

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION IMPACT PLAN

净融资持续收缩，发行利差整体下行

联合资信 公用评级四部 | 张婷婷|张博|郭欣宇|张丽斐



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



净融资持续收缩，发行利差整体下行

——三季度城投债市场分析

摘要

三季度，城投债发行规模环比小幅增长、同比明显下降，当期城投债到期偿付规模较大，净融资额依然收缩。公司债发行规模环比增幅明显，银行间各品种净融资额均有所收缩，AA 级及以下主体发行规模和净融资额降幅明显，发行有担保债券占比上升。分地区来看，河南城投债发行情况持续改善，天津和云南城投债发行规模大幅增长但以短期限为主，东北、西北和西南部分地区城投债余额持续收缩。发行利率和发行利差整体下行，天津、贵州和甘肃发行利差同比走阔。

四季度，城投债到期兑付压力不减，云南、贵州、天津债券到期规模较大，区县级城投企业兑付压力较大。在财政收入增长承压、政府性基金收入下滑的背景下，部分弱区域、弱资质城投企业经营回款压力加大。隐性债务严监管主基调不变，地方积极推进隐性债务化解工作，未来化债力度或将进一步加强，但具体化债进程及方案执行情况仍有待关注。

一、政策环境

稳增长压力下，基建投资仍为经济增长的核心驱动力，基础设施项目建设资金支持力度进一步加大。

2022 年三季度，国务院经济座谈会、中共中央政治局会议等多次会议强调，要保持经济运行在合理区间，既稳增长，又防通胀；要保持宏观政策连续性，既要加大稳经济一揽子政策等实施力度，又要合理适度，不预支未来；宏观政策要在扩大需求上积极作为，货币政策要保持流动性合理充裕，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。继 6 月国常会提出发行 3000 亿元专项建设债补充重大项目资本金后，7 月农发行、国开行相继设立了 900 亿元农发基础设施基金和 2100 亿元国开基础设施基金，两批合计 6000 亿元基础设施基金均已于三季度完成投放，稳增长政策继续发力，基建投资仍是未来一段时间稳经济的核心抓手。此外，8 月央行于年内第三次降息；8 月、9 月等多次国常会均强调依法盘活地方专项债限额空间，明确 5000 多亿专项债地方结存限额使用规则，将继续适当扩大专项债券资金投向领域及用作资本金的范围，确保年内形成更多实物工作量；9 月稳经济大盘四季度工作推进会议提出，要依法依规提前下达明年专项债部分限额，为年内及明年年初的基建投资提供有力支撑。

城投企业违规举债新增隐性债务再遭问责，严监管主基调保持不变。

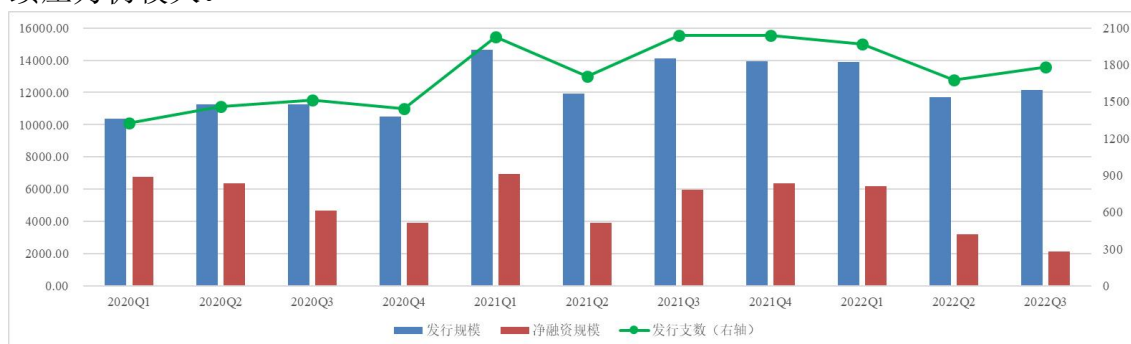
2022年7月，财政部监督评价局发布《关于融资平台公司违法违规融资新增地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，通报8起融资平台违规新增隐性债务的典型案例，涉及城投企业代政府融资、政府为城投企业提供融资担保、城投企业抵押公益性资产融资等问题。9月，银保监会发布《中共中国银保监会委员会关于十九届中央第八轮巡视整改进展情况的通报》，再次强调相关部门正在严格落实地方政府隐性债务管理政策，支持开展违规新增和违规化解隐性债务专项核查。7月以来，江苏省、河南省、陕西省、广东省等多地政府部门加强城投平台融资监管整顿。10月，财政部印发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（财预〔2022〕126号），表示严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口，同时强调建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务，对隐性债务保持严监管的主基调不变。

二、三季度城投债市场回顾

（一）发行概况

城投债发行规模环比小幅增长，同比明显下降；受当期城投债到期偿付规模较大的影响，三季度净融资额持续收缩。公司债发行规模环比增幅明显，银行间各品种净融资额均有所收缩；AA级及以下主体发行规模和净融资额降幅明显；区县级主体城投债发行规模和净融资额持续下降，AA级主体发行有担保债券占比上升。

