

联合信用评级有限公司

2018 年第三季度城投行业报告

一、城投行业政策及要闻

1、国务院常务会议提出“引导金融机构按照市场化原则保证融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”

7月23日，国务院召开常务会议，要求保持宏观政策稳定，坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，根据形势变化相机预调微调、定向调控，应对好外部环境不确定性，保持经济运行在合理区间。要有效保障在建项目资金需求，督促地方盘活财政存量资金，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。

2、中央政治局会议提出“财政政策要更加积极，货币政策要保持流动性合理充裕，把补短板作为当前深化供给侧改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”

7月31日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济研究工作。会议提出财政政策要更加积极，要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用；货币政策保持流动性合理充裕，将以结构调整为主，致力于疏通货币政策传导机制、支持实体经济；此外“补短板”和扩大开放将成为政策发力点，把“补短板”作为当前深化供给侧改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。

3、陕西省略阳县财政局印发《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》

根据陕西省略阳县财政局印发的《关于抓紧制定政府隐性债务化解方案和填报化解计划表的通知》，“政府隐性债务”，是指2015年1月至2018年8月期间新增的由政府直接承担偿债责任各类融资贷款、担保贷款、约期股权回购和政府购买服务增加政府支出责任、拖欠工程款等新增的政府债务。政府隐性债务的化解方式为，各债务部门根据部门实际和债务结构，采取出让政府股权以及经营性资产、其他项目结转资金、经营收入、盘活存量资金、处置政府闲置资产等多种方式化解隐性债务，隐性债务不可能再进行债券置换，化解方案不得再作争取财政资金和债券置换的计划安排。

4、财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》

8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，加快专项债券发行进度。各级财政部门应当会同专项债券对应项目主管部门，加快专项债券发行前期准备工作，项目准备成熟一批发行一批。今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

5、中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》

9月14日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，依法依规实施国有企业破产。充分发挥企业破产在解决债务矛盾、公平保障

各方权利、优化资源配置等方面的重要作用。支持国有企业依法对扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸子企业”进行破产清算。对符合破产条件但仍有发展前景的子企业，支持债权人和国有企业按照法院破产重整程序或自主协商对企业进行债务重组。对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。

二、城投债市场分析

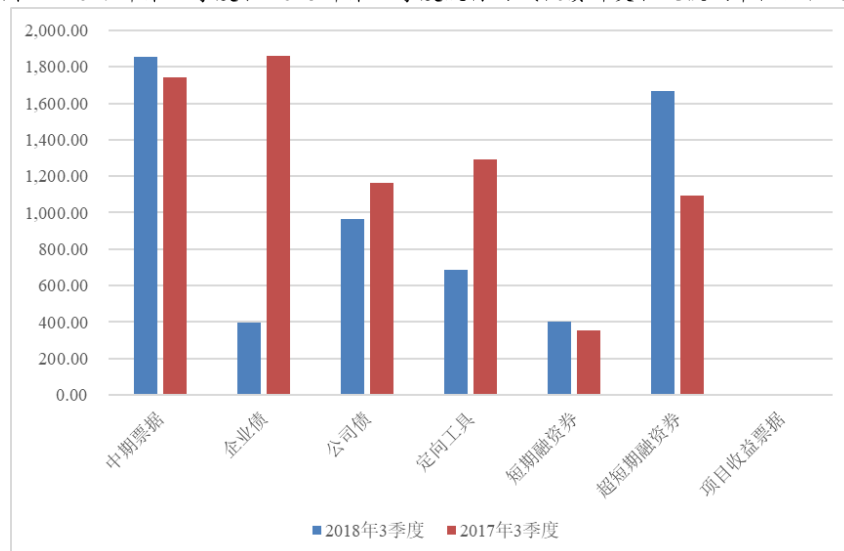
2018 年第三季度，城投债券发行规模较上年同期有所下降，从区域来看，江苏省发行规模大幅增长，仍为全国发行量最大的区域，且区域分化特征仍比较明显，西部地区城投债发行规模继续萎缩；城投发行人更加偏好短期债券品种，超短期融资券由于其流动性强、短久期的特点而呈现出发行规模大幅增长趋势。此外，市场更加青睐 AA+及以上优质城投企业，AA 级别城投企业发行规模大幅下滑。从 2018 年第三季度城投企业级别调整来看，城投企业主体级别仍以上调为主，整体城投行业信用状况稳定。

