

城投解惑系列之五十八

盘点一般预算收入 50 亿元以下的区县城投债

报告摘要:

- 截至 2023 年 5 月 30 日，全国城投债余额 15.35 万亿元，其中区县级城投债余额最大，为 5.31 万亿元，占比 34.6%。分省来看，江苏和浙江区县级城投债余额较大，分别为 1.44 万亿元和 1.36 万亿元，合计超过全国区县级城投债余额的一半。从区县级城投债占各省存量债比重来看，除直辖市外，浙江最高，大致占三分之二。
- 2022 年一般公共预算收入 50 亿元以下的发债区县数量较多，有 586 个，占全部发债区县的 72.7%，主要分布在安徽、江西、四川、山东、湖北等中西部省份，均有 45 个以上发债区县一般公共预算收入小于 50 亿元。其中，安徽、江西、湖北、四川 50 亿元以下发债区县数量占比也较高，在 80% 以上。
- 一般公共预算收入在 50 亿元以下的区县城投债余额约 1.84 万亿元，占全部区县城投债的 34.65%，主要分布在浙江、江苏和重庆，均在 2000 亿元以上，三者合计占比近一半。但从 50 亿元以下区县城投债占全部区县城投债的比例来看，江苏、浙江不高，在 30% 以下。
- 2022 年城投发债用于借新还旧（指借新债券还旧债券）的规模占比从 36% 提升至 65%，其中区县级城投债借新还旧占比上升幅度最大，上升 34 个百分点至 67%。2022 年区县级城投发债可以用于新增用途（指偿还有息债务、项目建设和补流）的发行规模为 4464.2 亿元，其中一般公共预算收入 50 亿元以上的区县城投发行规模为 3048.8 亿元，占比达 68.3%；而一般公共预算收入 50 亿元以下区县主要分布在浙江、江苏、重庆、四川、山东等省。
- 此外 2023 年 1-5 月，共有 118 家城投平台首次发债，分布在 19 个省份，合计发债 1106 亿元。分行政级别来看，这 118 家首次发债的平台中，区县级平台共有 70 家，并且合计发行规模较大，2023 年以来共发行 672 亿元，占比超过 60%。
- 具体来看，首次发债的区县级城投分布在 68 个区县中，其中有四分之一 2022 年一般公共预算收入在 50 亿元以下，主要分布在浙江、安徽、河南、重庆、广东、福建、四川、湖北和江西。
- 一般公共预算收入在 50 亿元以下的区县，2023 年 1-5 月首次发债平台共发行 146 亿元债券，其中担保发行的债券 80 亿元，均为新增债；而非担保发行的债券募集资金用途主要是偿还子公司债券。
- 核心假设风险。财政收入大幅下滑；城投相关政策超预期收紧；负面事件超预期。

分析师: 刘郁



SAC 执证号: S0260520010001

SFC CE No. BPM217



021-38003556



shliuyu@gf.com.cn

分析师: 姜丹



SAC 执证号: S0260520030001



021-38003555



jiangdan@gf.com.cn

请注意，姜丹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

城投解惑系列之五十七:2023 2023-05-15

年以来的城投风险事件有所增加

2023 区域经济盘点之 2023-05-04

七:800+发债区县 2022 经济财政债务大盘点

城投解惑系列之五十六:城投 2023-04-27

债务风险化解的六种路径

联系人: 曾禹童 021-38003620

zengyutong@gf.com.cn

联系人: 钱青静 021-38003712

qianqingjing@gf.com.cn

目录索引

一、区县城投债中一般公共预算收入 50 亿元以下的占比约 35%	4
二、2022 年城投发债用于借新还旧的占比明显上升	6
三、2023 年首次发债城投有何特征?	8
四、风险提示	11

