

## 城投债融资延续低迷表现，信用利差持续收窄

——2022年三季度城投债市场运行情况分析

作者：丛晓莉 刘暮菡

### 核心观点：

- 2022年三季度，城投净融资延续低迷表现，今年以来监管发行方面审核偏严的态势未有放松，短期内城投融资环境难有明显好转。
- 短期限城投债的发行占比进一步提升，中低资质城投面临较大融资压力；区域城投融资分化依然显著，多地隐债化解力度加大，西部地区和东北省份再融资表现不佳；城投企业债和银行间产品融资有所降温。
- 三季度，城投债二级市场交易活跃度进一步升温，由于城投债发行量仍然偏低，而三季度以来宽信用政策持续发力，市场流动性较为充裕，市场资产荒依然较重，供需不平衡进一步凸显，城投收益率持续走低；与今年年初和上半年末相比，城投债平均到期收益率和信用利差总体呈收窄态势，异常交易次数较年初有所增长，反映出投资人对城投更加青睐，未来城投利差或进一步压缩，但压缩空间或较为有限。
- 三季度，稳经济的一揽子政策持续出台，并且多地出台了盘活存量资产的具体政策，对城投公司经营带来一定利好，三季度推迟或取消发行的债券数量和计划发行规模同比均大幅下降，因市场因素取消发行情况持续好转；但另一方面城投债发行政策未见明显放松，低资质城投债发行仍然较为困难，再融资难度未见明显缓解。跟踪季后城投公司级别调整数量显著下降，仍大部分集中于贵州省，兰州城投发生技术性违约，后续建议持续关注相关地区城投再融资风险。
- 地方债务风险管控政策保持隐性债务“遏制新增、化解存量”的总体思路不变，预计未来违规举债及化债问责将更加常态化，防风险力度不减。同时三季度稳经济的一揽子政策持续出台，政策性金融政策性开发性金融工具持续发力，交通基础设施、能源

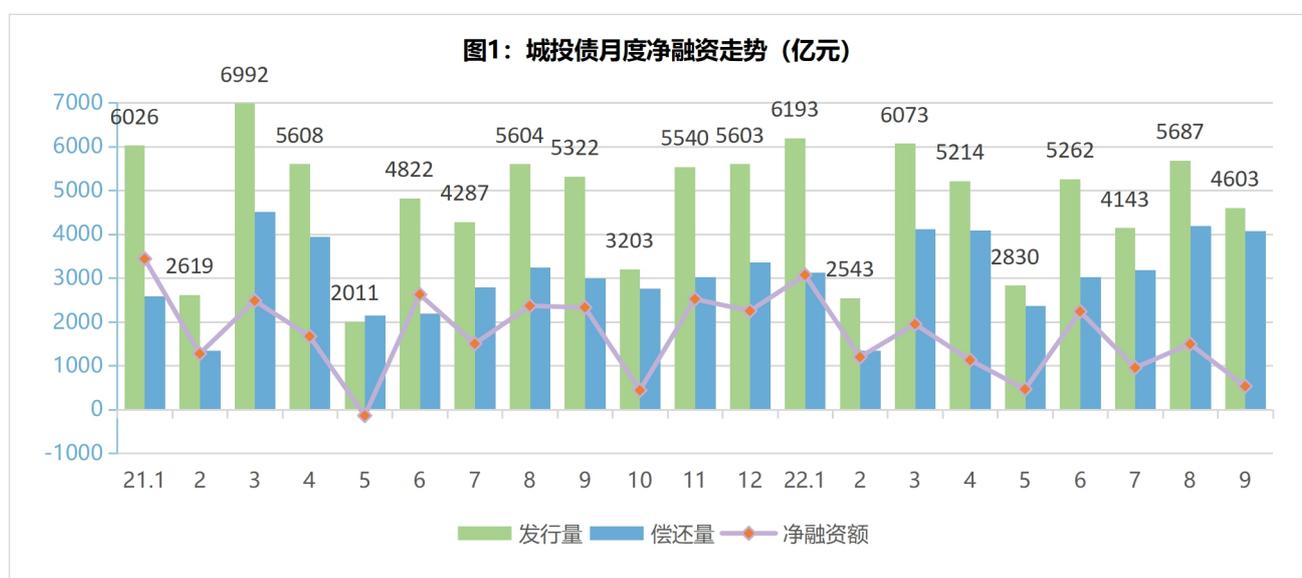
等领域基础设施在建项目等的融资需求将得到更多保障，并且多地出台了盘活存量资产的具体政策，对城投公司经营带来一定利好，在分化的背景下可适当关注优质区域和信用修复地区的下沉机会。

