

# 2019年四季度城投债市场分析

联合资信 公用事业二部

## 一、主要政策

**国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，降低部分基础设施项目最低资本金比例，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金**

2019年11月，国务院《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》（以下简称“通知”）中提出，降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对“短板”领域的公路、铁路、城建等基础设施项目，可适当降低资本金最低比例。同时，通知指出，对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，项目资本金的来源得以丰富，亦有利于推动城投企业相关债券发行。

**银保监会发布指导意见，鼓励推进绿色金融产品的发行，敦促规范支持地方政府债发行的配套融资，做好后续隐形债务风险化解**

2019年12月30日，中国银行保险监督管理委员会发布《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（银保监发〔2019〕52号），以下简称《指导意见》。

《指导意见》鼓励积极发展能效信贷、绿色债券和绿色信贷资产证券化等创新型绿色金融产品，坚决打好污染防治攻坚战；同时还提出要加强重点领域风险防控工作，体现在继续做好地方政府隐形债务风险化解，依法明确存量债务偿债责任，规范支持地方政府债券发行的配套融资，严禁违法违规提供新增融资。

**中央经济工作会议召开，明确要保持市场流动性合理充裕，降低社会融资成本**

2019年12月，中央经济工作会议以及央行货币政策委员会四季度例会中强调稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。

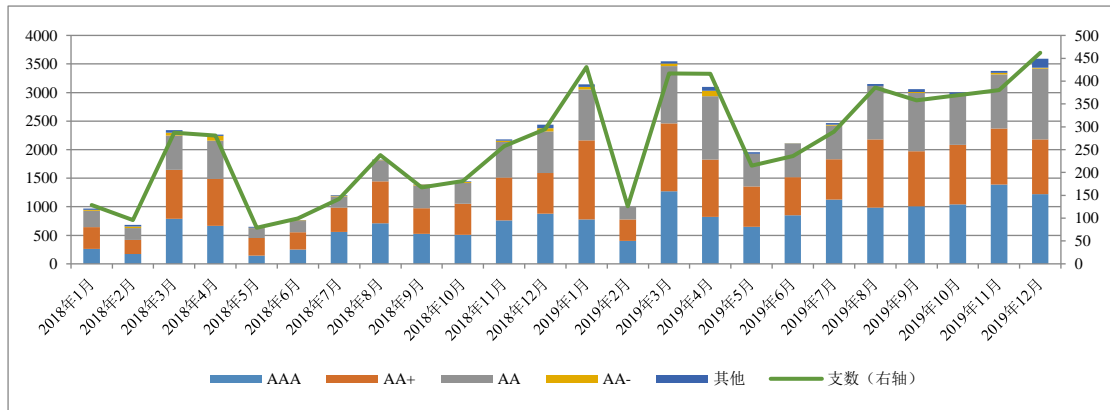
## 二、城投债发行市场分析

### 1. 发行概况

**城投债发行数量及规模保持增长，环比增速略有回落。**

四季度货币市场资金面延续第三季度的合理宽裕状态，城投债发行数量及规模同比大幅增长，环比保持增长趋势但增幅相较三季度有所回落。四季度全国共发行城投债1211支，同比、环比分别增加477支和178支；发行规模9973.44亿元，同比、环比分别增长64.71%和14.97%。

图1 2018—2019年城投债发行情况（单位：亿元、支）



资料来源：联合资信根据 GOS 系统和 Wind 资讯整理

## 2. 各等级发行情况

**各等级城投债发行规模增长明显，AA 级城投债发行规模增长最快，市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势。**

发行规模方面，四季度各主要级别城投债发行规模同比均大幅增长，AAA 级、AA+级及 AA 级城投债发行规模同比分别增长 69.96%、48.29% 和 78.29%，增幅较三季度均有所回落；环比分别增长 16.82%、4.43% 和 19.95%，AAA 级和 AA+级城投债发行规模增速较三季度下降，AA 级城投债发行规模增速进一步上升；AA 级城投债发行规模同比环比均增长最快。

发行规模占比方面，四季度 AAA 级城投债发行规模占比为 36.56%，同比、环比分别提升 1.13 个和 0.58 个百分点。AA+级城投债发行规模占比为 29.94%，同比、环比分别下降 3.32 个和 3.02 个百分点；占比连续 3 个季度下降，自 2018 年以来首次低于 30%。AA 级城投债发行规模占比为 30.62%，同比、环比分别提升 2.33 个和 1.27 个百分点。市场资金面充裕利好低级别城投债发行，市场资金配给城投债的级别中枢整体延续下移趋势。

## 3. 发行方式、期限和品种

**城投债公私募发行规模占比趋向均衡；发行期限仍以中短期为主，3+2 年期占比持续上升；私募公司债发行规模占比进一步提升。**

从发行方式看，四季度城投债公募和私募方式发行支数分别为 641 支和 570 支，发行规模分别为 5295.54 亿元和 4677.90 亿元，两种方式发行数量及规模同比环比均保持增长，私募方式增速快于公募；占比方面，四季度公募、私募方式发行规模分别占比 53.10% 和 46.90%，私募债发行规模占比持续上升，同比、环比分别提升 14.91 个和 4.32 个百分点；城投债公私募发行规模占比趋向均衡。

