

2019 年上半年城投债发行情况和市场表现分析

公共融资部 张玉琪

摘要：2019 年上半年，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资要求的政策趋势继续延续，市场整体资金面较宽松，期间发行规模较上年同期增长 44.13%至 1.61 万亿元，净融资额较上年增长 198.18%至 0.59 万亿元。城投债发行期限结构以中期为主，发行券种以银行间产品为主；发债主体信用等级集中度趋高，低信用等级债券发行规模明显缩减。

分区域看，2019 年上半年江苏发行城投债规模继续领跑各省（自治区、直辖市），占据绝对领先地位，浙江、四川和天津分列第二至第四位。以 2019 年 6 月末城投债存续余额与 2018 年一般公共预算收入规模相对比，湖南、天津、重庆、江苏和贵州地区城投债偿付压力相对较大。

发行利差方面，2019 年上半年以来相同信用等级主体发行债券利差呈下浮趋势，且呈现主体信用级别越低，利差区间走扩趋势；信用等级与发行利差呈现负相关关系，但利差受债券期限因素影响不显著。分区域看，上半年，贵州、辽宁、吉林、黑龙江和湖南的发行利差均值位列各省（自治区、直辖市）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。

级别调整方面，2019 年上半年，评级机构对 79 家城投债发债主体评级进行上调、2 家评级展望上调；对 2 家城投债发债主体评级进行下调、2 家评级展望下调；级别（展望）下调区域分布在四川、青海及云南。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债务逾期、资产流动性弱、收入（盈利）大幅下滑等，此外，发债主体所在区域经济、财政实力及区域内融资环境也是诱发城投企业级别下调的重要因素。

一、城投债发行概况

在全国各地相继将地方政府隐性债务化解安排提上日程的背景下，加大对各地在建项目和补短板重大项目的金融支持力度及金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资要求的政策趋势继续延续。2019年上半年市场资金面较宽松，期间共有927家企业发行城投债，发行规模合计1.61万亿元，发行支数合计1955支，发行规模和支数分别较上年同期大幅增长44.13%和53.69%。在城投债到期偿还、提前兑付等综合影响下，2019年上半年城投债净融资额为0.59万亿元，较2018年同期大幅增长198.18%。截至2019年6月末，2019年下半年及2020年全年城投债偿还规模¹为0.93万亿元和1.38万亿元，考虑期间内发行再偿还情况，2019年下半年城投债偿付仍将保持较大规模。

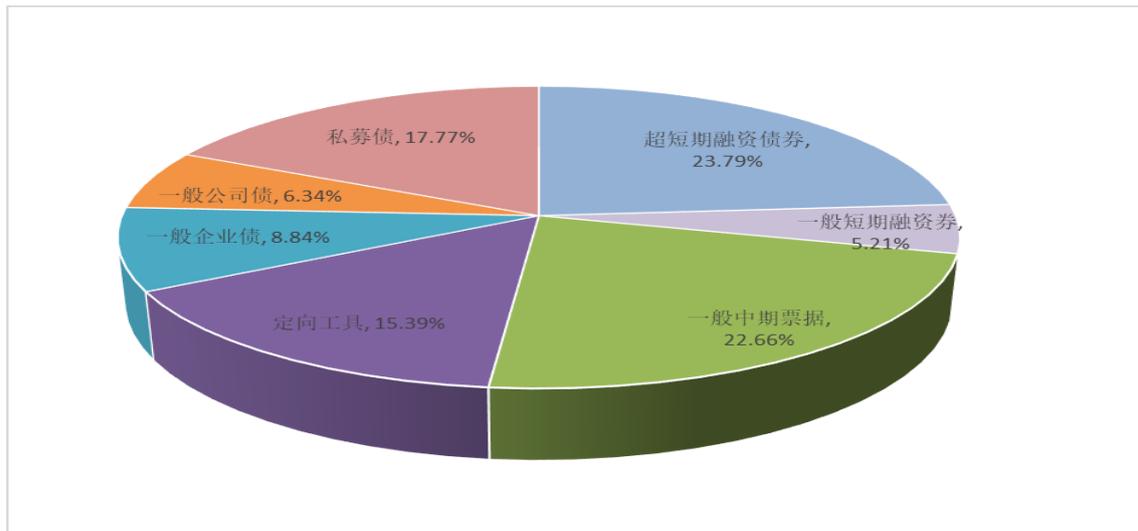
图表 1. 2018-2019 年上半年城投债发行、偿还和净融资对比情况 (单位: 万亿元、%)

