

2021 年 07 月 06 日

政策跟踪第 4 期:

城投债融资新变化

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

本期政策跟踪再次聚焦城投债，剖析其最新变化及潜在风险，敬请关注。

● 城投债发行有所修复、但仍以“借新还旧”为主，结构分化明显

伴随前期推迟发行债券落地等，城投债发行明显修复，募资仍主要用于“借新还旧”。经历 5 月的超季节性回落后，城投债发行在 6 月明显修复，当月发行规模近 4550 亿元、超过以往同期，带动城投债净融资转正、达 2190 亿元，或与部分债券发行推迟到 6 月等因素有关。城投债募资注明用于“借新还旧”的比例，从前 5 个月的 86% 进一步抬升至 6 月的 87%，其中 25% 可能用于偿还贷款或非标。城投债发行结构明显分化，高成本私募债趋于减少、负债短期化凸显。私募债发行占城投债比重延续回落态势，6 月为 24%，低于 5 月的 26% 和年初的 29%，或部分缘于监管对高负债城投平台融资的收紧。同时，城投债负债短期化现象凸显，6 月发行期限一年以内占比 32%，较前 5 个月和 2020 年分别抬升 1.2 个百分点和 2 个百分点；3 年以上债券占比持续下降，较 2020 年大幅回落近 11 个百分点。

● 城投债融资分层延续，部分地区“零”发行、负债短期化突出

城投债融资分层延续，部分债务压力较大的地区持续“零”发行或净融资收缩。6 月以来，江苏、浙江、安徽等东中部省市城投债发行明显修复，但内蒙古、吉林等西部、东北省市持续“零”发行；考虑到到期后，多数东部省市融资已转正，天津、云南、甘肃、贵州等省市至少连续 2 个月净融资负增长。同时，城投债发行或净融资相对较少的地区，对应城投债募资已连续多月全部用于“借新还旧”。部分再融资压力较大的地区，对高成本私募债依赖度较高、负债短期化现象突出。城投债融资持续低迷的省市，尤其是部分西部和东北省市，对私募债依赖度较高、占比 5 月以来进一步抬升，其中，宁夏、贵州、内蒙古等西部省市私募债占比均在 40% 以上，部分东中部省市也较高，如河南占比近 40%。同时，部分省市负债短期化现象突出，甘肃、内蒙古等发行期限半年以内占比超 35%、天津等也较高。

● 后续需关注高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险

伴随债务压力的持续累积，部分对城投债融资依赖度较高，或融资持续收缩的城投平台，再融资压力显性化。作为城投平台重要融资来源，城投债余额占全部带息债务的比重逐步上升至 2020 年的 24% 左右；不同地区明显分化，东部和中部城投债融资扩张带动相应占比分别抬升至 26% 和 27%，西部占比基本维持在 19% 左右，而东北城投债融资收缩拖累相应占比下降 14 个百分点至 2020 年的 22%。信用分层下，需关注一些高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险。部分较为依赖高成本私募债地区，如内蒙古、宁夏等已连续多月无城投债发行，债务压力较大的地区等融资持续收缩，叠加债券发行短期化加剧，或进一步加大再融资压力。信用分层持续下，部分再融资现金流较为紧张、债券到期偿付压力较大地区，一些弱资质城投平台或地方国企潜在的信用风险可能上升。

● 风险提示：统计过程中可能的偏误或遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-低估的通胀传导》- 2021.7.4

《《全球大通胀时代》系列报告六-钢材大涨，折射的全球大通胀脉络》- 2021.7.4

《宏观经济专题-流动性“新”变化》- 2021.7.1

目 录

1、城投债发行修复、仍以“借新还旧”为主	3
2、城投债融资分层延续、负债短期化现象突出	4
3、关注成本高、负债短、再融资压力较大的主体潜在信用风险	6
4、研究结论	8
5、风险提示	8

