

2022 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

2023 年 2 月 17 日

城投境外债逆势上扬，关注政策收紧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融资，境外发行量逆势增加。**2022 年，城投境内融资进一步收紧，部分城投转向境外发债获取资金，城投境外债发行量达到历史新高。2022 年城投境外债发行规模为 431.8 亿美元，较 2021 年增加 37.1%；2022 年城投境外债净融资额为 128.8 亿美元，同比轻微增长 0.1%。
- **美元债成本上升，非美元境外债发行量增加。**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。在美元持续加息的影响下，城投美元债平均票息由 2021 年的 3.2% 上升至 2022 年的 4.6%。由于美元债的成本优势减弱，因此部分城投开始选择发行非美元债券，特别是欧元债以及自贸区人民币债。2022 年，城投欧元债发行规模为 27.6 亿欧元，较 2021 年的 4.6 亿欧元大幅增加，而城投自贸区人民币债规模约 297.7 亿元人民币，较 2021 年的 16.7 亿元人民币大幅增加。
- **备用信用证（SBLC）发行规模大幅增长，以区县级平台为主。**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，城投 SBLC 境外债发行规模同比大幅增长 101.9% 至 137.7 亿美元，占比境外债发行金额的 31.9%；涉及发行主体 114 家，同比增长 103.6%。按行政层级来看，区县级城投占比迅速增长，2022 年城投 SBLC 境外债发行规模中区县级占比 78%，较 2021 年的 71% 明显提升。
- **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，城投境外债发行主体中，以区县级居多，占 60.6%，其次是地市级占 36.9%，省级则占 2.5%。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，在 249 家城投发行人中，无国际评级的城投达到 181 家，占总家数的 72.7%，而去年则为 60.1%。

城投境外债信用风险展望

- **地方财政持续承压下预期城投信用实力将持续分化，关注弱区域、弱资质城投风险释放可能。**地方财政持续承压或导致区域债务率攀升，导致城投融资进一步收紧。考虑到 2023 年境内外城投债到期及回售规模较大，较高的还本付息压力叠加融资环境仍未明显改善，尾部城投风险暴露几率有所增加，需要关注城投集中到期压力和再融资风险。
- **2022 年 4 月以来境外城投融资政策有所收紧，关注政策收紧对城投再融资及信用风险的影响。**弱资质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。国家发改委在 2022 年 4 月以来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；2023 年 1 月发布《企业中长期外债审核登记管理办法》并于 2 月 10 日正式施行，明确将境内企业间接到境外借用外债纳入管理范围，提升发行主体资质限制。
- **预期自贸区债发行将维持高位。**随着美联储的持续加息，境外债融资成本不断上升，整体城投境外债发行态势放缓。在此情况下，具有价格优势以及可以减少利率风险的自贸区人民币债备受青睐。考虑到中美利差倒挂以及目前自贸区债的监管仍较为宽松，预计中短期内自贸区债发行量将维持高位。
- **SBLC 发行政策有所收紧。**2022 年下半年以来，对于通过备证方式支持城投公司发债的做法也受到了监管部门的一些窗口指导，发改委、外管局等部门对备证行及发行主体提出了更为严格的要求，如要求核查发债资金预投资项目的收益情况等，需关注 SBLC 发行模式的可持续性。

引言

2022 年，境内城投政策收紧，部分城投转向境外发债融资，尽管境外融资政策在 2022 年二季度已经呈现出收紧态势，但 2022 年的城投境外债发行量仍然达到历史新高，发行规模为 431.8 亿美元，同比上涨 37.1%。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非美元债券，特别是欧元债以及自贸区人民币债。2022 年，城投欧元债发行规模为 27.6 亿欧元，较 2021 年的 4.6 亿欧元大幅增加，而城投自贸区人民币债规模约 297.7 亿元人民币，较 2021 年的 16.7 亿元人民币大幅增加。国家发改委在 2022 年 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；在 2023 年 1 月发布《企业中长期外债审核登记管理办法》（“《管理办法》”），明确将境内企业间接到境外借用外债纳入管理范围，提升发行主体资质限制。需关注政策收紧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融资，境外发行量逆势增加。自 2021 年三季度银保监会发布 15 号文以来，城投境内融资开始收紧，部分城投转向海外融资，推动城投境外债放量发行。尽管境外融资政策在 2022 年二季度已经呈现出收紧态势，但 2022 年的城投境外债发行量仍然达到历史新高。2022 年城投境外债发行规模为 431.8 亿美元，同比增加 37.1%，在整体中资境外债发行收缩的背景下逆势上扬。但由于 2022 年是城投境外债的偿债高峰，境外债到期额大幅增加导致 2022 年城投境外债净融资额与 2021 年基本持平。2022 年城投境外债净融资额为 128.8 亿美元，同比轻微增加 0.1%。从发行节奏来看，2022 年上半年，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。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。2022 年上半年城投境外债发行规模为 230.2 亿美元，同比大幅上涨 129.9%；但 2022 年下半年，随着境内城投融资环境小幅改善以及监管部门收紧城投境外融资，加上美联储持续加息，大幅增加城投公司的美元债成本，导致城投境外债发行量有所放缓，规模约 201.6 亿美元，同比减少 6.2%。

