

城投研究

信用分化或进一步加剧，关注地产债向城投领域的风险传导

城投行业 2021 年前三季度回顾及展望之市场运行篇



信用分化或进一步加剧，关注地产债向城投领域的风险传导

——城投行业 2021 年前三季度回顾及展望之市场运行篇

■ 运行情况：城投债发行规模同比有所增长，在信用债中的占比进一步提升

- 一级市场：城投债发行规模同比有所增长，三季度月均发行规模相对稳定。前三季度，城投债发行规模达 4.14 万亿元，同比增长 20.26%。
- 二级市场：交易整体回暖、信用利差整体下行。前三季度，城投债现券交易规模达 12.49 万亿元，同比增长 11.42%，占信用债交易规模的比例约为 44%，持续上升。各期限中债 AA+城投债到期收益率均呈下降趋势，弱资质城投发生债券交易价格异动较多。

■ 信用状况：城投非标风险事件数量同比下降，但评级展望负面调整较多

- 信用事件：非标风险事件数量仍以贵州最多。
- 级别调整：城投平台涉及评级展望负面调整较多。
- 提前兑付：城投债提前兑付规模同比大幅增加。

■ 到期情况：四季度城投债到期或回售规模仍然较高，东部省份尤为明显

- 四季度，城投债面临到期与回售总规模达到 8822.36 亿元，到期压力仍相对较大。
- 城投短期偿债指标等有所恶化，经营性净现金流仍以流出为主。

■ 总结与展望：融资环境整体收紧背景下，城投债区域分化或将更加明显

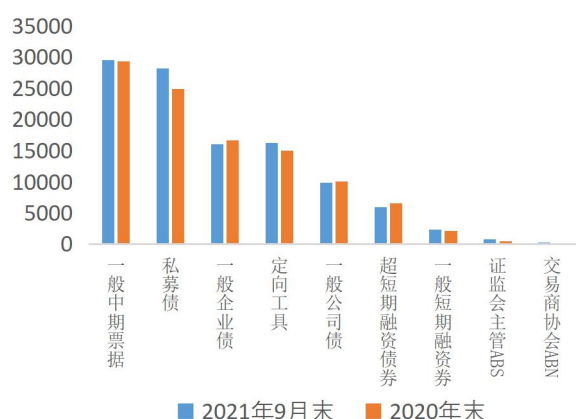
- 四季度城投债发行规模预测。根据中诚信国际预测，四季度城投债净融资规模约为 0.58 万亿元，但不排除融资政策持续收紧导致城投债净融资规模进一步下降的可能。结合四季度城投债到期及回售数据估算，四季度城投债发行规模或在 1.3 至 1.4 万亿元。
- 关注城投融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延。在政策持续收紧城投债再融资、城投平台偿债承压的不利影响下，部分债务接续难以为继的平台可能将首先爆发非标违约，随之而来的担保风险可能将扩大风险的波及范围。
- 关注弱资质城投平台面临的流动性压力，后续是否继续开展隐性债务建制县试点置换。考虑到债券融资面临的流动性压力，叠加银保监会近期对银保机构加强对城投平台提供资金的管理等因素，弱资质城投平台面临的流动性压力边际上升，后续需持续关注相关平台的债务风险。
- 关注 15 号文落地情况，尤其是涉及隐性债务平台名单的流出带来新的信用分化。从投资策略上看，东部地区的城投平台不宜过度下沉，尤其在当前诸多地区信用利差已处于历史较高分位数时需特别关注后续估值风险。
- 关注地产融资收紧对城投债风险的负面传导，尤其是部分依赖土地出让收入的弱资质地区。对于年内土地流拍较多、土地出让收入同比增速下降较为明显的地区后市建议相应规避。此外，部分城投在近年开展市场化转型中涉足了部分地产业务，或与房地产企业联合开发，在地产再融资环境整体有所恶化的背景下，城投涉足的地产业务面临流动性压力或合作开发的地产商陷入流动性危机亦有可能造成地产风险向地方城投风险的负面传导。

2021 年前三季度，随着国内疫情防控工作取得成效，地方经济财政实力逐步恢复，“防风险”的政策目标阶段性超过“稳增长”成为当前一段时间内地方财政工作的主线。为遏制地方政府隐性债务增速有所反弹的形势，交易所、银行间交易商协会、银保监会等监管部门先后下发文件，限制城投平台尤其是涉及隐性债务的城投平台新增债券融资等。年中银保监会[2021]15 号文也从银行贷款方面适当收紧了相关政策；受融资环境收紧的影响，前三季度城投债发行规模小幅上升，但募集资金用于借新还旧的比例进一步提高，发行利率同比上升。受信用债优质资产荒等因素影响，城投债交易利差整体呈下降趋势，特别是短期城投债利差压降较为明显。展望四季度，融资收紧背景下预计城投债净融资规模或不会有太大提升，需持续关注城投融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延、政策影响带来的区域融资分化加剧可能以及弱资质城投平台面临的流动性压力等。

一、运行情况¹：城投债发行规模同比有所增长，在信用债中的占比进一步提升

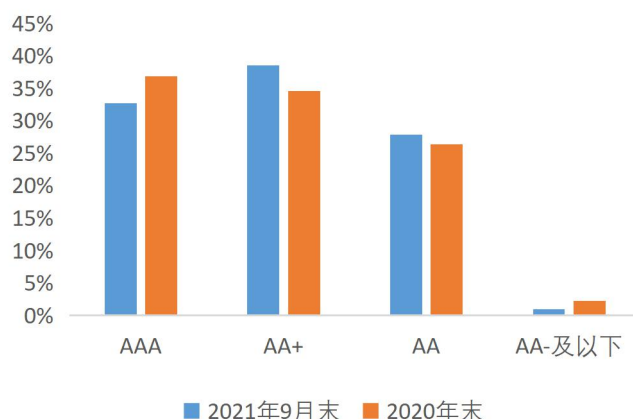
截至 2021 年 9 月末，存量城投债规模达 10.93 万亿元，较 2020 年末增长 4.42%，占存量信用债规模的 38.38%，较上年上升 0.26 个百分点。从债券品种看，存量城投债以一般中期票据、私募债为主，二者存量规模分别为 2.95 万亿元、2.82 万亿元，规模占比分别为 27.03%、25.84%，较 2021 年中分别下降 0.86 个百分点、上升 1.26 个百分点。从信用等级看，AA+及以上依然是存量城投债主要构成，AAA 级、AA+级主体对应城投债规模分别为 3.54 万亿元、4.17 万亿元，规模占比分别为 32.35%、34.66%，较 2021 年中分别上升 0.35 个百分点、2.54 个百分点，主要由于严监管环境下弱资质主体发行债券难度逐渐提高。从行政层级看，地市级主体存量城投债规模最大，达 4.82 万亿元，规模占比达 43.48%，较 2021 年中上升 0.58 个百分点。从行业分布看，按照中诚信国际对发债主体的业务分类，基础设施投融资主体存量城投债规模最大，达 10.56 万亿元，规模占比达 96.67%，较 2021 年中上升 7.88 个百分点。

图 1：存量城投债以中票、私募债为主



数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

图 2：存量城投债以 AA+级主体发行最多



数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

¹ 本文基于中诚信国际基础设施投融资行业口径，并考虑了城投探索市场化转型过程中逐步拓宽业务种类、融合更多公用事业领域和市场化经营的业务来提高自身能力的情况，将部分公用事业、综合等类城投企业纳入统计样本，形成广义城投口径。

