



2023 年三季度城投债市场分析与展望

联合资信 公用评级部 | 张婷婷 | 郭欣宇 | 孙婧

三季度，城投债发行及净融资情况改善。中期票据发行规模明显增长带动银行间产品发行及净融资规模大幅增长，AA 级和行政层级较低的城投主体净融资环比均较明显下降。各级别各期限城投债发行利率和发行利差基本延续上半年的下行态势。江苏、浙江和山东城投债发行规模稳居前三，且同比均较快增长，山东发行利率和发行利差偏高且同比有所走阔；天津城投债发行和净融资情况改善明显，发行利差较明显收窄，但债券发行短期化趋势未见扭转；广西、云南、贵州以及西北地区大部分省份和东北地区持续呈现净偿还，且发行利差仍居高位。

发行特殊再融资债券成为“一揽子化债方案”中的重要工具，有助于部分区域城投企业风险化解。弱区域城投企业流动性压力一定程度上或将得以缓解；长期来看，城投企业基本面实质改善存在不确定性，仍需警惕尾部区域城投企业信用风险的释放。四季度城投债到期兑付压力边际缓解，但仍需关注部分融资环境较差、到期规模较大且债务负担较重地区的偿付压力情况。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、政策环境

发行特殊再融资债券成为“一揽子化债方案”中的重要工具，有助于部分区域城投企业风险缓释。

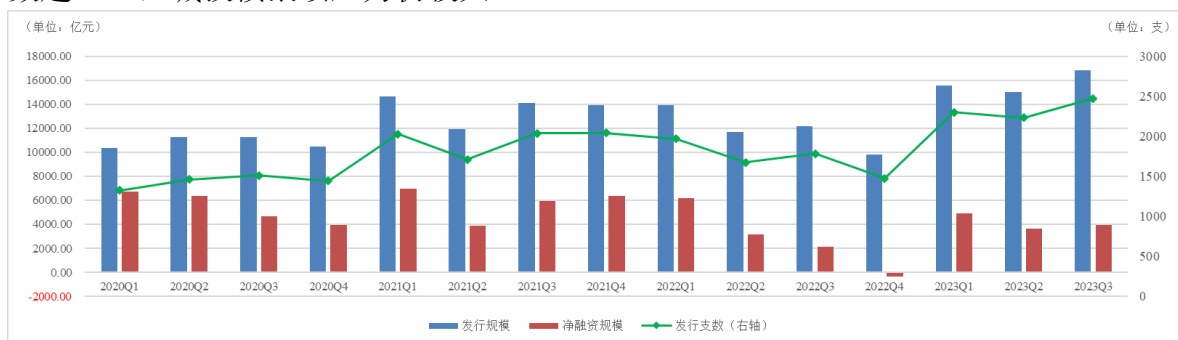
继7月24日中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”后，8月18日中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合会议中要求，金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，后续债务置换、应急流动性金融工具等支持性工具或将陆续出台。9月以来，云南、内蒙古、辽宁、天津、贵州、湖南、广西、重庆等共计18个省市已披露了发行特殊再融资债券用于偿还存量债务，发行规模累计超过八千亿元。“一揽子化债方案”的提出及三部委加速落实金融支持化债等工作安排，短期内部分区域城投债流动性压力得到一定缓解。

二、三季度城投债市场回顾

（一）发行概况

三季度，城投债发行及净融资情况同比环比均有所改善，中期票据发行规模显著增长带动银行间产品发行规模及净融资额大幅增长，AA级和行政层级较低的城投主体债券到期偿付规模较大，净融资环比均较明显下降。

2023年三季度，城投债发行数量和发行规模分别为2472支和16768.48亿元，发行规模同比及环比分别增长37.77%和11.68%，净融资规模扩大至3884.86亿元，同比及环比分别增长81.88%和9.02%。从城投债募集资金用途看，用于偿还有息债务期数超80%，城投债滚续压力仍较大。