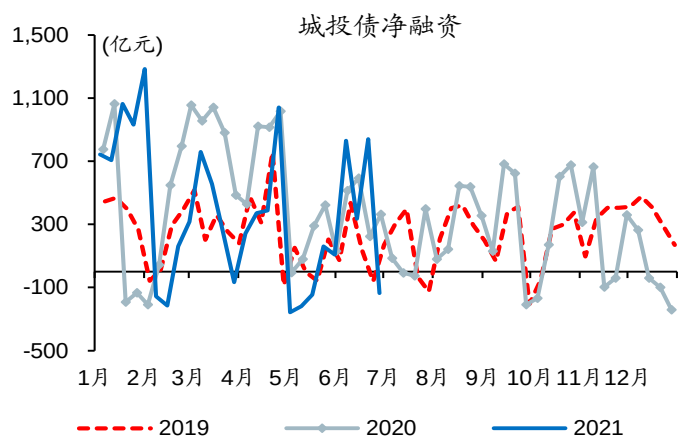
图表目录

图 1: 城投债 5 月大幅收缩后、6 月有所恢复	3
图 2: 6 月, 城投债融资有所修复、净融资已转正	3
图 3: 5 月以来, 城投债中私募债明显回落、占比下降	3
图 4: 城投债负债短期化现象凸显	4
图 5: 城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升	4
图 6: 6 月以来, 部分省市城投债依然“零发行”	4
图 7: 部分债务压力加大的省市净融资持续收缩	4
图 8: 西部和东北对私募债依赖度高、占比抬升快	5
图 9: 宁夏、贵州等西部省市对高成本私募债依赖度高	5
图 10: 西部地区城投债发行期限半年以内抬升较快	6
图 11: 部分省市负债短期化现象进一步凸显	6
图 12: 城投债占城投平台带息债务比重持续抬升	6
图 13: 中部城投债占比抬升较快、而东部占比持续下降	6
图 14: 部分城投债依赖度较高的省市, 私募债占比下降	7
图 15: 部分省市负债短期化凸显、再融资压力较大	7
图 16: 部分省市还本付息压力大、新增融资明显收缩	7
图 17: 部分省市整体再融资压力大、弱资质占比较高	7
表 1: 地方债务监管加强、企业发债条件和审核趋严	3
表 2: 2021 年以来, 部分省市已连续多月融资全部用于“借新还旧”	5

1、城投债发行修复、仍以“借新还旧”为主

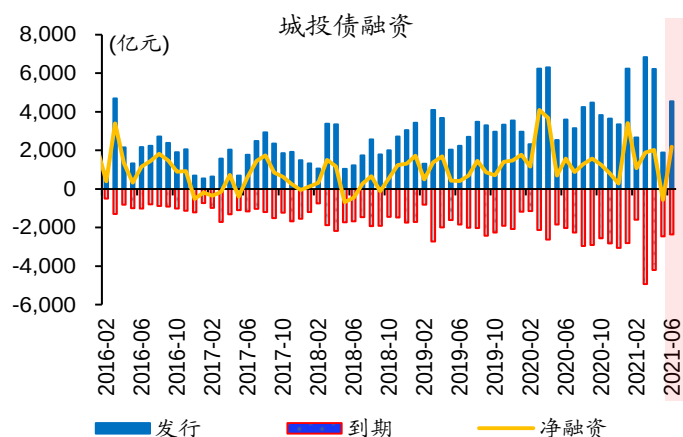
伴随前期推迟发行债券落地等，城投债融资明显修复。5月，城投债融资大幅收缩、自2018年以来首次落入负债区间（详情参见《城投债，或告别高增》）。5月底以来，城投债发行逐步修复，6月发行规模达4550亿元，净融资转正至2190亿元、超过以往同期规模，或与部分债券推迟到6月发行等因素有关。

图1：城投债5月大幅收缩后、6月有所恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6月，城投债融资有所修复、净融资已转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

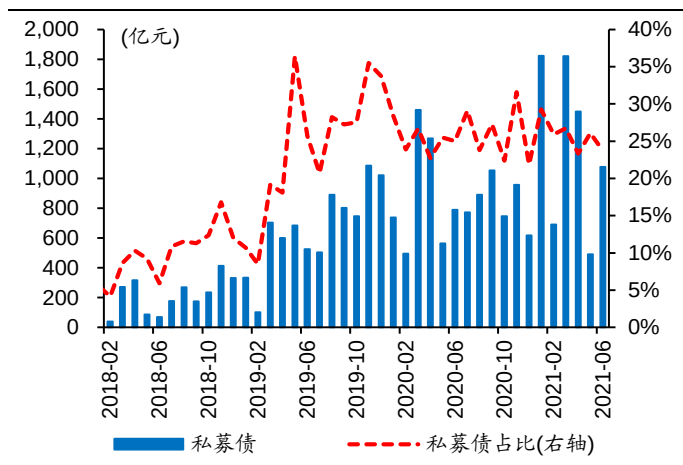
城投债融资变化，与地方债务重视度提升下，城投平台新增融资监管趋严等因素有关。伴随经济活动逐步恢复，政策重心回归调结构、防风险，对地方债务重视度明显上升，4月政治局会议明确强调“建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。加强城投平台和地方国企债务风险管控等措施陆续落地，遏制部分债务压力比较大的主体债务进一步增长、尤其是一些高成本非标和私募债等融资；6月私募债发行占全部城投债比重为24%，低于5月的26%和年初的29%。

