

那些城投违约后，发生的故事

近期，个别城投风险事件有所发酵，背后原因、带来的警示，及后续可能的影响？本文梳理，敬请关注。

■ 近期城投风险事件成因？土地财政、再融资能力弱化等导致现金流断裂等

近期，兰州城投违约事件发酵，直接缘于兰州城投、兰州建投到期压力下，账面资金的持续减少。8月底，兰州城投出现技术性违约，导致相关区域城投债利差大幅走阔、个券收益率一度上行超900BP。究其原因，地方债务到期压力下，兰州城投流动性紧张早有苗头、筹资现金流净额持续为负。流动资金的“捉襟见肘”从货币资金对短期债务的覆盖也可看出，兰州建投和兰州城投货币资金占1年内到期非流动性负债的比重自2021年一季度持续回落、一度低至不足10%。

更深层次的是，兰州“隐债”高增下，土地市场低迷等进一步拖累平台政府相关业务收入、现金流和再融资能力等。土地市场低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响平台政府相关业务收入；另一方面，土地价值缩水、流通下降，影响平台现金流和再融资；此外，平台大规模拿地托底地产，也或进一步加剧现金流压力。具体来看，兰州国有土地使用权出让收入在2021年近乎“腰斩”至不足130亿元、2022年前7月仅35亿元；城投债融资自去年四季度以来持续为负

■ 此次城投风险的启示？土地依赖度高、再融资压力大的省市或面临尾部风险

融资环境“收紧”、叠加土地市场持续降温，或弱化平台偿债能力，部分违约风险暴露也或加剧再融资压力。地方债务监管收严下，城投债融资弱于以往、前三季度净融资同比下降超3成；部分省市净融资甚至持续为负、尤其桂、蒙、甘、等西部和天津等东部省市。融资环境收严下，地产降温拖累地方财力等或弱化平台偿债压力，其中，甘、青、津等省市前三季度商品房销售同比降幅在35%以上

再融资压力加大下，部分偿债压力较大、土地依赖度较高、现金流恶化的区域或面临较高的尾部风险。土地财政恶化，进一步加大地方债务压力，尤其是对土地依赖度较高省市。结合土地依赖度与城投债中低评级到期占比，贵、桂等或更易受土地市场拖累、尾部风险较高；结合2022年上半年城投债融资“借新还旧”比例和净融资同比变化，津、贵、甘等地付息压力较大且筹资能力相对较差。

■ 违约风险后的故事？多措并举下融资环境改善，但部分省市修复的时间较长

稳住风险、防止外溢下，政策加强国企债务监管、资产负债率管控等，要求落实属地责任，并配合地方政府推动信贷支持落地、修复区域信用等。城投违约等信用风险事件并非近年首次，违约风险暴露后，相关地区融资出现恶化、甚至产生明显“外溢”效应、2020年底“永煤事件”即为典型。为此，政策加大对融资平台和地方国企等债务风险摸底排查，并引导金融机构理性行为，加快化解信用违约等带来的风险外溢，并推出信贷等政策结构性支持，助力地区信用环境修复。

多措并举下，受债务风险波及的区域融资环境逐步改善，但部分省市信用修复时间较长、一年之久才回归常态。2020年底个别信用违约影响下，部分省市信用债融资一度明显收缩，拖累信用环境修复的整体表现。前8个月企业债券占新增社融比重也可侧面印证，占比自2020年高点的15%、回落至2022年不足9%。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复，统计过程中可能的偏误或遗漏。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、近期城投风险事件，背后的原因？	3
2、此次城投风险暴露，带来的启示？	5
3、以史为鉴，违约风险发生后的故事？	8
4、风险提示：	10

