

2018 年城投债发行情况和市场表现分析

公共融资部 陆奕璇

摘要：2018 年城投债发行回暖，年内发行规模较上年增长 23.91%至 2.45 万亿元，净融资额较上年增长 22.40%至 0.60 万亿元。城投债发行期限结构趋短期化，以 1 年期及以内和 5 年期为主，发行量较大的券种分别为中票和超短融；发债主体级别相对集中在 AAA 级和 AA⁺级，低信用等级债券发行规模明显缩减。

分区域看，2018 年江苏发行城投债规模继续领跑各省（区、市），浙江、北京和天津分列第二至第四位。从变动情况看，2018 年大部分省（区、市）城投债发行规模均较上年有所增长，而青海、辽宁、内蒙古、贵州、新疆和湖南发行规模缩减较明显，均较上年减少 30%以上。城投债偿付方面，2019 年江苏、天津、浙江、北京和重庆城投债偿还规模位列各省（区、市）前五；结合财政收入看，天津、重庆、湖南、江苏、贵州、云南、江西和广西整体城投债偿付压力相对较大，其中天津、江苏、重庆、云南和广西 2019 年城投债偿还额占当地 2018 年一般公共预算收入的 30%以上，面临的城投债即期偿付压力亦相对较大。

发行利差方面，2018 年 AAA 级和 AA⁺级发行利差整体有所下浮，AA 级发行利差上浮较显著；低级别城投债利差走扩，AA 级 1 年期城投债发行利差均值较上年上升 108BP，AA 级 3 年期发行利差均值较上年上升 104BP。分区域看，发行利差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区域因素影响显著，2018 年 AAA 级债券利差均值降序排列前五的省（区、市）分别为云南、辽宁、吉林、广西和陕西；AA⁺级分别为吉林、辽宁、天津、贵州和青海；AA 级分别为吉林、贵州、云南、黑龙江和广西。

级别调整方面，评级机构 2018 年对 95 家城投债发债主体评级进行上调、7 家评级展望上调；对 5 家城投债发债主体评级进行下调、7 家评级展望下调；级别上调以发债主体由 AA 级上调至 AA⁺级为主，区域相对集中在浙江和江苏；辽宁涉及级别下调 2 家。导致城投债主体信用等级下调的原因主要包括资产流动性弱、收入（盈利）大幅下滑、再融资承压等导致自有资金或现金流难以对债务偿付提供支撑，以及受地方经济财力下滑、平台地位下降等影响可能导致政府支持力度趋弱。

一、城投债发行概况

2018 年城投债发行回暖，年内共有 986 家企业发行城投债，发行规模合计 2.45 万亿元，发行支数合计 2813 支，发行规模和支数分别较上年增长 23.91% 和 22.52%。在城投债到期偿还、提前兑付等综合影响下，2018 年城投债净融资额为 0.60 万亿元。截至 2018 年末，2019 年城投债偿还规模¹为 1.66 万亿元，考虑年度内发行再偿还情况，2019 年全年的城投债偿付规模将创新高。

图表 1. 2014-2019 年城投债发行、偿还和净融资情况（单位：万亿元、%）

时间	发行规模	偿还规模	净融资规模
2014年	1.92	0.42	1.50
2015年	1.82	0.82	1.01
2016年	2.55	1.10	1.44
2017年	1.98	1.49	0.49
2018年	2.45	1.85	0.60
2019年	--	1.66	--

数据来源：Wind，新世纪评级整理

从债券种类看，2018 年城投债发行量较大的券种分别为中票、超短融和定向工具，发行规模分别为 7032.85 亿元、6484.50 亿元和 3130.47 亿元。其中，超短融和中票发行量分别较上年增长 66.29% 和 59.64%。发行期限结构趋短期化，2018 年城投债发行以 1 年期及以内和 5 年期为主，发行总额分别为 8167.20 亿元和 7237.69 亿元，分别占总发行量的 33.31% 和 29.52%；3 年期发行规模位列第三，发行总额为 6064.53 亿元。

从主体信用级别分布看，2018 年城投债发行主体信用等级主要分布在 AAA 级和 AA⁺ 级，低信用等级债券发行规模明显缩减。其中，AAA 级发行规模 11083.69 亿元，较上年增长 84.90%；AA⁺ 级发行规模 8176.75 亿元，较上年增长 31.12%；AA 级发行规模较上年下降 29.75%。

图表 2. 2018 年城投债主体信用等级分布（单位：亿元、%、支）

发行主体信用等级	债券发行规模		债券发行支数	
	金额	占比	支数	占比
AAA	11083.69	45.21	855	30.39
AA ⁺	8176.75	33.35	1049	37.29
AA	4838.18	19.74	834	29.65
AA ⁻	310.80	1.27	56	1.99
A ⁺	8.00	0.03	2	0.07

