



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN
ANALYSIS
PERFORMANCE
COST
OPPORTUNITY
PROCESS
RISK

地方政府与城投企业债务风险 研究报告 ——云南篇

联合资信 公用评级二部 | 谢 晨 | 高 锐 | 冯熙智



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



地方政府与城投企业债务风险研究报告——云南篇

报告概要

云南省地处中国西南边陲，是中国通往东南亚、南亚的窗口和门户，区位优势突出。云南省以烟草产业、旅游产业、电力产业和矿产业为主导产业，经济总量处于全国中下游水平。2021年，云南省经济增速较上年有所回升，但固定资产投资增速放缓。云南省各市（州）经济发展分化较为明显，以昆明市为中心的滇中城市群经济实力及财政实力整体明显高于其他市（州），呈“中心强、四周弱”的经济格局。2019—2021年底，云南省政府负债率和债务率均持续上升，其中2021年云南省政府负债率和政府债务率分别为40.34%和151.32%，债务负担较重。云南省内各市（州）一般公共预算收入和政府性基金收入差异较大，大部分市（州）上级补助收入对综合财力贡献程度高。

云南省存续债券主要集中在云南省属国企¹和昆明市城投企业，红河州和玉溪市城投企业存续债券亦有一定规模，但与昆明市差距很大。2019—2021年，云南省城投企业和省属国企债券净融资额分别呈现波动增长和持续下降的趋势，2022年1—10月，省属国企债券净融资情况明显改善，但城投企业债券融资转为净流出。2019—2021年和2022年1—10月，云南省城投企业和省属国企发行的债券中，3年期（含）以上占比波动下降，其中2022年第二季度占比仅为3.07%，整体发行期限较短。2019—2021年和2022年1—10月，云南省城投企业和省属国企0.5~1.0年期债券发行利差波动上升，其中2022年7—10月平均发行利差达到307.17bp，处于2019年以来最高水平。云南省城投企业及省属国企存续债券于2023年到期（行权）规模较大，主要集中在省属国企和昆明市城投企业。从债券净融资规模、发行期限、发行利差、期限分布来看，云南省债券融资环境有待修复。值得关注的是，2022年1—6月，云南省城投企业净融资额较上年明显改善，一定程度上反映出银行等间接融资渠道对云南省城投企业的支持力度加大。

从城投企业杠杆率来看，2019—2021年底，大部分云南省城投企业资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势，其中保山市和楚雄州城投企业资产负债率和全部债务资本化比率上升幅度较大。截至2021年底，昆明市城投企业全部债务资本化比率为省内最高，但增速已有所放缓。从区域债务压力来看，云南省城投债务主要集中在昆明市，昆明市和玉溪市综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的支持保障能力相对较弱。

¹ 本文依据存续债规模选取了6家云南省属国企

一、云南省经济及财政实力

（一）云南省区域特征及经济发展状况

云南省地处中国西南边陲，是中国通往东南亚、南亚的窗口和门户，区位优势突出。云南省以烟草产业、旅游产业、电力产业和矿产业为主导产业，经济总量处于全国中下游水平。2021年，云南省经济增速较上年有所回升，增速处于全国中下游水平，固定资产投资增速有所放缓。2022年前三季度，云南省经济增速明显下降，但固定资产投资增速加快。

云南省简称“滇”或“云”，地处中国西南边陲，东部与贵州省、广西壮族自治区为邻，北以金沙江为界与四川省隔江相望，西北部紧依西藏自治区，西部与缅甸接壤，南部和东南部分别与老挝、越南接壤。云南省地处中国与东南亚、南亚三大区域的结合部，是中国通往东南亚、南亚的窗口和门户；省域国境线全长4060千米，目标建设成为中国面向南亚、东南亚的辐射中心。

云南省国土总面积为39.41万平方千米，占中国国土总面积的4.1%；属山地高原地形，山地和高原面积分别占全省国土总面积的84%和10%，拥有丰富的能源、矿产和生物资源。能源资源中，云南省尤以水能、煤炭资源储量较大。云南全省河川纵横，湖泊众多，水资源总量2210亿立方米（多年平均值），水能资源蕴藏量达1.04亿千瓦，居全国第3位；2021年底，全省煤炭资源量为363.85亿吨（其中：探明资源量102.76亿吨，控制资源量131.64亿吨，推断资源量129.45亿吨），居全国第7位。云南省矿产资源以有色金属及磷矿著称，铅、锌、锡、磷、铜、银等31种矿产含量分别居全国前3位。云南省形成了以烟草产业、旅游产业、电力产业和矿产业为主导产业的产业格局，其中烟草工业是云南省最大的支柱产业，以旅游为支柱的服务业在经济中占有重要地位。

云南省内民族众多，根据第七次全国人口普查主要数据公报，云南省总人口4720.93万人，其中汉族人口占66.88%，其他少数民族人口合计占33.12%。在全省少数民族中，人口在百万以上的少数民族有6个，分别是彝族、哈尼族、白族、傣族、苗族、壮族，占云南少数民族总人口的76.94%。近年来云南省城镇化水平逐步提升，2021年底城镇化率升至51.05%。

路网方面，云南省公路、铁路、航空和水运网络日趋完善。截至2021年底，云南省110个县市区实现高速公路通车，高速公路通车里程突破1万公里，仅次于广东省，位居全国第二；云南省铁路通车里程4740公里，高铁营业里程1105公里，先后组织开行中欧、中亚班列等国际物流运输。航空网方面，云南省共有运营机场17个，

开通民航客货航线达到 666 条，国内外通航城市 185 个，基本实现南亚、东南亚国家首都和重点旅游城市航线全覆盖，2021 年全省民航旅客吞吐量突破 7000 万人次。水路方面，云南省内河总长 1.42 万公里，拥有港口 12 个，航道通航里程达到 5108 公里，主要有澜沧江的景洪港、思茅港，金沙江的水富港、绥江港和昆明港、大理港等。云南省拥有 27 个国家口岸，其中一类口岸 21 个、二类口岸 6 个，初步形成三条便捷的国际大通道，联通中国与东南亚、南亚、东亚三大市场。云南省计划到 2035 年实现交通运输现代化，达成“1233 出行交通圈”（滇中城市群²1 小时通达、全省主要城市间 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖、南亚东南亚主要城市 3 小时覆盖）和“113 快物流圈”（国内 1 天送达、南亚东南亚国家 1 天送达、全球主要城市 3 天送达）。预计未来云南省交通基础设施建设仍将保持较大规模，交通基础设施仍将不断完善。

2019—2021 年，云南省经济发展水平持续提升，经济增速波动下降。2021 年，云南省地区生产总值（GDP）及 GDP 增速均位居全国第 18 位，处于全国中下游水平。2019—2021 年，云南省人均 GDP 逐年提高，处于一般水平。2021 年，云南省总体呈现“三二一”的经济发展格局，第三产业已支撑起全省经济发展“半壁江山”，但占比有所下滑。

2019—2021 年，云南省全年固定资产投资（不含农户）增速有所放缓，2021 年为 4.0%；云南省完成工业增加值分别为 5301.51 亿元、5457.96 亿元和 6555.76 亿元，分别同比增长 8.1%、2.4%和 7.9%。分行业看，2021 年，云南省烟草制品业增长 4.3%，电力、热力生产和供应业增长 12.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 10.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 6.3%。近年来，绿色能源、数字经济、生物医药、新材料、金融服务、房地产、环保、烟草成为云南省大力发展的八大重点产业。2021 年，云南房地产开发投资 4309.93 亿元，比上年下降 4.30%。房地产开发施工房屋面积 29148.14 万平方米，比上年增长 13.0%；竣工商品房屋面积 2540.97 万平方米，增长 55.10%；商品房销售面积 3880.84 万平方米，下降 20.10%；商品房销售额 962.52 亿元，下降 25.4%。

2022 年 1—9 月，云南省实现地区生产总值 20817.86 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.8%，相当于 2021 年全年的 76.69%，经济总量居全国第 17 位。其中，第一产业增加值 2227.33 亿元，同比增长 5.1%；第二产业增加值 7609.23 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 10981.30 亿元，同比增长 2.2%。2022 年 1—9 月，云南省固定资产投资（不含农户）同比增长 8.0%；规模以上工业增加值同比增长 8.3%；社会

² 滇中城市群范围包括昆明市、曲靖市、玉溪市、楚雄州全境及红河州北部 7 个县、市，共 49 个县、市、区，区域面积 11.14 万平方公里

消费品零售总额完成 7948.20 亿元，同比增长 1.5%。

表 1 云南省主要经济数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
GDP（亿元）	23223.75	24521.90	27146.76	20817.86
GDP 增速（%）	8.1	4.0	7.3	3.8
三次产业结构	13.1:34.3:52.6	14.7:33.8:51.5	14.3:35.3:50.4	/
人均 GDP（元）	47802.21	51942.97	57686.00	/
固定资产投资增速（%）	8.3	7.7	4.0	8.0
城镇化率（%）	48.91	50.05	51.05	/

注：人均 GDP 系当年 GDP 除以披露的总人口数计算所得；固定资产投资增速不含农户；部分数据未获取，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公开数据整理

