联合信用评级有限公司
2018 年上半年城投行业报告

一、城投行业政策及要闻

1．2018 年上半年，监管政策延续了密集出台的态势，多措并举、疏堵结合，一方面支持地方政府依法依规发行债券，另一方面严防城投公司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。

2018 年上半年，在金融防风险、强监管的主线引领下，对地方政府债务和城投企业融资的监管延续了高压态势，监管政策频出。34 号文、194 号文、23 号文、资管新规等文件陆续出台，沿袭了“开前门、堵后门”的整体思路，对地方政府以及城投行业的融资环境产生了很大的影响。（2018 年上半年出台主要政策详见附件 1）

开前门方面，一是从财政改革角度推动对地方政府财权事权匹配的支持。明确了基本公共服务领域中央与地方共同财政事权范围，一部分基本公共服务领域的支出责任将从地方政府转移至中央政府，为后续优化领域财政事权和支出责任划分改革提供了引领和支撑。二是实现地方政府专项债务额度、品种双提升。政府预算将地方专项债务额度从 2017 年的 8,000 亿元提升到 13,550 亿元；推出了棚改专项债的试点，进一步丰富了地方政府专项债的品种，规范了棚户区改造融资行为。三是进一步鼓励在限额和预算框架内发行地方政府债券，并提供各种利好条件。如 34 号文强调要规范地方政府债务限额管理和预算管理，同时要求加快存量地方政府债务的置换工作；鼓励地方政府提前公布发债计划，鼓励适当增加单只债券规模，推出了 15 年、18 年的长期限品种，允许借新还旧。

堵后门方面，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 15 号文要求人大要对支出预算和政策开展全口径审查和全过程监管，其中政府债务为审查和监管的内容之一。34 号文重申了要对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形债务，规范城投企业融资。一方面 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；《土地储备资金财务管理办法》（财综〔2018〕8 号）规范土地储备资金的来源和用途，有效防止城投公司以土地储备为名的无序举债以及对土地储备资金的挪用和占用；另一方面 23 号文则对金融机构提出要求，规范国有金融企业与地方政府和地方国企的投融资行为，堵住金融机构向地方政府和国有企业提供违规融资的渠道。三是规范清理 PPP 项目和非标融资渠道，防止违规举债另辟蹊径。如资管新规提出“打破刚性兑付，不得开展资金池业务，投资资产要做到资产穿透，投资资产不得期限错配”等要求，对城投企业通过发信托贷款、委托贷款等非标融资渠道产生了较大影响。

2．上半年信用政策持续收紧，城投再融资渠道明显受阻，国有平台非标类产品兑付危机频现。

正值新一轮信用政策收紧的周期，过去几年通过高杆杠负债经营的企业流动性问题日益

凸显，2018 年上半年信用风险从民营企业蔓延至中小房企，再到资质相对较弱的地方政府融资平台。国家大力推进金融及国企去杠杆，叠加地方政府违法违规举债乱象被严格治理，以及城投公司与政府信用逐步剥离的阶段，融资渠道收紧，再融资受阻，导致上半年政府平台政信类产品兑付危机频现，虽然几起风险事件后续都得到化解，但受此拖累，城投企业再融资遭受巨大冲击。

表 1　2018 年上半年国有平台风险事件

时间	相关主体	实际控制人	涉及金额	风险事项	后续处理
1 月 10 日	云南省国有资本运营有限公司	云南省国资委	近 10 亿元	云南省国有资本运营有限公司作为融资人的“中融-嘉润 31 号集合资金信托计划”违约，云南省国有资本运营有限公司作为担保方的“中融-嘉润 30 号集合资金信托计划”出现违约。	已完成兑付
4 月 29 日	天津市市政建设开发有限公司	天津市国资委	5 亿元	天津市市政建设开发有限公司作为融资人的“中电投先融·锐津一号资产管理计划”、“电投先融·锐津二号资产管理计划”3—4 期延期兑付，担保人为天津市政建设集团有限公司。	已完成兑付
5 月 8 日	绿源农产品贸易股份有限公司	自然人	3.08 亿元	绿源农产品贸易股份有限公司作为融资人的“中电投先融-锐源系列资管计划”发生违约，由西安市灞桥区基础设施建设投资有限公司提供担保。	已完成兑付
5 月 10 日	天津房地产集团有限公司	天津市国资委	2 亿元	中信信托公告天津房地产集团有限公司作为融资人的“中信-天房 2 号贷款集合资金信托计划”可能发生无法如期偿付贷款本息的违约风险。	按时完成本息兑付，未发生实质违约
6 月 26 日	内蒙古科尔沁城市建设投资集团有限公司	通辽市科尔沁区人民政府	3 亿元	内蒙古科尔沁城市建设投资集团有限公司作为融资人的“联储证券-政融 1 号集合资金管理计划”出现违约，资金用于科尔沁区工业园基础设施建设，由通辽市城市投资集团有限公司提供连带责任担保。	已完成兑付
7 月 6 日~16 日	黔东南州凯宏资产运营有限责任公司	黔东南州国资委	约 2.3 亿元	黔东南州凯宏资产运营有限责任公司作为融资人的“首誉光控黔东南州凯宏资产专项资产管理计划 1 号”及“首誉光控黔东南州凯宏资产专项资产管理计划 3 号”相继出现逾期违约，资金主要用于棚户区改造项目，黔东南州开发投资有限责任公司为该产品项下还款义务提供无限连带责任担保。	已完成兑付

资料来源：联合评级整理

二、城投债市场分析

1．城投债发行规模较上年同期大幅增长，发行品种以中票和短融为主，短期限品种占比持续上升；江苏省发行规模仍居全国前列，区域分化明显；从发行主体级别来看，高评级主体占比明显上升；发行主体行政级别呈上行态势。

根据 Wind，经联合评级按全市场口径统计并整理，2018 年 1~6 月共发行城投债 1,243 支，涉及 631 个发行主体，发行金额合计 10,956.55 亿元，较去年同期增长 62.21%。

从债券品种来看，2018 年 1~6 月，受发行规模总量上升影响，中期票据、公司债、定向工具、短期融资和超短期融资券等债券品种发行量较去年同期都有所上升，企业债较去年同期有所下降。其中，中期票据和超短融债券的发行规模较上年同期增幅最大，企业债有所减少，主要系上半年发行利率震荡上升，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；公司债发行审核趋严、发行难度增大导致公司债发行规模较上年同期增幅有限。从债券品种来看，2018 年上半年公司债、超短融、中期票据和非公开定向融资工具是城投企业融资的主要工具，其中中期票据和超短期融资券发行规模位居前列。