从发行期限看，四季度城投债发行期限仍以中短期为主。其中，1 年期及以下、3 年期和 3+2 年期发行规模占比较高，分别为 25.87%、12.90% 和 33.27%，3+2 年期发行规模占比环比持续提升。

从发行品种看，四季度私募公司债仍为城投债主要发行品种，发行规模占比为 37.92%，同比和环比分别提升 22.20 个和 5.99 个百分点；其他品种城投债发行规模占比均出现不同

程度下滑，占比同比降幅最大的为定向工具，下降 7.29 个百分点，环比降幅最大的为（超）短期融资券，环比下降 1.96 个百分点。

图 2 各主体等级发行规模占比

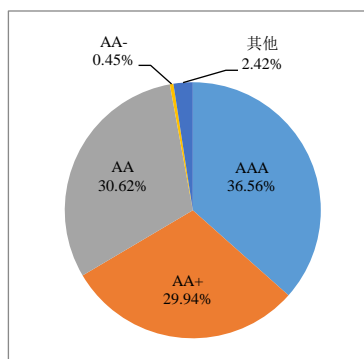


图 3 各品种发行规模占比

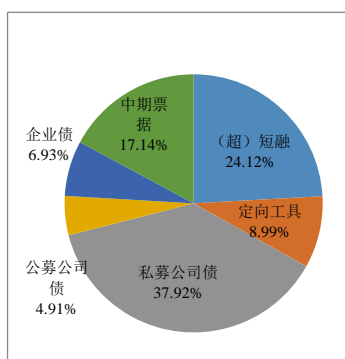
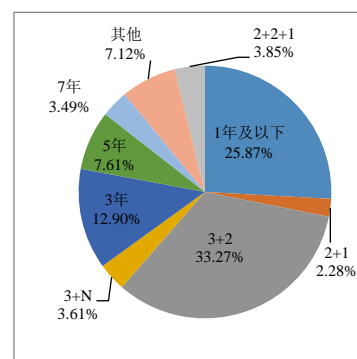


图 4 各期限发行规模占比



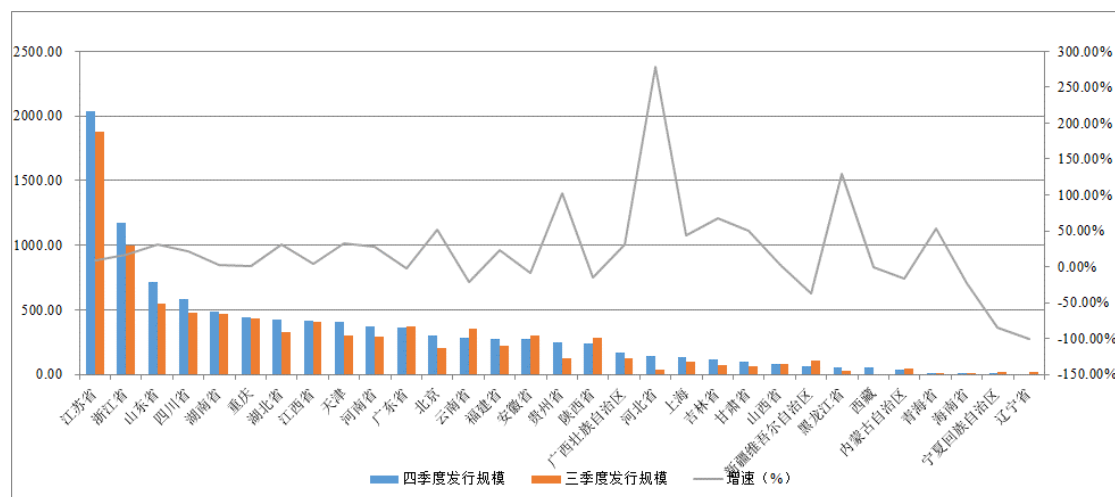
资料来源：联合资信根据 GOS 系统和 Wind 资讯整理

#### 4. 各地区发行情况

**四季度江苏省城投债发行规模进一步增长，发行规模占比仍最大；河北省发行规模环比增幅最大。**

四季度，江苏省城投债发行规模依旧一地独大，为 2033.83 亿元，占同期全国发行总规模的 20.39%，发行规模环比增长 8.13%，浙江省发行规模居全国第二，为 1170.75 亿元，环比增长 17.04%；西藏自治区、内蒙古自治区、青海省、海南省、宁夏回族自治区发行规模较小<sup>1</sup>；河北省发行规模 139.90 亿元，环比增长 278.11%，增幅最大。

图 5 各省（市、自治区）城投债发行规模及增速（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 GOS 系统、Wind 资讯整理

