

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

隐债化解背景下租赁公司城投业务何去何从

联合资信 金融评级二部 张帆



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



摘要：

地方政府隐性债务起源于分税制改革引起的地方财权和事权不匹配，地方政府举债意愿扩张加大了地方政府隐性债务风险。中发〔2018〕27号文的出台开启了地方政府的“十年化债”之路。2023年进入隐债化解的第五年，7月中央政治局会议提出、8月十四届全国人大常委会第五次会议审议的一揽子化债方案已开始落地。城投平台作为地方隐债的重要载体，随着地方隐债化解，短期来看，城投平台违约风险下降，但长期来看，城投平台与政府信用脱钩，向市场化转型，城投平台信用风险分化加大。

租赁融资因其灵活性等特点，成为城投平台非标融资的重要渠道。而对于部分租赁公司来说，城投业务背靠政府信用，项目收益率较高，是其重点拓展的优质项目。众多涉及租赁公司城投业务的监管文件并非禁止租赁公司开展城投业务，而是监管城投平台违规融资所引起的隐性债务。未来，租赁公司仍可以在合规的框架下开展城投业务，城投业务也有望更加规范。由于租赁公司城投客户资质相对下沉，需关注隐债化解过程中，城投客户信用资质的变化情况。此外，还有部分主要从事城投业务的租赁公司或将向产业类业务转型，对其风险控制水平提出更高的要求，需关注租赁公司业务转型风险。

正文：

一、 隐性债务的由来以及化解情况

地方隐性债务起源于分税制改革造成的地方财权与事权不匹配，而地方政府举债意愿扩张加大了地方政府隐性债务风险；2015年以来我国共进行过三轮隐债化解，但化债目标尚未实现；2023年7月中央政治局会议提出、8月十四届全国人大常委会第五次会议审议的一揽子化债方案已开始落地。

在本文的开篇，我们需要先厘清何为地方隐性债务、何为地方政府融资平台（以下简称“城投平台”）。“地方隐性债务”的概念在2017年7月中央政治局会议上首次被提出；之后，《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）正式定义隐性债务为地方政府在法定债务预算之外，直接或间接以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。城投平台以《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号）中的定义为普遍认识，即由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。城投平台是地方隐性债务的重要来源。

隐性债务起源于1994年分税制改革导致的地方财权与事权不匹配、收支不平衡，地方政府债务融资需求增加。而旧《预算法》（1995年）、《担保法》（1995年）、《贷款通则》（1996年）限制了地方政府通过发债、贷款、担保等渠道进行融资。于是，地方政府纷纷通过土地划拨等方式设立城投平台，并通过城投平台进行举债，将资金用于本应由财政预算安排支出的公益性项目建设，这即是早期的隐性债务。2008年，为应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展，我国政府推出四万亿投资计划。2009年，人民银行、原银监会下发《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发〔2009〕92号），支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。城投平台进入高速

发展期，城投平台举债融资规模迅速膨胀，伴随而来的是地方政府违规或变相提供担保、偿债风险加大，隐债规模激增，地方政府债务问题愈发严重。

直至国发〔2010〕19号文及其配套文件《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412号）等文件的出台，开启了对城投平台的监管时代。2014年新《预算法》以及《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号文）的出台，构建了地方债务管理的法律制度框架，明确了“开前门（即开放地方政府依法适度举债的权限）、堵后门（即制止地方政府违法违规举债）”核心监管思路，城投平台也被逐渐剥离政府融资职能，向市场化转型。2018年，国务院以密件形式下发中发〔2018〕27号文以及一系配套文件，旨在进一步整治地方政府隐性债务，促使城投平台与政府信用切割，开启地方政府的“十年化债”之路。

