

## 区县级城投海外发债意愿抬升， 关注弱资质主体信用风险

### 作者

#### 中诚信亚太

庄承浩 852-28607126  
[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

冯韵 852-28607132  
[olivia\\_feng@ccxap.com](mailto:olivia_feng@ccxap.com)

#### 其他联系人

胡辰雯 852-28607120  
[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

### 报告发布日期

2021年11月15日

近年来，随着不同阶段的城投融资监管政策出台，城投融资出现了由放松—规范—收紧—严控—边际放松—边际收紧等几个不同周期。2020年城投公司受惠于境内融资环境相对宽松，境内融资成本持续下行，对境外美元债发行的意愿有所下降。2021年以来，由于境内融资环境边际收紧，城投公司对海外债的发行意愿有所恢复。

### 整体城投美元债发行情况

- 2021年前三季度，城投美元债发行金额约182.1亿美元，同比增长30.5%。（1）境外美元债城投发行主体以省市级城投为主，近两年区县级城投发行占比有所上升。（2）2022年为城投美元债到期高峰，到期金额高达264.4亿美元。

### 区县级城投美元债发行情况

- 2021年前三季度区县级城投美元债发行金额约90.3亿美元，同比增长61.2%。（1）2020年以来区县级城投美元债发行金额占比有所上升，2020年和2021年前三季度的发行占比均达到40%以上。（2）2021年前三季度，区县城投月度发行量整体有所回升但波幅较大，主要集中在3月、6月和8月发行，平均月度发行金额为10.0亿美元，较2020年同期上升61.2%。（3）区县级城投首次在境外市场发行美元债是在2015年，近年来首次新发和借新还旧各占一半。（4）直接及担保发行是区县级城投的主要发行方式，2018年以来部分城投选择银行备证作为增信措施。（5）区县级城投美元债的平均票息呈先升后降趋势。2021年前三季度，区县级城投美元债平均票息（剔除SBLC）为3.68%，较2020年下跌81bp。（6）城投美元债的发行期限以3年期为主，部分城投企业有发行1年期以内的短期债券。2018年以来，1年期以内短期债券发行金额占比有所波动，平均约14%左右。（7）目前发行境外美元债的区县级城投主要集中在经济较为发达的东部沿海区域。2021年前三季度是浙江省发行规模最大，合计融资规模为32.1亿美元，占当期发行规模约35.5%。

### 城投美元债信用风险分析

- 近期境外评级机构对部分城投采取负面评级行动，认为区县级获得政府支持的可能性有所下降。2021年前三季度城投负面评级行动占比达到85%，其中区县级城投占比17.6%。截止2021年9月底，存量区县级城投美元债发行人共106家，其中投资级城投共25家，高收益城投共10家，无评级城投共71家，无评级发行现象明显。
- 目前境外市场尚未出现城投违约等信用事件，主要受到境内国企或城投的信用事件扰动。2021年前三季度非标违约涉及31家城投，其中有19家为区县级，11家为地市级，仅1家为省级。

整体而言，区县级城投美元债发行省份以浙江、江苏和山东等东部沿海地区为主，这些地区经济发展较好且财政实力较强，总体信用风险相对可控。但是需要关注局部风险，区县级城投无评级发行现象明显，同时近期境外评级机构对部分区县级城投采取负面评级行动，需要关注区县级弱资质城投的信用风险，特别是非标违约风险。

## 引言

2015年9月，国家发改委《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》出台，明确提出鼓励国内企业海外融资，大大推动了中国城投企业的境外发债进程。在政策层面的鼓励下，近年来境外发债已成为城投企业拓宽融资渠道、树立国际形象的一个常见途径。同时，近年来发债城投的行政级别下沉明显，区县级城投美元债发行量呈上行态势，需要关注区县级弱资质城投的信用风险。截至2021年9月末，242家城投企业共发行境外美元债488只，总融资规模约1,075.4亿美元，存量规模约725.8亿美元；其中，118家区县级城投公司共发行境外美元债224只，总融资规模约403.3亿美元，存量规模约289.8亿美元。

### 一、城投行业融资政策

城投公司为1991年国务院新一轮政府投融资体制改革后的产物，并于2008年金融危机后得到初步发展。作为地方政府投融资主体，城投公司承担政府公益性项目和非公益性项目的投融资职能，负责地方基础设施建设工作，如市政道路、轨道交通建设、城市供水、供电、土地一级开发及房地产开发等业务。城投公司承担了庞大的财政投资建设支出，但通常其自身盈利能力差，资金来源极度依赖外部融资，以致其债务规模迅速扩张。近年来，随着不同阶段的城投融资监管政策出台，城投融资出现了由放松—规范—收紧—严控—边际放松—边际收紧等几个不同周期。