三季度，城投债发行数量和发行规模分别为1782支和12171.79亿元，环比均小幅增长，同比分别下降12.52%和13.68%；叠加当期城投债到期规模较高的影响，三季度净融资规模持续收缩至2112.93亿元，同比和环比分别下降64.47%和33.61%。城投债募集资金用于偿还债务的期数占比85.34%，同比环比均有所上升，城投债滚续压力仍较大。

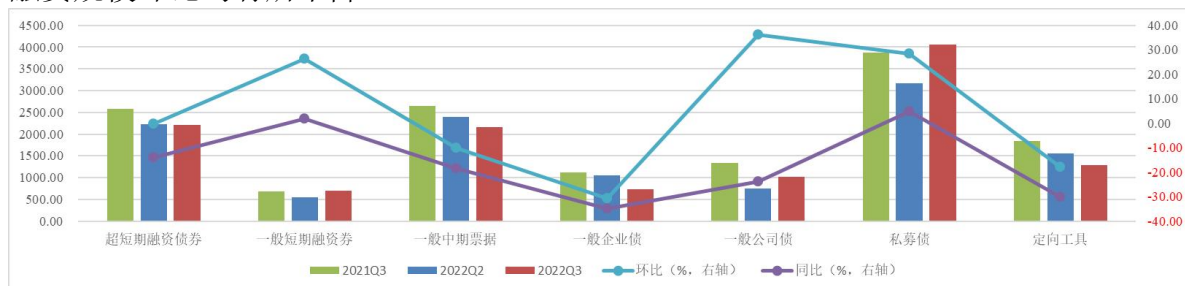


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 2020年以来城投债分季度发行和净融资情况（单位：亿元、支）

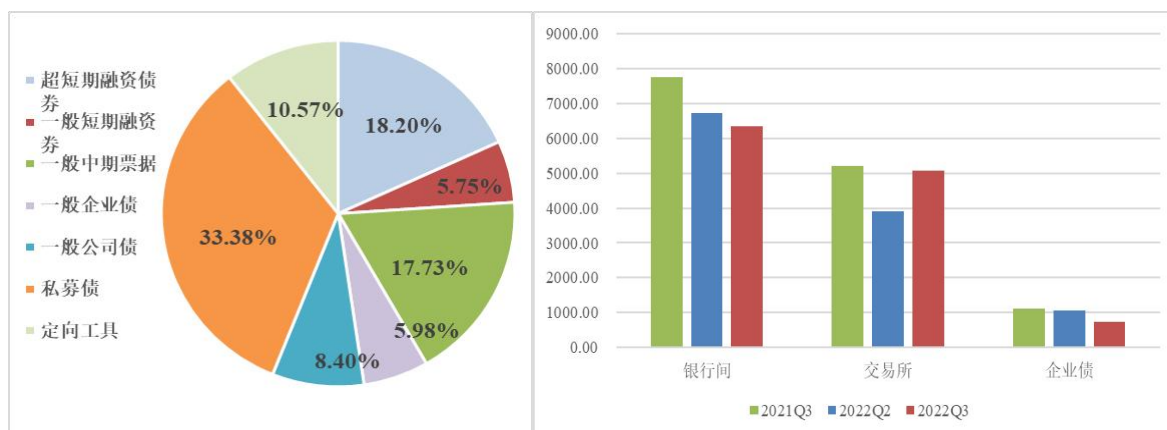
从发行品种看，三季度，城投债发行仍以公司债和短期融资券为主，发行规模合

计占 65.73%。其中，公司债发行规模环比增长 29.84%，增幅明显，发行规模占比进一步提升至 41.78%；短期融资券发行规模环比增长 4.95%，其他品种发行规模环比同比均有不同程度的下降。净融资方面，各品种净融资规模同比降幅均超过 30%，降幅明显；环比方面，公司债净融资规模环比增长 39.03%，银行间市场各发行品种净融资规模环比均有所下降。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 各品种城投债发行规模变化（单位：亿元、%）



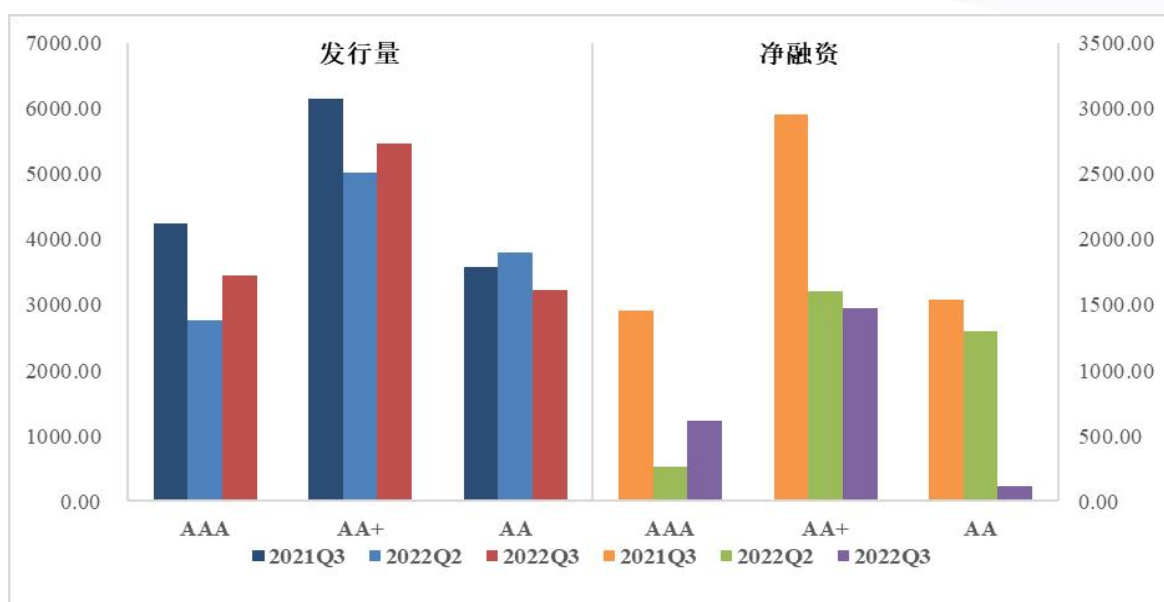
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 三季度城投债发行品种分布情况