图 1　城投债种类和规模分布（单位：支、亿元）

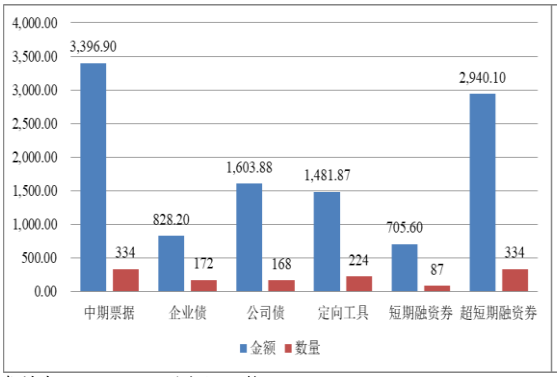
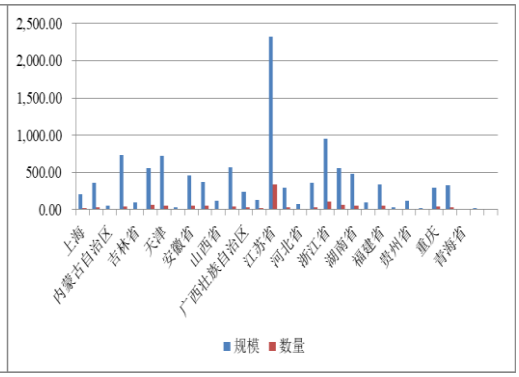


图 2　城投债地域分布（单位：支、亿元）

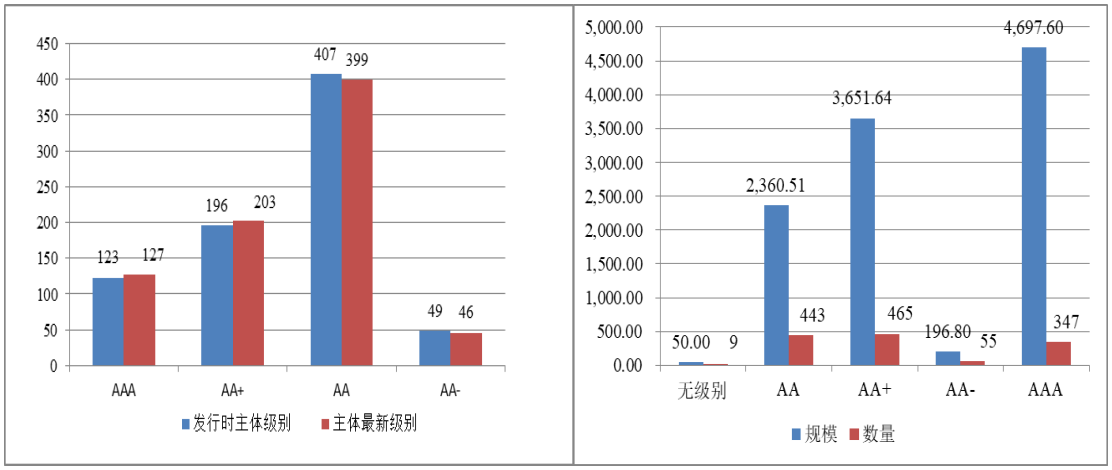


资料来源：Wind，联合评级整理。

从地区分布上看，江苏省作为发债大省，2018 年上半年共发行城投债 348 支，发行规模合计 2,323.21 亿元，较上年同期增长 55.60%，其发行规模占 2018 年上半年发行规模的 21.20%，较上年同期上升 0.54 个百分点。除了江苏省，经济发达的浙江省和北京市 2018 年上半年城投企业发债规模也较大，两个省市的城投企业分别发行 102 支和 47 支债券，发行规模分别为 948.10 亿元和 734.50 亿元，占发行总额的比重分别为 8.65%和 6.70%；西北地区由于经济发展缓慢，地方经济实力较弱，城投企业发债规模相对较小，其中，青海省仅有 1 家城投企业发行了债券。从地域分布来看，城投债发行规模呈明显分化态势，江苏省上半年发债规模远超其他省份。

2018 年上半年发行的城投债中，有 1,310 支债券对主体进行了评级，9 支债券未对主体进行评级。从发行主体的级别来看，在发行时，级别为 AAA 的主体共 347 家，占比较上年同期提高 9.92 个百分点至 26.31%；级别为 AA+的主体共 465 家，占比较上年同期提高 9.06 个百分点至 35.25%；级别为 AA 的主体共 443 家，占比较上年同期下降 17.89 个百分点至 33.59%；级别为 AA-的共 55 家，占比较上年同期下降 1.77 个百分点至 4.17%；2018 年上半年城投行业发债主体级别分布集中度有所下降，虽然 AA 级别的发行主体仍占据大多数，但占比较去年同期（51.48%）明显下滑。2018 年上半年发行债券的主体级别 AAA 的主体大幅增加 129.80%，目前信用政策收紧、信用风险频发的情况下，投资者更倾向于 AA+及 AAA 的高信用级别企业。

图 3　2017 年上半年及 2018 年上半年新发行城投债主体级别分布情况（单位：支、亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理。

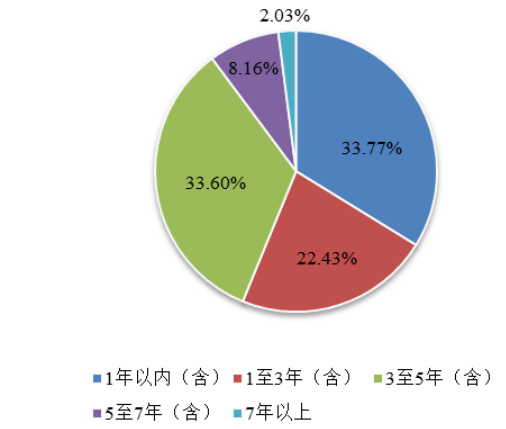
从城投企业的行政级别来看，2018 年上半年发行的 1,319 支债券中，行政级别为省及省会（单列市）的债券规模合计 6,918.00 亿元，占比为 63.14%；行政级别为地级市的债券规模合计 2,934.28 亿元，占比为 26.78%；行政级别为县及县级市的债券规模合计 1,104.27 亿元，占比为 10.08%；总体看，相较于上年同期地级市级别的城投公司发行债券数量最多、规模最大的情形，2018 年上半年城投债发行主体行政级别上行明显，省及省会（单列市）的城投公司发行债券数量最多、规模最大。

2．由于资金面趋紧、发行利率上行，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；从发行利差来看，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。

从类别来看，受发行规模总量上升影响，除企业债发行量较去年同期微幅下降外，其余各债券品种发行量较去年同期都有所上升，其中中期票据和超短期融资债券增幅较大，分别较去年同期增长 142.34%和 79.60%。2018 年 1~6 月中期票据和超短期融资债券发行规模最大，分别为 3,396.90 亿元和 2,940.10 亿元，分别占上半年城投债发行规模的 31.00%和 26.83%；公司债和定向融资工具规模分别为 1,603.88 亿元和 1,481.87 亿元，分别占总发行规模的 14.64%和 13.52%；企业债和短期融资债券规模最小，分别占总发行规模的 7.56%和 6.44%。

