

## 非标违约风险增加，但城投信仰还在

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

**城投债一级市场发行：呈现前高后低特征。**上半年，城投债无论是总发行量还是发行只数均创历史新高，前四个月城投债总发行量达到 11989.73 亿元，净融资额为 5089.10 亿元。随着货币政策边际变化，5 月包商银行监管产生的流动性冲击和市场风险偏好的变化，低评级弱资质城投债发行难度大幅增加，5-6 月城投债无论是发行量还是净融资出现大幅下滑，整体来看，2019 年上半年城投债发行呈现前高后低的特征。

● **城投债二级市场：收益率多数下行，信用利差收窄。**2019 年上半年，城投债收益率多数下行。AA-短久期债券收益率下行幅度最大，AAA、AA+等高评级城投债收益率下行幅度有限，甚至 5Y、10Y 高评级城投债收益率分别上行 5.53bp、7.88bp。城投债信用利差普遍收窄。整体城投债信用利差被压缩至较低水平，短端和低评级城投债信用利差下行明显，这主要得益于 5 月包商银行监管后，央行加大投放流动性，货币市场利率持续下行，同时随着城投企业再融资政策边际放松，政策环境整体利好城投债。但随着城投债信用利差被进一步压缩，性价比在降低。分区域来看，2019 年上半年有 26 个省份城投债信用利差中位数被压缩。其中贵州、辽宁、内蒙、黑龙江、云南、湖南等城投债弱资质区域利差依然维持在高位，其中辽宁、山西、四川出现修复幅度最大，内蒙、云南、陕西、河北、新疆五个省份和地区城投债信用利率中位数继续走阔，宁夏、重庆、青海、江苏区域信用利差变化不大，基本维持年初的水平。因此，除了传统资质比较弱的地区城投债风险需要关注，信用利差走阔的地区也值得重点关注。

● **城投债非标违约风险增加。**根据 2019 年上半年城投共 17 起非标违约的事件来看，13 起城投非标违约发生在县级城投平台；这说明在积极财政政策下，县一级财政收支压力较大，但是由于县一级城投企业一般实力较弱，无法在银行间或交易所发债融资，只能借助信托和私募等非标融资，一旦地方财政收紧，无法偿还时，县一级城投平台成为非标违约的主体。同时贵州和内蒙地区发生城投非标违约最多，非标违约的类型主要为技术性违约、逾期、展期或违约等，其余事件分布区域还涉及陕西、青海、湖南、江苏等地。目前非标违约还未传导至城投债层面，因此并不会显著增加城投债违约风险，因此财政实力较强，融资渠道畅通的城投平台依然是重点投资领域。

● **强者恒强，城投信仰还在。**经济下行压力加大，基建托底的重要性提升，城投平台价值再现。2019 年二季度，实体经济再次下行。从国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求加大基建补短板力度，要合理保障融资平台公司正常融资需求。基建的重要性提升。城投融资在基建投资中起到重大作用。因此，下半年经济下行压力较大，房地产调控未有松动背景下，监管层对地方政府融资平台融资政策的边际放松，有助于继续维持城投信仰。地方政府依然依赖对城投平台融资，城投债偿和还贷意愿较强，城投信仰还在，但低资质和部分非标违约较高地区的城投依然面临配置萎缩的格局，下半年城投债投资将会呈现强者恒强的局势。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

### 相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

## 目 录

1、 城投债一级市场发行：呈现前高后低特征.....	3
2、 城投债二级市场：收益率多数下行，信用利差收窄.....	5
3、 城投债非标违约风险增加.....	7
4、 强者恒强，城投信仰还在.....	8
5、 大类资产观察（2019.7.15-2019.7.21）.....	8
5.1、 股票市场.....	8
5.2、 债券市场.....	9
5.3、 外汇市场.....	10
5.4、 房地产市场.....	10
5.5、 大宗商品市场.....	11

