

2017 年上半年城投债发行情况和市场表现分析

公共融资部 陆奕璇

2017 年上半年，受流动性趋紧、融资成本上行、政府加速厘清与城投企业债务边界等多重因素影响，城投债发行规模较上年同期下降 48.38% 至 6946.47 亿元；发行量较大的券种分别为超短融、中票、定向工具和私募债；发行期限以 5 年期和 1 年及以内期限为主；发债主体级别相对集中在 AA 级。

从发行人所在区域看，上半年江苏发行城投债规模继续领跑各省（区、市），湖南、浙江、湖北和安徽分列第二至第五位。以 2017 年 6 月末城投债存续余额与 2016 年一般公共预算收入规模相对比，湖南、重庆、贵州、江苏、天津和青海地区城投债偿付压力相对较大。

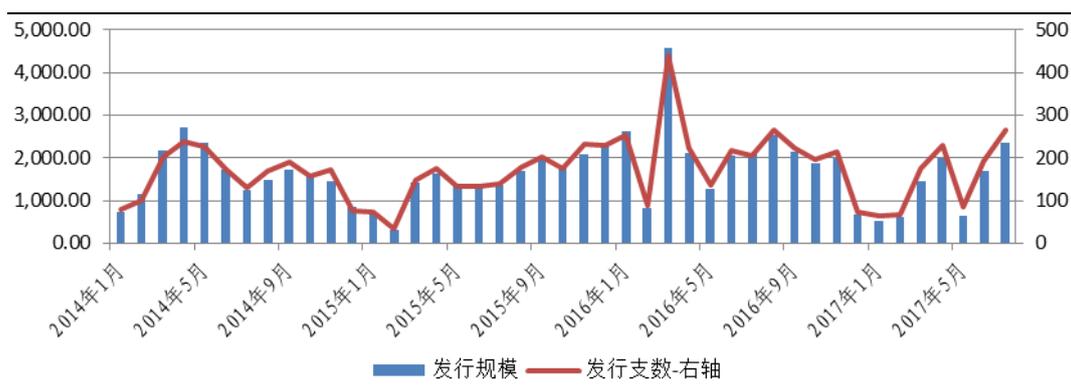
发行利差方面，2017 年上半年，AAA 级和 AA+ 级发行利差相对平稳，而 AA 级发行利差上浮较显著，且受发行期限影响较大。分区域看，上半年，黑龙江、山西、贵州、重庆和吉林的发行利差均值位列各省（区、市）降序排名前五位，发行利差在一定程度上反映了城投债发行定价受地方经济发展、财政实力和债务压力等因素影响显著。

级别调整方面，2017 年 1-7 月，评级机构对 117 家城投债发债主体评级进行上调、9 家评级展望上调；对 9 家城投债发债主体评级进行下调、10 家评级展望下调；级别（展望）下调区域相对集中在辽宁。导致城投债主体信用等级（评级展望）下调的触发因素主要包括地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降和资产流动性弱等。

一、城投债发行情况

受流动性趋紧、融资成本上行、政府加速厘清与城投企业债务边界等多重因素影响，2017 年上半年，共有 503 家企业发行城投债，发行规模合计 6946.47 亿元，发行支数合计 817 支，城投债发行规模和支数分别较上年同期下降 48.38% 和 39.79%。其中，一季度和二季度发行规模分别为 2598.55 亿元和 4347.92 亿元，发行数量分别为 310 支和 507 支。

图表 1. 2014 年以来城投债发行时间分布 (单位: 亿元、支)

