

# 上半年城投债市场回顾与展望 ——发行有所改善，一揽子化债提振市场

联合资信 公用评级部 | 刘亚利 | 胡元杰 | 张丽斐 | 郭欣宇

上半年，城投债发行有所改善，发行规模同比增幅较大；但因到期城投债规模较大，城投债净融资同比仍有所下降。受上年同期基数较低影响，公司债发行规模及净融资规模增长较快；短期融资券净融资增幅明显，中期票据净融资有所下降；受发审机构调整影响企业债呈净偿还状态。从行政级别来看，区县级主体城投债净融资规模降幅明显。分地区来看，城投债发行区域集中度进一步提高，江苏、浙江、山东城投债净融资规模略有下降；北京、山西、河北等地区净融资增长较快；东三省、云南、贵州、甘肃等区域城投债余额持续收缩。上半年，城投债发行利率和发行利差波动较大，大部分地区发行利差同比上行。城投企业债务余额持续增长，短期偿债压力进一步凸显，不同地区城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化。

政治局会议提出的一揽子化债方案有助于提振市场信心，并有助于引导地方政府及城投企业丰富化债手段、缓释短期债务压力，但配套政策的出台及落地执行效果仍有待观察。三季度城投债到期兑付压力上升，兑付集中、区县级城投债到期规模占比高、二季度净融资对三季度到期债券覆盖较弱地区的偿债压力值得关注。



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



## 一、政策环境

政治局会议首次提出一揽子化债方案，是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑，相关方案的出台将有助于引导地方政府及城投企业丰富化债手段、缓释短期债务压力。

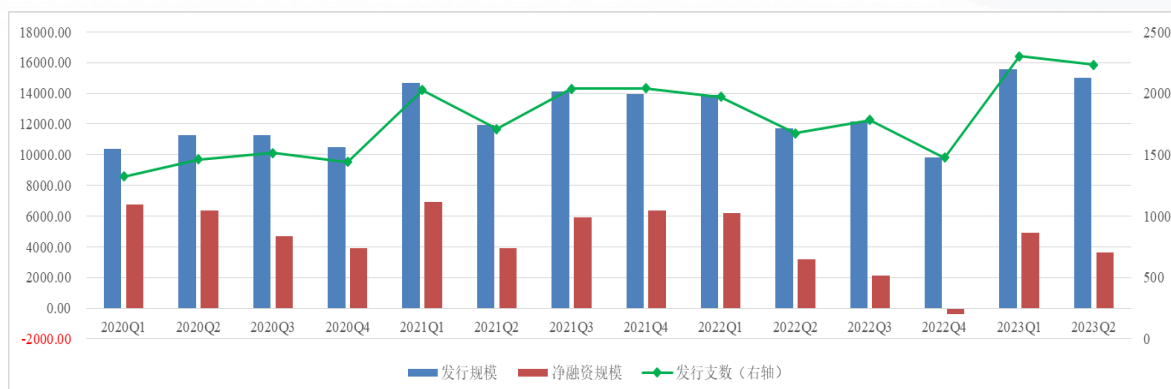
地方政府债务严监管背景下，各地方政府资源禀赋及化债措施不尽相同，不同地区隐性债务化解进程分化明显。受宏观经济下行、留抵退税及土地市场低迷等因素综合影响，地方政府财政收支矛盾加大，部分地区政府债务与财力严重不匹配，随着化债工作的持续推进，隐性债务化解压力日渐增大。7月24日，中共中央政治局会议首次提出**要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案**，一定程度上提振了市场信心。考虑到地方政府债务形成原因的复杂性和特殊性等，一揽子化债方案的制定和实施或将对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑，相关方案的出台将有助于引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施，有助于缓释城投企业短期债务压力。而一揽子化债方案配套细化政策的出台以及具体的落地执行情况仍有待观察。

## 二、上半年城投债市场回顾

### （一）发行概况

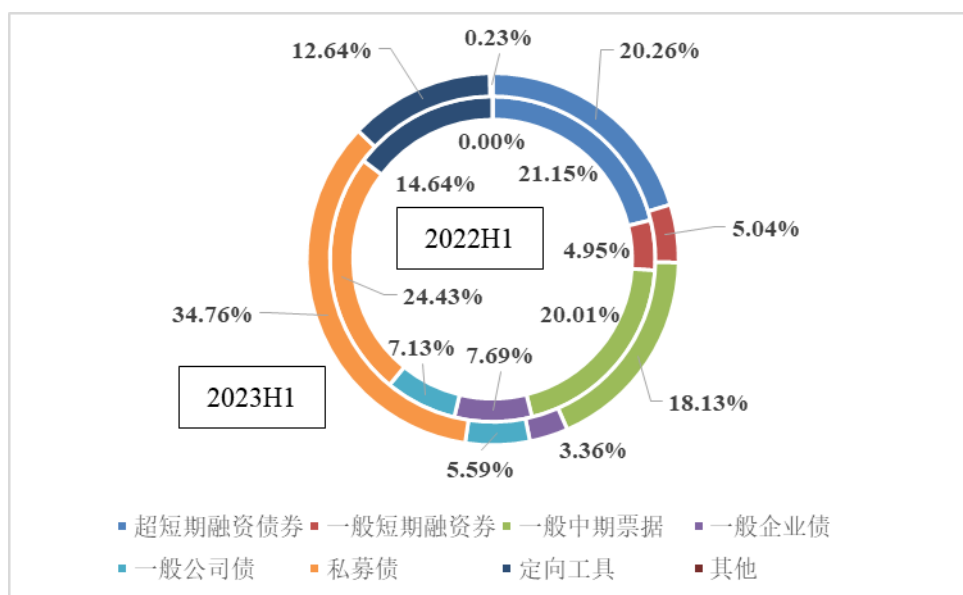
上半年，城投债发行情况同比明显改善，但受到到期城投债规模较大影响，净融资规模同比有所下降，二季度城投债净融资规模环比下降较快。公司债发行规模及净融资规模较快增长，短期融资券净融资增幅明显，中期票据及企业债净融资大幅下降；行政层级较低的城投企业受监管政策影响较大，净融资规模降幅明显。

