

# 季度报告

2019年4月29日

中诚信国际

## 地方政府债与城投行业

### 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

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

hbian@ccxi.com.cn

刘心荷 010-66428877-280

xhliu@ccxi.com.cn

相关报告:

稳增长效果显现，经济缓中回稳，2019年4月26日

补短板新增专项债加速发行，稳投资撬动规模有望翻倍，2019年4月25日

减税降费效果显现收入承压，基建“补短板”促进支出明显增加，2019年4月22日

流动性跨季趋紧利率上行，经济短期回稳收益率或小幅回升，2019年4月16日

政策动态求稳，经济下行不减，2019年1月14日

开前门力度加大稳增长，规范管理持续防控风险，2019年1月11日；

货币政策微调收益率全面下行，宽信用政策加码供给高峰来临，2019年1月7日；

如何看待本轮 CRMW 重启发行，2018年12月17日

政府购买服务将被取消，未来棚改何去何从？，2018年12月14日

置换收官新增债加速发行，补短板专项债持续扩容，2018年12月6日；

#### 主要观点

##### ◇ 运行情况：整体回暖，分化延续

###### ➤ 一级市场：发行回升，发行成本整体回落。

2019 年一季度发行规模延续去年下半年的回暖行情，同比、环比均有回升；月度发行规模呈现先降后升；一季度净融资额平稳回升；城投债发行利率持续整体回落，结构性分化加剧，AA-级城投债发行成本较 2018 年持续抬升。

###### ➤ 二级市场：交易活跃，信用利差延续收窄。

受益于较为宽松的资金面及市场情绪回暖，一季度城投债二级市场活跃度大幅回升；不同期限收益率走势分化，短期类债券收益率明显回落，中长期类呈现波动上行态势；信用利差延续收窄态势，区域分化明显，贵州信用利差最高。

##### ◇ 信用风险：城投非标债务风险持续暴露，城投企业无评级下调

###### ➤ 信用事件情况：4 家城投企业涉及非标债务违约，较 2018 年四季度有所回落。

###### ➤ 评级调整情况：一季度城投企业评级未出现下调，上调主因政府支持力度加强。

###### ➤ 提前兑付情况：提前兑付规模环比小幅回升，AA 级主体占七成

##### ◇ 到期情况：4-12 月月均到期规模超千亿，债务滚动压力较大

###### ➤ 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。城投债市场在平稳度过 3 月高峰后，仍面临 9 月到期及回售压力；面临到期的债券主体以 AAA 级为主，AA+ 级占比不小。

###### ➤ 江苏到期规模居首，含特殊条款债券占比提升。为了有效隔离城投非标债务违约拖累城投主体，含“交叉违约”、“事先约束”、“控制人变更”比例回升。

###### ➤ 近三分之一到期主体现金流不能覆盖有息债务，偿付依赖政府回款。城投整体负债压力较去年年底有所回落，但偿债能力仍不足。

##### ◇ 风险展望：债务压力仍在，城投风险分化仍将持续

一季度在多重政策利好支持下，城投债券市场一、二级市场整体回暖，但结构性分化态势仍在加剧，债务偿付压力并未真正化解。下阶段“宽货币、宽财政、宽信用”向“结构性宽货币、宽财政、稳信用”转变，宏观调控延续稳增长与防风险动态求稳，防风险或重回政策中心，对于承担公益性较强、重要性较高在建项目的城投企业仍将获得更多支持，而财力较弱、行政层级较低区域的城投，所受支持仍将受限，城投企业风险在不同维度的分化仍将持续。下阶段可重点关注以下方面：

- 1) 关注各地隐性债务化解方案对城投企业存量债务的影响
- 2) 关注城投企业整合转型对于信用风险的影响
- 3) 关注城投企业非标债务及或有债务，防范风险共振
- 4) 关注对政府回款依赖较大、区域财力较弱的非核心城投

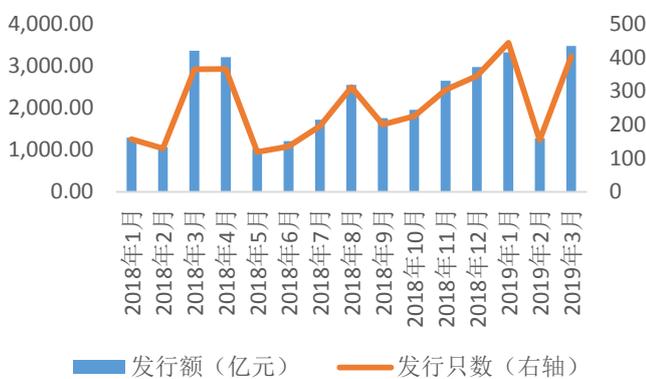
2019年一季度，宏观经济缓中回稳，在“稳监管、宽货币、宽信用”政策背景下，城投企业融资环境明显好转，再融资压力有所缓解，城投债发行交易持续回暖，信用利差整体收窄，平稳度过一季度城投债到期高峰，但城投债后续到期压力整体保持高位，市场结构性风险仍较为突出，本文通过对2019年一季度城投债市场表现进行梳理，并结合政策走势及到期情况，对下阶段城投债风险进行展望。

## 一、 一季度运行情况：整体回暖，分化延续

### （一）一级市场：发行回升，发行成本整体回落

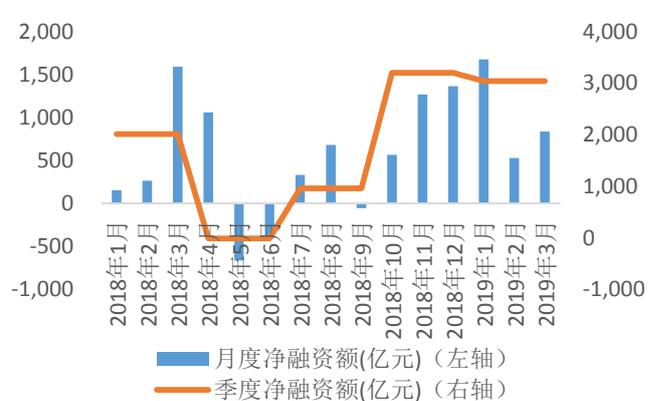
2019年一季度，城投债发行延续去年下半年以来回暖行情，城投债券共计发行1001只，发行规模8081.28亿元，同比回升40.92%，环比回升6.57%。从月度走势看，发行规模呈现先降后升，1月份发行规模达到3325.82亿元，同比大幅回升156.78%，2月份受春节因素影响，发行规模有所减少；3月份受沪深交易所放松城投企业申报条件等利好政策影响，发行规模明显回升，创2018年1月以来新高。从净融资额看，月度走势与发行规模特点一致，一季度净融资额达到3040.67亿元，同比回升51.37%，环比略有回落，其中1月净融资额最高，规模达到1676.00亿元，为2018年以来月度最高额。

