

提前偿还风险，是否被低估了？

报告日期：2024-02-26

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：杨佩霖

执业证书号：S0010523070002

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 化债周期下提前偿还的众生相：哪些主体提前偿还？

1) **再融资债发行催生提前偿还需求**。本轮提前偿还的高峰从 2023 年 10 月开始，至 12 月单月城投债拟提前偿还规模与只数双双创下历史新高，主要原因即在于特殊再融资债的发行，以及当前较好的低利率置换窗口。

2) **置换需求向中等级地市级主体转移**。从结构来看，2023 年案例中地市级主体与 AA+ 主体比重均有不同程度提升，反应置换需求正在向中等资质主体转移，同时呈现出私募化与短期化的趋势。

3) **湖南、浙江、广西、重庆与江苏提前偿还数量较多**。2023 年提前偿还样本中，湖南、浙江、广西、重庆与江苏是较为活跃的省份，其中湖南、广西与重庆较为活跃的背后原因在于特殊再融资债券的发行，而江苏与浙江或主要源于其较高的存量债券。

● 发行人与投资者的方案博弈：哪些方案更易通过？

1) **方案通过率创下历史新低**。当投资者在提前兑付后，仍可以将资金在短期内投资于其他具有足额收益的资产，则其选择通过议案的可能性相对较高，反之则较低，2023 年全年通过率仅有 83%，创下历年新低。

2) **中高等级追求收益，低等级防风险为主**。2023 年拟提前兑付的城投债中，AA 主体折价兑付比重 51%，而方案通过的比重 81%。我们认为当前投资者对于以 AA+ 为代表的中等资质主体的违约风险担忧较少，对收益率的要求更高，因此对该部分主体折价兑付的接受程度相对更低；而对低等级主体而言，当前投资者对其信用风险的担忧要甚于对潜在利息损失的担忧，因此投资者即使是面值兑付或折价兑付也有较高的通过意愿。

● 溢价债券占比超九成：提前偿还风险是否被低估？

从提前偿还本身来看，由于发行人存在降低付息压力的需要，因此投资者在该过程中往往会面临利息损失或潜在资本利得收益无法兑现的情况，而兑付价格的高低即决定了潜在损失的多少。据统计，截至 2024 年 2 月 18 日，“溢价”债券占比高达 96.7%，从 2023 年初 39.8% 开始一路上行，至今已翻倍有余；分评级来看，当前各评级溢价率均来到 90% 以上，其中 AA(2) 与 AA- 的溢价率双双超过 98%。

综合来看，当前 9 成以上的债券均为溢价债券，且更多集中在市场当前更加偏好的中低等级债券，这也意味着，一旦债券发生提前偿还，投资者极大可能会出现损失。后续来看，我们认为特殊再融资债在 2024 年度仍有继续发行的可能，本轮提前偿还或并未结束，考虑到当前整体利差已处于绝对低点，继续博弈提前兑付的收益并不高，那么后续的操作应当围绕溢价率偏低甚至为负的债券展开，降低因提前偿还而带来的收益损失风险。

- 风险提示：信用债违约风险。

正文目录

1	引言.....	5
2	化债周期下的城投债提前偿还.....	5
2.1	特殊再融资债催生提前偿还高峰.....	5
2.2	本轮提前偿还结构特征.....	7
2.2.1	行政级别：地市级主体比重增加.....	7
2.2.2	主体评级：AA+主体比重增加.....	7
2.2.3	债券类型：私募品种占比提升.....	8
2.2.4	剩余期限：中长久期比重提升.....	9
2.2.5	区域分布：湖南、浙江、广西、重庆与江苏较多.....	9
3	面对提前偿还，市场反应如何？.....	10
3.1	兑付方案通过比重为历年新低.....	10
3.2	市场更偏好哪类兑付方案？.....	11
4	提前偿还的风险是否被低估？.....	12
5	风险提示.....	13

图表目录

图表 1 城投债拟提前兑付只数与规模 (单位: 只, 亿元)	6
图表 2 城投债拟提前偿还规模与只数 (单位: 只, 亿元)	6
图表 3 城投债拟提前兑付只数: 分行政级别 (单位: 只)	7
图表 4 城投债拟提前兑付只数: 分主体评级 (单位: 只)	8
图表 5 城投债拟提前兑付只数: 分债券类型 (单位: 只)	8
图表 6 城投债拟提前兑付只数: 分剩余期限 (单位: 只)	9
图表 7 城投债拟提前兑付只数: 分区域 (单位: 只)	10
图表 8 城投债提前兑付只数与方案通过只数 (单位: 只)	10
图表 9 投资者对提前兑付方案的通过情况 (单位: 只)	11
图表 10 2023 年提前兑付方案通过情况: 分主体评级与行政级别 (单位: 只)	12
图表 11 溢价债券只数占比: 分隐含评级 (单位: %)	13

