



大公国际：7月城投债发行量下降，低资质城投平台呈悲观情绪

大公国际赫彤 |

7月城投债发行量环比虽下降，但1~7月发行数量和规模同比均增长明显。

2021年7月，城投债共发行532只，共募集资金3,845.93亿元，发行数量和规模环比分别下降26.11%和22.96%，同比分别增长25.47%和22.06%。其中有增信担保城投债数量占比为17.29%。1~7月城投债共发行4,461只，共募集资金32,716.22亿元，发行数量和规模同比分别增长30.67%和20.74%。城投债每月发行量波动较大，原因如下：2月为季节因素环比下降明显；3月达到本年度目前为止的发行峰值；5月发行量骤减是受4月国务院发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》、上交所发布的《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》以及深交所发布的《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》所致；除5月份外，4月、6月和7月呈现出逐渐下降趋势，主要是2021年以来政策处于收紧状态所致。

7月低级别城投债发行量环比下降幅度高于高级别，级别下沉情况有所缓解。

从各个级别城投债发行情况来看，2021年7月，AA+级城投债发行219只，发行数量居各级别之首，其次为AA级168只居第2位。AA+级共募集资金1,553.79亿元，发行规模居各级别之首，其次为AAA级1,385.50亿元居第2位。环比变动方面，除无评级发行规模出现增长外，其他级别发行数量和规模均下降。其中AA+级发行数量和规模分别下降29.81%和26.83%，AA级分别下降33.33%和32.77%，下降幅度均高于AAA级，城投债从5月的级别下沉情况有所缓解。同比变动方面，除无评级和AA级发行规模出现下降外，其他级别发行数量和规模均增长。

从城投债发行期限来看，2021年7月，5~10年期城投债发行196只，共募集资金1,557.30亿元，发行数量和规模分别占比36.84%和40.49%，均居各期限之首。其次为1年以下期，发行数量和规模占比均居第2位。各期限发行数量和规模环比均下降。除10年以上期发行数量和规模同比均下降外，其他期限同比均增长。

从城投债行政区划来看，县级城投债发行量居首，助力基层经济发展。2021年7月，县级城投债发行256只，共募集资金1,573.92亿元，发行数量和规模均居各行政级别之首。各行政级别发行数量和规模环比均下降，同比则均增长。

同期，城投债有效投标倍数环比上行，且高于去年平均水平，其中 AAA 级和 AA+ 级环比上行。

券种方面，短期融资券发行 167 只，发行数量占比 31.39%，居各券种之首。公司债发行 164 只，募集资金 1,208.10 亿元，发行规模占比 31.41%，居各券种之首。其次为短期融资券，共募集资金 1,197.07 亿元。环比变动方面，各券种发行数量和规模均下降，其中定向工具下降幅度均最大。同比变动方面，除公司债和定向工具发行规模出现小幅下降外，其他券种发行数量和规模均增长。

7 月江苏和浙江城投债发行量和净融资额均居全国前两位；2021 年以来，城投债净融资额仅 5 月份为负。

地域发行方面，江苏发行城投债 172 只，共募集资金 1,019.13 亿元，发行数量和规模分别占比 32.33%和 26.50%，明显高于其他省市。除福建、广东、天津、上海等少数省市发行数量和规模环比均增长外，其他省市发行数量和规模均下降。同比变动方面，各省市涨跌互现。其中上海发行数量和规模均实现 100%以上增长，增幅均最大。而在下降省份中，云南、陕西、贵州、辽宁降幅较大。东部沿海省市发行量普遍同比增长，而中西部省份则普遍下降，省份间分化程度同比加大。

净融资额方面，2021 年以来，城投债净融资维持高位，仅 5 月份为净流出，其他月份均为正。7 月，大部分省市城投债净融资额为正，其中浙江净融资额为 482.59 亿元，居各省市之首。而上海城投债净融资额为-48.58 亿元，居各省市之末。

推迟取消发行方面，7 月 2 只城投债取消发行，分别为江苏华靖资产经营有限公司的“21 华靖资产 MTN001”和如皋市经济贸易开发有限公司的“21 如皋经贸 SCP003”。1 只城投债由于有效申购总额未达到计划发行规模推迟发行，为常州天宁建设发展集团有限公司的“21 天宁债”。7 月取消或推迟发行 3 只城投债主体评级均为 AA+。1~7 月，108 只城投债取消发行，9 只推迟发行，同比分别减少 6 只和 9 只。

有效投标倍数方面，7 月环比上行，其中 AAA 和 AA+级上行，AA 级下行。与上年比较，7 月有效投标倍数整体水平超过去年平均水平。

流动性充裕使 7 月城投债平均发行利率整体下行，低级别城投债利差走扩体现出市场规避情绪。

2021 年 7 月，城投债平均发行利率环比下行。其中，各主体评级新发城投债发行利率均下行；期限方面，除 10 年以上期平均发行利率上行外，其他期限均下行；行政级别方面，各行政级别平均发行利率均下行。资金面相对宽松、流动性较充裕是发行利率整体下行的主要原因。

AA 级城投债利差走扩，利差分化加剧。2021 年 7 月，AAA、AA+、AA 级城投债平均利差分别为 53.86BP、79.06BP、296.45BP。环比变动方面，AA 级上行较为明显，AAA 和 AA+级下行。同比变动方面，AA 级上行 68.10BP，AAA 和 AA+级下行。AA 级利差同比环比均上行，AAA 与 AA+级同比环比均下行，显示出政策收紧以来，市场对低级别城投债呈现规避情绪，对弱区域及边缘化平台抱谨慎态度。

