

那些城投违约后，发生的故事

近期，个别城投风险事件有所发酵，背后原因、带来的警示，及后续可能的影响？本文梳理，敬请关注。

■ 近期城投风险事件成因？土地财政、再融资能力弱化等导致现金流断裂等

近期，兰州城投违约事件发酵，直接缘于兰州城投、兰州建投到期压力下，账面资金的持续减少。8月底，兰州城投出现技术性违约，导致相关区域城投债利差大幅走阔、个券收益率一度上行超 900BP。究其原因，地方债务到期压力下，兰州城投流动性紧张早有苗头、筹资现金流净额持续为负。流动资金的“捉襟见肘”从货币资金对短期债务的覆盖也可看出，兰州建投和兰州城投货币资金占 1 年内到期非流动性负债的比重自 2021 年一季度持续回落、一度低至不足 10%。

更深层次的是，兰州“隐债”高增下，土地市场低迷等进一步拖累平台政府相关业务收入、现金流和再融资能力等。土地市场低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响平台政府相关业务收入；另一方面，土地价值缩水、流通下降，影响平台现金流和再融资；此外，平台大规模拿地托底地产，也或进一步加剧现金流压力。具体来看，兰州国有土地使用权出让收入在 2021 年近乎“腰斩”至不足 130 亿元、2022 年前 7 月仅 35 亿元；城投债融资自去年四季度以来持续为负

■ 此次城投风险的启示？土地依赖度高、再融资压力大的省市或面临尾部风险

融资环境“收紧”、叠加土地市场持续降温，或弱化平台偿债能力，部分违约风险暴露也或加剧再融资压力。地方债务监管收严下，城投债融资弱于以往、前三季度净融资同比下降超 3 成；部分省市净融资甚至持续为负、尤其桂、蒙、甘、等西部和天津等东部省市。融资环境收严下，地产降温拖累地方财力等或弱化平台偿债压力，其中，甘、青、津等省市前三季度商品房销售同比降幅在 35% 以上

再融资压力加大下，部分偿债压力较大、土地依赖度较高、现金流恶化的区域或面临较高的尾部风险。土地财政恶化，进一步加大地方债务压力，尤其是对土地依赖度较高省市。结合土地依赖度与城投债中低评级到期占比，贵、桂等或更易受土地市场拖累、尾部风险较高；结合 2022 年上半年城投债融资“借新还旧”比例和净融资同比变化，津、贵、甘等地付息压力较大且筹资能力相对较差。

■ 违约风险后的故事？多措并举下融资环境改善，但部分省市修复的时间较长

稳住风险、防止外溢下，政策加强国企债务监管、资产负债率管控等，要求落实属地责任，并配合地方政府推动信贷支持落地、修复区域信用等。城投违约等信用风险事件并非近年首次，违约风险暴露后，相关地区融资出现恶化、甚至产生明显“外溢”效应、2020 年底“永煤事件”即为典型。为此，政策加大对融资平台和地方国企等债务风险摸底排查，并引导金融机构理性行为，加快化解信用违约等带来的风险外溢，并推出信贷等政策结构性支持，助力地区信用环境修复。

多措并举下，受债务风险波及的区域融资环境逐步改善，但部分省市信用修复时间较长、一年之久才回归常态。2020 年底个别信用违约影响下，部分省市信用债融资一度明显收缩，拖累信用环境修复的整体表现。前 8 个月企业债券占新增社融比重也可侧面印证，占比自 2020 年高点的 15%、回落至 2022 年不足 9%。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复，统计过程中可能的偏误或遗漏。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------|----|
| 1、近期城投风险事件，背后的原因？ | 3 |
| 2、此次城投风险暴露，带来的启示？ | 5 |
| 3、以史为鉴，违约风险发生后的故事？ | 8 |
| 4、风险提示： | 10 |

