

2022 年上半年 城投境外债回顾 及展望



中國誠信(亞太)信用評級有限公司
CHINA CHENGXIN (ASIA PACIFIC) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

分析师

庄承浩

+852-2860 7124

peter_chong@ccxap.com

杜可莹

+852-2860 7126

karissa_du@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯

+852-2860 7120

elle_hu@ccxap.com

2022 年 8 月 3 日

城投境外债发行升温，关注窗口指导对城投再融资及信用风险的影响

城投境外债发行情况

- **境内城投政策收紧，部分城投转向境外发债获取资金，境外发行量增加。**2022 年以来，城投境内融资进一步收紧，境内城投债发行和净融资均出现较大下跌。相比之下，境外发债政策尚未同步收紧，融资监管环境相对宽松，部分城投转向境外发债作为弥补或拓展其境内融资需求的主要渠道。2022 年上半年 179 只城投境外债发行规模为 230.2 亿美元，同比大幅上涨 129.9%。受城投发行境外债热度有所提升影响，净融资额亦出现明显增长。2022 年上半年，城投境外债净融资额为 114.7 亿美元，同比增长 110.1%。
- **美元债成本上升，欧元债发行增加。**2022 年 3 月以来，美联储采取激进加息及缩表政策以应对居高不下通胀，美国国债收益率持续上行，中美利差倒挂导致城投美元债整体发行成本提升。城投美元债平均票息由 2021 下半年的 3.22% 上升至 2022 上半年的 3.89%。由于美元债的成本优势减弱，因此部分城投开始选择发行欧元债。2022 年上半年，城投欧元债发行规模为 8.2 亿欧元，较去年同期的 3.8 亿欧元大幅增加，平均票息为 2.27%，较美元债平均票息低 162 个基点。
- **备用信用证（SBLC）发行大幅增加。**2021 年以来，随着信用风险事件增加以及境外债券市场波动，城投以 SBLC 发行的境外债规模开始迅速增加。2022 年上半年，城投境外债 SBLC 发行规模为 79.8 亿美元，同比大幅增长 258.4%，涉及发行主体 73 家，同比增长 217.4%。
- **城投境外债发行人以区县级为主，无评级发行增多。**在城投境内监管进一步趋严的背景下，大量区县级城投的融资需求溢出至境外。2022 年上半年，在 142 家城投境外债发行主体中，以区县级居多，占 66.9%。另外，由于 SBLC 发行占比增加，城投无评级发行数量亦有所增多。2022 年上半年，无国际评级的城投发行人占比达到 75.4%，而去年同期则为 59.6%。

城投境外债信用风险展望

- **4 月以来境外城投融资政策有所收紧，关注窗口指导对城投再融资及信用风险的影响。**发改委对城投海外债发行提出窗口指导意见，对城投境外发债的资金用途、规模、经营要求，甚至项目收益均做出了更严格的规范。
- **弱资质或低层级城投新增境外债难度加大，预期城投境外债净融资或将减少。**发改委的窗口指导意见只针对城投境外债的新增发行，对存量债券的借新还旧则不受影响。预期弱资质城投新增发行境外债的难度将进一步加大，后续城投境外债的净融资额或有所减少。
- **预期 SBLC 发行政策或会有所收紧。**SBLC 发行模式能够有效降低融资成本、提高境外债债项评级和提升发行效率，但会增加境内开证行的对外担保履约风险。随着境外债融资政策转向收紧，监管机构很可能也会相应收紧银行向城投提供跨境担保的政策，需关注 SBLC 发行模式的可持续性。

