

2020 年第四季度城投行业信用风险展望

公用事业一部 周丽君

主要观点

- 四季度货币政策定调灵活适度、精准导向，预计城投公司融资环境总体较好、边际收紧，并需警惕 2021 年及以后逆周期政策退潮时行业监管政策收紧之可能。
- 城投公司再融资压力依然较大，同时基建发力还需城投“有所作为”，预计城投债全年发行规模将达 4 万亿以上，但弱资质城投再融资或边际收紧。
- 随着国内疫情缓解，各地经济增速将逐步回升，但回升幅度尚待观察，一般预算收入降幅将逐步收窄，政府性基金收入增速进一步提升，但各地区间亦将继续分化，产业构成更多元、受疫情冲击相对较小，经济外部依存度相对较低的地区抗风险能力更强。
- 四季度城投行业信用风险总体仍处较低水平，但结构性分化将加强，并需警惕未来逆周期政策退潮时有息债务到期压力很大，所在地区财力偏弱、土地行情处于低位、可调配金融资源偏少的城投公司再现违约风险。

一、宏观环境及行业政策

2020 年以来，宏观经济受新冠疫情影响面临较大冲击，政策逆周期调节进一步加大，城投再融资环境总体较好

2020 年以来，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将进一步加强成为普遍预期，叠加降息、降准等边际宽松措施提前实施保障流动性宽裕，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。

图表 1 新冠疫情发生以来监管部门相继出台的部分融资政策梳理

日期	发文机构	文件名称	主要内容
1 月 26 日	银保监会	《关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	从落实疫情防控要求、保障金融服务顺畅、开辟金融服务绿色通道、强化疫情防控金融支持、做好受困企业金融服务等五方面提出要求，加强银行业保险业金融服务。
2 月 1 日	中国人民银行、财政部、银保监会、证监会和外汇管理局	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情的通知》	对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷，通过适当下调贷款利率、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响；对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区金融机构和企业发行的金融债券、资产支持证券、公司信用类债券建立注册发行“绿色通道”；适当放宽资本市场相关业务办理时限，已取得债券发行许可，因疫情影响未能在许可有效期内完成发行的，可向证监会申请延期发行。
2 月 7 日	财政部、发改委、工业和信息化部、中国人民银行和审计署	《关于打赢疫情防控阻击战强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》	通过专项再贷款支持金融机构加大对疫情防控重点保障企业的信贷支持力，中央财政安排贴息资金支持降低企业融资成本。
2 月 8 日	发改委	《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》	允许企业债券募集资金用于偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款；允许债券发行人使用不超过 40% 的债券资金用于补充营运资金；对于自身资产质量优良、募投项目运营良好，但受疫情影响严重的企业，允许申请发行新的企业债券专项用于偿还 2020 年内即将到期的企业债券本金及利息；最大限度简便疫情防控期间企业债券业务办理，设立申报“绿色通道”。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

四季度货币政策定调灵活适度、精准导向，预计城投公司融资环境总体较好、边际收紧，**仍需警惕 2021 年及以后逆周期政策退潮时行业监管政策收紧之可能**

5 月以来，随着经济逐步恢复，货币政策从总量超宽松逐步回归常态。但与此同时，考虑到全球疫情形势仍然严峻，中美贸易摩擦升级，适度宽松的货币政策短期内仍不具备退出条件，未来以直达工具为代表的结构性货币政策将成为主要发力点。城投公司融资环境总体较好、边际收紧，且发行利率已难达上半年低水平。

行业监管政策方面，在 2019 年以来连续两年的城投债发行放量以后，市场上也有一种担

忧的声音：城投监管政策会否收紧？回顾城投债发行历史可见，城投债的发行爆发和经济稳增长压力较大的年份重叠度很高。这些年份一般有逆周期政策加持，同时基建稳增长亦需城投发力。考虑到四季度逆周期政策还将持续发力，城投行业监管政策收紧的可能性较低。

