

作者：张妍

邮箱：research@fecr.com.cn

城投债发行量稳步回暖，关注山东省后续化债行动

——2023年2月中国城投债市场运行报告

摘要

政策方面，2月16日出版的第4期《求是》杂志发表习近平总书记2022年12月15日在中央经济工作会议上重要讲话的一部分《当前经济工作的几个重大问题》。习总书记在讲话中强调“防范地方国有企事业单位‘平台化’、要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型”也透露出今年政府工作和监管部门监管的重点。未来，城投的财政兜底预期或将逐渐打破，通过分类推进融资平台公司市场化转型，将逐渐推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。**地方政策方面**，近期，各省份陆续发布的2023年的财政预算报告除了强调地方隐性债务管理，江西和重庆等省份还提出推动融资平台优化升级。此外，之前受到关注的柳州市召开柳州市国有企业发行债券推介会，并表示完企业债券风险预警机制，实时监控到期债券的兑付安排，提前逐笔督促落实偿债资金来源；甘肃省金融监管局党组书记也在某投资人活动上表示确保省企业按期足额兑付债券。

一级市场方面，2月共发行606只城投债，发债主体合计449家，发行量总计3916.52亿元，偿还量总计2018.15亿元，城投公司通过债券市场净融资额为2211.66亿元。为排除春节因素影响，本文用1-2月城投债发行平均值与去年同期发行规模进行比较，1-2月城投债发行平均规模较去年同期增长2.96%，偿还量同比增长35.24%，净融资量同比下降29.2%。2月大多数省份城投债发行量、净融资量较1月上升明显，城投净融资量边际有所增长。城投债净融资规模的区域仍集中在江苏、浙江、山东等传统发债大省，值得注意的是是一些近期受关注的省份例如云南、贵州、山西等在2月发行了一定规模的城投债。

二级市场方面，2月国债收益率整体走阔，城投债利差整体呈下行趋势。区域利差上，除天津外其余省份城投债信用利差呈现收窄趋势；其中，广西（-82.09BP）城投债信用利差收窄幅度最大。

2月没有发生城投公司主体级别调整情况，有2只债券被评级公司下调了债券级别。2月份共有20只城投债取消发行，较上月大幅下降，原计划发行规模总和为131亿元；2月没有推迟发行的城投债。

本月特别关注区域为山东省，山东省经济实力和财政实力居全国靠前水平，但区域债务规模较大、短期到期规模大，再加上近期区域内城投的负面舆情等不利因素，影响市场投资者情绪。中央层面对山东省债务化解的重视以及资源的倾斜在一定程度上利好山东省城投债市场。因此，整体看山东省虽债务规模较大，但整体可控。

相关研究报告：

1. 《2022年1月中国城投债市场运行报告：城投债发行量回升，信用利差收窄明显》，2023.2.16.

2. 《2022年12月中国城投债市场运行报告：城投债发行量同比大幅下降，信用利差持续走阔》，2023.12.17

3. 《2022年11月中国城投债市场运行报告：城投债发行量同比大幅下降，信用利差持续走阔》，2022.12.15

4. 《2022年10月中国城投债市场运行报告：城投债发行量回落，信用利差走阔明显》，2022.11.20

5. 《2022年9月中国城投债市场运行报告：城投债发行量回落，信用利差收窄明显》，2022.10.20

6. 《2022年8月中国城投债市场运行报告：城投债发行量回升，关注甘肃省未来偿债压力》，2022.10.9

目录

一、相关政策动态.....	3
(一) 中央政策动态.....	3
(二) 地方政策动态.....	4
二、一级市场表现情况.....	5
(一) 发行与到期.....	5
(二) 发行利率.....	8
三、二级市场利率与利差分析.....	9
(一) 到期收益率.....	9
(二) 利差分析.....	10
四、特别关注信息.....	11
(一) 信用级别调整.....	11
(二) 推迟或取消发行债券.....	12
(三) 特别关注区域——山东省.....	12
五、总结与展望.....	14

一、相关政策动态

（一）中央政策动态

1. 当前经济工作的几大重点问题：防范化解地方政府债务风险

2月16日出版的第4期《求是》杂志发表习近平总书记2022年12月15日在中央经济工作会议上重要讲话的一部分《当前经济工作的几个重大问题》。习近平总书记在讲话中强调“有效防范化解重大经济金融风险，要统筹好防范重大金融风险和道德风险，压实各方责任，及时加以处置，防止形成区域性、系统性金融风险；防范化解地方政府债务风险。要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。要禁止各种变相举债行为，防范地方国有企事业单位‘平台化’；要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型”。

防范化解地方政府债务风险是近年政府一再强调的问题。举债融资对地方政府来说是把“双刃剑”，政府通过举债融资开展基础设施建设，但从另一面也增加了地方政府的债务压力。虽然我国整体的地方政府债务可控，但一些地方的政府债务问题仍然突出。此外，城投公司的负面风险事件在市场上引起较大影响也使得城投债务作为地方政府的隐性债务的问题更加受到地方政府关注。习总书记在讲话中强调“防范地方国有企事业单位“平台化”、要加强对融资平台公司的综合治理，推动分类转型”也透露出今年政府工作和监管部门监管的重点。未来，城投的财政兜底预期或将逐渐打破，通过分类推进融资平台公司市场化转型，将逐渐推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。

2. 2023年财政工作的重点之一：遏制隐性债务增量，规范地方政府融资平台公司管理，对隐性债务问题仍保持高压态势

2月2日，财政部官网发布财政部部长刘昆的《在全国财政工作会议上的讲话（节选）》（下称“讲话”）一文，其中对于如何做好2023年财政工作，给出了需要重点把握的5个方面，其中一方面提到“遏制隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，规范地方政府融资平台公司管理，牢牢守住不发生系统性风险底线”。刘昆部长继续提出“积极稳妥防范化解风险隐患，牢牢守住不发生系统性风险底线。要继续抓实化解地方政府隐性债务风险。要加强地方政府融资平台公司治理。从解决基础性问题入手，对融资平台公司进行有效治理，防范地方国有企事业单位“平台化”。逐步剥离政府融资功能，聚焦主业发展，建立现代企业制度，规范法人治理结构，形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制。要积极配合防范化解重要领域风险。各级财政部门要有综合视野、全局意识，密切关注本地区相关领域的风险隐患，及时向党委、政府和上级部门报告情况，参与风险处置过程中要守住财政底线”。

