

# 房企流动性乍暖还寒 土拍遇冷致地方偿债能力再分化

2021年下半年以来，商品房销售遇冷预示市场信心不足，预售资金监管升级进一步削弱了销售回款对房企流动性的基石作用。外部融资转冷，多家房企陆续陷入流动性困境，行业风险扩散导致金融机构信心受损，融资渠道急遽收缩，为防范风险进一步扩散和蔓延，监管部门及时纠偏。但新开工下滑与土地投资缩量已经累及房地产行业投资，房企投资态度审慎，土地市场显著降温。

惠誉博华认为，土地出让疲软将使部分地方政府财政收入承压，各省份债务压力分化，且将造成相关区域内城投企业再融资和偿债能力的进一步分化；但在2022年“稳增长”基调下，积极的货币政策、专项债发行节奏前置、多增社融等多项措施并举将为下一步基础设施投资以及地方政府与城投企业再融资能力提供有力保障。

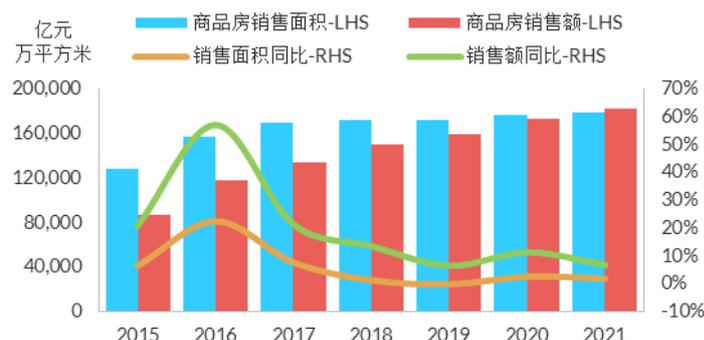
此外，“稳增长”主线下地方政府债务管理防风险举措多元化，隐性债务“遏增量化存量”，有助于缓解未来整体偿债压力，但需警惕尾部市县土地出让收入持续下降可能触发相关城投企业再融资风险以及政府财政重整风险。

惠誉博华

## 商品房销售遇冷预示市场信心不足，预售资金监管升级进一步削弱了销售回款对房企流动性的基石作用

2021年，中国房地产行业销售呈现“高开低走”局面，销售累计同比增速持续收窄。2021年全年，中国房地产行业销售面积17.9亿平方米，销售额18.1万亿元，同比分别增长1.9%和4.8%。自7月以来，商品房单月销售同比增速转弱，持续下行。12月单月，商品房销售面积为2.1亿平方米，销售额2.0万亿元，同比分别下降15.6%和17.8%。进入2022年，行业销售颓势仍未扭转，春节返乡置业潮普遍遇冷，百强房企1月销售降幅进一步扩大。

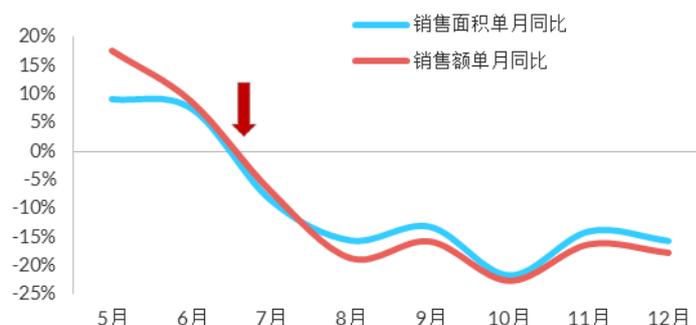
### 房地产行业销售情况



来源：Wind，惠誉博华

商品房销售景气度的持续下行反映了房地产市场信心疲弱。2021年下半年以来销售急速转冷，一方面是房地产金融政策收紧导致房贷额度紧张，贷款审批周期拉长，出现“贷款难”现象，加之多个城市跟进出台“二手房指导价”，二手房市场率先转冷，成交萎缩，进而导致来自于置换需求的新房销售受到拖累；另一方面，房企债务信用风险事件频发，以及打折促销等市场因素引发购房者担忧，观望情绪浓厚，购房意愿低迷。

### 2021年7月，商品房单月销售步入下行通道



来源：Wind，惠誉博华

## 相关研究

房地产行业销售前景不容乐观，再融资与流动性攸关房企生死 (2021.09)

惠誉博华信用分析框架下的城投企业信用风险观察 (2021.09)

GDP增速显放缓 稳增长政策待发力 (2022.02)

## 分析师



王兴萍, CPA  
+ 86 (10) 5663 3871  
Xingping.wang@fitchbohua.com



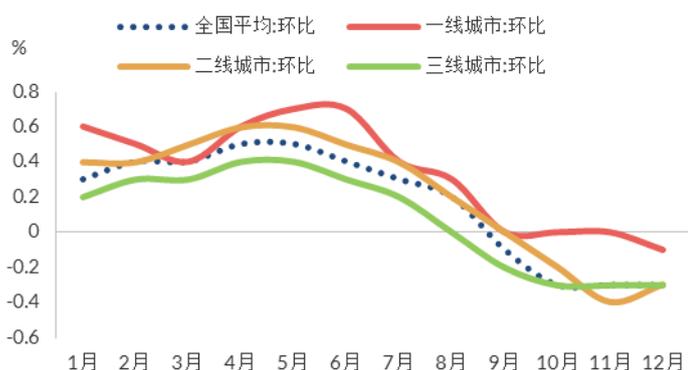
周纹羽, CPA; CPA, CGA (Canada)  
+ 86 (10) 5663 3872  
Wenyu.zhou@fitchbohua.com