图 1：2009 年以来境内城投融资政策变化示意图



数据来源：中诚信亚太整理

#### 境内融资政策

为应对2008年金融危机，中央推出“四万亿”计划，城投债券发行量呈爆发式增长。2010年以来，国务院先后发布19号文和43号文以规范城投投融资，打击违法举债为主要政策方针，城投行业融资政策有所收紧，城投债券发行量持续下降。2015年以来进入政策宽松时期，城投债发行量恢复增长。2016年10月至2018年6月为城投融资监管政策史上最严阶段，城投债券发行量大幅下降。2018年10月融资政策有所放宽，2019年开始城投债券发行量大幅上升。

2020年新冠疫情爆发，发改委出台《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》（发改办财金〔2020〕111号），助力企业复工复产，多举措支持疫情地区和疫情防控企业的债券融资需求，最大限度简便疫情防控期间企业债券业务办理；并发布《关于印发县城新

型城镇化建设专项企业债券发行指引的通知》(发改办财金规〔2020〕613号)、《关于印发〈2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务〉的通知》(发改规划〔2021〕493号),积极发挥企业债券融资在县城新型城镇化建设方面的积极作用,在债务风险可控前提下,加大中央预算内投资和地方政府专项债券等财政性资金统筹支持力度,有序发行县城新型城镇化建设专项企业债券,同时交易商协会推出乡村振兴票据。

2021年初至今,中国政府建立“三条红线”分级体系,该体系以地方政府杠杆水平将其划分为“红黄绿”三档,红色级别地方政府下的城投债券的募集资金仅可用于现有债券再融资;黄色级别可放宽至现有债券、银行贷款和其他债务的再融资;而绿色级别则无限制。交易所和交易商协会不断加强城投企业债券资金用途管理,对于高负债、高风险区域适当限制资金用途和发债额度。2021年4月,国务院发布《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》国发〔2021〕5号文,把防范化解地方政府隐性债务风险提高到历史前所未有的新高度,遏制隐性债务增量,积极稳妥化解存量。政策又一次收紧,城投债券发行呈现下行态势。

### 境外融资政策

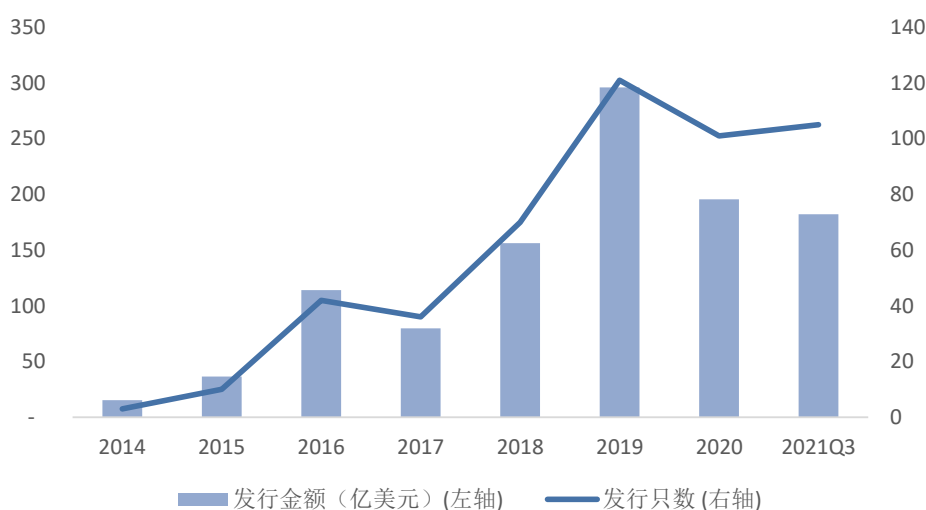
2015年9月,国家发改委发布了《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》,放开了境内企业直接发债的监管,城投公司开启海外发债之路。随后,为了规范国有资本的海外发债行为,发改委发布《国家发展改革委财政部关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方政府债务风险的通知》(发改外资〔2018〕706号)、《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》(发改办外资〔2019〕666号)文件,其中666号文规定地方政府不得承担偿还地方国有企业外债责任,地方国有企业发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债。

2020年城投公司受惠于境内融资环境相对宽松,境内融资成本持续下行,对境外美元债发行的意愿有所下降。2021年以来,由于境内融资环境边际收紧,城投公司对海外债的发行意愿有所恢复。由此可见,境内发债仍然是城投公司最主要的融资渠道,而境外发债逐步受到城投公司的青睐,一方面是受到政策层面的鼓励帮助城投公司树立国际形象、拓展国际业务,另一方面城投公司发行境外债券以扩宽融资渠道,境外融资可作为在境内融资政策监管收紧时的备用融资通道,近期城投公司境内外发债存在一定的替代效应。