图4 不同市场城投债净融资变化情况（单位：亿元）

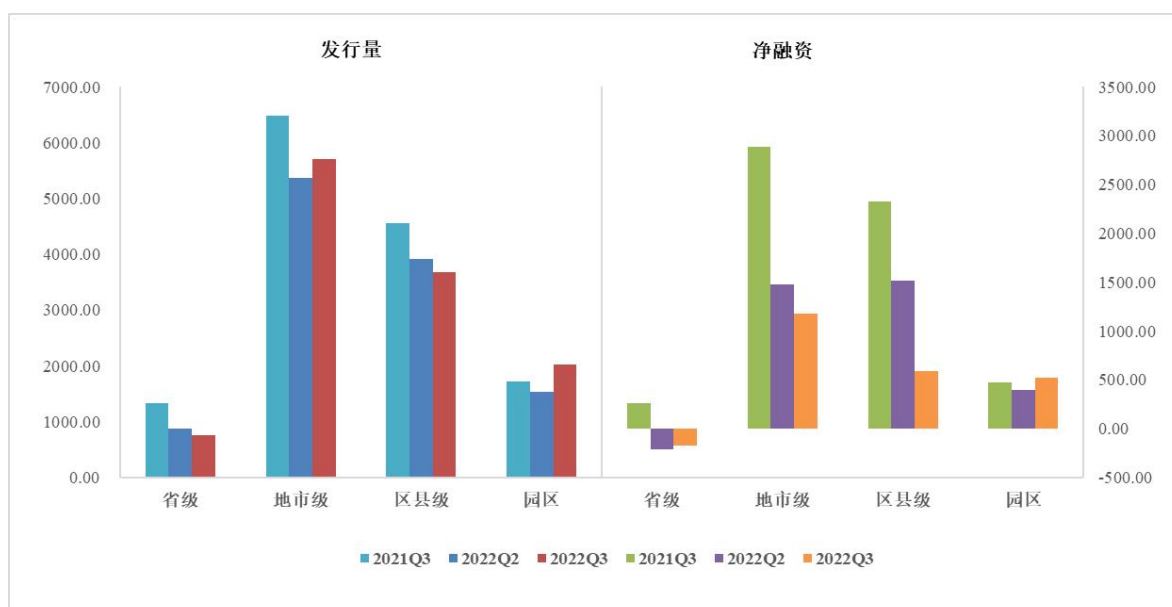
从主体信用等级看，三季度，城投债发行主体仍以 AA+级及以上为主，发行规模占比超过 70%、净融资规模超过 90%；AA 级及以下主体发行规模环比同比分别下降 16.59%和 11.73%，净融资规模环比同比下降幅度均超过 90%，降幅最大。不同信用资质主体城投债发行及净融资分化趋势明显。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 不同级别主体城投债发行规模和净融资变化情况（单位：亿元）

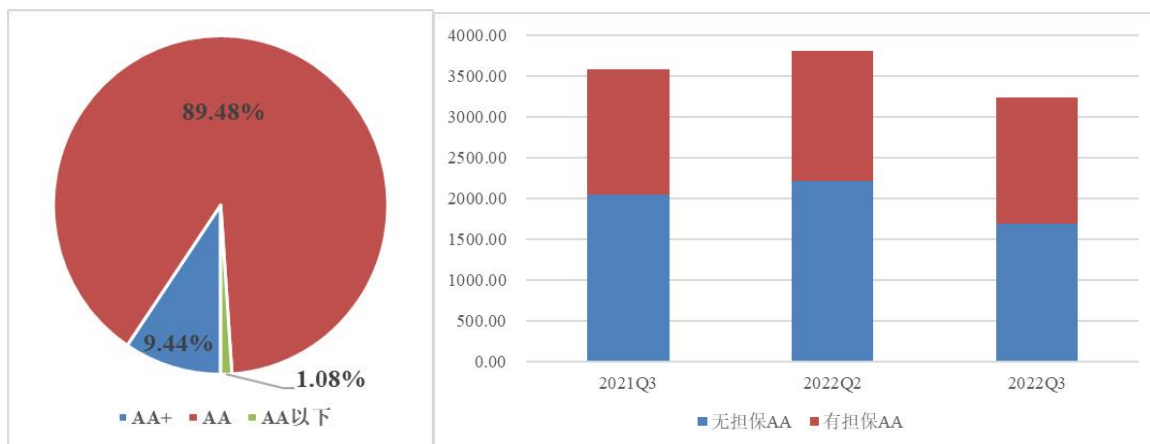
从行政级别上看，三季度，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，发行规模占比分别为 46.88%和 30.23%，但区县级主体城投债发行规模持续下降，同比和环比分别下降 19.40%和 6.13%。此外，省级主体发行规模同比和环比均呈萎缩态势，园区主体发行规模较明显增长。净融资方面，省级主体因到期规模较大，三季度呈净偿还状态；地市级和区县级城投债净融资规模同比和环比均出现明显下滑；园区主体净融资同比和环比均小幅增长。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

