



大公国际：滚续压力推动城投发债量回升，兰州城投出现信用风险事件

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

2022年9月9日

摘要：8月，城投债偿还规模创2022年新高，滚续压力推动城投债发行量走高，环比显著回升，不过与去年同期相比仍然偏弱。从券种看，交易商协会指导发行券种显著增长，交易所审核券种亦迅速回升，发改委受理企业债变化幅度不大；从区域看，四川、湖南、河南、湖北和福建环比增幅均在50%以上。融资成本方面，城投债发行利率和利差中枢略有下移，融资成本整体低位压降。兰州城投进入偿债高峰期，短期偿还压力较大，8月29日出现信用风险事件，不过最终仍及时完成兑付，反映出城投力求稳妥处置债务风险，尽量不对市场整体信用环境造成冲击。展望后市，城投融资成本或将维系相对较低水平，但利差进一步下探空间有限，考虑到节假日等因素影响，9月城投债发行规模或稍有回落。

城投债发行量环比显著回升，但与去年同期相比仍偏弱。8月共累计发行城投债770¹只，募集资金5,340.24亿元，实现净融资额1,476.26亿元，环比分别大幅增长32.77%、40.51%和75.26%；但与去年同期相比仍存差距，同比降幅为7.54%、4.35%和40.93%。8月城投债到期规模超3,300亿元，刷新2022年城投债单月偿还规模新高，滚续压力是推动发债量走高的主要原因。但另一方面，从净融资看，8月城投债净融资规模同比降幅在40%以上，同今年1至7月相比也仅处于均值水平，供给端仍然偏弱。

分券种看，8月交易商协会指导发行券种显著增长，交易所审核券种迅速回升，发改委受理企业债变化幅度不大。8月，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发行数量和规模均大幅增长，其中中期票据涨幅居首，发行数量和规模环比增长72.53%和70.05%。交易所审核的公司债和私募债增幅也较显著，发行数量分别环比增长36.59%和18.82%，发行规模分别环比增长33.14%和11.07%。发改委受理企业债变化幅度不大，发行数量环比增长6.82%，发行规模环比下降5.91%。从占比情况看，私募债仍是城投发行主要券种，8月发行数量和规模占比分别达到26.23%和27.21%。不过在严监管趋势下私募债所占比重明显下滑，8月发行数量和规模所占比重环比分别下降4.79个百分点和5.32个百分点。

区域分布方面，江苏、浙江、山东、四川、湖南等省市自治区的数量和规模

¹ 使用wind城投债分类口径，下载日期为2022年9月5日。

靠前，前五大发债区域的数量和规模占比分别为 58.70%和 53.95%，环比分别提升 2.31 个百分点、下降 0.02 个百分点，变化幅度不大。从环比变化情况看，多数省市自治区的发行数量和规模环比均增，其中四川、湖南、河南、湖北和福建的增幅在 50%以上，重庆延续上升趋势，增幅在 40%以上；此前增幅较高的上海、贵州出现回落；辽宁、内蒙古、甘肃、西藏和宁夏融资情况仍无改善。

主体级别分布方面，各级别城投债的发行数量和规模环比以上行为主，AAA 级规模占比进一步提升。具体来看，AAA 级发行数量和规模分别环比上升 36.23%和 34.80%，AA+级城投债发行数量和规模分别环比上升 42.06%和 32.34%，AA 级城投债分别环比上升 41.04%和 29.55%。从占比情况来看，AAA 级城投债的发行规模占比进一步提升，环比上升 0.51 个百分点，AA+及以上级别的规模占比已超过四分之三。

从发行成本看，城投债发行利率和利差中枢略有下移，融资成本整体低位压降。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，市场利率带动债市利率中枢进一步下探，叠加城投债供给端严监管未出现明显逆转，城投债发行利率低位压降，规模加权平均发行利率由上月的 3.74%降至 3.51%。发行利差方面，城投债发行利差下降至历史低位，8 月城投债规模加权平均发行利差环比下降 9.36BP。

