



# 发行规模大幅回升 区域分化持续

## ——2023 年一季度城投债市场分析

联合资信 公用评级四部 | 张婷婷|张博|张丽斐

2023 年一季度，城投债发行回暖，发行支数及规模增幅均较大，净融资环比明显修复，但部分西部及东北部地区持续净偿还；发行利率和发行利差环比整体呈下降态势。

未来，城投企业继续面临着加大投资力度以及加快债务化解的双重压力，需重点关注城投企业回款情况和投融资压力，以及债务重组、风险事件等对区域融资环境的影响。2023 年二季度城投债到期及回售规模仍居高位，其中甘肃、宁夏、天津和青海到期城投债规模占比较大，山东和四川城投债到期规模较大且区县级城投债占比高，兑付压力有待关注。



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



## 一、政策环境

监管部门强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理；企业债审批权限划转至证监会，债市统一监管取得进展，但弱资质主体企业债发行难度或将加大。

2023 年初，财政部多次会议提出积极的财政政策要加力提效，同时强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理，打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

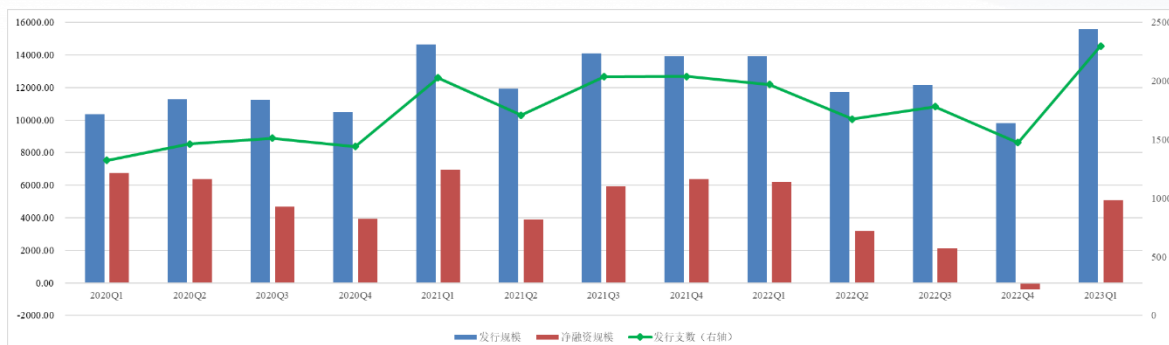
2023 年 3 月，十四届全国人大第一次会议通过《国务院机构改革方案》（以下简称“方案”），方案对科学技术、金融监管、数据管理、乡村振兴等重点领域机构进行职责调整和优化，其中在金融领域方面，提出强化资本市场监管职责，将企业债发行审核职责由发改委划入证监会，精简了公司信用类债券的监管体系，信用债市场多头监管格局有所优化，债市统一监管取得进展。同时，后续企业债发行条件、审核标准或将与公司债趋同，区县级或弱资质城投主体企业债发行难度或将加大。

## 二、一季度城投债市场回顾

### （一）发行概况

2023 年一季度，城投债发行回暖，发行支数及规模同比环比均较大幅增长，净融资额受当期兑付城投债规模较大影响同比有所下滑，环比明显修复。债券融资短期化趋势持续，AA<sup>+</sup>级城投企业发行规模同比环比增幅最大，AA 级城投企业净融资明显上升、发债对担保增信依赖仍较大，区县级主体城投债发行规模同比明显增长、净融资却同比收缩，弱资质城投企业融资改善情况仍需持续关注。

