



# 大公国际：城投债供给放缓，融资成本处于低位，发行结构明显分化

## ——城投债 2022 年上半年回顾与下半年展望

债市研究团队 | 技术研究部（研究院）| 010-67413349 | [gaochang@dagongcredit.com](mailto:gaochang@dagongcredit.com)

2022 年 7 月 6 日

**摘要：**上半年，在供给端严监管的制约下，城投债一级市场发行有所放缓，发行数量、发行规模、净融资额均低于去年同期，发行结构明显分化，融资成本走低，发行利率中枢明显下移，信用利差与去年同期相比也有所收窄。后市来看，在监管有保有压的政策调控下，城投债发行结构可能会持续分化；同时在“稳”字当头的主基调下，违约风险或将继续处于较低水平。

回顾 2022 年上半年，城投整体处于“宽货币+严监管”环境中，受供给端严监管制约，城投债发行数量、发行规模和净融资额均低于去年同期。从区域分布看，不同省市自治区的发行数量和规模涨跌互现，呈现出明显的差异化走势。从主体信用等级看，各级别城投债的发行数量和规模以下降为主，且随着信用等级降低，下降幅度逐渐增大，发行级别中枢向高等级移动。从债券类型看，受监管差异影响不同券种走势具有明显区别，企业债大幅增长，而交易所和交易商协会指导的非公开发行券种降幅较为显著。

上半年，城投整体处于“宽货币+严监管”的融资环境中。一方面，宏观经济下行压力加大，货币政策持续发力以加大对实体经济的支持力度，市场利率整体处于较低水平，发债融资环境相对友好。但另一方面，上半年城投严监管趋势未发生明显逆转，监管审核仍延续了去年分类管理、有保有压的主基调，沪深交易所过审项目数量较去年同期大幅下降，过审项目的募集资金多用于资金周转或债务滚续，弱资质城投新增债务受到管控，被终止的项目数量也明显增多。受此影响，2022 年 1-6 月，城投债累计发行 3,685<sup>1</sup>只，募集资金 26,457.52 亿元，净融资额 9,362.48 亿元，均低于去年同期水平，分别同比下降 5.51%、6.77%和 21.05%。

具体来看，区域分布方面，不同省市自治区的城投债发行数量和规模涨跌互现，呈现出明显的差异化走势。一是城投债的区域聚集现象有所改变，江苏、浙江、山东、四川、湖南等发债大省的城投债发行数量和规模均出现不同程度回落，前五大发行区域所占比重已由去年同期的 58.68%下降至 52.63%；二是天津、河南、吉林的城投融资环境明显改善，城投债发行数量和规模止跌回升，且回调幅

<sup>1</sup> 数据来源：Wind，使用 Wind 城投债分类口径，数据下载日期为 2022 年 7 月 6 日，下同。

度较大，发行规模涨幅分别达到 78.03%、105.48%和 114.94%；三是贵州、甘肃、黑龙江、海南、内蒙古的城投债继续低位压降，且下降幅度较大，发行规模降幅分别达到 47.58%、61.54%、62.50%、74.19%、81.62%。

主体信用等级方面，各信用等级主体所发行的城投债数量和规模以下降为主，且随着信用等级降低，下降幅度逐渐增大，发行级别中枢向高等级移动。具体来看，AAA 级主体发行的城投债数量和规模一升一降，发行数量同比增长 8.23%，发行规模同比下降 1.53%；AA+级主体发行的城投债数量和规模分别同比下降 2.36%和 3.56%；AA 级主体发行的城投债数量和规模分别同比下降 14.68%和 15.40%；AA-级城投主体的发债数量和规模降幅最大，分别达到 33.33%和 37.18%。从占比情况来看，高信用等级主体发行的城投债所占比重进一步攀升，AAA 级主体发行的城投债数量和规模占比较去年同期分别提升 3.03 个百分点和 1.77 个百分点，AA+级分别提升 1.38 个百分点和 1.41 个百分点，AA 级和 AA-级所占比重均走低，AA 级分别下降 3.54 个百分点和 2.48 个百分点，AA-级基数较小降幅较低，分别下降 0.14 个百分点和 0.08 个百分点。

债券类型方面，受监管差异影响不同券种走势具有明显区别。发改委核准发行的企业债同比实现正增长，发行数量增幅较为显著；而沪深交易所和交易商协会指导发行的各券种涨跌互现，其中非公开发行的私募债和定向工具降幅显著。具体来看，沪深交易所审核趋严对城投私募债影响较大，1-6 月城投私募债的发行数量和规模分别同比下降 26.04%和 21.89%，在各券种中居于首位；同属于沪深交易所受理的一般公司债影响相对较小，1-6 月的发行数量和规模小幅增长，分别同比增长 16.24%和 2.89%。交易商协会指导发行的各类型债券涨跌互现，其中非公开发行的定向工具降幅最大，发行数量和规模分别同比下降 4.19%和 3.72%，一般短期融资券涨幅最大，发行数量和规模分别同比增长 9.94%和 8.25%。发改委受理的企业债数量增幅显著，同比增长 21.20%，但发行规模变化幅度不大，同比仅微增 0.95%。从占比情况来看，私募债仍是城投企业发债首选券种，1-6 月发行数量和规模所占比重分别达到 24.21%和 24.30%，但在审核趋严的制约下所占比重已较去年同期分别小幅下降 6.72%和 4.70%；其他券种中，除定向工具的发行数量小幅下降外，各券种的发行数量和规模所占比重均微增。

