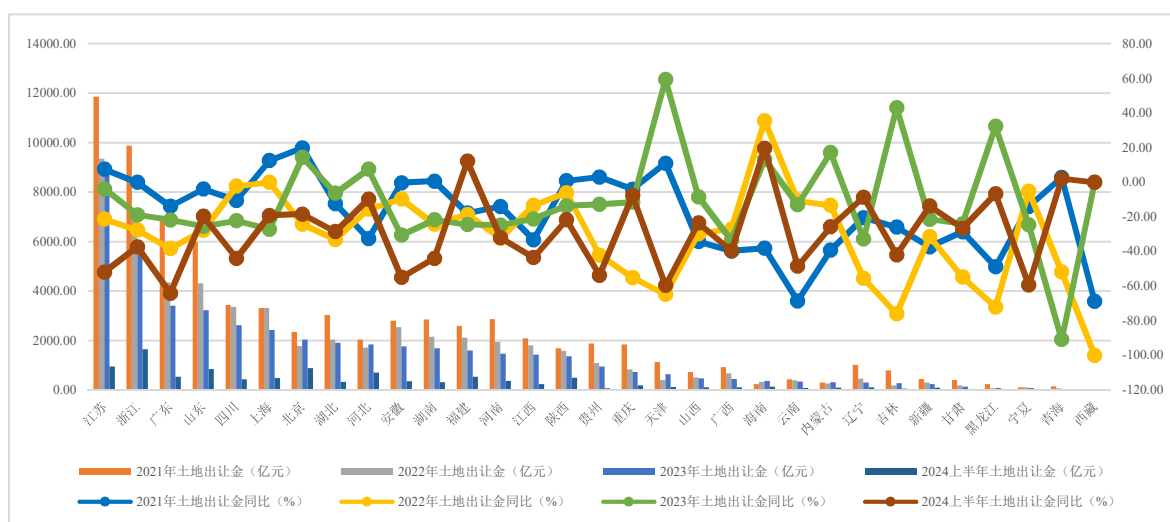
图3 2022年—2024年上半年各省（自治区、直辖市）商品房销售额情况

2. 各省（自治区、直辖市）土地出让及财政状况

房地产行业持续降温导致房企对不同区域土地偏好的分化持续加大，城投企业拍地受控及资金承压使得其拍地规模大幅减少。2023年，除部分一线城市和热点城市土地出让规模有所增长外，大部分省市土地出让金仍继续下降；2024年上半年，

各省（自治区、直辖市）土地出让金规模进一步下行。土地出让金收入作为政府性基金收入的主要部分，其收入的减少会对政府的财政收入造成拖累。2023 年，大部分省份在土地出让金收入下降的影响下，政府性基金收入出现下滑，导致政府财政收入承压，其中部分省份政府性基金收入变化对财政收入的影响相对明显。

全国房地产行业的持续降温，导致房地产行业投资端和销售端同时承压，开发商经营重心转为去库存、保交楼、防风险，投资热情降低，对不同区域土地偏好的分化持续加大。从区域布局考虑，房企在拿地时将更为偏好具有产业、人口支撑且库存压力小的高能级城市，仅有核心一二线城市和热点三四线城市的优质地块能够持续吸引房企购地。2022 年四季度，财政部预算司下发〔2022〕126 号文件，严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，加之各地城投企业自身资金承压，拍地规模大幅减少，导致 2023 年全国土地出让金承压。2023 年，全国土地出让金为 5.80 万亿元，同比下降 13.2%，除天津市、北京市等地土地出让金有所增长外，多数省份（自治区、直辖市）土地出让金均呈下降趋势，其中广西省、辽宁省、安徽省和青海省土地出让金下降超 30%，降幅明显。2024 年上半年，受房地产行业持续低迷影响，全国土地出让金总额同比下降 18.3%至 1.53 万亿元，仅福建省、海南省和青海省土地出让金规模同比增长，其余省份（自治区、直辖市）均有所下降，江苏省、宁夏省、安徽省、广东省、贵州省和天津市降幅超 50%。整体看，2023 年部分省市土地出让金在政策助推和上年度低基数作用影响下有所回升，但企业拿地意愿未能根本性改善，2024 年上半年土地出让金同比缩量明显。



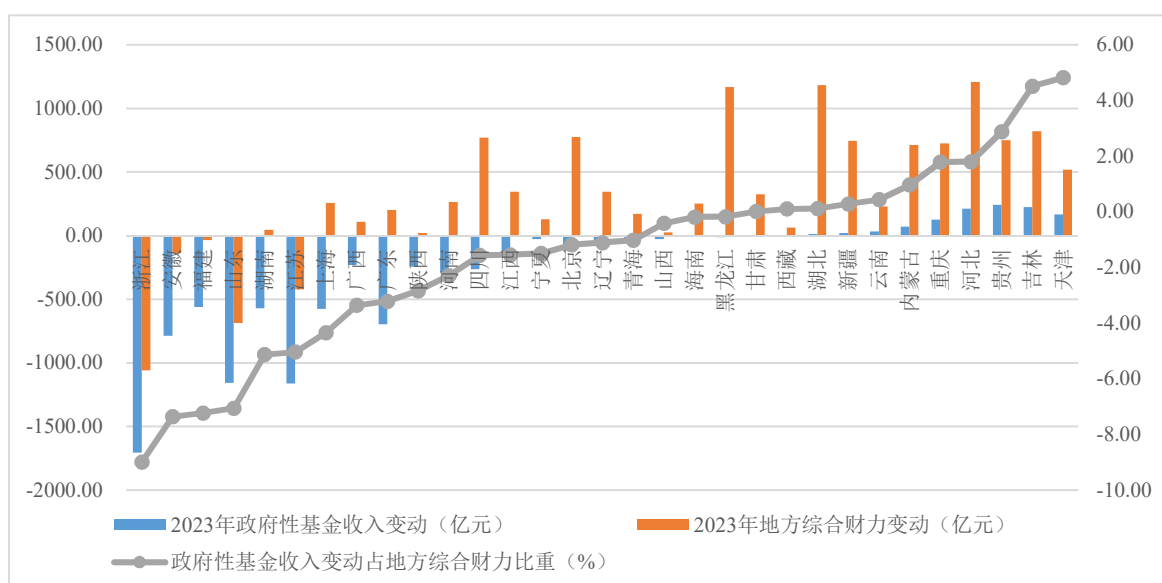
数据来源：联合资信根据公开数据整理

图4 各省（自治区、直辖市）土地出让金变化

土地出让金收入作为政府性基金收入的主要部分，其收入的减少会对政府的财政收入造成拖累。2023 年，全国政府性基金收入为 7.07 万亿元，同比下降 9.2%，主要

