

半年度报告

2019年7月22日

城投融资改善发行交易回暖，稳增长防风险机遇挑战并存

——城投行业 2019 年上半年回顾与展望之市场运行篇

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

卞欢 010-66428877-199

hblian@ccxi.com.cn

刘心荷 010-66428877-280

xhliu@ccxi.com.cn

相关报告：

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险——地方债与城投行业 2019 年上半年回顾与展望之政策篇，2019 年 7 月 19 日

融资模式现重大突破，专项债资本金如何撬动基建？——《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》点评，2019 年 6 月 13 日

新形势下企业项目收益债还能走多远？，2019 年 5 月 8 日

稳增长与防风险力求平衡，隐性债务化解持续推进——地方债与城投行业 2019 年一季度回顾与展望之政策篇，2019 年 5 月 5 日

发行交易持续回暖，风险分化隐忧未消——城投行业 2019 年一季度回顾与展望之市场运行篇，2019 年 4 月 29 日

补短板新增专项债加速发行，稳投资撬动规模有望翻倍——地方政府专项债一季度回顾与展望，2019 年 4 月 25 日

专项债助力财政政策更积极，发挥补短板与稳投资强功效，2019 年 4 月 24 日

主要观点

运行情况：发行显著回暖、融资改善，城投分化持续。

- 存续期债券：AAA 级城投存量占比增加，企业债存量占比回落。
- 一级市场：规模回升利率波动下行，中低等级、借新还旧占比回升。2019 年上半年，城投债券发行持续回暖，城投债券发行规模达到 15873.60 亿元，同比大幅回升；虽然发行仍以 AAA 级为主，但其占比有所回落；同时中低等级、借新还旧占比回升，私募债占比快速上升；发行利率波动下行，结构性分化进一步加剧。
- 二级市场：交易行情显著回暖、收益率回落，信用利差分化明显。上半年资金面整体合理宽松，货币市场利率回落，城投债券交易热情明显提升。现券交易规模达到 39845.65 亿元，同比、环比均大幅回升；不同期限收益率走势分化，短期限收益率回落幅度较大；AA-级信用利差较去年底收窄幅度最大，海南省城投债信用利差最高。

信用状况：城投等级调整均为上调，非标违约同比增长约两倍。

- 信用事件：低行政层级非标违约仍较严重，信托产品违约明显增加，17 个城投企业涉及非标债务违约事件。
- 评级调整：上半年未出现评级下调，评级上调主因为地区经济发展、政府支持增加、经营能力提升。
- 提前兑付：提前兑付规模同比回落，中高评级债券占比回升

到期情况：7-12 月月均到期规模超千亿，债务滚动压力仍然较大。

- 到期及回售压力仍较大，到期债券主体仍以中高等级为主。下半年，9 月份的到期及回售压力尤为突出；到期及回售主体仍以 AAA 级为主，且占比有所回升。
- 江苏到期规模仍然居首，含特殊条款债券占比持续提升。内含特殊条款债券占比达到 50.27%，较去年底增加约 2 个百分点。
- 超过六成涉及到期及回售主体经营性现金流不能覆盖有息债务。企业依托自身经营性现金流偿付债务的压力较去年底明显加大，对再融资及流动资产变现的依赖度有所增加。

展望：机遇与风险并存，关注城投分化背景下的结构性机会

上半年，货币市场流动性继续保持合理充裕，货币市场利率回落，城投债一、二级市场明显回暖，但是城投债面临市场化转型要求，结构性分化态势仍在加剧，针对重点领域和薄弱环节等重大项目的城投将获得更多支持。下半年，城投债务偿付压力仍然较大，在经济下行压力有所增加背景下，防风险仍将是城投行业监管政策的重点。下阶段可重点关注：

- 1) 关注 6 月份专项债新规对城投企业融资环境的改善
- 2) 关注隐性债务化解、城投市场化转型所带来的利好影响
- 3) 关注“旧改”中城投企业的机遇
- 4) 关注城投企业非标债务及或有债务，防范风险共振
- 5) 关注宏观经济下行压力加大背景下，财力较弱地区城投信用风险

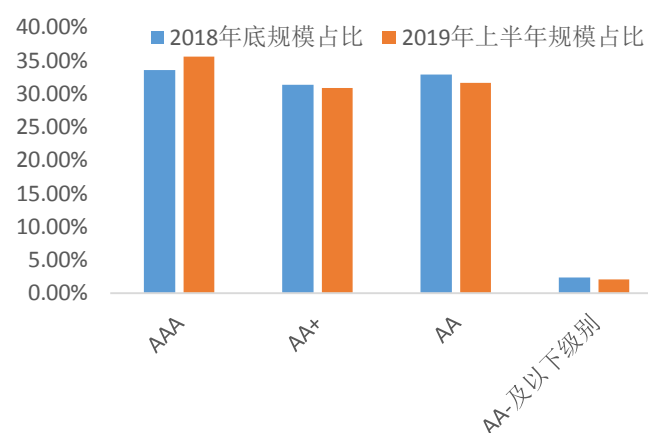
2019年上半年,在宏观调控延续稳增长与防风险动态求稳的背景下,货币政策维持结构性宽松,城投行业融资环境有所改善。一方面,稳增长要求下城投行业的政策环境边际改善,鼓励城投精准聚焦重点领域和重大项目,城投债发行、交易较去年明显改善;另一方面,防风险要求仍较严格,监管要求持续推进隐性债务化解,城投市场化改革持续,城投分化仍将延续。同时,城投非标违约数量同比上升,下半年城投企业仍然面临较高的到期及回售压力。本文通过对2019年上半年城投行业表现进行梳理,并结合政策走势及到期情况,对下半年城投行业机遇与风险进行展望。

一、运行情况：发行显著回暖、融资改善，城投分化持续

(一) 存续期债券：AAA级城投存量占比增加，企业债存量占比回落

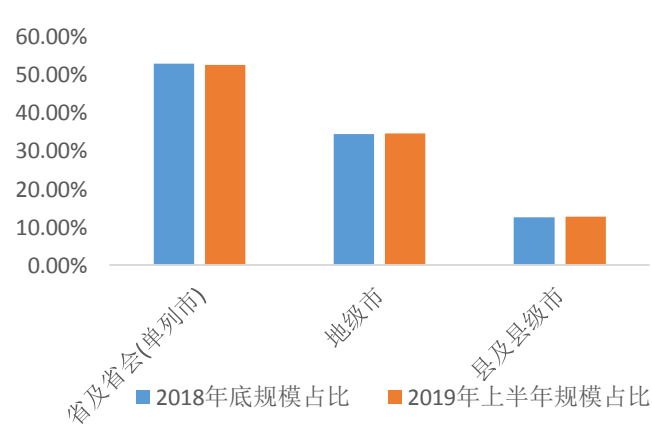
进入2019年以来,截至6月底,存量城投债券9375只,规模达到82591.28亿元,较2018年底77238.88亿元增长6.93%。**从级别分布看**,AAA级主体所发行城投债券规模占比达到35.53%,较2018年底增长约2个百分点,而AA级和AA级以下级别规模占比回落约1.5个百分点;**从行政级别看**,省级城投所占比例最大,市级城投规模占比略有增加。**从债券种类看**,除企业债、定向工具占比回落外,其余城投债券规模占比均较去年底有所回升。

图 1: AAA 级主体存量规模较去年底明显增加



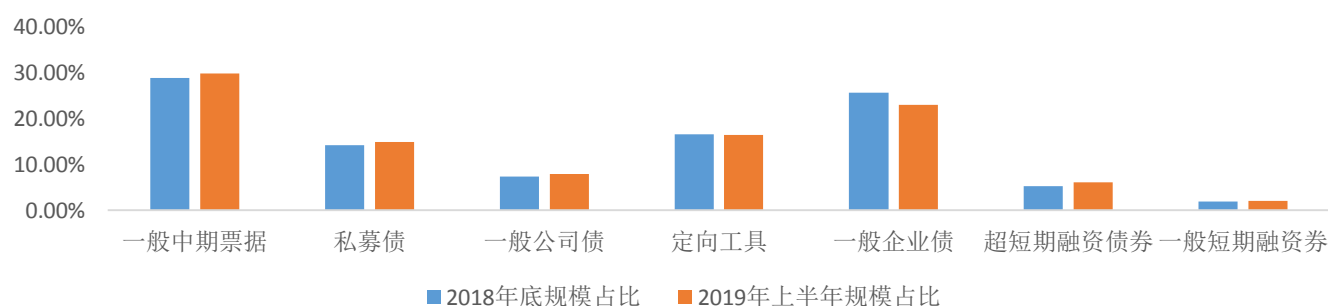
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 2: 市级城投占比略有增加



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 3: 企业债、定向工具占比回落，其余占比均有所回升

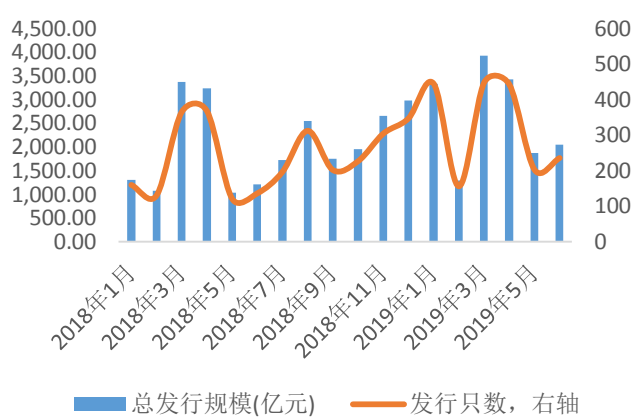


数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 一级市场: 规模回升利率波动下行, 中低等级、借新还旧占比回升