¹ 2019 年城投债偿还规模，系截至 2018 年末的存量城投债中 2019 年需要偿还的规模，未考虑 2019 年度内发行再偿还情况，下同。

发行主体信用等级	债券发行规模		债券发行支数	
	金额	占比	支数	占比
BBB ⁺	10.00	0.04	1	0.04
未披露级别 ²	87.90	0.36	16	0.57
合计	24515.32	100.00	2813	100.00

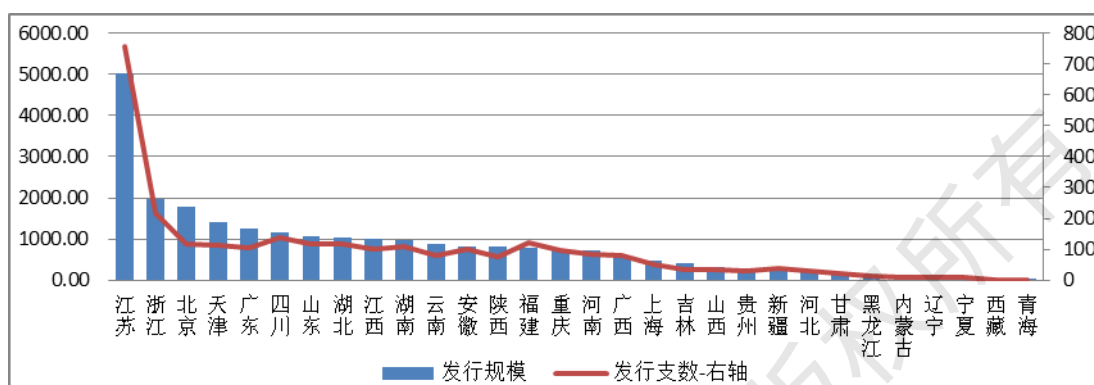
数据来源：Wind，新世纪评级整理

二、各省（区、市）城投债发行及偿还情况

从城投债发行主体所在区域看，2018 年，除海南之外，其余 30 个省（区、市）均发行了城投债。其中，江苏发行规模继续领跑各省（区、市），发行总额为 5024.11 亿元；浙江、北京和天津分别以 1978.60 亿元、1793.90 亿元和 1408.50 亿元位列第二至第四位；广东、四川、山东和湖北发行规模亦超千亿。

从变动情况看，2018 年 20 个省（区、市）城投债发行规模均较上年有所增长。其中，上海、西藏、江西、北京和天津发行规模增幅较明显，均较上年增长 100%以上。青海、辽宁、内蒙古、贵州、新疆和湖南 2018 年城投债发行规模均较上年减少 30%以上。

图表 3. 2018 年各省（区、市）城投债发行情况（单位：亿元、支）

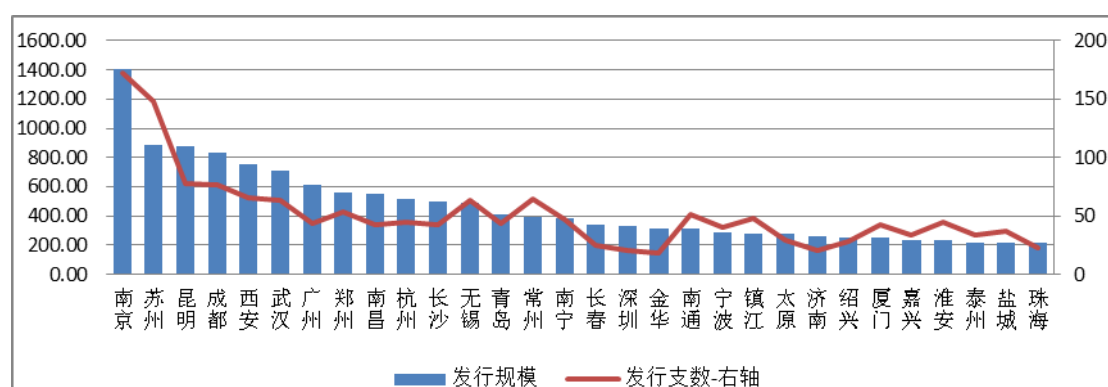


数据来源：Wind，新世纪评级整理

细分至城市，2018 年南京、昆明和成都分别以 1408.40 亿元、874.10 亿元和 834.10 亿元的发行规模位列省会城市（单列市）前三；发行规模超 500 亿元的省会城市（单列市）还包括西安、武汉、广州、郑州、南昌、杭州和长沙。普通地级市方面，2018 年苏州以 882.45 亿元的发行规模位居首位，无锡和常州以 486.20 亿元和 397.25 亿元分列二三位；金华、南通、镇江和绍兴发行规模均超 250 亿元。

