



大公国际：城投重组整合方案频出，滚续压力或将推动发行规模回升

债市研究团队 | 技术研究部（研究院） | 010-67413349 | research@dagongcredit.com

2022年8月17日

摘要：近期，城投债发行数量、发行规模和净融资额环比大幅下降。从发行结构看，区域集中度有所回升，级别中枢向高信用等级偏移，多数债券品种的发行数量和规模环比显著下降，私募债、超融和中票仍是城投发行的主要券种。从发行成本看，城投债发行利率和发行利差中枢略有下移，融资成本整体有所压降。从有效投标倍数看，城投债有效投标倍数环比回升，AA级有效投标倍数仍处于较高水平，吉林和重庆抬升较为显著。与此同时，各地政府相继发布城投企业清理整合相关政策，扬州市、徐州市、湖南省等地相继出台重组工作方案，引导城投企业整合升级，压降城投企业数量，推进城投债务化解。后市来看，监管审核把控尚无明显放松迹象，同时坚决遏制新增隐债底线思维不改，短期内融资约束较难逆转，但另一方面，8月到期规模处于全年较高水平，债务滚续压力或将推动城投债发行规模回升。

城投债发行数量、发行规模和净融资额环比均大幅下降。从发行结构看，区域集中度有所回升，AAA级城投债占比进一步走高。

债券市场7月共累计发行城投债550¹只，募集资金4,057.21亿元，实现净融资额866.81亿元，与上月相比分别大幅下降17.29%、13.09%和53.15%，与去年同期相比分别大幅下降7.56%、7.57%和57.28%，环比、同比降幅均显著。从原因来看，严监管仍是城投债供给收缩的主要因素，城投所处监管环境依然偏紧，7月被终止审查的项目数量环比有所增加，交易所审批把控尚未见明显放松迹象。

区域分布方面，江苏、浙江、山东、江西、四川等省市自治区所发行的城投债数量和规模靠前，前五大发债区域的城投债发行数量和发行规模占比分别达到58.36%和55.38%，环比分别提升2.12个百分点和4.09个百分点，区域集中度回升。从环比变化情况看，重庆、上海、贵州所发行的城投债数量和规模环比快速增长，增幅均在50%以上；城投债发行大省江苏依然延续下降的趋势，发行数量和规模分别下降15.93%和9.67%。

发行主体级别分布方面，各等级城投债发行数量和规模环比以下行为主，AAA级城投债占比进一步提升。其中，AAA级城投债发行数量和规模分别环比下降1.41%和1.12%，AA+级城投债发行数量和规模分别环比下降20.21%和17.95%，

¹ 使用Wind城投债分类口径，数据下载日期为2022年8月9日，下同。

AA 级城投债发行数量和规模分别环比下降 23.71%和 18.97%。从占比情况来看，AAA 级主体的城投债占比进一步提升，发债数量和规模所占比重环比均提升 4.10 个百分点；AA+级主体的城投债发行数量和规模所占比重有所回落，分别下降 1.52 个百分点和 2.42 个百分点；AA 级主体延续下降走势，发行数量和规模所占比重分别下降 2.71 个百分点和 1.79 个百分点。

债券类型方面，多数品种的发行数量和规模环比显著下降。交易商协会指导发行的超短期融资券、一般短期融资券、中期票据和定向工具的数量和规模均下降，其中定向工具的发行数量和规模降幅最为显著，环比下降幅度分别达到 37.11%和 37.07%。一般公司债和私募债的发行数量小幅收缩，分别环比下降 2.38%和 1.73%；发行规模有所回暖，分别环比增长 5.52%和 10.34%。发改委受理的企业债发行数量和规模出现回落，发行数量和规模分别环比下降 20.00%和 23.03%。从占比看，私募债、超短期融资券和中期票据仍是城投发行的主要债券品种，私募债发行数量和规模占比达到 30.91%和 32.25%，居于首位，其次是超短期融资券和中期票据，超短期融资券的发行数量和规模占比分别为 20.36%和 19.25%，中期票据为 16.91%和 17.67%。