## 二、整体城投美元债发行情况

境外城投美元债的发行趋势与监管政策密切相关,近期境内外发债存在一定的替代效应。2014年,北京市基础设施投资有限公司通过海外子公司间接发行3亿美元境外债,成为首只境外发行的城投债券。2015年至2016年城投美元债发行开始增长,虽然2017年受政策收紧影响境外城投债发行有所回落,但在政策边际放松和再融资需求的推动下再次爆发,2019年发行金额达到295.9亿美元的高峰。2020年受疫情影响产生的境内外发债替代效应,城投美元债发行量有所下降,当年发行金额约195.5亿美元,同比下降33.9%;随着境内城投债券融资政策边际收紧,2021年城投美元债发行量逐步回升,2021年前三季度发行金额约182.1亿美元,同比增长30.5%。

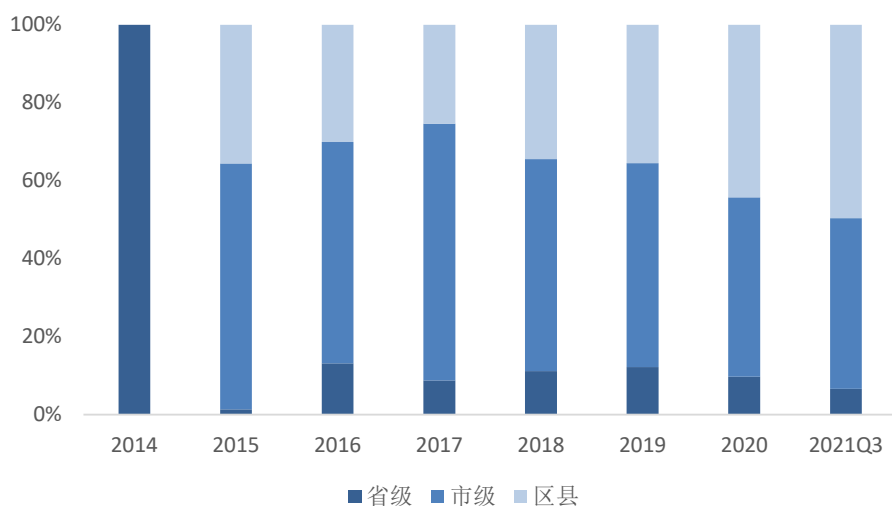
图 2：2014 年至 2021 年前三季度城投美元债发行走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

按行政层级<sup>1</sup>划分来看，境外美元债城投发行主体以省市级城投为主，近两年区县级城投发行占比有所上升。2021年前三季度，省级、地市级和区县级城投的发行金额占比分别为6.6%、43.8%和49.6%。从单笔发行金额来看，2016年以来，行政层级较高的城投的单笔发行金额较高。2021年前三季度，省级、地市级和区县级城投的平均单笔发行金额分别为3亿美元、2.2亿美元和1.4亿美元。

图 3：2014 年至 2021 年前三季度城投美元债行政层级分布

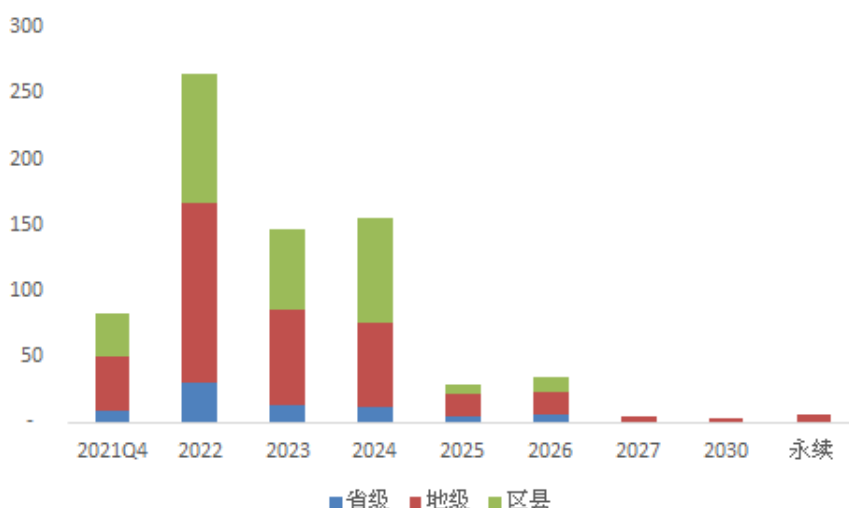


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

从存量到期情况来看，2022年为城投美元债到期高峰，到期金额高达264.4亿美元，其中省级、地市级和区县级城投的到期金额占比分别为11.3%、51.9%和36.8%。