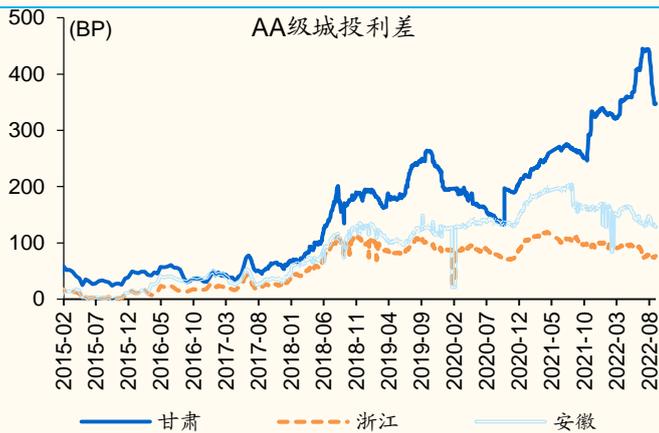
图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1: 甘肃省 AA 级城投债利差大幅走弱 | 3 |
| 图表 2: 部分个券收益率直线抬升 | 3 |
| 图表 3: 兰州城投、建投筹资现金流自 2021 年来走弱 | 3 |
| 图表 4: 货币资金对短期债务覆盖较为薄弱 | 3 |
| 图表 5: 兰州城投平台受限资产中地产相关占比高 | 4 |
| 图表 6: 兰州城投、兰州建投应收账款大幅攀升 | 4 |
| 图表 7: 兰州土地成交总价明显低于往年同期水平 | 4 |
| 图表 8: 土地市场降温拖累地方财力 | 4 |
| 图表 9: 近年，兰州“隐性债务”一度大幅攀升 | 5 |
| 图表 10: 兰州城投债融资自去年底以来持续为负 | 5 |
| 图表 11: 西部、东北财务费用支出占比较高 | 5 |
| 图表 12: 非标融资成本明显高于城投债 | 5 |
| 图表 13: 青、蒙、宁等地利息支出占比明显高于其他 | 6 |
| 图表 14: 部分东部、西部省市债务率明显高于平均 | 6 |
| 图表 15: 年初以来，城投债融资整体弱于往年同期 | 6 |
| 图表 16: 部分省市净融资持续为负、西部占比较多 | 6 |
| 图表 17: 地产降温拖累土地财政 | 7 |
| 图表 18: 部分省市商品房销售明显走弱 | 7 |
| 图表 19: 部分省市对土地依赖度明显高于区域平均 | 7 |
| 图表 20: 部分省市易受土地市场拖累、尾部风险较高 | 7 |
| 图表 21: 部分省市付息压力较大、且筹资能力较差，西部尤其明显 | 8 |
| 图表 22: “永煤事件”后，豫、晋东债融资一度受阻 | 8 |
| 图表 23: 信用风险后，融资分层一度明显加剧 | 8 |
| 图表 24: 政策强调落实属地责任、打击“逃废债”等 | 9 |
| 图表 25: 推动信贷支持落地、修复区域信用 | 9 |
| 图表 26: 河南“永煤事件”一年后城投债融资回归常态 | 9 |
| 图表 27: 企业债券融资占社融比重自 2021 年以来下降 | 9 |

1、近期城投风险事件，背后的原因？

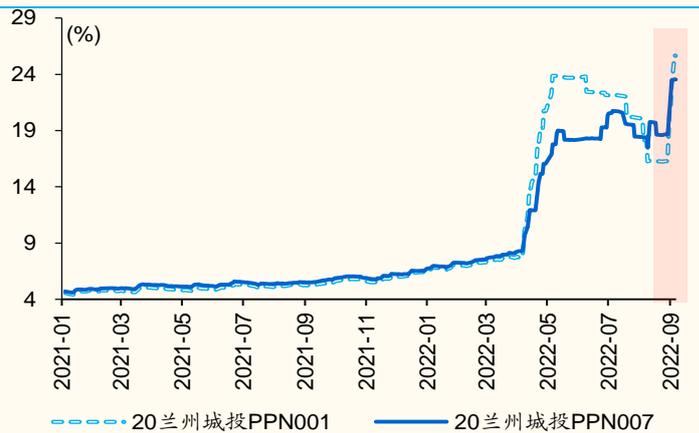
近期，兰州城投违约事件发酵，相关区域城投债利差大幅走阔、个券收益率急速跳升。继年初兰州城投担保的非标融资违约后，8月底，兰州城投定向融资工具未按时完成兑付、出现技术性违约。违约风险持续发酵下，甘肃AA级城投利差自年初的330BP左右一度跃升至440BP以上；部分个券收益率大幅上行，例如，20兰州城投PPN001在8月底至9月中旬，中债估值收益率自16.3%上行至25.6%。