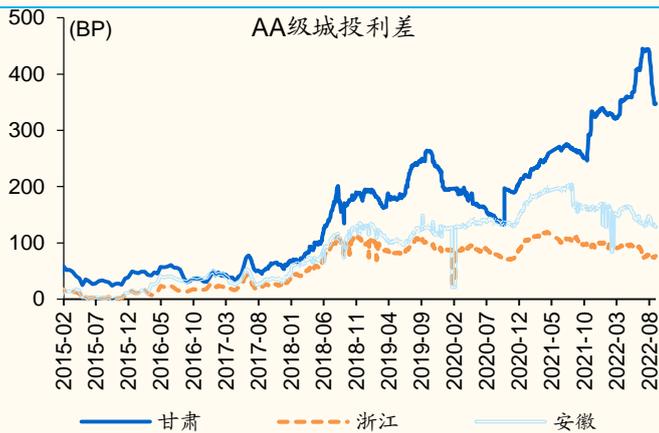
图表目录

图表 1: 甘肃省 AA 级城投债利差大幅走弱	3
图表 2: 部分个券收益率直线抬升	3
图表 3: 兰州城投、建投筹资现金流自 2021 年来走弱	3
图表 4: 货币资金对短期债务覆盖较为薄弱	3
图表 5: 兰州城投平台受限资产中地产相关占比高	4
图表 6: 兰州城投、兰州建投应收账款大幅攀升	4
图表 7: 兰州土地成交总价明显低于往年同期水平	4
图表 8: 土地市场降温拖累地方财力	4
图表 9: 近年，兰州“隐性债务”一度大幅攀升	5
图表 10: 兰州城投债融资自去年底以来持续为负	5
图表 11: 西部、东北财务费用支出占比较高	5
图表 12: 非标融资成本明显高于城投债	5
图表 13: 青、蒙、宁等地利息支出占比明显高于其他	6
图表 14: 部分东部、西部省市债务率明显高于平均	6
图表 15: 年初以来，城投债融资整体弱于往年同期	6
图表 16: 部分省市净融资持续为负、西部占比较多	6
图表 17: 地产降温拖累土地财政	7
图表 18: 部分省市商品房销售明显走弱	7
图表 19: 部分省市对土地依赖度明显高于区域平均	7
图表 20: 部分省市易受土地市场拖累、尾部风险较高	7
图表 21: 部分省市付息压力较大、且筹资能力较差，西部尤其明显	8
图表 22: “永煤事件”后，豫、晋东债融资一度受阻	8
图表 23: 信用风险后，融资分层一度明显加剧	8
图表 24: 政策强调落实属地责任、打击“逃废债”等	9
图表 25: 推动信贷支持落地、修复区域信用	9
图表 26: 河南“永煤事件”一年后城投债融资回归常态	9
图表 27: 企业债券融资占社融比重自 2021 年以来下降	9

1、近期城投风险事件，背后的原因？

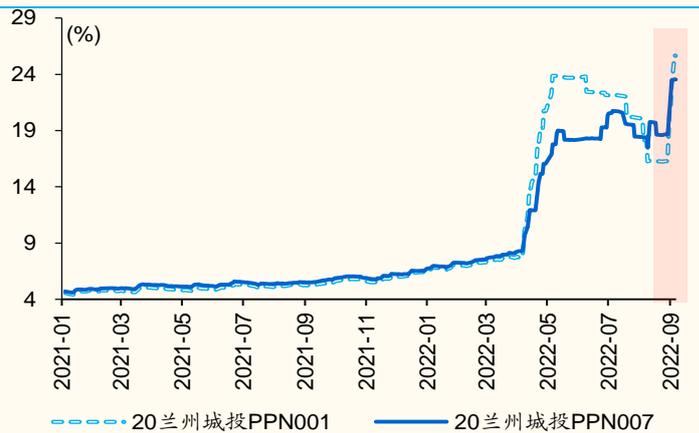
近期，兰州城投违约事件发酵，相关区域城投债利差大幅走阔、个券收益率急速跳升。继年初兰州城投担保的非标融资违约后，8月底，兰州城投定向融资工具未按时完成兑付、出现技术性违约。违约风险持续发酵下，甘肃AA级城投利差自年初的330BP左右一度跃升至440BP以上；部分个券收益率大幅上行，例如，20兰州城投PPN001在8月底至9月中旬，中债估值收益率自16.3%上行至25.6%。

