

2023年债券市场回顾与 2024年展望

---2023 年城投信用风险事件回顾

总量变化波澜不惊,结构演绎内藏玄机

目 录

2023 £	F城投信用风险事件回顾	••••••	duands	1
-,	整体特征	•••••	•••••	2
Ξ,	信用风险事件特征		•••••	4
	信用风险事件特征	duane	duar	4
	2.区域分布此消彼长	•••••	•••••	4
	3.层级演化风险转向 4.主体评级再现 AAA			7
	4.主体评级再现 AAA	••••••	duane	8
	5.增信方"担而不保"	•••••••	•••••	8
	6.偿还情况"君问归期未有期"。			9

联系方式

地址 天津市和平区曲阜道 80号

联合信用大厦4层

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC 大厦 19 层

电话 400-998-7208

邮箱 lhseer-support@lhcis.com

网址 www.lhseer.com



2023 年城投信用风险事件回顾

2023 年城投债虽仍未发生实质性违约,但兑付风险事件层出不穷,交叉违约条款触发事件重现江湖,其他信用风险事件亦愈演愈烈,票据逾期、贷款展期、非标违约等消息不断。随着票交所披露制度更加完善,城投票据逾期披露数量持续增加,2023 年下半年"一揽子"化债方案推出,城投化债进程加快,票据以外的风险事件数量有所减少。

从事件类型来看,除票据逾期,我们归纳出城投企业 12 类债券兑付之外信用风险事件。存量上,仍以融资租赁风险为主,银行贷款、信托计划、其他非标事件占比亦较大;增量上,2023 年融资租赁不再一枝独秀,风险事件类型分布变得更加分散。

从区域分布来看,贵州仍占据"半壁江山"。2023年城投新增信用风险事件数量与上年基本持平,但涉及区域有所收缩,山东、云南区域风险加速暴露。

从平台层级看,区县级仍为信用风险事件暴露的重灾区,但已向市级、园区级蔓延。

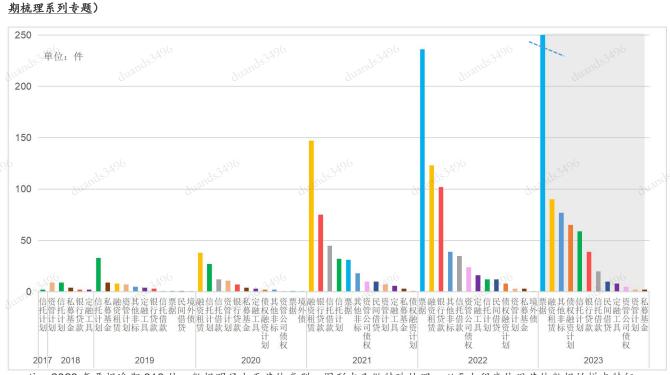
从主体评级上看, AAA 评级主体再次发生信用风险事件, 风险事件暴露的六成以上主体评级为 AA, 无增信的融资产品逾期事件暴露更多。

从偿还进展看,近半数信用风险事件尚未得到完全解决,重灾区贵州、山东、云南偿还缓慢。



一、整体特征

由于票据逾期数量大增,导致整体数量井喷。2023年,城投企业信用风险事件新增近千起(不含进展),数量较上年大幅增长约60%,涉及12类非债券融资产品,较上年减少1类(境外债),这12类非债券融资产品包括票据、融资租赁、债权融资计划、银行贷款、信托借款、信托计划、民间借贷、定融工具、资管公司债权、资管计划、私募基金、其他非标事件。由于城投债未出现实质性违约的信用风险,本文讨论的信用风险事件未包含城投债券兑付类风险事件。其中,城投票据逾期事件自2022年以来大幅上升,2023年城投及关联方票据逾期事件数量超600件,是2022年的2倍有余,居各类风险事件榜首。(更多内容参见见智素据逾期专栏及票据逾



注: 2023 年票据逾期 616 件,数据明显大于其他类型,图形中已做特殊处理,以更大程度体现其他数据的样本特征。 图 1 2017 年以来城投信用风险事件类型分布示意图

城投信用风险事件的区域分化现象仍较为突出,但贵州、山东、云南等省份间差距在逐渐

缩小。2023 年,城投企业 993 起信用风险事件分布于全国 25 个省份(直辖市),涉及城投债发行人近四百家,其中福建、广东为新增区域,此前并未曝出非标风险事件,主要系票据逾期,而 2022 年仅发生 1 起非标风险事件的上海、河北和海南,2023 年未再曝出新的非标风险事件。