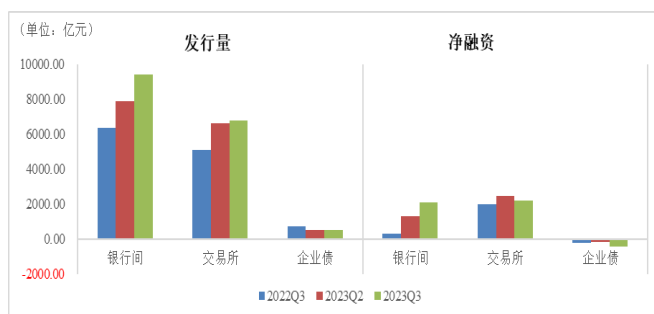


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 2020年以来城投债分季度发行和净融资情况

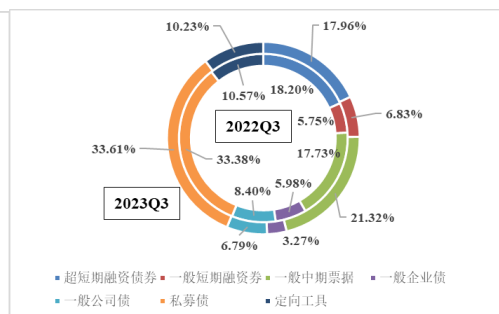
发行品种方面，三季度，银行间产品发行规模同比环比均明显增长，其中中期票

据发行规模增长尤为显著，同比增长 65.67%、环比增长 34.16%；交易所产品环比略有增长、同比增长 33.19%；企业债受发审机构调整及相关政策处于过渡期影响，发行规模同比下降 24.60%。净融资方面，三季度，随着中期票据及超短期融资债券净融资规模大幅增长，银行间产品净融资规模同比环比均明显上升；交易所产品净融资规模同比略有增长、环比小幅下降；企业债净偿还规模持续扩大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

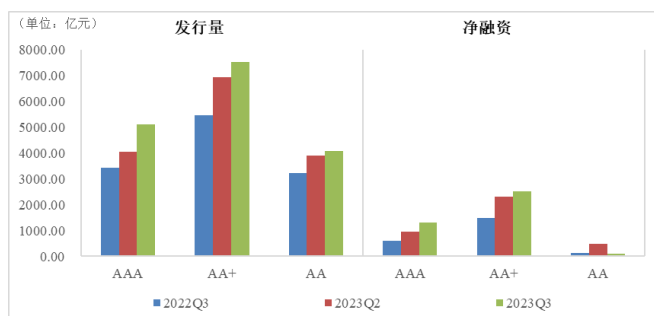
图2 不同市场城投债发行量及净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

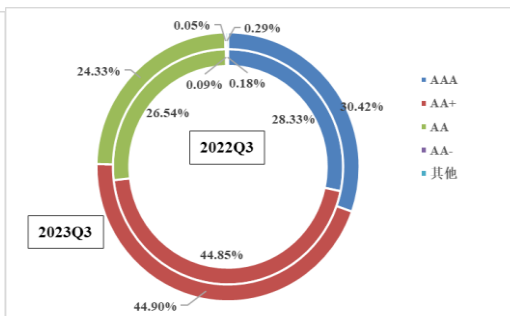
图3 城投债发行品种分布变化情况

从主体信用等级来看，三季度，AA⁺级及以上主体发行规模占比超 75%，集中度进一步上升。各级别主体发行规模同比环比均有所增加，但净融资分化明显，AAA 及 AA⁺级主体城投债净融资额同比环比均明显增长，AA 级主体三季度债券到期兑付规模较大，净融资额同比环比则均有所下降，其中环比下降 75.96%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

