

2019 年城投行业信用风险展望

一、政策及融资环境

2018 年以来，政策环境整体上呈“先紧后松”，上半年，在加强地方政府债务管理、严控隐性债务的总基调下，监管政策延续了打好“防风险”攻坚战和金融强监管的路线，城投相关融资政策环境也延续了 2017 年的趋紧态势，下半年随着国内外政治经济形势的变化，相关政策有所调整，整体转向宽松，但因政策执行与落实具有滞后性，城投企业面临融资环境并未明显改善。纵观全年，城投企业仍面临融资渠道受限、再融资不畅的问题，并暴露出一定风险。

政策环境“先紧后松”，下半年宏观经济政策调整释放宽松信号。2018 年上半年，监管政策延续了密集出台的态势（主要政策详见附件 1），并沿袭了“开前门、堵后门”的整体思路，支持地方政府依法依规发行债券，同时严防城投企业依托政府信用无序举债，进一步规范了城投公司的融资行为。一是加强对地方政府债务管理、监督和审查，防范和化解地方政府债务风险，如 34 号文重申了要规范地方政府的限额管理和预算管理，着力加强债务风险监测和防范、通过强化监管和市场化手段最大限度防范和化解地方政府债务风险。二是进一步剥离城投企业的政府信用，双管齐下管控政府隐性债务，规范城投企业融资，如 194 号文禁止地方融资平台作为融资人依托政府信用进行举债；23 号文则规范国有金融企业为地方政府和地方国企提供融资的行为，从融资端阻断金融机构向地方政府和国有企业违规提供融资的渠道。在此背景下，城投企业融资渠道受限，再融资受阻。

进入下半年，在内外双重压力下，宏观经济数据有所下滑。在外部，贸易战持续升温带来了外需和就业的压力。在内部，随着去杠杆和调结构深入推进，实体经济层面的压力逐步体现，社会融资规模增速明显放缓，股市行情持续下行，股票质押风险凸显、债券市场违约事件频发。在此背景下，相关政策出现了一定的变化和调整。首先是 7 月 23 日国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极、稳健的货币政策要松紧适度，并明确提出引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，为下半年宏观经济政策奠定了定向宽松的基调。随后中央政治局会议基于“稳中有变”经济形势新提法，提出财政政策要更加积极主动、货币政策要保持流动性合理充裕，加大基础设施领域补短板的力度。随后，国务院 101 号文等文件正式出台，对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持。政策定向调整为城投企业经营和融资环境改善提供了有利支撑。

融资环境整体趋紧，政策调整过渡期融资环境未见明显改善，城投债违约首现，非标违约事件多发。2018 年下半年相关政策调整利好城投企业，但受前期融资政策持续收紧的惯性以及宽松政策实施的时滞性影响，2018 年城投企业经历了非常困难的一年。“17 兵团六师 SCP001”成为第一支构成实质性违约的城投债，虽然很快完成偿付，但已动摇了市场对城投债的信心。此外，2018 年发生多起非标债务违约，“爆雷”地区多为贵州、云南、内

蒙古等经济水平较为落后的地区，包括信托计划、融资租赁、资管计划、金交所融资产品，即便部分政信类项目由地方政府出具了担保函或由地方人大出具将还款资金纳入预算安排的决议，仍然阻挡不了违约，虽然大部分违约债务后续都得到及时处置完成兑付或部分兑付，但仍对市场造成较大冲击，城投债的“信仰坚冰”经受了较为严峻的考验。

二、城投债市场回顾

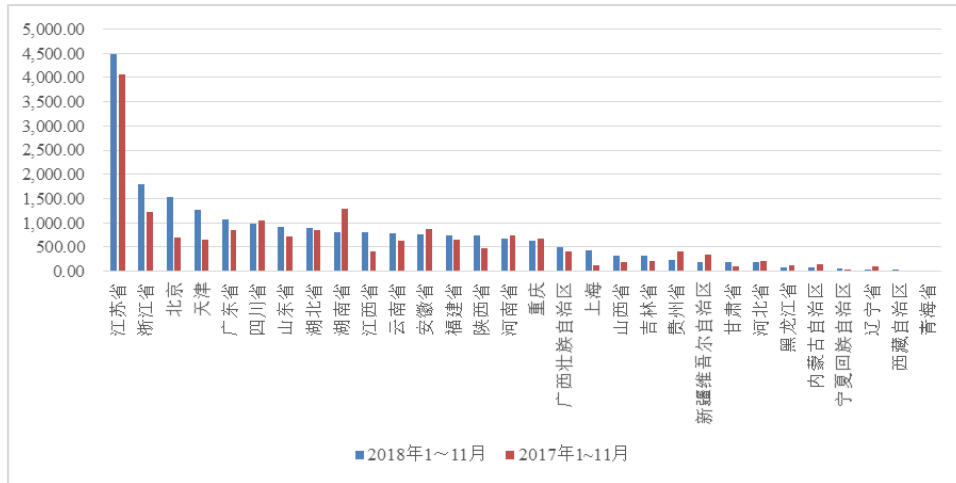
1. 发行情况

2018年1~11月，城投债发行规模较上年同期有所增长，区域分化特征仍较显著，江苏省发行规模大幅增长，东北地区发行规模大幅减少，西南地区小幅萎缩；从债券品种来看，投资者偏好短期债券，超短期融资券发行规模增幅明显；由于2018年债券市场风险频发，投资者更加倾向于AA+及以上的优质城投企业，AA及以下城投企业发行规模大幅下降。