系土地出让金下降所致；全国土地出让金占政府性基金收入的 82.04%，占比较 2022 年有所下降，但仍处于较高水平。同期，全国政府性基金收入占综合财力比重为 24.59%，较 2022 年的 27.67% 小幅下降，土地出让金仍是地方政府重要的财政收入来源之一。

从政府财政收入变化情况看，2023 年多数省份（自治区、直辖市）政府性基金收入继续下滑，土地出让金收入仍是主要影响因素，但受各地一般公共预算及中央转移支付增长影响，除浙江省、山东省、江苏省、安徽省和福建省地方综合财力有所下降外，其他省份（自治区、直辖市）地方综合财力均较上年有所增长。考虑到河南省地方综合财力在国内各省份（自治区、直辖市）中排名居前，且河南省 2023 年政府性基金收入降幅及其占地方综合财力比重相比全国多数省份（自治区、直辖市）较为显著，在全国各省中具有一定的代表性，其财政承压对其区域内城投企业信用风险造成的影响可能相对较大。因下文以河南省为例，分析房地产行业下行对城投企业信用风险的影响。



注：2023 年政府性基金收入变动=2023 年政府性基金收入-2022 年政府性基金收入；

政府性基金收入变动占地方综合财力比重=2023 年政府性基金收入变动/2023 年地方综合财力

数据来源：联合资信根据公开数据整理

图 5 2023 年各省（自治区、直辖市）政府性基金收入变动及其占地方综合财力比重

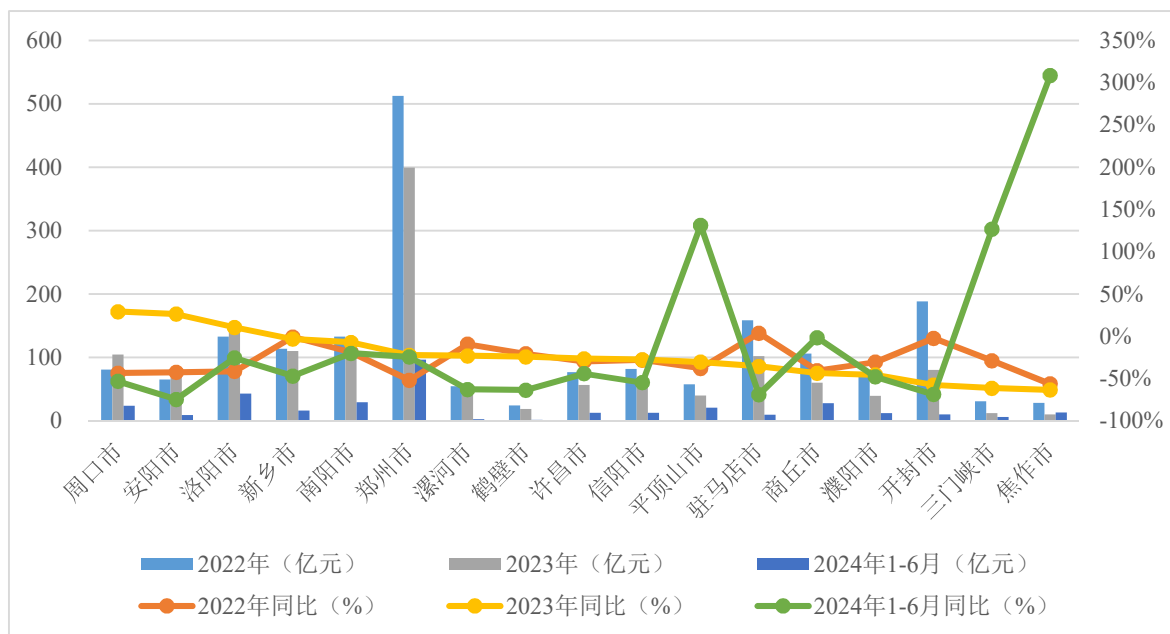
二、房地产行业下行对河南省各地级市地方政府财政收入的影响分析

政府性基金收入是地方政府重要的可支配财力，房地产市场下行影响房企拿地意愿，致使政府性基金收入规模下滑，最终影响地方政府财政收入。对土地依赖度相对较高的区域，区域财政受到房地产行业下行的影响相对较大。在房地产行业下行背

景下，2023 年以来河南省大部分地级市土地出让金持续下滑，虽然国家已经陆续出台多项房地产行业相关支持政策，但仍有部分地级市土地出让金规模降幅扩大。2024 年上半年，洛阳市、许昌市、开封市、鹤壁市和郑州市等土地依赖度相对偏高区域的土地出让金规模下滑趋势扩大，需对上述区域财政受房地产行业下行的影响程度持续保持关注。

1. 各地级市土地出让收入情况

在房地产行业下行背景下，河南省近年来土地市场成交持续低迷。2023 年，河南省土地出让金为 1462.06 亿元，降幅较 2022 年小幅收窄，同比下降 24.64%，但仍高于全国下降水平；土地流拍率也保持高位，2023 年河南省土地流拍率较 2021 年的 30.90% 小幅下降至 26.52%（全国水平为 19.40%），土地溢价率下降至 3.66%。大部分地级市土地出让金规模下行趋势明显，仅周口市、安阳市和洛阳市土地出让金有所上升。2024 年 1—6 月，河南省全省土地出让金降幅有所扩大，同比下降 31.96%，但低于全国 35.48% 的降幅；其中平顶山市、三门峡市和焦作市等地级市因 2023 年土地出让金降幅较大带来的低基数效应，当期土地出让金同比有所回暖，大部分地市土地出让金降幅同比有所扩大，土地市场仍保持低迷状态。



