

发行规模有所收缩，发行利差整体下行

—— 一季度城投债市场回顾与展望

摘要： 一季度严监管态势延续，城投债发行规模及净融资规模均有所下降。受沪深交易所审核趋严影响，城投企业公司债发行规模及净融资规模呈收缩态势，区县级城投债净融资下降幅度较大。分地区来看，河南、天津城投债融资有所改善，东北、西北和西南部分地区城投债余额持续收缩。

2022 年稳增长压力凸显，持续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，两部委发文保障融资平台公司合理融资需求，资金供给端或将边际放松，有助于缓释债务风险。市场流动性更加充裕，二季度债券发行或迎来窗口期，城投债发行规模有望增长。二季度城投债到期兑付压力分化仍明显，天津、青海、甘肃、吉林、山西等地面临城投债兑付压力较为集中；部分区域到期债券中区县级城投债占比高，考虑到一季度城投债净融资收缩明显，二季度城投债兑付压力较大；土地市场持续低迷，东三省、西南地区、华北地区部分省份政府性基金收入下降较明显，城投企业回款、获取政府支持及债务偿还或将受到影响。

一、政策环境

稳增长压力凸显，积极的财政政策靠前发力，地方政府专项债限额提前下达，发行节奏加快，确保形成有效投资。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，叠加需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，2022 年积极的财政政策提升效能，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。专项债方面，2022 年新增地方政府专项债限额 3.65 万亿，额度提前下达同时国常会要求 2021 年底提前下达额度 5 月底前发行完毕、2022 下达额度 9 月底前发行完毕。一季度地方政府债发行加速，且以新增专项债为主，确保有效拉动固定资产及基础设施建设投资。

两部委发文保障融资平台公司合理融资需求，资金供给端或将边际放松。

2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》从加大对重点项目资金支持力度、合理购买地方政府债券、市场化原则保障融资平台公司合理融资需求等多个方面要求金融机构加大对有效投资的金融支持力度，支持地方政府适度超前开展基础设施投资，保障在建项目顺利实施。《通知》是为落实稳定经济发展决策做出的积极部署，为保障有效投资的资金需求从资金供给端对相关政策进行调整，城投企业融资的资金供给端或将边际放松。

二、一季度城投债市场回顾

1. 发行概况

严监管态势延续，一季度城投债发行规模及净融资规模均有所下降。受沪深交易所公司债审核趋严影响，城投企业公司债终止审核规模较大，发行规模及净融资规模明显收缩；募

集资金用途仍受到严格限制，超过 90% 用于偿还债务；区县级城投企业受监管影响较大，城投债净融资大幅下降。

一季度，城投债发行规模 13913.22 亿元，同比和环比分别下降 5.08% 和 0.19%；净融资规模 6057.13 亿元，同比和环比分别下降 12.80% 和 4.90%。2022 年以来，市场流动性保持合理充裕，一季度城投债发行规模虽略有下降，但从单季发行规模来看仍属较大。

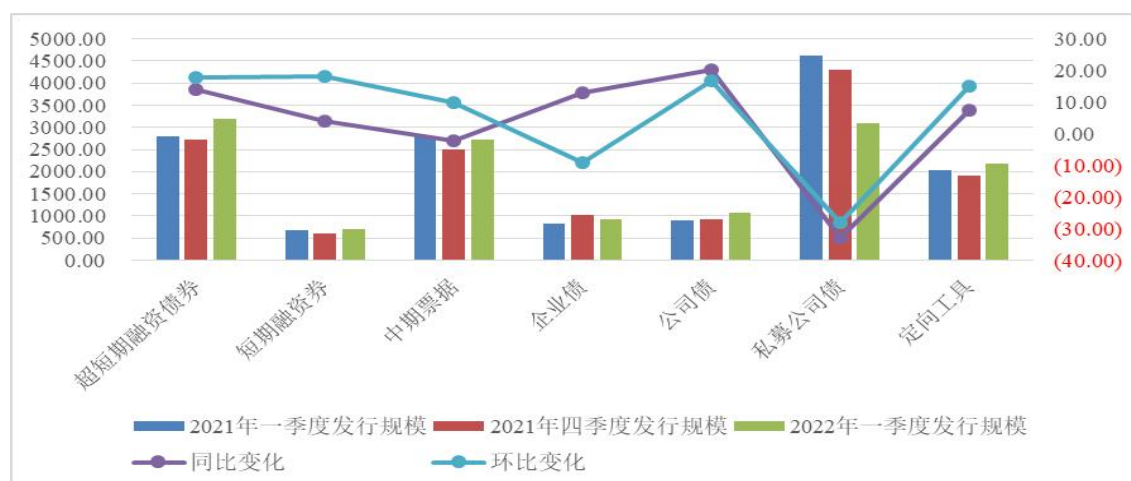
图 1 2019 年以来城投债分季度发行情况（单位：亿元、支）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