图表 1：甘肃省AA级城投债利差大幅走弱



来源：Wind、国金证券研究所

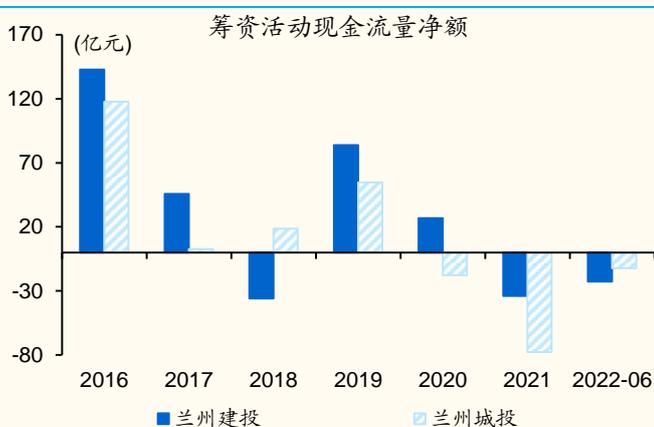
图表 2：部分个券收益率直线抬升



来源：Wind、国金证券研究所

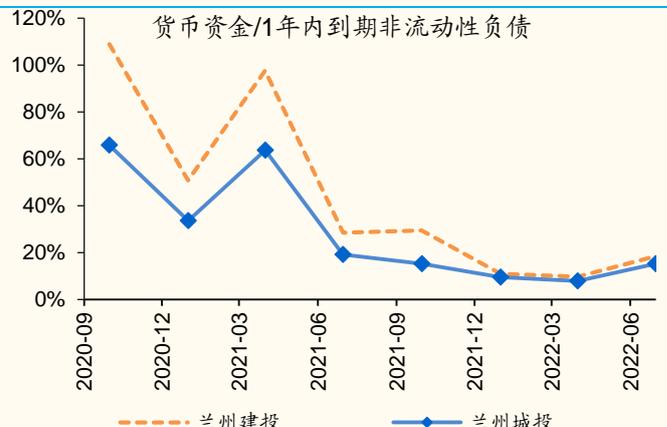
债务风险暴露直接缘于兰州城投、兰州建投到期压力下，账面资金的持续减少。到期压力下的流动性紧张早有苗头，兰州城投、兰州建投筹资现金净额自2021年来持续走弱；流动资金的“捉襟见肘”从货币资金对短期债务的覆盖也可看出，兰州建投和兰州城投货币资金占1年内到期非流动性负债的比重自2021年一季度持续回落、一度低至不足10%。此外，土地市场低迷下，与地产相关的受限资产或遭贬值，影响抵押贷款等再融资，一定程度上反映与地方政府业务往来的应收账款也明显大幅攀升。

图表 3：兰州城投、建投筹资现金流自2021年来走弱



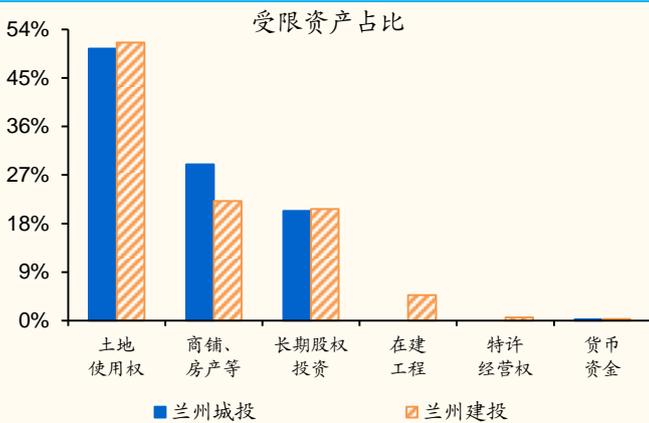
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：货币资金对短期债务覆盖较为薄弱