1 引言

2023 年下半年以来，城投债市场再度迎来化债行情，随着包括特殊再融资债等系列化债措施的推行落地，市场对城投债的风险偏好如期回暖，各类城投主体信用利差呈现整体压缩，其中又以中低等级短久期债券主要交易对象，利差压缩幅度更大。因此综合来看，当前制约投资者的主要因素不再是信用违约风险，而是在较低的利差水平中如何进一步挖掘收益，同时有效降低估值风险。

在此期间，由于大规模特殊再融资债的发行，城投债提前偿还的现象也再度迎来高峰期。值得关注的是，城投债的提前偿还一般有两种情况，其一是以企业债为代表的，通常设有提前分期还本条款，此类提前偿还属于合同约定的正常提前还本，其二则是合同规定范围之外的，城投公司通过召开持有人会议，由持有人决定最终是否接收城投债的提前偿还，此种情况也是本文的关注重点。而从提前偿还的动机来看，当发行人现金流相对充裕，且存量债务融资城投要高于当前时点的市场融资成本时，发行人即有动机推动存量债券的提前偿还，置换高成本融资，缓解付息压力。

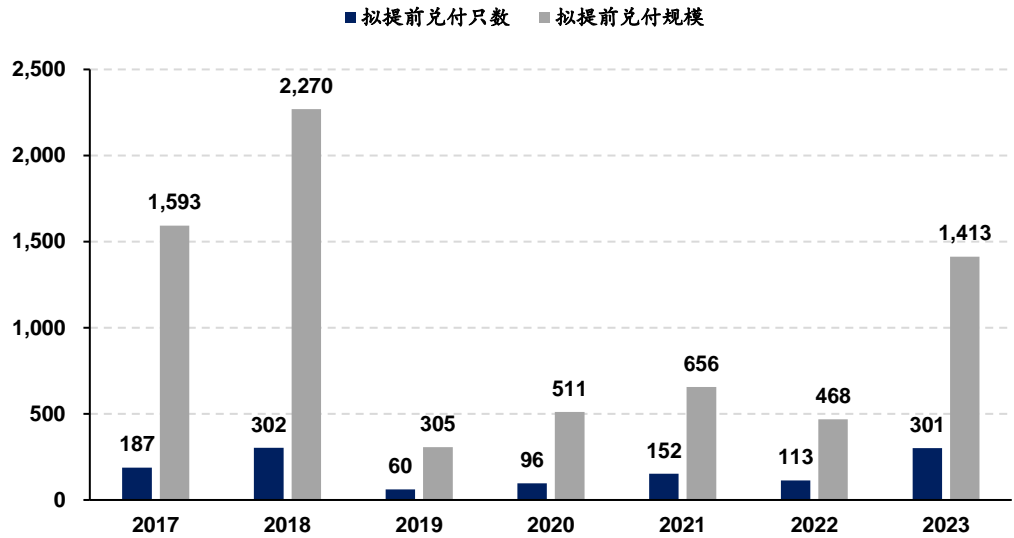
对于投资者而言，城投债的提前偿还能有效降低债券的违约风险，但在当前市场环境下，债券违约风险已基本不在是投资者的首要关注点，因而并不能够给城投债市场带来情绪加持，反而是由于债券的提前兑付，让投资者损失了原本持有期内的应计利息收入，以及潜在的原持有期内可能出现的资本利得，同时兑付价格的差异也会影响投资者收益的损失程度，甚至有可能出现负收益的情况。因此，本周我们将对 2023 年下半年开启的本轮化债周期中，城投债的提前兑付情况进行复盘，并观测市场对提前兑付的态度与应对方式，分析其是否对此类风险进行有效防范。

2 化债周期下的城投债提前偿还

2.1 特殊再融资债催生提前偿还高峰

据企业预警通数据统计，截至 2024 年 2 月 18 日，2015 年以来累计出现城投债提前偿还事件 1245 起，涉及偿还金额累计 7396 亿元。具体来看，提前偿还的首个高峰期出现在 2017 与 2018 年，彼时大规模置换债券的发行催生了城投债提前兑付的需求，而随着置债券发行的结束，2019 年城投债提前偿还出现低谷期，而后从 2020 年末开启的特殊再融资债，引发了新一轮的城投债提前偿还，但本轮规模整体偏小，直至 2023 年特殊再融资债的大规模重启，使得提前偿还再度迎来高峰期，全年累计 301 只债券拟提前偿还，涉及偿还金额 1413 亿元。