今年的财政工作重点把握方面仍然强调牢牢守住不发生系统性风险底线，但是今年的讲话内容在地方政府隐性债务化解方面较2022年用了更多的篇幅描述。刘昆部长的讲话中明确提到“规范地方政府融资平台管理”、“对融资平台公司进行有效治理”、“逐步剥离政府融资功能”，可以看出今年中央对城投平台的监管力度只增不减。近年在疫情冲击、房地产下行背景下，地方政府债务到期节奏加快，地方财政承压，但是监管部门仍严肃查处融资平台公司参与地方政府违法违规举债行为，坚决遏制新增隐性债务。预计今年监管部门将更关注城与地方政府隐性债务问题，问责力度将加大。

2. 货币政策执行报告：严控增量风险

2月25日，人民银行官网发布《2022年第四季度货币政策执行报告》。报告针对下一阶段主要政策思路包括“加强金融法治建设，进一步健全和完善金融风险防范、化解、处置长效机制，推动处置机制市场化、法治化、常态化。密切关注重点领域风险，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，压降存量风险、严控增量风险，加强金融、地方债务风险防控”。

（二）地方政策动态

近期，各省份陆续发布的2023年的财政预算报告除了强调地方隐性债务管理，江西和重庆等省份还提出推动融资平台优化升级。此外，之前受到关注的柳州市召开柳州市国有企业发行债券推介会，并表示完企业债券风险预警机制，实时监控到期债券的兑付安排，提前逐笔督促落实偿债资金来源；甘肃省金融监管局党组书记也在某投资人活动上表示确保省企业按期足额兑付债券。

表 1：城投相关政策及会议（不完全统计）

所在地区	时间	相关发布文件或会议	主要内容
江西省	2023/2/1	《关于江西省2022年全省和省级预算执行情况与2023年全省和省级预算草案的报告》	2023年的财政工作内容包括：进一步完善政府债务管理制度,规范政府适度举债融资行为。 贯彻落实防范化解隐性债务风险各项举措,坚决遏制隐性债务增量,积极盘活各类资金资产,稳妥化解隐性债务存量。推动市县融资平台优化升级方案落地落实。
重庆市	2023/2/2	《关于重庆市2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》	2023财政工作的整体要求包括：着力遏增量化存量，防控政府性债务风险。加强财政承受能力评估，严格审查把关政府债券投资项目，增加投资有效性。压实各方责任， 加大存量隐性债务化解力度，开展政府性债务风险防范化解行动。坚决制止违法违规举债行为，加强区县政府融资平台管理，确保财政可持续和政府性债务风险可控。
昆明市	2023/2/16	《关于昆明市2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告》	2023财政工作的整体要求包括：守住政府债务风险防线。 全面落实政府债务还本付息责任，继续加大预算安排力度，积极拓宽偿债资金来源，完善应急处置预案，落实落细债务到期预警机制，确保不发生兑付风险。依法开好政府规范举债融资“前门”，严格新增专项债券项目审核，加强债券资金使用监管，保障重点项目建设资金需求。
甘肃省	2023/2/16	甘肃省金融监管局党组书记、局长出席省公航旅集团投资人见面会	甘肃省金融监管局党组书记、局长发言提到“通过成立省市 信保基金 、统筹财政资源、协调金融机构、盘活存量资产等多形式、多渠道、多手段筹措资金，确保我省企业按期足额兑付债券，至今未发生一起债券违约事件，充分保障投资人权益”。
山东省	2023/2/20	《关于印发银行业保险业贯彻落实国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见实施意见的通知》	《通知》强调要防范化解重大金融风险，确保山东金融稳健运行。包括要指导银行保险机构常态化排查各类金融风险隐患，密切关注大企业担保圈、产能过剩行业、企业债券违约、交叉性金融业务及非法集资等领域风

所在地区	时间	相关发布文件或会议	主要内容
			险，跟踪监测重点区域、重点企业风险态势，动态分析可能存在的风险触点，及时防控和化解风险，防止风险交叉、蔓延。 加强重点领域风险防控。督促银行机构进一步做实资产质量，严格落实金融资产风险审慎分类。鼓励全国性银行向山东倾斜不良资产处置政策资源，加快工作节奏和处置进程。
柳州市	2023/2/21	柳州市国有企业发行债券推介会	柳州市相关负责人表示在会上表示，柳州将持续做好债券市场的风险防范工作，完善企业债券风险预警机制，实时监控到期债券的兑付安排，提前逐笔督促落实偿债资金来源。柳州市将持续拓展融资渠道， 通过成立柳州市偿债准备基金、统筹财政资源银行再融资等多种方式，多渠道筹措资金，确保柳州市属国有企业所有债券均能够按期足额偿付，确保债券投资人的合法权益，坚决维护好柳州的良好资本市场环境和信任基础。

资料来源：公开资料，远东资信整理

二、一级市场表现情况

(一) 发行与到期

根据 Wind 统计口径城投债，2023 年 2 月共发行 606 只城投债（见图 1），发债主体合计 449 家，发行量总计 4229.81 亿元，偿还量总计 2018.15 亿元，城投公司通过债券市场净融资额为 2211.66 亿元。为排除春节因素影响，本文用 1-2 月城投债发行平均值与去年同期发行规模进行比较，1-2 月城投债发行平均规模较去年同期同比增长 2.96%，偿还量同比增长 35.24%，净融资量同比下降 29.2%。

