

## 摘要

山东省是我国北方人口、经济第一大省，近年来，区域内城投公司作为城市建设的主力军，投融资规模呈现飞跃式增长，城投债券发行规模稳居全国第三。但2022年以来，山东省部分区域内频发的信用风险事件，使得市场对于山东的认可度逐渐降低，省内经济运行、产业发展及平台债务风险备受市场关注。

从城投公司个体信用状况来看，得益于较为发达的地区经济以及旺盛的投融资需求，山东城投公司资产总量快速积累，省、市级城投企业业务多元化程度高，业务转型走在全省前列，收入和盈利水平处普遍较高，整体实力较强。

在山东省城投公司转型过程中，投资与债务如影随形，对城投公司的自我造血能力和风险管控能力提出了高要求。当前山东省城投公司债务余额仍居高位，城投公司债务化解任重道远，主要通过再融资进行债务滚续。但在疫情冲击及严控新增隐债的要求下，山东省部分地区的信用风险有蔓延趋势，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

从外部支持的情况来看，山东近些年来不断获得中央在产业转型和债务化解方面的政策支持，在新旧动能转换的大旗下，旧动能出清较为明确、新动能补位初见成效，短期内部分地区债务压力凸显的结构性问题得到重视，但长期来看仍需要区域地区经济发展帮助再融资能力的修复。

## 关键词

山东省城投债、城投公司转型、信用风险事件、新旧动能转换

## 城投债发行概况

### （一）城投债券发行概览

2015年以来，山东省城投债发行额连续多年保持全国第三位，新冠疫情发生后山东省城投债更是放量增长。以2018年至2021年作为参考阶段，全国城投债务复合增速约为16%，山东省整体和大部分地级市城投债增速均在全国平均水平以上，已远高于GDP及一般公共预算收入增速，截至2022年末的存量债券余额已达到1.15万亿元。庞大的债务规模叠加隐性债务化解以及疫情防控政策的冲击，山东省城投债的发行增速开始放缓。

2022年，山东省城投债发行额为3976.41亿元，同比下降7.65%，发行额仍排在江苏和浙江之后，位居全国第三位。除发行规模外，山东省净融资额同样稳定保持在

全国第三的位置，且与江苏省和浙江省净融资额差距有所减少。

## （二）发债企业概览

截至2022年末，山东省存续的已发债主体共294家（剔除发债企业子公司，共计230家），数量较多，仅次于江苏和浙江（分别为706家和471家）。从主体级别来看，普遍偏低，AA及以下占比达六成，AAA占比不到一成。区域层级来看，省级城投占比3%，主要还是以区县发行主体为主，区县主体总发行额占半壁江山。

发行市场来看，山东省城投公司偏好银行间市场，2022年占比52%，主要用于偿还借款和补充流动资金等；发改委的企业债在2014年发行规模较大，如今多数到期偿付；2015年以来在交易所市场发行量开始增长，2019年以来增长较快。从券种来看，由于山东省城投企业资质尚可，融资渠道较为均衡，发行交易所债券和银行间债券的比例分别为42%和51%，私募和公募各占比50%。

## （三）各区域发行情况

2018年至2021年，山东省内城投公司有息债务规模增长较快，年均复合增长率约30%。各地级市在债券发行、有息债务增长方面呈现进一步分化趋势。相对于区域内较大的债务规模，财政资金对于债务的压减有限，债务更多依靠滚续，但2022年以来，山东省内各地级市间净融资状况极不均衡：青岛与济南支撑了全省净融资的42%，但较2021年大幅下降，尤其是青岛，2022年前10月净融资额未及2021年全年的50%；临沂、烟台、威海、淄博和泰安净融资额在50至150亿的区间，其余地级市不足40亿元，债务滚续压力较大。

从债券期限结构方面来看，山东省各地级市一年内到期的债券规模较高，虽然再融资仍可支持，但净融资规模较2021年下降较多，短期刚性偿债压力仍然突出。

2022年下半年，山东省区域内商票逾期事件数量最多，且逾期主体出现发债城投公司。截至2022年9月末，山东省内城投公司相关商票逾期事件24起，其中8起为已发债城投公司商票逾期，7起为发债城投控股子公司商票逾期，其余为发债城投参股公司商票逾期。区域内频发的信用事件，使得市场对于区域内部分地区的认可度逐渐降低，在全国资产荒的背景下，2022年以来山东省内低行政层级的城投公司债券利差大幅度走阔，与其他省份相比，山东的经济运行、产业发展及平台债务风险备受市场关注。

## 二、城投企业评价体系

根据《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型（RTFU002202208）》[footno

teRef:0]，东方金诚对城市基础设施建设企业信用评级分为个体信用状况和外部支持两部分。 [0: 详见<https://www.dfratings.com/index.php?g=portal&m=lists&a=view&aid=2672>]

个体信用状况主要考察不考虑外部支持情况下受评主体自身的信用风险程度，包括基础评分和调整因素。基础评分主要考察受评主体的经营规模、业务运营、盈利与获现能力、债务负担和保障程度等。调整因素主要考察受评主体业务多元化、债务结构、财务弹性、资产质量、ESG（环境、社会和公司治理）和其他因素。外部支持主要考察支持方对受评主体的支持意愿和支持能力。