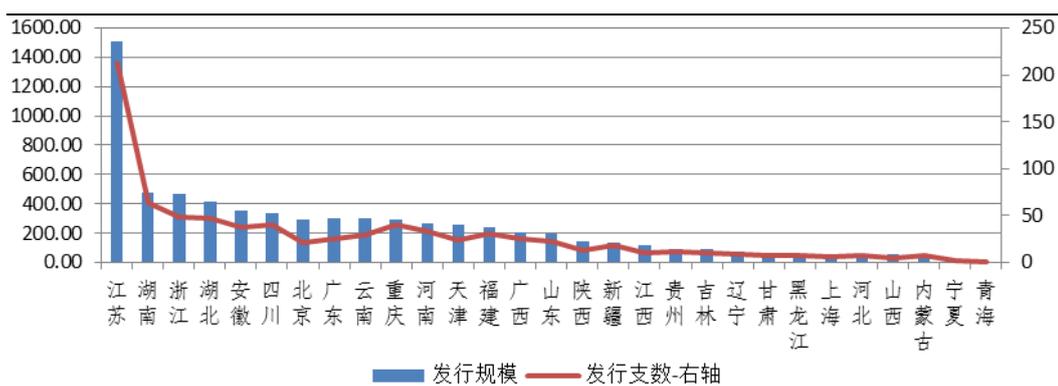


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从债券种类和发行期限看, 2017 年上半年城投债发行量较大的券种分别为超短融、中票、定向工具和私募债, 发行规模分别为 1582.00 亿元、1442.20 亿元、1116.00 亿元和 988.35 亿元; 发行期限以 5 年期和 1 年及以下期限为主, 发行总额分别为 2437.22 亿元和 2232.00 亿元, 分别占总发行量的 35.09% 和 32.13%; 3 年期发行规模位列第三, 发行总额为 1210.10 亿元。

从发行人所在区域看, 2017 年上半年, 除海南、西藏之外, 其余 29 个省市均发行了城投债。上半年江苏发行规模继续领跑各省(区、市), 发行总额为 1508.22 亿元; 湖南、浙江、湖北和安徽发行规模分别为 480.25 亿元、467.75 亿元、420.00 亿元和 358.00 亿元, 分列第二至第五位。

图表 2. 2017 年上半年城投债发行人所属区域分布 (单位: 亿元、支)

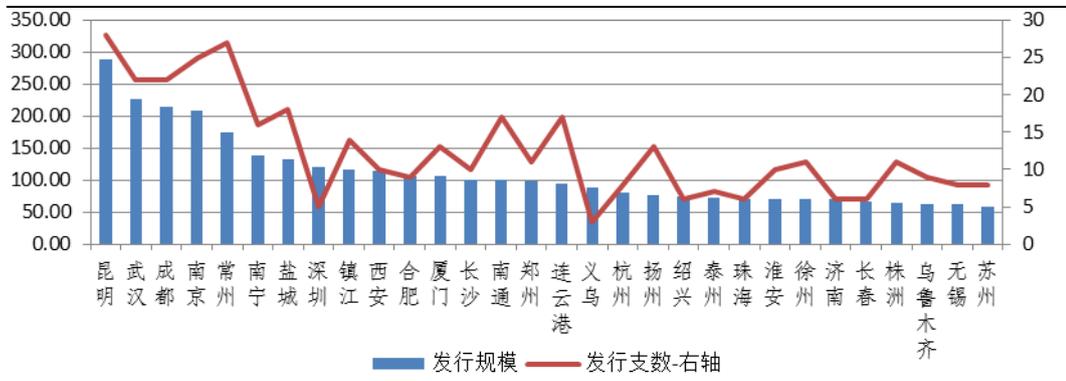


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从发行人所在地方政府层级看, 2017 年上半年城投债发行人主要集中在省及省会(单列市), 发行规模 3300.95 亿元, 占总发行量的 47.52%; 地级市、县及县级市的城投债发行规模分别为 2676.40 亿元和 969.12 亿元, 分别占总发行量的 38.53% 和 13.95%。

除直辖市外，上半年发行规模超 100 亿元的省会城市（单列市）包括昆明、武汉、成都、南京、南宁、深圳、西安、合肥、厦门和长沙；发行规模超 100 亿元的地级市包括常州、盐城、镇江和南通。