表 1 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		
	2021-08	2022-07	2022-08	2021-08	2022-07	2022-08
小于 30BP	0.50%	5.84%	7.84%	0.68%	7.26%	8.95%
30BP-50BP	3.73%	9.85%	12.42%	3.97%	9.80%	12.72%
50BP-100BP	28.57%	34.67%	33.59%	32.78%	36.03%	34.06%
100BP-200BP	31.30%	23.18%	21.44%	32.75%	22.09%	21.88%
200BP-300BP	16.65%	11.13%	9.67%	16.02%	11.00%	8.87%
300BP-400BP	11.06%	7.30%	6.67%	7.83%	7.13%	7.02%
400BP-500BP	6.83%	6.57%	6.14%	5.01%	5.44%	5.25%
500BP-600BP	1.37%	1.46%	2.22%	0.96%	1.25%	1.25%

数据来源：Wind，大公国际整理

兰州城投集中兑付压力较大，出现信用风险事件。8 月 29 日，上清所发布了关于未足额收到“19 兰州城投 PPN008”付息兑付资金的通知，引发市场广泛关注。不过，稍后在当晚大额付款通道开通后，兰州市城市发展投资有限公司（简

称“兰州城投”)已划转资金完成兑付。兰州城投在最后一刻完成兑付显示出其资金周转较为困难,存在较大的债务偿还压力。事实上,近两年,兰州城投及其控股股东兰州建设投资(控股)集团有限公司(简称“兰州城建”)的负面舆情频出。2021年10月,甘肃省地方金融监管局就曾在兰州针对债务风险防范化解召开债券投资人恳谈会,并提出向地方国有企业注资、成立信用保障基金、建立联动机制等保障措施。2021年11月,甘肃省国企信用保障基金合伙企业(有限合伙)成立,注册资本38亿元,由8家甘肃省国资委实控的国有企业共同出资。但受制于融资环境收紧以及债务滚续压力攀升,上述政策并未有效缓解兰州城投的艰难处境。2021年12月,兰州城投评级展望被下调为负面,下调原因为项目回款不利、流动性承压,债务中直融及非标占比较大且成本偏高,债务偿还对再融资依赖很大,资金周转及债务滚续压力显著上升。2022年3月,兰州城投担保的债权投资计划利息逾期,随后与投资人达成协议,展期至2022年底。2022年7月,兰州城建非标债务出现利息逾期,信托机构对其财产向法院申请诉前财产保全。2022年8月,兰州城投出让甘肃中石油昆仑燃气有限公司50%股份,用以偿还到期债务。兰州城投已进入偿债高峰期,截至8月底兰州城投仍有11只债券处于存续期,其中9只将于一年内到期,涉及偿债规模52.00亿元,集中兑付压力很大。不过从另一个角度来看,兰州城投面对巨大的偿债压力仍竭力稳兑付,也反映出城投力求稳妥处置城投债务风险、尽量不对债券市场的整体信用环境造成冲击的意愿和决心。

展望后市,城投债融资成本有望维持低位运行,但发行规模或稍有回落。短期来看,货币政策持续呵护流动性充裕,债市利率中枢有望维持低位震荡,城投债融资成本或将保持在相对较低水平,但后市利差进一步下探空间已相对有限。在当前的低利率环境下,城投融资需求较为旺盛,但监管审批仍保持“有保有压”主基调,同时监管坚决遏制新增隐债的底线思维不改,叠加专项债结存限额使用或对城投债形成一定挤出效应,城投债净融资较难出现明显逆转局面,债务滚续或仍是推动城投发债主动力。从到期规模来看,9月城投债到期规模在3,600亿元以上,仍处于全年较高水平,但考虑到9月存在半年报数据更新以及节假日等因素的影响,发行规模或稍有回落。

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。