



化债背景下城投企业非标债务化解方案研究

联合资信 非标评级部

在化债的大背景下，市场上呈现的城投企业非标债务化解方案各有千秋：置换式化解具有一定的普适性；对于债务压力较重区域，随着化债进度推进，打折、展期化解案例可能会增加；对于债务压力较轻区域，以财政资金偿还非标债务仍是主流方式。

随着化债政策的落地，债务压力较重区域城投债利差下降明显，融资环境得到改善，天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善，东北地区、西北及西南地区部分省份城投债融资持续呈净偿还状态；非标融资及违约方面，2023年全国城投企业非标融资规模下降明显，2023年下半年非标违约事件发生数量较上半年有所缓解，但受城投企业融资政策收紧及地产行业下行的影响，2023年全年非标违约事件大幅增加。

展望未来，对于经济发展程度高的地区，城投企业市场化转型提升自身造血能力，通过经营性收入偿还是化解非标债务的重要方式；对于经济发展程度较低的区域，财政资金偿还非标债务仍是主流方式；对于债务风险很高的区域，通过债务重组来协调金融机构参与债务化解将在非标债务化解中发挥着重要的作用。



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



一、引言

非标¹融资作为城投企业重要的融资渠道之一，在地方经济发展的过程中发挥了重要的作用，相对于公开市场债券，非标具有非公开性、资金用途较为灵活、成本相对较高等特点，债务化解方式更为灵活，如通过打折、展期、低息置换高息等方式，非标债务以何种方式化解更能反映出地方整体财政及债务情况，具有区域债务风险预警器的作用。在化债的背景下，化解非标债务是防范化解地方债务风险的重要组成部分，非标能否正常偿还及以何种方式偿还关系到投资者对该地区的投资信心，进而影响区域金融环境稳定。

本文结合 2023 年以来的化债政策及城投企业融资政策，对市场上呈现的城投企业非标债务化解方案及主要地区实际化债效果进行了分析总结，并对未来非标债务化解方向进行了展望。

二、政策背景

2023 年 7 月，中共中央政治局提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，随后特殊再融资债券发行重启（用于置换纳入隐性债务之中的拖欠款、非标及贷款）、中央增发万亿元特别国债、央行设立应急性流动金融工具（SPV）、金融机构参与地方政府债务化解等一系列化债动作逐步开展。2023 年 12 月下旬，全国财政工作会议中再次强调，“健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险”。在中央政策的指引下，各地方政府也相继开展了各式各样的化债举措，将“防范和化解地方政府债务风险”逐步落实，如贵州省黔南州三都县预算报告称，当地 2023 年争取中央一揽子化债政策获得再融资债券资金 15.93 亿元缓释债务风险，并通过安排预算资金、核销核减债务、与债权人沟通协商等方式化解隐性债务 6.06 亿元；山东省财政厅推动青岛、淄博、烟台、潍坊、临沂等市和 8 家省属金融企业签订战略合作协议，将在债券发行、银行贷款和项目建设等方面提供实质性支持。中央一系列重大会议凸显出化解地方债务风险工作的紧迫性，2024 年及未来的几年时间里，防范和化解地方政府债务风险仍是中央及地方的重点工作之一。

2023 年三季度，国务院密发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35，以下简称“35 号文”），将地方国有企业分为三类：地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业及普通国有企业。对于地方政府融资平台，只能借新还旧且不包含利息，不能新增融资；对于参照地方政府平台管理的国企，

¹ 非标权威定义为“非标准化债权资产”，认定口径出自央行、银保监会、证监会、外汇局于 2020 年 7 月联合发布的《标准化债权类资产认定规则》，依照该规则，除现金存款及证券化资产外的所有债权类资产均为非标。非标所囊括的资产类型随着监管文件的推出而不断更新，本文将对应的非标准化融资方式定义为非标

根据省市区域不同，实施差异化限制，12 个高风险重点省份²只能借新还旧，其他省份在省级政府出具同意文件的情况下，可以新增融资；对于普通国有企业，可以新增融资，但是债务自己负责。一定程度上，35 号文进一步明确了地方城投企业在新增融资和借新还旧问题上的界限，对防范化解地方债务具有指示意义。