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：兰州城投平台受限资产中地产相关占比高



来源：Wind、国金证券研究所

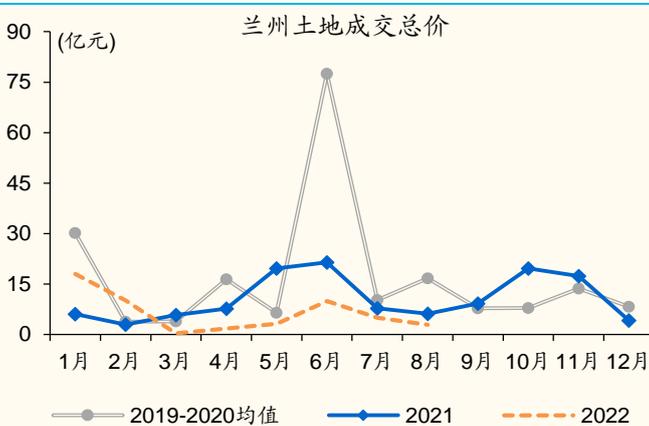
图表 6：兰州城投、兰州建投应收账款大幅攀升



来源：Wind、国金证券研究所

更深层次的是，兰州“隐性”债务高增下，土地市场低迷等进一步拖累平台政府相关业务收入、现金流和再融资能力等。土地市场的持续低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响城投平台政府相关业务收入；另一方面，土地资产价值缩水、流通下降，影响城投平台现金流和再融资；此外，城投平台大规模拿地托底地产，也可能进一步加剧现金流压力。具体来看，兰州国有土地使用权出让收入在 2021 年近乎“腰斩”至不足 130 亿元、2022 年前 7 月仅 35 亿元；“隐性”债务高增、部分违约事件影响下，兰州的城投债融资自去年四季度以来持续为负、累计净融资超-260 亿元。

图表 7：兰州土地成交总价明显低于往年同期水平



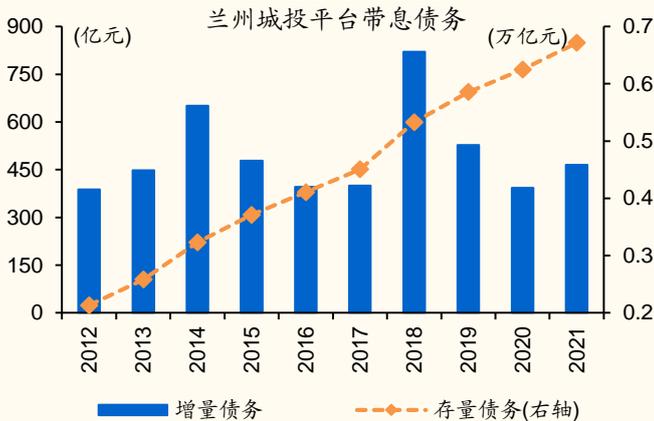
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：土地市场降温拖累地方财力



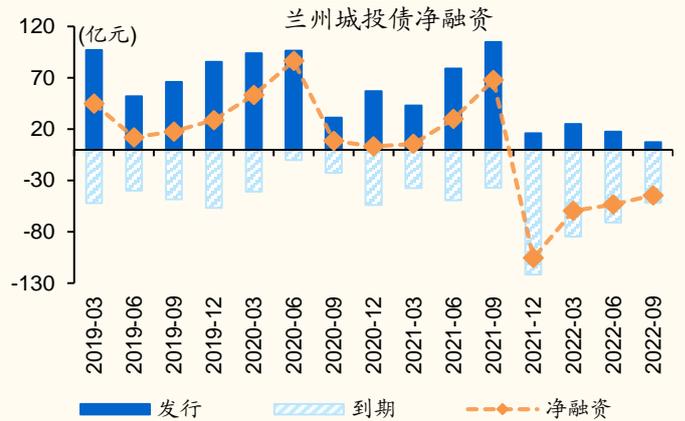
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：近年，兰州“隐性债务”一度大幅攀升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：兰州城投债融资自去年底以来持续为负