根据Wind城投债口径统计并整理，2018年1~11月全市场共发行城投债2,477支，涉及902个发行主体，发行金额21,516.32亿元，较上年同期增长18.25%，主要是一方面2018年到期（回售）城投债较为集中，非标融资渠道及银行新增借款受限明显，迫于到期债务和项目续建资金压力，城投企业承受高成本发行城投债；另一方面，下半年宏观政策迎来边际宽松，整体上有利于城投企业融资环境改善。

从地区分布上看，江苏作为传统发债大省，2018年1~11月共发行城投债4,474.81亿元，其发行规模占2018年1~11月发行总额的20.80%。浙江、北京发行规模分别为1,805.70亿元和1,521.90亿元，占发行总额的8.39%和7.07%，分列第2、3位。从发行规模增速来看，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254.66%和119.12%，天津、江西、山西和宁夏回族自治区增速较上年同期也有较大幅度的增长。西南地区绝大部分省份，中部地区的河南、湖南、安徽，西北地区的青海、新疆维吾尔自治区，东北地区的黑龙江、辽宁均出现了不同程度的下滑（如图1所示）。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，西南地区发行规模小幅萎缩，东北地区发行规模大幅下滑，区域分化特征显著。

图1 2018年1~11月与上年同期新发行城投债地域分布情况（单位：亿元）



资料来源: Wind, 联合评级整理

从净融资规模来看, 2018 年 1~11 月城投债到期规模 12,419.66 亿元, 净融资额 9,096.66 亿元, 较上年同期增长 6.58%, 城投债净融资规模略有扩大; 其中, 江苏省、浙江省净融资规模过千亿, 位居第一、二名 (如表 1 所示)。

表 1 2018 年 1~11 月主要地区城投债净融资规模 (单位: 亿元)

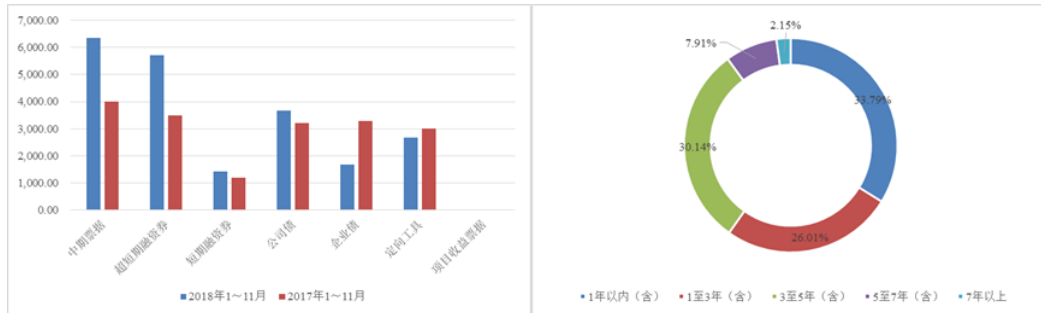
省份	到期规模	新发行规模	净融资规模	省份	到期规模	新发行规模	净融资规模
江苏省	2,657.65	4,474.81	1,817.16	福建省	418.5	739	320.5
浙江省	740.01	1,805.70	1,065.69	河南省	405.5	673.3	267.8
北京	731.5	1,521.90	790.4	广东省	849.5	1,077.20	227.7
湖北省	358	902.2	544.2	湖南省	588	813.35	225.35
山东省	372.7	905.2	532.5	陕西省	543	728.88	185.88
江西省	272.8	794.7	521.9	广西	331	508	177
安徽省	233.6	753.77	520.17	上海	269.8	438	168.2
天津市	779.5	1,270.00	490.5	贵州省	124	234.2	110.2
四川省	572	988.6	416.6	重庆	538.3	628.1	89.8
云南省	427.1	782.1	355	新疆	191.5	199.8	8.3

数据来源: Wind, 联合评级整理

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, 分别占 29.51% 和 26.59%, 相比其他品种优势显著。短期品种发行规模保持增长, 发行规模较上年同期增长 52.28%, 2017 年以来城投债发行利率呈持续上行态势, 一方面发行人出于成本考虑, 更青睐短期债券品种; 另一方面在债券市场信用风险上升的背景下, 投资者偏爱短久期产品。公司债发行规模较上年同期增长 14.45%, 其中公开发行人公司债券发行规模较上年增长 47.07%。企业债和定向工具发行规模均出现下滑, 其中, 企业债下滑较为明显, 发行规模较上年同期下降 49.19%, 占比由上年的 18.08% 下降至 7.77%, 居发行规模末位; 定向工具发行规模较上年同期下跌 10.34%。