图 1：2021 年以来，城投境外债发行增加

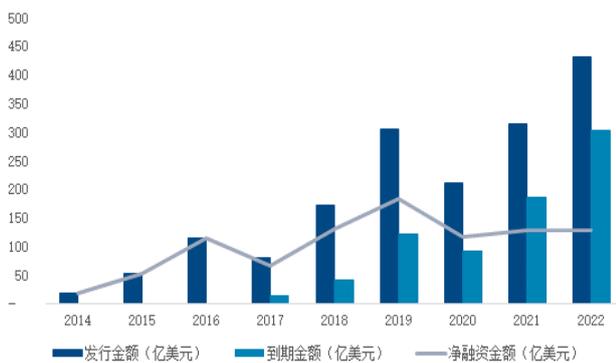
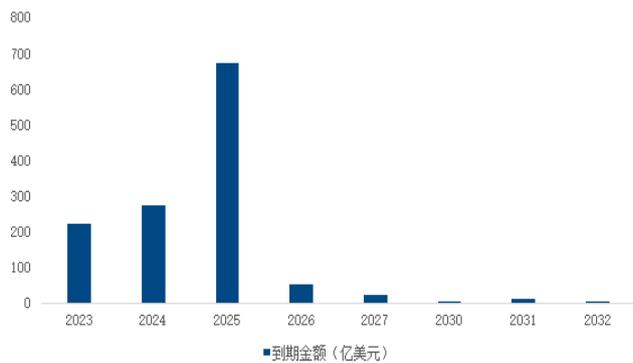


图 2：截至 2022 年末城投境外债到期金额分布



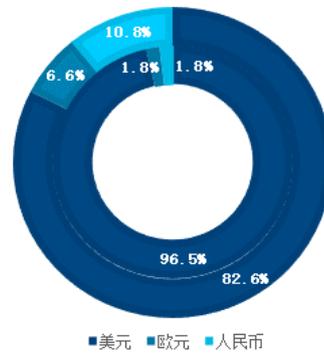
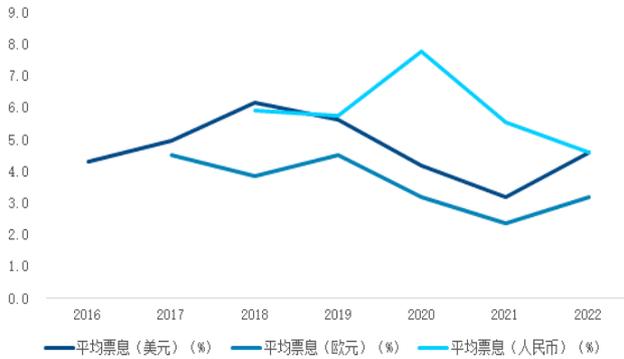
数据来源：中诚信亚太整理

美元债成本上升，非美元境外债发行量增加。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。在美元持续加息的影响下，城投美元债平均票息由 2021 年的 3.2% 上升至 2022 年的 4.6%。由于美元债的成本优势减弱，因此部分城投选择发行非美元币种的境外债，特别是欧元债以及自贸区人民币债。2022 年，城投欧元债发行规模为 27.6 亿欧元，较去年同期的 4.6 亿欧元大幅增加，平均票息为 3.17%，较美元债平均票息低 143 个基点。但是，在美国大幅加息的影响下，欧洲央行也进入加息通道。2022 年欧洲央行共加息 4 次，利率水平达 2008 年 12 月以来最高。为应对高企的通货膨胀水平，欧洲央行预计将继续加息。鉴于欧元债发行成本不断上升以及欧元投资者较少，预期城投发行欧元债只属于阶段性。另外，在中美利差倒挂以及国内货币政策偏宽松的背景下，

人民币债券发行成本自 2020 年以来持续下降，部分城投发行人选择在自贸区发行离岸人民币债券，导致自贸区人民币债发行量呈现迸发态势。2022 年，城投公司共发行 48 只自贸区人民币债，规模约 297.7 亿元人民币，较 2021 年的 16.7 亿元人民币大幅增加。

图 3：2022 年以来城投美元债融资成本上升

图 4：2021 年及 2022 年城投境外债币种分布

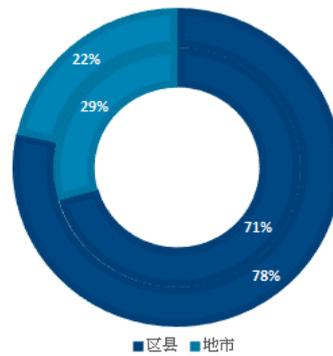
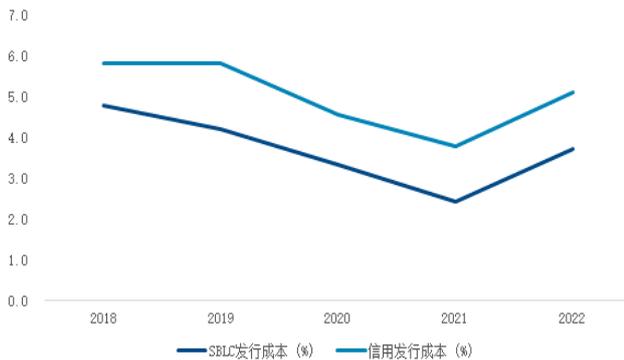