表 1.1 2023 年以来部分中央防范化解债务风险的政策

时间	层级	报告/会议名称	涉及内容
2023 年 7 月	中央	中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
2023 年 7 月	国务院	国务院关于 2022 年中央决算的报告	建立健全防范化解地方政府隐性债务风险的长效机制 ，督促省级政府加大对市县力度，立足自身优势，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务，逐步降低风险水平
2023 年 8 月	央行、金融监管总局、证监会	金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作 ，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点区域处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线
2023 年 8 月	证监会	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务防爆雷作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行
2023 年 8 月	央行、外管局	2023 年下半年工作会议	统筹协调金融支持地方债务化解工作
2023 年 10 月	财政部	中国财政政策执行情况报告	防范化解地方政府债务风险。进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求。督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度， 妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险
2023 年 10 月	中央	中央经济工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制 ，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构
2023 年 12 月	中央	全国财政工作会议	健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表 1.2 2023 年以来部分地方防范化解债务风险的方案

时间	层级	报告/会议名称	涉及内容
2023 年 6 月	江苏省	省政府关于加强政务诚信建设的实施意见	加强地方政府债务领域政务诚信建设，完善政府债务监督制度，认真落实地方政府法定债务风险评估和预警相关规定， 对符合条件的地区进行风险预警或提示。建立地方政府债务应急处置机制和考核问责机制，把地方政府债务作为政绩考核的一项重要指标
2023 年 9 月	黑龙江省	黑龙江省人民政府关于 2023 年上半年预算执行情况的报告	充分运用展期重组、周转金等政策工具缓释潜在风险 ，用好国家隐性债务风险化解试点政策，优化债务期限结构，守住不发生系统性风险底线
2023 年 9 月	云南省	/	建立了 债务风险防控处置机制和月度监测预警机制，重点强化债券风险管控、资金运营管理和融资接续 。通过主动压降金融杠杆、以市场化方式对云南康旅集团金融供给结构进行全面优化，推动云南康旅集团防风化债取得决定性成效。
2023 年 12 月	山东省国资委	全省国资监管企业经济运行第一次圆桌会议	要统筹好发展和安全，强化债务风险管控，严控高风险业务 ，严格参股投资和参股企业管理，切实加强重点领域风险防控，坚决守住不发生重大风险底线
2023 年 12 月	山西省	关于 2022 年度省本级预算执行和其他财政收支审计查出问题整改情况的报告	对未按计划化解隐性债务问题，省财政设立化债奖励资金，加大化债引导力度 ，并积极督促有关单位认真履行偿债责任，确保全省化债任务按时完成。
2024 年 1 月	甘肃省	财政工作会议	牢牢守住不发生系统性风险底线，在防控债务风险上加力。 聚焦重点领域，紧盯关键环节，统筹资金资产资源，切实防范化解债务风险
2024 年 1 月	天津市	财政工作会议	坚持系统思维、创新思维、底线思维，进一步化解债务风险。要坚持“问数、问策、问效、问责”并重， 建立责任清单、任务清单，全力推动既定化债目标任务圆满完成，坚决守住不发生系统性风险底线

² 12 个高风险重点省份为：天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏

2024 年 1 月	浙江省	财政工作会议	密切关注国家政策动向，加强督导和考核，督促市县严格落实化债任务，稳步化解地方债务风险。 完善地方“三保”清单，优化“三保”预算编制事前审核机制
2024 年 1 月	贵州省	贵州省 2024 年预算报告和预算草案	各级政府和财政部门要树牢底线思维，全面落实中央一揽子化债政策 ，着力破解债务风险中存在的突出矛盾和问题，扎实推进化债工作

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、非标债务化解方案分析

在防范化解地方政府债务风险的大背景下，各地政府出台了一系列的针对高息非标债务化解措施，如稳妥处置非标债务，不准增加非标债务规模、处理好利率高的高息贷款，不准继续举借高息贷款，用低息资金置换高息非标债务等。目前市场上呈现的城投企业非标债务化解方案主要包括：打折、展期、置换、直接偿还（财政资金、出让国有资产权益、经营收益等）、债务重组、城投企业市场化转型等方式。下文将结合实际案例及城投政策，针对以上化解方案逐一展开讨论。

（一）打折式

对于一些财政困难、债务压力较重的区域，非标打折式偿还案例可能会增多。

受城投融资政策收紧及地产行业下行的影响，城投企业对非标债务打折偿还案例现象逐渐增多，下表为 2023 年以来发生的一部分打折偿还案例。据财联社报道，2023 年 12 月 5 日，遵义市播州区国有资产投资经营（集团）有限责任公司（以下简称“播州国投”）与中泰信托有限责任公司（以下简称“中泰信托”）协商形成初步偿债方案，针对当前债务余额约 4.4 亿元，播州国投核销核减后偿还中泰信托 3.08 亿元，即播州国投拟 7 折兑付中泰播州国投项目剩余本金。