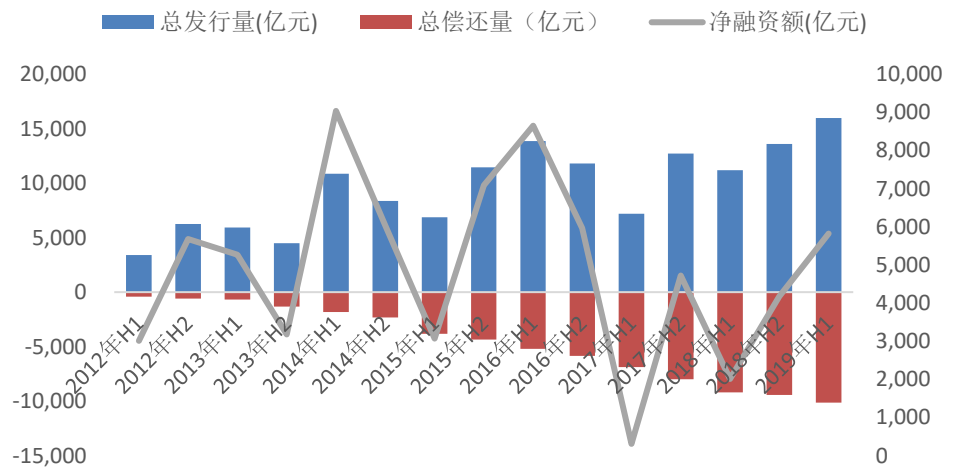
## 图表目录

图 1： 2019 年上半年城投债发行量和净融资额创历史新高.....	3
图 2： 2019 年上半年城投债发行呈现前高后低的特征.....	3
图 3： 2019 年上半年城投债发行评级占比（%）.....	4
图 4： 2019 年上半年城投债发行区域（亿元）.....	4
图 5： 2019 年上半年城投债发行品种占比（%）.....	5
图 6： 2019 年上半年城投债收益率变动情况（BP）.....	5
图 7： 2019 年上半年城投债信用利差变动情况（BP）.....	6
图 8： 2019 年上半年分区域城投债信用利差中位数（BP）.....	6
图 9： 发达经济体主要资本市场表现.....	9
图 10： 新兴经济体主要资本市场表现.....	9
图 11： 中债国债到期收益率曲线.....	10
图 12： 美国国债到期收益率曲线.....	10
图 13： 美元指数与人民币汇率.....	10
图 14： 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	10
图 15： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	11
图 16： 一二三线城市商品房成交分化.....	11
图 17： 原油期货价格指数.....	11
图 18： 黄金价格指数.....	11
图 19： 南华商品涨跌幅度.....	12
图 20： 南华农产品涨跌幅度.....	12
图 21： 南华能化涨跌幅度.....	12
图 22： 南华工业涨跌幅度.....	12
图 23： 南华金属涨跌幅度.....	12
图 24： 南华贵金属涨跌幅度.....	12