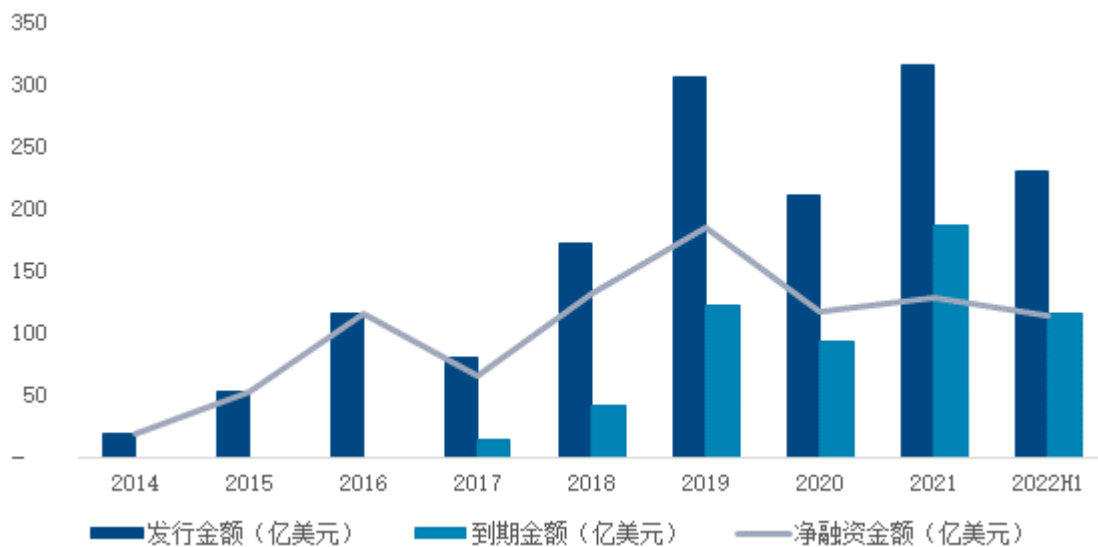
引言

2022 年以来，境内城投政策收紧，部分城投转向境外发债获取资金，加上 2022 年是城投境外债的偿债高峰，在境外发债政策未同步收紧及再融资需求带动下，2022 年上半年城投境外债发行热情高涨，发行规模为 230.2 亿美元，同比大幅上涨 129.9%。同期，美联储激进加息，带动美国国债收益率上行，中美利差倒挂导致美元债的成本优势减弱，越来越多城投开始选择发行欧元债。2022 年上半年，城投欧元债发行规模为 8.2 亿欧元，较 2021 年上半年的 3.8 亿欧元大幅增加，平均票息为 2.27%，较美元债平均票息低 162 个基点。发改委在 4 月提出了窗口指导意见，对城投境外发债的资金用途、规模、经营要求，甚至项目收益均做出了更严格的规范，需关注指标限制对城投再融资及信用风险的影响。

城投境外债发行情况

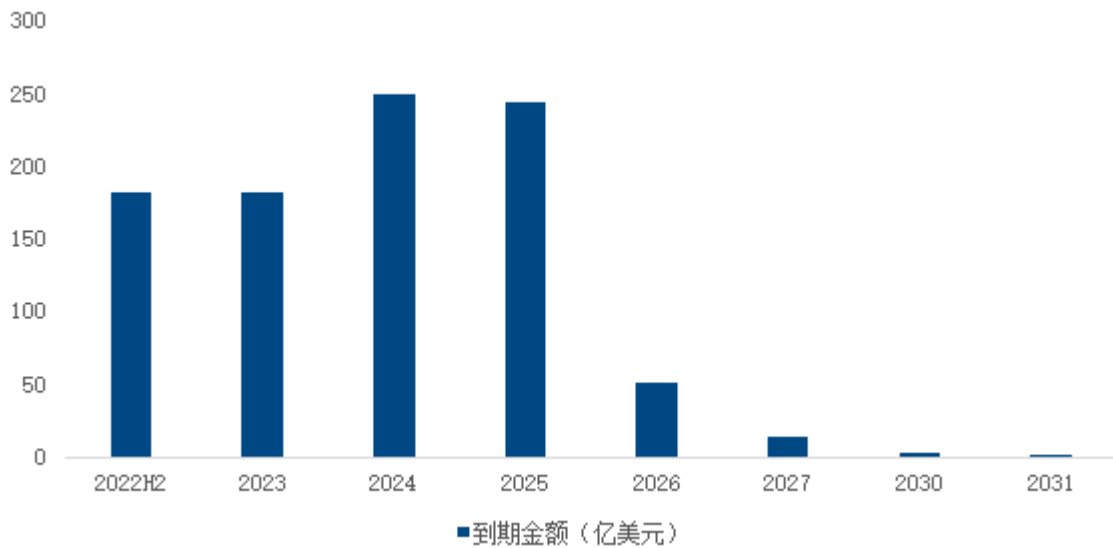
境内城投政策收紧，部分城投转向境外发债获取资金，境外发行量增加。2022 年以来，城投境内融资进一步收紧，央行、外管局、发改委及深改委相继释放关于坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资的信号。在城投严监管趋势不改、地方政府加速推进隐债化解的背景下，境内城投债发行和净融资均出现较大下跌。相比之下，2022 年初境外发债政策尚未同步收紧，监管环境相对宽松，部分城投转向境外发债作为弥补或拓展其境内融资需求的主要渠道。另外，2022 年是城投境外债的偿债高峰，再融资需求带动下，2022 年上半年 179 只城投境外债发行规模为 230.2 亿美元，同比大幅上涨 129.9%；上半年城投境外债净融资额为 114.7 亿美元，同比增长 110.1%。从发行节奏来看，2022 年第一季度城投境外债发行规模为 103.2 亿美元，第二季度尽管发改委提出了城投境外债发行窗口指导意见，但发行规模仍持续增加，规模约 127.0 亿美元。受城投发行境外债热度有所提升影响，净融资额亦出现明显增长。