从发行成本看，城投债发行利率和发行利差中枢略有下移，融资成本整体有所压降。

发行利率方面，市场资金利率低位运行，叠加城投债供给端严监管未出现明显逆转，欠配因素推动城投债发行利率持续降低，城投债整体规模加权平均发行利率由上月的 3.82%降至 3.74%。具体来看，多数城投债发行利率介于 3%至 4%利率区间内，数量占比达到 43.09%，规模占比达到 46.03%；其次为 2%至 3%利率区间，数量占比为 18.91%，规模占比为 16.97%。7 月城投债发行利率中枢进一步下移，发行利率低于 4%的城投债发行数量和规模占比由上月的 62.11%和 66.98%提升至 67.27%和 69.18%。

表 1 城投债发行利率各区间所占比重

发行利率区间	发行数量			发行规模		
	2021 年 7 月	2022 年 6 月	2022 年 7 月	2021 年 7 月	2022 年 6 月	2022 年 7 月
<2%	0.00%	1.65%	5.27%	0.00%	3.02%	6.17%
2% (含) -3%	14.62%	20.30%	18.91%	14.45%	20.11%	16.97%
3% (含) -4%	32.94%	40.15%	43.09%	40.05%	43.85%	46.03%
4% (含) -5%	21.85%	16.84%	14.36%	22.29%	15.61%	14.67%
5% (含) -6%	12.27%	10.23%	7.82%	11.67%	10.37%	7.21%
6% (含) -7%	11.60%	7.37%	4.91%	7.59%	5.01%	4.26%

表 1 城投债发行利率各区间所占比重

发行利率区间	发行数量			发行规模		
	2021年 7月	2022年 6月	2022年 7月	2021年 7月	2022年 6月	2022年 7月
>=7%	6.72%	3.46%	5.64%	3.96%	2.02%	4.68%

数据来源: Wind, 大公国际整理

发行利差方面, 城投债发行利差下降至历史低位, 规模加权平均发行利差压降至 94.02BP, 环比下降 10.34BP。具体来看, 多数城投债发行利差仍处于较低水平, 44.35%的城投债发行利差低于 50BP, 所占比重较上月增加 9.75 个百分点; 发行利差介于 50BP 至 100BP 的占比为 18.19%, 较上月减少 5.31 个百分点, 发行利差介于 100BP 至 200BP 的占比为 19.26%, 较上月减少 1.74 个百分点, 主要系利差中枢降低所致。

表 2 城投债发行利差各区间所占比重

发行利差区间	发行数量			发行规模		
	2021年 7月	2022年 6月	2022年 7月	2021年 7月	2022年 6月	2022年 7月
<30BP	20.00%	22.11%	30.18%	28.98%	27.14%	36.14%
30-50BP	5.38%	6.32%	6.55%	5.04%	7.46%	8.21%
50-100BP	17.98%	21.20%	20.36%	19.17%	23.50%	18.19%
100BP-200BP	24.87%	24.66%	21.64%	23.51%	21.00%	19.26%
200BP-300BP	11.76%	11.43%	8.36%	11.12%	11.13%	8.08%
>=300BP	20.00%	14.29%	12.91%	12.19%	9.77%	10.12%

数据来源: Wind, 大公国际整理

从有效投标倍数来看, 城投债有效投标倍数环比回升, 由 6 月的 1.14 倍提升至 1.38 倍。在城投趋势性严监管的背景下, 弱资质城投企业的债券供给受到较大影响, 随着市场资金利率持续处于低位, 叠加股市整体表现不佳, 以及非标供给萎缩, 导致优质资产相对稀缺, 城投债的认购情绪较高, 今年以来城投债的有效投标倍数环比有所波动, 但均明显高于去年同期。具体来看, 级别分布方面, AAA 级、AA+级和 AA 级的有效投标倍数分别为 1.23 倍、1.18 倍和 2.46 倍, AA 级有效投标倍数仍处于较高水平。区域分布方面, 各省市自治区的有效投标倍数以上行为主, 其中吉林和重庆抬升较为显著, 分别达到 5.87 倍和 2.37 倍, 主要系长春市城市发展投资控股(集团)有限公司和重庆市合川工业投资(集团)有限公司各有一只短期融资券受到市场追捧, 有效投标倍数分别达到 10.51 倍和 11.57 倍。