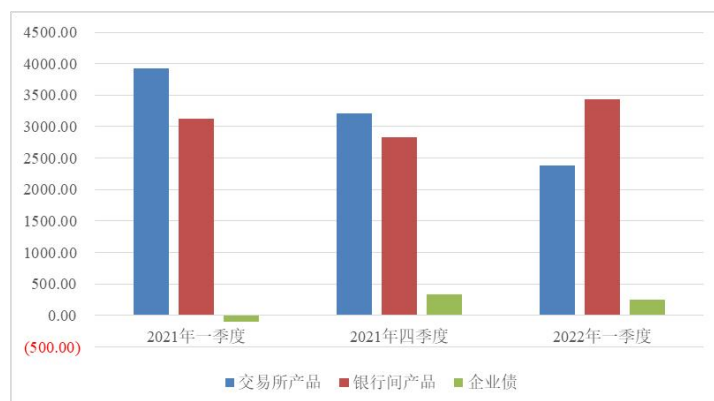
一季度，严监管态势延续，沪深交易所持续对城投企业公司债分档审核，终止审查城投债金额达 1564.85 亿元，城投企业公司债发行规模同比和环比降幅均超过 20%，其中私募公司债降幅分别达 33.02% 和 28.05%；同时，公司债发行规模占比同比下降 17.18 个百分点、环比下降 11.18 个百分点。从募集资金用途上看，城投企业公司债超过 90% 的募集资金用于偿还债务，剩余部分用于补充营运资金、项目建设及产业基金投资等。**净融资方面**，城投企业公司债净融资规模同比和环比下降均超过 25%，降幅明显。

图 2 各品种城投债发行规模变化（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 不同市场城投债净融资变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从主体信用等级上看，AA⁺级及以上主体发行规模占比超过 75%，且发行规模同比和环比均呈增长趋势，AA 级及以下主体发行规模同比和环比则均呈萎缩态势。受监管政策收紧影响，投资者风险偏好继续降低。净融资方面，AA⁺级及以上主体净融资规模占比超过 87%，但 AA 级及以下主体净融资规模同比有所增长，但环比下降明显。

图4 一季度城投债发行主体信用等级分布

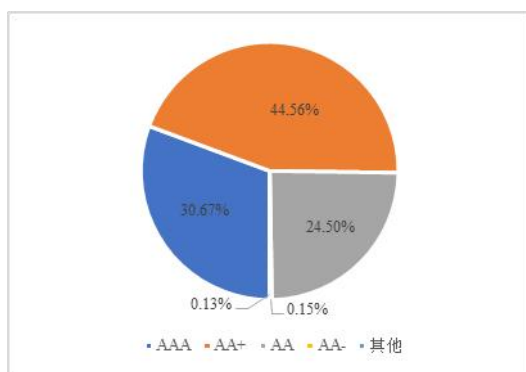


图5 不同级别主体城投债净融资规模（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从行政级别上看，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，一季度地市级和区县级城投债发行规模占比分别为 47.62%和 28.96%。但区县级主体发债受监管限制影响更大，城投债发行规模同比和环比均呈萎缩态势，降幅分别为 18.55%和 13.69%；省级主体发行规模同比和环比均快速扩张，增幅分别为 56.22%和 30.90%。净融资方面，区县级城投债净融资规模同比和环比分别下降 42.53%和 25.91%，降幅显著。