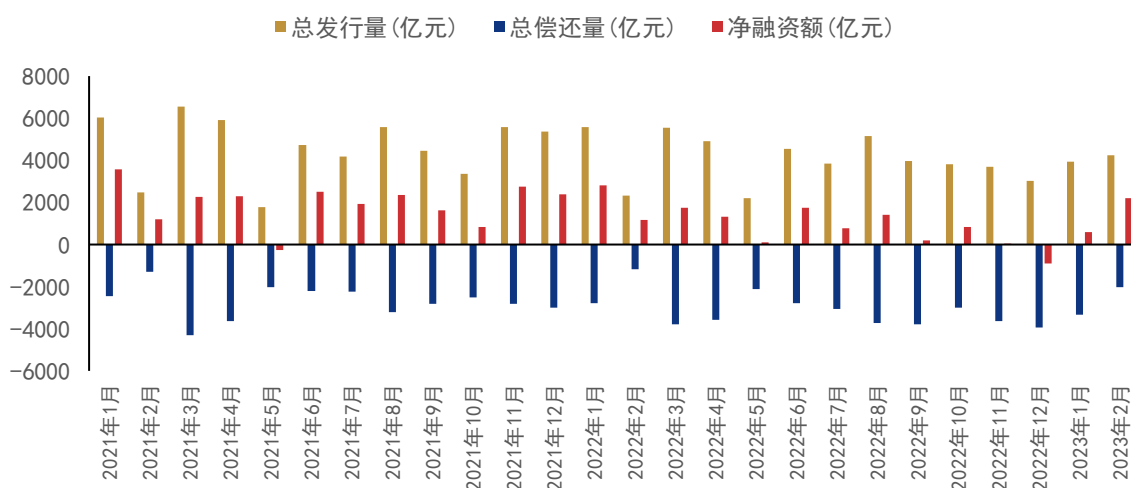


图 1：城投债债券发行情况（2021 年至 2023 年 2 月）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券类型来看，2月城投债市场发行债券类型包括私募债、超短期融资债券、一般中期票据、定向工具、一般企业债、一般公司债和一般短期融资券（见图2）。其中，私募公司债发行规模超越超短期融资债券发行量最高，定向工具和一般短期融资券发行规模也处于较高水平，整体本月发行债券类型分布与1月类似，城投债仍以私募债及超短融为主。

分期限来看，本月发行的城投债中，以1年内发行期限为主，其次是1-3年期限的债券（见图3）；本月没有发行期限超过10年的债券。

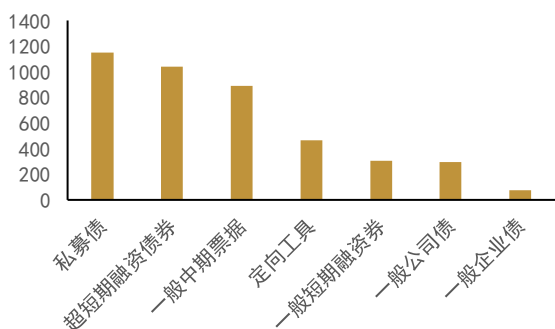


图2：城投债债券类型分布（2023年2月，单位：亿元）

注：图3横坐标期限左开右闭。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

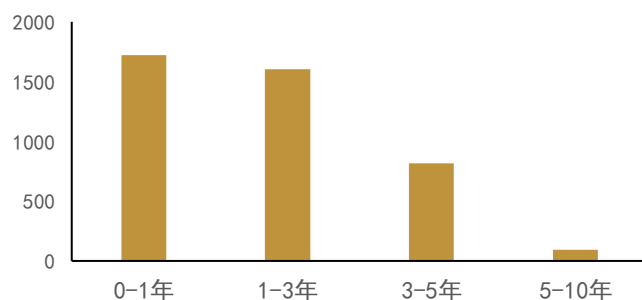


图3：城投债期限分布（2023年2月，单位：亿元）

分发行人委托信用评级级别来看，2023年2月城投债发债主体共计449家。其中，主体级别为AAA的发行人共87家，占比19.38%；主体级别为AA+的发行人最多，共有224家，占比49.89%；其次是主体级别为AA的发行人，共有137家，占比30.51%（见图4）。发行债券大部分没有债项评级，在有评级的债项中，本月新发债券的债项级别以AAA为主（见图5）。

■ AAA ■ AA+ ■ AA ■ 无级别

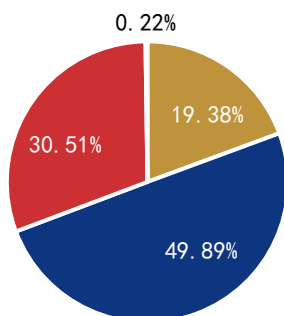


图4：城投债发债主体级别分布（2023年2月）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

■ AAA ■ AA ■ A-1 ■ 无级别

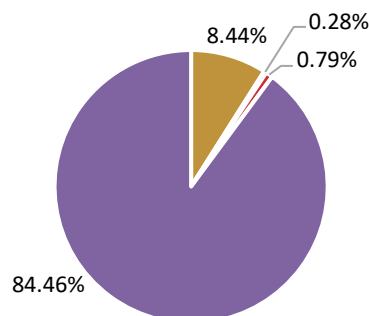


图5：城投债债项级别分布（2023年2月）

分省份来看，2023年2月共有26个省份发行了城投债（见图6），仍主要集中在传统城投债发行大省江苏、浙江和山东省。

江苏省城投债发行量仍居于全国首位，发行量较与偿还量较前月小幅下降，但偿还量下降明显，净融资额大幅上升至623.78亿元；浙江、山东城投债发行量位于第二第三，这两个省份城投债发行规模环比变化不大，但同样由于偿还量较前月大幅下降，导致净融资额出现较大增长。

1-2月，累计发行量排名前五的省份，除江苏省外城投债发行量同比¹均有不同程度的上升，其中山东省发行量增长明显，同比增长约42.8%，净融资额同比增长约12.48%，较去年同期显著增加。1-2月份城投债净融资为负的省份数量仅有2个，分别为甘肃省和贵州省。这两个省属于传统城投债融资难、融资成本高的省份，再加上近期区域内发生的风险事件，也在一定程度上加大了甘肃和贵州省的城投债融资难度。

