



## 借新还旧的形式对于提示城投信用风险有何作用？

2022年7月12日

### 主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司

袁荃荃

[yuanqq@cspengyuan.com](mailto:yuanqq@cspengyuan.com)  
[m](#)

更多研究报告请关注  
“中证鹏元评级”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

借新还旧的形式对于提示城投公司的信用风险有何作用呢？

就新债与旧债之间的对应关系而言，本文认为：“单对多”>“单对单”>“多对多”>“多对单”，也即“>”之前的对应关系提示的信用风险大概率低于“>”之后的对应关系。为什么“单对单”>“多对多”，这是因为：在以往的举债行为中，若城投公司更重视计划性，则债券出现扎堆到期的可能性不大，此时借新还旧的形式大概率为“单对单”；相反，若城投公司举债的随意性较强，则债券很可能会出现扎堆到期，此时借新还旧的形式大概率为“多对多”。而债券出现扎堆到期，对于任何一家城投公司而言，都是一场关乎偿债能力的考验，所以我们倾向于认为：借新还旧债券较多采用“单对单”形式的城投公司在信用风险上要小于较多采用“多对多”形式的城投公司。

就新债规模对旧债相关本金的覆盖情况而言，本文认为：“规模全覆盖”>“规模大部分覆盖”>“规模小部分覆盖”，也即“>”之前的覆盖情况提示的信用风险大概率低于“>”之后的覆盖情况。要提示一点：为什么本文没有说“规模全覆盖”提示的信用风险一定低于“规模部分覆盖”，或者说“规模大部分覆盖”提示的信用风险一定低于“规模小部分覆盖”，而是采用了“大概率”这一谨慎表述，主要是因为实践中存在一些特殊情况：尽管新债募集资金对旧债相关本金的覆盖程度更高，但债券发行规模很低（甚至不超过1亿元）；或者说尽管新债募集资金对旧债相关本金的覆盖程度一般或较低，但债券发行规模较大（甚至超过10亿元），此时需要将规模覆盖情况和新债规模相结合来对信用风险做判断，能够更好地保障判断的准确性。

总之，本文认为：当所发新债的募集资金能满足更多数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司具备较强的再融资能力，偿债安全有较为可靠的保证；相反，当所发新债的募集资金仅能满足很少数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司再融资能力较弱，偿债安全缺乏保证。需要提示的是，这里提到的“数量”，不仅指债券只数，还指债券体量。所以，建议市场参与者将新债与旧债之间的对应关系和规模覆盖情况相结合，以更准确地判断城投公司信用风险的程度。

在上一篇专题研究报告《如何把握和界定城投公司“合理融资需求”？》中，笔者提出：对“合理融资需求”的保障与满足并不意味着城投融资监管政策发生转向，明确了无论是当前还是未来“严禁新增隐债”都是一条不可突破的“红线”，同时以 2022 年以来成功发行的 221 只企业债作为样本，通过募集资金用途对“合理融资需求”的 4 个层次进行逐一分析，为城投公司和金融机构更好地把握和界定“合理融资需求”提供了参考。本篇报告，笔者将继续深入探讨“合理融资需求”的第一个层次——“借新还旧”，而且是“有限定的借新还旧”（也即以同一个监管部门下的债券品种发新债还旧债）。

## 一、为何聚焦“有限定的借新还旧”？

“有限定的借新还旧”之所以成为本文的研究对象，主要是基于以下几点：

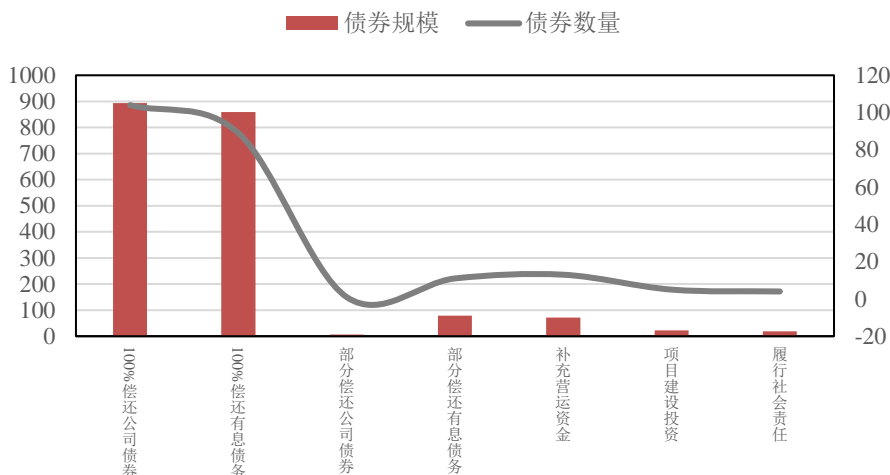
（1）根据监管要求，若城投公司发债的募集资金仅被允许用于有限定的借新还旧，则说明其存在较大的信用风险，偿债安全性缺乏保障。严格地来讲，“募集资金 100%用于有限定借新还旧”和发行主体信用风险高之间并不互为充分必要条件，但两者之间确实有一定的关联性。换言之，若城投公司所发债券的募集资金 100%用于有限定的借新还旧，且出现次数较为频繁，则其存在较高信用风险的可能性是有的，甚至这种可能性还比较大。因此，研究此类城投公司有助于更好地甄别高风险主体，便于更及时地调整持仓，规避投资损失。

