

城投发债新趋势

2024 年 3 月 21 日

要点

- 城投企业债券融资规模面临收缩压力，但融资成本持续下降且不同信用质量的城投企业融资成本差距逐步缩小。
- 新发债券募集资金向“借新还旧”集中，偿还银行贷款或其他类型债务的资金用途或将减少。
- 非标债务占比高的城投企业所发债券募集资金或受到更多限制。
- 市场化经营主体家数不断增加，但信用风险层面短期并无显著差异。

分析师

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

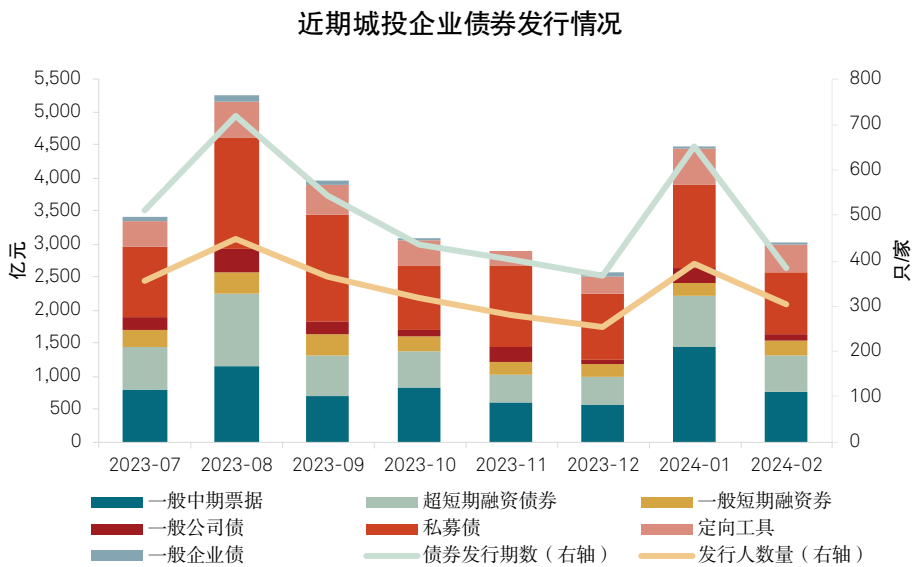
May.zhong@spgchinaratings.cn

2023 年下半年以来，各监管机构针对城投企业融资/债务化解和地方政府债务管控等方面发布了“35 号文”、“47 号文”等一系列政策和指导意见，对城投企业的外部融资以及短期内的信用风险产生了较大的影响。本报告期望通过统计分析 2023 年下半年至 2024 年 1 月份城投企业在资本市场的融资情况，来具体了解这些政策对城投企业的债券融资的影响程度，从而对其未来的融资趋势和信用风险情况有所洞察。

城投企业总体债券融资规模面临收缩压力，但融资成本持续下降且不同信用质量的城投企业融资成本差距逐步缩小

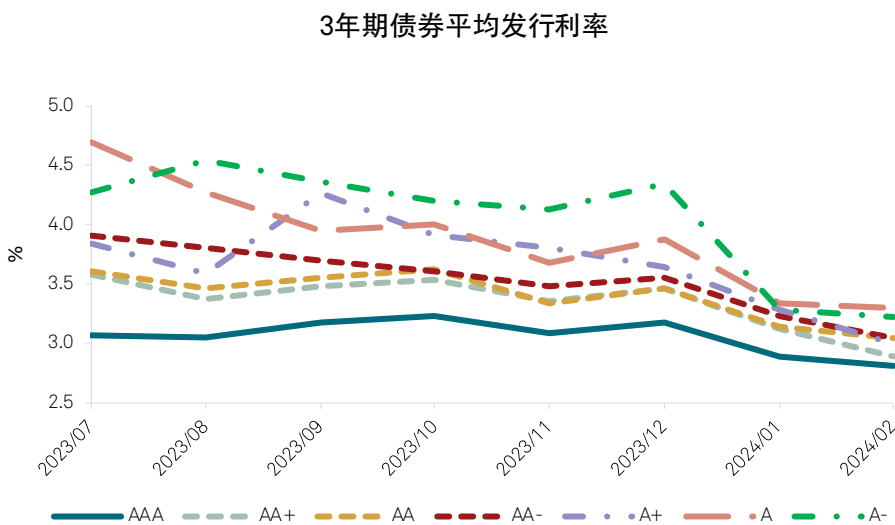
“35 号文”发布之后，银行间和交易所两个市场城投企业债券发行总量和发行人家数均呈持续下降情况，仅在今年 1 月份出现了较大的反弹，特别是银行间市场的中期票据和超短融发行量达到半年以来的新高。但在力保公开债的传闻以及市场资金面宽松的多重影响下，原本信用风险较大、融资成本高的城投企业的融资成本持续下降，且与信用质量较好的城投企业的融资成本差异持续减小。从图 2 中 3 年期所有类型债券的发行利率可以看到，各级别主体的债券发行利率均呈下降趋势，且级别越低的主体发行利率下降幅度越大。我们的测试结果显示，2023 年 7 月至 2024 年 1 月，潜在信用质量为 AAA 和 A- 主体的债券平均发行利率分别从 3.06% 和 4.28% 降至 2.81% 和 3.23%，且二者利率差异从 2023 年 7 月的 1.2 个百分点下降至 0.4 个百分点，降幅显著。