表 2 2021 年全国各省市主要经济数据对比

地区	GDP		GDP 增速		人均 GDP	
	数值（亿元）	排名	增速（%）	排名	数值（万元）	排名
广东省	124369.67	1	7.95	14	9.83	7
江苏省	116364.20	2	8.60	5	13.70	3
山东省	83095.90	3	8.30	8	8.17	11
浙江省	73515.76	4	8.48	7	11.30	6
河南省	58887.41	5	6.29	27	5.94	22
四川省	53850.79	6	8.20	11	6.43	18
湖北省	50012.94	7	12.85	1	8.64	9
福建省	48810.36	8	7.95	14	11.69	4
湖南省	46063.09	9	7.67	16	6.94	14
上海市	43214.85	10	8.10	12	17.36	2
安徽省	42959.18	11	8.26	10	7.03	13
河北省	40391.27	12	6.50	25	5.42	27
北京市	40269.55	13	8.50	6	18.4	1
陕西省	29800.98	14	6.45	26	7.54	12
江西省	29619.67	15	8.76	4	6.56	15
重庆市	27894.02	16	8.30	8	8.69	8
辽宁省	27584.07	17	5.76	30	6.50	16
云南省	27146.76	18	7.25	18	5.77	23
广西壮族自治区	24740.86	19	7.50	17	4.92	29
山西省	22590.16	20	9.13	3	6.48	17
内蒙古自治区	20514.20	21	6.26	28	8.54	10
贵州省	19586.42	22	8.06	13	5.08	28
新疆维吾尔自治区	15983.65	23	6.96	19	6.17	21
天津市	15695.05	24	6.56	24	11.37	5
黑龙江省	14879.19	25	6.06	29	4.73	30
吉林省	13235.52	26	6.60	23	5.55	26

地区	GDP		GDP 增速		人均 GDP	
	数值（亿元）	排名	增速（%）	排名	数值（万元）	排名
甘肃省	10243.30	27	6.94	20	4.10	31
海南省	6475.20	28	11.20	2	6.37	19
宁夏回族自治区	4522.31	29	6.66	22	6.25	20
青海省	3346.63	30	5.69	31	5.64	25
西藏自治区	2080.17	31	6.69	21	5.68	24

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）云南省财政实力及债务情况

2021 年，云南省一般公共预算收入在全国排第 20 位，位于中下游。云南省一般公共预算收入质量一般，财政自给率低，政府性基金收入明显下降，上级补助对综合财力贡献大。2021 年底，云南省政府债务负担较重。

2019—2021 年，云南省一般公共预算收入持续增长，增速波动上升。2021 年，云南省一般公共预算收入在全国排第 20 位，位于全国中下游。2019—2021 年，云南省税收收入在一般公共预算收入中的占比逐年下降，一般公共预算收入质量一般。同期，全省一般公共预算支出波动下降，财政自给率低，上级补助对云南省综合财力贡献大。2019—2021 年，云南省政府性基金收入持续下降，2021 年同比下降 30.3%，主要来自国有土地使用权出让收入的减少。2022 年 1—9 月，云南省一般公共预算收入同比增长 5.7%。其中，税收收入完成 822.64 亿元，非税收入完成 547.87 亿元。

表 3 云南省主要财政数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
一般公共预算收入（亿元）	2073.56	2116.69	2278.29	1370.52
一般公共预算收入增速（%）	4.0	2.1	7.6	5.7
税收收入（亿元）	1450.63	1453.07	1514.21	822.64
税收占一般公共预算收入比重（%）	69.96	68.65	66.46	60.02
一般公共预算支出（亿元）	6770.09	6974.02	6634.36	5449.71
财政自给率（%）	30.63	30.35	34.34	25.15
政府性基金收入（亿元）	1590.65	1558.46	1086.97	/
上级补助收入（亿元）	3863.51	4494.03	3872.07	/
地方政府债务余额（亿元）	8108.0	9591.9	10951.69	/
政府债务率（%）	107.71	117.42	151.32	/
政府负债率（%）	34.91	39.12	40.34	/

注：1.一般公共预算收入、税收收入增速系考虑营改增政策调整、省以下财政管理体制调整和扣除留抵退税因素影响后，按照可比口径调整后的增速

2.财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

3.债务率=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）*100%

4.负债率=地方政府债务余额/全省地区生产总值*100%

5. 部分数据未获取，以“/”表示

资料来源：联合资信根据公开数据整理

2021 年底，云南省政府债务限额为 12266.05 亿元。2021 年，云南省新增一般债券发行额 219.56 亿元，新增专项债券发行额 1270.00 亿元。2022 年 1—10 月，云南省新增发行地方政府债券 1318 亿元。

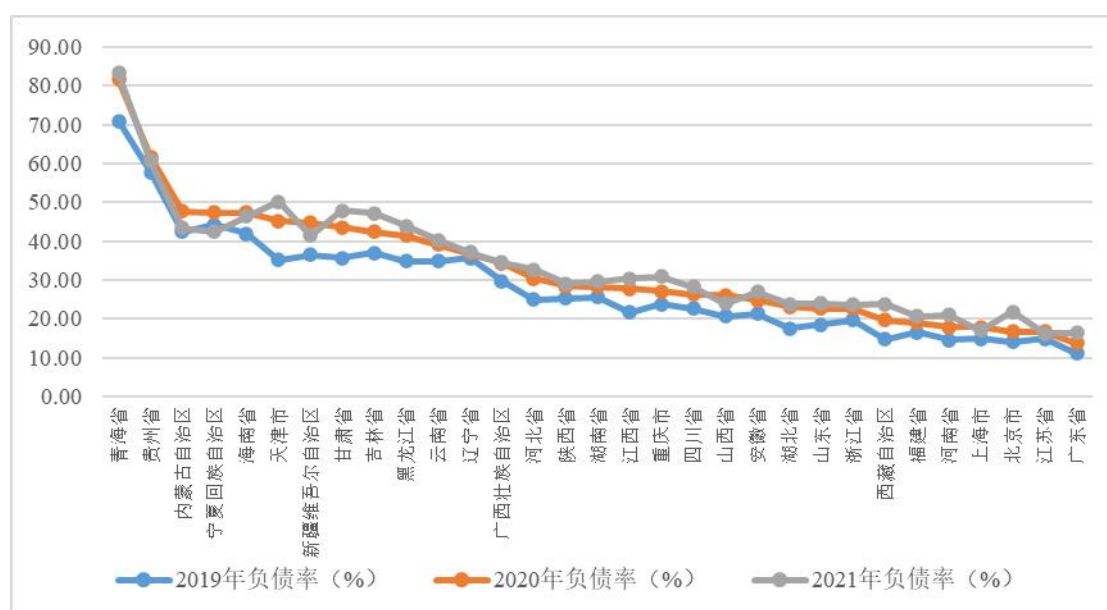
2019—2021 年底，云南省政府债务余额持续增长；2021 年底，云南省政府债务余额（按从高到低排序）居全国第 12 位，高于全国各省/市/自治区政府债务余额的中位数及平均数。2019—2021 年底，云南省政府负债率和债务率不断攀升；2021 年底，云南省政府负债率和债务率在全国各省/市/自治区中排名靠后（按照债务负担轻重排序）。

表 4 2021 年全国各省市主要财政及债务数据对比

地区	一般公共预算收入		财政自给率		政府债务余额		负债率		债务率	
	数值 (亿元)	排名	数值 (%)	排名	数值 (亿元)	排名	数值 (%)	排名	数值 (%)	排名
广东省	14105.04	1	77.40	3	20417.41	1	16.42	2	82.15	5
江苏省	10015.16	2	68.67	5	18963.76	3	16.30	1	73.58	3
浙江省	8262.64	3	75.02	4	17426.77	4	23.70	7	81.97	4
上海市	7771.80	4	92.18	1	7356.80	22	17.02	3	58.64	2
山东省	7284.46	5	62.19	8	19992.73	2	24.06	11	107.97	14
北京市	5932.31	6	82.33	2	8770.68	17	21.78	6	89.61	7
四川省	4773.15	7	42.56	18	15237.50	5	28.30	13	99.33	9
河南省	4353.92	8	44.50	17	12395.26	8	21.05	5	95.39	8
河北省	4167.62	9	47.10	11	13226.37	7	32.75	18	120.97	19
安徽省	3498.19	10	46.08	14	11576.29	11	26.95	12	108.91	15
福建省	3383.40	11	65.01	7	10091.47	14	20.67	4	121.08	20
湖北省	3283.32	12	41.38	20	11932.22	9	23.86	9	107.50	13
湖南省	3250.70	13	39.05	21	13605.43	6	29.54	15	122.05	22
山西省	2834.47	14	56.17	9	5412.99	26	23.96	10	88.93	6
江西省	2812.23	15	41.49	19	9013.34	15	30.43	16	103.61	10
陕西省	2775.42	16	45.73	15	8687.60	18	29.15	14	107.45	12
辽宁省	2765.59	17	47.04	12	10252.53	13	37.17	20	147.64	27
内蒙古自治区	2349.95	18	44.85	16	8896.75	16	43.37	24	152.94	29
重庆市	2285.45	19	47.27	10	8610.00	19	30.87	17	126.66	23
云南省	2278.29	20	34.34	23	10951.69	12	40.34	21	151.32	28
天津市	2141.06	21	67.92	6	7882.04	21	50.22	29	206.00	31
贵州省	1969.39	22	35.23	22	11872.29	10	60.61	30	157.22	30