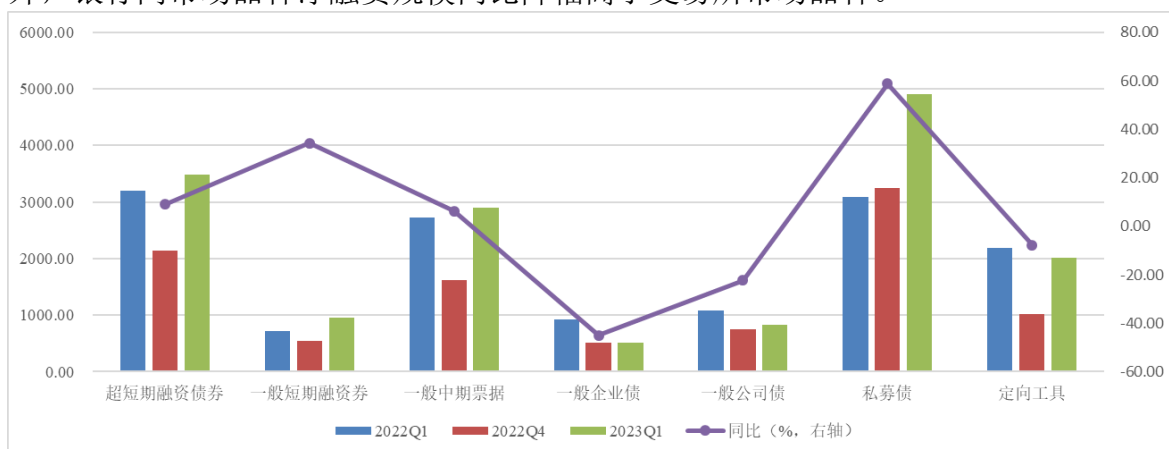
2023 年一季度，城投债发行情况有所回暖，城投债发行 2298 支，发行规模 15607.31 亿元，同比分别增长 16.59%和 12.18%；环比分别增长 55.80%和 59.06%，环比增幅显著，整体发行规模位于 2020 年以来的高点。净融资方面，2023 年一季度城投债到期规模仍较大，当期城投债净融资额同比下降 18.24%至 5069.98 亿元；环比来看，2023 年一季度城投债净融资额扭转 2022 年四季度净偿还的态势，恢复至较高水平。此外，募集资金用途中用于借新还旧的比例同比继续升高，达 82.78%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

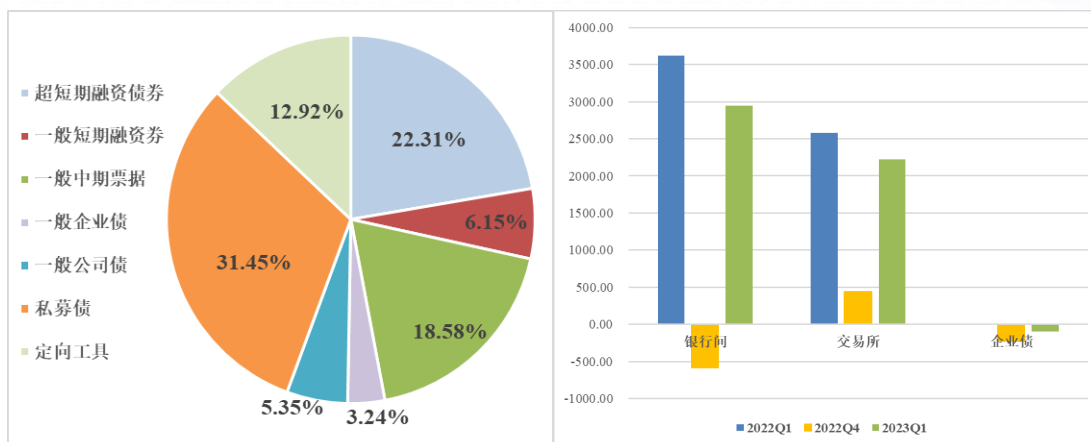
**图1 2020年以来城投债发行和净融资情况（单位：亿元、支）**

从发行品种看，2023年一季度，城投债发行仍以公司债、短期融资券及中期票据为主，发行规模合计占 83.84%。私募公司债和一般短期融资券同比较快增长，增速分别为 58.76%和 34.23%，募集资金中超过 95%用于偿还存量债务；企业债发行规模进一步减少，同比下降 45.01%。净融资方面，短期融资券净融资有所增长，各类中长期债务融资工具的净融资规模同比呈现不同程度下降，债券融资短期化趋势持续。此外，银行间市场品种净融资规模同比降幅高于交易所市场品种。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图2 各品种城投债发行规模变化（单位：亿元、%）**



