



# “波澜各自起”，投资机构如何择优避险？ ——城投债务风险与风控策略研究

伍凌骏

有效防范化解重大经济金融风险是中央经济工作会议提出的2023年重点任务之一。房地产、金融市场和机构、地方政府债务三大风险中，地方政府债务风险涉及点多、面广，影响范围大、程度深，值得特别关注。

地方政府投融资平台公司（以下简称城投公司或城投）债务是地方政府隐性债务的重要来源。城投公司是由地方政府通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，拥有独立法人资格的经济实体，主要服务于地方基础设施建设，主要承担政府投资项目融资功能。资金来源方面，城投公司规模扩张的同一时期，交易所、银行间等直接融资市场和以理财、基金、券商为代表的“大资管”行业快速发展，债券成为城投公司弥补资金缺口的重要手段。近年，在产业债风险雷声滚滚、城投信仰不断充值背景下，城投债供需两旺，逐渐成为各类机构投资配置的重点资产。

2022年，全市场城投债发行量4.87万亿元，约占同期工商企业信用债发行

量的35%；截至12月末，城投债总存量13.51万亿元，约占工商企业信用债总存量的46%。但一段时间以来，房地产及土地市场承压、地方财政收入下滑、债券净融资低迷，部分欠发达地区、弱资质城投风险暴露加剧；贷款重组、非标逾期、债券技术性违约等风险事件，接连触碰投资人的敏感神经。城投公司债务风险将如何演化，投资机构应该如何完善风险识别框架，随机应变、择优避险，成为市场关注的议题。

## 一、城投公司的典型特征与“城投信仰”的形成

准确界定、识别城投公司，理解“城投信仰”背后的成因，是城投信用研究的起点。

什么是城投公司，市场并没有统一的界定（附表1）<sup>①</sup>。一直以来，金融机构通行的做法大致可分为执行政府政策规章、参考第三方数据两种。城投公司的定义最早出自国务院《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（2010年），并在几轮隐债治理过程中，逐步演化为按

伍凌骏，中银理财有限责任公司。本文系个人观点，与所在机构无关。

① 附表1~3、附图1~2为增强出版，中国知网。



照银保监会“地方政府融资平台全口径融资统计表”（2013年）、财政部“融资平台公司债务及中长期支出事项监测平台”（2021年）实施名单制分类管理。Wind、iFinD等第三方数据服务公司提供的城投口径，则多以中债城投债曲线、银保监会平台名单为基础，结合公司内部标准、市场信息进行判断。然而，随着城投的新设与整合、推进市场化转型、清理隐性债务及债务资本市场的发展，原标准的时效性、适用性面临挑战。

组织形式上，城投公司是一般公司类法人，与普通国有企业无异；而其独有的“城投信仰”，本质上是市场资金对城投公司债券等刚性兑付资产的追捧，是投资机构一致预期下产生的一致行为。因此，对于城投的界定与识别应秉持贴合实际、贴近市场。笔者认为，城投公司在股东与资本、主营业务与资产、现金流结构三方面的典型特征，使其显著区别于一般产业类国企，与“城投信仰”的形成密不可分，可作为界定、识别城投的框架基础。

### （一）股东与资本：由地方政府拨款、注入资产出资组建，原始股东为地方政府及其部门

城投公司诞生于中国城市化进程之中，早期成立时，多由地方政府以财政拨款配套土地、股权出资组建，原始股东为地方政府

（包括财政、国资、交运、园区管委会等部门），自有资金主要是划拨资产形成的资本公积。近年，在政企分开、市场化转型背景下，部分地方将城投交由国资委控股，但政府作为控股股东的仍占比三成以上<sup>①</sup>；城投公司所有者权益中，资本公积平均占比约62%，显著高于一般产业类企业。

城投公司转型的路径多是向市场化国企转变，核心是降低对财政的依赖。但作为天生的融资平台，城投公司始终处于业务上强调与政府脱钩，偿债却又依靠政府信用的矛盾之中；股东的属性、层级仍是判断一家城投控制权归属、行政等级、与政府关系密切程度最直观的要素之一。