图 3：存量城投债以地市级主体发行最多

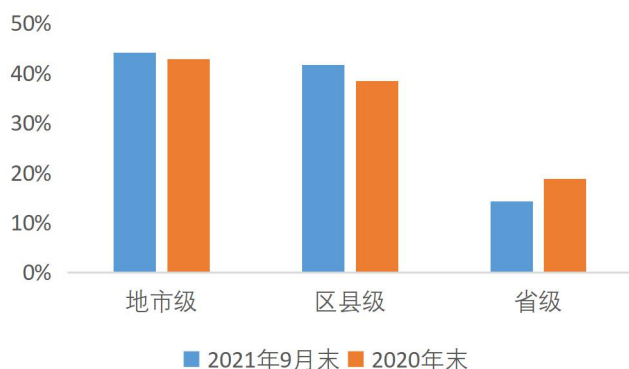
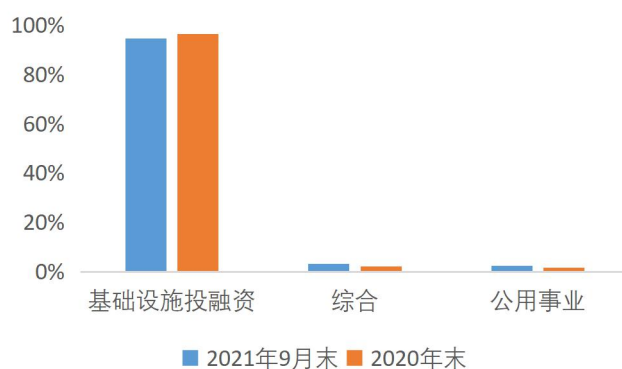


图 4：存量城投债多为基建投融资主体发行



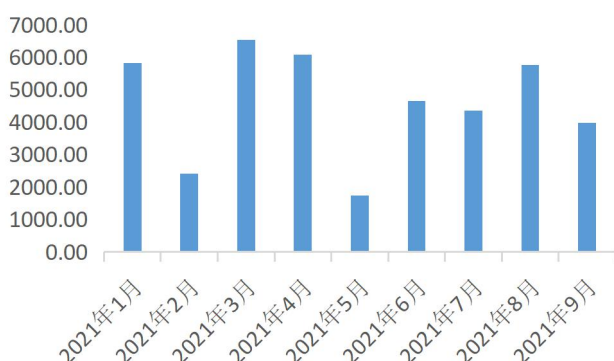
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（一）一级市场：城投债发行规模同比有所增长，三季度月均发行规模相对稳定

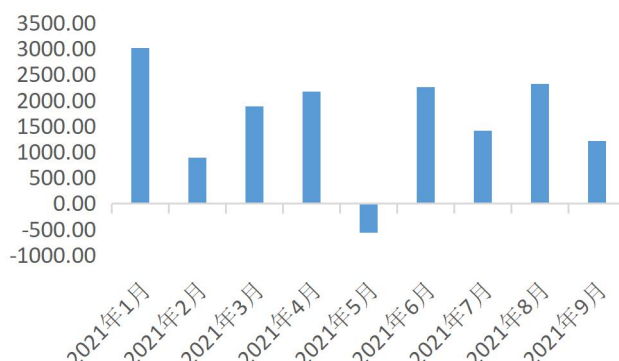
前三季度，城投债发行规模达 4.14 万亿元，同比增长 20.26%。分月份来看，2021 年 1-2 月、3 月、4 月均保持 6000 亿元以上的城投债发行规模，5 月受 2020 年财务报表发布需更新、前期交易所及交易商协会出台分类管理政策限制弱实力地区及弱资质城投主体发行债券等因素影响，城投债发行规模环比下降 71.40% 至 1740.99 亿元，6 月随着财报更新工作完成、债券发行严监管政策被市场消化等因素，城投债发行规模有所回升。7-9 月，城投债月均发行规模与 6 月大体相当，平均为 4696.92 亿元。城投债净融资规模与发行规模基本保持了相同走势，5 月净融资规模由正转负，创 2018 年至今单月最大净流出记录后，6 月净融资规模由 -569.39 亿元大幅反弹至 2252.03 亿元。7-9 月，在城投债发行严监管趋势下，城投债月均净融资规模较 6 月小幅下跌，月均发行规模达 1647.54 亿元。

图 5：2021 年三季度城投债发行规模较为平稳



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 6：2021 年三季度城投债净融资规模略有下降



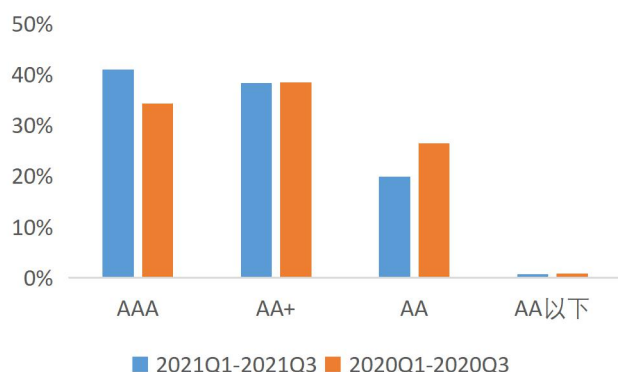
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

1. 城投债发行短期化特征持续，募集资金借新还旧比例进一步攀升

从债券品种看，前三季度城投债发行以公司债最多，规模占比达 31.13%，其次为短融、中票，规模占比分别为 29.24%、21.44%。从资金用途看，涉及借新还旧、项目建设、补充流动资金的城投债发行数量占比分别为 86.29%、4.63%、7.28%，借新还旧比例进一步上升，部分债券募集资金同时涉及多种用途。从主体评级看，AAA 级主体发行城投债最多，规模占比达 41.00%、数量占比为 28.84%，其次为 AA+ 级，规模占比达 38.34%、数量占比为 41.33%。从行业来看，根据中诚信国际的业务分类，基础设施投融资主体发行城投债规模最大，规模占比达 89.69%。从区域看，江苏城投债发行规模最

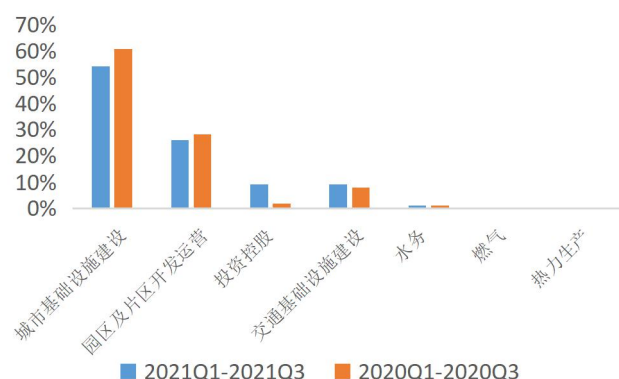
高，达 10693.93 亿元，占同期全国城投债发行总规模的 25.86%，此外浙江、山东、广东城投债发行规模均突破 2500 亿元。