- 展望下阶段，我们认为城投短期违约风险依然很低，“全省一盘棋”要求下省级政府将充分发挥责任主体统筹作用，风险或得到更加有效的控制。同时我们应关注到地方政府隐债化解力度进一步加强，贵州等偏高风险区域的债务风险或得到缓解，公开债违约风险降低，建议持续关注后续系列落地政策的出台。

## 一、一级市场

2022年三季度城投净融资延续低迷表现，今年以来监管发行方面审核偏严的态势未有放松，短期内城投融资环境难有明显好转；短期限城投债的发行占比进一步提升，中低资质城投面临较大融资压力；区域城投融资分化依然显著，多地隐债化解力度加大，西部地区和东北省份再融资表现不佳；城投企业债和银行间产品融资有所降温。

三季度，城投债净融资额同比、环比均走弱，分别大幅减少 3217.60 亿元和 850.07 亿元，同比、环比降幅分别为 51.95%和 22.22%。数据显示<sup>1</sup>，今年三季度城投公司共发行债券 14432.68 亿元，偿还量共 11456.23 亿元，较去年同期，发行同比降幅 5.13%，而偿还额同比增幅 27.01%。发行量的收缩和偿还量的提升，导致净融资额回落显著。根据今年前三季度总体表现来看，1-9 月城投债总发行 42547.42 亿元，同比减少 1.72%；偿还量 29530.07 亿元，同比增加 14.68%；净融资额 13017.35 亿元，同比下降 4523.71 亿元，降幅 25.79%。今年以来城投监管发行方面审核偏严的态势始终未有放松，净融资持续低迷。

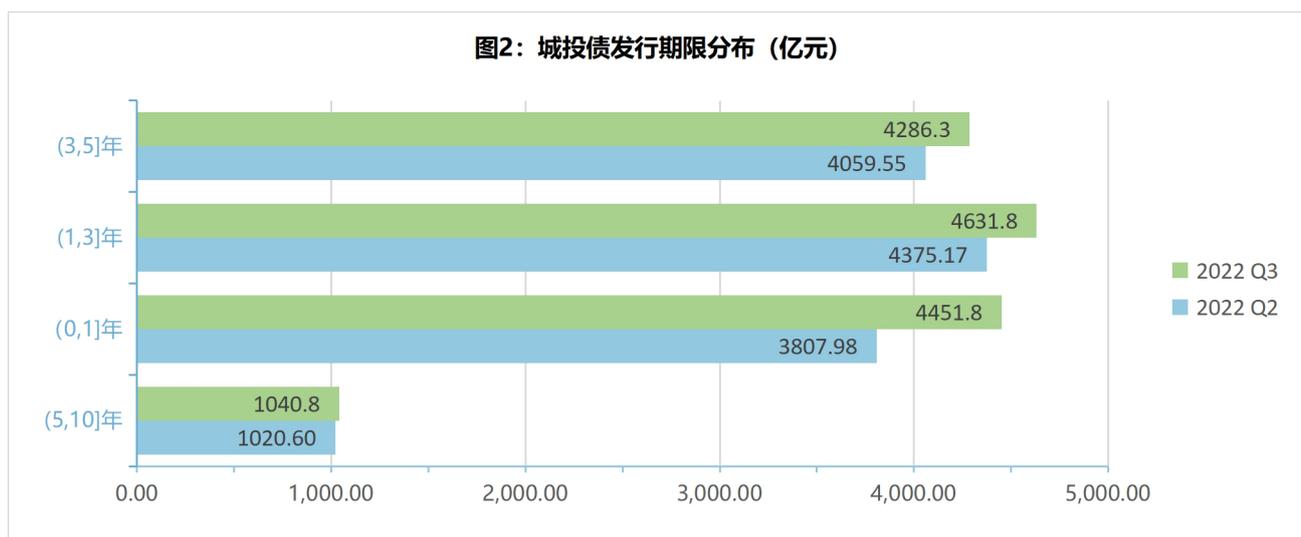


数据来源：Wind，东方金诚

三季度城投融资进一步压缩，加码基建并未带来城投融资的放松。“基建投资提速+城投债融资下滑”这一罕见组合延续，其中一个背景是监管层在6月设立两项政策性金融工具，定向支持基建，7月和8月政策性金融工具再度加码，一定程度上意味着今年基建投资提速对城投平台的依赖度有所减弱；另一个背景则是有关清理整顿各类交易场所和私募基金风险