### （二）主营业务与资产：主要从事（准）公益业务，经营效率、盈利偏弱；资产与政府高度关联，流动性偏低

城投公司主要业务类型包括基础设施建设、土地整理、棚户区改造、公用事业、资产运营等<sup>②</sup>，其中大部分本就是政府职能的延伸，属于（准）公共产品，建设周期长、经营收益低，盈利高度依赖政府补贴。2022年年报显示（附表2），城投公司平均毛利率14.29%，营业外收入在利润总额中的占比达到11.61%，平均ROA仅1.27%，业务收益不能覆盖经营成本，与一般产业类企业存在较大差距。

城投公司资产以存货和各类应收款为

① 考虑数据可得性、时效性，统计过程中选取2022年末有债券存续、有信息披露的约3 000家城投公司作为样本；其中，约66%的公司实际控制人为地方国资委，约34%为地方政府或政府部门。

② 样本公司中，60%以上主营业务涉及基础设施建设，35%经营土地整理，25%参与当地园区建设与运营、棚改与保障房建设、水电燃气等公用事业。



主，二者合计占比通常在50%以上。存货主要是各类建设项目开发成本，项目多与政府等业主签有委托代建、回购协议；应收款主要是未回收的工程款、往来款，债务人以当地政府部门、企事业单位为主。

部分基建项目回购周期长达10~20年，土地整理业务资金回笼受地方土地供应计划、房地产市场等多重因素影响，导致相关存货、应收款长期趴账；文旅景区、水电燃气等特许经营投资规模大、回报周期长，公益性资产既不能抵押也不能自由转让；2022年财报显示，城投公司存货、应收账款平均周转天数分别为8125天、423天，变现周期较长。

地方政府通常是城投公司最主要的项目业主、最大的“下游客户”，政府类业务收入高低、资产规模和占比通常被视为判断一家公司城投属性强弱、与政府信用挂钩程度的最核心要素。极端情况下，若城投公司发生债务违约、破产清算，可能会导致对政府相关资产的追偿，构成了城投和政府信用隐性的交点。

### （三）现金流：债务偿还高度依赖借新还旧，筹资周转对资金平衡起决定性作用

成立之初，城投公司股东主要通过注入土地、房产、股权等提供支持，但相关资产流动性弱、产生现金流有限。经营发展过程中，城投公司主要从事公益、准公

益业务，前期需要大量资金投入、举债筹资，后期回款周期长、回报率低，资金回笼与债务还款时间严重不匹配，只能不断借新还旧，逐渐形成了高有息负债的债务结构。

高有息负债的债务结构在现金流上表现为经营、投资活动现金长期净流出，筹资活动现金持续净流入，融资滚续对公司经营周转、债务偿付起决定性作用。以城投债募集资金用途为例，2022年全市场约90%的城投债资金用途为偿还旧债<sup>①</sup>。

股东、经营、资产等方面的国有属性和与政府的密切关联，使城投公司具备了政府隐性背书的基础；高负债经营与不断借新还旧形成的庞大债务资金市场，对区域信用融资环境有着举足轻重的影响。市场观点普遍认为，即使出现风险，地方政府为了维持经济社会稳定，倾向于为城投债兜底。迄今为止，城投债尚未出现实质性违约，个别技术性违约最终都实现兑付，一再为投资人的“信仰”充值。

## 二、城投公司的主要风险与趋势变化

在地方政府等外部支持形成的“信仰”之外，城投公司自身的经营水平、财务表现、再融资能力，共同决定了公司债务风险的高低。多年以来，经营效益偏低、资产流动性疲弱、债务持续堆积等“隐忧”

<sup>①</sup> 2022年，全市场披露募集资金用途城投债共5938只、发行金额合计4.26万亿元，其中5298只用于偿还存量债务、发行金额合计3.79万亿元；同期，全市场城投债到期量3.74万亿元。



难解、一波未平；土地财政走弱与被动支出增加的变局之下，部分弱区域、高负债城投流动性枯竭、一波又起，紧绷的债务链条中隐含着新的风险。

### （一）经营风险：土地财政走弱影响地方政府支付能力，城投公司项目资金回笼紧张

如前所述，城投公司经营与政府深度绑定，地方政府、事业单位等通常是其基础设施建设、土地整理等项目最主要的委托方，大量账款和存货需要依靠政府财力实现资金回笼。

财政部公布数据显示，2022年全国政府性基金预算收入77879亿元，比上年下降20.6%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入4124亿元，比上年增长3%；地方政府性基金预算本级收入73755亿元，比上年下降21.6%，其中，国有土地使用权出让收入66854亿元，比上年下降23.3%。

