

2021 年城投债发行规模或为 4.3-4.6 万亿，关注到期高峰的结构性风险

香港时间 2021 年 1 月 25 日，中诚信国际信用评级有限责任公司发布《政策回归常态化融资或收紧，关注到期高峰下城投结构性风险》的报告，报告认为，2020 年，在一系列逆周期政策持续发力的背景下，债券市场融资环境改善，城投债发行及净融资规模均大幅增长；2021 年，在较高的再融资需求下，城投债仍将持续扩容，发行规模或在 4.3-4.6 万亿元之间，同时，投资人需重点关注到期高峰下部分弱资质城投企业的还本付息压力，以及压实隐性债务化解、持续推进“两新一重”建设过程中的城投企业结构性分化情况。

报告指出，为应对 2020 年初疫情冲击，宏观逆周期调节力度加大，信用环境整体宽松，城投债发行及交易均大幅扩容；伴随经济逐步修复，政策边际收紧，利率整体呈现先降后升态势，年末基本回到 2019 年同期水平。从一级市场看，城投债发行规模为 4.49 万亿元，同比大增约 28%，净融资额约 1.93 万亿元，同比增长 48%，发行利率呈先降后升态势，年末略低于 2019 年同期。发行结构方面，公司债占比超三成，仍居首位，借新还旧比例同比持续上升，全年占比已超 80%，短期化趋势明显。从二级市场看，城投债现券交易规模近 9.80 万亿元，同比增长 21%；到期收益率于 4 月到达低点后开始上行，12 月底已回到 2019 年底水平；与此同时，城投债信用利差整体呈现先走阔后收窄的态势、结构性分化加剧，贵州、辽宁和吉林的城投债信用利差较大，且均高于 2019 年底水平；此外，经济财力较弱、行政层级偏低地区的较弱资质城投多发生债券交易价格异动，尤其需关注青海、辽宁、内蒙古等异常成交的规模占比较高地区。

从城投企业信用状况看，2020 年城投评级调整仍以上调为主，但信用事件数量较 2019 年略有增加。城投主体级别调整以上调为主，上调级别的城投企业主体共计 118 家，较 2019 年增长 42%，多为财力较强地区的地市级城投，并以 AA 级上调至 AA+ 级为主；上调主要原因为观察期内城投企业发展经营环境良好、地位重要性有所提高、资本实力增强等。另外，6 家城投主体级别下调，较 2019 年增加 20%，下调原因主要为存在或有负债风险、短期偿债压力较大、营收情况恶化、应收款回收不确定性大等，主体分布于吉林、青海、内蒙古、辽宁、贵州等财力较弱省份。报告指出，在疫情冲击、经济下行压力加大的背景下，部分地区城投受到一定冲击，盈利能力下滑且面临流动性压力，负面信用事件仍在暴露，根据公开信息整理，2020 年共发生城投非标信用事件 31 起，较 2019 年增加 1 起，且有从非标领域向债券蔓延的趋势。

展望未来，经济运行仍存在一定不确定性，政策需保持稳定性及连续性，且在较高的再融资需求下，城投债仍将持续扩容，考虑不同回售比例的发行规模或为 4.3-4.6 万亿元左右。结合中央经济工作会议提出的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，报告认为 2021 年社融增速或将有所回落，若按增速小幅降至 11% 左右估算，2021 年底社融存量规模或将达到 316 万亿元左右，假定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，并结合存量城投债在信用债中的占比，估算 2021 年底城投债存量规模或为 11.5 万亿元，当年净融资规模约 1.1 万亿元；此外，报告根据城投债再融资需求，并考虑当年新发债在年内到期的比例和不同回售比例，预计 2021 年到期及回售规模在 3.2-3.5 万亿元之间，全年城投债发行规模或在 4.3-4.6 万亿元之间。

最后，城投债到期高峰来临之际，投资人需警惕部分弱资质城投企业偿债风险，以及压实隐性债务化解、持续推进“两新一重”建设过程中的城投企业结构性分化情况。第一，关注政策回归常态下弱资质城投的偿债压力及担保风险蔓延。2021 年城投债到期回售额大增，到期及回售

或接近 3 万亿元，且相关主体资质下降，或加剧城投分化。同时，伴随城投企业融资和偿债能力恶化，投资人应警惕弱资质城投因非标违约及担保代偿导致风险蔓延。**第二，关注交易所红黄绿三档分区管理背景下的城投信用实力分化。**据近期媒体报道，交易所或根据地方政府债务率和地方政府收入进行城投债发行分档管理，约束发债；若此新政策实际执行，部分处于地方政府债务率较高地区的城投或面临融资环境进一步收紧的可能，从而加剧城投企业分化。**第三，关注建制县试点等隐性债务化解推进背景下的城投信用实力分化。**2020 年，各地陆续通过债券置换、金融机构贷款置换、建立债务化解基金等多元化方式化解隐性债务风险，其中，建制县利用地方债进行化债的试点范围逐步扩大，但由于各地债务风险不一，化解节奏不同，对城投信用实力的影响也将有所分化。**第四，关注“两新一重”建设推进中，城投企业在转型发展过程中的风险分化。**伴随经济逐步修复，规模性财政政策工具或逐步退出，新增专项债额度或小幅减少，但仍将大力支持“两新一重”领域，参与其中城投信用实力或得以提升；且重点地区的基层城投或在政策利好下获得更多融资，提升自身信用实力，从而加剧受政策支持的城投和其他城投之间的分化。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司和/或其被许可人所有。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, 任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散, 或为上述目的存储本文件包含的信息。

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, 因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响, 上述信息以提供时现状为准。特别地, 中诚信国际对于其准确性、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, 中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、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可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害, 或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性, 任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察(如有)应该而且只能解释为一种意见, 而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、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担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地, 投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址: 北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编: 100020
电话: (8610) 6642 8877
传真: (8610) 6642 6100
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室
电话: (852) 2860 7111
传真: (852) 2868 0656
网址: <http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House, 1 Connaught Place,
Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>