### 三、资产质量与资本实力

近年来，随着山东省城镇化建设的推进，作为城市建设的主力军，山东省城投企业资产总额呈现逐年增长态势。同时，虽然股东对城投企业的总体支持意愿及支持能力普遍较强，净资产实力稳步增强，但2018年以来，债务驱动的模式愈发明显，净资产增长幅度开始低于资产总额增长。

山东省省级和地市级城投公司大多拥有规模较大且优质的资产，如充裕的货币资金、上市公司股权、区位优势的土地使用权、经营性国有资产等，区县及企业资产规模普遍偏小，在资金和资产质量上不同地区分化情况明显。同时，山东省城投公司两类应收和存货占比高（2021年末达到40%），资金占用多、回款周期长等问题突出。

近年来，房地产市场的调控和疫情冲击使得民营房企投资力度显著降，土地市场热度骤减，城投公司逐渐成为土地市场的主力军，拿地比例逐渐上升，土地资产规模不断上涨。

从山东省情况来看，2022年以来，山东省各季度土地出让金额逐渐上升，同时城投拿地占比也越来越高。与2021年相比较，2022年第三季度，山东省各地级市城投拿地占土地出让金额的比例整体有所上升，土地出让金额较大的几个城市中，城投拿地比例均超过30%。

对比近两年的土地出让金情况，除菏泽和枣庄外，山东省其余地级市土地出让金额均较2021年有所下降，土地市场走弱背景下城投拿地持续增加，需关注相关资产未来开发计划以及受市场政策影响土地价格的进一步波动引起的债务风险。

山东省城投公司资产及净资产呈现相对平衡情况，区县级平台数量多，资产规模小，地级市平台数量一般，资产规模较大，而省级平台数量最少，但资产规模最大。

#### 四、业务运营与业务可持续

城投业务运营及可持续性与区域功能定位密切相关，随着地区不断发展及区域功能定位的改变，其工作重心和业务运营也会相应进行调整。2018年前，山东省面临经济发展质量不高、牺牲环境为代价、区域内城市发展各自为政等问题。为更好解决山东省存在的问题，2018年山东省获批新旧动能转换综合试验区后，便根据《中共中央、国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，推出了山东省《贯彻落实〈中共中央、国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见〉的实施方案》，构建“一群两心三圈”的区域发展格局，打造具有全球影响力的山东半岛城市群。

“一群”，即指高质量建设山东半岛城市群，范围涵盖全省16个地级市，是国家“十四五”重点培育的城市群之一。“两心”，即持续提升济南、青岛两个中心城市发展能级，支持济南建设黄河流域中心城市、青岛建设现代海洋城市。“三圈”即纵深推进省会经济圈、胶东经济圈和鲁南经济圈一体化发展。省会城市圈以济南为中心，采取强省会战略辐射带动淄博、泰安、聊城、德州、滨州、东营，重点发展教育医疗康养、高端装备、量子超算等产业；胶东经济圈以青岛为中心，目标是打造全国重要的创新中心、航运中心、金融中心和海洋经济发展示范区，辐射带动烟台、威海、潍坊和日照，重点发展现代海洋、先进制造业、高端服务业等产业；鲁南经济圈包括临沂、枣庄、济宁和菏泽，旨在建设乡村振兴先行区、转型发展新高地、淮河流域经济隆起带，实现突破菏泽，振兴鲁南，培育山东省高质量发展新引擎，重点发展高效生态农业、商贸物流、新能源新材料等产业。

依据山东省整体规划，各区域走在前列的城投企业已在布局下不断发展。如青岛华通国有资本投资运营集团有限公司定位为青岛市产业投资主体，投资领域涵盖消费品制造、机械工业等实体产业和金融等现代服务业，并通过基金投资的方式，对符合青岛市城市功能定位和产业项目所在的工业和信息技术方向进行投资。而传统承担重点项目建设的城投也将在新一轮城市更新行动中受益，如济宁市主城区将开展城市更新行动，启动危旧楼房改建和简易楼腾退，任城区城投公司依旧可享受城市发展新机遇带来的红利，从城市更新、片区开发带来的新机遇中受益。

#### 盈利能力与获现

从盈利指标来看，省级城投营业收入和净利润普遍较高。山东省级城投业务定位主要为国有资产管理、资本运营、产业投资等，多数被赋予推进省内重要产业发展、新动能产业扶持、创新资源开发的任务，在省政府强有力的外部支持及资源倾斜下，业务盈利情况良好、多元化程度高。地市级城投成立时间较早，前期主要承担区内的土地一级开发、基础设施建设、保障房建设等传统业务，营业收入和净利润与省级企业存在较大差距。但近年来这一层级的城投除传统业务外，在推动资产整合

和业务转型方面不断进行探索，期望达到提高资产规模、改善资产结构、重塑业务布局、增强经营效益、化解债务的目的。而区县级城投成立时间较晚，仍主要承担土地整理、基础设施、安置房建设等，为区域发展架桥铺路，业务与财政深度绑定，建设资金依赖财政拨款与再融资，盈利能力最弱。