（2）募集资金 100%用于有限定借新还旧的情形越来越普遍，导致市场不得不关注。从 2022 年以来发行的 212 只公募公司债来看，募集资金 100%用于偿还到期公司债券（或置换前期偿付公司债到期本息的自有资金）的债券数量高达 104 只，在总样本中的占比达到 49.06%；债券规模高达 893.43 亿元，在总样本中的占比达到 45.77%。无论是数量还是规模，“有限定的借新还旧”债券都居于首位，不仅超过“无限定的借新还旧”债券（100%用于偿还有息债务），更远超补充营运资金、项目投资建设、履行社会责任等用途的债券（见图 1）。

（3）笔者之前的研究显示：无论信用资质强弱，城投公司大都存在因“有限定的借新还旧”产生的融资需求。但值得注意的是，近来存在此类融资需求的主体在信用级别上出现了上移，AA+级及以上高等级城投公司的数量进一步增多。在 2022 年以来成功发行的 104 只“有限定的借新还旧”债券中，AA+级主体和 AAA 级主体的债券发行数量占比合计达到 94.23%，发行规模占比合计达到 94.95%，相反 AA 级主体的发行体量是最小的（见表 1）。出现这种情况，与公司债发行主体信用级别进一步向高等级集中（见图 2）有很大关系，但同时也能反映出目前较高等级的城投公司同样面临偿债高压。这提示市场：在甄别高风险主体时，不能过度依赖信用评级，而是应从区域、经营、财务等各层面做全面的分析评估。另外，请务必阅读正文之后的免责声明

表 1 中的单只债券规模数据显示主体级别高低与借新还旧规模挂钩，也即弱资质城投的借新还旧规模很可能被迫打折（AA 级主体的单只债券规模大于 AA+ 系由其债券样本量过小所致，不影响总体结论）。这提示市场：可从借新还旧规模入手，得出一些关于城投公司信用风险大小的有效信息。

图 1 2022 年以来发行的公募公司债券募集资金用途分布情况（规模单位：亿元）



注：2022 年的数据截止日期为 6 月 17 日（下同）

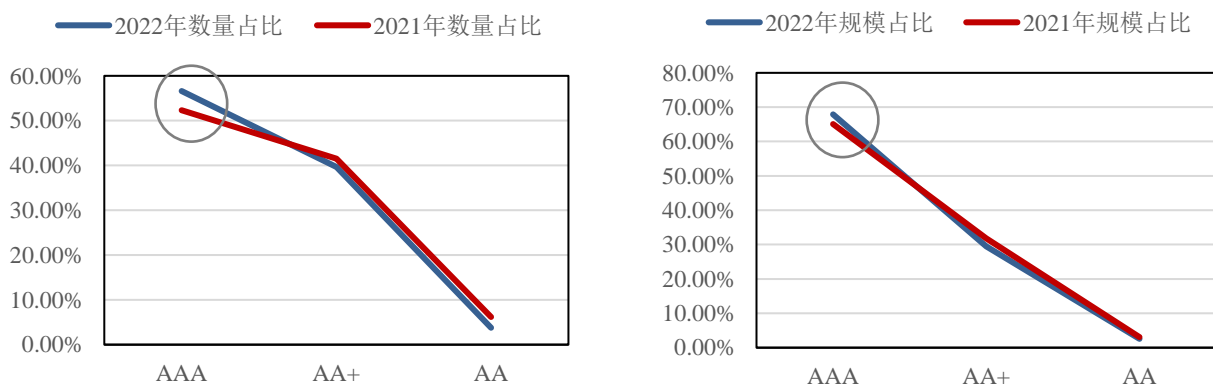
资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 1 有限定的借新还旧公司债发行情况（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 数量占比   | 债券规模 (亿元) | 规模占比   | 单只债券规模 |
|------|------|--------|-----------|--------|--------|
| AAA  | 43   | 41.35% | 494.55    | 55.35% | 11.50  |
| AA+  | 55   | 52.88% | 353.76    | 39.60% | 6.43   |
| AA   | 6    | 5.77%  | 45.12     | 5.05%  | 7.52   |
| 合计   | 104  | 100%   | 893.43    | 100%   | --     |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2022 年公司债发行人主体级别进一步向高级别集中