常海中  
+ 86 (10) 5663 3870  
Haizhong.chang@fitchbohua.com

房价变动方面，2021年下半年，不同能级城市房价次第出现环比下跌。8月，三、四线城市房价率先环比下降，二线城市紧随其后，一线城市表现出较强韧性，降幅有限。部分市场急速降温的三、四线城市率先推出“限跌令”，开启逆向调控。一些地方政府通过发布行政命令、约谈项目负责人、限制网签备案等手段，打击房企降价行为，以稳定房价预期。不过，房价下跌趋势一旦形成，很难迅速扭转，预计中短期房价仍将继续走弱。

### 2021年70个大中城市新建商品住宅价格指数



来源: Wind, 惠誉博华

随着房地产开发市场压力增大，房企现金流紧张，不少房企出现信用风险事件，部分项目停工现象时有发生。为防止因房企信用风险等问题影响购房者权益，地方政府开始加强对商品房预售资金的监管，主要方式包括：预售标准趋严、上调预售资金监管比例、限制房企支取额度、次数及用途等。预售资金监管的升级进一步导致房企可动用现金规模下降，大量监管账户资金无法归集至母公司层面。销售转冷叠加预售资金监管升级，严重拖累房企流动性。

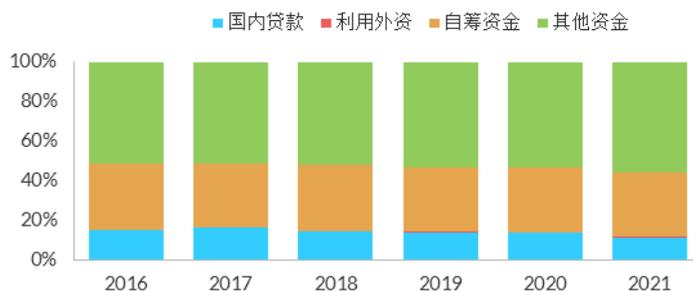
2021年9月，中央开始释放维稳信号。中国人民银行货币政策委员会三季度例会中首次提出“两个维护”，即维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。随即，各地方政府对过度收紧的地产政策开始适度纠偏，多地按揭贷款额度提升，放贷周期缩短，房贷利率亦出现下调。根据中国人民银行披露数据，2021年10月、11月，个人住房贷款当月新增分别为3,481亿元和4,013亿元，分别较上月多增1,013亿元和532亿元；2022年1月，住户贷款增加8,430亿元，其中代表个人住房贷款的中长期贷款增加7,424亿元，较上月增加4,066亿元，环比翻倍猛增。2022年2月，全国性商品房预售资金监管办法出台，房企现金流有望适度解压；部分城市银行下调首付比例，意味着伴随不同城市基本面的分化，各地因城施策政策空间仍具备调整弹性。

惠誉博华预计，尽管房地产行业调控已出现缓和迹象，但未来政策旨在适度纠偏，避免矫枉过正，阻止行业出现“断崖式”下跌，在中央政府坚持“房住不炒”基调下，不会再出台大规模、大范围、大力度刺激房地产市场的行业政策。

### 2021年行业流动性风险扩散导致金融机构信心受损，融资渠道急速收缩，监管部门及时纠偏

受制于“三道红线”、房地产贷款集中度管理及诸多严厉调控政策，2021年房企外部融资遇冷，开发资金来源对经营性资金回笼依赖性持续提升。2021年，房地产开发企业到位资金20.1万亿元，同比增长4.2%，两年平均增长6.3%。其中国内贷款占11.6%、自筹资金占32.5%、其他资金（主要为定金及预收款、个人按揭贷款等）占55.8%，占比分别较上年变动-2.2pct、-0.3pct和2.6pct。

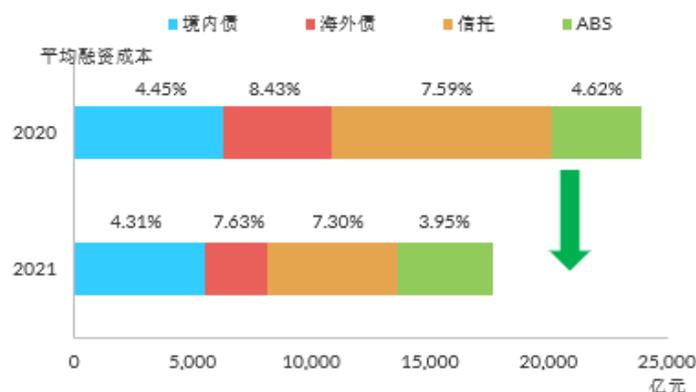
#### 房地产开发资金来源



来源: Wind, 惠誉博华

2021年房地产行业外部融资亦呈现“前冷后热”局面，下半年多家房企陆续陷入流动性困境，行业风险持续发酵，金融机构信心受损，房地产行业由主动降杠杆转向被动降杠杆，借新还旧、滚动发行等传统借贷链条被打破，外部融资渠道急速收缩。根据中指研究院数据，2021年中国房地产行业非银类融资规模大幅下降26.3%至17,652亿元，其中境内债券发行规模5,490.3亿元，同比下降13.1%。平均融资成本亦存在一定程度下降，2021年下降0.14pct至4.31%（4.45%/2020年），主要得益于2021年资本市场融资成本的下行，且房地产信用债发行主体以央企、国企及部分经营稳健的大型民企为主，该类型房企在政策紧缩周期仍具备极强的融资优势与议价能力。