图6 各行政级别城投债发行规模及净融资变化情况（单位：亿元、%）



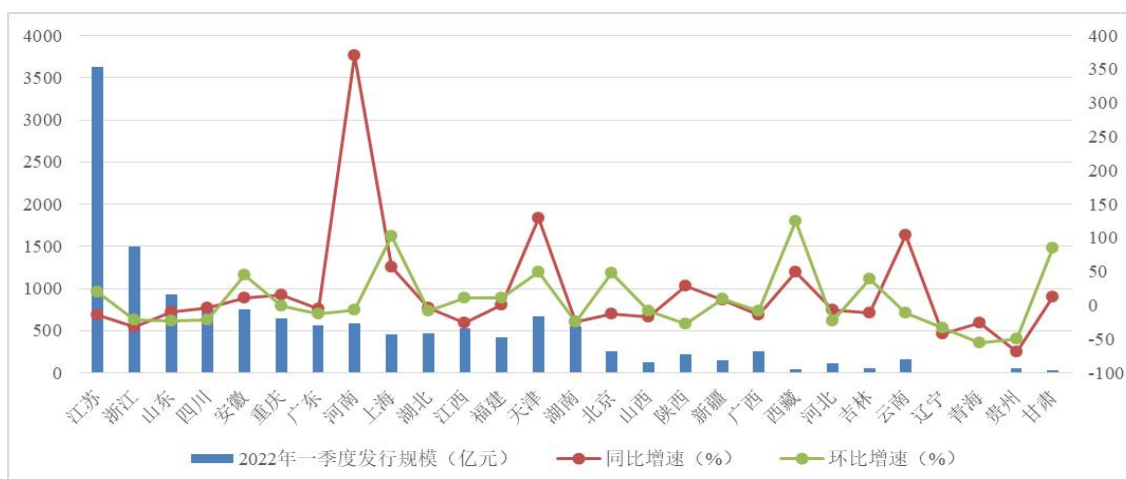
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 分区域发行情况

大部分地区城投债发行规模出现不同程度下降，江苏、浙江、湖南等主要发债地区城投债净融资出现不同程度收缩。河南、天津融资环境有所修复，城投债发行及净融资改善。东北、西北和西南地区城投债净融资存在缺口，部分地区城投债余额持续收缩。

一季度，江苏城投债发行规模仍大幅领先其他地区，不同地区城投债发行规模分化明显。河南“永煤事件”影响逐步消退，天津市政府多次召开恳谈会，两地融资环境有所修复，城投债发行规模同比大幅上升。而江苏、浙江、江西和湖南发行规模同比有所萎缩，主要系区县城投企业较多，严监管下区县城投债发行受到一定限制。此外，贵州、青海、辽宁等地发行规模明显下降。净融资方面，主要发债省份净融资规模同比和环比均出现不同程度收缩，河南、天津、吉林城投债净融资转正，东北、西北和西南地区城投债净融资存在缺口，贵州、甘肃、辽宁、内蒙古等地城投债融资延续 2021 年四季度以来净流出状态，城投债余额持续收缩。

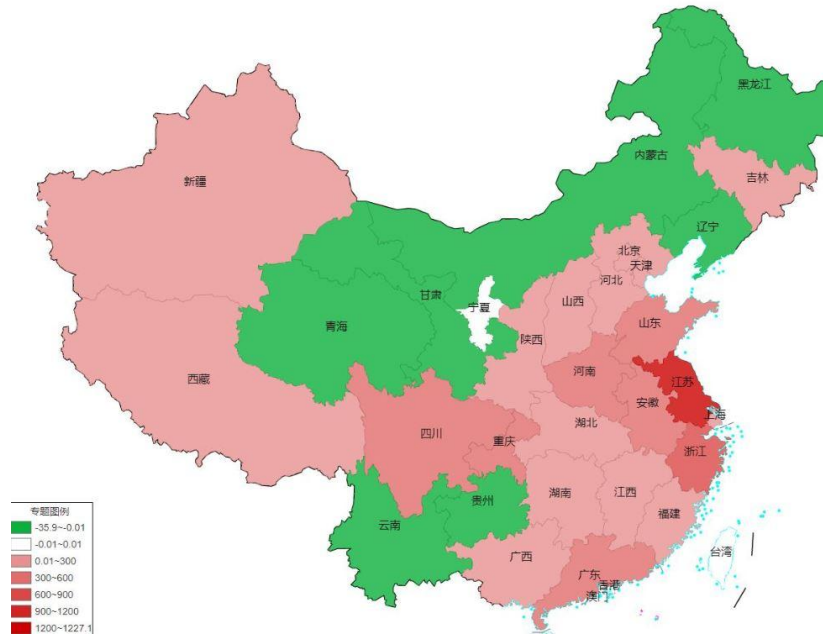
图7 一季度各地区城投债发行规模及变化情况



注：内蒙古自治区、黑龙江省、宁夏回族自治区和海南省一季度未发行城投债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