贵州省虽仍为城投企业信用风险事件第一大省,但与第二位山东省的差距已大幅缩小。2022 年以来,山东省商频现票逾期,叠加定融逾期等其他非标风险事件,区域信用瑕疵日益加重,2023 年山东省非债券兑付风险事件数量 250 起,以票据逾期为主,直逼第一位贵州省。此外,云南省 2023 年以来接连发生区域城投失信、票据逾期等多起负面事件,为信用风险事件第三大省。



图 2 2017 年以来城投信用风险事件区域分布



图 3 2023 年城投信用风险事件区域分布

从月度分布来看,4月、6月分别进入年报、评级报告集中披露期,是城投信用风险事件暴露的高峰期。2023年变动趋势与上年基本一致,其中仍以6月数量最高。上下半年呈现不同的演绎趋势,上半年每月城投票据逾期数量较为稳定,但其他信用风险事件波动增长;下半年在政府化债进程大力推进的背景下,政策暖风吹向弱信用状况区域,信用风险事件暴露有所减缓,但票据逾期事件显著增多,整体看化债以来城投信用风险仍持续发酵并无明显好转迹象。



图 4 2022~2023 年城投信用风险事件分布(按月度)



由于票据逾期数量较大,对城投信用风险事件分布特征判断带来较大的干扰,本文后续主要针对票据逾期事件以外的其他风险事件进行统计分析。(2023年票据逾期风险回顾相关内容详见票据逾期专题"2023年票据逾期城投数量高位收官,年末并无缓解迹象")

二、信用风险事件特征(不含票据)

1.类型分布百花齐放

融资租赁不再一枝独秀,其他类风险事件百花齐放。2023 年共发生 377 起城投信用风险事件(不含票据逾期,下同),数量与上年持平,融资产品类型分布方面,相较于 2022 年集中于融资租赁和银行贷款(合计占比 60%),2023 年则更加分散,上述两者合计占比下降至34%,单类产品事件数量占比超过 10%的分别为融资租赁、银行贷款、其他非标、信托计划和债权融资计划 5 类,后两类系较上年新增,银行贷款逾期事件虽占比仍较大,但同比大幅减少63 起,占比从 27%降至 10%,降幅较大。

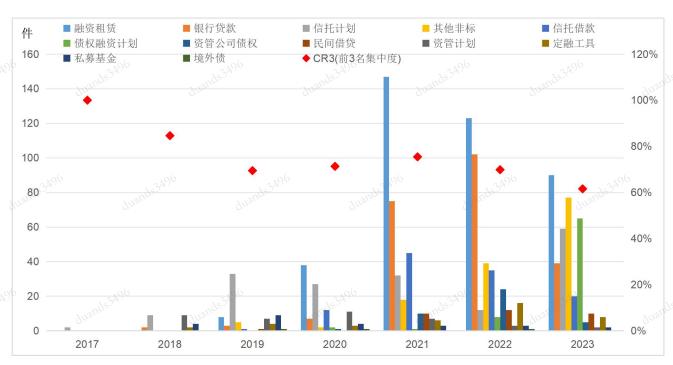


图 5 2017~2023 年城投信用风险事件融资产品类型分布(不含票据逾期)

2.区域分布此消彼长

从区域看,风险涉及区域数量有所收缩,山东、云南区域风险暴露。2023年城投信用风险



事件涉及 15 个省市(上年涉及 18 个省市),主要分布在贵州、山东和云南,合计占比 77%,其中 2023 年贵州信用风险事件数量下降明显,同比减少 100 起,山东和云南增长较快,分别同比增加 78 起、37 起,四川、山西、辽宁风险事件减少较多。2022 年发生信用风险事件的安徽、河北、江西、内蒙古、新疆 5 个地区 2023 年均未发生风险事件,主要系上述区域本身风险暴露并不明显,化债后风险减少。



图 6 2022 和 2023 年城投信用风险事件(不含票据)数量分布及占比(分省)