表1：地方债务监管加强、企业发债条件和审核趋严

分类	时间	事件	主要内容
政策基调	2021年4月	刘昆文章《努力实现财政高质量发展》	做好地方政府隐性债务风险化解工作，保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量。
	2021年5月	刘昆《建立健全有利于高质量发展的现代财税体制》	坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加“隐性”债务的要求，积极稳妥化解存量，强化与金融系统协同配合，对“隐性”债务实行穿透式监管。
发债条件	2021年1月	城投债发行人将按红黄绿三档分区	交易所暂停还没封卷的城投债审批，因等红黄绿区域分档落地，此次划分依据为地方政府债务率和地方政府收入，等分档结果明确后，红档区域将会暂停发批文，黄档区域只能借新还旧，绿档区域没有限制。
	2021年4月	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》 《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》	(1)主要城市建设工程申报发行公司债券时，应符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。 (2)募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的，发行人应披露拟偿还的存量债务明细，并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务。 (3)城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA(含)的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。

资料来源：政府网站、交易所、证券时报网、开源证券研究所

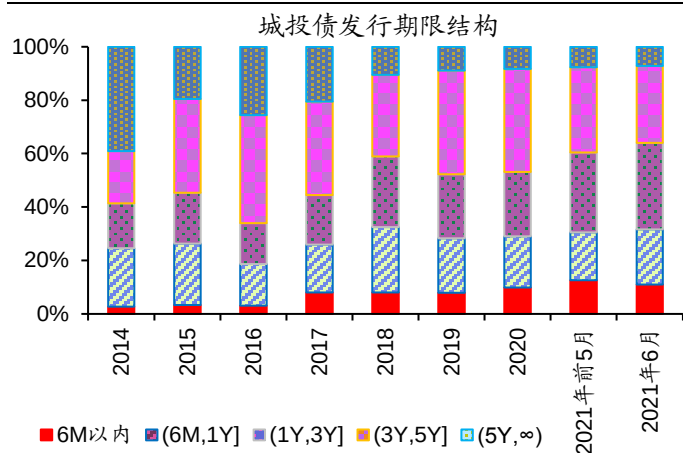
图3：5月以来，城投债中私募债明显回落、占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

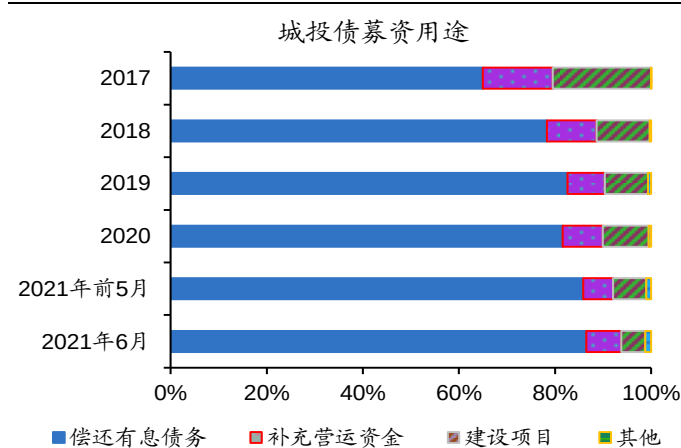
城投债再融资压力进一步显现，负债短期化现象凸显、“借新还旧”比例持续抬升。6月，城投债发行期限一年以内占比达32%，较前5个月和2020年分别抬升1.2个百分点和2个百分点；而3年以上的中长期债券发行占比进一步下降、不足三分之一，分别较前5个月和2020年底回落4个百分点和近11个百分点。同时，城投债用于“借新还旧”的比例持续抬升，前5个月达86%、6月以来进一步抬升至87%。