#### 5. 发行利率和利差分析

**四季度城投债发行利率、利差同比整体保持下行趋势；但不同级别期限环比分化明显；高级别长短期城投债利率利差环比均有所上行，其中 AA+短期城投债利率利差上行明显；低**

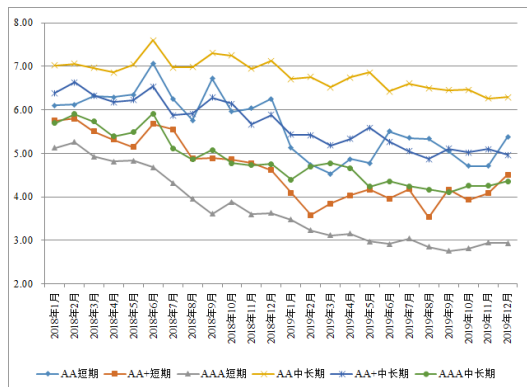
<sup>1</sup> 不含四季度未发行债券的地区

级别长短期债券利率、利差环比均呈下行趋势，市场风险偏好有所提升；年末翘尾效应明显。

四季度，货币市场资金面延续 2019 年以来的合理宽裕状态，各级别各期限城投债发行利率均明显低于 2018 年同期。环比方面，不同级别期限分化明显。高级别各期限城投债发行利率均环比上升，其中 AA+短期城投债平均利率为 4.16%，环比上升 0.23 个百分点，上升幅度最大。低级别各期限城投债发行利率均环比下降，其中 AA 短期城投债平均利率为 4.97%，环比下降 0.25 个百分点；AA 中长期城投债平均利率为 6.33%，环比下降 0.17 个百分点。受益于逆周期货币政策持续发力，市场风险偏好有所提升。分月来看，10—12 月，除 AA 中长期及 AA+中长期外，其余各级别期限城投债平均利率均整体上升，其中 AA 短期城投债 12 月平均利率 5.38%，较 10 月份上升 0.67 个百分点；AA+级短期城投债 12 月平均利率为 4.51%，较 10 月份上升 0.58 个百分点，升至全年最高水平。受年末边际流动性收紧影响，城投债发行利率年末翘尾明显。

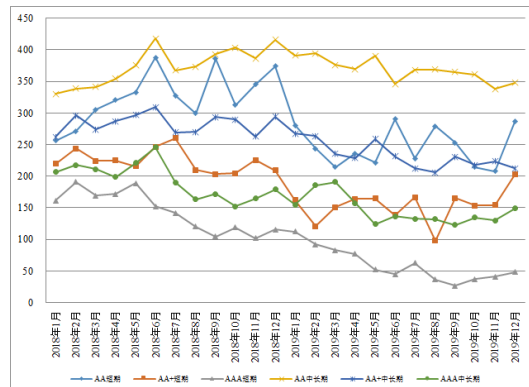
四季度，各级别各期限城投债发行利差均较 2018 年同期收窄。环比方面，不同级别期限利差有所分化。高级别各期限城投债利差均有所走阔，其中 AA+短期平均利差为 170.71BP，环比扩大 30.48BP，走阔幅度最大。低级别各期限城投债利差环比均收窄，其中 AA 短期平均利差为 240.49BP，环比收窄 29.95BP；AA 中长期平均利差为 348.56BP，环比收窄 18.39BP。分月来看，10—12 月，除 AA 中长期及 AA+中长期外，其余各级别期限城投债平均利差均于 12 月达到季度内最高点，其中 AA 短期城投债 12 月平均利差为 286.45BP，较 10 月份扩大 71.96BP；发行利差年末翘尾明显。短期限城投债平均利差区间由 10 月份的[37.28BP，214.49BP]变为 12 月份的[48.16BP，286.45BP]，中期限城投债平均利差区间由 10 月份的[134.28BP，360.88BP]变为 12 月份的[148.56BP，347.98BP]。

图 6 城投债月度加权平均利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据 GOS 系统、Wind 资讯整理  
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

图 7 城投债月度加权平均利差（单位：BP）



资料来源：联合资信根据 GOS 系统、Wind 资讯整理  
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

### 三、总结

2019 年国内逆周期调控政策持续实施，积极的财政政策及稳健的货币政策促使市场资金面整体合理宽裕；监管政策阶段宽松，城投的再融资环境持续改善；四季度城投债发行规模保持上升，发行利率持续下行，利差维持低位。

2020 年一季度爆发的“新冠”疫情短期内对国民经济造成一定冲击，为应对还本付息压力，央行进行一系列降低融资成本操作，债券发行监管部门下发一系列简化发行政策，均将有力推动城投债加速发行。城投债短期内仍将以借新还旧为主要目的，疫情导致的复工复产推迟将对地方政府税收及财政收入产生一定影响，地方财政与城投企业收入结算进度将直接影响城投企业债务偿还，园区、疫情重灾区以及短期存续债务偿还压力较大区域城投企业的风险仍需关注。疫情之后，为抵消“新冠”疫情对经济增长造成的负面影响以及维持全年经济稳定增速，后续逆周期调控政策以及财政货币政策有望进一步宽松。进行大规模基础设施领域项目投资将成为稳经济的主要抓手，而作为基础设施建设的主要力量，城投信仰将得到巩固，城投监管政策的阶段宽松有望持续，再融资环境有望持续改善；城投债发行用于项目建设的比重有望提升。