作为业务转型、增强经营效益的方式之一，近年来山东区域城投公司对上市民企的收购事件屡见不鲜。从区域而言主要集中在省级、济南市、青岛市和潍坊市，此外济宁和淄博也有个别案例（详见附件一）。以2022年12月31日上市公司总市值为基准计算粗略估算（期末市值\*持股比例-收购资金[footnoteRef:1]），不考虑控制权问题，这些收购投资中37%产生盈利，63%呈现亏损。目前有明显盈利的案例主要是济南高新收购玉龙股份、青岛军民融合及青岛开发区投资收购胜华新材、济宁城投收购恒润股份及山东国惠收购圣阳股份；而有大额亏损的则是青岛城投金控对青岛中程、潍坊城投和诸城经开对美晨生态的收购。剔除影响盈亏数据的极端案例，这些收购投资普遍亏损，平均亏损金额1.39亿元。[1: 未考虑拆借资金或担保资金等其他成本、利息等。]

诚然，城投公司收购上市公司的动机并不单纯是为了财务投资，还有民企救助、产业导入效应、城投转型等考量，但至少在账面上来看，收购行为对这些平台国企而言并不是加分项。开展多元化经营，但相伴而生的经营性风险性和债台高筑不容忽视。

获现能力方面，各层级城投呈现分化。省和地市级城投方面，由于业务多元化、转型力度深，经营性现金流向好、现金收入比较高，经营获现能力一直良好，近年来现金收入比均在100%以上。区县级城投企业多数承担基础设施建设、土地开发整理、棚户区改造等职能，主营业务回款稳定性普遍一般，现金收入比较低。

## 债务负担及保障

在投资驱动经济的时代，基础设施、房地产齐发力，城投债募集资金主要用于项目建设，基建撬动经济的效应明显。当区域经济的发展受产业转型调整而影响财税和土地收入时，地方财政面临困境，城投信用风险开始上升。从山东省情况来看，融资流入资金自2011年持续一路走高，直到2020年达到峰值，并在2021年大幅下降；从筹资活动净现金流来看，在地方债务管控及债务偿还量较大的叠加影响下，2018年和2021年分别有两次大幅下降，2022年受疫情和部分山东地级市负面舆情的影响，筹资活动净现金流预计继续下降。

从山东省城投公司债务构成来看，银行融资和债券融资占比较高，非标融资规模一般，但部分地区融资渠道失衡严重，结构性问题突出。从偿债能力指标来看，山东省城投企业2019年前大多拥有较为充裕的货币资金，对短期有息债务的保障程度整

体很高，均在1倍以上。但新冠疫情发生以来的信用环境整体较为宽松，城投公司债务余额仍居高位，信用等级较低的区县级城投债务保障情况快速下降。在经营现金流并不充裕的情况下，以及土地市场低迷、地方财政承压冲击回款的影响下，城投公司通过再融资进行债务滚续是主要偿债途径。但随着地府政府债务管控及监管政策趋严，城投公司大规模举债已不可持续，前期积累的大量债务较难通过财政收入的增长和地方金融资源化解时，便需要向非标融资领域寻求短期内的资金平衡。

近年来，城投公司通过信托、融资租赁等非标准化产品融资已十分普遍，相较于发行债券和银行借款，非标产品有着灵活、便捷等特点。随着部分地区债务负担沉重、融资渠道不畅、宏观经济承压等负面矛盾越来越突出，城投公司在非标准化融资方面也越来越“偏门”，逐渐向更易获得资金的定向融资产品进军。城投公司定向融资产品是指城投公司在金交所/伪金交所备案或挂牌，通过非公开方式向特定投资者发行，约定在一定期限内还本付息的融资产品。相较于信托、租赁等传统非标产品，城投定融发行门槛低、监管要求松，并且期限短、成本高、以个人投资者为主。一般来说，需要通过定融产品大量融资的城投平台往往市场认可度较低，可能难以通过银行贷款、公开市场发行债券等方式融资，面临的流动性压力较大，募集资金用途多用于项目建设和补充流动资金。

山东省城投公司作为城投定融产品的发行大户，早已为资本场所熟知，短期债务压力和融资需求可见一斑。由于定融产品属于场外交易，数据较难获取，但根据广发证券发展研究中心搜集的政信产品销售网站数据，2021年9月至2022年9月期间，共披露了184只政信类定融产品，其中山东省发行的城投定融产品最多，合计79只；其次为河南、四川和天津，发行定融产品均超过10只。而YY统计的定融数据库中，截至2022年10月末，264个定融产品中，122个是由山东区域内的国有企业发行，且大部分为债务压力大的地级市区县城投主体发行，包括潍坊、济宁、淄博等下辖区县，而山东省级平台水发集团、青岛李沧区平台也有定融产品发行。

由于定融产品等非标融资成本高、公开程度较差，并且多为区县级弱城投发行，在面临流动性风险时可能会选择先牺牲定融产品等。目前受疫情及土地出让市场较差影响，城投内生现金流下降，叠加定融监管政策趋严，部分产品可能难以滚续，违约风险上升。据企业预警通不完全统计，2021年以来已发生山东省部分债务压力大的区县已发生城投定融产品和商票违约。如果一个地区频繁出现定融等非标违约，可能会导致区域陷入“非标违约发生-投资者规避-再融资难度上升-非标违约再爆发”的恶性循环，区域信用风险可能进一步上升。本报告第一部分中，在全国资产荒的背景下，2022年以来山东省内低行政层级的城投公司债券利差大幅度走阔的现象，既是市场对于山东区域内部分地区的认可度逐渐降低这样恶性循环的最好体现。