上半年，城投债发行规模同比增长 19.32%至 30568.22 亿元，净融资规模同比下降 9.13%至 8526.50 亿元。二季度，城投债发行规模环比下降 3.47%至 15014.65 亿元；城投债募集资金仍主要用于偿还债务，尤其是偿还到期债券，导致二季度城投债净融资规模环比下降 25.91%至 3629.16 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

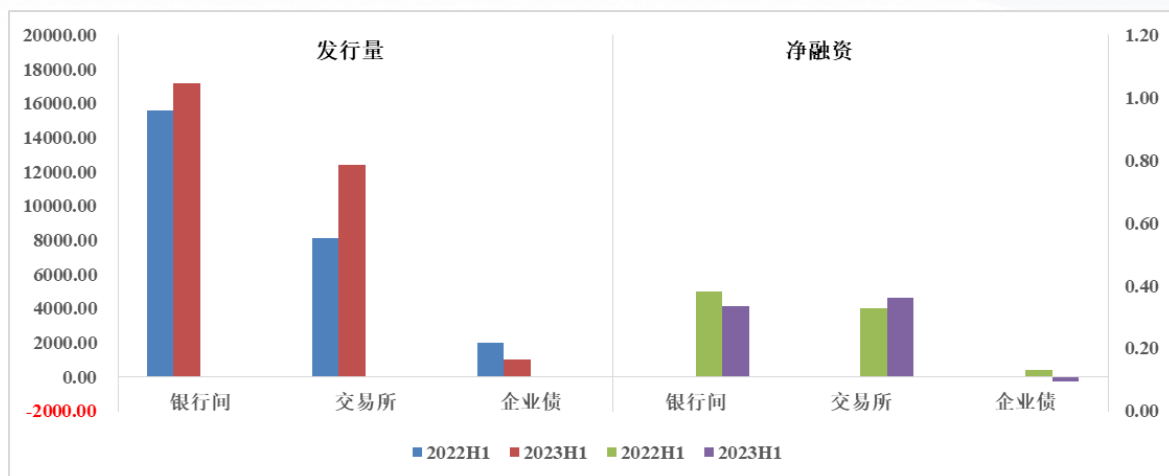
图1 2020年以来城投债分季度发行和净融资情况（单位：亿元、支）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 上半年城投债发行品种分布情况

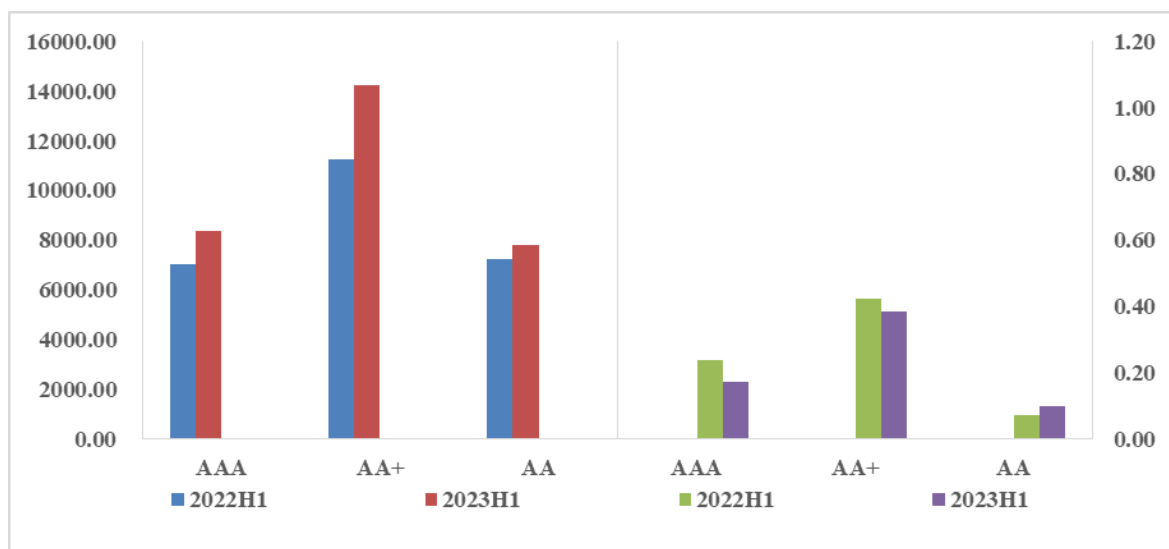
上半年，**发行方面**，交易所产品发行规模同比增长 53.17%，其中私募公司债同比增长 69.78%，发行规模突破万亿；银行间产品同比增长 10.24%，其中超短期融资券、短期融资券和中期票据同比分别增长 14.30%、21.40%和 8.08%；受企业债发审机构调整及相关政策处于过渡期影响，企业债发行规模同比下降 47.93%。**净融资方面**，上半年，城投企业交易所产品净融资规模同比增长 15.52%，其中私募公司债净融资规模增幅达 32.22%；受中期票据净融资规模大幅下降影响，银行间产品净融资规模同比下降 16.70%；超短期融资券净融资规模同比增长 102.60%，市场对短期限产品青睐度大幅提升；受企业债发行规模大幅下降影响，企业债净融资出现缺口。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 上半年不同市场城投债发行量及净融资情况（单位：亿元）