土地出让收入是政府财政收入的重要来源，是地方城市建设支出的资金基础。房地产行业衰退对地方“土地财政”的冲击开始显现，土地出让收入下滑直接影响政府对于基础设施项目的支付能力，影响城投公司相关业务回收资金；同时，近期城投公司参与土拍拿地和保交楼现象明显增多、资金“自循环”，未来若出现土地、项目积压，或加剧资金链紧张、诱发流动性风险。

### （二）财务风险：资产质量承压、流动性下降，债务短期化程度加深，资产负债两端期限错配加剧

通常情况下，资产负债率、流动比率等资本结构指标可用于衡量一家企业的财务风险，但这些指标在城投公司身上并不突出，主要是由于资产虚胖、流动性虚高等问题在部分城投公司中长期存在。

资产端，大量存货、应收账款长期趴账，短期内难以变现，虽计入流动资产但却名不副实；部分城投通过调整以公允价值计量的投资性房地产的账面价值，提升资产规模、美化财务指标，资产入账价值与可变现价值存在偏离；近年来，文旅、租赁等经营承压，叠加房地产市场低迷，投资性房地产、开发成本、土地等账面资产面临流动性下降、价值缩水压力。

负债端，出于财务成本控制等方面考虑，城投公司融资短期化特征明显，资产与负债的期限错配持续上升。从城投债发行情况看，截至2022年末，全市场期限<sup>①</sup>在1年（含）以下、1~3年（含）的城投债余额分别为1.08万亿元、9.28万亿元，分别占比8.02%、68.69%；3年以上债券约3.14万亿元，占比23.29%。2020—2022年，期限在1年（含）以下的城投债发行量逐年上升，累计提高约6个百分点；期限1~3年（含）的发行量占比年度间略有波动；期限在3年以上的占比趋势下降。短期限债券发行量占比显著高于存量，预

① 含权债以行权期限计。



计城投债市场期限结构短期化趋势将进一步加剧。

### （三）再融资风险：债券净融资下滑，区域融资分化，部分地区城投债务违约风险增多

资产与负债的错配导致城投公司仅靠自身根本无力还本付息，借新还旧成为债务接续的重要手段，再融资能力成为决定城投公司信用资质的主要矛盾。而在严控地方新增隐性债务、融资政策收紧背景下，叠加甘肃、贵州等地债务重组、违约风险舆情，2022年城投公司债券发行缩量，全年发行较上年减少0.73万亿元、降幅13.12%，全年净融资1.12万亿元，较上年减少1.22万亿元、降幅51.98%。

市场缩量环境下，城投公司经营与财务风险边际调整，贷款重组、非标违约等负面舆情扰动投资者情绪，机构用脚投票，发达省份、欠发达省份的分化趋势更加明显，尾部区域融资环境受到进一步挤压，再融资能力的分化使部分城投企业面临更高的偿债风险。

2022年末，城投债余额排名前五的分别是江苏2.77万亿元、浙江1.88万亿元、山东1.15万亿元、四川0.96万亿元、湖南0.80万亿元，合计占比超过56%。当年，甘肃、贵州、云南、吉林、内蒙古、辽宁、青海、黑龙江8省或自治区的城投债净融资为负，规模持续下降；其中，甘肃-289.65亿元、贵州-220.11亿元，分别占上年末该省城投债存量的31.16%、7.47%（附图1）。

表1 2020—2022年城投债发行期限占比

期限	2020年	2021年	2022年
1年(含)以内	24.75%	27.72%	30.97%
1~3年(含)	61.08%	61.19%	55.89%
3年以上	14.17%	11.09%	13.14%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：Wind，作者整理。

## 三、投资机构风控策略：准入和预警

2022年上半年，在市场资金面整体维持宽松、债券发行供给相对不足、地产债风险持续暴露等因素影响下，城投债认购倍数突然大幅提高，出现一轮“抢券”行情；尽管随后认购倍数回落、热情降温，但市场大环境趋势不改，城投债仍是投资机构配置的重点。