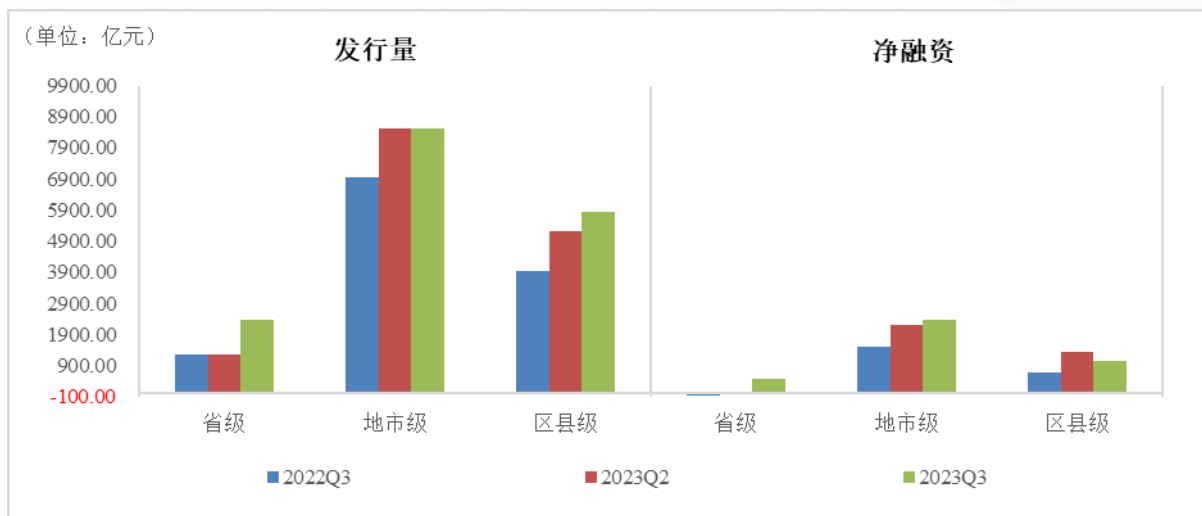
图4 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 城投债发行主体分布变化情况

从行政层级看，三季度，各行政层级城投主体发行规模和净融资额同比均有所上升，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，发行规模和净融资合计分别占 85.73% 和 60.88%。从环比趋势来看，省级主体发行和净融资规模均持续上升，地市级主体发行规模和净融资变化不大，区县级主体城投债发行规模持续改善，但受当期债券到期偿付规模较大影响，净融资额环比下降 22.17%。



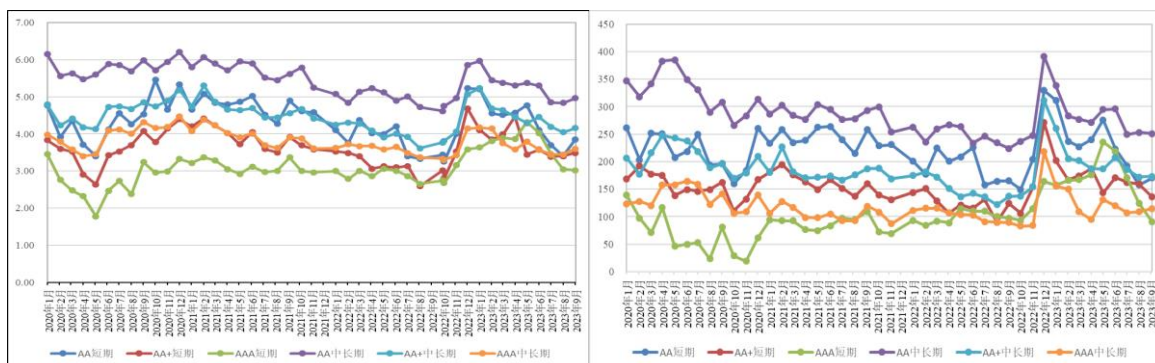
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

（二）发行利率和利差

三季度，各级别各期限城投债发行利率和发行利差基本延续上半年的下行态势。

三季度，各级别各期限城投债发行利率和发行利差基本延续上半年的下行态势，但与上年同期相比，各级别各期限城投债发行利率及发行利差均较明显上行。分月来看，2023 年 7 月，央行降准释放流动性，资金面整体较为宽松，各级别各期限城投债发行利率和利差均有所下行；8—9 月，除 AAA 级短期城投债发行利率持续下降外，其他各级别各期限城投债发行利率均表现为先降后升的“V”型走势；此外，除 AAA 级中长期城投债发行利差小幅抬升外，其他各级别各期限城投债发行利差基本降至或维持在 2023 年以来的低位水平。