从主体信用等级看，上半年，AA<sup>+</sup>级及以上主体城投债发行规模占比接近 75%，净融资规模占比接近 85%。具体来看，AAA 级主体发行规模同比增长 18.88%，AA<sup>+</sup>级主体城投债发行规模同比增长 26.83%，AA 级主体城投债发行规模同比增长 8.11%，AA<sup>+</sup>级及以上主体城投债发行规模增速显著高于 AA 级主体。



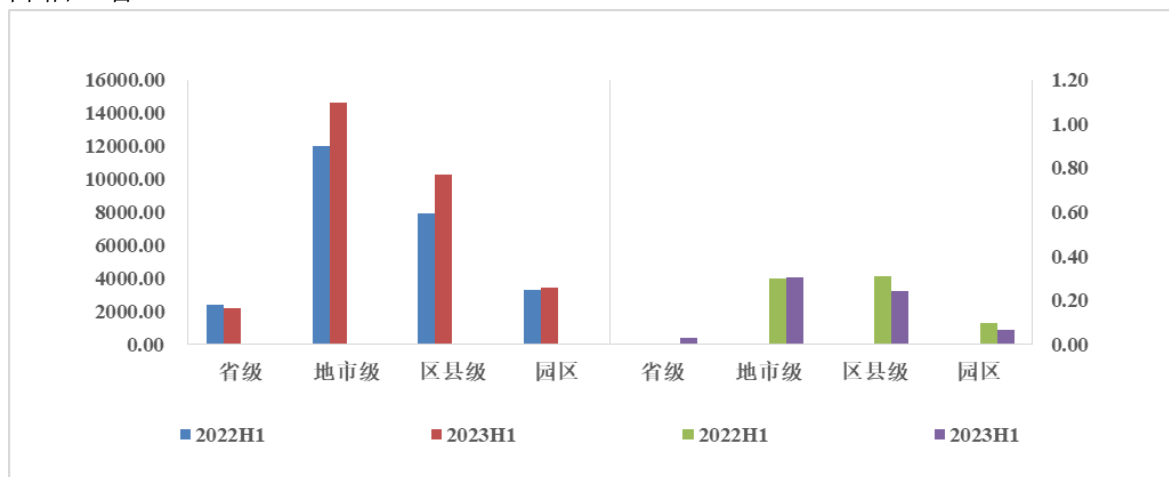
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况（单位：亿元）

从行政层级看，上半年，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，发债城投企业中，地市级主体占 35.71%，区县级主体占 50.06%；地市级和区县级主体城投债发行规模合计占 81.54%，发行规模同比有所增长。净融资方面，省级城投债净融资规



模同比大幅增长；区县级和园区城投债净融资规模同比分别下降 22.13% 和 29.94%，降幅显著。



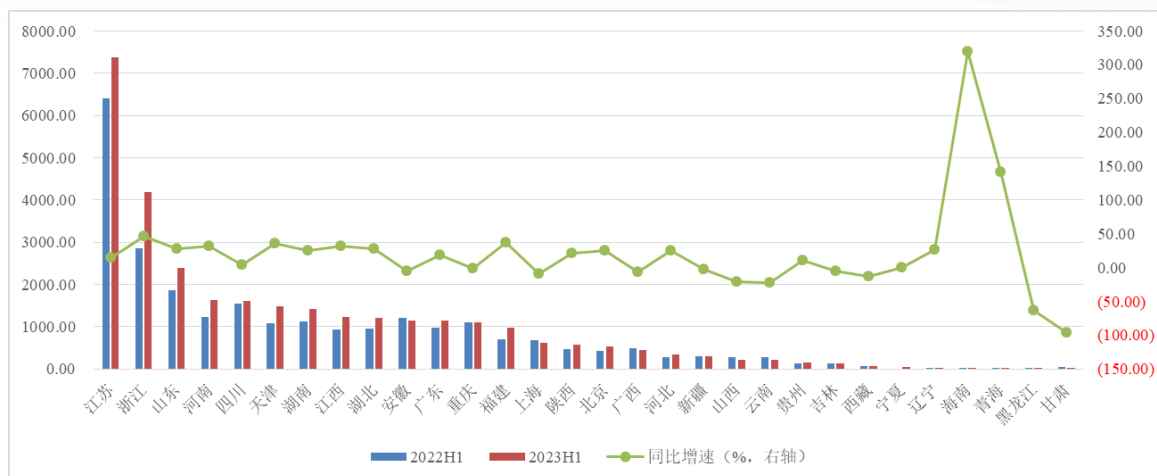
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况（单位：亿元）

## （二）分区域发行情况

上半年，城投债发行区域集中度进一步提高，大部分省份城投债净融资规模均呈增长趋势。江苏、浙江、山东城投债净融资规模略有下降；北京、山西、河北等地区净融资增速较快；云南、贵州、甘肃和东北地区城投债余额持续收缩。