图表 1：甘肃省AA级城投债利差大幅走弱



来源：Wind、国金证券研究所

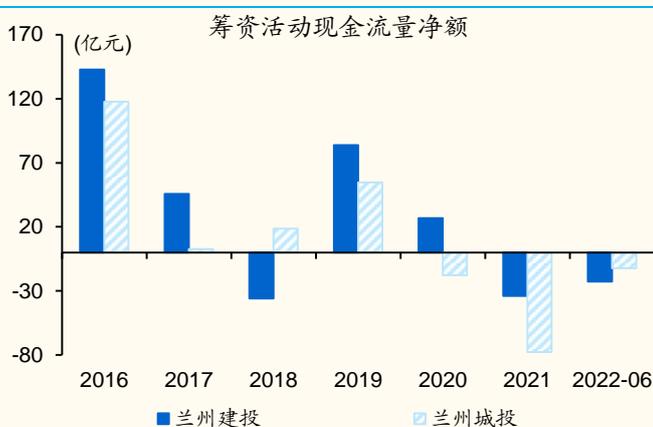
图表 2：部分个券收益率直线抬升



来源：Wind、国金证券研究所

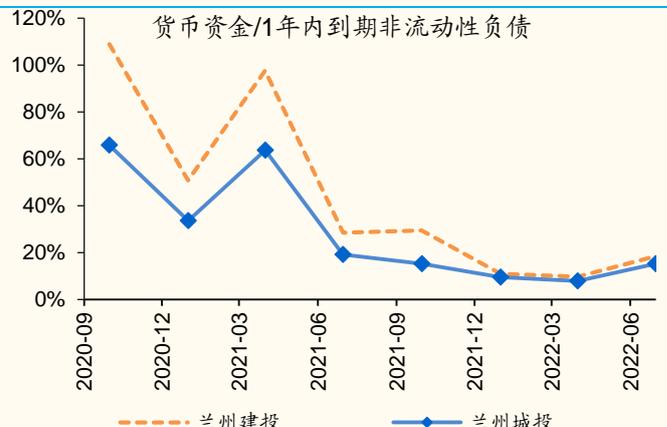
债务风险暴露直接缘于兰州城投、兰州建投到期压力下，账面资金的持续减少。到期压力下的流动性紧张早有苗头，兰州城投、兰州建投筹资现金净额自2021年来持续走弱；流动资金的“捉襟见肘”从货币资金对短期债务的覆盖也可看出，兰州建投和兰州城投货币资金占1年内到期非流动性负债的比重自2021年一季度持续回落、一度低至不足10%。此外，土地市场低迷下，与地产相关的受限资产或遭贬值，影响抵押贷款等再融资，一定程度上反映与地方政府业务往来的应收账款也明显大幅攀升。

图表 3：兰州城投、建投筹资现金流自2021年来走弱



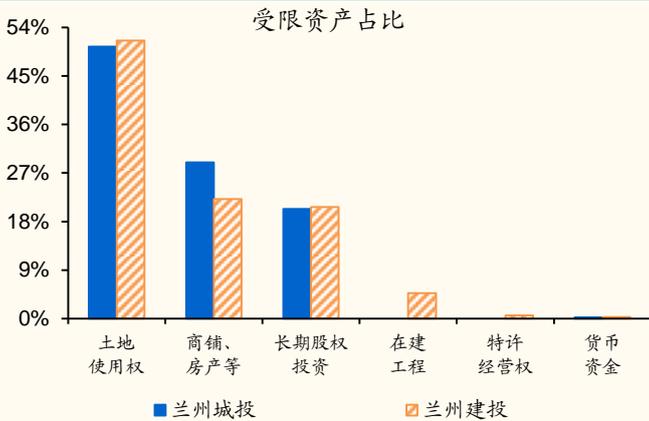
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：货币资金对短期债务覆盖较为薄弱



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：兰州城投平台受限资产中地产相关占比高



来源：Wind、国金证券研究所

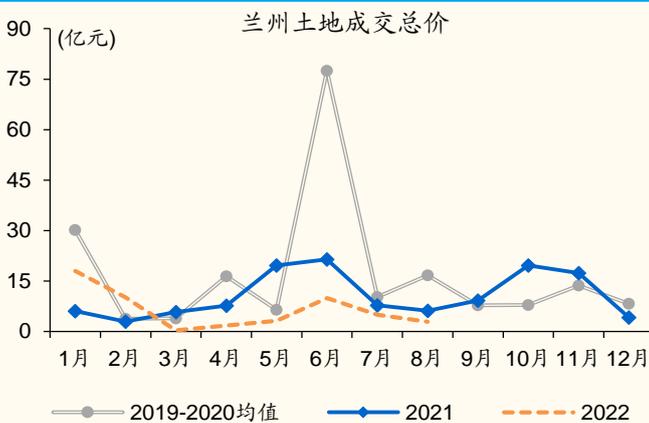
图表 6：兰州城投、兰州建投应收账款大幅攀升



来源：Wind、国金证券研究所

更深层次的是，兰州“隐性”债务高增下，土地市场低迷等进一步拖累平台政府相关业务收入、现金流和再融资能力等。土地市场的持续低迷，一方面导致政府性基金收入下降，影响城投平台政府相关业务收入；另一方面，土地资产价值缩水、流通下降，影响城投平台现金流和再融资；此外，城投平台大规模拿地托底地产，也可能进一步加剧现金流压力。具体来看，兰州国有土地使用权出让收入在 2021 年近乎“腰斩”至不足 130 亿元、2022 年前 7 月仅 35 亿元；“隐性”债务高增、部分违约事件影响下，兰州的城投债融资自去年四季度以来持续为负、累计净融资超-260 亿元。