<sup>1</sup> 省级包含省、自治区及直辖市，地市级包含省会、计划单列市及地级市，区县级包含区县、开发区及县级市。

图 4：截至 2021 年 9 月底城投美元债到期分布（亿美元）

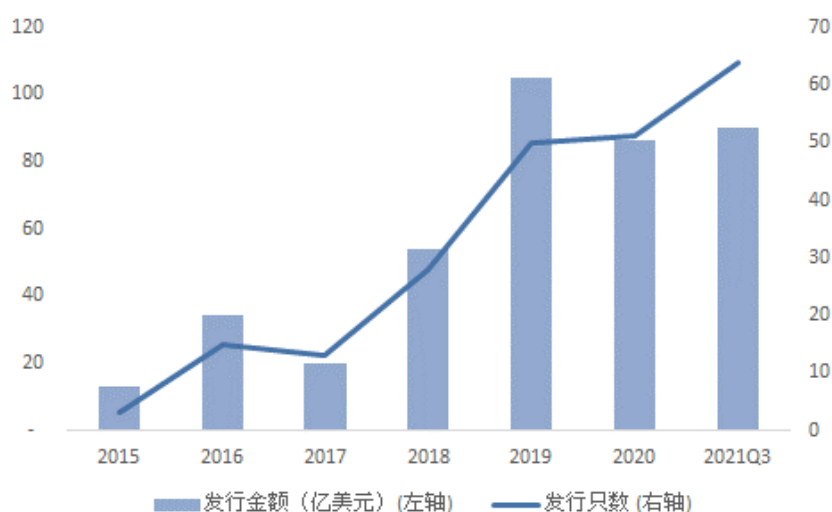


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

### 三、区县级城投美元债发行情况

2020年以来区县级城投美元债发行量在整体城投美元债中的占比有所提升，单笔融资规模不大。区县级城投美元债跟整体城投美元债的发行走势基本一致，发行金额从2015年的13.0亿美元大幅增长到2019年的105.2亿美元，年均复合增长率约为68.6%。2020年发行量同比下降17.8%至86.5亿美元，但2021年发行量逐步回升，2021年前三季度区县级城投美元债发行金额约90.3亿美元，同比增长61.2%。另外，2015年至2019年，区县级城投美元债发行金额平均占整体城投美元债发行金额的30%左右，2020年以来区县级城投美元债发行金额占比有所上升，2020年和2021年前三季度的发行占比均达到40%以上。但是，区县级城投单笔融资规模有所缩小，2020年和2021年前三季度的平均单笔发行金额分别为1.7亿美元和1.4亿美元，较2019年的2.1亿美元有所下降。

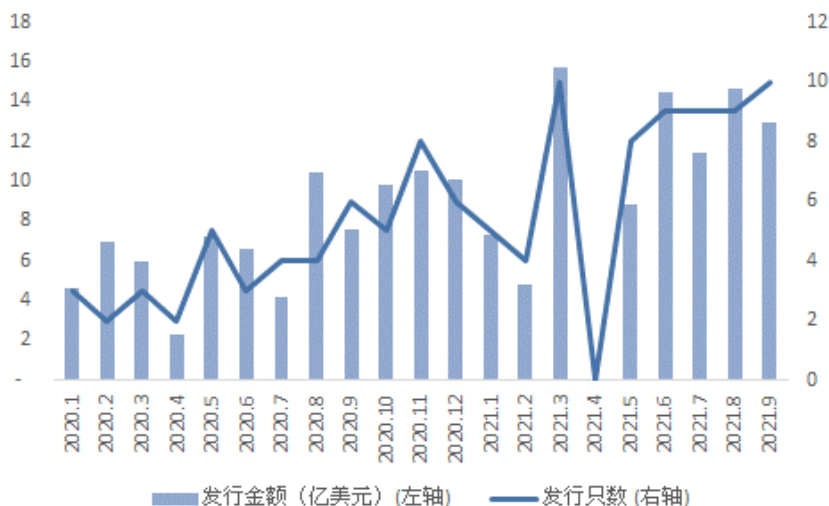
图 5：2015 年至 2021 年前三季度区县级城投美元债发行走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

按月度发行量来看，2020年区县城投发行量处于低位，下半年较上半年有所增加，平均月度发行金额为7.2亿美元。2021年前三季度，区县城投月度发行量整体有所回升但波幅较大，主要集中在3月、6月和8月发行，平均月度发行金额为10.0亿美元，较2020年同期上升61.2%。