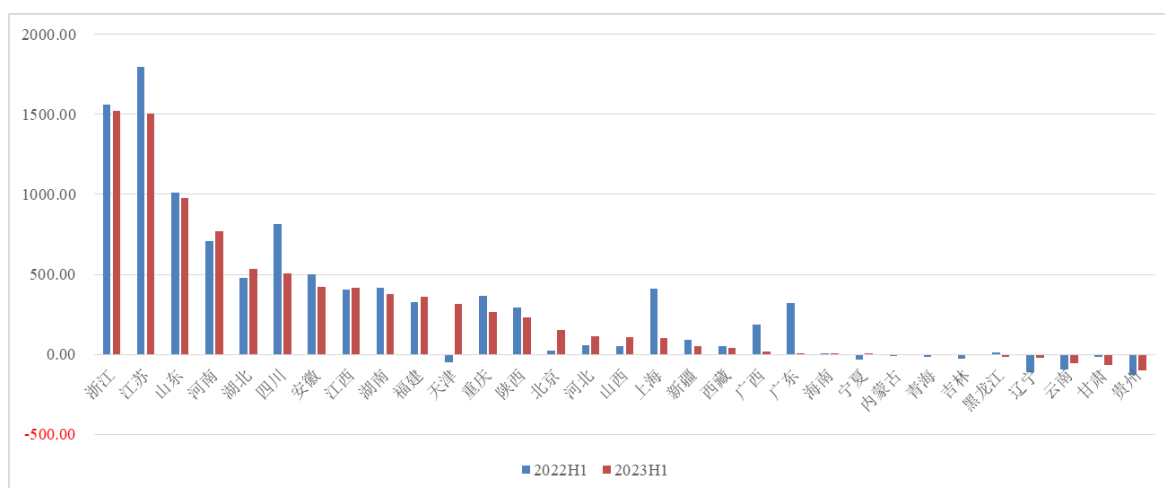
上半年，华东地区城投债发行规模远超其他地区，为其他地区发行规模合计的 1.42 倍；江苏省、浙江省和山东省城投债发行规模合计占比超过 45%（较上年同期提高约 3 个百分点），城投债发行规模的区域集中度进一步提高；东北地区城投债发行规模很小，合计仅为江苏省发行规模的 2.18%。同比变化方面，华东、华中和华北地区发行规模增幅超过 20%，西北和华南地区发行规模增幅超过 10%，东北地区发行规模降幅超过 10%。具体来看，浙江、福建、天津、河南、江西等地区发行规模增幅超过 30%，甘肃、黑龙江发行规模降幅超过 50%。**净融资方面**，浙江和江苏城投债净融资规模突破 1500 亿元，但同比略有下降；受上年同期净融资规模基数较小影响，北京、山西、河北等地区净融资增速较快。同期，城投债净融资为负的省份数量收窄，东北地区、云南、贵州城投债净偿还规模缩小，甘肃城投债净偿还规模同比有所扩大。



注：内蒙古自治区2022年上半年及2023年上半年均未发行城投债，宁夏回族自治区2022年上半年未发行城投债，2023年上半年发行城投债54.70亿元

资料来源：联合资信根据Wind整理

图6 上半年各省份城投债发行规模及同比变化情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据Wind整理

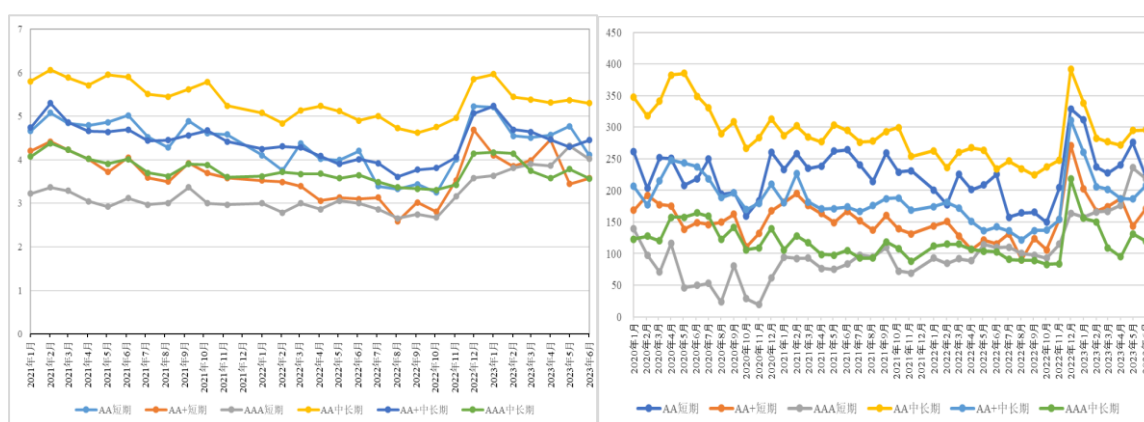
图7 上半年各省份城投债净融资情况（单位：亿元）

### （三）发行利率和利差

大部分地区发行利率及发行利差同比明显上行，不同区域分化明显。甘肃、天津、云南、辽宁和青海地区城投债发行利差均持续走扩。

2023年上半年，除AAA级短期城投债发行利率和发行利差波动上行外，其他各等级各期限城投债发行利率及发行利差均呈波动下行态势；与上年同期相比，各等级各期限城投债发行利率及发行利差均明显上行。分月来看，2022年底，受地产政策扩容和理财产品赎回潮等因素影响，城投债发行利率和发行利差上行至高位；2023年1月，资金面整体仍较为紧张，短期城投债发行利率小幅回落，各等级中长期城投债发