图 1：2021 年以来随着境内融资收紧，城投境外债发行增加



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

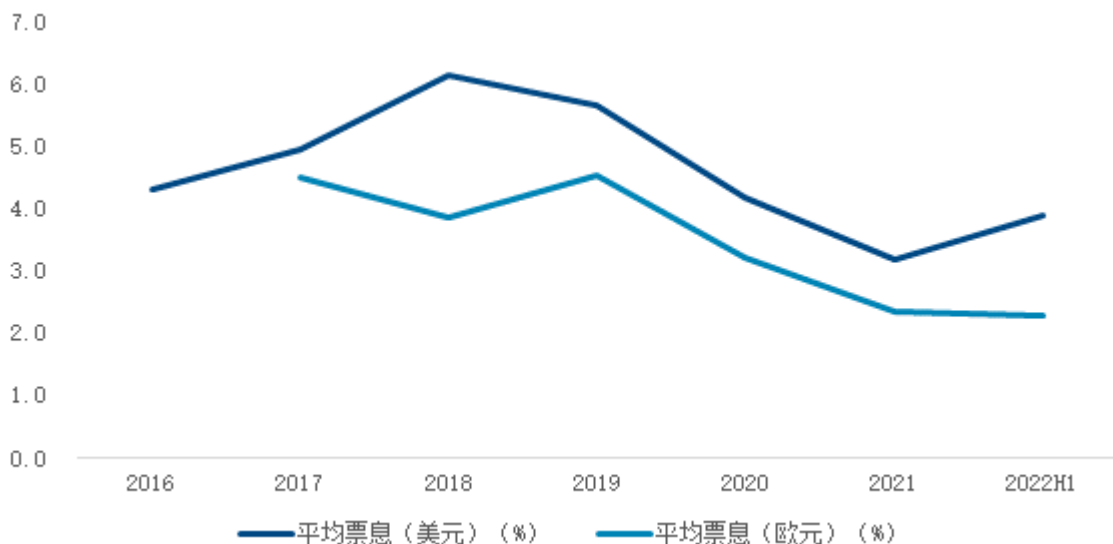
图 2：截至 2022 年 6 月末城投境外债到期金额分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

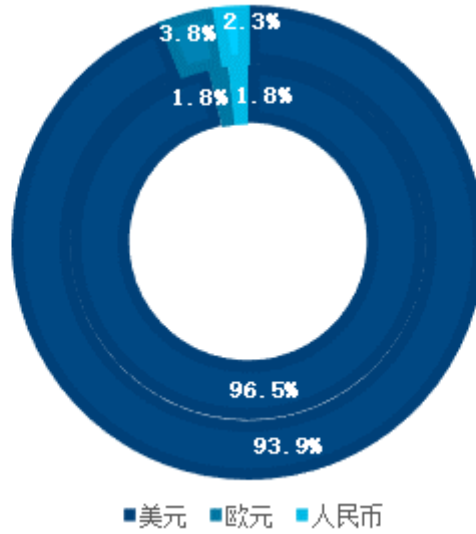
美元债成本上升，欧元债发行增加。2022 年 3 月以来，美联储采取激进加息及缩表政策以应对居高不下的通胀，美国国债收益率持续上行，中美利差倒挂导致城投美元债整体发行成本提升。城投美元债平均票息由 2021 下半年的 3.22% 上升至 2022 上半年的 3.89%，中美 10 年期国债利差从年初的 114 个基点下降到 6 月末的 -16 个基点。由于美元债的成本优势减弱，因此部分城投开始选择发行欧元债。2022 年上半年，城投欧元债发行规模为 8.2 亿欧元，较去年同期的 3.8 亿欧元大幅增加，平均票息为 2.27%，较美元债平均票息低 162 个基点。但是，在美国大幅加息的影响下，欧洲央行也将进入加息通道，此外受制于境外投资者的欧元头寸，预期城投发行欧元债只属于阶段性，发行美元债仍是城投境外融资是主要品种。