图表 7：兰州土地成交总价明显低于往年同期水平



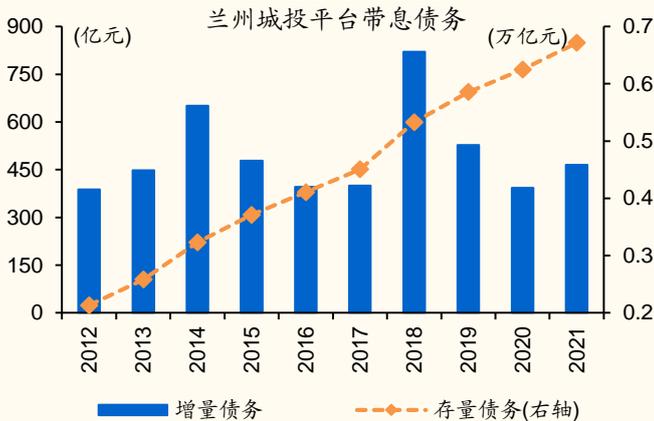
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：土地市场降温拖累地方财力



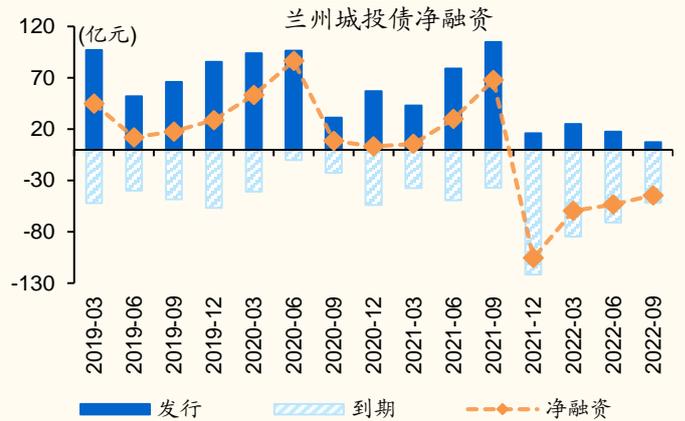
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：近年，兰州“隐性债务”一度大幅攀升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：兰州城投债融资自去年底以来持续为负

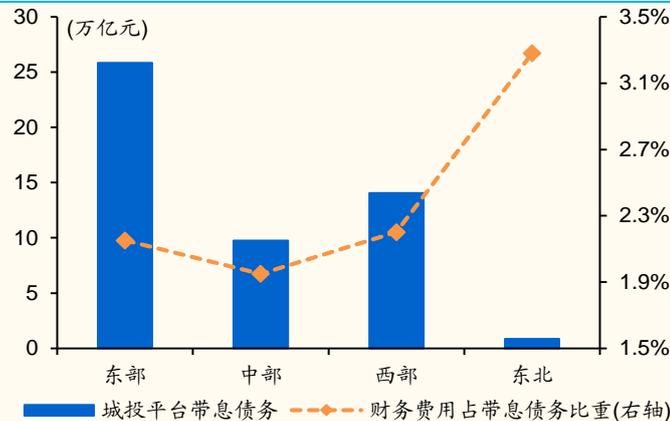


来源：Wind、国金证券研究所

2、此次城投风险暴露，带来的启示？

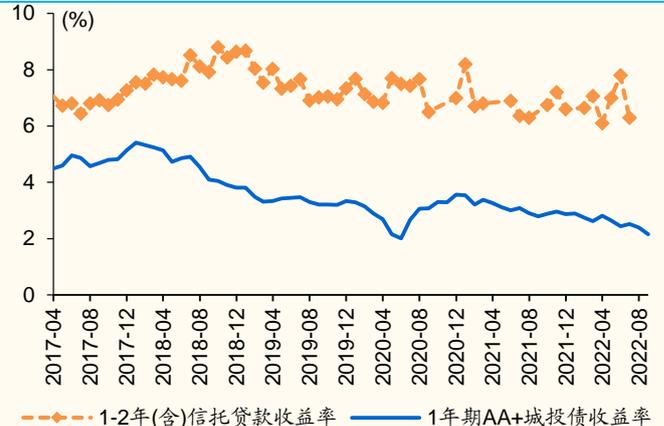
债务累积推升还本付息压力，尤其部分“隐性”债务压力较大的西部省市。“隐性”债务成本相对较高，推升还本付息压力，从城投平台带息债务及其财务费用也可窥见一斑。西部和东北的财务费用占比明显高于东中部地区，尤其是青、蒙、云、吉等地占比均在3.4%以上。综合考虑地方财力等，云贵等地隐性债务率明显高于区域平均水平，苏、津等部分东部省市债务压力也相对较大。

图表 11：西部、东北财务费用支出占比较高



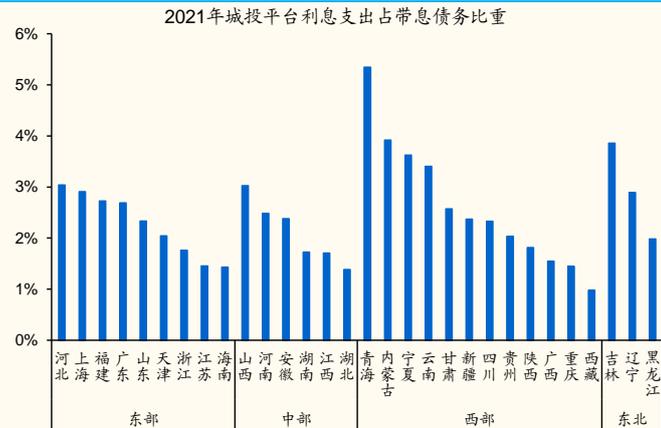
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：非标融资成本明显高于城投债