#### 2021年房地产行业融资规模大幅收缩

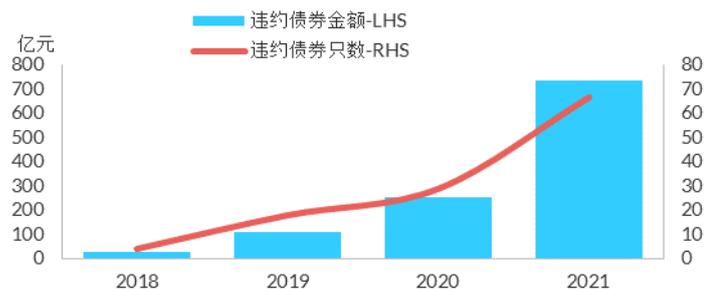


来源: 中指研究院, 惠誉博华

2021年，房地产流动性风险持续发酵，触发形成波及行业的信用连锁事件，7月蓝光发展发生境内债券违约，9月中国恒大发生理财产品兑付危机、美元债券延期支付利息以及全国范围内多个项

目停工等事件，10月以来，以花样年控股美元债违约为导火索，引燃房地产市场恐慌情绪，多家房企加速暴雷，新力控股、当代置业、阳光城、佳兆业、中国奥园等多家房企接连发生各类信用事件（理财产品兑付危机、债券展期、延期支付利息、实质性违约等）。2021年，房地产行业违约债券金额达735亿元，涉及违约债券67只。

### 2021年房地产行业信用违约事件频发

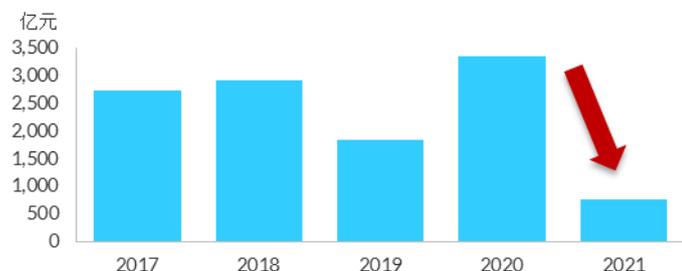


来源：Wind，惠誉博华

为防范风险进一步扩散和蔓延，10月开始，各部委密集释放信贷积极信号。10月15日，中国人民银行召开第三季度金融统计数据发布会，指出部分金融机构对于“三道红线”融资管理规则存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款。11月，银行间市场交易商协会召开房企代表座谈会，支持房企的合理融资需求，房企境内债融资渠道重启，当月发行407.2亿元，环比增长179.6%。2022年2月，中国人民银行、银保监会明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，融资政策逐渐松动。

同时，流动性紧张的房企也纷纷寻求整体资产变现的方式回笼资金缓解压力。而当前收购方对于大型收购态度十分谨慎，一方面是考虑到行业流动性压力尚未解除，资金的大量占用会挤压本身的流动性空间；其次收并购项目通常存在信息不对称问题，且附带一定的债务风险，不利于降低收购方自身的债务指标；再者，土地市场降温，城投公司的入场可能带来大量的合作开发机会，对于存在扩储需求的房企存在较强的吸引力。

### 2021年房地产行业收并购规模大幅下降



来源：Wind，克而瑞，惠誉博华

12月，中国人民银行、银保监会联合发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行支持优质房企兼并收购出险和困难的大型房企的优质项目。2022年1月，据

媒体报道，银行已告知部分房企，针对出险企业项目的承债式收购，相关收并购贷款不计入“三道红线”相关指标。相关支持政策将一定程度上减轻收购方房企的资金压力，惠及央企、国企及部分经营稳健的大型民企，有利于进一步提升其市占率，但在行业景气度低迷时期，收并购行为面临的风险因素更为复杂，预计难以形成大规模的市场化并购潮。

### 房企投资态度审慎，新开工下滑与土地投资缩量拖累房地产行业投资，土地市场普遍低迷

房地产开发投资在过去几年保持了较强的韧性，但掣肘于大幅收紧的资金链，2021年投资强度明显弱于往年。2021年，房地产开发投资完成额14.8万亿元，同比增长4.4%，两年平均增速5.8%。分项来看，土地投资在集中供地和销售转冷等因素共同作用下率先降温，全年土地购置费4.4万亿元，同比下降2.1%，单月增速自6月开始转负；而在“保交付”、预售资金监管升级等因素支撑下，建安投资降速相对温和，全年累计增速维持正增长，为8.6%，单月增速自9月微幅转负。