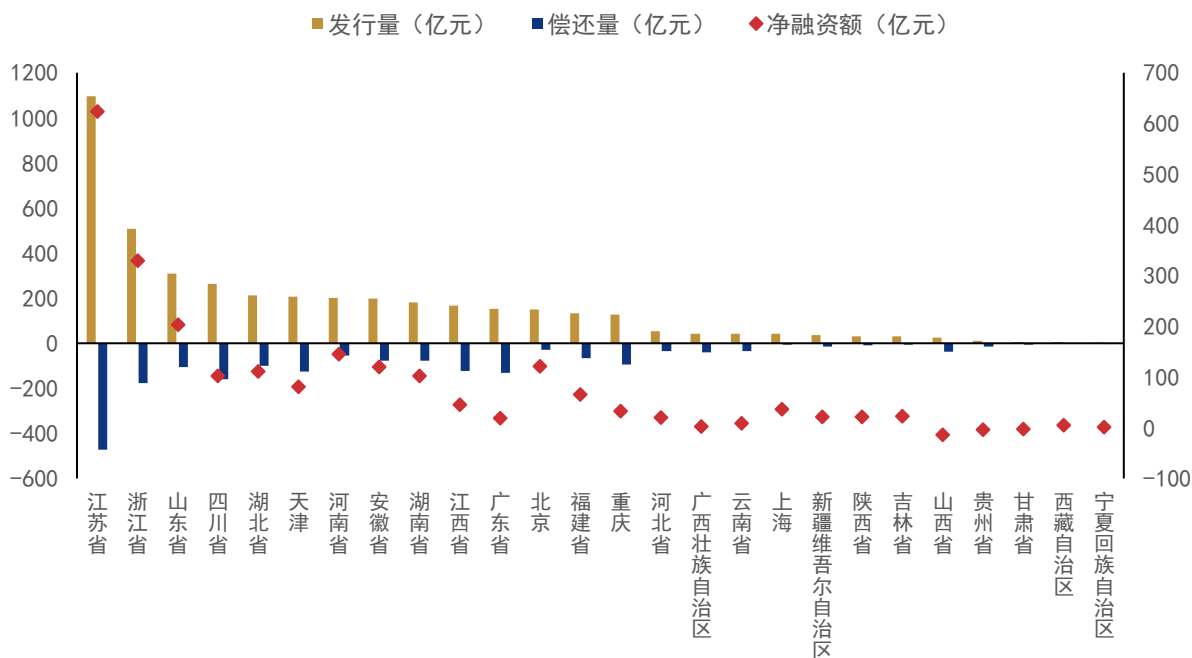


图6：2023年2月各省份城投债发行与到期情况（单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

总体而言，城投债净融资规模的区域仍集中在江苏、浙江、山东等传统发债大省，值得注意的是是一些近期受关注的省份例如云南、贵州、山西等在2月发行了一定规模的城投债，但城投债规模区域分化仍然明显。

¹ 同比数据为今年1-2月合计值的平均值（简单平均）与去年同期数据计算得到。

表 2：2023 年 2 月各省份城投债发行与到期同比环比增速情况

	发行量 (亿元)	偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	发行量同比	净融资同比	发行量环比	净融资环比
江苏省	1097.00	473.22	623.78	-5.76%	-29.98%	58.81%	290.74%
浙江省	506.42	177.18	329.24	22.61%	-34.70%	34.52%	290.80%
山东省	309.23	106.17	203.07	42.80%	12.48%	35.01%	487.69%
四川省	262.30	160.07	102.23	10.00%	-62.13%	0.51%	2660.18%
湖北省	212.10	101.10	111.00	18.63%	8.35%	55.31%	2478.73%
天津	206.20	124.72	81.48	3.12%	24.41%	-9.10%	213.57%
河南省	199.90	53.71	146.19	8.52%	-10.46%	57.05%	1789.77%
安徽省	197.87	77.14	120.73	-1.46%	-31.04%	129.11%	522.18%
湖南省	180.10	77.99	102.11	-8.93%	-39.34%	12.81%	150.24%
江西省	168.28	121.82	46.46	40.70%	-19.65%	86.81%	122.50%
广东省	152.00	132.20	19.80	0.19%	-71.27%	-28.67%	-21.47%
北京	151.00	29.00	122.00	61.27%	64.94%	357.22%	-171.42%
福建省	133.00	66.78	66.22	0.94%	-30.99%	71.08%	-1455.41%
重庆	125.90	93.18	32.72	-37.55%	-75.41%	36.32%	-678.73%
河北省	54.00	34.00	20.00	-34.50%	-76.55%	-7.59%	-185.86%
广西壮族自治区	43.01	40.62	2.39	-1.16%	-83.42%	-18.76%	-135.46%
云南省	42.50	33.80	8.70	58.37%	345.38%	42.53%	-129.60%
上海	41.50	5.00	36.50	-1.21%	-58.58%	62.12%	-815.99%
新疆维吾尔自治区	37.50	15.50	22.00	20.20%	-34.87%	248.86%	-128.45%
陕西省	32.00	10.00	22.00	-4.44%	-19.18%	-49.59%	-135.90%
吉林省	30.00	7.00	23.00	45.99%	75.25%	519.00%	-123.85%
山西省	25.00	38.20	-13.20	57.89%	48.30%	200.00%	-184.50%
贵州省	10.00	13.95	-3.95	-34.68%	2264.31%	-31.66%	67.38%
甘肃省	5.00	6.50	-1.50	-5.52%	8.51%	-16.67%	76.99%
西藏自治区	5.00	0.00	5.00	-64.34%	-50.08%	-	-191.63%
宁夏回族自治区	3.00	1.70	1.30	5.82%	-	-	-185.00%
青海省	0.00	0.00	0.00	-100.00%	-100.00%	-	-100.00%
辽宁省	0.00	7.60	-7.60	-100.00%	43.06%	-	85.80%
海南省	0.00	0.00	0.00	-100.00%	-	-25.00%	-128.00%
黑龙江省	0.00	0.00	0.00	-100.00%	-	-	87.85%
内蒙古自治区	0.00	10.00	-10.00	-100.00%	-	100.00%	102.35%

注：同比数据为今年 1-2 月合计值的平均值（简单平均）与去年同期数据计算得到；环比数据为今年 1-2 月合计值的平均值（简单平均）与去年 12 月数据计算得到；发行量、偿还量和净融资规模数据为 2 月当月数据。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二） 发行利率

2 月份，城投债的发行额加权平均利率为 4.46%，较上月下降 37BP。

分不同期限与不同主体级别来看，3 年期和 5 年期城投债融资成本总体有所下降。

3年期发债主体级别为 AAA、AA+、AA 的城投债发行量加权平均利率分别为 3.90%、4.67%和 5.29%，分别环比下行 4BP、37BP 和 47BP；3年期 AAA、AA+和 AA 级别城投债发行利差分别环比下降 11.36BP、58.37BP 和 60.12BP