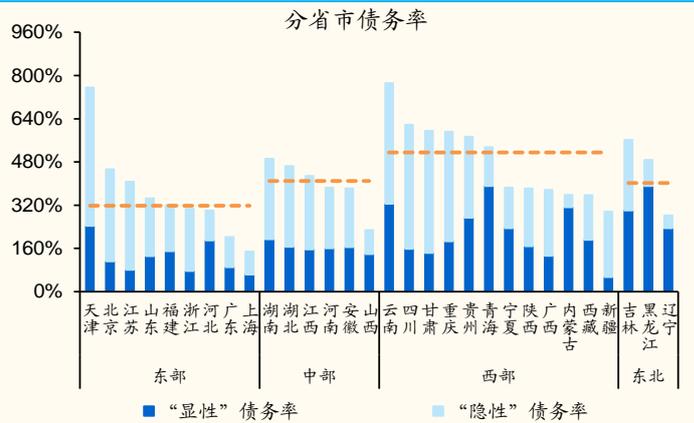
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13: 青、蒙、宁等地利息支出占比明显高于其他



来源: Wind、国金证券研究所

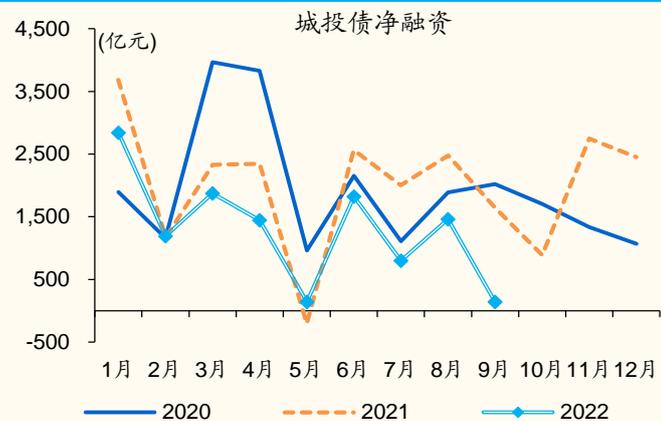
图表 14: 部分东部、西部省市债务率明显高于平均



来源: Wind、国金证券研究所

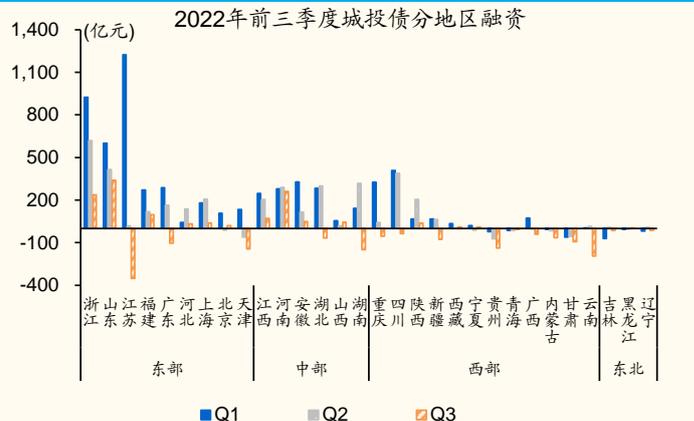
融资环境“收紧”、叠加土地市场的持续降温，或弱化平台偿债能力，部分违约风险暴露也或加剧再融资压力等。地方债务监管收紧下，城投债融资明显弱于以往，前三季度累计融资仅 1.2 万亿元、同比下降超 3 成；部分省市城投债净融资甚至持续为负、尤其是青、桂、蒙、甘等西部省市，天津等东部省市城投债融资也明显较弱。融资环境收紧下，地产降温拖累地方财力等或弱化平台偿债压力，甘、青、云等西部，苏、津等东部省市 2022 年前 8 月商品房销售额同比降幅均在 35% 以上。

图表 15: 年初以来，城投债融资整体弱于往年同期



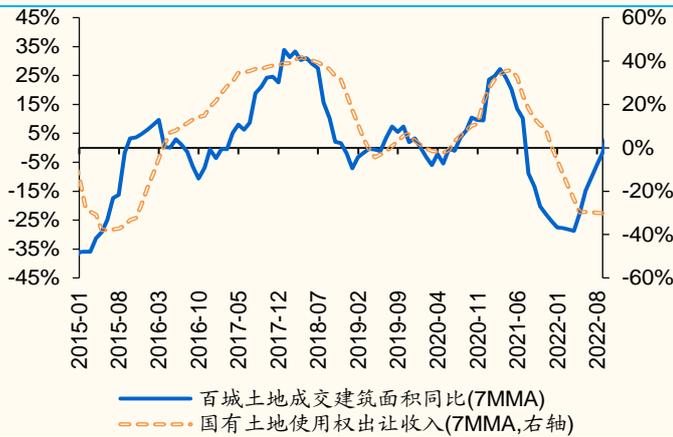
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 部分省市净融资持续为负、西部占比较多