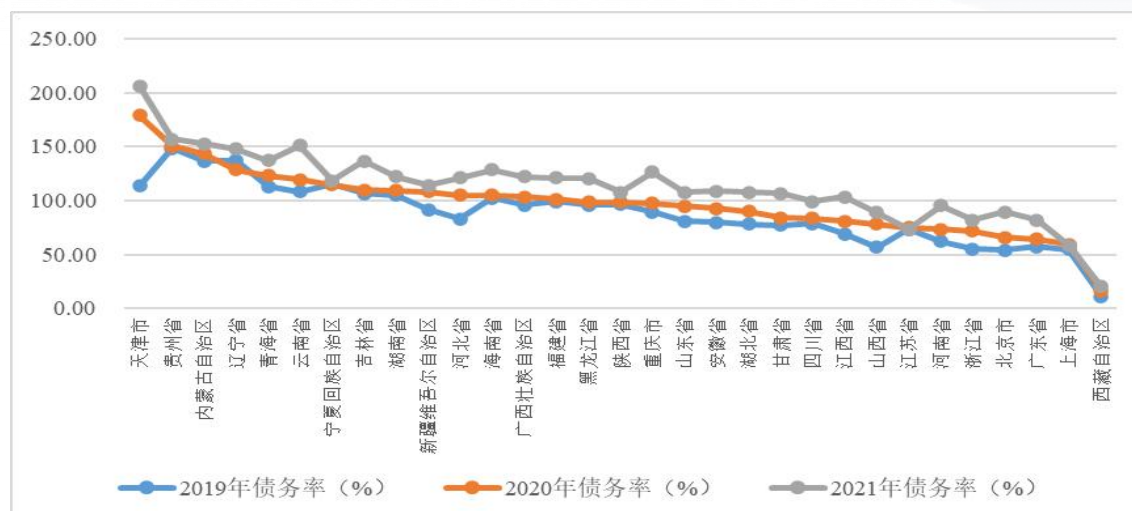
地区	一般公共预算收入		财政自给率		政府债务余额		负债率		债务率	
	数值 (亿元)	排名	数值 (%)	排名	数值 (亿元)	排名	数值 (%)	排名	数值 (%)	排名
广西壮族自治区	1800.12	23	30.98	25	8560.71	20	34.60	19	121.91	21
新疆维吾尔自治区	1618.61	24	30.10	27	6627.10	23	41.46	22	114.01	16
黑龙江省	1300.51	25	25.48	28	6534.54	24	43.92	25	120.74	18
吉林省	1144.00	26	30.95	26	6259.36	25	47.29	27	136.44	25
甘肃省	1001.86	27	24.84	29	4895.60	27	47.79	28	106.69	11
海南省	921.16	28	46.73	13	3007.90	28	46.45	26	128.50	24
宁夏回族自治区	460.01	29	32.22	24	1922.26	30	42.51	21	118.50	17
青海省	328.76	30	17.73	30	2787.19	29	83.28	31	137.11	26
西藏自治区	215.62	31	10.64	31	495.68	31	23.83	8	20.48	1
全国中位数	2775.42	--	44.85	--	8896.75	--	30.43	--	114.01	--
全国均值	3558.11	--	46.88	--	9795.56	--	34.18	--	113.40	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图1 2019—2021年全国各省市政府负债率变化情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

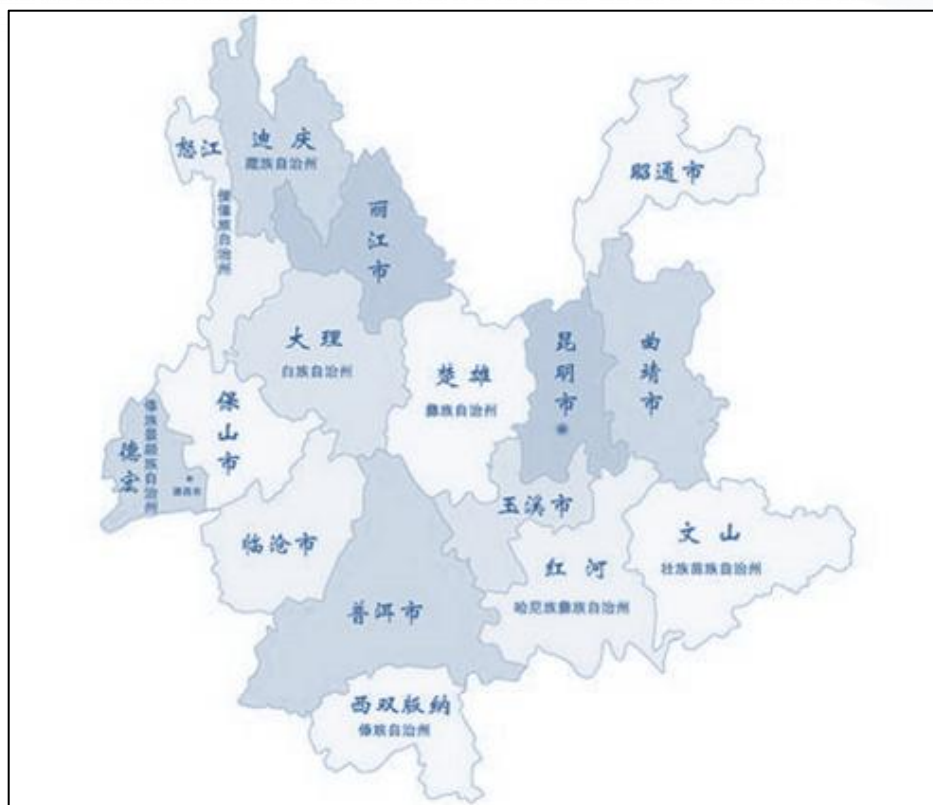
图 2 2019—2021 年全国各省市地方政府债务率变化情况

二、云南省各市（州）经济及财政实力

（一）云南省各市（州）经济情况

云南省各市（州）经济发展较不均衡，以昆明市为中心的滇中城市群经济实力较强，其余地区经济发展水平与之差距悬殊，呈“中心强、四周弱”的经济格局。

云南省下辖昆明市、曲靖市、玉溪市、昭通市、保山市、丽江市、普洱市、临沧市 8 个地级市，以及楚雄彝族自治州（以下简称“楚雄州”）、红河哈尼族彝族自治州（以下简称“红河州”）、文山壮族苗族自治州（以下简称“文山州”）、西双版纳傣族自治州（以下简称“西双版纳州”）、大理白族自治州（以下简称“大理州”）、德宏傣族景颇族自治州（以下简称“德宏州”）、怒江傈僳族自治州（以下简称“怒江州”）、迪庆藏族自治州（以下简称“迪庆州”）8 个自治州。



资料来源：公开资料

图3 云南省各市（州）地理位置分布

云南省各市（州）经济发展水平分化程度较高。2021年GDP超过2000亿元的市（州）包括昆明市、曲靖市、红河州和玉溪市，均为滇中城市群成员。其中，昆明市GDP最高，为7222.50亿元，占云南省GDP的26.61%，大幅领先于其他市（州）；曲靖市GDP突破3000亿元，其他两者GDP均未达3000亿元。除上述4个市（州）之外，云南省共有6个市（州）2021年GDP在1000~2000亿元之间，滇中城市群剩余的另一成员楚雄州2021年GDP位居全省第六，低于大理州。排名最末的为迪庆州和怒江州，两者2021年GDP均低于300亿元。相较于2020年，云南省各市（州）GDP整体有所上升，仅德宏州GDP较上年有所下降导致排名下滑至第14位，丽江市升至第13位。

从经济增速来看，除德宏州外，2021年云南省其他市（州）GDP均保持增长，增速分布于3.7%~12.0%，曲靖市增速最高，德宏州受疫情影响出现负增长。2021年云南省各市（州）的整体GDP增速相较于2020年有所恢复，曲靖市、楚雄州、昭通市、红河州、玉溪市和丽江市6个市（州）GDP增速高于全国水平。

从人均GDP来看，2021年，玉溪市、昆明市、迪庆州、楚雄州和红河州人均GDP均高于6万元，其次为曲靖市和西双版纳州，人均GDP超过5万元，其余各市（州）

人均 GDP 均相对较低。其中，人均 GDP 水平最高的为玉溪市（10.48 万元），最低的为昭通市（2.89 万元）。

表 5 2021 年云南省各市（州）GDP 及增速情况

市（州）	GDP		GDP 增速		人均 GDP	
	数值（亿元）	排名	增速（%）	排名	数值（万元）	排名
昆明市	7222.50	1	3.70	15	8.50	2
曲靖市	3393.91	2	12.00	1	5.92	6
红河州	2742.12	3	9.10	4	6.15	5
玉溪市	2352.30	4	9.10	5	10.48	1
大理州	1633.00	5	7.00	11	4.88	8
楚雄州	1608.12	6	11.20	2	6.69	4
昭通市	1462.06	7	10.10	3	2.89	16
文山州	1298.77	8	8.10	7	3.74	15
保山市	1165.50	9	6.10	14	4.81	9
普洱市	1029.15	10	6.70	12	4.30	11
临沧市	908.48	11	7.40	9	4.05	14
西双版纳州	676.15	12	7.80	8	5.18	7
丽江市	570.49	13	8.20	6	4.61	10
德宏州	556.21	14	-5.10	16	4.22	13
迪庆州	293.27	15	6.50	13	7.55	3
怒江州	234.11	16	7.30	10	4.24	12

