

作者：申学峰

邮箱：research@fecr.com.cn

以县城为重要载体的城镇化建设与 县级城投公司信用风险管理

摘要

5月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，提出县城是我国城镇体系的重要组成部分，从多方面对县城城镇化建设提供了政策指导。

县城概念既包括行政区划定义的县，也应当包括县级市、变更为区的县、变更为区的县级市。《意见》提出的具体建设要求可以概括为如下几个重点：（1）扶持发展县城产业；（2）完善基础设施；（3）强化公共服务供给；（4）文化与环境保护；（5）体制改革创新；（6）风险防范。

县级城投公司（简称“县级城投”）是县城城镇化建设的重要主体，《意见》对县级城投来说一方面发展的契机，但另一方面也可能导致债务风险累积。县城城镇化可以带来更多投资需求，可获更多融资支持，增加县城财政收入，增强地方政府对城投平台的支持。但不同县城之间分化明显，地方债务总量管控可能会有所放宽，县级城投平台还有整合的需求。

从主体信用级别看，目前县级城投评级分布较全部城投分布更偏向低级别，其中AA-主体数量较多。从资产负债率水平看，县级城投资产负债率的分布较全部城投企业分布更低，县级城投中资产负债率低于60%的比例明显要高于全部城投的比例。目前国内县级城投企业尚未出现过债券违约，但已有少数非标债务违约案例，主要分布在西南区域、河南等地。

未来县城在城镇化中发挥更重要作用，县级城投信用风险可能会呈现新特征，需要予以关注。在应对策略上，同时有多个平台的县城可以考虑整合设立一个平台，以提升规模，扩展业务类型，增强业务稳定性，获得债市投资者认同和更低的债务融资成本。县级城投还可以适度做大做强，通过资本增值经营、优质资产注入、盘活存量资产等方式实现转型升级，提升县级城投信用质量。此外，县级城投可以利用好“县城新型城镇化建设专项企业债券”，特别是县城新型城镇化建设示范地区内信用评级优良的城投可以积极争取专项企业债支持。

相关研究报告：

1. 《〈县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引〉解读》，2020.07.27

2022年5月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》（简称“《意见》”），提出县城是我国城镇体系的重要组成部分，对促进新型城镇化建设、构建新型工农城乡关系具有重要意义。《意见》从县城功能定位、产业发展、配套设施与服务、环境保护、城乡衔接、体制改革等方面对县城城镇化建设提供了政策指导。

一、“以县城为重要载体的城镇化建设”的要求

县城概念既包括行政区划定义的县，也应当包括县级市、变更为区的县、变更为区的县级市。县城在地理上一般与地级市主城区相分离，部分名义上的“区”实际上远离城市主城，因此也属于独立的“城”。由于县城规模相对较小，人口承载能力更强，而且可以发挥城乡衔接作用，《意见》将其定位为新阶段城镇化的重要载体。

《意见》提出的具体建设要求可以概括为如下几个重点。

1. 扶持发展县城产业

支持位于城市群和都市圈范围内的县城主动承接一般性制造业、区域性物流基地、专业市场等；支持具有资源、交通等优势的县城培育发展特色经济和支柱产业，发展成为先进制造、商贸流通、文化旅游等专业功能县城；推动位于农产品主产区内的县城集聚发展农村二三产业；支持有条件的资源枯竭县城培育接续替代产业。

2. 完善基础设施

支持符合条件的县城建设产业转型升级示范园区；根据需要建设铁路专用线，依托交通场站建设物流设施；完善市政交通设施，畅通对外连接通道；健全防洪排涝设施，增强防灾减灾能力；加强老化管网改造，推动老旧小区改造；完善垃圾收集处理体系，增强污水收集处理能力；推进数字化改造，建设新型基础设施；推进县城基础设施向乡村延伸。

3. 强化公共服务供给

促进人口和公共服务资源适度集中，加强民生保障和救助扶助；完善消费服务中心，建设展示交易公用空间；扩大教育资源供给，强化职业技能培训；完善医疗卫生体系；发展养老托育服务，完善社会福利设施；优化文化体育设施；推进县城公共服务向乡村覆盖。

4. 文化与环境保护

保护历史文化名城名镇和历史文化街区；完善生态绿地系统，加强河道、湖泊、滨海地带等湿地生态和水环境修复；推动能源清洁低碳安全高效利用，引导非化石能源消费和分布式能源发展；推动公共交通工具和物流配送、市政环卫等车辆电动化。