5年期发债主体级别为 AAA、AA+、AA 的城投债发行量加权平均利率分别为 4.13%、4.51%和 5.39%，分别环比下行 29BP、67BP 和 21BP；5年期 AAA、AA+、AA 级别城投债发行利差分别环比下降 34.68BP、57.22BP 和 35.51BP。

分省份来看，有 6 个省份的 5 年期城投债发行量加权平均利率高于 5%（见图 7）较上个月有所减少，这 10 个省份分别为重庆、河南、新疆、陕西、广西和吉林，反映出 6 个省份的融资成本较高，融资环境有待改善。其中，广西省在 2 月城投债融资成本最高，平均票面利率为 7.2%；今年以来，广西出现不少城投公司的负面事件，投资者对广西城投公司担忧情绪上涨，融资成本居高不下。

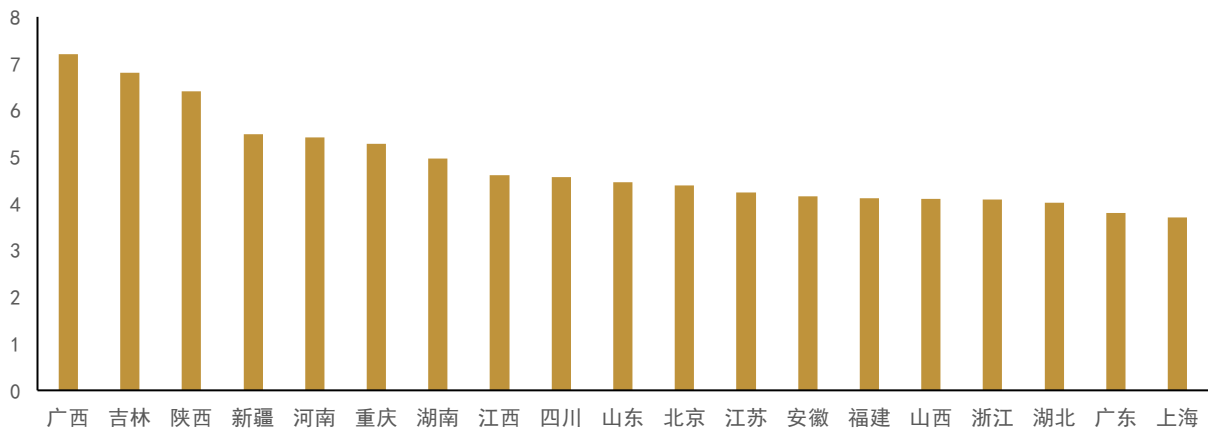


图 7：各省份 5 年期城投债发行额加权平均利率（2023 年 2 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、二级市场利率与利差分析

（一）到期收益率

根据中债城投债数据，2 月份不同期限与评级的城投债到期收益率（除 1 年期的 AAA 和 AA+级）整体呈现下降的态势（见图 8）。

具体来看 2 月份，1 年期 AAA 级、AA+级、AA 级和 AA-级城投债到期收益率分别上行 10.29BP、3.28BP 和下行 23.35BP 和 14.72BP；3 年期 AAA 级、AA+级和 AA 级城投债到期收益率分别下行 7.83BP、29.83BP、31.83 BP 和 14.83 BP；5 年期 AA+级、AA 级城投债到期收益率分别下行 23.35BP、27.35BP、26.35 BP 和 11.35BP。总体来看，2 月各评级城投债到期收益率较上月收窄。

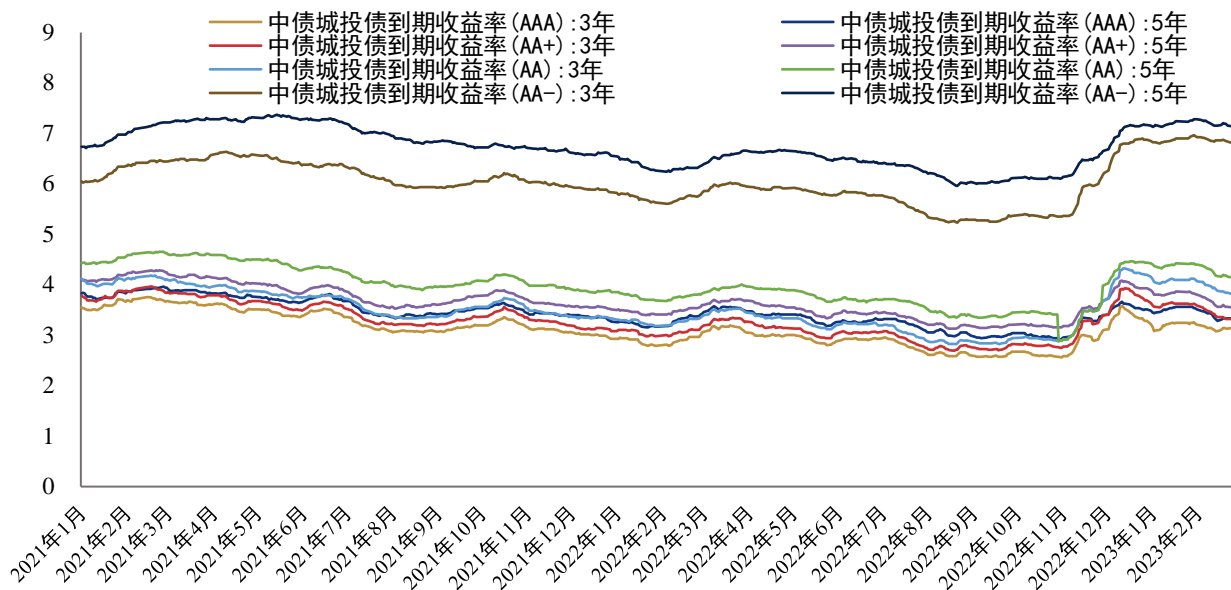


图 8：不同期限不同评级城投债到期收益率走势（2021.01.01-2023.02.28，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）利差分析