从发行期限来看，2018年1~11月，城投债发行以中短期为主，1年以内（含）的占比最大，比重为33.79%，1至3年（含）比重为26.01%，3至5年（含）的发行规模达到30.14%；新发行的长期城投债较少，5至7年（含）以及7年以上城投债合计仅占总发行规模的10.06%，较上年同期下降10.80个百分点。

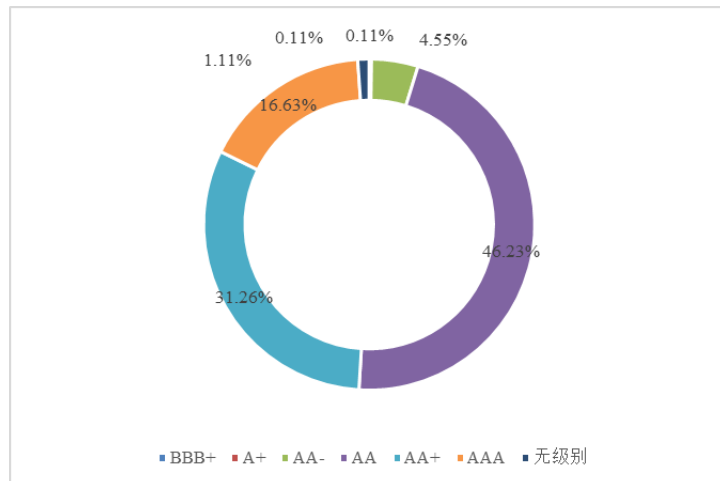
图2 2018年1~11月与上年同期新发行城投债品种及期限分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理

从信用级别来看，2018年1~11月发行的城投债中，有2,464支债券对主体进行了评级，13支债券未对主体进行评级。从发行人级别来看，主体级别仍以AA（占46.23%）和AA+（31.26%）为主，但鉴于2018年债券市场信用风险事件频发，投资者态度趋于谨慎，出于安全考虑更倾向于选择高信用资质城投债，高级别城投债发行规模大幅上升，中低级别城投债发行规模下降明显，其中AAA级别主体城投债发行规模同比提高89.45%，AA+级别主体城投债发行规模同比提高34.66%，AA级别主体城投债发行规模同比下降37.72%，AA-级别主体城投债发行规模同比下降55.26%。

图3 2018年1~11月城投债发行主体级别分布



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 利率与利差

城投债发行利率延续2017年以来上行趋势，各级别城投债发行利率中枢整体上移，中

低级别主体发行利率上行更加明显，发行利差持续走扩。

2018年上半年融资环境持续趋紧，年中虽然政策调整释放宽松信号，但效果尚不明显。整体上与上年同期相比，城投债发行利率明显上行，发行利差大幅走扩。从利率发行区间来看，2018年1~11月，各级别城投债发行利率中枢整体上移，AAA城投企业发行利率中枢与上年同期基本维持同一水平，AA和AA-的城投企业发行利率区间及利率中枢较上年同期上移明显。AAA为2.64%~7.50%，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于2018年11月14日发行的30天期“18苏国信SCP020”和于2018年11月15日发行的30天期“18苏国信SCP021”票面利率低至2.64%；票面利率在7.00%以上（含）的债项有4支，分别为“18云建投MTN001”（票面利率为7.50%）、“18云建投MTN002”（票面利率为7.5%）、“18滇建Y2”（票面利率为7%）以及“18云城投MTN005”（票面利率为7%），发行主体均为云南省融资平台。

表2 2018年1~11月与上年同期城投债利率区间对比情况（%）

级别	2018年1~11月		2017年1~11月	
	发行利率区间	中位数	发行利率区间	中位数
AAA	2.64~7.50	4.76	3.69~6.50	4.75
AA+	3.70~8.20	5.78	3.88~7.50	5.42
AA	4.23~8.80	6.95	4.12~8.48	6.10
AA-	4.70~8.20	7.50	4.99~7.80	6.50

资料来源：Wind，联合评级整理。

从发行利差来看，2018年1~11月，整体上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3 2018年1~11月与上年同期城投债利差分布对比情况（支、BP）

主体级别	2018年1~11月发行利差				2017年1~11月发行利差			
	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	747	8.71~398.34	160.21	162.77	387	41.67~276.96	144.28	144.31
AA+	914	87.36~501.12	255.62	253.97	586	73.78~389.56	200.07	203.09
AA	750	129.62~559.49	345.13	343.75	1,035	114.08~479.57	261.44	261.94
AA-	50	184.38~472.01	371.08	362.21	83	196.63~445.83	289.52	289.61