同期，城投债区域利差分化程度环比、同比均加剧。黑龙江城投债利差为 521.97BP，居各省市之首。其次为贵州 506.46BP。广东利差为 37.00BP，在各省市中最低，其次为北京 49.29BP。环比变动方面，广西和云南分别走扩 111.16BP 和 102.92BP，走扩风险值得关注。湖北收窄 96.16BP，收窄幅度最大。同比变动方面，黑龙江走扩 367.53BP，幅度最大；云南和天津走扩均在 200BP 以上；内蒙古收窄 109.44BP，收窄幅度最大。

2021 年 7 月，城投债成交量为 10,010.02 亿元，环比增长 9.16%，同比小幅下降 0.13%。级别分布方面，AAA 级成交量为 3,837.53 亿元，占比 38.34%，在各级别中最多，其次为 AA+级，成交量为 3,619.17 亿元。期限分布方面，5~10 年期成交量为 4,356.85 亿元，占比 43.52%，在各期限中最多，其次为 3~5 年期成交 2,849.89 亿元。行政级别方面，省级城投债成交量为 3,671.73 亿元，占比最大，各行政级别成交量分布较平均。

城投债停牌方面，7 月中“PR 凤城债”由于交易机制动态调整一直停牌。“PR 河润业”由于交易出现异常波动出现一次停牌。1~7 月，城投债出现 267 次停牌，涉及债项 20 只，同比分别减少 143 次和增加 12 只。

7 月城投债整体信用水平延续了 2021 年以来的下降趋势，弱区域弱资质城投平台风险值得关注。

评级调整方面，7 月在有存量债的城投企业中，评级调高的城投企业 2 家，为盐城市国有资产投资集团有限公司和唐山市通顺交通投资开发有限责任公司。评级调低的城投企业 4 家，为汉中市城市建设投资开发有限公司、辽源市国有资产经营有限责任公司、凉山州发展(控股)集团有限责任公司、贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司。调低理由包括部分非标借款逾期、对民营企业担保金额大且已出现代偿、所在区域信用环境恶化、融资难度加大、偿债压力极大集中等。2021 年以来，城投企业下调评级情况增多，而 7 月延续了城投企业整体信用风险加大趋势。区域财力弱的城投平台面临短期偿债压力大、经营状况不佳、财务状况恶化的境地。叠加政策收紧带来的地方政府对城投平台资金注入或资产划拨的限制，弱区域弱资质平台风险加大。

7 月出台政策延续今年以来的收紧态势，弱区域弱资质城投平台已显现悲观情绪。

2021年7月1日，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》（简称《办法》），明确绩效管理的概念为财政部门、项目主管部门和项目单位以专项债券支持项目为对象，通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节，推动提升债券资金配置效率和使用效益的过程。《办法》指出绩效管理应当遵循科学规范、协同配合、公开透明、强化运用的原则，并将绩效评价结果量化。《办法》的颁布充分体现出政府对专项债资金所流向项目质量的关切，项目审核将更加严格，专项债资金使用效率将有所提升，从而达到控制地方债务总量，守住风险底线的目的。

2021年7月16日，国家发改委向地方下发通知，要求做好2022年地方专项债项目前期工作。通知提出禁投领域方面，不安排用于租赁住房建设以外的土地储备，不安排一般房地产项目，不安排产业项目，不安排楼堂管所项目。同时提出确保融资规模与项目收益平衡，切实防范地方政府债务风险。

2021年7月20日，中共中央办公厅印发了《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》，要求健全向人大报告政府债务机制、地方人大加强对地方政府债务的审查监督、开展全过程监管，强化违法违规举债责任追究，体现出与防控地方政府债务风险工作相一致的政策思路。

730政治局会议指出积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。同时指出要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。

上述政策叠加交易所和银行间推出的红黄绿发债政策，可以看出2021年以来政策处于收紧状态，有隐性债务和风险的区域平台发债受到限制，新增债务空间有限。预计至年末城投债净融资增长空间不大，债市整体或将由“稳增长”逐步转化为“防风险”态势。

现今我国正在迈进双循环的新格局，且2021年为十四五规划的第一年。为使我国债市走向高质量发展道路，城投平台加强实施政企分离政策，整体处于收紧状态。2021年以来，一系列债市相关政策对债市尤其是城投债将产生以下影响。一是对信用评级较低的城投公司来说，未来融资难度势必要增加，城投债信用风险增大，城投“信仰”光环正在趋于淡化，甚至打破城投债刚兑。二是城投平台的地方政府兜底现象将会减少，资质较弱的城投平台一旦没有银行为其输血，可能会面临破产风险。三是城投项目审核更加严格，债务资金使用效率提升是重点。四是城投公司将与地方政府的权责关系越来越清晰，即“企业的归企业，政府的归政府”。

综上，政策收紧使7月城投债发行量环比下降。但城投债作为地方建设的重要力量，市场认可度未有明显下滑，1~7月发行量同比增长，牛市尚存。新政策对弱区域平台影响较大，风险暴露速度或将提高，市场认可度下降。而在经济高质量发展的大形势下，地方会选择加大投资，城投平台作为地方建设的主力军，就要使城投平台充分发挥作用。强区域高资质的城投平台受到的冲击较小。预计资质较高城投平台仍将维持其债市表现，而资质低的城投平台随着风险的增大，市场认可度将下降，持观望或规避态度的投资者将增加。同时随着项目审核愈发严格，城投债资金使用效率有望提升。利率方面，730政治局会议提出稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，人民银行第二季度货币政策执行报告强调货币政策灵活精准、合理适度，稳字当头，坚决不搞“大水漫灌”，预计至年末，发行利率将进入平稳震荡格局。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。