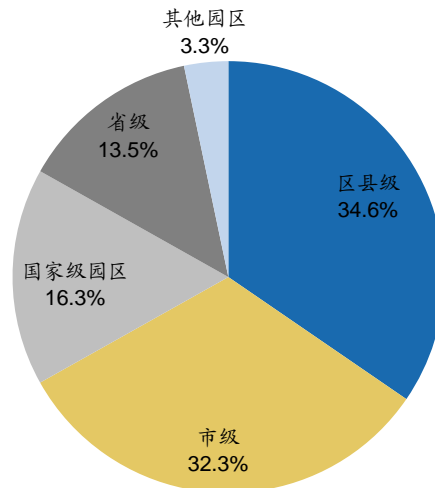
图表索引

图 1: 存量城投债按行政级别分布情况.....	4
图 2: 全国各省城投债分行政级别分布.....	5
图 3: 各省一般公共预算收入小于 50 亿元发债区县数量及占比 (个)	5
图 4: 各省一般公共预算收入小于 50 亿元地级市存量债余额及占比 (亿元)	6
图 5: 各省一般公共预算收入小于 50 亿元的区县级城投债余额及占比 (亿元) ..	6
图 6: 2022 年新增城投债主要在一般公共预算收入 50 亿元以上区县	8
图 7: 2022 年 50 亿元以下区县新增城投债主要在浙江、江苏、重庆、四川、山东	8
图 8: 2023 年 1-5 月首次发债城投省份分布	9
图 9: 2022 年一般公共预算收入在 50 亿元以下的区县级平台发行规模小且多为担保发行	11
表 1: 2022 年城投债借新还旧规模明显上升	7
表 2: 2023 年 1-5 月首次发债平台发行规模情况	9
表 3: 有首次发债城投的区县中 25%2022 年一般公共预算收入在 50 亿元以下 ..	10

一、区县城投债中一般预算收入 50 亿元以下的占比约 35%

截至2023年5月30日，全国城投债余额15.35万亿元，其中区县级城投债余额最大，为5.31万亿元，占比34.6%，其次是市级城投债，为4.96万亿元，占比32.3%。

图1：存量城投债按行政级别分布情况

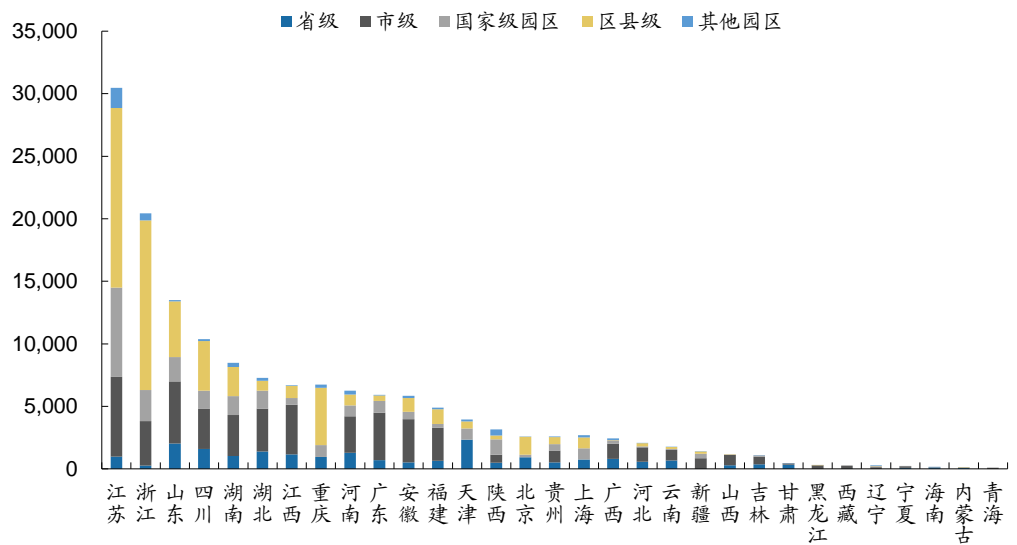


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：统计日期为 2023 年 5 月 30 日，下同

分省来看，江苏和浙江区县级城投债余额较大，分别为1.44万亿元和1.36万亿元，合计超过全国区县级城投债余额的一半。其次是重庆、山东和四川，体量在3900-4600亿元。从区县级城投债占各省存量债比重来看，除直辖市外，浙江最高，大致占三分之二，江苏、四川、山东也较高，在30%以上。而吉林、甘肃、西藏、宁夏、海南、青海暂无区县级城投债余额。

