

联合信用评级有限公司

2018 年第一季度城投行业报告

一、城投行业政策及要闻

1、财政部公布 2017 年 12 月地方政府债券发行和债务余额情况

2017 年，全国发行地方政府债券 4.36 万亿元。其中，一般债券 2.36 万亿元，专项债券 2.00 万亿元；按用途划分，新增债券 1.59 万亿元，置换债券 2.77 万亿元。

经第十二届全国人民代表大会第五次会议审议批准，2017 年全国地方政府债务限额为 18.82 万亿元。其中，一般债务限额 11.55 万亿元，专项债务限额 7.27 万亿元。

截至 2017 年 12 月末，全国地方政府债务余额 16.47 万亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 10.33 万亿元，专项债务 6.14 万亿元；政府债券 14.74 万亿元，非政府债券形式存量政府债务 1.73 万亿元。

2、财政部与国土资源部联合印发《土地储备资金财务管理办法》

1 月 17 日，财政部与国土资源部联合印发《土地储备资金财务管理办法》，明确土地资金来源、使用范围、土地储备相关资金管理、预算考核等，对土地资金的举债方式作出限制，为发行地方政府债券筹备的土地资金，同时规定，土地储备机构用于征地和拆迁补偿费用以及土地开发费用支出，应当严格按照国家规范国有土地使用权出让收支管理的有关规定执行。此外，对于属于政府采购和政府购买服务范围的，应当按照规定分别编制政府采购和政府购买服务预算。

3、国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》

2 月 8 日，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号文），文件对募投项目范畴及偿债资金等方面进行规范；明确要求信用评级机构不得将企业债券申报主体信用品质与地方政府信用挂钩；要求企业债申报企业资产质量优良、权属清晰，再次强调不得将公益性资产计入申报企业资产，加强对城投企业注入资产及重组的管理，对于已经注入发行人的政府机关、公园、学校等公益性资产及储备土地使用权，需要进行剔除。同时，完善了对公益资产的定义“是指为社会公共利益服务，且依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等。”

4、国务院办公厅印发《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》

2 月 8 日，国务院办公厅印发《基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案》，通过基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革，力争到 2020 年，逐步建立起权责清晰、财力协调、标准合理、保障有力的基本公共服务制度体系和保障机制。主要内容包括，明确基本公共服务领域中央与地方共同财政事权范围；制定基本公共服务保障国家基础标准；规范基本公共服务领域中央与地方共同财政事权的支出责任分担方式；调整完善转移支付制度；推进省以下支出责任划分改革。该方案自 2019 年

1月1日起实施。

5、财政部公布《关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告》

3月23日，财政部公布了《关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告》，2017年全国一般公共预算收入扭转了2012年以来增速放缓态势，2017年，全国一般公共预算收入为17.26万亿元，2016年同口径（下同）增长7.4%，其中中央一般公共预算收入8.11万亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入15.67万亿元，增长7.7%。全国一般公共预算支出为20.33万亿元，增长7.7%，其中中央一般公共预算支出9.51万亿元，增长5.4%；地方一般公共预算支出17.35万亿元，增长7.7%。

2017年，全国政府性基金收入6.15万亿元，较上年增长34.8%，加上2016年结转收入298.5亿元和地方政府发行专项债券筹集收入8,000亿元，全国政府性基金相关收入总量为6.98万亿元。全国政府性基金相关支出6.07万亿元，增长32.7%。

2017年，全国国有资本经营预算收入2,578.69亿元，下降1.2%。全国国有资本经营预算支出2,010.93亿元，下降6.7%。全国社会保险基金收入5.54万亿元，增长10.5%。

6、财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》

3月28日，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号，以下简称“23号文”），指出国有金融企业在服务地方发展、支持地方基础设施和公共服务领域建设中仍存在过于依靠政府信用背书，捆绑地方政府、捆绑国有企业、堆积地方债务风险等加剧财政金融风险隐患的问题，针对这些问题，重申了地方政府债务管理的相关规定。