<sup>1</sup> 本文所涉城投债数据来自东方金诚城投行业数据库，统计时间为10月12日，下同。

防范处置工作被明确提出要求，证监会强调打击地方交易场所违法违规滥发融资产品行为，传递了地方政府债务监管不放松的信号，显示地方隐性债务风险严监管基调延续。此外，今年以来地方政府国有土地使用权出让金收入持续处于低位，对城投企业的回款和偿债保障相应减弱，也会对一些城市城投债融资带来不利影响。展望四季度，城投发债监管难现放松迹象，城投融资环境难有明显好转。



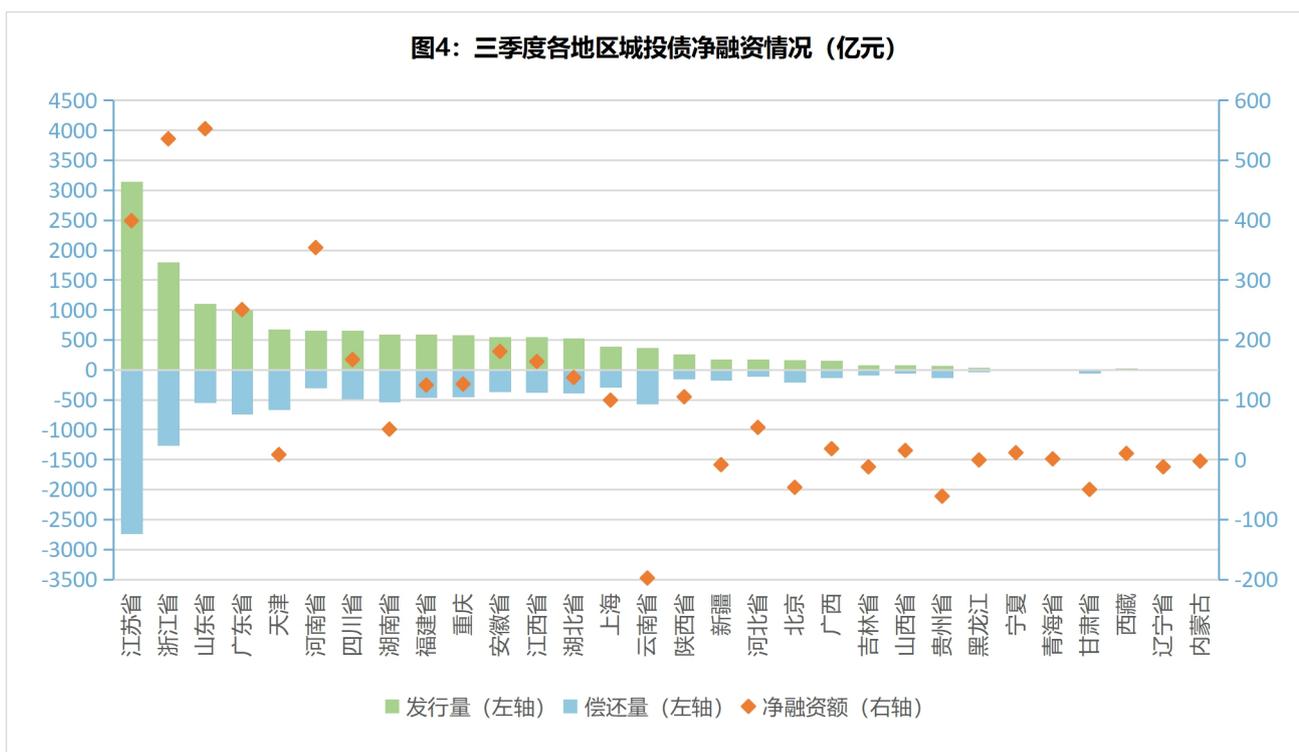
数据来源：Wind，东方金诚

从发行期限看，今年三季度城投债发行的短期化特征进一步显现。具体看，三季度，一年期及以下期限发行规模占比由上季度的 28.63% 升至 30.87%，其余各期限发行占比均下滑，平均发行期限较二季度进一步缩短，这显示中长期城投债的发行难度进一步增加。



