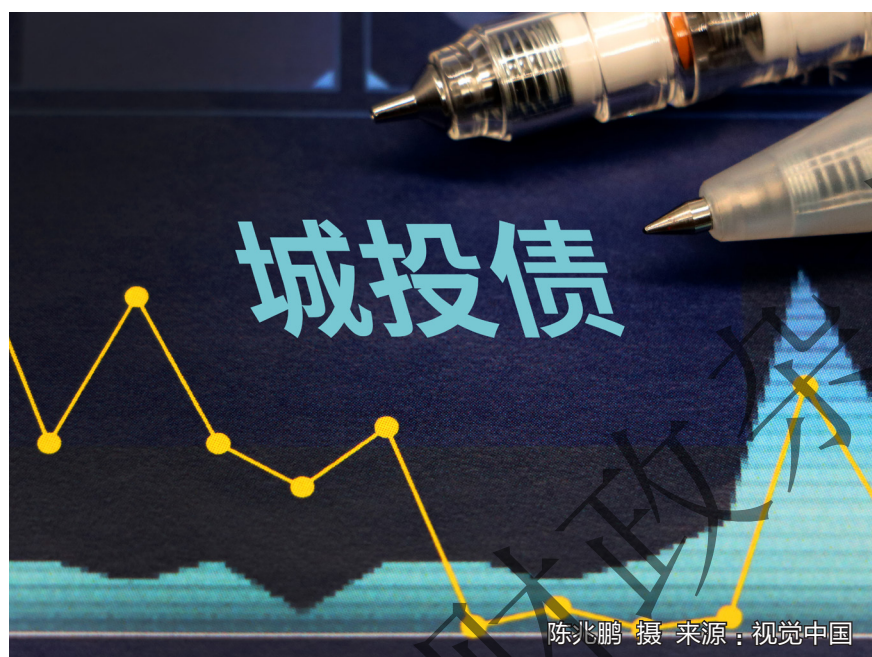


规范城投债市场发展的几点思考

姜瑜 | 马雪娇



2021年以来，城投债作为化解地方隐性债务的主要抓手，非标、信贷、债券、土地各方面政策齐发力收紧，交易逻辑也由城投信仰向信用基本面转变，财政不再兜底，城投刚兑预期降温，引发市场关注。

净融资持续萎缩，城投刚兑预期降温

（一）发行量保持平稳，净融资规模持续萎缩。从发行量看，2022年1—3月，城投债发行规模为1.38万亿元，同比减少5.5%；净融资额为5684.89亿元，同比减少15.2%。从区域来看，无论发行量还是净融资规模，

江苏、浙江、山东仍然位居全国前三，东北三省、青海、甘肃、贵州、山西、云南、河北、北京十省区市城投平台融资规模持续萎缩。

（二）发行期限结构存在向中短端集中的趋势。从发行期限看，2022年1—3月，发行期限在1年以内、1—3年、3—5年、5—7年、10年以上的规模占比分别为32.1%、32.5%、28.2%、5.4%、1.8%，超过90%的城投债期限在5年以内。发行主体评级为AAA、AA+、AA的发行规模占比为31.9%、43.0%、24.7%。其中，AAA级发行主体主要集中在江苏、浙江、广东，AA级及以下发行规模大幅萎缩，发行主

体仍然集中于天津、吉林、辽宁、内蒙古、贵州。

（三）城投债二级市场区域分层持续强化。一是城投债整体信用利差收窄。2022年1—3月，1年期AAA级、AA+级、AA级城投债信用利差较2021年底分别收窄13.88BP、11.72BP、40.53BP，均处于近三年以来的35%左右的分位数水平。2021年至今，有31家城投债发债主体遭遇评级下调，其中贵州省评级下调的城投平台数量占全部的55%。从平台层级来看，以区县级平台为主，共有12家区县级平台评级下调。

城投债市场变化的主要驱动因素

（一）从政策层面看，严控发行规模和资金用途、纠正土地出让中的违规行为，打破依赖财政兜底的还债模式。2009年至今，对城投的监管政策以规范融资行为和剥离政府信用为主，2021年以来正是第三轮政策收紧期：一是限制发债规模、用途和途径。交易所、银行间分别推出“红橙黄绿”和数字分类的城投债发行办法，根据各地债务率限制发行规模，并严控发债用途。同时，不得通过信托资金、流动资金贷款等方式来置换隐性债务，旨在打破财政兜底幻想。二是进一步规范土地出让金使用。2021年5月，