图 7:AAA 级主体所发城投债占比最大



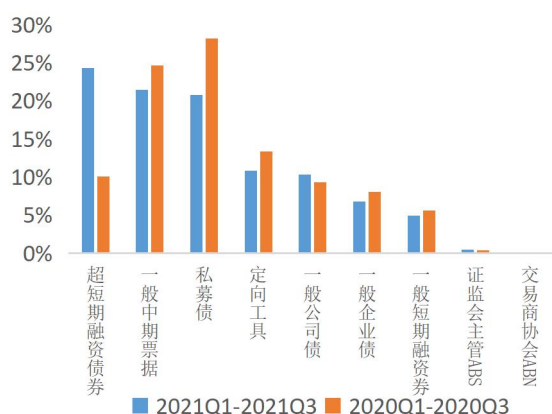
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 8：城市基建领域主体所发城投债占比最大



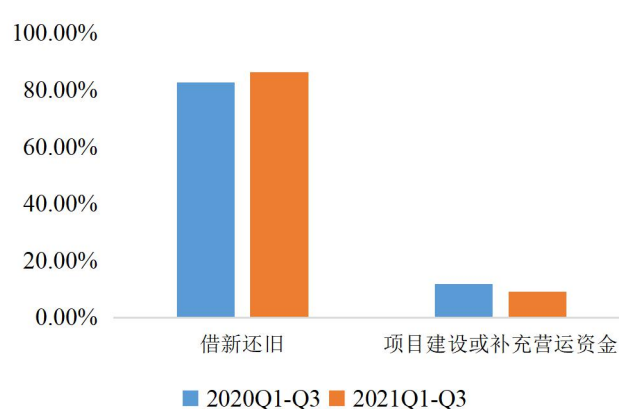
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 9:新发行城投债以超短融、中票为主



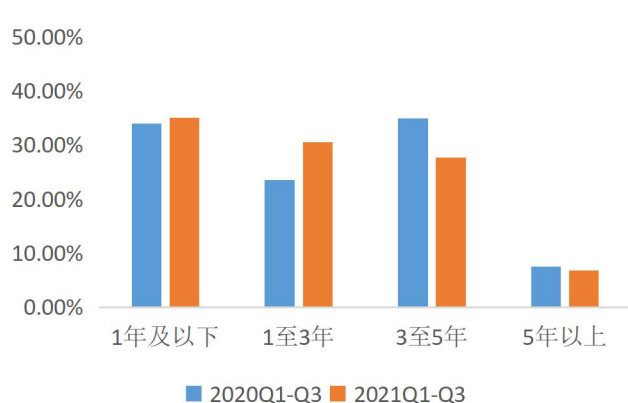
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 10：城投债借新还旧比例进一步攀升



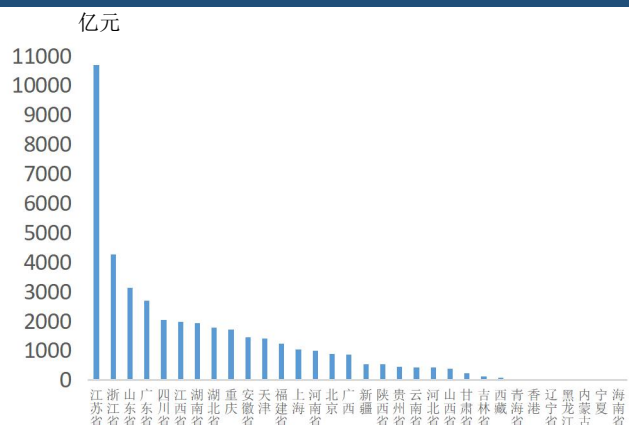
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 11：5 年以下期限城投债占比持续扩大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 12：江苏城投债发行规模居首



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

2. 城投债发行利率波动较大，高行政层级、短期融资券上升最为明显

整体看来，不同于2020年前三季度为应对疫情冲击，“宽货币、宽信用”的政策环境使得城投债发行利率持续走低，前三季度城投债加权平均发行利率较去年同期明显上行，与2020年四季度发行利率中枢大体相当，呈波动态势。从信用等级看，AAA级主体发行利率上行最多，达37.96BP，AA-级主体其次，上行幅度达21.23BP。从债券品种看，短期融资券发行利率同比上行最多，达68.62BP，资产支持证券发行利率同比下行，达43.36BP。从区域看，青海、宁夏城投债发行利率上行较多，同比均超过200BP，贵州城投债发行利率下行较多，同比下行97BP，主要由于省内发债主体以贵州高速等省内相对优质的主体为主，且部分债券带有担保等信用增进措施。从行政层级看，省级、地市级、区县级主体城投债发行利率分别同比变动41.55BP、10.76BP、-3.74BP，省级主体上行最多主要由于云南、天津等区域投资人认可度持续低迷，部分省级争议较大的主体城投债发行利率偏高；区县级主体下降较多主要由于发行严监管背景下部分弱资质主体不再能够发行债券。从主体行业分布看，综合类城投发行利率同比上升43.19BP，上升幅度最大，基础设施投融资主体同比上升14.72BP，上升幅度其次，公用事业类城投发行利率同比下降6.01BP。

图 13: 城投债加权平均发行利率中枢波动较大

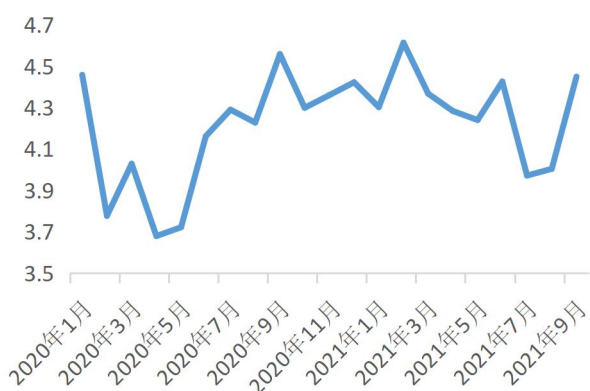


图 14: 高信用等级主体发行成本上行幅度较大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 15: 短融发行成本同比上行幅度最大

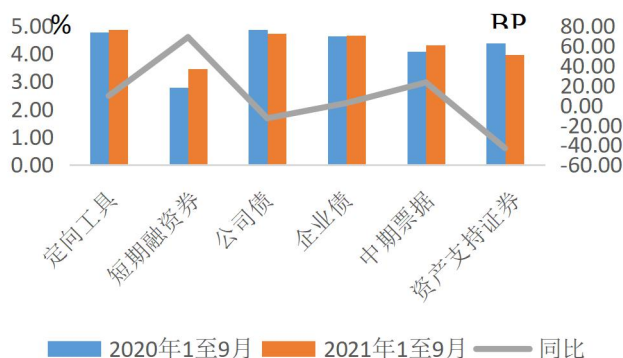
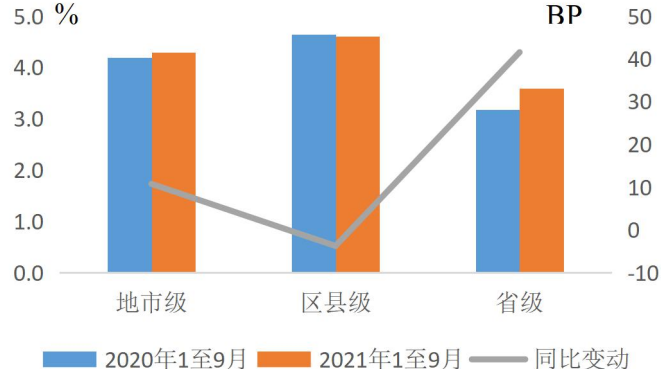