## 七、外部支持

## (一) 地区概况及资源禀赋

### 1、地区概况：位置优越、资源丰富、交通发达

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，黄河横贯东西，大运河纵穿南北，是中华民族古老文明发祥地之一，自夏商开始，山东地区遍布方国。西周实行“封邦建国”之策，封吕尚于齐，封周公旦于鲁；齐、鲁作为周王朝的两大支柱，对山东乃至中国历史的发展有着重大影响。山东自建国后，更是成为我国重要的工业、农业和人口大省。

行政区划方面，截至2021年末，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级城市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。全省常住人口1.02亿，占全国总人口的7.20%。

从地形条件来看，山东省境域包括半岛和内陆两部分，山东半岛突出于渤海、黄海之中，同辽东半岛遥相对峙；内陆部分自北而南与河北、河南、安徽、江苏4省接壤。山东东西长721.03千米，南北长437.28千米，全省陆域面积15.58万平方千米，海洋面积15.96万平方公里。山东省平原面积占全省面积的65.56%，主要分布在鲁西北地区和鲁西南局部地区。山东省土地总面积1571.26万公顷，约占全国总面积的1.63%，居全国第19位。其中，农用地1156.6万公顷，占土地总面积的73.61%。

山东省交通优势明显，未来计划建成交通强国省域示范区。铁路方面，近年来山东高铁建设全面提速，共建成京沪高铁、胶济客专、石济客专、青莱城际、济青高铁、青盐铁路、潍莱高铁、鲁南高铁日照至临沂至曲阜段7个项目，2021年末通车里程2110公里，高铁通道进出口4个，省内高铁成环运行。在建的有济莱高铁、济郑高铁山东段、黄台联络线以及鲁南高铁菏泽至曲阜段、菏泽至兰考段、潍烟和莱荣高铁7个项目，在建里程625公里。按照山东省综合交通网中长期发展规划确定的目标，2035年山东将全面构建“四横六纵”现代化高铁网络，营运里程将达到5700公里，覆盖县域范围达到93%以上，通道进出口增加到15个，时速350公里的高铁占比提高到80%以上，形成“省会环、半岛环、省际环”格局。航空方面，山东省15个地级市均已具备通用机场，青岛胶东国际机场为区域性枢纽机场，山东省最大的对外国际机场，全国八大国际空港枢纽之一。公路方面，截至2021年末，山东建成公路里程全国第4，等级公路里程全国第2，高速公路里程全国第6。

从资源禀赋方面来看，山东省水资源的主要特点是水资源总量不足；人均、亩均占有量少；水资源地区分布不均匀。山东分属于黄、淮、海三大流域，其中黄河水是山东主要可以利用的客水资源，每年进入山东水量约为359.5亿立方米。全省水资

源总量仅占全国水资源总量的1.09%，人均水资源占有量334立方米，仅为全国人均占有量的14.9%（小于1/6），为世界人均占有量的4.0%（1/25），位居全国各省（市、自治区）倒数第3位，远远小于国际公认的维持一个地区经济社会发展所必需的1000立方米的临界值，属于人均占有量小于500立方米的严重缺水地区。山东省水资源供需矛盾十分突出，山东省约2/3的地级市缺水率超过10%，缺水地区分布广泛且程度严重，城乡之间、工农之间、人畜之间争水矛盾突出。山东省资源型缺水、工程型缺水、水质型缺水和管埋型缺水矛盾同时存在，且区域性缺水、季节性缺水、行业性缺水多发频发，水资源短缺已经成为制约山东省经济社会可持续发展的重要瓶颈。

山东已发现矿产资源147种，占全国173种的85.47%；查明资源储量的有85种，占全国162种的53.46%。全省查明资源储量的矿产地2791处。在较为丰富的矿产资源中，山东矿产资源列全国前10位的有74种，以非金属矿产居多（价值偏低）。其中，列全国第1位的有金、铅、自然硫等8种；列全国第2位的有菱镁矿、钛（钛铁矿）、玉石等10种；列第3位的有锆、片云母、化工用白云岩等12种；列第4位的有钽、铁、钛（金红石）等9种。山东矿产资源开采强度大，部分矿种保有程度不高。近几年胶北地区“焦家式”金矿部分矿区深部、纱岭矿区、三山岛北部海域矿区发现新矿体，兖州翟村矿区、兰陵矿区、西沟矿区发现铁矿层以及近海油田的发现均表明——山东省金、铁、煤、石油等重要矿产的后备资源依然存在良好的资源远景。

山东海洋资源得天独厚，近海海域占渤海和黄海总面积的37%，滩涂面积占全国的15%。近海栖息和洄游的鱼虾类达260多种，鱼类资源有79种，隶属于13目39科70属。经济价值较高的鱼类28种，占鱼类数的35.4%；一般经济鱼类41种，占51.9%；经济价值较低的鱼类10种，占12.7%。经济价值较高、有一定产量的虾蟹类近20种，浅海滩涂贝类百种以上，经济价值较高的有20余种。中国对虾、扇贝、皱纹盘鲍、刺参等海珍品的产量均居全国首位。有藻类131种，经济价值较高的近50种，其中，海带、裙带菜、石花菜为重要的养殖品种。山东是全国四大海盐产地之一，丰富的地下卤水资源为山东盐业、盐化工业的发展提供了得天独厚的条件。

