

# 论后疫情时代的城投“信仰”

## ——再融资环境宽松，结构性分化延续

公用事业一部 张圆月 张青源

### 引言

现阶段，新冠疫情在全国范围内已基本得到控制，大多数省份已降低应急响应级别，疫情防控工作已逐步进入后疫情时代。后疫情时代难以像 2003 年非典疫情及 2008 年金融危机那样迅速恢复，大致会经历两个阶段，即复工复产阶段和正常生产阶段。目前，城投公司以基础设施建设、土地开发整理为主营业务，已逐步恢复正常业务开展，尚处于复工复产阶段。与此同时，在经济缓慢复苏、货币政策支撑背景下，逆周期政策进一步加码，城投公司再融资环境保持宽松，整体偿债能力得以进一步改善。但城投公司结构性分化仍在延续，强资质城投公司能够得到的资金支持明显高于弱资质城投公司。

### 1

#### **新冠疫情下，政策逆周期调节力度加码，城投行业政策边际宽松，城投公司再融资环境向好，但对其业务经营、现金流和偿债资金匹配到期带来不同程度影响**

受新冠疫情影响，宏观经济面临较大冲击，政策逆周期调节力度进一步加大。在此背景下，作为政策抓手的城投公司重要性进一步加强成为普遍预期，降息、降准等边际宽松措施提前实施保障流动性宽裕，叠加一系列金融监管政策的相继出台助力疫情防控，城投公司再融资环境较年初预期进一步向好。疫情带来城投公司政策环境向好的同时，亦对地区财政及城投公司自身业务带来一定冲击。

疫情对城投行业的影响主要体现在以下几个方面：一是当前经济下行压力，叠加减税降费政策以及疫情下的免税政策，或导致税收收入难达预期；二是房地产企业受销售及现金回流不佳等影响拿地收缩，土地出让短期内下行，导致政府性基金收入下滑，影响城投企业重要的偿债资金来源；三是地方财政抗疫相关的支出压力增加，地方政府作为城投公司股东及基建业务委托方，地方财政收支承压将影响其对城投公司的外部支持力度及项目回款情况；四是疫情短期内对城投企业基建及经营性业务带来一定的不利影响，城投企业内部现金流承压，边际宽松的再融资政策或从外部现金流改善平台信用资质。

**2019 年以来，受政策面和资金面不断放宽以及民营企业违约持续发酵等因素影响，城投债发行势头迅猛；近半数省份的城投公司债务高于地方政府债务，债务化解压力较大**

回顾 2019 年，城投债总发行规模创十年来新高，并表现出较强的增长潜力。2019 年，各品种城投债发行数量约 4100 只，融资规模约 3.40 万亿元。除黑龙江、辽宁发行规模有所收缩外，其余地区的城投债发行数量和规模均有不同程度增长。整体来看，东部、中部地区仍为城投债发行重点区域，江苏位居首位，其城投债发行数量和规模远超其余省份。

从券种及主体信用等级分布来看，2019 年，为缓解了城投公司偿债压力，沪深交易所通过窗口指导等方式，允许部分符合条件的融资平台借新还旧，导致公司债发行大幅增加，尤其是私募债的发行。此外，随着行业政策边际宽松形势的延续及隐性债务化解方案进一步明朗，市场资金配给城投债的级别中枢有所下移，AA 主体发债总额占比较 2018 年有所回升。

从各省级行政区政府债务和城投债务情况来看，近半数省份的城投公司债务高于或接近地方政府债务，债务化解压力较大。综合地方政府及城投公司债务，与地方可用财力对比后，按照倍数数值大小，前 10 名省份分别为天津、江苏、北京、贵州、重庆、四川、青海、云南、湖南和陕西。

2020 年内到期城投债规模约为 2.5 万亿元，江苏、天津、浙江、北京、广东、重庆、陕西和湖南 2020 年城投债偿还规模靠前，其中江苏 2020 年需偿还城投债规模约 3500 亿元，远高于其他省份。

2

**受减税降费等因素影响，2019 年以来多数省份一般公共预算收入增速趋缓，叠加新冠疫情的影响，2020 年多数省份延续下行趋势**

2019 年以来，在多重因素共同作用下，多数省份一般公共预算收入增速趋缓，一是减税降费的影响；二是贸易战的影响，进口货物增值税、消费税、关税同比下降；三是“房住不炒”的坚持，涉房涉地主要税种的增速明显下降；四是汽车行业不景气，车辆购置税同比下降。2020 年开年以来，受新冠肺炎疫情叠加经济下行、减税降费翘尾、中美经贸摩擦等多重因素影响，全国多数省份一般公共预算收入出现负增长。2020 年 1~2 月，除浙江同比增长 2.8%，云南同比增长 2.3% 之外，其余省份均呈现不同程度的负增长。