² 包括“18 盘锦供水 NPB01”、“18 包青棚改项目 NPB01”等 16 期债券、13 家发债主体信用级别未公开披露。

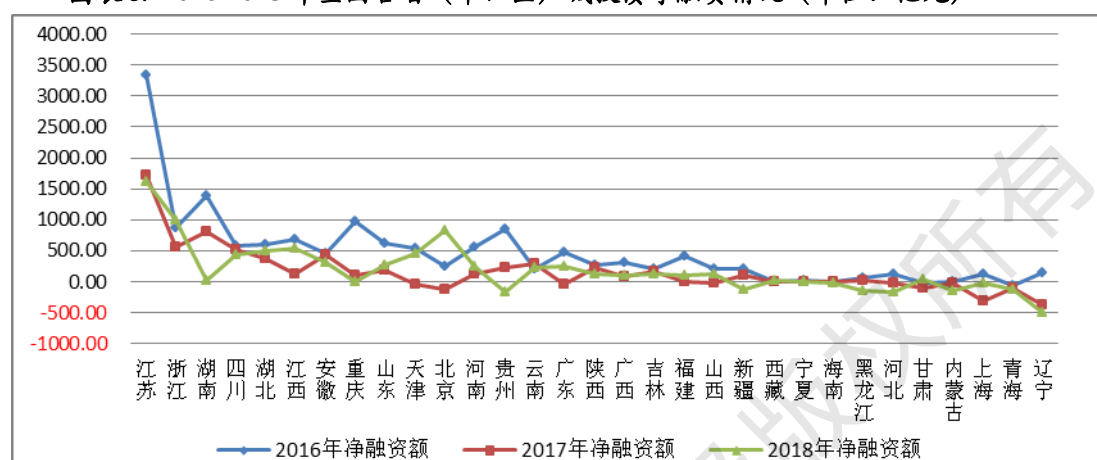
图表 4. 2018 年各地级市城投债发行情况 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从净融资情况看, 2018 年江苏城投债净融资额保持在各省 (区、市) 第一, 浙江、北京、江西和湖北净融资额均超 500 亿元; 辽宁和贵州分别以-488.00 亿元和-165.55 亿元的净融资额位列各省 (区、市) 末两位。2018 年, 城投债偿还额高于发行额的省 (区、市) 还包括河北、黑龙江、内蒙古、青海、新疆、上海和海南。其中, 青海连续四年, 辽宁、上海、内蒙古和河北连续两年净融资额为负。

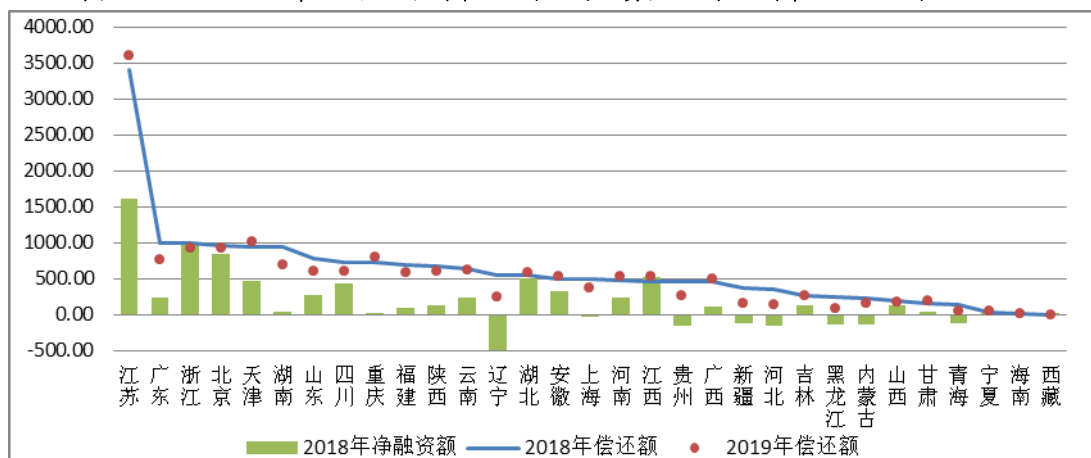
图表 5. 2016-2018 年全国各省 (市、区) 城投债净融资情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