## （二）经济状况与产业分析

### 1、经济概况：全国前列，稳中求新

进入二十一世纪以来，山东省地区经济总体呈现高速增长的态势。2000年至2022年，年均增速10%。经初步统计，2022年，山东省实现地区生产总值87435亿元，同比增长3.9%；在全国各省（自治区、直辖市）排在广东和江苏之后，处于第3位，处于上游水平。在人均GDP方面，山东为8.6万元，排名全国第11，人均可支配收入为37560元，排全国第8。



从经济增长要素来看，现阶段山东省经济增长动因主要为投资和消费。2021年全省固定资产投资同比增长5.1%，投资领域重点在制造业以及高新技术产业，同比增速分别为13.1%和11.6%。消费方面，山东省2021年社会消费品零售总额3.37万亿元，同比增长15.3%，后疫情时期，恢复和扩大消费仍摆在优先位置。作为我国最早开放的十四个沿海省份之一，山东省也是我国对外贸易的重要口岸之一，但近年来受全球经济变化和国内供需变动等因素影响，对外贸易情况有所波动。

作为全国范围内的经济强省，山东省仍依赖传统经济行业对地区发展做出贡献，2010年开始，经济与广东、江苏的差距开始拉大，效率逐渐下降，经济质量提升迫在眉睫。2018年1月，国务院印发《关于山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的批复》，将山东省作为中国第一个以新旧动能转换为主题的区域发展战略综合试验区，以济南、青岛、烟台三大城市为核心，连同十三个设区市的国家和省级经济技术开发区、高新技术产业开发区以及海关特殊监管区域，形成“三核引领、多点突破、融合互动”的新旧动能转换总体布局，提高经济发展的质量。

## 2、产业结构：结构以第二、第三产业主导，不断优化

山东省经济结构从生产型转变为服务型，产业结构不断优化提升。2015年之前，山东工业尤其是重工业取得较快发展，二产占据主导。随着产业结构不断调整，近年来第三产业超过第二产业，且占比逐年上升，2018年占比首次超过50%，并逐渐成为全省经济的主导产业。2021年，山东省三次产业结构为7.3：39.9：52.8，作为农业大省，第一产业在经济结构中仍占有一定比例，第三和第二产业占比保持稳定。

作为制造业大省，山东省工业对经济的贡献仍然超过三成。从增加值贡献度来看，排在Top3的行业分别是工业（32.79%）、批发和零售业（13.90%）和建筑业（7.33%），2021年增加值均在7000亿元以上。其中，工业四大支柱分别为化工、食品饮料、机械装备、纺织。而金融业则是对山东省经济贡献第四的行业，近年来愈发重要。

从历史数据来看，山东省工业仍是以重工业和资源密集型产业为主，随着经济进入新常态，这些传统行业的负面效应逐渐显现，首当其冲的就是环保问题，产业结构偏重使得山东省的环保压力很大，需关停小散乱污企业，淘汰僵尸企业，全面解决“钢铁围城”、“园区围城”问题，坚决摒弃虚高的、不绿色的生产总值。

## 3、工业：新旧动能转换，腾笼换鸟

根据《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》，山东省正式成为全国第一个以新旧动能转换为主题的综合试验区，并将2022年作为规划的突破之年，实现四新

经济占GDP比重超过30%，战略性新兴产业增加值占GDP比重16.5%，现代服务业增加值占GDP比重27.0%的目标。

从山东省五年来的情况来看，规划方案中的淘汰出清主要针对钢铁、地炼、电解铝、焦化、化肥和氯碱七大高耗能产业，旧动能出清已初现成效。其中，钢铁、电解铝、焦化行业出清力度很大，轮胎产能压减接近目标；地炼行业整合转移2790万吨产能，出清了13家小地炼；化肥产能压缩不及预期但也有所压缩。

从新动能方面来看，2021年末山东省的四新（新技术、新产业、新业态和新模式）占GDP比重提高10个百分点至31.7%，但缺少进一步详细的数据支撑新动能转换如何初见成效，只能从具体产业信息和企业情况进行分析。根据山东省新旧动能转换方案，以济南、青岛、烟台三核引领，其他地市多点突破，淘汰一批落后产能、改造一批传统产业、壮大和布局一批新兴和未来产业。根据相关地市政府网站等公开信息，德州、滨州、东营原有电解铝、冶金等产能面临淘汰，依托工业基础计划布局航空航天产业，但从结果来看，反而是烟台海阳成为我国第五处火箭发射地，并依托此开工建设了“东方航天港”项目，仅东营经开区落地了5G试飞基地，而德州航空航天新材料产业基地还停留在项目规划上，滨州缺乏相关新动能转换信息和新闻。

从上市公司行业分布来看，截至2022年末，全国经济排名前4的省份中，山东省上市公司数量最少，为287家，主要行业分布于化工、食品饮料、机械装备等行业，其中以万华化学为代表的化工行业上市公司总市值近万亿元，超过山东省上市公司总市值的四分之一。在新旧动能转换方案中重点布局的信息技术、新能源、生物医药和航空航天等行业中，山东与广东、江苏和浙江在上市公司数量方面存在明显差距。整体来看，山东省新动能的补位仍在路上。