对于债务压力较重的区域，由于地方财政困难，城投资金紧张，不能全额偿还到期非标债务，打折偿还或是一个经过了各方博弈后的折中方案，方案通常都需要金融机构做出一定让利，比如利息打折、部分债务豁免等，而部分投资人愿意承担一定损失以尽早拿回部分本金。往后看，对于一些财政困难、债务压力较重的区域，化债资源会优先向公开市场债券倾斜，非标打折偿还案例可能会增多。

表 1.3 2023 年以来发生的部分非标打折式偿还案例

信托计划名称	化解方案
中泰·贵州遵义播州国投融资租赁集合资金信托计划	针对当前债务余额约 4.4 亿元，播州国投拟核销核减后偿还中泰信托 3.08 亿元，即播州国投拟七折兑付中泰播州国投项目剩余本金，投资者面临剩余 30%本金损失及未偿付利息损失
淄博市博山区国有资产经营有限公司 2023 债权资产	针对 2024 年 1、2 月到期的部分，兑付本金的 10%；3-8 月到期部分，兑付本金的 3%；9 月到期的部分，兑付本金的 3%和合同存续期内剩余利息
2022 潍坊滨城城投债权 10 号	产品到期后仅兑付了部分本金，剩余本金及利息未兑付
华鑫信托·睿科 179 号（永续债）集合资金信托计划	产品到期后融资方只兑付了投资者本金 30%多
长安资产-长安上元系列专项资产管理计划	以 63 折转让手中持有的上元系列产品份额

万向信托某政信类产品	万向基建 215 号和万向流动性支持信托基金 10 号偿付比例为 83.95%
------------	---

资料来源：企业预警通，联合资信整理

（二）展期

对于投资者而言，非标债务展期延长了本金回收时间，短期内保障了本金部分。对于债务压力较重的地区，非标债务展期一定程度上缓解了城投企业短期偿付压力，但最终偿还还需依赖地方的财政实力及城投企业自身融资能力。

在当前化债的背景下，非标债务展期一般包含期限延长及利息下调内容。根据界面新闻报道，2023 年 12 月 13 日，由长安信托发行的“长安宁-西开运营应收债权买入返售集合资金信托计划”项目受益人大会三分之二以上表决权通过了与西安渭北集团债务化解方案：1.276 亿元本金余额分 3 年兑付，预计受益人预期收益率调整为税后 5.7%/年，免除已产生的罚息及违约。

相对于非标债务逾期，展期对投资者和城投企业都有一定的益处。对投资者而言，非标债务展期延长了本金回收时间，短期内保障了本金部分，避免因城投企业违约产生的本金、利息无法收回及法律维权成本；对于城投企业而言，非标债务展期一定程度上缓解了企业短期偿付压力，同时也规避了债务违约对区域融资环境及自身信用等方面产生的不良影响。非标债务展期为城投企业提供了一种以时间换空间的化债方式，一般债务压力较重区域城投企业比较倾向采用该方式，以此缓解短期流动性压力，但非标债务最终偿还还需依赖地方的财政实力及城投企业自身融资能力。

表 1.4 2023 年以来发生的部分非标债务展期案例

信托计划名称	化解方案
五矿信托-恒信国兴 539 号-赢胜 45 号集合资金信托计划	该信托计划应于 2023 年 5 月和 6 月到期，为因融资方回款较慢，短期资金周转困难，未按原计划支付回购本金及溢价款，项目延期至 2024 年 3 月
绿科城投债权项目	1 年期产品延长半年兑付，利率不变；2 年期产品照旧，利率不变
山东宏桥产业控股 2022 年收益权项目	融资方和投资人和解，产品兑付展期
山东信托-城市发展 101 号集合资金信托计划	到期后融资方向山东信托剔除展期 1 年的方案
瑞丽仁隆投资开发有限责任公司债权融资计划 005 期	到期后未兑付，期间多次展期
国通信托·方兴 439 号贵州剑江控股集合资金信托计划	到期后展期