时间	发行规模		偿还规模		净融资规模	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
1 月份	1,236.40	3,380.12	1,140.02	1,649.82	96.38	1,730.30
2 月份	1,060.67	1,141.65	802.76	760.78	257.91	380.87
3 月份	3,287.68	3,903.01	1,775.98	2,621.57	1,511.70	1,281.44
4 月份	3,181.25	3,478.55	2,152.66	1,885.46	1,028.59	1,593.09
5 月份	1,175.90	1,824.70	1,686.84	1,581.29	-510.94	243.41
6 月份	1,207.90	2,342.27	1,622.17	1,699.09	-414.27	643.18
合计	11,149.80	16,070.30	9,180.43	10,198.02	1,969.37	5,872.28

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从债券发行种类看，2019年上半年发行城投债券种涉及定向工具、短期融资券、公司债、企业债和中期票据，发行规模分别为2473.17亿元、4660.2亿元、3874.34亿元、1421.29亿元和3641.3亿元；其中公司债发行中以私募债占据主导地位，占比达73.70%。从债券发行期限看，发行期限以5年期、3年期、1年期及以下期限为主，发行总额分别为5220.79亿元、4179.32亿元和4720.20亿元，分别占发行总量的32.49%、26.01%和29.37%；此外，7年期发行规模位列第四，发行总额为1048.39亿元。整体发行期限仍以中期债券为主。

¹ 2019年下半年及2020年城投债偿还规模系截至2019年6月末的存量城投债中2019年下半年及2020年需要偿还的规模，未考虑期间内发行再偿还情况，下同。

图表 2. 2019 年上半年城投债发行种类情况


数据来源：Wind，新世纪评级整理

从发行债券主体信用等级分布看，2019 年上半年城投债发行主体信用等级集中度趋高，除 6 支债券未披露发行主体级别外，其余债券均由级别位于 AA-级及以上主体发行；其中，AAA 级、AA+级、AA 级和 AA-级发行规模分别为 6244.50 亿元、5607.06 亿元、3998.44 亿元和 188.30 亿元，在发行总额中占比分别为 38.86%、34.89%、24.88%和 1.17%，规模较 2018 年同期分别同比增长 18.17%、56.65%、95.34%和-0.26%。

图表 3. 2019 年上半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	6244.50	38.86	519	26.55
AA ⁺	5607.06	34.89	728	37.24
AA	3998.44	24.88	671	34.32
AA ⁻	188.30	1.17	31	1.59
未披露级别 ²	32.00	0.20	6	0.31
合计	16070.30	100.00	1955	100.00