图 1：一季度城投债发行规模先降后升



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 2：净融资额持续为正，1月规模最大



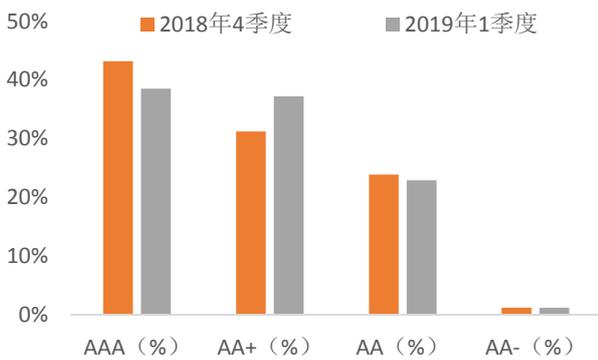
数据来源：choice，中诚信国际整理

### 1. 新发城投债以超短融与中期票据为主，借新还旧比例有所上升

从发行区域看，一季度江苏省发行只数与发行规模居全国首位，发行规模占比达到23.87%；从发行期限看，1年及以下期限占比32.10%，环比增加0.69个百分点，1到5年期限占比57.70%，环比增加2.38个百分点，5年以上期限占比10.20%，环比回落3.07个百分点；从债券主体信用等级看，以AAA级为主，占比39%，但同比回落5个百分点，AA+级占比37%，同比增加3个百分点，环比增

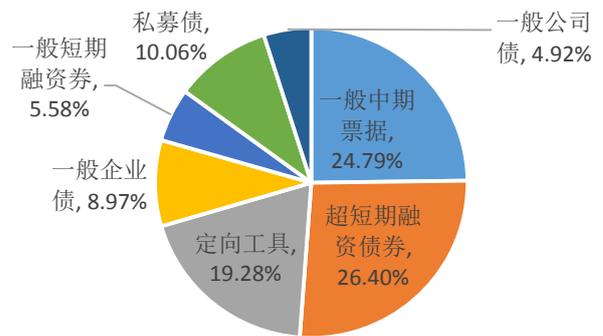
加 6 个百分点；从债券种类看，超短融占比最高，达到 26.40%，环比增加 1.78 个百分点，公司债发行政策虽然有所放松，但是新发行公司债占比未见明显回升。从债券募集资金用途看，在披露资金用途的债券中，66.41%的债券募集资金用途为偿还前期借款，按照季度同比、环比分别回升 1.64、2.94 个百分点，但是较去年全年回落 3.5 个百分点。

图 3：一季度 AA+级城投债发行占比明显提升



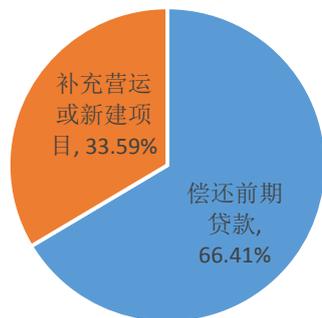
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 4：新发城投债以超短融、中期票据为主



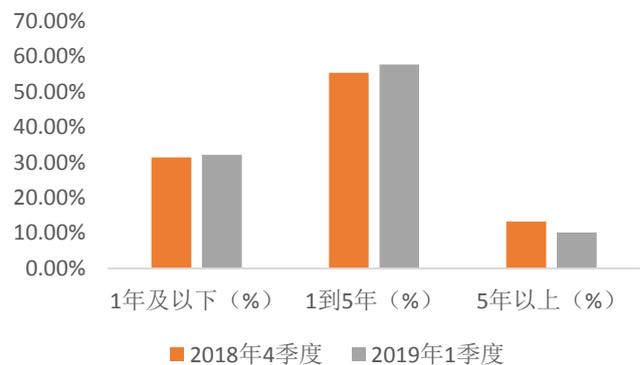
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 5：超六成新发城投债为借新还旧



数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 6：新发城投债期限以 1-5 年期为主



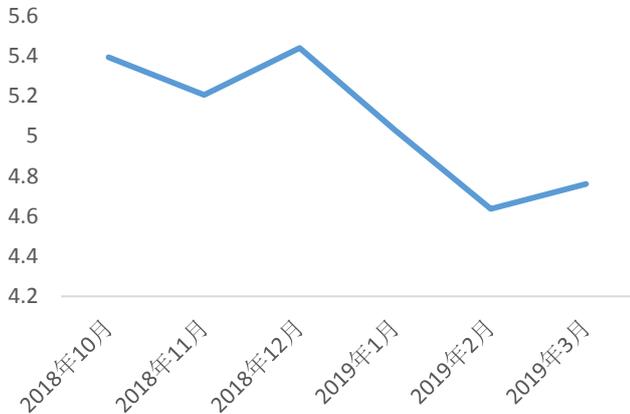
数据来源: choice, 中诚信国际整理

## 2. 发行成本整体回落，结构性分化加剧

从发行成本整体走势看，受益于一季度较为宽松的货币政策，城投债发行利率整体回落，但受 3 月货币政策边际收紧影响，城投债发行利率小幅回升；从信用等级看，各信用等级发行成本明显分化，AAA、AA+及 AA 级发行成本较 2018 年回落，其中 AAA 及 AA+级回落幅度较大，加权平均发行利率回落超过 80bp，AA-级城投债发行成本较 2018 年持续抬升，一季度加权平均发行利率达到 7.66%；从债券种类看，各券种发行成本均回落，其中短融、超短融回落幅度最大，降幅超过 100bp，企业债发行成本下降最少，是发行成本最高的券种，一季度加权平均发行利率为 6.45%；从城投企业行政层级看，