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=

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

3. 级别迁徙

2018年1~11月，城投债主体级别上调88家，下调7家，级别迁徙以上调为主。

截至 2018 年 11 月末，根据 Wind 城投债口径，发债主体合计 2,040 家，其中 AAA 主体 192 家（占 9.42%），AA+级主体 444 家（占 21.78%），AA 级主体 1,183 家（占 58.02%），AA-级主体 199 家（占 9.76%），A+、A、A-、BBB+和 BBB 级主体分别为 12 家、4 家、3 家、1 家和 1 家，合计 21 家（占 1.03%）。从级别迁徙情况来看，全市场中城投债主体信用等级迁徙仍以上调为主，2018 年 1~11 月共有 88 家城投企业主体级别上调，其中，10 家主体级别由 AA+上调至 AAA，54 家主体级别由 AA 上调至 AA+，22 家主体由 AA-上调至 AA，2 家主体由 A+上调至 AA-。

表 4 2018 年 1~11 月城投企业主体级别迁移矩阵

		2018 年 11 月末										
2017 年末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	C	合计
	AAA	182	0	0								182
	AA+	10	390	0	0	0						400
	AA	0	54	1,161	4	0	1				1	1,220
	AA-		0	22	193	1	0					216
	A+				2	11	1					14
	A					0	2	0				2
	A-					0	0	3				3
	BBB+							0	1			1
	BBB									1		1
	C										0	0
	合计	192	444	1,183	199	12	4	3	1	1	1	2,040

资料来源：Wind，联合评级整理。

2018 年 1~11 月，有 7 家城投企业级别下调，6 家城投企业展望调整为负面，虽然 2018 年以来在城投非标债务违约事件的影响下，“城投信仰”受到了较大冲击，但与民营企业大量爆发债券违约相比，城投企业的信用水平更具有稳定性。

表 5 级别或展望下调城投企业名单

发行人名称	调整前	调整后
级别下调		
云南路桥股份有限公司	AA-	A
禹州市投资总公司	AA	AA-
大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	AA	AA-
楚雄州开发投资有限公司	AA	AA-
海丰县海业基础设施建设投资有限公司	AA-	A+
北票市建设投资有限公司	A+	A
新疆建设兵团第六师国资经营公司	AA	C
展望调整为负面		

金昌市建设投资开发（集团）有限责任公司	稳定	负面
耒阳市城市和农村建设投资有限公司	稳定	负面
耒阳市国有资产投资经营有限公司	稳定	负面
天津市公共交通集团(控股)有限公司	稳定	负面
龙翔投资控股集团有限公司	稳定	负面
扬州市广陵新城投资发展有限公司	稳定	负面

资料来源：Wind，联合评级整理。

主体级别被下调或展望调整为负面的主要原因包括：（1）所处区域的经济总量偏低，财政实力大幅下滑，外部经营环境恶化；（2）公司收入规模大幅下降，持续性较弱，且资金回笼有不确定性，期间费用快速增长，盈利能力弱；（3）公司资产流动性弱，土地和公益性资产占比高，应收类款项规模大，政府单位占用公司较多资金；（4）债务规模快速提高，有集中偿还压力，且没有相对可靠的还款来源。

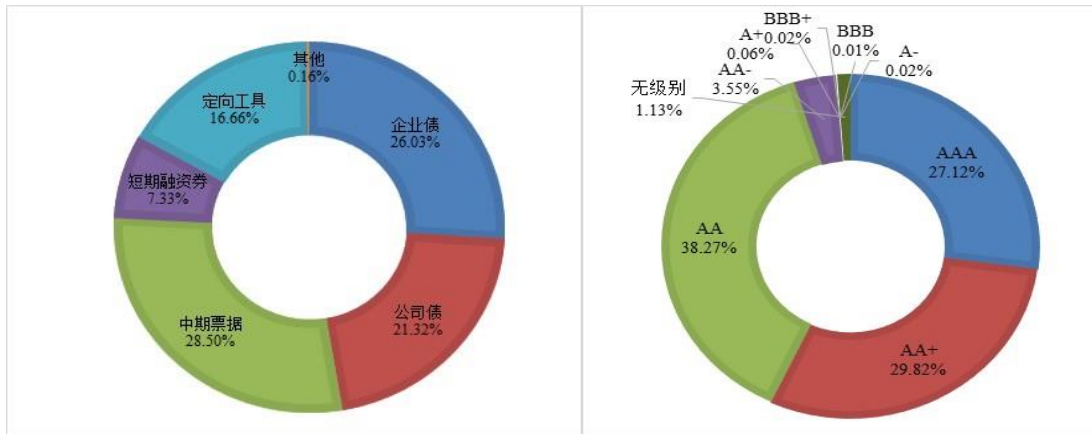
除国内评级调整外，多家城投企业国际评级也被下调，基于惠誉在 2018 年 2 月 7 日公布的《政府相关实体评级标准》下，惠誉对相关企业进行了重新评估，集中下调了江苏省 7 家城投企业，级别下调原因包括政府在应收账款结算上的延迟对发行人偿债能力/流动性的影响以及地方政府信用状况恶化等。标普也下调了江苏新海连发展集团有限公司的信用级别，并将镇江交通产业集团有限公司列入了负面观察名单。穆迪也下调了天津滨海新区建设投资集团有限公司等 6 家平台公司的长期主体信用级别。