根据中债城投债与同期限国债到期收益率数据计算的信用利差，与上月末相比，月末城投债信用利差整体收窄（见图 9），且中低级别城投债利差收窄幅度明显。

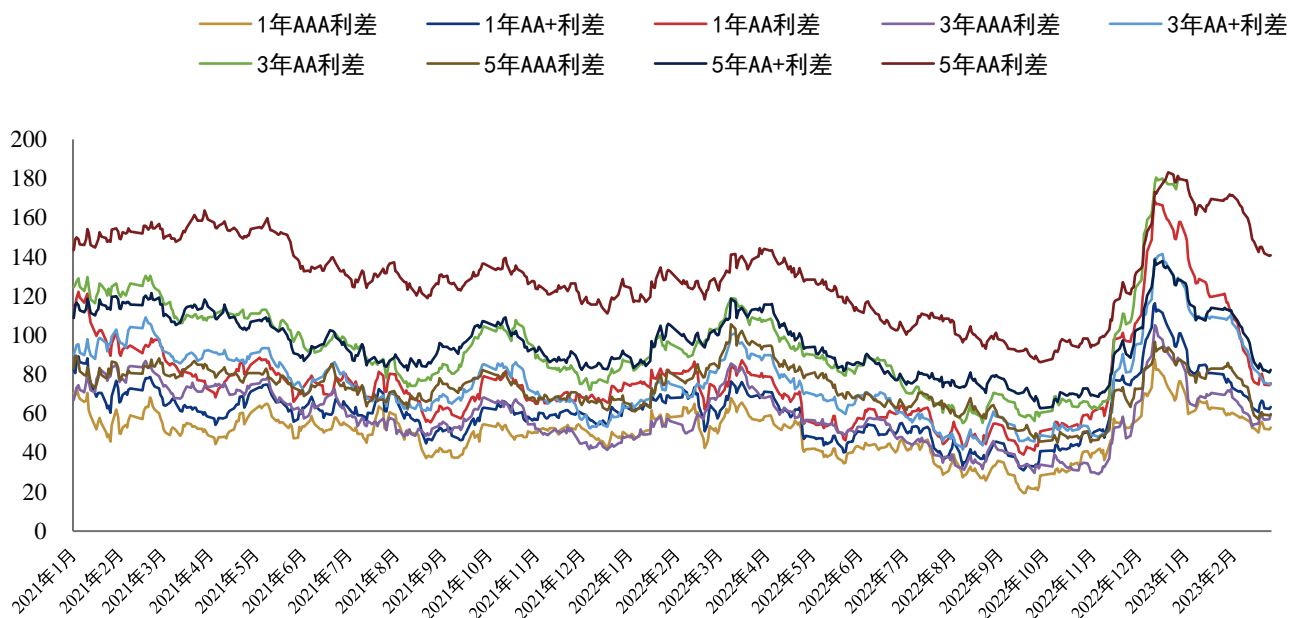


图 9：不同评级城投债信用利差（2021.01.01-2023.02.28，单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

1年期城投债信用利差中，各级别城投债信用利差均收窄，但AA级别缩窄幅度较其他级别更大，AAA级、AA+级、AA级和AA-级别城投债信用利差较上月分别收窄7.27BP、14.28BP、41.28BP和32.28BP。

3年期城投债信用利差中，各级别城投债信用利差均收窄。AAA级、AA+级、AA级和AA-级城投债信用利差分别收窄12.27BP、34.27BP、36.27BP和19.27BP。

5年期城投债信用利差与中短期趋势类似，各级别城投债信用利差均不同程度收窄。AAA级、AA+级、AA级和AA-级城投债信用利差分别收窄26.7BP、30.7BP、29.7BP和14.7BP。

总体来看，2月国债收益率整体走高，各级别城投债信用利差整体收窄。

分省份来看，根据兴业研究数据，至2023年2月28日，城投债信用利差中位数大于200BP的省份有8（见图10），较上一个月减少1个省份，依次是青海（958.64BP）、云南（585.1BP）、贵州（570.11BP）、天津（540.97BP）、吉林（367.53BP）、广西（322.27BP）、辽宁（270.03BP）、陕西（230.03BP）；除天津市信用利差较上月走阔88BP外，其余各省份的信用利差均收窄。具体来看，广西（-82.09BP）的城投债信用利差收窄幅度最大，其次是新疆（-61.88BP）和山西（-60.83BP），区域分化情况依然十分显著。2月，区域城投债利差整体有所收窄，市场情绪边际改善。

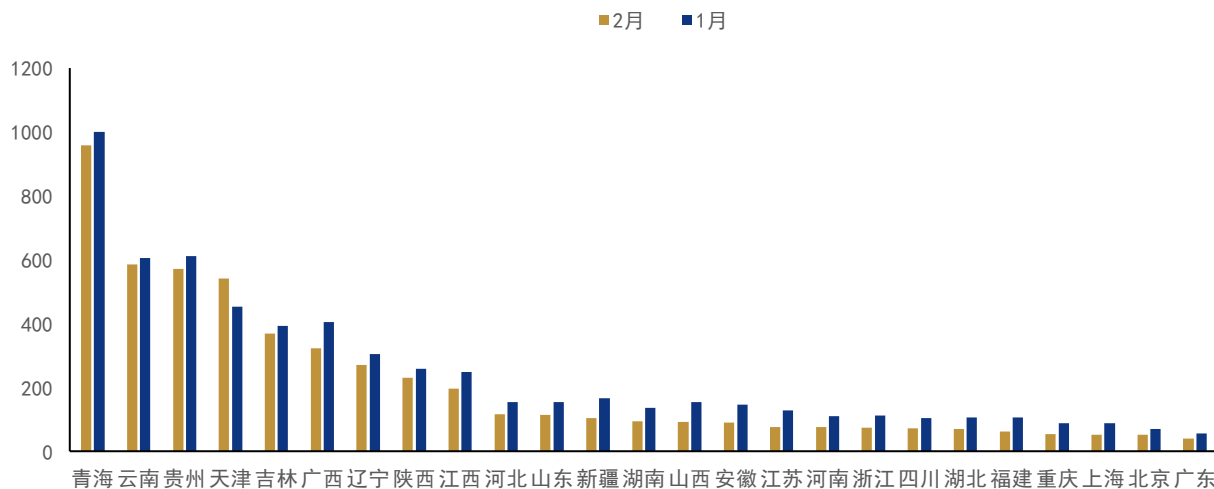


图 10：各省份城投债信用利差（单位：BP）

注：本图不包括相关数据缺失的省份。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、特别关注信息

（一）信用级别调整

根据 Wind 资讯统计的境内债券市场上发行人委托国内评级机构的评级情况，2月没有发生城投公司主体级别调整情况，有2只债券被评级公司下调了信用级别。

（二）推迟或取消发行债券

2月份共有20只城投债取消发行，较上月大幅下降，原计划发行规模总和为131亿元；2月没有推迟发行的城投债。

（三）特别关注区域——山东省

鉴于中央层面近期多次出台政策文件支持山东新旧动能转换，本文对于山东省的债务风险情况和城投债市场进行具体观察。

地区经济实力方面，2022年山东省GDP为8.74万亿元，位居全国第3位，为全国经济大省；GDP增速为3.9%，高于3%的全国GDP平均增速，排名第11位，处于全国各省份中偏上水平（见图11）。