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

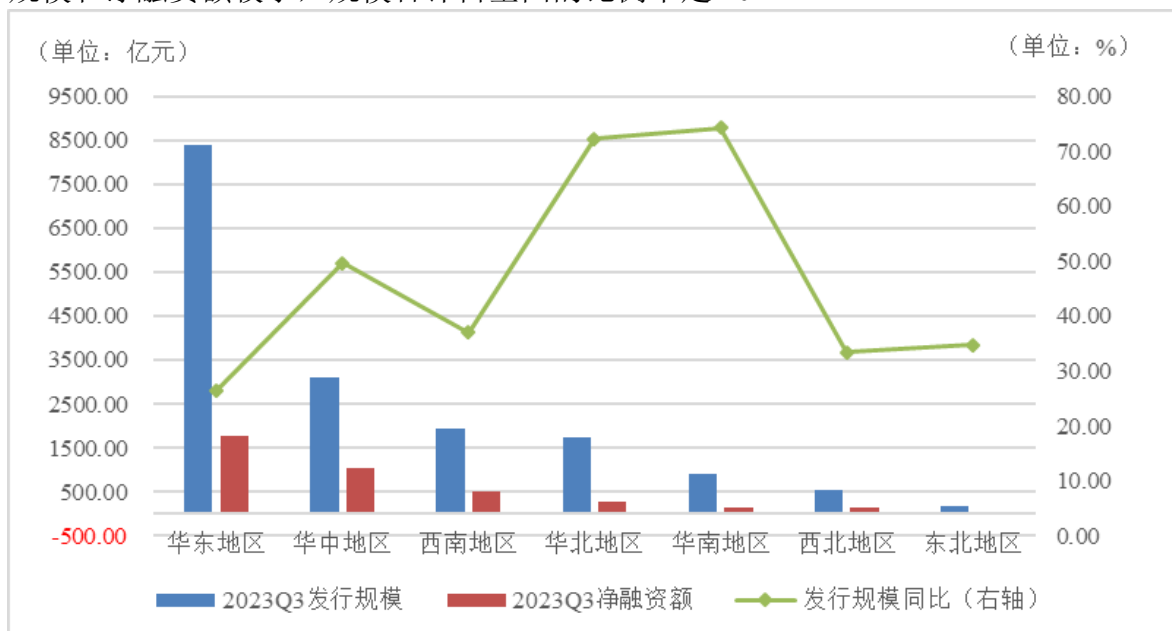
图 7 发行利率走势（单位：%）

图 8 发行利差走势（单位：BP）

（三）分区域发行及利差情况

江苏、浙江和山东城投债发行规模稳居前三，且同比均较快增长，山东发行利率和发行利差偏高且同比有所走阔；华中地区的河南、湖南、湖北城投债发行规模和净融资均大幅增长，发行利差保持在全国中下游水平；天津城投债发行和净融资规模明显改善，发行利差较明显收窄，但债券发行短期化趋势未见扭转；广西、云南、贵州以及西北地区大部分省份和东北地区持续呈现净偿还，且发行利差仍居高位。

将全国 31 个省分为华东、华中、华南、华北、东北、西北和西南七大片区来看，三季度，华东地区城投债发行规模和净融资额占据全国的半壁江山；华中、西南和华北地区次之，发行规模分别占全国的 10%~20%；华南、西北和东北地区城投债发行规模和净融资额较小，规模合计占全国的不足 10%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图9 三季度各地区城投债发行和净融资规模及变化情况