4. 城投债存量及 2019 年到期情况

截至 2018 年 11 月底，存量城投债以中期票据、企业债和公司债为主；从地域分布看，江苏省存量规模仍领跑全国；2019 仍为存量城投债兑付高峰，兑付压力将大于 2018 年，需关注天津、贵州、陕西、云南、湖南等债务负担较重地区城投债兑付风险，同时区县类、园区类城投企业及中低级别城投企业也许加强关注。

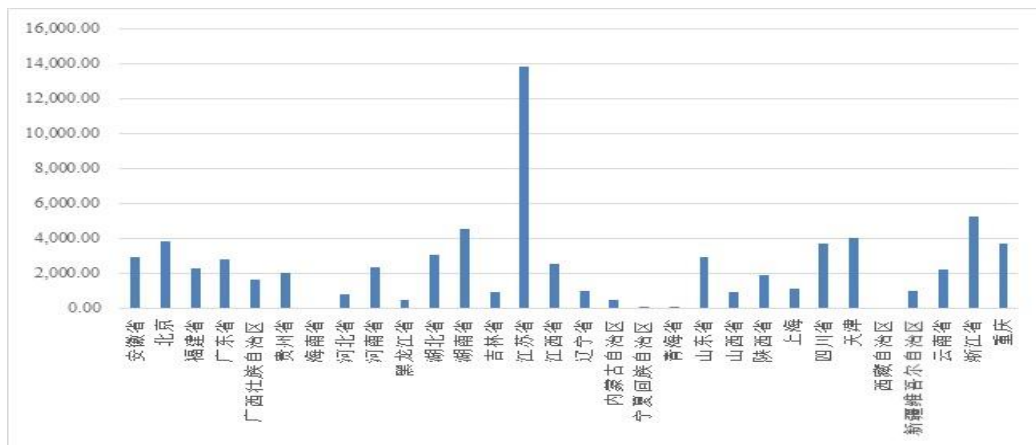
根据 Wind 城投债口径，截至 2018 年 11 月底，存量城投债余额为 73,717.09 亿元；从存量城投债品种分布来看，存量城投债以中期票据、企业债和公司债占比较大，分别为 28.50%、26.03%和 21.32%；从存量城投债级别分布来看，AA 级别占比最大；从地域分布来看，江苏省存量规模遥遥领先，湖南、浙江、天津、重庆、四川等地存量规模紧随其后。

图 4 截至 2018 年 11 月底存量城投债品种分布情况 图 5 截至 2018 年 11 月底存量城投债级别分布情况



资料来源: Wind, 联合评级整理。

图 6 截至 2018 年 11 月底存量城投债地域分布情况 (单位: 亿元)

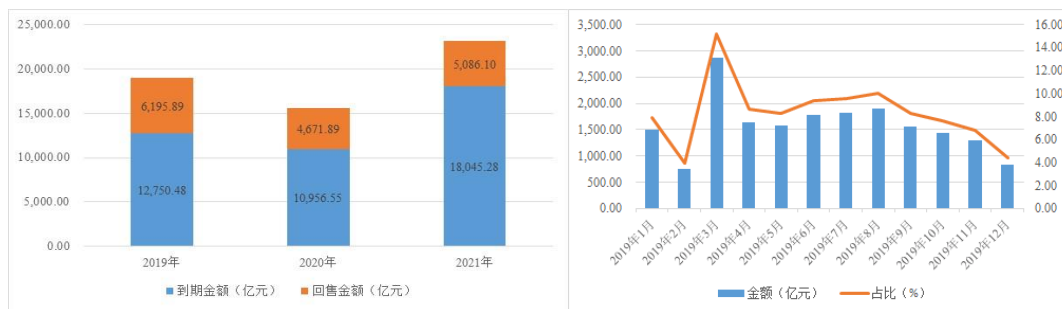


资料来源: Wind, 联合评级整理。

2015 年、2016 年债券市场相对宽松，城投债发行规模激增，而发行期限中较为常见的是 3 年期和 5（3+2）年期，因此 2018~2019 年城投债面临集中到期或回售行权，集中偿付压力大。根据 Wind 城投债口径，并将明显的非城投类企业剔除，2019 年城投债到期规模 12,750.48 亿元，另有 6,195.89 亿元城投债可能面临回售，假设进入回售期的城投债全部行权，则 2019 年到期回售规模合计 18,946.96 亿元，再考虑到当年新增短融、超短融等产品，2019 年城投债集中偿付压力较 2018 年更大，整体上看各月份到期回售规模较为均衡，但一季度分布明显不均，3 月份兑付压力最大。

