2021 年 07 月 06 日

宏观研究团队

政策跟踪第 4 期:

城投债融资新变化

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

本期政策跟踪再次聚焦城投债，剖析其最新变化及潜在风险，敬请关注。

● 城投债发行有所修复、但仍以“借新还旧”为主，结构分化明显

伴随前期推迟发行债券落地等，城投债发行明显修复，募资仍主要用于“借新还旧”。经历 5 月的超季节性回落后，城投债发行在 6 月明显修复，当月发行规模近 4550 亿元、超过以往同期，带动城投债净融资转正、达 2190 亿元，或与部分债券发行推迟到 6 月等因素有关。城投债募资注明用于“借新还旧”的比例，从前 5 个月的 86%进一步抬升至 6 月的 87%，其中 25%可能用于偿还贷款或非标。**城投债发行结构明显分化，高成本私募债趋于减少、负债短期化凸显。**私募债发行占城投债比重延续回落态势，6 月为 24%，低于 5 月的 26%和年初的 29%，或部分缘于监管对高负债城投平台融资的收紧。同时，城投债负债短期化现象凸显，6 月发行期限一年以内占比 32%，较前 5 个月和 2020 年分别抬升 1.2 个百分点和 2 个百分点；3 年以上债券占比持续下降，较 2020 年大幅回落近 11 个百分点。

● 城投债融资分层延续，部分地区“零”发行、负债短期化突出

城投债融资分层延续，部分债务压力较大的地区持续“零”发行或净融资收缩。6 月以来，江苏、浙江、安徽等东中部省市城投债发行明显修复，但内蒙古、吉林等西部、东北省市持续“零”发行；考虑到期后，多数东部省市融资已转正，天津、云南、甘肃、贵州等省市至少连续 2 个月净融资负增长。同时，城投债发行或净融资相对较少的地区，对应城投债募资已连续多月全部用于“借新还旧”。**部分再融资压力较大的地区，对高成本私募债依赖度较高、负债短期化现象突出。**城投债融资持续低迷的省市，尤其是部分西部和东北省市，对私募债依赖度较高、占比 5 月以来进一步抬升，其中，宁夏、贵州、内蒙古等西部省市私募债占比均在 40%以上，部分东中部省市也较高、如河南占比近 40%。同时，部分省市负债短期化现象突出，甘肃、内蒙古等发行期限半年以内占比超 35%、天津等也较高。

● 后续需关注高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险

伴随债务压力的持续累积，部分对城投债融资依赖度较高，或融资持续收缩的城投平台，再融资压力显性化。作为城投平台重要融资来源，城投债余额占全部带息债务的比重逐步上升至 2020 年的 24%左右；不同地区明显分化，东部和中部城投债融资扩张带动相应占比分别抬升至 26%和 27%，西部占比基本维持在 19%左右，而东北城投债融资收缩拖累相应占比下降 14 个百分点至 2020 年的 22%。**信用分层下，需关注一些高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险。**部分较为依赖高成本私募债地区，如内蒙古、宁夏等已连续多月无城投债发行，债务压力较大的地区等融资持续收缩，叠加债券发行短期化加剧，或进一步加大再融资压力。信用分层持续下，部分再融资现金流较为紧张、债券到期偿付压力较大地区，一些弱资质城投平台或地方国企潜在的信用风险可能上升。

● 风险提示：统计过程中可能的偏误或遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-低估的通胀传导》-2021.7.4

《《全球大通胀时代》系列报告六-钢材大涨，折射的全球大通胀脉络》-2021.7.4

《宏观经济专题-流动性“新”变化》-2021.7.1

目　录

1、 城投债发行修复、仍以“借新还旧”为主 3
2、 城投债融资分层延续、负债短期化现象突出 4
3、 关注成本高、负债短、再融资压力较大的主体潜在信用风险 6
4、 研究结论 8
5、 风险提示 8