具体来看，三季度，江苏、浙江和山东城投债发行规模仍排名前三位，发行规模合计占全国的 42.64%，且同比均保持较快增速；净融资规模仍位于全国前列，山东和江苏城投债净融资规模领跑全国，同比环比增幅均超过 30%。从发行成本来看，华东地区各省发行利率和利差（按加权平均计算，下同）环比均有所下降，同比则有所上升，除山东外，其他华东各省发行利率和发行利差均位于全国较低水平；山东发行利率和利差在全国处于偏高水平，且发行利差同比增幅超过 50 个 BP。

华中地区中，河南、湖南、湖北城投债发行规模和净融资额排名中上游，且同比增幅均在 50%以上，各省发行利率和发行利差均保持在全国中下游水平。

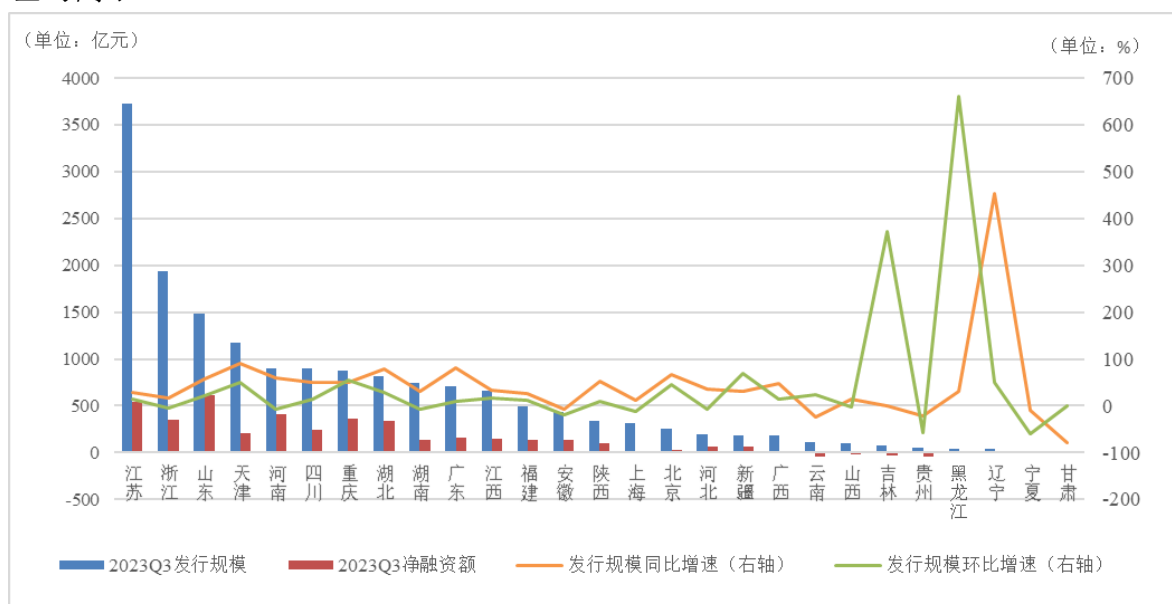
华北地区除内蒙古三季度未发行城投债以外，其他省份发行规模同比均较快增长。

其中，天津在持续对接金融机构积极化债叠加市场预期将获得较高额度特殊再融资债等多项政策利好下，城投债发行规模同比大幅增长 90.63%，净融资 210.68 亿元，位居全国前列，发行情况明显改善；发行利率和利差同比环比均较明显下降，但整体发行成本仍位于全国偏高水平，且城投债发行仍以短期限为主，短期融资券占 83.63%，再融资环境仍有待修复。

华南地区中，广东城投债发行规模同比增长 81.35%，净融资 161.45 亿元，同比环比均大幅增长；发行利率和发行利差保持在全国低位水平。广西城投债发行规模同比环比有所增长，但持续表现为净偿还，且发行利率和发行利差同比大幅上升 1.06 个百分点和 113.14BP，发行成本高居全国前列。