截至 2018 年末, 共有 10 个省 (区、市) 2019 年城投债偿还规模高于 2018 年。其中, 甘肃、宁夏、江西、河南和广西 2019 年偿还规模分别较上年增长 29%、19%、17%、11%和 11%。从偿还规模看, 江苏、天津、浙江、北京和重庆排名前五, 分别为 3601.50 亿元、1008.35 亿元、924.70 亿元、921.10 亿元和 797.38 亿元。

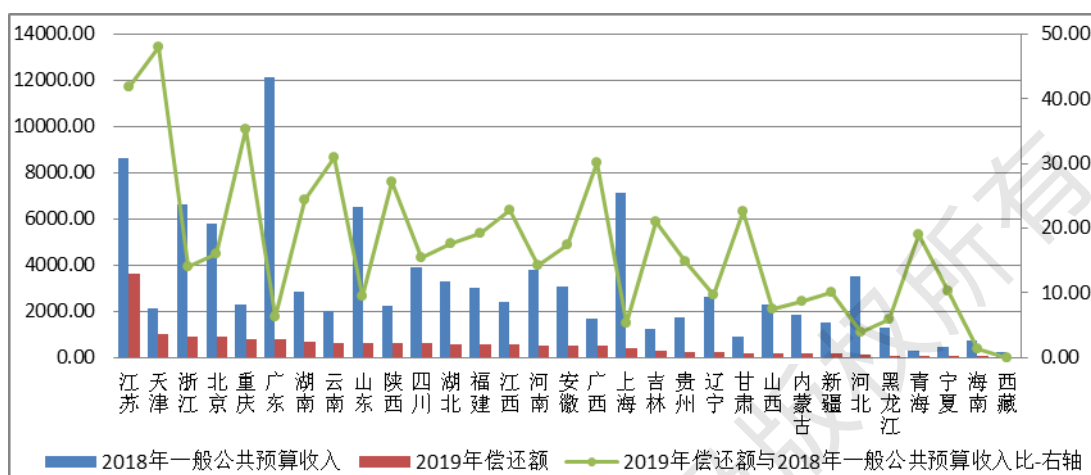
图表 6. 2018-2019 年全国各省（市、区）城投债偿还情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

结合财政收入看，2019 年天津、江苏、重庆、云南、广西、陕西、湖南、江西、甘肃和吉林的城投债偿还额占当地 2018 年一般公共预算收入的 20% 以上，面临的城投债即期偿付压力相对较大。其中，天津、江苏、重庆、云南和广西该比率均超 30%，分别为 47.88%、41.73%、35.20%、30.88% 和 30.01%。

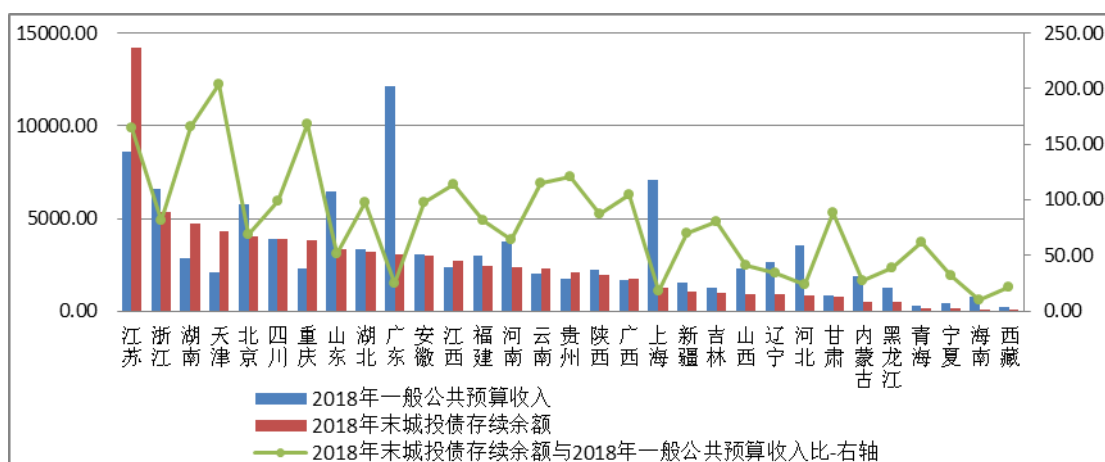
图表 7. 2019 年全国各省（市、区）城投债偿还规模与财政收入对比（单位：亿元、%）