### 房地产开发投资当月同比增速



来源：Wind，惠誉博华

2021年，房屋新开工面积19.9亿平方米，同比下降11.4%；12月单月新开工面积1.6亿平方米，同比骤降31.2%，单月延续9个月负增长。2021年，房屋竣工面积10.1亿平方米，同比增长11.2%。预计2022年，在土地市场低迷情况下，新开工增速可能持续走弱，而竣工增速在“保交付”政策下仍具有一定支撑。

### 房屋开竣工当月同比

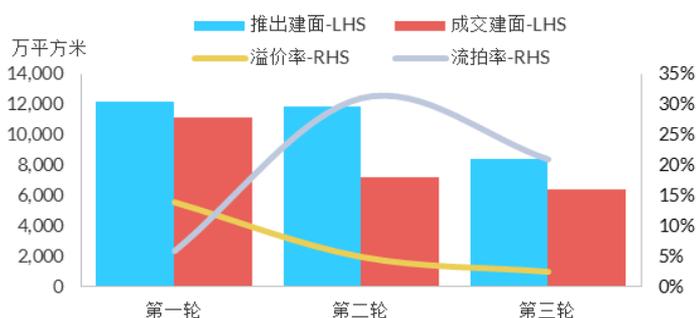


来源：Wind，惠誉博华

2021年是“土拍两集中”政策实施元年，土地市场成交规模明显收缩，二、三线城市规模收缩尤为突出，整体土地投资降温明显。2021年，百城住宅用地成交建筑面积7.1亿平方米，同比下降28.0%，其中一线城市同比微涨0.6%，二、三线城市同比分别大幅下降25.8%、31.8%；百城住宅用地成交总价4.1亿元，同比下降9.6%，其中一线城市同比增长6.2%，二、三线城市同比分别下降8.5%、16.7%。

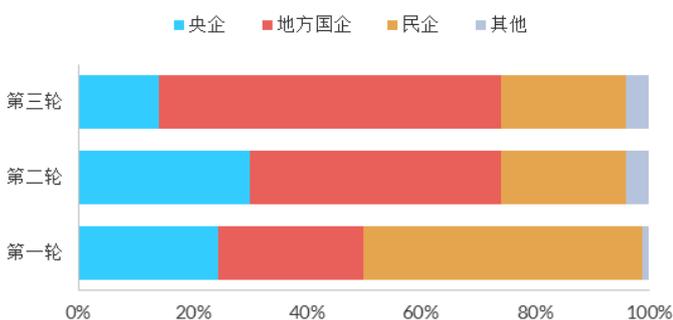
从22个重点城市三轮集中供地情况来看，总体呈现“由热转冷”局面，相较于第一轮土拍的火热，第二、三轮土拍热度骤降。成交量方面，第一轮、第二轮、第三轮集中推地建面分别为12,182万平方米、11,846万平方米、8,430万平方米，呈逐批次下降趋势；成交面积分别为11,192万平方米、7,206万平方米、6,451万平方米，降幅更甚。市场热度方面，三轮土拍溢价率分别为14%、5%、3%，第二轮土地市场热度骤降，第三轮土拍溢价率再度下滑，仅杭州、宁波、成都等少数城市逆势上涨；三轮土拍流拍率分别为6%、31%、21%，第三轮流拍率的回落主要得益于部分国企及地方城投企业进场托底，而实际土地成交仍然维持低迷。

### 22城三轮集中土拍情况



注：统计范围为市辖区的住宅用地，包括保障房用地  
来源：克而瑞，惠誉博华

### 地方国企拿地托底现象显著

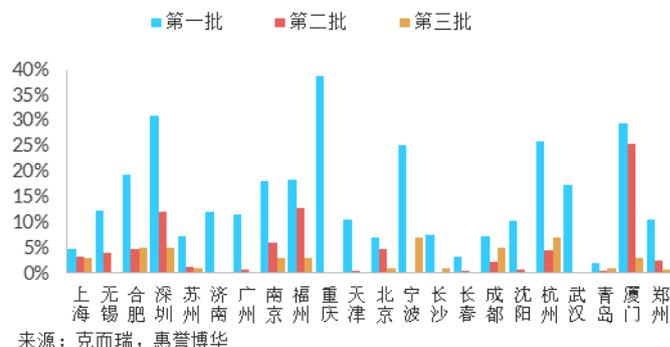


注：地方国企包含城投企业  
来源：中指研究院，惠誉博华

在第三轮集中供地中，不同城市政策调整冷热互现。相较于第二轮集中供地竞拍门槛的集体提升，第三轮集中供地中大多数城市选择适度放松土拍规则，下调拿地门槛，同时北京、无锡、厦门等少数城市仍然选择持续收紧。在第三轮集中供地中，杭州和宁