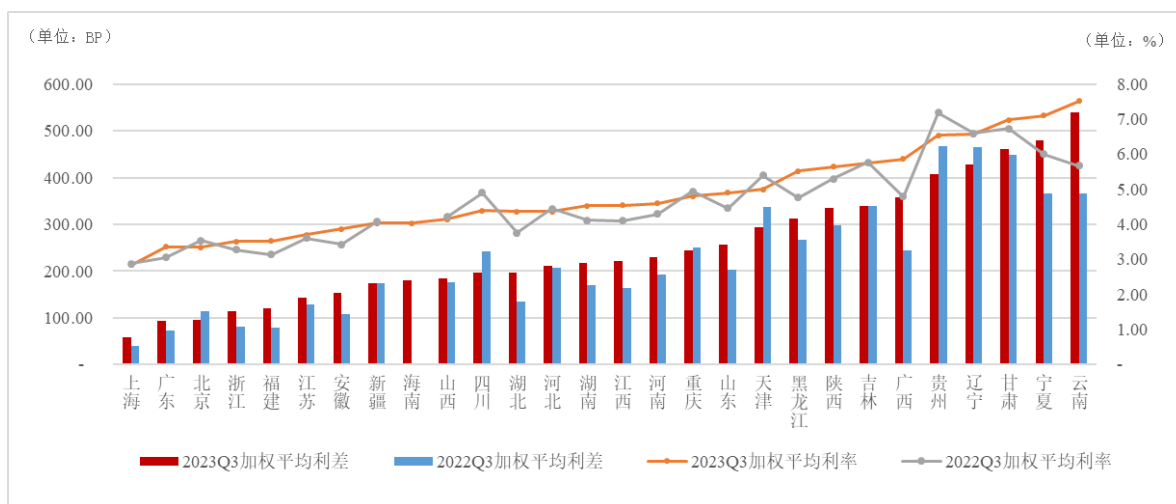
西南地区持续呈现分化格局，四川及重庆城投债发行和净融资表现强劲，发行规模同比增长 50% 左右，净融资同比增速超过 200%，且发行期限均以中长期为主，短期城投债占比均在 20% 以下；发行利率和利差同比环比均持续压降。而云南和贵州发行规模同比分别下降约 25% 和 20%，净融资额持续为负，发行利率和利差高居全国前列，再融资环境未见明显改善；其中，云南发行利率和利差高居榜首，分别为 7.52% 和 539BP，同比环比均明显上行，且城投债发行期限趋于短期化，短期融资券发行规模占 61.52%。

除陕西、新疆发行规模过百亿外，西北地区大部分省份和东北地区各省发行规模维持低位，且持续呈现净偿还状态，除新疆发行利率和利差较低外，其他各省发行利差均高于 300BP。



注：内蒙古自治区及海南省 2022 年三季度未发行城投债；青海省、内蒙古自治区、西藏自治区 2023 年三季度未发行城投债
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 各省份城投债发行规模及变化情况