图表 3. 2017 年上半年城投债发行城市分布（单位：亿元、支）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从主体信用级别分布看，2017 年上半年城投债发行主体信用等级分布在 AA- 级至 AAA 级 4 个信用等级。其中，发行时主体级别主要集中在 AA 级，发行规模 2751.70 亿元，占比 39.61%；发行支数 410 支，占比 50.18%。

图表 4. 2017 年上半年城投债主体信用等级分布

发行主体信用等级	债券发行规模		债券发行支数	
	金额 (亿元)	占比 (%)	支数 (支)	占比 (%)
AAA	1861.35	26.80	142.00	17.38
AA+	2083.12	29.99	224.00	27.42
AA	2751.70	39.61	410.00	50.18
AA-	205.60	2.96	32.00	3.92
未披露级别 ¹	44.70	0.64	9.00	1.10
合计	6946.47	100.00	817.00	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、城投债公开发行业利率和利差分析²

1. 主体信用等级与利差分析

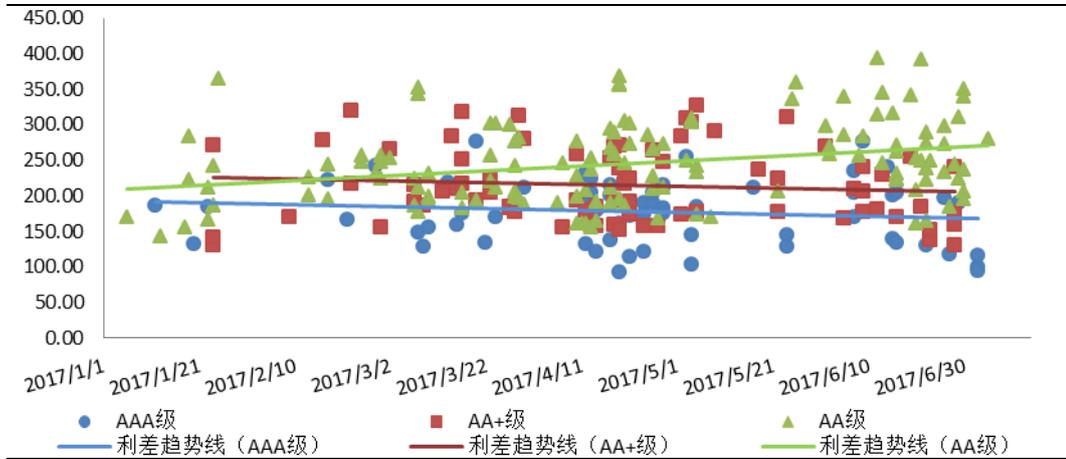
2017 年上半年公开发行的城投债中，一年期短券、中票、公司债和企业债

¹ 包括“17 仁寿饮水项目 NPB”、“17 东北林业项目 NPB01”、“17 威远旅游项目 NPB01”、“17 紫金玄武 PRN001”、“17 盐边水务项目 NPB”、“17 阜阳棚改项目 NPB01”、“16 沪扶贫项目 NPB02”、“17 峨眉停车项目 NPB01”和“17 万盛管廊项目 NPB01”9 期债券、9 家发债主体信用级别未公开披露。

² 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券（不含超短期融资券、1 年以内的短期融资券、项目收益债/票据）。

（剔除具有增信措施债券）共计 283 支。从发行利差看，AAA 级和 AA+级发行利差相对平稳，AA 级发行利差上浮较显著。

图表 5. 2017 年上半年城投债发行利差分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：发行利差=债券发行利率-债券起息日同期限中债国债到期收益率，下同。

由于部分期限城投债发行支数较少，新世纪评级选取 2017 年上半年发行的期限为 1 年、5 年和 7 年的共 212 支城投债作为研究样本，以 1 年为短期债券代表，以 5 年和 7 年为中长期债券代表，分期限进行利差统计分析。

如图表 6 所示，2017 年上半年城投债的信用等级与发行利差仍基本呈现负相关关系，即信用等级越高，利差均值越低；同信用等级下，短期债券利差均值显著低于中长期债券利差均值；发行期限对高信用等级发债主体的发行利差影响不显著，而 AA 级发行利差受发行期限影响较大，期限越长，利差越大。