1、城投债发行规模有所收缩，中期票据和超短期融资券的发行量占据显著优势，企业债大幅下滑；区域内城投债发行规模随着城投企业资质、地区经济财政状况的不同有所分化。

根据 Wind，经联合评级按全市场口径统计并整理，2018 年第三季度共发行城投债 870 支，涉及 586 个发行主体，发行金额合计 5,973.13 亿元，较去年同期下降 20.45%，主要系市场对城投债发行逐渐谨慎，低级别城投企业发行难度提升所致。

从债券品种来看，中期票据和超短期融资券是城投债发行规模最大的两个品种，占城投债发行规模的比例分别为 31.02%和 27.92%，相比其他品种具有明显的优势。短期品种发行规模保持了增长，其中超短期融资券由于流动性强、短久期的特点继续受到青睐，发行规模较上年同期保持 52.30%的增长。企业债、定向工具和公司债发行规模均出现了下滑，其中，企业债下滑进一步加剧，较去年同期下降 78.73%，占城投债发行规模的比例由上年同期的 24.75%跌至 6.62%，居发行规模末位；定向工具和公司债发行规模分别下跌 46.77%和 16.82%。

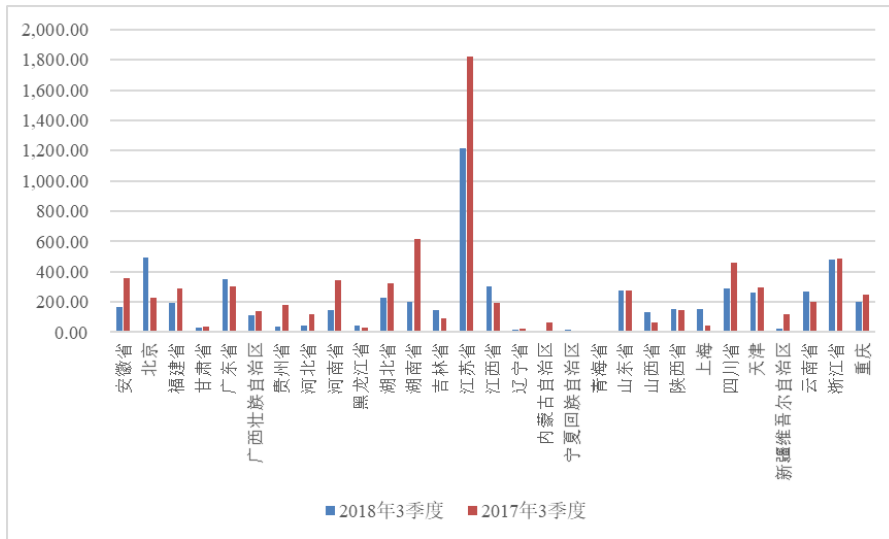
图 1 2017 年第三季度和 2018 年第三季度发行的城投债种类和规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理。

从地区分布上看，2018年第三季度全国31个省市自治区中有29个省市自治区的城投企业发行了城投债，青海、海南未发行城投债。从发行规模排名看，在29个发行过城投债的省市自治区里，江苏作为发债大省，2018年第三季度共发行城投债1,216.25亿元，其发行规模占2018年第三季度发行总额的20.36%，居城投债发行规模第1位。北京、浙江发行规模分别为494.40亿元和483.20亿元，占发行总额的8.28%和8.09%，分列第2、3位。从发行规模增速看，上海、北京两个直辖市的城投债发行规模分别较上年同期增长为270.37%和120.22%，山西、江西、宁夏、天津较上年同期也有大幅度的增长。西北地区的绝大多数省份（自治区），中部地区的安徽、河南和湖南，西南地区的重庆、贵州均出现了一定规模的下滑。整体看，经济发达、财政实力强的地区城投债发行规模保持较高增速，西部地区城投债发行规模有所萎缩，体现出较强的区域分化特征。