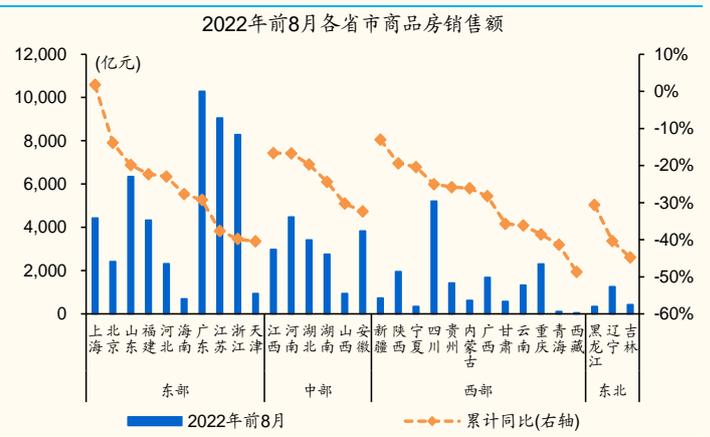
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 地产降温拖累土地财政



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 部分省市商品房销售明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

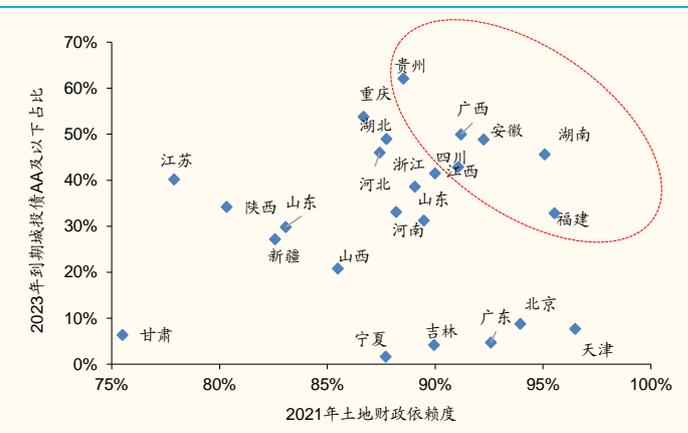
再融资压力加大下,部分偿债压力较大、土地依赖度较高、现金流恶化的区域或面临较高的尾部风险。地方债务累积、土地财政恶化,进一步加大地方债务压力,尤其是对土地依赖度较高的省市。结合土地依赖度与城投债中低评级到期占比来看,贵、桂等地或更易受土地市场拖累、尾部风险较高;结合2022年上半年城投债融资中“借新还旧”比例和净融资同比变化来看,津、贵、甘等地付息压力较大、筹资能力或相对较差(详情参见《疫情下的债务图景》)。

图表 19: 部分省市对土地依赖度明显高于区域平均



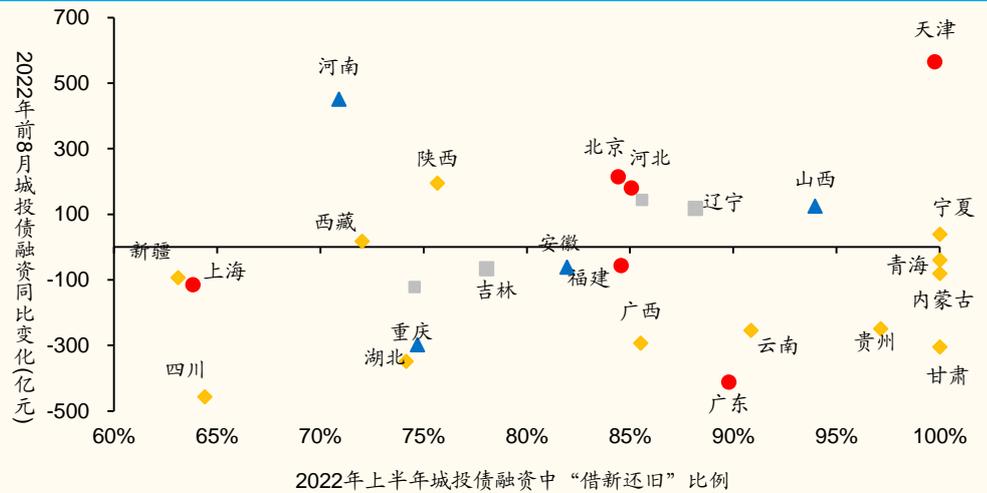
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 部分省市易受土地市场拖累、尾部风险较高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 部分省市付息压力较大、且筹资能力较差, 西部尤其明显