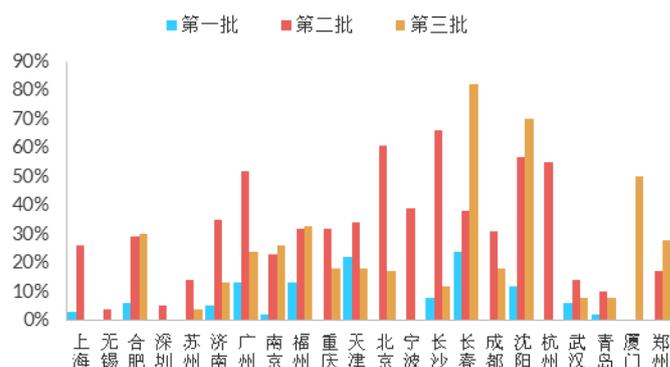
波都采取了“预申请”制度，同时放松了部分竞拍规则，减轻房企拿地负担，土拍回暖十分明显。

### 22城三轮集中土拍溢价率明显降温



来源：克而瑞，惠誉博华

### 22城三轮集中土拍流拍率明显上升



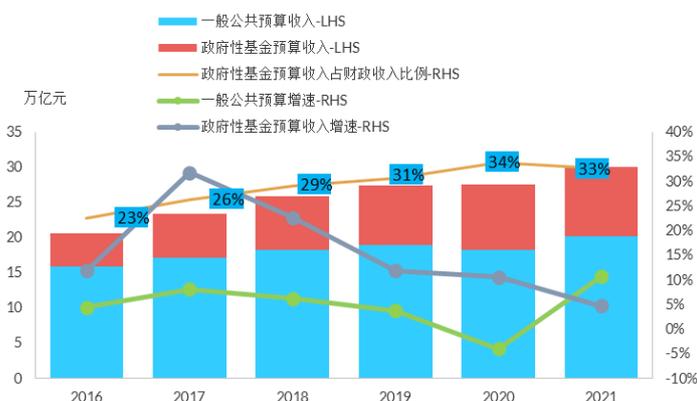
来源：克而瑞，惠誉博华

房企拿地扩储保持谨慎态度。根据中指研究院数据，三轮集中供地中，TOP50房企拿地规模逐批次下降，拿地意愿较低，主要原因是在销售遇冷、融资紧缩的环境下，房企更注重现金流安全，暂时选择降低土地投资。惠誉博华预计，随着融资政策相对缓和，调控政策适度纠偏，销售端预计在2022第二季度缓慢触底回暖，届时存在补库需求的优质房企将逐步回归土地市场。

### 土地出让疲软将使部分地方政府财政收入承压，各省份债务压力分化；但在2022年“稳增长”基调下，积极的宏观政策导向或缓解地方政府再融资压力

2016年以来，政府性基金收入规模快速增加，在全国主要财政预算收入中占比从2016年的23%提升至2021年的33%。2021年，经济修复叠加低基数，全国一般公共预算收入同比增加10.7%，且绝对值超过疫情前水平，但由于房地产行业持续低迷，土地市场遇冷，政府性基金预算收入增速有所下降，同比增加4.8%，较2020年下降5.8个百分点。但从2021年全国整体财政收入来看，多数地区报告其财政收入保持“增收减支”，为未来跨周期调节的财政政策备足粮草，同时也表现了政府财政收支的韧性与可调节性。

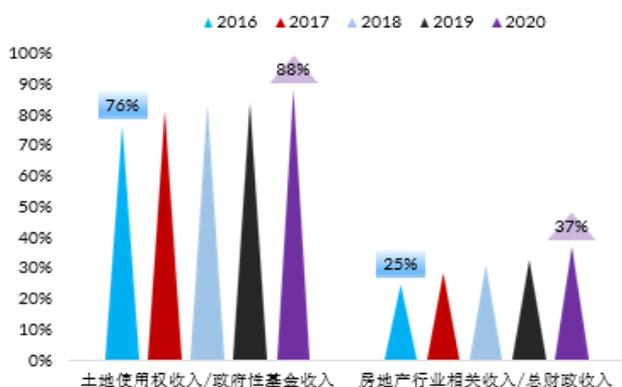
2016-2021年全国主要财政收入



注：财政收入=一般公共预算收入+政府性基金预算收入  
来源：Wind，惠誉博华

政府性基金收入中大部分来自土地使用权出让收入，且收支遵循“以收定支”的原则，土地出让疲软导致土地使用权出让收入规模减少，将对后续地方基础设施建设投资以及地方政府和城投企业偿债能力造成一定影响。另一方面，房地产行业景气度下降，销售下滑，房地产行业相关税收收入预计也将随之缩水。

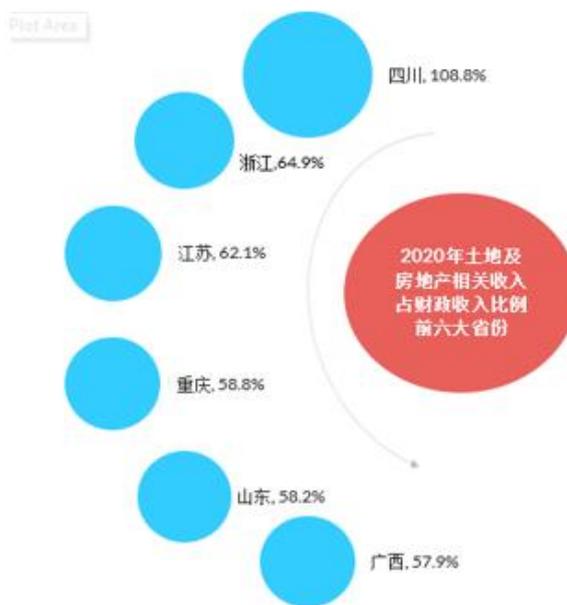
房地产行业相关收入贡献度



注：房地产行业相关收入=土地使用权出让收入+契税+土地增值税+房产税+耕地占用税+城镇土地使用税，暂未考虑房地产企业缴纳的增值税和企业所得税。  
来源：Wind，惠誉博华