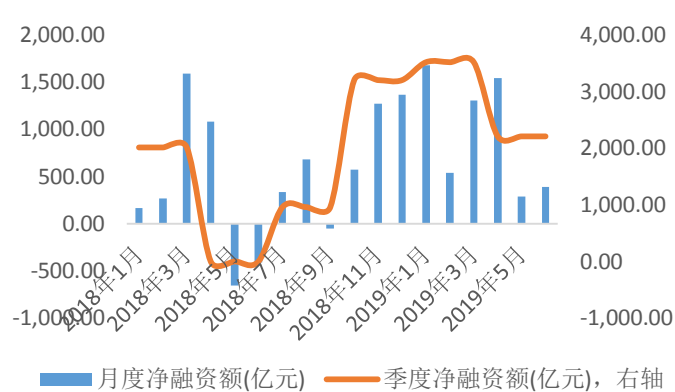
2019年上半年, 城投债券发行规模大幅回升, 城投债券共计发行 1928 只, 发行规模达到 15873.60 亿元, 同比大幅回升 41.80%。从发行走势看, 发行规模波动较大, 其中, 一季度发行 8534.78 亿元, 除 2 月外, 每月发行规模均高于去年同期; 二季度发行 7338.82 亿元, 4 月份发行规模较大, 5 月发行规模回落后, 6 月略有回升, 二季度每月发行规模均超过去年同期。从净融资额看, 净融资额达到 5728.73 亿元, 上半年内走势略有回落, 但规模已达到去年同期两倍有余。

图 4: 城投债发行规模较去年同期明显增加



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 5: 净融资额持续为正, 二季度较一季度回落



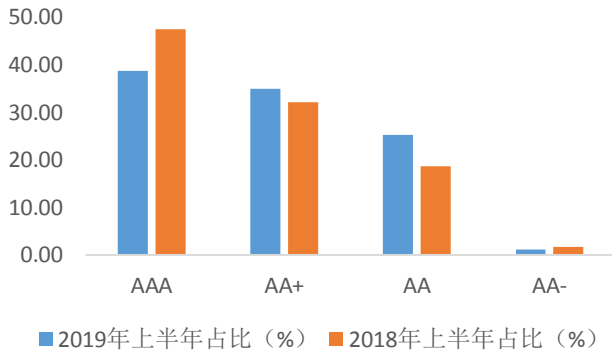
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

1. 中低等级、借新还旧占比回升, 私募债占比快速上升

从债券主体信用等级看, 上半年发行的城投债以 AAA 级为主, 占比 38.68%, 但同比回落超过 8 个百分点, AA 级占比增速最快, 同比增长接近 7 个百分点达到 25.21%。从债券种类看, 超短融占比仍然最高, 达到 24.08%, 但是同比回落约 7 个百分点; 而包含私募债在内的公司债发行规模占比在上半年达到了 23.92%, 仅次于超短融, 同比回升约 9 个百分点。从发行方式看, 私募债发行规模在发行总额中的占比同比大幅增加, 占比从 2018 年上半年的 7.70%, 增长到 2019 年上半年的 17.50%, 同比回升超过一倍。从债券募集资金用途看, 受 3 月份交易所窗口指导放松部分城投发行再融资债券的影响, 在披露资金用途的债券中, 67.94% 的债券募集资金用途为借新还旧, 同比回升 4.48 个百分点, 回升幅度持续提高。从发行期限看, 新发行城投债仍然以 1 到 5 年期限为主, 占比达到 59.77%, 而且同比增长约 20 个百分点, 占比大幅度回升。从发行区域看, 江苏省发行规模仍然居全国首位, 发

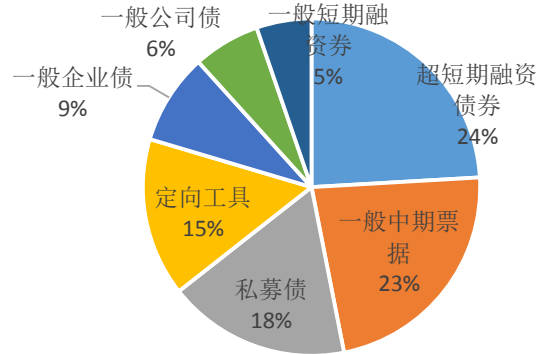
行规模 3480.64 亿元，同比增长 48.03%，规模占比达到全国的 21.95%，其次为浙江、四川，而青海虽然发行规模较小，但是增长速度最快，达到 300%。

图 6:AA 级城投债发行占比提升最快



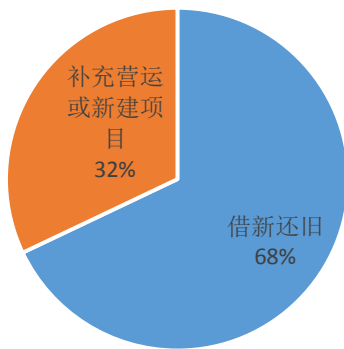
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 7: 新发城投债以超短融为主, 公司债¹ 占比增长最快



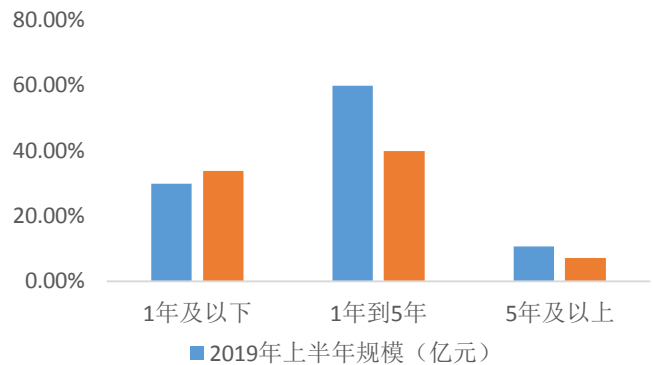
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 8:近七成新发城投债用途为借新还旧



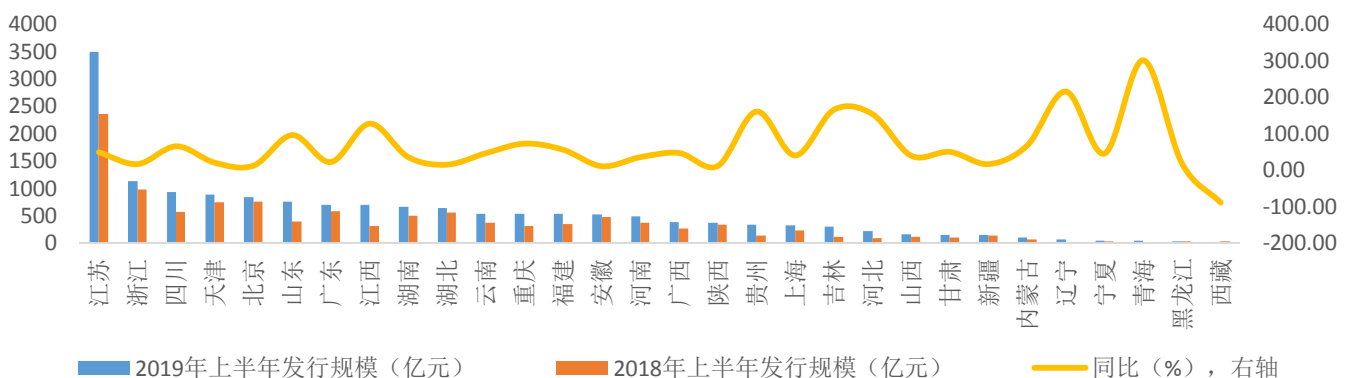
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 9: 新发城投债期限以 1-5 年期为主



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 10: 上半年, 江苏发行规模最大, 其次为浙江、四川, 青海同比增长最大



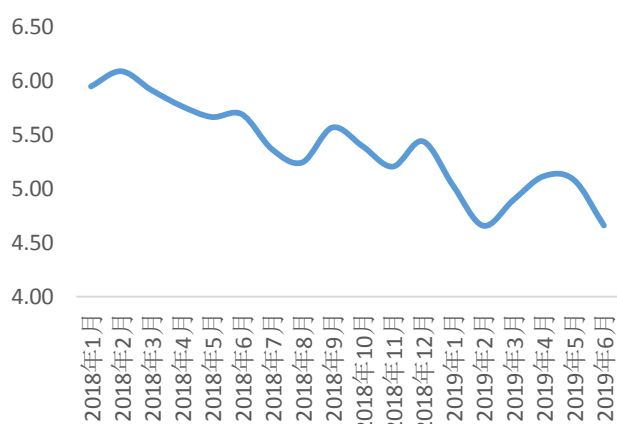
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

¹ 包含一般公司债和私募债。

2. 发行成本波动下行，高等级、高行政层级回落幅度较大

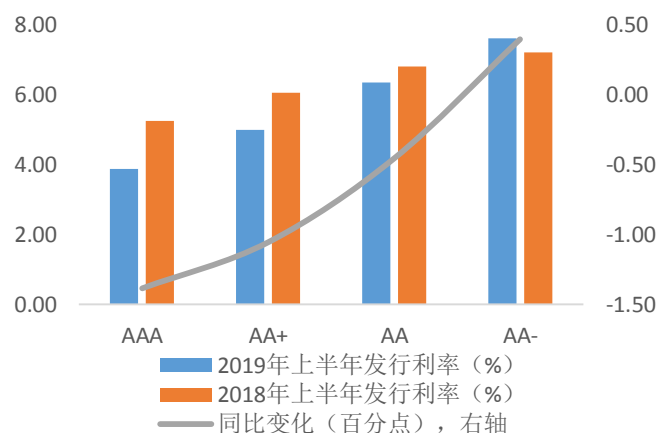
从发行成本整体走势看，受益于上半年市场流动性合理充裕，货币政策保持结构性宽松，城投债发行利率波动下行，3月、4月受基准利率收紧的影响，城投债发行利率有所回升；从信用等级看，各信用等级发行成本明显分化，AA级和AA级以上级别的城投债发行成本较2018年上半年明显回落，其中AAA级回落幅度最大，加权平均发行利率回落超过1个百分点，AA-级城投债发行成本则同比回升0.40个百分点；从债券种类看，各券种发行成本均回落，其中短融、超短融、一般公司债回落幅度居前三，同比降幅均超过1个百分点，而企业债发行成本下降最少，发行成本仍然最高，加权平均发行利率为6.41%；从城投企业行政层级看，各行政层级城投企业发行成本均回落，省级城投企业发行成本同比下降最为明显，加权平均发行利率仅为4.38%，同比下降1.16个百分点。