数据来源：Wind，新世纪评级整理

二、各省（市）城投债发行情况

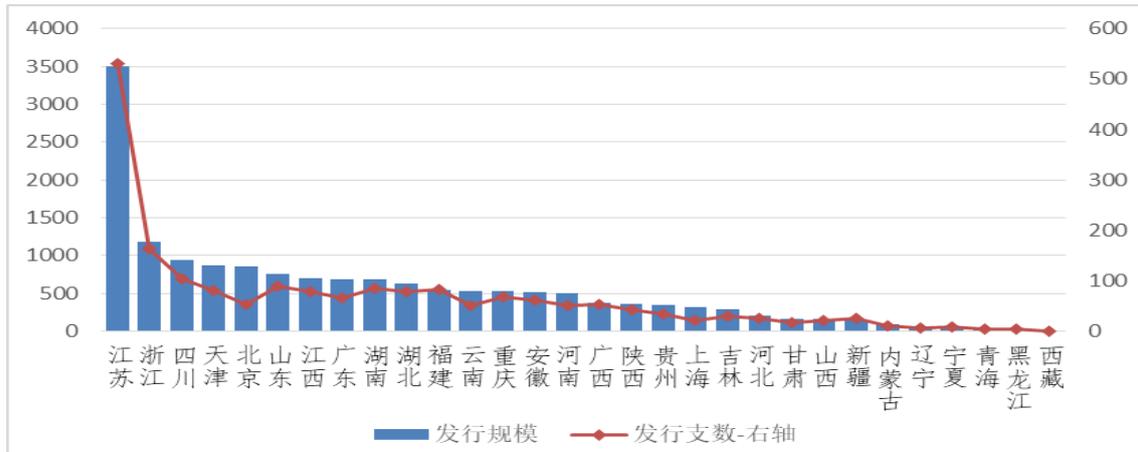
从城投债发行主体所在区域看，2019 年上半年，除海南之外，其余 30 个省（自治区、直辖市）均发行了城投债。其中，江苏发行规模继续领跑各省（自治区、直辖市），在各省城投债发行规模中占据绝对领先地位，发行总额为 3501.34 亿元，在当期城投债发行总额中占比达 21.79%；浙江、四川和天津分别以 1179.10

² 包括“19 岑巩管网项目 NPB”、“19 贵阳观城项目 NPB01”等 6 期债券、6 家发债主体信用等级未公开披露。

市场表现研究报告

亿元、936.70 亿元和 876.40 亿元位列第二至第四位。

图表 4. 2019 年上半年各省（自治区、直辖市）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，2019 年上半年，南京、成都和昆明分别以 807.90 亿元、670.20 亿元和 490.70 亿元的发行规模位列省会城市（单列市）前三；发行规模超 300 亿元的省会城市（单列市）还包括武汉、南昌、郑州和西安。普通地级市方面，2019 年上半年苏州以 590.25 亿元的发行规模位居首位，无锡和镇江以 316.90 亿元和 263.25 亿元分列二三位；盐城、常州、泰州及嘉兴等普通地级市发行规模均超 200 亿元。

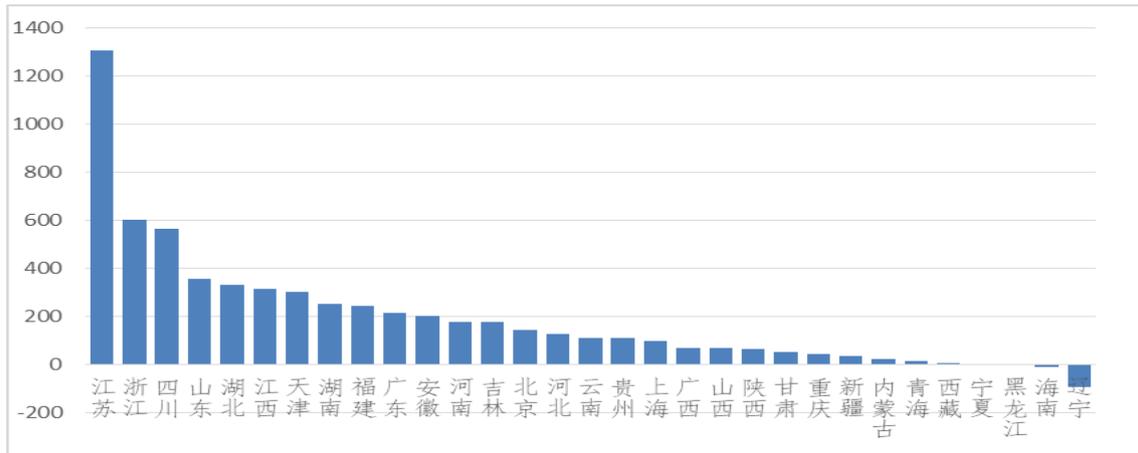
图表 5. 2019 年上半年各地级市城投债发行情况（单位：亿元、支）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从净融资情况看，2019 年上半年江苏城投债净融资额保持在全省（自治区、直辖市）第一，浙江、四川、山东、湖北及江西净融资额均超 300 亿元；辽宁、海南和黑龙江分别以 -95.11 亿元、-10.45 亿元和 -5.05 亿元的净融资额位列各省（自治区、直辖市）末三位。此外，2019 年上半年，城投债偿还额高于发行额的省份还包括宁夏。