数据来源：Wind，东方金诚

从各级别城投主体发行分布看，城投债发行占比较高的依然是AA+级主体。结合偿还量表现，AA+级主体发行占比较二季度基本持平，但偿还量占比环比下降，因此净融资占比提升9.69个百分点；而绝对值方面，偿还量环比增幅显著高于发行量。总体来看，三季度城投净融资的压缩，主要归因于AA+和AA级主体偿还量的明显提高，中低资质城投仍面临融资压缩的风险，发行融资压力较大。

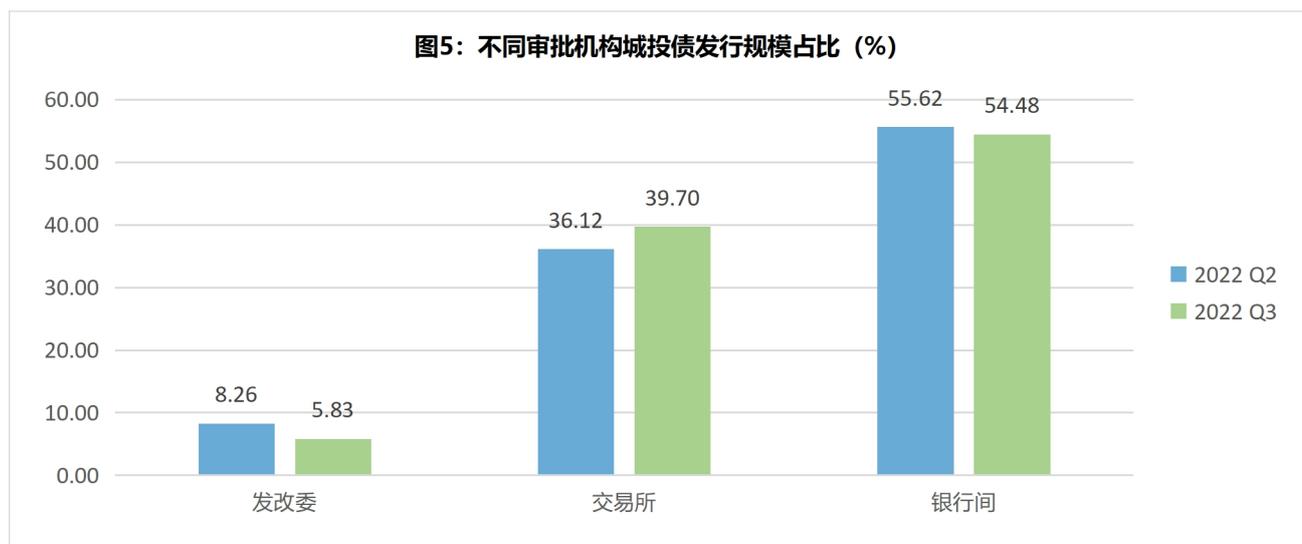


数据来源：Wind，东方金诚

从区域分布看，三季度城投债融资的区域分化情况仍然显著。江苏省城投企业的融资活跃度进一步下降，净融资规模落后于山东和浙江两省，考虑到江苏省区县级城投总体发债较多的背景，其净融资下滑或与今年以来区县级平台融资审核趋严有一定关联。从实际净融资规模来看，今年三季度共有9个省份呈现净偿还状态，仍主要分布在趋势性收紧的西部地区和东北等地，主要包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、甘肃、新疆、贵州、云南和北京等省份。

其中，受兰州地区城投债务压力较大及兰州城投技术违约影响，甘肃城投净融资大幅下降；东北各省份净偿还的状态，主要与其发行市场的收缩有较大关联；云南三季度净融资的明显收窄，或与前期部分城投到期偿还压力增加，市场投资者对其担忧有关；而结合近期上海多个区隐性债务清零的情况来看，随着多地隐债化解力度加大，不排除以北京为代表的部