2015年以来，我国共进行过三轮化债：第一轮（2015—2018年）在全国范围内发行地方政府置换债券，采用全域性、中央兜底的方式进行“非标转标”；第二轮（2019年）实行建制县隐债化解小规模试点，缓解尾部风险，财政部选取了辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份，采用竞争性立项的方式选择部分县市开展隐性债务风险化解试点，本轮仍采用地方政府置换债券；第三轮（2020年12月—2022年6月）通过发行特殊再融资债券，用于建制县区隐性债务化解试点扩容、辅助高风险地区化债以及京沪粤全域无隐债试点。

中发〔2018〕27号文要求地方政府在未来5~10年内化解隐性债务，十四五规划中将“稳妥化解地方隐性债”作为未来五年的重点工作目标。2023年已是化解地方隐债的第五年，但化债目标并没有很好的实现。2023年7月24日，中央政治局会议提出“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8月28日，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》明确“防范化解地方政府债务风险”是下一步财政五大重点工作之一，“地方政府承担隐债化解主责”“遏增量、化存量”为主要原则。2023年10月以来，各地披露特殊再融资债发行规模超7200亿元，主要集中在城投平台信用利差较高地区，是一揽子化债方案积极推进的重要信号。

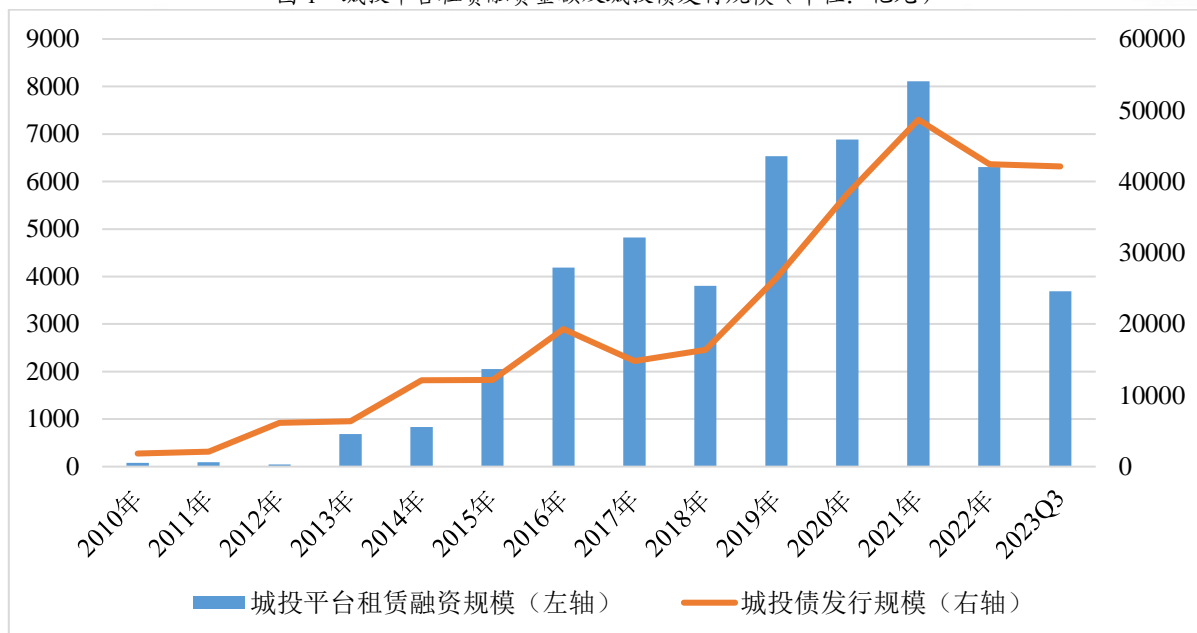
二、 租赁公司城投业务发展情况

租赁融资因其灵活性等特点，成为城投平台非标融资的重要渠道。伴随着租赁融资需求的提高，租赁公司城投业务自2013年起进入快速增长阶段，其中2018年经历了短暂下降；2022年以来，受到监管政策的影响，租赁公司城投业务进入下降阶段；租赁公司城投客户资质相对下沉。