5. 体制改革创新

全面落实取消县城落户限制政策；建立健全省以下财政转移支付与农业转移人口市民化挂钩机制；建立健全省以下城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制；支持符合条件的企业发行县城新型城镇化建设专项企业债券；引导社会资金参与县城建设，盘活国有存量优质资产。

6. 风险防范

严格控制撤县建市设区；有效防范化解地方政府债务风险，促进县区财政平稳运行；引导有条件的地区整合利用好既有平台公司。

二、县城城镇化建设对县级城投公司的影响

县级城投公司（简称“县级城投”）是县城城镇化建设的重要主体，《意见》对县级城投来说一方面是发展的契机，但另一方面也可能导致债务风险累积。

带来更多投资需求

截至2021年底，我国城镇常住人口为9.1亿人。其中，1472个县的县城常住人口为1.6亿人左右，394个县级市的城区常住人口为0.9亿人左右，县城及县级市城区人口占全国城镇常住人口的近30%，再加上变更为“区”的县城后这一比例更高。按照《意见》规划，未来县城还将承接更多农业转移人口，人口的增长将带来城市基础设施投资需求。因此县级城投平台作为县城基础设施建设的主力，将会迎来更多的业务机会和资源倾斜。

增加县城财政收入，地方政府支持增强

《意见》提出了多项指导政策支持发展县城产业，包括为大城市提供配套功能与服务的产业、与农业衔接的制造业和服务业、县城特色优势产业等。产业的增加将为县城政府带来更多税收收入。除税收外，推进县城城镇化建设意味着建设用地需求增加，《意见》在建设用地指标分配上也给予县城支持，这对县城政府土地出让收入会有促进作用。税收和土地出让收入的增加可以增强政府财力，县级城投可获政府信用支持也随之增强。

不同县级城投状况分化

按照《意见》要求，不同县城城镇化建设的目标有所差异。对于具有良好区位优势和产业基础、资源环境承载能力较强、集聚人口经济条件较好的县城，将着力发展壮大特色优势产业、完善市政设施、提升公共服务。而对于区位及资源禀赋较差的县城，则主要是补齐短板弱项，防止盲目重复建设。因此不同能级县城的城投平台可获政策支持力度会有差异，预计未来低能级县城城投平台的投资建设功能和财政支持力度会弱化。

可获更多融资支持，债务总量管控可能会有所放宽

县城城镇化需要新增建设资金，但是部分县城财政实力较弱，可能无法提供足够的财政支持。针对资金问题，《意见》提出了通过中央预算内投资和地方政府专项债券予以支持、鼓励银行业金融机构增加中长期贷款投放、支持发行县城新型城镇化建设专项企业债券、推进基础设施领域不动产投资信托基金试点等融资支持措施。

融资支持增加意味着债务风险可能上升，《意见》在两者的权衡中可能倾向于提供更多融资支持，而相对淡化债务风险问题。从文件表述可以看出，各地要“有效防范化解地方政府债务风险，促进县区财政平稳运行”，但没有进一步划定债务红线，总体的基调偏宽松。这意味着对县级城投平台债务总量的管控力度可能会适度放宽。

县级城投平台的整合

尽管《意见》没有设置县级城投平台债务管控指标，但提出了“引导有条件的地区整合利用好既有平台公司”。通常县级城市建设任务相对少于地级市，单个县域不需要设立太多城投平台运作，县城可以将旗下多个平台整合为一个平台。这既可以提升城投平台的综合实力，同时在地方只有一个平台运作的情况下，政府对平台的支持力度、支持意愿会增强，有助于平台获得更强抗风险能力。

三、县级城投公司信用现状与趋势

（一）信用现状

截至今年一季度末，全国有存量债券的县级城投（包括县和县级市，区的财政由市统筹所以剔除）有758家。其中，主体评级（发行人委托评级）为AAA的有4家，AA+的有97家，AA的有483家，AA-的有121家，A+及以下的有9家，无评级的有44家。与全部城投企业相比（见图1），县级城投的评级分布偏向低级别，其中AA-主体数量较多。