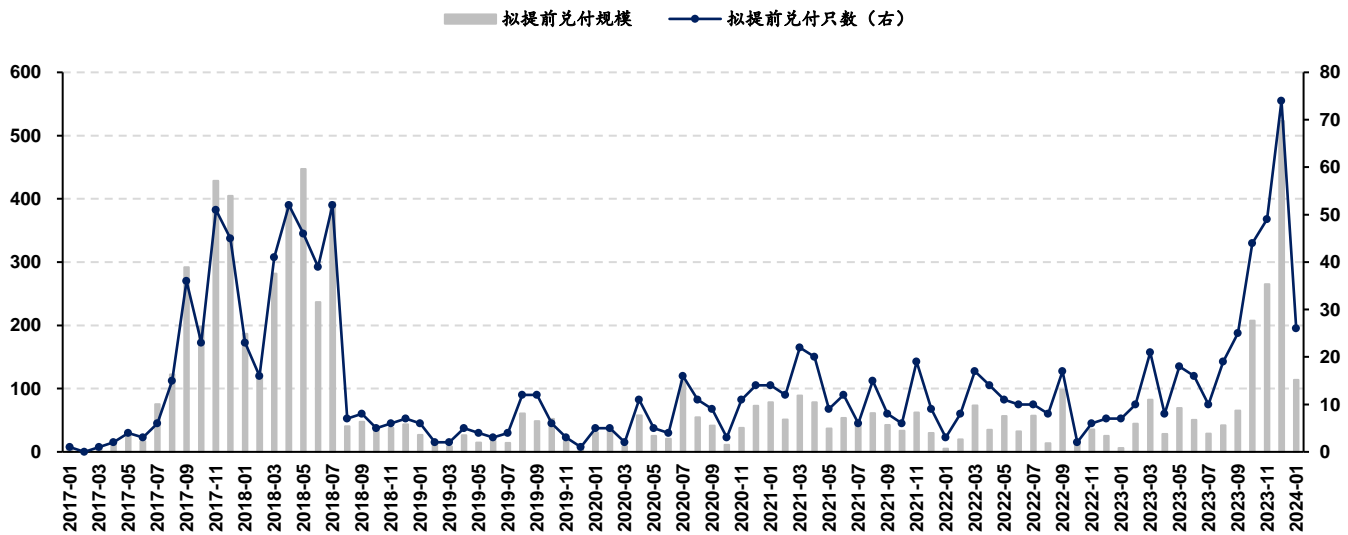
图表 1 城投债拟提前兑付只数与规模（单位：只，亿元）



资料来源：企业预警通，华安证券研究所。注：包含单只债券的多次提前兑付，以及方案未通过后的再度发起提前兑付。

从规模来看，本轮提前偿还的高峰从 2023 年 10 月开始，单月提前偿还规模自 2019 年 8 月以来再度突破 200 亿元，至 2023 年 12 月，单月城投债拟提前偿还规模与只数双双创下历史新高，分别录得 523 亿元与 74 只，主要原因即在于特殊再融资债的发行，以及当前较低的收益率水平，给予发行人更宽松的融资环境，催生其置换需求。

图表 2 城投债拟提前偿还规模与只数（单位：只，亿元）



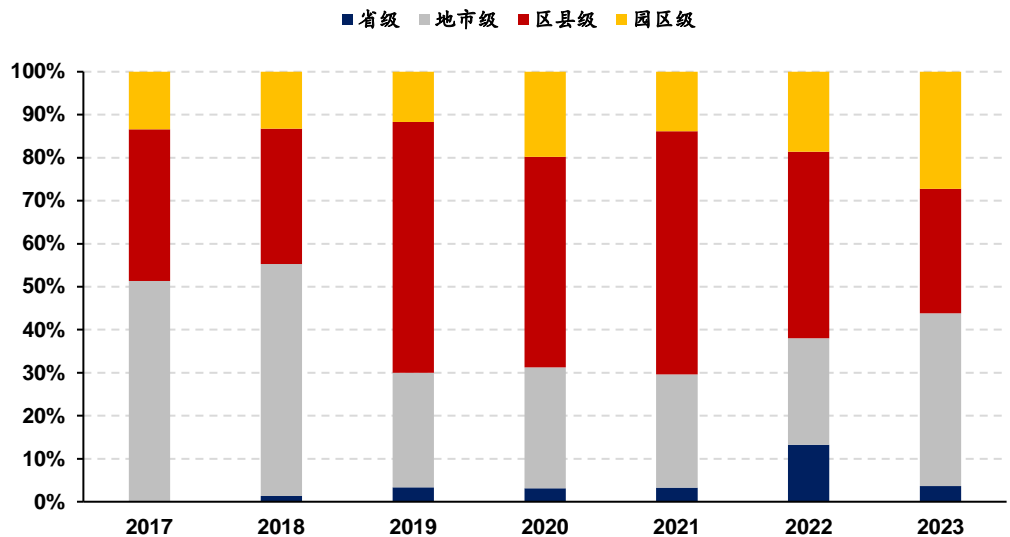
资料来源：企业预警通，华安证券研究所。注：仅统计拟提前偿还规模，不代表实际提前偿还情况。