数据来源：Wind、各省（市、区）2018 年财政预算执行报告、公开数据等，新世纪评级整理

从城投债存量看，截至 2018 年末，全国存续期内城投债存续余额共计 7.67 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，浙江、湖南、天津和北京分列第二至第五位。以城投债存续余额与一般公共预算收入规模相对比，天津、重庆、湖南、江苏、贵州、云南、江西和广西整体城投债偿付压力相对较大，2018 年末城投债存续余额均超过当地 2018 年一般公共预算收入。其中，天津、重庆、湖南和江苏该比率分别为 2.04 倍、1.68 倍、1.66 倍和 1.64 倍。

图 8. 2018 年末全国各省（市、区）城投债存续余额与财政收入对比（亿元、%）



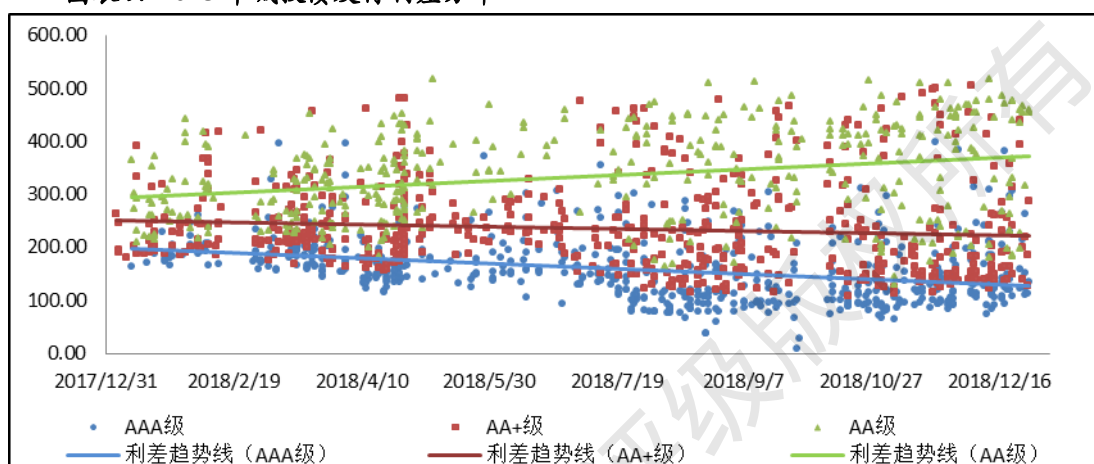
数据来源：Wind、各省（市、区）2018 年财政预算执行报告、公开数据等，新世纪评级整理

三、城投债公开发行业利率和利差分析³

（一）主体信用等级与利差分析

2018 年公开发行的城投债中，270 天超短融、一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共计 1641 支。从发行利差看，年度内 AAA 级和 AA⁺级发行利差整体有所下浮，AA 级发行利差上浮较显著，低级别城投债利差走扩。

图 9. 2018 年城投债发行利差分布



数据来源：Wind，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 2018 年发行的期限为 270 天、1 年、3 年和 5 年（剔除提前偿还本金、永续等特殊条款）的共 1351 支城投债作为研究样本，以 270 天和 1 年为短期债券代表，以 3 年和 5 年为中长期

³ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券（不含非 270 天的超短期融资券、非一年期的短期融资券、项目收益债/票据）。

债券代表，分期限进行利差统计分析。

如图表 10 所示，2018 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；但同信用等级不同期限债券的利差均值差距不显著。

图表 10. 2018 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⁴

加权期限 (按本金)	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
270 天	AAA	183	3.00-6.00	4.24 (↓ 0.39)	0.62	9-314	134 (↑ 0)	46.37
	AA ⁺	243	3.80-7.80	5.15 (↑ 0.13)	1.06	113-501	223 (↑ 53)	97.59
	AA	96	4.23-7.50	5.89 (↑ 0.63)	0.81	168-470	292 (↑ 91)	80.16
1 年	AAA	40	3.64-5.58	4.52 (↓ 0.22)	0.58	94-235	154 (↑ 9)	36.25
	AA ⁺	75	3.95-7.50	5.10 (↓ 0.01)	0.79	117-470	214 (↑ 34)	70.99
	AA	58	4.67-7.90	6.17 (↑ 0.94)	0.79	184-475	309 (↑ 108)	82.38
3 年	AAA	121	3.87-7.00	4.87 (↓ 0.01)	0.62	79-371	162 (↑ 29)	52.98
	AA ⁺	63	4.10-7.99	5.68 (↑ 0.48)	0.89	115-506	241 (↑ 70)	82.20
	AA	75	4.88-8.40	6.71 (↑ 0.86)	0.79	188-517	344 (↑ 104)	75.39
5 年	AAA	158	3.90-6.50	4.92 (↓ 0.00)	0.63	66-306	152 (↑ 17)	49.33
	AA ⁺	146	4.45-7.50	5.76 (↑ 0.23)	0.65	109-393	230 (↑ 34)	58.27
	AA	93	4.62-8.50	6.62 (↑ 0.56)	0.76	130-516	320 (↑ 67)	74.57