数据来源：联合资信根据公开数据整理

图 6 河南省各地级市土地出让金变化

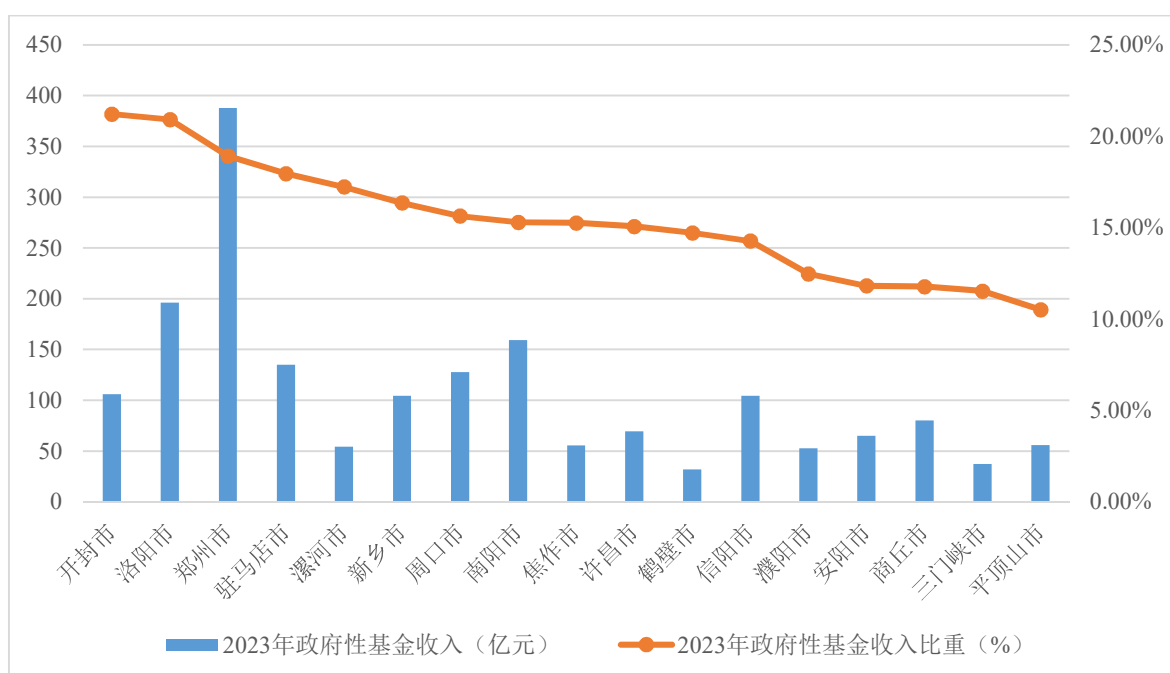
2. 各地级市财政收入对土地依赖度分析

政府性基金收入是地方政府重要的可支配财力，政府性基金收入占比高且财政自

给能力较弱的区域，其地方财政收入对土地的依赖度更高，财力更易受到房地产行业下行拖累。下文将通过分析政府性基金收入占综合财力的比重和财政自给率两个指标，并结合上级转移支付收入情况，来综合判断河南省各地财政收入对土地的依赖度。

（1）地方政府政府性基金收入占比

从河南省各地级市综合财力结构来看，政府性基金收入比重（政府性基金收入/综合财力）与区域经济发展存在一定的关联，产业和经济较为发达的地区政府性基金收入占比相对更高。2023 年，郑州市、洛阳市等相对发达地区政府性基金收入占比相对较高，而产业和经济相对落后地级市的政府性基金收入比重相对较低。

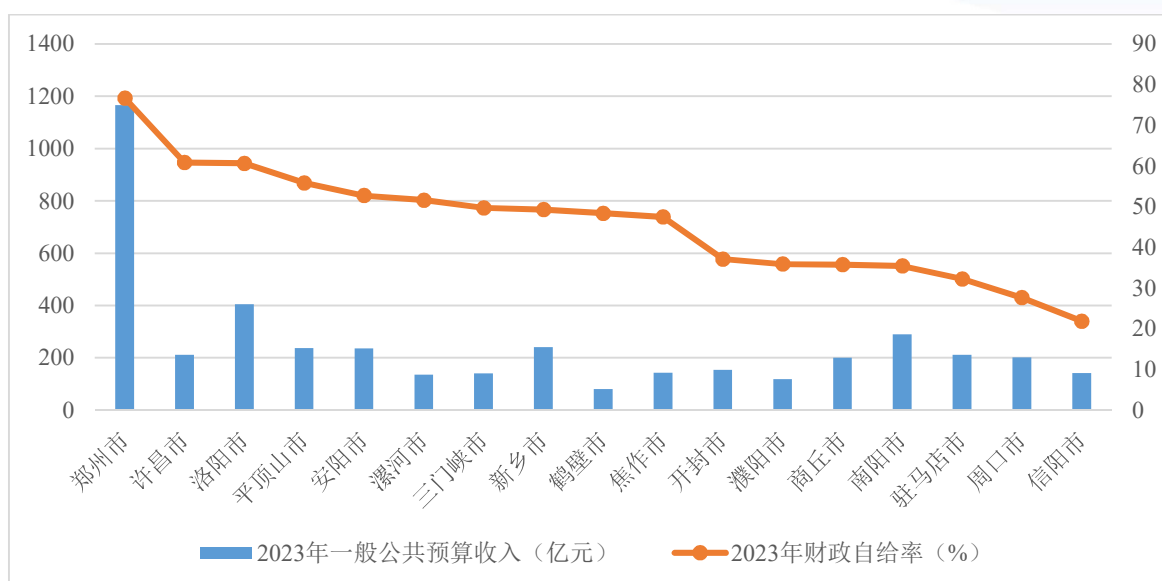


资料来源：联合资信整理

图 7 2023 年度河南省各地级市政府性基金收入及比重

（2）地方政府财政自给能力

财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）可以衡量各地区财政收支的平衡性，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度越高的地区，财政自给能力越强，通过自身造血能力满足区域正常运转的能力越强。2023 年，河南省内仅郑州市财政自给率超过 75.00%，其余大部分地级市财政自给率在 50.00%以内，经济相对较弱的信阳市和周口市，财政自给率仅为 25%左右。