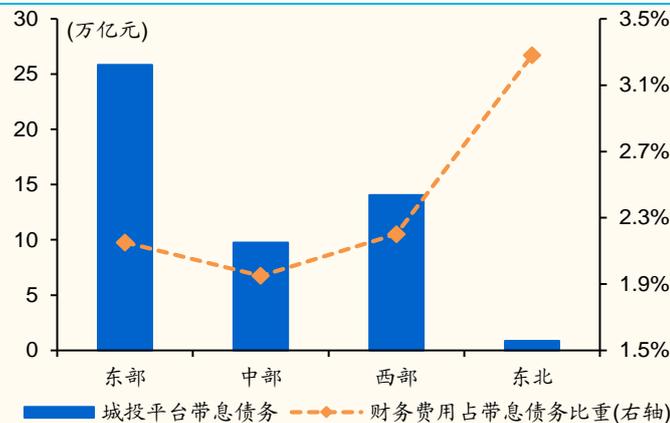


来源：Wind、国金证券研究所

2、此次城投风险暴露，带来的启示？

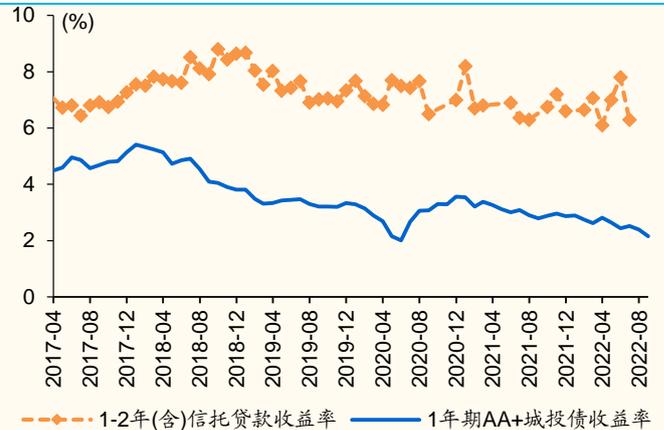
债务累积推升还本付息压力，尤其部分“隐性”债务压力较大的西部省市。“隐性”债务成本相对较高，推升还本付息压力，从城投平台带息债务及其财务费用也可窥见一斑。西部和东北的财务费用占比明显高于东中部地区，尤其是青、蒙、云、吉等地占比均在 3.4% 以上。综合考虑地方财力等，云贵等地隐性债务率明显高于区域平均水平，苏、津等部分东部省市债务压力也相对较大。

图表 11：西部、东北财务费用支出占比较高



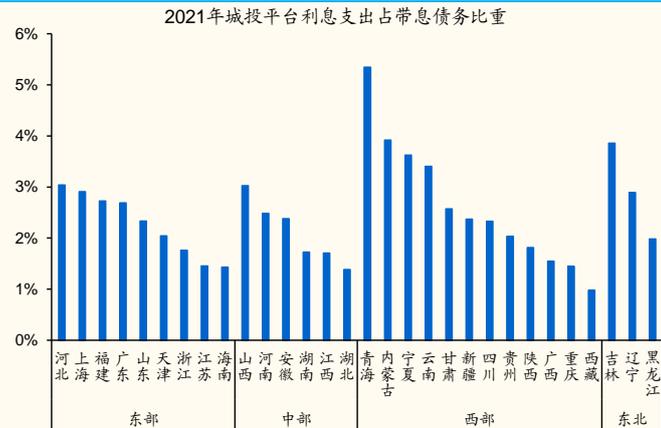
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：非标融资成本明显高于城投债



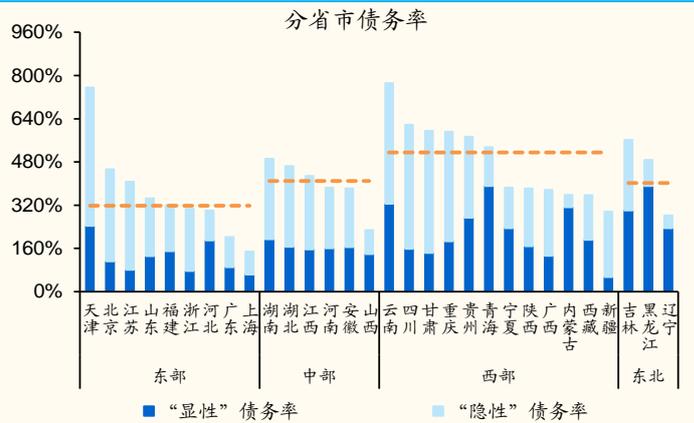
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13: 青、蒙、宁等地利息支出占比明显高于其他