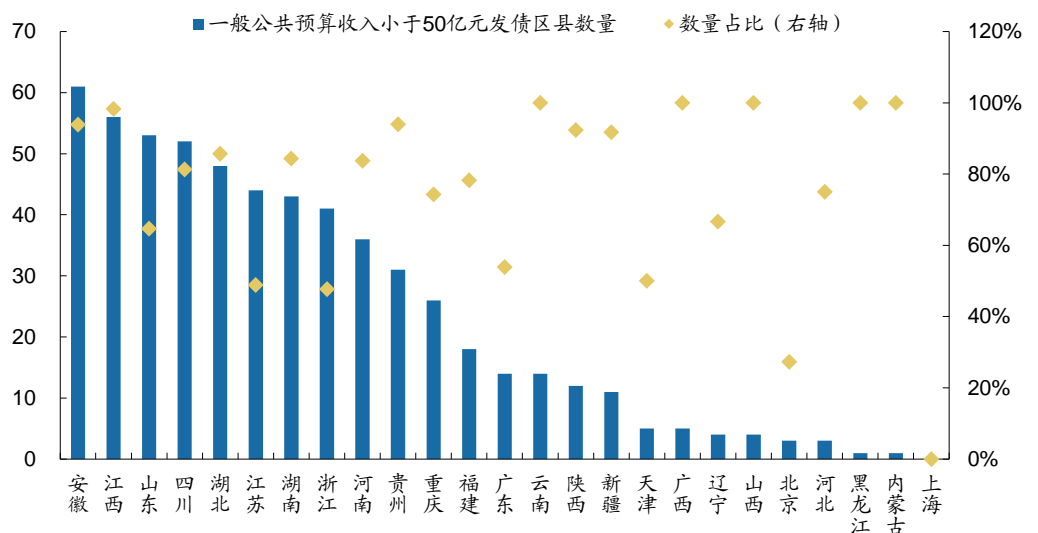
图2: 全国各省城投债分行政级别分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2022年一般公共预算收入在50亿元以下的发债地级市数量较少，仅21个，占全部发债地级市的8%左右，主要分布在新疆、云南、甘肃、陕西、吉林、广西等省份，数量在2个及以上，其中多数省份经济财政实力较弱。而一般公共预算收入50亿元以下的发债区县数量较多，有586个，占全部发债区县的72.7%，主要分布在安徽、江西、四川、山东、湖北等中西部省份，均有45个以上发债区县一般公共预算收入小于50亿元。其中，安徽、江西、湖北、四川50亿元以下发债区县数量占比也较高，在80%以上。

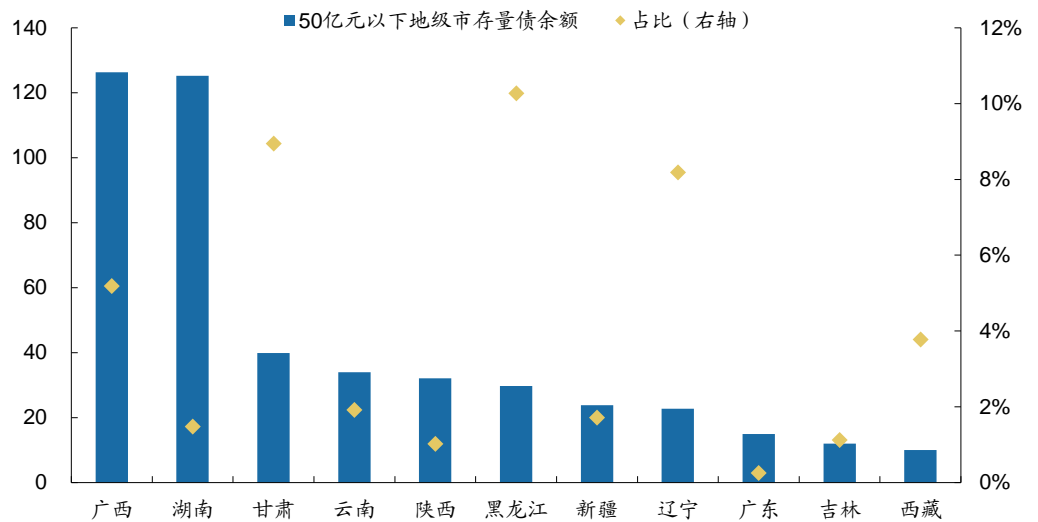
图3: 各省一般公共预算收入小于50亿元发债区县数量及占比（个）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一般公共预算收入在50亿元以下的地级市存量债余额也较小，仅471亿元，主要分布在广西和湖南，均在120亿元以上。从占比来看，50亿元以下地级市存量债余额占各省城投债余额的比例均较小，仅黑龙江在10%以上，多数省份50亿元以下地级市城投债余额占比在4%以下。