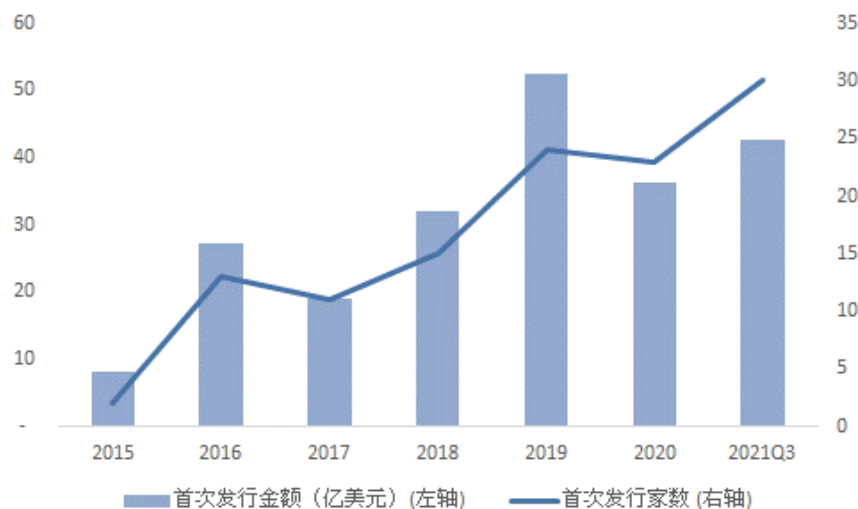
图 6：2020 年 1 月至 2021 年 9 月区县级城投美元债发行走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

区县级城投首次在境外市场发行美元债是在2015年，近年来首次新发和借新还旧各占一半。2015年至2019年，区县级城投美元债首次发行金额从8.0亿美元大幅增长到52.5亿美元，年均复合增长率为60.1%。2020年发行量同比下降31.2%至36.2亿美元，2021年前三季度发行量同比增长76.7%至42.8亿美元。另外，2015年至2017年，区县级城投美元债以首次发行为主，年度首次发行金额占区县级城投发行量的75%左右。2018年以来，部分区县级城投在境外美元债市场持续借新还旧，首次发行金额占比有所下降但仍维持在50%左右。

图 7：2015 年至 2021 年前三季度区县级城投首次发行情况

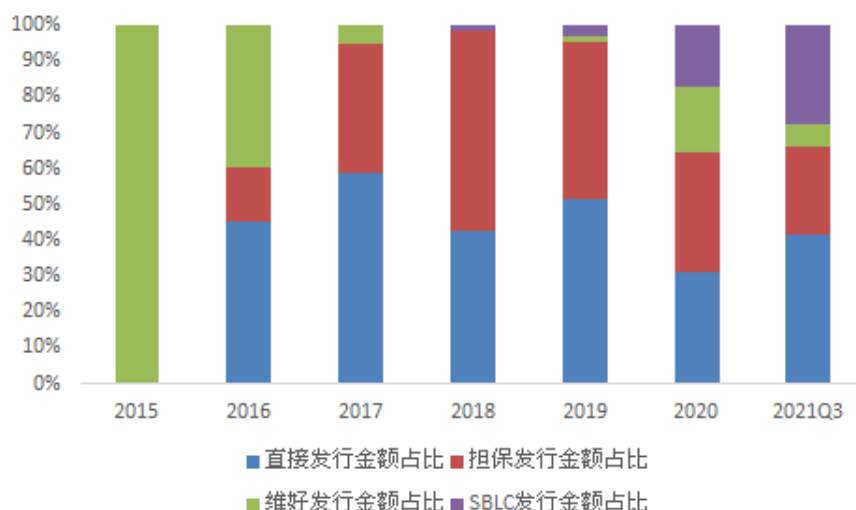


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

直接及担保发行是区县级城投的主要发行方式，2018年以来部分城投选择银行备证作为增信措施。2015年发改委推动中资企业发行外债备案登记制管理改革，放开了对境内企业直接发债的监管，简化了企业境外发债的限制，城投企业发行外债主要通过直接或担保发行的方式。2021年前三季度，从发行结构来看，直接发行、担保发行和维好发行的发行金额占比分别为41.7%、24.6%和6.1%。2018年以来，在市场风险偏好波动的背景下，部分区县级城投通过银行备用信用证增信措施（SBLC）为其境外债券的偿付提供额外保障。

SBLC结构是针对具体债券的信用增信行为，该结构债券的评级等同于SBLC提供方（一般为银行）自身优先级债项的评级。因投资人所承担的信用风险为开证银行的信用风险，城投发行人更易获得境外投资人的认可，有助于扩展其融资渠道。另外，SBLC发行具备一定成本优势，能够有效降低发行成本，削减利息支出和相关发行费用。2021年前三季度，区县级城投美元债中有28只通过SBLC发行，发行金额约24.9亿美元，同比大幅增长108.6%，占区县级城投发行规模的27.6%。