城投平台的融资渠道包括银行借款、债券和非标融资，非标融资又可以进一步分为信托、融资租赁、定融和债权投资计划等。融资租赁由于其灵活性及缺乏有效监管等特点成为城投平台非标融资的重要力量。对于租赁公司来说，城投业务背靠政府信用，单笔金额较大，项目收益率较高，对业务专业性的要求相对不高，部分租赁公司将城投业务作为重点拓展的优质业务。

从事融资租赁业务的企业根据其监管机构及性质分为金融租赁公司和融资租赁公司。为观察金融租赁公司和融资租赁公司（以下统称为“租赁公司”）城投业务发展情况，本文选取了企业预警通披露的中登网租赁融资事件信息作为基础数据进行统计，需要注意的是，少部分融资租赁事件未披露金额数据，可能对数据的完整性产生一定影响。

图1 城投平台租赁融资金额及城投债发行规模（单位：亿元）

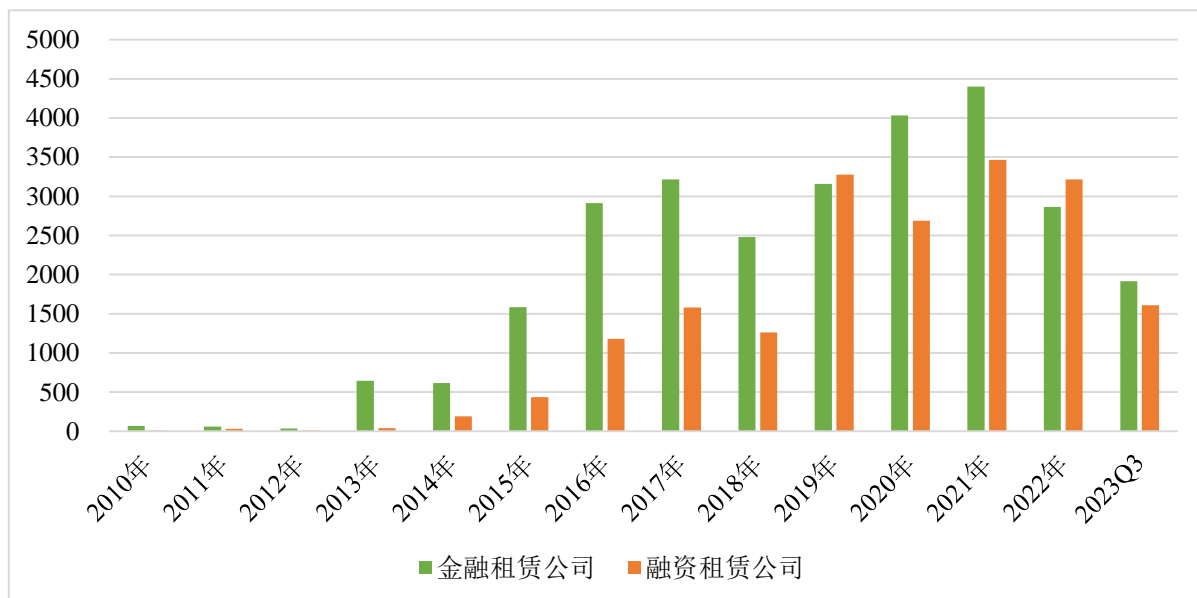


注：1. 租赁融资金额系中登网登记的租金金额/租赁财产价值

2. 上述数据包含金融租赁公司和融资租赁公司

资料来源：企业预警通、Wind，联合资信整理

图2 金融租赁公司和融资租赁公司城投客户租赁融资金额对比（单位：亿元）



注：租赁融资金额系中登网登记的租金金额/租赁财产价值

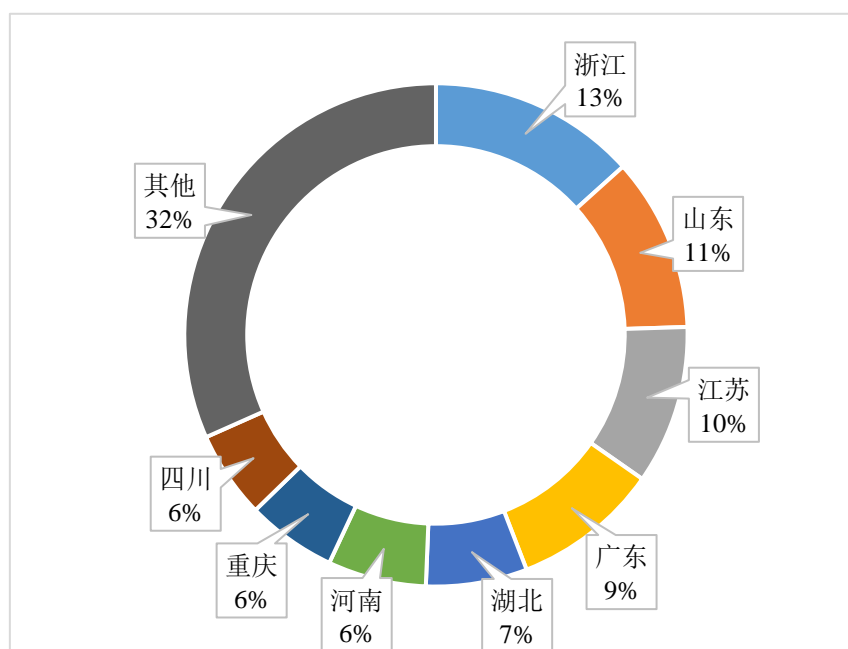
资料来源：企业预警通，联合资信整理