资料来源：联合资信整理

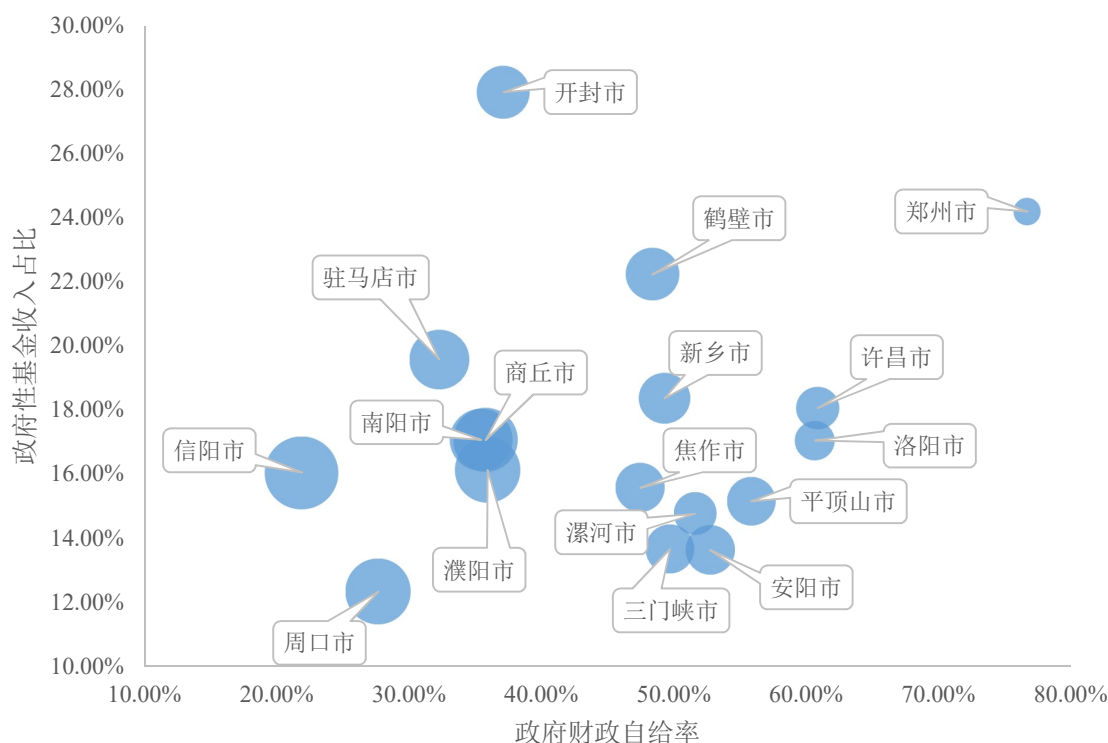
图8 2022年度河南省各地级市一般公共预算收入及财政自给率

（3）地方政府财政收入对土地依赖度

对于周口、信阳、濮阳、南阳、商丘、驻马店、焦作、三门峡、漯河、安阳、新乡和平顶山等经济相对不发达的地级市，对人才和产业的吸引力弱，房价和土地价格较低，人均GDP水平普遍低于河南省平均水平。这类区域政府性基金收入对综合财力的贡献度相对较低，且财政自给能力相对较弱，但获得的上级转移支付收入较为充足，财政收入对土地的依赖度相对较低。

对洛阳、开封、许昌和鹤壁等地级市，政府性基金收入对综合财力的贡献度相对较高，财政自给能力一般，上级转移支付收入占综合财力的比重也相对较低，因此这类区域地方政府财政收入对土地的依赖度相对较高，更易受到房地产行业下行拖累。

郑州市作为河南省经济和交通最发达的省会城市，对人才和产业的吸引力强，房价和土地价格在省内持续排名第一，其本身政府性基金收入规模相对较大。虽然政府性基金收入对综合财力的贡献度相对较高，但其财政自给能力较强，政府财政收入对土地的依赖度低于洛阳、开封、许昌和鹤壁等地级市，但在河南省内仍相对偏高。