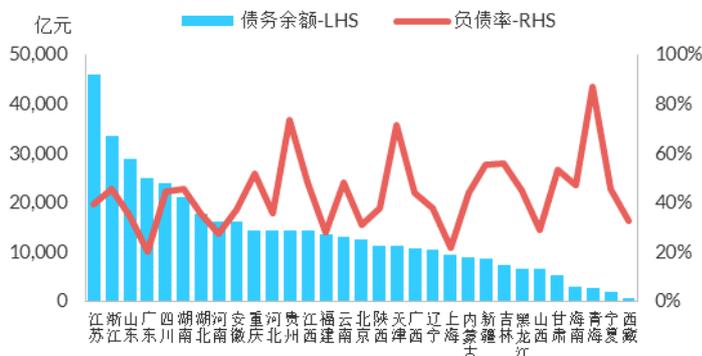
分省份来看，2020年土地及房地产相关收入占财政收入比例排名靠前的省份主要有四川、浙江、江苏、重庆、山东等地。2021年地方债发行规模上，上述地区发债余额也均在全国前列。

2020年土地及房地产相关财政收入占比



注：相关数据均为2020年数据，财政收入中一般公共预算收入不含转移支付收入  
来源：Wind，惠誉博华

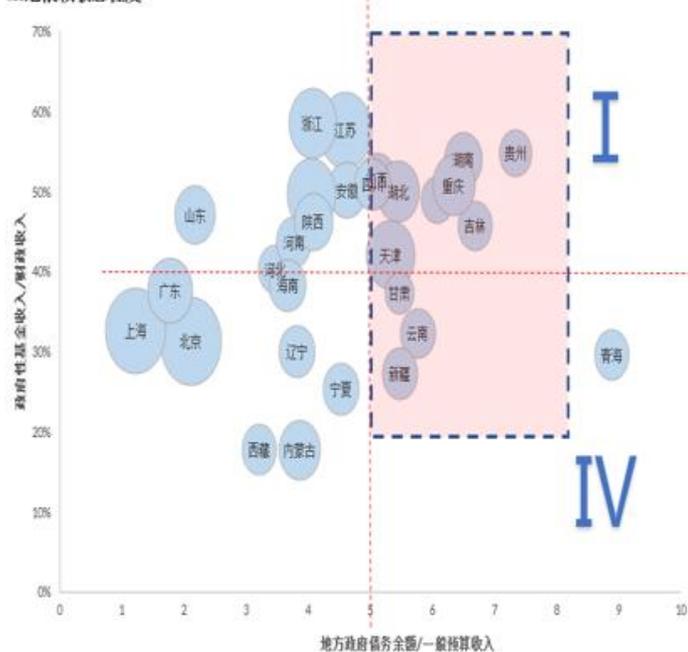
2021年地方政府债务余额及负债率



注：1. 地方政府债务余额=地方政府债+公开发行城投债；  
2. 负债率=地方政府债务余额/区域GDP  
来源：Wind，公开资料，惠誉博华

经济发达地区因其经济更具活力、就业机会多、人口持续净流入等因素，土地更具吸引力，相应的土地及房地产相关收入占比普遍明显高于全国平均水平。故单以土地出让收入或政府性基金预算收入占财政收入比重衡量地方政府偿债能力对土地依赖度有失偏颇。惠誉博华结合债务/一般公共预算收入、政府性基金收入/财政收入、人均GDP三个指标综合衡量地方政府偿债压力角度的土地依赖敏感程度。

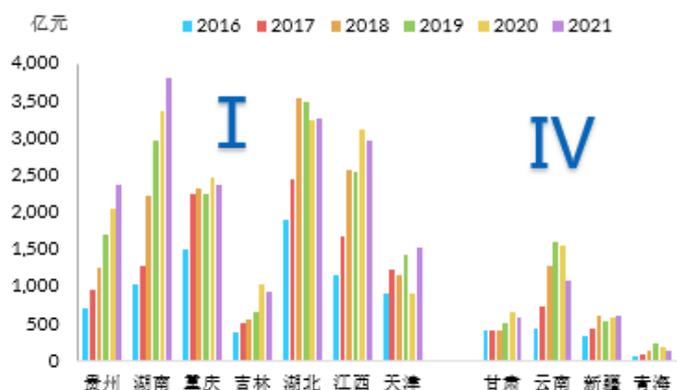
土地依赖敏感程度



注：1. 地方政府债务余额=地方政府债+公开发行城投债；  
2. 以上数据除地方人口采用 2020 年数据，其余皆为 2021 年末累计数；  
3. 山西、黑龙江由于数据缺失，未纳入样本；  
4. 圆圈大小代表人均 GDP（人口规模因数据缺失采用 2020 年数据）；  
5. 图中横纵红色虚线为中位数；  
来源：Wind，企业预警通，各省市 2021 年财政预算执行情况报告和 2022 年财政预算草案的报告，财政部及各财政厅网站，惠誉博华。