数据来源：Wind，新世纪评级整理

从变动情况看，2018 年 AAA 级整体发行利率均值较上年有所下浮，而 AA 级整体发行利率均值较上年上浮明显。利差方面，2018 年各级别城投债发行利差均值均较上年有所上升，且发行主体级别越低，发行利差均值越高。其中 AA 级 1 年期城投债发行利差均值为 309BP，较上年上升 108BP；AA 级 3 年期发行利差均值为 344BP，较上年上升 104BP。

(二) 发行区域与利差分析

城投债发行利差受信用等级、期限、发行时点、发行量、券种等多重因素影响，同时也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区域因素影响显著。在 2018 年公开发行的 270 天超短融、一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共计 1641 支城投债中，利差均值降序排名前五位的省（区、市）分别为贵州、黑龙江、辽宁、青海和新疆，利差均值分别为 389BP、315BP、306BP、302BP 和 283BP。（见附录一）

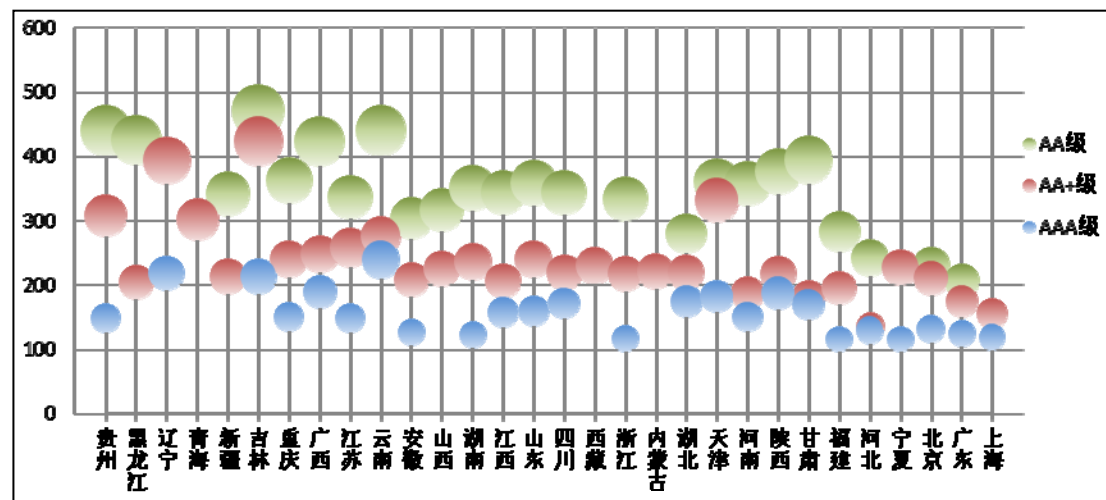
分发行主体信用等级看，AAA 级债券利差均值降序排列前五的省（区、市）

⁴ 括号内数据为同比变动的均值，箭头方向表示上升或下降。

市场表现研究报告

分别为云南、辽宁、吉林、广西和陕西，利差均值分别为 240BP、219BP、214BP、189BP 和 188BP；AA⁺级分别为吉林、辽宁、天津、贵州和青海，利差均值均高于 300BP；AA 级分别为吉林、贵州、云南、黑龙江和广西，利差均值均高于 400BP。整体看，近年来吉林、辽宁、黑龙江、天津、甘肃等区域经济增长低于全国水平，财政增收乏力；青海、贵州等区域政府债务偿付压力相对较大；天津、重庆、江苏、湖南、云南、广西、贵州等区域城投债（即期）偿付压力相对较大；2018 年上述区域城投债发行利差均值相对较高。

图表 11. 2018 年全国各省（市、区）城投债发行利差分主体信用等级列示（单位：BP）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

细分至城市（未区分发行主体行政层级），2018 年吉林、镇江、淮安、株洲等普通地级市 AA⁺级债券利差均值相对较高；三明、崇左、钦州、通化、安庆、金华、潍坊等普通地级市 AA 级债券利差均值相对较高。