图表 6. 2019 年上半年全国各省（自治区、直辖市）城投债净融资情况（单位：亿元）



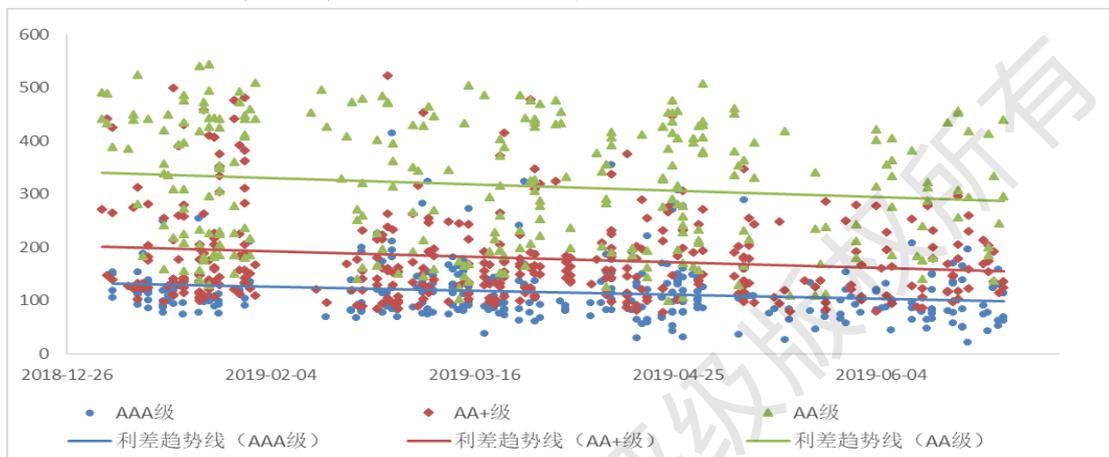
数据来源：Wind，新世纪评级整理

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

2019 年上半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 995 支。从发行利差看，年度内 AAA 级、AA⁺级和 AA 级发行利差整体均呈现下浮趋势，且呈现级别越低，城投债利差区间走扩趋势。

图表 7. 2019 年上半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 2019 年上半年发行的期限⁴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 843 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

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、12 年期债券、项目收益债/票据）。

⁴ 该期限为债券起息日的加权剩余期限。

市场表现研究报告

中长期债券代表，分期限进行利差统计分析。

如图表 8 所示，2019 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；同时，从利差标准差来看，同期限债券发行主体信用等级越高，利差波动幅度越小，发行主体信用等级越低，利差走扩趋势趋明显。在相同信用等级前提下，样本利差均值并未完全呈现期限越长，利差均值越大的规律，利差受债券期限因素影响不显著。