图表目录

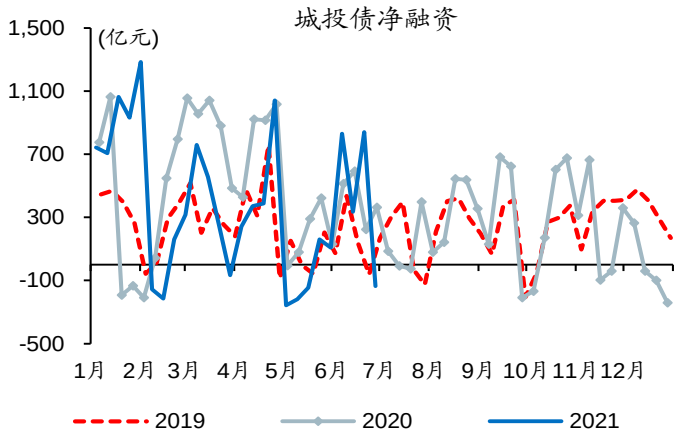
图 1: 城投债 5 月大幅收缩后、6 月有所恢复 3
图 2: 6 月，城投债融资有所修复、净融资已转正 3
图 3: 5 月以来，城投债中私募债明显回落、占比下降 3
图 4: 城投债负债短期化现象凸显 4
图 5: 城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升 4
图 6: 6 月以来，部分省市城投债依然“零发行” 4
图 7: 部分债务压力加大的省市净融资持续收缩 4
图 8: 西部和东北对私募债依赖度高、占比抬升快 5
图 9: 宁夏、贵州等西部省市对高成本私募债依赖度高 5
图 10: 西部地区城投债发行期限半年以内抬升较快 6
图 11: 部分省市负债短期化现象进一步凸显 6
图 12: 城投债占城投平台带息债务比重持续抬升 6
图 13: 中部城投债占比抬升较快、而东部占比持续下降 6
图 14: 部分城投债依赖度较高的省市，私募债占比下降 7
图 15: 部分省市负债短期化凸显、再融资压力较大 7
图 16: 部分省市还本付息压力大、新增融资明显收缩 7
图 17: 部分省市整体再融资压力大、弱资质占比较高 7

表 1: 地方债务监管加强、企业发债条件和审核趋严 3
表 2: 2021 年以来，部分省市已连续多月融资全部用于“借新还旧” 5

1、 城投债发行修复、仍以“借新还旧”为主

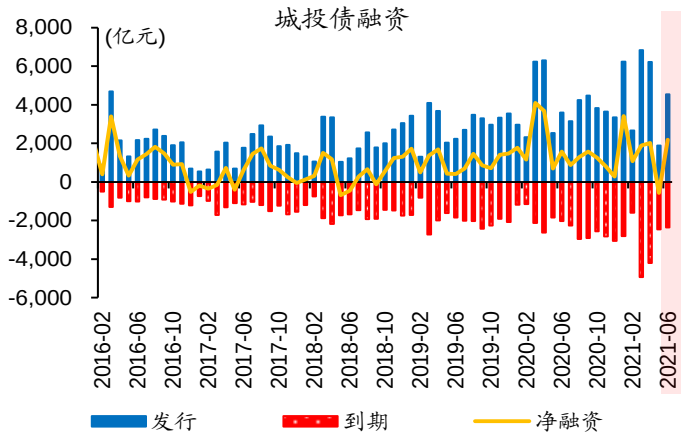
伴随前期推迟发行债券落地等，城投债融资明显修复。5 月，城投债融资大幅收缩、自 2018 年以来首次落入负债区间（详情参见《城投债，或告别高增》）。5 月底以来，城投债发行逐步修复，6 月发行规模达 4550 亿元，净融资转正至 2190 亿元、超过以往同期规模，或与部分债券推迟到 6 月发行等因素有关。

图1：城投债 5 月大幅收缩后、6 月有所恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月，城投债融资有所修复、净融资已转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