由图1可以观察到，租赁公司城投业务从2013年开始进入快速发展阶段，背后原因是2010年监管层控制城投平台贷款后，以信托为代表的影子银行向城投平台输血，而2012年底《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463号）限制了基建类信托的开展，融资租赁正契合了城投平台的融资需求。租赁公司城投业务规模与城投债发行规模的变动趋势基本正相关，但在2017年、2018年和2023年前三季度发生了背离。2013年以来，租赁公司城投业务规模出现2次同

比下降，分别为 2018 年和 2022 年。为进一步整治地方政府隐性债务，促使融资平台与政府信用切割，国务院下发中发〔2018〕27 号文及相关配套文件，2018 年租赁公司城投业务投放经历了短暂的下降。但考虑到地方政府面临的化债压力较大，《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》（国函办〔2019〕40 号）指导金融机构和融资平台公司对隐性债务进行置换，其中一种方式就是贷款置换非标，2019 年租赁公司城投业务大幅反弹。随着《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〔2021〕15 号）以及《关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》（银保监办发〔2022〕12 号）的发布，2022 年租赁公司城投业务开始下滑，但从图 2 可以看到，因融资租赁公司不是银保监〔2021〕15 号文和银保监办发〔2022〕12 号文的直接发文对象，其城投业务降幅不及金融租赁公司。2023 年前三季度，租赁公司城投业务同比持续下降。