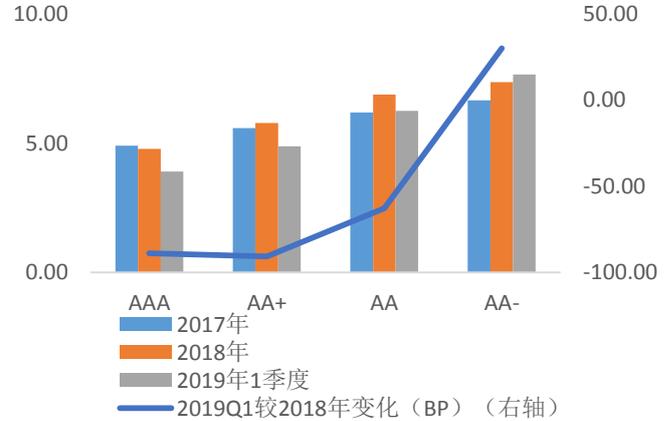
各行政层级城投企业发行成本均回落，省级城投企业发行成本下降最为明显，一季度加权平均发行利率仅为 4.32%，较 2018 年下降 83bp。

图 7：一季度发行成本整体回落，3 月小幅抬升



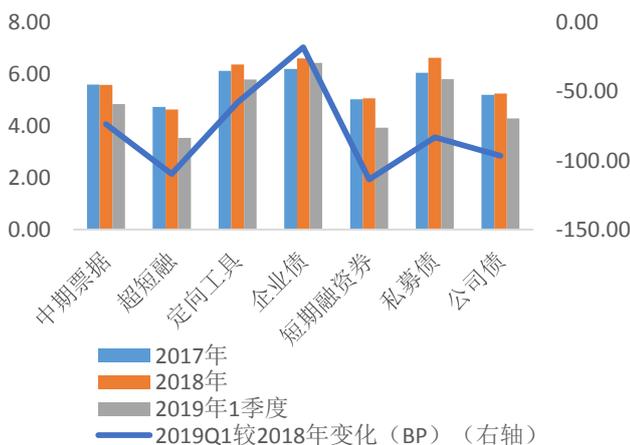
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 8：中高等级债券发行成本回落幅度较大



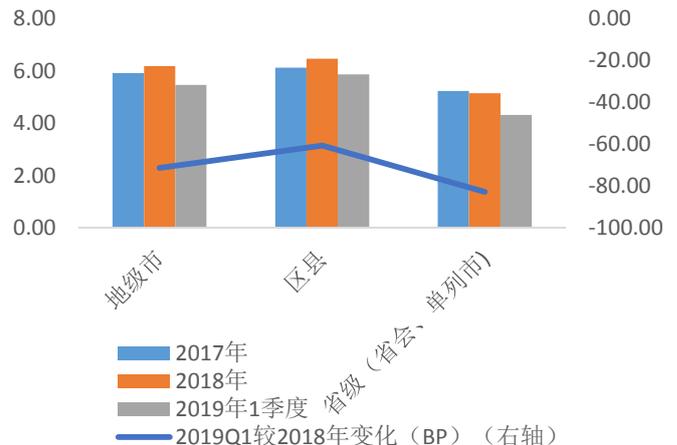
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 9：各券种发行成本整体回落



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 10：省级城投发行成本回落幅度最大



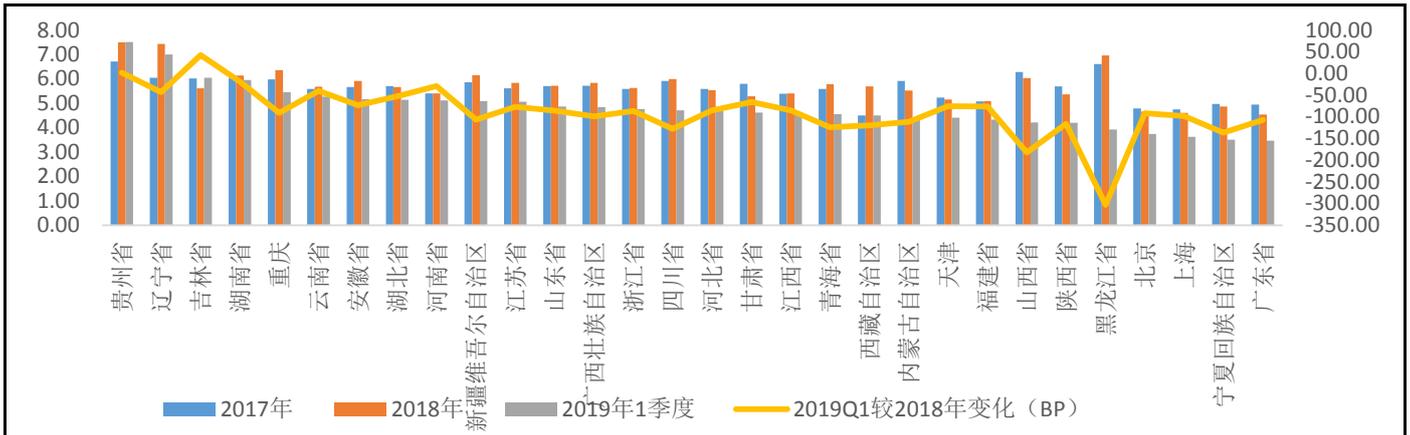
数据来源：choice，中诚信国际整理

从发行区域看，一季度贵州、辽宁、吉林、湖南、重庆、云南城投债发行成本居前，但从一季度较 2018 年末发行成本走势看，除贵州、吉林发行成本有所上升外(贵州上升 1.6bp, 吉林上升 42.3bp)，其余省份发行成本均呈现回落，其中黑龙江发行成本回落幅度最高，较 2018 年末下降 303bp。