**弱资质城投仍面临流动性压力，叠加疫情带来地方财政收支承压、自身业务受阻等不利影响，部分企业信用质量甚至存在弱化可能**

当前信用债市场分化严重，民企债遭到债市投资者“抛弃”，城投债更受青睐。但随着非标违约的频发、地方财政收支承压、疫情影响的叠加等因素影响，城投债也呈现出分化趋势。2018年以来，城投公司非标违约事件频发，究其原因在于中央去杠杆和防范化解重大风险的指示与决心，叠加相关监管政策的相继出台，包括财金23号文从资金端切断城投的违法违规融资源头、资管新规限制表外理财无序扩张。在此背景下，部分存在地区经济财政实力很弱、债务负担很重、融资结构不合理等风险因素的弱资质城投最先出现流动性问题。

疫情防控债发行窗口期内，湖北及其他受疫情影响较重地区的城投企业债券融资将受益，有助于缓解短期还旧压力。但从长期来看，随着疫情得到有效控制，相关监管政策亦将逐步回归正轨，疫情防控债对行业整体的影响较为有限。

新冠疫情以来，虽然银保监会等监管机构出台了系列政策保障再融资，但更多的是帮助有特殊困难的企业走出困境，是对冲疫情影响的阶段性措施，监管标准并未放松，中央对于地方政府隐性债务管理的红线不会动摇。因而，对于部分弱资质城投而言，疫情带来的再融资环境短期向好并不会有效缓解其信用风险，反而受疫情带来的地方财政收支承压、业务受阻等不利影响，部分企业信用质量存在弱化的可能。

### 3

#### **非标违约屡次挑战城投“信仰”，引发资本市场广泛探讨，短期内弱资质城投非标违约及偶发性的私募债违约仍将存在**

从非标违约的区域及主体资质看，2018年1月以来，在全国媒体报道的非标违约66个案例中，贵州、内蒙古、云南等西部省份占比超80%，区县级城投占比六成以上。其中，贵州占据一半，遵义市和黔南州是非标违约高发地区。

2019年12月6日，一期私募城投债“16呼和经开PPN001”延期兑付事件成为债市关注焦点，在地方政府协调下，呼和经开完成部分兑付，并对剩余部分进行了展期，避免了实质性违约。从确认违约到解决，历经了一个周末，虽是一场虚惊，但城投债的“信仰”能否永续，成为每一个城投债投资者的选题。从市场反馈和后续城投债发行来看，该事件并未对城投债整体市场地位造成较大不良影响，一是处置迅速且力度较强，二是市场对于城投债发生违约仍有足够心理预期。

2020年开年以来，遵义市最大城投遵义道桥以及红花岗区三家城投同时暴雷，再次引发了资本市场对城投债的关注。贵州非标产品频频踩雷，究其原因，主要系贵州地方政府债务高，而自身财政实力较弱，因此倾向于拉长公益类项目的应收账款账龄，从而导致城投企业流动性紧张、现金回收期限难以跟非标债务期限匹配；同时，当地政府较高的债务率使得

当地城投公司再融资能力受到限制。从解决方案来看，或是经管理人协调，在产品违约之后陆续兑付本息；或是由管理人提起诉讼，申请查封相关资产；或是剥离不良资产；或是调整债务结构，压缩非标占比。在此背景下，多个省级政府出台多项债务化解和防范政策，预期存量非标融资将逐步由银行信贷、债券资金承接。

非标违约频发使得投资者的风险偏好有所降低，部分区域城投公司再融资环境有所恶化，资金链进一步承压，短期内弱资质城投非标违约及偶发性的私募债违约仍将存在。从各省看，辽宁、内蒙、青海、天津、贵州、新疆等省份城投公司受外部融资环境变化、信用风险事件等影响，有息债务总体呈不同程度下降，其中辽宁、内蒙和青海降幅最大；但福建、江苏、湖北和浙江等部分中东部省份仍呈较快增长。

#### 4

### **城投资管产品兑付情况短期内受宏观经济下行及新冠肺炎疫情影响有限，但中长期来看技术性违约概率较大**

当下地方政府的财政资金缺口依然较大，尤其是西部和东北地区省份的潜在风险相对较高，并且缓和该问题的举措进展有限。一方面，地方隐性债务压力仍然较大，长期症结并未解除；另一方面，政策底线是不发生系统性风险，而上限是打破刚兑，系统性风险的解除并不意味着所有债务均刚兑，加上各家城投公司资质差异加大，当前各地区城投已出现分层，对城投公司不宜一刀切和一股劲的“信仰”。城投资管产品兑付情况短期内受宏观经济下行及新冠肺炎疫情影响有限，但中长期来看技术性违约概率较大。