图 8：2015 至 2021 年前三季度区县级城投美元债发行结构

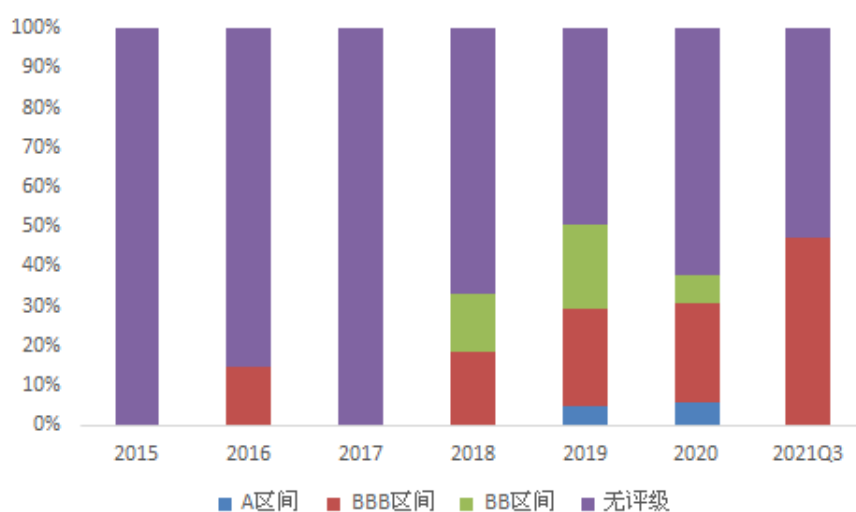


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

按债项评级<sup>2</sup>来看，2017年之前，区县级城投美元债主要以无评级发行。2018年以来，无评级发行占比有所减少，但仍占约60%左右。2021年前三季度，区县级城投美元债评级以BBB区间为主，约占总体发行金额的47.5%；无评级发行的区县级城投美元债占比为52.5%。

<sup>2</sup> 债项评级以国际三大评级机构的最高级别为准

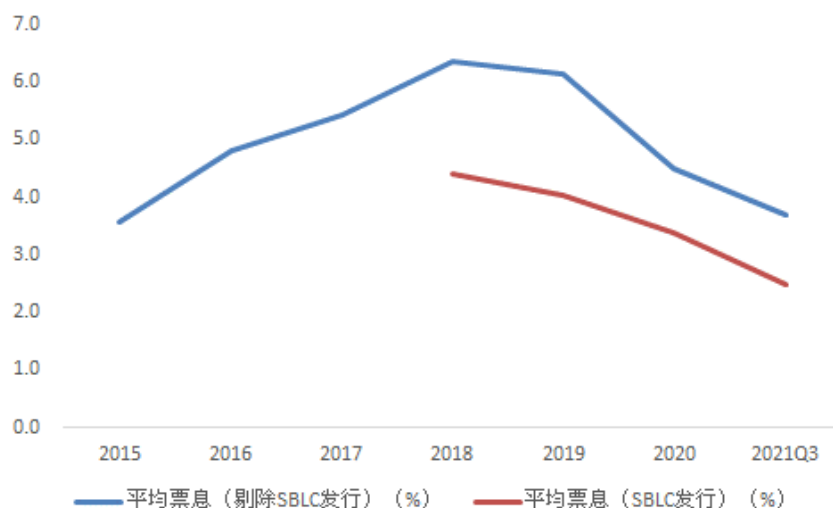
图 9：2015 至 2021 年前三季度区县级城投美元债债项评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

票息方面，由于美元基准利率较中国基准利率更低，境外发行债券整体上成本更低，发行外债有利于城投公司降低其融资成本。区县级城投美元债的平均票息呈先升后降趋势。2015年至2018，区县级城投美元债平均票息逐步上升，但2019年以来，平均票息随美国国债收益率下降而持续下行。2021年前三季度，区县级城投美元债平均票息（剔除SBLC）为3.68%，较2020年下跌81bp；SBLC发行下的平均票息为2.48%，较2020年下跌89bp。

图 10：区县级城投美元债发行的平均票息走势



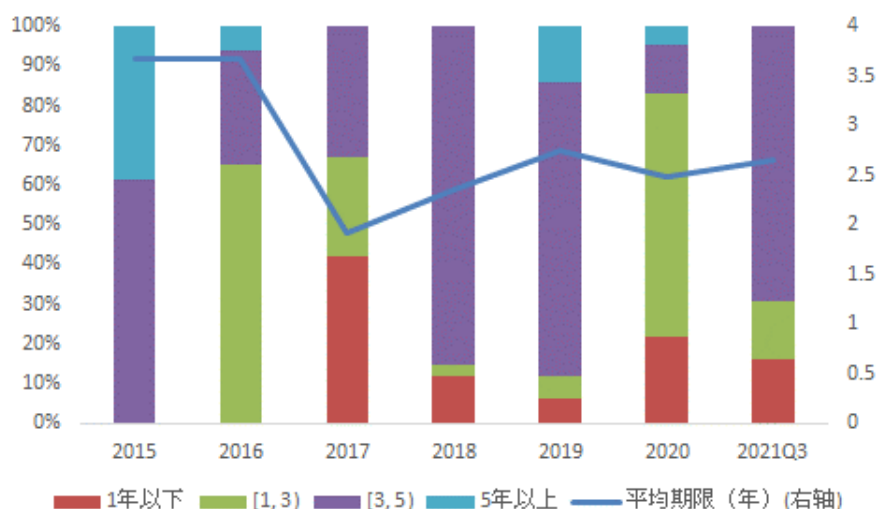
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