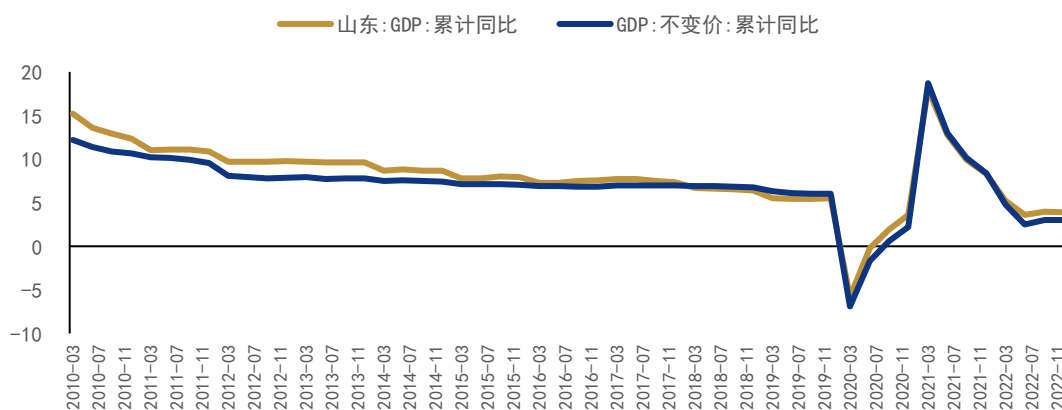


图 11: 山东省以及全国 GDP 增速 (单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

根据 Wind 资讯统计, 山东省 2022 年的财政自给率²为 58.56%, 在全国排名 9, 财政自给能力处于中偏上水平; 负债率³为 26.98%, 处于较低水平 (见图 12)。2021 年山东省的债务率⁴和债务率 (宽口径)⁵分别为 92.69%、263.11%, 宽口径债务率远高于国际警戒线水平 (100%), 存在一定的区域债务压力, 债务率和宽口径债务率在全国排名分别为第 23 名和第 17 名, 整体看债务负担处于全国中等水平。从财政实力上看, 山东省 2022 年一般公共预算收入为 7104.04 亿元, 其中税收收入占比约 67.5%, 政府性基金收入为 6080.41 亿元。2022 年, 山东省财政收入同比小幅下降 2.5%。

² 财政自给率 = 一般公共预算收入 / 一般公共预算支出 * 100%

³ 负债率 = 地方政府债务余额 / 地方 GDP * 100%

⁴ 债务率 = 地方政府债务余额 / (一般公共预算收入 + 转移性收入 + 政府性基金收入 + 国有资本经营预算收入) * 100%

⁵ 债务率 (宽口径) = (地方政府债务余额 + 发债城投有息债务) / (一般公共预算收入 + 转移性收入 + 政府性基金收入 + 国有资本经营预算收入) * 100%

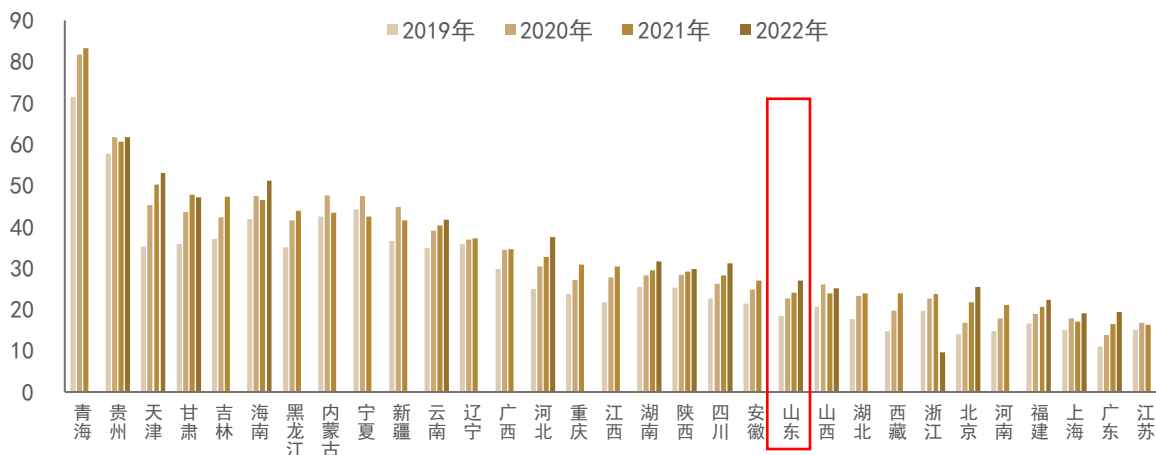


图 12: 2019-2022 年全国 31 个省、直辖市与自治区负债率情况 (单位: %)

注: 2022 年部分省份负债率数据不可得。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

山东城投平台数量和城投债存量较多, 在全国位于较高水平。截至今年 2 月, 山东省存量城投债 1492 只、规模 11707.9 亿元, 有存量债的城投平台有 245 家, 主要集中在区县级平台, 主体评级主要集中在 AA 级。近年来, 山东省城投债净融资情况整体良好 (见图 13)。2 月, 山东省城投债发行 43 只、共计 309.23 亿元。