资料来源：企业预警通，联合资信整理

（三）置换式

置换式化解方案具有一定的普适性，从各种置换措施看，采用银行借款置换非标债务当前可能存在一些障碍，未来随着更多化债政策措施的落地，商业银行将更多地参与地方城投企业非标债务化解过程中；特殊再融资债券实现了用债券资金来化解纳入隐性债务的非标债务，但整体保障程度有限；对于未纳入隐性债务的非标债务部

分，部分城投企业倾向采用新增低息非标的方式置换前期高息非标债务，以此实现节省利息及拉长期限的目标。

目前市场上呈现的置换式化解方案主要是用低息银行借款、债券资金置换高息非标债务，期限方面采用长期资金置换短期债务，也存在用一部分低息非标资金置换存续非标的情形。

1. 银行借款置换非标债务

2023 年 1 月原银保监会提出“有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，降低利率负担”，公开资料显示，2023 年 12 月 8 日，中国农业银行渝北支行牵头的首笔 5000 万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司（下称“重庆空港经开”）投放落地，实现了用银团贷款置换存量非标债务。目前商业银行新增贷款用于置换非标债务的案例并不普遍，主要在于大部分企业存续的非标借款一般为地方银行无法直接放贷的领域，且商业银行参与城投非标置换仍基于市场化原则，新增金融资源主要向经济发达、偿债能力较好的东部优质城投倾斜，对于中西部偿债能力较弱的地区置换动力较弱。

银行借款置换非标债务可能某些方面不满足内部风控要求，但考虑到化解地方债务工作的重要性，如使用银行借款来置换存量非标，可能需要更高一级地方政府甚至中央自上而下的协调与赋能，如对穷尽方式仍无法偿还的非标债务，重点省份经省级政府同意后可提出需要支持的债项名单，通过组织发放银团贷款等方式置换非标债务。商业银行作为地方最重要的金融资源，未来随着更多化债政策措施的落地，商业银行将更多地参与地方城投企业非标债务化解过程中。

2. 债券置换非标债务

2023 年 5 月 26 日，景德镇市发文加快推动平台公司债务置换，稳步推进隐债转经营性债务，争取将非标融资置换为标准融资，将短期债务置换成中长期债务，有效降低平台公司债务风险。债券资金置换高息非标债务主要体现在特殊再融资债券、省市级等信用主体高的国有企业发行债券置换下属城投企业高息非标债务。

再融资债券是指发行募集资金用于偿还部分到期地方政府债券本金的债券。其本质可看作是财政部对于地方债务预算的一种管理方式。特殊再融资债券的特殊在于发行的资金由偿还到期债务扩大到偿还地方存量债务（包含了非标形式的地方隐性债务，例如城投平台债务、对企业拖欠款等），实现了用债券资金来化解纳入隐性债务的非标债务。

截至 2023 年 12 月 7 日，全国 2023 年度特殊再融资债券已发行共 13770.16 亿元，发行规模位列前五的省份或计划单列市分别是贵州、天津、云南、湖南和内蒙古，

分别为 2149 亿元、1286 亿元、1256 亿元、1122 亿元和 1067 亿元。根据中国信托业协会公布的数据，截至 2023 年三季度末，信托公司投向基础产业的资金规模约 1.5 万亿元，考虑到特殊再融资债券发行额度有限，且主要用于偿还地方隐性债务，城投企业存续非标债务规模较大，以特殊再融资债券方式置换对非标债务的保障程度有限。

信用级别高的省市级国有企业，整体信用资质较好，债券融资成本较低，可以通过往来款或股东借款的方式转给下属城投企业，用于置换到期非标债务。在采用信用级别高的省市级国有企业债券置换非标时，需关注 35 号文对城投企业发债的影响，对于地方政府融资平台、地方政府隐性债务主体及 12 个高风险地区政府平台，债券资金用途较为严格，发债资金仅能用于借新还旧，对于参照地方融资平台管理的国有企业确有需要新增债券的情况，需要省级政府出具意见，故以上主体通过发行债券来置换下属城投企业非标债务较为困难。对于市场化运营主体，债券募集资金用途相对宽松，可以用于置换一部分非标债务，2024 年 2 月 7 日，烟台蓝天投资发展集团有限公司（以下简称“烟台蓝天”）发行 24 烟台蓝天 SCP001，募集资金用途为不仅用于借新还旧，还包括偿还租赁、银行流动性贷款以及偿还子公司银行法人透支贷款，但监管对于市场化运营主体的界定较为严格，包括但不限于对于政府性资产占比、来源于政府的收入占比及来源于政府的利润占比等方面进行了严格的规定。