图 11: 发行成本保持波动回落态势



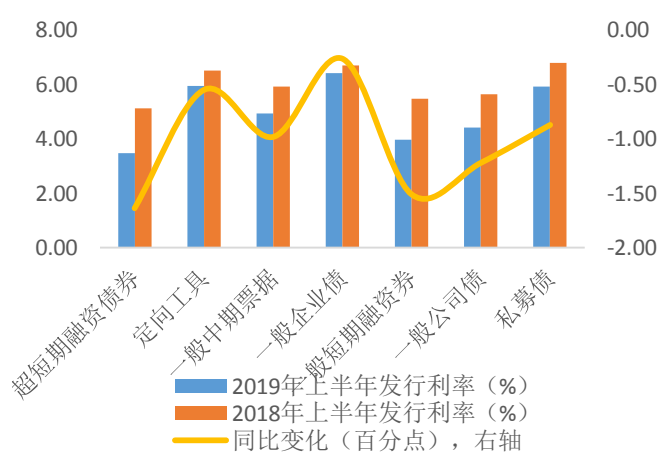
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 12: 除 AA-级外发行成本均回落



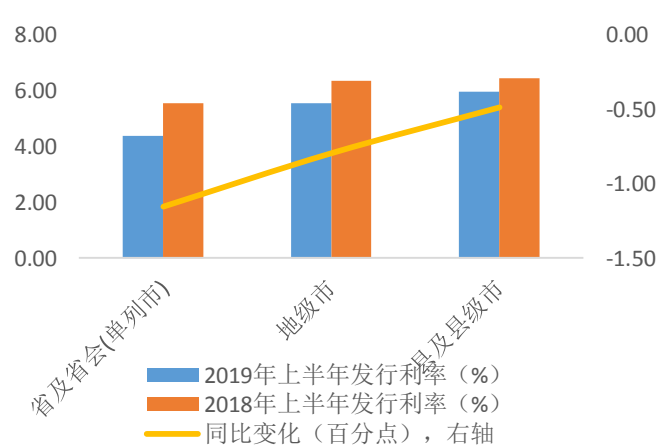
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 13: 各券种发行成本整体回落



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

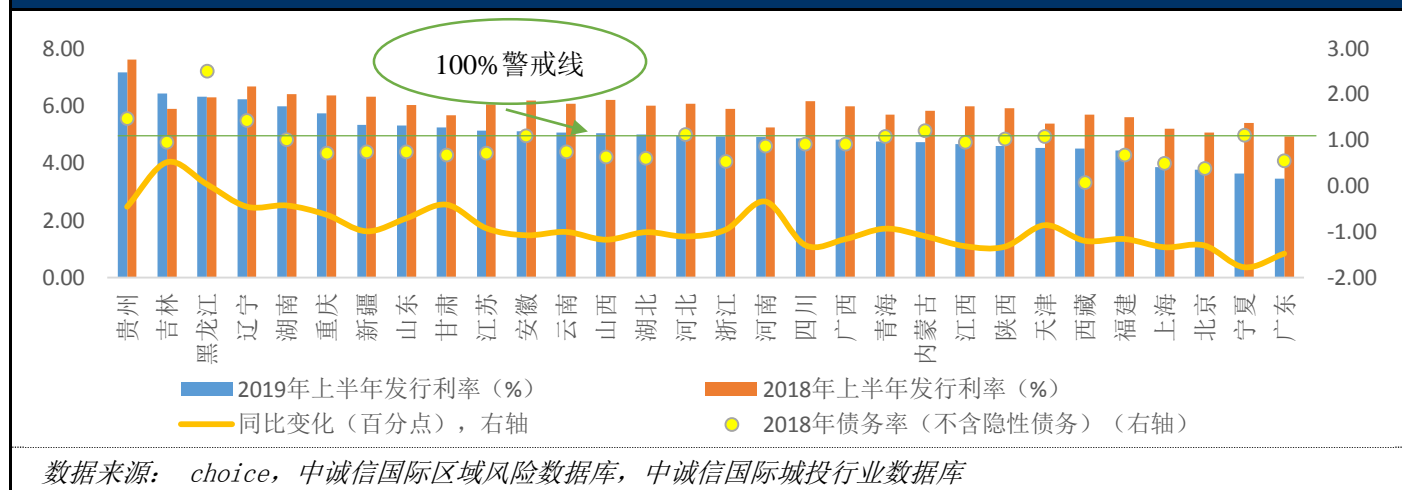
图 14: 省级城投发行成本回落幅度仍然最大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

从发行区域看，2019年上半年贵州、吉林、黑龙江、辽宁等地区城投债的发行成本较高，相应的，这些地区政府2018年债务率²也较高，除吉林外均超过100%的国际公认警戒线，黑龙江更达到250%；从发行成本变化情况看，除吉林、黑龙江发行成本同比分别回升0.52、0.04个百分点，其余省份发行成本均呈现回落，东北地区发行成本的上升或加剧该地区债务滚动压力。

图 15：城投债发行成本整体回落，区域分化较为明显



(三) 二级市场：城投债交易行情显著回暖、收益率回落，信用利差分化明显

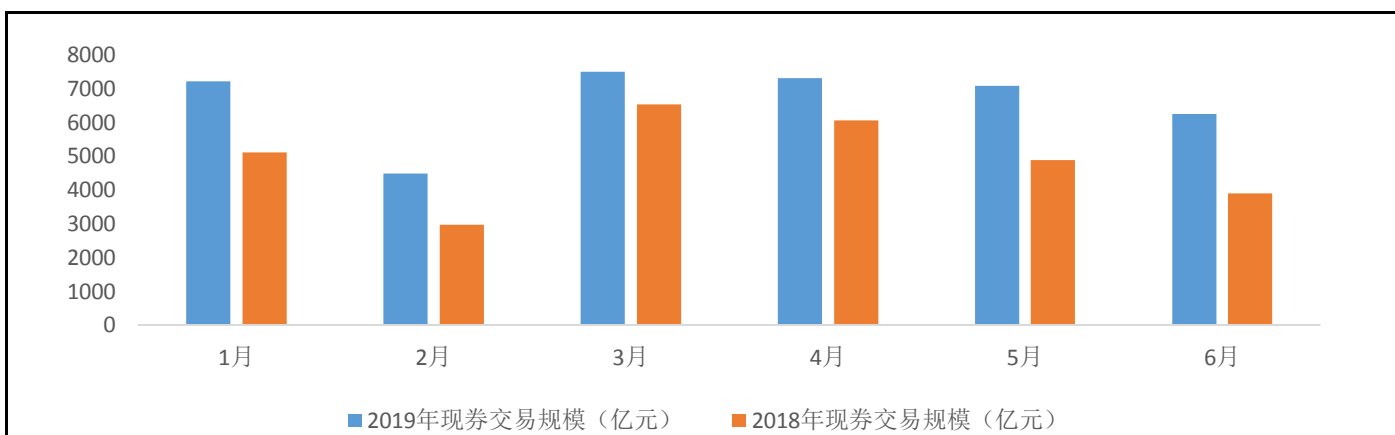
1. 现券交易规模同比大增，不同期限收益率走势持续分化

上半年，资金面整体合理宽松，货币市场利率回落，城投债券交易热情明显提升，城投债现券交易规模达到 39845.65 亿元，同比增长 35.22%，环比增长 14.52%，占信用债二级市场交易比例仍然接近 40%，占比较为稳定。从级别分布来看，交易以中高级别为主，AA+级和以上级别交易规模占总额比³达到 75.25%。从月度现券交易走势看，交易规模变化较为平稳，仅 2 月回落较大，每月的交易规模均高于去年同期；从到期收益率走势看，收益率波动下行，但各期限走势分化明显，短期债券收益率回落幅度明显大于中长期限。