财政部、自然资源部、税务总局、人民银行《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》公布后，土地出让金由税务统一收缴。政府通过土地出让金注资平台受限的同时，城投平台以“招拍挂”的方式直接参与土地公开竞拍也会受到监管。从信托、债券再到银行端全面收紧，叠加“土地新规”，对以城投债为主的地方政府隐性债务进行全面严控。

(二)从宏观层面看，存量债务高企与地区财政收支存在双重压力。一是偿债规模逐年增加。发布2020年年报的2583家城投平台中，有息债务规模达到49.6万亿元，同比增长15.1%。2022年，有2.18万亿元城投债到期。其中，到期(含回售)规模占存量城投债较高的省份包括天津、新疆、山西和甘肃。二是地方财政收支缺口加大。测算显示，地区财政收入规模与城投平台融资高度相关。目前，甘肃、吉林、辽宁财政收入增速居全国尾部，而支出增速则与全国平均水平相当。从土地出让看，2020年，贵州、内蒙古和青海土地流拍率均在20%以上，无法通过卖地为城投平台提供支持。

(三)从市场层面看，投资策略同质性强，城投债交易分化割裂。一是弱资质区域债务风险溢价凸显。弱资质地区现金流紧张、债券到期偿付压力大，导致其成交不活跃、交易期限回落。二是在“资产荒+信用收缩”的背景下，江、浙等地区城投债收益率一直处于低位，投资策略同质性强，催生不同程度的“抢券”行为。低于估

值收益率成交的城投债中，江苏、浙江占比约为40%。江、浙地区AAA级、AA+级中高等级信用债成交收益率一直保持在4%以下。

规范城投债市场发展的几点思考

城投债市场“化存控增”绝非一朝一夕，需要相关各部门协同合作，防患于未然。在建立预警和风险处置机制的基础上，有效引导城投债市场风险出清，完善相关交易机制，“控疏结合”，有序推动城投企业市场化整合或向国企转型、城投债向产业债靠拢，促进城投企业的可持续发展与地方稳定。

(一)多举措提高地方政府化解债务风险能力，稳定市场信心。在短期，建立健全地方政府债务预警和偿还机制。参考地方财政收支、债务负担率等指标，设定符合经济发展的债务安全底线。一方面，通过资产管理公司等渠道，采取债务重组、资产证券化等方式打包剥离地方债务。另一方面，在符合预算法等法律法规要求的前提下，以地方政府性基金和经营性资产权益为基础，设立偿债基金，选择有较好发展前景但面临周期性、暂时性困难的企业，给予一定的资金支持与政策倾斜。在长期，构建多元化地方税收体系，适度扩大地方政府的税种选择权、税率调整权，降低地方政府对城投债的过度依赖。

(二)通过兼并重组、破产重整等方式加快城投平台转型。决定地区城投风险的关键是债务压力最大的企业能否平稳出清，降低个体风险加剧演绎的可能性，逐步推进债务风险化解。

一是推动本区域内城投企业整合。以具有稳定现金流的大型城投平台为核心，将仍有发展前景的高杠杆城投公司整合兼并到新集团，由强平台接管弱平台；中低杠杆企业侧重投资职能发挥，统筹推进地方隐性债务风险化解。二是对于部分弱资质省区，债权人、债务人等关系人可按照破产重整程序进行协商。整体上，通过剥离政府融资职能转为普通国企，不能剥离的通过以资产偿还债、偿债基金等方式解决，推动财政与市场各归各位。

(三)警惕非标占比居高的地方融资平台发生连锁性违约，主动出台化解应急机制。目前，辽宁、天津、云南等地城投债务负担较重。一旦非标融资渠道收紧，极易引发流动性风险并导致发行主体债项违约“多米诺骨牌”效应，间接构成相关区域融资陷入困境。建议地方政府结合资金需求和供给，持续关注重点城区、重点事件和重点项目，建立风险化解应急系统，尽早提示可能存在的债务风险，加快“通道类”地方融资平台的有序出清。

(四)加快完善城投债分类监管与相关交易制度建设。一是参照国外高收益债券市场经验，通过债券置换、公开市场折价回购等负债管理方式优化城投平台债务结构。二是按照城投债涉及行业、信用评级、地区等进行分类监管，构建以信用基本面为基础的城投债券定价标准与交易规则。三是细化对城投发行主体在信息披露方面及时性、真实性的要求，积极引导市场预期。□

(作者单位：中证金融研究院)

责任编辑 李艳芝