图表 8. 2019 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

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	123	2.50-4.20	3.33	0.27	-6.73-191.77	88.17	30.51
	AA+	117	3.18-6.70	3.96	0.79	78.87-424.86	152.66	78.97
	AA	61	3.60-7.00	4.76	0.87	99.66-459.99	233.01	87.54
1 年	AAA	22	3.00-4.35	3.40	0.32	43.58-194.47	88.64	31.33
	AA+	47	3.40-7.20	4.12	0.89	80.25-481.97	159.78	88.28
	AA	35	3.50-7.00	4.88	1.03	102.95-454.78	235.05	103.78
3 年	AAA	61	3.49-6.08	4.08	0.52	73.98-323.70	119.34	50.99
	AA+	55	3.95-7.75	4.80	0.88	106.50-500.43	193.20	92.42
	AA	64	4.28-8.00	6.10	0.96	145.2-523.96	325.13	95.57
5 年	AAA	81	3.72-5.50	4.36	0.35	53.07-255.01	128.24	34.45
	AA+	121	3.91-7.50	4.79	0.47	88.66-430.51	174.33	45.36
	AA	56	4.50-8.00	6.08	1.05	155.9-509.94	300.90	104.74

数据来源：Wind，新世纪评级整理

在 2019 年上半年公开发行的 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 995 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 9. 2019 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	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	利差 (BP)	主体级别/展望	区域	评级机构
19 栾川债 01	栾川县天业投资有限公司	4.00	7 年	8.50	544.21	AA/稳定	河南	中诚信国际
19 曲靖麒麟债	曲靖市麒麟区城市建设投资开发有限公司	5.70	7 年	8.50	541.72	AA/稳定	云南	中证鹏元
19 富源实业	遂宁市富源实业有限公司	6.50	3 年	8.00	523.96	AA/稳定	四川	中诚信国际
19 盐城交通 MTN001	盐城市交通控股集团有限公司	8.00	3 年	8.00	523.13	AA+/稳定	江苏	联合资信
19 临淄公有 MTN001	淄博市临淄区国有资产经营有限公司	4.00	5 年	8.00	509.94	AA/稳定	山东	上海新世纪
19 双鸭山债 01	双鸭山市大地城市建设开发投资有限公司	3.60	7 年	8.50	507.28	AA/稳定	黑龙江	东方金诚
19 绵阳经开债 01	绵阳经开投资控股集团有限公司	5.00	7 年	8.20	504.05	AA/稳定	四川	东方金诚
19 镇投 01	镇江国有投资控股集团有限公司	2.10	3 年	7.75	500.43	AA+/稳定	江苏	联合信用

市场表现研究报告

债券简称	债务主体	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	利差 (BP)	主体级 别/展望	区域	评级机构
19 资凯利债	资阳市凯利建设投资有限责任公司	7.50	7 年	8.00	495.87	AA/稳定	四川	中诚信国际
19 南康债	赣州市南康区城市建设发展集团有限公司	2.40	7 年	8.00	494.21	AA/稳定	江西	中证鹏元