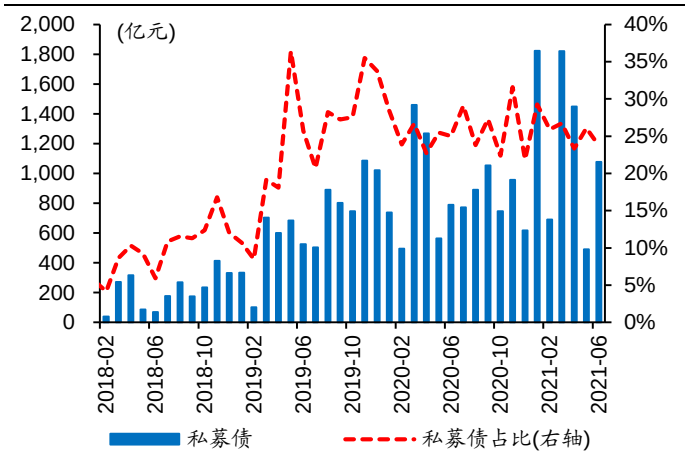
城投债融资变化，与地方债务重视度提升下，城投平台新增融资监管趋严等因素有关。伴随经济活动逐步恢复，政策重心回归调结构、防风险，对地方债务重视度明显上升，4 月政治局会议明确强调“建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。加强城投平台和地方国企债务风险管控等措施陆续落地，遏制部分债务压力比较大的主体债务进一步增长、尤其是一些高成本非标和私募债等融资；6 月私募债发行占全部城投债比重为 24%，低于 5 月的 26%和年初的 29%。

表1：地方债务监管加强、企业发债条件和审核趋严

分类	时间	事件	主要内容
政策基调	2021年4月	刘昆文章《努力实现财政高质量发展》	**做好地方政府隐性债务风险化解工作**。保持高压监管态势，**将严禁新增隐性债务作为红线、高压线**，对违法违规举债行为，发现一起、查处一起、问责一起，坚决遏制隐性债务增量。
	2021年5月	刘昆《建立健全有利于高质量发展的现代财税体制》	**坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加“隐性”债务的要求**...积极稳妥化解存量，强化与金融系统协同配合，对“隐性”债务实行穿透式监管。
发债条件	2021年1月	城投债发行人将按红黄绿三档分区	交易所暂停还没封卷的城投债审批，因等待红黄绿区域分档落地，此次划分依据为地方政府债务率和地方政府收入。等分档结果明确后，**红档区域将会暂停发放批文，黄档区域只能借新还旧**，绿档区域没有限制。
	2021年4月	《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》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》	(1)主要城市建设企业申报发行公司债券时，应符合地方政府性债务管理的相关规定，**不得新增地方政府债务**。 (2)**募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的，发行人应披露拟偿还的存量债务明细**，并承诺所偿还的存量债务**不涉及地方政府隐性债务**。 (3)城投企业**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，并采取调整本次公司债券申报规模**、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。

资料来源：政府网站、交易所、证券时报网、开源证券研究所

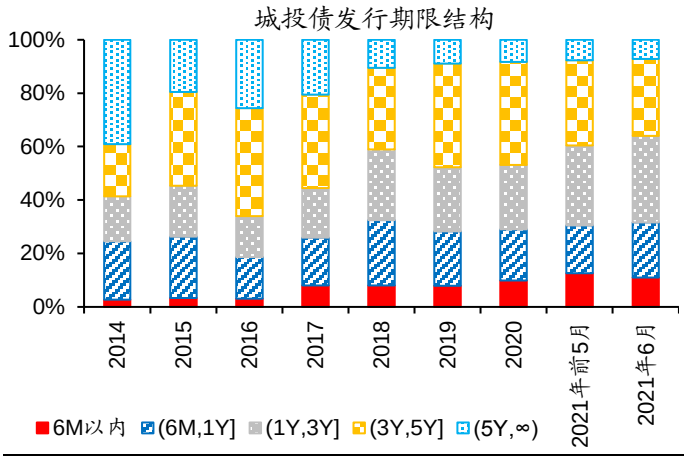
图3：5 月以来，城投债中私募债明显回落、占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