图 7 2019~2021 年到期及回售城投债规模

图 8 2019 到期及回售城投债各月分布情况

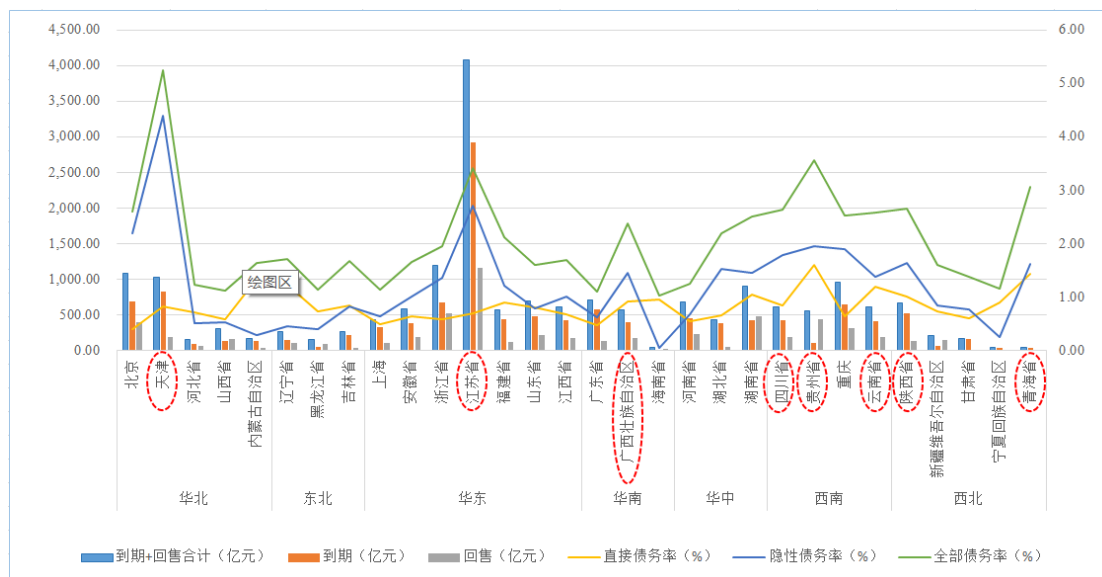


数据来源：Wind，联合评级整理。

注：2020 年到期城投债中包含 2019 年可能行使回售选择权的部分城投债，2021 年到期城投债中包含 2020 年有回售选择权的部分城投债。

从区域分布看（如图 9 所示），2019 年城投债集中到期及回售规模相对较大的地区包括江苏、浙江、北京、天津、湖南、重庆等地，其中江苏到期及回售规模超 4,000 亿元，浙江、北京、天津、重庆、湖南到期及回售规模均在 1,000 亿元左右，结合各区域债务负担来看，天津、贵州、江苏、青海、陕西、四川、云南、重庆、湖南、广西等地债务负担偏重，且天津、贵州、陕西、云南、湖南等地 2018 年已出现多起城投企业非标债务违约的风险事件，2019 年仍需加强关注对这些地区城投企业流动性状况。

图 9 2019 年到期及回售城投债区域分布情况



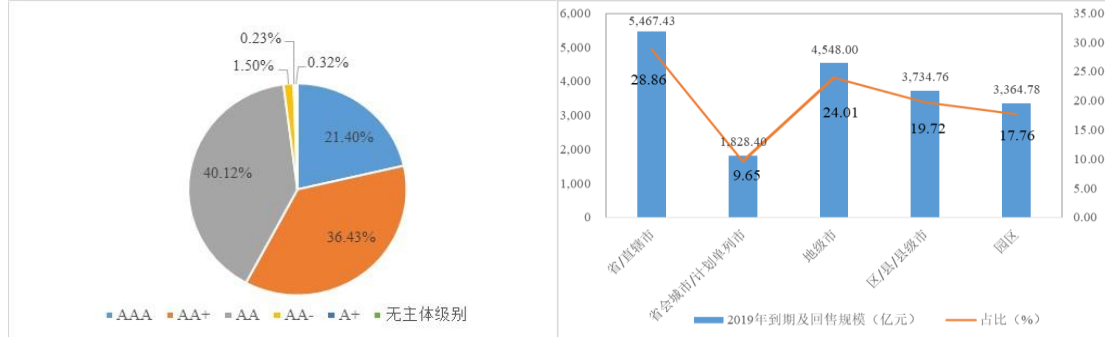
数据来源：Wind，联合评级整理。

注：1、直接债务率=地方政府直接债务/地方政府综合财力，债务均为 2017 年底数据，地方政府综合财力为 2017 年数据，下同；2、隐性债务率=地方隐性债务/地方政府综合财力，以当地政府投融资平台类企业有息债务代表隐性债务；3、全部债务率=(地方政府直接债务+地方隐性债务)/地方政府综合财力；4、地方政府综合财力=地方一般公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入。

