

从注册审核看近期城投发行政策边际变化

——城投债政策专题研究

作者：丛晓莉 刘暮菡

主要观点

- 2022 年以来，城投债净融资回落明显，并以交易所私募债最为显著，城投债募集资金用途以借新还旧为主，反映 2021 年以来城投发行相关政策整体偏紧的态势在 2022 年得到延续甚至可能有所加码。
- 2022 年以来，交易所注册端审核依然延续偏紧的趋势，银行间市场收紧程度相对偏弱，城投债发行的监管政策未见明显放松；信用等级分布上看，低资质主体的审核通过率偏低，与年初交易所进行窗口指导的报道内容基本相符；区域上，甘肃、云南、四川、河北等部分省份的通过情况相对偏差，需要关注未来上述省份城投净融资的情况。
- 伴随监管机构对城投债分档审理的不断推进以及募集资金用途的限制加强，部分债务风险较高的区域可能面临更大的融资压力，不同行政层级的城投主体分化表现或将加剧。
- 随着隐债化解的不断深入推进，今年城投公司的发债增速料将逐渐放缓。不过，在精细化管理推进过程中，城投政策料将延续有保有压态势。考虑到宏观层面流动性的宽松以及财政对基建投资支持力度增加的预期，今年城投债的发行规模预计不会出现明显收缩。鉴于城投企业已不具备地方融资平台的职能，因此，城投主体会更加关注自身的业务转型。

一、近期城投债募集资金用途以借新还旧为主，交易所私募债发行显著走弱

2022年1-2月，城投债发行量同比减少0.94%，较上年同期变化不大，但偿还量同比增加13.62%，净融资因此同比下滑12.74%，回落较为显著。在到期量仍较大的情况下，年初城投净融资下滑的主因是发行端降温，募集资金主要用于借新还旧。2022年2月，用于项目建设的城投债资金占比降至不足2%。近期市场广泛讨论的监管发行审核政策变化，或许已显露部分端倪。

根据年初已发行城投债的所属审批机构来看，2022年1-2月交易所城投债发行走弱最为明显，两月合计发行规模同比减少17.73%，其中，交易所私募债收紧幅度更大，今年前两月发行量同比下降30.56%，表明其发行审批可能变得更为严格。此外，行政层级分布数据显示，1-2月区县级城投发行量同比下滑13.52%。发行结构的调整，或许也是政策效果的一定体现。

二、严控地方债务风险的主线延续，去年以来整体偏紧的政策未见放松

从今年以来城投债的发行表现看，上年城投发行相关政策整体偏紧的态势不仅得到了延续，甚至可能有所加码。2021年，城投债的发行政策端几经收紧，无论是去年4月份沪深交易所指引中对公司债审核标准的提升，还是银保监会15号文强化地方政府融资行为的监管，都在一定程度上提高了城投债的发行门槛，进一步明确了针对新增地方政府隐性债务问题的严控举措以及债券募集资金的合规使用管理等，各项政策都体现了城投债审核标准逐步收紧的趋势。

去年年底以来，随着中央不断重申“防风险”的工作要求，以及强调对地方政府隐性债务问题的管理，市场纷纷猜测多数区域城投债发行的通过率会进一步降低。

表 1：近期地方政府债务管控相关政策表态

时间	出处	内容
2021年12月	中央经济工作会议	再次提出坚决遏制新增地方政府隐性债务，压实地方、金融监管等各方责任
2022年3月	政府工作报告	总理政府工作报告中指出，“有序推进地方政府债务风险防范化解，稳妥处置重大金融风险事件”
2022年3月	财政预算报告	财政预算报告第四条强调防范化解地方政府债务风险，要求“坚决遏制新增地方政府隐性债务”；支持地方有序化解存量隐性债务，防范“处置风险的风险”

数据来源：公开资料，东方金诚整理

在严控地方债务风险的政策导向下，中央部委和地方政府及相关监管机构纷纷发文，强调财政预算管理要求和债务监管工作。从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务的体

制机制下，城投债终止审查的情况也在增加，有关城投债融资收紧的传闻层出不穷。

年初有媒体报道，交易商协会出台新政策，城建类企业发债政策大幅缩紧，所有红色、橙色区域发债客户后期只能借新还旧协会债券，原 1234 类分类政策取消；交易所政策边际调整，局部区县不能新增公司债敞口，对部分主体借新还旧进行打折发行等。有关交易商协会和交易所收紧城投发行政策的传闻，我们可根据近期城投债的注册审批情况进行进一步分析。