图 11：城投债发行成本整体回落，区域分化较为明显

(二) 二级市场：交易活跃，信用利差延续收窄

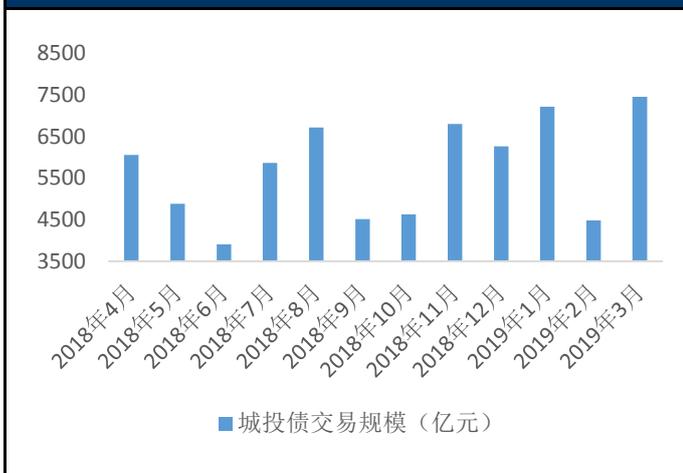
1. 现券交易规模整体回升，不同期限收益率走势分化



数据来源: choice, 中诚信国际整理

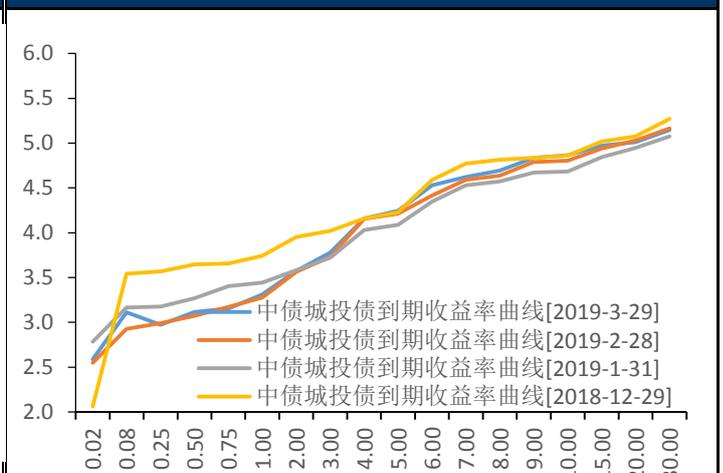
受益于较为宽松的资金面及市场情绪回暖，一季度城投债二级市场活跃度大幅回升。一季度城投债现券交易规模达到 19151.78 亿元，同比增长 30.99%，环比增长 8.23%，占信用债二级市场交易比例约 37.85%，占比较为稳定。从级别分布来看，交易以中高级别为主，AAA 级、AA+级占比<sup>1</sup>分别达到 43.82%、31.41%。从月度现券交易走势看，交易规模呈现先降后升，其中 2 月受春节因素影响，交易时间较短，交易规模有所回落；从到期收益率走势看，一季度较 2018 年末呈现整体回落态势，但各期限走势现分化，短期类债券收益率明显回落，中长期类呈现波动上行态势。

图 12: 城投债交易规模先降后升



数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 13: 城投债到期收益率短降长升



数据来源: choice, 中诚信国际整理

## 2. 信用利差延续收窄态势，区域分化明显

从整体看，各期限城投债信用利差延续 2018 年下半年以来收窄态势，3 月份有所上扬；从级别分布看，各等级信用利差分化明显，除 AA-级外，其余等级均收窄；从区域看，贵州、黑龙江、辽宁、

<sup>1</sup> 按照有级别的总量统计

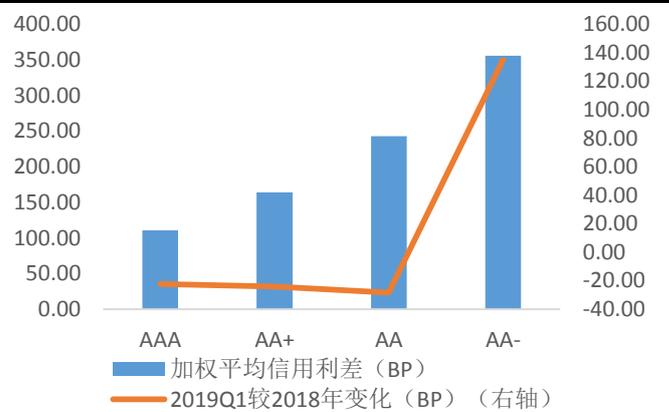
海南城投债信用利差居前，其中贵州、黑龙江、海南信用利差明显走阔，分别较 2018 年上升 152bp、70bp、186bp。

图 14：各期限城投债信用利差整体延续前期收窄态势



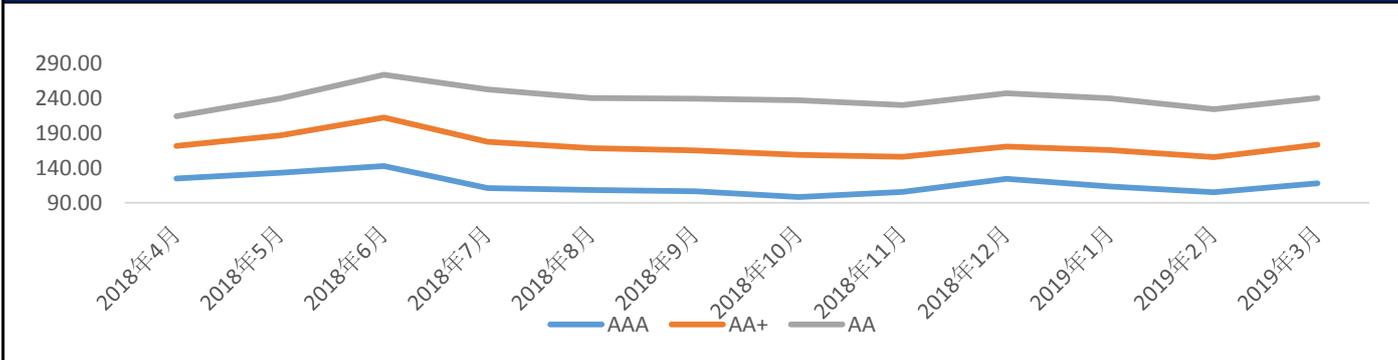
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 15：各等级信用利差分化明显