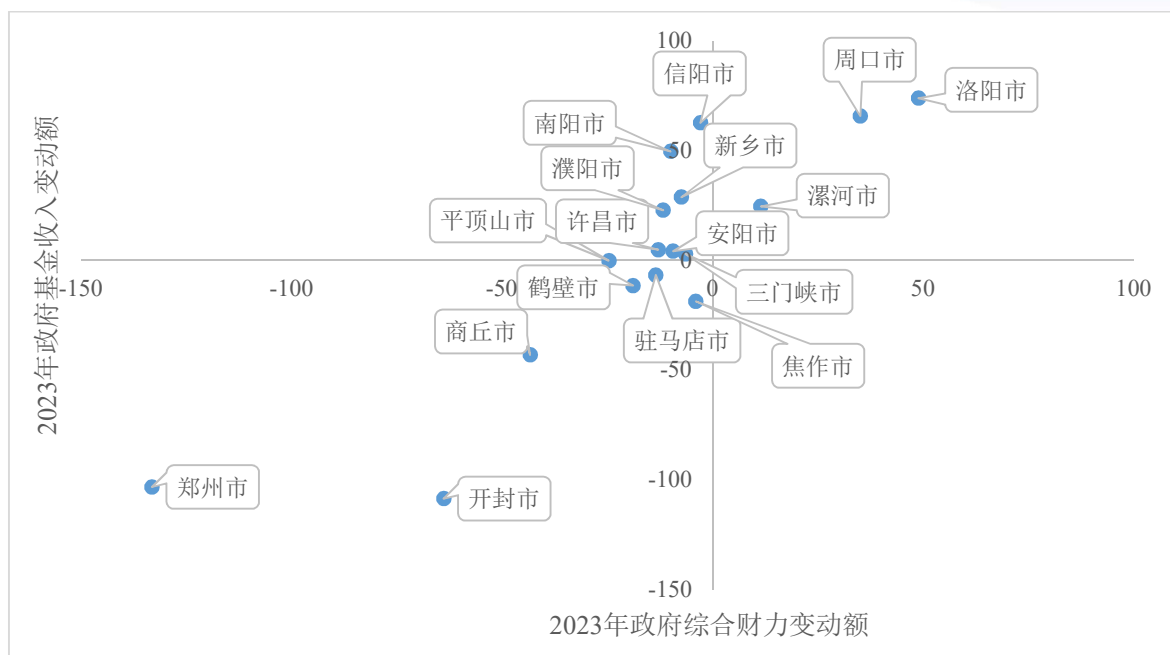


注：气泡大小代表上级转移支付收入占比高低
资料来源：联合资信整理

图9 2023年度河南省各地级市政府性基金收入比重与财政自给率散点图

3. 房地产下行对各地级市地方政府财政收入的影响分析

从河南省各地级市 2023 年政府性基金收入变动与综合财力变动情况看，大部分地级市政府综合财力变化主要系政府性基金收入变动导致，房地产行业下行易导致区域内的综合财力下滑或者增速放缓，对区域财政的影响较大。洛阳市、许昌市、开封市、鹤壁市和郑州市等区域地方政府财政收入对土地的依赖度相对偏高，区域财政更容易受房地产行业下行拖累，且上述区域 2024 年 1—6 月土地出让金规模分别同比下降 25.35%、43.97%、68.60%、63.45%和 24.15%，除洛阳市增速由正转负外，其余区域土地出让金规模降幅较 2023 年均扩大，房地产行业下行对区域财政的拖累将有所扩大，需对上述区域财政受房地产行业下行的影响程度持续保持关注。



资料来源：联合资信整理

图 10 2023 年度河南省各地级市政府性基金收入变动与综合财力变动散点图 (单位: 亿元)

三、 房地产行业下行对河南省各地级市城投企业信用风险影响

在评估房地产行业下行对城投企业信用风险的影响时，不仅要考虑房地产行业下行对城投企业现金流的影响，同时也要看区域债务负担及地方政府对区域债务支持保障能力受影响的情况。下文将通过分析房地产行业下行如何影响河南省各地级市区域内城投企业现金流以及区域债务风险，来评估房地产行业下行对河南省各地级市城投企业信用风险的影响。

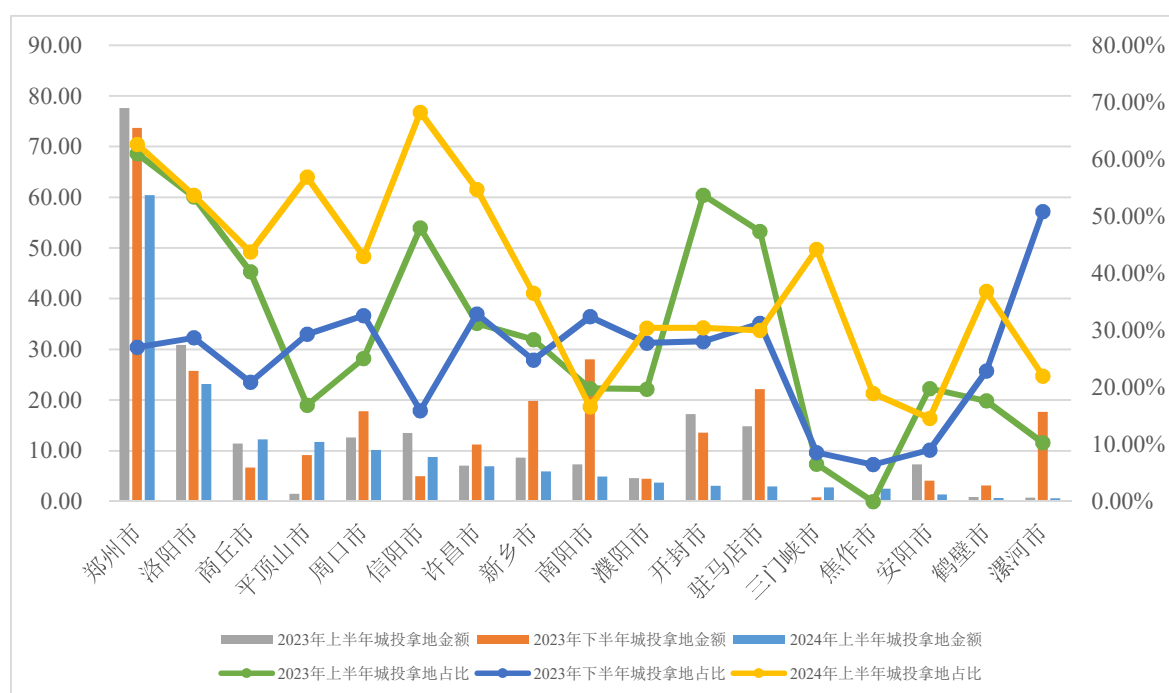
1. 房地产行业下行对河南省城投企业流动性的影响

城投企业业务主要涉及土地整理和基础设施建设，业务回款较为依靠区域内土地出让及财政资金，房地产行业下行会通过拖累区域财力及挤占城投企业资金等多个路径对城投企业现金流产生影响。2023 年以来，河南省大部分地级市城投企业拿地金额有所减小，但占土地出让金的比重有所上升。2024 年上半年大部分地级市城投企业托底拿地的力度仍然较高，对区域内城投企业资金形成较大占用。其中郑州市、洛阳市、平顶山市、信阳市和许昌市城投企业拿地占比较高，拿地占比同比有所上升，区域内城投企业现金流压力加大。大部分地级市发债城投企业短期流动性压力有所加大，未来区域内城投企业托底拿地情况有待持续关注。