3. 低息非标置换高息非标债务

对于未纳入隐性债务的非标债务部分，部分城投企业倾向采用新增低息非标的方式置换前期高息非标债务，实现节省利息及拉长期限的目标。首先，随着利率的下行，城投企业融资成本相对前些年有一定程度的下降，2023 年以来非标融资成本也相对前期非标融资成本有所下降；其次，对于前期用于项目建设的非标借款，当项目竣工后也会带来一些收益，此时运用已竣工的项目新增非标融资，如通过资产证券化的方式新增融资去置换前期建设期间的非标借款，从风险角度看，后者风险也相对较低，借款利率上也具有一定的优势；第三，非标融资资金用途及审批流程相对银行借款更具有优势，新增非标置换前期非标也相对容易。

（四）直接偿还

从各种直接偿还措施看，对于债务压力较轻区域，安排财政资金偿还仍然是化解非标债务的主要手段；以出让国有企业股权或国有资产的方式偿还非标债务，具有一定的操作空间，但不具有可推广性；利用项目现金流偿还对非标债务保障程度低，不具有普遍性。

对于债务压力较轻区域，非标直接偿还的现象较为普遍。直接偿还主要包含安排

财政资金偿还、出让政府股权及经营性国有产权权益偿还、利用项目现金流和经营收入偿还几方面。

1. 财政资金偿还

财政资金偿还的主要来源为一般公共预算收入和政府性基金收入，对于债务压力较重区域，受地产行业下行因素的干扰，可用于偿还非标债务的财政资金往往不足，安排财政资金直接偿还非标债务仍存在较大的压力，此时地方城投企业更倾向于置换式化解非标债务。对于债务压力较轻区域，安排财政资金偿还仍然是化解非标债务的主要手段。地方财政一般通过返还地方城投企业基础设施建设业务、土地整理业务收入、地方政府应承担的利息，政府补助及增资等方式，将一部分财政资金拨入城投企业，用于保障其偿还到期非标债务。

2. 出让政府股权及经营性国有产权权益偿还

部分短期偿债压力较大、资产流动性较弱的地方城投企业或政府，可以通过出让股权及经营性国有资产，将持有的国有企业部分股权及经营性国有资产（如房屋、土地资源、金融资产等）等出让至省属市属国企，将获得的出让收益用于偿还到期的非标债务。

出让国有股权兑付到期债务最为典型的案例为“茅台化债”。2019 年 12 月和 2020 年 12 月，茅台集团无偿转让 5024 万股（占总股本 4%）至贵州省国有资本运营有限公司（以下简称“贵州国资”），贵州国资通过减持套现获得化债资金超过 600 亿元。以出让国有企业股权或国有资产的方式化解非标债务方式，具有一定的操作空间，但不同省份所持有的国有资产质量差异较大，且对于出让规模较大的国有企业股权所需决策层级较高，审批流程较长，不具有可推广性；部分地区城投企业通过出让上市公司股权的方式获得收益，但整体规模较小，对非标债务保障程度有限。

3. 利用项目现金流，经营收入偿还非标债务

地方城投企业可以利用项目现金流、经营性收入偿还到期非标债务，如保障房项目收入、商业综合体的租赁收入、天然气或供水等经营性项目收入，来偿还部分到期的非标债务。但地方城投企业承接的项目多为基础设施代建、土地整理等公益性及准公益性项目，回款依赖地方财政，难以产生经营性现金流；部分经营性项目投资回收期较长，每年产生的经营性现金流相对到期非标债务规模较小，对非标债务保障程度低，整体看该模式不具有普遍性。

（五）通过债务重组或破产清算获得资源偿还债务

破产清算对整个地区的信用债市场产生较大冲击，影响区域信用资质，不到万不

得已时不会采用该方案；债务重组的方式使得城投企业资产质量得到提升，有利于金融机构向城投企业新增授信，参与城投企业化解非标债务。

对于债务压力特别重、资不抵债的地方城投企业，可以采用债务重组或破产清算的方式化解非标债务。

债务重组化解非标债务一般有以下途径：一是将原资产与债务一起打包注入第三方（往往是优质国企），第三方凭借自身融资优势，获得低息借款并置换原债务；二是地方政府向城投企业注入优质资产，城投企业通过抵押优质资产获得低息融资来化解非标债务；三是通过与债权人协商，将非标债务转换为对城投企业股权的方式化解非标债务。