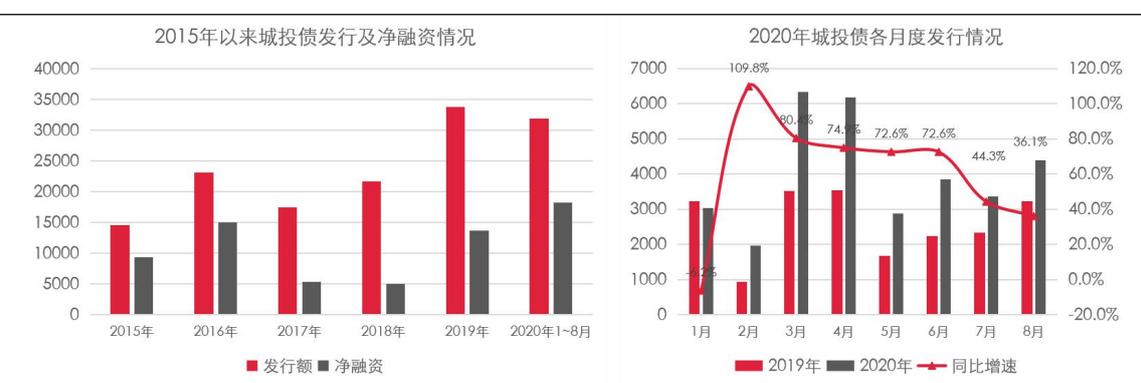
但同样地，回顾城投债发行历史可见，几乎每一次的城投债发行爆发后，随着刺激政策退潮，城投相关监管政策亦会相应收紧，以避免风险的集聚。尤其是 2014 年 43 号文以及 2015 年新预算法的发布明确了“开前门、堵后门”的思路，而后的 2017 年财预 50 号文、87 号文以及 2018 年财金 23 号文更是体现了中央去杠杆和防范风险的指示与决心。此次疫情带来的意外冲击已明显推高近年来监管政策紧盯的宏观杠杆率。考虑到中央防范金融风险的决心不会动摇，未来随着经济逐步回暖，需警惕 2021 年及以后逆周期政策退潮时行业监管收紧之可能。

二、城投债发行

2020 年 1~8 月，城投债发行再创新高，交易所公司债增幅最大

得益于宽松的融资环境，2020 年 1~8 月，城投债发行规模达 3.20 万亿，同比大幅增长 55%；净融资约 1.83 万亿，已超 2019 年全年水平。从各月度看，除 1 月份受春节因素影响，上半年各月发行规模增速均保持在 70%以上；7 月以来，随着货币政策逐步回归常态，城投债发行规模增速有所回落，但仍保持较高水平。从发行券种看，2020 年 1~8 月，城投债发行规模以公司债、短融及超短融和中期票据等为主，占比分别为 39%、25%和 19%。其中公司债同比增幅最大达 88.4%。

图表 2 2020 年 1~8 月城投债发行情况（单位：亿元）

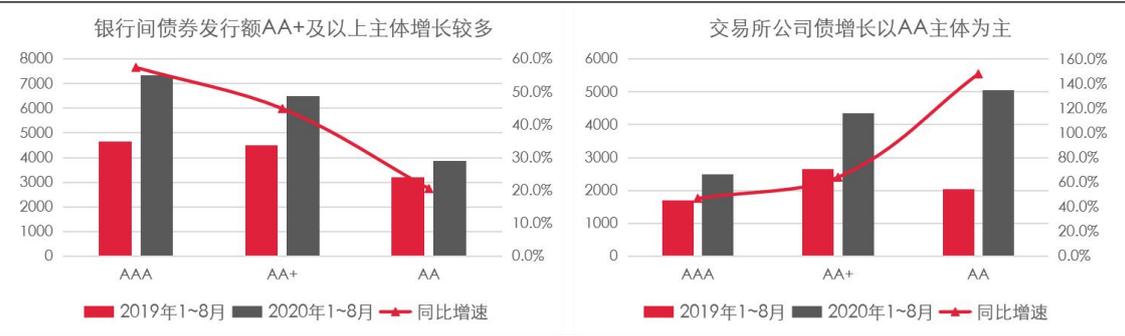


资料来源：Wind，东方金诚整理

2020 年以来，城投债发行的主体资质下沉较为明显，但区域分布集中于江苏、浙江、山东等发达省份，部分弱资质或信用风险相对较高地区城投发行增量有限，呈结构性分化特征

从发行主体级别分布看，交易所公司债中，AA 主体发行规模增幅最大达 147.9%，行政级别分布以区县级城投为主（占比近 50%，同比提升 7 个百分点），但区域分布主要集中在江苏、浙江、山东等发达省份（占比近 50%）；银行间债券品种中，AA+及 AAA 主体发行规模增长较多，AA 级主体增幅有限。

图表3 2020年1~8月城投债发行额主体级别分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

城投公司再融资压力依然较大，同时基建发力还需城投“有所作为”，预计城投债全年发行规模将达4万亿以上，但弱资质城投再融资或边际收紧

随着债务化解的逐步推进，近年来城投债资金用途中借新还旧比例不断提升，占比约7~8成。初步估算，下半年城投债到期（含回售）规模将超1.5万亿，已达历史最高水平，再融资需求将为城投债发行提供有力支撑。同时，基建发力亦需城投有所作为，部分基建需求较大、尚有举债空间的一些区域的城投，其新增融资亦将对四季度发行形成带动。预计全年发行规模将达4万亿以上。