2.2 本轮提前偿还结构特征

2.2.1 行政级别：地市级主体比重增加

从行政级别来看，2023年拟提前偿还城投债的发行人中，省级主体11家，占比4%，地市级主体121家，占比40%，区县级与园区级主体分别87家与82家，占比分别为29%与27%。综合来看，本轮提前偿还结构中，地市级主体的比重较此前有明显增加，而区县级主体的比重则较2019年至2021年有明显减少，我们认为这与置换类债券的发行以及城投债务压力的增长关系密切，其中2019年至2021年区县级比重的增加源自建制县隐性债务化解的试点，而至2023年地市级主体比重的增加则是在土地景气度下行、地方财力面临减收的背景下，城投债务压力进一步提升所致，部分弱地市债务置换的压力同样相对较高。

图表3 城投债拟提前兑付只数：分行政级别（单位：只）

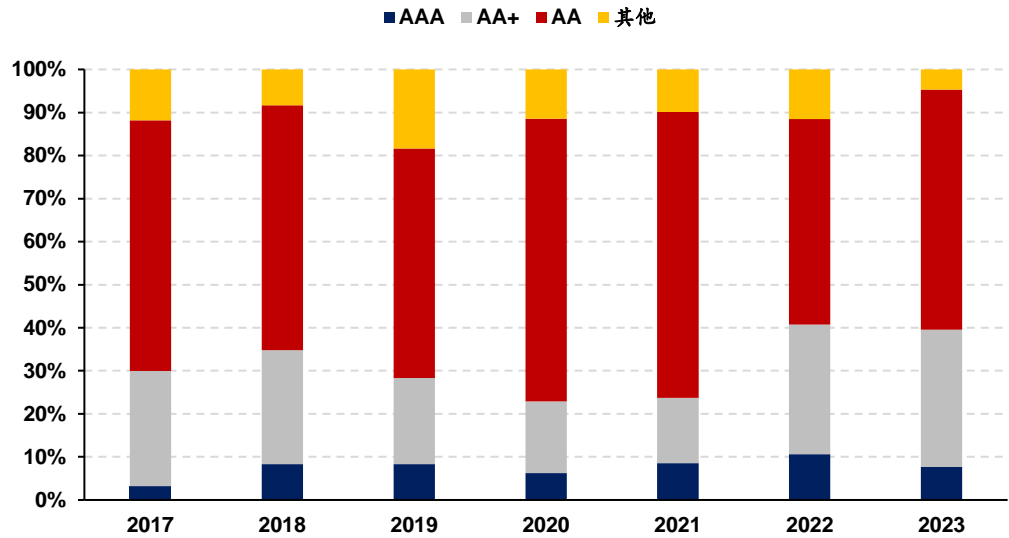


资料来源：企业预警通，华安证券研究所

2.2.2 主体评级：AA+主体比重增加

从主体评级来看，2023年拟提前偿还城投债的发行人中，AAA级主体23家，占比8%，AA+级主体96家，占比32%，AA级主体168家，占比56%，其他等级主体14家，占比5%。综合来看，AA+与AA等级占比均有不同程度提升，2023年分别录得32%与56%，合计88%，是2017年以来的最高点，中低等级主体的置换需求持续提升，且等级由此前的AA及以下逐步向AA+转移，表明城投债置换的需求在向中高等级转移。