行利率基本维持在上年底的高位，发行利差开始有所收窄；2—3月，随着资金面逐步好转，央行降准释放流动性，城投债发行利率和发行利差整体较年初明显下行；4月，各级别短期城投债发行利率及发行利差有所回升，中长期城投债发行利率和发行利差持续回落；5—6月，各级别、期限城投债发行利差有所分化，除AA级中长期城投债发行利差持续上升外，其余各级别各期限城投债发行利率和发行利差均呈现波动，AAA级各期限城投债发行利率及利差先增后减，AA+级各期限城投债发行利率及发行利差先减后增。



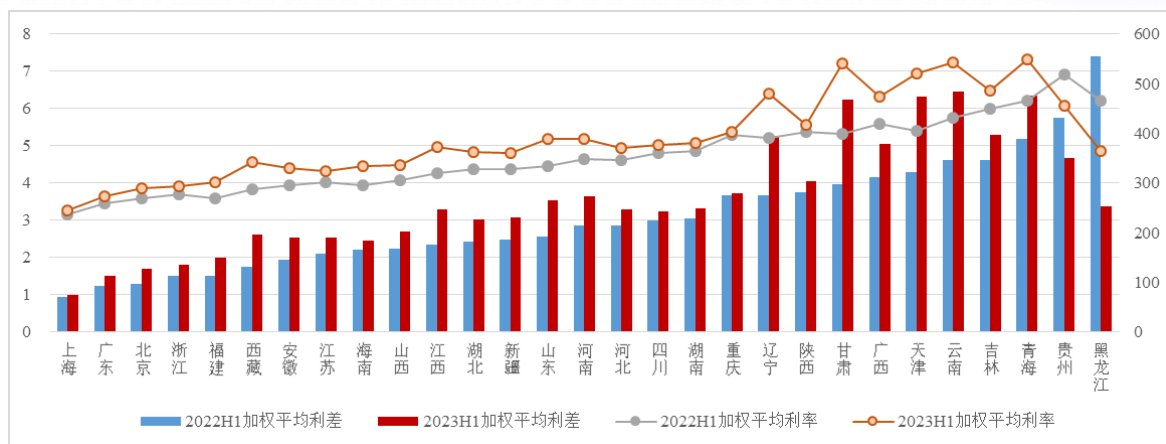
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图8 发行利率走势（单位：%）

图9 发行利差走势（单位：BP）

分区域来看，2023年上半年，大部分地区城投债发行利率和发行利差整体均明显上升，各省份上升幅度差异明显；其中，甘肃、天津、云南、辽宁和青海地区城投债发行利率和发行利差同比均大幅走扩，发行利率同比上升超过1个百分点，发行利差上行85bp；其次，山东、江西和广西城投债发行利率和利差同比上行幅度亦较大，发行利差同比上升均超过67BP；上海和重庆的城投债发行利率和发行利差变化均较小。贵州当期城投债发行主体集中于省本级和贵阳市本级，黑龙江但其城投债发行主体主要为哈尔滨市平台，带动其发行利率和利差同比均有所下降。



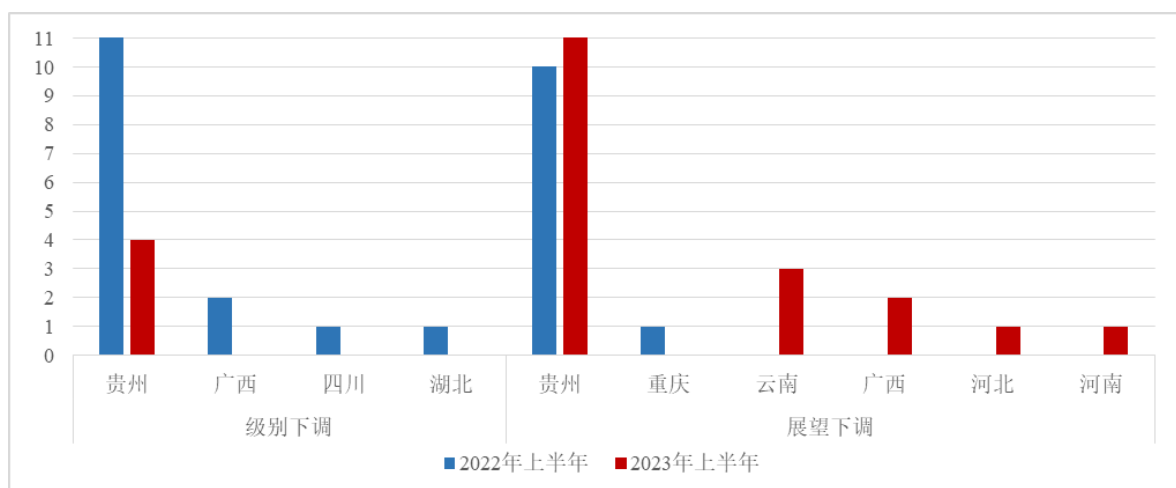
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 主要地区 AA+级城投债发行利差变化情况 (单位: BP)