从城投主体级别来看，2019 年 AA 及以下城投企业到期城投债占比达 42.17%，AA 及以下城投主体资质偏弱，且主要是区县、园区下属平台，考虑到这些主体 2017 年下半年以来融资受阻、净融资规模大幅下降，可能面临流动性储备不足的问题，对 2019 年到期（回售）城投债存在极大偿付压力。从行政级别分布来看，区县及园区类城投企业到期（回售）

城投债占比合计达 37.48%，考虑到区县及园区整体财政实力偏弱、财政体制灵活性相对较差，对城投企业可提供的支持相对较小，需关注区县及园区类城投债到期（回售）偿付压力。

图 10 2019 年到期及回售城投债发债主体级别分布 图 11 2019 年到期及回售城投债行政级别分布



数据来源：Wind，联合评级整理。

三、2019 年信用风险展望

1. 2018 年下半年以来政策调整转向，释放利好信号，预期 2019 年城投企业融资环境将迎来边际宽松，在加大基建补短板政策号召下城投债发债需求或将提升，再融资环境得到改善。

2018 年以来，经济形势“内忧外患”，下行压力持续增大，三季度 GDP 增速创 2009 年以来新低，其中基建投资增速断崖式下滑至 3.3%，未对经济形成托底作用。为确保经济在合理区间运行，宏观经济调整势在必行。7 月 23 日国常会为下半年的政策定下了总基调，金融政策从稳货币、紧信用转向宽货币、宽信用，财政政策从偏紧转向宽财政、稳基建，去杠杆逐步过渡至稳杠杆；12 月 21 日中央经济工作会议延续国常会思路，强调积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，同时提出 2019 年将较大幅度增加地方政府专项债券规模。相应下半年以来央行实施降准、加大 MLF 投放，财政部要求加快 1.35 万亿地方政府专项债券发行和使用进度，央行“窗口指导”银行增配中低信用等级信用债，银保监会下发《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）等多项措施，为加大基建补短板“保驾护航”。城投企业作为地方基础设施建设的实施主体，再次迎来政策利好，整体有利于行业信用水平维持稳定，预期 2019 年城投企业再融资环境将迎来边际宽松，地方政府基建项目开工及投资规模较 2018 年将有所回升，资金需求加大，城投企业发债需求或将提升。

2. 对地方政府债务管理及城投企业融资延续“严监管”思路，“补短板”前提为不增加隐性债务，城投企业信用资质分化将进一步加剧。

国发 43 号文、《新预算法》构建了地方政府债务管理的法律制度框架，“开前门、堵后门”的基本思路得以确立，此后，中央政府出台多项政策法规不断完善地方政府债务风险管

理体系。防范化解重大风险是中长期目标，而宏观政策微调更多是短期修正，2018 年下半年以来宏观政策调整强调了补短板的基本原则是防范风险，仍要遏制隐性债务的增长。未来，随着地方政府隐性债务风险日益凸显以及防范化解重大风险工作的持续、深度推进，中央对地方政府债务监管势必更加严密，未来城投公司仍将面临高压监管。

防范地方政府债务风险、遏制隐性债务增量，同时还要加大基建补短板力度，“鱼与熊掌兼得”存在极大难度，基于此，基建项目不可能一哄而上，不同区域、不同城投企业融资环境也将有所不同。整体上，政策调整可以促进基建投资、托底经济、稳定就业，为防范发生处置风险的风险提供一定保障，一定程度上缓解了城投企业的流动性不足。但具体而言，有针对性的调整使得不同城投企业融资环境松紧度呈现较大区别，并非所有地方所有城投企业都能享受到政策利好，2019 年城投企业信用资质分化将进一步加剧。信用资质较好的城投企业将获得更多流动性支持，而资质较差城投企业流动性压力将加大。

首先，此次政策调整精准聚焦补短板领域，主要是从脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、乡村振兴等重点领域的重大项目发力，不是鼓励地方盲目上项目、重复上项目，而是强调地方政府要“尽力而为、量力而行”，区分轻重缓急，根据地方财政承受能力和投资能力合理安排项目建设，防范风险仍尤为重要，对于地方财政承受能力有限、地方政府（隐性）债务负担重的地区，相关城投企业融资环境改善空间有限。

其次，目前仍处于政策向下传导的过程，政策的执行效果尚未完全体现。在政策传导的过程中，不同金融机构对政策的理解侧重点不同，尤其是隐形债务的界定不清晰，考虑到今年有多起金融机构给地方基建项目或融资平台公司提供融资被处罚，所以即便政策上引导金融机构合理保障融资平台的合理融资需求，但 2019 年城投企业实际融资情况还取决于金融机构的态度，信贷资源将优先满足重大项目和区域内承担重大项目的主体城投企业，也进一步造成了信用资质的分化。