图表 6. 2017 年上半年城投债各期限主体信用等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			利差 (BP)		
			区间	均值	标准差	区间	均值	标准差
1 年	AAA	10	4.25-5.29	4.55	0.30	114.50-175.52	155.27	18.25
	AA+	18	3.95-5.48	4.78	0.37	129.55-251.52	173.57	31.84
	AA	43	4.12-6.50	5.06	0.57	143.34-364.57	204.10	45.19
5 年	AAA	31	4.20-6.37	5.05	0.54	92.91-276.96	174.70	51.58
	AA+	36	4.38-6.77	5.66	0.53	140.70-319.19	237.55	48.17
	AA	49	5.00-7.50	5.90	0.56	189.04-393.79	258.99	45.72
7 年	AAA	3	4.99-5.50	5.26	0.21	139.09-203.51	174.88	26.78
	AA+	6	5.03-6.10	5.50	0.44	175.50-254.09	203.55	30.39
	AA	16	5.65-7.50	6.48	0.59	237.50-390.87	303.83	49.82

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在 2017 年上半年公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具

有增信措施债券)共 283 支城投债中,发行利差降序排列前 10 名的债券如下图所示。

图表 7. 2017 年上半年发行利差降序排列前 10 名城投债明细

债券简称	债务主体	起息日期	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	利差 (BP)	主体信用等级	展望	区域	评级机构
17 津住宅 MTN001	天津住宅建设发展集团有限公司	2017/6/12	5.00	5	7.50	393.79	AA	稳定	天津	新世纪
17 阿纺织	阿克苏纺织城发展有限责任公司	2017/6/21	7.00	7	7.50	390.87	AA	稳定	新疆	中诚信国际
17 长葛金财债	长葛市金财公有资产经营有限公司	2017/4/19	13.30	7	7.10	368.51	AA	稳定	河南	鹏元
17 龙建设 CP001	黑龙江省建设集团有限公司	2017/1/25	5.00	1	6.30	364.57	AA	稳定	黑龙江	大公
17 开元专项债 01	贵州凯里开元城市投资开发有限责任公司	2017/5/26	7.00	7	7.30	359.08	AA	稳定	贵州	联合资信
17 黔南债 01	黔南州国有资本营运有限责任公司	2017/4/19	10.00	7	6.99	357.51	AA	稳定	贵州	鹏元
16 营经开债 02	营口经济技术开发区城市建设投资有限公司	2017/4/19	10.00	7	6.98	356.51	AA	稳定	辽宁	大公
17 辽源国资 MTN001	辽源市国有资产经营有限责任公司	2017/3/8	2.00	5	6.60	352.61	AA	稳定	吉林	东方金诚
17 牡资 01	牡丹江市国有资产投资控股有限公司	2017/6/30	10.00	5	7.00	350.69	AA	稳定	黑龙江	中诚信证评
17 东亿实业 MTN001	青岛东亿实业总公司	2017/2/16	3.00	3	6.40	349.83	AA-	稳定	山东	中诚信国际

