



大公国际：城投债融资成本降至历史低位 利差分化趋势或延续

技术研究部（研究院）高畅 李梦婕 | 010-67413349 | research@dagongcredit.com

2022年8月25日

摘要：今年以来，市场利率下行叠加供需失衡推动城投债利率利差持续走低。进入8月以来，随着MLF及OMO超预期降息、LRP同步下调，债市利率中枢进一步下探，推动城投债利率低位压降。截至23日，8月所发行的城投债的规模加权平均发行利率已降至3.49%，二级市场收益率亦被压至历史极低水平，信用利差整体收窄，但区域分化现象依然存在。后市来看，在宏观经济完全复苏前，稳大盘政策转向的可能性较低，货币政策将持续呵护流动性充裕，债市利率中枢有望维持低位。利差方面，随着城投债利差压降至历史较低水平，风险收益优势降低，投资者配置情绪可能会有所降温，利差进一步下探空间有限，但区域分化趋势可能会延续并强化。

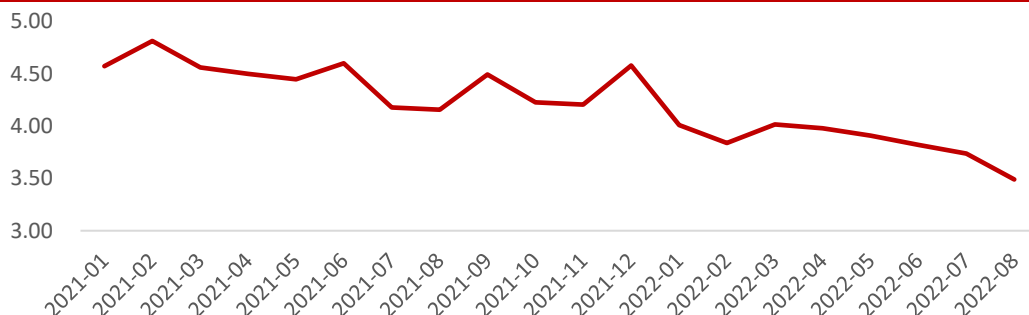
今年以来，我国宏观经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，货币政策持续加大对冲力度，央行通过公开市场操作、再贷款再贴现、降准降息等多手段实施资金投放，市场流动性充裕，投资者对优质资产需求增强，叠加股市震荡演绎分化行情、非标资产供给持续萎缩，欠配因素推动投资者对性价比相对较高的城投债配置意愿增强。1至7月城投债有效投标倍数在1.14倍至3.28倍之间波动，各月均显著高于去年同期，虽在5月达到峰值后略有降温，但仍维持在较高水平。

从供给端来看，城投企业在低利率环境下表现出较高的发债积极性，但受制于所处监管环境仍相对偏紧，供给量整体偏弱。今年城投债过审项目数量整体低于去年同期，被终止审查项目数量亦有所增多。同时，监管对于防范化解隐性债务风险底线思维不改，财政部分别于5月和7月先后两次各通报8起涉及城投隐性债务化解不实、新增隐性债务等违规案例；各地纪委亦持续加大城投反腐整治力度。截至8月23日，今年城投债累计发行4,754只，同比下降4.79%；募集资金33,945.02亿元，同比下降6.52%；实现净融资规模11,018.89亿元，同比降幅达到27.91%。

市场利率下行叠加供需失衡，推动城投债一级市场融资成本持续走低。自3月以来，城投债规模加权平均发行利率持续下行，6月和7月连续突破3.80%和3.70%。8月以来，为扭转实体经济有效融资需求不足，货币政策再次加码，MLF及OMO超预期降息、LRP同步下调。债市利率中枢随之进一步下探，城投债发行

利率低位压降，截至 23 日，8 月所发行的城投债的规模加权平均发行利率已降至 3.49%，为近两年最低点。

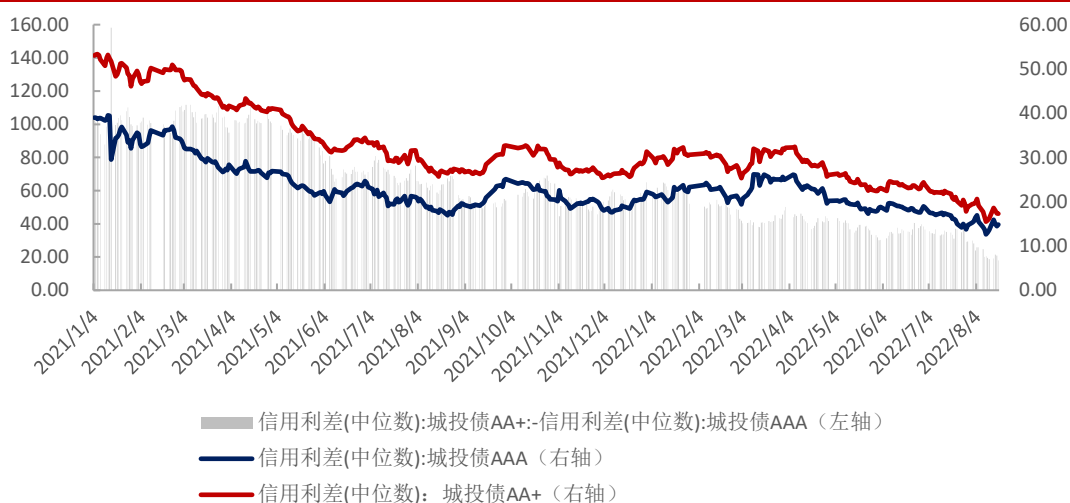
图 1 城投债规模加权平均发行利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 大公国际整理

二级市场方面,流动性充裕叠加信用债资产稀缺,城投债市场配置力量强势,今年以来收益率被压至历史极低水平,信用利差整体收窄,但区域分化现象依然存在。收益率方面,从期限来看,受短端利率曲线大幅下行带动,1年期城投债相较于3年期、5年期表现更优,截至8月23日,AA级1年期城投债收益率下行幅度最大,较年初下行79.74bp;从级别来看,在市场资金面极为宽松的环境下,投资者采取信用下沉策略的积极性明显提高,低等级弱资质城投债收益率下行最为明显,等级利差持续收敛,AAA级、AA+级和AA级5年期收益率较年初分别下行34.57bp、37.55bp和50.83bp。此外,区域分化现象依然存在,虽然各地区城投债利差今年以来普遍压缩,但青海、贵州、云南、黑龙江、广西地区的信用利差依然维持较高水平,投资者认可度较低,广东、北京、上海、江苏、浙江地区受投资者欢迎,信用利差维持低位。

图 2 城投债信用利差走势 (单位: bp)



数据来源: Wind, 大公国际整理

后市来看，在宏观经济完全复苏前，稳大盘政策转向的可能性较低，货币政策将持续呵护流动性充裕，债市利率中枢有望维持低位震荡。利差方面，随着城投债利差已压降至历史较低水平，风险收益优势降低，投资者配置情绪可能会有所降温，整体利差进一步下探空间有限，但区域分化趋势可能会延续并强化。考虑到基础设施建设仍是拉动经济稳增长主线，信用资质较强的城投以及所处区域债务负担较轻的城投的合规项目及合理融资需求有望得到满足，基本面或支撑其利差低位运行，而信用资质相对较弱的城投或将在监管和地方政府的引导下加速重组整合，在信用资质明显改善前利差可能会维持高位。

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。