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）

从债券担保情况来看，三季度，有担保的城投债发行规模 1728.33 亿元，主体级别主要集中于 AA。AA 级主体发行城投债中，担保债券占 47.87%，该比例同比和环比分别上升 5.05 个和 6.09 个百分点，AA 级主体发债难度有所加大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

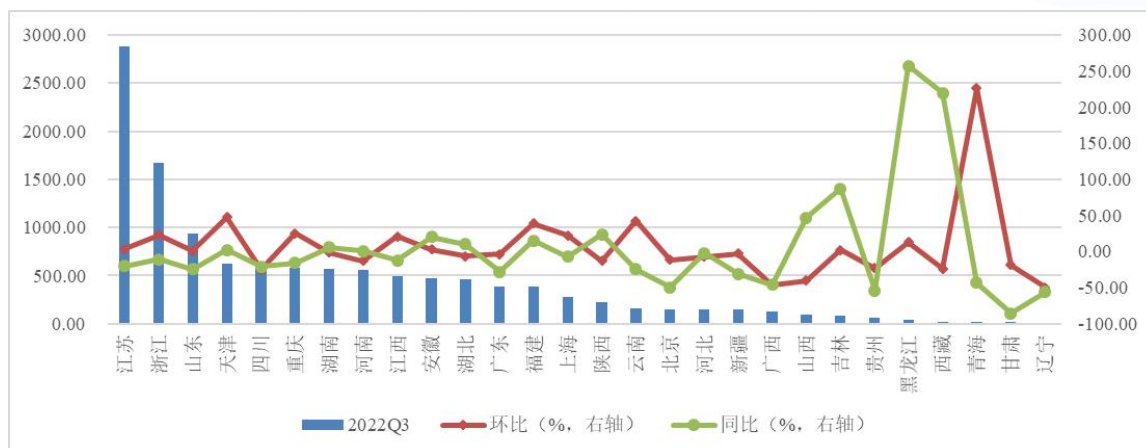
图 7 有担保城投债主体级别分布情况

图 8 AA 级主体中担保债券变化情况 (单位: 亿元)

(二) 分区域发行情况

江苏、浙江和山东城投债发行规模和净融资额稳居前三，但同比均有所下降。安徽、福建城投债发行规模持续增长，河南城投债发行情况持续改善，天津和云南城投债发行规模大幅增长但以短期限为主，东北、西北和西南部分地区城投债余额持续收缩。

三季度，不同地区城投债发行规模分化明显，华东地区发行规模超其他地区城投债发行规模之和，其中江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三，合计占全国发行规模的 45.18%，但同比降幅均超过 10%。安徽、福建、天津城投债发行规模同比环比均保持增长；四川、广西、甘肃、贵州、辽宁发行规模同比环比均明显下降，降幅均超过 20%；云南和天津城投债发行规模环比增幅均超过 40%，但债券发行期限仍以 1 年以下为主，占比均在 70%左右。净融资方面，三季度主要发债省份中，除河南省净融资规模同比增长 13.20%外，其余省份均有所下降，出现净偿还的区域主要分布于西北、东北和西南地区，净偿还规模较大的省份包括云南、贵州和甘肃，净偿还额分别为 101.22 亿元、52.25 亿元和 45.11 亿元。山东、浙江、江苏和河南净融资规模位居前列，均超过 200 亿元，但江苏、浙江和山东净融资额同比分别下降 78.58%、62.47% 和 41.66%。