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

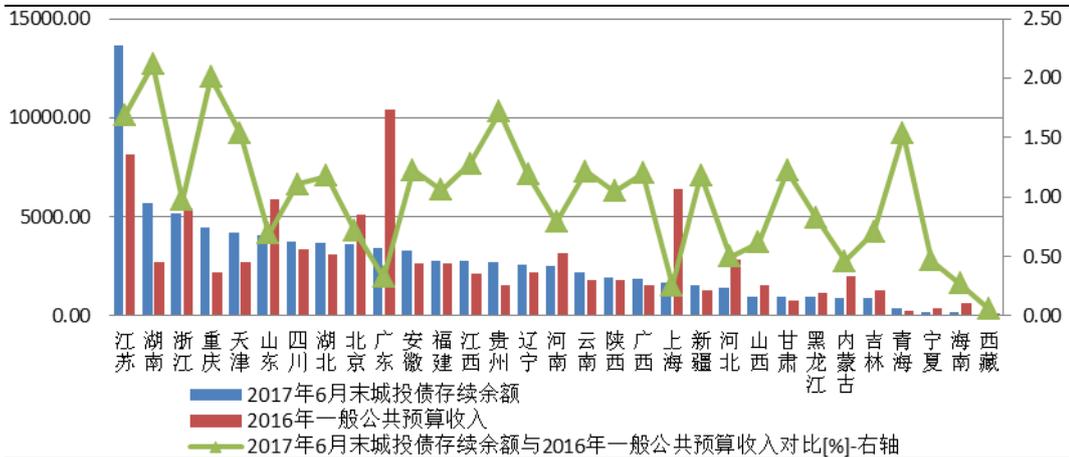
2. 发行区域与利差分析

发行区域的利差均值受各省市城投债当期发行量、券种、期限、信用等级等多重因素影响,但发行利差仍在一定程度上反映了城投债发行定价受地方政府经济发展、财政实力和债务压力等因素影响显著。在 2017 年上半年公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债(剔除具有增信措施债券)共 283 支城投债中,利差均值降序排名前五位的省(区、市)分别为黑龙江、山西、贵州、重庆和吉林,利差均值分别为 352.12BP、326.16BP、307.28BP、266.07BP 和 256.50BP。其中,黑龙江、山西和吉林经济增速低于全国水平,财政增收乏力,黑龙江和山西一般公共预算收入连续两年为负增长;贵州和重庆区域债务偿付压力相对较大。(见附录一)

从存量债券规模情况来看,截至 2017 年 6 月末,全国存续期内城投债存续余额共计 8.43 万亿元。其中,江苏存量债券余额在 31 个省(区、市)中降序排

列首位，湖南、浙江、重庆和天津分列第二至第五位。以城投债存续余额与一般公共预算收入规模相对比，湖南、重庆、贵州、江苏、天津和青海地区城投债偿付压力相对较大，2017年6月末城投债存续余额分别为当地2016年一般公共预算收入的2.12倍、2.01倍、1.72倍、1.68倍、1.54倍和1.54倍。

图表 8. 2017 年 6 月末全国各省（区、市）城投债存续余额对比情况（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、城投债级别调整分析

2017年1-7月，评级机构对117家城投债发债主体评级进行上调，9家评级展望上调；9家城投债发债主体评级进行下调，10家评级展望下调³。

1. 评级上调分析

2017年1-7月，大公对31家城投债发债主体评级进行上调，新世纪、联合资信（联合信用）和中诚信国际（中诚信证评）分别上调27家、25家和22家，鹏元上调14家，东方金诚上调4家；大公对6家评级展望进行上调，联合资信、鹏元和新世纪分别对1家评级展望进行上调。从上调级别看，共计26家发债主体由AA+级上调至AAA级；70家发债主体由AA级上调至AA+级；27家发债主体由AA-级上调至AA级；9家发债主体评级展望由负面（观望）调整至稳定。

从政府行政层级看，2017年1-7月，级别（展望）上调发债主体主要集中在省及省会（单列市）和地级市，分别涉及52家和48家；县级县级市涉及25家。从省市分布看，浙江涉及级别（展望）上调18家，江苏16家，安徽、北京、湖南和四川均为8家，江西7家，重庆6家，山东和新疆均为5家，其余各省（区、市）均在4家及以下。

2. 评级下调分析

³ 不含级别调整后展望上调/下调的情况；多家评级机构对同一家发行人进行级别调整，仅统计1次。

2017年1-7月，共有9家城投债发债主体评级进行下调；10家评级展望下调。其中，5家发债主体由AA级下调至AA-级；4家发债主体由AA-级下调至A级；10家发债主体评级展望由稳定调整至负面。

从政府行政层级看，级别（展望）下调发债主体中8家为地级市城投平台，7家为县及县级市城投平台，4家为省及省会（单列市）。从省市分布看，辽宁共涉及级别（展望）下调8家，河南、河北和云南各涉及2家，广东、广西、黑龙江、吉林和江苏各涉及1家。