来源: Wind、国金证券研究所

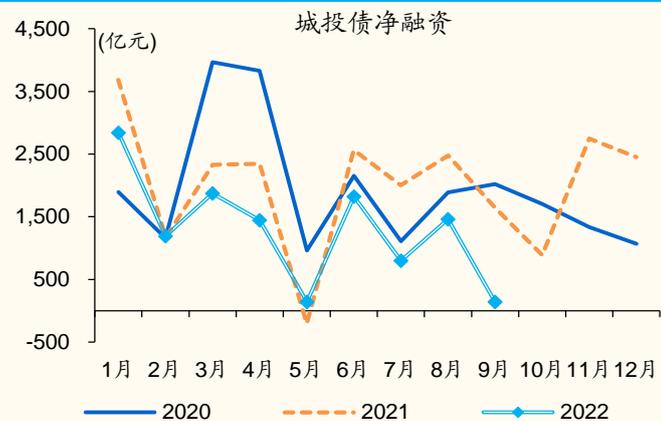
图表 14: 部分东部、西部省市债务率明显高于平均



来源: Wind、国金证券研究所

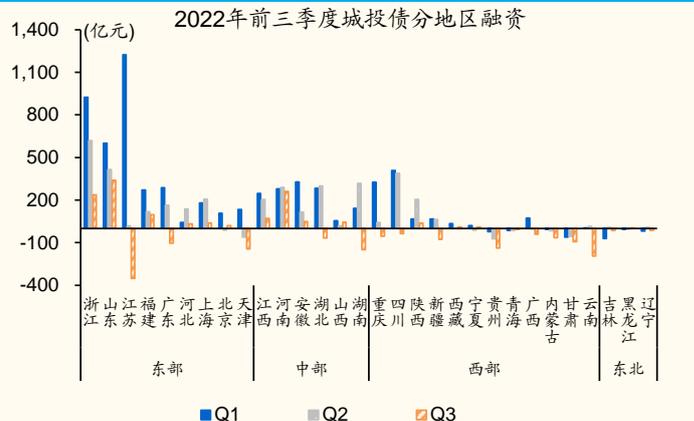
融资环境“收紧”、叠加土地市场的持续降温，或弱化平台偿债能力，部分违约风险暴露也或加剧再融资压力等。地方债务监管收紧下，城投债融资明显弱于以往，前三季度累计融资仅 1.2 万亿元、同比下降超 3 成；部分省市城投债净融资甚至持续为负、尤其是青、桂、蒙、甘等西部省市，天津等东部省市城投债融资也明显较弱。融资环境收紧下，地产降温拖累地方财力等或弱化平台偿债压力，甘、青、云等西部，苏、津等东部省市 2022 年前 8 月商品房销售额同比降幅均在 35% 以上。

图表 15: 年初以来，城投债融资整体弱于往年同期



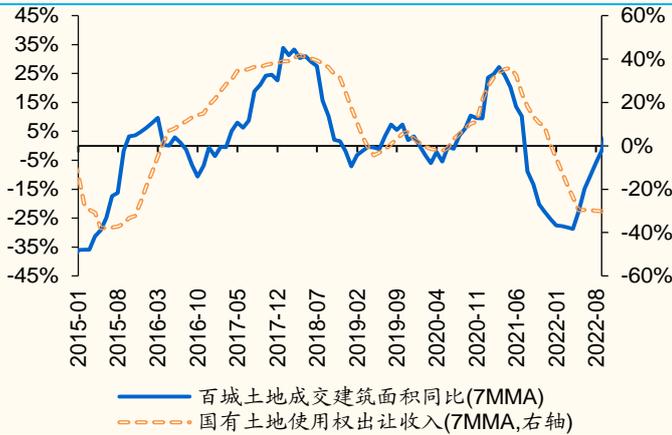
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 部分省市净融资持续为负、西部占比较多