受益于遵义、毕节化债效果明显,贵州城投信用风险事件数量下降较快;山东省内区域风险大范围扩散,以潍坊增加最为明显,云南康旅风险化解后,云南省内风险主要集中于昆明。 具体来看,2023 年城投信用风险事件在贵州 9 个地市遍地开花,但多数地市均有不同程度下降,其中遵义市、毕节市降幅大,六盘水市、贵阳市、铜仁市逆势增加。从类型上看,融资租赁不再是贵州主要风险暴露点,信托借款、银行贷款亦大幅下降,其他非标数量有所增加。山东风险蔓延至 11 个城市,较上年新增 7 个,其中以潍坊市增加最为明显,成为山东省内风险集中暴露区域,其次为青岛市、聊城市,产品类型主要集中于债权融资计划。在云南康旅的债券提前兑付后,云南非债券兑付风险事件逐渐集中于昆明市,2023 年 58 起中有 50 起发生于昆明,集中度很高,主要是区域风险关联度高,导致信用风险集中爆发。

贵州	2023年末景计	2022年末累计	2022年新增	2023年新增
篇文市	257	207	S ³² 117	50
六盘水市	95	72	16	23
安順市	70	52	23	18
毕节市	60	50	34	10
黔南州	56	47	14	9
黔东南州	40	35	12	5
黔西南州	23	20	9	3
铜仁市	18	3 ²⁹ 11	3 2	7
贵阳市	5 /11217	0	0.00	5
贵安新区	1	1	1	0
总计	625	495	229	130

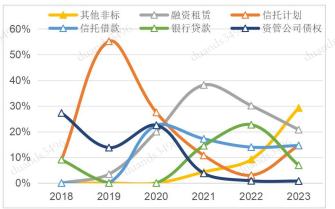


图 7 贵州城投信用风险事件(不含票据)区域和事件类型分布

	山东	2023年末累计	2022年末票计	2023年新增
	雅想市	3 ⁴⁹ 85	22	63
	青岛市	12	gray 0	12 dua
	聊城市	12	2	10
	淄博市	8	2	6
	烟台市	3	1	2
	德州市	3,496	0	-3496 3
	济宁市	dual 2	O duan	2
	滨州市	2	2	0
	威海市	2	0	2
	济南市	1	0	1
	日照市	1	0,00	1
	泰安市	1	0	1
	总计	132	29	103

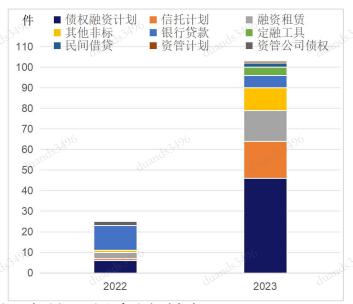


图 8 山东城投信用风险事件(不含票据)区域和事件类型分布

云南	2023年末累计	2022年末累计	2023年新増
大会の開業を	გე 52	2 .	50
省级	14	14	0
保山市	13	9	4
德宏傣族景颇族自治州	8	6	2
文山壮族苗族自治州	4	4	0
曲靖市	3	2	1
楚雄彝族自治州	3	3	0
大理白族自治州	3	3493	0
西双版纳傣族自治州	1	nds 1	0 ands
玉溪市	1	0	
总计	102	44	58



图 9 云南城投信用风险事件(不含票据)区域和事件类型分布



3.层级演化风险转向

区县级城投风险释放减缓,省级风险暂歇,风险向市级、园区级蔓延。从平台层级来看,截至 2023 年末,区县级城投信用风险事件暴露最多,占比 58%,值得注意的是,市级、园区级城投的非债券兑付风险事件数量持续增长,占比已分别增至 23%、15%。2023 年区县城投信用风险事件数量减少、省级城投(主要系云南康旅债券完成兑付)无非债券兑付风险事件发生,市级、园区级城投增长较快主要系昆明、山东风险增加,云南主要集中于市级,山东增量集中于区县及园区。