图2 2017年第三季度和2018年第三季度发行的城投债地域分布情况（单位：亿元）

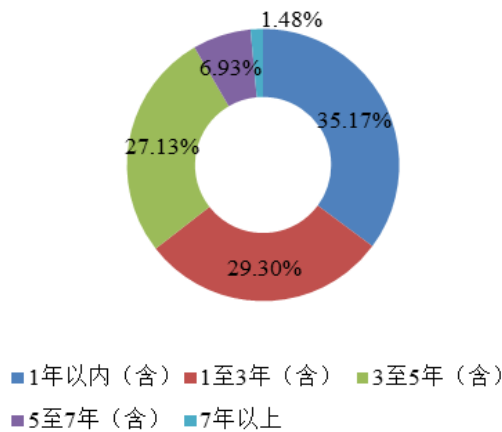


资料来源：Wind，联合评级整理

2、市场偏好逐渐向 AA+及以上级别企业靠拢，高级别城投企业占比较上年同期大幅提高，AA 级别企业发行量大幅下降。

从发行期限来看，2018年第三季度新发行的长期限城投债仍然较少，5至7年（含）以及7年以上城投债合计仅占总发行规模的8.41%，城投债发行仍以中短期为主，1年及以内（含）的占比最大，比重为35.17%，1至3年（含）比重为29.30%，3至5年（含）的发行规模也达到27.13%。

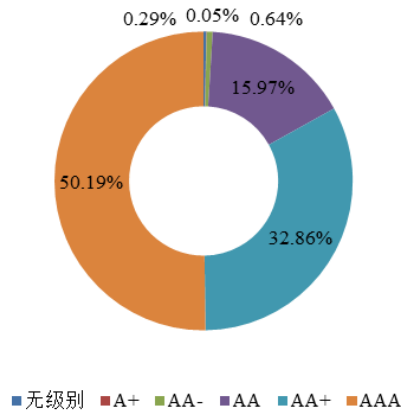
图3 2018年第三季度城投债分期限的发行规模



资料来源：Wind，联合评级整理

2018年第三季度发行的城投债中，有697支债券对主体进行了评级，5支债券未对主体进行评级。从发行人级别来看，主体级别为AAA的发债企业有249家，发行规模最多，占50.19%，环比提高7.38个百分点；主体级别为AA+的发债企业有267家，发债企业数量最多，发行规模次之，占32.86%，环比小幅提高2.31个百分点；主体级别为AA的发债企业有172家，发行规模占15.97%，环比下降3.98个百分点；主体级别为AA-和A+的发债企业共9家，发行规模仅占0.69%，数量和发债规模较小，其中主体级别为A+的债项为“18梧州南站项目NPB02”。

图4 2018年第三季度城投债分主体级别的发行规模



资料来源：Wind，联合评级整理

从利率发行区间来看，2018年第三季度，中低级别城投债发行利率中位数呈上升态势，AA和AA-的城投企业发行利率区间较上年同期明显上移。AAA城投企业发行利率区间为2.75%~6.80%，较上年同期有所扩大，其中江苏省国信资产管理集团有限公司发行的90天期“18苏国信SCP015”票面利率低至2.75%，陕西省投资集团有限公司发行的7年期“18陕投集团MTN004”票面利率为6.8%。AAA城投企业新发债券票面利率的中位数为4.39%，较上年同期下降0.30个百分点，主要系市场对于高评级城投企业的偏好有所增加；另一方面，样本数据中，2018年7~9月AAA级别城投主体新发行债券只数中，短融及超短融占比较2017年7~9月有显著提升。

表 1 2017 年第三季度和 2018 年第三季度发行的城投债利率区间 (%)

级别	2018 年 7-9 月		2017 年 7-9 月	
	发行利率区间	中位数	发行利率区间	中位数
AAA	2.75~6.80	4.39	3.95~6.00	4.69
AA+	3.70~7.80	5.68	4.25~6.90	5.49
AA	4.40~8.80	7.00	4.65~8.48	6.30
AA-	7.50~8.20	7.55	5.80~7.50	6.50

资料来源: Wind, 联合评级整理

3、从发行利差来看, 2018 年第三季度, 受融资环境趋紧影响, 城投债发行利差较上年同期持续走扩, 中低级别 (AA、AA-) 城投债利差较上年同期提高的幅度显著高于高级别 (AAA、AA+) 城投债利差提高的幅度。

表 2 2017 年第三季度和 2018 年第三季度城投债利差分布情况 (支、%、BP)

