

净融转负、行情小幅回调
仍可采取结构性下沉策略

——2024年8月城投债市场运行分析



主要观点

■ 近期热点及城投策略

- **政策及热点：政策方面**，《2024年上半年中国财政政策执行情况报告》强调要落实一揽子化债举措，稳妥化解存量隐性债务；此外，建立完善地方政府资产负债表是做大增量、化解存量的基础，《市政基础设施资产管理办法（试行）》出台，有利于推动地方政府资产负债表构建，防止国有资产流失、促进国有资产盘活。**化债举措方面**，浙江杭州余杭区、江苏南京、四川泸州等地强化债务管理机制，重庆璧山区成立“砸锅卖铁”工作专班、加大资产盘活力度。
- **策略**：“一揽子化债”推进落实下城投债安全垫仍较厚，8月城投债市场回调，但考虑政策面、经济基本面均未转向，资产荒仍存，我们倾向于认为未来城投债利差仍有下行空间，当前回调后配置性价比有所提高，策略上依然可以有选择的下沉资质。各地化债进展不一、呈“重点-非重点省份分层态势”，可继续关注化债政策落地多、进展快且有一定成效的地区。

■ 城投债市场运行：净融资转负、信用利差全面走阔，年内到期压力仍较大

- **一级市场：发行规模环比小幅增加但净融资额转负，16省借新还旧比例100%**。发行规模环比上升7.67%至5311.32亿元，净融资转负，规模为-361.48亿元；加权平均发行期限4.41年，与上月持平，5年及以上期限占比最高，达62.15%，发行主体评级以AAA级为主、占比43.66%。交易所、交易商协会城投债审核通过率环比均基本持平，分别为79.07%、25.88%。**整体借新还旧比例超95%**，27个发债省份中有17省达100%，占比近六成，发债的9个重点省份中6省为100%。**城投债发行利率环比持平、发行利差同环比涨跌互现**。加权平均发行利率环比持平，同比下降1.44个百分点；加权平均发行利差为63.66BP，环比走阔6.30BP，同比收窄111.69BP，宁夏发行利率、利差及升幅均最大。**城投境外债发行规模下降、发行利率下行**。38家主体发行64只城投境外债。规模环比上升2.48%至486.60亿元，加权平均发行利率5.64%，发行期限2.93年；穿透主体信用评级以AA+级为主。
- **二级市场：交易规模同环比均降，31省信用利差均走阔**。城投债现券交易规模为14263.89亿元，环比下降5.60%，同比下降24.98%。AA+级各期限城投债收益率普遍上行；各期限、各等级城投债利差均走阔，信用等级越低、走阔幅度越大；31省信用利差均扭转持续压缩态势、全面走阔，非重点省份利差走阔幅度明显更大，但重点省份利差绝对水平明显更高，利差水平最高的前9位均属于重点省份。
- **信用分析**：联合资信将“21安经开债”债项评级由AA上调至AA+；150家城投主体的129只债券发生356次异常交易，交易数量、规模环比均降。
- **提前兑付及到期回售情况**：根据实际兑付信息，共89家城投企业的94支债券提前兑付本息，规模197.61亿元，环比减少7.46%。9-12月到期规模14502.96亿元，进入回售期的债券规模6457.48亿元，若按照2024年上半年60%的真实回售比例进行回售，年内共有18377.46亿元城投债面临到期或回售。



联络人

作者：
中诚信国际研究院
鲁璐 llu@ccxi.com.cn
汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 执行院长
袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【2024年7月城投债市场运行分析】净融资回升重点区域改善明显，化债“充值信仰”投资偏好再下沉