房地产行业下行将通过多个路径对城投企业造成影响。第一，房地产行业下行导致房企拿地意愿下降，土地出让热度减弱、流拍率上升，进而影响城投企业土地整理

业务收入及回款，造成城投企业现金流紧张。第二，土地流拍压力下，城投企业需参与拍地以稳定区域土地市场，对城投企业现金流造成更大的挤占。虽然 2022 年底财政部出台的政策已经明确严禁通过国企购地等方式虚增土地出让收入，但城投企业拿地力度依然较大。

从城投企业拿地情况看，2023 年，河南省城投企业拿地金额 553.19 亿元，拿地金额占土地出让金的 37.84%；2024 年上半年，河南省城投企业拿地金额 162.98 亿元，拿地金额占比 44.85%。在房地产行业下行背景下，河南省城投企业托底拿地规模较大，城投拿地金额占比较高，对省内城投企业的资金形成较大占用。具体从地级市层面看，2024 年上半年河南省大部分地级市城投企业拿地金额同比有所减小，但拿地金额占比有所上升，大部分地级市城投企业拿地金额占比依然超过 30%，城投企业托底拿地的力度仍然较高，对城投企业资金形成较大占用。其中郑州市、洛阳市、平顶山市、信阳市和许昌市城投企业拿地占比超过 50%，且同比有所上升，区域内城投企业现金流压力加大，未来区域内城投企业托底拿地情况有待持续关注。



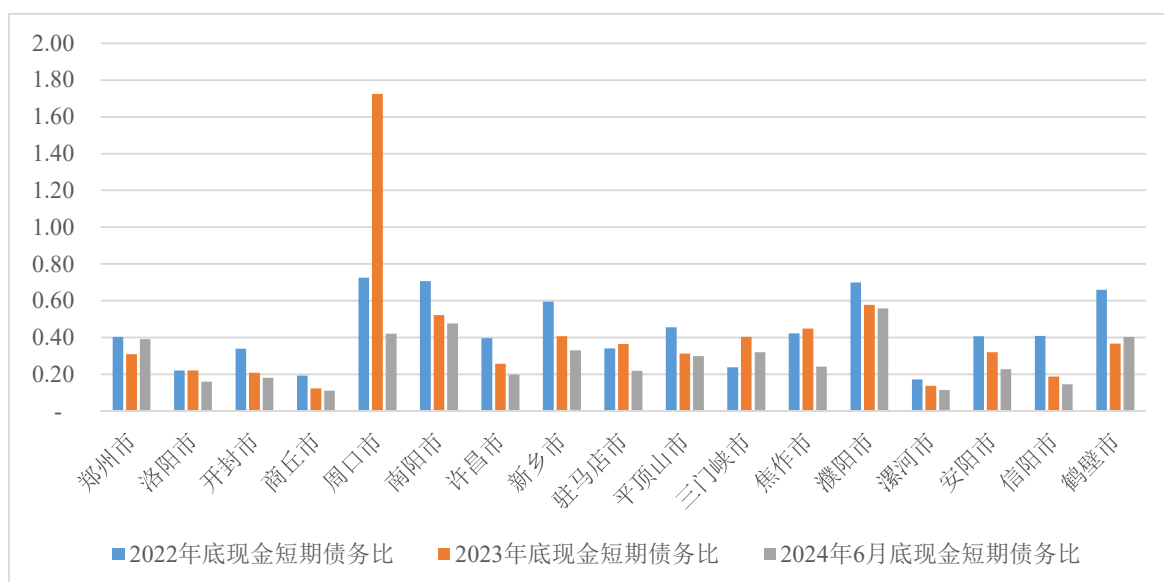
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 11 河南省各地级市城投企业拿地金额及占比（单位：亿元）

第三，城投企业自身资产中土地和房屋占比较高，房地产行业下行将影响城投土地和房屋资产的变现，间接对城投企业现金流造成影响。第四，随着房地产行业下行及部分房企风险爆发，如果区域内房地产项目出现大规模烂尾情况，地方政府为达到“保交付”以稳定民生，往往会要求城投企业投入资金以保障烂尾房地产项目顺利完工交付，受区域内民营房企暴雷影响，河南省郑州市是实行“保交付”政策相对较早

的地级市；城投企业对区域内房地产项目输血对其资金造成占用，投入资金依赖于项目对外销售逐步回款，因此城投企业未来资金的回流主要取决于地区房地产市场能否平稳着陆。第五，地方政府的政府性基金收入下降将使得地方政府综合财力承压，对土地依赖度较高的区域政府财政收入承压更为明显，地方政府资金紧张将导致对区域内城投企业的基建业务回款、隐性债务实质化解及资金支持减弱并进一步加重对城投企业的资金占用，进而使得区域内城投企业的流动性风险加大，财政收入对土地依赖度较高区域内的城投企业更值得关注。第六，对于洛阳市等舆情发生较多的区域，其本身可能面临相对较大的短期流动性压力，地方政府综合财力承压更易导致对城投企业的救助能力边际减弱，城投企业对债务管理能力以及再融资的依赖大幅提升，使其更易受管理水平和融资环境变化影响，对于短期债务压力大且舆情频发区域的城投企业，其现金流表现将更加脆弱。

从河南省各地级市发债城投企业现金短期债务比来看，2022 年底以来，河南省除个别地级市外，大部分地级市发债城投企业现金短期债务比均呈不同程度的下降，反映出河南省大部分地级市发债城投企业整体流动性压力加大。2024 年 6 月底，河南省各地级市区域内发债城投企业现金短期债务比均低于 0.60 倍，短期流动性压力较大，其中洛阳市、开封市、商丘市、许昌市、漯河市和信阳市低于 0.20 倍，区域内发债城投企业短期流动性压力更加明显。



注：各区城投企业现金短期债务比 = 各区城投企业现金类资产之和/各区城投企业短期债务之和

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 12 河南省各地级市城投现金短期债务比情况（单位：倍）