图 3：2022 年以来城投美元债融资成本上升



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

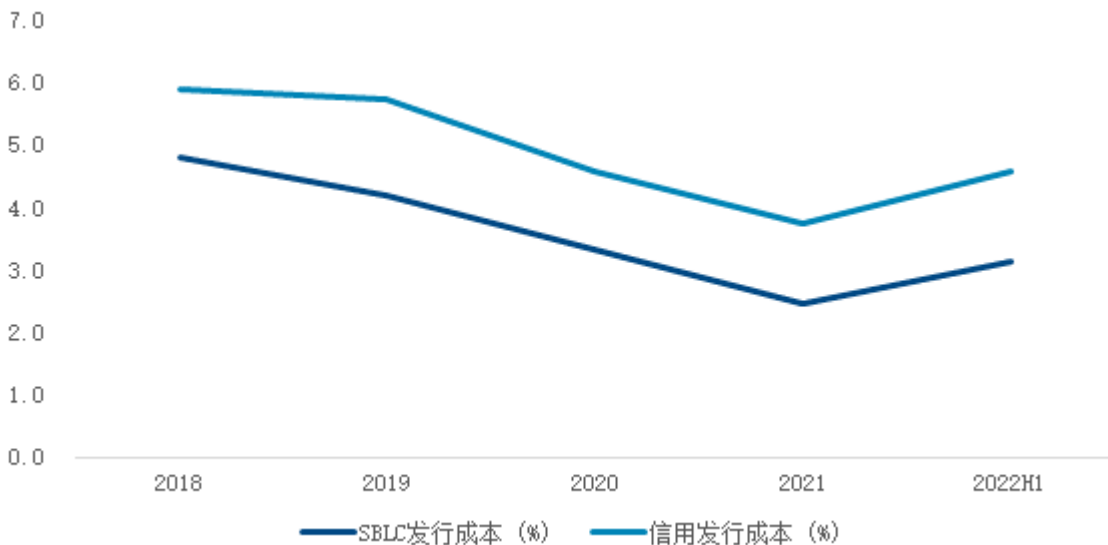
图 4：2021 年及 2022 年上半年城投境外债币种分布



注：内圈为 2021 年数据，外圈为 2022 年上半年数据
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

备用信用证发行大幅增加。备用信用证（“SBLC”）发行模式是指境内银行以自身信用为境外债发行提供担保，若债券发生违约，由银行承担兑付责任，而银行通常要求发行人提供反担保或其他增信措施，并按备用信用证金额的 1-2%收取备证担保费。2021 年以来，随着信用风险事件增加以及境外债券市场波动，城投以 SBLC 发行的境外债规模开始迅速增加。2022 年上半年，城投 SBLC 境外债发行规模同比大幅增长 258.4%至 79.8 亿美元,占比境外债发行金额的 34.7%；涉及发行主体 73 家，同比增长 217.4%。按区域来看，江浙地区城投的 SBLC 境外债发行量明显领先。2022 年上半年江苏省和浙江省城投分别发行 SBLC 境外债 31.2 亿美元及 23.3 亿美元，发行量占比 39%及 29%，高于发行规模排名居前的四川省（6.0 亿美元）、江西省（4.4 亿美元）等省份。按行政层级来看，区县级发行量占比迅速增长，2022 年上半年区县级 SBLC 境外债发行规模占比 82.0%，较 2021 年的 70%明显提升。