分省份对城投融资主动压降的可能性。



数据来源：Wind，东方金诚

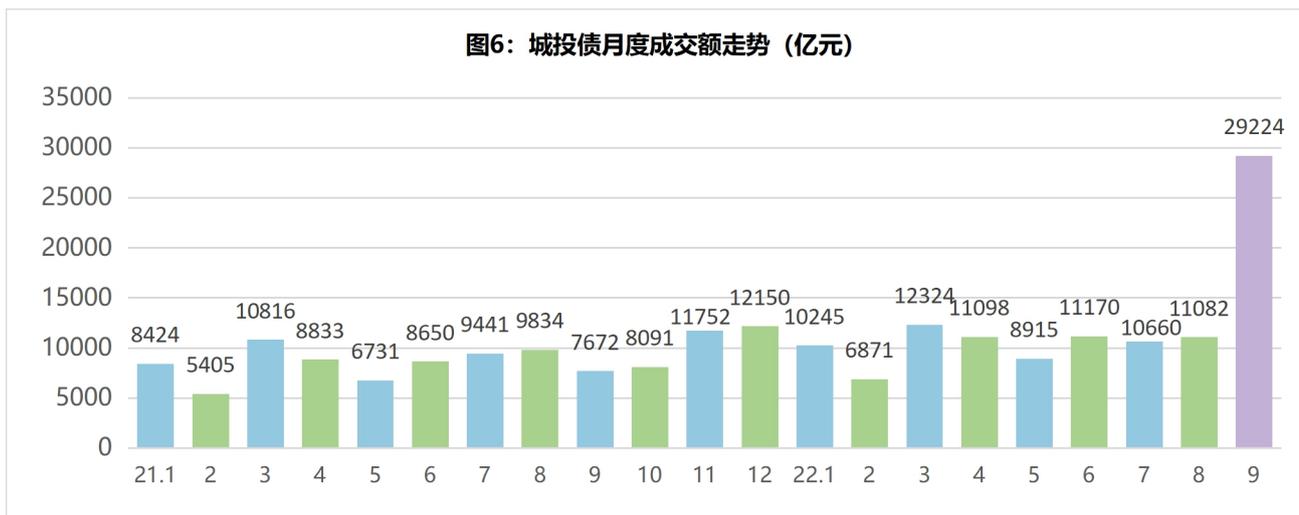
从城投债的发行审批机构来看，三季度，发改委的企业债融资和银行间市场产品的发行规模占比均有下滑，分别下降 2.43 和 1.14 个百分点，而交易所城投债发行占比提升，主要系私募债产品发行的增加。不过，从绝对规模来看，三季度交易所城投债终止审查的项目进一步增加，发改委企业债降温明显，总体上城投监管环境趋严的态势并未扭转。

## 二、二级市场

三季度，城投债二级市场交易活跃度进一步升温，由于城投债发行量仍然偏低，而三季度以来宽信用政策持续发力，市场流动性较为充裕，市场资产荒依然较重，供需不平衡进一步凸显，城投收益率持续走低；与今年年初和上半年末相比，城投债平均到期收益率和信用利差总体呈收窄态势，异常交易次数较年初有所增长，反映出投资人对城投更加青睐，未来城投利差或进一步压缩，但压缩空间或较为有限。

三季度，城投债二级市场交易活跃度进一步升温，交易额合计约 50966.25 亿元，同比增长 89.13%。其中江苏、浙江、山东、广东和湖南等省份成交笔数较多。从到期收益率来看，9 月末城投债平均收益率较年初多数有小幅下行。由于上半年一级市场净融资额未见明显改善，而三季度以来宽信用政策持续发力，市场流动性较为充裕，供需不平衡进一步凸显，城投收益率持续走低，市场资产荒依然较重。