## 1、城投债一级市场发行：呈现前高后低特征

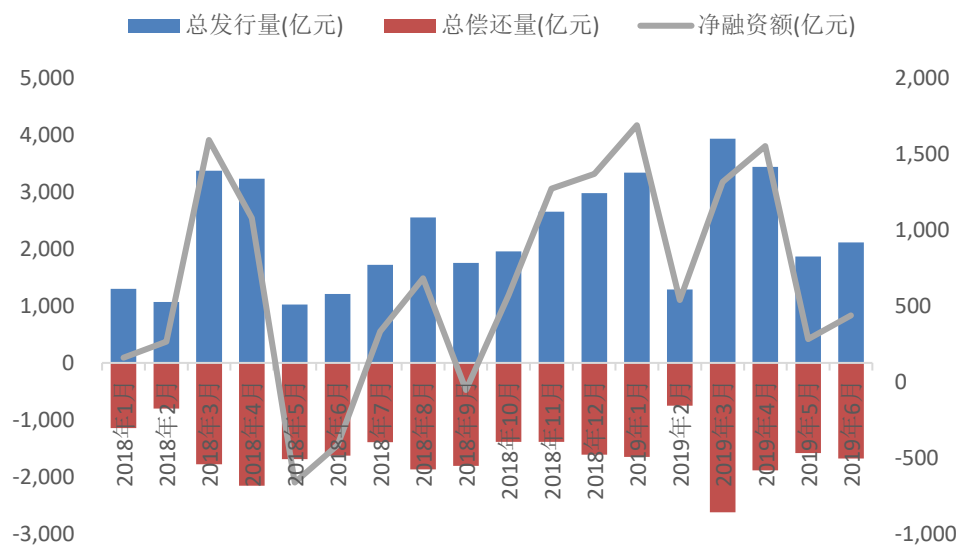
上半年，城投债无论是总发行量还是发行只数均创历史新高，整体发行节奏呈现前高后低特征。根据 wind 统计口径数据，2019 年上半年城投债总发行量达到 15963.80 亿元，总偿还量 10146.07 亿元，净融资额达到 5817.73 亿元。城投债无论是总发行量还是发行只数均创历史新高。其中，2019 年上半年总发行量和净融资额同比较 2018 年上半年分别增加 4769.50 亿元和 3803.86 亿元，环比较 2018 年下半年增加 2361.04 亿元和 1641.65 亿元。分月份来看，前四个月城投债总发行量达到 11989.73 亿元，净融资额为 5089.10 亿元。随着货币政策边际变化，5 月包商银行监管产生的流动性冲击和市场风险偏好的变化，低评级弱资质城投债发行难度大幅增加，5-6 月城投债无论是发行量还是净融资出现大幅下滑，其中发行量降至 3974.07 亿元，净融资额为 718.44 亿元，不及一季度 3 月单个月份。整体来看，2019 年上半年城投债发行呈现前高后低的特征。

**图1：2019 年上半年城投债发行量和净融资额创历史新高**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

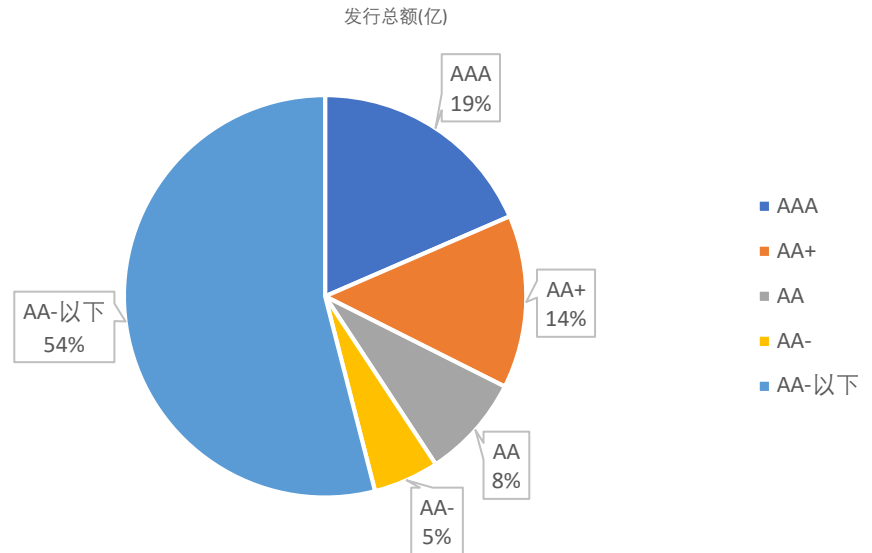
**图2：2019 年上半年城投债发行呈现前高后低的特征**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从债券评级来看，AAA 级城投债发行规模 2948.70 亿元，占比 18.49%，发行期限主要以 3-5 年、5-7 年为主；AA+ 级城投债发行规模 2218.59 亿元，占比 13.92%，期限主要以 5-7 年为主；AA 级城投债发行规模为 1326.50 亿元，占比 8.32%；AA- 及以下发行规模为 9450.01 亿元，占比约为 59.27%。