图 16: 高行政级别发行成本上行幅度较大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 17：西南、东北地区城投债发行利率较高

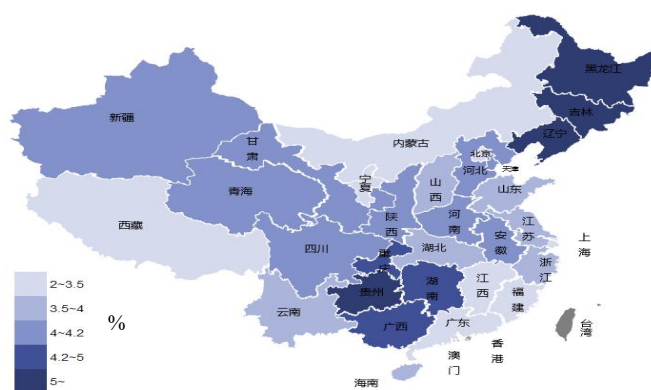
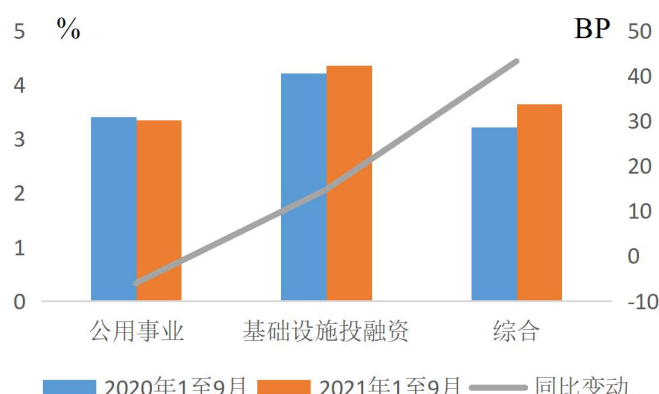


图 18：基础设施投融资企业发行利率最高



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

（二）二级市场：交易整体回暖、信用利差整体下行

1. 现券交易规模同比增长 14%，到期收益率整体呈下降趋势

前三季度，城投债交易明显回暖，现券交易规模达 12.49 万亿元，同比增长 11.42%，占信用债交易规模的比例约为 44%，持续上升。城投债二级市场交易规模变动与一级市场发行规模变动趋势基本保持一致。从到期收益率走势看²，各期限中债 AA+城投债到期收益率均呈下降趋势，其中 30 年期下降最为明显，达 44.57BP，1 个月期对应降幅最小，收益率降幅仅为 11.76BP。

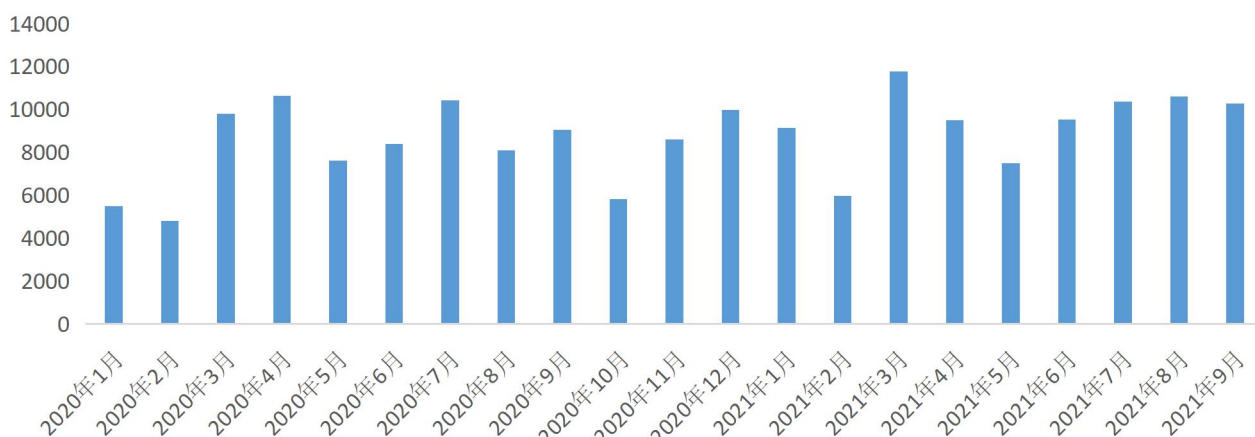
2. 经济财力较弱、行政层级偏低的弱资质城投发生债券交易价格异动较多

根据中诚信国际统计，前三季度共发生 3483 笔城投债异常交易³，这些债券成交净价较估值偏离较大，成交净价与中债估价净价的平均偏离程度为 3.33%。从到期期限看，到期期限在 1 至 3 年的城投债异常成交规模最高，达 966.47 亿元，规模占比达 50.38%；其次为 3 至 5 年，异常成交规模达 460.83 亿元，规模占比达 24.02%。从发行省份看，贵州、天津、江苏是异常成交规模较大的三个省份，前三季度城投债异常成交规模分别为 420.90 亿元、265.29 亿元、227.60 亿元，规模占比分别为 21.94%、13.83%、11.86%。从行政层级看，城投债异常成交以区县级城投为主，对应异常成交规模达 964.18 亿元，规模占比达 50.26%；其次为地市级城投，对应异常成交规模达 665.24 亿元，规模占比达 34.68%；最后为省级城投，对应异常成交规模达 288.86 亿元，规模占比达 15.06%。从信用等级看，AA 级、AA+ 级城投对应债券异常成交规模较大，分别为 830.12 亿元、608.21 亿元，规模占比分别为 43.27%、31.71%。

² 根据 AA+级中债城投债收益率曲线获得。

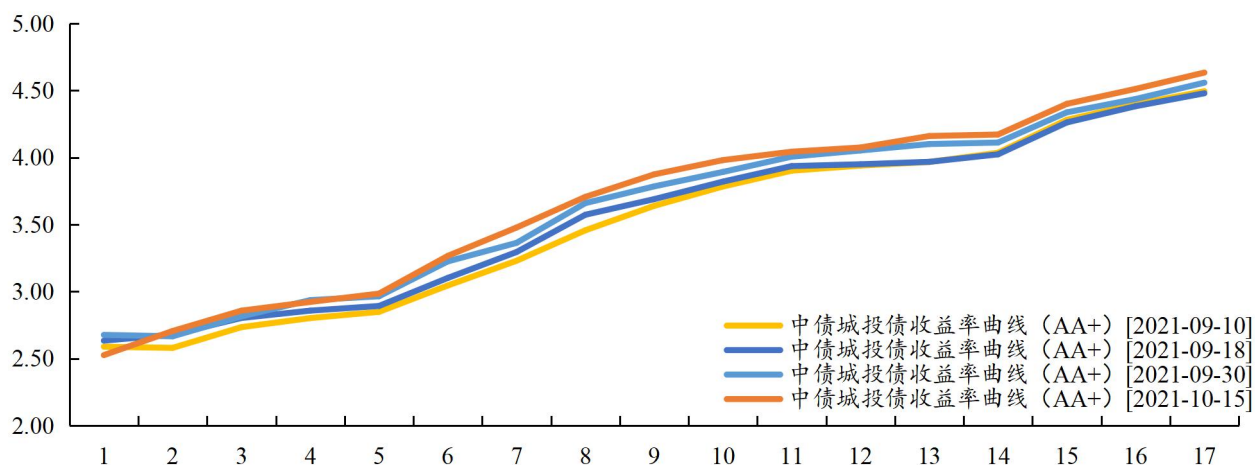
³ 成交异动指成交金额在 1000 万元以上且净价偏离度大于 2% 的交易，偏离度 = (成交净价 - 估值净价) / 估值净价，本报告对异常成交的统计口径为偏离度绝对值大于等于 2%，且成交金额超 1000 万元。