**2022 年上半年，城投债融资成本明显降低，发行利率和发行利差较去年同期大幅下降。**

今年以来，“为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间”，各项稳增长政策逐步落地，货币政策加大对冲力度，市场利率整体下行，城投企业的融资环境保持宽松，融资成本明显降低。发行利率方面，1-6 月，城投债发行利率主要

集中于 3%至 4%利率区间，城投债发行数量和规模所占比重分别达到 40.30%和 44.84%，而去年同期城投债发行利率主要集中于 4%至 5%利率区间，所占比重分别为 33.15%和 36.50%，今年上半年城投债的发行利率中枢明显下移。除市场利率下行带动城投债发行利率走低外，在“资产荒”持续加剧的背景下，城投债受到市场追捧，发行利差也进一步低位压降。

**表 1 城投债各利差区间所占比重**

利差区间	发行数量		发行规模	
	2021 年上半年	2022 年上半年	2021 年上半年	2022 年上半年
小于 30BP	13.52%	19.91%	20.38%	25.43%
30BP (含) -50BP	5.06%	6.95%	6.47%	8.38%
50BP (含) -100BP	16.14%	20.34%	18.11%	22.10%
100BP (含) -200BP	28.79%	25.80%	28.20%	22.37%
200BP (含) -300BP	16.50%	11.24%	13.51%	10.40%
300BP (含) -400BP	13.11%	8.01%	9.73%	6.37%
400BP (含) -500BP	6.44%	6.38%	3.49%	4.42%
500BP (含) -600BP	0.44%	1.36%	0.11%	0.55%

数据来源: Wind, 大公国际整理

后市来看，在“稳”字当头的主基调下，城投债整体融资水平或小幅波动，但在监管有保有压的政策调控下，发行结构可能会持续分化；违约风险仍处于较低水平。

第一，监管政策进一步收紧的可能性不大，融资规模或在现有水平上小幅波动。从再融资压力来看，下半年城投债偿还总量预计将超过 17,000 亿元，来自于借新还旧需求的城投债规模或与上半年基本持平。融资政策的松紧程度或将是主导下半年城投债发行规模走势的关键因素。当前我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，为保障经济运行在合理区间，货币政策和财政政策的对冲力度不断增强，央行和外管局联合发布“央行 23 条”，提出“保障合理融资需求、保障在建项目”，在此背景下，下半年城投债融资政策进一步收紧的可能性不大。但从上半年的监管政策导向来看，监管层的调控更多是意在于遏制新增隐性债务、防范系统性风险，而不是收窄城投平台的融资渠道。上半年，财政部继 2018 年之后再次集中通报了 8 个地方政府隐性债务问责典型案例，通过公开问责的方式对市场予以警示，具有以儆效尤的作用。同时，城投平台的反腐力度持续强化，纪委监委重点纠察城投腐败问题，从根源上阻断城投平台利用债券融资吃利差、搞利益输送，减少城投平台的不合理、不规范融资。因此，即便下半年监管

政策出现边际放松，底线思维仍不会动摇，对待城投平台融资的态度有较大可能性仍是有保有压。

第二，城投债发行结构的分化趋势或将延续。伴随着“20号文”出台，省以下财政事权和支出责任重新划分，或将对城投债的发行结构分化产生影响。一方面，省级统筹后城投平台的行政结构或将有所调整，城投平台的优化升级、转型有望提速。6月13日，江西省召开“全省推进政府融资平台优化升级工作培训视频会”，汇报各融资平台优化升级以及资产（资源）梳理、整合注入情况，存量债务梳理化解、风险缓释以及平台公司投融资、信用提升、市场化转型等工作情况，并邀请外部专家围绕平台公司转型升级研究与实践、平台公司内外部资产摸排及资源整合、基于平台公司转型升级的区域产业高质量发展、政府投融资平台市场化转型关键举措等进行讲解。另一方面，随着县级政府的事权上移，县级平台的资金需求或将有所减轻，省市级平台的融资需求或将加大。这可能会导致城投债发行主体行政级别、信用等级上移，融资成本整体下降。

第三，城投整体的违约风险仍然可控。一方面，城投违约成本颇高，在当前稳增长和防系统性风险诉求较高的背景下，城投不具备债务出清、释放信用风险的客观环境。另一方面，在省级“兜底”的原则下，城投平台的偿债意愿和相关部门的救助意愿将持续强化，城投债务管理预计会更加规范。

## 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。