具体来看，位于上图第 I 和第 IV 象限且人均 GDP 规模相对较小的贵州、甘肃、云南等省份（直辖市/自治区）地方政府债务余额/一般公共预算收入比例略高，其债务偿还能力可能对土地出让收入的下降更为敏感。重庆、江西、吉林、甘肃、云南、青海等地 2021 年政府性基金预算收入已结束了从 2016 年以来呈现的持续上行趋势。且由于部分当年签订合同的土地出让合同金额可能体现在第二年，存在一定滞后性，故 2021 年下半年以来土拍骤然遇冷可能导致 2022 年当年土地出让金及政府性基金收入进一步下滑。

2016-2021 年政府性基金收入



来源：Wind，惠誉博华

短期来看，针对土地出让收入“以收定支”的特点，相关支出并不构成地方政府刚性支出，但由于 2022 年各地区均面临经济“稳增长”压力，土地出让收入减少长期势必对当地基础设施建设投资形成掣肘。另一方面，由于地方政府专项债部分项目直接获取收入或开发后的运营收入有限，仍需以项目周边的土地溢价出让收入或间接来自于政府的项目补贴作为偿债来源。土地出让收入下滑将导致土地依赖度高、债务压力大的地方政府可用于偿还债务本金及利息的“灵活”收入缩水。

惠誉博华进一步假设，如果 2022 年土地市场保持低迷，流拍率上升，溢价率持续下滑，那么在政府性基金收入下滑，债券、银行贷款等本金均正常滚续的情况下，处于上图第 I 象限和第 IV 象限将面临的“刚性”付息压力情况。

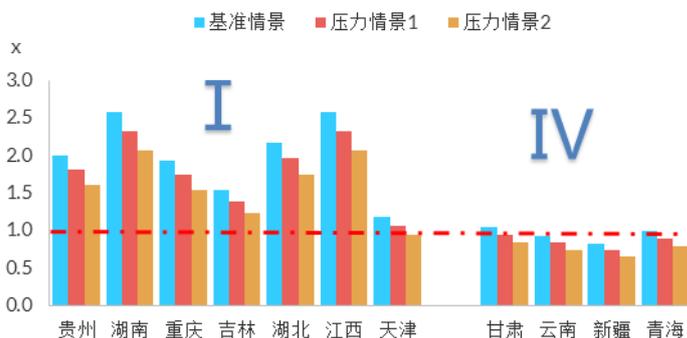
由于大部分土地出让收入对应成本性支出，惠誉博华假设约 20% 的土地出让收入可用于灵活补充地方政府债务的还本付息支出。其他假设条件详见下表。

关键假设条件

指标	假设条件
基准情形	2021 年土地出让收入及政府性基金收入
压力情景 1	2022 年土地出让收入同比下降 10%
压力情景 2	2022 年土地出让收入同比下降 20%
2022 年地方政府专项债付息平均利率	3.51%
土地出让收入/政府性基金收入	80%
可用于负担政府债务的土地出让净收益	土地出让收入*20%
地方政府刚性付息支出	2021 年专项债余额*2022 年地方政府专项债付息平均利率

来源：惠誉博华

土地出让净收益/地方政府付息压力情景测试



注：土地出让净收益/地方政府付息压力=可用于负担政府债务的土地出让净收益/地方政府刚性付息支出

来源：Wind，惠誉博华

在不考虑专项债自身收益的前提下，第 I 象限中只有天津在压力情景 2，土地出让收益/付息压力倍数低于 1，第 IV 象限中四个省份两种情景均低于 1。且上述样本中有 6 个地方政府（贵州、吉林、甘肃、云南、新疆、青海）人均 GDP 低于全部样本中位数。

样本基准情形下，全部 29 个省份“土地出让净收益/地方政府付息压力”中位数在 2 倍左右，其他象限内省份如江苏、浙江在 5 倍以上，只有内蒙古低于 1；第 I、IV 象限绝大多数省份基准情形都在 2 倍以下，各省份偿债能力分化。

惠誉博华预计，“稳字当头、稳中求进”将成为 2022 年全年贯穿中央政府与各级地方政府经济工作的基调，积极的货币政策与财政政策以及诸多重要的稳增长政策或将鱼贯而出。2021 年第 4 季度以来，中国央行已实施积极的货币政策，如 12 月全面降准 50 bp、下调一年期 LPR 利率 5 bp，2022 年 1 月下调一年期 LPR 10 bp、五年期 LPR 5bp。2022 年 1 月新增社融 6.17 万亿元，同比多增 9800 亿元。其中对实体发放的人民币贷款增加 4.2 万亿，刷新单月同比的最高值，同比多增 3800 亿元。财政部也于 2021 年末提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，突出“尽早”、“尽快”使用，专项债要求各地于 2022 年一季度早发行、早使用。

稳增长基调下，积极的货币政策、专项债发行节奏前置、多增社融等多项措施并举将为下一步基础设施投资以及地方政府与城投企业再融资能力提供有力保障。

### 地方政府财力承压将造成区域内城投企业再融资及偿债能力的进一步分化

2021 年，城投债发行额为 5.8 万亿元，较 2020 年同比增长 23.3%；同时 2021 年城投债到期量加大，为 3.7 万亿，其净融资规模为 2.0 万亿元，同比增长 2.7%。

