

## 投资者关于城投在中国离岸美元债券市场的十大问题

联合评级国际有限公司（“联合国际”）在过去几个月内一直在与境内和境外投资者进行交流。大多数投资者对中国离岸美元债券市场中的中国地方政府和地方政府融资平台（“城投”）的信用状况感兴趣。我们在本报告中总结了投资者最常问的问题和我们的反馈。

### 1. 联合国际如何识别城投与国有企业（“国企”）？

城投是由地方政府或其他政府部门组建的独立法人实体。城投的功能主要是作为一个平台，为该地区的经济发展和社会福利执行各种公共政策任务和政府发展计划，例如城市和农村地区的基础设施项目建设、一级土地开发、作为地方政府职能的延伸提供公共产品和服务、国有资产管理。由于被归类为城投的实体通常是政府职能的延伸，与更以市场为导向的国企相比，其利润驱动力通常较低，但城投与国企之间的界限变得越来越不清晰。

近年来，许多城投开始将业务重心转移到各种以市场为导向的活动，例如材料销售或自然资源管理，我们认为应根据具体情况进行研究。如果这些业务是政策性核心业务的上下游产业，或者是区域资源竞争定位的延伸，那么地方政府愿意支持的可能性仍然较大。话虽如此，在分析一个实体从根本上是城投还是国企时，城投对市场导向活动的参与令到这分析变得不那么直截了当。

除了所有权之外，联合国际在审查实体是否应属于城投类别时，重点关注以下条件：1) 较低或有限的市场导向活动，2) 主要目的是作为政府职能的延伸提供公共产品和服务或管理国有资产，3) 依赖某种政府支持，以补贴或资金或资本/资产注入等形式用于运营和偿债，以及4) 主要目的是提供商业相关活动，但政府通常会提供必要的财政支持，以确保运营的可持续性。我们会仔细分析一个实体的独立业务重点是否不在于区域经济战略行业的发展，这将使其更有可能属于国企的类别。

**附表 1: 城投与国企的关键特征**

	城投	国企
<b>职责</b>	主要作为政府职能的延伸	支持对经济发展和社会稳定具有国家战略意义的重要产业
<b>运营模式</b>	依靠业务盈利和/或政府补贴来支持日常运营	以市场为导向，自负盈亏
<b>盈利目标</b>	主要不是以盈利为重点，而是支持地方政府的政策和任务	以盈利为重点，实现国有资产保值增值
<b>业务范围</b>	土地开发、基础设施建设、供水、供暖、公共交通等	航空航天、航运、军工、石油、化工、重工业、电子设备、有色金属等

## 2. 城投的角色如何演变？

鉴于中央政府倡导行业整合和解决隐性债务带来的风险，使更多城投参与其所在地区的整合，以提高运营效率、控制债务并降低融资成本。在核心政策职能中作用较小的城投面临更高的合并风险。如前所述，我们会逐案仔细分析城投的业务是否正在演变为更加以市场为导向的活动。

鉴于由 2021 年下半年至 2022 年第一季度中国房地产行业的气氛转弱而影响销售表现，叠加中国房地产开发商流动性紧张，导致房地产开发商参与土地拍卖的情况正在减少，此情况反映在 2021 年的第二轮和第三轮集中土地供应。因此，更多的城投参与了土地拍卖，以支持本地房地产市场的土地销售。一些城投参与度较高的地区是楼市和政府基本面较为稳定的地区，如广州、上海、无锡、苏州和南京。对于经济、财政或房地产市场基本面不太好的地区，考虑到地方政府的支持能力相对较低，对于参与这些地区土地拍卖的城投，应该更加仔细和谨慎地进行分析。

## 3. 联合国如何决定采用自上而下或自下而上的方法评估城投的信用状况？

我们采用自上而下或自下而上的评级方法，将地方政府支持的可能性和程度纳入城投的信用评级。城投对地方政府和地方经济的政策作用和战略重要性，以及城投和地方政府之间的关联性，包括但不限于所有权和控制权，是我们决定采用哪种方法的主要考虑因素。

在大多数情况下，我们对管辖区内唯一或最大的城投（明显大于第二个且难以被替代）选择自上而下的方法，因为城投从相关地方政府获得支持的可能性很高。城投通常在多个方面具有优势，例如获得重大政府项目、从政府或其他城投获得大额资产转移以及大量财政补贴。此外，政府职能明确、联动性强的城投也通常采用自上而下的方式。

由于地方政府的信用实力及其支持意愿会影响对城投的支持，如果我们对城投采用自上而下的方法，我们会将对地方政府的内部信用评估作为锚定点，把城投的信用评级从锚定点下调。另一方面，在采用自下向上方法时，我们使用城投的独立信用评级作为锚定点，并从该锚定点上调以推导城投的信用评级。