图表 4 城投债拟提前兑付只数：分主体评级（单位：只）

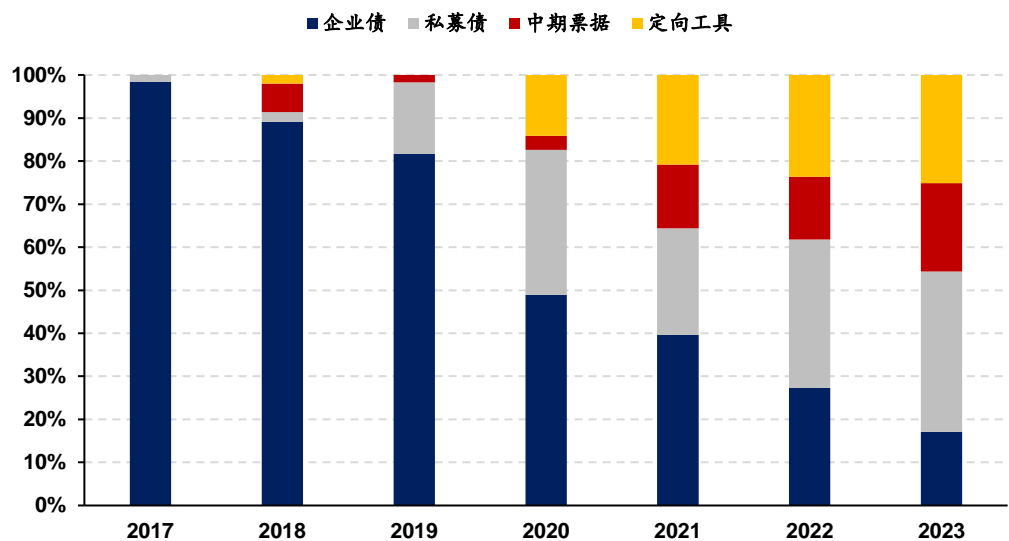


资料来源：企业预警通，华安证券研究所

2.2.3 债券类型：私募品种占比提升

从债券类型来看，2023 年拟提前偿还的城投债中，企业债 49 只，占比 17%，私募公司债 107 只，占比 37%，中期票据 59 只，占比 21%，定向工具 72 只，占比 25%。综合来看，与此前相比，企业债在提前偿还的城投债中比重有明显减少，而包括私募公司债与定向工具在内的私募品种明显增加，主要原因在于企业债由于普遍对应具体项目，因而更有可能被纳入隐性债务置换的范畴，而近年来由于隐债监管的增加，新发企业债不再对应隐债项目，因此其被纳入置换范围内的比重较此前明显降低。

图表 5 城投债拟提前兑付只数：分债券类型（单位：只）

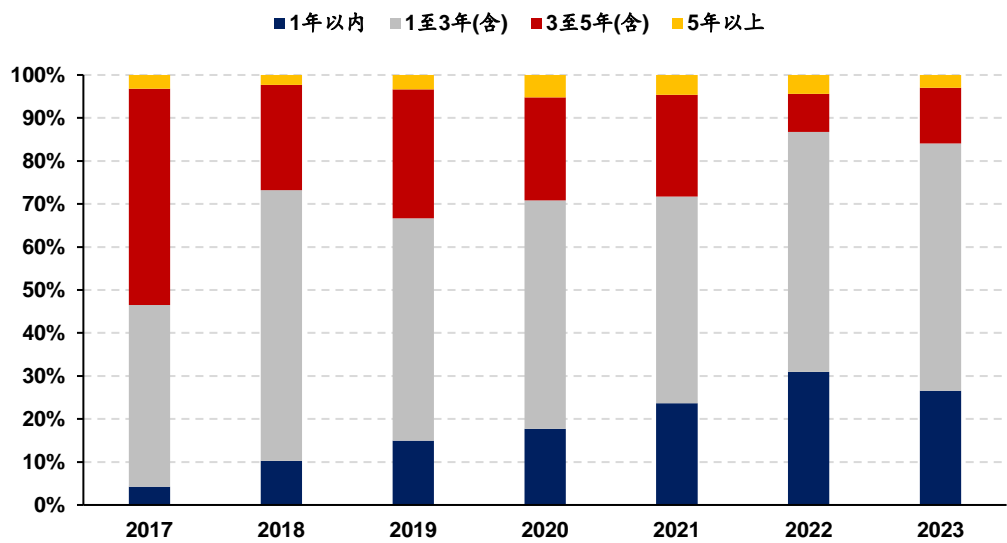


资料来源：企业预警通，华安证券研究所

2.2.4 剩余期限：中长久期比重提升

从债券类型来看，2023 年拟提前偿还的城投债中，剩余期限在 1 年以内的 80 只，占比 27%，1 至 3 年期的 173 只，占比 57%，3 至 5 年期的 39 只，占比 13%，5 年以上的 9 只，占比 3%。综合来看，2023 年 1 年以内的短久期债券提前偿还的比重有所降低，不过仍处于历史较高水平，而中长久期债券比重有明显提升，也结束了连续多年的下降势头，表明本轮债务置换中，发行人对短期债务压力继续保持重视，同时也抓好置换窗口对中长久期债券进行置换。