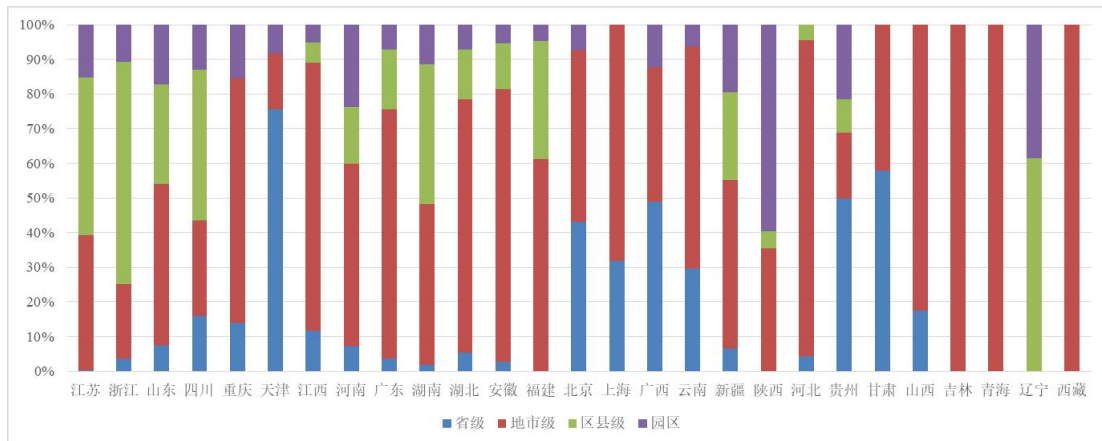
图 8 一季度各地区城投债净融资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

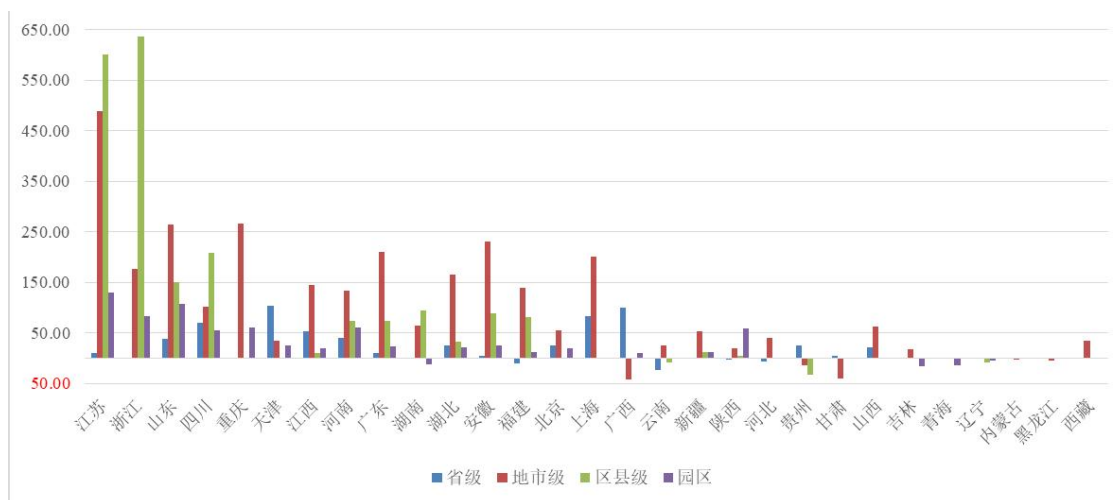
从行政级别上看，浙江、江苏、四川、湖南、辽宁等地区县级城投债发行规模占比较高，陕西园区主体发债规模占比超过 50%，其他地区仍以地市级主体为发债主力。净融资方面，广西、甘肃、贵州、黑龙江、内蒙古、辽宁、青海地市级城投债净融资为负，柳州市城投企业债券发行规模明显下降，兰州市受到负面舆情影响，导致广西和甘肃地市级城投债净偿还规模较大；贵州、辽宁、云南、黑龙江区县级城投债净融资为负。

图 9 一季度各地区城投债发行主体行政级别分布情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 一季度各地区城投债分行政级别净融资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