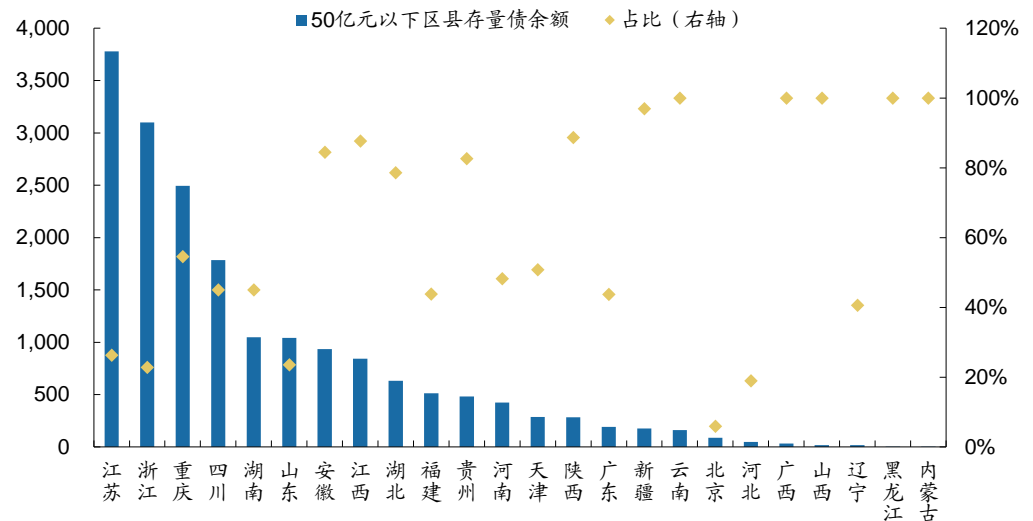
图4：各省一般公共预算收入小于50亿元地级市存量债余额及占比（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

而一般公共预算收入在50亿元以下的区县城投债余额约1.84万亿元，约占全部区县城投债的35%，主要分布在浙江、江苏和重庆，均在2000亿元以上，三者合计占比近一半。但从50亿元以下区县城投债占全部区县城投债的比例来看，江苏、浙江不高，在30%以下，云南、广西、山西、黑龙江、内蒙古等比例较高，均为100%。

图5：各省一般公共预算收入小于50亿元的区县级城投债余额及占比（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、2022年城投发债用于借新还旧的占比明显上升

2022年城投发债用于借新还旧（指借新债券还旧债券）的规模相较2021年明显增加，同比增长64%，而用于补流/项目建设、偿还有息债务的规模同比下降45%和53%。从发行规模占比来看，城投债借新还旧的占比大幅提升29个百分点，从36%

升至65%，而补流/项目建设、偿还有息债务占比分别下降6、23个百分点至9%、25%，其中区县级城投债借新还旧占比上升幅度最大，上升34个百分点至67%。

表 1：2022 年城投债借新还旧规模明显上升

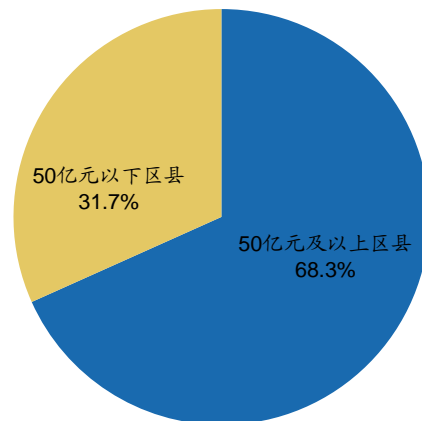
行政级别分类	时间	城投债发行规模 (亿元)			占比		
		补流/建设项目	借新还旧	偿还有息债务	补流/建设项目	借新还旧	偿还有息债务
省级	2022 年	567	5465	2656	7%	63%	30%
	2021 年	900	3017	4764	10%	34%	54%
	2022 年变化	-37%	81%	-44%	-4pct	28pct	-24pct
市级	2022 年	1231	9725	3941	8%	65%	26%
	2021 年	2588	6335	7662	15%	38%	46%
	2022 年变化	-52%	54%	-49%	-7pct	27pct	-19pct
区县	2022 年	1572	8158	2341	13%	67%	19%
	2021 年	2920	5026	7189	19%	33%	47%
	2022 年变化	-46%	62%	-67%	-6pct	34pct	-28pct
国家级园区	2022 年	695	5328	1834	9%	67%	23%
	2021 年	874	3284	3815	11%	41%	47%
	2022 年变化	-20%	62%	-52%	-2pct	26pct	-24pct
其他园区	2022 年	60	965	543	4%	61%	34%
	2021 年	242	409	828	16%	28%	56%
	2022 年变化	-75%	136%	-34%	-13pct	34pct	-22pct
合计	2022 年	4125	29641	11315	9%	65%	25%
	2021 年	7524	18071	24256	15%	36%	48%
	2022 年变化	-45%	64%	-53%	-6pct	29pct	-23pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：由于无法获得 PPN 的募集资金用途，对其进行了剔除。

