



孙彬彬：如何看待城投近期市场关切？



意见领袖 | 孙彬彬 谭逸鸣



摘要：

(1) 2021 年以来城投一级发行有哪些特点和变化？

1) AA 及以下主体发行占比有明显下降；2) 交易所城投债发行占比有所下降。3) 区县级平台发行占比有所下滑。4) 借新还旧仍然是大头，募集资金用途当中明确提及用于偿还债券本金的比例有所增长。

除了由于今年市场整体信用风险偏好变化而带来结构分化之外，2020 年底永煤事件以来，城投发债监管场所陆续规范发行，确对市场发行结构产生了一定影响。而且，随着时间推移，一系列的监管举措在逐步形成合力。

(2) 其中隐含着何种政策诉求？

自上而下，隐债监管推动政府杠杆逐步降低成为促进经济转型和推动高质量发展的明确方向；永煤之后，金融监管部门和地方政府都要落实监管责任和属地责任。以上两点是发行方面逐步体现政策规范的背景。

自下而上，从发行交易场所角度出发，自然希望构建一个更为健康的信用债市场。

政策实际在做两件事情：一是主动淘汰；二是和时间赛跑。主动淘汰目的在于构建更加健康的信用市场，和时间赛跑在于政策出发点不是挤兑，而是规范，尽量避免被挤兑。

(3) 该如何看待当前环境下城投信用状态？

怎么看？有压有保的基本判断不变。首先，政策决心很大，易收难放，这是城投总体承压的一面。其次，城投是金融机构最重要的信用资产、也是目前最重要的地方国企，这就决定了保的一面。

会不会擦枪走火、始料未及？永煤之后为什么明确金融监管部门和地方政府要提高政治站位、切实履行责任？就因为永煤为代表的地方国企违约如果不作控制、不受约束，就会进一步重创社会信用体系，从而演化为全国性系统性金融风险。从这个角度而言，兜住风险底线，就意味着对待地方隐性债务和城投问题，政策会收而有度，至少不会简单重复地产的路径，毕竟内外有别。因此，从今年以来城投整体的监管思路来看，顶层设

计上有保有压有退出或将成为常态。

是否需要调整城投信用分析框架和观点？我们认为核心逻辑还是在于以区域为单位的地方政府救助意愿和能力。其中关键是要强调地方政府的自觉性。除此之外，就是考虑个体情况，关键是看主体职责。

城投未来风险要关注什么？政策有窗口期，城投自然也有窗口期。窗口期内，城投债信用状态仍然有稳的基础，还是可以保持合理参与。这个窗口期主要观察两点：一是隐性债务化解进程；二是银保监会 15 号文执行推进情况。

市场关注城投，本文讨论以下几个方面：

- (1) 2021 年以来城投一级发行有哪些特点和变化？
- (2) 其中隐含着何种政策诉求？
- (3) 该如何看待当前环境下城投信用状态？

1.2021 年以来城投发行有哪些变化？

首先我们从 2021 年城投一级发行来观察，有以下几点值得关注：

2021 年以来，在流动性较为宽松的背景下，城投整体净融资表现较好，但从结构上来看，AA 及以下主体发行占比有明显下降。

同时，2021 年以来交易所城投债发行占比有所下降，而发改委和协会

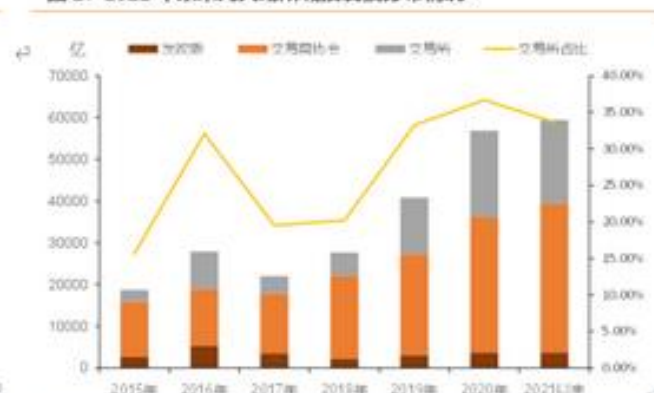
相对较为平稳，这或与今年以来城投监管政策变化有关，尤其是交易所层面，包括“红橙黄绿”分档划分约束发债、对部分财力偏弱区域新增敞口的限制，以及对单一发行人发行规模上限的约束等等。