#### (四) 级别调整

上半年，涉及主体级别或评级展望下调的城投企业仍主要分布在贵州省，下调原因主要包括纳入失信被执行人、借款及票据逾期、短期偿债压力大、涉诉较多及担保代偿风险较大等。

上半年，受益于部分区域城投企业进行资产重组、企业地位提升且政府支持力度加大，主体评级上调的城投企业数量同比明显增加。主体级别或展望下调的城投企业数量同比有所减少，其中主体级别调降的城投企业 4 家，较 2022 年上半年减少 11 家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业 18 家，较 2022 年上半年增加 7 家。其中，级别或展望首次下调企业 15 家，持续下调企业 7 家。从地域分布来看，下调企业主要分布在贵州、广西、云南等地区，其中贵州城投企业约占 70%。从下调原因来看，主要包括被纳入失信被执行人、存在较多被执行信息、出现借款逾期及欠息、票据逾期、对外担保出现违约、面临很大短期偿债压力、或有负债风险大、股权及资产划出等。





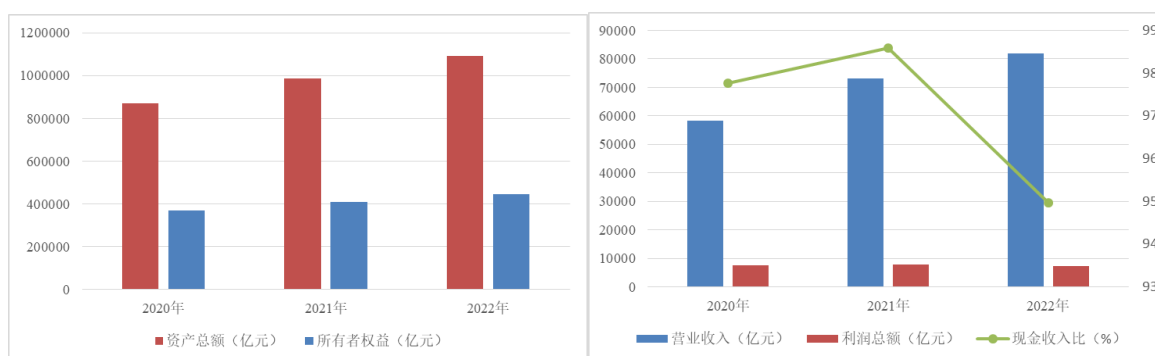
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 上半年城投企业主体级别及评级展望下调分布情况

### 三、城投企业财务变化情况

发债城投企业债务余额持续增长，债务增速放缓，但短期偿债压力进一步凸显；不同地区城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化，部分地区现金类资产对短期债务的覆盖较低，需关注相关城投企业流动性压力。

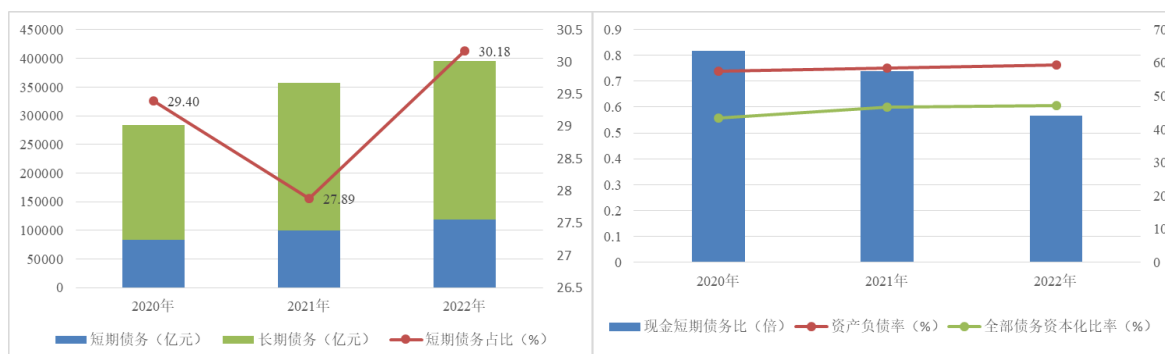
近年来，面临复杂多变的内外部环境，城投企业承担稳增长和防风险的双重压力，自身流动性压力有所加大。联合资信选取 2020-2022 年披露年报的 2281 家城投企业（已剔除子公司）作为样本分析，在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下，发债城投企业资产及净资产持续增长，营业收入增速较快，但利润规模波动下降，回款滞后导致经营获现能力下降；债务余额增速虽有所放缓，但为满足项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务负担持续加重；2022 年底短期债务占比明显提升，现金类资产对短期债务覆盖程度持续降低，流动性压力进一步凸显。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 12 资产及净资产变化情况