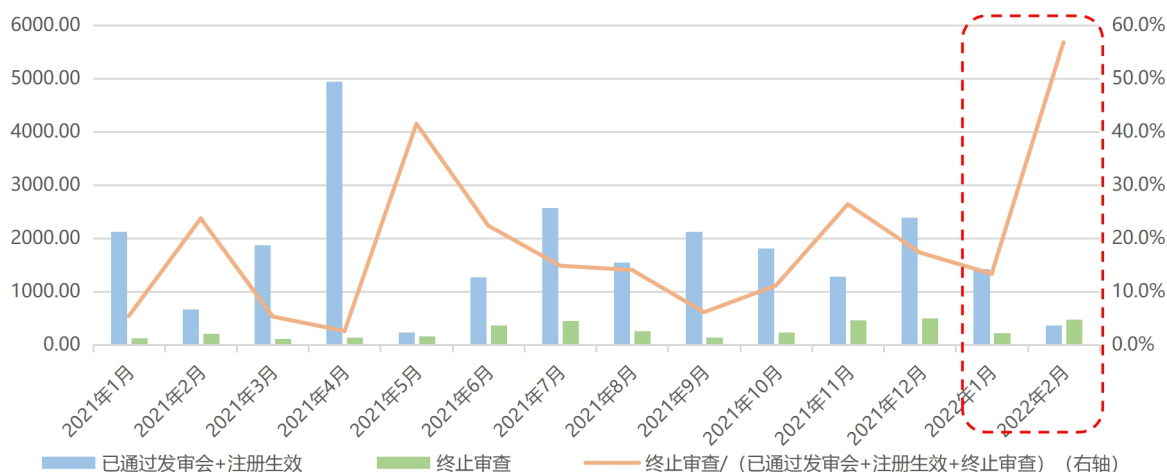
三、年初以来城投债发行的监管政策并未见明显放松，交易所注册端审核依然延续偏紧趋势

与发行、二级市场交易等滞后数据相比，城投债的注册审批作为债券发行的前置工作程序，直接受交易所和协会等注册机构政策和偏好影响，其数据情况或许能够更加直观的反应市场政策的边际变化。

为此，我们梳理了 2021 年 1 月初至 2022 年 2 月末的城投债发行注册审核进度数据。我们对 Wind 上关于交易所和交易商协会的审核数据进行了汇总统计，审核状态主要包括：提交注册、已反馈、已受理、已通过发审会、注册生效、终止审核、已申报、反馈中、已受理、完成注册等。需要说明的是，考虑数据更新会覆盖原审核状态，时点数据难以准确反映某一债券的审核速度，同时部分无法通过审核的债券并未进行状态调整，维持在“已受理”或“已反馈”等中间状态，因此统计的数据存在一定局限，我们只能试图从有限的数据中大致估测一下注册审核的松紧程度。

交易所城投债通过注册项目数量和计划发行金额均有所下滑，终止审查的数量和金额大幅增长，项目注册审批未出现明显放松迹象。2022 年 1 月和 2 月，“已过发审会+注册生效”的项目数量分别为 102 只和 24 只，同比分别减少 13.6%和 40.0%；项目计划发行金额分别为 1426.84 亿元和 359.50 亿元，同比分别减少 32.6%和 45.5%。同时，“终止审查”的项目量显著增加，印证了注册端审核依然偏紧的态势。2022 年 1 月和 2 月，“终止审查”的项目数量分别为 14 只和 32 只，同比分别大幅增加 75.0%和 166.7%；项目计划发行金额分别为 218.40 亿元和 472.00 亿元，同比分别增加 82.0%和 130.8%。

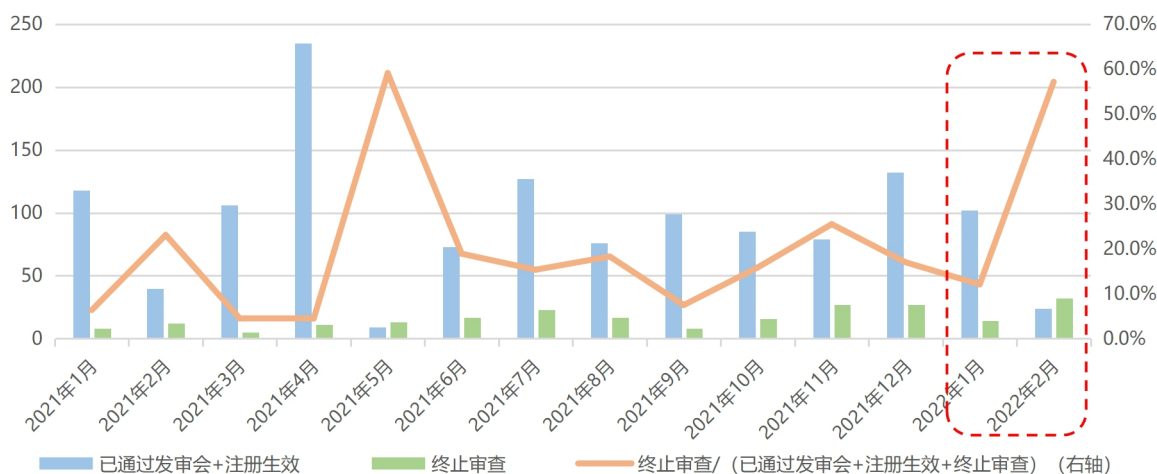
图 1 2021 年 1 月-2022 年 2 月末城投公司债注册项目计划发行金额情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