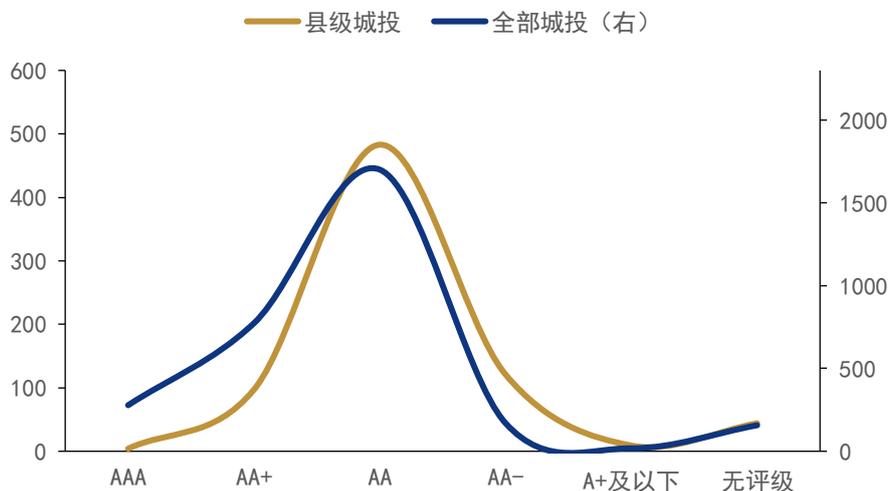


图1：县级城投企业主体信用级别分布（单位：个）

资料来源：远东资信整理

从资产负债率水平来看（见图2），县级城投资产负债率的分布较全部城投企业分布更偏低，县级城投中资产负债率低于60%的比例明显要高于全部城投的比例。如果不考虑表外负债，县级城投的财务杠杆实际上低于整个城投行业，这可能是由于县级城投信用资质普遍弱于省级、市级城投，限制了举债能力。

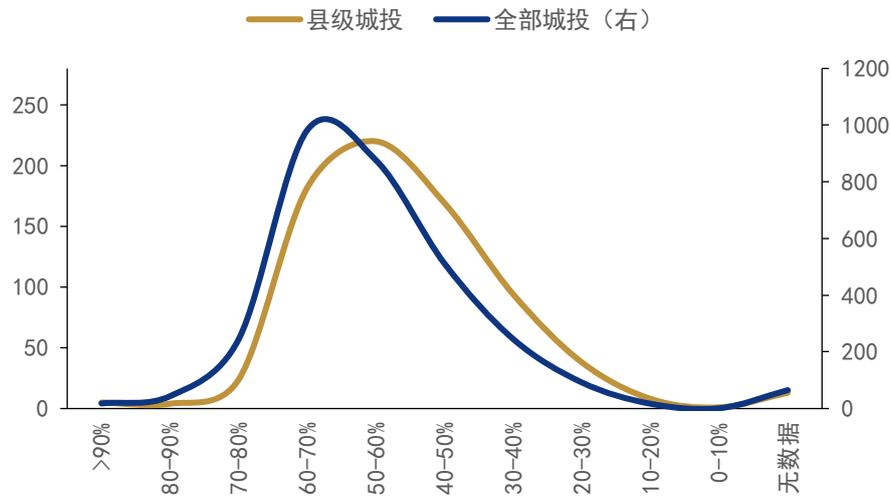


图2：县级城投企业资产负债率分布（单位：个）

资料来源：远东资信整理

目前国内城投企业尚未出现过债券违约，但已有少数城投非标债务违约案例。据不完全统计，在已出现过非标违约的112家城投企业中，有47家属于县级城投。而且一些县城下面有多家城投平台出现非标违约，个别县甚至出现5家城投非标违约。从区域分布来看（见图3），发生非标违约的县级城投大多分布在西南区域，河南、湖南、陕西等地也有少量分布。东部沿海地区尽管县级城投平台数量多，但没有出现非标违约情况。



图3：已出现非标违约的县级城投的地区分布情况

资料来源：远东资信整理

（二）信用趋势

未来县城在城镇化中发挥更重要作用，县级城投信用风险可能会呈现新特征，需要予以关注。

“一县一平台”风险相对较低

相比于区域内存在多家发债城投的情况，当区域内仅有1家发债城投时，该平台在基建任务承接、资金获取和政府关注度方面具有更高的集中度。在信用评级考虑政府支持意愿时，应注意到“一县一平台”的城投背后政府支持意愿更强，因此信用风险可能相对较低。目前已出现非标违约的县级城投的特点就是县域内平台数量多，分散政府支持的同时也导致债务扩张过度。

目前县级城投平台资产负债率在全部城投平台中是相对偏低的，县级城投可能还有一定债务扩张空间。如果城投平台整合后信用资质更好，还有利于获得更多债务融资支持。

部分区域存在结构性风险

城投平台信用风险和地方财政实力直接相关，偏远地区的人口和区位禀赋差，产业发展困难，税收和土地出让收入少，因此区域内城投平台风险更大。目前已出现非标违约的城投很多就分布在相对偏远地区。而沿海或都市圈等地区的县城风险相对更低，尤其是围绕在大城市周围的县城可以承接人口和产业转移，财政收入更有保障。