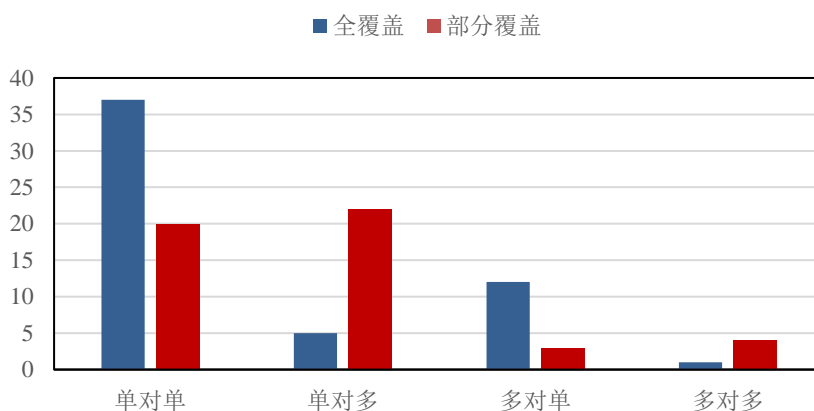


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 二、“有限定借新还旧”以哪些形式出现？

诚如本文第一节所言，城投公司发行募集资金 100%用于有限定借新还旧的债券，并不一定代表其自身存在较高的信用风险，但若发行此类债券的次数较为频繁，则可能在一定程度上显示出其偿债安全性缺乏保障，且引起了发行审核相关部门的关注，这种情况下市场也有必要警惕其信用风险。根据对 104 只募集资金用于有限定借新还旧的样本的梳理分析，本文发现：尽管其募集资金都是用于偿还公司债券的到期本金、回售本金或对前期偿付公司债到期本金/回售本金的自有资金进行置换，但形式上并不完全相同，相反，存在着明显差异。按照“新债与旧债之间的对应关系”和“新债规模对旧债相关本金的覆盖情况”作为分类标准，“有限定的借新还旧”主要分为以下几类形式：（1）单只新债对单只旧债，规模全覆盖；（2）单只新债对单只旧债，规模部分覆盖；（3）单只新债对多只旧债，规模全覆盖；（4）单只新债对多只旧债，规模部分覆盖；（5）多只新债对单只旧债，规模全覆盖；（6）多只新债对单只旧债，规模部分覆盖；（7）多只新债对多只旧债，规模全覆盖；（8）多只新债对多只旧债，规模部分覆盖。

图 3 “有限定借新还旧”的形式表现



资料来源：Wind，中证鹏元整理

如图 3 所示，本文所做的样本统计分析结果反映出：从“新债与旧债之间的对应关系”来看，“单对单”的情形最为常见，债券数量占总样本的 54.81%，“单对多”次之，数量占比为 25.96%，“多对单”再次之，占比 14.42%，“多对多”的情形最少，占比仅为 4.81%；从“新债规模对旧债相关本金的覆盖情况”来看，“规模全覆盖”的情形略多于“规模部分覆盖”的情形，前者的债券数量占比为 52.88%，后者的占比为 47.12%。将上述两个角度结合起来看，“单对单，规模全覆盖”的情形最多，债券数量占总样本的 35.58%；“单对多，规模部分覆盖”的情形次之，数量占比为 21.15%；“单对单，规模部分覆盖”的情形位居第三，占比 19.23%；上述三类形式的数量占比合计高达 75.96%，构成第一梯队。“多对单，规

请务必阅读正文之后的免责声明

“规模全覆盖”的情形排名第四，占比 11.54%；“单对多，规模全覆盖”的情形是第五位，占比 4.81%；上述两类形式的数量占比合计达到 16.35%，构成第二梯队；剩余三种情形总体较少，数量占比合计 7.69%，构成第三梯队。下面，本文逐一对各类情形进行分析。