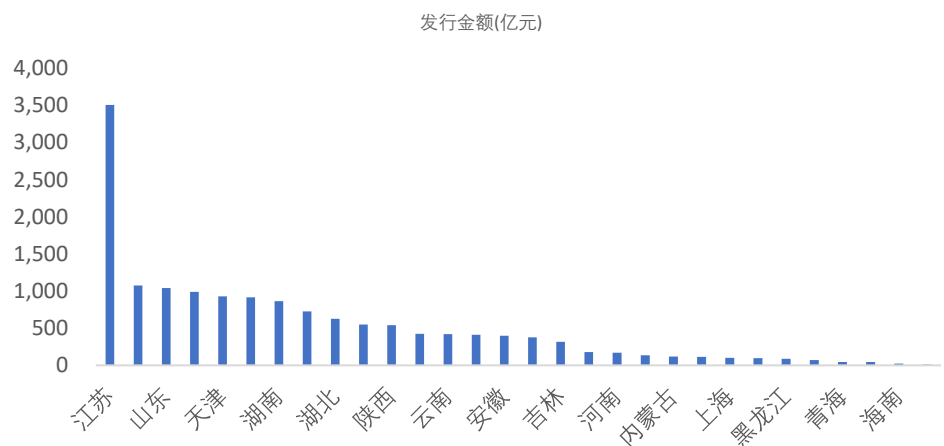
**图3：2019 年上半年城投债发行评级占比 (%)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

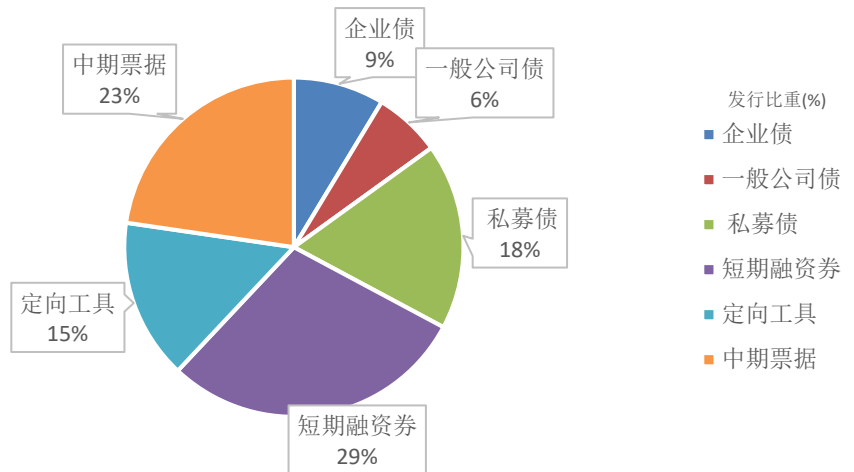
从发行区域来看，2019 年上半年江苏省发行量最大，发行规模为 3503.49 亿元，发行只数 488 只，占全部发行量的 22.90%，其次为浙江，发行规模为 1073.19 亿元，发行只数 183 只，占比 7.01%，山东为 1042.60 亿元，四川为 988.70 亿元，天津为 929.90 亿元。

**图4：2019 年上半年城投债发行区域 (亿元)**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

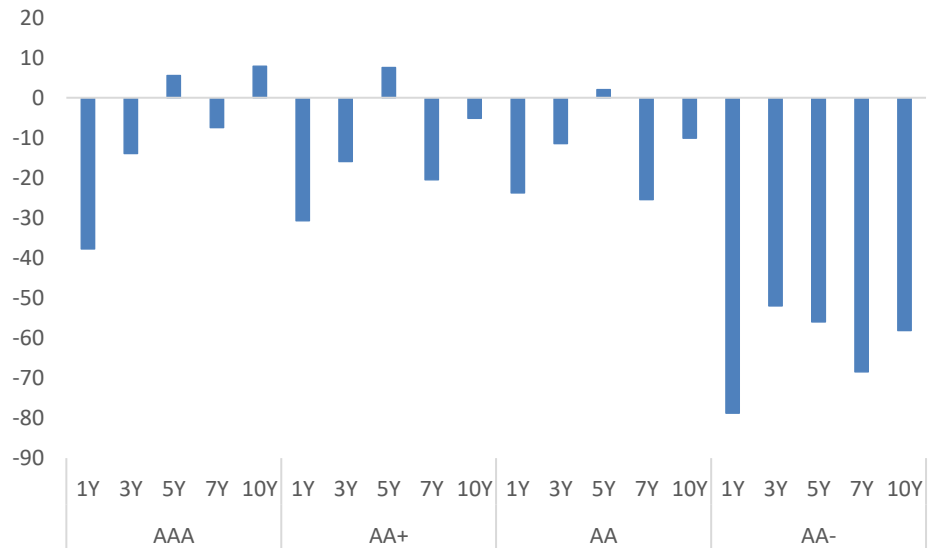
从发行品种来看，2019 年上半年城投债发行量最大的是超短融、中票和私募债，总发行量分别达 4660.20 亿元、3622.80 亿元和 2837.24 亿元，占比分别为 29%、23%和 18%，此外定向工具发行量也达到 2442.17 亿元，占比 15.3%。