联合国可能会根据城投的业务发展及其与相关政府的关系，将城投的评级方式从自上而下改为自下而上，反之亦然。如果认为政府支持减弱，则自上而下的方法可能不适用，这可能是由于城投的战略重要性降低，政府职能减少和/或国有所有权减少。相反，更广泛的政策作用或增加国有持股可能会导致从自下而上的方式转变为自上而下的方式。

## 4. 联合国如何评估地方政府的支持意愿？

联合国主要基于四个关键因素的分析来评估地方政府为其城投提供支持的意愿：1) 战略重要性，2) 违约的潜在影响，3) 所有权和控制权，和4) 运营和财务支持。

在这四个因素中，我们认为，战略重要性和违约的潜在影响通常会对地方政府支持城投的意愿比其他两个因素有更大的影响。这反映了我们的观点，即地方政府有强烈的动机避免城投信用事故发生的不利后果，尤其是为了防范对地方经济和社会稳定以及地方政府和其他城投的借贷能力造成重大负面影响。

我们主要根据经济和财政基本面的稳健性来评估地方政府支持城投的能力。

## 5. 联合国如何评估地方政府的支持能力？

地方政府对辖区内城投的支持能力主要基于政府的信誉，而政府的信誉主要由其财政和货币基础支撑，通常与地方经济表现及其行政级别有关。地方经济活动和发展水平影响辖区的生产总值规模、生产总值增长前景和地方政府的财政收入。

一般而言，与受评实体直接相关的地方政府级别越高，受评实体的信誉度越高，地方政府的预期支持水平也越强。

我们预期区域信贷两极分化将继续扩大。高杠杆、经济基本面一般、隐性债务敞口较高的地区，如贵州、甘肃等，将继续面临融资压力。此外，地方政府的政府基金收入也受到土地出让业绩下滑的影响。山西、海南、重庆等政府性基金收入占比高、而此收入正在下降的地区也将继续面临融资压力。

## 6. 在评估地方政府的信用质量时，联合国关注的主要领域是什么？

我们将比较区域经济和财政指标、债务、杠杆、行政级别等，以评估和比较地方政府的信用质量。

我们主要通过分析生产总值规模、生产总值增长率、人均生产总值和生产总值结构来评估区域经济。总体而言，我们倾向于一个制造业和服务业高度发达的经济区域，因为我们相信它们可能提供更可持续的经济增长势头。此外，我们还会分析地方政府的地理位置和基础设施、自然资源的可用性和可及性，以及人力资源和人口结构。另外，我们还会留意到中央政府的政策在区域经济中的作用。

地方政府通常依赖三种财政收入来源：地方税收、政府性基金（主要包括土地出让收入）以及中央和/或上级政府的转移支付。我们从收入结构、增长和稳定的角度分析地方政府的财政收入。总的来说，我们倾向于多样化和广阔的税收基础。我们也更倾向于在财政支出方面有更大的灵活性和可扩展性，这有利于在财政困难时完成还本付息。

我们从债务上限、债务上升空间、收益率差、债务和负债率的角度来分析地方政府债务的结构。我们按照地方经济实力和财政实力的比例分析地方政府的债务负担水平，

以了解地方政府的杠杆水平、相关财务风险和财务灵活性。我们还会分析债务配额的使用情况，以及被广泛归类为该地区所有城投未偿债务的隐性债务水平。

## 7. 联合国际如何评估城投的独立信用状况？

我们在评估城投的信用状况时应用了业务和财务分析。与营利性公司不同，我们在业务分析中采用了一套额外的指标，如业务性质、发展趋势、经营范围和模式、资金来源、运营和资产管理效率、项目建设阶段/周期、付款方法和回款阶段，以及计划中的项目等。另一方面，我们评估城投的资产质量、资产负债表结构、盈利能力、流动性、偿还能力和信贷工具的可用性，以便进行财务分析。

特别是，我们密切关注城投的应收账款。具有大量应收账款和其他应收款（尤其是流动应收账款）的城投可能会对其流动性状况构成风险。我们分析其在这方面对关键客户的应收账款敞口，包括条款、账龄和结算趋势。此外，我们通过密切关注收到的现金金额与收入的比较来评估应收账款的收款率。

此外，我们密切关注城投是否有大量或有负债和/或为第三方担保。我们将分析这些担保的商业条款及其相关留置权，以及违约情况下为自身利益向第三方（或关联方）提出的索赔。当我们评估城投的流动性状况时，非传统融资的风险敞口和到期情况也是重点关注的因素。

总而言之，对城投的独立信用状况的评估可以反映城投所处的业务类型及其业务的基本财务稳健性，这将影响地方政府是否以及如何提供支持，以及地方政府与城投保持联系的意愿。

## 8. 联合国际对 2022 年城投发行离岸美元债券和信用状况趋势有何看法？

我们预期城投债券发行将在 2022 年保持稳定，主要受到期债券再融资需求的推动。鉴于各省和地区的财政状况和经济状况存在差异，我们认为城投之间的信贷两极分化将在 2022 年继续。我们对区域经济状况不佳、地方政府债务沉重、拥有隐性债务和负净融资额的城市和地区持谨慎态度，尤其是西北和西南地区的一些省份。