图 5：城投境外债 SBLC 票面发行成本相对较低

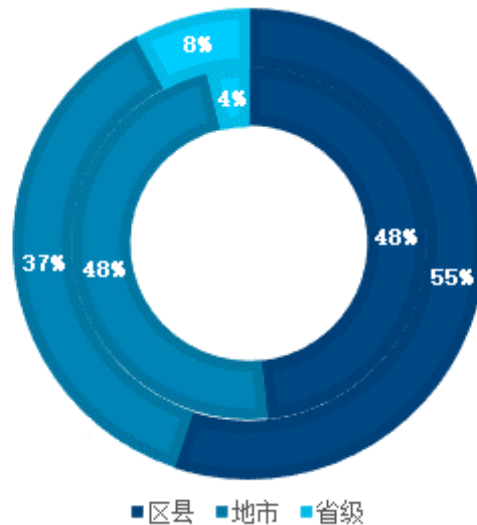


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

城投境外债发行人以区县级为主，无评级发行增多。在城投境内监管进一步趋严的背景下，大量区县级城投的融资需求溢出至境外。2022 年上半年，城投境外债发行主体中，以区县级居多，占 66.9%，其次是市级占 28.9%，省级则占 4.2%。而发行境外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，发行规模前三大的省份为江苏、浙江和山东等省份，其次是陕西、四川和重庆等地区。

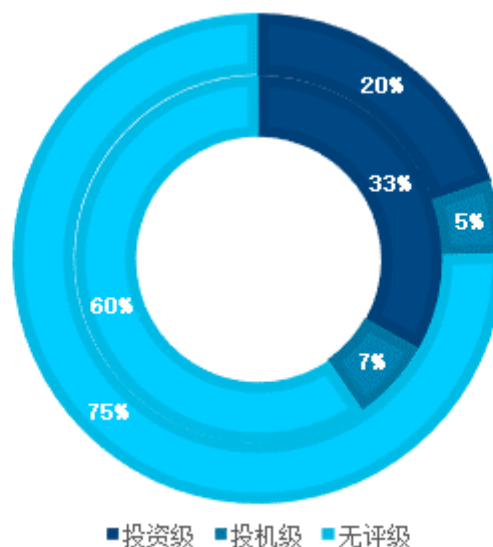
另外，由于 SBLC 发行占比增加，城投无评级发行境外债数量亦有所增多。2022 年上半年，在 142 家有城投发行人中，无国际评级的城投达到 107 家，占总家数的 75.4%，而去年同期则为 59.6%。在 35 家有国际评级的城投中，投资级城投共 28 家，占比为 80%，高收益城投共 7 家，占比为 20%，均较去年同期无太大变化。

图 6：2021 年及 2022 年上半年城投境外债行政级别分布



注：按发行金额；内圈为 2021 年数据，外圈为 2022 年上半年数据
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图 7：2021 年及 2022 年上半年城投境外债信用评级分布



注：按主体家数；内圈为 2021 年数据，外圈为 2022 年上半年数据
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