注：内圈为 2021 年数据，外圈为 2022 年数据
数据来源：中诚信亚太整理

备用信用证发行规模大幅增长，以区县级平台为主。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，城投 SBLC 境外债发行规模同比大幅增长 101.9%至 137.7 亿美元，占比境外债发行金额的 31.9%；涉及发行主体 114 家，同比增长 103.6%。其他发行结构方面，直接发行和维好发行的境外城投债规模分别为 235.6 亿及 21.2 亿美元，同比分别增长 74.3%及 48.0%，而担保发行的境外城投债规模为 36.8 亿美元，同比下降 62.2%。按行政层级来看，区县级城投占比迅速增长，2022 年城投 SBLC 境外债发行规模中区县级占比 78%，较 2021 年的 71%明显提升。

图 5：城投境外债 SBLC 票面发行成本相对较低

图 6：城投境外债 SBLC 发行以区县级平台居多



注：内圈为 2021 年数据，外圈为 2022 年数据
数据来源：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，城投境外债发行主体中，以区县级居多，占 63.1%，其次是地市级占 33.3%，省级则占 3.6%。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，其次是四川、福建和河南等地区。

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，在 249 家城投发行人中，无国际评级的城投达到 181 家，占总家数的 72.7%，而去年则为 60.1%。在 68 家有国际评级的城投中，投资级城投共 57 家，占比为 84%，而高收益城投共 11 家，占比为 16%，较去年下降 2 个百分点。

图 7：2021 年及 2022 年城投境外债行政级别分布

图 8：2021 年及 2022 年年城投境外债信用评级分布



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

城投境外债信用风险展望

地方财政持续承压下预期城投信用实力将持续分化，关注弱区域、弱资质城投风险释放可能。2022 年以来，疫情反复叠加大规模留抵退税实施、房地产持续低迷下土地市场疲弱，地方财政收入增长乏力，而财政支出保持较强度，财政收支矛盾较大。地方财政持续承压或导致区域债务率攀升，导致城投融资进一步收紧。考虑到 2023 年境内、外城投债到期及回售规模分别超 4 万亿元人民币及 200 亿美元，较高的还本付息压力叠加融资环境仍未明显改善，尾部城投风险暴露几率有所增加，需要关注城投集中到期压力和再融资风险。

4 月以来境外城投融资政策有所收紧，关注政策收紧对城投再融资及信用风险的影响。2022 年城投境外债的发行量明显增多，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，国家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，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。2022 年 1 月，为进一步完善企业中长期外债管理，提高外债资金使用效益，支持实体经济发展，有效防范外债风险，促进企业境外融资健康有序开展，国家发改委发布《企业中长期外债审核登记管理办法》，并于 2 月 10 日正式施行。《管理办法》明确外债由“备案登记”转向了“审核登记”，意味着监管部门将进一步加强外债审核力度，强化事前审核，完善事中事后监管，加强外债风险管理。现在监管部门对境外债发行主体不仅有评级上的要求，还对资质（特别是区县级城投）、收入结构（如代建类占比不高于 50%等）、担保情况（如能否提供担保函等）、核查预投资项目收益等也提出了更严格的要求。需关注政策收紧对城投再融资及信用风险的影响。

弱资质的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。《管理办法》明确借用外债的企业应资信情况良好，具备偿债能力。预期弱资质的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。

参与重点项目建设的城投或获得更多融资支持。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。意见稿亦提出外债用途正面导向和负面清单，着重引导企业将募集资金优先用于配合国家重大战略和支持实体经济发展，确保外债募集资金用途符合我国有关发展战略规划、产业政策和区域政策。预期后续或有更多政策支持城投境内外募集资金流向重点项目建设，例如创新发展、绿色发展、新兴产业、高端制造业等领域。

预期自贸区债发行将维持高位。随着美联储的持续加息，境外债融资成本不断上升，整体城投境外债发行态势放缓。在此情况下，具有价格优势（定价根据境内发债的利率）以及可以减少利率风险的自贸区人民币债备受青睐。考虑到中美利差倒挂以及目前自贸区债的监管仍较为宽松，预计中短期内自贸区债发行量将维持高位。

SBLC 发行政策有所收紧。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。2022 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。2022 年下半年以来，对于通过备证方式支持城投公司发债的做法也受到了监管部门的一些窗口指导，发改委、外管局等部门对备证行及发行主体提出了更为严格的要求，如要求核查发债资金预投资项目的收益情况等。部分银行已经收紧了对城投公司提供 SBLC，使得一些城投公司的境外债难以续期，而不得不选择内保外债、内保外贷等方式偿还债务。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