图1



注：以起息日为统计口径。
资料来源：Wind，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

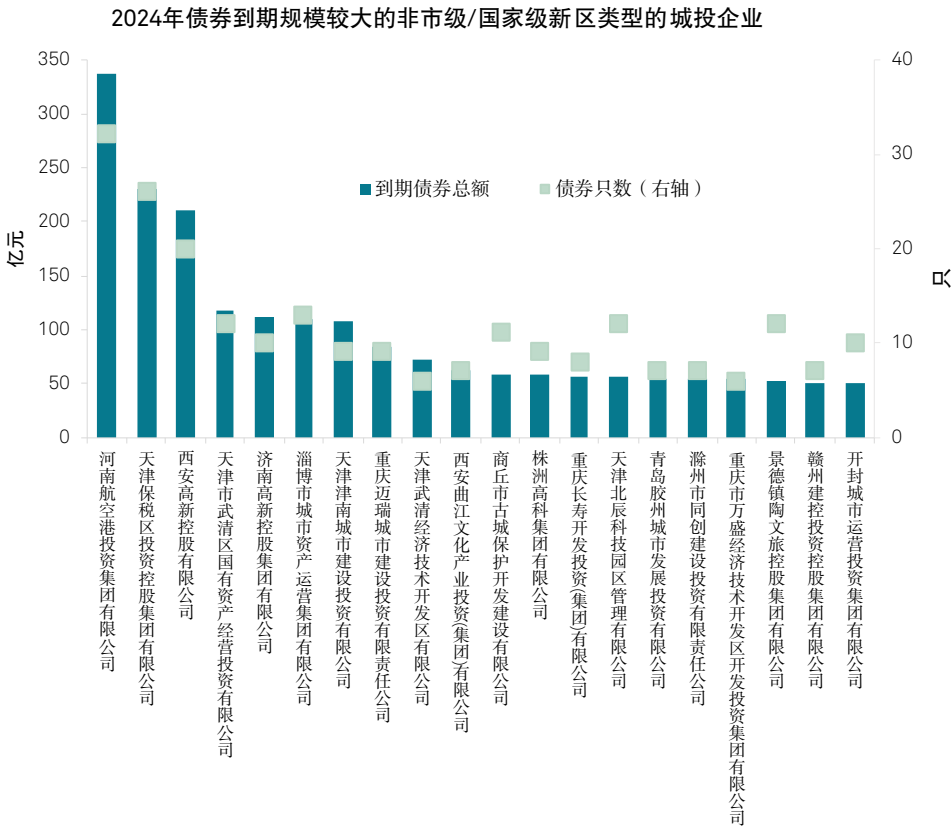
图2



注：债券类型包括中期票据、一般公司债券、私募债和定向工具，剔除有担保类型和永续类的债券。如果债券含权按照行权之前的期限计算。信用等级为标普信评根据公开信息得到的测试结果。
资料来源：Wind，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分城投企业在 2024 年仍面临一定的债券到期压力。“35 号文”出台之后，虽然城投企业的发行成本均有显著下降，但不同类型城投发行债券受到不同的约束，特别是“名单内”/“重点省份”/债务率较高/行政层级较低类型城投债券发行仍面临一定压力，例如天津、河南、山东、重庆等地仍需关注。