图 19：前三季度城投债现券交易规模同比增长



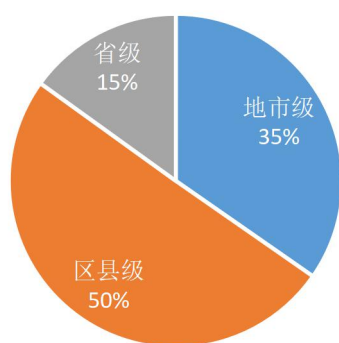
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 20：城投债到期收益率整体下行，其中短端下行最为明显



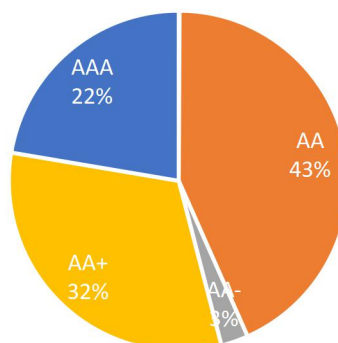
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 21：前三季度城投债异常成交多为区县级



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 22：前三季度城投异常成交以高等级为主

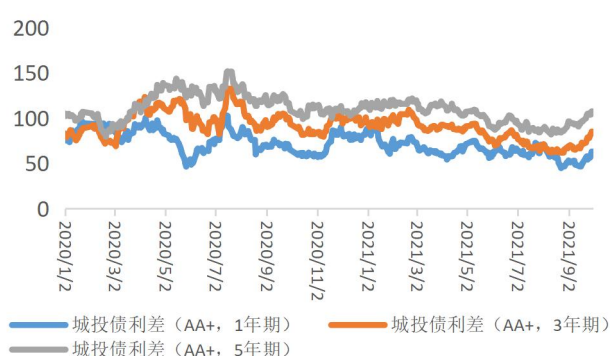


数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

3. 信用利差分化较为明显，短期限收窄最为明显

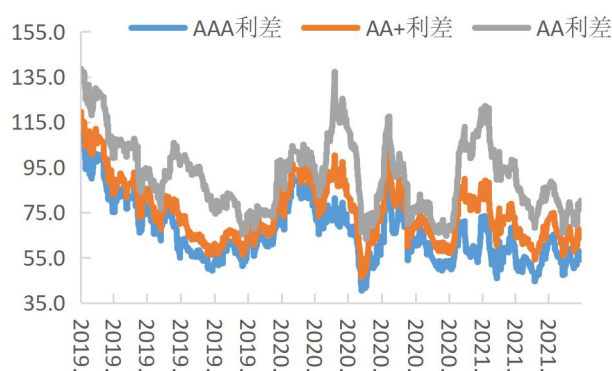
前三季度，在其他行业新增债券违约主体，信用债优质资产较为稀缺等因素的影响下，城投债利差整体呈收窄态势。从期限分布看，短期城投债利差收窄幅度较大，以各期限 AA+级城投债信用利差变动看，1 年期对应利差较年初收窄 15.79BP，3 年期对应利差较年初走阔 2.29BP，5 年期走阔 2.32BP。分信用等级看，低等级城投债利差收窄幅度最大，以 3 年期 AAA、AA+、AA 级城投债信用利差变动看，AAA 级对应利差较年初收窄 2.64BP，AA+级对应走阔 2.29BP，AA 级对应走阔 5.29BP。从区域看，云南、贵州、青海走阔较多，分别为 260.05BP、167.71BP、117.78BP，浙江、福建、江苏收窄较多，分别为 50.99BP、48.24BP、43.77BP。分行政层级看，区县级城投债利差收窄最多，达 22.50BP，其次为省级，降幅达 18.33BP，地市级降幅最低，为 3.73BP。从行业分类看，按照中诚信国际对城投企业的二级行业分类，水务类城投对应利差走阔最多，达 10.33BP，主要由于内蒙古春华水务于 5 月初公告部分债务已逾期，投资控股类城投对应利差下行最多，达 36.56BP。

图 23：前三季度城投债各期限信用利差均走阔



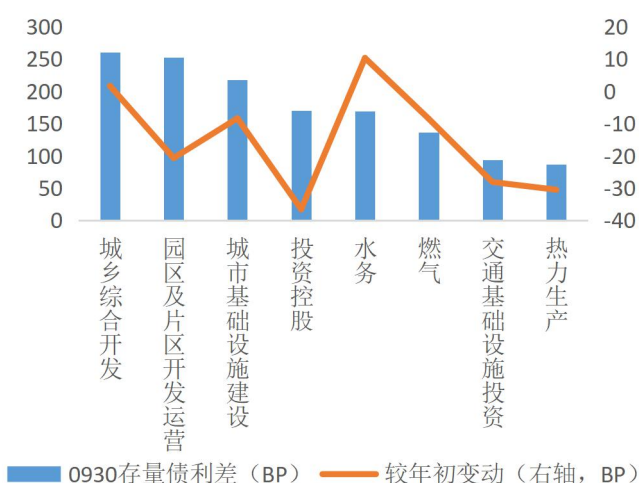
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 24：主体级别越低信用利差走阔幅度越大



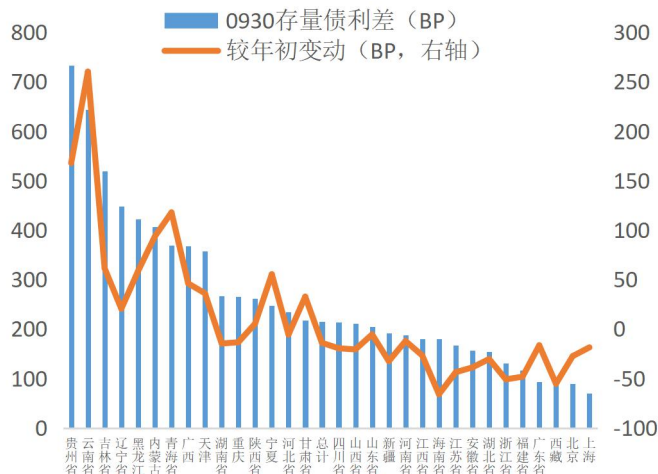
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 25：城乡综合开发主体的城投债信用利差较高



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 26：贵州、云南等地信用利差较高



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

二、信用状况：城投非标违约事件数量同比下降，但评级展望负面调整较多

（一）信用事件：非标违约事件数量仍以贵州最多

前三季度共发生 16 起非标违约涉及 31 家城投平台，风险事件数量同比下降。在 31 家涉事城投平台中，5 家平台既涉及作为融资方的非标违约事件，又涉及作为担保方的非标违约事件；11 家平台仅作为融资方涉及非标违约事件，15 家平台仅作为担保方涉及非标违约事件。从地域分布上看，16 起非标违约中有 9 起发生在贵州，内蒙古、云南各涉及 2 起，河南、四川、天津各涉及 1 起。从行政层级上看，涉事 31 家城投平台中有 19 家为区县级，11 家为地市级，仅 1 家为省级。从违约产品类型上看，13 起非标违约涉及信托计划，融资租赁、私募基金、债权投资计划各涉及 1 起。