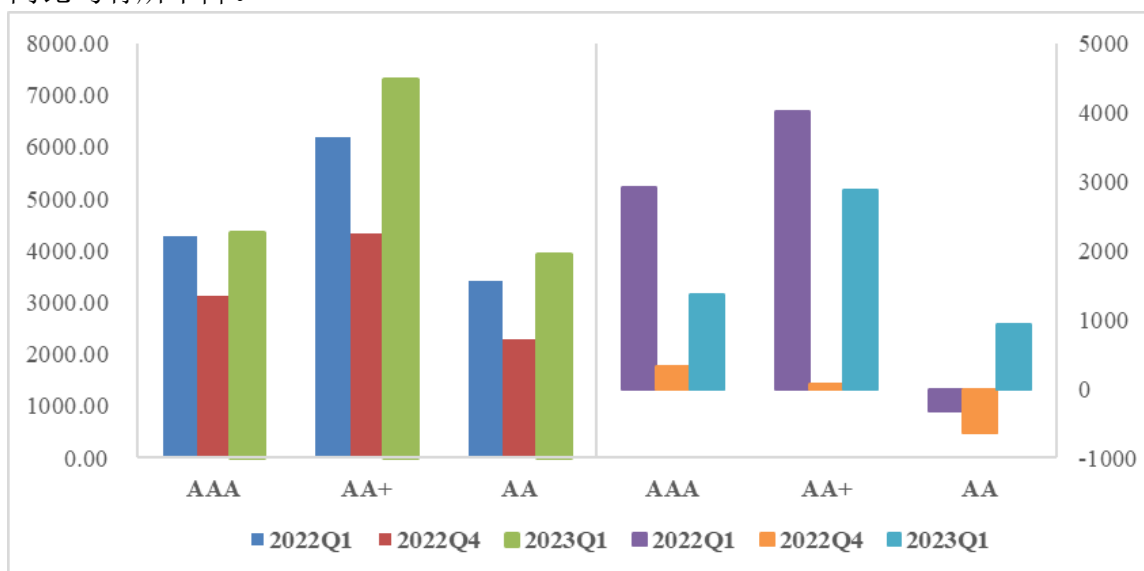
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 一季度城投债发行品种分布

图4 不同市场城投债净融资变化情况(单位: 亿元)

按照主体信用等级分布统计，2023 年一季度，AA<sup>+</sup>及以上主体发行规模和净融资分别占 74.55%和 83.70%。具体来看，各级别城投企业发行规模同比及环比均有所上升，其中，AA<sup>+</sup>级城投企业发行规模同比环比增幅最大，分别增长 17.65%和 68.10%。净融资方面，AA 级城投企业净融资较明显上升，实现净融入 924.53 亿元，改变 2022 年一季度和四季度净偿还的局面；AAA 及 AA<sup>+</sup>级城投企业净融资额环比明显上升，同比均有所下降。

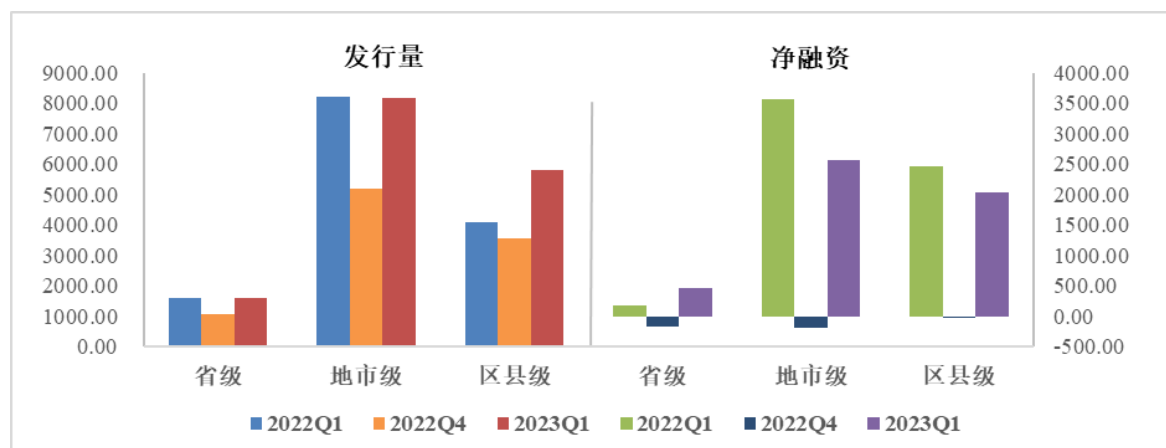


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 不同级别主体城投债发行和净融资规模变化情况(单位: 亿元)

从行政层级上看，2023 年一季度，地市级主体仍是城投债发行主力，发行规模 8183.32 亿元，占比 52.43%。与上年同期相比，省级主体和地市级主体城投债发行规