图3



注：统计时间以 2024 年 2 月末为时间截点。统计样本为所发行的将在 2024 年末到期的债券总额在 50 亿元及以上的非市级/国家级新区类型城投企业，不包括北京、上海、广东、江苏和浙江区域的城投企业。债券类型包括企业债、中期票据、公司债、定向融资工具、项目收益票据。

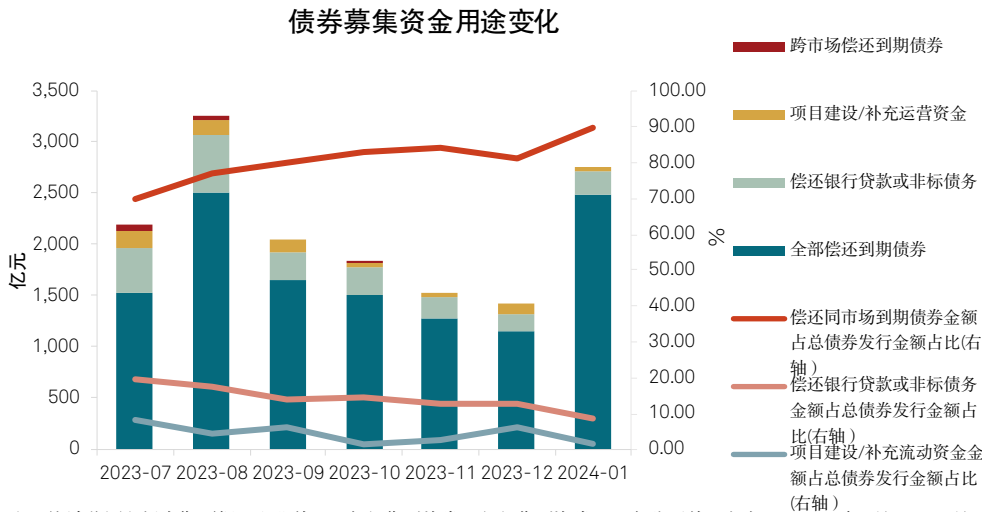
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

新发债券募集资金向“借新还旧”集中，偿还银行贷款或其他类型债务的资金用途或将减少

偿还同市场到期债券是城投企业新发债券募集资金用途的最主要的一类，未来该趋势将更加显著。在“35 号文”之前，从公开债券发行的实际情况来看，募集资金用途存在多种类型，除了偿还到期同市场债券以外，还存在偿还银行贷款、偿还其他类型债务（如非标债务）、项目建设、补充营运资金、偿还其他市场到期债券等多种类型。但“35 号文”对于三类不同类型城投企业债券融资的要求有所不同，地方政府融资平台类的只能借新还旧且不包含利息，不能新增融资。因此，募集资金用于偿还同市场到期债券的债券总额在公开发行债券总额中的占比逐月提高，从 2023 年 7 月的约 70% 提升至 2024 年 1 月的约 90%；而募集资金用于偿还银行贷款/其他类型债务的债券总额在公开发行债券总额中的占比显著降低，从 2023 年 7 月的约 20% 下降至 2024 年 1 月的约 9%（见图 4）。另外，随着部分地区地方政府专项债发行总额的提升，以及对重点省份政府投资项目的严控，募集资金用于项目建设或者补充营运资金的债券总额也呈下降趋势，该类募集资金用途的发债总额在公开发行债券总额中的占比从 2023 年 7 月的约 8% 下降至 2024 年 1 月的约 2%。