### （1）单对单，规模全覆盖

此种情形下，新发债券和到期旧债的对应关系十分清晰，且两者的规模恰好相等。比如：“22 芜湖 02”，其发行主体为芜湖宜居投资（集团）有限公司，主体级别为 AA+，本次债券规模 20 亿元，拟用于偿还到期私募公司债“19 芜湖 01”的 20 亿元本金；再比如：“22 台州 01”，其发行主体为台州市国有资本运营集团有限公司，主体级别为 AAA，本次债券规模 5 亿元，拟用于置换已用于回售兑付公募一般公司债券“19 台州 01”（规模 5 亿元）的资金。

从样本来看，此种情形的债券数量共计 37 只，规模共计 374.75 亿元，所涉主体的级别分布呈现出明显的向高级别集中的态势：AAA 级主体所发债券数量为 21 只，占比高达 56.76%，规模为 268.35 亿元，占比高达 71.61%；其次是 AA+ 级，数量为 15 只，占比为 40.54%，规模为 101.40 亿元，占比高达 27.06%；AA 级的最少，仅有 1 只，规模为 5 亿元。值得注意的是，AAA 级主体所发债券的规模优势远超数量优势，单只债券规模为 12.78 亿元，是 AA+ 级主体所发债券单只规模（6.76 亿元）的 1.89 倍，这也进一步印证了：城投公司主体级别越高，其由借新还旧产生的发债需求越容易被判定为合理融资需求，成功发行“单对单，规模全覆盖”类债券的概率也越高。

表 2 “单对单，规模全覆盖”债券发行情况（按主体级别）（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 债券数量占比 | 债券规模   | 债券规模占比 |
|------|------|--------|--------|--------|
| AAA  | 21   | 56.76% | 268.35 | 71.61% |
| AA+  | 15   | 40.54% | 101.40 | 27.06% |
| AA   | 1    | 2.70%  | 5      | 1.33%  |
| 合计   | 37   | 100%   | 374.75 | 100%   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （2）单对单，规模部分覆盖

此种情形下，新发债券和到期旧债的对应关系十分清晰，但新债发行规模小于旧债待偿还规模。比如：“22 交通 G2”，其发行主体为昆明市交通投资有限责任公司，主体级别为 AAA，本次债券发行规模 4.65 亿元，拟用于偿还到期公募公司债“19 昆交 01”的本金。不过，旧债的本金共计 5.5 亿元，新债的发行规模仅为 4.65 亿元，未完成对旧债本金的完全覆盖。再比如：“22 安控 01”，其发行主体为浙江安吉国控建设发展集团有限公司，主体级别为 AA+，本次债券发行规模 5.1 亿元，拟用于偿还到

请务必阅读正文之后的免责声明

期私募公司债“21安控D1”的本金。不过，旧债的本金共计7.3亿元，新债的发行规模仅为5.1亿元，未完成对旧债本金的完全覆盖。

从样本看，此种情形的债券数量共计20只，所涉主体的级别分布呈现为向较高级别集中的态势，但与“单对单，规模全覆盖”不同的是：“单对单，规模全覆盖”主要是集中在AAA级主体，“单对单，规模部分覆盖”则主要是集中在AA+级主体。具体来看：AA+级主体所发债券数量为15只，占比高达75%，规模为82.57亿元，占比达到56.16%；其次是AAA级，数量为5只，规模为64.45亿元，与AA+级相比存在较大差距。不过，AAA级主体所发债券的单只债券规模为12.89亿元，仍然远超AA+级主体（5.50亿元）。综上可知，城投公司的借新还旧规模与主体级别之间呈正相关，主体级别越低，借新还旧规模越容易被打折，典型表现就是所发新债的规模仅能部分覆盖旧债待偿还余额。

表3 “单对单，规模部分覆盖”债券发行情况（按主体级别）（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 债券数量占比 | 债券规模   | 债券规模占比 |
|------|------|--------|--------|--------|
| AAA  | 5    | 25%    | 64.45  | 43.84% |
| AA+  | 15   | 75%    | 82.57  | 56.16% |
| AA   | -    | -      | -      | -      |
| 合计   | 20   | 100%   | 147.02 | 100%   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （3）单对多，规模全覆盖