从发行期限来看，2018 年 1~6 月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 10.19%，城投债发行仍以中短期为主，1 年及以下的比重为 33.77%，1 至 3 年（含）比重为 22.43%，3 至 5 年（含）的发行规模也达到 33.60%。

图 4　2018 年 1~6 月城投债分期限的发行规模



资料来源：Wind，联合评级整理

从利率发行区间来看，2018 年 1~6 月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，其中 AAA 城投企业发行利率区间上升到 3.65%~7.50%，发行利率区间较大，但发行利率低于 4.00%和超过 7.00%的仅为个别债项，发行利率主要集中在 4.00%~6.00%，其中主体级别为 AAA 的深圳能源集团股份有限公司发行的“18 深能源 SCP004”票面利率低至 3.65%，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 2　2017 年 1~6 月和 2018 年 1~6 月发行的城投债利率区间（%）

	2018 年 1~6 月		2017 年 1~6 月	
级别	发行利率区间	中位数	发行利率区间	中位数
AAA	3.65~7.50	5.13	3.69~6.37	4.74
AA+	4.50~7.95	5.99	3.88~7.00	5.24
AA	5.00~8.50	6.88	4.12~7.50	5.80
AA-	5.70~8.10	7.40	4.99~7.80	6.38

资料来源：Wind，联合评级整理

从各省份的发行利率来看，经济欠发达及债务负担较重地区发行利率普遍较高，2018 年上半年贵州、云南、湖南、陕西等地发行利率处于较高水平。其中，AAA 级别发行利率区间整体差别不大，AA+及 AA 级别利率差别较为明显。

表 3　2018 年 1~6 月主要省份发行的城投债利率区间（%）

地区	2018 年上半年			
	AA-	AA	AA+	AAA
广东		5.00~6.98	4.98~6.70	3.65~6.50
江苏	5.70~6.40	5.37~8.00	4.85~7.80	4.10~6.10
山东	7.78	5.69~7.75	4.80~7.00	4.52~6.09
浙江		5.39~7.50	4.55~7.00	4.38~5.64
河南		5.28~7.50	4.84~6.49	3.87~5.46

四川	7.50~8.10	5.80~8.50	4.83~6.99	4.70~6.40
湖北	7.00~7.80	5.60~7.88	5.03~7.10	4.73~6.89
河北	7.5	5.04~7.60	4.58~6.40	5.13
湖南	7.00~8.00	5.76~8.50	4.50~7.70	4.30~5.60
福建		5.40~7.00	4.79~7.20	3.90~5.65
上海	--	--	4.79~6.00	4.15~6.50
北京		5.44~7.50	4.83~6.27	4.10~5.99
安徽	6.50~6.98	5.67~7.50	5.69~6.93	4.58~5.50
辽宁		7.00~7.98		5.8
陕西		5.37~8.00	5.85	4.91~6.85
江西	6.80~7.50	5.35~7.60	4.87~6.80	4.49~5.82
广西		5.85~7.50	4.93~7.50	5.23~5.87
重庆	7.49	5.37~7.50	5.20~6.80	4.90~5.36
天津		6.27~7.15	5.15~6.87	4.40~6.50
云南		6.15~8.40	5.33~7.50	4.90~7.50
黑龙江		6.70~7.80	6.04	
内蒙古		7	5.00~7.50	
吉林			5.57~7.95	5.16~6.15
山西		5.60~8.00	5.00~6.99	
贵州	8	7.80~8.30	4.90~7.60	
新疆		5.53~7.50	5.09~6.80	6.50~6.58
甘肃		6.60~7.50	5.00~6.80	5.25~5.28
宁夏			5.30~5.85	5.01

资料来源：Wind，联合评级整理

从发行利差来看，2018 年 1~6 月，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 4　2017 年 1~6 月和 2018 年 1~6 月份城投债利差分布情况（支、%、BP）

主体级别	2018 年 1~6 月发行利差				2017 年 1~6 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	339	90~397	185	183	144	57~277	158	158
AA+	456	140~482	256	256	223	74~353	208	209
AA	406	184~517	330	325	418	143~394	257	259
AA-	32	216~447	351	343	32	197~446	294	296
无级别	9	308~447	381	382	9	203~344	279	282

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

3．截至 2018 年 6 月底，存量城投债以中期票据、企业债和公司债为主，江苏省存量规模领跑全国，2021 年为存量城投债兑付高峰。

根据 Wind 概念板块城投债口径，截至 2018 年 6 月底，存量城投债余额为 89,151.01 亿元。从存量城投债品种分布来看，截至 2018 年 6 月底，存量城投债中企业债和中期票据占比仍较大，分别为 43.36%和 21.53%；从存量城投债级别分布来看，AAA 级别占比仍最大；从地域分布来看，江苏省存量规模遥遥领先，湖南、浙江、重庆、四川等地存量规模紧随其后。

图 5　截至 2018 年 6 月底存量城投债品种分布情况

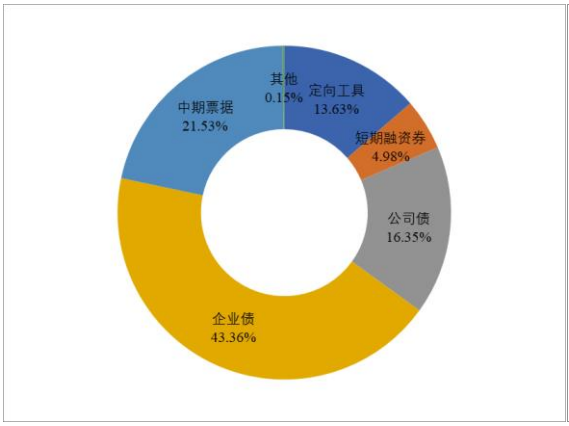
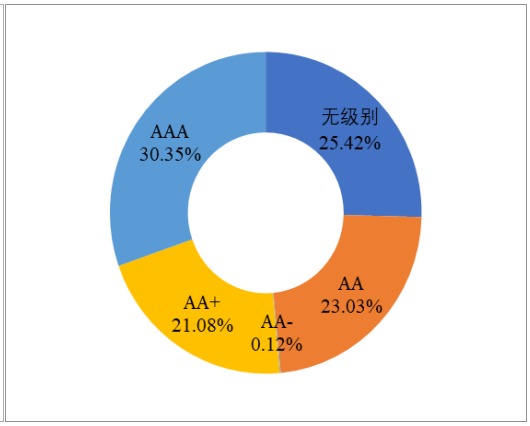
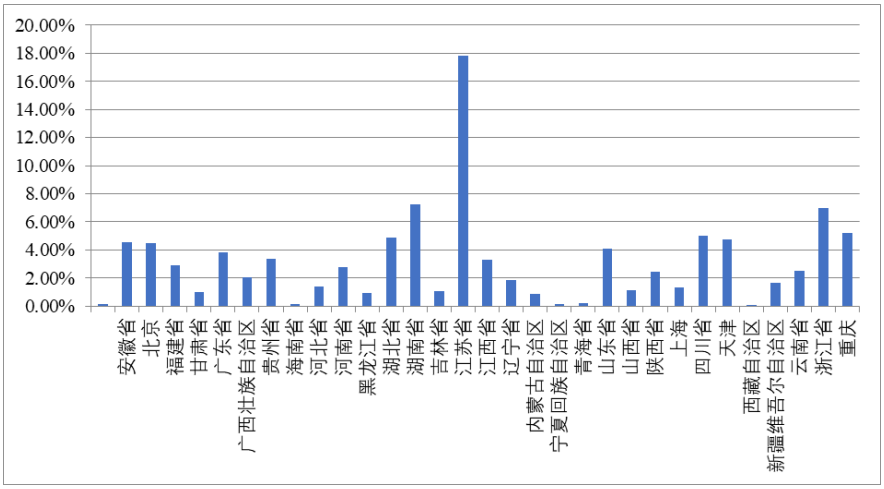