3. 发行利率和利差

发行利率及发行利差整体下行，但不同区域有所分化。贵州城投债发行利差整体走扩，陕西和河南区县级及园区域城投债发行利差上行明显。

受益于稳健货币政策的持续实施，2022 年一季度，城投债发行利率和发行利差整体延续 2021 年的下行趋势。分级别来看，除 AA 级和 AA+ 级中长期城投债发行利率持续下降外，其他各等级城投债发行利率均表现为“先升后降”的倒“V”态势；AA+ 级中长期和 AAA 级城投债发行利差表现较为平稳，AA 级城投债发行利差呈“先降后升”的“V”型走势。

图 11 发行利率走势（单位：%）

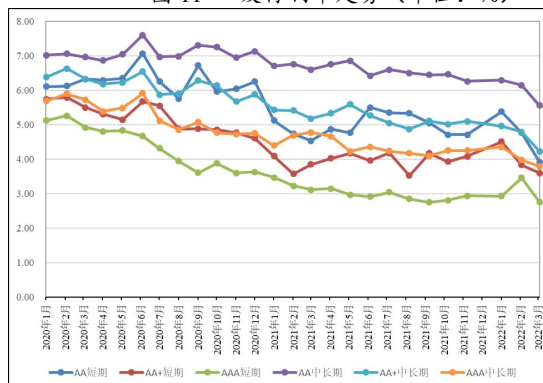
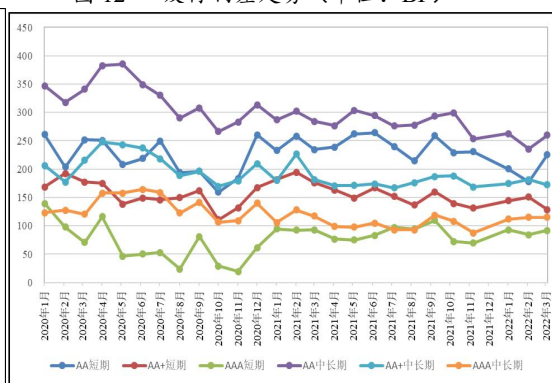


图 12 发行利差走势（单位：BP）



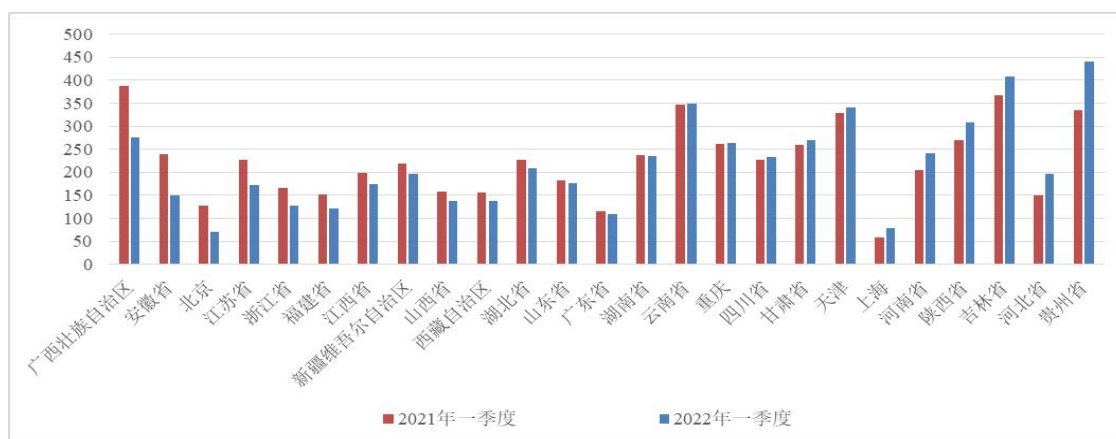
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

分区域来看，贵州、河南和陕西城投债整体发行利率同比上升，其他地区城投债发行利率均呈不同程度的下降。发行利差方面，贵州、河北、吉林、陕西和河南等地城投债发行利差同比均呈走扩趋势，其中贵州城投债发行利差同比上升超过 100BP，陕西和河南区县级及园区域城投企业发行利差上行明显，较 2021 年全年分别上升约 50BP 和 20BP；安徽、北京、江苏、