2022年区县级城投发债可以用于新增用途（指偿还有息债务、项目建设和补流）的发行规模为4464.2亿元，其中一般公共预算收入50亿元以上的区县城投发行规模为3048.8亿元，占比达68.3%。

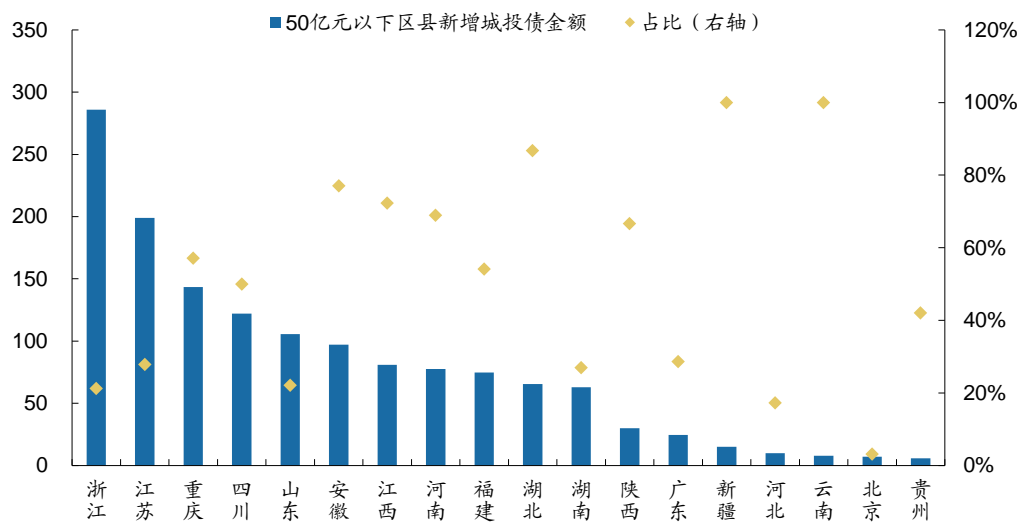
图6: 2022年新增城投债主要在一般公共预算收入50亿元以上区县



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分省来看, 2022年可以新增城投债的一般公共预算收入50亿元以下区县主要分布在浙江、江苏、重庆、四川、山东等省, 其中浙江和江苏大幅领先, 发行规模分别为286和199亿元。从占比来看, 新疆、云南、湖北、安徽、江西超过七成, 并且湖北、安徽可以新增城投债的区县发行规模也较大, 在60亿元以上。

图7: 2022年50亿元以下区县新增城投债主要在浙江、江苏、重庆、四川、山东



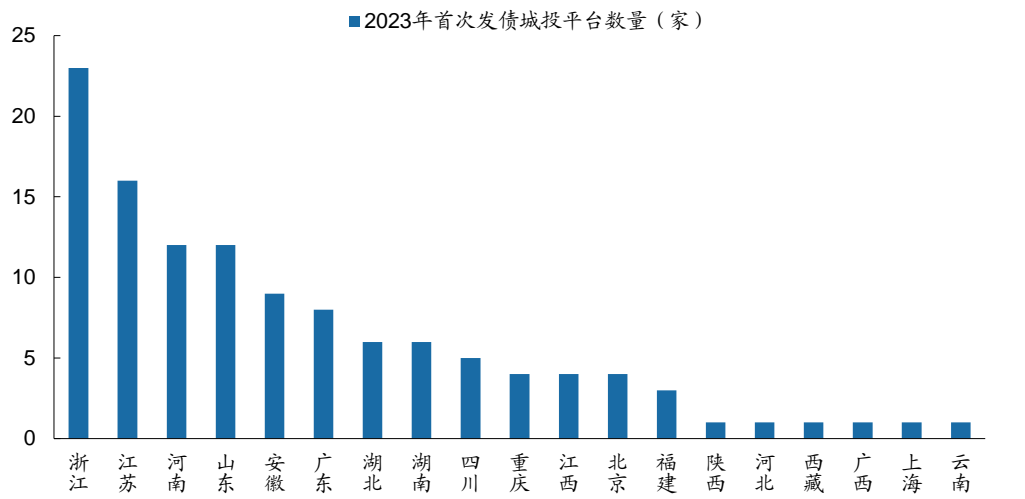
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、2023年首次发债城投有何特征?