图4



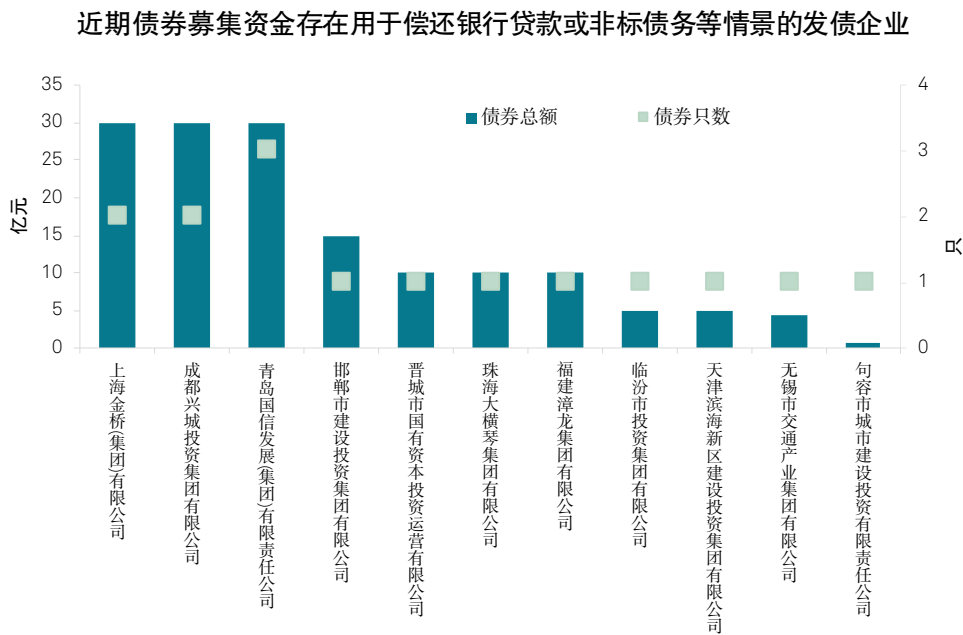
注：统计范围包括中期票据、企业债、一般短期融资券、超短期融资券、一般公司债，起息日以2023年7月至2024年1月统计口径。如果募集资金包含多种用途没有进行拆分分别统计仅算在一种类型当中，个别债券募集资金仅说明用于偿还有息债务的算在全部偿还到期债券类型。

资料来源：公司募集说明书，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

银行间市场非金融企业债务工具相比交易所一般公司债券的募集资金用途限制相对较小。从 2023 年 10 月及以后注册且在 2024 年 1 月之前发行成功的债券来看，少量中期票据和超短融的募集资金用途仍可用于偿还银行贷款等情况（见图 5）。另外，在 2023 年 7-10 月期间，还有少量城投企业发行的非金融企业债务工具的募集资金用途是偿还交易所市场的公司债或者私募债。从这些发债企业来看，大部分城投企业面临较大的偿债压力，但在债券融资政策收紧背景下，预计未来跨市场偿还到期债券的情景或难发生。

图5



注：统计范围为2024年1月之前发行成功且注册时间为2023年10月之后的公开债券。如果募集资金用于补充流动资金实际用于偿还流动资金贷款也包含在内。

资料来源：公司募集说明书，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表1

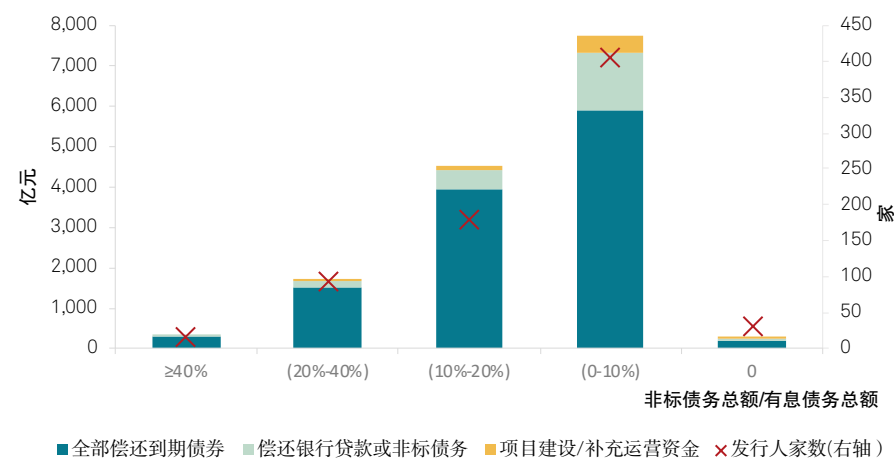
债券简称	起息日	发行人名称	发行金额 (亿元)	募集资金用途
23 南昌交投 SCP002	2023-10-11	南昌市交通投资集团有限公司	10.0	偿还银行贷款/公司债
23 潍坊城建 MTN002	2023-07-10	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	10.0	偿还私募债
23 潍坊城建 SCP004	2023-07-31	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	10.0	偿还私募债/银行贷款
23 许昌投资 CP001	2023-07-10	许昌市投资集团有限公司	10.0	偿还私募债偿还私募债/非标债务
23 许昌投资 SCP001	2023-08-10	许昌市投资集团有限公司	10.0	偿还私募债偿还私募债/非标债务
23 青岛海控 MTN001	2023-07-21	青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司	10.0	偿还短融/私募债/非标债务
23 青岛海控 CP001	2023-07-07	青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司	10.0	偿还短融/私募债
23 宁德国投 MTN001	2023-08-25	宁德市国有资产投资经营有限公司	6.4	偿还非金融企业债务融资工具/公司债
23 濮阳投资 SCP002	2023-08-14	濮阳投资集团有限公司	5.0	偿还私募债/银行贷款
23 青岛经开 SCP002	2023-08-04	青岛经济技术开发区投资控股集团有限公司	5.0	偿还非金融企业债务融资工具/私募债/银行贷款/非标债务