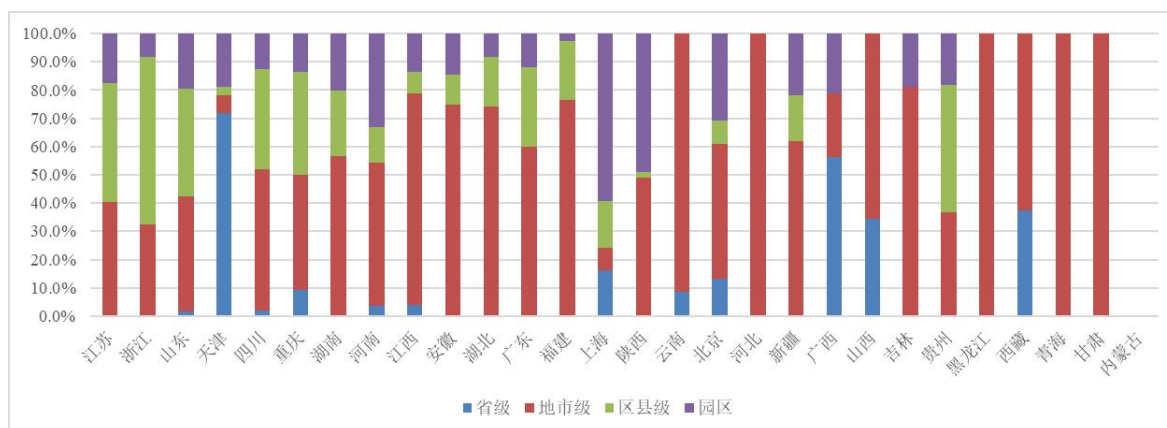


注：内蒙古自治区和海南省三季度未发行城投债；宁夏回族自治区二季度未发行城投债，三季度发行城投债 15.00 亿元，环比增长率数值无法计算，未将其列入图表

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图9 三季度各地区城投债发行规模及变化情况（单位：亿元、%）

从行政级别上看，天津和广西的省级主体发债规模占比均超过 50%，浙江、江苏和贵州的区县级主体的发债规模占据主要地位，上海和陕西园区主体发债占比较大，其他地区仍以地市级主体为发债主力。净融资方面，天津、四川、云南等地省级城投主体净融资缺口较大；广东、云南、甘肃等地地市级城投主体净偿还均超过 30 亿元，其中昆明市城投企业当期债券兑付规模大幅增长，兰州市受到负面舆情及信用风险事件影响，导致云南和甘肃地市级城投债净偿还规模较大；贵州区县级城投主体净融资额持续为负。



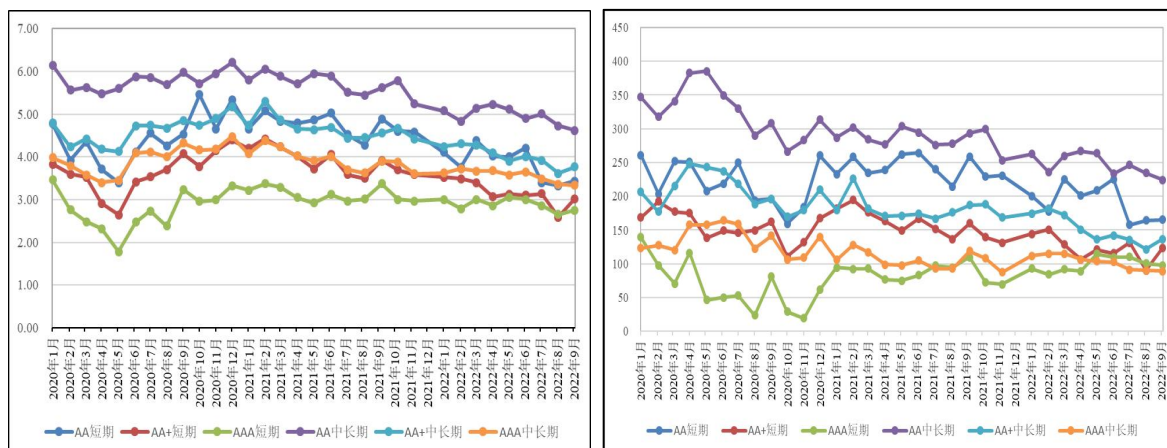
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图10 三季度各地区城投债发行主体行政级别分布情况

（三）发行利率和利差

发行利率和发行利差整体下行，天津、贵州和甘肃发行利差同比走阔。

2022 年以来国内疫情反复、经济复苏态势偏弱，三季度央行降息释放流动性。受益于市场资金面持续宽裕，2022 年三季度，各级别、各期限城投债的发行利率整体延续下行趋势，同比下行幅度尤为显著，显现宽信用特征。分月来看，7-9 月，除 AA 级和 AAA 级中长期城投债发行利率持续下行外，其他各级别、各期限城投债发行利率均呈现先下降后上升的“V 字”形态，均于 9 月发行利率小幅上行但仍低于 6 月的利率水平。发行利差方面，除 AA+级短期城投债发行利差各月波动幅度相对较大且整体略有扩大外，其他各级别、各期限城投债发行利差各月变动幅度均较小，且整体呈收窄态势。