回顾近一段时间的市场，部分负债高企与财政收支存在双重压力的地区城投债务风险暴露加剧；投资机构策略趋同，市场一定程度呈现冰火两重天的局面。从负面舆情的暴露和积累来看，需要警惕、防范尾部区域的信用和估值风险。估值风险影响投资组合净值表现，信用风险是信用债投资的底线，市场分化对各机构信用研究、择券投资提出了更高要求。

### （一）准入的框架和原则

#### 1. 强区域

良好的区域经济实力是城投公司保持稳健经营、维护市场信心的前提，是发生风险时地方协调资源、提供兑付支持的能力和意愿的基础。债券市场当中，投资人“抱团”现象突出，选城投在很大程度上



就是选区域，投资机构可以围绕地区经济基本面、财政实力、债务规模和偿债压力、债务管理能力和偿债意愿等方面情况，建立并不断完善区域评价体系，聚焦核心、择强准入。

## 2. “真”城投

从市场发行情况和机构交易行为看，城投的成色越纯粹，投资者的“信仰”就越坚定。在城投市场化转型、业务多样化发展背景下，投资机构可以根据其股东和实际控制人是否是地方政府或其部门，主营业务和收入中政府类业务占比的高低，存货、应收款等账面资产与财政挂钩的程度，作为评估城投公司层级、地位以及出现兑付危机时政府支持力度和救助意愿的重要参考。

若相关城投公司的市场化转型较为彻底，则应及时调整评价模型，从经营性、产业类企业角度考虑，准确地评估公司信用状况。

## 3. 融资能力强

作为地方获取融资和开展建设的载体，城投公司大量资金沉淀在外、资产流动性不足，良好的债务结构、稳定的融资周转是公司的“生命线”。

城投公司带息债务一般可分为银行借款、债券、非标三大类，银行借款稳定性最强，是债务融资的“基石”；债券融资可以直观反映市场对公司的认可程度，但也最容易受到政策调整、市场波动影响；非标是非主流的融资渠道，通常资金成本最高，也是风险暴露的高发地带。期限结

构方面，长、短期债务占比既是融资能力强弱的体现，也是反应偿债压力大小的有效指标。除此之外，一家城投是否获得专项债支持、所在区域金融资源丰富程度等，也可作为评估其融资能力的辅助参考。

## (二) 风险预警的指标和建议

银行信用风险管理常说“三分贷、七分管”，说的是贷款审批固然重要，但资金从投放到收回的时间跨度较大、面临众多不确定性，必须根据市场和客户的变化，加强贷后管理、相机抉择。资管机构信用风险管理也是如此，评级打分、审批准入、建立可投库是防范信用风险的第一道关口，做好投后管理，准确识别风险信号、及时果断采取措施才能守住风险的底线。

“信仰”维系了城投融资的周转，是“信心比黄金更重要”在债务资本市场的生动体现；而兑付压力来临时，信心缺失、流动性挤兑将是压倒骆驼的“最后一根稻草”。做好城投信用风险预警，需要选取更加核心、高频的指标，回答好如下问题：哪些指标最能反映区域的债务压力？哪些事件对投资人信心影响最大？哪些变化最能反映市场情绪、融资环境的趋势调整？并通过加强跟踪、动态评估，提高风险预判、预警的效果和效率。

### 1. 债务率

债务率是反映地方债务压力的核心指标。参考部分地方政府的预算报告和城投债券发行备案的指导政策，根据债务率高低将各地区债务风险水平划分为“红、橙、黄、绿”四个等级，已成为管控债务风险、



实行差异化管理的重要抓手。

地方预算报告中，通常以“政府债务余额/综合财力”计算政府法定债务率，其中“政府债务余额”为地方一般债务余额、专项债务余额之和，“综合财力”包括“一般公共预算财力”和“政府性基金预算财力”。考虑城投债务等隐性负债，市场研究机构通常会在“政府债务余额”基础上增加地区城投公司带息债务计算评估。

2022年以来，部分地区财政收入明显减少，债务规模却持续攀升，债务率上行压力加大，有必要加强跟踪各地财政收支、土地出让、债务规模等信息披露情况，及时识别分化严重的区域，审慎开展投资。