资料来源：债券募集说明书，标普信评整理。

大部分新发债券的城投企业非标债务负担不重，而非标债务负担重的城投企业募集资金用途或将受限

从去年下半年债券发行情况来看，大部分城投企业的非标债务总额在其有息债务总额中的占比处于 0-20%之间，非标债务负担可控。2023 年 7 月至 2024 年 1 月之间发行公开债券的城投企业（部分城投企业没有公布具体的非标债务数据）中，有 80%的企业的非标债务总额在有息债务总额中的占比处于 0-20%之间，而超过 50%的企业的该占比则低于 10%，整体看新发债券的城投企业的非标债务负担可控。另外，这些企业所发债券募集资金的用途来也相对灵活，项目建设投入、偿还其他类型债务均有涉及。

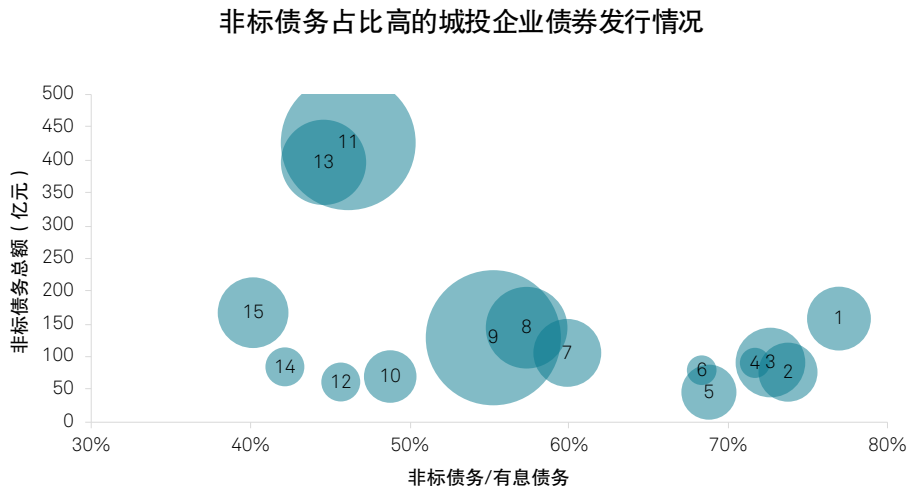
图6
非标债务不同情况的城投企业所发债券的募集资金用途情况



注：非标债务总额为2022年以来公开信息可查询到的最近的信息，不同城投企业的数据时间截点有所不同，有息债务总额为对应非标债务时间节点的数据，有息债务总额=Wind口径的有息债务+0.9*应付票据。
资料来源：公司募集说明书，Wind，DM终端，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

非标债务重的城投企业新发债券募集资金或只能用于偿还到期债券。在 2023 年 7 月至 2024 年 1 月期间发行公开债券的城投企业中，非标债务总额在有息债务总额中的占比高于 40%的城投企业新发债券募集资金除了有一只用于偿还银行贷款和非标债务之外（该笔债券的注册时间为 2022 年，因此参考性不强），其它全部用于偿还到期债券。

图7



注：非标债务总额为2022年以来公开信息可查询到的最近的信息，不同城投企业的数据时间截点有所不同，有息债务总额为对应非标债务时间节点的数据。气泡大小为企业2023年7月至2024年1月末债券发行总额。
资料来源：公司募集说明书，Wind，DM终端，标普信评整理
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