此外，考虑到四季度货币政策的边际变化，预计部分弱资质城投再融资环境将边际收紧，分化进一步凸显。发行主体中AA级及以下城投占比较高的一些省份或将受到一定的不利影响，如内蒙、贵州、辽宁、黑龙江、湖南等。

三、地区经济及财政实力

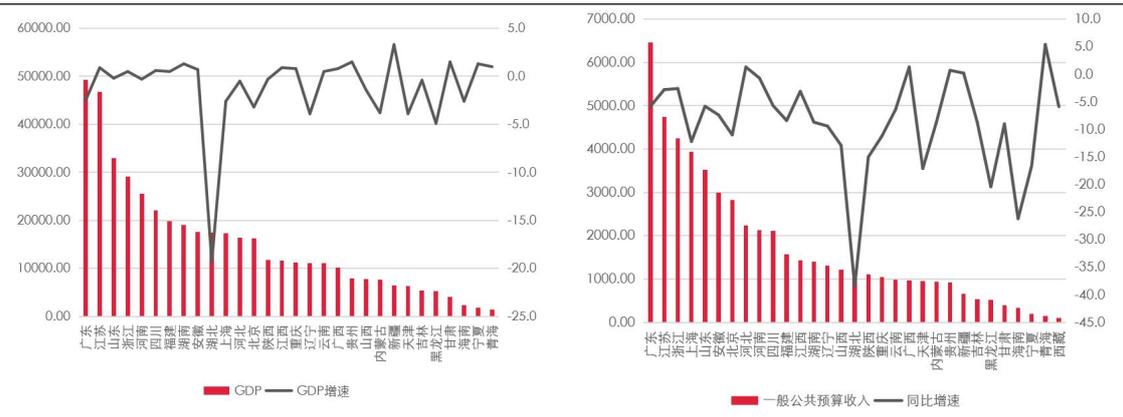
受新冠疫情影响，上半年半数省份地区经济呈现负增长，鄂津辽蒙京降幅靠前，西部多省增速转正，未来随着国内疫情缓解，地区经济增速将逐步回升，但回升幅度尚待观察

2020年一季度，受新冠疫情影响，全国GDP同比下降6.8%。二季度，随着国内疫情形势逐步稳定，经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，市场预期总体向好。初步核算，上半年全国GDP增速同比下降1.6%。

省级层面来看，上半年半数省份地区经济呈现下滑，湖北省降幅最大为-19.3%，西藏经济增速最快为5.1%。各地经济受冲击程度与当地疫情状况、主导产业构成等因素有关。GDP降幅靠前的省份大体分为以下几类：第一，疫情较严重或由于人口流动量大、疫情防控压力较大的省份，如湖北、北京等；第二，主导产业受疫情冲击较大的地区，如支柱产业以旅游、地产为主的海南省，以石油、化工、汽车等传统工业为主的天津、辽宁、内蒙古；第三，经济对外依存度较高的部分东部沿海省份，如广东等。而西藏、新疆、甘肃、贵州等15省经济增速为正，其中西部省份占据10席，主要因疫情防控压力较小，工业和投资受冲击小所致。

未来，随着国内疫情缓解，预计各省地区经济增速将逐步回升，但回升幅度受全球疫情变化、全球经济增长状况、中美关系走向以及国内服务业能否快速复苏等因素影响有待观察。

图表 4 2020 年上半年 31 省地区经济、财政主要指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：WIND，东方金诚整理

预计未来一般预算收入降幅将逐步收窄，政府性基金收入增速进一步提升，但各地区间亦将继续分化，产业构成更多元、受疫情冲击相对较小，经济外部依存度相对较低的地区抗风险能力更强

上半年全国一般公共预算收入同比下降 10.8%，其中税收收入同比下降 11.3%。全国一般公共预算收入下降受多重因素影响：1) 新冠疫情带来税基减少，以及应对疫情实施新的减税降费政策；2) 巩固减税降费成效，增值税翘尾减收效果持续释放。从各省来看，受疫情程度、产业结构、非税收入支撑能力、报税口径等因素影响，多数省份一般预算收入下降，其中湖北、海南、天津、宁夏、陕西等降幅超过 15.0%。