图表 6 城投债拟提前兑付只数：分剩余期限（单位：只）

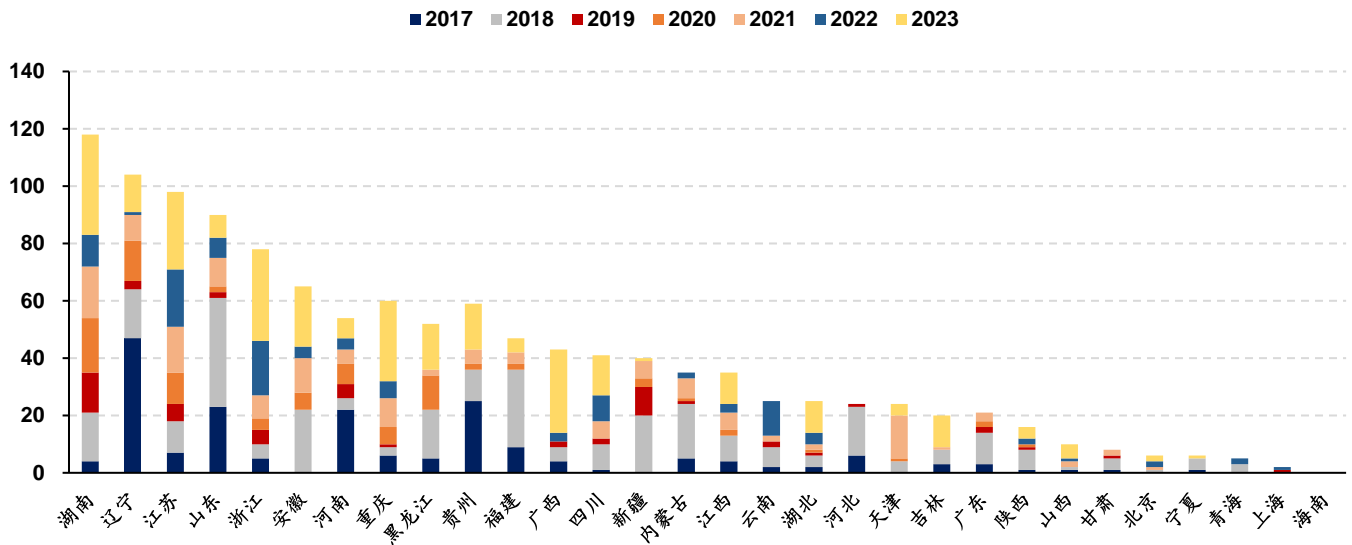


资料来源：企业预警通，华安证券研究所

2.2.5 区域分布：湖南、浙江、广西、重庆与江苏较多

从区域分布来看，2023 年拟提前偿还的城投债中，湖南（35 只）、浙江（32 只）、广西（29 只）、重庆（28 只）与江苏（27 只）五个省份样本数量均在 30 只左右，合计 151 只，占全部样本的 50%，是 2023 年提前偿还中较为活跃的几个省份，其中湖南、广西与重庆较为活跃的背后原因或在于特殊再融资债券的发行，2023 年三省份分别发行 1122 亿元、726 亿元与 623 亿元特殊再融资债，分别位列全国第 4 位、第 8 位与第 9 位，而江苏与浙江并未发行较多的特殊再融资债，因此其较为活跃的提前偿还表现或主要源于其较高的存量债券。

图表 7 城投债拟提前兑付只数：分区域（单位：只）



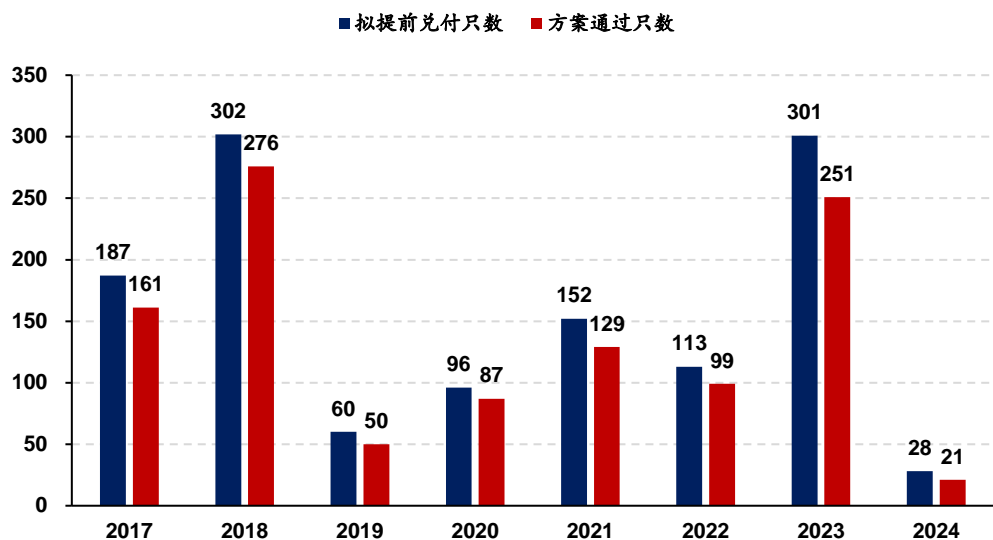
资料来源：企业预警通，华安证券研究所

3 面对提前偿还，市场反应如何？

3.1 兑付方案通过比重为历年新低

正如前文所述，提前兑付对发行人而言是有利的，其可以减少后续的利息支付压力，缓解债务压力，而对于投资者而言，即使是发行人提供部分补偿，其所能获得的预期收益，相较于原本可以获得的收益仍然存在缩水情况。