此种情形下，一只新发债券对应多只旧债，但新债发行规模与旧债待偿还规模相同。比如：“22丰港01”，其发行主体为江苏大丰海港控股集团有限公司，主体级别为AA，本次发行规模分别为8亿元，拟用于偿还到期私募公司债“17大丰01”和“20大丰01”的共计8亿元本金。本次所发新债的规模与两只旧债的本金之和相同，完成对旧债本金的完全覆盖。再比如：“22云龙01”，其发行主体为株洲市云龙发展投资控股集团有限公司，主体级别为AA，本次发行规模分别为7.72亿元，拟用于偿还私募公司债“19云龙01”的到期兑付本金（5.62亿元）和“20云龙01”的回售本金（2.10亿元）。其中，“19云龙01”的起息日为2019年5月15日，发行规模为8亿元，发行期限为“2+1”年，附有在债券存续期第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，2022年5月15日债券到期时的待偿本金总额为5.62亿元；“20云龙01”的起息日为2020年4月24日，发行规模为5亿元，发行期限为“2+1”年，附有在债券存续期第2年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，2022年4月24

日债券回售本金为 2.10 亿元。因此，本次所发新债的规模与两只旧债的需偿还本金之和相同，完成对旧债本金的完全覆盖。

从样本看，此种情形的债券数量共计 5 只，规模共计 45.72 亿元。具体来看：AA+级主体所发债券数量为 2 只，规模为 20 亿元；其次是 AA 级，数量为 3 只，规模为 25.72 亿元；AAA 级主体未发此类债券。理论上讲，一家城投公司想要成功发行“多对单、规模全覆盖”的债券，必须具备很强的信用资质，否则不可能发出这样一只新债，其募集资金能把多只旧债的待偿还金额都给还掉。换言之，此类债券的发行难度应是八种形式中难度最高的。实践中，我们看到此类债券确实寥寥，不过，成功发行此类债券的主体在级别分布上并不符合预期。理论上，城投公司的主体级别越高，越容易成功发行此类债券，实际情况却恰恰相反。但我们倾向于认为：这主要是由样本量过少导致的偏差，并不能证明弱资质城投公司更容易发行出“单对多，规模全覆盖”的借新还旧债券，而 AA 级主体所发债券单只规模（8.57 亿）依然低于 AA+主体（10 亿）也能够很好地支持这一判断。

表 4 “单对多，规模全覆盖”债券发行情况（按主体级别）（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 债券数量占比 | 债券规模  | 债券规模占比 |
|------|------|--------|-------|--------|
| AAA  | -    | -      | -     | -      |
| AA+  | 2    | 40%    | 20    | 43.74% |
| AA   | 3    | 60%    | 25.72 | 56.26% |
| 合计   | 5    | 100%   | 45.72 | 100%   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### （4）单对多，规模部分覆盖

此种情形下，一只新发债券对应多只旧债，但新债发行规模小于旧债待偿还规模。比如：“22 绵投 01”，其发行主体为绵阳市投资控股（集团）有限公司，主体级别为 AA+，发行规模为 5 亿元，用于偿还到期或回售的公司债券本金，相关的旧债包括“19 绵纾 01”和“16 绵投 02”，拟偿还金额分别为 5.00 亿元和 4.30 亿元，实际偿还金额分别为 4 亿元和 1 亿元，未完成对旧债待偿还规模的完全覆盖。再比如：“22 镇公 01”，其发行主体为镇江城市建设产业集团有限公司，主体级别为 AA+，发行规模为 8 亿元，拟用于偿还即将到期的公司债券本金，相关的旧债包括“21 镇城 D2”和“21 镇城 D3”，新债发行时两只旧债的待偿还余额均为 6 亿元，新债募集资金分配到两只旧债的额度分别为 4.2 亿元和 3.8 亿元，未完成对旧债待偿还规模的完全覆盖。

从样本看，此种情形的债券数量共计 22 只，所涉主体的级别分布仍然呈现出向高级别集中的态势，但在 AAA 级主体和 AA+级主体之间的分化程度有所减小。具体来看：AAA 级和 AA+级主体所

请务必阅读正文之后的免责声明

发债券数量均为 10 只，规模分别为 107.6 亿元和 78.74 亿元，单只债券规模分别为 10.76 亿元和 7.87 亿元；AA 级主体所发债券数量和规模依然很少，单只债券规模为 7.2 亿元，低于 AAA 级和 AA+ 级。总体上，“单对多、规模部分覆盖”的债券数量和规模在全部八种形式中均位列第二，仅低于“单对单，规模全部覆盖”，显示城投公司在进行有限定的借新还旧时，主观上倾向于以一只新发债券的募集资金来偿还多只旧债（目的在于节约发行费用和时间、精力等各类成本），但客观上新债募集资金往往无法完成对多只旧债待偿还总额的全部覆盖。而这一特征同时存在于 AAA 级、AA+ 级和 AA 级主体，显示出无论城投公司信用资质高低，都不同程度地面临借新还旧规模不及预期的情况，而级别越低，这种情况就越明显。