图表9. 2017年1-7月城投债发债主体级别（展望）下调情况

涉及主体	最新主体信用等级	评级展望	前次主体信用等级	前次展望	调整时间	区域	评级机构
北票市建设投资有限公司	A+	稳定	AA-	稳定、负面	2017-01-11、2017-06-29	辽宁	大公、新世纪
黑山通和资产经营有限公司	A+	稳定	AA-	稳定	2017-06-22	辽宁	东方金诚
新民市路鑫市政工程有限公司	AA-	稳定	AA	负面	2017-06-24	辽宁	鹏元
沈阳南湖科技开发集团公司	AA-	稳定	AA	负面	2017-06-26	辽宁	中诚信国际
开原市城乡建设投资有限公司	AA-	稳定	AA	负面	2017-06-27	辽宁	大公
广西柳州市产业投资发展集团有限公司	A+	负面	AA-	负面	2017-06-27	广西	东方金诚
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	AA-	稳定	AA	负面	2017-06-28	辽宁	中诚信国际
铁岭新城投资控股股份有限公司	A+	稳定	AA-	稳定	2017-07-24	辽宁	联合信用
河南省国有资产控股运营集团有限公司	AA-	稳定	AA	负面	2017-07-26	河南	大公
云南路桥股份有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017-05-05	云南	东方金诚
七台河市城市建设投资发展有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017-06-17	黑龙江	鹏元
唐山市丰南建设投资有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017-06-27	河北	东方金诚
海丰县海业基础设施建设投资有限公司	AA-	负面	AA-	稳定	2017-06-27	广东	联合资信
禹州市投资总公司	AA	负面	AA	稳定	2017-06-28	河南	联合资信
辽阳城市资本经营有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017-06-29	辽宁	新世纪
楚雄州开发投资有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017-07-07	云南	联合资信
唐山市通顺交通投资开发有限责任公司	AA	负面	AA	稳定	2017-07-25	河北	大公
淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司	AA	负面	AA	稳定	2017-07-28	江苏	联合资信
吉林省交通投资集团有限公司	AA+	负面	AA+	稳定	2017-07-28	吉林	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据相关评级报告和级别调整公告，导致城投债主体信用等级下调的触发因素，主要为地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降和资产流动性弱三大因素。其中，主导行业景气度下行，地区经济发展压力上升，地方财政收入出现波动（下降），直接影响地方政府支付能力，进而影响城投企业的偿债能力，导致其信用质量下降。城投企业主营业务的公益属性较强，盈利和经营性现金流对地方政府财政收入依赖较大，城投企业出现营业收入大幅下降（营业亏损），在一定程度

上反映了当地财政收入的减少，或政府对城投企业支持力度的弱化。而城投企业主要资产的可变现能力对债务到期偿付影响较大，城投企业资产流动性趋弱将导致即期债务偿付压力上升。此外，城投企业通常存在一定对外担保事项，一旦面临大额代偿，或将直接导致评级下调。