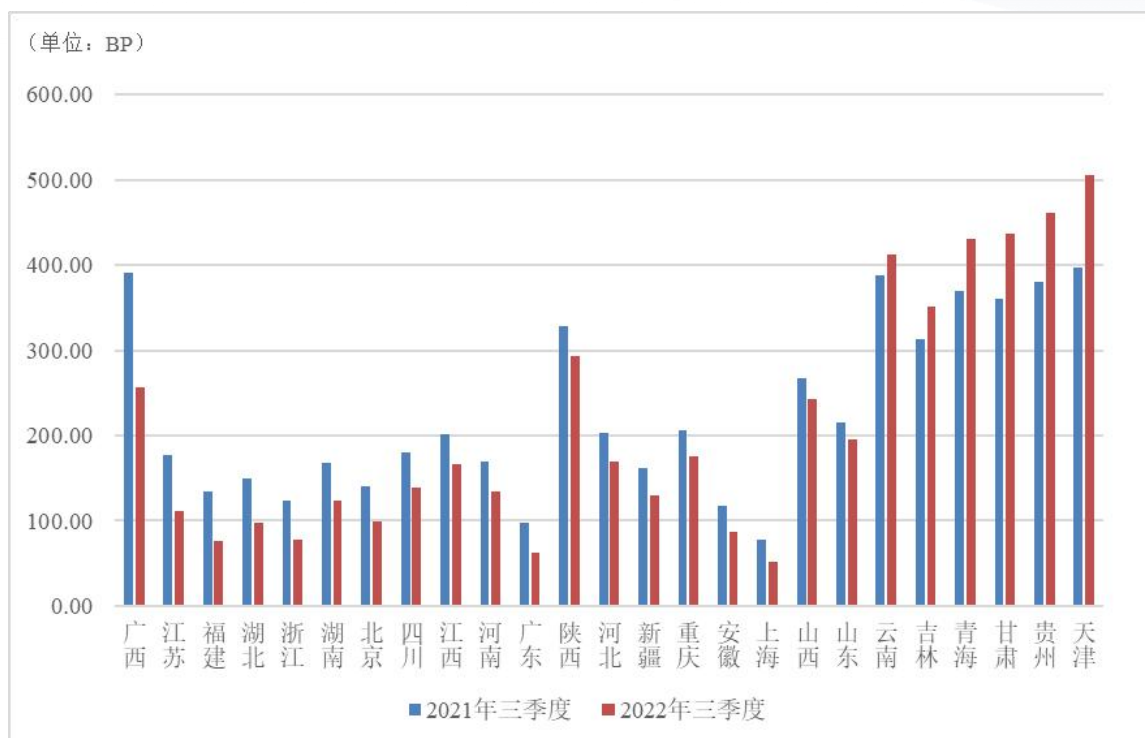
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 发行利率走势（单位：%）

图 12 发行利差走势（单位：BP）

分区域来看，以 AA+级中长期城投债为例，三季度大部分省份发行利率和发行利差均同比收窄，但甘肃、贵州和青海城投债发行利率和发行利差同比持续上升。其中，天津、贵州、甘肃、青海和云南发行利差较高，且天津、贵州和甘肃发行利差同比上升超过 70BP。



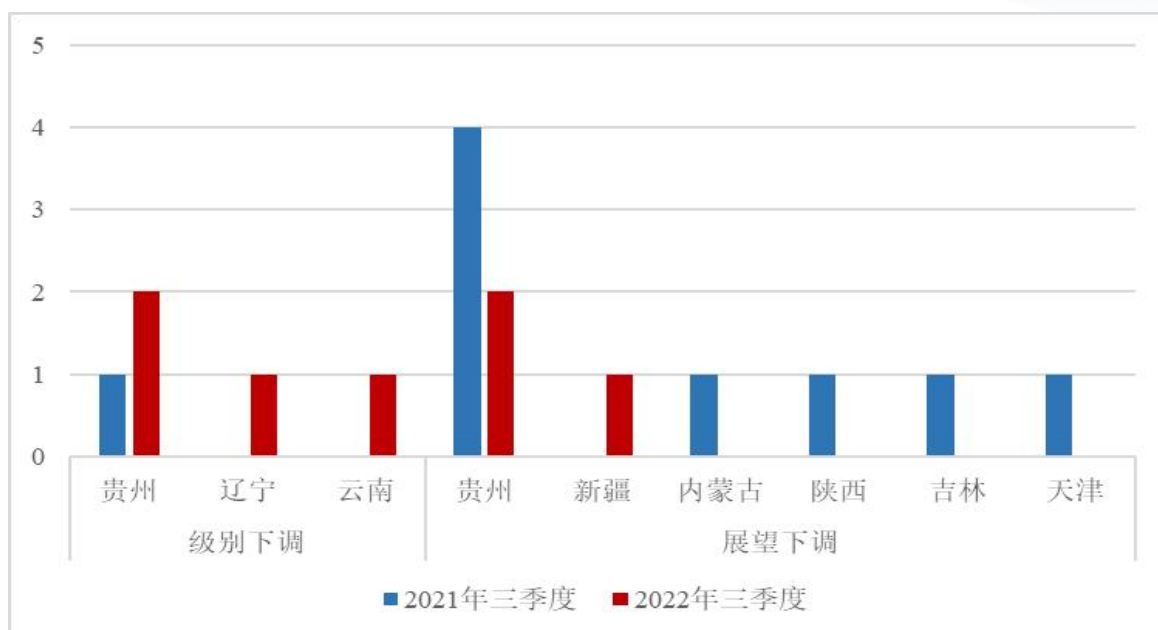
资料来源: 联合资信根据 Wind 整理

图 13 主要地区 AA+级城投债发行利差变化情况

(四) 级别调整

三季度, 主体评级或评级展望下调的城投企业仍以贵州省居多, 下调原因主要包括短期偿债压力大、债务逾期、被纳入失信被执行人、重要资产划出、经营回款能力大幅减弱以及担保代偿风险较大等。