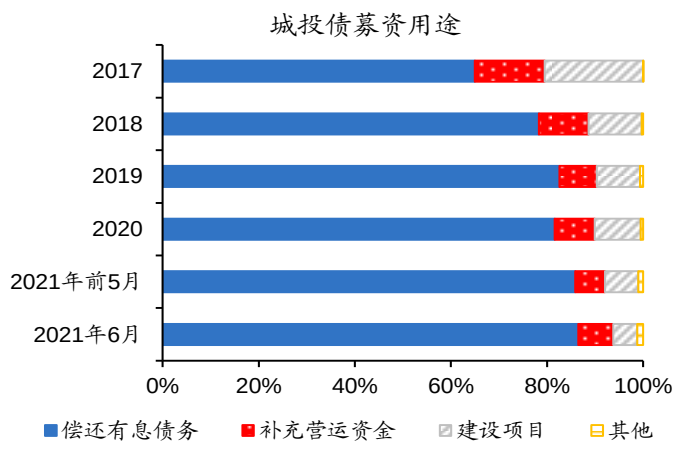
城投债再融资压力进一步显现，负债短期化现象凸显、“借新还旧”比例持续抬升。6 月，城投债发行期限一年以内占比达 32%，较前 5 个月和 2020 年分别抬升 1.2 个百分点和 2 个百分点；而 3 年以上的中长期债券发行占比进一步下降、不足三分之一，分别较前 5 个月和 2020 年底回落 4 个百分点和近 11 个百分点。同时，城投债用于“借新还旧”的比例持续抬升，前 5 个月达 86%、6 月以来进一步抬升至 87%。

图4：城投债负债短期化现象凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升

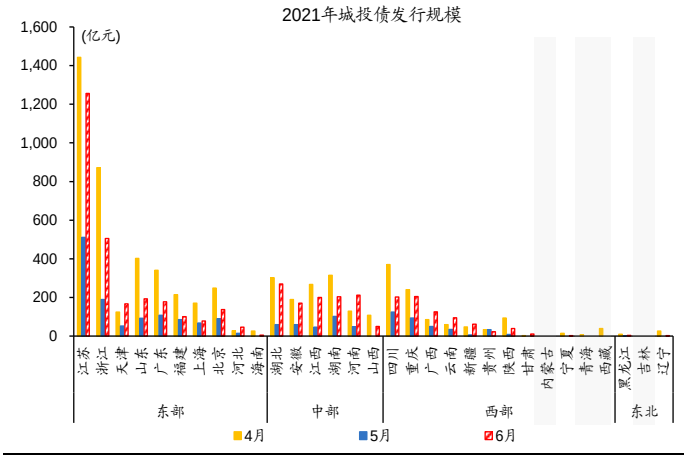


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 城投债融资分层延续、负债短期化现象突出

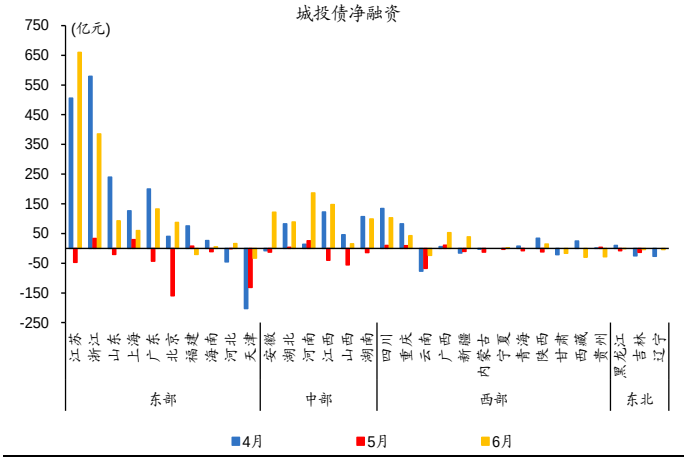
城投债融资分层延续，部分债务压力较大的地区持续“零”发行或净融资收缩。6 月以来，江苏、浙江、安徽等东中部省市城投债发行明显修复，但内蒙古、吉林等西部、东北省市持续“零”发行；考虑到期后，多数东部省市融资已转正，天津、云南、甘肃、贵州等省市至少连续 2 个月净融资负增长。同时，城投债发行或净融资相对较少的地区，对应城投债募资已连续多月全部用于“借新还旧”；例如，天津自 3 月以来城投债募资几乎全部用于“借新还旧”，江西、河南、贵州等连续 2 个月以上的募资全部用于还本付息。