图 6　截至 2018 年 6 月底存量城投债级别分布情况



资料来源：Wind，联合评级整理。

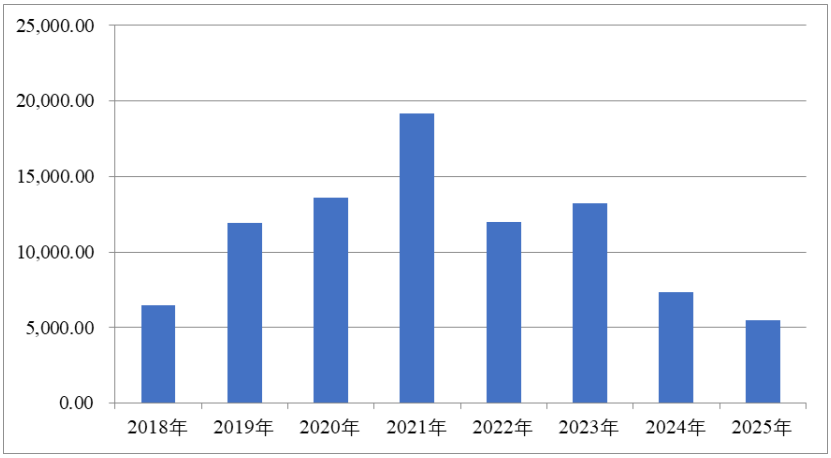
图 7　截至 2018 年 6 月底存量城投债地域分布情况



资料来源：Wind，联合评级整理。

从存量城投债到期情况来看，2018~2021 年，城投债到期规模逐年增大，偿付压力也逐年增加，2021 年为存量城投债的兑付高峰，对城投公司的偿债能力也是极大的考验，较大的债务周转压力或将促使城投债发行规模扩大。

图 8　截至 2018 年 6 月底存量城投债到期分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理。

分地区来看，2018 年下半年江苏省到期规模达 1,614.80 亿元，远高于其他省份；未来三年，江苏、重庆、天津、湖南、浙江等地到期规模排名前列，债务周转压力不减。

表 5　截至 2018 年 6 月底主要区域存量城投债到期分布情况（单位：亿元）

2018 年下半年		2019 年		2020 年		2021 年	
区域	到期规模	区域	到期规模	区域	到期规模	区域	到期规模
江苏省	1,614.80	江苏省	2,444.74	江苏省	2,486.62	江苏省	2,006.24
北京	444.00	重庆	757.00	天津	909.80	湖南省	1,112.15
浙江省	411.90	天津	717.85	浙江省	908.24	浙江省	890.20
广东省	339.00	北京	637.00	重庆	791.90	四川省	856.98
重庆	312.03	浙江省	572.70	湖南省	721.00	山东省	569.65
陕西省	290.50	广东省	514.70	北京	686.60	安徽省	557.95
湖南省	289.60	河南省	475.72	广东省	540.12	重庆	544.83
天津	265.20	云南省	450.10	云南省	537.80	湖北省	469.10
湖北省	257.00	四川省	450.05	四川省	518.96	天津	432.10
四川省	241.20	湖南省	438.70	福建省	485.60	福建省	410.00

资料来源：Wind，联合评级整理。

从净融资来看，2018 年上半年城投债净融资额为正，主要发债地区城投债融资均呈净融入状态，在其他融资渠道受限的背景下，尽管发行利率持续上行，城投企业仍倾向于通过发行债券融资缓解资金压力。

表 6　截至 2018 年 6 月底主要区域城投债净融资情况（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	1,244.95	2,323.21	1,078.26	河南省	302.00	362.00	60.00
浙江省	397.51	948.10	550.59	云南省	257.10	361.00	103.90
北京	414.50	734.50	320.00	福建省	236.00	341.50	105.50

天津	533.50	727.00	193.50	陕西省	293.00	331.40	38.40
广东省	512.00	572.50	60.50	重庆	228.30	296.60	68.30
四川省	344.50	560.70	216.20	江西省	139.00	293.90	154.90
湖北省	141.00	551.90	410.90	广西	202.00	241.00	39.00
湖南省	304.50	479.54	175.04	上海	139.80	210.00	70.20
安徽省	130.00	461.20	331.20	新疆	61.00	126.50	65.50
山东省	211.00	369.70	158.70	贵州省	30.00	118.00	88.00

资料来源：Wind，联合评级整理。

4．从级别迁徙情况来看，从级别迁徙情况来看，2018 年上半年城投企业级别调整情况较多，主体级别上调仅 60 家，6 家主体级别下调，城投行业整体信用状况较为稳定。

截至 2018 年 6 月末，城投类存在有效级别的发债主体合计 2,207 家，，其中 AAA 级主体 184 家（占 9.08%），AA+级主体 430 家（占 21.21%），AA 级主体 1,186 家（占 58.51%），AA-级主体 209 家（占 10.31%），A+、A、A-和 BBB 级主体分别为 12 家、3 家、2 家和 1 家，合计 18 家（占 0.89%）。从级别迁徙情况来看，全市场中城投企业主体信用级别呈上升趋势，2018 年上半年共有 60 家城投企业主体级别发生上调，相比 2017 年上半年的 86 家，2018 年上半年城投平台级别上调的个数大幅减少，主要可能与 2017 年部分城市经济“挤水分”，区域经济及财力增幅未有显著提高甚至下滑，部分城投公司于 2018、2019 年迎来偿债高峰期，加之 2017 年以来融资环境收紧，短期偿债压力陡增等原因有关。当然，部分城投公司由于外部环境显著改善、获得外部支持力度大、自身经营及财务状况向好等原因，在 2018 年上半年依然得到了主体级别上调。其中，6 家主体级别由 AA+调高至 AAA（上年同期为 17 家），37 家主体级别由 AA 调高至 AA+（上年同期为 50 家），16 家主体由 AA-调高至 AA，1 家主体由 A+调升至 AA-。