【2024年上半年城投市场运行回顾与展望】化债持续加码、城投债净融骤降九成，关注投资收缩效应与转型风险

【2024年5月城投行业运行分析】近九成发债省份借新还旧比例100%，高风险地区持续推进金融化债

【2024年4月城投行业运行分析】城投债净融资转负信用利差继续收窄，低利率环境下关注城投境外债投资机会

【城投行业2024年一季度回顾与展望之市场运行篇】化债约束下重点区域融资受限，14省借新还旧达100%，关注城投付息压力及区域投资压力

【2024年2月城投行业运行分析】城投债发行缩量信用利差全面收窄，关注统借统还、重点化债区域扩围下的投资机会

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；

gzha@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

从市场表现看，8月城投债到期规模较大，尽管发行小幅增加但净融资仍转负，17省借新还旧比例达100%，其中6省为重点省份；受资金面偏紧、金融监管以及机构赎回压力等影响，信用债市场全面回调，城投债也扭转了一直以来的上涨行情，收益率、交易利差均上行，各省份交易利差全面抬升，非重点省份利差走阔幅度明显更大，但重点省份利差绝对水平明显更高。考虑政策面、经济基本面均未转向，资产荒仍存，未来城投债利差仍有下行空间，当前回调后配置性价比有所提高，依然可以有选择性的结构性下沉资质，可继续关注化债政策落地多、进展快且有一定成效的地区，对性价比较高的中低等级城投债进行挖掘。

一、一级市场：发行小幅增加但净融资转负，17省借新还旧比例100%

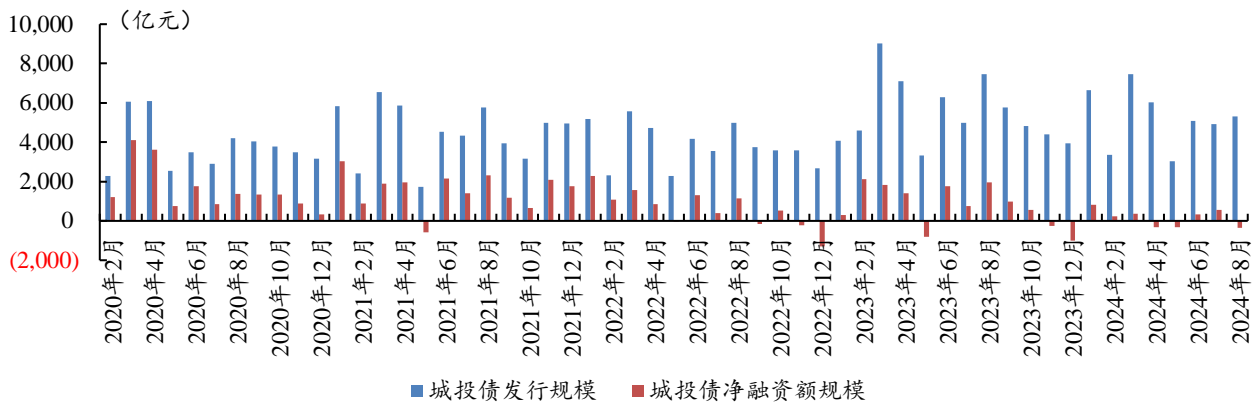
城投债¹发行规模环比小幅增加，净融资额转负，审核通过率小幅下降，重点省份净融出规模占比超六成、净融资情况相对更弱。8月城投债发行739只，规模环比上升7.67%至5311.32亿元，同比下降28.71%，25只城投债取消发行、规模为167.36亿元；净融资转负，规模为-361.48亿元。基础设施投融资行业企业发债702只，发行规模环比上升5.76%至5054.73亿元，同比下降29.99%。截至8月末，存量城投债规模达15.60万亿元，其中基础设施投融资行业存量债券规模达15.13万亿元。交易所、交易商协会城投债审核通过率²环比小幅下降。共26省（除黑龙江、青海、甘肃、海南、西藏5省份）交易所城投债发行在审，规模合计7359.13亿元，23省公布发行审核明确结果、规模合计2479.93亿元。仅从披露审核结果的城投债看，通过审核（已通过发审会、提交注册、注册生效）规模1960.79亿元，占比为79.07%，环比下降0.74个百分点；宁夏、广西、四川终止审查规模占比居前三位，分别为100%、91.67%、52.80%。交易商协会城投债计划发行规模3674.32亿元，通过规模达950.82亿元，通过率25.88%，较前值上升0.76个百分点。分区域看发行情况，27省（除黑龙江、内蒙古、青海、海南）发行了城投债，江苏发行规模超1000亿元，浙江、山东发行规模均超500亿元；有9个重点省份发债，规模达794.92亿元、占比14.97%，18个非重点省份发行规模达4516.40亿元、占比85.03%。分区域看净融资情况，13省净融入，其中包括广西、辽宁、云南3个重点省份，山东净融入规模最大、超100亿元；16省净流出，重点、非重点省份各占8个，江苏净融出规模最大、超350亿元，天津次之、超140亿元；总体来看，12个重点省份净融出227.84亿元、占全部城投债净融出比重的63.03%，环比下降418.52亿元；19个非重点省份净融出133.64亿元、占比36.97%，环比下降490.72亿元，重点省份净融出程度更深。