2023年1-5月, 共有118家城投平台首次发债, 分布在19个省份。其中, 浙江首次发债的平台数量最多, 有23家, 江苏、河南、山东在10-20家之间。安徽、广东、

湖北、湖南和四川有5-9家城投平台在2023年1-5月首次发债，其余省份则均在5家以下。

图8：2023年1-5月首次发债城投省份分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：统计日期为2023年5月30日，下同

2023年1-5月，首次发债平台共发行城投债1106亿元，其中，浙江和江苏发行最多，分别为202亿元、164亿元，其余省份则均在90亿元以下。分行政级别来看，2023年1-5月118家首次发债的平台中，区县级平台共有70家，并且合计发行规模较大，2023年以来共发行672亿元，占比超过60%。

表2：2023年1-5月首次发债平台发行规模情况

省份	2023年1-5月首次发债平台发行规模 (亿元)					
	合计	省级	市级	区县级	国家级园区	其他园区
浙江	202	0	10	147	45	0
江苏	164	0	10	153	1	0
河南	85	0	49	19	13	5
湖北	79	0	39	25	0	15
湖南	77	10	31	27	9	0
安徽	74	0	21	45	8	0
山东	74	0	11	51	4	8
四川	82	0	52	30	0	0
重庆	60	0	0	60	0	0
江西	42	0	29	14	0	0
广东	41	0	8	16	17	0
福建	29	0	0	29	0	0
北京	29	2	0	27	0	0
陕西	26	0	0	26	0	0
河北	20	0	20	0	0	0
西藏	10	0	10	0	0	0
广西	5	0	5	0	0	0
上海	5	0	0	5	0	0

云南	3	0	3	0	0	0
全国	1106	12	298	672	97	28

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

具体来看, 这些首次发债的区县级城投分布在68个区县中, 其中有四分之一2022年一般公共预算收入在50亿元以下, 主要分布在浙江、安徽、河南、重庆、广东、福建、四川、湖北和江西。其中, 安徽、河南、重庆、湖北和江西半数及以上区县一般公共预算收入在50亿元以下。