图6：6 月以来，部分省市城投债依然“零发行”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：部分债务压力加大的省市净融资持续收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

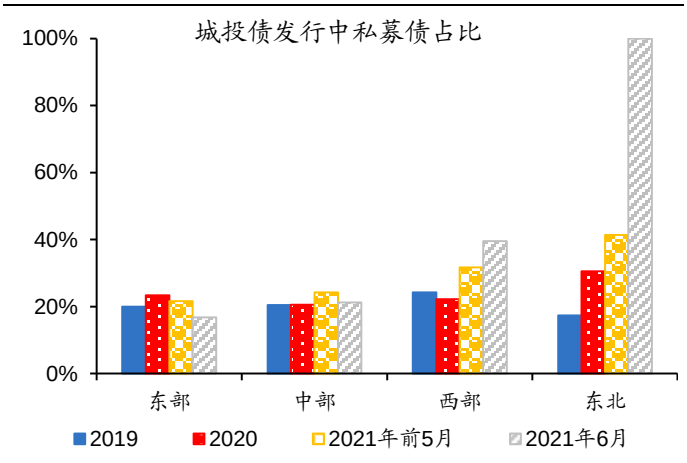
表2：2021 年以来，部分省市已连续多月融资全部用于“借新还旧”

省市		1月	2月	3月	4月	5月	6月
东部	江苏	95%	90%	94%	92%	100%	91%
	浙江	85%	62%	86%	71%	89%	84%
	天津	100%	93%	100%	100%	100%	100%
	山东	60%	82%	82%	94%	55%	97%
	广东	58%	93%	75%	84%	100%	62%
	福建	90%	96%	69%	51%	81%	94%
	上海	65%	79%	63%	77%	92%	65%
	北京	94%	100%	73%	100%	87%	100%
	河北	91%	33%	100%	40%	32%	88%
	海南	/	/	/	100%	/	/
中部	湖北	93%	87%	49%	93%	100%	99%
	安徽	82%	53%	90%	87%	74%	94%
	江西	84%	63%	84%	97%	100%	100%
	湖南	84%	71%	96%	84%	100%	90%
	河南	83%	100%	100%	100%	80%	95%
	山西	92%	100%	100%	100%	/	/
西部	四川	89%	50%	71%	92%	100%	55%
	重庆	90%	100%	92%	85%	93%	84%
	广西	100%	94%	97%	93%	100%	100%
	云南	100%	100%	89%	55%	100%	100%
	新疆	100%	97%	84%	100%	100%	100%
	贵州	30%	66%	79%	100%	100%	100%
	陕西	94%	93%	86%	100%	100%	/
	甘肃	100%	100%	100%	100%	/	/
	内蒙古	100%	/	100%	/	/	/
	宁夏	/	100%	100%	100%	/	/
	青海	/	/	/	/	/	/
	西藏	/	/	/	100%	/	/
东北	黑龙江	/	/	/	/	100%	/
	吉林	100%	/	100%	/	/	/
	辽宁	/	/	100%	100%	/	100%

数据来源：Wind、开源证券研究所

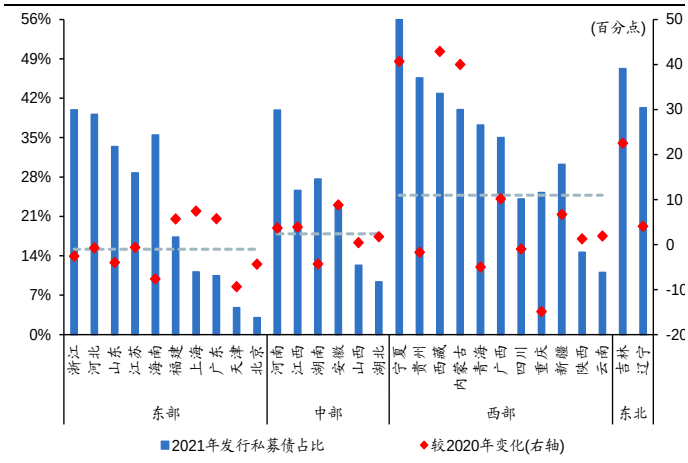
城投债融资持续低迷的地区、尤其是部分西部和东北省市，对高成本私募债依赖度较高。2021 年前 5 个月，私募债发行占全部城投债比重，西部和东北地区明显高于东部和中部，6 月以来，私募债发行占全部城投债比重，东部和中部均有所回落，而西部和东北进一步抬升。部分再融资压力较大的省市，例如，宁夏、贵州、内蒙古等西部省市，及吉林等东北省市私募债占比均在 40%以上。