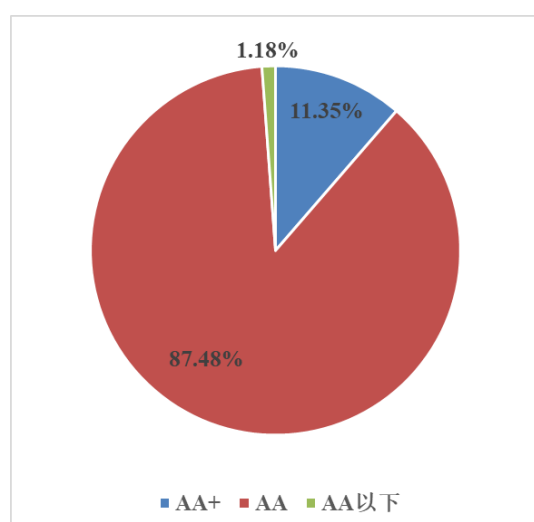
模变化不大，区县级主体城投债发行规模同比增长 42.44%。净融资方面，省级主体城投债净融资规模同比有所上升，地市级和区县级城投债净融资规模同比均有所下滑，下降幅度分别为 28.06%和 17.14%。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

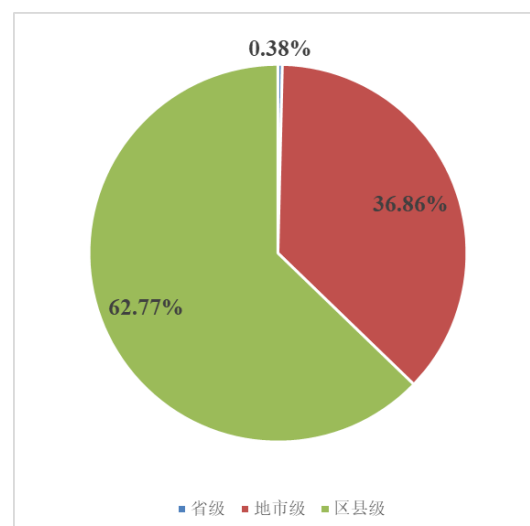
图 6 各行政级别城投债发行规模及净融资变化情况

从债券担保情况来看，2023 年一季度，有担保的城投债发行主体级别仍主要集中于 AA，行政级别以区县级为主。AA 级主体发行城投债中，有担保的债券占 44.05%，占比较上年同期保持稳定；严监管背景下，AA 级主体发债对担保增信依赖较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 7 有担保城投债主体级别分布情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 有担保城投债主体行政层级分布情况