此次，财政部发文对象为国有金融企业，并要求其他金融企业参照23号文的要求执行，专门从金融企业的角度，系统地梳理了以往规范地方政府债务管理相关政策和文件中针对金融企业提出的要求，目的在于从不同的角度对地方政府及平台公司融资形成监管合力，从资金供给端进行约束，进一步“堵死”地方政府违法违规举债的“后门”。

23号文对城投企业融资的影响有利有弊，并不能一概而论，在23号文的约束下，部分城投公司在获取金融企业融资服务时更具有优势，具体包括：造血能力较强、自有经营性现金流能够覆盖应还债务本息的城投公司；地方政府支持规范、财政资金安排合规、资金落实情况较好的城投公司；项目运作规范、不涉及“明股实债”、兜底安排等违法违规问题的城投公司。而财政部公开通报过涉及地方政府违法违规举债担保行为的城投公司，金融企业或暂停提供融资和融资中介服务，这些城投企业面临的再融资压力较大。

二、城投债市场分析

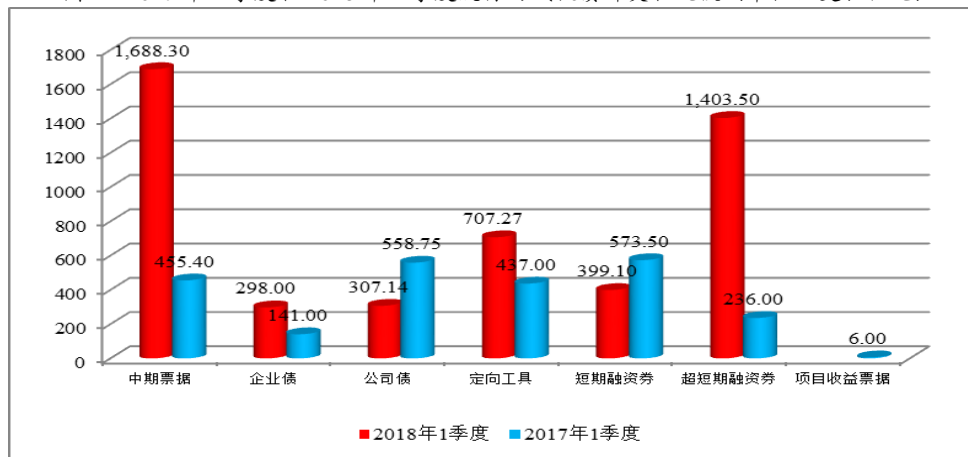
2018年一季度，城投债券发行规模较上年同期大幅增长，从区域来看，江苏省发行规模大幅增长，仍为全国发行量最大的区域，但需要关注的是区域信用分化更加明显，经济实力较弱的区域发行量明显萎缩；由于资金面紧张，2018年一季度整体发行利率较高，利差走扩，出于成本考虑，城投债以中短期品种为主；第一季度城投企业整体级别变动不大，且全部为级别上调，城投企业整体信用状况稳定。

1、城投债发行规模较上年同期大幅增长，江苏省发行规模仍居全国前列，但需关注的是经济实力较弱的区域发行量出现一定程度的萎缩，区域分化明显。

根据 Wind, 经联合评级按全市场口径统计并整理, 2018 年 1 季度共发行城投债 563 支, 涉及 384 个发行主体, 发行金额合计 4,803.31 亿元, 较去年同期增长 99.50%; 具体到各个月份, 其中 2018 年 1 月份发行 1,087.70 亿元, 较上年同期增长 135.56%; 2018 年 2 月份发行 985.57 亿元, 较上年同期增长 88.23%; 2018 年 3 月份发行 2,730.04 亿元, 较上年同期增长 91.95%。

从发行市场来看, 交易所发行的城投债规模较上年大幅下滑, 2018 年 1 季度发行的公司债发行规模占当期城投债发行规模的比重仅为 6.39%, 较上年同期大幅下滑 16.81 个百分点; 在银行间市场, 受流动性、短久期的影响, 超短期融资券发行规模大幅上升, 较上年同期大幅增长 494.70%, 在 2018 年 1 季度城投债发行规模中的比重也大幅提高 19.42 个百分点至 29.22%; 此外以中长期的中期票据的发行规模较上年同期也出现较大幅度的增长, 同比增长 270.73%, 在 2018 年 1 季度城投债发行规模中占 35.15%, 较上年同期提高 16.23 个百分点。2018 年 1 季度发行的城投债中, 有 28 支企业债券同时在银行间市场和交易所市场发行。