图8：西部和东北对私募债依赖度高、占比抬升快



数据来源：Wind、开源证券研究所

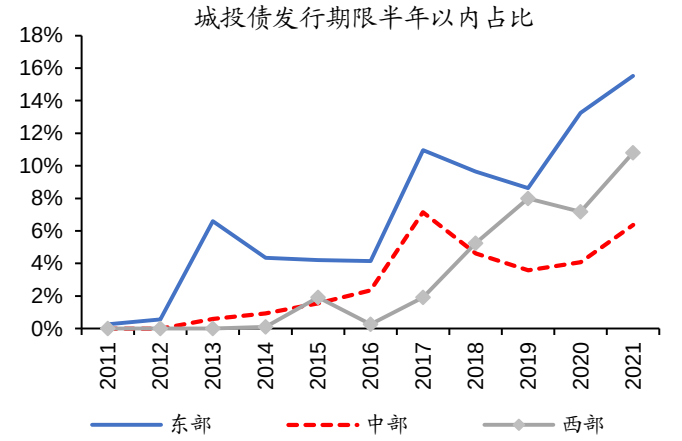
图9：宁夏、贵州等西部省市对高成本私募债依赖度高



数据来源：Wind、开源证券研究所

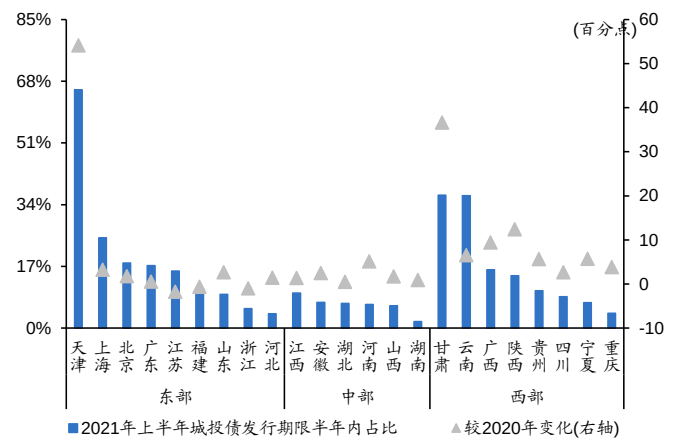
部分地区负债短期化现象进一步凸显。2021 年上半年，城投债发行期限在半年以内的占比，东部高于西部和中部，但西部抬升幅度更大，较 2020 年抬升近 4 个百分点、远高于东中部的 2 个百分点左右；其中，甘肃、云南等西部省市发行期限半年以内占比超过 35%；部分东中部省市负债短期化也较为明显，如，天津高达 65%以上的新发城投债期限在半年以内。

图10：西部地区城投债发行期限半年以内抬升较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：部分省市负债短期化现象进一步凸显