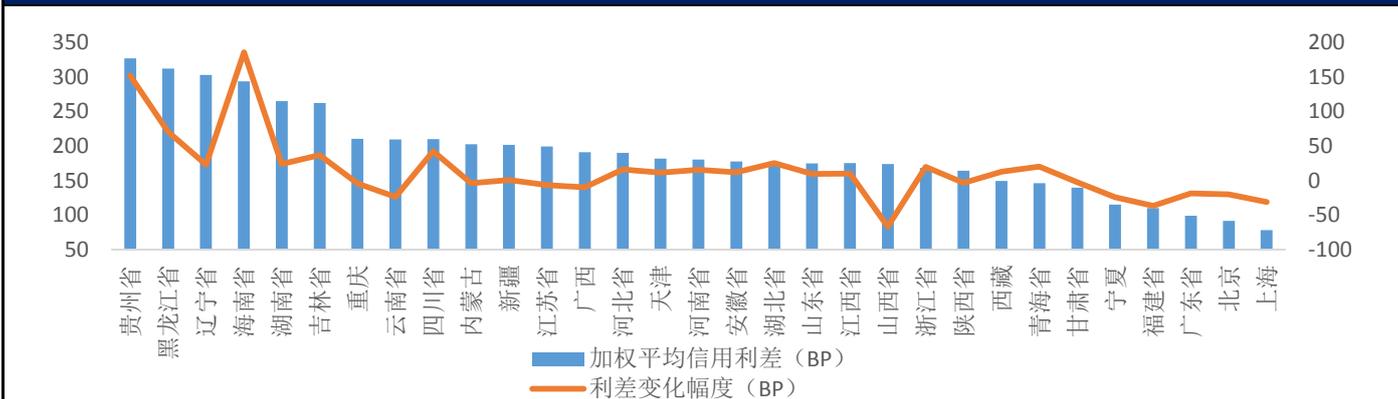
数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 16：各等级城投债信用利差一季度平稳收窄，3 月份有所走阔



数据来源: choice, 中诚信国际整理

图 17：贵州、黑龙江、海南等地信用利差明显走阔



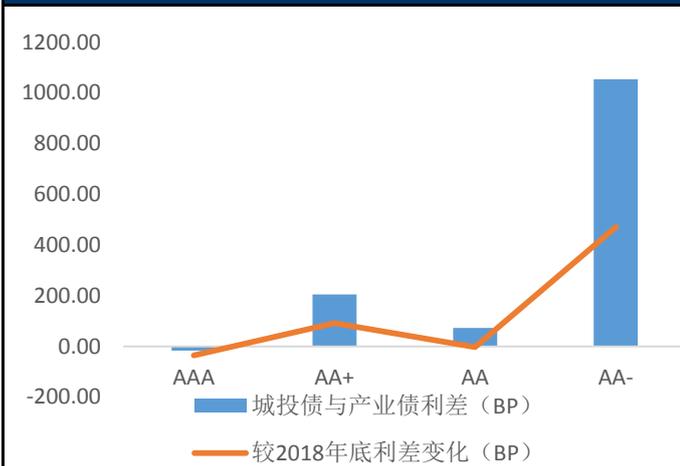
数据来源: choice, 中诚信国际整理

城投债较产业债利差<sup>2</sup>走势分化明显，其中 AAA 级城投债较产业债利差在各等级中最低，利差为-16bp，AA-级利差最高，达到 1053bp，较 2018 年底大幅增加 471bp；AA+级及 AA 级利差分别为 205bp

<sup>2</sup> 本报告城投债与产业债利差样本选取 2018 年末中期票据中城投债与非城投债进行比较，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

与 72bp；从地区分布看，西藏、海南、广西、贵州、海南城投债较产业债利差居前，但其中海南利差虽然较高，但较 2018 年底明显收窄，下降幅度超过 200bp；从月度走势看，除 AA-级城投债较产业债利差明显走阔，其余城投债较产业债利差走势较为平稳，但是不同等级之间差距更加凸显，AAA 级利差持续为负。

图 18：各信用等级城投债较产业债利差分化明显



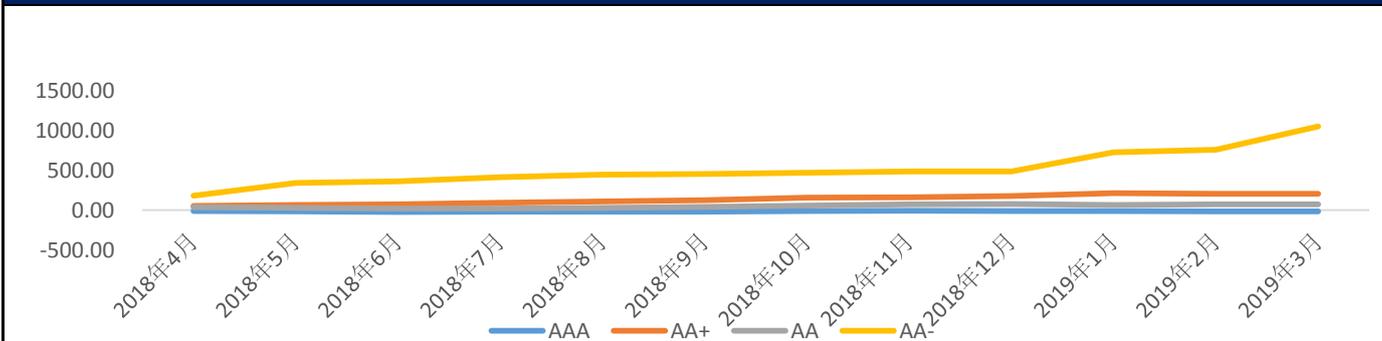
数据来源：choice，中诚信国际整理

图 19：西藏、海南城投债较产业债利差居前



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 20：一季度城投债较产业债利差走势分化，AA-级明显走阔



数据来源：choice，中诚信国际整理

## 二、信用风险：城投非标债务风险持续暴露，城投企业无评级下调

### （一）信用事件：4 家城投企业涉及非标债务违约，较 2018 年四季度有所回落

2019 年一季度城投债券市场未发生违约，但非标债务信用事件持续暴露，共计发生 4 起，较 2018 年四季度有所回落。4 起非标债务违约事件中，3 起为信托计划，1 起为私募基金，所涉总金额约 3.8

亿元。从主体区域分布及行政层级看，4起事件中违约主体均为财力较弱区域的区县级平台，其中2起位于贵州，其余分别位于四川与内蒙古；从所涉项目类型看，三个信托计划投向分别为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，私募基金未披露投向。从债务违约原因看，虽然城投企业再融资环境有所改善，但是对于财力较弱区域城投，部分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，相关非标债务发生违约。