2022 年三季度, 主体级别调降的城投企业 4 家, 较 2021 年三季度增加 3 家; 评级展望由稳定调整为负面的城投企业 3 家, 较 2021 年三季度减少 5 家。从地域分布来看, 下调企业仍主要分布在贵州。城投企业级别或展望下调原因主要包括短期偿债压力大、债务逾期、被纳入失信被执行人、重要资产划出、经营回款能力大幅减弱以及担保代偿风险较大等。

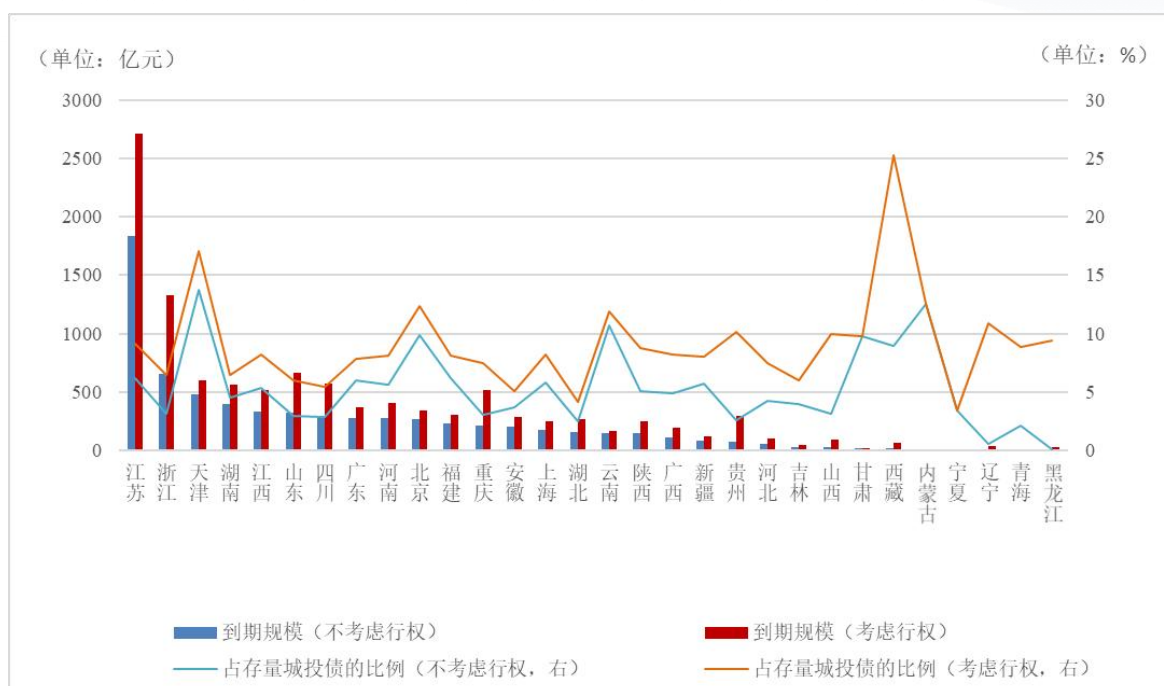


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 三季度城投企业主体级别及评级展望下调分布情况（单位：个）

三、展望

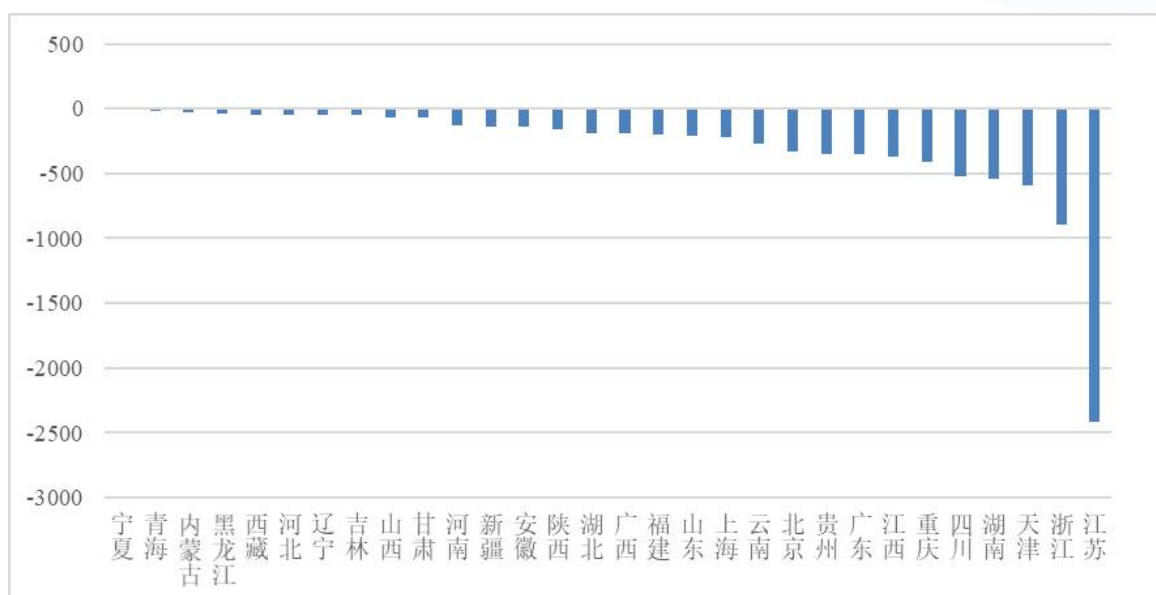
四季度城投债到期兑付压力不减，天津、云南、贵州到期规模较大，区县级城投企业持续承压。截至三季度末，存续城投债余额 14.40 万亿。假设含权债券全部选择行权，四季度到期城投债规模合计 11127.78 亿元，较三季度城投债兑付规模（10058.86 亿元）小幅增长。其中，江苏、浙江、山东、天津和四川城投债到期规模位列前五，江苏和浙江四季度到期城投债规模分别占当期到期总额的 24.34% 和 11.96%，其余省份四季度到期城投债规模占比均未超过 10%。四季度到期城投债规模占其截至三季度末存续城投债比重超过 10% 的省份中，天津、云南、贵州集中兑付压力相对较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 四季度城投债到期区域分布情况