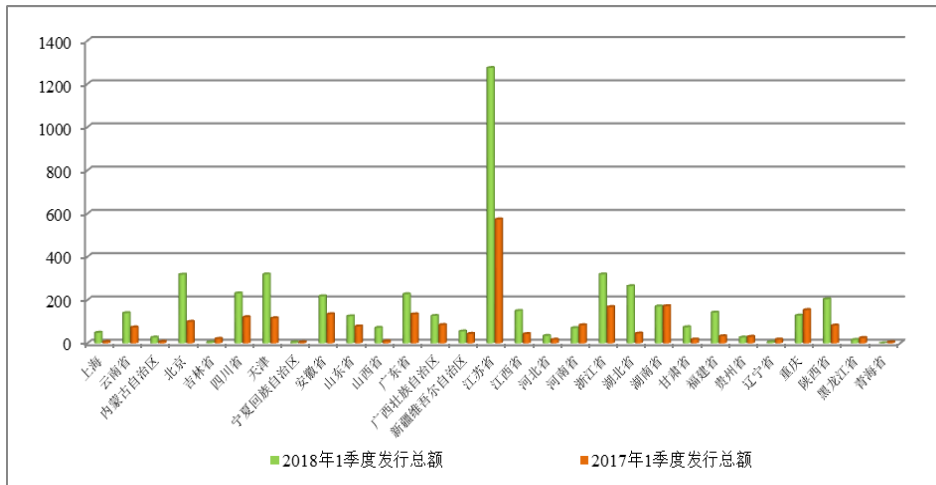
图 1 2017 年 1 季度和 2018 年 1 季度发行的城投债种类和规模 (单位: 支、亿元)



资料来源: Wind, 联合评级整理。

从地区分布上看, 2018 年 1 季度全国 31 个省市自治区中有 28 个省市自治区发行了城投债, 仅有青海省、海南省和西藏未发行城投债, 其中青海省在 2017 年 1 季度发行过 5 亿元的城投债; 在 28 个发行过城投债的省市自治区里, 江苏省作为发债大省, 2018 年 1 季度公发行城投债 82 支, 发行规模合计 1,273.87 亿元, 较上年同期大幅增长 122.12%, 其发行规模占 2018 年 1 季度发行规模的 26.52%, 较上年同期提高 2.70 个百分点。2017 年 1 季度城投债发行规模占比较高的湖南省和重庆市 2018 年 1 季度城投债发行规模均出现下滑, 其中湖南省 2018 年 1 季度城投债发行 171.04 亿元, 较上年同期小幅下降 0.82%, 在发行总规模中仅占 3.56%, 较上年同期减少 3.60 个百分点; 重庆市 2018 年 1 季度城投债发行 128.70 亿元, 较上年同期下降 16.42%, 在总发行规模中占 2.68%, 较上年同期减少 3.72 个百分点。受 2017 年多起信用违约事件的影响, 在 2018 年 1 季度城投债发行规模同比大幅增长的环境下, 经济实力较弱的地区城投债发行规模较上年却出现不同程度的萎缩, 其中吉林省、辽宁省、黑龙江省、贵州省和青海省城投债发行规模均出现下滑, 而上海、北京、天津和湖北省在总发行规模中的占比较上年同期均有所提高。

图2 2017年1季度和2018年1季度发行的城投债地域分布情况(单位:亿元)