表 1：2019 年一季度城投企业信用风险事件汇总

城投企业名称	涉及产品名称	涉及金额	风险事件爆发原因	风险事件处理进程
赤水市国有资产投资发展有限公司（贵州）	应收账款	5205.33 万元	1月29日，赤水国投方面表示，1月21日，赤水国投已将第一期资金存入银行账户，并申请兑付给私募基金管理人，但由于银行年底承接业务量大，大额资金跨行转账程序复杂，致使赤水国投在1月23日未能按时转账。	2019/01/28 已还款
蓬溪县金福实业有限责任公司（四川）	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）	4080 万元	其因基础设施项目建设资金周转困难，大部分应收账款不能及时收回，已出现流动资金严重短缺，无法及时组织资金偿还本信托计划融资	融资人申请将信托计划中每期资金的还款时间分别展期12个月
多伦春晖城市投资有限责任公司（内蒙古）	中江信托·金马508号春晖投资营收账款投资集合资金信托计划	4081 万元	受经济下行压力和化债等因素影响，我县地方财政资金紧张，按照支付多伦县诺尔镇小街小巷整治工程项目的应付账款有一定困难	融资人申请对8000万元到期信托产品予以展期1年
贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司（贵州）	中泰·贵州凯里项目贷款集合资金信托计划	2.46 亿元	黔东南州经济增速放缓，凯里经济开发区公共财政预算收入降幅较大，公司未来投资规模大，对外融资压力较大，公司利润总额对政府补贴依赖较大，盈利能力较弱	该款产品投资者提供的公告，中泰信托已派驻现场催收小组在当地跟进还款资金的落实。后续还款资金将通过黔东南州政府、凯里市政府、融资方凯里开元城投、担保方凯宏资产等多渠道协调筹措陆续到账，受托人将持续跟进还款进展，以确保信托资金的顺利兑付，并及时向投资者披露最新进展。公告的落款为3月11日。

数据来源：choice，中诚信国际整理

## （二） 评级调整情况：一季度城投企业评级未出现下调，上调主因政府支持力度加强

从主体评级调整情况看，一季度城投企业评级未出现下调，上调评级的城投企业主体共计7家，一季度评级上调主要因为城投企业获得当地政府支持加强，地位提升；从债项评级调整情况看，一季度20只城投债评级上调，全部与主体评级上调保持一致，其中邵东新区开发建设投资有限责任公司

主体级别由 AA- 上调至 AA，债项增信举措中土地使用权抵押担保仍能较为有效提升债券信用水平，债项信用等级由 AA 上调至 AA+。

表 2：一季度城投企业评级上调一览

调整方向	企业名称	区域	级别调整情况	调整原因
评级上调	晋城市国有资本投资运营有限公司	山西省	AA→AA+	(1) 公司职能定位和地位进一步提升，是晋城市重点组建的国有资本投资运营主体，并代表政府在晋城市重大民生工程中承担出资人职责 (2) 股东支持力度很大，竞争及抗风险能力大幅提升，公司在国有资产吸收合并、股权划转等方面得到晋城市人民政府大力支持 (3) 未来资本和运营实力有望进一步增强，晋城市政府计划逐步将其持有的全部经营性资产和企业国有股权华如公司
	广西北部湾投资集团有限公司	广西壮族自治区	AA+→AAA	(1) 公司控股合并原广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会全资子公司广西新发展交通集团有限公司。重组后，北部湾集团地位显著提升，在广西果子企业中的定位更加明确 (2) 业务板块更加多元化，构建集公路设计、建设、运营等业务板块为一体的完整产业链 (3) 公司财务杠杆有所下降，盈利能力显著提升
	福建建工集团有限责任公司	福建省	AA→AA+	福建省国资委监管的重要省属企业之一，近年来受到福建省政府各方面的大力支持并享受到“福建自贸区”、“夏福泉国家自主创新示范区”建设的持续推进利好，2018 年公司建筑主页发展态势良好，实现了产业链纵向延伸，成为省内少数具备建筑预制件自主生产能力的施工企业之一
	广西北部湾国际港务集团有限公司	广西壮族自治区	AA+→AAA	(1) 合并西江集团，战略地位得到显著提升 (2) 资产和也规模显著扩大，综合实力得到提升
	邵东新区开发建设投资有限责任公司	湖南省	AA→AA	(1) 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础 (2) 公司项目建设业务持续性良好 (3) 公司获得外部大楼市支持，公司是邵东县重要的寄出设施建设和投融资主体，并在资产注入、政府补助和免征税费方面给与支持 (4) 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平
	东莞市交通投资集团有限公司	广东省	AA+→AAA	(1) 东莞使国有企业重组整合完成后，公司的区域垄断地位更加明显，成为东莞市交通相关业务的唯一运营主体，资产大幅增加，成为东莞市市属最大规模国企 (2) 重组整合划入的东莞轨道公司负责建设的轨道 1 号线和 2 号线资本金由东莞市财政承担，政府对其支持力度较大 (3) 公司业务更加多元化
	南通高新技术产业开发区总公司	江苏省	AA→AA+	南通高新技术产业开发区经济实力持续增强，南通高新区管委会在资金注入、股权划转等方面的有力支持，重组的可开发土地为公司发展提供充足的空间

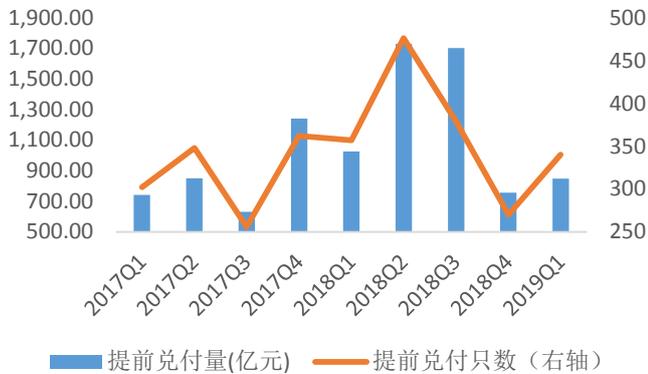
数据来源：中诚信国际城投行业数据库

### (三) 提前兑付情况：提前兑付规模环比小幅回升，AA 级主体占七成

伴随地方债务置换收官，一季度城投债提前兑付规模延续 2018 年四季度低位态势，但较四季度小幅回升。根据城投提前兑付公告统计，一季度城投债券提前兑付共计 340 只，金额约 847.49 亿元。从区域分布看，江苏、湖南、浙江提前兑付规模居前，其中江苏提前兑付规模居首，提前兑付总额达