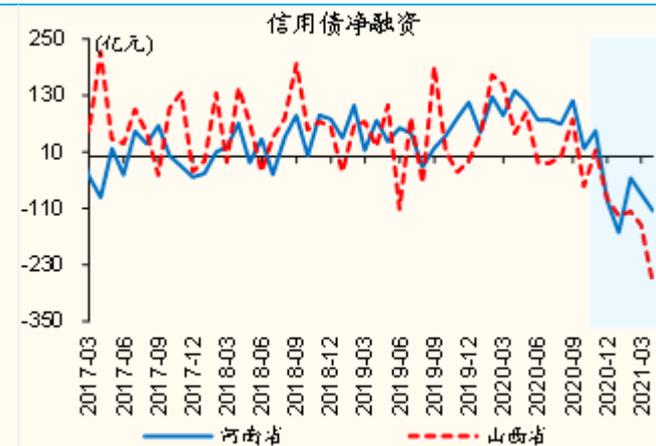
来源: Wind、国金证券研究所

3、以史为鉴, 违约风险发生后的故事?

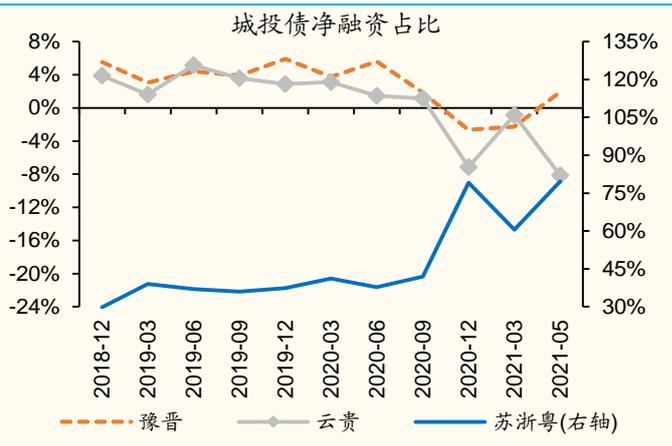
城投违约等信用风险事件并非近年首次, 违约风险暴露后, 相关地区融资出现恶化、甚至产生明显的“外溢”效应。2020年底, 个别信用违约事件, 对金融市场和融资产生了显著冲击, 例如, 河南、山西等相关省市信用债融资持续收缩, 单月净融资一度下探至-270 亿元左右、创 2017 年以来新低。信用违约事件影响、债务压力等显现下, 地区融资分层加速凸显、城投债融资进一步向江浙等地集中, 弱资质主体的城投债发行难度或加大。

图表 22: “永煤事件”后, 豫、晋东债融资一度受阻

图表 23: 信用风险后, 融资分层一度明显加剧



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

稳住风险、防止外溢下, 政策加强国企债务监管、资产负债率管控等, 要求落实属地责任, 并配合地方政府推动信贷支持落地、修复区域信用等。稳住债务风险, 并不意味着不让信用违约, 也并非政府兜底, 而是更加强调市场化举债和风险处置。为此, 政策加大对融资平台和地方国企等债务风险摸底排查, 并引导金融机构理性行为, 加快化解信用违约等带来的风险外溢。此外, 有效防范风险的前提下, 信贷等政策结构性支持, 推动部分地区信用环境加快修复。

图表 24: 政策强调落实属地责任、打击“逃废债”等

| | | |
|---------------|--|---|
| 2020 12/16 | 中央经济工作会议 | 提高上市公司质量, 打击各种逃废债行为。 |
| 2020 12/21 | 央行党委会议 | 深化债券市场改革, 完善债券市场法制, 夯实信用基础, 严肃市场纪律, 打击各种逃废债行为。 |
| 2020 12/25 | 国资委在京召开中央企业负责人会议 | 要切实有效防范化解各类风险, 加强金融业务管理, 严禁脱离主业、脱离主业, 确保不发生债务违约, 严禁逃废债, 加大对参股投资和参股企业管理, 坚决守住不发生重特大风险底线。 |
| 2021 01/16 | 2021年中国人民银行工作会议 | 牵头制定债券市场发展规划, 推动完善债券市场法制, 促进基础设施互联互通, 健全多层次债券违约处置机制, 推动完善债券市场统一执法体系, 加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为的查处力度。 |
| 2020 01/28 | 2021年证监会系统工作会议 | 稳妥化解债券违约风险, 加大债券市场基础制度和法治保障, 优化债券违约市场化处置机制, 加强统一执法, 严肃处理“逃废债”等违法违规行为。 |
| 2021 02/26 | 《关于推动和保障管理人破产程序中依法履职进一步优化营商环境的意见》 | 切实保护职工和债权人投资者合法权益, 发挥管理人在防范“逃废债”等违法行为中的积极作用。 |
| 2021 03/26 | 《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》 | 对于已经发生债务违约的, 切实履行属地责任, 严禁恶意逃废债行为...切实履行属地责任, 指导违约企业按照市场化、法治化、国际化原则妥善做好风险处置。 |