期限方面，城投美元债的发行期限以3年期为主，部分城投企业有发行1年期以内的短期债券。2017年以来，区县级城投美元债平均期限呈上升趋势，平均期限从2017年的1.9年增长到2021年前三季度的2.7年。2017年开始，由于一年期以下的外债发行暂不需要向发改委备案登记，一年期以下短期债券成为城投公司发行美元债的选择，当年发行量大增。2018年以来，城投发行人把握利率窗口选择发行中长期债券，以调整债务结构，1年期以



内短期债券发行金额占比有所波动，平均约14%左右。

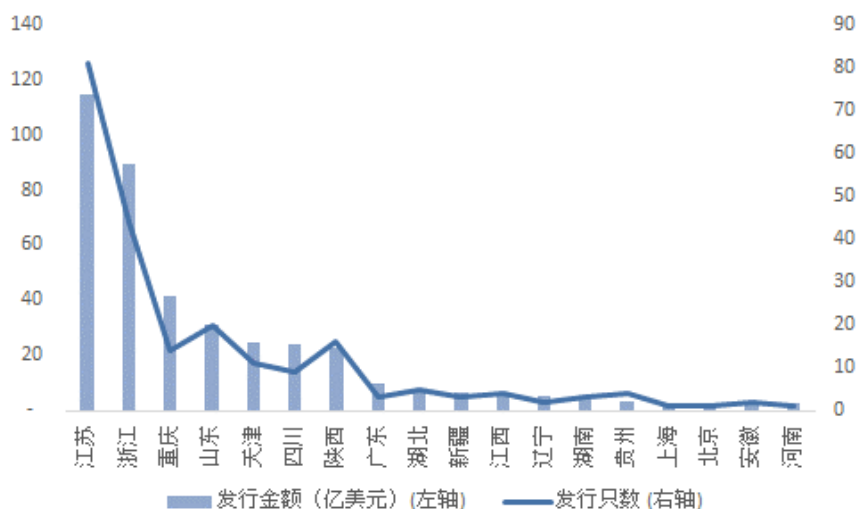
图 11：区县级城投美元债发行的平均期限和期限分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

目前发行境外美元债的区县级城投主要集中在经济较为发达的东部沿海区域。区县级城投主要为东部沿海地区的发行人，2015年以来累计发行规模前三大的省份为江苏、浙江和重庆等地区，其次是山东、天津和四川等省份。2015年以来累计金额是江苏省发行规模最大，累计融资金额为114.4亿美元，占区县级城投总发行量约28.4%；2021年前三季度是浙江省发行规模最大，合计融资规模为32.1亿美元，占当期发行规模约35.5%。

图 12：2015 年以来区县级城投美元债区域分布（按累计金额）



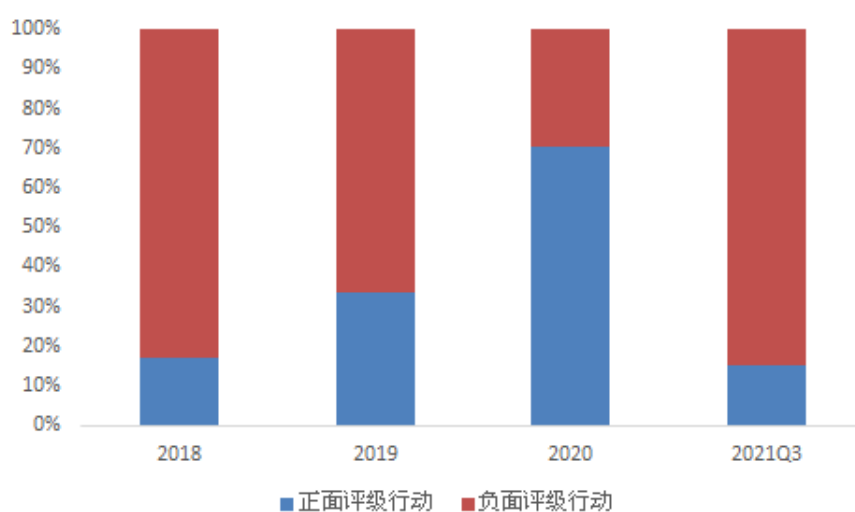
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

#### 四、城投美元债信用风险分析

近期境外评级机构对部分城投采取负面评级行动，认为区县级获得政府支持的可能性有所下降。2020年，随着再融资环境的边际宽松以及各地平台整合的进一步推进，部分城

投公司地位重要性提高导致政府支持意愿增强，惠誉先后上调多家城投公司评级，加上穆迪发布新的城投评级方法后上调多家城投公司评级，2020年全年城投正面评级行动占比达到70%，正面评级行动的城投主要为省级和地市级。同时，部分城投由于地方政府财政能力减弱和自身信用状况变弱而得到负面评级行动，占比约为30%。2021年以来，受城投行业监管政策收紧以及国有企业境内发行的公共债务工具违约增加的影响，国际三大评级机构认为部分城投获得政府支持的可能性将逐渐下降，惠誉先后对多家城投公司采取负面评级行动，2021年前三季度城投负面评级行动占比达到85%，涉及14家城投企业，其中6家为区县级城投。此外，由于区域经济在疫情冲击下仍保持稳定、城投重要性提高和政府支持度增加等因素，部分城投得到正面评级行动，占比约为15%。