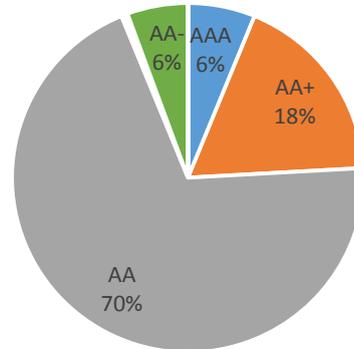
到 147.70 亿元；从城投主体资质看，AA 级主体占比进一步提高，占比达到 70%，环比增长 2 个百分点，AA+级占比回落，环比下降 4 个百分点。

图 21：一季度城投债提前兑付规模及只数环比回升



数据来源：choice，中诚信国际整理

图 22：提前兑付城投债中 AA 级主体为主



数据来源：choice，中诚信国际整理

### 三、到期情况：4-12 月月均到期规模超千亿，债务滚动压力较大

#### （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

城投债市场在平稳度过 3 月份到期高峰后，后续到期及回售压力整体仍较大，4-12 月面临到期及回售<sup>3</sup>的城投债券金额共计 17182.28 亿元，其中到期 12376.94 亿元，回售 4805.34 亿元，9 月份到期及回售压力尤为突出，规模达到 2326.05 亿元。从主体信用等级看，面临到期的债券主体以 AA+ 级以上为主，到期规模 6608.24 亿元，占比达到 38%。从债券发行方式看，以公募类债券为主，占比达到 76.24%，其余均为私募类债券。从债券类型看，短融（含超短融）到期及回售规模居首，达到 5551.40 亿元，占比为 27.63%，公司债、PPN、中期票据与企业债占比分别为 4.73%、18.10%、15.95% 与 10.03%。

图 23：9 月份城投债到期及回售压力较大

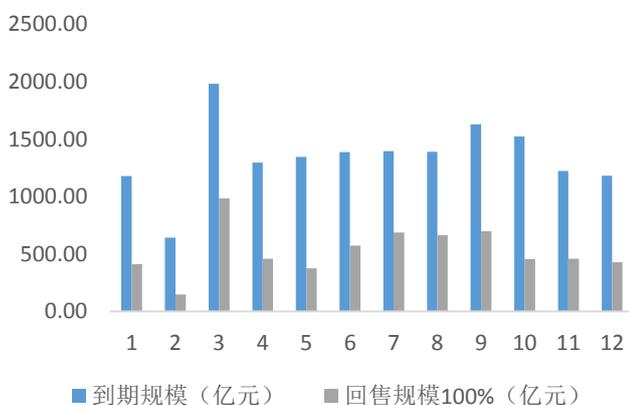
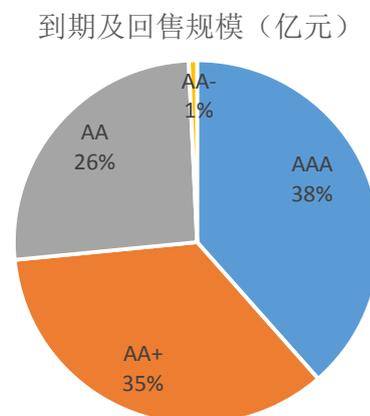


图 24：到期及回售城投债以 AAA 级为主



<sup>3</sup> 到期债券统计均以 2018 年 12 月 31 日存续期城投债券为准，总量已经排除重复项目。

数据来源: choice, 中诚信国际整理

数据来源: choice, 中诚信国际整理

## (二) 江苏到期规模居首, 含特殊条款债券占比提升

从区域分布情况看, 2019年4-12月江苏省城投债到期及回售规模居首, 达到3711.33亿元, 其次为浙江(1119.80亿元)、北京(1062.75亿元)、天津(869.65亿元), 其余省份均低于800亿元; 而债务率较高的省份如黑龙江、辽宁、内蒙古等地的到期及回售规模相对较低, 均在200亿元以下; 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共计4498.95亿元, 占比26.18%, 较去年底回落1.07个百分点。

从债券特殊条款设置看, 为了有效隔离城投非标债务违约拖累城投主体, 内含特殊条款债券占比达到50.73%, 较去年底提升2.4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56.86%, 较去年底回落1.56个百分点; 涉及“交叉违约”, 占比为21.28%, 较去年底回升8.7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21%与1.82%, 较去年底略有回升。

图 25: 一季度后, 债务率较高地区后续到期及回售压力较小, 江苏省到期及回售规模居首



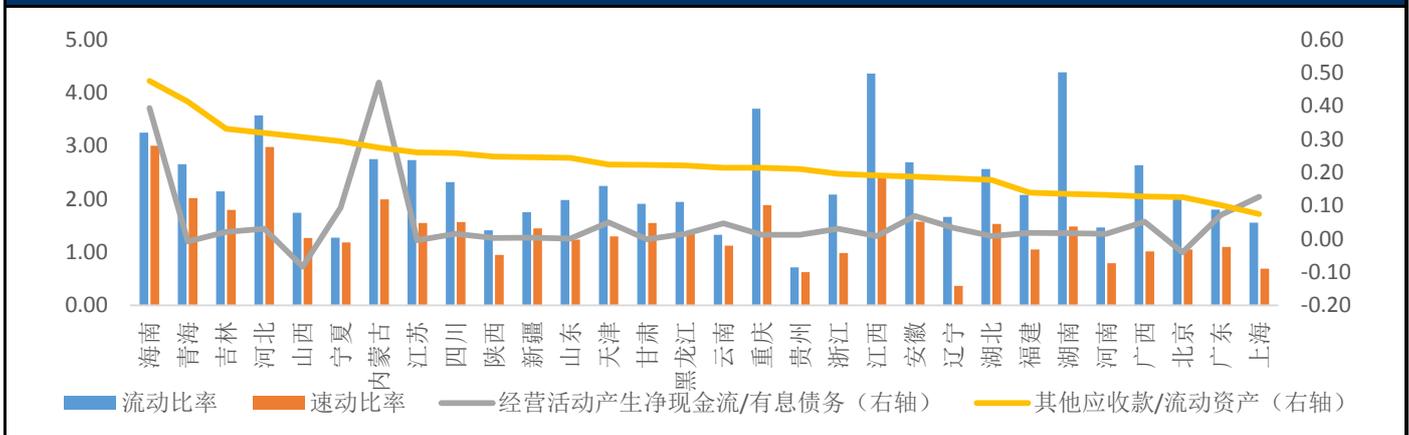
数据来源: choice, 中诚信国际整理

## (三) 近三分之一到期主体现金流不能覆盖有息债务, 偿付依赖政府回款

2019年到期及回售城投债券共涉及城投企业746家, 城投企业整体负债压力较去年年底有所回落, 资产负债率均值为49.19%, 回落10个百分点, 中位数为58.05%, 回落3个百分点。从偿债能力看, 约三分之一的城投企业净现金流为负, 依托企业自身现金流偿付债务的压力较大, 对再融资及流动资产变现的依赖较高; 净现金流对有息债务的覆盖程度(净现金流/有息债务)平均数、中位数分别为0.02、0, 小于零的比例达到31.37%, 较去年底回升约5个百分点; 同时城投企业流动比率平均数、中位数分别为2.46、1.91, 速动比率平均数、中位数分别为1.37、1.07, 也较去年底出现一定

程度回落。从资产流动性情况看，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 20.76%、16.52%，与去年底相比保持基本稳定，显示企业流动性对政府回款的依赖较高。从各省数据来看，海南、青海、吉林、河北其他应收款占流动资产比例较高，超过 30%，资产流动性较弱。

图 25：4-12 月各省份城投债到期主体短期偿债能力情况一览



数据来源：choice，中诚信国际整理

#### 四、 风险展望：债务压力仍在，城投风险分化仍将持续

一季度在多重政策利好支持下，城投债券市场一、二级市场整体回暖，但结构性分化态势仍在加剧，融资环境好转有利于缓释城投企业流动性风险，但债务偿付压力并未真正化解。下阶段宏观经济下行压力有所减轻，货币政策面临预调微调，“宽货币、宽财政、宽信用”向“结构性宽货币、宽财政、稳信用”转变，宏观调控延续稳增长与防风险动态求稳的基本基调，二季度及下半年防风险或重回政策中心，城投企业面临的监管环境仍难言放松，对于承担公益性较强、重要性较高项目的城投企业仍将获得更多支持，而财力较弱区域、行政层级较低的非核心城投，所受支持仍将受限，城投企业风险在不同维度的分化仍将持续。下阶段可重点关注以下方面：

##### （一）关注各地隐性债务化解方案对城投企业存量债务的影响

《2019 年政府工作报告》再次强调坚决打好防范化解重大风险攻坚战，并指出“2019 年中国财政收支政策将有效防控地方政府隐性债务风险”。在防风险的大背景下，各地相继出台化解地方政府债务尤其是地方政府隐性债务化解方案。城投企业作为地方政府隐性债务的重要载体，地方债务化解方案将对城投企业既有债务处置带来重要影响。从短期看，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，以镇江为例，通过国开行置换贷款，降低债务利率并拉长期限，债务成本将得到较大下降，利息费用降幅约 20%-40%。隐性债务化解旨在以时间换空间，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。但从长期看，政府出台对于涵盖城投债

务在内的隐性债务化解方案，并未从总量上降低债务规模，未来变更债务偿付主体责任，城投企业总体债务压力仍在，仍需对相关城投主体信用风险保持关注。

## （二）关注城投企业整合转型对于信用风险的影响

自 2019 年两会后，财政部强调推动融资平台公开透明、合法合规运作，严禁新设融资平台，分类推进平台市场化转型，剥离融资平台政府融资职能。伴随城投企业转型步伐加快，多元化的整合转型方式对所涉企业存量债务将带来较大影响，如政府协调辖区内资源为有资质的融资平台注入**优质经营性资产或特许经营权**，可有效提升企业盈利水平，提高债务偿付能力；对城投企业引入**社会资本实行混改**，通过债权投资或债转股等形式缓解平台债务压力，例如镇江地处经济发达地区，引入较为活跃的社会资本进行混改来推动债务化解；此外，在**响应纾困民企、稳增长、城投转型**的背景下，城投公司可通过并购上市公司提升盈利能力，**增加报表中的经营性资产和经营性收入**，逐步实现机制转型、人才聚集和经营优化。在城投企业重组、整合过程中，需关注对既有债务的具体处置，如债务偿付主体是否变更，债务人重组后主营业务是否发生变化、所获政府支持是否变化等要素，以对债务信用风险进行综合考量。

## （三）关注城投企业非标债务及或有债务，防范风险共振

2019 年，尽管监管政策边际放松，非标再融资环境有所改善，但城投企业非标债务风险仍持续暴露，**非标债务违约易触发交叉违约，进而波及债券市场引发风险共振**。2018 年内蒙古通辽市开鲁县鲁丰实业投资有限责任公司相关信托计划违约，后尽管因及时偿还部分款项未触发交叉违约，但类似债务风险仍需警惕。2019 年 4-12 月，设置交叉条款的城投债在到期城投债中占比超过 20%，交叉违约潜在风险不容忽视。此外，**城投企业或有债务仍需关注，防范来自联保互保引发的区域性风险共振**。2019 年一季度末有存续期城投债的发行主体中近九成存在对外担保，对外担保金额超过 5 万亿元，且担保对象多为同区域内地方国有企业，该类企业对地方政府回款及补贴依赖较大，在债务集中偿付阶段，易引发流动性风险，并向区域性风险扩散。

## （四）关注对政府回款依赖较大、区域财力较弱的非核心城投

在稳增长政策导向下，对于**承担重大基建项目的城投企业将获得更多资源倾斜与支持**。但对于**承担项目重要性较弱的非核心平台，所获外部支持有限**，若所在区域财力较弱且企业对政府回款依赖较高，则债务偿付面临较大不确定性。可重点关注财政实力较弱的区县类城投，及该类区域内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企业，关注城投企业债务集中到期阶段自身还款准备、政府支持意愿及能力。

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 20190429

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