图 16：每月城投债现券交易规模均高于去年

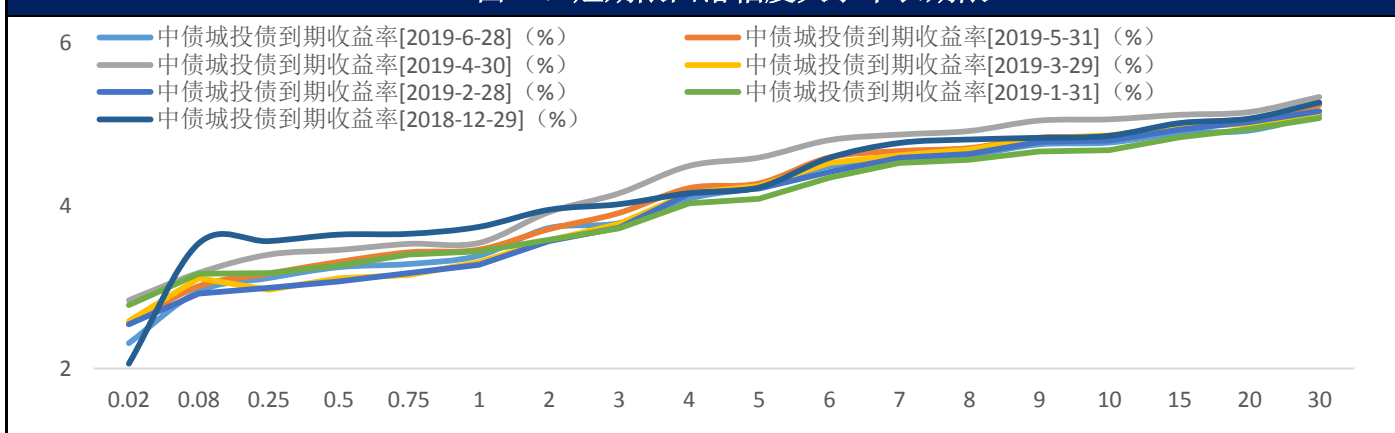
² 不含隐性债务

³ 按照有级别的总量统计



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 17: 短期限回落幅度大于中长期限



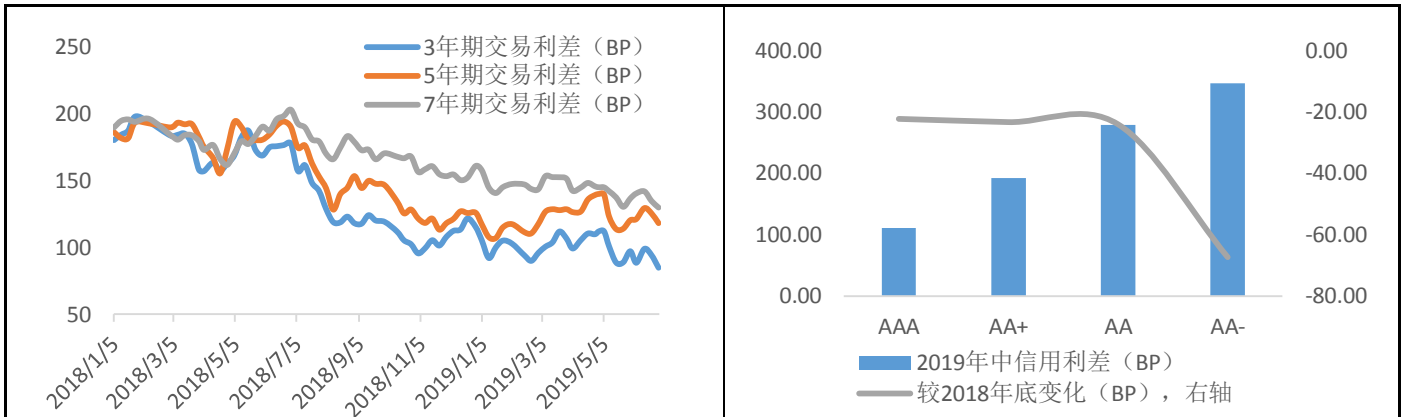
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

2. AA-级信用利差较去年底收窄幅度最大，海南省信用利差最高且较去年底走阔

从交易利差看，上半年，各期限城投债交易利差延续收窄态势，3年期收窄幅度最大；从级别分布看，各等级信用利差均收窄，AA-级信用利差较去年底收窄幅度最大，而月度变化趋势上，高等级信用利差收窄幅度较小，低等级信用利差收窄幅度较大；从区域看，绝大多数省份信用利差出现不同程度收窄，但是海南省城投债信用利差最大且较去年底走阔，走阔幅度达86bp。

图 18: 各期限城投债交易利差收窄态势不变

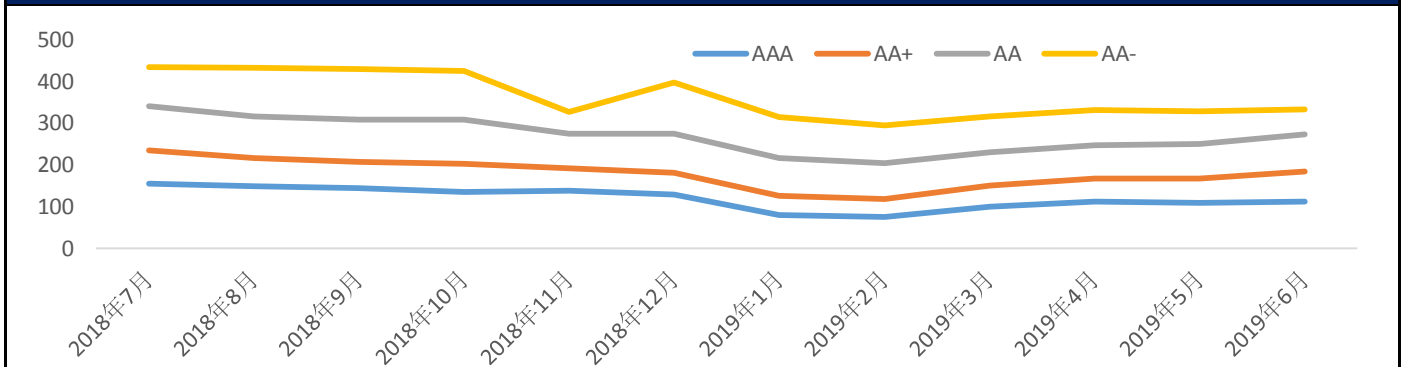
图 19: AA-级信用利差较去年底收窄幅度最大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

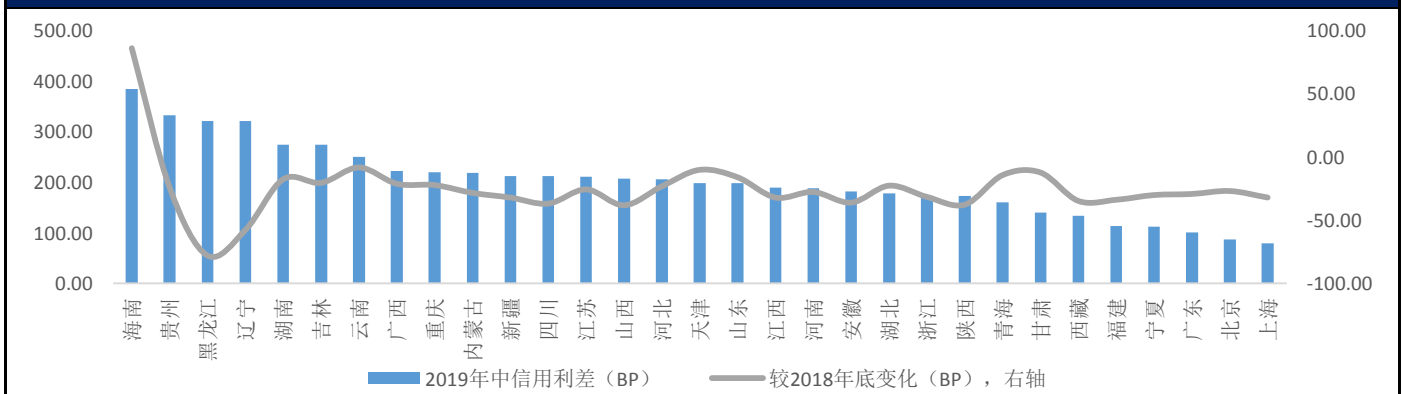
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 20: 2019 年上半年各等级信用利差较 2018 年底收窄, AA-级收窄幅度最大



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 21: 海南信用利差较去年底明显走阔, 其余省份均收窄



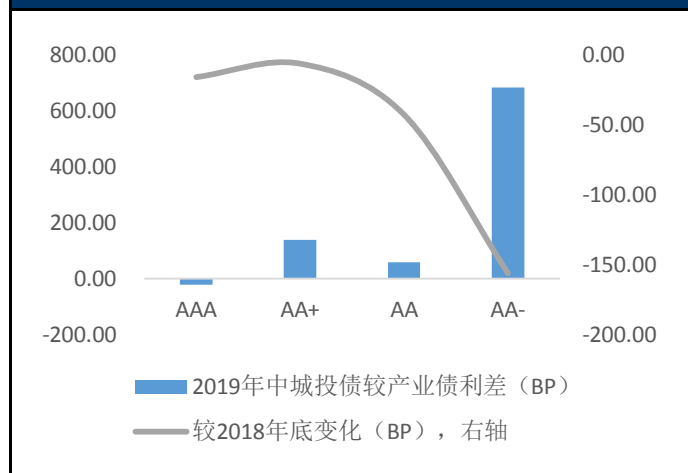
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

城投债较产业债利差⁴持续分化, 其中 AAA 级城投债较产业债利差在各等级中最低, 利差为-20.46bp, 较 2018 年底收窄 16.18bp; AA-级利差最高, 达到 682.86bp, 较 2018 年底收窄幅度也最大, 收窄 156.01bp。从地区分布看, 广东、吉林城投债较产业债利差居前, 同时利差较去年底有所走阔; 而宁夏城投债较产业债利差最低, 收窄幅度却最大, 收窄超过 1500bp。从不同等级城投债月度走

⁴ 本报告城投债与产业债利差样本选取 2019 年中的城投债与产业债中期票据进行比较, 城投债较产业债利差为产业债中债估值收益率减去城投债中债估值收益率

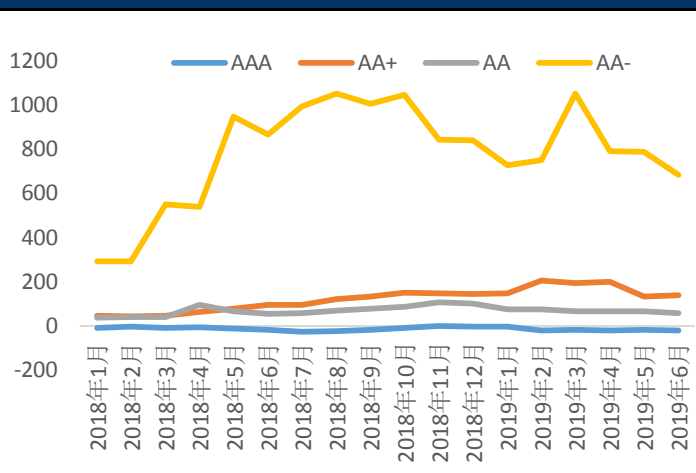
势看，AA-级城投债较产业债利差收窄幅度最大，其余等级城投债较产业债利差走势较为平稳，但是不同等级之间区别明显，AAA 级利差持续为负，AA-级波动最大。