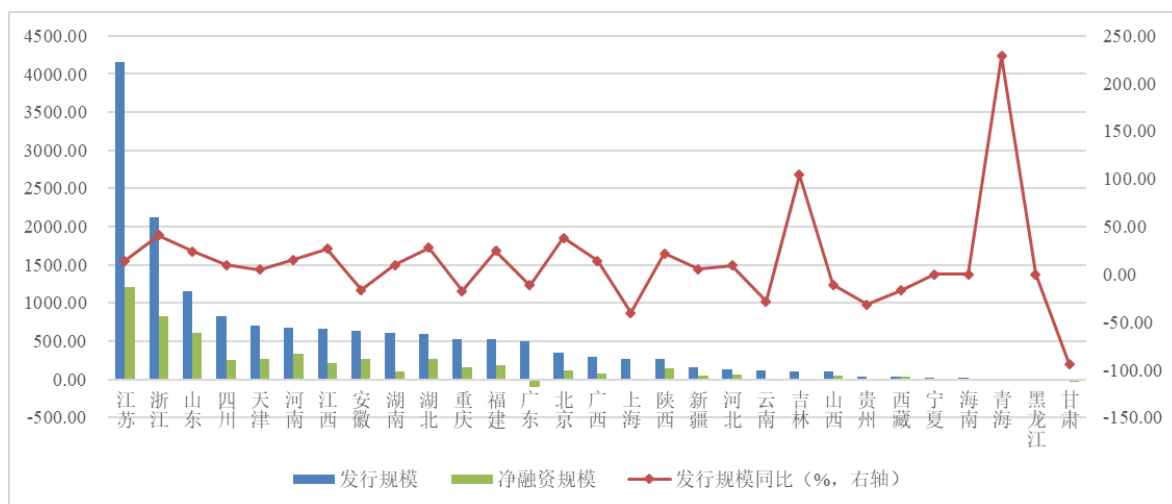
## （二）分区域发行情况

大多数地区城投债发行规模同比均有所增长，苏、浙、鲁地区城投债发行规模和



净融资额稳居前三，但净融资规模同比均有所收缩；部分西部及东北部地区持续净偿还，再融资环境未见明显修复。

2023 年一季度，大多数地区城投债发行规模同比均有所增长，其中江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三，发行规模合计占全国的 47.58%；而贵州、西藏、宁夏、海南、青海、黑龙江、辽宁、甘肃发行规模不足 50 亿元。发行规模大于百亿的省份中，吉林发行规模同比增幅最大，为 104.01%，其后为浙江和北京，发行规模同比增长约 40%；安徽、重庆、广东、上海、山西、云南地区的发行规模同比均有所下降。净融资方面，出现净偿还的区域包括甘肃、贵州、辽宁、云南和黑龙江，部分西部及东北部地区净融资表现持续欠佳，再融资环境未见明显修复；江苏、浙江和山东净融资规模位居前列，均超过 600 亿元，但净融资规模同比均有所下降，分别下降 13.42%、18.06%和 9.26%；天津一季度净融资 273.88 亿元，同比增长 187.70%，但新发行城投债中一年以内的规模占比超过 90%，短期化趋势明显，区域再融资环境仍有待改善。



注：辽宁省和内蒙古自治区 2023 年一季度未发行城投债，辽宁省偿还规模 17.00 亿元，内蒙古自治区无债券偿还，发行规模增长率未显示

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

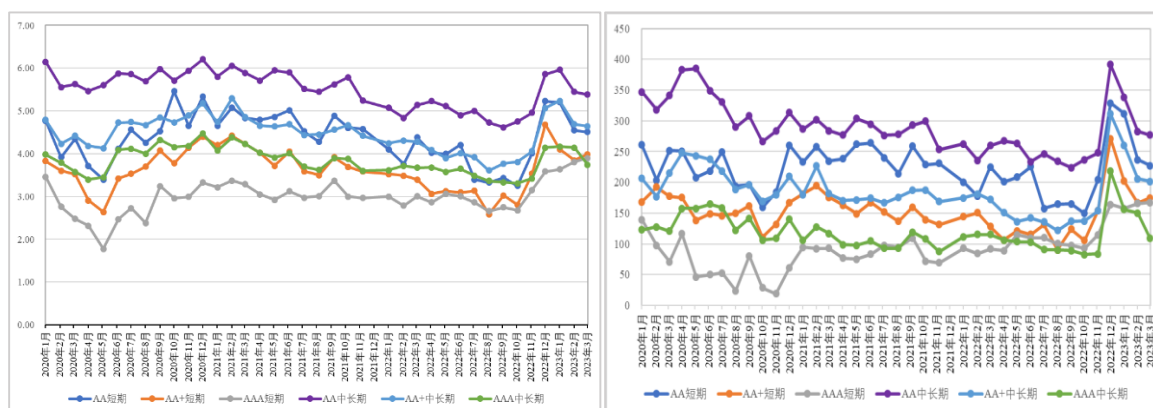
图 9 2023 年一季度各地区城投债发行及净融资规模情况（单位：亿元）

### （三）发行利率和利差

城投债发行利率和发行利差同比均明显上升，环比整体呈下降态势。甘肃、云南、天津和广西等地城投债发行利差同比上升超过 100BP，山东、江西和安徽城投债发行利差同比上升超过 60BP。

2023 年一季度，与上年同期相比，各级别各期限城投债发行利率和发行利差均明显上行；环比来看，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 年一季度，除 AAA 级短期城投债外，其余各级别各期限城投债发行利率和发行利差整体呈下行趋势。具体来看，1 月，受春节前后取现需求较大影响，资金面整体仍较为紧张，除 AA<sup>+</sup>级短期城投债发行利率较明显下降外，其他各级别各期限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 月，随着资金面逐步好转，城投债发行利率和发行利差整体较年初明显下行；3 月，央行降准释放流动性，除 AA<sup>+</sup>级和 AAA 短期城投债发行利率和利差小幅回弹外，其他各级别各期限城投债发行利率和发行利差均保持下行态势。