图表 12. 2018 年全国各城市城投债发行利差分主体信用等级列示（单位：BP）

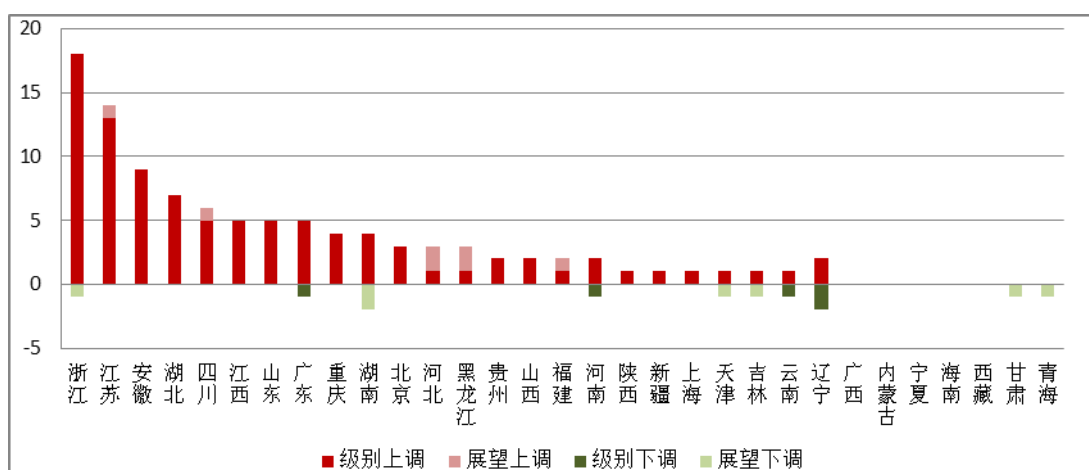
发行主体信用等级 AAA 级			发行主体信用等级 AA ⁺ 级			发行主体信用等级 AA 级		
区域	利差均值	标准差	区域	利差均值	标准差	区域	利差均值	标准差
昆明	240	70.47	吉林	485	21.71	三明	511	0.00
沈阳	219	0.00	镇江	425	49.49	崇左	485	0.00
长春	214	37.34	大连	393	0.00	钦州	479	0.00
南宁	189	38.84	淮安	320	95.53	通化	471	0.00
西安	188	66.92	贵阳	309	86.72	安庆	464	0.00
青岛	183	58.46	西宁	302	50.00	金华	462	13.92
武汉	176	59.06	株洲	296	101.16	潍坊	459	0.00
成都	172	52.42	泸州	278	28.71	毕节	458	9.55
兰州	170	32.97	柳州	277	74.44	防城港	452	15.35
南昌	164	37.42	潍坊	277	59.11	安顺	451	0.00

数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、城投债级别调整分析

2018 年，评级机构对 95 家城投债发债主体评级进行上调，7 家评级展望上调；5 家城投债发债主体评级进行下调，7 家评级展望下调⁵。

图表 13. 2018 年城投债发行主体级别调整地区分布



数据来源：Wind，新世纪评级整理

（一）评级上调分析

从上调级别看，2018 年共计 16 家发债主体由 AA⁺级上调至 AAA 级；55 家发债主体由 AA 级上调至 AA⁺级；22 家发债主体由 AA⁻级上调至 AA 级；2 家发债主体由 A⁺级上调至 AA⁻级。展望方面，2 家发债主体评级展望由稳定调整至正面；5 家发债主体评级展望由负面（观望）调整至稳定。

从区域分布看，浙江涉及级别（展望）上调 18 家，江苏 14 家，安徽 9 家，湖北 7 家，四川、江西、山东、广东均为 5 家，重庆和湖南均为 4 家，其余各省（区、市）均在 3 家及以下。

（二）评级下调分析

2018 年，共有 5 家城投债发债主体评级进行下调；7 家评级展望下调。其中，3 家发债主体由 AA 级下调至 AA⁻级；1 家发债主体由 AA⁻级下调至 A⁺级；1 家发债主体由 A⁺级下调至 A 级；7 家发债主体评级展望由稳定调整至负面。

