

### 城投结构分化或加剧，隐性债务控增化存中信仰或逐步打破

香港时间 2021 年 4 月 19 日，中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）研究院近日发布题为《风险偏好下沉城投债持续扩容，结构分化加剧城投信仰或打破》的报告。报告认为，考虑到城投债到期高峰来临，借新还旧压力下年内城投债仍将大规模发行，预计今年城投债发行规模或略高于去年，在 4.7-5.0 万亿元之间。投资人需重点关注偿债高峰下的还本付息压力，隐性债务控增化存、专项债扩容、助力“两新一重”建设过程中的城投结构性分化，并警惕城投信仰打破的可能性。

报告对一季度城投债市场运行态势进行了系统梳理。报告指出，随着经济延续修复，信用环境边际收紧，市场风险偏好有所下滑，一季度城投债相比产业债发行交易规模均有较大幅度增长；同时，宽信用、宽货币转向过程中一二级市场利率均有所上行。从一级市场看，城投债发行规模为 1.48 万亿元，同比回升 32.93%，占信用债发行规模的比例同比增加 7 个百分点至 38%。虽然到期量高增背景下城投债净融资额同比回落，但占信用债净融资额的比例大幅增加至约八成。发行结构方面，超短融发行规模占比最高、增速最快，城投债用于借新还旧比例同比略有回落，但仍超七成。从二级市场看，城投债现券交易规模超 2.70 万亿元，同比、环比均大幅回升；到期收益率较去年四季度有所回升，剩余期限较短的城投债收益率呈现先升后降特征；与此同时，城投债信用利差整体走阔，云贵两省尤为明显；此外，债务压力较大地区、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，关注贵州、天津等城投债异常成交规模占比较高的地区。

从城投企业信用状况看，一季度城投评级调整均为上调，信用事件有所减少。一季度共三家城投的主体信用级别上调，两家地市级城投主体级别从 AA 级上调至 AA+ 级，一家省级城投主体级别从 AA+ 级上调至 AAA 级；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；未发生城投企业级别下调情况。此外，报告指出，部分地区城投盈利能力、偿债水平仍未完全修复，负面信用事件同比虽有减少但仍在暴露，根据公开信息整理，一季度共发生两起城投企业信托违约事件，分别发生于贵州遵义和湖南湘潭，与去年同期发生 11 起相比，数量明显回落，但伴随信用环境边际收紧，需关注经济财政实力较弱地区的城投的非标违约可能性。

展望下阶段，信用周期转换背景下，今年社融规模或有所收缩，城投债净融资规模或较去年明显回落，但考虑到年内城投债到期规模仍然较大且债券资金多用于借新还旧，预计今年城投债发行规模在 4.7-5.0 万亿元之间，略高于去年规模。若按 2021 年存量社会融资规模增速小幅降至 11% 左右估算，2021 年底社融存量规模或将达到 316 万亿元左右，若企业债券及存款类金融机构资产支持证券占社融规模的比例延续当前水平，并结合城投债在存量信用债中的占比，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，报告根据一季度城投债已发行规模和下阶段再融资需求，并考虑当年新发债在年内到期的比例和不同回售比例，预计全年城投债发行规模或在 4.7-5.0 万亿元之间，略高于去年规模。

最后，报告提醒关注城投企业在四个方面的风险。第一，关注政府部门降杠杆、隐性债务控增量背景下的城投再融资风险。“315 国常会”提出政府部门杠杆率要有所降低，在隐性债务控增化存、严控地方国企债务风险的背景下，城投企业融资或面临区域和主体资质维度上的“双收紧”，弱区域、弱资质城投企业“借新还旧”的方式或难以为继。第二，关注城投债到期高峰来临叠加融资受限背景下的还本付息压力和或有风险蔓延。2021 年是城投债到期及回售高峰期，

但到期主体偿债能力尚未完全修复至疫情前水平，且弱资质及高负债企业融资也将受限，还本付息压力或加重；此外，经济财政实力较弱区域的地方政府对当地城投的支持意愿及力度或受限，需持续关注债务承载能力较弱区域城投企业兑付压力及信用风险演变。同时，伴随融资能力和偿债能力恶化，投资人应警惕弱资质城投发行人因非标违约及担保代偿导致或有风险蔓延。**第三，关注隐性债务化存量下的城投信用风险分化。**近年来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方式进行化解，其中，建制县利用地方债进行化债的试点范围也逐步扩大；此外，近期国务院发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》要求失去清偿能力的融资平台破产重整或清算，部分弱资质城投企业或因此面临破产风险，城投信仰或逐步打破。受各地债务风险不一、化解节奏不同的影响，城投信用实力也将继续分化。**第四，关注专项债继续大幅扩容助力“两新一重”建设下的城投信用实力分化。**今年新增专项债额度小幅下降 0.1 万亿元，但仍将继续聚焦“两新一重”领域，尤其是“两新”建设，参与其中的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，也将加剧受政策支持的城市和其他城投间的分化。

*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 711*

## 版权

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**（合并简称“**中诚信**”）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、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、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。中诚信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。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、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)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人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。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。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>