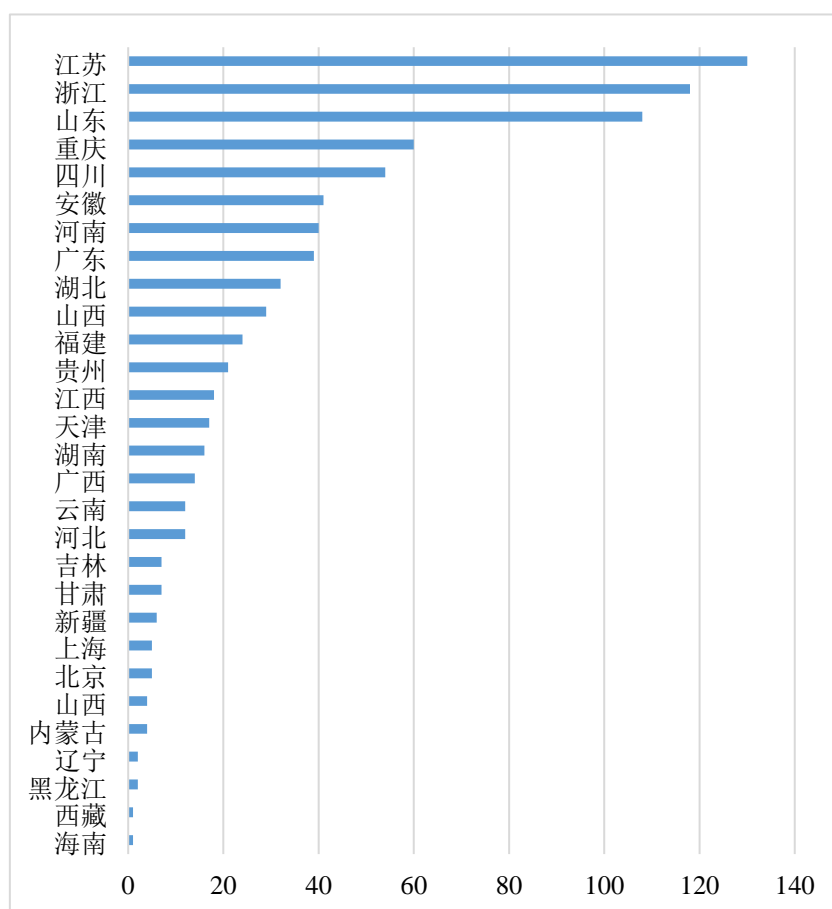
从区域分布看，2023 年前三季度，城投平台租赁融资金额占比超过 5% 的地区见图 3，其中，浙江省、山东省和江苏省是前三大省份，上述三个省份亦是城投债发行规模前三大的省份。从城投客户数量看（见图 4），2023 年前三季度，城投客户数量前三的省份分别为江苏省、浙江省和山东省，重庆市和四川省次之。