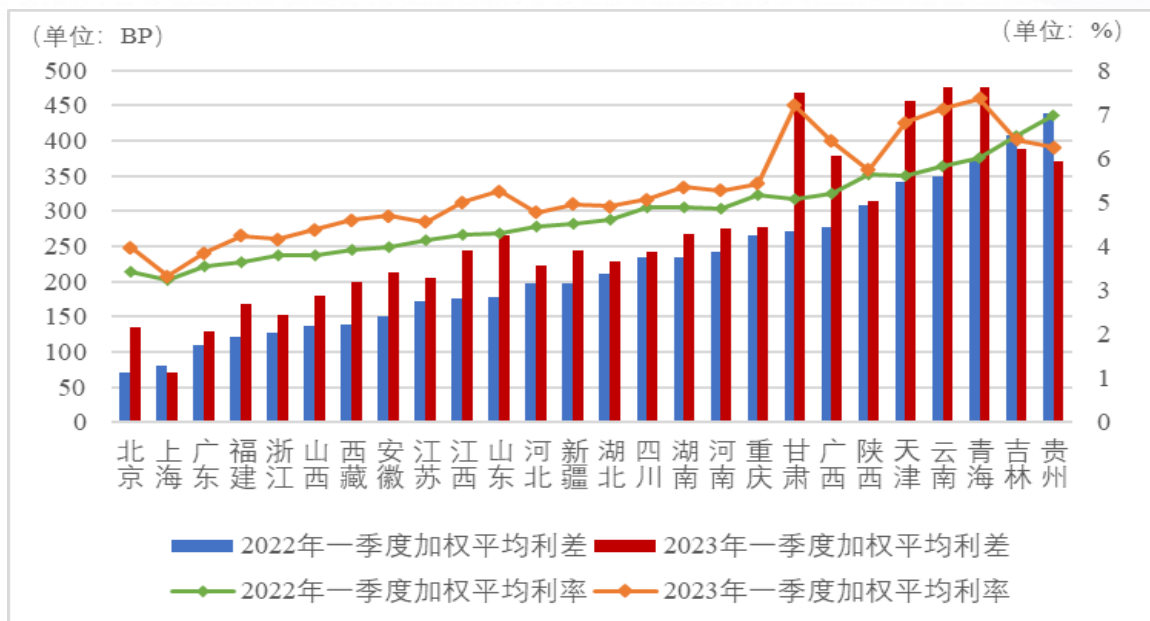
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图 10 发行利率走势（单位：%）**

**图 11 发行利差走势（单位：BP）**

分区域来看，2023 年一季度大部分省份城投债发行利率和发行利差同比均有所上升，但上升幅度差异明显。其中，发行利率和发行利差同比大幅走扩的省份包括甘肃、广西、天津、云南和青海，发行利差同比上升均超过 100BP；其次，山东、江西和安徽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 60BP；贵州当期城投债发行主体集中于省本级，带动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 12 主要地区城投债发行利率和发行利差同比变化情况