图表 8 城投债提前兑付只数与方案通过只数（单位：只）



资料来源：企业预警通，华安证券研究所

综合来看，当投资者在提前兑付后，仍可以将资金在短期内投资于其他具有足额收益的资产，则其选择通过议案的可能性相对较高，反之则较低。

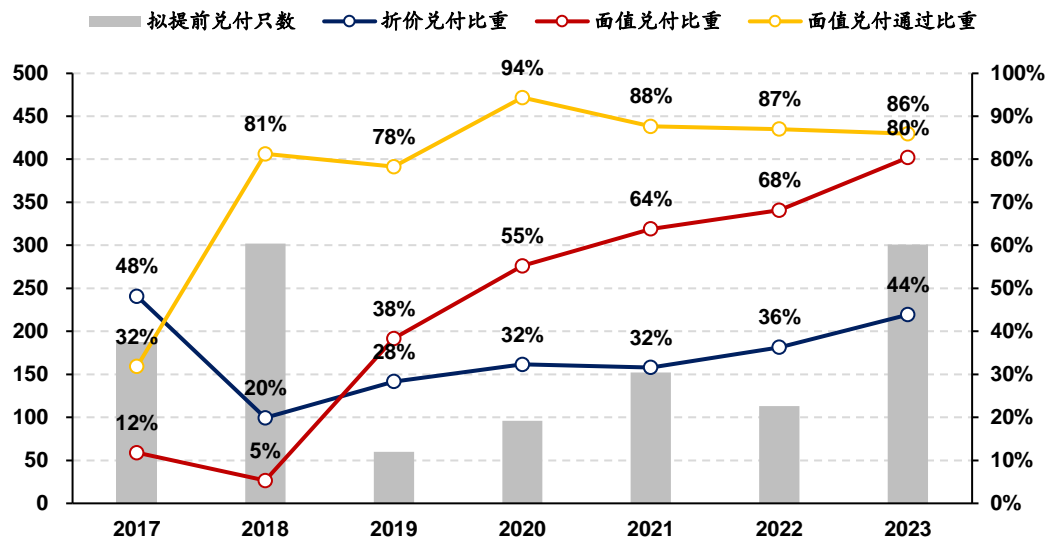
具体来看，2023年全年，城投债拟兑付只数301只，其中仅251只债券最终通过决议，占比为83%，是2017年以来的最低点，仅与2019年基本持平，比2022年降低约5个百分点，其中在2022年8月，2023年5月、9月与11月，兑付方案通过的比重均出现低于80%的情况，结合市场情况可知，当市场收益率处于阶段性低点时，投资者面临的资产荒行情较明显，因此其通过议案的可能性较低。

3.2 市场更偏好哪类兑付方案？

一般而言，偿还价格是发行人在进行提前偿还决议时需要重点考虑的因素之一，因为价格的高低直接影响了持仓机构由于提前偿还而无法兑现收益部分的高低，常见的兑付价格包括面值、估值净价（中债或上清所）以及面值+补偿等。

根据企业预警通数据统计，城投债提前兑付案例中面值兑付的比重自2019年起开始大幅提升，由此前最低的5%大幅提升至2023年的80%，另一方面，我们通过对比会议公告日债券净价与偿还价格的高低同样发现，2019年以来，偿还价格低于债券估值净价的比重亦在持续提升，由此前最低的20%上升至2023年的44%左右。与此同时，从投资者的通过率来看，2020年以来面值兑付的通过率整体下行，但降幅相对有限，近三年通过率整体保持平稳。

图表9 投资者对提前兑付方案的通过情况（单位：只）



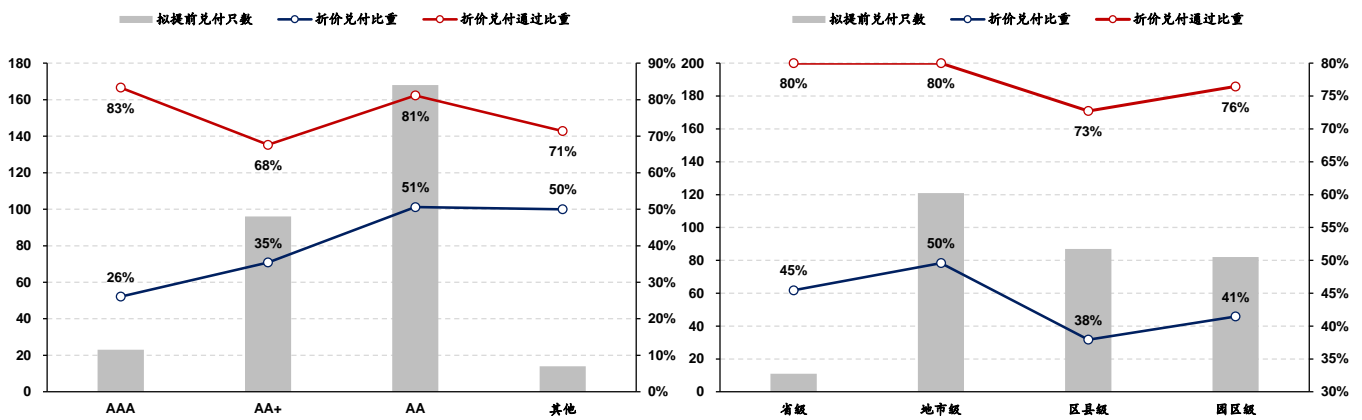
资料来源：企业预警通，华安证券研究所

原因方面，2017至2018年，由于地方政府进行了大规模的债务置换，在前一轮提前偿还高峰期中包括城投在内，地方的资金相对宽裕，因此大多会采取折价提前兑付，或在面值的基础上给予一定补偿，而近年来地方政府的财力与债务问题日益凸显，城投