**图5：2019年上半年城投债发行品种占比（%）**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、城投债二级市场：收益率多数下行，信用利差收窄

2019年上半年，城投债收益率多数下行。虽然受一季度末经济金融数据超预期和风险偏好上行等因素影响，城投债收益率在一季度出现短暂时间的上行，但是随着5月中美贸易摩擦升级、包商银行监管、经济数据下行等影响，城投债收益率重新下行，城投债AA-短久期债券收益率下行幅度最大，1Y期AA-城投债整个上半年收益率下行78.77bp，AAA、AA+等高评级城投债收益率下行幅度有限，甚至5Y、10Y高评级城投债收益率分别上行5.53bp、7.88bp。整体来看，城投债大部分到期收益率下行。

**图6：2019年上半年城投债收益率变动情况（BP）**

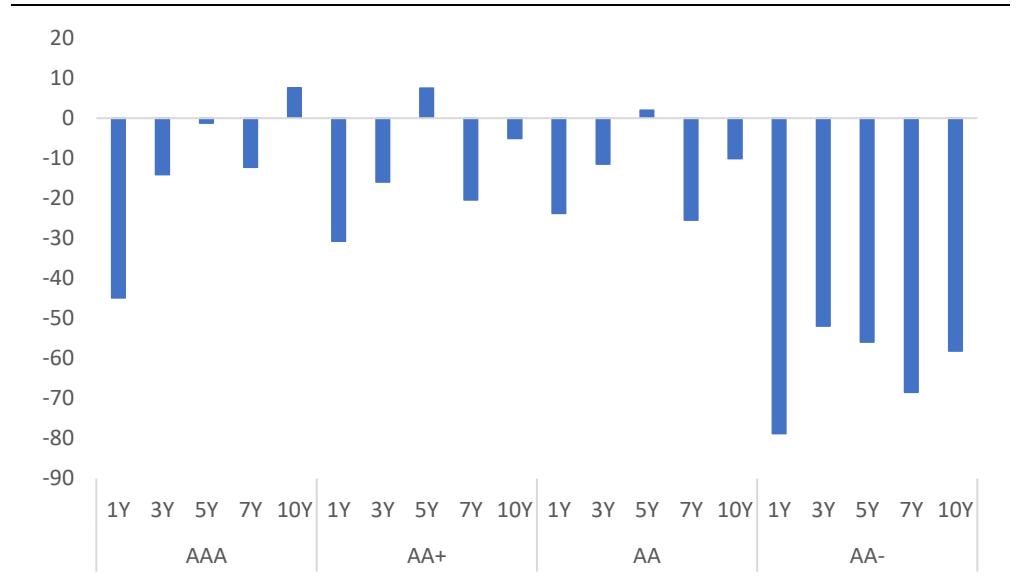
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**城投债信用利差普遍收窄。**根据wind数据显示，整体城投债信用利差被压缩至较低水平，2019年上半年中位数在135.8bp，较年初收窄了16.4bp。其中，AAA级城投债信用利差中位数为76.81bp，较年初收窄23.55bp；AA+城投债信用利差中位数为122.52bp，较年初收窄17.19bp；AA级城投债信用利率中位数为254.04bp，较年初收窄21.69bp。短端和低评级城投债信用利差下行明显，除了