浙江、福建等地区城投债发行利差均有所收窄，柳州市城投债发行占比明显下降，带动广西城投债发行利差下行。

图 13 各地区城投债发行利差变化情况（单位：BP）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、 二季度城投债市场展望

1. 城投债发行

资金供给端有望边际放松，货币政策更加宽松，二季度城投债发行规模或将增长，有助于城投企业缓释化债压力。

相较 2021 年“防风险”大年而言，2022 年“稳增长”重要性有所上升，防风险和稳增长兼顾的大背景下，城投企业面临投资和化债双重压力。投资方面，财政部提前下达政府专项债额度，国常会要求规定期限内发行完毕，同时政策上鼓励金融机构合理购买地方政府债券。为扩大有效投资、尽快形成实物工作量，预计二季度地方政府债券仍将加速发行，一定程度上可满足重大项目投资资金需求，缓解城投企业投资压力。

化债方面，两部委发文保障融资平台公司合理融资需求，资金供给端有望边际放松。同时考虑到 2022 年以来货币政策更加宽松，央行降息降准，市场流动性更加充裕，二季度城投债发行或迎来窗口期，发行规模或将增长，有助于缓解城投企业存量债务化解压力。

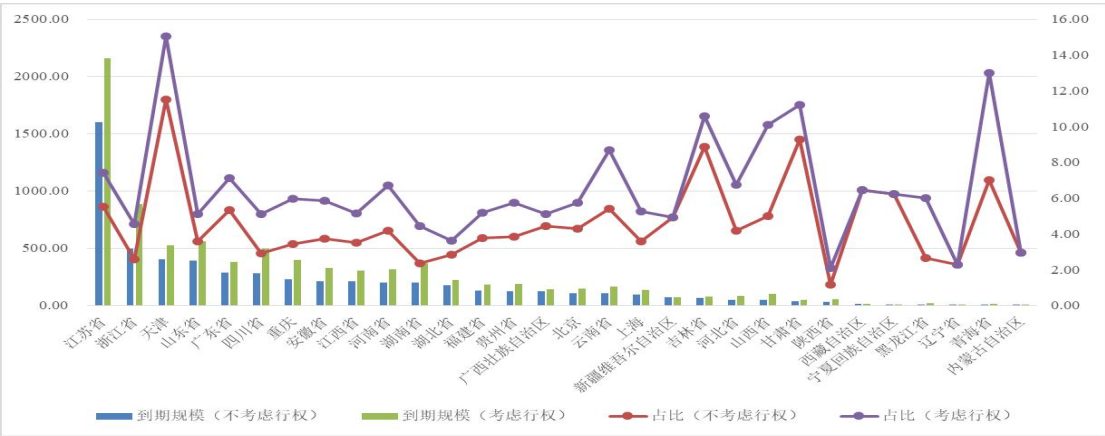
2. 城投债到期压力

城投债到期兑付压力分化仍明显。天津、青海、甘肃、吉林、山西等地面临城投债兑付压力较为集中；2021 年以来区县级城投企业再融资能力弱化，部分地区区县级城投债占比高，且一季度城投债净融资收缩明显，加大二季度城投债到期兑付压力。东三省、西南地区、华北地区部分省份政府性基金收入下降较明显，对城投企业的回款、获取政府支持及债务偿还产生负面影响。

截至一季度末，存续城投债余额 14.07 万亿，较 2021 年底增长 4.50%。其中，江苏省城投债余额近 3 万亿，占存续城投债券余额的 20.66%，居于首位；浙江、山东、四川和湖南位列其后，上述五个省份城投债余额合计占 55.02%，存续城投债区域分布仍较集中。二季度到

期城投债 5726.46 亿元，假设含权债券全部选择行权，二季度到期城投债规模合计 8403.54 亿元，其中，江苏、浙江、山东、天津及四川城投债到期规模位列前五，而天津、青海、甘肃、吉林、山西二季度到期城投债规模占存续城投债比重较高，占比均超过 10%，需关注债券集中兑付压力。