当前正处于城投政策宽松周期，在“稳存量、控增量”的思路下，政策整体在加强对冲，积极推进存量隐性债务的风险化解工作。城投违约已经从非标向私募债传导，后续需要关注是否会传导至公募债。对于城投非标违约重灾区的城投公司，投资者要保持高度警惕。

### **私募资管新规到来，强化穿透式监管，再堵多层嵌套，有利于保护投资者利益**

2019年7月1日，中国证券投资基金业协会（以下简称中基协）发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》（以下简称《私募资管备案办法》）正式施行，从备案要求、备案核查、自律管理等三个方面，对证券期货经营机构私募资产管理计划备案进行规制。资管穿透将会对每一个层级的投资者、基金公司、基金销售公司、基金交易结构、资金的募集者都调查清楚，以避免可能出现的风险。资管新规提出的要求有以下几点值得关注：一是不同机构同种类业务将统一监管，二是最终投资者信息资料表要报备严防操纵市场，三是新规明确一层嵌套堵住“类资金池产品”。总体来看，资管穿透有利于保护投

资者利益，防止变相规避合格投资者要求的情况出现，控制资管计划风险。在此背景下，个人投资者有可能呈现一定的增长态势，但投资者仍将以机构投资者为主。

## 5

对于城投债领域可能出现的兑付压力和风险事件，东方金诚提出如下信用管理建议。

**1.防止出现信用风险集中暴露：**一是受疫情影响较大区域（湖北、河南、湖南、浙江、广东）内城投公司更有可能出现现金流吃紧、资金链断裂等问题，导致信用违约风险提升，建议各级政府成立信用风险应急小组，对区域内面临还本付息压力的城投公司进行指导和支持；二是针对相关信用资质较弱的城投公司，可以发行小微企业增信集合债券、打包发行中小企业抗疫集合债券等，并由当地担保机构或大型企业提供增信。

**2.稳健经营，增强持续盈利能力，保持良好的信用水平：**一是政策红利期内增加项目储备，项目选择建议与区域经济发展计划相匹配，增强持续盈利能力；二是抓住基础设施等领域补短板机遇期，加快城投公司转型；三是建议保持相对稳健的经营策略，避免过度多元化、高杠杆或过度扩张造成的流动性紧张，甚至拖累整体盈利；四是选择合适的增信方式，如第三方担保、信用风险缓释工具等。

**3.管理债务期限结构，重视偿债安排，避免“技术性违约”：**一是2020年基建项目增加，融资规模将大幅增长，建议城投公司做好长短期搭配，保持良好债务结构，避免未来短期偿债压力骤增；二是重视自身信用体系建设，严格按照托管机构规定流程提前制定偿债计划，避免“技术性违约”。

**4.加强沟通与信息披露，做好债值管理：**一是加强城投公司内部治理结构与内部控制建设，增强透明度；二是重视与金融机构的沟通与配合，提供全面、真实的经营和财务资料；三是建立突发事件应急处理与沟通机制，及时准确地向金融机构传递正确信息；四是多方位增强与市场的沟通，通过积极有效的沟通方式，向投资人传达公司的投资价值，构建稳定合理且具价值的市场关系；五是及时、全面地进行信息披露（新《证券法》下对信息披露要求提高）；六是向市场表达强烈的偿债意愿，缓解市场担忧情绪。

**5.做好偿债安排，保证部分预防性现金，缓释流动性风险：**一是多元化债券处置方式，受疫情影响较大区域的城投公司可以与债券持有人协商债券处置方式，可以对债务进行展期、置换、重组等，缓解流动性困难；二是宏观经济下行压力较大背景下，建议选择稳健的财务政策，避免过度投资，可扩大预防性现金额，同时加速收款，降低应收款项对公司资金的占用。

## 6

2020年，宏观经济稳增长刚性显著增强，逆周期调节力度进一步加码，货币政策边际宽松保障流动性宽裕，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。叠加一系列金融监管政策助力疫情防控，以及投资者“避险”情绪升温，城投行业短期内受益，再融资环境有望保持宽松。

2020年，城投债务规模将继续扩大，隐性债务化解压力仍较大，非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性增大。新冠疫情发生后，中央及地方金融监管机构出台一系列有关于城投公司的融资政策，但不代表监管标准降低。对隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资仍将是控制债务增量的主要方式，城投债务增幅仍将受限。

在新冠疫情对城投行业整体利好的背景下，城投行业信用资质或将进一步分化，需重点关注部分再融资能力受阻的高风险企业：一是主营业务区域专营性较弱、竞争力较弱企业；二是所属地区经济及财政增长乏力的企业；三是到期债务品种和期限结构不合理的企业。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。