表 5 “单对多，规模部分覆盖”债券发行情况（按主体级别）（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 债券数量占比 | 债券规模   | 债券规模占比 |
|------|------|--------|--------|--------|
| AAA  | 10   | 45.45% | 107.6  | 53.60% |
| AA+  | 10   | 45.45% | 78.74  | 39.22% |
| AA   | 2    | 9.09%  | 14.4   | 7.17%  |
| 合计   | 22   | 100%   | 200.74 | 100%   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### （5）多对单，规模全覆盖

此种情形下，多只新发债券对应单只旧债，新债发行规模之和等于单只旧债的待偿还规模。比如：“22 兴城 01”和“22 兴城 02”，其发行主体均为成都兴城投资集团有限公司，主体级别为 AAA，本次发行规模分别为 6 亿元和 14 亿元，均拟用于偿还到期公募公司债“19 兴纾 01”的本金。旧债的本金为 20 亿元，两只新债的发行规模共计 20 亿元，完成对旧债本金的完全覆盖。再比如：“22 金港 01”和“22 金港 02”，其发行主体均为张家港保税区金港资产经营有限公司，主体级别为 AA+，本次发行规模分别为 2 亿元和 3 亿元，均拟用于偿还到期公募公司债“19 金港 02”的本金。旧债的本金为 5 亿元，两只新债的发行规模共计 5 亿元，完成对旧债本金的完全覆盖。

从样本看，此种情形的债券数量共计 12 只，所涉主体的级别分布呈现出向高级别集中的态势，数量上更向 AA+ 级集中，规模上更向 AAA 级集中。具体来看：AAA 级和 AA+ 级主体所发债券数量分别为 4 只和 8 只，规模分别为 31.8 亿元和 31.35 亿元，单只债券规模分别为 7.95 亿元和 3.92 亿元；AA 级主体则没有成功发行此类债券。本质上，发行此类债券能一定程度上反映出主体信用资质或有不足，原因在于：“多对单”本身就是指城投公司为了偿还旧债，先发过一只新债，但未能募集到足够的资金，只好又发了一只新债，去弥补前次新债留下的偿债资金缺口。从此类债券的单只债券

请务必阅读正文之后的免责声明



规模也能观察到明显的迹象：无论是 AAA 级还是 AA+级，其单只债券规模都低于同级别的“单对单”、“单对多”形式的债券。

表 6 “多对单，规模全覆盖”债券发行情况（按主体级别）（规模单位：亿元）

| 主体级别 | 债券数量 | 债券数量占比 | 债券规模  | 债券规模占比 |
|------|------|--------|-------|--------|
| AAA  | 4    | 33.33% | 31.8  | 50.36% |
| AA+  | 8    | 66.67% | 31.35 | 49.64% |
| AA   | -    | -      | -     | -      |
| 合计   | 12   | 100%   | 63.15 | 100%   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （6）其他三类形式

由于“多对单，规模部分覆盖”、“多对多，规模全覆盖”、“多对多，规模部分覆盖”的样本债券数量很少，分别为 3 只、1 只、4 只，通过样本分析得出的一些结论可能代表性并不强，所以不再对其主体级别分布情况展开分析，仅作一些简略的定性分析。

先来看下“多对单，规模部分覆盖”。比如：“22 兴投 02”和“22 兴港 01”，其发行主体均为郑州航空港兴港投资集团有限公司，主体级别为 AAA，本次债券发行规模均为 10 亿元，分别用于偿还“19 兴港 Y1”的到期本金和置换偿付“19 兴港 Y1”所使用的自有资金。不过，“19 兴港 Y1”的待偿还金额为 30 亿元，两只新债发行规模合计 20 亿元，未能完全覆盖旧债。缺口部分，发行人在募集说明书中表示以自有资金来偿还，实际上这反映出交易所对城投公司借新还旧更倾向于在规模上做一些打折，让其能拿出一些自有资金去真实地化解掉一些公司债形式的债务，避免仅仅是将风险后移却未对风险做任何减缓的情况，这一要求即便是 AAA 级主体也很可能要面对，更别说 AA+级、AA 级及更低级别的主体了。