图表 10. 2017 年 1-7 月城投债评级下调原因梳理

涉及主体	主要调级因素
北票市建设投资有限公司	1、北票市经济发展水平明显下滑，财力财政实力持续大幅减弱；2、当地房地产市场低迷，部分资产被抵押，影响资产变现能力和实际价值；3、较大规模应收账款被占用；4、存在一定对外担保事项，财务风险上升。
黑山通和资产经营有限公司	1、黑山县经济增速及一般公共预算收入明显下滑，经济和财政实力一般；2、公司在建项目较少且无拟建项目，未来收入实现存在不确定性；3、资产流动性较差；4、营业收入及利润总额有所下降，利润对财政补贴仍依赖很大，盈利能力较弱。
新民市路鑫市政工程有限公司	1、2016 年新民市经济总量大幅下降，公共财政收入继续下滑；2、大部分安置房项目通过对外销售实现收益，未来存在一定销售风险；3、资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，未来存一定偿债压力。
沈阳南湖科技开发集团公司	1、浑南区经济财政实力下滑；2、政府补助收入大幅下滑，净利润巨幅亏损；3、总债务和利息支出规模较大，偿债压力较大；4、受限资产规模高，再融资能力有限。
开原市城乡建设投资有限公司	1、开原市经济指标同比有所下滑，面临较大经济下行压力；2、受税收和政府性基金收入下降影响，开原市财政本年收入继续下降；3、存货以林权和林地使用权为主，变现能力差；4、部分担保企业出现违约，公司产生代偿。
广西柳州市产业投资发展集团有限公司	1、化肥等化工业务营业收入持续下滑，亏损幅度进一步扩大；2、纸浆、纸品业务经营持续亏损，期间费用依然较高，盈利能力较弱；3、募投项目银海铝业亏损幅度扩大，未达预期盈利，公司存在较大代偿风险；4、资产负债率较高，有息债务规模仍然较大。
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	1、2016 年凤城市经济指标下滑严重；2、营业收入及净利润大幅下降；3、城市供暖改造工程前期投入较大，且具有公益性特征，业务盈利空间受限。
铁岭新城投资控股股份有限公司	1、铁岭市经济不景气，政府一般公共预算收入降幅较大，政府债务率较高；2、盈利能力很弱，净利润持续亏损；3、债务负担进一步加重，短期债务偿付压力较大；4、所有者权益稳定性偏弱，经营性现金流恶化。
河南省国有资产控股运营集团有限公司	1、在建项目规模较大，面临较大资本支出压力；2、负债规模继续加大，实际资产负债率已超过 90%，短期偿债压力很大；3、被担保企业山西普大煤业集团有限公司被列入人民法院失信被执行人，目前贷款已逾期，公司面临很大代偿风险；4、公司期间费用持续增加，对利润有较大影响；5、经营性净现金流仍维持净流出状态，对债务的保障能力较差。

数据来源：评级报告、级别调整公告，新世纪评级整理

附录一：2017年上半年城投债各区域对应的公开发行业利差统计

区域	发行规模	发行支数	利差区间		利差均值	标准差
			最小值	最大值		
黑龙江	35.00	3	341.09	364.57	352.12	9.64
山西	35.00	3	308.83	342.61	326.16	13.80
贵州	42.00	4	223.43	359.08	307.28	56.05
重庆	75.00	10	191.13	344.10	266.07	41.52
吉林	55.00	5	187.52	352.61	256.50	56.07
山东	63.00	8	195.69	349.83	251.31	49.49
辽宁	55.00	4	184.32	356.51	239.66	68.23
天津	171.00	15	122.24	393.79	238.60	78.33
湖南	82.40	13	164.67	318.65	236.74	51.21
内蒙古	18.00	3	165.71	270.39	234.24	48.48
四川	138.50	14	121.50	310.96	231.92	49.49
新疆	83.00	10	157.62	390.87	231.66	63.14
河南	43.20	5	130.82	368.51	230.97	87.33
广西	76.00	9	136.92	312.40	226.35	59.46
江苏	364.72	55	127.84	319.19	226.25	48.01
湖北	209.60	23	139.09	305.51	217.59	40.23
云南	133.50	11	129.85	335.46	217.20	53.87
甘肃	34.50	3	169.60	294.92	213.93	57.36
安徽	216.50	19	128.96	286.28	212.62	39.03
广东	102.00	8	103.37	299.76	202.63	57.69
陕西	98.40	6	147.54	241.84	199.90	33.25
河北	47.00	7	161.59	269.10	193.77	32.96
浙江	120.10	14	116.72	311.36	189.57	54.57
江西	17.00	2	185.05	192.50	188.78	3.72
宁夏	15.00	2	181.83	192.92	187.38	5.55
福建	76.00	10	94.72	251.62	173.04	50.10
北京	183.00	13	92.91	256.31	163.54	40.36
上海	38.00	4	114.50	204.08	157.89	31.70
总计	2627.42	283	92.91	393.79	222.19	59.59

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理