#### 4、金融业：机构数量多，资源较为丰富，单体资产规模有限

当区域经济的发展受产业转型调整而影响财税和土地收入时，地方财政面临困境，城投信用风险开始上升。在此背景下，区域金融资源对于地区再融资支持的重要性进一步凸显。特别是区域银行金融资源的丰富程度，对于地区城投平台再融资有明显影响。

以存贷款余额、银行金融资产总额衡量省内金融资源深度，截至2021年末山东省银行金融资产总额为16.61万亿元，排名全国第六，存贷款余额和银行金融资产总额均与经济发达省份有明显差距。以银行业不良贷款率简单衡量金融资源质量，近年来山东省银行业不良率自2018年后持续下降，与经济发达省份情况一致，但2021年末的1.34%仍显著高于广东、江苏和浙江。

区域内的银行资源分为全国性银行和地方性银行。地方性银行受展业监管或业务能力限制，往往对于区域内的企业支持力度更大。此外，地方政府对于区域性金融机构的支配能力也更强。在宏观对比山东省金融资源的量与质后，聚焦地方性银行，重点分析山东省地方股份制银行、城商行、农商行的分布及财务情况。目前，山东省唯一一家股份制银行为恒丰银行，也是山东省内唯一一家资产规模上万亿体量的地方性银行，不良率由2018年的28.44%下降至2021年的2.12%，逐渐摆脱了过去沉重的历史包袱，整体经营质效得到提升。除股份制银行外，山东省拥有数量较多的地方城商行和农商行，且银行总资产规模较大（详见附件二）。

按各省资产大于1000亿的银行总资产规模对比来看，浙江、江苏、广东和山东地方性城农商行总资产规模均大于3万亿元，且数量相差不大，分别为18家，11家，13家和12家。山东省虽然资产规模超千亿地方性银行总资产高达3万亿，但规模最大的青岛银行资产规模仅为5223亿元，银行数量虽多，但单体规模有限，对区域的支持能力不及其他三省。

将地方金融资源的情况和山东省各市城投平台的债务情况做分析。以2021年的数据进行粗略判断，总体上看，地方城投平台有息债务与地方银行业资产总额呈正相关关系，相关系数为0.88，意味着地方金融资源丰富的地区可以为城投平台提供更好的支持。进一步来看城投有息负债与地方性银行资产的比例，假定城投平台更容易从地方性银行获得资源，如果城投有息负债相对地方性银行资产的比例过高，意味着当地地方性银行具备较少的空间为当地城投平台提供金融资源。

山东省各地市中，以城投有息负债余额/地方银行资产总额比例大于100%的条件筛选，可以看出泰安、滨州、菏泽、济宁、潍坊，这些地区的城投债务未来获得地方金融资源支持的力度可能偏弱。

### （三）财政收支与债务管控

#### 1、财政收支：收入高、税收稳、结构优

山东省一般公共预算收入已连续40年保持增长态势，仅在2022年，面对反复的疫情冲击和国际形势变化、经济下行压力加大、经济结构调整等形势下，山东省一般公共预算收入呈现负增长。据初步统计，2022年山东省一般公共预算收入7104.04亿元，同比下降2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长5.3%；一般公共预算支出12984.58亿元，增长3.6%。展望2023年，随着疫情防控措施因时因势优化调整以及工作重心的转移，山东省将推动积极的财政政策提升效能，更加注重精准、可持续，统筹经济社会发展和增进民生福祉，财政收入和支出有望恢复增长。

山东省财政收入质量高、结构优，与经济活动密切相关的税收收入稳定增长。近年

来，山东省税收收入占比均在75%以上。税种主要以增值税、企业所得税、以及与房地产有关的契税、土地增值税为主。2021年，全省完成税收收入5477.91亿元，其中，增值税占比约37%，企业所得税占比约16%，主要是制造业领域经营活动快速恢复、企业利润稳步增长带动。

财政支出方面，山东省各级严格落实过紧日子要求，进一步优化支出结构，集中资金保重点。2021年，山东省一般公共预算民生支出达到9243亿元，占比79%，科技、社会保障和就业、农林水、教育等重点支出分别增长28.8%、14.7%、10.2%和9.6%，各项民生政策得到有效落实。同时，山东省还优化政策供给，聚力支持新旧动能转换，实施高质量发展奖励，加强省新旧动能转换基金投资运作，全年投资项目284个，投资规模305亿元，带动社会资本投入780亿元。从财政自给率来看，山东省自给率连年超65%，对中央转移支付依赖程度低。

## 2、政府性基金收入：土地供给端保持较大规模，基金收入一路走高

近年来，房地产市场的波动以及政府严格的调控，对山东省政府性基金收入造成较大影响。在稳定楼市的大背景下，供给端的释放和优化成为促进房价平稳的大招。2015年以来，山东省土地出让面积均保持了较大规模，伴随着供给端的发力，政府性基金收入一路走高，于2019年超过一般公共预算收入，成为山东省财政收入最主要的来源。

2022年，受疫情反复冲击和房地产市场大幅预冷影响，山东省土地出让面积同比下降22.02%，政府性基金收入为6080.41亿元，完成预算的96.1%，同比下降23.8%。在库存不断高企的局面下，叠加当前房地产市场尚未有明显回温，预计未来土地出让市场态势仍然不明朗。