10YAAA、5YAA+、5YAA 城投债信用利率稍微走阔外，其余 AAA 级，AA+级，AA 级城投债信用利差普遍收窄，其中 1YAA-城投债信用利差收窄幅度最大，为 78bp，其余各评级不同期限城投债信用利差普遍收窄。这主要得益于 5 月包商银行监管后，央行加大投放流动性，货币市场利率持续下行，同时随着城投企业再融资政策边际放松，城投信仰依然存在，政策环境整体利好城投债。但随着城投债信用利差被进一步压缩，性价比在降低。

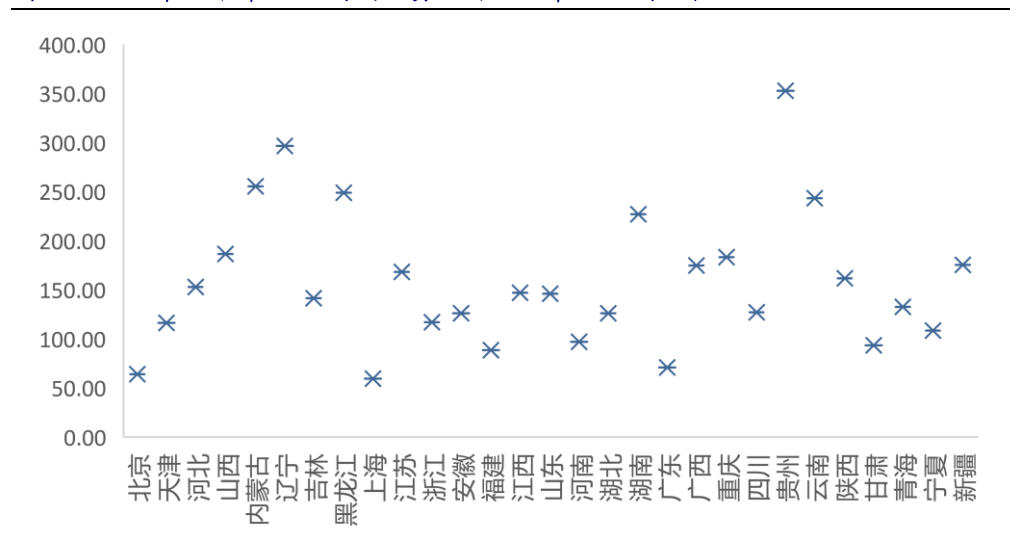
图7：2019 年上半年城投债信用利差变动情况 (BP)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

分区域来看，2019 年上半年有 26 个省份城投债信用利差中位数被压缩。其中贵州、辽宁、内蒙、黑龙江、云南、湖南等城投债弱资质区域利差依然维持在高位，其中辽宁、山西、四川出现修复幅度最大，分别被压缩 101.25bp、64.13bp、34.09bp，内蒙、云南、陕西、河北、新疆五个省份和地区城投债信用利率中位数继续走阔，分别上行 45.76bp、32.12bp、14.45bp、12.44bp、5.84bp。宁夏、重庆、青海、江苏区域信用利差变化不大，基本维持年初的水平。因此，除了传统资质比较弱的地区城投债风险需要关注，信用利差走阔的地区也值得重点关注。

图8：2019 年上半年分区域城投债信用利差中位数 (BP)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、城投债非标违约风险增加

根据 2019 年上半年城投共 17 起非标违约的事件来看，13 起城投非标违约发生在县级城投平台；这说明在积极财政政策下，县一级财政收支压力较大，但是由于县一级城投企业一般实力较弱，无法在银行间或交易所发债融资，只能借助信托和私募等非标融资，一旦地方财政收紧，无法偿还时，县一级城投平台成为非标违约的主体。同时贵州和内蒙地区发生城投非标违约最多，非标违约的类型主要为技术性违约、逾期、展期或违约等，其余事件分布区域还涉及陕西、青海、湖南、江苏等地。目前非标违约还未传导至城投债层面，因此并不会显著增加城投债违约风险，尤其是自新疆农六师技术性违约之后，目前城投债还未出现违约，城投信仰还在。因此财政实力较强，融资渠道畅通的城投平台依然是重点投资领域。