2022 年 4 月，重庆燃气集团股份有限公司发布公告，其控股股东重庆市能源投资集团有限公司（以下简称“重庆能投”）以包括其在内的 16 家重庆本地企业已具备破产原因但具有重整价值及可行性为由，分别向重庆市第五中级人民法院申请破产重整，并提出预重整申请。2022 年 12 月，重庆市第五中级人民法院批准以“重庆能投所持有的重庆燃气 41.07% 股权，抵偿给相应债权人”为核心的重整计划。

贵州铜仁市在 2020 年化解非标债务中，政府将闲置未分配公租房注入地方城投企业，地方城投企业通过抵押的方式获得银行低息借款，从而置换了存量的高息非标融资；2023 年 4 月 7 日，江苏高邮经开区通过地方国资办梳理有效资产，以合规转让形式注入高邮市经济发展集团用于化解隐性债务，此后通过银行贷款对定融产品进行置换，后续定融业务到期一笔归还一笔。2019 年，青海省国有资产投资管理有限公司（以下简称“青岛省投”）出现“延期支付、债务违约”官司等，2020 年 6 月，债权人以其不能清偿到期债务，并且明显缺乏清偿能力为由，向西宁中院申请对公司进行重整。2021 年 12 月，西宁中院裁定批准了青海省投等十七家企业以“国资股权清零+战投现金出资+债转股”为核心的破产重整计划。

整体看，由于城投企业的破产清算会对整个地区的信用债市场产生较大冲击，影响区域信用资质及区域金融风险，不到万不得已时地方政府并不会采用破产清算的方式化解非标债务；债务重组的方式使得城投企业资产质量得到提升，再通过抵押或其他方式融资来置换非标债务具有可操作性，特别是对于债务压力较重区域，通过注入优质资产更容易获得金融机构的授信。

（六）市场化转型化解非标债务

城投企业通过市场化转型来提升自身的造血能力，逐步缓释及偿还非标债务，是未来城投企业化解非标债务的重要方式。

2023 年 10 月 3 日，国务院国资委党委发表《深入实施国有企业改革深化提升行

动》，其中围绕提高企业核心竞争力和增强核心功能，提出要实现“三个明显成效”，即在增强国有企业服务国家战略功能作用上取得明显成效，在推动国有企业真正按市场化机制运营上取得明显成效，在加快建设世界一流企业和培育专精特新企业上取得明显成效。市场化转型是城投企业深化国有企业改革的重要路径，亦是城投企业化解非标债务的重要方式，城投企业可以通过市场化转型来提升自身的造血能力，获得偿债现金流，逐步缓释及偿还非标债务。

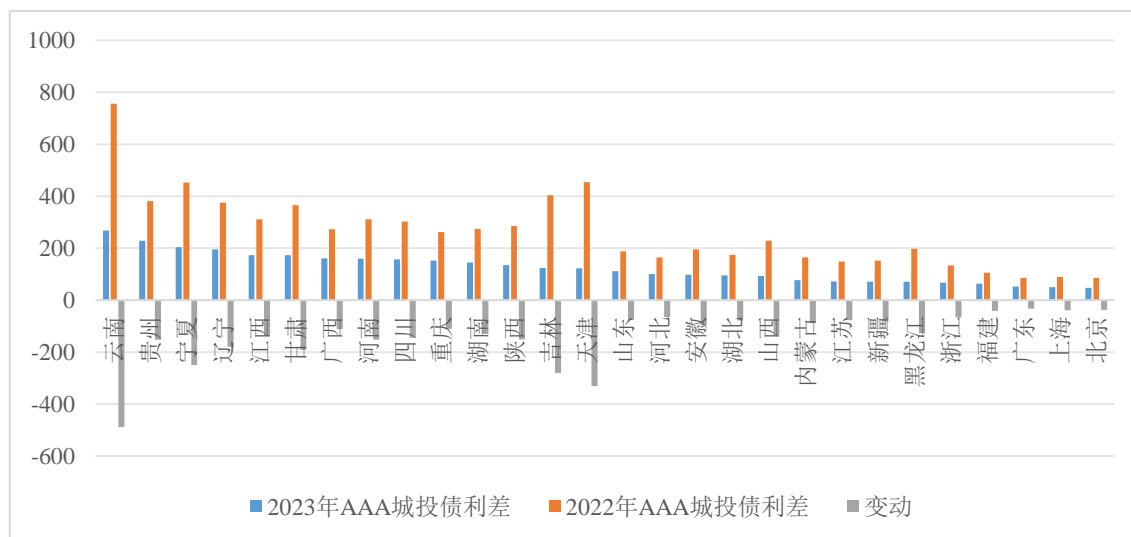
目前市场化转型包含以下几种方式：一是向国有资本投资运营公司转型，利用之前已经建立的信用、渠道等优势发挥重要作用，转变为只承担国有资产经营管理、国有资本运营管理的平台，一般通过先剥离现有城投业务再划入相关国有资本，或直接新设公司划入相关国有资本来实现；二是，向城市综合运营商转型，所涉业务包括公用事业类（供水、供电、垃圾处理等）、建筑施工类、房地产类、产业服务类等业务类型；三是，向产业类国企转型，方式包括以传统城投业务为基础，开展自营性业务并向上下游拓展产业链，围绕地方政府产业规划发展金融投资业务，结合地区资源禀赋和产业优势拓展经营性业务等。