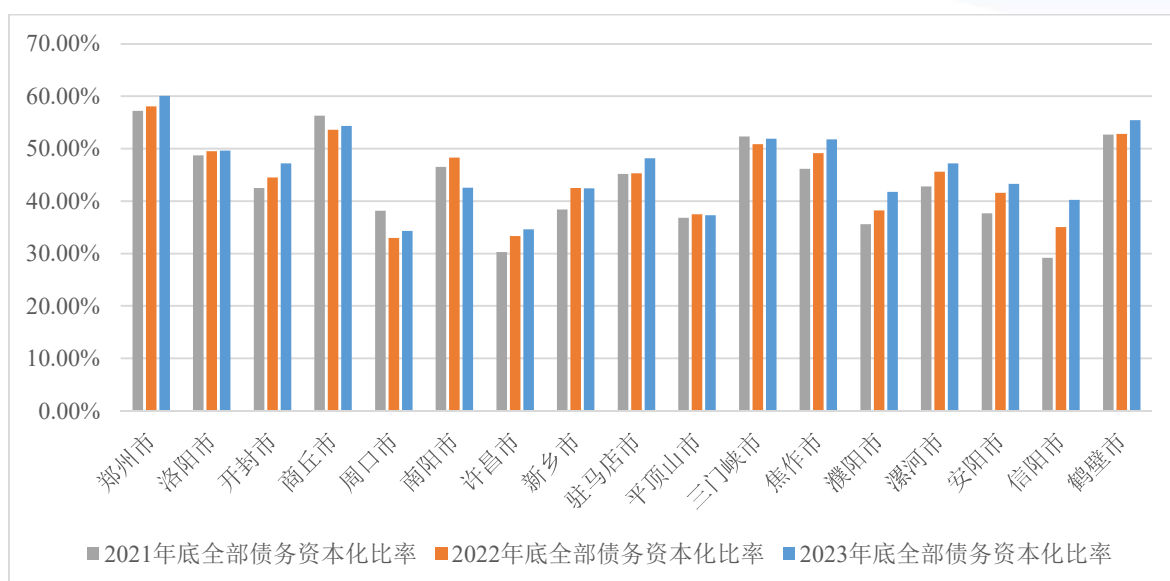
2024 年 10 月 12 日，国新办举行新闻发布会表示，下一步房地产政策将考虑允许专项债券用于土地储备，支持收购存量房来优化保障性住房供给和及时优化完善相

关税收政策。2024 年 11 月初，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，要求各地积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，促进房地产市场平稳健康发展。城投企业因托底拿地普遍存在较大规模的待开发土地，未来地方政府使用专项债资金收回城投企业土地的可能性较大，预计将一定程度缓解城投企业资金被占用的压力，但不同区域收回土地的力度可能存在明显差异。

2. 河南省各地级市区域债务风险

房地产行业下行会拖累区域财政，对于区域债务负担相对较重且地方政府对区域债务支持保障能力受房地产行业下行影响相对较大的区域，地方财政腾挪空间更为有限，使得对城投企业的支持能力相对减弱，区域内城投企业面临的流动性风险相对较大。近年来，河南省大部分地级市发债城投企业债务负担有所加重；其中郑州市、开封市、许昌市、驻马店市、焦作市、濮阳市、漯河市、安阳市和信阳市发债城投企业债务负担增幅相对较大，而洛阳市和平顶山市发债城投企业债务负担增幅相对较小。从区域债务负担看，河南省各地级市的区域债务规模差异明显，区域债务负担存在明显的分化，其中郑州市、开封市、许昌市、洛阳市区域债务负担相对较重，地方政府对区域债务的支持保障能力相对较弱；南阳市、安阳市和信阳市区域债务负担相对较轻，地方政府对区域债务的支持保障能力相对较强。郑州市、开封市、许昌市和鹤壁市等土地依赖度相对较高区域的地方政府对区域债务的支持保障能力更易受政府性基金收入下降影响，地方政府对城投企业的支持能力受房地产行业下行影响相对较大。

从河南省各地级市发债城投企业债务负担来看，2021—2023 年末，河南省大部分地级市发债城投企业全部债务资本化比率均有所上升，债务负担有所加重，其中郑州市、开封市、许昌市、驻马店市、焦作市、濮阳市、漯河市、安阳市和信阳市发债城投企业债务负担加重相对较大。具体来看，截至 2023 年底，郑州市、洛阳市、开封市、商丘市、驻马店市、三门峡市、焦作市、漯河市和鹤壁市发债城投企业全部债务资本化比率超过 45.00%，债务负担相对较重。



注：各区发债城投企业全部债务资本化比率 = $\frac{\text{各区发债城投企业全部债务之和}}{\text{各区发债城投企业全部债务之和} + \text{各区发债城投企业所有者权益之和}} * 100.00\%$

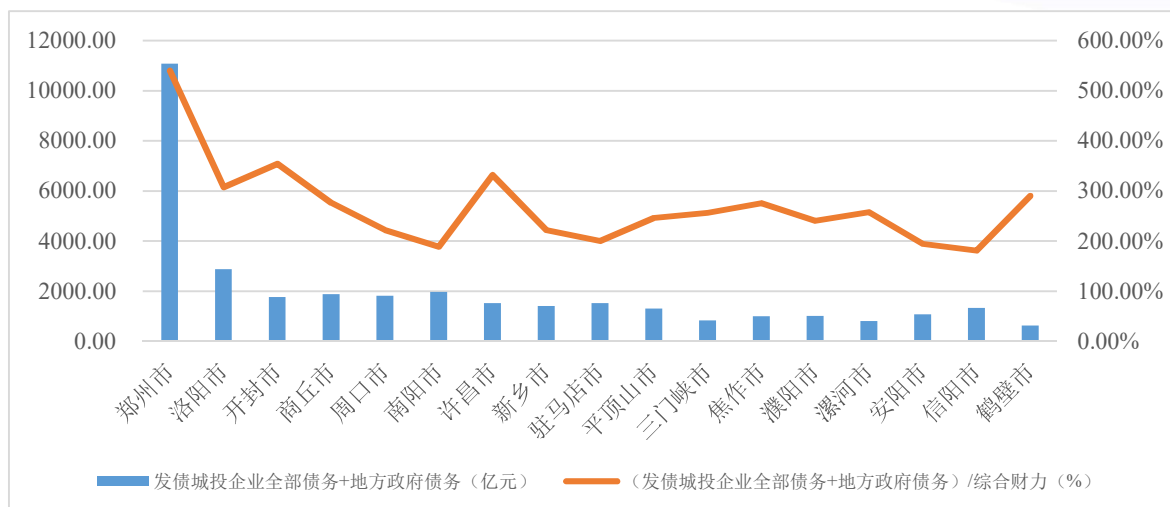
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 13 河南省各地级市发债城投企业全部债务资本化比率变化情况