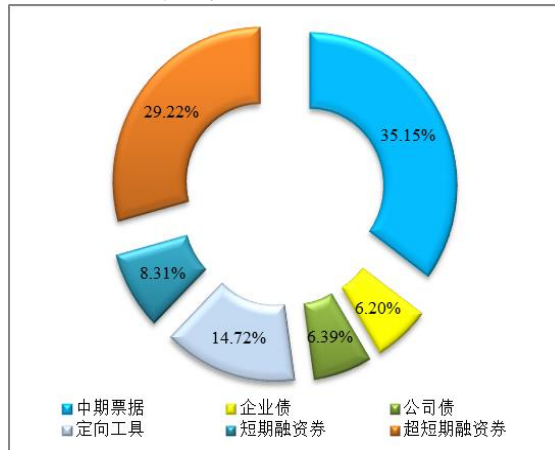
资料来源: Wind, 联合评级整理

2、由于资金面趋紧、发行利率偏高，发行主体出于对发行成本的考虑而偏向于选择中短期融资工具。

从类别来看，2018年第一季度中期票据和超短期融资债券发行规模最大，分别为1,688.30亿元和1,403.50亿元，分别占当季城投债发行规模的35.15%和29.22%；定向融资工具规模707.27亿元，占总发行规模的14.72%；短期融资债券、公司债和企业债规模最小，分别占总发行规模的8.31%、6.39%和6.20%。

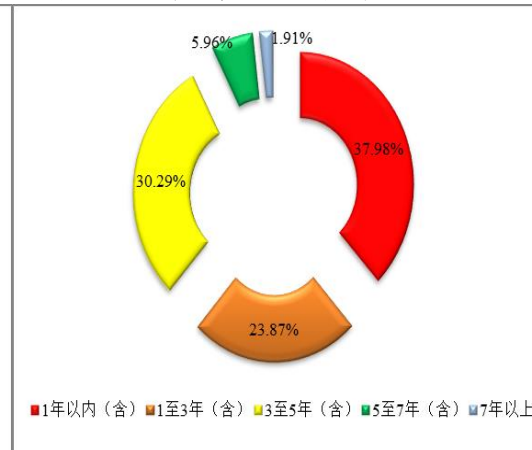
从发行期限来看，2018年第一季度新发行的长周期城投债仍然较少，5至7年(含)以及7年以上城投债合计仅占总发行规模的7.86%，城投债发行仍以中短期为主，1年及以下的比重为37.98%，1至3年(含)比重为23.87%，3至5年(含)的发行规模也达到30.29%。

图3 2018年1季度城投债分类别的发行规模



资料来源: Wind, 联合评级整理

图4 2018年1季度城投债分期限的发行规模

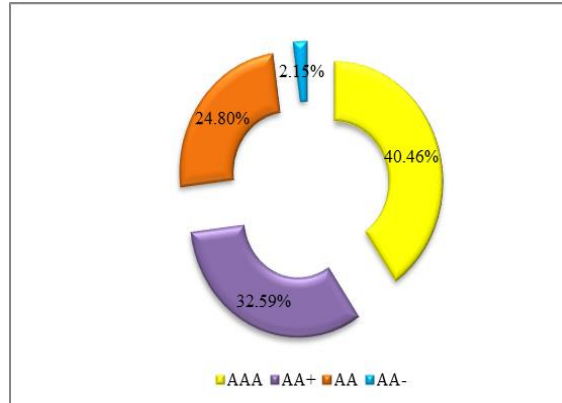


资料来源: Wind, 联合评级整理

从发行人级别看，2018年1季度，主体级别为AAA和AA+的企业发债占比大幅上升。主体级别为AAA的发债企业有58家，发行规模最多，占40.46%，较上年同期增长13.29个百分点；主体级别为AA+的发债企业有135家，发行规模次之，占32.59%，较上年同期增长3.42个百分点；主体级别为AA的发债企业有167家，发债企业数量最多，但发行规模仅占24.80%，较上年同期下降15.54个百分点；主体级别为AA-的发债企业有16家，发

行规模占 2.15%，数量和发债规模较小。

图 5 2018 年 1 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 1 季度 AAA、AA+ 和 AA 的城投企业发行利率区间较上年同期明显上移，其中，AAA 城投企业发行利率区间上升到 4.40%~7.50%，并且发行利率超过 5.00% 的债券占比高达 81.34%，仅有 25 支 AAA 级别的城投债发行利率低于 5.00%，其中主体级别为 AAA 的云南省建设投资控股集团有限公司发行的“18 云建投 MTN001”票面利率高达 7.50%，主要系受 2017 年云南国有资本运营有限公司信托贷款逾期事件的影响，市场对云南省城投债认可度降低所致。