¹ 基于中诚信国际基础设施投融资行业口径，并考虑了城投探索市场化转型过程中逐步拓宽业务种类、融合更多公用事业领域和市场化经营的业务来提高自身能力的情况，将部分公用事业、综合类等城投企业纳入统计样本，形成广义城投口径。2024年7月该广义城投名单有所扩容，相关数据均根据最新名单相应调整。

² 考虑到交易商协会审核通过率波动较大，且债券审核周期等因素均与通过率相关，交易商协会审核通过率不能完全反映城投债发审趋势变化。

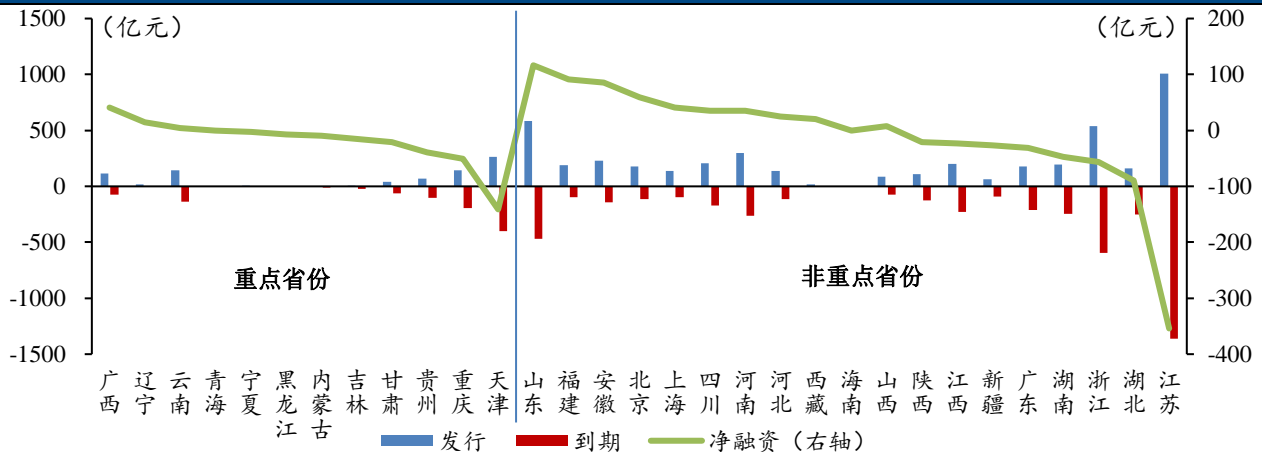
发行期限持平，狭义借新还旧比例³维持 95%以上，17 省比例达 100%，发债的 9 个重点省份有 6 个省份为 100%。从发行结构看，期限上加权平均发行期限为 4.41 年，与上月持平，5 年及以上期限占比最高，达 62.15%，环比上升 1.98 个百分点；品种上一般中期票据（35.04%）、私募债（26.72%）、超短融（14.23%）发行规模占比居前三位；发行主体以 AAA 级为主、占比 43.66%，较前值增加 4.15%；行政层级以地市级为主、占比 43.41%。从募集资金用途看，发债仅用于借新还旧的债券规模比例达 95.73%，环比上升 0.7 个百分点，共 17 省借新还旧比例达到 100%。发债的 9 个重点省份中，重庆、甘肃、辽宁、吉林、宁夏、贵州 6 省份借新还旧比例达 100%；天津、广西、云南发行的部分债券既可用于借新还旧、又可补充营运资金（涉及乡村振兴、交通运输、水务领域），因而其狭义借新还旧比例不足 100%。

图 1：城投债发行规模环比增加，同比大幅下降，净融资转负



数据来源：Wind,中诚信国际城投行业数据库

图 2：13 省净融入、16 省净融出，山东净融入规模超百亿元



数据来源：Wind,中诚信国际城投行业数据库

³ 本报告所指借新还旧比例为狭义概念，即债券募集资金用途仅为借新还旧（存量债务）的债券规模与总规模的比值。由于定向工具募集资金用途信息披露不全，本报告借新还旧比例计算不包括定向工具；募集资金信息来自 Wind 数据库。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/126120113103010224>