图 14 二季度城投债到期区域分布情况（单位：亿元、%）

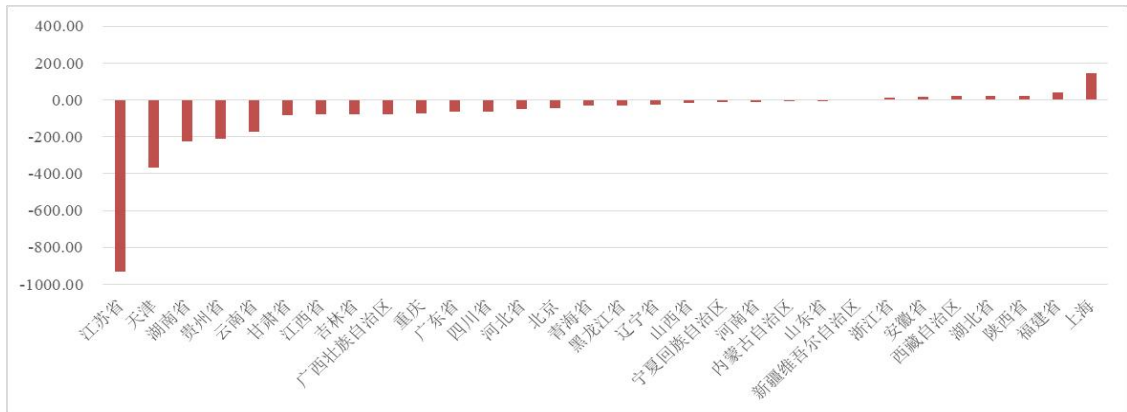


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从行政级别来看，二季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为 41.79%、和 32.85%。2021 年以来，地方政府隐性债务高压监管下，行政层级较低、信用资质较弱的城投企业融资政策收紧程度更大，区县级城投企业再融资能力有所弱化。四川、山东和福建等地二季度区县级城投债到期规模占比高，均超过 35%，同时考虑到一季度区县级城投债净融资规模明显收缩，需关注以上地区二季度城投债到期兑付压力。

一季度城投债净融资仅为二季度到期城投债规模（考虑含权，下同）的 0.72 倍。具体来看，各省份差异较大，大部分省份一季度城投债净融资无法覆盖二季度到期规模，江苏、天津、湖南、贵州和云南差额较大。

图 15 一季度城投债净融资规模与二季度城投债到期规模差额（单位：亿元）

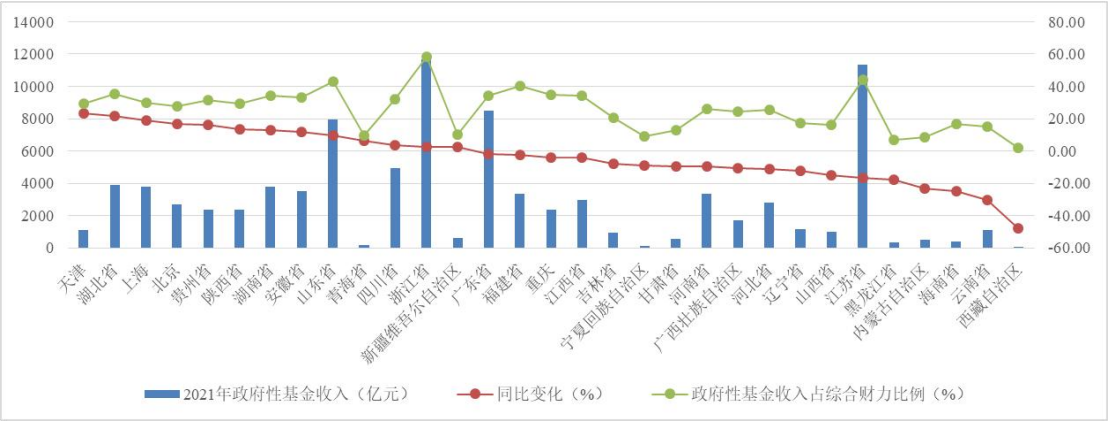


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2021 年过半数省份政府性基金收入同比下降，东三省、西南地区、华北及华中地区部分省份政府性基金收入下降较明显，云南下降超 30%，海南、内蒙古、黑龙江下降均超过 20%，

山西、辽宁、河北、广西下降均超过 10%。2022 年一季度土地市场延续 2021 年下半年以来低迷态势，短期内景气度难以改善，土地出让金收入是城投企业回款及获得政府支持的重要资金来源，土地出让金下滑将导致城投企业债务化解更加依赖再融资，偿债压力加大。需关注政府性基金收入下滑以及综合财力对土地财政依赖度高的地区城投债偿还压力。

图 16 2021 年各地区政府性基金收入情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理