图4：城投债负债短期化现象凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升

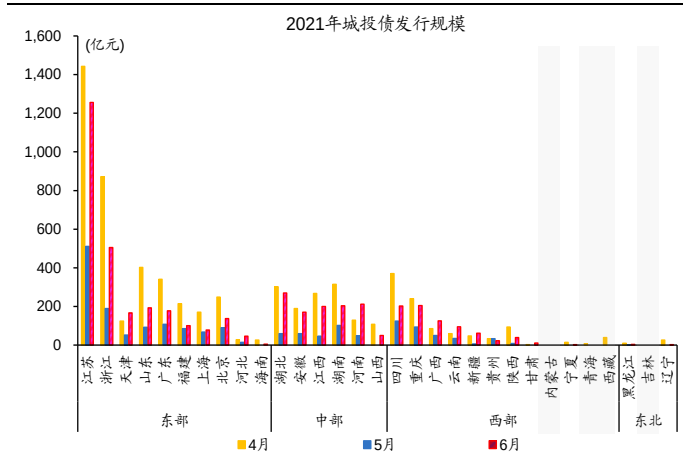


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、城投债融资分层延续、负债短期化现象突出

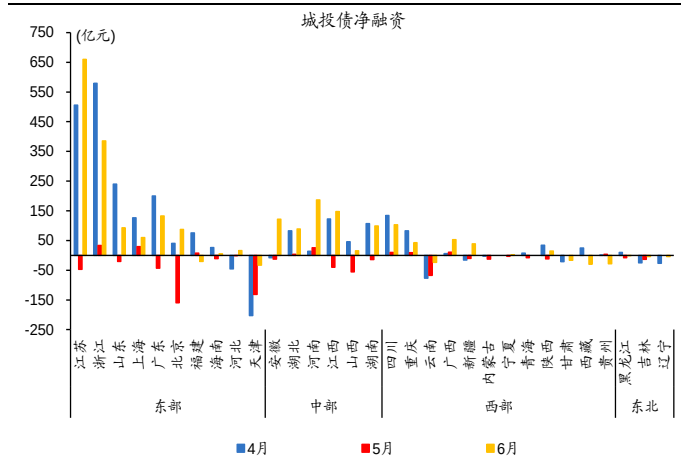
城投债融资分层延续，部分债务压力较大的地区持续“零”发行或净融资收缩。6月以来，江苏、浙江、安徽等东中部省市城投债发行明显修复，但内蒙古、吉林等西部、东北省市持续“零”发行；考虑到到期后，多数东部省市融资已转正，天津、云南、甘肃、贵州等省市至少连续2个月净融资负增长。同时，城投债发行或净融资相对较少的地区，对应城投债募资已连续多月全部用于“借新还旧”；例如，天津自3月以来城投债募资几乎全部用于“借新还旧”，江西、河南、贵州等连续2个月以上的募资全部用于还本付息。

图6：6月以来，部分省市城投债依然“零发行”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：部分债务压力加大的省市净融资持续收缩



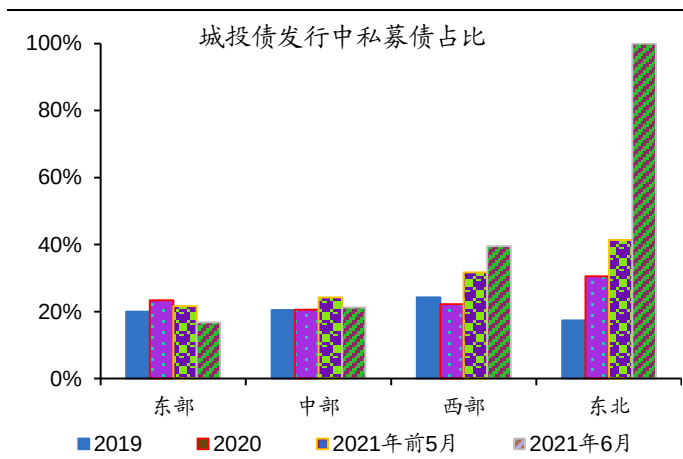
数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2021年以来，部分省市已连续多月融资全部用于“借新还旧”