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）云南省各市（州）财政实力及债务情况

与经济实力相匹配，云南省各市（州）一般公共预算收入亦分化明显，其中昆明市一般公共预算收入规模较高且稳定性较强。2021 年，云南省大部分市（州）一般公共预算收入质量有所下降；昆明市财政自给率尚可，其余各市（州）财政自给能力较弱；昆明市、保山市和玉溪市政府性基金收入降幅较大；大部分市（州）上级补助收入对综合财力贡献程度高。整体看，云南省各市（州）债务负担均较重。

1. 财政收入情况

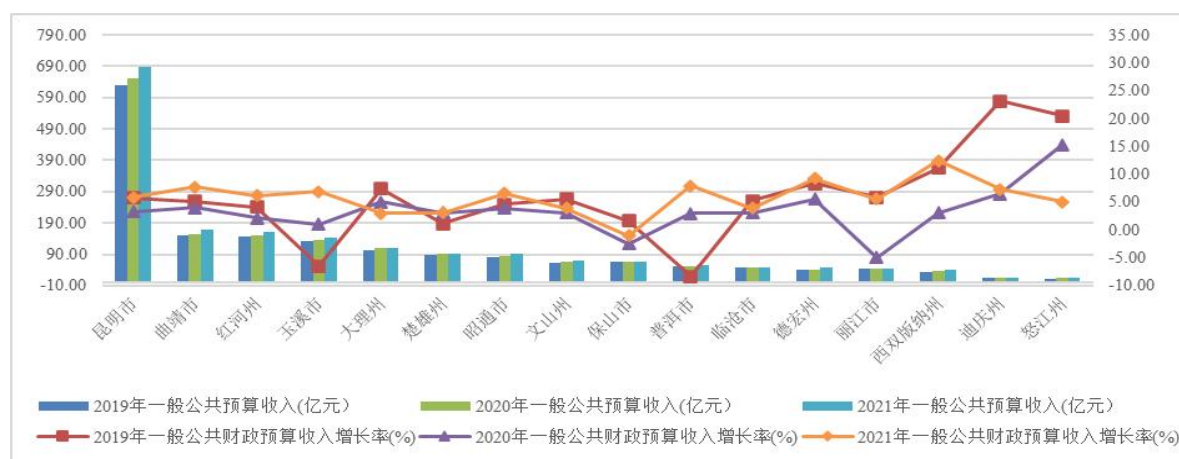
（1）一般公共预算收入

受经济发展水平差异影响，云南省各市（州）一般公共预算收入差距较大。2021 年，昆明市一般公共预算收入继续大幅领先，达到 689.12 亿元；曲靖市和红河州位居全省第二及第三位；其他市（州）中，除玉溪市和大理州一般公共预算收入超百亿元外，其余各市（州）一般公共预算收入规模相对较小；相较于 2020 年，各市（州）

排名变化不大。从一般公共预算收入增速看，西双版纳州和德宏州增速较快，2021年同比增速分别为12.40%和9.25%；丽江市的增速较2020年由负转正，保山市的增速持续为负。

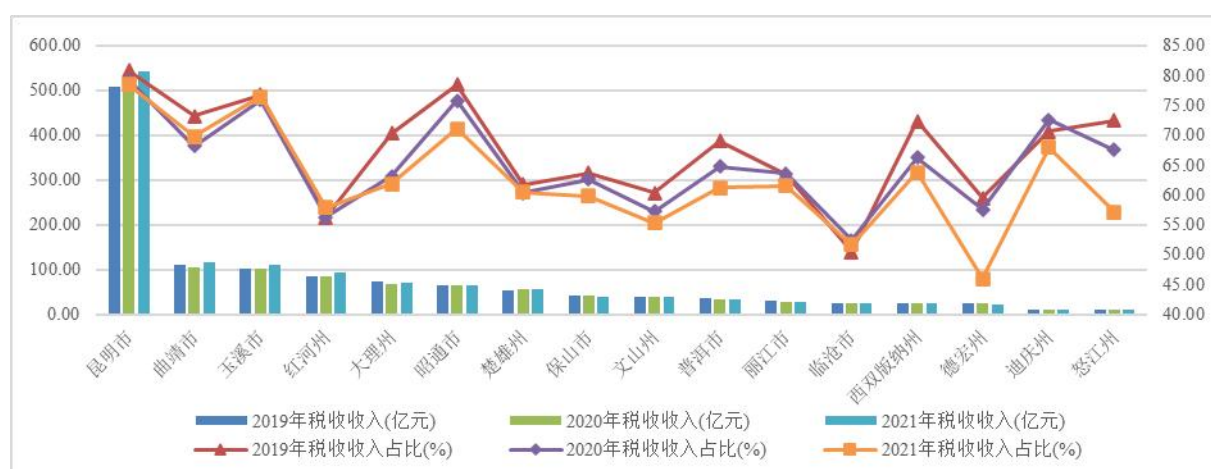
从一般公共预算收入构成看，2019—2021年云南省大部分市（州）税收收入占一般公共预算收入的比重有所下降，非税收入占比大部分控制在45%以下，昆明市税收收入占一般公共预算收入比重最高，达78.54%。

财政自给率方面，2021年昆明市和玉溪市财政自给率分别为74.25%和55.83%，其余市（州）财政自给率均在50%以下，迪庆州财政自给率最低，为11.05%。2019—2021年，云南省各市（州）财政自给率均变化不大，其中，大理州、曲靖市、西双版纳州、临沧市、文山州、昭通市、怒江州和迪庆州财政自给率持续上升，昆明市财政自给率持续下降，其余各市（州）财政自给率波动增长。



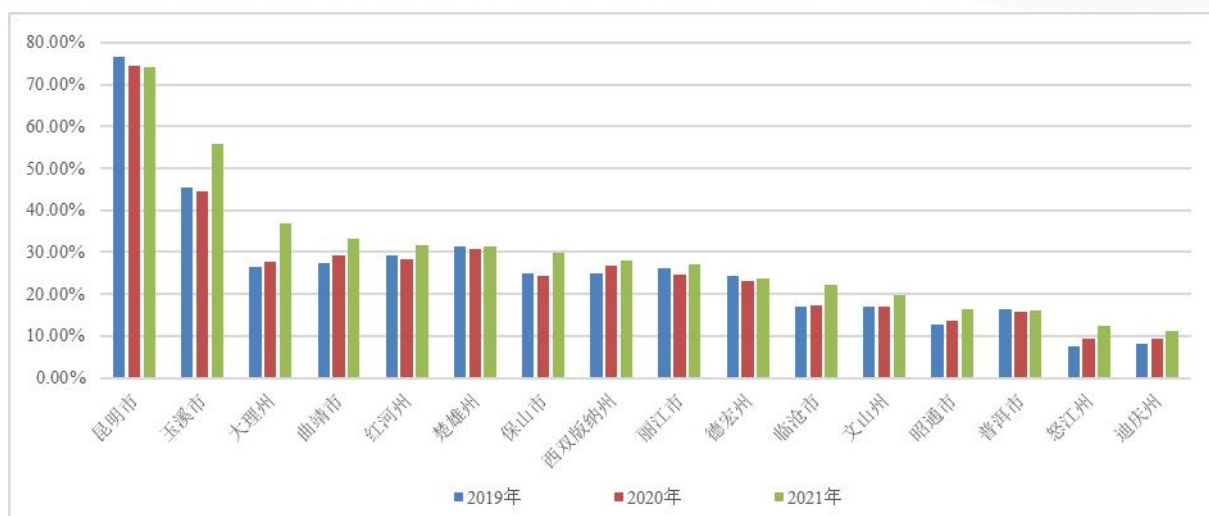
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图4 2019—2021年云南省各市（州）一般公共预算收入及增长率情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图5 2019—2021年云南省各市（州）税收收入及占比情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图6 2019—2021年云南省各市（州）财政自给率情况

(2) 政府性基金收入

昆明市政府性基金收入规模最大，2021年为451.09亿元，占全省政府性基金收入的41.50%。玉溪市、红河州、文山州和曲靖市介于50亿元至100亿元之间；其余各市（州）规模均在50亿元之下，怒江州和迪庆州政府性基金收入不足10亿元。2021年，红河州、文山州、曲靖市、楚雄市、临沧市和迪庆州政府性基金收入较2020年有所增长，其他市（州）均有所下降。2021年，文山州政府性基金收入同比增加26.17亿元，增幅最大（74.9%），主要由于当年补缴的土地价款增加；昆明市、保山市和玉溪市同比分别减少286.02亿元、70.57亿元和66.46亿元，降幅明显。