再来看下“多对多”的两种形式。“规模全覆盖”的只有 1 只债券，“规模部分覆盖”的有 4 只债券。实践中，“多对多，规模全覆盖”的情形确实极为罕见，因为这种形式本身就带有很多巧合性，而巧合的事情往往概率较小，故本文对此不做分析；“多对多，规模部分覆盖”的情形相对多见，是因为有不少城投公司的存量债券较多，而且存在集中到期的情况，这也导致其在一段时间内陆续发行多只债券用于偿还多只先后到期的旧债。比如：“22 三投 01”（2022 年 3 月 16 日起息）和“22 三投 02”（2022 年 6 月 10 日起息），其发行主体为三门峡市投资集团有限公司，主体级别为 AA+，本次计划发行规模分别为 10 亿元和 6 亿元，实际债券规模分别为 7.5 亿元和 4 亿元，拟用于偿还“21 豫峡 D1”（2022 年 3 月 31 日到期）、“21 豫峡 D2”（2022 年 8 月 12 日到期）、“20 陕财 01”（2022 年 8 月 3 日到期）的到期本金。从表 7 中可知，两只新债的合计发行规模为 11.5 亿元，低于三只旧债 13.5 亿元的待偿还余额。

请务必阅读正文之后的免责声明

表 7 有限定的借新还旧公司债发行情况（单位：亿元）

| 新债简称     | 计划规模 | 实际规模 | 旧债简称     | 计划还旧规模 | 实际还旧规模 |
|----------|------|------|----------|--------|--------|
| 22 三投 01 | 10   | 7.5  | 21 豫峡 D1 | 1.50   | 0      |
|          |      |      | 21 豫峡 D2 | 4.00   | 0      |
|          |      |      | 20 陕财 01 | 8.00   | 7.50   |
| 合计       | -    | -    |          | 13.50  | 7.50   |
| 22 三投 02 | 6    | 4    | 21 豫峡 D1 | 1.50   | -      |
|          |      |      | 21 豫峡 D2 | 4.00   | -      |
|          |      |      | 20 陕财 01 | 0.50   | -      |
| 合计       | -    | -    |          | 6.00   | 4.00   |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 三、借新还旧的形式对于提示城投信用风险有何作用？

第二节，我们详细地梳理总结了“有限定的借新还旧”的八大形式，也对不同形式和城投公司主体级别之间的关联做了相应的分析，从中也能得出一个结论：对于城投公司而言，借新还旧所呈现出来的形式能够在一定程度上折射出其信用风险状况，尤其是在某种形式频繁出现的时候，就能更加准确地提示信用风险。那么，借新还旧的形式对于提示城投公司的信用风险有何作用呢？具体来看：

就新债与旧债之间的对应关系而言，本文认为：“单对多” > “单对单” > “多对多” > “多对单”，也即“>”之前的对应关系提示的信用风险大概率低于“>”之后的对应关系。举个例子：城投公司 A 所发的借新还旧债券是“单对多”形式，城投公司 B 所发的借新还旧债券是“多对单”形式，则 A 的信用风险很可能低于 B。这里需要特别解释一下为什么“单对单” > “多对多”，这是因为：在以往的举债行为中，若城投公司更重视计划性，则债券出现扎堆到期（建议的判断标准：半年之内）的可能性不大，此时借新还旧的形式大概率为“单对单”；相反，若城投公司举债的随意性较强，则债券很可能会出现扎堆到期，此时借新还旧的形式大概率为“多对多”。而债券出现扎堆到期，对于任何一家城投公司而言，都是一场关乎偿债能力的考验，所以我们倾向于认为：借新还旧债券较多采用“单对单”形式的城投公司在信用风险上要小于较多采用“多对多”形式的城投公司。

就新债规模对旧债相关本金的覆盖情况而言，本文认为：“规模全覆盖” > “规模大部分覆盖” > “规模小部分覆盖”，也即“>”之前的覆盖情况提示的信用风险大概率低于“>”之后的覆盖情况。举个例子：城投公司 A 所发借新还旧债券的募集资金能够完全覆盖旧债相关本金，城投公司 B 所发借新还旧

债券的募集资金仅能少部分覆盖旧债相关本金，则 A 的信用风险很可能低于 B。不过，要提示一点：为什么本文没有说“规模全覆盖”提示的信用风险一定低于“规模部分覆盖”，或者说“规模大部分覆盖”提示的信用风险一定低于“规模小部分覆盖”，而是采用了“大概率”这一谨慎表述，主要是因为实践中存在一些特殊情况：尽管新债募集资金对旧债相关本金的覆盖程度更高，但债券发行规模很低（甚至不超过 1 亿元）；或者说尽管新债募集资金对旧债相关本金的覆盖程度一般或较低，但债券发行规模较大（甚至超过 10 亿元），此时我们需要将规模覆盖情况和新债规模相结合来对信用风险做判断，能够更好地保障判断的准确性。此外，还需要提醒的是，“旧债相关本金”是指在新债募集发行时点的旧债待偿还余额，若遇旧债尚未到期但存续期回售的情况，则旧债待偿还余额指的是回售部分的本金规模，而不是旧债的总体发行规模，否则会客观上低估规模覆盖情况，不利于对信用风险状况做判断。