政府性基金收入方面，随着疫情防控形势好转、房地产市场整体回稳，国有土地出让收入增速转正。一季度受新冠疫情影响土地交易一度停摆，地方政府性基金预算本级收入同比下降 10.7%。进入二季度后，土地市场回暖明显，上半年地方政府性基金预算本级收入同比增长 0.3%，其中国有土地使用权出让收入同比增长 5.2%。但土地行情回暖，并非所有城市受益。根据中国指数研究院数据，上半年一线城市土地供需同比走高，二线城市供应上扬、成交走低，三四线城市供应量基本不变、成交方面量跌价涨。

未来，考虑到各省地区经济企稳回升，预计一般预算收入降幅将逐步收窄，政府性基金收入增速将进一步提升。但各地区间亦将继续分化，那些产业构成更多元、受疫情冲击相对较小，经济外部依存度相对较低的地区抗风险能力更强。

四、城投公司信用表现

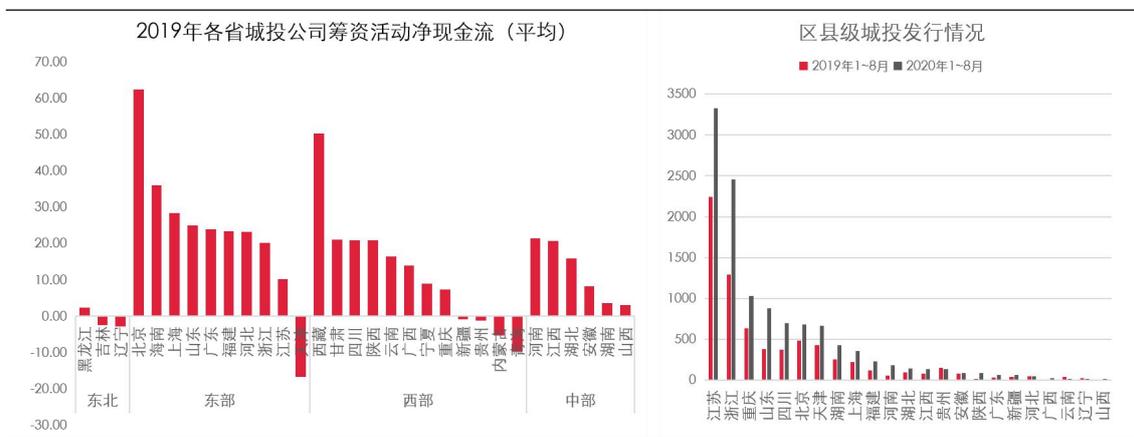
四季度城投行业信用风险总体仍处较低水平，但结构性分化将加强，并需警惕未来逆周期政策退潮时有息债务到期压力很大及所在地区财力偏弱、土地行情处于低位、可调配金融资源偏少的城投公司再现违约风险

城投公司作为基建项目投融资、建设及运营的主体，主营业务公益性较强，普遍存在自身财务实力较弱的特点，更多地依赖再融资保障债务接续以及来自地方政府的外部支持。四季度，货币政策适度宽松背景下，城投再融资环境总体较好，城投行业信用风险仍处较低水平。但考虑到货币政策或将边际收紧，城投公司信用风险的结构性分化预计将进一步增强，并

需警惕未来逆周期政策退潮时部分弱资质城投再现流动性风险。事实上，随着 2017 年以来中央去杠杆和防范化解重大风险的决心愈加坚定，叠加城投相关监管政策的相继出台，城投公司信用分化加剧已成必然。在此背景下，2018 年以来部分弱资质城投最先出现流动性问题，引发了多起非标违约事件。2019 年~2020 年，随着全面建成小康社会进入收官阶段，叠加 2020 年疫情的意外冲击，政策逆周期调节力度加大，弱资质城投融资环境得到一定缓解但亦未有根本性变化。

从城投公司筹资活动现金流表现及城投债发行可见端倪。一方面，2019 年部分省份如吉林、辽宁、天津、新疆、贵州、内蒙和青海等的城投公司筹资活动呈现净流出，这些省份基本都是城投债务压力较大、区域发展面临一定困境的区域。另一方面，从 1~8 月债券发行来看，城投债主体资质下沉并非全方位的，以区县级城投为例，增长以江苏、浙江、山东、四川等省份为主，而贵州、云南、辽宁等省区县级城投发行总额有所下降。

图表 5 城投公司再融资呈现结构性分化（单位：亿元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

总体来看，四季度城投行业信用风险总体仍处较低水平，随着货币政策边际收紧，结构性分化特征预计将进一步增强，同时要警惕未来逆周期政策退潮时短期偿付压力很大及所在区域主导产业发展欠佳且受疫情冲击大、土地行情处于低位、可调配金融资源偏少的城投公司再现流动性风险。