与此同时，各地政府相继发布城投清理整合相关政策，扬州市、徐州市、湖南省等地相继出台城投重组整合工作方案，引导城投企业整合升级，压降城投企业数量，推进城投企业债务化解。

7月18日，扬州市江都区国资办制定印发《2022年度江都区国有平台公司清理整合初步方案》，启动城投整合重组专项工作，一是对业务相近、功能相同、优势互补的一类企业，进行债权和债务重组，进行吸收合并；二是对无资产、无经营、无人员的“空壳类”公司，剥离债务和资产，进行解散注销；三是对具备一定资产规模和经营管理能力的平台公司，清偿政府隐性债务，剥离政府融资职能，实现市场化转型；四是按照“宜控则控、宜参则参”的原则，推动部分国有平台公司通过股权转让、增资扩股等多种方式进行混合所有制改革和股权多元化合作；五是坚决守住不发生区域内系统性风险的底线，杜绝恶意拖欠账款和逃废债行为，对严重资不抵债或失去清偿能力的融资平台公司，依法审慎实施破产清算。7月21日，江苏省徐州市出台《关于对部分市属国有企业实施重组整合的工作方案》，市属企业战略重组正式进入实施阶段。7月26日，湖南省委财经办召开国有平台公司清理监管协调机制会议，积极稳妥推进全省国有平台公司的清理监管工作；随后，耒阳市召开国有平台公司子孙公司清理监管工作会，指出全市国有平台公司要按照“保留一块牌子、一个章子、法人责任”的原则进行管理，推进国有平台公司进一步优化国有资本布局结构，提升国有资本运行效率，所有不规范的子孙公司申报项目暂停和注销。7月27日，陕西省人民政府新闻办公室召开新闻发布会，针对债务问题提出要加快推进融资平台整合升级，推动市县多措并举化解融资平台政府性债务；建立举债融资负面清单管理机制，对违法违规举债问题倒查责任、严肃问责，坚决遏制违规变相新增政府债务。

从上述各地出台的相关方案来看，城投整合措施主要包括以下几个方面：一是清理城投不规范的子孙公司，二是将业务相近的城投企业通过吸收合并的方式实现整合升级；三是推动具有经营能力的城投企业市场化转型；四是推动城投混合所有制改革和股权多元化合作；五是对严重资不抵债或失去清偿能力城投依法审慎实施破产清算；六是建立举债融资负面清单管理机制，对违法违规举债问题倒查问责。

后市来看，短期内城投债发行规模或将回升，整体融资成本有望持续低位运行。今年以来，城投发债审核延续了去年的严监管趋势，城投债整体扩容速度放缓，净融资规模明显低于去年同期水平。短期来看，监管审批把控尚无明显放松迹象，同时监管坚决遏制新增隐债的底线思维不改，城投融资约束短期内较难出现逆转。财政部发布《关于融资平台公司违法违规融资新增地方隐性债务问责典

型案例的通报》，今年以来第二次对违规新增隐性债务进行问责。在新增融资放缓的背景下，债务滚续成为城投发债的主要推动力。从到期规模来看，8月城投债到期规模在3,800亿元以上，处于全年较高水平，债务滚续压力或将推动城投发债规模回升。此外，城投债整体发行结构有望持续改善，级别中枢向高信用等级偏移现象或持续强化，一方面严监管趋势下弱资质城投企业债务扩张难度明显加大，另一方面随着城投整合升级进程加速，弱资质企业有望在重组过程中持续改善资产结构，进而获得融资能力以及偿债能力的提升。融资成本方面，目前城投债发行利差已处于历史低位，性价比优势有所下降，或将对投资者的配置热度造成一定影响，后市发行利差进一步下探空间相对有限。但随着OMO和MLF同时降息，市场资金利率快速下行，流动性因素或将维系城投债整体融资成本低位运行。

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。