2018 年上半年，仅有 6 家城投企业级别调低（2017 年上半年为 7 家）。城投行业级别调整以调高为主，反映出在宏观经济进入“新常态”、产业债信用风险水平上升、民营企业大量爆发违约事件的背景下，城投债的信用质量仍具有一定比较优势。

图 9　2018 年上半年城投企业主体级别迁移矩阵

		2018 年 6 月末								
2017 年末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB	合计
	AAA	179								179
	AA+	6	393							399
	AA		37	1169	4					1210
	AA-			16	204	1				221
	A+				1	11	1			13

	A						2			2
	A-							2		2
	BBB								1	1
	合计	**185**	**430**	**1185**	**209**	**12**	**3**	**2**	**1**	**2027**

资料来源：Wind，联合评级整理。

级别上调方面，主体级别由 AA+上升至 AAA 的企业主要是直辖市、省级或经济相对发达地区（如杭州市萧山区、余杭区）的综合产业投融资平台和城市基础设施开发建设主体，评级机构将其主体级别上调，主要原因一方面是考虑到当地区域经济实力较强，且稳定发展，对城投企业发展及再融资提供了较为良好的环境；另一方面是进一步肯定了上述企业的平台地位，并考虑到多数获得了较大力度的外部支持（如股权划拨、资产或资金注入、债务置换），资本实力显著提升。

主体级别由 AA 上升至 AA+的企业较多，级别上调的原因主要有：（1）区域经济及财政实力保持增长；（2）公司获得较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和抗风险能力（资产或资金注入、股权划拨、项目拨款），或降低了债务负担（获得政府债务置换）；（3）公司自身经营及财务状况向好，部分企业是当地公用事业的运营主体，具有区域专营性，经营相对稳定，或者所从事的土地开发及基础设施建设业务规模较大、持续性强，可为未来收入增长提供支撑，或者基础设施及土地整理业务在 2017 年的回款情况大幅改善等；（4）另有一些企业级别提升有特殊原因，①所在区域扩容或撤县设区，如宁波市海曙广聚资产经营有限公司[1]、重庆市永川区惠通建设发展有限公司[2]等；②城投公司的业务范围扩大（如泰州凤城河建设发展有限公司 2017 年业务范围由凤城河景区扩大到泰州市、并参与泰州市重大项目建设）。

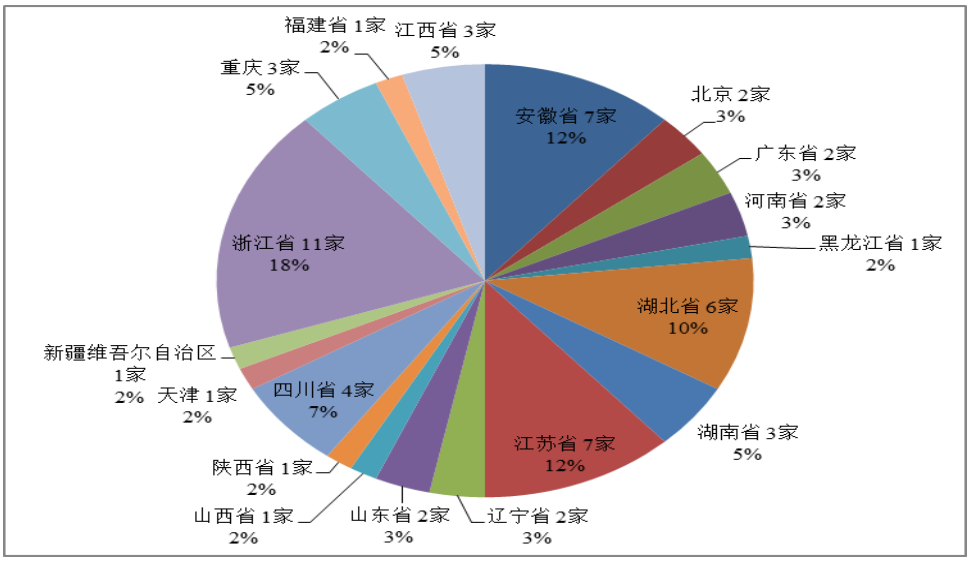
有 16 家城投企业主体级别由 AA-上调至 AA，级别上调的原因基本一致，包括：（1）区域经济及财政实力增强，为公司发展提供良好的外部环境；（2）公司获得较大力度的外部支持，主要是资产划拨和财政补贴；（3）自身经营情况较好，上述企业多为区县级平台，从事的业务主要是基础设施建设和土地开发整理，评级机构对其级别上调的原因，很多是考虑到公司项目储备较为丰富、投资规模较大、业务持续性好。

主体级别被下调的主要原因包括：（1）所处区域的经济总量偏低，财政实力一般，；（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。

[1] 2016 年 11 月，宁波市发布文件进行行政区划调整，将宁波市鄞州区的集士港镇、古林镇、高桥镇、横街镇、鄞江镇、洞桥镇、章水镇、龙观乡、石碶街道划归宁波市海曙区管辖；该公司所属的宁波市海曙区区域范围得到扩容。
[2] 随着 4.95 平方公里的西部片区建设和 17 平方公里的城东新区规划启动，永川新城总规划面积由原来的 20.80 平方公里扩展至 42.75 平方公里。

从地域来看，级别调高企业分布较为广泛，主要分布在浙江、江苏、湖北等经济发展水平较高、地方一般预算收入平稳增长地区的数量较多，其中浙江省 11 家、江苏省 7 家、湖北省 6 家；级别调低的 6 家企业中，2 家位于辽宁省，2 家位于云南省。

图 10　级别调高城投企业地区分布情况



资料来源：联合评级整理

5．城投债境内外级别变化对比分析

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；而国内评级机构对这几家城投企业主体级别及展望均无调整，与国际评级出现背离，可能主要是国内外评级方法差异导致。

表 7　2018 年上半年城投企业国际评级下调情况

评级机构	主体	降级前	降级后	展望
惠誉	内蒙古高等公路建设开发有限公司	BBB	BBB-	负面观察
惠誉	徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司	BB+	BB	移出负面观察名单，稳定
惠誉	盐城东方投资开发集团有限公司	BB+	BB	移出负面观察名单，稳定
惠誉/标普	江苏新海连发展集团有限公司	BB+	BB	维持负面观察名单
惠誉	淮安交通控股有限公司	BB+	BB	稳定
惠誉	淮安开发控股有限公司	BB+	BB-	移出负面观察名单，稳定
惠誉	江苏瀚瑞投资控股有限公司	BB+	B+	移出负面观察名单，稳定
惠誉	宿迁经济开发总公司	BB	BB-	移出负面观察名单，稳定
标普	镇江交通产业集团有限公司	BB	BB	负面观察