图 3 2023 年前三季度城投平台租赁融资金额分区域占比情况



注：上图中列举的地区系金额占比超过 5% 的省份
 资料来源：企业预警通，联合资信整理

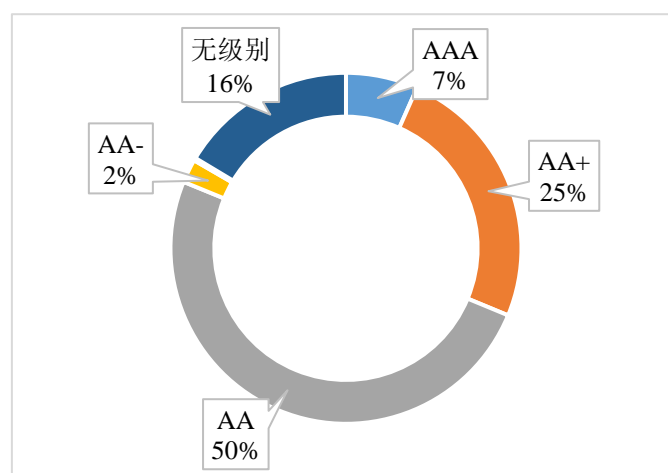
图 4 2023 年前三季度租赁公司城投客户区域分布情况（单位：家数）



资料来源：企业预警通、DM、Wind，联合资信整理

从城投客户资质看，2023 年前三季度，租赁公司城投客户主体评级以 AA 为主（见图 5），平台层级以区县级和市级为主（见图 6），客户资质相对下沉。

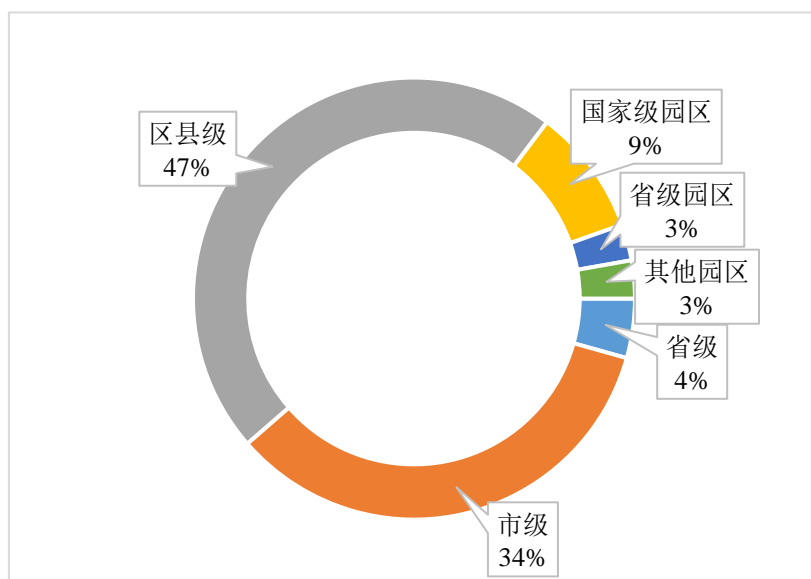
图 5 2023 年前三季度租赁公司城投客户主体级别分布情况



注：占比为城投客户数量的占比

资料来源：企业预警通、DM、Wind，联合资信整理

图 6 2023 年前三季度租赁公司城投客户平台层级分布情况



注：占比为城投客户数量的占比

资料来源：企业预警通、DM、Wind，联合资信整理

三、 隐债化解背景下租赁公司城投业务未来展望

城投平台作为地方政府隐债主要承接主体，随着地方隐债化解，短期来看，违约风险有所下降，但长期来看，信用风险分化将加大；而作为重要的非标融资渠道的租赁融资来说，监管政策将进一步规范租赁公司城投业务开展。未来，租赁公司仍可以在合规框架下开展城投业务，但业务风险将提升、竞争将加剧，需要关注其城投客户信用风险变化情况；此外，部分从事城投业务的租赁公司将向产业类项目转型，亦需关注业务转型风险。

城投平台是地方政府隐性债务的重要承载主体，隐债化解对城投平台个体资质、融资需求等方面均将产生不同影响，也将进一步对租赁公司城投业务产生影响。此外，租赁公司城投业务还受监管政策的影响。

城投平台个体资质方面，从短期来看，化解隐性债务有助于城投平台债务瘦身、降低短期债务风险，城投平台违约风险下降；但长期来看，随着政府隐债逐步清零，城投平台不再承担政府融资职能，其有息债务均变为经营性债务，城投平台债务与政府信用剥离，其信用风险分化将加大。首先，需关注城投平台市场化转型的情况，转型不能偏离其核心竞争力，对于转型成功的城投平台，自身具备造血功能，在合规框架下与政府开展公益性项目，在隐债清零后转为强国企，信用风险将下降；对于转型不成功的城投平台，尤其是选择下行周期产业或进入自身缺乏资源禀赋产业的平台，信用风险将上升。其次，应关注城投平台地位边缘化的风险，多地政府正积极推进城投平台整合升级，但在整合的过程中，部分城投平台将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，此类城投平台信用风险将上升。最后，尾部区域的城投平台信用风险或将上升，在信用收缩周期，尾部区域城投平台融资环境趋弱，不得不通过高成本、短期限的再融资进行债务滚续，虽然短期内风险得到缓释，但长期偿债压力有所加大。

城投平台融资需求方面，短期看，随着新一轮隐债化债方案的落地，城投平台融资需求或将下降；长期看，随着城投平台政府融资职能逐步被地方政府债券所替代，其融资需求来自于经营性融