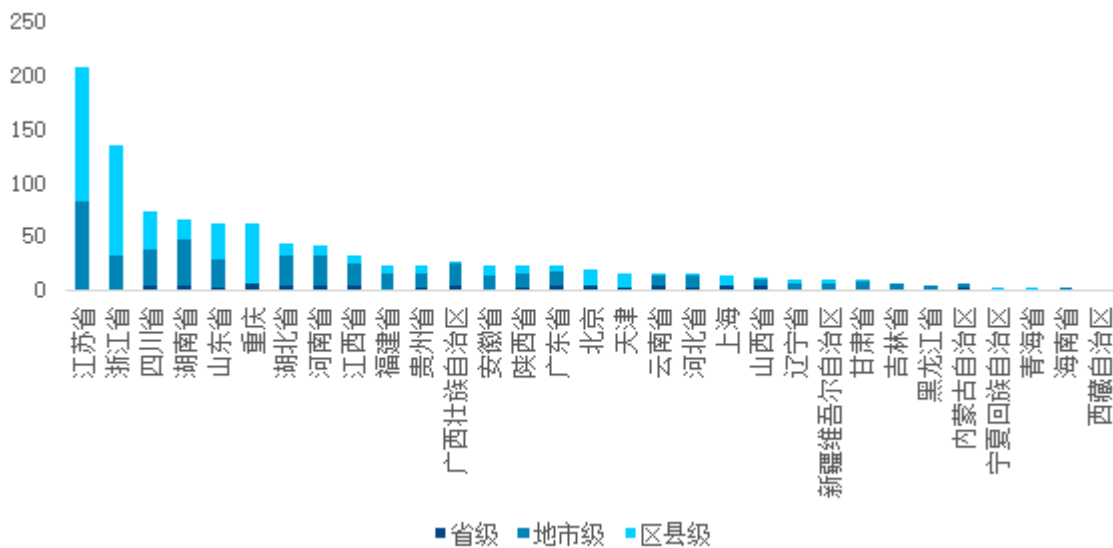
城投境外债信用风险展望

4 月以来境外城投融资政策有所收紧，关注指标限制对城投再融资及信用风险的影响。2021 年四季度城投境外债的项目申报量明显增多，在“控隐债、防风险、调结构”的前提下，监管部门对城投境外融资政策也有所收紧。4 月 25 日，市场消息称，发改委对城投海外债发行提出窗口指导意见，要求城投境外融资必须满足以下 5 点要求：（1）代建与土地整理收入占比合计不能高于 50%（棚改安置房不算政府收入），且占比最好不要接近 50%；（2）补充流动资金比例不高于 20%；（3）发债规模（含累计余额）不高于净资产的 40%；（4）近三年平均净利润能够覆盖债券利息；（5）项目收益能够覆盖成本。发改委的窗口指导意见对城投境外发债的资金用途、规模、经营要求，甚至项目收益均做出了更严格的规范，不满足上述指标要求的城投企业在进行境外债发行申报、备案登记时可能会受到更多限制，或将面临债务结构调整压力，需关注指标限制对城投再融资及信用风险的影响。

弱资质或低层级城投新增境外债难度加大，预期城投境外债净融资或将减少。目前发改委的窗口指导意见只针对城投境外债的新增发行，对存量债券的借新还旧暂时不受影响。预期弱资质城投新增发行境外债的难度将进一步加大，后续城投境外债的净融资额或将有所减少。

对发债城投企业净利润要求提高，预期盈利能力较弱城投境外再融资压力或上升。盈利性一直是发改委对城投境外发债的要求之一，这次明确要求“近三年平均净利润能够覆盖债券利息”旨在进一步提高对城投经营能力的要求。在约 3,000 家发债城投里，2019 年至 2021 年平均净利润不足以覆盖债券利息的城投共 989 家，其中区县级及地市级城投占比分别为 54%和 40.5%。同时，考虑到发改委窗口指导要求发债城投“代建与土地整理收入占比合计不能高于 50%（棚改安置房不算政府收入）”，对城投业务和收入结构也有一定限制，后续需持续关注盈利性较差、核心业务不清晰、经营管理能力有限的城投平台再融资压力。

图 8：2019-2021 年平均净利润无法覆盖债券利息的城投企业区域分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