图6：城投债月度成交额走势（亿元）



数据来源：iFinD，东方金诚

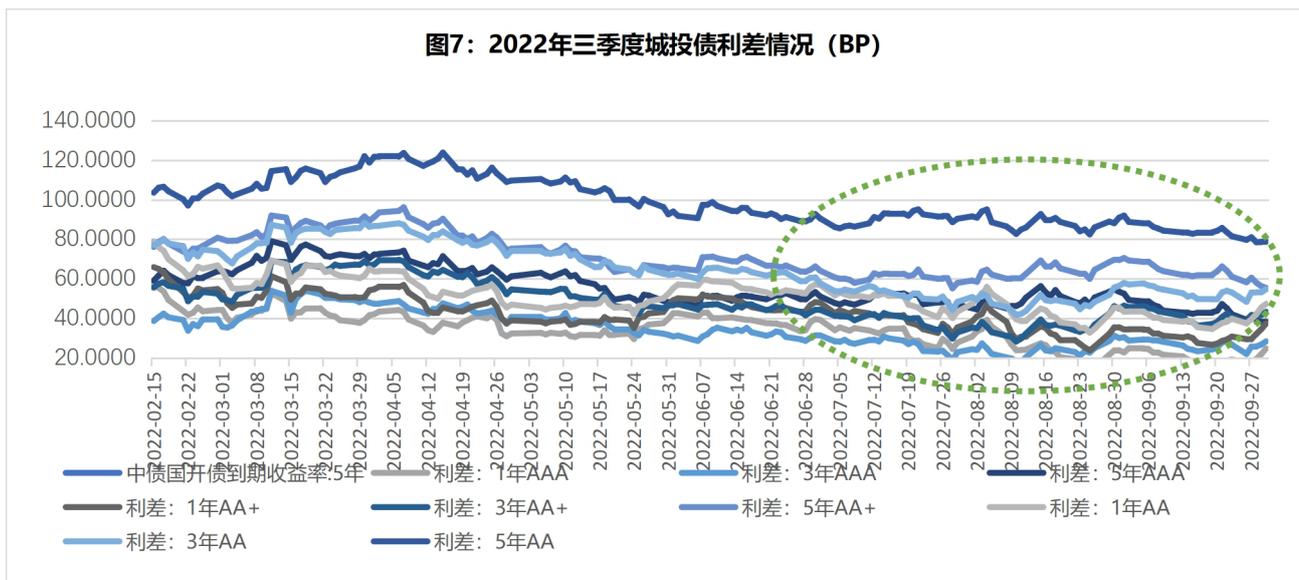
表 1：2022 年前三季度中债城投债平均到期收益率

月份	中债城投债平均到期收益率 (AAA):3 年	中债城投债平均到期收益率 (AA+):3 年	中债城投债平均到期收益率 (AA):3 年	中债城投债平均到期收益率 (AAA):5 年	中债城投债平均到期收益率 (AA+):5 年	中债城投债平均到期收益率 (AA):5 年
1 月	2.88	3.05	3.26	3.22	3.45	3.76
2 月	2.89	3.06	3.27	3.31	3.49	3.75
3 月	3.13	3.28	3.47	3.52	3.66	3.92
4 月	3.01	3.18	3.37	3.42	3.61	3.92
5 月	2.90	3.03	3.22	3.30	3.44	3.78
6 月	2.92	3.05	3.23	3.28	3.45	3.70
7 月	2.84	2.96	3.10	3.27	3.38	3.68
8 月	2.63	2.75	2.87	3.05	3.19	3.43
9 月	2.59	2.74	2.86	2.98	3.17	3.38

数据来源：iFinD，东方金诚

利差方面，与今年年初和上半年末相比，城投债利差总体呈收窄态势，下降幅度介于 6BP~30BP 之间。与年初相比，9 月各期限城投债平均信用利差有所收窄，其中短期限城投债利差下降幅度相对较大，主体信用 AAA、AA+和 AA 级的 1 年期城投债信用利差较上月分别变动-4.78BP、-2.26BP 和-2.59BP，较年初分别变动-26.06BP、-26.74BP 和-30.27BP。从等级看，AA 级城投债利差收窄幅度最大，AAA 城投利差变动幅度相对较小。整体来看，“资产荒”背景下对城投债挖掘有所增强。经济下行压力加大，投资人风险持续偏好降低，加之“资产荒”不断加剧，投资人对城投更加青睐，未来城投利差或进一步压缩，但压缩空间或较为有限。

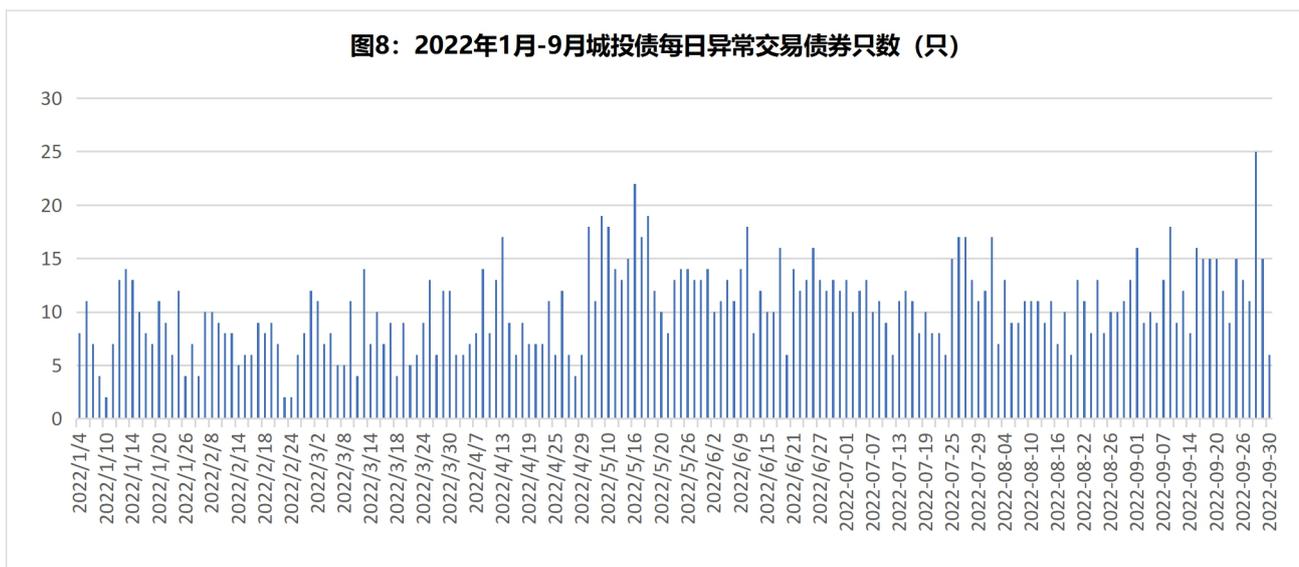
图7：2022年三季度城投债利差情况 (BP)