表 1 2017 年 1~3 月和 2018 年 1~3 月发行的城投债利率区间（%）

级别	2018 年 1~3 月		2017 年 1~3 月	
	发行利率区间	中位数	发行利率区间	中位数
AAA	4.40~7.50	5.30	3.69~5.89	4.42
AA+	5.00~7.95	6.00	3.88~6.30	4.92
AA	5.35~8.50	6.80	4.12~6.70	5.50
AA-	5.70~8.00	7.00	5.00~6.50	6.19

资料来源：Wind，联合评级整理

3、从发行利差来看，2018 年 1~3 月，受融资环境趋紧影响，城投债发行利差较上年同期有所走扩，利差的算数平均数及加权利差较 2017 年同期均有大幅提高，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。

具体来看，2018 年 1~3 月，AAA 级利差区间为 111~397BP，利差区间较上年同期显著扩大，加权利差为 188BP，较上年同期提高 23BP；AA+ 级利差区间为 181~460BP，加权利差为 248BP，较上年同期提高 35BP；AA 级利差区间为 143~372BP，加权利差为 315BP，较上年同期提高 60BP；AA- 级利差区间为 308~424BP，加权利差为 334BP，较上年同期提高 51BP。

表 2 2017 年 1~3 月和 2018 年 1~3 月份城投债利差分布情况（支、%、BP）

主体	2018 年 1~3 月发行利差	2017 年 1~3 月发行利差
----	------------------	------------------

级别	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	120	111~397	189	188	46	107~278	163	165
AA+	165	181~460	251	248	76	134~320	211	213
AA	104	206~487	321	315	152	143~372	252	255
AA-	5	308~424	344	334	15	235~358	293	283

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 = $\sum [(\frac{\text{该级别单只债券的发行额度}}{\text{该级别内所有样本债券发行额度的合计数}}) \times \text{每只债券的发行利差}]$ 。

4. 从级别迁徙情况来看，2018年第一季度城投企业级别调整情况较少，主体级别上调仅4家，未有下调情况发生，城投行业整体信用状况较为稳定。

级别迁徙方面，截至2018年3月末，全市场中城投企业主体级别上调的合计有4家，涉及发债主体包括天津临港投资控股有限公司、凤台县华兴城市建设投资有限公司、钟祥市城市建设投资公司以及浏阳市城市建设集团有限公司，级别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，同时城投企业级别上调均集中在2018年3月份；而2018年第一季度未有城投企业主体级别下调发生，城投企业信用状况基本维持稳定。

表3 2018年第一季度城投级别调整情况

发行人	评级机构	评级日期	调整前级别	调整后级别	级别调整原因
天津临港投资控股有限公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/3/20	AA/稳定	AA+/稳定	临港经济区与天津保税区两区合并为新天津港保税区，合并后新天津港保税区财政实力大幅提升；同时天津港保税区管委会对公司支持力度较大，计划对公司逐步注资，公司资本实力将进一步夯实。
凤台县华兴城市建设投资有限公司	中诚信国际信用评级有限责任公司	2018/3/20	AA/稳定	AA/稳定	2017年以来，凤台县区域经济与财政实力稳步增长；经过一系列资产整合后，公司在凤台县的基础设施建设主体地位更加突出；公司资产收入规模大幅增长，资本实力显著提升以及基础设施建设工程的回款情况进一步改善。
钟祥市城市建设投资公司	鹏元资信评估有限公司	2018/3/19	AA/稳定	AA/稳定	2017年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司综合开发业务持续性较好，营业收入持续增长，公司获得的外部支持力度较大，资本实力显著增强。
浏阳市城市建设集团有限公司	大公国际资信评估有限公司	2018/3/19	AA/稳定	AA+/稳定	2017年浏阳市各项经济指标继续保持增长，在长沙市区县排名靠前，支柱产业继续保持快速发展；公司继续得到政府在资产注入、财政补贴、税收减免和债务置换等方面的支持。

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。