## 3、政府债务：规模较大，总量不断增长，偿还保障强，总体可控

山东省政府债务规模较大且保持逐年增长。截至2021年末，山东省政府债务余额为19992.73亿元（含青岛），保持增长的同时仍低于政府债务限额，债务率在全国处于中等水平，债务负担一般。从构成来看，一般债务余额7367.05亿元，稳步增长；专项债务余额12625.68亿元，大幅攀升。从举债主体所在地方政府层级来看，山东省本级、市本级、县级的债务比重分别为7.67%、36.21%和56.12%，省本级占比小，主要集中于市县。从用途来看，主要支持基础设施建设等公益性项目；从资金投向来看，保障性住房、市政建设是政府债务的主要投向。从债务期限结构来看，山东省（含青岛）2022年至2025年到期需偿还的政府债务比例分别为8.18%、11.91%、10.85%和4.29%，2026年及以后年度到期需偿还的政府债务比重为64.76%，期限结构相对合理。

经财政部核定，2022年山东省发行政府债券5224.69亿元，其中一般债198亿元、专项债3479亿元，再融资债券1557.69亿元。年末政府债务余额23588.02亿元。

#### 4、健全政府债务管理体系

债务管控方面，山东省债务风险管控和化解进展则备受关注。目前山东省政府非常重视省内的债务管控与化解，根据历年预算执行报告，2017年山东省出台“加强政府债务风险应急处置预案”；2018年制定“防范化解隐性债务风险的21条实施意见”，对债务高风险地区进行约谈；2019年制定出台“隐性债务风险防控三级响应预案”和“置换融资平台存量隐性债务实施意见”，建立“红橙黄绿”风险等级评定制度，多渠道压减消化隐性债务，全省隐性债务规模与综合债务率“双下降”；2020年以来加快推进政府融资平台公司市场化转型，建立政府债务风险等级评定制度。但从具体支持化债的措施来看，近年来山东省典型的化债措施较少，首先是强调债务属地管理机制，在省、市、县三级均成立了政府主要负责同志任组长的政府性债务管理工作领导小组，落实政府债务属地管理责任，明确各级政府对本地区债务负总责；其次就是建立激励机制，设立县级政府债务和金融风险化解奖励。根据《山东省财政厅关于印发财政困难县激励性转移支付暂行办法的通知》（2021年），山东省“对政府综合债务率控制在目标范围内、存量隐性债务化解力度大、不良贷款率控制较好或下降较快的财政困难县给予奖励。对政府综合债务率当年上升20个百分点及以上的橙色风险等级财政困难县，以及政府综合债务率未下降的红色风险等级财政困难县，取消该项奖励资格”。同为城投大省，江苏和湖南等地早有省级层面发文谈债务管控问题，相比之下，山东在高层级、成体系的债务管控方面较为缺位，一贯有明确的态度，但没有明确的措施，部分债务压力沉重的地区只能通过恳谈会、承诺“绝不违约”等方式表达意愿。

例如针对潍坊市自身存在的客观问题及引发的融资困难，潍坊市政府于2021年10月20日召开恳谈会，筹划设立规模50亿元的债务增信专项资金和80亿元的债券投资基金，提振投资者信心。2021年12月7日，潍坊市国企融资增信计划和债券投资基金正式落地：潍坊国企融资增信计划总规模50亿元，由潍坊市金控集团具体实施，着力化解国企债券违约风险，维护潍坊市地方金融和信用环境稳定；潍坊国企债券投资基金总规模80亿元，由潍坊市金控集团负责管理运作，核心作用就是解决国企债券发行端的问题。

恳谈会短期内一定程度上能够提振市场信心，但长期来看仍需要区域信用基本面的好转和再融资能力的修复。目前召开会议后短期内难有实质性举措落地，恳谈会无法实质推动债务化解，但确有一定修复估值和恢复区域内城投再融资能力的效果。同时，省市各级彰显偿债意愿和态度所取得效果的持续性有限，投资者信心的重建还需建立在城投基本面和偿债能力的改善上。

## 5、控增量、化存量，债务化解获得中央支持

在山东新旧动能转换“五年取得突破”的2022年这个关键节点上，2022年9月2日，国务院印发《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》（以下简称《意见》），对山东新旧动能转换实践成绩给予肯定的同时，明确了到2035年山东经济社会发展的总纲领。为落实《意见》，财政部于2022年11月1日发布关于贯彻落实《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》的实施意见（财预【2022】137号），从五大方面提出了十六条具体支持措施；2023年2月20日，银保监会印发了《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》，在发展现代金融体系，加大绿色金融产品创新，提升涉农金融服务水平，深入推进普惠金融战略，防范化解重大金融风险等方面制定了实施意见。除贵州省外，中央层面极少单独给予某一省份下发政策支持文件，可见山东省作为经济大省，其发展得到了中央的高度重视。