图 27：前三季度非标违约仍以贵州多发

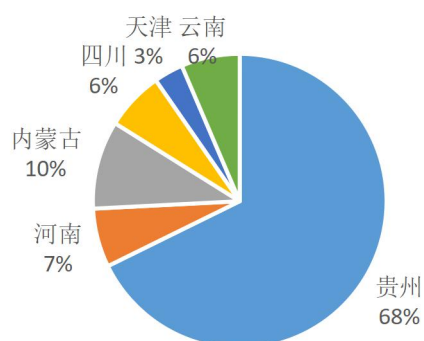
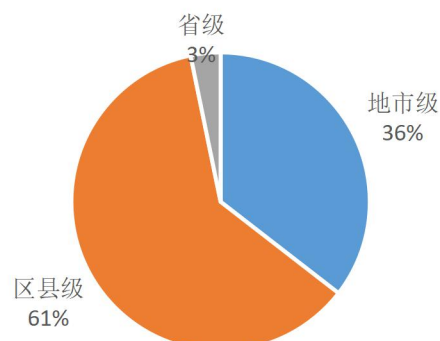


图 28：前三季度非标违约以区县级为主



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

（二）级别调整：城投平台涉及评级展望负面调整较多

前三季度共有 42 家城投平台发生级别（展望）调整，其中 18 家涉及主体级别调整、38 只涉及债项级别调整、16 家涉及评级展望调整。在涉及主体级别调整的 18 家主体中，7 家为下调、11 家为上调。从级别变化看，9 家为 AA 级上调至 AA+ 级，5 家为 AA 级下调至 AA- 级；触发下调的主要因素有地区整体信用状况及融资环境恶化、主营业务回款恶化、营业收入及货币资金规模持续减少、应收类款项及受限资产占比较高、对外担保存在一定或有风险、涉及较多债务履约纠纷等；触发上调的主要因素有区域经济实力持续增强、政府支持力度进一步增强、受益于政府资源的协调等因素债务构成及融资成本有所改善等。从行政层级上看，11 家上调主体中有 7 家为地市级、3 家为区县级、1 家为省级，7 家下调主体中地市级有 4 家、区县级有 3 家；从区域分布看，11 家上调主体中 4 家位于江苏，北京、福建、广东、湖南、山东、四川、浙江各有 1 家，7 家下调主体中各有 2 家位于四川、浙江、广东，另有一家位于湖南。在涉及债项级别调整的 38 只城投债中，32 只同期伴随着主体级别调整。在涉及评级展望调整的 16 家主体中，仅 1 家为上调，其余均为下调。

表 1：2021 年前三季度城投平台主体评级迁移矩阵

调整前/调整后	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA					
AA+	2				
AA		9		5	
AA-					2
A+					

数据来源：中诚信国际整理

表 2：2021 年前三季度城投债项评级迁移矩阵

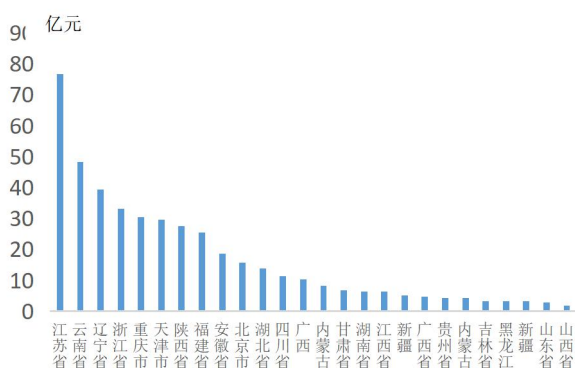
调整前/调整后	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA					
AA+	16				
AA		12		9	
AA-					1
A+					

数据来源：中诚信国际整理

（三）提前兑付：城投债提前兑付规模同比大幅增加

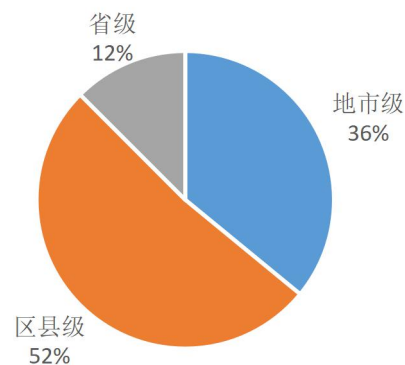
前三季度共有 81 只城投债发布提前兑付公告，提前兑付规模达 441.59 亿元，同比上升 408.39%，考虑到前三季度地方政府再融资专项债有 6183.18 亿元被用于偿还存量债务，而非用于偿还到期地方债本金，或存在部分资金被地方政府用于向城投平台回款随后提前偿还城投债的可能性。从区域分布看，江苏、云南、辽宁公告提前兑付规模较大，分别为 76.66 亿元、48.30 亿元、39.49 亿元。从行政层级看，区县级主体数量占比最高，达 51.56%，地市级主体数量占比其次，达 35.94%。从行业分类上看，按照中诚信国际对城投企业的行业分类，基础设施投融资主体数量占比最高，达 85.94%。

图 29：前三季度江苏城投债提前兑付规模最高



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 30：进行提前兑付的城投债主体多为区县级



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

三、到期情况：四季度城投债到期或回售规模仍然较高，东部省份尤为明显

（一）年内到期及回售总规模约 9000 亿元，地市级、AAA 级城投对应规模占比较高

四季度，城投债面临到期与回售总规模达到 8822.36 亿元，同比下降约 6.89%，但月度到期及回售压力均超过 2500 亿元，压力仍大。从债券类型看，超短期融资券是四季度面临到期或回售规模最大的券种，规模占比达 37%，其次为一般中期票据，规模占比达 21%。从地区看，江苏是四季度城投债面临到期或回售规模最大的省份，若全部回售则城投债需偿还 1708 亿元，债券再融资压力较大。从行政层级看，地市级城投四季度面临的城投债到期或回售规模最大，若 100%回售则待偿还规模达 3102.01 亿元，规模占比达 45.65%；次之为区县级城投，待偿还规模达 2063.14 亿元，规模占比达 30.36%；省级城投最少，待偿还规模达 1630.21 亿元，规模占比达 23.99%。从信用等级看，AAA 级城

投四季度面临的城投债到期或回售规模最大，若 100%回售则待偿还规模达 3102.87 亿元，规模占比达 45.66%；次之为 AA+级，待偿还规模达 2528.13 元，规模占比达 37.20%。