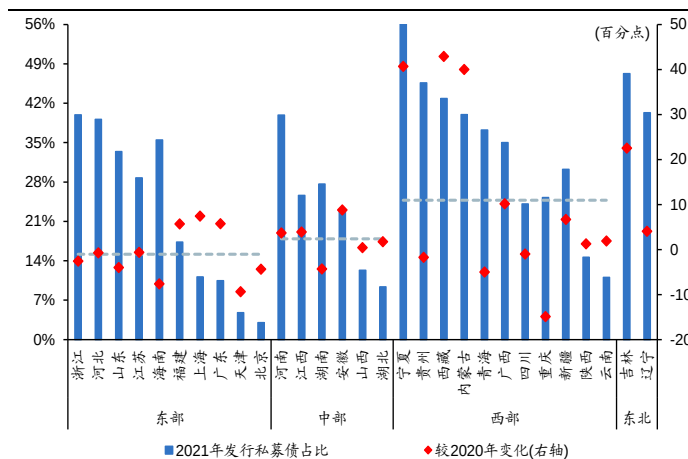
省市		1月	2月	3月	4月	5月	6月
东部	江苏	95%	90%	94%	92%	100%	91%
	浙江	85%	62%	86%	71%	89%	84%
	天津	100%	93%	100%	100%	100%	100%
	山东	60%	82%	82%	94%	55%	97%
	广东	58%	93%	75%	84%	100%	62%
	福建	90%	96%	69%	51%	81%	94%
	上海	65%	79%	63%	77%	92%	65%
	北京	94%	100%	73%	100%	87%	100%
	河北	91%	33%	100%	40%	32%	88%
中部	海南	/	/	/	100%	/	/
	湖北	93%	87%	49%	93%	100%	99%
	安徽	82%	53%	90%	87%	74%	94%
	江西	84%	63%	84%	97%	100%	100%
	湖南	84%	71%	96%	84%	100%	90%
	河南	83%	100%	100%	100%	80%	95%
	山西	92%	100%	100%	100%	/	/
西部	四川	89%	50%	71%	92%	100%	55%
	重庆	90%	100%	92%	85%	93%	84%
	广西	100%	94%	97%	93%	100%	100%
	云南	100%	100%	89%	55%	100%	100%
	新疆	100%	97%	84%	100%	100%	100%
	贵州	30%	66%	79%	100%	100%	100%
	陕西	94%	93%	86%	100%	100%	/
	甘肃	100%	100%	100%	100%	/	/
	内蒙古	100%	/	100%	/	/	/
	宁夏	/	100%	100%	100%	/	/
	青海	/	/	/	/	/	/
	西藏	/	/	/	100%	/	/
东北	黑龙江	/	/	/	/	100%	/
	吉林	100%	/	100%	/	/	/
	辽宁	/	/	100%	100%	/	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所

城投债融资持续低迷的地区、尤其是部分西部和东北省市，对高成本私募债依赖度较高。2021年前5个月，私募债发行占全部城投债比重，西部和东北地区明显高于东部和中部，6月以来，私募债发行占全部城投债比重，东部和中部均有所回落，而西部和东北进一步抬升。部分再融资压力较大的省市，例如，宁夏、贵州、内蒙古等西部省市，及吉林等东北省市私募债占比均在40%以上。

图8：西部和东北对私募债依赖度高、占比抬升快


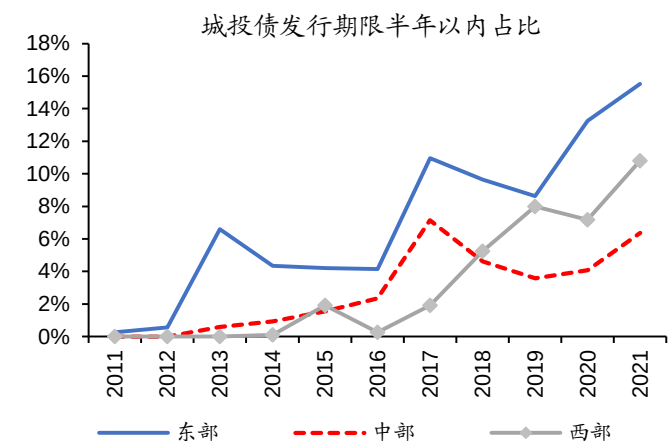
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：宁夏、贵州等西部省市对高成本私募债依赖度高