图 22：AA-级城投债较产业债利差收窄幅度最大



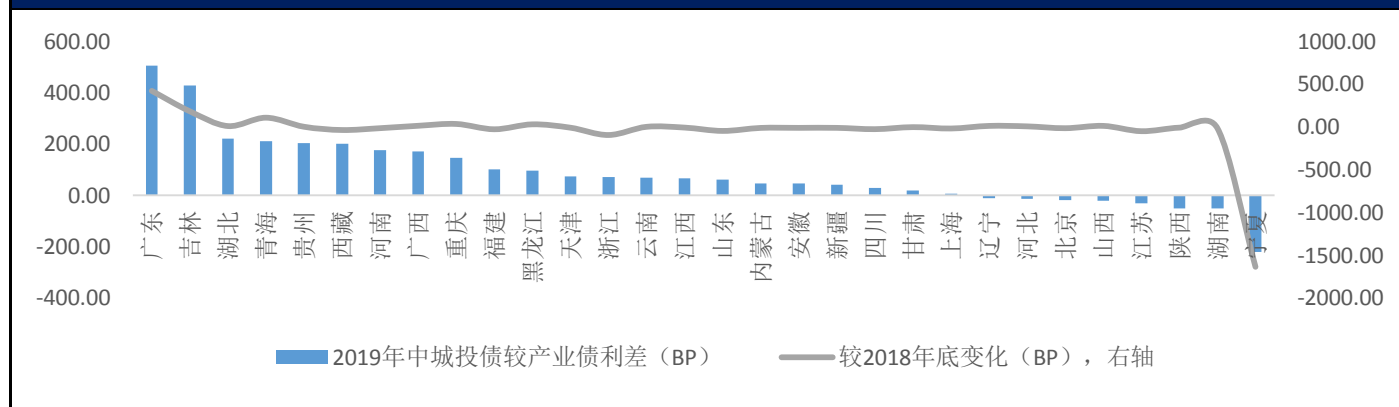
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 23：城投债较产业债利差 AA-级收窄幅度大



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 24：广东、吉林、湖北城投债较产业债利差居前



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

二、 信用状况：城投等级调整均为上调，非标违约同比增长约两倍

（一） 信用事件：低行政层级非标违约仍较严重，信托产品违约明显增加

2019 年以来截至 6 月底，根据公开信息显示，有 17 个城投企业涉及非标债务违约事件，与 2018 年同期相比，数量增长了接近两倍。

2019 年以来，非标违约表现出以下特点，**从区域分布看**，17 起事件中违约主体集中在中西部等债务压力较大地区，其中贵州 5 起，内蒙古 4 起，云南 2 起，数量位居前三，三地发生违约数量占总数的 65%。**从行政层级看**，非标违约主要发生在区县级城投，有 12 起，市级城投发生非标违约 3 起，省级城投则只有 2 起。**从涉及产品看**，主要违约产品为信托计划，发生 12 起，与去年同期的 1 起相

比，信托计划发生违约数量显著增长；另外还有私募产品 3 只，融资租赁产品 2 只。从所涉项目看，违约主要涉及融资人所在地的区县级城建项目，例如蓬溪县金桥新区产业园标准厂房项目建设、多伦县诺尔镇小街小巷整治工程项目建设、凯里市棚户区改造工程安置房项目建设、而私募基金产品披露内容较少。从违约类型看，今年除城投作为融资人发生非标信用违约外，两家城投作为担保人也发生违约情况，分别为河南汝州市交通投资发展有限公司、内蒙古多伦春晖城市投资有限责任公司，因此城投对外担保压力导致的违约也不应小觑。从债务违约原因看，虽然今年上半年城投企业再融资政策有所放松，但是经济实力较弱区域的城投，公益性项目对政府回款或补贴依赖较大，在回款或补贴到位不及时且债务集中偿付时期，容易发生非标债务违约。从后续处理来看，由于非标债务信息披露有限，仅从既有公开信息看，发生非标违约后处理进程较慢，完全完成偿付的仅赤水市国有资产投资发展有限公司。

此外，因高管个人因素引起的突发信用事件虽不一定导致评级下调或违约事件，但也有可能导致城投企业经营及融资能力受到影响，例如云南城投置业股份有限公司以及云南省城市建设投资集团有限公司董事长涉嫌严重违纪违法。在媒体报道中，两公司业务发展中与董事长相关的激进决策也相继曝光，两公司的经营以及治理情况因此遭到不断质疑，债务风险因此有所增加。

表 1：2019 年上半年城投企业信用风险事件汇总

城投企业名称	所在省份	行政层级	涉及债务类型	涉及产品名称	风险事件日期
榕江县国有资产管理经营有限责任公司	贵州	区县	资产管理计划，私募产品	中电投先融锐榕 1 号资产管理计划，国鑫 18 号贵州黔南州圣山大道项目建设私募基金（第四期）	2018 年 12 月，2019 年 3 月
内蒙古通辽市城市投资集团子公司（开鲁县鲁丰实业投资有限责任公司）	内蒙古	区县	信托计划	中江国际·金马 522 号开鲁县鲁丰实业投资集合资金信托计划	2019 年 1 月
赤水市国有资产投资发展有限公司	贵州	市属	私募产品	应收账款	2019 年 1 月
汝州市交通投资发展有限公司	河南	区县	信托计划	华澳臻诚 45 号（汝州交投）集合资金信托计划	2019 年 1 月
阿拉善盟基础设施建设投资经营有限责任公司	内蒙古	市属	信托计划	银象 350 号阿拉善盟基础设施建设投资公司贷款集合资金信托	2019 年 2 月
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	贵州	市属	信托计划	中泰·贵州凯里项目贷款集合资金信托计划	2019 年 2 月、2019 年 3 月
蓬溪县金福实业有限责任公司	四川	区县	信托计划	中江信托—金马 547 号蓬溪县金福实业应收账款投资集合资金信托计划（第一期）	2019 年 3 月
多伦春晖城市投资有限责任公司	内蒙古	区县	信托计划	中江信托·金马 508 号春晖投资应收账款投资集合资金信托计划	2019 年 3 月
隆阳广厦投资开发建设有限责任公司	云南	区县	信托计划	金马 419 号隆阳广厦投资开发建设有限责任公司应收账款投资集合资金信托计划	2019 年 3 月

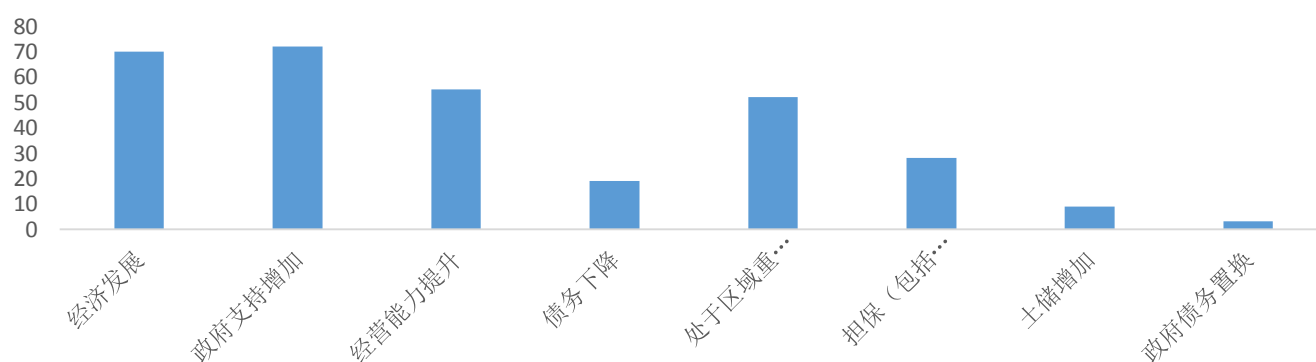
施甸县水源供水有限公司	云南	区县	信托计划	银象 402 号施甸县水源供水有限公司应收账款投资集合资金信托计划	2019 年 3 月
青海省投资集团有限公司	青海	省级	信托计划	中泰恒泰 18 号集合资金信托计划	2019 年 3 月
余庆县国有资产投资经营公司	贵州	区县	私募基金	国鑫 16 号贵州遵义市基础设施建设私募基金	2019 年 3 月
广西金融投资集团城建发展公司	广西	省级	信托计划	长安信托、长安宁、金投城建应收账款收益权买入返售集合资金信托计划	2019 年 3 月
阿拉善滨河金沙发展有限责任公司	内蒙古	区县	融资租赁产品	——	2019 年 5 月
西安渭北投资开发建设集团	陕西	区县	信托计划	中泰、元泰三号集合资金信托计划	2019 年 5 月
湘潭九华经济建设投资有限公司	湖南	区县	多个“非标”融资产品	——	2019 年 6 月
独山县下司投资开发有限责任公司	贵州	区县	信托计划	涉及多家定融、私募、资管计划和信托	2019 年 6 月

数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 评级调整: 未出现评级下调, 上调主因为地区经济发展、政府支持增加、经营能力提升

从主体评级调整情况看, 上半年城投企业评级未出现下调, 上调评级的城投企业主体共计 79 家, 评级上调主要因为地区经济得到发展、政府支持增加以及自身经营能力提升; 从债项评级调整情况看, 183 只城投债评级上调, 其中 36 只债券债项评级因增信措施而使得债项评级高于主体评级, 债项增信举措以土地使用权抵押和外部担保为主。具体上调情况参见文后附表。

图 25: 城投评级上调的主要原因为地区经济得到发展、政府支持增加以及自身经营能力提升

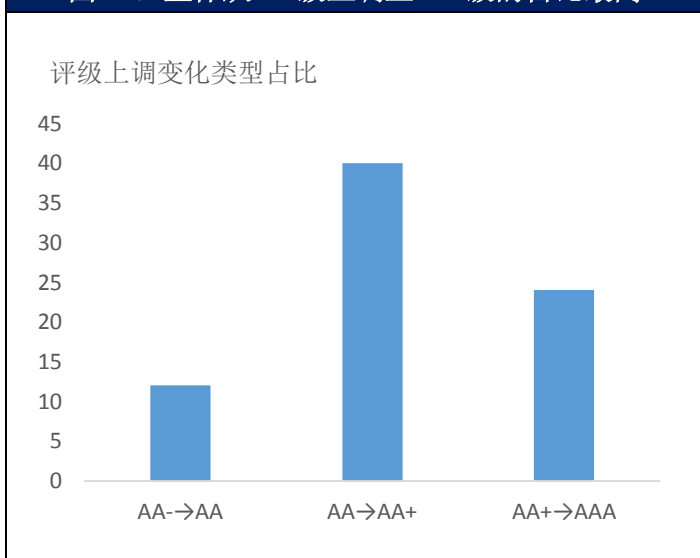


数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

从上半年上调主体的级别分布看, 主体从 AA 级上调至 AA+级为主, 共 40 家, AA-级上调至 AA 级 12 家, AA+级上调至 AAA 级 24 家, 另外还有 3 家展望调升, 级别未变化; 从上调的城投行政级别看,