公司的偿债能力较此前有明显下行，这也就意味着更多的城投公司不再具备溢价（高于面值）兑付债务的能力。

从结构来看，2023 年拟提前兑付的城投债中，AA 主体折价兑付的比重录得 51%，而方案通过的比重高达 81%，结合行政级别分布可知，地市级主体中折价兑付的比重高达 50%，方案通过比重高达 80%。我们认为，当前投资者对于以 AA+ 为代表的中等资质主体的违约风险担忧较少，对收益率的要求更高，因此对该部分主体折价兑付的接受程度相对更低，即要求发行人进行平价甚至是溢价兑付；而对于以 AA 为代表的弱资质主体而言，当前投资者对该部分主体信用风险的担忧要甚于对潜在利息及资本利得损失的担忧，这种情况下投资者即使是面值兑付或折价兑付也有较高的通过意愿。

图表 10 2023 年提前兑付方案通过情况：分主体评级与行政级别（单位：只）



资料来源：企业预警通，华安证券研究所

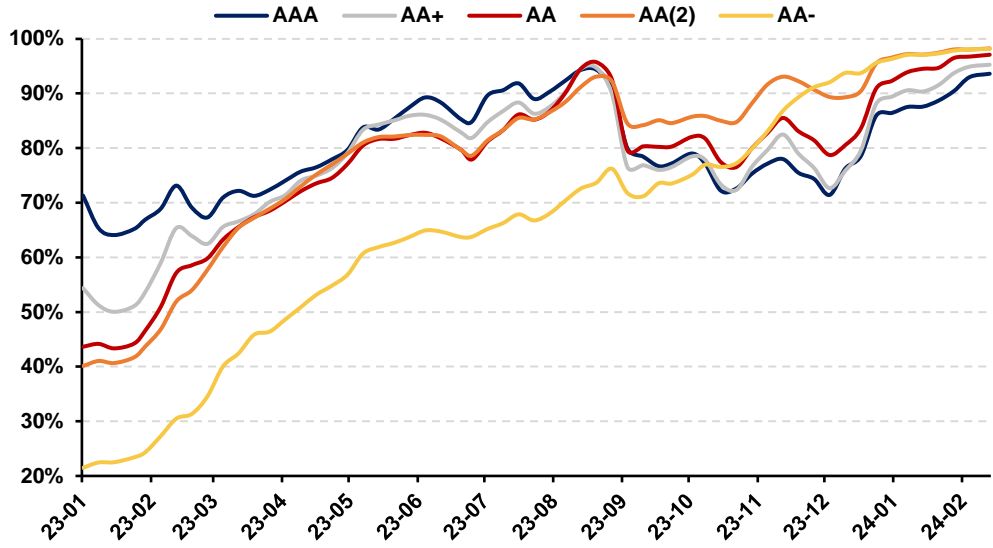
4 提前偿还的风险是否被低估？

从提前偿还本身来看，由于发行人存在降低付息压力的需要，因此投资者在该过程中往往会面临利息损失或潜在资本利得收益无法兑现的情况，而兑付价格的高低即决定了潜在损失的多少。据统计，2023 年 80% 的债券提前兑付方案均为面值兑付，因此我们主要关注债券净值与面值的关系。

具体来看，截至 2024 年 2 月 18 日，约 2.2 万只 HA 口径城投债净值要高于债券面值，即所谓“溢价”债券，占比高达 96.7%，该比重从 2023 年初的 39.8% 开始一路上行，至今已翻倍有余；分评级来看，债券的溢价率与主体评级的相关性在 2023 年内出现明显反转，2023 年初中高等级的溢价率相对更高，其中 AAA 等级溢价率在 70% 以上，而 AA- 等级溢价率则不足 30%，而到了最新情况，各评级溢价率均来到 90% 以上，其中 AA(2) 与 AA- 的溢价率双双超过 98%。

综合来看，当前 9 成以上的债券均为溢价债券，且更多集中在市场当前更加偏好的中低等级债券，这也意味着，一旦债券发生提前偿还，投资者极大可能会出现损失。

图表 11 溢价债券只数占比：分隐含评级（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

5 风险提示

信用债违约风险

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球（公募）榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

分析师：杨佩霖，华安固收分析师，英国布里斯托大学理学硕士，3年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

研究助理：林虎，华安固收研究助理，中央财经大学金融硕士，2年卖方固收研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。