资需求，受政策周期性的影响或将减弱。

租赁公司监管政策方面，银保监〔2021〕15号文要求银行保险机构要进一步规范各类业务管理，不得通过理财、信托、保险、融资租赁等方式违规向融资平台公司提供融资或绕道置换不符合条件的隐性债务。银保监办发〔2022〕12号文引导金融租赁公司摒弃“类信贷”经营理念，突出“融物”特色功能，加强构筑物作为租赁物的适格性监管，严禁将道路、市政管道、水利管道、桥梁、坝、堰、水道、洞，非设备类在建工程、涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物。银保监办发〔2022〕12号文从租赁物的角度进一步限制了金融租赁公司的城投业务，城投业务常见的租赁物如管网和道路已不再具备可操作性。在融资租赁监管转隶地方金融监管局后，河北、江苏、山东、福建、湖南等地的地方金融监管局相继出台对融资租赁公司的监督管理指引，限制融资租赁公司违规向政府融资平台提供融资、要求地方政府违规进行担保。2022年10月，深圳市地方金融监督管理局也发文要求融资租赁公司不得开展涉新增地方政府隐性债务的业务。

表1 地方监管关于融资租赁公司城投业务的相关文件

发文时间	发文机构	文件名称	相关内容
2019年10月	常州市地方金融监督管理局	《常州市融资租赁行业监管工作实施细则（试行）》	外资融资租赁公司不得以任何形式为承担政府公益性项目的地方政府融资平台公司提供直接或间接融资。
2020年8月	河北省地方金融监督管理局	《融资租赁公司监督管理实施细则（暂行）》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等。
2021年1月	江苏省地方金融监督管理局	《江苏省融资租赁公司监督管理实施细则（试行）》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或者要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等。
2021年12月	山东省地方金融监督管理局	《山东省融资租赁公司监督管理暂行办法》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等。
2022年1月	福建省地方金融监督管理局	《福建省融资租赁公司监督管理实施细则（试行）》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或者要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等。
2022年10月	深圳市地方金融监督管理局	《关于严禁开展涉地方政府隐性债务的业务的通知》	各融资租赁公司应当严格遵守《融资租赁公司监督管理暂行办法》（银保监发〔2020〕22号）及地方政府隐性债务管理相关法律法规，不得开展涉新增地方政府隐性债务的业务。一是要完善尽职调查，不得违法违规提供实际依靠财政资金偿还的融资。二是要规范租赁物管理，不得以公益性资产、在建工程作为租赁物。三是要不得违规向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或要求担保、承诺还款等。

2022 年 11 月	湖南省地方金融监督管理局	《湖南省融资租赁公司监督管理实施细则》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台提供融资或要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款。
2023 年 6 月	山西省地方金融监督管理局	《融资租赁公司设立、变更和终止工作指引（试行）》	融资租赁公司不得违反国家有关规定向地方政府、地方政府融资平台公司提供融资或要求地方政府为租赁项目提供担保、承诺还款等。

资料来源：公开资料，联合资信整理

需要注意的是，前文众多监管文件并非禁止租赁公司开展城投业务，而是监管城投平台违规融资所引起的隐性债务。因此，在合规的框架下，租赁公司仍可以开展城投业务，租赁物的适格性监管将更加严格，租赁公司的城投业务也将更加规范。随着城投平台逐步与政府信用脱钩，未来租赁公司应更加关注于城投平台的自身信用资质，而非政府信用，因此对其业务的专业性提出更高要求。由于隐债化解时，地方政府倾向于优先层级高、重要性高的平台，城投平台信用分险分化将加大，需要关注城投客户信用风险的变化情况。另外，随着隐债逐步清零，城投平台完成市场化转型，资质强的城投平台融资渠道更加通畅，对于资金成本较高的租赁融资的需求下降，租赁公司城投客户的资质或将进一步下沉。由于各家租赁公司自身资源禀赋的不同、对于城投业务风险判断的不同以及风险容忍度的差异，未来对于城投业务的业务策略也不尽相同。经了解，有部分租赁公司仍继续开展城投业务，但主要选取有稳定经营现金流的城投平台；也有部分租赁公司停止对城投业务的投放。此外，还有部分主要从事城投业务的租赁公司向产业类转型，由于产业类项目需要更强的专业度，需要更高的风险控制水平及组织人员配备，同时，短期业务尝试带来的盈利方面的波动，亦是对租赁公司经营的重大考验，需关注租赁公司业务转型风险。

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。