#### 2016-2021 年城投债发行量及净融资额



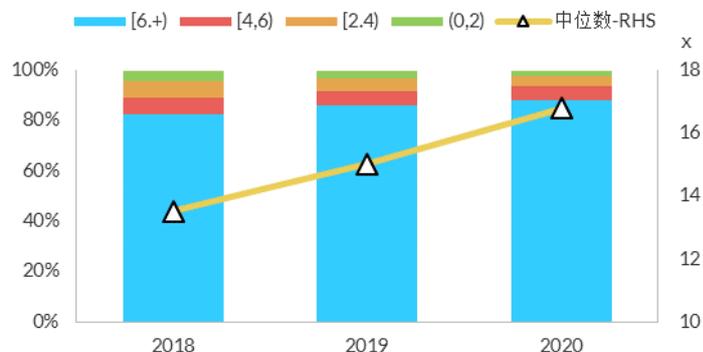
来源：Wind，惠誉博华

城投企业业务多涉及土地整理、园区开发、保障房、城市综合运营等，部分项目建成后由地方政府购买，部分通过市场化销售。基建类业务以及土地整理业务等与房地产景气度相关度较高。

从惠誉博华常用的衡量城投企业杠杆情况的指标——净债务/EBITDA 来看，绝大多数城投企业该项指标大于 6x，2018-2020 年中位数均在 12x 以上。由于多数城投企业自身盈利能力有限，其信用品质主要依赖于地方政府对其支持能力和支持意愿。部分城投企业的盈利来源依赖于地方政府的财政补贴和其代建的基础设施项目的政府付费和回款，地方政府财政收入的变动会对相关城投企业经营发展以及债务偿还产生重大影响。对于土地依赖度较

高的经济欠发达地区，土地出让收入承压亦会对当地城投企业偿债能力以及投资者信心、再融资压力产生较大影响。

#### 2018-2020 年城投企业净债务/EBITDA



来源：Wind，惠誉博华

在上文分析中，我们观察到 2021 年土地流拍率日益走高，2021 年 12 月 22 日第三次集中土拍，城投公司及国有非地产业类企业拿地数量已过半。除具备地产开发等业务的城投公司，以往年度城投公司拿地后用途多带有一定“公益”性质，承担区域开发建设功能。当前城投公司如此大规模拿地，虽主要出于配合地方政府稳定土地价格和市场，但可能会埋下土地空转、财政收入虚高、负债增加等隐患。

### “稳增长”主线下地方政府债务管理防风险举措多元化，隐性债务“遏增量化存量”，有助于缓解未来整体偿债压力，但需警惕尾部市县土地出让收入持续下降可能触发再融资风险以及政府财政重整风险

近期多省份先后披露 2021 年预算执行报告，其中在债务管理方面，重庆、陕西等省份指出债务风险总体可控，四川、广西、宁夏等五个省份提出完成隐性债务年度化解任务，部分省份也提示了偿债压力较大等风险。

就隐性债务化解措施来看，各省除遵循财政部指导的六大化债措施外，还积极主导发行再融资债券或置换债券，联合金融机构等成立地方信用保障基金等解决债务问题，增强市场信心。广东、上海等部分省市被纳入“无隐性债务试点”城市，2022 年 1 月，广东省宣布实现隐性债务“清零”目标。

财政部六大化债措施



来源：财政部，惠誉博华

付息占比超限压力将陡增，或将触发部分尾部市县财政重整条件，进而影响当地政府及城投企业再融资以及偿债能力。

部分地方政府化债措施及相关政策汇总

地方政府	化债措施	其他政策
北京、上海、广东	6种化债措施+再融资债券等	首批开展全域无隐性债务试点的省市
贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁、宁夏等	PPP规范化债、剥离隐性债务、建制县化债试点等	建制县（区）隐性债务化解试点
江西、青海、贵州、广西	出台涉及化债专项文件，青海“聚焦国企风险化解”工作	财政部指导的六大化债措施
河南	设立省企信保基金	财政部指导的六大化债措施
镇江	债务置换、增发地方债、盘活资产、资产注入、降低融资成本等	
贵州	召开投资人恳谈会、地方国企支持、担保等	国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见
湘潭	债务置换、湖南AMC设立省级化债基金、整合融资平台等	

来源：公开资料，惠誉博华

如果地方政府土地出让收入下滑过快，进而影响政府性基金支出的减少，一方面可能对土地依赖度较高的省份化债造成压力，且对基础建设投资形成掣肘。2022年初国务院发文提及对贵州适度分配新增地方政府债务限额，支持开展降低债务风险等级试点等（国发【2022】2号文），后续有一定债务压力地区的风险化解措施如何落地值得关注。另一方面，有媒体报道2021年末鹤岗市因政府实施财政重整计划，决定取消公开招聘政府基层工作人员计划。公开资料显示2018年四川省资阳市雁江区和安岳县也曾进行财政重整。对于一些市县而言，虽然其债务规模有限，但债务

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。