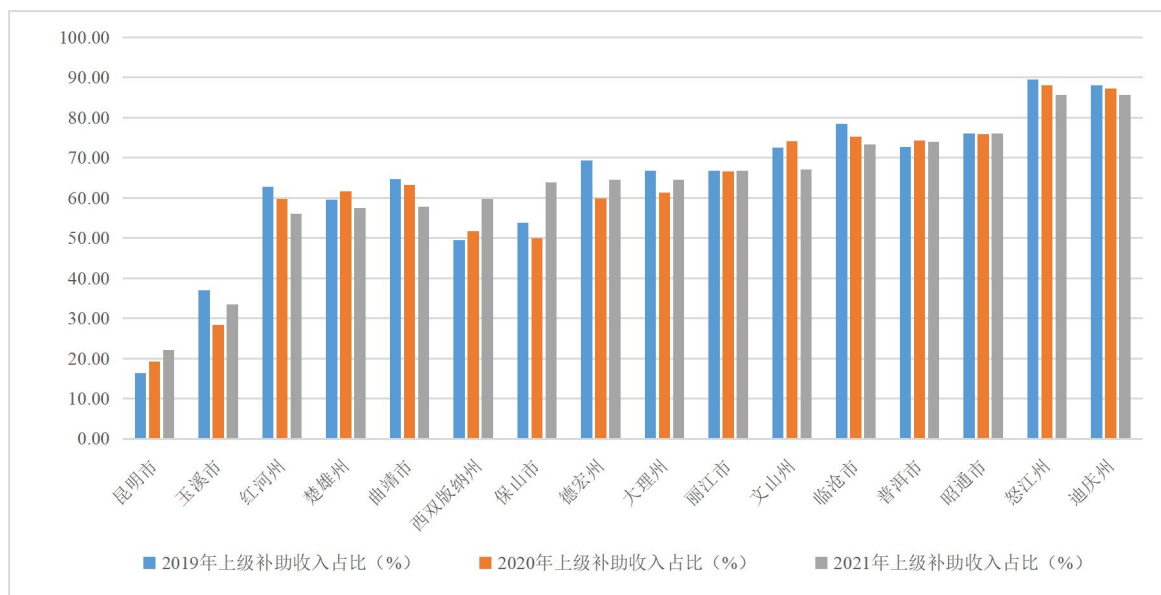


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图7 2019—2021年云南省各市（州）政府性基金收入情况

(3) 上级补助收入

2021 年，除昆明市和玉溪市上级补助收入占综合财力的比重低于 30%之外，其余市（州）上级补助收入对综合财力的贡献程度均超过 50%，迪庆州和怒江州上级补助收入占比分别为 85.68%和 85.55%。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 8 2019—2021 年云南省各市（州）上级补助收入情况

2. 债务情况

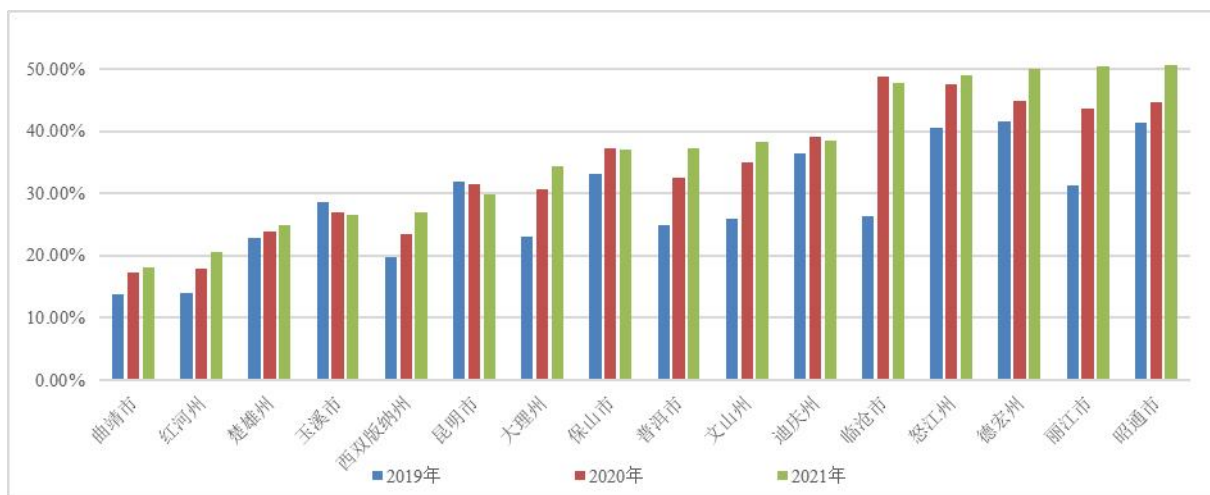
从政府债务规模看，2021 年底云南省各市（州）中，昆明市政府债务余额最大，为 2149.00 亿元；其次是昭通市、玉溪市和曲靖市，政府债务余额均在 600 亿元以上；怒江州、迪庆州和西双版纳州的政府债务余额排名省内末三位。从变动情况看，2019—2021 年底，除玉溪市 2020 年底债务余额稍有下降外，云南省其余所有市（州）政府债务余额均呈上升趋势。2021 年底，昭通市和红河州债务余额较 2020 年底增速均较大，其中昭通市 2021 年新增地方政府专项债券资金 128.48 亿元，重点投资于公立医院、停车场、水利和交通等领域；红河州 2021 年新增地方政府专项债券资金 141.93 亿元，重点投资建设政府收费高速公路、产业园区基础设施、公立医院、现代农业项目等。2019—2021 年，临沧市和丽江市政府债务余额增速很快，分别年均复合增长 47.52%和 39.36%，昆明市政府债务余额增长最慢，年均复合增长 2.00%。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图9 2019—2021年底云南省各市（州）政府债务余额情况（单位：亿元）

债务负担方面，截至2021年底，云南省各市（州）政府负债率变动均不大，其中丽江市和昭通市2021年底政府负债率分别较2020年底上升6.84个百分点和5.86个百分点；昆明市较上年下降1.80个百分点。昭通市、丽江州、德宏州、怒江州和临沧市政府负债率均在40%以上；曲靖市负债率最低，为18.12%，其余市（州）在20%~40%之间不等。整体来看，云南省各市（州）债务负担均较重。

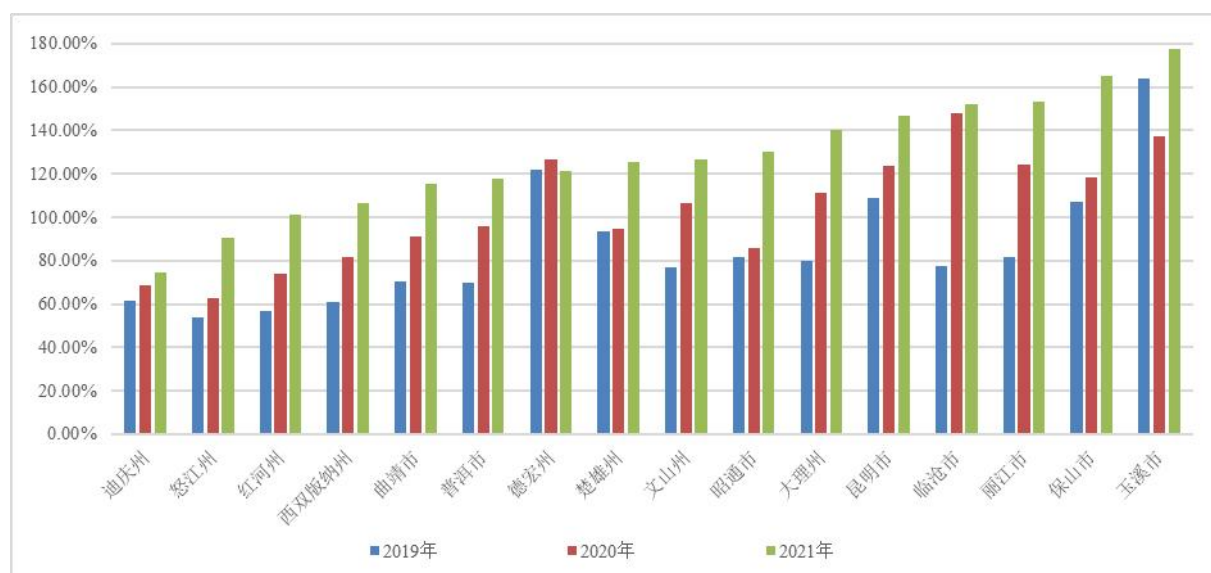


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图10 2019—2021年云南省各市（州）政府负债率情况

偿债能力方面，截至2021年底，除德宏州债务率较2020年底有所下降，其他市（州）均有所上升。2021年底，云南省各市（州）政府债务率均高于70%。玉溪市、保山市、丽江市和临沧市政府债务率均高于150%；昆明市、大理州、昭通市、文山

州、楚雄州和德宏州政府债务率在 120%~150%之间，普洱市、曲靖州、西双版纳州和红河州政府债务率在 100%~120%之间，迪庆州和怒江州政府债务率分别为 74.46% 和 90.43%。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

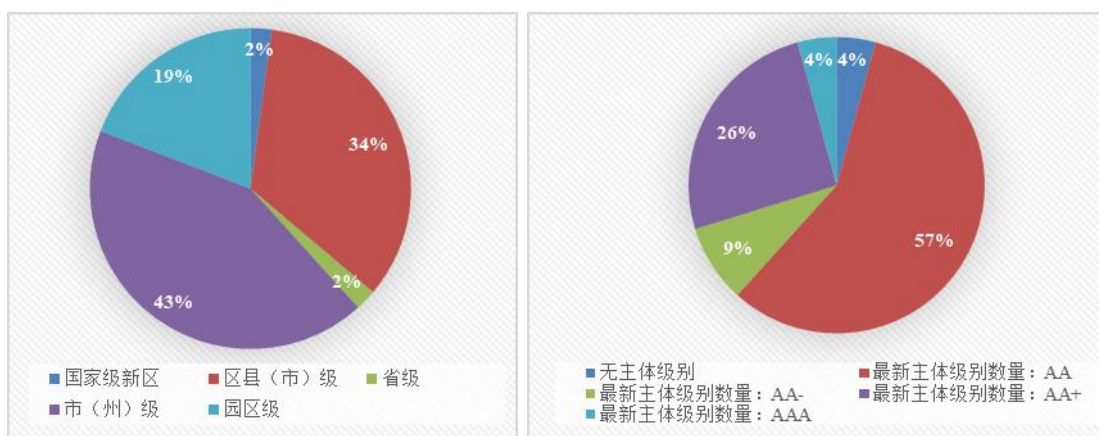
图 11 云南省各市（州）政府债务率情况

三、云南省城投企业偿债能力

（一）云南省城投企业概况

云南省存续债券主要集中在省属国企和昆明市城投企业，红河州和玉溪市城投企业存续债券有一定规模，但与昆明市差距很大；云南省 AAA 级别存续债券主体均出自昆明市和省属国企，其信用资质明显强于其他市（州）城投企业，2021 年以来云南省 2 家城投企业评级展望调整为负面。

