

富荣固收：2022 年城投债风险的几个角度

上周回顾：

上周央行实现净回笼 6600 亿元，年后资金面整体较为宽松。全周 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动-1.34BP、4.52BP 和 4.27BP，10-1Y 国债利差走阔 6BP 至 59BP，10-1Y 国开债走阔 1BP 至 78BP。信用债收益率走势分化，3 年期城投债变化-3.26BP 至 2.74BP，其中 AAA 与 AA+品种收益率上行，AA 下行，3 年期中短票变动-1.25BP 至-1.75BP。上周主要股票指数全面下跌，中证转债小幅下跌。上证指数累计下跌 1.65%，收报 3579.54 点，创业板指累计大幅下跌 6.80%，收报 3096.88 点。中证转债指数上周累计下跌 0.38%，跑赢主要股票指数，收报 434.69 点。其他资产方面，在岸人民币对美元贬值 0.08%收于 6.3778，伦敦金现跌 1.82%至 1795.92 美元/盎司，标普 500 指数下跌 1.87%，布伦特原油上涨 5.1%至 81.75 美元/桶，LME 铜下跌 0.48%至 9615 美元/吨，10 年美债收益率下行 21BP 收于 1.73%。

专题：2022 年城投债务风险的几个角度

(1) 关注弱区域的再融资风险，强区域弱主体的估值调整

2022 年城投债到期量约 2.8 万亿，同比下降 25%，整体而言再融资压力有所缓和。但分地区看，甘肃、云南、青海等弱区域呈现融资额净流出，且 2022 年到期规模超过存量规模 1/3，再融资压力大。2021 年受资产荒、国企产业债风险事件消化等因素的影响，资金对城投债尤其是江浙等强经济地区的城投债的偏好加强，导致强区域以及部分中部省份的城投债收益率快速下行，其中涵盖部分行政层级偏低、地位次要的弱资质主体。存在部分弱资质主体收益率与资质不匹配，关注此部分主体 2022 年可能存在的估值调整风险。

(2) 交易所公司债放行约束？

近期市场传闻监管窗口指导 2022 年将控制城投债在交易所公司债中的占比，结合 2021 年城投交易所公司债审批情况来看，6 月-7 月、11 月-12 月出现了两轮交易所审核趋严的情况，每月被终止审查的城投债规模均超过 400 亿元。统计 11 月-12 月终止审查的项目共涉及 14 个省份，其中江苏、浙江、山东、广西规模合计占比逾 60%；从终止审核占存续规模比情况来看，广西、新疆审核不通过的比例较高，分别为 5.42%、3.19%。其余山东、浙江、安徽、陕西终止审核的比例也在 1%以上。2022 年需重点关注上述审核通过率低的省份以及 2022 年新增的低通过率省份，相关省份可能存在净融资额下滑，城投债务接续的潜在风险。

(3) 地区产业发展和土地市场的边际变化

2021 年上半年土地出让规模数据较好，故三季度以来的下滑尚未传导至城投债务偿还，但在目前房地产市场政策承压、房企拿地意愿下滑的形势下，债务负担重且对土地出让依赖高的区域更容易出现城投债估值波动。此外对于前几年融资较为激进且投向产业类较多的地区，需跟踪 2022 年产业发展、主要企业纳税额等，分析资金使用效率，对于效率低下且融资激进的区域，未来存在估值调整可能。

重点关注：

12 月 CPI、PPI 数据，12 月贸易数据。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任

何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。