**表1：中债国债到期收益率一周变化**

省份	违约主体	所涉非标项目	级别
内蒙古	开鲁县鲁丰实业投资有限责任公司	中江信托-金马 522 号开鲁县鲁丰实业应收账款投资集合资金信托计划	县域融资平台
内蒙古	多伦春晖城投	中江信托·金马 508 号春晖投资应收账款投资集合资金信托计划	县域融资平台
四川	蓬溪县金福实业有限责任公司	中江信托-金马 547 号蓬溪县金福实业应收账款投资集合资金信托计划	县域融资平台
内蒙古	阿拉善盟基础设施建设投资经营有限责任公司	中江信托-银象 350 号阿拉善盟基础设施建设贷款集合信托计划	地级市
云南	施甸县天源供水有限公司	中江信托-银象 402 号施甸县天源供水有限公司应收账款投资集合资金信托计划	县域融资平台
云南	隆阳广厦投资开发建设有限责任公司	中江信托-金马 419 号隆阳广厦投资开发建设有限责任公司应收账款投资集合资金信托计划	县域融资平台
贵州	贵州凯里开元城投	中泰·贵州凯里项目贷款集合资金信托计划	县域融资平台
贵州	余庆县国有资产投资经营有限责任公司	国鑫 16 号贵州遵义市基础设施建设私募基金	县域融资平台
贵州	三都水族自治县城建公司	国鑫 18 号贵州黔南州圣山大道项目建设私募基金	县域融资平台
贵州	贵州汇福投资开发有限公司	国鑫 8 号贵州黔南州基础设施建设私募基金	县域融资平台
贵州	榕江县国有资产管理经营有限责任公司	中电投先融-锐榕 1 号资产管理计划	县域融资平台
贵州	独山县下司投资开发有限责任公司	独山县下司镇城镇基础设施建设定向融资计划	县域融资平台
青海	青海投资集团	中泰信托-恒泰 18 号集合资	省级

省份	违约主体	所涉非标项目	级别
		金信托计划	
陕西	西安渭北投资开发建设集团有限公司	中泰信托-元泰3号集合资金信托计划	县域融资平台
湖南	湘潭九华经济建设投资有限公司	多个“非标”融资产品出现付息逾期	地级市
河南	汝州市交通投资发展有限公司	华澳信托—臻诚45号（汝州交投）集合资金信托计划	县域融资平台
江苏	常州市金坛金泽投资管理有限公司	金诚常州城市化发展私募投资基金	地级市

资料来源：Wind，新时代证券研究所

#### 4、强者恒强，城投信仰还在

**政策已经调整，城投信仰还在。**2018年10月31日，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。《指导意见》指出，要合理保障融资平台公司正常融资需求。金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷。2019年6月10日，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》：允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；积极鼓励金融机构提供配套融资支持；对存量隐性债务中的必要在建项目允许继续融资；建立正向激励机制，明确隐性债务问责情形。可见，监管层对地方政府融资平台融资政策的边际放松，有助于继续维持城投信仰。

**经济下行压力加大，基建托底的重要性提升，城投平台价值再现。**2019年二季度，实体经济再次下行。从国务院印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求加大基建补短板力度，要合理保障融资平台公司正常融资需求。基建的重要性提升。城投融资在基建投资中起到重大作用。因此，下半年经济下行压力较大，房地产调控未有松动的背景下，地方政府依然依赖城投平台融资，城投偿债和还贷意愿较强，城投信仰还在，但低资质和部分非标违约较高地区的城投依然面临配置萎缩的格局，下半年城投债投资将会呈现强者恒强的局势。

#### 5、大类资产观察（2019.7.15-2019.7.21）

##### 5.1、股票市场

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11220](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11220)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>