资料来源：联合评级整理

三、 财务表现分析

1．从城投企业自身债务和实力来看，2017 年以来城投类企业债务负担持续加重，债务增速明显提升；

从负债率看，2014 以来，城投类企业资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈逐年上升态势，2017 年以来债务指标增速明显，城投类企业债务负担持续加重。从债务规模看，截至 2017 年末，城投类企业全部债务余额为 33.22 万亿元，较上年末增长 17.06%，债务增速明显提升；2014 年以来，城投类企业债务期限结构逐步长期化，短期债务占比持续下降，但 2017 年以来，受市场环境影响新增融资短期化加剧，导致长期债务占比增速明显放缓，截至 2017 年末长期债务占比 78.61%，较年初的 78.42%略有提升。

图 11　2014 年以来城投类企业债务指标走势

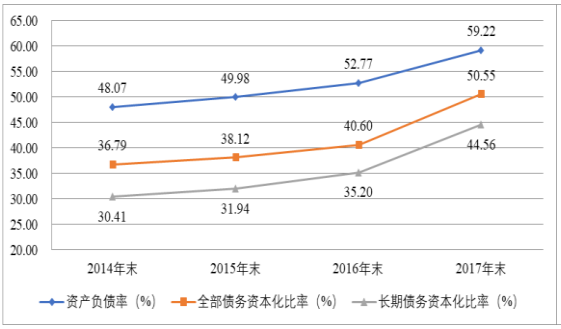
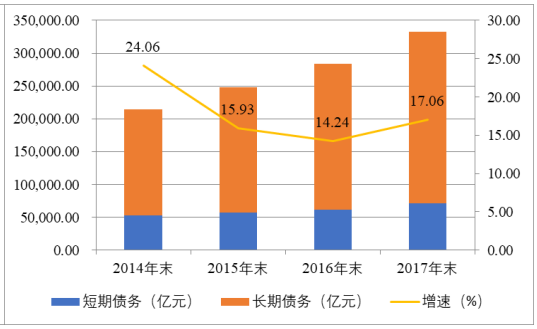


图 12　2014 年以来城投类企业债务规模走势



资料来源：Wind，联合评级整理

2．从外部流动性及偿债能力来看，现金流状况有所恶化，受融资趋紧影响，净融资规模有所下降；长、短期偿债能力均有所弱化。

从现金流状况来看，2017 年，城投企业现金流状况有所恶化，经营活动及投资活动现金流净流出规模持续扩大，受紧缩的信用政策影响，城投类企业融资环境及融资渠道收紧，筹资活动现金流净流入规模同比有所下降；从收入实现质量来看，城投公司现金收入比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）全行业平均值较 2016 年下滑 0.91 个百分点，收入实现质量下降，对城投企业偿债形成不利影响。

图 13　近两年城投企业现金流状况

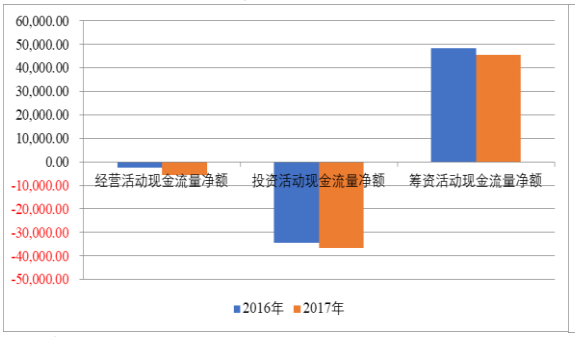
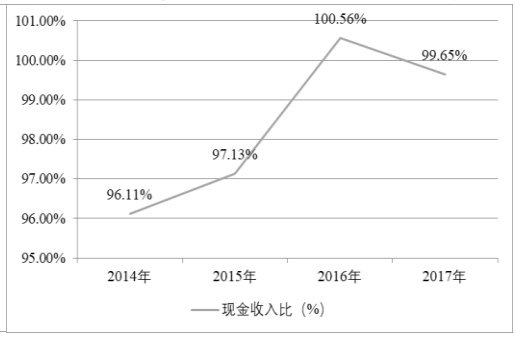


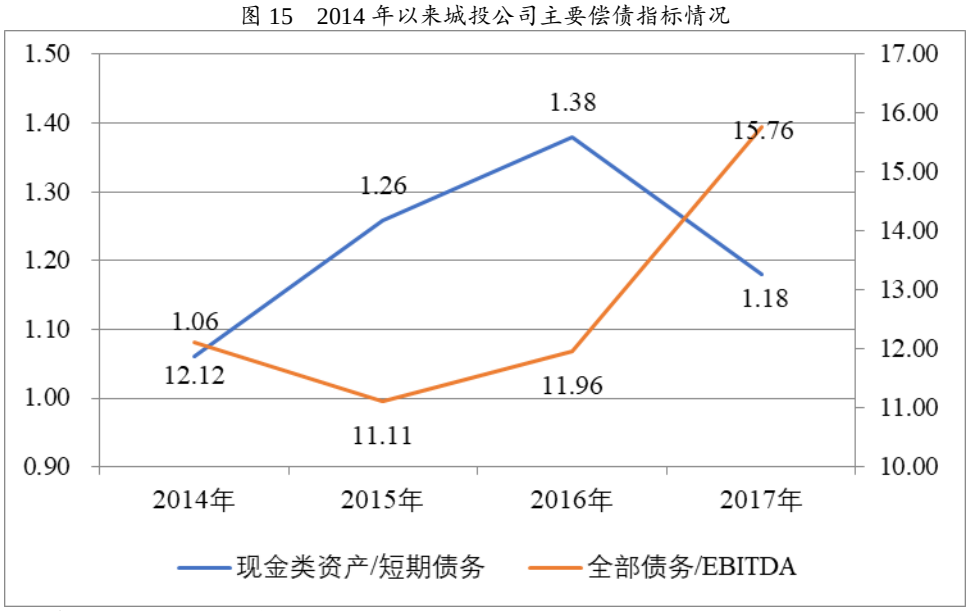
图 14　2014 年以来城投企业现金收入比情况



数据来源：Wind，联合评级整理

从偿债能力来看，2017 年，整体融资环境和市场资金环境趋紧，城投债发行规模较上年大幅下降，账面资金储备减少，全行业现金短期债务比在下降至 1.18 倍，短期偿债能力有所弱化。2017 年，城投公司全行业的全部债务/EBITDA 较上年大幅增长，债务偿还能力持续下降。

图 15　2014 年以来城投公司主要偿债指标情况



数据来源：Wind，联合评级整理

四、城投债信用风险展望

1．国常会释放宽松信号，更好发挥财政金融政策作用，要求金融机构保障融资平台合理融资需求，加之央行持续投放流动性，下半年信用基本面宽松可期，为城投企业再融资提供有利环境。