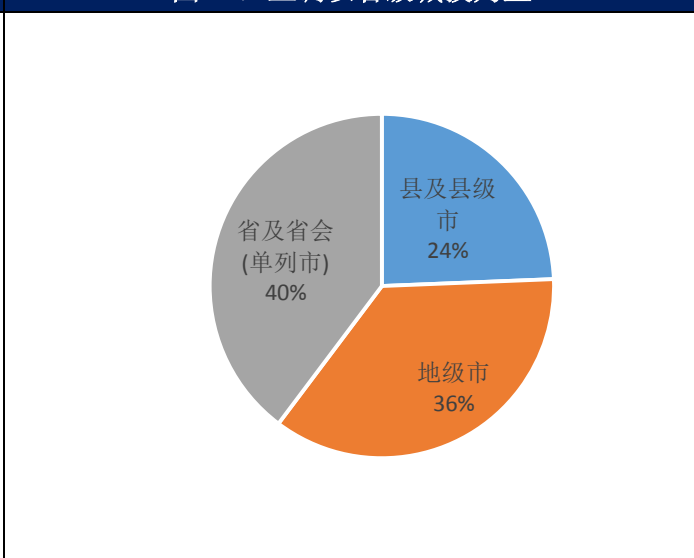
仍然以省级城投为主，占比达到 40%，占比较稳定；从上调的主体所在区域看，东部地区上调数量明显多于中西部地区，其中江苏、浙江的主体上调数量分别为 20 家、9 家，位居全国前列。

图 26：主体从 AA 级上调至 AA+ 级的占比最高



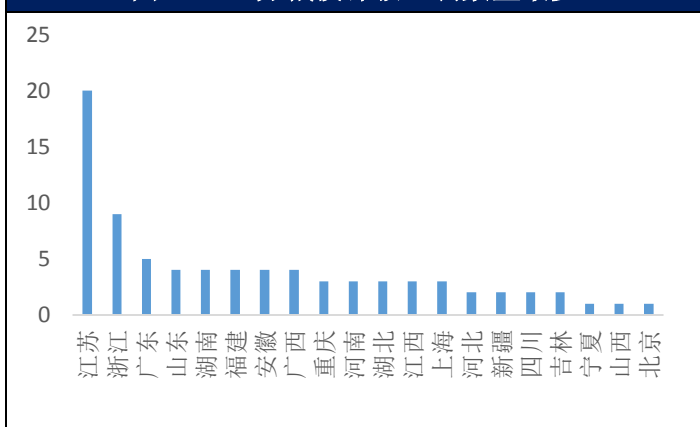
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 27：上调以省级城投为主



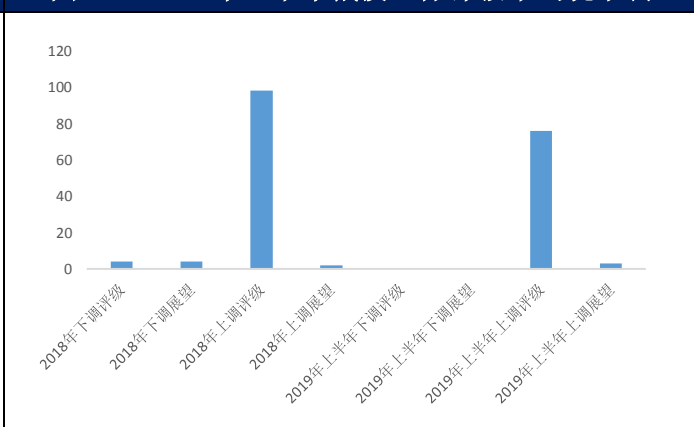
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 28：江苏城投评级上调数量最多



数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

图 29：2019 年上半年城投主体评级未出现下调



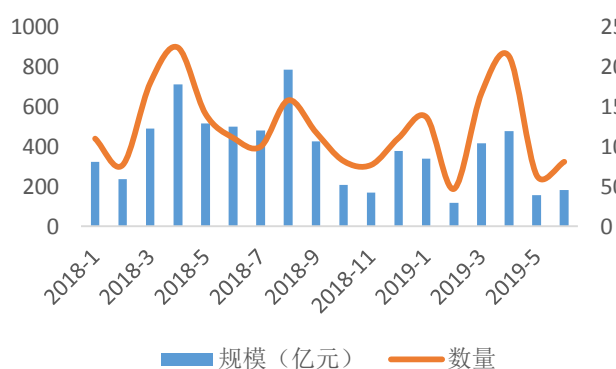
数据来源：choice，中诚信国际城投行业数据库

从主体评级下调情况看，2019 年上半年未发生城投主体及债项评级下调，而 2018 年全年共计 8 家城投企业主体或展望被下调，其中 4 家评级下调，4 家展望下调，下调原因包括区域财力较弱、短期偿债压力较大、营收情况恶化、资产质量较差且流动性较弱，应收款具有较大回收不确定性等。值得注意的是，今年主体评级上调的城投企业中，禹州市投资总公司是去年被下调至 AA- 级的企业，下调原因主要为公司回款质量差，对政府应收账款大幅增长，资产质量严重下降，而且公司分配大额利润，导致可支配现金减少，且旗下两只债券募投项目进展缓慢；而今年 6 月份禹州市投资总公司级别被上调至 AA 级，则主要因为公司回款情况改善，禹州市财政局计划统筹安排资金分期偿还公司政府类欠款，且有当地国资委计划 3-5 年内向公司注入不少于 50 亿元有效资产。

（三）提前兑付情况：提前兑付规模同比回落，中高评级债券占比回升

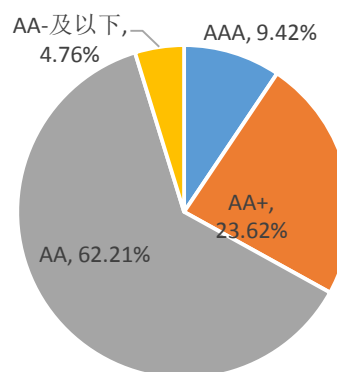
由于去年底地方债务置换已接近尾声，提前兑付规模逐步回落。2019年上半年，提前兑付规模为1692.31亿元，同比回落39.11%。但是根据财政部地方政府债务情况报告，截至6月底尚余地方政府非债券类型的债务约3037亿元，未来若这部分债务得以置换，将增加部分提前兑付规模；进入2019年后，部分城投企业开始通过国开行低息贷款置换隐性债务，完成贷款置换的部分有可能增加未来提前兑付的规模。从区域分布看，江苏、浙江、湖南、重庆提前兑付规模居前，提前兑付总额分别为295.86亿元、166.07亿元、157.58亿元、113.30亿元。从城投主体级别看，提前兑付以AA级为主，占比达到62.21%，同比回升0.56个百分点，AA+级以上级别占比同比回升1.57个百分点。从2014年以前老城投占比看，2019年上半年老城投规模占比50.40%，同比回落38.21个百分点。

图 30: 上半年城投债提前兑付规模同比回落



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

图 31: 提前兑付城投债以 AA 级为主



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

三、 到期情况：7-12 月月均到期规模超千亿，债务滚动压力仍然较大

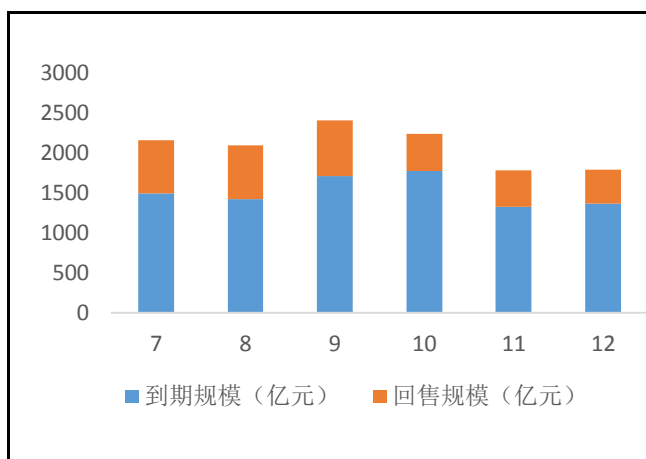
（一） 9 月份到期及回售压力突出，到期债券主体以中高等级为主

整体上，城投债后续到期及回售压力仍较大，7-12月面临到期及回售⁵的城投债券金额总计超过12000亿元，其中到期占比73%，回售占比27%，9月份到期及回售压力尤为突出，规模超过2400亿元。从主体信用等级看，面临到期及回售的债券主体以AAA级为主，到期及回售规模超过5000亿元，占比约为40%。从债券发行方式看，以公募类债券为主，占比约为80%，其余均为私募类债券。从债券类型看，超短融类型的债券到期规模居首，超过4000亿元，占到期及回售总额比例约为33%，公司债、PPN、中期票据与企业债在到期及回售总额中的占比分别约为4%、15%、13%与9%。