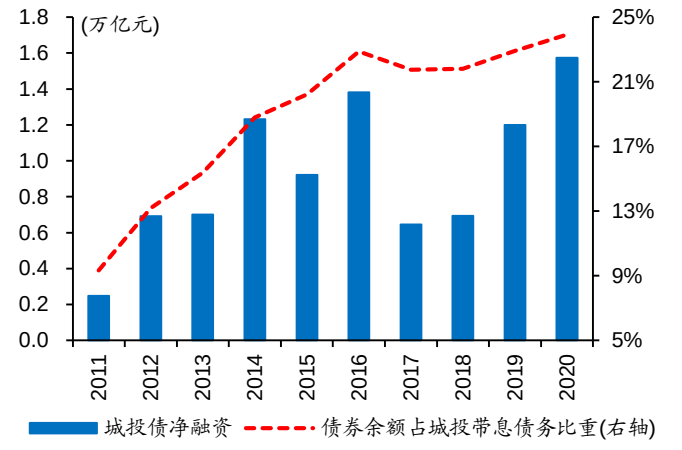


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 关注成本高、负债短、再融资压力较大的主体潜在信用风险

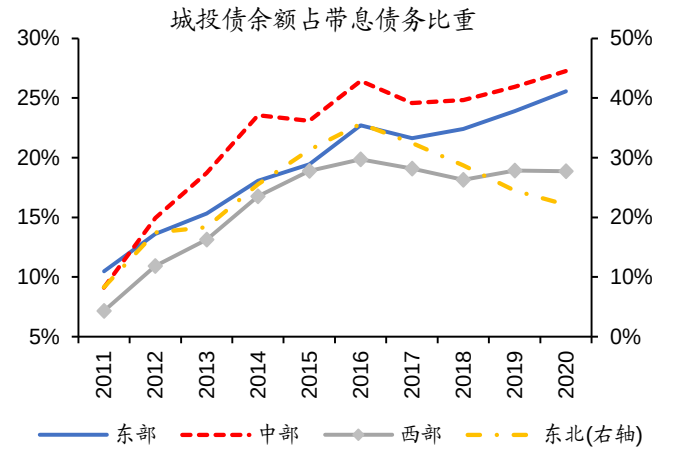
伴随债务压力持续累积，部分对城投债融资依赖度较高，或融资持续收缩的城投平台，再融资压力显性化。作为城投平台重要融资来源，城投债余额占带息债务的比重逐步上升至 2020 年的 24%左右；不同地区明显分化，东部和中部城投债融资扩张带动相应占比分别抬升至 26%和 27%，西部占比基本维持在 19%左右，而东北城投债融资收缩拖累相应占比下降 14 个百分点至 2020 年的 22%。

图12：城投债占城投平台带息债务比重持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

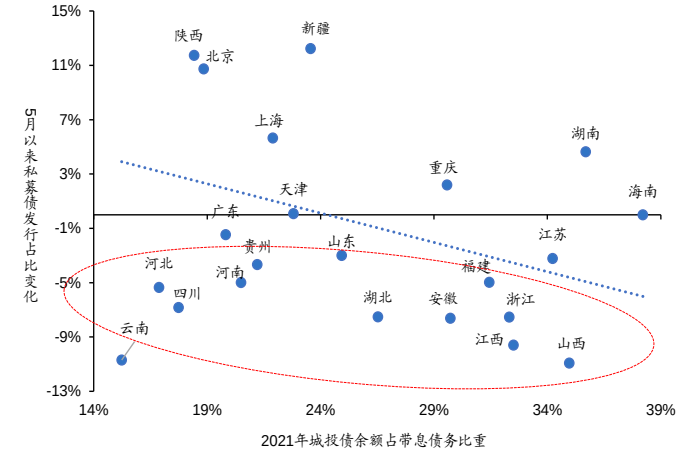
图13：中部城投债占比抬升较快、而东部占比持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

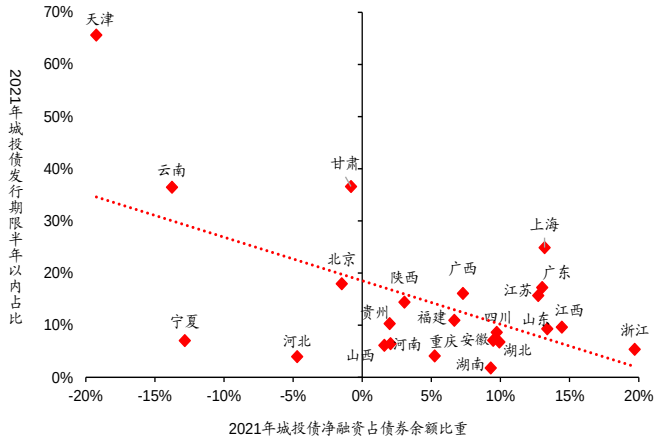
部分对城投债融资依赖度较高的地区，高成本私募债压缩较快、负债短期化加剧，再融资压力或进一步上升。部分较为依赖高成本私募债的地区，如内蒙古、宁夏、青海等已连续多月无城投债发行，天津、河北、山西等净融资持续为负。融资收缩的同时，负债短期化也进一步加剧，例如天津、云南、甘肃等。