此外, 从计划发行金额“终止审查/(已通过发审会+注册生效+终止审查)”的比率来看, 2021 年 5 月和 2022 年年初比率均出现了明显增长, 除有部分春节等季节性因素外, 也体现出政策收紧对发行注册通过率的影响。

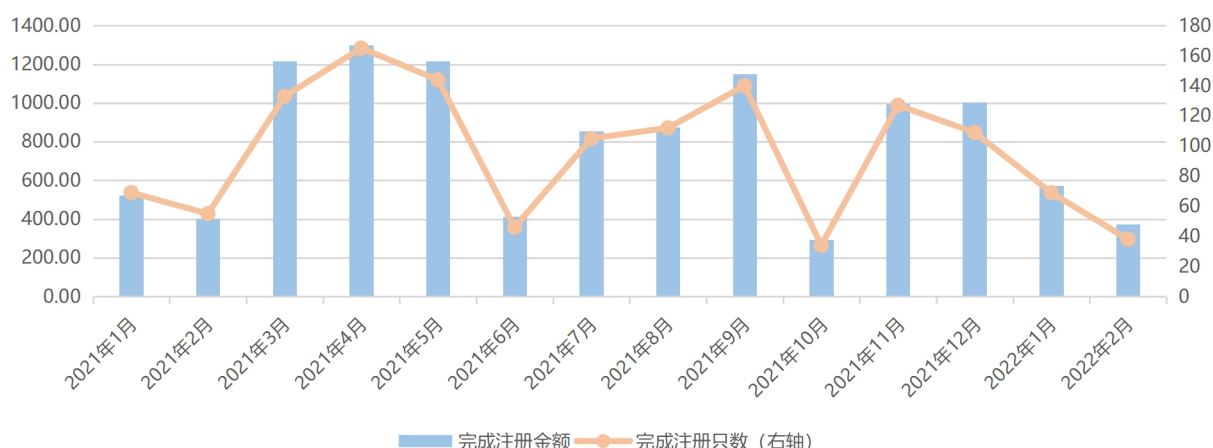
图 2 2021 年 1 月-2022 年 2 月末城投公司债注册项目数量情况 (单位: 只)



数据来源: Wind, 东方金诚

交易商协会注册端收紧有限。从数据来看, 2022 年 1 月和 2 月, 交易商协会城投债券通过注册项目数量分别为 69 只和 38 只, 与去年同期相比分别持平和下降 30.9%; 通过注册项目的计划发行金额分别为 571.80 亿元和 372.66 亿元, 同比分别上涨 9.1%和 小幅下降 7.6%, 总体看与去年同期数据相比变化较小, 反映出交易商协会对债券融资注册端的审核较交易所相比政策收紧有限, 通过情况未出现显著下滑。

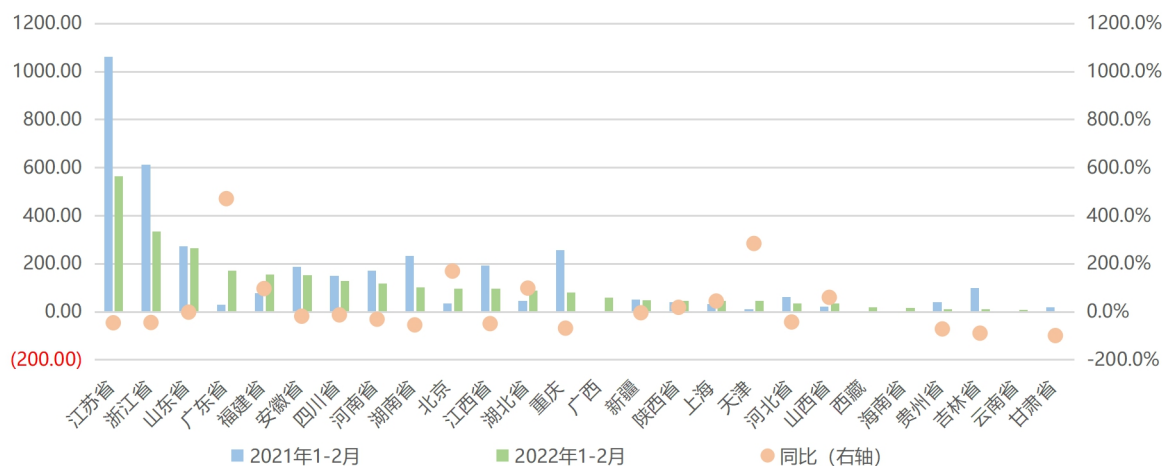
图3 2021年1月-2022年2月末交易商协会城投债券通过注册项目情况 (单位: 亿元, 只)



