

监管新规后，城投债券发行期限短期化何以为继

2021 年 7 月 19 日

我们认为，全国大部分地区城投债券发行期限呈现出逐渐短期化趋势，这种趋势正在逐步增加区域再融资风险。我们发现，2019 年至 2021 年上半年全国多数省份的城投债券发行期限呈现下降，发行期限平均缩短约 0.6 年。这是根据我们持续跟踪的全国 1,900 余家城投企业 2019 年以来在公开市场的债券发行期限得出的，我们以每半年为观察窗口计算不同省份按发行规模加权平均的发行期限。我们还发现，这种短期化趋势并不只是出现在某些局部区域，而是呈全国化态势。在典型的 24 个省份范围内，除少数省份，其他区域在过去 5 个观察窗口内的债券发行期限均有所缩短。

分析师

任映雪

北京

010-65166037

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

张任远

北京

010-65166028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

城投债加权平均发行期限（年）

	2021.1-6	2020.6-12	2020.1-6	2019.6-12	2019.1-6	样本城投数量
江苏	2.14	2.07	2.37	2.37	2.63	366
浙江	3.15	2.83	3.05	3.36	3.26	202
山东	2.80	2.61	3.15	3.00	3.58	168
湖南	3.06	3.30	3.08	3.41	3.58	139
四川	3.03	3.30	3.12	3.24	3.43	135
湖北	3.16	3.33	3.51	3.75	4.13	99
安徽	2.52	2.49	3.25	3.05	3.23	98
重庆	2.81	2.80	3.00	3.03	3.06	95
江西	2.45	3.28	2.77	3.21	3.44	87
贵州	2.89	3.02	3.09	3.12	4.82	67
河南	2.10	2.61	2.75	3.10	2.90	56
福建	2.48	2.38	2.64	2.05	2.30	47
辽宁	3.47	3.45	3.96	3.61	2.49	43
陕西	2.98	2.82	3.44	2.22	2.89	42
上海	2.06	1.68	2.91	3.26	2.78	41
广东	2.31	2.20	3.08	2.33	1.68	40
广西	2.34	2.95	2.72	3.01	3.02	35
天津	0.84	1.81	2.54	2.46	2.69	28
云南	2.48	2.79	1.83	3.14	4.18	27
河北	2.61	2.59	2.59	2.93	2.81	26
新疆	2.25	2.52	3.54	2.92	3.35	23
北京	2.65	2.61	2.85	2.75	3.06	21
吉林	2.44	3.24	3.32	2.27	2.42	16
山西	1.98	2.38	2.16	3.51	2.70	16

注：1. 剔除城投样本过少的省份；2. 按发行规模加权平均。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2021标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

相比于过往由于区域性信用弱化或信用事件导致的局部短期化情况，我们认为近期呈现的这种大范围多区域的短期化趋势更须警惕。在城投债务余额保持高位的背景下，城投债券发行期限短期化可能揭示出城投企业债务融资结构的弱化趋势，再融资滚动压力增大，主要体现在：

- 从单个企业维度，短期化使得城投企业更易受政策变动的影响。在当前政策监管环境对于城投债务及地方政府隐性债务呈持续严格管理的大背景下，如果政策对于城投企业的间接融资进一步加强管理，城投企业在不同融资渠道之间腾挪融资的难度将会上升，从而增加再融资的不确定性。一旦债券融资滚动出现阶段性波动，企业可能会面临既无法续发，也无法全额“回表”的压力，进而造成资金紧张。
- 从区域整体维度，短期化会使区域内资质好的城投企业更容易受到弱资质城投企业的影响，区域内再融资环境整体变得更加敏感。我们认为，债务结构短期化有可能削弱区域城投企业在突发信用事件下的抗压能力，放大流动性压力。区域内短期债券融资占比过高时，一旦尾部城投企业发生信用事件，产生的负面效应可能直接影响头部城投企业短期债券的滚动。因此，短期化也可能一定程度上增加地方政府管理区域信用环境的难度，使得区域内再融资环境变得更加敏感，牵一发而动全身。与之相反，如果区域内期限配比相对合理，突发信用事件有可能阶段性影响头部城投企业长期限债券的二级市场估值，但不致直接触发企业的偿还义务，给予地方更多时间和空间化解风险。

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 2021 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（包括且不限于收入损失、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）的附属企业。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。