图 31:未来三年城投债将迎到期及回售高峰

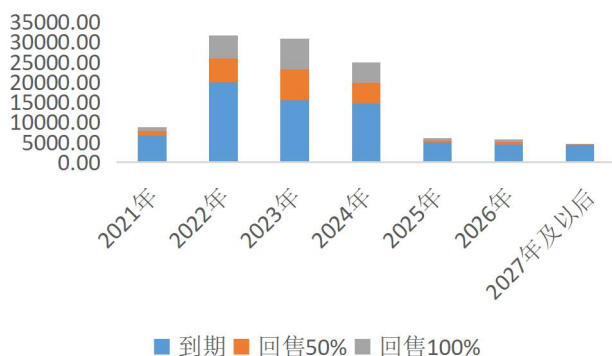
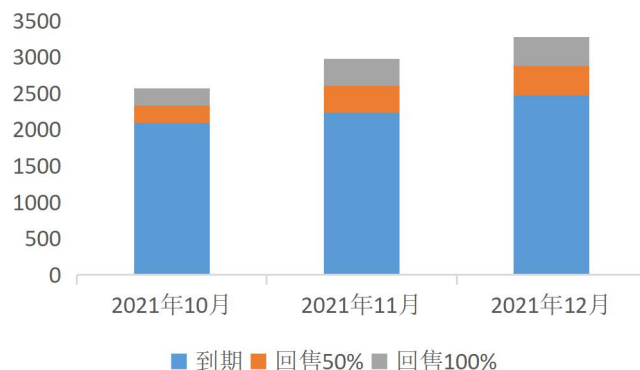


图 32:年内月度到期及回售规模均超 2500 亿元



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 33:年内超短融到期及回售规模居首

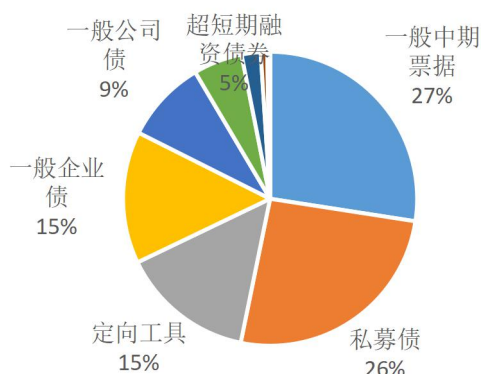
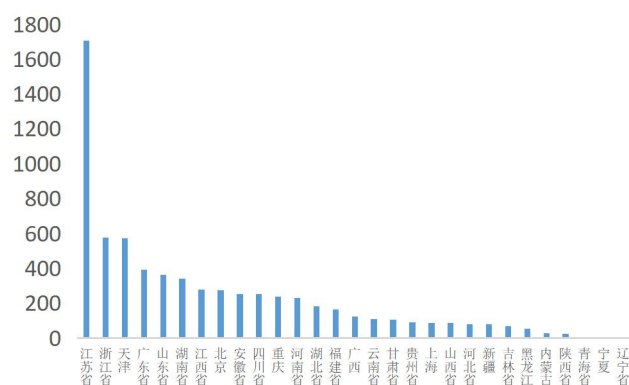


图 34:四季度江苏城投债到期及回售规模最高

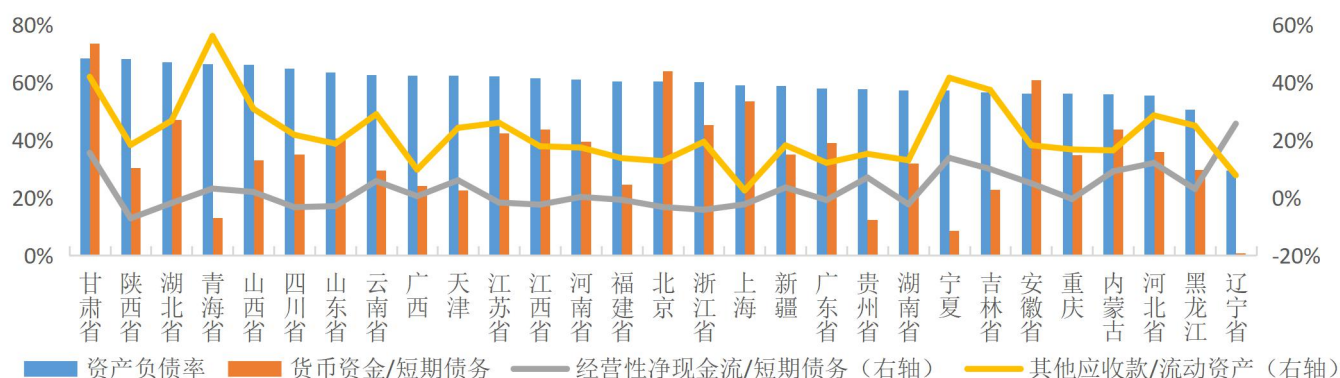


数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 到期及回售主体偿债指标同比多有恶化，经营性净现金流仍以流出为主

根据年内到期及回售城投平台公开财报显示，城投短期偿债指标较去年末多有恶化，盈利指标亦有下降。因各城投平台 2021 年三季报大多尚未披露，因此此处以 2021 年中报、2020 年中报数据均较为完整的，四季度将面临债券到期或回售的城投平台为样本进行财务分析。从资产负债率看，2021 年中样本平台的资产负债率算术平均值为 60.91%，较 2020 年中上升 0.66 个百分点。从资产收益率（ROA）看，2021 年中样本平台的 ROA 算术平均值为 0.31，较 2020 年中上升 0.12，可能与疫情后各地经济财政有所恢复相关。从短期债务占比看，2021 年中样本平台的短债占比算术平均值为 40.97%，较 2020 年中上升 1.55 个百分点。从流动比率看，2021 年中样本平台的流动比率算术平均值为 2.83，较 2020 年中下降 0.31。从货币资金/短期债务看，2021 年中样本平台的货币资金/短期债务算术平均值为 39.68%，较 2020 年中下降 8.61 个百分点。从经营性净现金流/短期债务看，2021 年中样本平台的经营性净现金流/短期债务算术平均值为 -0.44%，较 2020 年中上升 2.74 个百分点。从其他应收款/流动资产看，2021 年中样本平台的其他应收款/流动资产算术平均值为 21.18%，较 2020 年中下降 0.24 个百分点。

图 35：四季度面临债券到期或回售的城投平台短期偿债能力情况一览⁴

数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

注：因各家企业大多尚未披露 2021 年三季报，因此财务数据节点为 2021 年半年报

四、总结与展望：信用收紧城投净融资仍承压，区域分化或将更加明显

进入 2021 年，伴随经济逐步修复，政策逐步回归常态，针对地方政府债务尤其是隐性债务的新一轮严监管再起，城投作为隐性债务的主要载体，持续推进隐性债务“控增化存”工作。3 月 15 日，国常会提出保持宏观杠杆率基本稳定，政府部门杠杆率要有所降低，在央地直接债务压缩空间不足的背景下，隐性债务成为本轮降杠杆的重要着力点；4 月 13 日，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再提允许城投平台破产重组或清算；与此同时，交易所、交易商协会、银保监会等监管部门先后发布政策限制城投平台新增债券融资或规范募集资金用途，城投平台通过债券、信贷、非标等多渠道获取融资的压力均有所上升。在相关政策影响下，前三季度城投债净融资规模大幅下降，同比降幅近 30%。展望四季度，紧信用环境下城投债净融资规模或不会出现明显提升，结合到期及回售规模，预计城投债发行规模将达到 1.3 至 1.4 万亿元，建议持续关注城投融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延，政策影响带来的区域融资分化加剧可能以及弱资质城投平台面临的流动性压力等。