2018 年 7 月 23 日，国务院常务会议部署更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展，信用政策持续收紧的风向出现转变。会上提出保持宏观政策稳定，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。通过财政金融政策协同发力，积极的财政政策要更加积极，稳健的货币政策松紧适度、保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，引导金融机构降准资金用于支持小微企业、市场化债转股等，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等方式为经济发展“保驾护航”。此外，6 月份以来央行增加 MLF 操作规模，中长期流动性支持力度明显加大，净投放规模创近一年来新高，市场短期流动性得到明显改善。经历了上半年信用政策持续收紧，流动性风险加速暴露，资本市场股债双杀，违约事件频发，下半年政策基调改变，未来信用宽松可期，积极的财政政策更加积极或将带动基建投资增速回升，特别提出金融机构保障融资平台公司合理融资需求，也利好城投企业下半年年融资，预计城投债发行将提速，发行规模也将提升。

2．防风险为重中之重，地方政府债务管理体系日趋完善，未来对地方政府及融资平台违法违规举债监管仍将从严，城投公司将加速与地方政府信用剥离。

防范化解金融风险及地方政府债务风险为防范化解重大风险的重中之重，中央政府对地方政府债务的监管思路和监管目标都非常明确，2018 年上半年监管政策延续了密集出台的态势，发改委、财政部通过“194 号文”、“23 号文”等重申城投公司信用与政府信用脱钩，城投公司不得依托政府信用进行融资，对地方政府及政府融资平台违法违规举债打击力度有增无减，对金融机构为地方政府及政府融资平台提供融资也不断加强约束。在此背景下，地方政府债务管理体系持续完善，以加强防范地方政府债务风险。目前政策体系及地方政府债务管理制度体系下，地方政府通过发行地方政府债券和转变投融资体制等方式逐步收回信用资源，进一步推进地方政府债务和城投公司债务的切割，剥离融资平台政府融资职能成为必然的改革方向，未来城投公司可获取的信用支撑将逐步减弱，与地方政府信用剥离或将加速。

3．城投公司承担的职能并未发生实质变化，短期内仍具有较强的不可替代性，地方政府支持意愿仍较强烈，整体信用水平保持稳定，但经济财政实力较弱、债务负担较重地区对政府平台支持显现“力不从心”，加剧信用风险分化。

从宏观经济增长、远期城镇化水平提高的层面来看，城投公司作为基础设施建设投融资、建设、运营的主体，短期内其承担的职能和所处的地位具有不可替代的作用，在一定时期内将长期存在，去政府化周期较为漫长，当前经济下行的背景下，地方政府对城投公司仍表现出较强的支持意愿，加之下半年信用政策放宽松，财政政策将更加积极，基础设施建设领域补短板持续发力，城投再融资压力减轻，城投行业发生系统性风险的概率仍不大，整体信用水平仍较稳定。但如贵州、云南、内蒙古、天津等经济财政实力弱或债务负担偏重的地区，2018 年以来陆续出现了国有平台非标产品延期兑付、逾期等风险事件，表现出所属地区偿债能力的弱化，加剧了城投公司信用风险的分化。同时，在逐步进行市场化转型、与政府隐形担保脱钩过程中，城投类企业信用风险也将逐步暴露，信用水平分化或将加剧。

4．仍需关注 AA+（含）以下级别的城投平台，尤其是 AA 及其以下的城投公司信用风险，以及 2019 年到期债务规模较大的地区城投企业信用风险。

2018 年上半年城投企业信用资质分化明显，低信用资质级别城投企业一方面融资成本较高，再融资压力较大；另一方面，大部分低信用资质城投企业所属行政级别较低或所处地区经济财政实力偏弱，可获得外部支持力度偏弱，或地方政府不能及时与城投企业进行结算，导致城投企业回款无法保障，进而影响到其流动性。下半年仍需重点关注 AA 及其以下级别城投企业的流动性风险。此外，重庆、天津、云南、四川、湖南等债务负担较重地区 2018 年下半年及 2019 年城投债到期规模仍较大，需关注这些地区下半年城投债融资情况，是否能够保证短期内到期债务顺利周转。

附件 1　2018 年上半年城投行业主要政策明细

发布时间	相关政策	发布机构	主要内容	主要影响
1 月 17 日	土地储备资金财务管理办法（财综〔2018〕8 号）	财政部、国土资源部	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，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。	是对《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》、《土地储备管理办法》的贯彻，土地储备资金将进一步规范。土地储备资金只能来源于财政资金和土地储备专项债。有效防止了以土地储备为名的无序举债以及对土地储备资金的占用、挪用。
1 月 27 日	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（国办发〔2018〕6 号）	国务院办公厅	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。	确定基本公共服务领域共同财政事权范围，为部分基本公共服务事项保障制定了“国标”，更为后续分领域财政事权和支出责任划分改革提供了引领和支撑。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。
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 1 日	关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知（财预〔2018〕28 号）	财政部、住房城乡建设部	对地方政府为棚户区改造举借、使用、偿还专项债务进行了规定。明确了发行棚改专项债券的发行主体、限额管理、预算编制、预算执行和决算、监督管理等要求。	进一步丰富了地方政府专项债券的品种，有利于完善政府专项债券管理，规范棚户区改造融资行为，遏制地方政府隐性债务增量，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作。预计棚改项目将会更多转向棚改专项债。
3 月 6 日	关于人大预算审查监督重点向支出预算和政策拓展的指导意见》（中办发〔2018〕15 号）	中共中央办公厅	明确了政府预算的定位和支出预算、支出政策的涵义。人大对支出预算和政策开展全口径审查和全过程监管，包括：支出预算的总量与结构、重点支出与重大投资项目、部门预算、财政转移支付、政府债务。	是对预算法、监督法关于人大预算决算审查监督特别是支出预算和政策审查监督规定的细化深化。其中政府债务为审查和监管的五大内容之一。有利于硬化地方政府预算约束，坚决制止无序举债搞建设，规范举债融资行为。
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。
4 月 24 日	财政部关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知（财金〔2018〕54 号）	财政部	明确了对前期核查存在问题的 173 个释放项目的分类处置，形成清退出库项目清单、调出示范项目清单、限期整改项目请单。强调各地要加强项目规范管理，包括夯实项目前期工作、切实履行采购程序、严格审查签约主体、杜绝违法违规现象、强化项目履约监管。坚持政企分开原则，加强 PPP 项目合同签约主体合规性审查。	再次强调了财金函〔2016〕47 号文中国有企业或地方政府融资平台公司不得代表政府方签署 PPP 项目合同的相关规定，同时要求地方政府融资平台公司不得作为社会资本方。结合此前相关文件规定进行判断，应该是在银监会大名单监管类融资平台不得作为社会资本方，退出类融资平台仍可参与。
4 月 27	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（银发〔2018〕106 号）	央行、银保监会、证监会、外管局	对资产管理产品进行分类，统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。	为资管产品制定了统一的监管标准，为行业健康发展提供了制度保证，利好行业整体发展。但短期内对资管行业有一定冲击，银行理财产品所受影响较大。对于城投企业而言，以信托贷款、委托贷款为主的非标融资渠道将会受限。对于非标融资比例较大的城投企业而言，非标融资续作和新增将会受限。但对于金融生态较好、其他融资渠道较为畅通的区域，城投企业所受影响有限。