数据来源：iFinD，东方金诚

异常交易方面，2022年三季度共有159家城投公司主体的债券出现异常交易，二季度较年初有所增长，其中93家城投公司多日出现交易价格异动，占比58.49%。潍坊渤海水产综合开发有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、广西柳州市东城投资开发集团有限公司、赤水市城市建设投资经营有限公司、毕节市天河城建开发投资有限公司和柳州市城市投资建设发展有限公司等涉及的异常交易日分别达到59天、32天、29天、25天、23天和23天，或暗示一定风险因素存在。7~9月城投债异常交易平均价差幅度分别为-4.41%、-4.89%、-5.02%；平均到期收益率偏离分别为314.86BPs、484.98BPs和468.20BPs。

图8：2022年1月-9月城投债每日异常交易债券只数 (只)

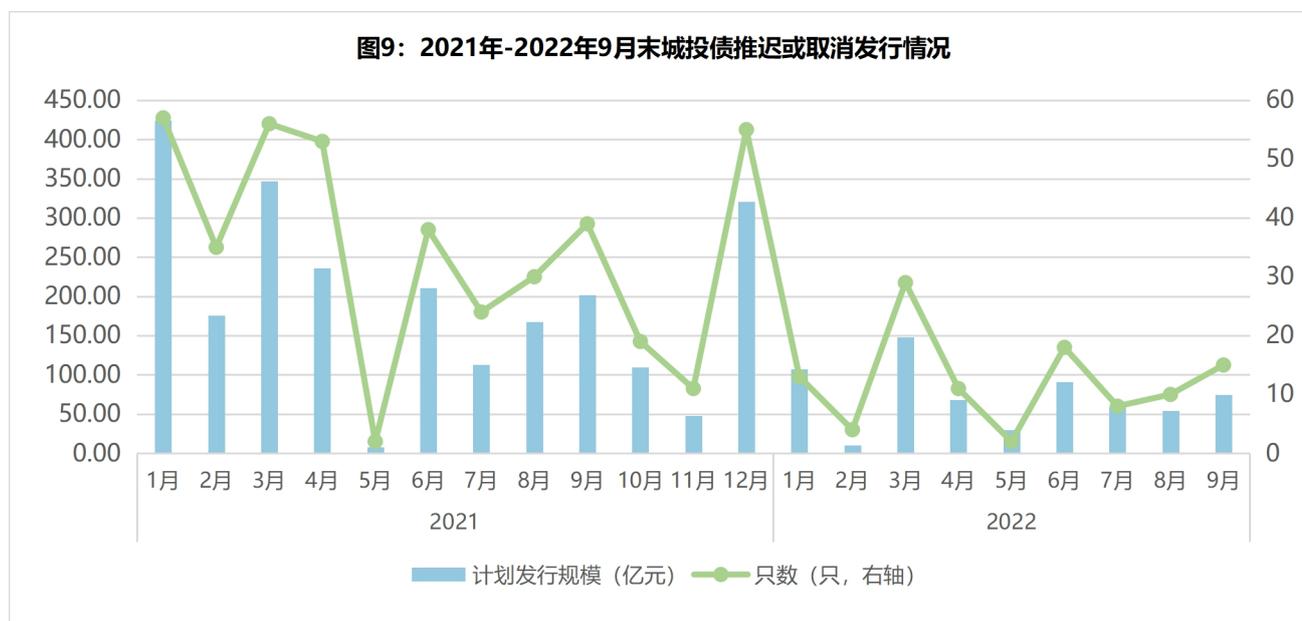


数据来源：iFinD，东方金诚

### 三、城投信用环境及事件

三季度稳经济的一揽子政策持续出台，并且多地出台了盘活存量资产的具体政策，对城投公司经营带来一定利好，三季度推迟或取消发行的债券数量和计划发行规模同比均大幅下降，因市场因素取消发行情况持续好转；但另一方面城投债发行政策未见明显放松，低资质城投债发行仍然较为困难，再融资难度未见明显缓解。跟踪季后城投公司级别调整数量显著下降，仍大部分集中于贵州省，兰州城投发生技术性违约，后续建议持续关注相关地区城投再融资风险。

受城投债整体融资紧缩、市场“资产荒”等因素的影响，2022年三季度推迟或取消发行的债券数量和计划发行规模同比均大幅下降，因市场因素取消发行情况明显好转。三季度推迟或取消发行债券累计33只，计划发行规模188.15亿元，同比分别下降64.52%和61.01%。从区域看，推迟或取消发行的主体主要在东部地区，数量和规模分别为16只和94.70亿元，其中江苏省最多，其次为山东省、江西省和浙江省等，仍主要以经济较发达地区为主。从主体信用等级看，所涉及城投债中，最新主体评级为6只AAA级、10只AA+级和17只AA级，总体分布在中低评级区间，偏低评级发行人融资难度仍相对较高。



数据来源：iFinD，东方金诚