数据来源：Wind、开源证券研究所

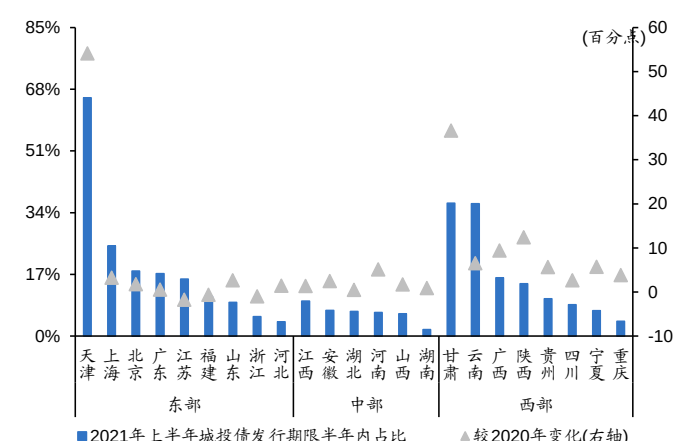
部分地区负债短期化现象进一步凸显。2021年上半年，城投债发行期限在半年以内的占比，东部高于西部和中部，但西部抬升幅度更大，较2020年抬升近4个百分点、远高于东中部的2个百分点左右；其中，甘肃、云南等西部省市发行期限半年以内占比超过35%；部分东中部省市负债短期化也较为明显，如，天津高达65%以上的新发城投债期限在半年以内。

图10: 西部地区城投债发行期限半年以内抬升较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 部分省市负债短期化现象进一步凸显

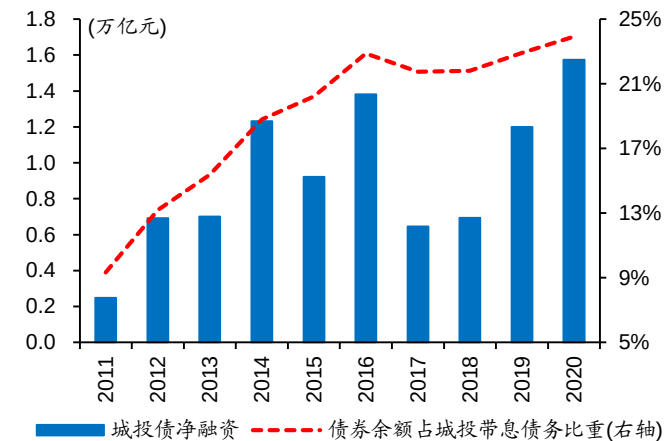


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、关注成本高、负债短、再融资压力较大的主体潜在信用风险

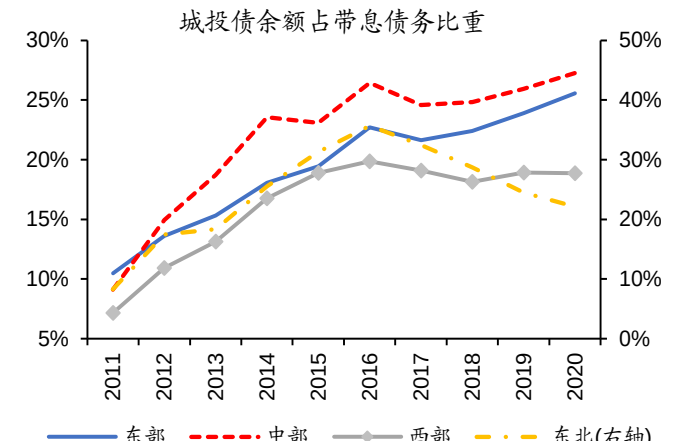
伴随债务压力持续累积，部分对城投债融资依赖度较高，或融资持续收缩的城投平台，再融资压力显性化。作为城投平台重要融资来源，城投债余额占带息债务的比重逐步上升至2020年的24%左右；不同地区明显分化，东部和中部城投债融资扩张带动相应占比分别抬升至26%和27%，西部占比基本维持在19%左右，而东北城投债融资收缩拖累相应占比下降14个百分点至2020年的22%。