但是并非所有都市圈内县城平台都不存在风险，例如郑州市周边就有多家县级城投非标违约。在评估区域风险时，还需要考虑不同地区政府支持意愿的差异。

房地产下行可能带来冲击

自去年下半年以来，房地产需求明显减少，导致很多地方政府土地出让收入下滑。今年1~5月份，全国地方政府土地出让收入同比下降28.7%。在往年年份，土地出让收入约占地方本级全部收入的5成，这部分收入下降对地方财力冲击很大。

一些县城财政可能对土地出让收入依赖程度高，需要关注其财政可持续性及其城投平台信用可获支持变化。此外，地方财政如果整体陷入困境，上级政府对县级的转移支付可能也会减少，上级政府是否会对弱资质区域债务进行兜底存在不确定性。

存在县城债务过度扩张的风险

按照《意见》的要求，县城将承担人口吸纳、产业承接、城乡衔接等多项任务，建设需求相应增加，部分县城可能会过度举债以满足建设资金需求。而且在经济稳增长压力下，地方城投平台举债建设的意愿会更强。一些县城自身资源禀赋差，增加基建投资不一定能带动财政收入增长，其债务扩张不可持续，容易引发违约。不排除一些已发生非标违约的地区率先出现债券违约。

四、县级城投公司的信用风险管理对策

根据今年6月13日国务院办公厅印发的《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，规范省以下财政管理将从“推进省直管县财政改革”“加强地方政府债务管理”等方面推进。其中，“省直管县”要求对区位优势不明显、经济发展潜力有限、财政较为困难的县纳入省直管范围或参照直管方式管理，加强省级对县级的财力支持。“加地方政府债务管理”则要求省级党委和政府要对本地区债务风险负总责，省以下按属地原则和管理权限压实市县主体责任，通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担。

县级城投应当进行整合

很多县城有多个城投平台，多个平台分散了政府支持力度，也不便于对城投债务进行管控。县政府可以考虑将多个平台整合为一个平台，让县级、县以上政府可以更有效地管理县级债务，以适应“省直管县”模式和“加地方政府债务管理”要求。而且通常分散形式的单个城投的资产、营收规模偏小，业务较为单一，信用风险较高，债务融资的成本更高。整合为一个平台后可以提升规模，扩展业务类型，增强业务稳定性，有助于获得债市投资者认同和更低的债务融资成本。而且在“加强地方政府债务管理”背景下，县级城投债务管理趋严，尤其是弱城投举债可能会受到明显约束。将多个较弱的城投整合在一起，可以避免债务融资受到过多限制。

针对县级事权，6月13日国务院印发的改革意见提到，“将直接面向基层、由基层政府提供更为便捷有效的社会治安、市政交通、城乡建设、农村公路、公共设施管理等基本公共服务确定为市县级财政事权”。针对县级财权，提到“基层‘三保’压力较大的地区以及区域间人均支出差距较大的地区，应逐步提高省级收入分享比例”，缓解地方事权和财权不匹配的矛盾。因此未来县级的事权和财权可能都会有所扩大。

县级城投可以适度做大做强

县级事权增加意味着县政府在城镇化建设中的支出责任增加，作为政府城建的投融资主体，县级城投也将承担更多任务。为了满足建设要求，县级城投有必要转型升级，适度做大做强。一方面，可以让县级城投由原来以融资为主转向资本增值经营，注重资产经营管理运用，增强自身的“造血”功能。另一方面，选择注入一些城市公共资源，开展有效资源的经营，优化资产结构，通过基础设施领域不动产投资信托基金试点等方式盘活存量资产，提高资产营运效益。县级财权增加则意味着县级城投可获财政支持增加，有利于县级城投信用质量提升、获得债务融资，为县级城投健康发展提供了一定条件。

2020年8月11日，国家发改委印发了《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》，推出了“县城新型城镇化建设专项企业债券”这一专项企业债券品种。该专项债旨在推进县城城镇化补短板强弱项，推进县城公共服务设施提标扩面、环境卫生设施提级扩能、市政公用设施提档升级、产业培育设施提质增效等工作。

利用好“县城新型城镇化建设专项企业债券”

“县城新型城镇化建设专项企业债券”与“以县城为重要载体的城镇化建设”相关要求契合，因此县级城投平台可以利用好该专项企业债，整理出符合条件的项目发行债券募集资金。特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业是发改委重点支持对象。除此之外，对已安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金的县城新型城镇化项目，优先支持发行“县城新型城镇化建设专项企业债券”。符合条件的县级城投可以在地方政府债券资金支持的基础上，进一步获得专项企业债支持，以支持募投项目所需资金的足额到位。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，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，但不应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。