注：海南省 2022 年三季度无城投债发行，西藏和青海 2023 年三季度无城投债发行

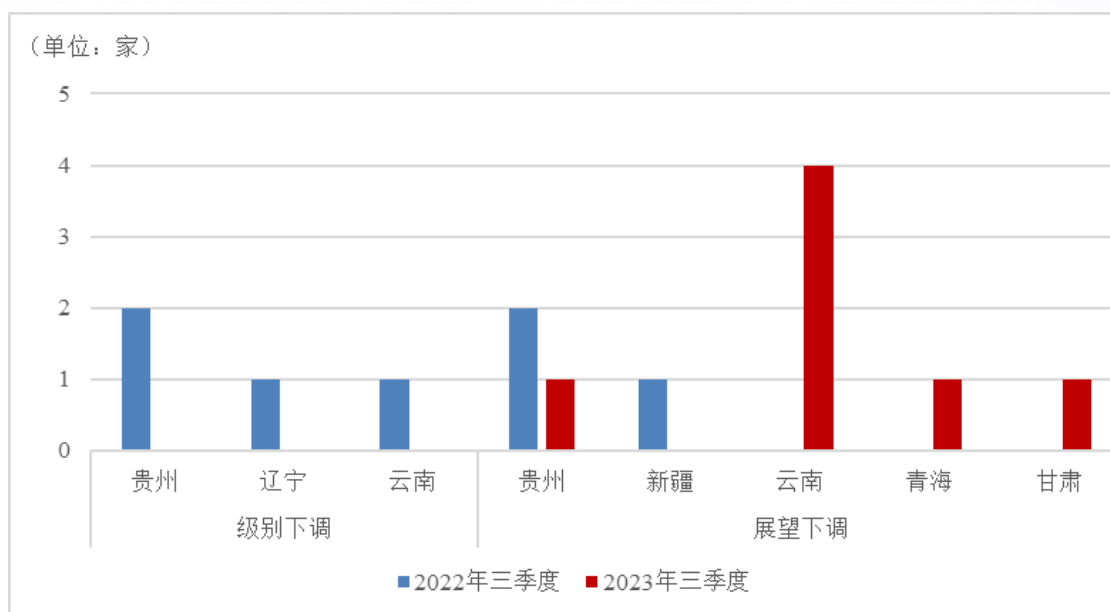
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 各省份城投债发行利率和利差变化情况

（四）级别调整

三季度，未出现城投企业主体级别下调情况，评级展望下调的城投企业主要分布在云南省，下调原因包括短期偿债压力大、被纳入失信被执行人、出现借款逾期及欠息、票据或非标逾期、或有负债风险大等。

三季度，主体评级上调的城投企业有 10 家，数量同比较明显增加；未发生主体级别下调情况，评级展望由稳定调整为负面的城投企业有 7 家，主体评级或展望下调的城投企业累计家数与上年同期保持一致。从地域分布来看，下调企业分布在云南、贵州、青海和甘肃，其中云南省受负面舆情影响较大，4 家主体评级展望下调至负面，下调原因主要包括短期偿债压力大、被纳入失信被执行人、出现借款逾期及欠息、票据或非标逾期、或有负债风险大等。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