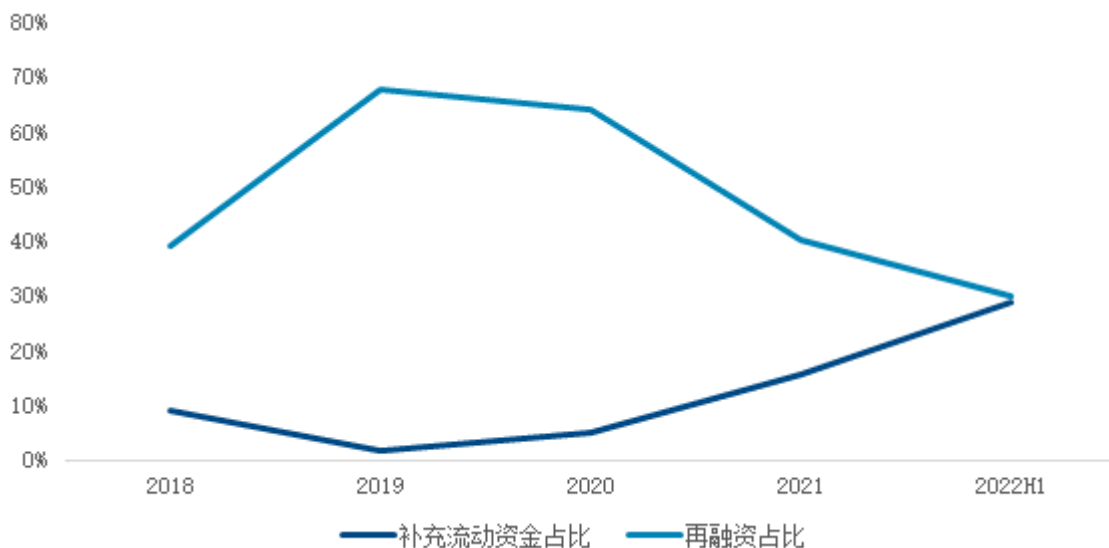
境外债规模较高的城投发债额度或受限。发改委窗口指导通过限制城投企业债券余额占净资产的比重，旨在控制整体债务风险。截至 2022 年 6 月底，美元债券余额占净资产比重超过 40%的城投企业有 4 家，分别为济南历下控股集团有限公司、台州市城市建设投资发展集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司以及漳州市交通发展集团有限公司。以上城投平台对美元债融资更为依赖，易受市场波动影响，后续新增美元债作为补充融资渠道或面临一定限制。如果考虑境内外债券余额占净资产比重，则有 582 家城投超过 40%，其中区县级城投占 64%，地市级城投占 34.5%，主要分布在江苏和浙江区域。对于美元债余额超过或接近净资产 40%的城投企业，后续美元债的新增发债额度或将收缩。

表 1: 截至 2022 年 6 月底美元债余额/净资产超过 40%的城投企业明细

发行人	美元债余额 (亿美元)	美元债余额/ 净资产	境外评级	省份	行政层级
济南历下控股集团有限公司	5.5	113%	无评级	山东	区县级
台州市城市建设投资发展集团有限公司	10	44%	BBB	浙江	地市级
重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司	15	42%	BBB	重庆	区县级
漳州市交通发展集团有限公司	10	42%	BB+	福建	地市级

数据来源: 彭博, 中诚信亚太整理

严格限制境外融资补充流动资金比例不超过 20%，参与重点项目建设的城投或更受支持。此次窗口指导意见进一步限制补流比例不超过 20%，旨在规范城投境外融资资金用途，引导资金更多流向实体经济建设。2021 年以来，银保监会、交易商协会和交易所相继出台限制弱资质城投在境内发债补充流动资金，部分城投因而转向境外募集资金以补充流动资金，导致补充流动资金占比出现较大幅度上升，2022 年上半年增加至 29%。此外，发改委窗口指导中还提出“项目收益能够覆盖成本”要求，虽然这一要求并非严格限制，但也与引导境外融资支持重点项目建设的政策意图一致。在稳增长压力加大、基建投资发力背景下，后续或有相关政策支持城投境内外募集资金更多流向重点项目建设。

图 9: 城投境外债募集资金用途中补充流动资金占比上升


数据来源: 彭博, 中诚信亚太整理

预期 SBLC 发行政策或会有所收紧。SBLC 发行模式能够有效降低融资成本、提高境外债债项评级和提升发行效率，但或会增加境内开证行的对外担保履约风险。今年 1 月 29 日，中国人民银行及国家外汇管理局发布《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的通知》（银发[2022]27 号），其中第七条规定境内银行发放的境外贷款不得用于偿还内保外贷项下境外债务，这意味一旦发行人无法偿付债务，境内开证行需使用境内资金跨境对境外投资者代偿。

事实上，收紧 SBLC 融资政策的意图已有显现。在今年 6 月，江苏省一家城投因备证行提供的 SBLC 交付延迟，导致发行日期延迟，最后决定不继续发行，该次发行失败可能跟外管局不能让备证行办理登记有关。随着境外债融资政策转向收紧，监管机构很可能也会相应收紧银行向城投提供跨境担保的政策，需关注 SBLC 发行模式的可持续性。

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

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

网址： www.ccxap.com

邮箱： info@ccxap.com

电话： +852-2860 7111

传真： +852-2868 0656