严控新增地方政府隐性负债政策环境下，城投融资监管趋紧，叠加土地出让金收入下降，负债率较高的省份部分平台腾挪空间下降，2020年上半年城投债评级负面调整的数量同比明显增加，部分弱资质区域城投平台再融资难度上升，跟踪季后城投公司级别调整数量大幅下降。三季度，共有5家（详见表2）城投企业主体评级或评级展望被下调，较上季度明显下

降，大部分集中于贵州省，辽宁省和新疆省各有1家。下调原因主要为区域融资环境趋于恶化、存在债务逾期、对外担保显著增加等。8月29日“19兰州城投PPN008”发生“技术性违约”。当日银行间市场清算所发布了关于未足额收到“19兰州城投PPN008”付息兑付资金的通知，后在晚上20:30大额付款通道开通后，兰州城投及时兑付了524.80亿元利息，技术性违约的发生反映出兰州城投债务和流动性风险依然较高，未来偿债能力需持续关注。

表 2：2022 年三季度城投债主体信用等级下调汇总

城投主体名称	事件对象	类型	主体评级	地区
大洼县城市建设投资有限公司	发债主体	主体评级调低	AA-	辽宁
毕节市安方建设投资(集团)有限公司	发债主体	主体评级调低	AA-	贵州
贵州东湖新城市建设投资有限公司	发债主体	主体评级调低	AA-	贵州
遵义市投资(集团)有限责任公司	发债主体	评级展望调低	AA+	贵州
阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司	发债主体	评级展望调低	AA	新疆

数据来源：iFinD，东方金诚

#### 四、市场展望及投资策略

从二级市场交易和级别调整等情况看，三季度城投债市场活跃度有所提高，各信用等级城投债的利差持续收窄，取消发行同比大幅下降，显示市场情绪整体较好。地方债务风险管控政策保持隐性债务“遏制新增、化解存量”的总体思路不变，预计未来违规举债及化债问责将更加常态化，防风险力度不减。同时三季度稳经济的一揽子政策持续出台，政策性金融政策性开发性金融工具持续发力，交通基础设施、能源等领域基础设施在建项目等的融资需求将得到更多保障，并且多地出台了盘活存量资产的具体政策，对城投公司经营带来一定利好，在分化的背景下可适当关注优质区域和信用修复地区的下沉机会。展望下阶段，我们认为城投短期违约风险依然很低，“全省一盘棋”要求下省级政府将充分发挥责任主体统筹作用，风险或得到更加有效的控制。同时我们应关注到地方政府隐债化解力度进一步加强，贵州等偏高风险区域的债务风险或得到缓解，公开债违约风险降低，建议持续关注后续系列落地政策的出台。

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。