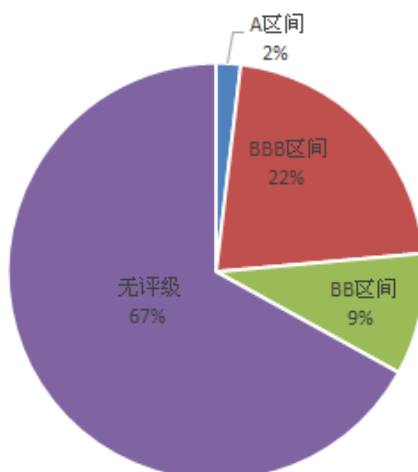
图 13：2018 年至 2021 年前三季度城投评级行动分布



数据来源：彭博，中诚信亚大整理

评级分布方面，截止2021年9月底，整体存量城投美元债发行人共216家，其中投资级城投共73家，高收益城投共29家，无评级城投共114家，无评级发行家数占比约为52.8%。由于中资企业境外发债不强制要求进行评级，加上海外评级流程较长，城投发行人恐错过发债窗口而选择无评级发行，尤其是区县级城投的境外评级缺失现象明显。截止2021年9月底，存量区县级城投美元债发行人共106家，其中投资级城投共25家，高收益城投共10家，无评级城投共71家，无评级发行家数占比达到67.0%。

图 14：截止 2021 年 9 月底区县级城投的评级分布（按发行家数）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

目前境外市场尚未出现城投违约等信用事件，主要受到境内国企或城投的信用事件扰动。2020年城投企业非标违约产品共28起，涉及38家城投，分布在贵州、吉林、辽宁、河南、湖南和陕西6个省份。其中，贵州涉及的城投数量最多，达27家；河南与吉林其次，分别涉及3家。从行政层级看，38家涉及非标违约的城投中有23家为区县级，占比达60.5%；有13家为地市级，占比达34.2%；2家为省级平台，占比达5.3%。2021年前三季度共发生16起非标违约，涉及31家城投，风险事件数量同比下降。在31家涉事城投中，11家仅作为融资方涉及非标违约事件，15家仅作为担保方涉及非标违约事件，5家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。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。

为缓解城投等国企的债务压力，加强市场信心，部分省市政府先后牵头成立信用稳定基金。但部分基金的规模相对有限，对化解城投公司债务问题能起到多大作用仍有待观察。

## 总结与展望

整体而言，近年来城投境外发债规模持续增长，发债主体行政层级亦有所下沉，区县级城投美元债发行量呈上行态势，虽然2020年境内融资环境宽松导致境外发行量有所减少，但2021年以来由于境内城投行业政策边际收紧，境外美元债发行量已经逐步回升。目前区县级城投美元债仍以直接发行和担保发行为主，近年来首次新发和借新还旧各占一半，而且SBLC发行方式显著增加，为境外债券提供额外增信措施。近年来区县级城投美元债的发行期限以3年期为主，但平均发行票息呈下降趋势。

信用风险方面，区县级城投美元债发行省份以浙江、江苏和山东等东部沿海地区为主，这些地区经济发展较好且财政实力较强，总体信用风险相对可控。但是需要关注局部风

险，区县级城投无评级发行显现明显，同时近期境外评级机构对部分区县级城投采取负面评级行动，区县级弱资质城投的信用风险尤其值得关注。境外市场尚未出现城投违约，境内区县级城投违约以非标违约为主，非标违约事件主要发生在贵州等财政实力较弱或者债务负担较大的地区。

2021年7月，银保监会出台了《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务防范化解工作的指导意见》（银保监会〔2021〕15号文），要求银行保险机构要打消财政兜底幻觉，严禁新增或虚假化解地方政府隐性债务，妥善化解存量地方政府隐性债务。在2022年到期规模较大、信贷政策收紧等因素影响下，弱资质城投面临的流动性压力边际上升，不同区域间城投公司信用分化或将进一步加剧。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)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。未经中诚信亚太事先书面许可,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,应事先获得中诚信亚太书面许可,并在使用时注明来源,确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太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亚太及其业务的图形,都是中诚信亚太商标,受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许,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。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为,都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、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。中诚信亚太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)中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、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)即使中诚信亚太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,中诚信亚太也不承担任何责任。

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亚太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。中诚信亚太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。



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>