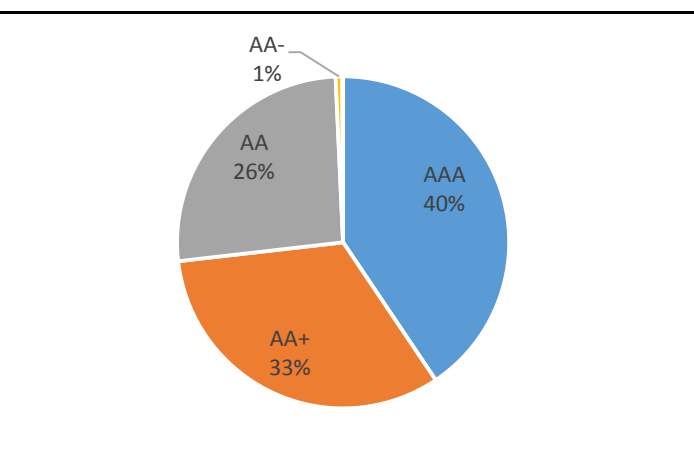
图 32: 9 月份到期及回售压力最高

图 33: 到期及回售城投债以 AAA 级为主

⁵ 到期债券统计均以2019年6月30日存续期城投债券为准。



数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库



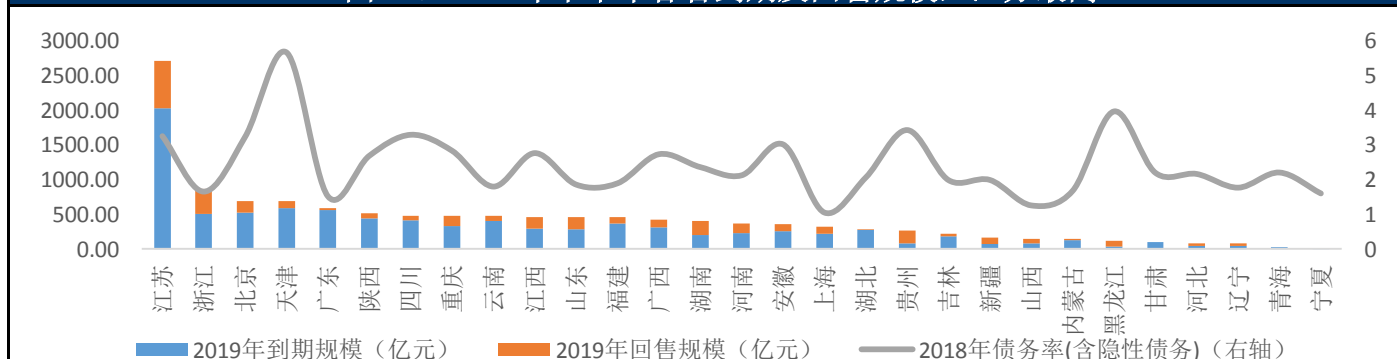
数据来源: choice, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 江苏到期规模仍然居首, 含特殊条款债券占比持续提升

从区域分布情况看, 2019年7-12月江苏省城投债到期及回售规模居首, 超过2700亿元, 其次为浙江, 规模超过800亿元, 北京、天津的规模均接近700亿元; 而债务率⁶较高的省份如甘肃、新疆、黑龙江、宁夏等地的到期及回售规模较低, 均在200亿元以下; 但是天津、陕西、北京债务率较高, 同时到期及回售规模较大, 到期及回售压力相对较高。从新老城投情况看, 到期及回售城投债券中, 2014年末以前发行的老城投到期及回售规模超过2700亿元, 占比约为22%, 较2019年一季度末回落约4个百分点。

从债券特殊条款设置看, 内含特殊条款债券占比达到50.27%, 较去年底增加约2个百分点; 其中涉及“调整票面利率”的占含特殊条款债券的比例为55.35%, 较去年底回落约3个百分点; 涉及“交叉违约”, 占比为23.65%, 较去年底回升约11个百分点; 涉及“事先约束”与“控制权或控制人变更”条款的占比分别为22.99%与2.38%, 均较去年底有所回升。

图 34: 2019年下半年各省到期及回售规模, 江苏最高



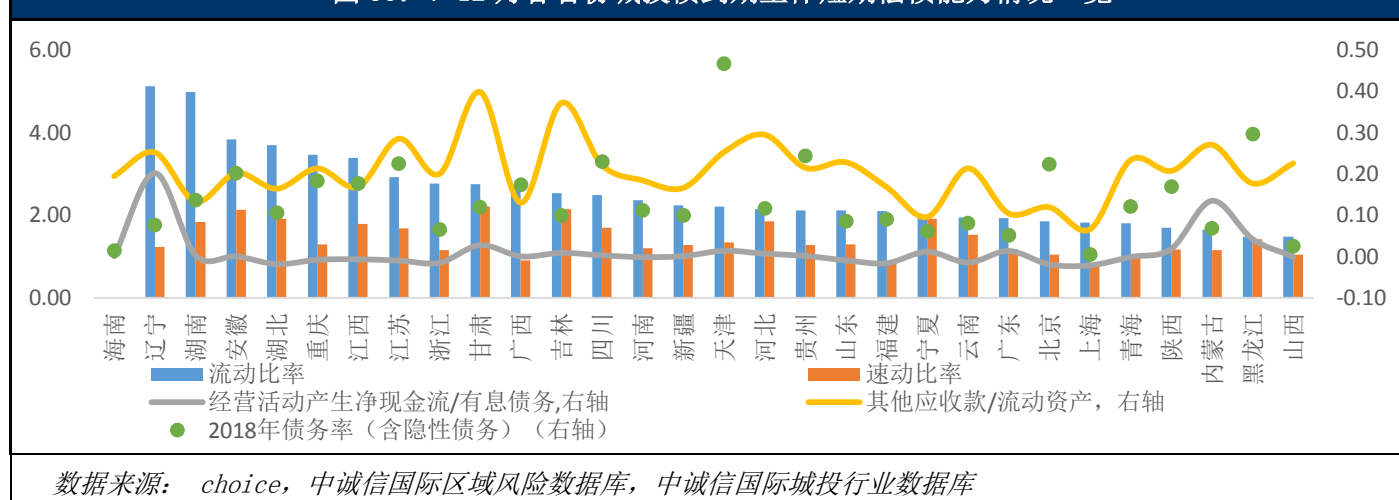
数据来源: choice, 中诚信国际区域风险数据库, 中诚信国际城投行业数据库

⁶ 含隐性债务

（三）超过六成涉及到期及回售主体经营性现金流不能覆盖有息债务

2019年以来截至6月底⁷，到期及回售城投债券共涉及城投企业793家，整体偿债能力仍然较弱。从资产负债率情况看，城投企业整体负债压力较去年年底略有回升，资产负债率均值为60.62%，回升1.43个百分点，中位数为61.59%，回升0.54个百分点。从偿债能力看，超六成城投企业经营性现金流无法覆盖有息债务，依托企业自身经营性现金流偿付债务的压力较去年年底明显加大，对再融资及流动资产变现的依赖度有所增加；同时城投企业流动比率平均数、中位数分别为2.71、2.12，速动比率平均数、中位数分别为1.44、1.19，也较去年年底出现一定程度回落。从资产流动性看，城投企业其他应收款占流动资产的比例均值、中位数分别为20.93%、16.15%，与去年底相比变化较小，但数据仍然显示企业流动性对政府回款的依赖较高。从各省数据来看，甘肃、吉林的其他应收款占流动资产比例较高，超过35%，资产流动性较弱。

图 35：7-12 月各省份城投债到期主体短期偿债能力情况一览



四、 展望：机遇与风险并存，关注城投分化背景下的结构性机会

上半年，货币市场流动性继续保持合理充裕，货币市场利率回落，城投债一、二级市场明显回暖，发行利率、到期收益率整体回落，利差持续收窄；但是城投企业面临市场化转型要求，结构性分化态势仍在加剧，针对重点领域和薄弱环节等重大项目的城投将获得更多支持⁸，从而有利于缓解相应城投企业流动性风险，而财力较弱、行政层级较低区域的城投所受支持将持续受限。下半年，城投债务

⁷ 半年度数据尚未能全部获取，此处仍使用城投企业一季报中数据计算。

⁸ 《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》颁布有利于部分针对重大项目融资的城投企业

偿付压力仍然较大，宏观经济先行指标有所回落⁹，经济下行压力有所增加，防风险仍将是城投行业监管政策的重点。整体上来说，下阶段城投行业机遇与风险并存，可以重点关注以下方面：

（一）关注《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》对城投企业的利好

面对国内经济下行压力不减，《通知》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金来完善专项债券项目融资工作，符合目前“稳增长”与“防风险”力求平衡的政策要求，有利于进一步发挥基建托底经济增长作用。而对于城投行业来说，本次《通知》出台后，城投行业定位将更加清晰，其中提出的“专项债+市场化融资”这一混合融资模式，将打消金融机构对城投企业投放贷款的顾虑，改善后续城投企业融资，尤其是承接重大项目建设的交投、轨道、水投等城投企业将得到更多支持。

（二）关注隐性债务化解、城投市场化转型所带来的利好影响

政府推进隐性债务化解有助于缓解城投企业债务滚动压力，降低债务成本，通过国开行进行低息贷款置换隐性债务化可以实现以时间换空间，为城投企业转型、提质增效、提升盈利能力及债务偿付能力创造有利条件。截至目前，国开总行认可的化债成功案例仅有山西省的交通政府性债务化解，国开行在与山西交控协作下成功缓解山西交控偿债压力。进入 2019 年以来，国开行参与镇江化债的报道持续发酵，镇江地区城投债券发行利率受报道影响有所回落，之后江苏南京，湖南湘潭、常德，天津、贵州遵义等地也相继传出与当地国开行分行开展化债工作交流，若下阶段这些地区实际开始进行国开贷款置换隐性债务，在当前利率环境下，相关地区内城投债发行利率或出现与镇江城投债相同的走势。但是国开贷款置换债务并未从总量上减少隐性债务，仍需关注其风险从地方转移至金融行业。

此外，城投企业转型持续推进，部分城投企业立足既有业务整合优势资源组成控股集团公司，涉足更多产业后，经营性收入有所增加，有助于新企业发挥规模效应，降低管理运营成本，提高相应城投的盈利能力。重庆水务集团与重庆水利投资公司合并、安徽亳州建安控股整合区域内多个行业板块的城投平台组建多元化业务集团之后，新公司盈利能力均较整合前明显改善，且随着公司体量的改变，其在区域中的地位显著提高，获得的政府支持相应增加。