## 2. 债务违约

根据不完全统计（附表3），截至2022年末，全国累计发生132例城投非标风险事件，涉及贵州、云南、内蒙古等16个省（自治区）的101家城投公司（含融资方、保证人、回购方等）。根据公开信息，2018年至今，曾有新疆、内蒙古、吉林、辽宁、甘肃个别城投公司未能及时偿付债券本息，发生技术性违约。2023年初以来，贵州、山东、广西、云南等省个别地市出现城投贷款展期、商票逾期、非标违约、评级下调等负面舆情，引起市场高度关注。

城投债务风险暴露通常始于非标违约。2018年“资管新规”实施后非标市场融资规模持续收缩，叠加地方政府隐性管控进一步加强，部分缺乏偿债能力的弱资质城投存量债务接续困难；相对于债券等标准化产品，非标多以私募形式对单一

机构资金，缺乏公开信息披露等外部约束，违约成本更低；城投非标违约的“第一块玻璃”已被打碎，“破窗效应”就开始显现，公司流动性出现问题时，非标往往先于贷款、债券暴露风险。

债务违约通常会有一定传导效应，非标逾期数量不断增多、债券出现技术性违约，直接影响市场信心和融资环境。风险事件是地方债务管控能力的不足的信号，反映了区域偿债能力下滑、偿债意愿弱化的现实，甚至可能导致地方逐渐陷入“债务违约—投资者规避—再融资困难—债务违约”的恶性循环。对于已经出现违约风险事件和非标融资占比偏高、接续压力较大的区域和公司，应高度警惕风险扩大与升级。

## 3. 融资表现

企业方面，城投公司基础设施代建、土地整理等政府类业务有着（准）公益产品特征，自身“造血”能力不足，投融资期限错配，只能依靠再融资作为主要偿债手段。市场方面，各机构投资策略同质性强，对于部分区域的担忧极易演化成“抱团”出走，导致头部和尾部的分化愈演愈烈。

稳定的净融资是维系城投借新还旧的基础，利率和利差是资金和风险的价格，二者都是市场态度最直观、高频的反映（附图2）。区域的分化、机构行为的趋同将直接体现在地区净融资规模和债券价格上；净融资下滑、一级发行和二级成交利率异常上行、信用和区域利差走扩，通常是市场用脚投票的信号，要动态研判，必要时



及时止损退出。

#### 四、结语

2023年，坚持“稳字当头、稳中求进”，推动经济运行整体好转是政策的主基调。在“防风险”与“稳增长”并重的政策导向下，预计城投公司债务发生大面积违约的概率仍较低。但由于存量债务规模巨大，资产质量不高、市场化转型不足、投融资期限错配等历史问题长期难以解决，叠加地方财政收支矛盾与债务集中到期压力，部分城投公司“借新还旧”的债务滚动方式难以为继，资本市场对城投债违约的预期增强，市场头尾分化趋势加剧。从贵州、甘肃、云南等城投风险事件较为集中的区域来看，流动性风险日益显现，保障债券等公开债务兑付，对贷款、非标等非公开借款进行展期、重组成为不得已的选择。

随着城投债务风险事件的累积、新的

风险趋势的出现，金融机构应动态调整、持续完善城投信用研究的框架、指标，及时反映政策与市场变化，提升评级准入和风险预警的准确性、敏感性、有效性。在“打破政府兜底预期”政策环境下，金融机构必须切实提高城投债务风险管理能力，关注区域财力较弱、自身负担较重、到期压力较大、再融资困难的城投企业，对债券实质性违约的“黑天鹅”保持高度警惕，防范非公开债务违约、债券估值波动等可预见的风险，科学审慎开展投资。当市场危机来临时，没有人能独善其身，提高自身风险防控能力的同时，金融机构也有责任与城投公司、监管部门等市场参与各方一起，共同维护好市场生态和信心，防范形成不利的一致预期、负向反馈，以发展降风险、以时间换空间，平稳有序推进风险化解。[N]

学术编辑：曾一已

#### 参考文献

- [1] 范德胜,邵兴宇,罗英丹.我国城投债信用风险研究:动态演化与区域特征[J].重庆社会科学,2022(1):81-95.
- [2] 兰小欢.置身事内:中国政府与经济发展[M].上海:上海人民出版社,2021:83-102.
- [3] 钱玮.城投债信用风险识别与防范研究[J].债券,2022(1):49-54.
- [4] 徐媛.城投平台融资政策收紧的影响分析——基于对湖北城投平台的调研[J].金融市场研究,2022(02):70-75.