截至 2022 年 10 月底，云南省拥有存续债的城投企业（以下简称“城投企业”）共计 47 家，存续债合计 1183.40 亿元。云南省城投企业以市（州）级和区县（市）级为主，主体级别以 AA 和 AA+ 为主，全省只有 2 家 AAA 城投企业。2021 年以来，云南省共 2 家城投企业评级展望调整为负面，分别为文山城市建设投资(集团)有限公司和云南省滇中产业发展集团有限责任公司，调整原因包括股权层级下降、非标债务逾期、股权冻结、担保代偿风险大等。



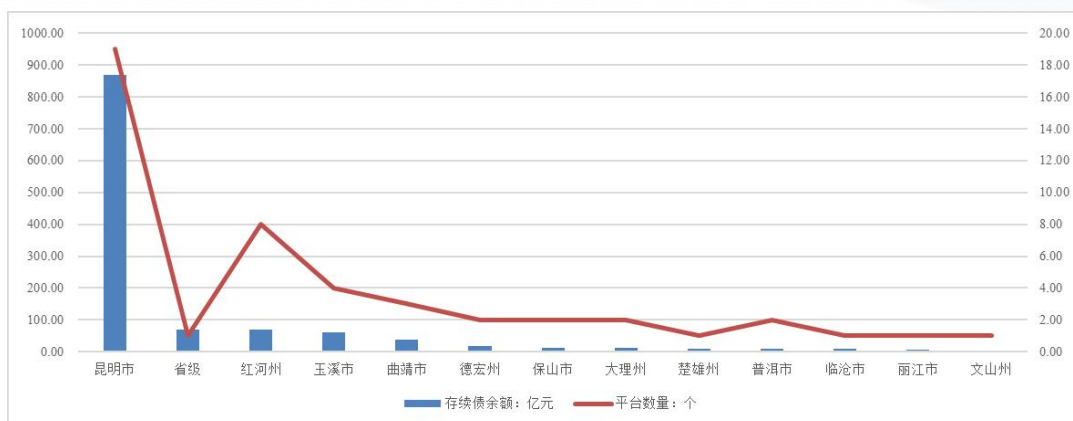
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 12 云南省城投企业按行政级别分布

图 13 云南省城投企业按主体级别分布

考虑到云南省属国企存续债券规模大，同时其债券融资能力变化对云南省城投企业存在一定影响，故本文选取 6 家存续债券规模较大的省属国企，将其债券发行规模、发行利差、发行期限、偿还压力等指标纳入讨论范围。本文选取的 6 家省属国企包括：云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“云南工投”）、云南省建设投资控股集团有限公司（以下简称“云南建投”）、云南省交通投资建设集团有限公司（以下简称“云南交投”）、云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云南能投”）、云南省水利水电投资有限公司（以下简称“云南水利”）、云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”），其中 4 家最新主体级别为 AAA，2 家为 AA⁺，截至 2022 年 10 月底，存续债合计 1481.38 亿元，存续债规模为云南省城投企业的 1.25 倍。

从各市（州）看，截至 2022 年 10 月底，昆明市城投企业共计 19 家，存续债余额合计 868.36 亿元，其次为红河州和玉溪市，城投企业分别为 8 家和 4 家，存续债余额分别为 69.65 亿元和 62.00 亿元。其余市（州）城投企业数量较少，其中曲靖市 3 家，保山市、大理州、普洱市均为 2 家，其余市（州）均为 1 家。总体看，在云南省内，昆明市无论在城投企业数量和存续债规模上均具有显著优势。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 14 云南省城投企业及存续债分布

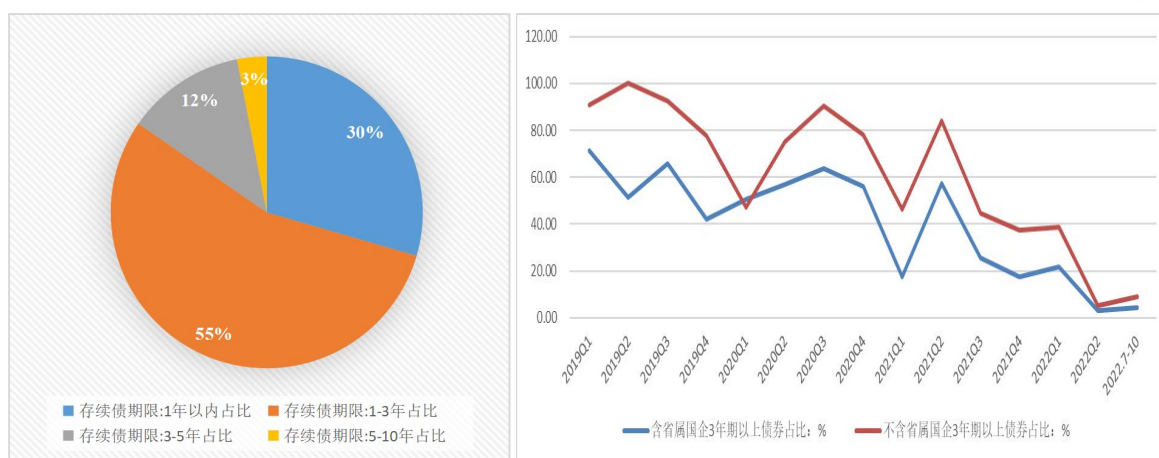
（二）云南省城投企业及省属国企债券融资情况

2022 年 1—10 月，云南省城投企业债券净融资为负，3 年期以上债券发行量占比波动下降，短期债券利差处于较高水平。2022 年 1—10 月，省属国企债券净融资量相较 2021 年已有明显改善，但 3 年期以上债券发行量占比仍较低，短期债券利差仍处于较高水平。整体看，云南省债券市场融资环境仍有待修复。从债券到期分布看，2023 年存续债券到期规模较大，主要集中在省属国企和昆明市城投企业。

从云南省城投企业存续债期限分布来看，截至 2022 年 10 月底，云南省城投企业 1 年期以内和 1—3 年期存续债券占比分别为 29.50%和 55.13%，3 年期以上存续债券占比偏低。

按季度发行量统计，2019 年以来，云南省城投企业及省属国企合计发行债券中，3 年期以上债券占比波动下降。其中，2021 年一季度，受信用债市场负面舆情影响，云南省 3 年期以上债券发行量占比明显下降；2021 年 5 月，云南省人民政府国有资产监督管理委员会与国内主流金融机构举行座谈研讨会，会上部分金融机构对云南省近年来的经济发展成果以及省属国企在经济发展中的贡献表示认可，2021 年二季度，3 年期以上债券发行情况整体有所改善。

2021 年三季度以来，3 年期以上债券发行量占比呈现下降趋势，一定程度上受到了省属国企负面舆情影响；2022 年二季度，云南省城投企业债券发行中 3 年期以上占比仅为 5.32%，若考虑省属国企发行后仅为 3.07%；2022 年三季度，上述占比分别上升至 8.86%和 4.53%，但仍处于较低水平。

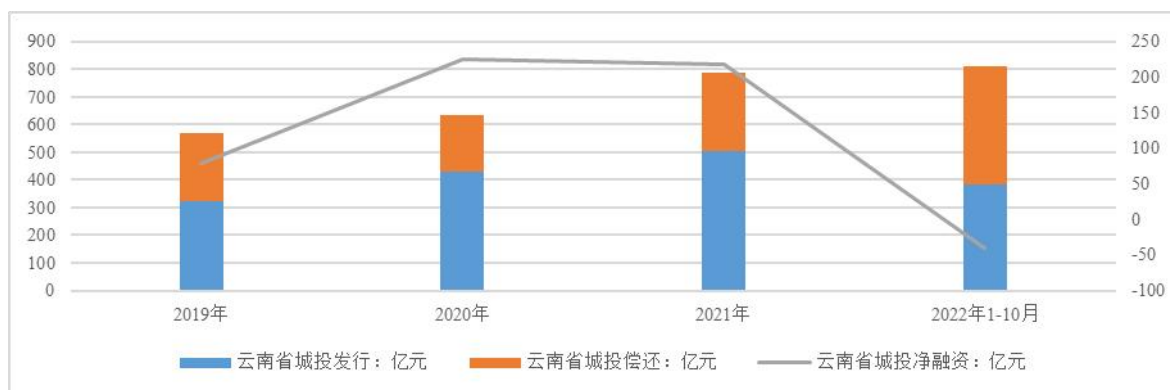


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 15 云南省城投企业存续债期限分布

图 16 云南省城投企业3年期以上债券发行量占比

从云南省城投企业债券发行及偿还情况看³，2019—2021 年，债券发行量持续增长，同期偿还和净融资量均波动增长，2022 年 1—10 月，云南省城投企业债券发行及偿还量分别为 384.90 亿元和 424.84 亿元，债券融资净流出 39.94 亿元。分市（州）看，2022 年 1—10 月主要发债市（州）中，昆明市和红河州债券融资净流出规模分别为 31.05 亿元和 6.40 亿元，其中红河州 8 家城投企业均无新增债券；玉溪市债券融资净流入 6.00 亿元。整体看，云南省城投企业 2022 年以来债券融资承压。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 17 云南省城投企业债券发行、偿还、净融资情况