经济和财政条件较弱地区的城投将在融资和现金流可持续性方面面临更多挑战。我们也关注城投的信用风险，短期流动性紧缩加剧，非标和/或债券融资比例高的敞口。

如前所述，鉴于中央政府采取措施区分国家对城投的支持，并解决隐性债务带来的风险，我们相信行业整合将继续并且加快。城投在核心政策职能中的作用较小，政府支持的能见度较低以及由行政级别较低的地方政府支持，将面临较高的再融资风险和更高的合并风险。

此外，中国房地产行业合同销售额的恶化，以及从 2022 年开始在全国范围内实施土地销售收入集中征收，也可能会削弱地方政府的财政收入和财政状况的灵活性。

## 9. 2022 年中央政府转移支付的增加意味着什么？

中央政府宣布在 2022 年对地方政府的转移支付增加 1.5 万亿元人民币至 9.8 万亿元人民币，同比增长 18%。此外，地方政府还获得了 3.65 万亿元人民币专项债务发行的配额，与 2021 大致相同。截至 2021 年底，已提前安排 1.45 万亿元用于增加投资和稳定经济。财政部还就允许地方专项债券募集资金用途略有变动的若干原则发布了指导意见。

我们认为，转移支付的增加表明中央政府对顺利执行政府任务、在有战略重要性的地方政府的支持意愿更加明显。它加强了地方政府的财政状况，缓解了 2022 年土地销售收入预期下降带来的压力。此外，转移支付的增加将增强地方政府实施刺激措施以提振经济的能力，如减税和税项宽免等。

## 10. 城投离岸美元债发行型式的趋势如何？

一些信用状况不佳的城投在发行其离岸美元债券时会选择使用备用信用证（SBLC）。备用信用证是来自银行的担保。在债券违约的情况下，担保人（通常是商业银行）有义务偿还债务。这种做法允许在岸城投向其离岸子公司提供支持，而无需将资金或资产从中国境内转移到境外。另一方面，鉴于银行提供的担保，备用信用证支持的债券增强了它们对投资者的吸引力。

话虽如此，尽管备用信用证的提供者可能被评级，但离岸美元债券发行本身可能仍然未有评级。此外，一些信用状况较差的城投也可能会发行未评级债券，通常定义为发行人或债券均未获得信用评级。

## 附录

### 联合国际城投评级名单

发行人名称	省/市	发行人评级/展望
成都空港兴城投资集团有限公司	成都市	BBB/正面
成都都江堰投资发展集团有限公司	成都市	BBB-/稳定
成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司	成都市	BBB-/稳定
大连德泰控股有限公司	大连市	BBB+/稳定
凉山州发展（控股）集团有限责任公司	凉山州	BBB-/稳定
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	青岛市	A/稳定
绍兴市城市建设投资集团有限公司	绍兴市	A-/稳定
水发集团有限公司	山东省	A/稳定
泰州海陵城市发展集团有限公司	泰州市	BBB-/稳定
泰州华信药业投资有限公司	泰州市	BBB-/稳定
无锡市建设发展投资有限公司	无锡市	A/稳定
盐城高新区投资集团有限公司	盐城市	BBB-/正面
盐城东方投资开发集团有限公司	盐城市	BB+/稳定
扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司	扬州市	BBB+/稳定
郑州城建集团投资有限公司	郑州市	A-/稳定
来源：联合国际		

### 联合国际城投发行债务评级名单

发行人/债务人名称	日期	债务/长期发行债务评级
凉山州发展（控股）集团有限责任公司	2019-06-20	BBB-
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	2019-09-13	A-
盐城东方投资开发集团有限公司	2019-09-18	BB+
郑州城建集团投资有限公司	2019-10-30	A-
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	2019-11-01	A-
盐城东方投资开发集团有限公司	2019-11-14	BB+
郑州城建集团投资有限公司	2020-01-09	A-
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	2020-04-21	A-
绍兴市城市建设投资集团有限公司	2021-08-11	A-
扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司	2022-04-06	BBB+
来源：联合国际		

注：本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国际于2022年4月26日发表的英文版内容为准。（*Investors' Top 10 Questions on Chinese LGFVs in the China Offshore USD Bond Market*）

## 分析师

何昊洺

首席执行官

(852) 3462 9568

[stan.ho@lhratingsglobal.com](mailto:stan.ho@lhratingsglobal.com)

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

[alex.kung@lhratingsglobal.com](mailto:alex.kung@lhratingsglobal.com)

游志文

董事

(852) 3462 9586

[ben.yau@lhratingsglobal.com](mailto:ben.yau@lhratingsglobal.com)

何志忠

董事

(852) 3462 9578

[toni.ho@lhratingsglobal.com](mailto:toni.ho@lhratingsglobal.com)

业务拓展联系人

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

[joyce.chi@lhratingsglobal.com](mailto:joyce.chi@lhratingsglobal.com)

## 免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：[www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2022