数据来源: Wind, 东方金诚

从近期注册主体的信用等级分布来看, 信用资质较低主体的审核通过情况偏低, 也反映出监管对低等级主体更加审慎的态度。2022年1-2月AA和AA+终止审查项目计划发行金额分别为410.40亿元和280.00亿元, 占比分别为59.4%和40.6%。

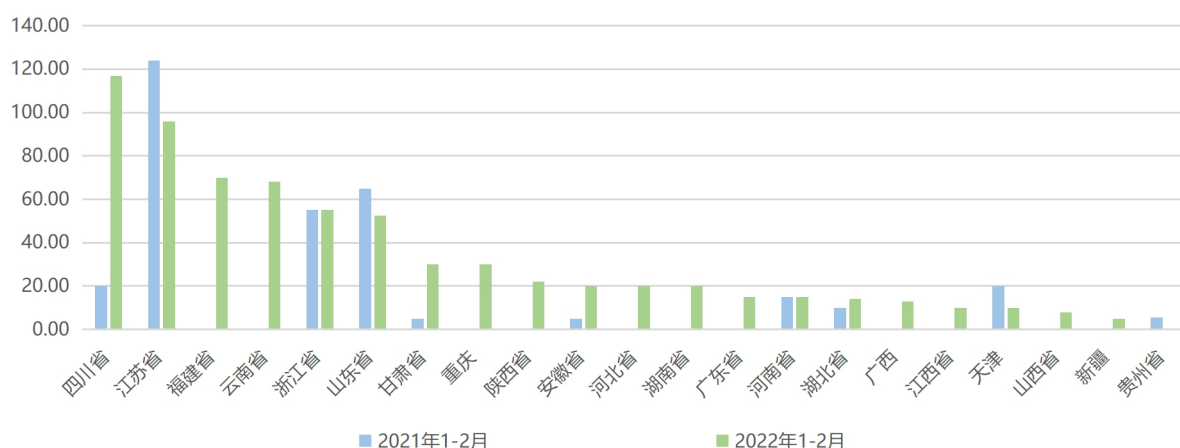
图4 2021年和2022年1月-2月末城投债通过/完成注册项目分省情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

部分省份注册通过情况受政策影响明显。从2022年1-2月通过/完成注册的债券计划发行金额看, 北京、广东、天津、湖北、福建、山西和上海等少数省份同比正增长, 多数省份有所下降, 其中吉林、贵州、重庆、湖南、江苏等地区降幅较大。

图 5 2021 年和 2022 年 1 月-2 月末城投公司债终止审查项目分省情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

同期, 多数省份城投公司债终止审查项目的计划发行金额明显增长, 其中四川、江苏、福建、云南等省份金额较大。从终止审查/ (通过/注册+终止审查) 这一相对比例来看, 甘肃、云南、四川、河北的通过情况相对偏差。

四、城投监管日趋精细化, 融资分化表现或将更加显著

伴随监管机构对城投债分档审理的不断推进以及募集资金用途的限制加强, 部分债务风险较高的区域可能面临更大的融资压力, 不同行政层级的城投主体分化表现或将加剧。同时, 随着隐债化解的不断深入推进, 今年城投公司的发债增速料将逐渐放缓。不过, 在精细化管理推进过程中, 城投政策料将延续有保有压态势。考虑到宏观层面流动性的宽松以及财政对基建投资支持力度增加的预期, 今年城投债的发行规模预计不会出现明显收缩。鉴于城投企业已不具备地方融资平台的职能, 因此, 城投主体会更加关注自身的业务转型。

总体来看, 2022 年以来城投债发行的监管政策并未见明显放松。其中交易所注册端审核依然延续偏紧的趋势, 交易商协会收紧程度相对偏弱, 信用等级分布上看低资质主体的审核通过率偏低, 与年初交易所进行窗口指导的报道内容基本相符。区域上甘肃、云南、四川、河北等部分省份的通过情况相对偏差, 需要关注未来上述省份城投净融资的情况。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。