图 13 营业收入及利润总额变化情况

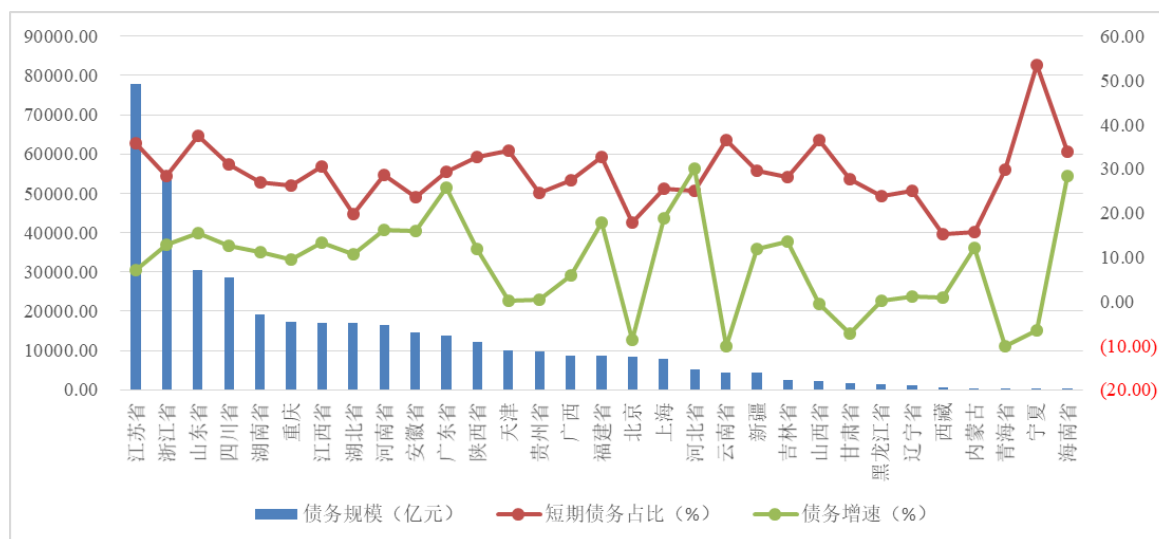


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 债务变化情况

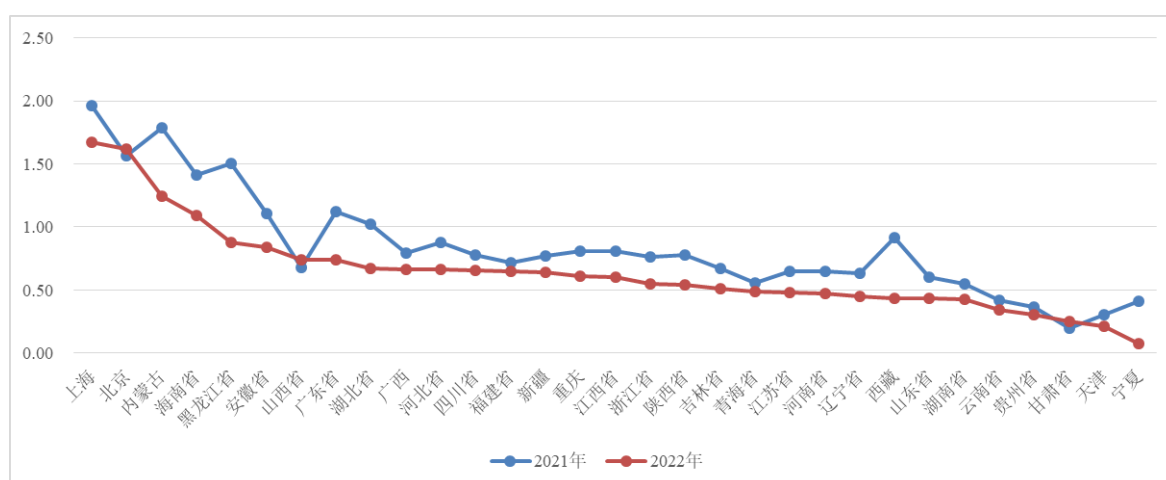
图 15 短期偿债能力变化情况

分区域来看，各地城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化。截至 2022 年底，江苏、浙江和山东发债城投企业有息债务规模仍位居前列，东三省、西北部省份及海南发债城投企业债务规模较小。山西、宁夏、甘肃、北京、云南、青海等地发债城投企业债务规模下降，河北、海南、广东、上海、河南等地发债城投企业债务规模增长较快。从债务期限结构看，宁夏发债城投企业短期债务占比超过 50%，山东、云南、山西、江苏、天津等地短期债务占比在 30%~40%之间，债务短期化较明显。截至 2022 年底，发债城投企业短期偿债能力进一步弱化，发债大省中的天津、山东、湖南和云南、贵州等地发债城投企业现金类资产对短期债务的覆盖程度较低，凸显区域内城投企业流动性压力上升。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 2022 年底各地区发债城投企业债务情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

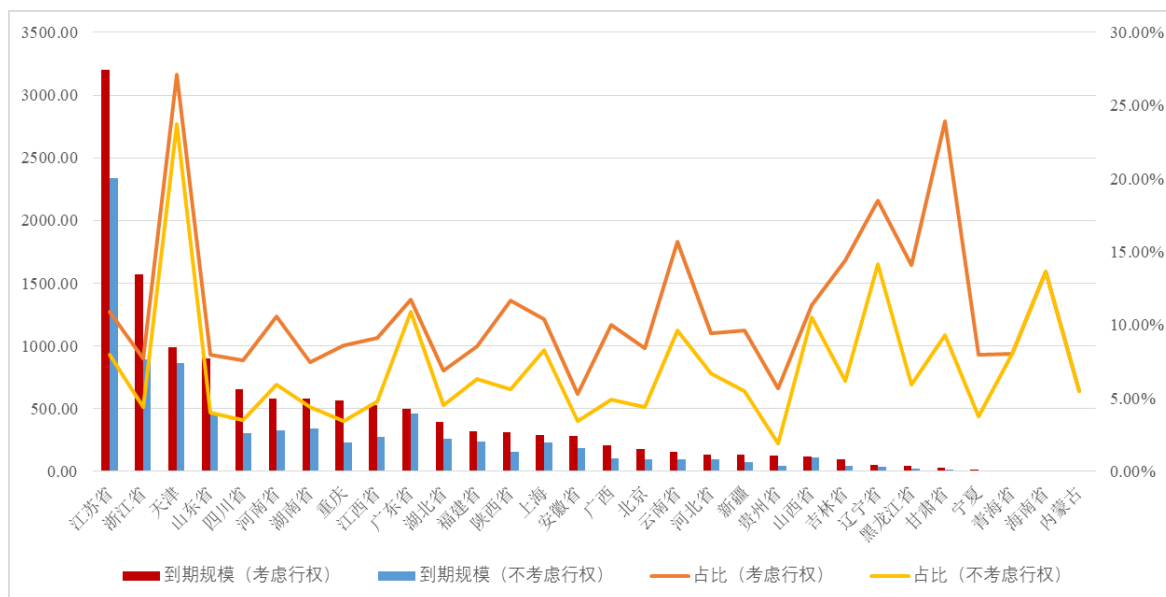
图 17 各地区发债城投企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）