（一）四季度城投债发行规模预测

根据中诚信国际预测，今年新增社会融资规模或略有所收缩，叠加城投平台融资政策全面收紧等因素，城投债净融资规模较去年或将明显回落，但年内城投债到期规模仍然较大且债券资金用于借新还旧的比例较高。信用收缩背景下，若按照 2021 年存量社会融资规模增速小幅下降至 11% 左右估算，2021 年末社会融资存量规模或将达到 316 万亿元左右。假设企业债券及存款类金融机构资产支持证券占社会融资规模的比例延续当前水平，则 2021 年末信用债存量规模或为 32 万亿元左右。考虑到存量城投债在信用债中的占比约为 37%，因此按该比例估算，年末城投债规模约为 11.84 万亿元。截至 2021 年 9 月末，存量城投债规模达 11.26 万亿元，预计四季度城投债净融资规模约为 0.58 万亿元，但不排除融资政策持续收紧导致城投债净融资规模进一步下降的可能。结合四季度将有 6795.36 亿元城投债到期，2027.00 亿元城投债面临回售，因此按照回售比例从 30% 至 70% 估算，四季度城投债发行规模或在 1.3 至 1.4 万亿元。

⁴ 图中数值均为算术平均数。

从发行结构上看，四季度城投债发行或将向更高层级主体集中。预计城投债发行结构或将保持前三季度走势，发行品种以短融、中票、私募债为主，发行人以地市级及以上、AA+及以上的为主。此外，考虑到年初至今，交易所、交易商协会出台政策限制弱实力地区、弱资质平台的新增债券融资，限制其募集资金用途，银保监会亦有要求各银行保险机构要密切关注相关地方政府债务风险的等级、财政信用情况等，对债务率高的地区要加强融资平台公司的区域风险管理，设立区域风险限额，因此四季度弱实力地区、弱资质城投平台的债券净融资规模或将进一步下降。

表 3：2021 年四季度城投债发行规模预测

假设条件	若回售比例为 30%	若回售比例为 50%	若回售比例为 70%
假设条件 1	存量社会融资规模增速为 11%		
假设条件 2	公司信用债占存量社会融资规模的 10.1%		
假设条件 3	当年新发债当年到期的比例与 2020 年基本相同		
假设条件 4	城投债存量占信用债存量规模的比例约为 37%		
城投债发行规模 预测（万亿元）	1.32	1.36	1.40
数据来源：中诚信国际整理计算			

（二）后续关注

1. 关注城投融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延

年初至今，交易所、交易商协会参照财政部以债务率为核心的地方债务风险预警体系，对城投平台进行分档管理，限制部分弱实力地区、弱资质城投新增债券融资，控制其债券募集资金用途；此外据媒体报道，银保监会亦有政策出台，要求银保机构加强对涉及隐性债务的城投平台提供资金的管理。在债券、信贷等融资渠道均有不同程度收紧的背景下，城投平台后续较为庞大的到期债务负担面临的流动性压力边际上升。考虑到债券市场的信号意义相对较强，因此近年来城投平台在面临债务偿付压力时，倾向于优先保障债券偿还，非标、信贷等融资其次。在后续融资受限、偿债承压的不利影响下，部分债务接续难以为继的城投平台可能将首先爆发非标违约，随之而来的担保风险可能将扩大风险的波及范围。对于曾发生非标违约的地区而言，这往往意味着当地财政压力相对较大，对城投平台的回款缺乏稳定性，或当地城投平台的债务管理能力有待提升，此前未能建立良好的债务兑付提前安排机制等。无论从哪种原因解释，非标违约都是城投债信用风险上升的侧面印证，建议规避相关区域。

2. 关注弱资质城投平台面临的流动性压力以及后续是否继续开展隐性债务建制县试点置换

考虑到债券融资面临的流动性压力，叠加银保监会近期对银保机构加强对城投平台提供资金的管理等因素，弱资质城投平台面临的流动性压力边际上升，后续需持续关注相关平台的债务风险。具体来看，一方面，前三季度弱资质城投平台面临的债券发行政策有所收紧，参考《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号—审核重点关注事项》，城市建设企业总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化偿债保障能力。另一方面，在政策频出，城投平台融资环境整体收紧的背景下，出于对区域融资分化等因素的考虑，部分信用债投资人开始主动降低对弱资质城投平台的投资风险敞口，相关城投平台债券发行的难度进一步上升。此外，按照 2019

年、2020 年经验，财政部如果继续展开建制县试点置换隐性债务工作，预计申报及答辩将在四季度展开，后续可对此保持关注，被纳入试点的地区城投平台预计将获得一定程度上的信用资质改善。

3. 关注 15 号文落地情况，尤其是涉及隐性债务平台名单的流出带来新的信用分化

未来还需关注同一地区内城投平台信用债利差分化加剧的可能。虽然当前通过业务规模、平台定位等信息，投资人能够确定某个地区若干家城投平台间的主次之分，但整体而言这种差距表现的并不是非常明显。未来涉及隐性债务的平台名单曝光后，同一地区若干家城投平台间涉及、不涉及隐性债务的信用利差或将分化加剧。如东部地区某些当前被认为是当地次核心城投、但利差已经被压缩至低位的平台，未来一旦债券市场资产荒的局面大大缓解，平台不涉及隐性债务很可能会成为投资人主动降低相关风险敞口的理由，最终造成估值风险攀升。因此从投资策略上看，东部地区的城投平台不宜过度下沉，尤其在当前诸多地区信用利差已处于历史较高分位数时需特别关注后续估值风险。

4. 关注地产融资收紧对城投债风险的负面传导，尤其是部分依赖土地出让收入的弱资质地区

受“三道红线”、房贷集中度等政策制约了部分地产商的再融资能力，部分地区居民住宅购买力透支严重等因素影响，年初至今恒大、花样年等房企先后爆发偿债危机，地产企业债券融资能力遭遇系统性冲击。自年初至 9 月 30 日，地产中资美元债指数 iBoxx Real Estate TRI 跌幅逐步扩大至 14.07%，其中高收益级跌幅走阔至 19.65%。再融资环境的持续收紧直接制约了房企的拿地需求，对于部分依赖土地出让收入的地区而言，如果当地经济财政水平一般、金融资源不够丰富，那么这些弱资质地区很可能由于土地出让收入的波动而影响对城投平台的回款，最终导致城投平台的债务兑付风险加大。从投资策略上看，对于年内土地流拍较多、土地出让收入同比增速下降较为明显的地区后市建议相应规避。此外，部分城投在近年开展市场化转型中涉足了部分地产业务，或与房地产企业联合开发，在地产再融资环境整体有所恶化的背景下，城投涉足的地产业务面临流动性压力或合作开发的地产商陷入流动性危机亦有可能造成地产风险向地方城投风险的负面传导。

作者:

中诚信国际 研究院

刘子博 010-66428877-231 zbliu@ccxi.com.cn

过往研究:

【地方政府专项债前三季度回顾与展望】专项债发行偏慢稳投资效应后置，常态化管理下仍需关注潜在风险，2021-07-23

【专题报告】“十四五”时期乡村振兴债如何看？，2021-07-23

【2021年8月地方政府与城投行业运行分析】城投债净融资有所回暖，地方债发行节奏加快，2021-09-13

【地方政府债券与城投行业监测周报 2021 年 36 期】专项债用途调整操作指引发布，地方债城投债收益率整体上行，2021-10-12

【地方政府债券与城投行业监测周报 2021 年 35 期】发改委提出加快专项债发行进度，地方债及城投债发行规模大增，2021-9-27

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。