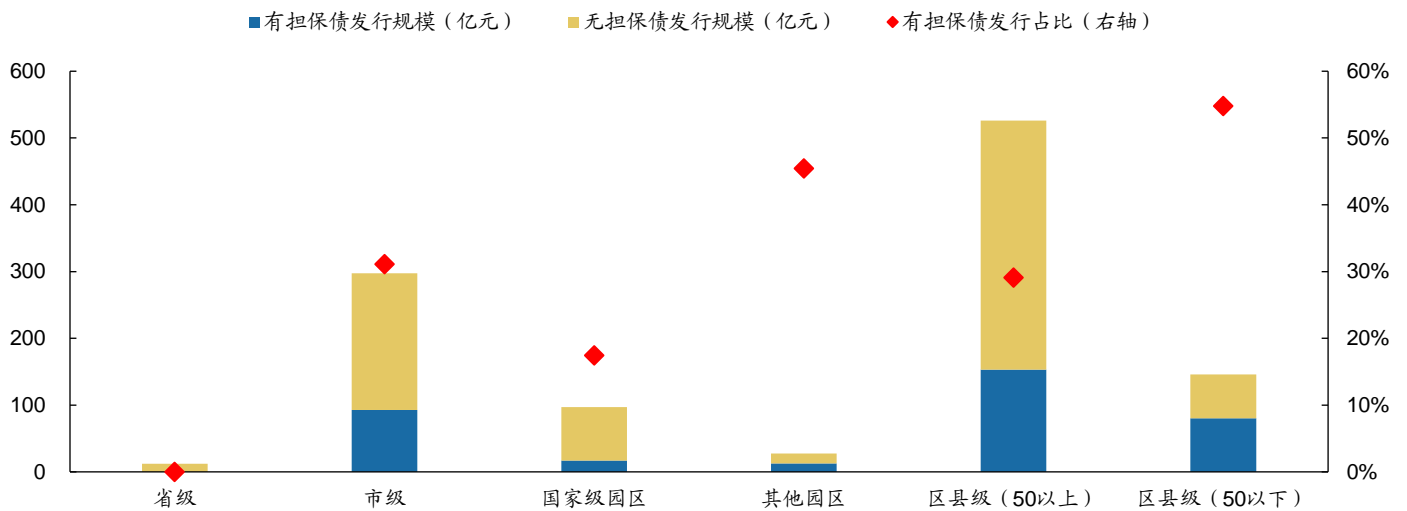
表3: 有首次发债城投的区县中25%2022年一般公共预算收入在50亿元以下

省份	有首次发债城投的区县数量(个)	2022年一般公共预算收入分布(个)									
		200亿元以上	150-200亿元	100-150亿元	50-100亿元	50亿元以下	200亿元以上	150-200亿元	100-150亿元	50-100亿元	50亿元以下
浙江	14	3	3	2	4	2	21%	21%	14%	29%	14%
江苏	14	2	0	5	7	0	14%	0%	36%	50%	0%
山东	7	2	2	2	1	0	29%	29%	29%	14%	0%
安徽	6	0	0	0	2	4	0%	0%	0%	33%	67%
河南	4	0	0	1	1	2	0%	0%	25%	25%	50%
重庆	4	0	0	0	0	4	0%	0%	0%	0%	100%
广东	3	0	1	1	0	1	0%	33%	33%	0%	33%
福建	3	1	0	1	0	1	33%	0%	33%	0%	33%
北京	3	2	1	0	0	0	67%	33%	0%	0%	0%
四川	3	0	0	1	1	1	0%	0%	33%	33%	33%
湖北	2	0	1	0	0	1	0%	50%	0%	0%	50%
江西	2	0	0	0	1	1	0%	0%	0%	50%	50%
湖南	1	1	0	0	0	0	100%	0%	0%	0%	0%
陕西	1	0	0	0	1	0	0%	0%	0%	100%	0%
上海	1	0	1	0	0	0	0%	100%	0%	0%	0%
全国	68	11	9	13	18	17	16%	13%	19%	26%	25%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一般公共预算收入在50亿元以下的区县, 2023年1-5月首次发债平台共发行146亿元债券, 其中担保发行的债券80亿元, 均为新增债; 而非担保发行的债券募集资金用途主要是偿还子公司债券。具体来看, 2023年1-5月, 首次发债的区县级平台共发行债券672亿元, 其中一般公共预算收入50亿元以下的区县发行146亿元, 占比21.7%, 这其中有80亿元为担保发行, 均为新增债, 其余66亿元未担保发行的用途则主要是偿还子公司债券。

图9：2022年一般公共预算收入在50亿元以下的区县级平台发行规模小且多为担保发行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：为简便，区县级（50以上）代表2022年一般公共预算收入在50亿元以上的区县，区县级（50以下）代表2022年一般公共预算收入在50亿元以下的区县。

四、风险提示

财政收入大幅下滑：若区域财政收入大幅下滑，城投偿债压力将上升。

城投政策收紧：若城投政策超预期收紧，再融资压力将上升。

负面事件超预期：若城投非标违约、商票逾期等负面事件超预期增多，城投债借新还旧压力将上升。

广发固定收益研究小组

- 刘 郁：首席分析师，复旦大学经济学博士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 丹：资深分析师，上海财经大学金融硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 肖金川：资深分析师，复旦大学金融学博士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 田乐蒙：资深分析师，西南财经大学统计学博士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 黄晓曦：资深分析师，中山大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 黄佳苗：资深分析师，复旦大学金融硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
- 郭 强：高级研究员，上海交通大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 董 远：高级研究员，上海对外经贸大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱青静：研究员，中央财经大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 曾禹童：研究员，复旦大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 谢瑞鸿：研究员，约翰霍普金斯大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
- 龙海文：研究员，上海交通大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。