主体级别	2018 年第三季度发行利差				2017 年第三季度发行利差			
	发行数量	利差区间	利差算数平均数	加权利差	发行数量	利差区间	利差算数平均数	加权利差
AAA	246	12.7~355.9	144.60	147.45	155	55.76~237.78	132.66	134.33
AA+	266	114.83~498.35	263.99	262.37	247	89~343.36	196.53	201.22
AA	172	162.45~512.5	360.69	364.61	429	121.22~479.57	264.14	261.21
AA-	8	383.25~457.53	414.60	414.46	27	207.83~381.15	287.95	284.17

资料来源: Wind, 联合评级整理

注: 每个级别城投债加权利差的计算方法为, 用对应级别每只样本债券的发行规模, 除以该级别所有债券发行规模的合计数, 作为该债券的权重, 再用每只债券的权重乘以该债券的利差, 加总求和。即, 某级别城投债的加权利差 = $\sum \left(\frac{\text{该级别单只债券的发行额度}}{\text{该级别内所有样本债券发行额度的合计数}} \right) \times \text{每只债券的发行利差}$ 。

4. 从级别迁徙情况来看, 2018 年第三季度城投企业级别调整主要由于城投自身实力、区域经济以及财政实力变动导致, 且级别调整主要以级别上调为主, 下调数量较少, 其中“17 兵团六师 SCP001”实质性违约, 导致主体信用级别大幅下调至 C 级。

级别迁徙方面, 2018 年第三季度, 全市场中城投企业主体级别上调的合计有 12 家, 此外, 还有 1 家企业展望调整, 为绵阳科技城发展投资 (集团) 有限公司。从区域来看级别上调企业主要分布在江苏、广东、浙江、安徽等经济发达省份, 上调的原因主要为城投公司所在区域经济与财政实力快速增长, 城投公司自身实力快速增强等。2018 年第三季度, 全市场中城投企业主体级别下调的仅 1 家, 系新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司, 主要系其发行的“17 兵团六师 SCP001”未按期足额支付, 导致主体信用等级由 AA 级下调至 C 级; 涉及展望调整的共 3 家, 主要原因系耒阳市工业经济增速放缓、企业效益大幅下滑, 耒阳市一般公共预算收入大幅下降, 财政收支矛盾异常突出, 政府性债务快速增长所致。

表 3 2018 年第三季度城投主体级别及展望调整情况

发行人	评级机构	评级日期	调整前级别	调整后级别
宁国市国有资产投资运营有限公司	鹏元资信评估有限公司	2018/07/20	AA-/稳定	AA/稳定
珠海大横琴投资有限公司	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018/07/26	AA+/稳定	AAA/稳定
广州开发区金融控股集团有限公司	中诚信国际信用评级有限责	2018/07/18	AA+/稳定	AAA/稳

	任公司			定
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	鹏元资信评估有限公司	2018/07/24	AA-/稳定	AA/稳定
唐山市通顺交通投资开发有限责任公司	大公国际资信评估有限公司	2018/07/19	AA/稳定	AA/稳定
南通城市建设集团有限公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/07/27	AA+/稳定	AAA/稳定
江苏润企万国实业有限公司	鹏元资信评估有限公司	2018/07/26	A+/稳定	AA-/稳定
扬州经济技术开发区开发总公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/07/10	AA/稳定	AA+/稳定
南京市浦口区国有资产投资经营有限公司	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018/07/06	AA/稳定	AA+/稳定
邛崃市建设投资集团有限公司	鹏元资信评估有限公司	2018/08/01	AA-/稳定	AA/稳定
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	联合资信评估有限公司	2018/07/26	AA/发展中	AA/稳定
杭州萧山交通投资集团有限公司	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018/07/27	AA/稳定	AA+/稳定
杭州余杭创新投资有限公司	大公国际资信评估有限公司	2018/07/27	AA/稳定	AA+/稳定
金昌市建设投资开发(集团)有限责任公司	东方金诚国际信用评估有限公司	2018/08/28	AA-/稳定	AA-/负面
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	2018/08/14	AA/稳定	C
耒阳市城市和农村建设投资有限公司	东方金诚国际信用评估有限公司	2018/07/31	AA-/稳定	AA-/负面
耒阳市国有资产投资经营有限公司	鹏元资信评估有限公司	2018/07/27	AA-/稳定	AA-/负面

资料来源：Wind，联合评级整理。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。