上述城投企业中个别企业仍面临一定的债券到期压力。

表2

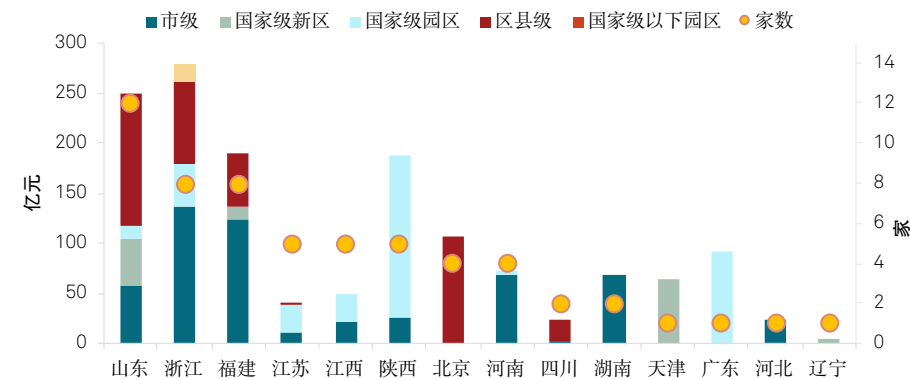
上述企业名单	企业名称	2024 年末到期债券总额（亿元）
1	青岛昌阳投资开发有限公司	25.95
2	镇江新区城市建设投资有限公司	0
3	平度市城市建设投资开发有限公司	0
4	乐山高新投资发展(集团)有限公司	0
5	上海金外滩(集团)发展有限公司	10
6	泰兴市虹桥园工业开发有限公司	6.89
7	昆明市城建投资开发有限责任公司	38.9
8	咸阳市城市建设投资控股集团有限公司	74.66
9	福建漳州城投集团有限公司	38.75
10	淮安市淮安城市资产经营有限公司	18.11
11	武汉城市建设集团有限公司	44
12	泰兴市智光环保科技有限公司	3.06
13	济南城市投资集团有限公司	0
14	盐城市城镇化建设投资集团有限公司	18.5
15	泰州鑫泰集团有限公司	44

市场化经营主体家数不断增加，但信用风险层面短期并无显著差异

自 2023 年末开始，部分银行间市场债券发行主体在募集说明书的“声明和承诺”部分明确发行人为市场化经营主体。从 2023 年 7 月至 2024 年 1 月期间发行公开债券的城投企业信息披露来看，这些声称市场化经营主体的城投企业披露的业务状况，与其他城投企业相比并没有显著的差异。这些城投企业分布于 14 个地区，其中山东、浙江、福建地区的企业数量最多，且各类行政层级的主体均有涉及，募集资金覆盖偿还到期债券、偿还其他类型债务、项目建设等多种类型。

图8

市场化经营主体行政层级及债券发行总额



注：统计范围为2023.07-2024.01期间发行公开债券的企业。以在募集说明书中的声明部分中明确表示“公司是市场化经营主体”为样本，个别企业在募集说明书中其他部分有相同表述。对于企业在业务介绍中表述为“公司业务运作方式是市场化的”等类型的不在统计范围内。

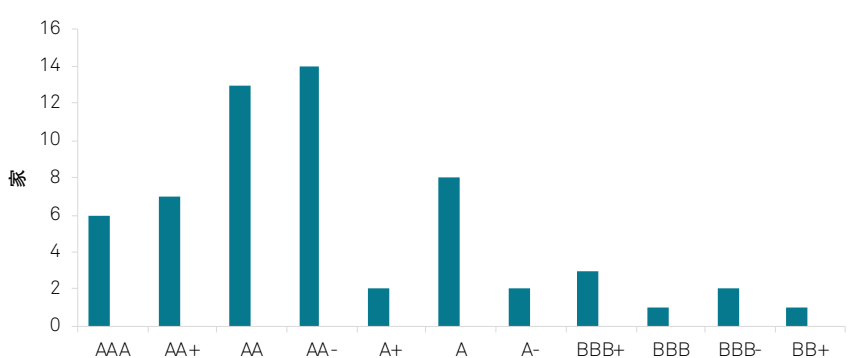
资料来源：公司募集说明书，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评基于公开信息，根据公布的评级方法论对这些企业进行的测试显示，市场化经营主体的潜在信用质量分布广泛。未来这类型城投企业在业务经营类别、债券融资规模等方面的变化需要持续关注。

图9

市场化经营主体潜在信用质量



注：潜在信用质量是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。

资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。