（三）关注“旧改”中城投企业的机遇

6 月 19 日召开的国务院常务会议，部署今年开展城镇老旧小区改造试点。根据住建部等三部委今年 3 月印发的《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，“旧改”有利于稳投资，是实现稳增长、调结构、惠民生的一举多得之举。“旧改”对于城投债发行有较大帮助，由于基建补短板范围的扩大，单纯地方项目收益专项债仍不足覆盖全部项目融资，加之今年将对城镇老旧小区改造鼓励金融

⁹ 房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI 订单和 PMI 出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，而同时，社融里的企业中长期贷款占比下降，短期贷款、短融占比上升。

机构和地方积极探索运用市场化方式吸引社会力量参与，而且“旧改”在改造的基础上还要求引导发展各类配套服务，包含社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务，因此，参与相关旧改项目的城投企业将获得更多政府支持，并提升经营利润，从而提高这部分城投企业的信用状况。

（四）关注城投企业非标债务及或有债务，防范风险共振

今年上半年城投非标违约频率较去年有所回升，部分非标产品发行主体发行的城投债券**涉及交叉违约条款**，若非标债务违约有可能引发相关债券违约风险，例如内蒙古通辽市城市投资集团子公司（开鲁县鲁丰实业投资有限责任公司）涉及非标债务违约，而发行主体的其他债券含有交叉违约条款，非标违约发生后，发行主体及时调动资源偿还涉及交叉违约部分的债务本息，才未引发相应债券违约。同时，**城投企业或有债务仍需关注，应防范互保引发的风险共振**，上半年发生的违约事件中，内蒙古的 2 家城投，阿拉善盟基础设施建设投资经营有限责任公司以及阿拉善滨河金沙发展有限责任公司存在互保关系，两家城投接连违约凸显当地高企的债务压力以及城投欠佳的经营状况，若遇到债务集中偿付阶段，容易引起区域整体风险。

（五）关注宏观经济下行压力加大背景下，区域财力较弱地区城投企业信用风险

进入 2019 年以来，经济下行压力不减，积极的财政政策不断加力提效，上半年财政支出 123538 亿元，同比增长 10.70%，增速持续回升，各地财政支出压力较去年均明显增加，但是中西部地区财政收入明显不及东中部省份，其承担的基建补短板项目或将受制于地区财力，而当地的城投企业在为项目融资过程中，由于所能获得的外部支持有限，或面临比东中部地区城投更大的融资风险。尤其需要关注这些地区的低行政级别城投和政府应收款在资产中占比较高、对政府补贴依赖较大的城投。

附表：2019 年上半年评级上调城投企业一览

发行人	最新主体评级	上次主体评级	省份	上调原因							
				经济发展	政府支持	收入增长	债务下降	重要地位	担保	土储增加	债务置换
诸城市经济开发投资公司	AA+	AA	山东	√	√	√		√	√		
珠海华发综合发展有限公司	AAA	AA+	广东	√		√		√			
重庆悦来投资集团有限公司	AA+	AA	重庆	√		√	√				
重庆渝中国有资产经营管理有限公司	AA+	AA	重庆	√	√	√	√	√			
重庆新梁投资开发(集团)有限公司	AA	AA-	重庆	√	√	√		√	√		

郑州航空港兴港投资集团有限公司	AAA	AA+	河南	√	√	√						
长兴交通投资集团有限公司	AA+	AA	浙江	√		√	√	√				√
长兴城市建设投资集团有限公司	AA+	AA	浙江	√	√	√	√					
长沙先导投资控股集团有限公司	AAA	AA+	湖南	√	√	√		√	√	√		
长沙市雨花城市建设投资集团有限公司	AA+	AA	湖南	√	√	√		√	√			
漳州市九龙江集团有限公司	AA+	AA	福建		√	√		√				
漳州市交通发展集团有限公司	AA+	AA	福建	√	√	√	√	√				
禹州市投资总公司	AA	AA-	河南	√	√	√	√	√	√			
余姚经济开发区建设投资发展有限公司	AA	AA-	浙江	√	√				√			
银川市城市建设投资控股有限公司	AA+	AA	宁夏	√	√		√	√				
义乌市水务建设集团有限公司	AA	AA-	浙江									
扬州市邗江城市建设发展有限公司	AA+	AA	江苏	√	√			√				
扬州市广陵新城投资发展有限公司	AA	AA	江苏	√	√			√	√	√		
盐城市海兴集团有限公司	AA+	AA	江苏		√	√	√	√				
宣城经济技术开发区建设投资有限公司	AA	AA-	安徽	√	√	√			√			
徐州市新盛投资控股集团有限公司	AAA	AA+	江苏	√	√	√		√		√		
新天绿色能源股份有限公司	AAA	AA+	河北									
新疆天富集团有限责任公司	AA+	AA	新疆		√	√		√				
湘乡市东山投资建设开发有限公司	AA	AA-	湖南	√	√			√	√			
武汉国有资产经营有限公司	AAA	AA+	湖北		√	√	√	√				
无锡市太湖新城发展集团有限公司	AAA	AA+	江苏	√	√			√	√			
乌鲁木齐经济技术开发区建设发展总公司	AA+	AA	新疆	√	√			√				

桐城市建设投资发展 有限责任公司	AA	AA-	安徽	√	√	√	√	√			
泰州市交通产业集团 有限公司	AA+	AA	江苏	√	√			√			√
泰州海陵城市发展集 团有限公司	AA+	AA	江苏	√	√	√		√	√		
太仓娄城高新建设有 限公司	AA+	AA	江苏								
苏州苏高新集团有限 公司	AAA	AA+	江苏	√	√	√		√	√		
苏州市相城城市建设 投资(集团)有限公司	AA+	AA	江苏	√	√			√	√		
绍兴市镜湖新区开发 集团有限公司	AA+	AA	浙江	√	√	√		√			√
邵东新区开发建设投 资有限责任公司	AA	AA-	湖南	√	√			√	√		
上饶市国有资产经营 集团有限公司	AA+	AA	江西	√	√	√					
上海市北高新(集团) 有限公司	AAA	AA+	上海	√	√	√					
上海临港控股股份有 限公司	AAA	AA+	上海	√	√	√		√			
上海金外滩(集团)发 展有限公司	AA+	AA	上海	√	√	√					
山东铁路投资控股集 团有限公司	AAA	AA+	山东	√	√	√		√			
山东高创建设投资集 团有限公司	AA+	AA	山东	√	√	√	√	√			
启东市城市建设投资 开发有限公司	AA+	AA	江苏	√	√	√	√		√		
宁波市镇海投资有限 公司	AA+	AA	浙江	√	√	√	√	√	√		
宁波梅山岛开发投资 有限公司	AA+	AA	浙江	√	√	√					
宁波杭州湾新区开发 建设有限公司	AA+	AA	浙江	√	√	√		√		√	
南通市崇川城市建设 投资有限公司	AA+	AA	江苏	√	√	√					
南通高新技术产业开 发区总公司	AA+	AA	江苏	√	√	√			√		
南京钟山资产经营管 理集团有限公司	AA+	AA	江苏								

南京市建邺区高新科技投资集团有限公司	AA+	AA	江苏	√	√				√		
南昌城市建设投资发展有限公司	AAA	AA+	江西	√	√			√	√		
绵竹市金申投资集团有限公司	AA	AA-	四川	√	√	√		√	√		
马鞍山郑蒲港新区建设投资有限公司	AA	AA-	安徽	√	√	√		√	√		
龙翔投资控股集团有限公司	AA+	AA+	吉林	√	√	√					
柳州市龙建投资发展有限责任公司	AA+	AA	广西	√	√	√				√	
林州红旗渠经济技术开发区汇通控股有限公司	AA	AA-	河南	√	√				√		
溧阳市城市建设发展集团有限公司	AA+	AA	江苏	√	√		√				
京山市京诚投资开发有限公司	AA	AA-	湖北	√	√	√		√	√		
晋城市国有资本投资运营有限公司	AA+	AA	山西	√	√	√		√			
江西省铁路投资集团公司	AAA	AA+	江西	√	√	√	√	√			
江苏华靖资产经营有限公司	AA+	AA	江苏	√	√			√		√	
建发房地产集团有限公司	AAA	AA+	福建		√	√		√	√	√	
济南轨道交通集团有限公司	AAA	AA+	山东	√	√			√		√	
河北建投交通投资有限责任公司	AAA	AA+	河北	√	√	√		√	√		
杭州萧山经济技术开发区国有资产经营有限公司	AA+	AA	浙江	√	√	√					
汉江国有资本投资集团有限公司	AAA	AA+	湖北	√	√	√					
广州高新区投资集团有限公司	AA+	AA	广东	√	√						
广西交通投资集团有限公司	AAA	AA+	广西	√	√	√	√				
广西北部湾投资集团有限公司	AAA	AA+	广西	√	√	√		√			

广西北部湾国际港务集团有限公司	AAA	AA+	广西	√	√		√	√			
广东省公路建设有限公司	AA+	AA+	广东	√	√	√			√		
广东南海控股投资有限公司	AAA	AA+	广东	√	√	√	√	√			
福建建工集团有限责任公司	AA+	AA	福建	√	√	√	√				
东台市城市建设投资发展有限公司	AA+	AA	江苏	√	√	√		√			
东莞市交通投资集团有限公司	AAA	AA+	广东	√	√	√		√			
滁州市同创建设投资有限责任公司	AA+	AA	安徽	√	√	√		√	√		
成都双流兴城建设投资有限公司	AA+	AA	四川	√	√	√		√	√		
常州投资集团有限公司	AA+	AA	江苏	√	√			√			
常州市城市建设(集团)有限公司	AAA	AA+	江苏	√	√			√			

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护,未经中诚信国际事先书面许可,任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散,或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得,因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响,上述信息以提供时现状为准。特别地,中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下,中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害,或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性,任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察,如有的话,应该而且只能解释为一种意见,而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地,投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号 20190722

作者

部门

职称

袁海霞

研究院

宏观金融研究部总经理

卞欢

研究院

分析师

刘心荷

研究院

高级分析师