从财政部十六条具体支持措施来看，其中不少针对山东省目前所面临的困境提出了解决办法。财政资金方面，在一般公共预算和政府性基金均承压的背景下，财政部将对山东省加大均衡性转移支付、县级基本财力保障等一般性转移支付力度，增强基层财政保障能力，提升教育、医疗、社保等领域基本公共服务水平，特别强调分配新增地方政府债务限额时予以政策倾斜，加大对绿色低碳高质量发展、黄河流域生态保护、生态保护修复和污染防治等方面的资金支持，从转移支付和政府债务层面予以支持。除了通过预算资金直接提供支持以外，财政部还鼓励金融机构支持落实国家重大战略，推进黄河流域生态环境保护、绿色低碳发展，支持依法依规通过财政资金股权投资方式推进绿色低碳重点项目建设，鼓励规范有序实施生态环境领域政府和社会资本合作（PPP）项目，支持国家融资担保基金有限责任公司与山东省投融资担保集团有限公司加强合作，为符合条件的企业绿色信贷提供增信，这样从外部金融机构层面丰富山东省内的项目资金来源。对于债务的管控方面，财政部明确提到要健全政府债务管理体系，特别值得注意的是要求山东省持续推进省以下财政事权和支出责任划分改革，指导加强地方政府债务管理，强化财政预算约束，实现限额分配与偿债能力相匹配，加强债务风险评估预警结果应用，有效前移风险防控关口，逐步降低高风险地区债务风险水平，这就在高层级方面敦促山东省尽快成体系地管控债务。与中央下发予贵州的“财预【2022】114号”文相比，山东省获得的中央文件在债务管控内容方面未涉及更加具体的引导，与贵州相比，山东省综合实力较强，整体债务风险也比较可控，只是存在内部的一些结构性问题，所以山东省需要解决的是局部的债务风险问题。

## 八、总结：2023年城投与区域展望

在经济复苏成为政策主基调，经济稳增长仍需依靠基建领域投资的2023年，山东省

城投公司融资需求仍将保持较大体量，但城投债发行规模与区域信用的修复紧密相关。

山东省城投债发行体量连续多年位居全国第三，新冠肺炎疫情发生后，国内信用环境整体较为宽松，山东省城投债更是放量增长。但2022年以来，受经济下行压力加大、城投债融资监管持续强化等因素影响，山东省城投债发行规模整体有所下降，省内各地级市发行规模和净融资分化加剧且头尾各有不足。特别是2022年下半年，山东省部分区域内频发的信用风险事件，使得市场对于山东省认可度逐渐降低，低行政层级的城投公司债券利差大幅度走阔。

展望2023年，随着疫情管控政策逐步放开，经济复苏成为政策主基调，基建领域投资仍是稳增长重要抓手。在中央有关部门强调要按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，保障在建项目顺利实施，支持地方政府适度超前开展基础设施投资的背景下，预期山东城投公司融资需求仍将保持较大体量，但城投债发行规模与区域信用的修复紧密相关。

山东省城投公司整体实力较强，在部分区域国资改革和转型方面进展较为深入，但需警惕国企改革与业务转型进程中的行业经营和债务风险。

得益于发达的地区经济以及旺盛的投融资需求，山东城投公司资产总量快速积累，省、市级城投企业业务多元化程度高，收入和盈利水平普遍较高，整体实力较强。近年来，山东省经济活跃度高地区的城投公司作为国资国企改革的载体，更加深入地参与到地区经济和社会发展中，经营业务不断外延，以产业类投资为主，带来了多元化的收入。但新的业务也带来新的风险，如涉及房地产领域、投资上市公司等各类行业风险。同时，在转型过程中，投资与债务如影随形，对城投企业的自我造血能力和风险管控能力提出了高要求。

债务滚续是主要偿债途径，弱资质城投及网红城投再融资能力承压。

当前山东省城投公司债务余额仍居高位，城投公司债务化解任重道远。在经营现金流并不充裕的情况下，以及土地市场缺乏稳定性、地方财政承压冲击回款的影响下，城投企业通过再融资进行债务滚续是主要偿债途径。在稳增长及严控新增隐债的要求下，山东省部分地区的信用风险有蔓延趋势，城投公司信用风险结构性分化加剧，“红橙黄绿”视角下的弱资质城投公司融资渠道收紧，债务滚续压力上升。

作为经济大省，山东近些年来不断获得中央在产业转型和债务化解方面的政策支持，在新旧动能转换的大旗下，旧动能出清较为明确、新动能补位初见成效，短期内

## 部分地区债务

压力凸显的结构性问题得

到重视，但长期来看仍需要区域地区经济发展帮助

再融资能力的修复。

山东作为我国北方人口、经济第一大省，在经济发展转型升级方面获得了中央政策支持，于2018年正式成为全国第一个以新旧动能转换为主题的综合试验区。五年来旧动能出清较为明确，新动能补位初见成效，在山东新旧动能转换“五年取得突破”的2022年这个关键节点上，国务院进一步发文对山东新旧动能转换实践成绩给予肯定的同时，明确了到2035年山东经济社会发展的总纲领。随后，财政部、银保监会等部门进一步发文明确具体支持措施，其中特别提到了山东省债务化解问题。短期来看，山东省内部分地区债务压力凸显的结构性问题得到中央重视，需逐步降低高风险地区债务风险水平，防止信用危机蔓延。长远来看，山东省政府债务和城投债务经过多年积累，规模较大，化解债务、修复再融资能力仍需依赖地区经济发展

。

本文源自金融界