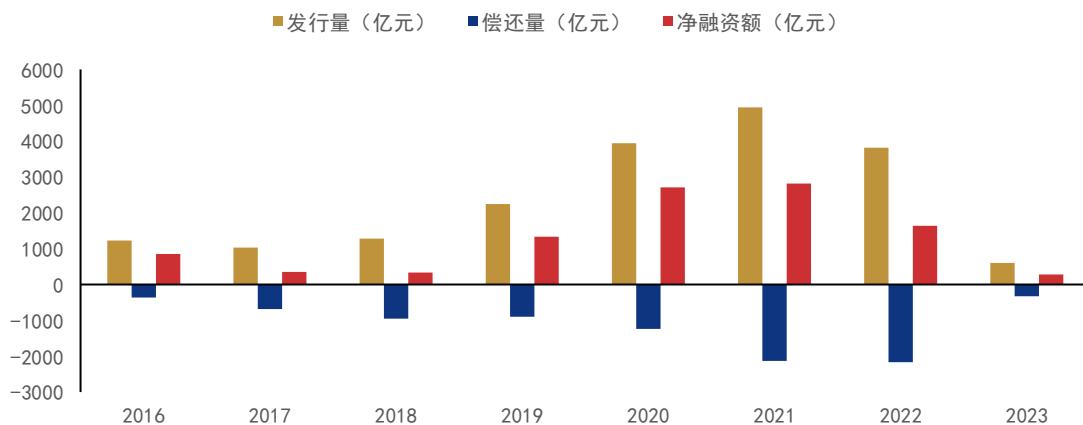


图 13: 2008 年至 2023 年 2 月山东省城投债发行与偿还情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

山东省共辖 16 个地级市, 共 58 个市辖区、26 个县级市、52 个县。2021 年山东省的省会城市和地级市中地方政府债务率 (宽口径) 除青岛和济南外均小于 400%, 其中青岛市政府债务率 (宽口径) 最高, 达 553.29%, 此外, 宽口径债务率高于 300% 的地级市还有 2 个, 分别为潍坊市 (345.54%)、济宁市 (329.14%); 其余地级市地方政府债务率 (宽口径) 在 300% 以下; 山东省债务负担分化明显, 主要集中在胶东经济圈。潍坊市是近期市场关注的区域, 2022 年以来, 潍坊区域内多次发生非标逾期, 风险事件频发导致潍坊融资环境恶化, 再加上潍坊市经济表现一般, 投资者对区域城投仍存在担忧。

2023年，如不考虑新发行债券的到期情况，山东发债城投企业到期债券规模为1882.52亿元，短期存在较大的集中偿付压力。3年内到期的债券山东发债城投企业到期债券共884只，规模为6901.4亿元，到期规模大。5年到期的债券为1350只，到期债券余额超1万亿元。

今年2月，银保监会发布《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》实施意见（银保监办发〔2023〕11号）（简称“银保监会11号文”）。11号文特别提到“加强重点领域风险防控。督促银行机构进一步做实资产质量，严格落实金融资产风险审慎分类。鼓励全国性银行向山东倾斜不良资产处置政策资源，加快工作节奏和处置进程。指导银行机构完善大型企业债务融资监测预警机制，提前制定接续融资和债务重组预案，积极配合地方推进重点企业风险化解及遗留问题解决，确保重点企业风险和担保圈风险一体化处置。坚持“房住不炒”定位，落实“金融十六条”措施，“因城施策”实施差异化信贷政策，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。积极配合化解地方政府债务风险。大力整治各类违法违规金融活动”。山东虽然是我国经济大省，经济实力和财政实力在全国均属于靠前水平，但是2022年以来，山东省多次发生的非标违约和一些区域城投公司负面舆情影响市场投资者情绪及省内城投公司的融资，再加上山东省短期债务偿还规模较大，都对山东城投债市场带来一定的负面扰动。银保监会11号文明确指出要全国性银行向山东倾斜资源，积极配合化解地方政府债务风险，是对山东省城投债市场的一大利好。

总体来看，山东省经济实力和财政实力居全国靠前水平，但区域债务规模较大、短期到期规模大，再加上近期区域内城投的负面舆情等不利因素，影响市场投资者情绪。中央层面对山东省债务化解的重视以及资源的倾斜在一定程度上利好山东省城投债市场。因此，整体看山东省虽债务规模较大，但整体可控。

五、总结与展望

聚焦城投债市场，**一级市场方面**，2月共发行606只城投债，发债主体合计449家，发行量总计3916.52亿元，偿还量总计2018.15亿元，城投公司通过债券市场净融资额为2211.66亿元。为排除春节因素影响，本文用1-2月城投债发行平均值与去年同期发行规模进行比较，1-2月城投债发行平均规模较去年同期同比增长2.96%，偿还量同比增长35.24%，净融资量同比下降29.2%。2月大多数省份城投债发行量、净融资量较1月上升明显，城投净融资量边际有所增长。城投债净融资规模的区域仍集中在江苏、浙江、山东等传统发债大省，值得注意的是一些近期受关注的省份例如云南、贵州、山西等在2月发行了一定规模的城投债，城投债规模区域分化仍然明显。

二级市场方面，2月各级别城投债信用利差整体收窄，国债收益率整体走阔，城投债利差整体呈下行趋势。区域利差上，26个省份城投债信用利差大部分呈现收窄趋势，城投债市场负面舆情发生较少；其中广西（-82.09BP）城投债信用利差收窄幅度最大，其次是新疆（-61.88BP）和山西（-60.83BP）。至2023年2月28日，城投债信用利差中位数大于200BP的省份有8个，依次是青海（958.64BP）、云南（585.1BP）、贵州（570.11BP）、天津（540.97BP）、吉林（367.53BP）、广西（322.27BP）、辽宁（270.03BP）、陕西（230.03BP）。

2月没有发生城投公司主体级别调整情况，有2只债券被评级公司下调了债券级别。2月份共有20只城投债取消发行，较上月大幅下降，原计划发行规模总和为131亿元；2月没有推迟发行的城投债。

本月特别关注区域为山东省，山东省经济实力和财政实力居全国靠前水平，但区域债务规模较大、短期到期规模大，再加上近期区域内城投的负面舆情等不利因素，影响市场投资者情绪。中央层面对山东省债务化解的重视以及资源的倾斜在一定程度上利好山东省城投债市场。因此，整体看山东省虽债务规模较大，但整体可控。

【作者简介】

张妍，伦敦国王学院金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。