从 6 家省属国企发行偿还情况看，2019—2021 年，省属国企债券发行量波动下降、偿还量持续增长、债券净融资量持续下降，2021 年债券净融资流出 261.68 亿元，2022 年 1—10 月，债券净融资流入 60.31 亿元，其中云南能投、云投集团和云南建投

³ 仅包含截至 2022 年 10 月 31 日有存续债券的 47 家城投企业

债券净融资情况大幅改善，分别为 210.73 亿元、102.00 亿元和 95.90 亿元，云南水利、云南交投和云南工投净融资仍处于流出状态。总体看，2022 年 1—10 月，省属国企债券净融资有明显改善，但不同省属国企之间债券净融资能力差异较大。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

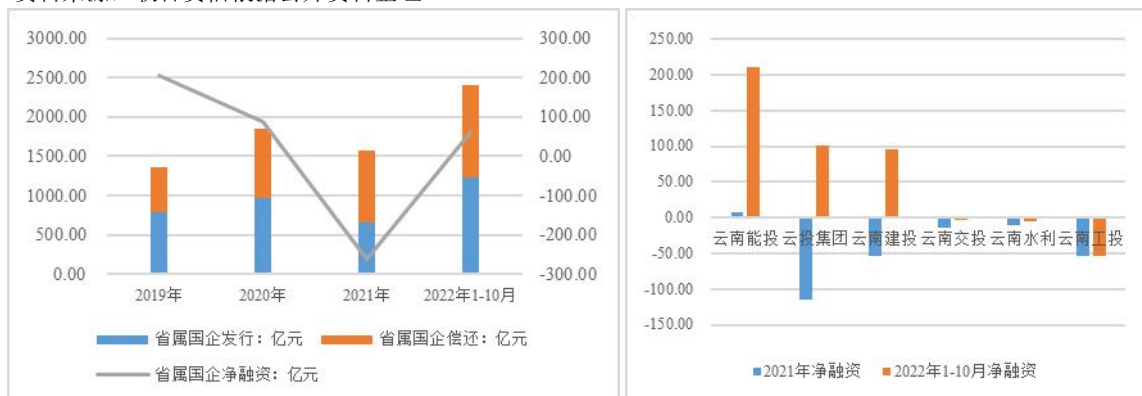


图 18 云南省属国企债券发行、偿还、净融资情况（单位：亿元）

截至 2022 年 10 月底，云南省城投企业和省属国企债券余额合计 2664.78 亿元，2023—2025 年到期债券占比分别为 52.93%、23.18%和 6.28%。从 2023 年到期债券区域分布来看，省属国企和昆明市占比分别为 60.06%和 32.37%，其中云投集团、云南能投到期规模均超 300 亿元，以短融及超短融为主，对借新还旧依赖程度高。

表 6 云南省城投企业及省属国企债券期限分布情况（单位：亿元）

区域	2023 年到期	2024 年到期	2025 年到期
省级（含省属国企）	847.10	259.67	81.00
昆明市	456.49	278.74	64.35
玉溪市	31.00	19.00	4.60
红河州	28.15	24.30	6.70
曲靖市	18.14	15.14	2.14
大理州	11.00	0.00	0.00
普洱市	7.90	0.40	0.40
保山市	4.86	1.80	1.80
文山州	2.32	0.00	0.00
德宏州	2.00	5.66	3.40
丽江市	1.40	1.40	1.40
临沧市	0.00	1.60	1.60
楚雄州	0.00	10.00	0.00
总计	1410.35	617.71	167.39

注：到期债券规模包含回售行权部分及分期偿还部分，不包含海外债、可交换债券和证监会主管 ABS 等；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从云南省城投企业和省属国企债券发行利差情况看，2020—2021 年，3 年期债券发行利差波动范围在 100bp 以内，虽然不同主体间发行利差较大（“20 家投 01”和“20 云能投 MTN001”发行利差分别为 558bp 和 93bp），但整体相对稳定，2022 年以来只有 13 只 3 年期债券发行，样本数量偏低。2019—2020 年前三季度，0.5 年—1.0 年期债券发行利差波动范围处于 70bp 以内，2020 年第四季度至今利差增长趋势明显，其中 2022 年 7—10 月，平均发行利差为 307.17bp，为近三年来最高值，其中个别昆明市城投企业发行利差较大。



注：3 年期债券含发行期限为 3 年以及行权期限为 3 年的债券，包含私募债

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 19 云南省城投企业和省属国企债券发行利差情况

（三）云南省城投企业偿债能力分析

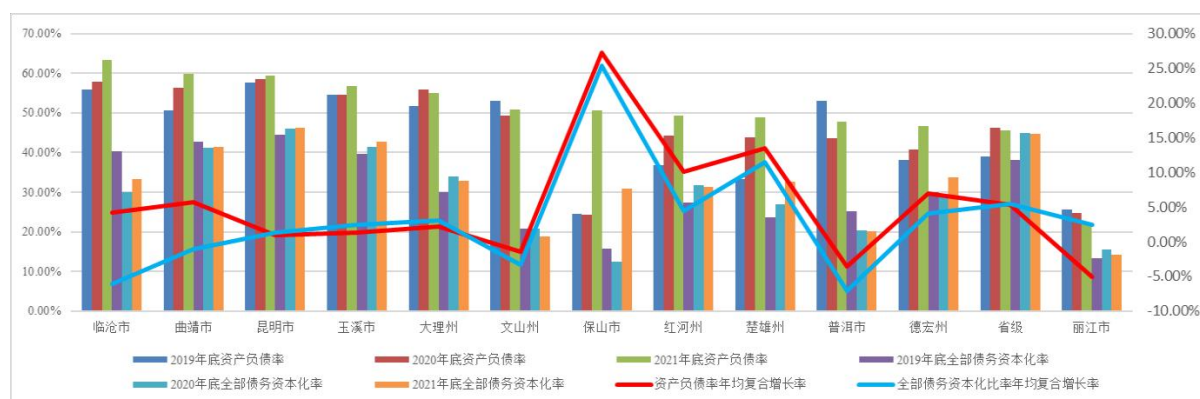
2019—2021 年底，大部分云南省城投企业资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势，其中保山市和楚雄州城投企业资产负债率和全部债务资本化比率年均复合增速均处于省内较高水平。2021 年底，昆明市城投企业全部债务资本化比率为省内最高，但增速较 2020 年有所放缓。2021 年，云南省城投企业净融资额较 2020 年降幅较大，其中昆明市和红河州融资净流出规模较大；2022 年上半年，云南省城投企业净融资额有所改善，间接融资渠道的资金支持力度加大。

全省 47 家城投企业剔除 4 家⁴无 2021 年财务数据的城投企业和 5 家发债子公司后，合并口径下共计 38 家城投企业（以下指标均由该 38 家样本企业得出），2019—

⁴ 昆明国家高新技术产业开发区国有资产经营有限公司、曲靖市开发投资有限责任公司、昆明新都投资有限公司、腾冲实兴邦投资开发有限公司

2021 年底，大部分云南省城投企业资产负债率和全部债务资本化比率呈上升趋势。分市（州）看，截至 2021 年底，资产负债率最高的为临沧市（63.37%），全部债务资本化比率最高的为昆明市（46.22%）。2019—2021 年底，保山市、楚雄州和红河州城投企业资产负债率年均复合增速分别为 27.31%、13.50%和 10.12%，保山市、楚雄州和省级城投企业全部债务资本化比率年均复合增速分别为 25.34%、11.51%和 5.45%，均处于省内较高。

从城投企业数量大于 4 个的市（州）看，2019—2021 年底，红河州城投企业资产负债率和全部债务资本化比率年均复合增速分别为 10.12%和 4.45%，其中 2021 年底全部债务资本化比率较上年下降 0.31 个百分点；2019—2021 年底，昆明市城投企业资产负债率和全部债务资本化比率年均复合增速分别为 0.99%和 1.30%，杠杆率指标增速较低，其中 2021 年底上述指标增速分别为 0.76%和 0.15%，增速进一步放缓。