图12: 城投债占城投平台带息债务比重持续抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

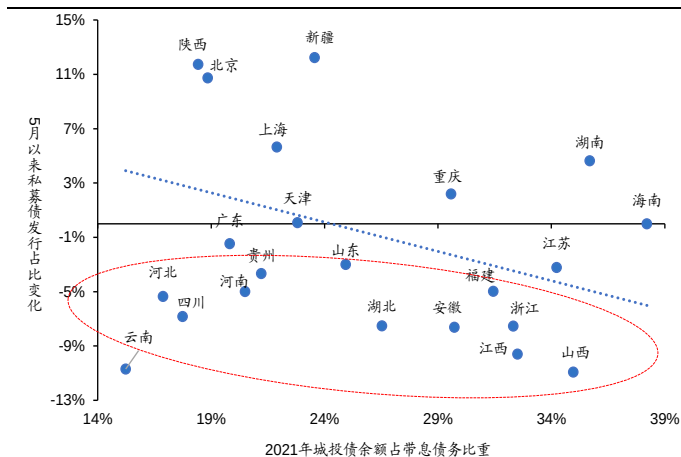
图13: 中部城投债占比抬升较快、而东部占比持续下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

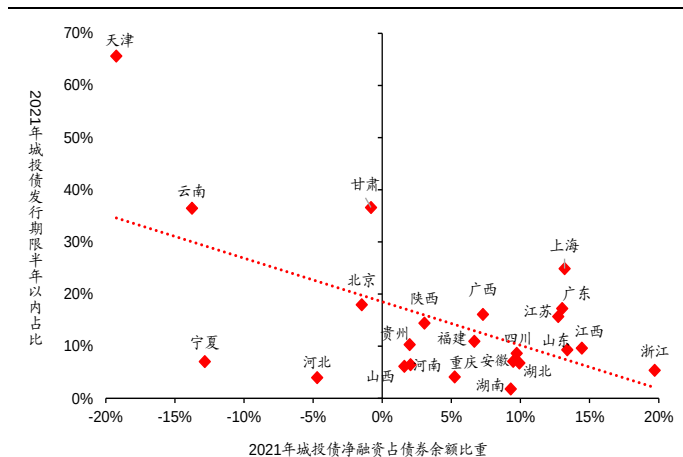
部分对城投债融资依赖度较高的地区，低成本私募债压缩较快、负债短期化加剧，再融资压力或进一步上升。部分较为依赖低成本私募债的地区，如内蒙古、宁夏、青海等已连续多月无城投债发行，天津、河北、山西等净融资持续为负。融资收缩的同时，负债短期化也进一步加剧，例如天津、云南、甘肃等。

图14：部分城投债依赖度较高的省市，私募债占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：部分省市负债短期化凸显、再融资压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

信用分层下，需关注一些低成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险。伴随债务压力、信用违约影响加速显性化，信用分层延续，融资进一步等东部一些省市集中，而债务风险较高的地区融资明显收缩，尤其是弱资质主体；债券发行短期化等，导致债务稳定性进一步下降。结合下半年债券到期来看，部分再融资现金流较为紧张、债券到期偿付压力较大地区，一些弱资质城投平台或地方国企潜在信用风险可能上升。

图16：部分省市还本付息压力大、新增融资明显收缩

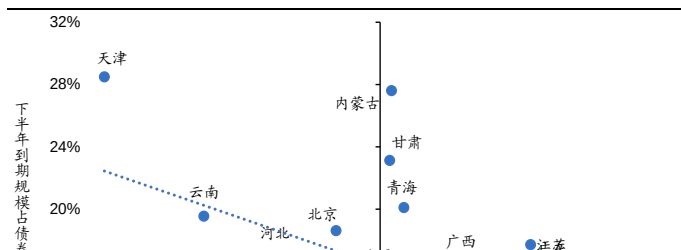
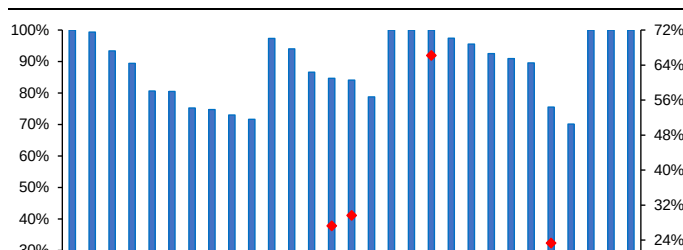


图17：部分省市整体再融资压力大、弱资质占比较高



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_20534