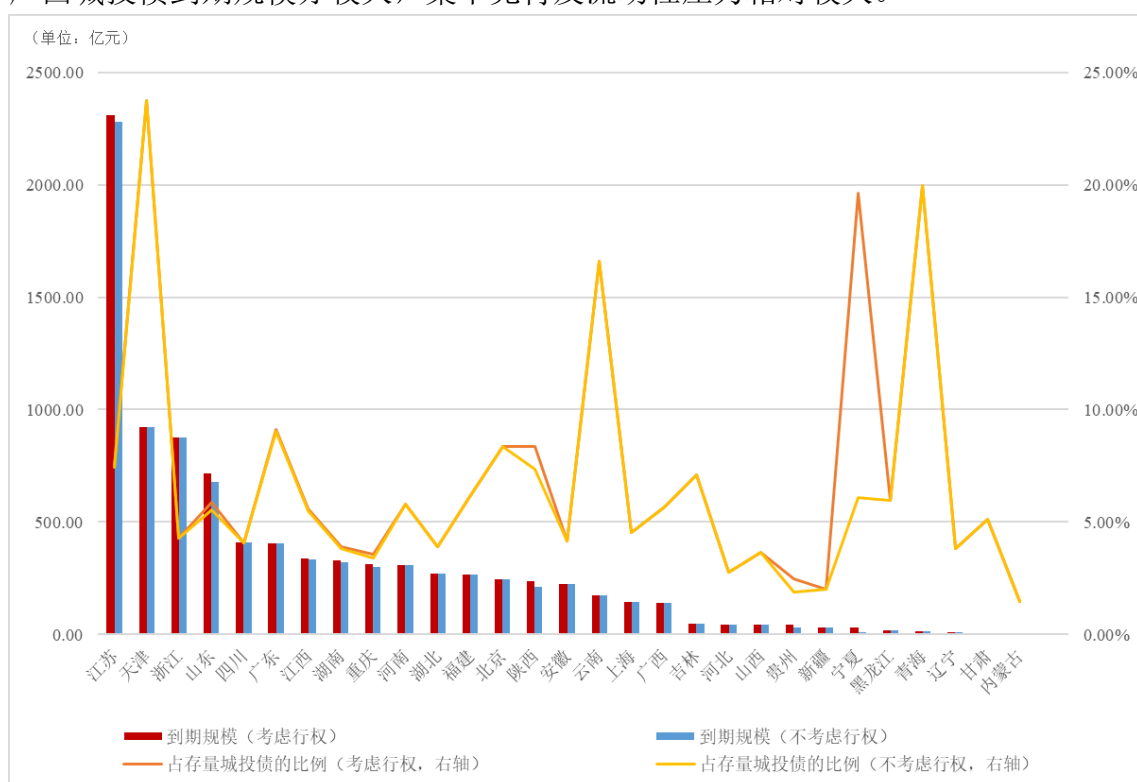
图 12 三季度城投企业主体级别及评级展望下调分布情况

三、展望

短期内，弱区域城投企业流动性压力一定程度上或将得以缓解；长期来看，城投企业基本面实质改善存在不确定性，仍需警惕尾部区域城投企业信用风险的释放。近年来，城投企业融资政策整体收紧，地方财政收支矛盾凸显，城投企业来自地方政府的业务回款或偿债资金支持日趋减弱，城投企业流动性及偿债压力加大，整体信用风险有所上升。2023 年三季度以来，随着“一揽子化债”方案的提出以及新一轮债务置换序幕的拉开，融资成本较高、偿债压力较大的地区或将获得更多特殊再融资债券置换额度，短期内弱区域地方政府和城投企业的流动性压力或将得以缓释。但在限额管理制度下，地方债置换空间较为有限，部分债务压力较大、资源禀赋欠佳且获得特殊再融资债券额度低于预期的地区，城投企业融资环境或难迎实质性改善。此外，当前地方财政困难局面并未出现较明显好转，在“控增化存”严禁新增隐性债务的长效监管机制下，政府再次对城投企业有息债务进行甄别从而扩大隐性债务规模的可能性较小，且债务压力较大、偿债风险较高地区在获得特殊再融资债置换额度时，未来或将面临更为严格的举债融资限制或缩减新项目建设所需申请的专项债资金等限制，长期来看，尾部区域及城投企业流动性压力或难言改善，仍需警惕尾部城投企业信用基本面的恶化和信用风险的释放。

四季度城投债到期兑付压力边际缓解，但仍需关注部分城投债到期规模较大且

债务负担较重地区的偿付压力情况，以及部分经济财力相对较弱区域的流动性压力。截至 2023 年三季度末，存续城投债余额约 14.7 万亿。假设含权债券在下一行权期全部选择行权，四季度到期城投债规模合计 8915.15 亿元，较三季度城投债兑付规模（12926.12 亿元）明显下降，四季度城投债到期压力阶段性缓解。江苏、天津、浙江、山东和四川城投债到期规模位列前五，合计占四季度城投债到期总额的比重近 60%。其中，江苏、浙江经济财政实力强劲，整体偿付压力可控；天津城投债发行规模和净融资虽改善明显，但结合期限结构、发行利率和利差情况来看，整体再融资环境仍有待改善，四季度到期规模占其存续城投债的 23.74%，规模较大、兑付压力仍需关注；山东部分地区受非标或商票逾期等负面舆情影响，区域信用风险有所上升，随着政府加强债务监管和债务风险化解，再融资环境修复情况仍有待关注，需重点关注部分区域的债务到期兑付压力情况；四川到期城投债主体中区县级城投企业占比超过 40%，面临一定的兑付压力。此外，云南四季度到期城投债规模占其存续城投债比重约 17%，广西城投债到期规模亦较大，集中兑付及流动性压力相对较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 四季度城投债到期区域分布情况

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。