## 四、展望

**关注隐性债务化解工作的持续推进。**上半年，“稳增长”政策靠前发力，国民经济回升态势良好，稳增长压力有所缓解。同时，防范化解地方政府债务风险的监管要求持续连贯，“遏增化存”的主基调保持不变，而隐性债务化解即将进入“攻坚克难”的后半程，且年初政府工作报告中提出优化债务期限结构、降低利息负担等要求，对于政府债务负担较重、财政实力较弱、优质资源较少的地区，地方政府及作为化债主力军的城投企业仍面临较大的隐性债务化解压力。

**关注尾部区域及城投企业流动性风险。**上半年，城投行业延续了 2022 年以来“有保有压”的融资监管政策，整体融资并未见明显改善。加之财政运行将在较长一段时间内处于“紧平衡”状态，地方政府在城投企业政府回款及财政补贴等方面的支持能力有所弱化。2023 年以来，部分区域城投企业票据逾期、非标及银行借款逾期等情况时有发生，流动性压力凸显并通过区域互保链条传导，进一步加大了区域风险并导致区域融资环境恶化。在此情况下，城投企业债务风险化解有赖于地方政府对当地银行等金融资源的整合及协调能力，而尾部区域金融资源较为有限，需关注尾部区域及城投企业的流动性风险。

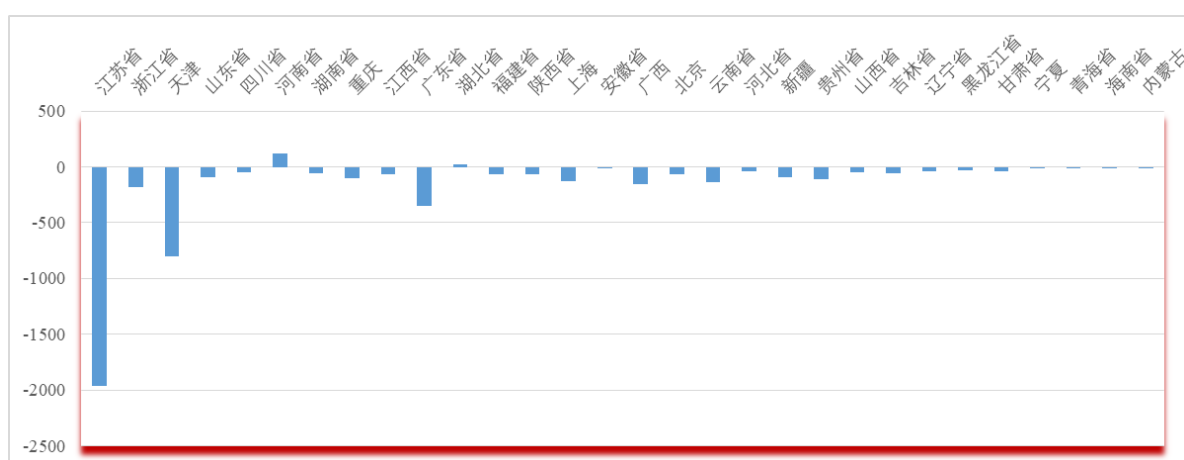
**关注三季度城投债到期兑付压力上升。**截至二季度末，存续城投债余额近 14 万亿。假设含权债券全部选择行权，三季度到期城投债规模合计 12926.12 亿元，其中，江苏、浙江、天津、山东及四川城投债到期规模位列前五，而天津、甘肃、辽宁及云南三季度到期城投债规模占存续城投债比重均超过 15%，城投债集中兑付压力较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 三季度城投债到期区域分布情况（单位：亿元）

从行政级别来看，三季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为 46.36%和 37.01%。2021 年以来，地方政府隐性债务高压监管下，行政层级较低、信用资质较弱的城投企业融资政策收紧程度更大，区县级城投企业再融资能力有所弱化。浙江、江苏、福建、四川、山东、河北、贵州、湖北等地三季度区县级城投债到期规模占比高，均超过 30%，同时考虑到二季度区县级城投债净融资规模明显收缩，需关注以上地区三季度城投债到期兑付压力。整体上，二季度城投债净融资仅为三季度到期城投债（考虑含权）的 0.28 倍，三季度城投债兑付压力上升。具体来看，各省份差异较大，大部分省份二季度城投债净融资无法覆盖三季度到期规模（不考虑含权）。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 19 二季度城投债净融资规模与三季度城投债到期规模差额（单位：亿元）

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenjialin @lhratings.com](mailto: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。