从行政级别来看，四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 43.51%和 32.63%。其中，区县级城投企业受 2021 年以来城投行业融资政策收紧的影响较大，2022 年三季度净融资规模明显下滑，整体在债务到期偿付方面持续承压。其中浙江、福建、江苏、山东、重庆等地四季度区县级城投债到期规模占比高，均超过 40%，需关注以上地区四季度城投债到期兑付压力。整体上，三季度城投债净融资仅为四季度到期城投债（考虑含权，下同）的 0.19 倍，四季度城投债兑付压力持续加大。

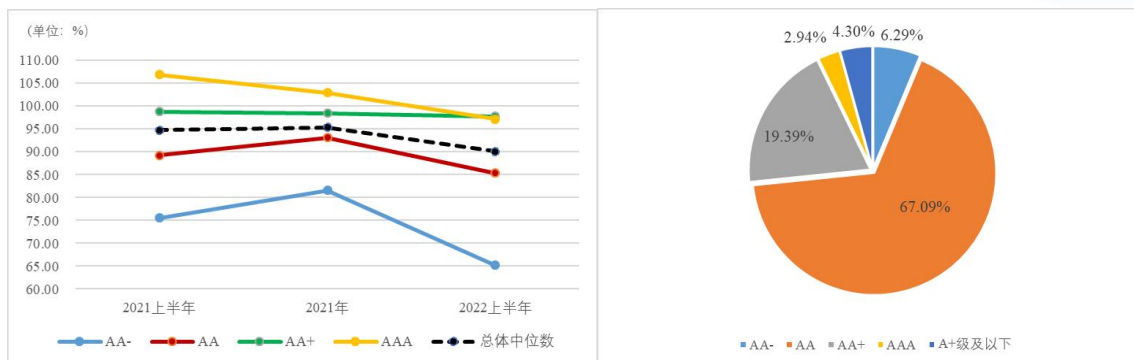


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 三季度城投债净融资规模与四季度城投债到期规模差额（单位：亿元）

财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑，部分弱区域、弱资质城投企业经营回款压力加大。2022 年上半年，全国一般公共预算收入 105221 亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%。政府性基金预算收入 27968 亿元，比上年同期下降 28.4%。财政收入增长承压、政府性基金收入大幅下滑，或对城投企业的经营回款和债务偿付产生较大影响。通过对比样本城投企业¹财务指标可以看出，2022 年上半年，城投企业现金收入比呈下降趋势，整体获现能力下滑，AA 级和 AA-级城投企业下降幅度尤为明显。2022 年 6 月底，约 35%的城投企业现金短期债务比低于 0.5 倍，占比较上年同期大幅上升，其中 AA 级及以下的城投企业占比近 80%，资质较弱的城投企业短期偿债压力加大。在经济下行、融资环境趋紧的背景下，三季度弱资质城投主体净融资规模显著收缩，部分弱区域、弱资质城投企业面临较大的债务偿付压力。

¹ 以截至 2022 年 9 月底有存续债且已公布 2022 年半年报的城投企业为样本



注：上述指标均采用样本中位数

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17 城投主体现金收入比变化情况 图 18 现金短期债务比不足 0.5 的城投企业中各评级占比

隐性债务严监管基调不变，未来化债力度或将进一步加强，但具体化债进程及方案执行情况仍有待关注。在对隐性债务“控增化存”的长期监管思路下，监管部门持续开展隐性债务问责查处及通报，严监管基调保持不变。在此背景下，各地积极推进隐性债务化解工作。2022 年 7 月，贵州省召开金融机构座谈会，倡导金融机构通过展期、降息、续贷等方式支持地方化解债务风险。9 月，财政部印发《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》，进一步提出支持贵州省高风险地区开展降低债务风险等级试点以及允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式缓解资金周转、降低债务成本。9 月，云南省国资委及融资平台通过市场化方式提前清偿融资平台高成本债务，河南、四川等地相继出台措施清理城投企业定向融资等高成本债务，防范城投非标债务风险。在当前资金面较为充裕的环境下，各地有望继续出台相关措施，加大对城投企业高成本融资的监管和置换力度，随着债务结构的优化以及融资成本的下降，债务压力较大区域的债务偿付压力或在一定程度上将得以缓释，但债务化解进程及方案执行情况仍有待关注。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。