图14：部分城投债依赖度较高的省市，私募债占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

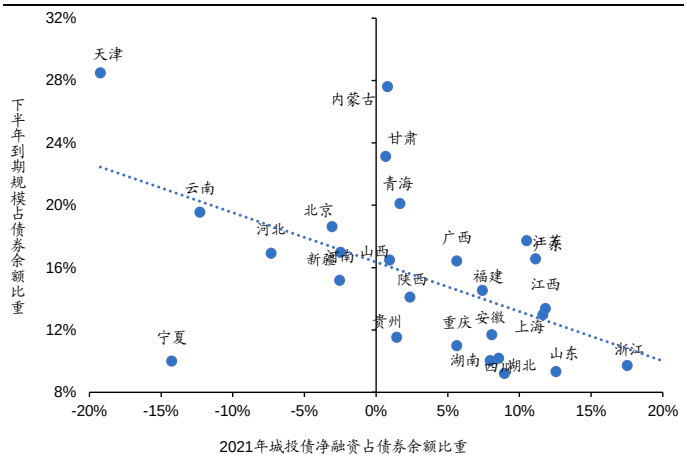
图15：部分省市负债短期化凸显、再融资压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

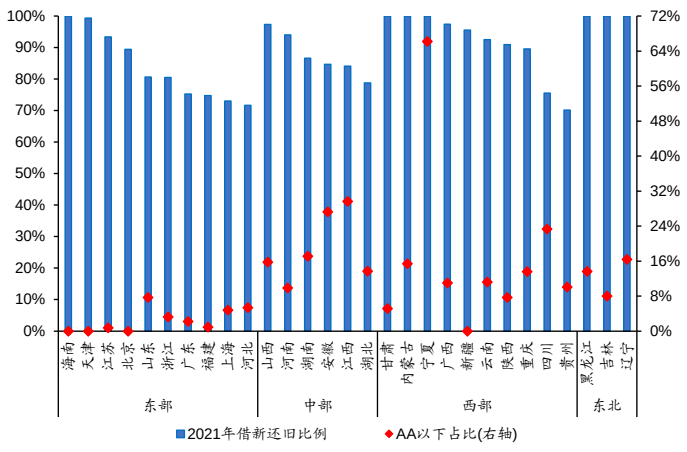
信用分层下，需关注一些高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险。伴随债务压力、信用违约影响加速显性化，信用分层延续，融资进一步等东部一些省市集中，而债务风险较高的地区融资明显收缩，尤其是弱资质主体；债券发行短期化等，导致债务稳定性进一步下降。结合下半年债券到期来看，部分再融资现金流较为紧张、债券到期偿付压力较大地区，一些弱资质城投平台或地方国企潜在信用风险可能上升。

图16：部分省市还本付息压力大、新增融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：部分省市整体再融资压力大、弱资质占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）伴随前期推迟发行债券落地等，城投债发行明显修复，募资仍主要用于“借新还旧”；城投债发行结构明显分化，高成本私募债趋于减少、负债短期化凸显。

（2）城投债融资分成延续，部分债务压力较大的地区持续“零”发行或净融资收缩；部分再融资压力较大的地区，对高成本私募债依赖度较高、负债短期化现象突出。

（3）伴随债务压力的持续累积，部分对城投债融资依赖度较高，或融资持续收缩的城投平台，再融资压力显性化；需关注一些高成本和短期负债较多、再融资压力较大的主体潜在信用风险。

5、 风险提示

统计过程中可能的偏误和遗漏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn