

我国园区及园区债发展研究

公共融资一部/康芳华

自 1984 年第一批经济技术开发区（以下简称“经开区”）设立以来，从各项指标上看，园区已成为我国经济腾飞的中坚力量。随着园区的发展，园区债的发债主体和发债金额逐步增多，根据 Wind 资讯统计数据显示，截至 2016 年 3 月末，我国存续的园区债 477 支，债券余额为 4094.73 亿元，占存量城投债的 7.17%。从区域分布来看，我国园区债主要集中于江苏、湖南、山东、浙江等经济增速较快的地区；从存续债到期兑付时间来看，自 2018 年下半年起我国园区债将进入兑付高峰期；从主体信用级别分布来看，我国园区债主体信用等级主要集中在 AA、AA⁺和 AA⁻三个信用等级；园区平台企业主体信用等级分布与所属园区的地区生产总值和一般公共预算收入呈现正相关，但是不同信用评级机构之间评级标准差异大。

一、我国园区的发展现状

（一）我国园区的概念及分类

园区是指政府通过行政或市场化等手段、制定长期或短期发展规划与政策、为建设和完善适于企业进驻和发展的各种环境而指定的专门区域，该区域发展成熟后，具有企业集聚、产业特色鲜明、集群优势明显、功能布局完善等特点。

根据主管部门和功能定位的不同，目前我国的园区大致可分为六类，即经济技术开发区、高新技术产业开发区、海关特殊监管区域、边境经济合作区、国家级新区和自主创新试验区。

图表 1. 我国园区的主要类型

园区类型	首批设立时间	主管部门	国家级数量	备注
经济技术开发区	1984 年	商务部	219 家	
高新技术产业开发区	1988 年	科技部	146 家	
海关特殊监管区域	1990 年	海关总署/ 国务院	151 家	其中：国家级自由贸易试验区 4 家，国家级保税区 12 家，国家级出口加工区 63 家，国家级综保区 52 家，国家级保税港区 14 家，保税物流园区 6 家
边境经济合作区	1992 年	商务部	15 家	
国家级新区	1992 年	国务院	18 家	
自主创新试验区	2009 年	科技部	14 家	
其他	--	--	28 家	主要为旅游度假区等

数据来源：中国开发区网，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

（二）我国园区的发展

自 1984 年第一批经开区设立以来，从各项指标上看，园区已成为我国经济腾飞的中坚力量。园区内产业的不断集中再到集聚，通过极化效应和扩散效应，同时带动区域经济快速发展，在经济版图之中起到了“增长极”作用。园区同时也担负了我国技术创新和现代化产业建设的重任，在对外出口、土地开发、吸引就业以及城市化进程中都扮演了重要角色。尤其是以发展新型工业为目标的经开区和以高新技术产业化为目标的高新技术产业开发区（简称“高新区”），已经成为推动我国经济发展的发动机。

根据商务部统计数据知，2014 年全国 215 家国家级经开区实现地区生产总值 7.65 万亿元，第二产业增加值 5.57 万亿元，财政总收入 1.46 万亿元，税收收入 1.25 万亿元，同比分别增长 9.1%、8.0%、10.5% 和 11.7%，增幅分别高于全国 1.7、0.7、1.9 和 3.9 个百分点，分别占全国的比重为 12.0%、20.5%、10.4% 和 10.5%。但是，东部、中部和西部国家级经开区发展不平衡现象突出。当年东部 104 家国家级经开区实现地区生产总值 5.03 万亿元，占国家级经开区地区生产总值的 65.75%；中部 63 家国家级经开区实现地区生产总值 1.69 万亿元，占国家级经开区地区生产总值的 22.09%；西部 48 家国家级经开区实现地区生产总值 0.93 万亿元，占国家级经开区地区生产总值的 12.16%。

图表 2. 2012-2014 年国家级经开区发展情况（单位：万亿元，%）

项目	地区生产总值			第二产业增加值 ¹			进出口总额 ²			税收收入		
	金额	增速	占比	金额	增速	占比	金额	增速	占比	金额	增速	占比
2012 年	5.39	15.61	10.38	3.98	29.70	16.91	0.74	4.38	19.12	0.93	15.93	9.24
2013 年	6.91	15.20	11.75	4.80	14.7	22.09	4.82	--	18.66	1.09	11.60	9.86
2014 年	7.65	9.1	12.00	5.57	8.00	20.50	5.09	3.30	19.20	1.25	11.70	10.50

数据来源：商务部，新世纪评级整理

根据科技部统计数据知，2014 年全国 114 家国家级高新区实现地区生产总值 6.96 万亿元，同比增长 10.4%；实现工业总产值 16.99 万亿元，同比增长 12.9%；实现出口创汇总额 0.04 万亿美元，同比增长 5.3%；实际上缴税费 1.32 万亿元，同比增长 19.6%。

图表 3. 2012-2014 年国家级高新区发展情况（单位：万亿元，万亿美元，%）

¹ 2013 年的数据为工业增加值。

² 2012 的进出口总额数据单位为万亿美元，2013-2014 年进出口总额数据单位为万亿元。

项目	地区生产总值			工业总产值			出口创汇总额			实际上缴税费		
	金额	增速	占比	金额	增速	占比	金额	增速	占比	金额	增速	占比
2012年	5.22	25.3	10.1	12.86	21.7	--	0.38	18.2	18.4	0.96	40.5	--
2013年	6.31	20.8	11.1	15.14	17.7	--	0.41	9.9	18.7	1.10	15.3	--
2014年	6.96	10.4	10.9	16.99	12.3	--	0.44	5.3	18.5	1.32	19.6	--

数据来源：科技部，新世纪评级整理

二、我国园区债现状分析

目前，尚无相关机构对园区类政府相关实体发债（以下简称“园区债”）情况进行统计。新世纪评级通过对相关资料进行搜集和整理知，截至2016年3月末，219家国家级经开区中，拥有104家已发债的园区类政府相关实体³；146家国家级高新区中，拥有62家已发债园区类政府相关实体。以下分析均以国家级经开区和国家级高新区的已发债园区类政府相关实体为分析基础，尚不考虑其余类型园区的园区类政府相关实体的发债情况。

（一）我国园区债的发行和到期情况分析

1999年至2016年3月末，我国园区类政府相关实体已累计发行债券530支，发行金额累计4491.23亿元，占城投债发行总额的5.78%。从发行方式来看，公募债券累计发行360支，累计发行金额3244.40亿元；私募债券累计发行170支，累计发行金额1246.83亿元。从发行券种来看，企业债累计发行217支，占累计发行支数的40.94%；累计发行金额2149.8亿元，发行额占比为47.87%，是园区类政府相关实体发行的主要债券品种。定向工具发行支数占比为22.08%，发行额占比为19.92%，是园区类政府相关实体发行的第二大债券品种。2014年以来中期票据和短期融资券⁴的发行支数和发行额大幅提升。2015年1月15日，证监会颁布《公司债券发行与交易管理办法》，极大推动了公司债券的发行，2015年以来，园区类政府相关实体发行的非公开发行人公司债券支数和金额均大幅增加。

图表 4. 1999年以来园区债的主要发行品种的发行支数和规模（单位：支，亿元）

年\分类	企业债		定向工具		中期票据 ⁵		短期融资券		非公开发行人公司债券		公司债券/公开发行人公司债券	
	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额
1999	2	1.00										
2007	1	10.00					2	20.00				
2008	1	10.00					1	10.00				

³ 其中，浒墅关经济技术开发区中的苏州市浒墅关开发区经济技术发展总公司于2015年9月25日发行了一期定向工具，未进行第三方信用评级。

⁴ 含超短期融资券。

⁵ 含两支项目收益票据。

年\分 类	企业债		定向工具		中期票据 ⁵		短期融资券		非公开发行公 司债券		公司债券/公开 发行公司债券	
	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额	支数	发行额
2009	5	50.80					1	10.00			1	20.00
2010	7	87.00			2	11.00	1	7.00				
2011	6	77.50	1	9.00	3	43.50						
2012	40	433.50	3	27.50	3	26.00	1	6.20				
2013	32	301.50	6	43.00	5	37.00	2	8.00				
2014	85	807.90	46	336.00	27	233.00	13	92.00	2	5.50		
2015	24	239.90	47	374.00	20	227.00	41	226.50	19	185.00		
2016	14	130.70	14	105.20	8	40.40	13	75.00	18	145.00	1	10.00
合计	217	2149.80	117	894.70	68	617.90	75	454.70	39	355.50	2	30.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

截至 2016 年 3 月末，园区类政府相关实体存债数量为 477 支，债券余额为 4094.73 亿元，占城投债债券余额的 7.17%，园区债债券余额占比高于发行总额占比。其中，公募债券存债数量为 318 支，债券余额为 2940.40 亿元；私募债券存债数量为 159 支，债券余额为 1154.33 亿元。

从发行地区来看，已发债的园区类政府相关实体主要集中于江苏、湖南、山东、浙江等经济增速较快的地区，债券余额前十的省份占比 78.03%，集中程度较高。而海南、内蒙古、宁夏以及山西等省市债券余额较少。从债券余额占城投债余额的比重来看，江苏、湖南、陕西、山东和青海的占比偏高。

图表 5. 我国园区债区域分布情况（单位：亿元，%）

地区	债券余额	占城投债 余额比重	地区	债券余额	占城投债 余额比重	地区	债券余额	占城投债 余额比重
江苏	1280.80	14.66	北京	101.00	3.21	河北	46	4.66
湖南	409.60	13.62	湖北	97.80	5.03	河南	39	2.45
山东	292.50	11.49	云南	75.50	4.41	青海	37	8.86
浙江	235.50	7.34	上海	74.90	4.65	广西	28	1.94
重庆	200.20	6.69	辽宁	69	3.41	吉林	23	4.76
陕西	189.60	12.59	新疆	68.9	6.52	海南	8	8.70
四川	189.43	7.37	福建	60	2.84	内蒙古	8	1.15
天津	140	3.96	广东	50.5	1.94	宁夏	8	6.74
安徽	132	6.76	贵州	49	3.59	山西	7	1.04
江西	125.5	8.54	黑龙江	49	8.84			

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

从发行平台来看，目前我国存债期内的园区类政府相关实体有 160 家，其中债券余额前 10 家发行人债券余额总计为 951.60 亿元，占比 23.24%，债券余额集中度较高。前十大存债平台中，除盐城东方投资开发集团有限公司的资产负债率为 53.90%，其余发债企业资产负债率均超过 60%，负债经营程度偏高。以上平

台公司中，债券余额最大的是西安高新区下属的西安高新控股有限公司（以下简称“西安高新控股”）。目前，西安高新控股的存债数量为 14 支，债券余额为 132.6 亿元。截至 2015 年末，西安高新控股的资产总额为 940.29 亿元，负债总额为 700.66 亿元，资产负债率为 74.51%；当年末，刚性债务余额为 661.14 亿元，股东权益对刚性债务的覆盖率仅为 36.25%，债务负担重。2015 年，西安高新区实现地区生产总值 730 亿元，同比增长 15%；完成一般公共预算收入 103.58 亿元，同比增长 17.33%；完成政府性基金预算收入 31.74 亿元，同比下降 33.68%。

图表 6. 我国园区债前十大发行人债券发行及存债情况（单位：亿元，%）

园区	发行人	债券余额	累计发行额	净资产	资产负债率
西安高新区	西安高新控股有限公司	132.6	202.6	292.72	73.01
苏州工业园区	苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	105	151.5	253.73	61.42
无锡高新区	无锡市新区发展集团有限公司	99	117	145.60	70.41
盐城经开区	盐城东方投资开发集团有限公司	95	100	127.02	53.90
镇江经开区	江苏瀚瑞投资控股有限公司	93	109	370.88	63.00
常州高新区	常高新集团有限公司	89	94	190.09	62.76
济南高新区	济南高新控股集团集团有限公司	88	88	108.90	67.02
吴江经开区	吴江经济技术开发区发展总公司	88	88	142.24	66.60
绵阳经开区 ⁶	绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	82	102	98.62	62.11
昆山经开区	昆山国创投资集团有限公司	80	118	203.30	69.87

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

从存续期债券的到期时间来看，2016 年上半年，我国存续期的园区债尚有 12 支到期，需偿还债券余额 73 亿元；2016 年下半年，存续期内的园区债将有 34 支到期，需偿还的债券余额为 207.50 亿元。2018 年下半年开始，园区债将进入兑付高峰期，当期将有 34 支债券到期，待偿债券余额为 337 亿元。随后的 2019-2021 年，园区债的到期数和待偿债券余额将维持在高位，并于 2021 年达到待偿债券余额的顶峰。

图表 7. 我国存续期园区债到期情况

到期日	存债数量	债券余额 (亿元)
2016 年上半年	12	73.00
2016 年下半年	34	207.50
2017 年上半年	30	186.50
2017 年下半年	23	204.00
2018 年上半年	34	173.63
2018 年下半年	34	337.00
2019 年上半年	42	404.20
2019 年下半年	39	361.50
2020 年上半年	35	306.00

⁶ 绵阳经开区属于绵阳科技城的组成部分。

到期日	存债数量	债券余额 (亿元)
2020 年下半年	43	414.00
2021 年上半年	79	694.80
2021 年下半年	24	245.50
2022 年上半年	19	195.90
2022 年下半年	11	130.50
2023 年及以后	18	160.70
合计	477	4094.73

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

（二）我国园区债信用等级分布情况

从园区类政府相关实体的主体信用等级来看，由于我国对发债主体限制较严，只有达到等级 A 及以上的企业才可以有资格发行，故发债主体的主体信用等级均位于 A 及以上。截至目前，我国园区债主体信用等级主要集中在 AA、AA⁺和 AA⁻三个等级，合计占比 93.45%。

图表 5. 我国园区债主体信用等级分布情况

主体信用等级	发行期数	发行金额 (亿元)	期数占比 (%)	发行额占比 (%)
AAA	18	161.00	3.40	3.58
AAA ⁻⁷	1	10.00	0.19	0.22
AA ⁺	99	867.30	18.68	19.31
AA	341	2989.53	64.34	66.56
AA ⁻	48	340.10	9.06	7.57
A ⁺	1	5.80	0.19	0.13
—	22	117.50	4.15	2.62

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

从委托信用评级机构来看，截至 2016 年 3 月末，存量公募债中，鹏元资信、新世纪评级、联合资信和中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）在评级期数和评级金额占比较大。

图表 6. 我国存量园区公募债委托评级机构主体信用等级分布情况

委托评级机构	发行期数	发行金额 (亿元)	期数占比 (%)	发行额占比 (%)
鹏元资信	78	718.10	24.53	24.42
新世纪评级	66	598.00	20.75	20.34
联合资信	55	512.00	17.30	17.41
中诚信国际	54	498.30	16.98	16.95
大公国际	35	370.00	11.01	12.58
东方金诚	26	210.50	8.18	7.16
鹏元资信,东方金诚	2	16.50	0.63	0.56

⁷ 07 张江 CP01 发行时主体信用等级为 AAA⁻，随着信用等级符号的规范，目前已不存在 AAA⁻的信用等级。

委托评级机构	发行期数	发行金额 (亿元)	期数占比 (%)	发行额占比 (%)
联合信用	1	10.00	0.31	0.34
鹏元资信,联合资信	1	7.00	0.31	0.24
合计	318	2940.40	100.00	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

从园区地区生产总值与所属园区平台企业的主体信用级别分布来看⁸，随着主体信用等级的提高，园区地区生产总值的平均值呈现增长态势。但同一主体信用等级中，地区生产总值的最大值和最小值差异大。AA⁻级主体信用等级中，GDP 最小值对应的是广元经开区，所属平台企业为广元市园区建设投资有限公司，委托信用评级机构为东方金诚和鹏元资信；GDP 最大值对应的是安庆经开区，所属平台企业为安庆经济技术开发区建设投资集团有限公司，委托信用评级机构为鹏元资信和东方金诚⁹。AA 级主体信用等级中，GDP 最小值对应的是马鞍山慈湖高新区，所属平台企业为马鞍山慈湖高新技术产业开发区投资发展有限公司，委托信用评级机构为鹏元资信；GDP 最大值对应的是贵阳高新区，所属平台企业为贵阳高科控股集团有限公司，委托信用评级机构为新世纪评级。AA⁺级主体信用等级中，GDP 最小值对应的是温州经开区，所属平台企业为温州经济技术开发区国有资产经营有限公司，委托信用评级机构为鹏元资信；GDP 最大值对应的是苏州高新区，所属平台企业为苏州高新区经济发展集团总公司，委托信用评级机构为中诚信国际。从 GDP 最大值和最小值对应的园区情况来看，园区平台企业的主体信用等级除了受园区本身经济发展情况的影响，还受该园区所属区域经济发展情况的影响，同时还受不同评级机构之间评级标准差异的影响。

图表 7. 园区 GDP 与园区发债企业主体信用级别分布情况（单位：亿元）

主体信用级别	最大值	最小值	平均值
AAA	2001.00	993.02	1497.01
AA ⁺	2801.01	187.75	1239.00
AA	2497.27	58.16	407.64
AA ⁻	284.04	52.20	134.47

数据来源：公开资料，新世纪评级整理（截至 2016 年 3 月末）

注：以上表格数据为 2014 年各园区的地区生产总值数据

从园区一般公共预算收入与所属园区平台企业的主体信用级别分布来看，随着主体信用等级的提高，一般公共预算收入的平均值呈现增长态势。但同一主体信用等级中，一般公共预算收入的最大值和最小值差异大。AA⁻级主体信用等级中，一般公共预算收入最小值对应的是安康高新区，所属平台企业为陕西安康高

⁸ 现有样本中仅有一家园区平台企业主体信用等级为 A⁺级，即新疆石河子开发区经济建设总公司，样本量太小，本分析不再考虑 A⁺级的级别分布情况。

⁹ 东方金诚给予该企业的主体信用等级为 AA/稳定。

新产业发展投资(集团)有限公司, 委托信用评级机构为东方金诚; 最大值对应的是鞍山高新区, 所属平台企业为鞍山高新技术产业投资有限公司, 委托评级机构为中诚信国际。AA级主体信用等级中, 一般公共预算收入最小值对应的是长沙高新区, 所属平台企业为长沙高新控股集团总公司, 委托信用评级机构为大公国际。长沙高新区一般公共预算收入处于低水平, 主要受财政分成的影响¹⁰; 最大值对应的是宜昌高新区, 所属平台企业为宜昌高新投资开发有限公司, 委托信用评级机构为新世纪评级。AA+级主体信用等级中, 一般公共预算收入最小值对应的是温州经开区, 所属平台企业为温州经济技术开发区国有资产经营有限公司, 委托信用评级机构为鹏元资信; 最大值对应的是广州经开区, 所属平台企业为广州经济技术开发区国有资产投资公司, 委托信用评级机构为联合资信。

图表 8. 园区一般公共预算收入与园区发债企业主体信用级别分布情况 (单位: 亿元)

主体信用级别	最大值	最小值	平均值
AAA	230.25	120.00	175.13
AA+	120.82	9.39	81.92
AA	271.51	0.74	29.89
AA-	15.41	1.51	7.73

数据来源: 公开资料, 新世纪评级整理 (截至 2016 年 3 月末)

注: 以上表格数据为 2014 年各园区的一般公共预算收入数据

(三) 我国园区债信用级别调整情况

截至 2016 年 3 月末, 我国存量园区公募债中共有 8 支债券的主体信用级别被调升, 涉及 5 家发行主体; 共有 1 支债券的主体信用级别被调低, 涉及 1 家发行主体。

主体信用级别被调低的发行主体为新疆石河子开发区经济建设总公司(以下简称“石经开”)。截至 2015 年末, 石经开经审计的合并口径资产总额为 49.92 亿元, 所有者权益为 16.78 亿元, 资产负债率为 66.39%, 待偿债券余额为 4.50 亿元。2012 年 3 月, 大公国际给予石经开主体信用等级 AA-, 评级展望稳定。2014 年 9 月, 大公国际将其评级展望由稳定调整为负面, 调整理由为石经开对天盛实业的担保使公司面临较大的代偿风险, 并在一定程度上影响公司的信用能力。2015 年 8 月, 大公国际将其主体信用等级由 AA-/稳定调整为 A+/稳定, 调整理由为对外担保比率偏高, 存在较大的代偿风险; 较高的期间费用削弱了公司的盈利能力。截至目前, 大公国际尚未公布对其的 2016 年跟踪评级报告。

主体信用级别被调高的发行主体分别为遂宁开达投资有限公司(以下简称“遂川中”)、上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司(以下简称“漕河泾”)、

¹⁰ 长沙高新区与长沙市财政采用固定分成的财政体制, 高新区每年财政收入除上解国家及省级部分外, 大部分按固定额度上解市级财政, 其大部分财政收入均体现在转移性收入部分。2014 年, 长沙高新区转移性收入为 29.44 亿元。

荆州经济技术开发区发展总公司（以下简称“荆州经开”）、锦州经济技术开发区发展(集团)公司（以下简称“锦州经开”）和扬州经济技术开发区开发总公司（以下简称“扬州开发”）。调高原因基本为：园区经济财政实力增强、平台地位、政府支持等外部因素。此外，企业自身经营状况改善也是级别调高的原因之一。

图表 7. 我国存量园区公募债主体信用级别调高情况

发行主体	发行时主体信用等级	评级展望	最新主体信用等级	评级展望	调整时间	所属园区	委托评级机构
遂川中	AA-	稳定	AA	稳定	2015.11.9	遂宁经开区	鹏元资信
漕河泾	AA	稳定	AA+	稳定	2015.6.29	漕河泾开发区	中诚信国际
荆州经开	AA-	稳定	AA	稳定	2016.4.12	荆州经开区	鹏元资信
锦州经开	AA-	稳定	AA	稳定	2015.6.29	锦州经开区	鹏元资信
扬州开发	AA-	稳定	AA	稳定	2015.7.30	扬州经开区	联合资信

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2016 年 4 月末）