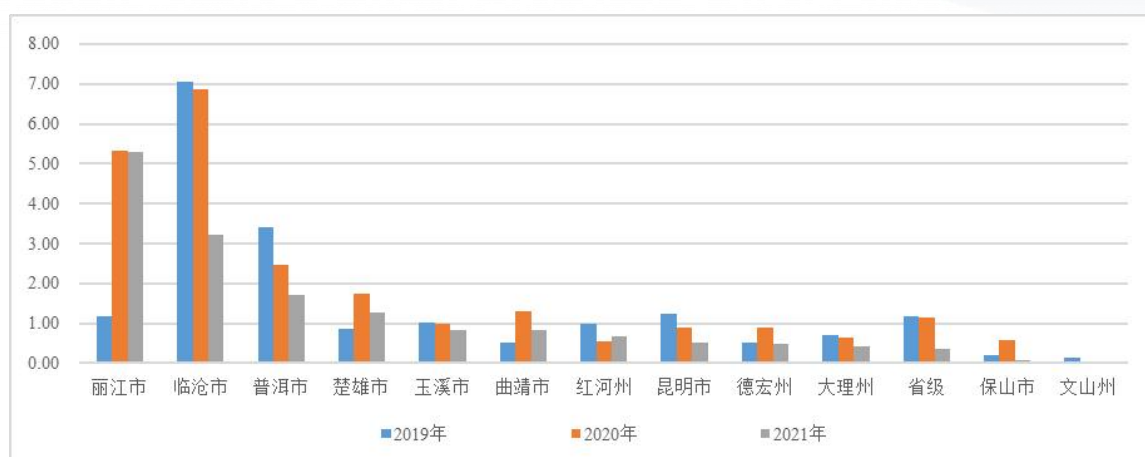


注：按 2021 年底资产负债率高低排序

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 20 2019—2021 年底云南省城投企业债务负担情况

从货币资金对短期债务的覆盖情况来看，2019—2021 年底，各市（州）城投企业货币资金对短期债务的覆盖程度均呈不同程度的下降，反映出云南省城投企业流动性整体有所趋紧。从存续债城投企业超过 4 家的市（州）看，2019—2021 年底，昆明市城投企业货币资金/短期债务均值分别为 1.25 倍、0.90 倍和 0.51 倍，红河州城投企业货币资金/短期债务均值分别为 0.97 倍、0.56 倍和 0.68 倍，货币资金对短期债务覆盖能力较弱。



资料来源: wind, 联合资信根据公开资料整理

图 21 2019—2021 年底云南省城投企业货币资金/短期债务情况 (单位: 倍)

从云南省城投企业外部融资情况来看, 考虑到政府注资、往来拆借等行为可能对城投企业筹资活动现金流入及流出产生扰动影响, 本报告使用“取得借款收到的现金+发行债券收到的现金”表示城投企业从金融机构及债券市场进行融资形成的现金流入, 使用“偿还债务支付的现金”表示城投企业偿还刚性债务形成的现金流出, 更为直观地体现了城投企业自身融资能力以及金融机构及债券市场对城投企业的认可度。

2021 年, 云南省城投企业净融资额合计较 2020 年下降 97.75%, 从存续债城投企业超过 4 家的市(州)看, 昆明市和红河州净融资分别流出 8.06 亿元和 19.25 亿元。2022 年 1—6 月, 云南省城投企业净融资情况较上年明显改善, 考虑到同期债券融资为净流出状态, 间接融资渠道的资金支持力度加大。

表 7 云南省城投企业净融资额情况 (单位: 亿元)

市(州)/ 省级	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 月		
	取得借款收到的现金+ 发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+ 发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+ 发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额	取得借款收到的现金+ 发行债券收到的现金	偿还债务支付的现金	净融资额
曲靖市	19.21	14.46	4.75	26.19	25.72	0.46	24.50	26.96	-2.46	49.47	9.26	40.21
昆明市	852.40	669.73	182.68	947.60	810.48	137.12	916.85	924.90	-8.06	598.69	562.93	35.76
玉溪市	20.42	20.45	-0.03	63.43	33.24	30.18	38.87	37.12	1.75	11.13	4.87	6.26
楚雄州	5.55	1.59	3.96	10.70	1.56	9.15	23.11	5.64	17.46	8.34	2.74	5.60
普洱市	15.24	18.12	-2.88	33.48	13.77	19.70	18.66	20.54	-1.88	10.98	6.78	4.19
省级	76.84	94.48	-17.65	135.54	44.77	90.77	46.33	35.77	10.56	27.34	23.71	3.63
丽江市	1.04	1.10	-0.06	8.76	2.09	6.68	1.37	1.79	-0.43	0.91	0.67	0.24
临沧市	7.50	11.08	-3.58	6.31	6.40	-0.09	3.29	5.34	-2.06	1.43	1.20	0.23
保山市	4.46	5.38	-0.93	6.81	16.05	-9.24	11.00	6.23	4.77	1.78	2.02	-0.24
德宏州	18.22	8.96	9.26	6.92	7.29	-0.37	19.49	8.40	11.09	2.30	3.31	-1.01

大理州	12.74	17.52	-4.77	32.85	18.73	14.12	17.96	19.85	-1.89	9.86	10.48	-0.62
文山州	3.03	29.59	-26.56	9.27	12.65	-3.38	7.00	8.56	-1.56	0.00	1.13	-1.13
红河州	65.73	55.09	10.64	141.84	78.22	63.63	123.50	142.74	-19.25	49.48	69.87	-20.39
合计	1102.39	947.55	154.84	1429.70	1070.98	358.72	1251.92	1243.86	8.06	771.71	698.96	72.74

注：1. 净融资额=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金；2. 尾差系四舍五入所致；3. 按 2022 年 1—6 月净融资额大小排序
资料来源：联合资信根据公开资料整理

（四）云南省各市（州）财政收入对发债城投企业债务的支持保障能力

云南省城投企业债务主要集中在以昆明市为主的滇中城市群，昆明市债务负担和“（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/综合财力”指标均处于云南省最高水平，曲靖市上述指标均处于省内最低水平；债务负担较重的市（州）还包括德宏州、丽江市和临沧市，玉溪市综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”支持保障能力也相对较弱。

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，本文通过各市（州）综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”的覆盖程度来反映地方政府对辖区内城投企业全部债务的支持保障能力。

云南省城投企业债务主要集中于滇中城市群区域，其中昆明市城投企业全部债务规模最大，截至 2021 年底达 3261.50 亿元；红河州城投企业全部债务规模为 401.72 亿元；从“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模看，截至 2021 年底，昆明市“发债城投企业全部债务+地方政府债务”规模最大，为 5410.50 亿元，其次是红河州和玉溪市。

地级市	发债城投企业全部债务	发债城投企业全部债务+地方政府债务	发债城投企业全部债务/(发债城投企业全部债务+地方政府债务)	(发债城投企业全部债务+地方政府债务)/GDP	(发债城投企业全部债务+地方政府债务)/一般公共预算收入	(发债城投企业全部债务+地方政府债务)/政府性基金收入	(发债城投企业全部债务+地方政府债务)/地方综合财力
昆明市	3261.50	5410.50	60.28%	74.91%	785.13%	1199.43%	369.97%
红河州	401.72	964.75	41.64%	35.18%	600.64%	1153.32%	173.75%
玉溪市	179.90	802.30	22.42%	34.11%	557.93%	902.17%	229.24%
曲靖市	102.41	717.36	14.28%	21.14%	429.51%	1244.12%	134.75%
大理州	68.77	630.20	10.91%	38.59%	563.79%	2058.13%	157.25%
普洱市	74.61	457.18	16.32%	44.42%	825.54%	1582.49%	140.92%
临沧市	49.68	483.35	10.28%	53.20%	970.78%	1831.58%	169.57%
文山州	17.87	514.86	3.47%	39.64%	754.70%	842.64%	130.97%
保山市	47.09	478.66	9.84%	41.07%	737.88%	1625.89%	183.46%
德宏州	47.84	325.32	14.71%	58.49%	703.86%	924.74%	142.08%
丽江市	10.93	298.81	3.66%	52.38%	656.15%	1781.80%	159.37%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 22 2021 年云南省各市（州）债务负担情况（单位：亿元）

从市（州）债务负担来看，“（发债城投企业全部债务+地方政府债务）/GDP”较高的市（州）分别为昆明市、德宏州、丽江市和临沧市，比值分别为 74.91%、58.49%、52.38%和 53.20%，曲靖市、玉溪市和楚雄州该比值均低于 35.00%。从“（发债城投

企业全部债务+地方政府债务)/综合财力”来看，昆明市和玉溪市综合财力对“发债城投企业全部债务+地方政府债务”支持保障能力相对较弱，文山州和曲靖市支持保障能力强。

表 8 2023 年云南省城投企业到期债券规模及占财政收入的比重

市（州）	2023 年到期债券 （亿元）	2023 年到期债券/2021 年一 般公共预算收入（%）	2023 年到期债券/2021 年政 府性基金收入（%）	2023 年到期债券/2021 年综 合财力（%）
昆明市	361.69	52.49	80.18	24.73
红河州	26.15	16.28	31.26	4.71
玉溪市	20.00	13.91	22.49	5.71
曲靖市	18.14	10.86	31.46	3.41
大理州	11.00	9.84	35.92	2.74
普洱市	7.90	14.27	27.35	2.44
保山市	3.51	5.41	11.92	1.35
文山州	2.32	3.40	3.80	0.59
德宏州	2.00	4.33	5.69	0.87
丽江市	1.40	3.07	8.35	0.75
楚雄州	0.00	0.00	0.00	0.00
临沧市	0.00	0.00	0.00	0.00

注：楚雄州和临沧市城投企业 2023 年到期债券规模均为 0

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从云南省各市（州）城投企业 2023 年到期债券规模占一般公共预算收入、政府性基金收入和综合财力的比重看，昆明市 2023 年到期债券占 2021 年一般公共预算收入、政府性基金收入和综合财力的比重为各市（州）中最高，其余市（州）政府财力对当地城投企业到期债券的支持保障能力尚可。

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。