

关于城投监管和化债进度的一些计算

报告要点：

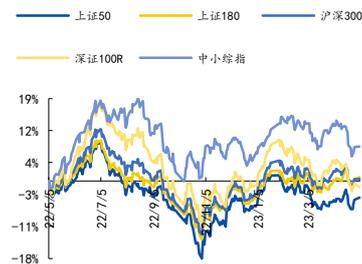
- 城投债近来的监管似又出现加严的趋势，主要是一些投资城投债的机构在投资上受到了比之前更严的约束。
- 其实这已经不是个例，21年以来，涉及到债券、银行、信托、融资租赁等各方面关于城投债监管政策已在陆续出台。
- 一个事实是，城投债在未来两年到期压力偏大，而且融资表现不佳省份的债务到期情况更加集中，天津、青海、云南、内蒙古未来两年存续债到期规模占比超过70%，云南、宁夏、青海2022年到期规模占比亦高于40%。
- 近期的政策或多或少会影响城投债的流动性，但所幸的是，政策严控的资金本就是风险偏好偏高的资金（比如私募产品或期货资管），这部分资金本身在城投债的占比就不大，于是，我们看到市场反应也不大，即使是低资质的区域，其利差水平也没有出现太大异动。
- 我们不必太担心政策意愿，政策的初衷一定是化解风险而不是激化风险：
 - 1) 政府信用是一个事关全局的重要基石，这个底线要比地产信用更加关键；
 - 2) 虽然政策在逐步撇清政府和平台之间的关系，但一旦平台出现问题，政府救助意愿依旧强，譬如今年贵州和衡阳的表态依旧清晰。
- 对城投债来说，单方面观察流动性也不一定准确，随着化债的推进，城投债是逐步退出市场的：
 - 1) 供应的减少是肉眼可见的，今年以来除了甘肃和海南之外，其余省份的城投债存量都是下降的；
 - 2) 另一个规律是，风险级别越高的省份，其化债的进度是越快的，各个省份今年城投债的下降率与其信用利差之间中等相关；
 - 3) 照此来看，供应收缩可能是未来城投信用表现的主要矛盾，譬如利差高于200bp的省份中，年化化债进度至少会达到48%。
- 但如果监管持续，是否监管所造成的影响都可以被化债所对冲掉，这可能因地区而异：
 - 1) 至少目前来看，有些区域的城投债的中低信用债券占比过高（高于60%），甚至有些非网红地区也是如此，譬如湖北、四川、重庆；
 - 2) 对于机构投资者来说，一般在风控上，是地区和评级都有白名单制度的，这导致虽然流动性只是收缩了边际上风险偏好偏高的那一撮资金，但对于某些网红地区来说，流动性可能会大幅下降，甚至超过其化债进度；
 - 3) 相对敏感的地区包括广西、贵州和辽宁。
- 从宏观来讲，今年本身是信用大年，但因信用分层的存在，中低信用这一块区域的阿尔法属性越来越强，鉴于此，城投监管可能仍然会影响极小一部分区域的信用风险，我们在信用下沉上仍然不能盲目。

风险提示：政策监管力度超预期，信用风险事件冲击

主要数据：

上证综指：	3350.46
深圳成指：	11273.87
沪深300：	4030.25
中小盘指：	4135.17
创业板指：	2297.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《低于预期的 PMI：4 月 PMI 数据印象》
2023.05.03
- 《大城小债的那些事儿 20230415-20230421》
2023.04.23

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188