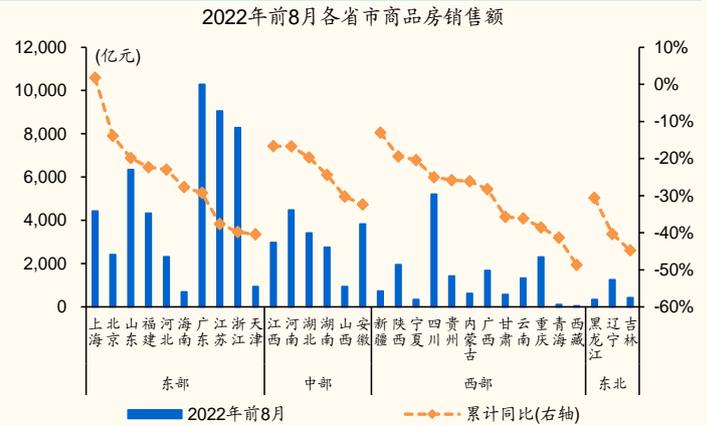
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 地产降温拖累土地财政



来源: Wind、国金证券研究所

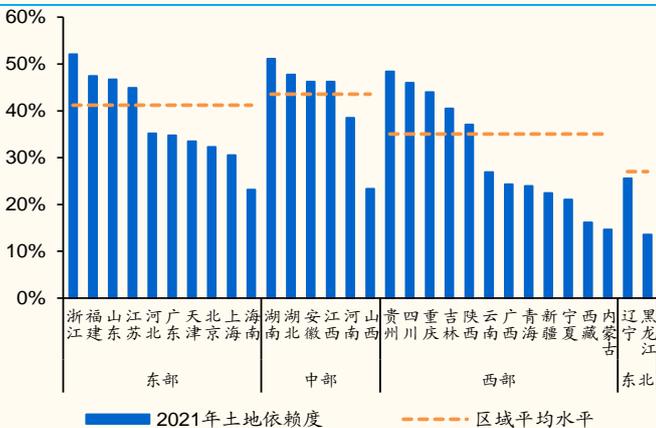
图表 18: 部分省市商品房销售明显走弱



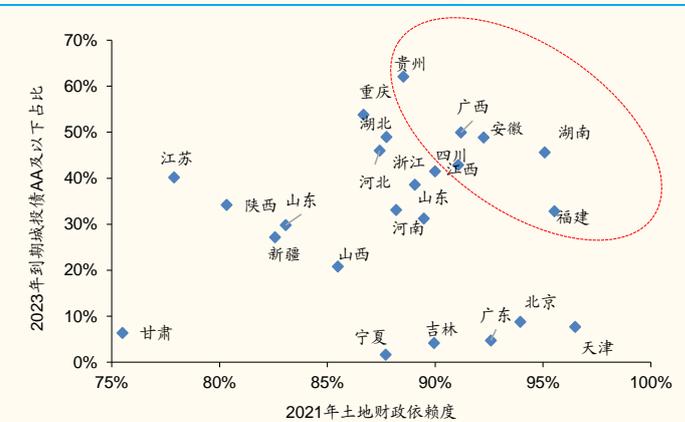
来源: Wind、国金证券研究所

再融资压力加大下，部分偿债压力较大、土地依赖度较高、现金流恶化的区域或面临较高的尾部风险。地方债务累积、土地财政恶化，进一步加大地方债务压力，尤其是对土地依赖度较高的省市。结合土地依赖度与城投债中低评级到期占比来看，贵、桂等地或更易受土地市场拖累、尾部风险较高；结合 2022 年上半年城投债融资中“借新还旧”比例和净融资同比变化来看，津、贵、甘等地付息压力较大、筹资能力或相对较差（详情参见《疫情下的债务图景》）。

图表 19: 部分省市对土地依赖度明显高于区域平均



图表 20: 部分省市易受土地市场拖累、尾部风险较高



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_47146