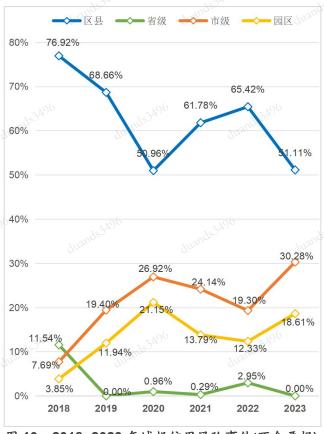


图 10 2018~2023 年城投信用风险事件(不含票据) 平台层级分布占比

	153496						
	区域分布	合计	省级	市级	区县级	园区级	
	贵州	626	0	119	431	76	
	山东	132	0	15	89	28	
	云南	102	14	54	28	6	
	河南	85	0	3	78	4	
	吉林	63	0	60	1	2	
	陕西	52	0	13	35	4	
	四川	52	340	1	46	3490 5	
	湖南	38	ands o	0	6	32	
	内蒙古	37	0	19	11	7	
	甘肃	28	0	16	12	0	
	山西	17	0	9	8	0	
	辽宁	16	0	2	4	10	
	广西	15	0	13	0	2	
	安徽	14	0	0	13	1	
	江苏	12	0	2	,06 2	8	
	黒龙江	253 5	0	2	300	3	
	青海	1211 5	5	gran o	0	0/13	
	湖北	5	0	0	5	0	
	天津	5	4	1	0	0	
	河北	3	0	0	1	2	
	浙江	1	0	0	0	1	
	江西	1	0	0	0	1	
	重庆	1	1	0	0	0	
	新疆	1	340	1	0	3496	
	上海	1	Tands 0	0	112/1	0	
	北京	0	0	0	0	0	
	福建	0	0	0	0	0	
	广东	0	0	0	0	0	
	海南	0	0	0	0	0	
	宁夏	0	0	0	0	0	
	西蘇	0	0	0	0	0	
琢	111 1	出班合用	可以由	MIT A	西班)	已加入女	

图 11 城投信用风险事件(不含票据)层级分布



4.主体评级再现 AAA

2023 年云南又出现 AAA 级城投主体发生信用风险事件,风险事件暴露的六成以上主体评级为 AA。发生信用风险事件的 200 个城投主体(含增信方)评级分布主要集中于 AA,占比 65%,其次为 AA+,占比 17%,主体评级为 AAA 的有 4 家,分别分布于上海、青海和云南(2 家),其中上海和青海分别发生于 2018 年和 2019 年,云南发生于 2023 年,主要系昆明轨道交通集团有限公司存在关注类贷款、昆明市交通投资有限责任公司对外担保被列为关注类以及信托计划被曝未按时兑付。

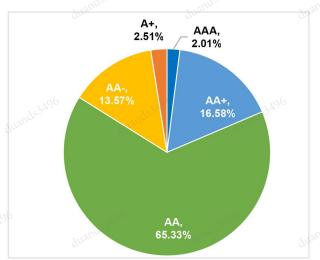


图 12 2023 年末城投信用风险事件 (不含票据)主体评级分布



图 13 2018~2023 年城投有增信信用风险事件 (不含票据)数量及占比

5.增信方"担而不保"

近半数发生信用风险事件的融资产品存在增信方,2021 年来无增信融资产品风险暴露更多。我们统计的 1,317 起信用风险事件中,共有 650 起存在增信方,占比近 50%,其中贵州发生 283 起,占比最高。从时间跨度来看,2021 年以来"担而不保"虽数量增长但占比下降,2021~2023 年分别发生 165 起、156 起和 184 起,分别占当年事件总数的 47%、41%和 49%,较此前 60%以上的占比有所下降,无增信非债券兑付风险事件占比升高。



6.偿还情况"君问归期未有期"

近半数信用风险事件尚未偿还,重灾区贵州、山东、云南偿债压力大。从偿还进展来看,我们统计的 2017 年以来暴露的信用风险事件中,近半数处于未偿还或未曝出事件进展,有偿还进展的风险事件中部分为和解或达成展期后仍未按时兑付,整体偿还进展仍较慢。重灾区贵州、山东和云南整体兑付进展缓慢,三省 2022 年末的广义债务率依然较高(全国广义债务率为 325%),分别为 302%、364%和 298%,偿债压力较大。



报告声明

- 1. 本报告仅供联合信用投资咨询有限公司(本公司)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 2. 本报告信息均获取自本公司认为准确、可靠的来源,但本公司不对该等信息的完整性和准确性附带任何 形式的保证。本报告所载的观点仅是报告发布当日的观点,根据相关主体和债项的内、外部环境变化, 有关信息在债项存续期内可能发生变化,本公司不承担更新推送信息或另行通知的义务。在不同时期, 本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告。
- 3. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出,不是对母公司旗下评级机构评级观点的评论,亦未从后者获取任何背景资料和人员支持。本公司及作者在自身知情的范围内,亦不存在与本报告所指的证券或投资标的有法律禁止的利害关系。
- 4. 本公司力求报告内容客观、公正,但在任何情况下,本报告所载内容均不构成投资建议,任何投资者不 应将本报告所载内容作为投资决策的唯一依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作 者均不承担任何法律责任。
- 6. 本公司具有中国证监会核准的"证券投资咨询"业务资格,经营许可证编号为:91120104600873972N。
- 7. 如需了解本报告详细信息可登陆本公司固定收益投资分析系统"联合见智"(www.lhseer.com)。