3. 除关注城投债到期（回售）兑付压力外，2019 年还需关注非标债务集中到期风险，以及隐性债务对城投企业信用水平影响。

2017 年下半年以来，随着资管新规、理财新规等出台，非标业务整顿持续深入，一方面非标融资渠道持续收紧，另一方面非标融资成本水涨船高。部分资质较弱的城投企业在债券市场、银行等渠道融资受限时，宁愿承担高成本而选择非标融资，导致非标债务占整体债务的比例较高，相对资质较好的城投企业，这些城投企业面临更高的财务成本和更大的还本付息压力，更容易出现流动性风险，并逐步向债券市场蔓延，加剧市场风险。2018 年 4 月份以来城投企业非标债务风险暴露与非标债务集中到期也存在较大关系。以信托为例，截至目前存量信托产品规模合计约 3.5 万亿左右，而信托产品的主要投向是房地产和基础设施，基础设施领域的融资人主要是城投企业，而 2019 年上半年，信托产品月均到期规模约为 4,000 亿元，到期集中度仍较高，信托融资占比高的城投企业届时将面临较大的到期偿付和再融资压力，流动性风险不容小觑。

2018 年中央政府下发多个供地方政府学习化解政府隐性债务的文件，并组织地方政府

申报隐性债务，加大隐性债务排查力度，更多的是要掌握债务规模、建立全口径的债务管理和风险预警机制，并不代表未来会进行“第二轮债务置换”，结合8月中旬陕西省略阳县财政局文件中明确表示：“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”，“第二轮债务置换”的幻想基本破灭。此次政策定向微调反复强调的一个“大前提”是不能增加地方政府隐性债务，为避免增加地方政府隐性债务，10月份住建部召开棚改政策座谈会，甚至明确了2019年取消棚改项目的政府购买服务模式，融资以地方政府发行棚改专项债为主。可见债务率严重超过警戒线地区的城投企业融资环境改善空间有限，而财力弱、债务负担过重势必会影响到地方政府对城投企业财政补贴、项目回款等多方面的支持力度，城投企业可从地方政府获得的流动性支持的难度较大，因此2019年对所属地区财力弱、债务负担重的区县级城投企业仍需加强关注。

附件 1 2018 年以来城投企业相关的主要政策

发布时间	相关政策	发布机构	主要内容	主要影响
2 月 8 日	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)	国家发改委、财政部	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公益性资产及储备土地使用权，需要进行剔除。	延续了 43 号文、50 号文等文件的精神。规范城投企业融资，剥离政府隐性融资职能。对城投企业发行企业债提出更高的要求，同时在协同监管模式下进一步规范融资、防范隐性风险。
2 月 24 日	关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知(财预〔2018〕34 号)	财政部	对依法规范地方政府债务限额管理和预算管理、及时完成存量地方政府债务置换工作、着力加强债务风险监测和防范、进一步强化地方政府债券管理四方面提出具体要求。明确将督促高风险地区采取有效措施逐步化解风险，研究制定对高风险地区政府投融资行为的约束性措施。将继续推进发行土地储备和政府收费公路专项债券，扩大项目收益和与融资自求平衡的地方政府专项债券试点范围。	是对此前地方政府债务管理一系列政策的重申和强化，其强化了地方政府债务发行、管理、运行、偿还以及改革等方面的责任，通过强化监管和市场化手段最大限度防范和化解地方政府债务风险。再次强调了开好“前门”，严堵“后门”并举的方式。
3 月 28 日	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)	财政部	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。	对城投企业融资的影响有利有弊。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，获取金融企业融资服务时更具有优势。而财政部公开通报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。
7 月 23 日	“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”	国务院常务会议	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。	整体利好城投企业融资。为避免大水漫灌，强调融资需求的合理性，明确要求保障对象为在建项目。要求相关项目必须要符合相关政策、纳入相关计划，是地方本来就应该推进的项目。市场化原则旨在打破 23 号文之后的金融机构与融资平台之间的合作僵局，有可能进一步导致不同类型、不同地域和资质的城投公司出现分化，符合国家重点建设领域和重大项目规划建设的项目将优先得到融资保障。
7 月 31 日	“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结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度”	政治局会议	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结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度。	加大基础设施领域补短板的力度。在货币政策合理充裕的前提下，明确将基建作为补短板的重点，有望提振表现低迷的基建投资。城投企业作为拉动地方基建投资的主要平台，在基建项目审批和配套融资方面有望得到更多支持。
10 月 11 日	关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见(国办发〔2018〕101 号)	国务院	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。	对 7 月 23 日国务院常务会议补短板相关政策的落地。对于资本金到位、运作规范的必要在建项目和补短板重大项目，将获得合理的融资支持。对金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷的要求和允许债务展期有利于融资平台的再融资，有效化解资金链断裂的风险。

资料来源：联合评级整理