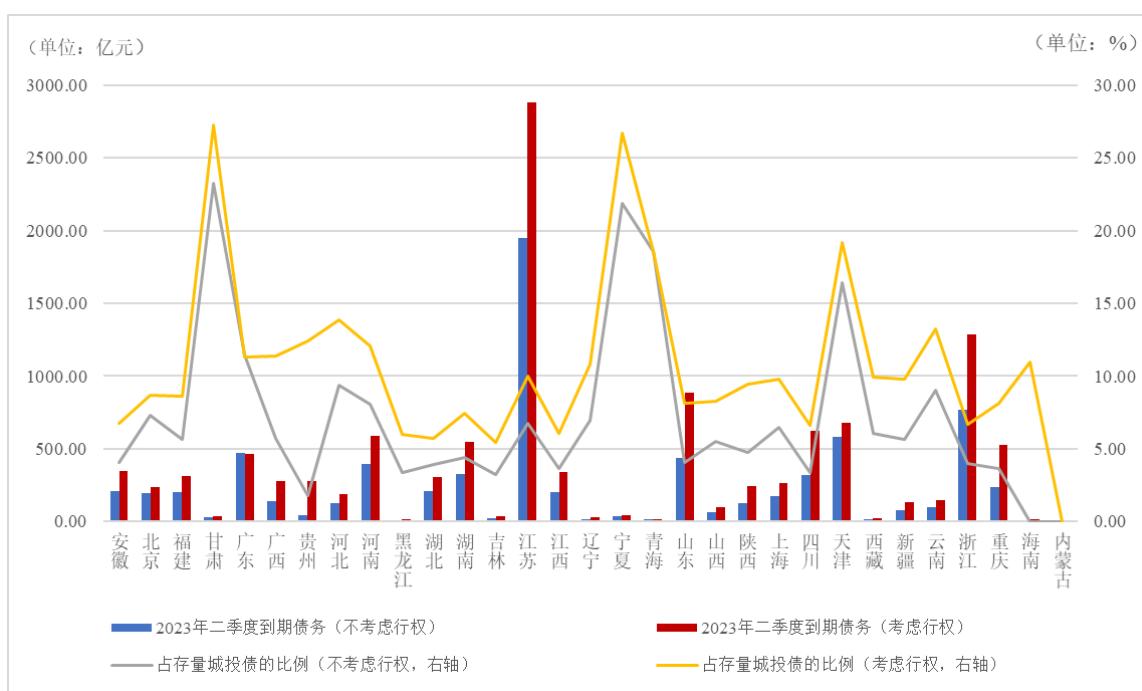
### 三、展望

在中央加大稳增长力度和加快地方政府隐性债务化解的背景下，未来城投企业继续面临着加大投资力度以及加快债务化解的双重压力，需重点关注城投企业回款情况和投融资压力，以及债务重组、风险事件等对区域融资环境的影响。2023 年一季度，全国经济企稳回升，基础设施投资同比增长 8.8%，带动国内生产总值同比增长 4.5%；国务院《2023 年政府工作报告》提出加快基础设施投资建设、争取 2023 年全国实现生产总值增长 5%左右的发展目标，并继续要求防范和化解地方政府债务风险，遏制增量、化解存量，同时更为细化地提出优化债务期限结构，降低利息负担等要求。经济实现稳增长良好开局的同时，对地方政府债务风险防控仍保持着高压监管态势。未来一定时期内，城投企业仍将面临加大投资力度和债务化解兼顾的局面。在此背景下，各地促经济增长政策持续发力，城投企业投融资需求明显上升，考虑到 2022 年一季度房地产开发投资同比仍下降 5.8%，未来房地产及土地出让市场回暖情况尚有待观察，需重点关注城投企业回款情况和投融资压力。2023 年以来，多地城投企业新增商票逾期、非标违约等风险事件，体现出部分城投企业经营及流动性趋紧走势，考虑到部分区域互联互通现象突出，风险相互交织，需关注平台风险通过担保链条、特殊条款等方式蔓延，进而引发区域融资环境恶化的风险。当前，协调银行等金融机构参与地方政府相关债务置换、重组、展期等方式已成为部分再融资压力较大地区化债的重要手段，但需关注债务重组方案、重组后债务清偿顺序等对投资人利益及



区域融资环境的影响。此外，部分再融资压力较大地区非标违约、对外担保逾期的风险事件频出，不利于当地再融资环境的修复，将进一步加大地方债务化解及债务偿付的压力。

**2023 年二季度城投债到期及回售规模仍居高位，其中甘肃、宁夏、天津和青海到期城投债规模占比较大，山东和四川城投债到期规模较大且区县级城投债占比高，兑付压力有待关注。**截至 2023 年一季度末，存续城投债余额约 14 万亿元。其中，江苏城投债余额近 3 万亿元，占存续城投债券余额的比例超过 20%；浙江、山东、四川和湖南城投债余额位列其后，上述五个省份城投债余额合计占比超过 55%，存续城投债区域分布较集中。假设含回售选择权的债券在最近一次回售日全额回售，2023 年二季度到期城投债余额合计约 12450.35 亿元，较 2023 年一季度增长 17.23%。其中，江苏、浙江、山东、天津及四川城投债到期规模位列前五，而甘肃、宁夏、天津和青海二季度到期城投债规模占存续城投债的比重超过 18%，需关注债券集中兑付压力。从行政级别来看，二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 41.35%、和 32.09%；其中四川和山东区县级城投债到期规模占比高，分别为 48.81%和 35.91%，其债务到期偿付情况仍需保持关注。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 2023 年二季度城投债到期区域分布情况

## 联系人

投资人服务    010-8567 9696-8624    [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。