目前市场化转型程度较高的主要集中于东部经济发展程度较高的区域，如广州、合肥、南京、苏州等地，一般这些地区具有深厚的产业链基础、区域一体化程度高，产业资本进入后能够获得较大的经济效益，如供应链上下游联系更为紧密、综合生产成本降低、创新型人才加入等，地方政府通过加大区域建设投资（如建设厂房、道路、公寓等）后，能够吸引到一定规模的产业资本来当地投资，从而带动当地税收、就业岗位及人口的增长，形成政府投资与产业发展的良性循环。

四、化债效果分析

随着一系列防范化解债务风险政策逐步落地，债务压力较重区域城投债利差下降明显，融资环境得到改善，天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善，东北地区、西北及西南地区部分省份持续压降城投企业债券融资，城投债融资持续呈净偿还状态。非标规模及违约事件方面，受城投融资政策收紧及地产行业下行的影响，非标违约事件大幅增加，随着化债政策逐步落地，非标融资规模压降明显，2023 年下半年违约事件数量较上半年明显下降，违约事件发生数量有所缓解。

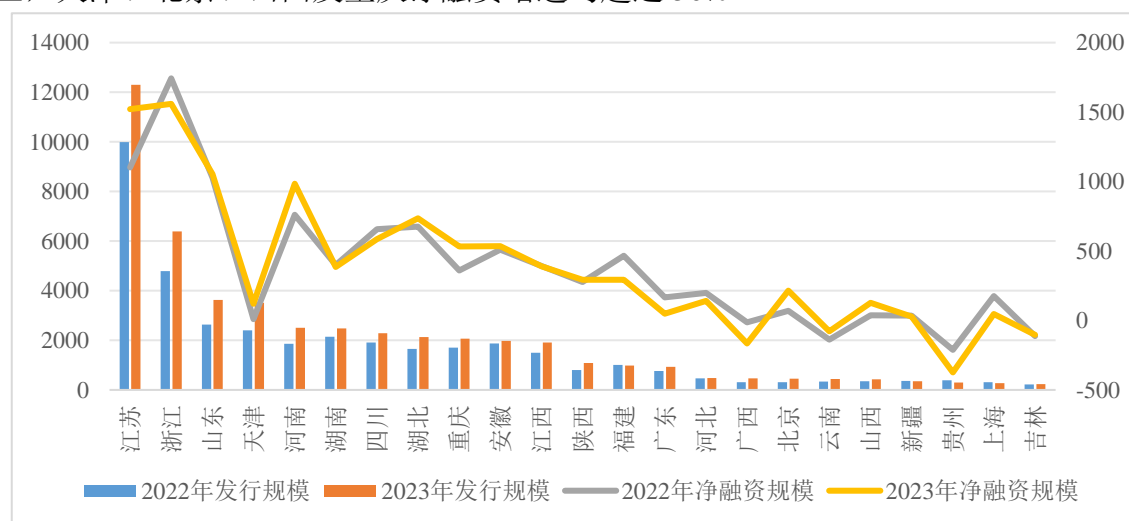
随着中央及地方出台的一系列防范化解债务风险政策的逐步落地，2023 年全国各区域 AAA 城投债利差均有不同程度的收窄。对于债务压力较重的区域，特别是特殊再融资债券重启及万亿国债发行后，置换了部分城投企业存量债务，缓解了区域债务风险，以云南、天津、吉林、宁夏、辽宁及贵州为代表的债务压力较重区域，区域城投债利差下降明显，区域融资环境得到改善。