从省市分布看，辽宁和湖南各涉及级别（展望）下调 2 家，广东、河南、云南、江苏、吉林、天津、青海、甘肃各涉及 1 家。

⁵ 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，下同。

图表 14. 2018 年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
海丰县海业基础设施建设投资有限公司	A ⁺	稳定	AA ⁻	负面	2018-06-22	广东	联合资信
大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	AA ⁻	稳定	AA	稳定	2018-06-26	辽宁	联合资信
禹州市投资总公司	AA ⁻	稳定	AA	负面	2018-06-26	河南	联合资信
北票市建设投资有限公司	A	稳定	A ⁺	稳定	2018-06-28	辽宁	新世纪
楚雄州开发投资有限公司	AA ⁻	负面	AA	负面	2018-06-29	云南	联合资信
扬州市广陵新城投资发展有限公司	AA	负面	AA	稳定	2018-06-26	江苏	中诚信国际
龙翔投资控股集团有限公司	AA ⁺	负面	AA ⁺	稳定	2018-07-24	吉林	联合资信、 联合信用
天津市公共交通集团(控股)有限公司	AA	负面	AA	稳定	2018-07-25	天津	大公
耒阳市国有资产投资经营有限公司	AA ⁻	负面	AA ⁻	稳定	2018-07-27	湖南	鹏元
青海省国有资产投资管理有限公司	AAA	负面	AAA	稳定	2018-07-27	青海	大公
耒阳市城市和农村建设投资有限公司	AA ⁻	负面	AA ⁻	稳定	2018-07-31	湖南	东方金诚
金昌市建设投资开发(集团)有限责任公司	AA ⁻	负面	AA ⁻	稳定	2018-08-28	甘肃	东方金诚

数据来源：Wind，新世纪评级整理

根据相关评级报告，2018 年导致城投债主体信用等级下调的原因主要包括资产流动性弱、收入（盈利）大幅下滑、再融资承压等导致自有资金或现金流难以对债务偿付提供支撑，以及受地方经济财力下滑、平台地位下降等影响可能导致政府支持力度趋弱。

图表 15. 2018 年城投债评级下调原因梳理

涉及主体	主要调级因素
海丰县海业基础设施建设投资有限公司	1、海丰县经济总量偏低、外部发展环境一般；2、基建业务规模小、代建业务仍未实现收入、未来该板块收入不确定性大、自身城建主体职能未得到较好体现；3、资产流动性弱。
大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	1、收入规模大幅下降，期间费用大幅增加，利润总额对政府补助的依赖性强，整体盈利能力弱；2、资产中划拨土地占比高，资产流动性及整体资产质量较差；3、无在建及拟建的基建项目，基建业务持续性差，土地开发整理业务收入不稳定；4、对外担保的部分单位存在资产负债率高、经营亏损等问题，公司面临一定或有负债风险；5、现金流资产有限，收入持续性存疑，依靠自身偿付 2019 年应付本金压力较大；6、大洼区政府未按约定向公司注入资本金。
禹州市投资总公司	1、应收类款项仍对资金形成很大占用，整体资产质量较差；2、营业收入回款质量极差，对外筹资压力明显上升；3、有息债务规模大幅增长，短期偿债压力很大；4、向股东分配大额利润，所有者权益稳定性一般。
北票市建设投资有限公司	1、北票市经济仍呈低速发展态势，外部经营环境不佳；2、平台地位下降；3、融资渠道不畅，在持现金无法对债务偿付提供有效支撑，财务弹

涉及主体	主要调级因素
	性偏弱。
楚雄州开发投资有限公司	1、资产流动性偏弱且应收类款项规模大，应收账款回收时间存在较大不确定性，由此导致的现金流不足将对债务兑付产生较大影响；2、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以及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，盈利能力很弱。

数据来源：评级报告、级别调整公告，新世纪评级整理

新世纪评级版权所有

附录一：2018 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		
贵州	224.70	19	138	476	389	103.97
黑龙江	34.90	6	178	509	315	121.39
辽宁	15.00	2	219	393	306	87.36
青海	15.00	2	252	352	302	50.00
新疆	144.90	26	126	470	283	90.49
吉林	234.00	18	137	501	275	115.25
重庆	378.70	43	129	474	274	93.56
广西	434.70	55	136	485	266	105.77
江苏	2756.55	411	74	517	265	106.89
云南	524.50	50	108	517	262	91.63
安徽	488.00	55	89	516	256	96.13
山西	185.00	22	136	455	255	86.07
湖南	377.40	42	63	454	254	108.64
江西	602.10	65	82	450	250	106.22
山东	528.50	60	90	459	240	94.43
四川	715.10	65	91	479	240	94.51
西藏	30.00	2	229	231	230	0.93
浙江	1077.80	111	73	476	223	93.57
内蒙古	80.00	8	167	368	222	60.80
湖北	717.20	71	80	430	215	74.91
天津	1066.50	83	112	470	209	84.69
河南	390.00	39	93	475	209	95.66
陕西	685.68	53	94	459	208	85.12
甘肃	133.00	13	124	395	196	65.77
福建	585.80	89	58	511	188	83.57
河北	111.00	16	82	394	187	73.10
宁夏	47.50	9	78	256	166	64.93
北京	1452.90	96	73	430	150	58.55
广东	995.70	83	9	352	139	58.66
上海	236.00	27	76	199	133	36.13
总计	15268.13	1641	9	517	231	103.11

数据来源：Wind，新世纪评级整理

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。