资料来源：联合评级整理

附件 2　2018 年上半年城投企业级别调整主要原因

级别变动方向	级别调整因素	发债主体	具体原因
调高	区域经济及财政实力快速增长	宁乡城建	2017 年，宁乡市地区生产总值同比增长 10.3%，
		温岭国投	2017 年温岭市 GDP 同比增长 7.90%，公共财政收入同比增长 10.37%
		成都兴蜀投资	2017 年崇州市地区生产总值同比增长 10.5%，公共财政收入同比增长 20.96%
	区域扩容、地位提高等	海曙广聚	宁波市行政区划调整，海曙区辖区扩容后财政收入有较大幅度增长，区域实力显著增强
		即墨城投	即墨市撤市设区，成为青岛市的城区，未来青岛市政府将在政策和资源方面给予即墨市一定的倾斜，带动当地经济持续增长
		天津临港投资	2017 年，临港经济区与天津保税区合并，两区优势互补，且两区合并后，公司所处临港经济区将成为重点发展区域，未来发展潜力大
		重庆永川汇通	永川区启动新区规划建设，公司可开发面积扩大，土地整治及基础设施建设业务发展潜力大
	外部支持：注入资产	常德市德源投资	2017 年，常德经开区管委会向公司及其子公司注入价值合计 194.62 亿元的土地
		钟祥城投	2017 年地方国资委、政府以货币资金对公司增资 10.00 亿元，向公司注入国有土地使用权和货币资金入账价值达 9.57 亿元，公司资本实力显著增强
	外部支持：股权划拨	佛山公控	2017 年，佛山市国资委将佛山金控 100%股权及佛山铁投 20%股权划转给公司，提升了公司资产及权益规模
		闽西兴杭	上杭县国资委将上杭县汇杭投资经营有限公司 100%股权无偿划转至公司，有助于公司参与境外项目的投资及并购等业务
		盐城高新投	2017 年，盐城市盐都区政府无偿将盐城市盐龙湖生态风景保护区开发建设有限公司 100%股权划入公司，进一步扩大了公司的经营区域范围。2018 年 5 月，为鼓励和支持公司股权投资业务，盐城高新区管理委员会无偿划拨盐城盐龙创业投资有限公司为公司子公司
	外部支持：债务置换	萍乡城投	2017 年，公司获得政府债务置换资金 12.97 亿元，资本实力提升
		闽西兴杭	截至 2017 年底，公司纳入地方政府一类债务余额 6 亿元，预计 2018 年可实现置换
	企业经营及竞争实力：自身经营情况较好，业务多元化、收入规模提升，且业务持续性较好	乐清国投	主业继续保持良好的运营态势，营业总收入稳步增长，主业现金回笼情况尚可，可为项目开展提供一定支持
		盘山国资	公司业务结构较为多元化，房屋出租业务收入大幅增长
		建安投资	公司是亳州市最重要的城市综合运营主体，业务涵盖亳州市多个领域，土地业务大幅增长，拥有土地资源充足，未来仍可实现较大收入，金融板块布局初步完成
		南阳投资	公司项目储备充足，基建业务持续性强
	企业自身财务状况：债务负担降低，资产质量较好	瑞安国投	2017 年剥离部分子公司和偿还部分借款，资产负债率降低，债务负担减轻
		浏阳城建	债务期限结构较为合理，外部融资渠道畅通，并拥有一定规模的未受限土地资产，可为项目后续开发和偿债提供必要的保障
		七台河城投	公司土地资产较为充裕，可为公司提供一定的融资弹性
调低	区域经济实力较弱、业务持续性低、盈利能力弱、资产质量差、债务负担重、对外担保面临代偿风险等	海丰县海业基础	1、经济总量偏低，外部发展环境一般；2、公司代建业务量小，仍未实现收入，土地返还收入实现质量差，且未来无持续性；3、流动资产以待开发土地为主，资产流动性弱。
		禹州投资	1、营业收入回款质量进一步下降，回款质量很差，对外筹资压力上升；2、土地类资产、公益性资产占比高，且对政府应收类款项大幅增长，资产质量差；3、公司有息债务规模大幅增长，短期偿债压力很大；4、公司向股东分配大额利润，权益稳定性一般
		大洼县临港生态新城投资	1、收入规模大幅下降，期间费用增加，整体盈利能力弱；2、资产以划拨土地为主，资产流动性及整体资产质量较差；3、无在建及拟建基础设施项目，基建业务持续性差；4、公司对外担保的部分单位存在资产负债率高、经营亏损，公司面临或有风险；5、募投项目未按前期预测实现收入，收入持续性存疑，且公司现金类资产有限，依靠自身偿付本金压力较大；6、大洼区政府未按照约定向公司注入资本金。
		北票建投	1、核心资产主要沉淀于房产和土地资产，部分已抵押影响实际变现能力，此外当地房地产市场低迷对实际价值产生不利影响；2、较大量资金被当地政府及下属单位占用，且回收期限不确定；3、对外担保使得公司面临或有风险；4、融资渠道受限，未受限货币资金量相对于债务偿付明显不足，财务弹性弱；5、2018 年 3 月，北票市政府将北票建投股权划拨至新组建的恒源国资，公司由市国

			资局直属单位变为其下属二级单位，有股权变更风险
		云南路桥	1、受公司承接施工业务量下降等影响，2017 年公司营业收入大幅下降；2、受债务人阳鹿公司破产清算影响， 公司对阳鹿公司的 2.47 亿元未确认债权计提资产减值损失；3、2017 年，公司工程施工业务新签合同额和年末在手合同额持续下降，对未来稳定经营构成不利影响；4、公司应收个旧项目和磨思公路项目的款项较大，资金回收时间仍存在较大不确定性；5、受持续亏损影响， 公司所有者权益下降幅度较大；6、跟踪期内，受计提大额资产减值损失以及财务费用上升的影响，公司持续出现大幅亏损， 盈利能力趋弱；6、公司有息债务规模仍较大，部分债券面临回售，有集中偿付压力
		楚雄州投资	1、公司资产流动性偏弱且应收类款项规模大；2、公司对营业收入占比较大的二级子公司云南路桥股份有限公司控制力弱；3、受路桥股份对未能收回的已完工未结算债权计提资产减值损失影响，公司利润总额持续为负，工程施工板块新签合同数量大幅下降且金额很小，公司已完工项目中个旧项目和磨思公路项目应收账款金额仍较大，资金回收时间依旧存在较大不确定性，由此导致的现金流不足将对公司债务兑付产生较大影响

资料来源：联合评级整理

注：云南路桥的控股股东为云南省第四公路桥梁工程有限公司，楚雄州投资持有云南省第四公路桥梁工程公司 100%股权，并将云南路桥纳入财务报表合并范围。

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。