数据来源：wind，联合资信整理

图 1.1 2022—2023 年全国各区域 AAA 城投债利差及变动情况 (BP)

城投债发行及净融资方面，2023 年，天津、河南等地城投债发行及净融资增速均较高、融资环境持续改善。具体看，江苏、浙江和山东发行规模居前三位，2023 年城投债发行规模合计约占全国的 46%，天津、山东、湖北、四川等大部分地区城投债发行规模保持增长，而贵州、上海、新疆及福建等地城投债发行规模有所下降。净融资方面，西南地区中贵州、广西、云南，西部地区中宁夏、内蒙古、青海以及东北地区持续压降公开市场债券融资，贵州省城投债净偿还规模约 373 亿元，广西、吉林、黑龙江及甘肃净偿还规模近百亿；上海、广东、福建、河北、浙江及四川净融资降幅明显，天津、北京、山西及重庆净融资增速均超过 50%。



注：宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃及内蒙古城投债发行规模均小于 100 亿元，未在上图显示

数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 主要地区城投债发行及净融资情况 (单位：亿元)

非标规模方面，根据华创证券《2023 年城投非标融资数据全览》中的统计的数据，2023 年全国城投信托融资数量及规模分别同比下降 60%、64%，10-12 月平均发行数量已降至 10 笔左右；2023 年全国城投融资租赁数量及涉及财产价值分别同比下降 10%、11%，随着中央及地方化债政策的逐步落地，信托、融资租赁等非标融资规模压降明显。

非标违约方面，根据华创证券《2023 年城投非标融资数据全览》中的统计的数据，2023 年全年城投企业非标违约事件发生 79 起，同比增加 60 起，违约发生事件总数居近 5 年之首。2021 年以来城投企业融资进入收紧周期，叠加宏观经济下行，多数省份一般公共预算收入下降、房地产行业下行引起地方土地出让金下降，地方政府偿债能力弱化，使得 2023 年非标违约事件大幅增加；从省份分布来看，城投非标违约事件主要集中在经济财政实力较弱、债务压力较大或债务管控能力不强的区域；2023 年下半年，特殊再融资债券重启及万亿国债发行后，部分债务压力较重区域融资环境有所改善，城投企业非标违约共发生 31 起，相较 2023 年上半年减少 17 起，违约事件发生数量有所缓解。

五、总结及展望

非标融资作为城投企业重要的融资渠道之一，在地方经济发展的过程中发挥了重要的作用，非标债务化解影响到区域债务风险防控，在防范化解债务风险的大背景下，市场上呈现的城投企业非标债务化解方案各有千秋。整体看，对于债务压力较重或较轻区域，置换式化解方案均具有一定的普适性；对于债务压力较重区域，打折、展期化解案例可能会增加；对于债务压力较轻区域，以财政资金偿还非标债务仍是主流方式。从化债效果看，随着各地区防范化解债务风险政策的落地，债务压力较重区域城投债利差下降明显，融资环境得到改善，天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善，东北地区、西北及西南地区部分省份城投债融资持续呈净偿还状态；非标方面，城投企业非标融资规模下降明显，2023 年下半年违约事件数量较上半年明显下降，但受城投企业融资政策收紧及地产行业下行的影响，2023 年全年非标违约事件大幅增加。

展望未来，不同地区、不同资质城投企业融资环境、化债资源、转型程度差异较大，非标债务化解亦存在一些差距，对于经济发展程度高的地区，城投企业市场化转型提升自身造血能力，通过经营性收入偿还是化解非标债务的重要发展方向；对于经济发展程度较低的区域，财政资金偿还非标债务仍是主流方式；对于债务风险很高的区域，通过债务重组来协调金融机构参与将在化解非标债务中发挥着重要的作用。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

相关研究

[【违约处置系列研究】国际三大评级机构债券回收率统计研究](#)

[【违约处置系列研究】我国公募债券市场主要违约处置方式之破产诉讼](#)

[【违约处置系列研究】我国债券违约处置制度建设与现阶段存在的问题](#)

[【违约处置系列研究】债券违约处置制度的国际经验](#)

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。