总之，本文认为：当所发新债的募集资金能满足更多数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司具备较强的再融资能力，偿债安全有较为可靠的保证；相反，当所发新债的募集资金仅能满足很少数量的旧债偿还需求，则一定程度上显示出城投公司再融资能力较弱，偿债安全缺乏保证。需要提示的是，这里提到的“数量”，不仅指债券只数，还指债券体量。所以，建议市场参与者将新债与旧债之间的对应关系和规模覆盖情况相结合，以更准确地判断城投公司信用风险的程度（详见表 8）。

表 8 借新还旧形式所提示的风险程度

| 借新还旧形式  | 单对多  | 单对单  | 多对多  | 多对单  |
|---------|------|------|------|------|
| 规模全覆盖   | 风险极低 | 风险很低 | 风险很低 | 风险较低 |
| 规模大部分覆盖 | 风险很低 | 风险较低 | 风险较低 | 风险较高 |
| 规模小部分覆盖 | 风险较高 | 风险很高 | 风险很高 | 风险极高 |

资料来源：中证鹏元整理

另外，还建议市场参与者对“新债实际发行规模与计划发行规模之间的关系”、“旧债到期日与新债发行日之间的关系”进行关注。若实际发行规模低于计划发行规模的情况出现，则需要进一步提高对相关主体信用风险的关注；若实际发行规模大于或等于计划发行规模，则按照表 8 中所提示的风险程度给予相应的关注即可。若旧债到期日晚于新债发行日，意味着城投公司将偿债资金安排工作较早提上了日程，反映出城投公司在债务管理方面较为谨慎可靠，对偿债安全性而言是积极信号；若旧债到期日早于新债发行日，意味着城投公司前期以其他来源的资金（可能是自有资金，也可能是其他渠道的债务资金，甚至可能是利息较高的过桥资金）偿还了旧债，但目前仍然需要发行新债来置换前期支付出去的偿债资金，反映出

城投公司确实存在比较大的资金压力，对偿债安全性而言是消极信号，此时有必要对表 8 中所提示的风险程度做酌情调高处理。

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

| 深圳   | 北京   | 上海  |
|--|--|---|
| 地址：深圳市深南大道 7008 号<br>阳光高尔夫大厦（银座国际）<br>三楼<br>电话：0755-82872333 0755-<br>82872897<br>传真：0755-82872090 | 地址：北京市朝阳区建国路 92<br>号世茂大厦 C 座 23 层<br>电话：010-66216006<br>传真：010-66212002                | 地址：上海市浦东新区民生路<br>1299 号丁香国际商业中心西<br>塔 9 楼 903 室<br>总机：021-51035670<br>传真：021-51917360 |
| 湖南   | 江苏   | 四川  |
| 地址：湖南省长沙市雨花区湘<br>府东路 200 号华坤时代 2603<br>电话：0731-84285466<br>传真：0731-84285455                        | 地址：南京市建邺区江东中路<br>108 号万达西地贰街区商务区<br>15 幢 610 室<br>电话：025-87781291<br>传真：025-87781295   | 地址：成都市高新区天府大道北<br>段 869 号数字经济大厦 5 层 5006<br>号<br>电话：028-82000210<br>传真：028-85288932   |
| 山东   | 吉林   | 陕西  |
| 地址：山东自由贸易试验区济<br>南片区经十路华润中心 SOHO<br>办公楼 1 单元 4315 室<br>总机：0531-88813809<br>传真：0531-88813810        | 地址：吉林省长春市南关区人<br>民大街 7088 号伟峰国际商务广<br>场 2005 室<br>电话：0431-85962598<br>传真：0431-85962596 | 地址：西安高新区唐延路 22 号<br>金辉国际广场 902 室<br>电话：029-88626679<br>传真：029-88626679                |
| 香港   |  |   |
| 地址：香港中环皇后大道中 39 号<br>丰盛创建大厦 10 楼 1002<br>电话：+852 36158342<br>传真：+852 35966140                      |  |   |