图 1：2021 年以来城投分评级债券发行情况¹²



资料来源：wind，天风证券研究所¹²

图 2：2021 年以来几大场所城投债发行分布情况¹²

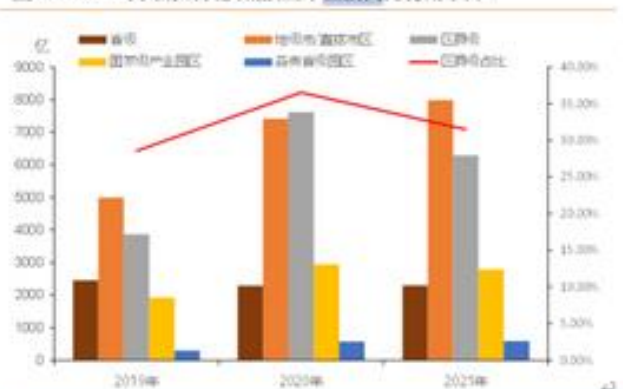


资料来源：wind，天风证券研究所¹²

进一步聚焦交易所城投债发行，可以看到 2021 年以来区县级平台发行占比有所下滑。

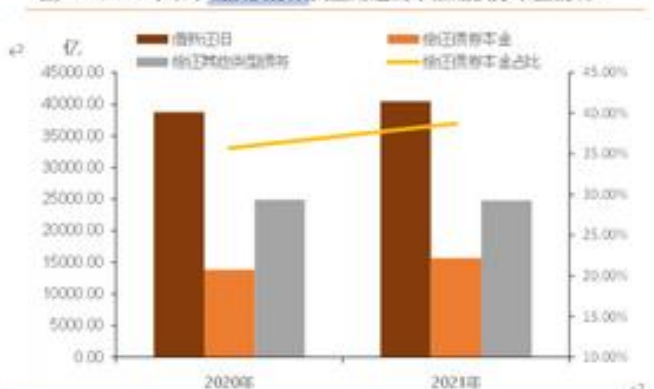
另外从募集资金用途梳理来看，2021 年以来发行的城投债当中，借新还旧的占比仍然是大头，和往年趋势类似，但有所变化的是，募集资金用途当中明确提及用于偿还债券本金的比例有所增长。

图 3：2021 年交易所发债城投当中区县占比有所下降¹²



资料来源：wind，天风证券研究所¹²

图 4：2021 年以来城投债募集资金用途当中偿还债券本金情况¹²



资料来源：wind，天风证券研究所¹²

从以上的发行情况可以看到，除了由于今年市场整体信用风险偏好变化而带来的结构分化之外，2020 年底永煤事件以来，城投发债监管场所陆续规范发行，确对市场发行结构产生了一定影响。而且，随着时间推移，一系列的监管举措在逐步形成合力。

那么，政策诉求是什么？因为地产前车之鉴，市场甚至担心城投会复制地产的风险路径，担心监管挤兑。

2. 政策诉求是什么？

自 2017 年全国金融工作会议后，特别是地方政府隐性债务相关化解处置工作逐步推进以来，推动政府杠杆逐步降低和规范相关主体市场融资行为成为促进经济转型和推动高质量发展的明确方向。这是总体政策监管趋严的大前提。

另一方面，2020 年 11 月永煤事件后，为落实监管责任，加强地方区域债务风险和地方国有企业债务风险管控，金融监管部门和地方政府都要落实监管责任和属地责任。这是发行方面逐步体现政策规范的另一背景。

以上两点是过去一年中，市场所看到或者听到的各种有关发行规范和约束的主要原因。

当然，还有一个自下而上的考虑。从发行交易场所角度出发，自然希望构建一个更为健康的信用债市场。过去几年当中城投平台（尤其是区县主体）于相关场所发行了大量私募产品。从数据来看，2015 年以来交易所

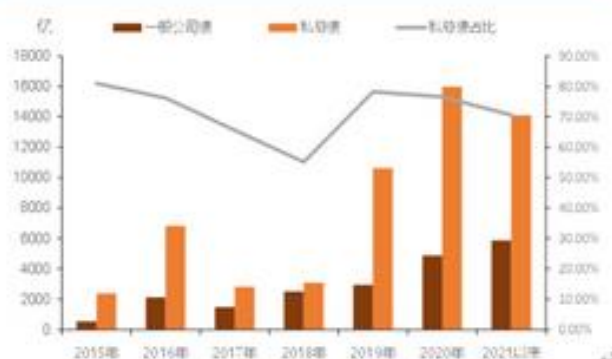
审批发行的城投债当中私募债占比基本都超过 70%，区县平台当中私募债占比更是超过 90%。

所以，不管是红橙黄绿分档、区县限制、还是余额管理，均表明了有关部门希望构建一个更加规范和健康的信用市场的决心，逻辑上，债券市场本身需要一个更好的健康的发行市场，一级发行更健康，二级市场才更健康。

所以政策实际在做两件事情：一是主动淘汰；二是和时间赛跑。

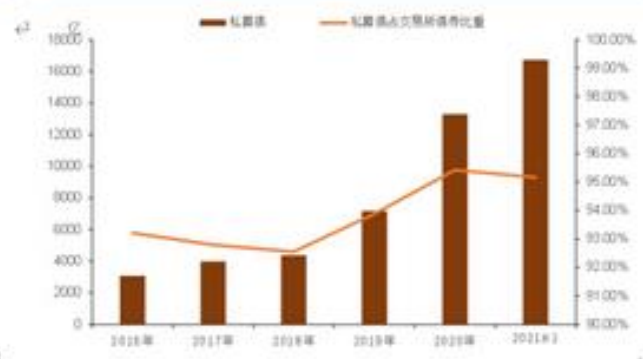
主动淘汰目的在于构建更加健康的信用市场，和时间赛跑在于政策的出发点不是挤兑，而是规范，尽量避免被挤兑。

图 5：交易所审批发行的城投债当中私募债占比⁴²



资料来源：wind，天风证券研究所⁴²

图 6：交易所审批发行的区县存量城投债当中私募债占比⁴³



资料来源：wind，天风证券研究所⁴³

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29899