城投企业作为地方基础设施尤其是公益性项目的投融资及建设主体，日常经营以及债务偿还对地方政府有很强的依赖，地区债务负担较重的区域，地方政府对辖区内区域城投企业的支持保障能力相对较弱。

从广义债务率¹看，郑州市、开封市、许昌市、洛阳市广义债务率相对较高，超过 300%，区域债务负担相对较重，地方政府对区域债务的支持保障能力相对较弱；南阳市、安阳市和信阳市广义债务率相对较低，不超过 200%，区域债务负担相对较轻，地方政府对区域债务的支持保障能力相对较强；其余地级市处于中游水平，位于 200% 和 300%之间，区域债务负担和地方政府对区域债务的支持保障能力相对一般。

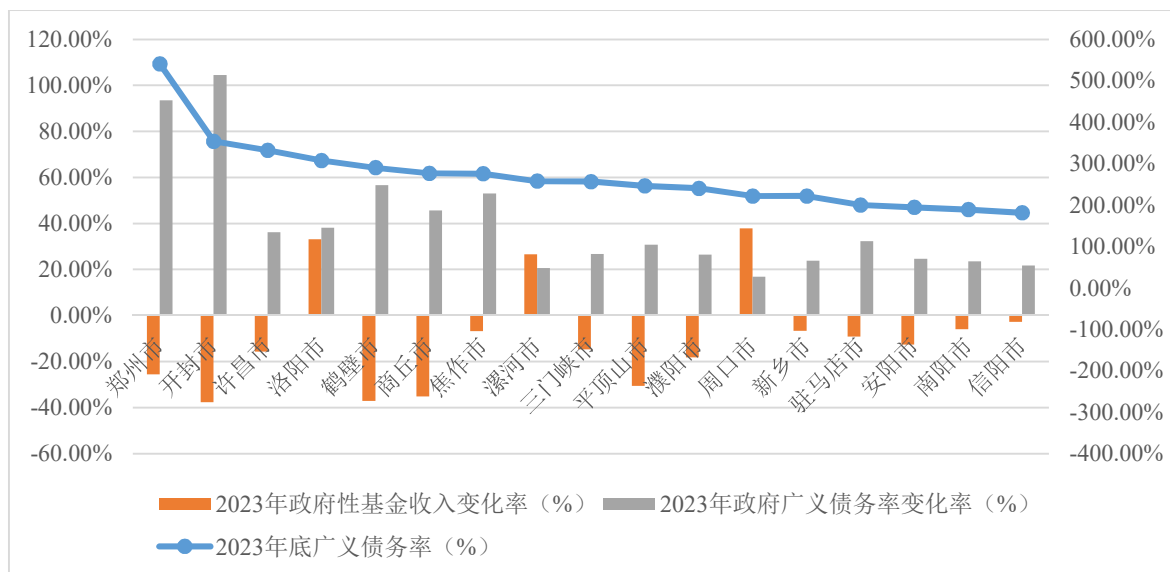
¹ 广义债务率=发债城投企业全部债务与地方政府债务余额/地方政府综合财力



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 14 2023 年河南省各地级市区域债务负担情况

从各地级市政府性基金收入及广义债务率变化情况看，2023 年郑州市、开封市、许昌市、鹤壁市、商丘市、三门峡市、平顶山市和濮阳市政府性基金收入降幅相对较大。其中郑州市、开封市、许昌市、鹤壁市和商丘市广义债务率上升幅度较为明显，上述地区广义债务率变动受政府性基金收入变动影响相对较大，地方政府对区域债务的支持保障能力更易受政府性基金收入下降影响。郑州市、开封市、许昌市和鹤壁市等土地依赖度相对偏高区域的地方政府对城投企业的支持能力受房地产行业下行影响相对较大，未来政府性基金收入变化情况需要持续关注。



注：广义债务率=100.00%*（各省政府性债务余额+城投有息债务余额）/地方政府综合财力；2023 年广义债务率变化率=2023 年广义债务率-2022 年广义债务率

资料来源：联合资信整理

图 15 河南省各地级市 2023 年广义债务率和 2023 年政府性基金收入同比情况

3. 房地产行业下行对城投企业信用风险影响

河南省部分地级市不仅区域内城投企业现金流受房地产行业下行影响较大，短期流动性压力加大，流动性管理需适当加强；而且区域债务负担相对较重，地方政府对区域债务的支持保障能力更易受房地产行业下行影响。2024 年以来房地产宽松政策的频出阶段性提振了市场需求，但持续性的需求端信心修复和房地产市场需求提升传导到土地出让预计仍需一定时间，对于河南省部分受房地产行业下行影响较大的区域，其未来土地出让情况需持续关注。如果房地产行业持续低迷，区域内城投企业信用风险边际上升的可能性相对更大，需关注区域内城投企业的现金流状况和债务集中兑付压力，并对区域内尾部城投企业信用风险的关注度适当提升。同时，地方政府专项债资金收购存量闲置土地政策预计一定程度缓解城投企业资金被占用的压力，河南省部分短期流动性压力较大的区域未来政策实际落实情况有待持续观察。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。