来源: Wind、国金证券研究所

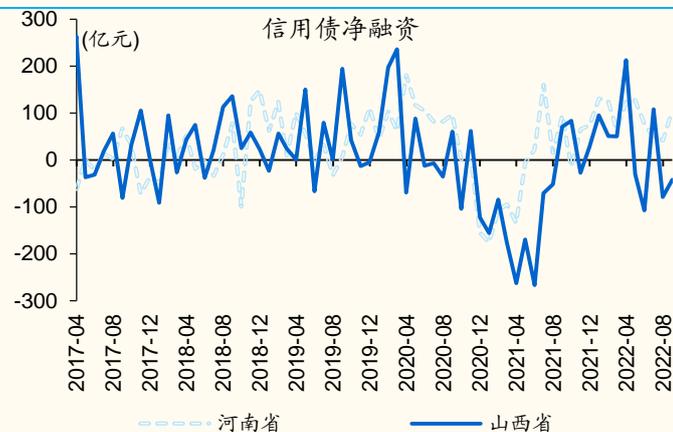
图表 25: 推动信贷支持落地、修复区域信用

| 时间 | 会议/文件 | 主要内容 |
|---------|-------------------------|---|
| 2021年3月 | 全国主要银行信贷结构优化调整座谈会 | 坚持市场化、法治化原则, 前瞻性地综合考量资金投放、资产负债、利润、风险指标等因素 , 持续增强金融服务实体的能力... 强化对企业实质信用风险判断 。在管控好风险的同时, 优化内部考核和激励措施, 因地制宜增加经济困难省份信贷投放, 支持区域协调发展 。 |
| 2021年4月 | “构建新发展格局 金融支持区域协调发展”发布会 | 关于 区域信贷投放平衡的问题 , 我们也关注到了, 也在对相关的问题做更加深入的分析, 也会相应 采取一些措施来改善这种状况 。 |
| 2021年4月 | 一季度货币金融数据发布会 | 统筹平衡好 防风险和稳信贷 ...加强同地方政府部门的沟通交流, 配合地方政府依法有序推动社会信用体系建设 , 完善失信约束机制, 营造守法守信的社会环境、良好的区域营商环境, 以及金融生态环境...在有效防范风险的前提下, 推动当地信贷支持落地 。 |

来源: Wind、国金证券研究所

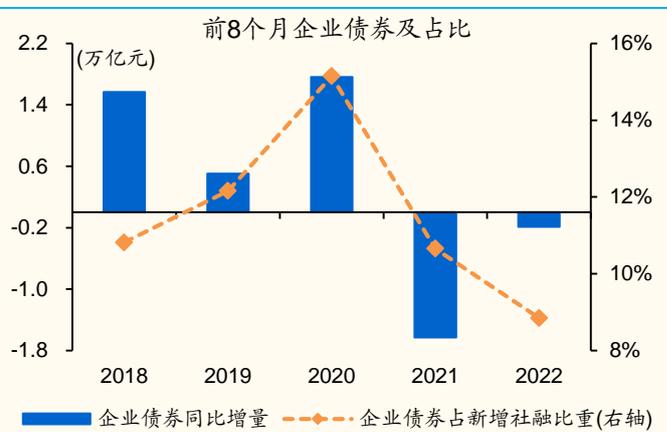
多措并举下, 受债务风险波及的区域融资环境逐步改善, 但部分省市信用修复的时间较长、一年之久才回归常态。2020 年底个别信用违约影响下, 部分省市信用债融资一度明显收缩, 拖累信用环境修复的整体表现。前 8 个月企业债券融资占新增社融比重也可侧面看出, 占比自 2020 年高点的 15%、回落至 2022 年的不足 9% (参见《信用环境如何演绎? —来自融资结构的视角》)。

图表 26: 河南“永煤事件”一年后城投债融资回归常态



来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 企业债券融资占社融比重自 2021 年以来下降



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 近期，兰州城投违约事件发酵，直接缘于兰州城投、兰州建投到期压力下，账面资金的持续减少；更深层次的是，兰州债务率高居不下，土地市场低迷等进一步拖累平台政府相关业务收入、现金流和再融资能力等。
- 融资环境“收紧”、叠加土地市场持续降温，或弱化平台偿债能力，部分违约风险暴露也或加剧再融资压力；再融资压力加大下，部分偿债压力较大、土地依赖度较高、现金流恶化的区域或面临较高的尾部风险。
- 稳住风险、防止外溢下，政策加强国企债务监管、资产负债率管控等，要求落实属地责任，并配合地方政府推动信贷支持落地、修复区域信用等；多措并举下，受债务风险波及的区域融资环境逐步改善，但部分省市信用修复时间较长、一年之久才回归常态。

4、风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。
- 3、统计过程中可能的偏误或遗漏。城投债公开数据来源于 Wind 数据库，更新、分类可能存在一定时滞和偏误。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-66216979 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 传真：010-66216793 | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100053 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼 | 地址：中国北京西城区长椿街3号4层 | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402 |