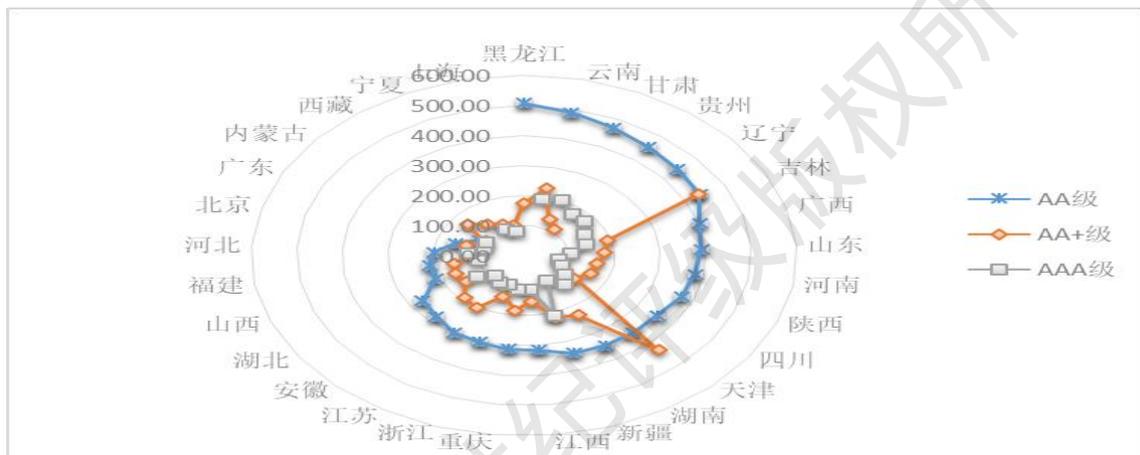
数据来源：Wind，新世纪评级整理

(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。在 2019 年上半年公开发行的 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 995 支城投债中，利差均值降序排名前五位的省（自治区、直辖市）分别为贵州、辽宁、吉林、黑龙江和湖南，利差均值分别为 358BP、311BP、294BP、285BP 和 261BP。（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（自治区、直辖市）分别为新疆、甘肃、云南、辽宁和贵州，利差均值分别为 212BP、203BP、193BP、177BP 和 175BP；AA+ 级债券利差均值降序排列前五的省份分别为吉林、天津、湖南、云南和新疆，利差均值分别为 437BP、433BP、231BP、230BP 和 216BP；AA 级债券利差均值降序排列前五的省份分别为黑龙江、云南、甘肃、贵州和辽宁，利差均值均高于 400BP。

图表10. 2019 年上半年全国各省（自治区、直辖市）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

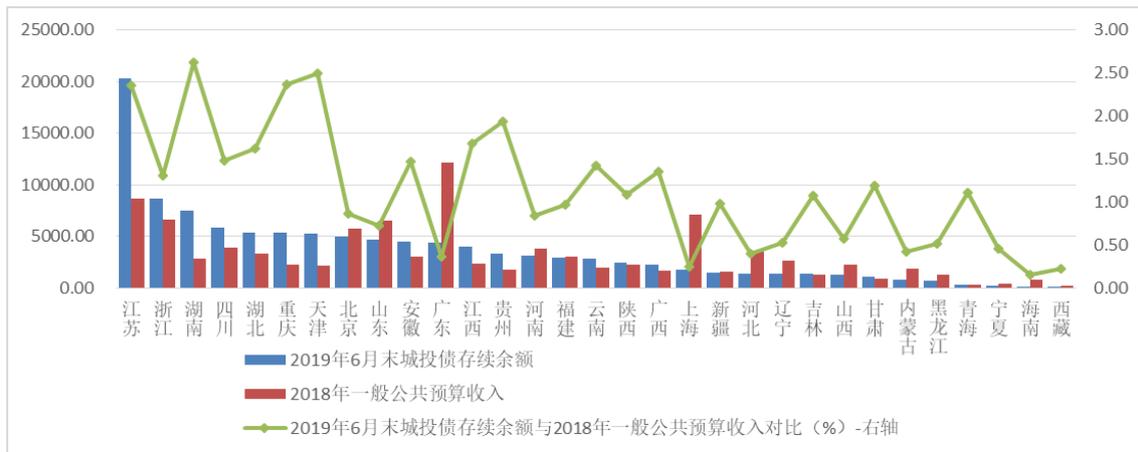
从各省份（自治区、直辖市）发行债券利差整体表现来看，受区域内财政增收乏力、政府债务压力较大或城投债（即期）偿付压力相对较大等因素造成的区域融资环境承压影响，东北地区、云贵地区、天津、湖南、甘肃、新疆等区域表

市场表现研究报告

现抢眼，区域内城投债发行利差均值相对较高。

从存量债券规模情况来看，截至 2019 年 6 月末，全国存续期内城投债存续余额共计 10.97 万亿元。其中，江苏存量债券余额在 31 个省（自治区、直辖市）中降序排列首位，浙江、湖南、四川和湖北分列第二至第五位。以城投债存续余额与一般公共预算收入规模相对比，湖南、天津、重庆、江苏和贵州地区城投债偿付压力相对较大，2019 年 6 月末城投债存续余额分别为当地 2018 年一般公共预算收入的 2.62 倍、2.50 倍、2.37 倍、2.36 倍和 1.94 倍。

图表 11. 2019 年上半年城投债发行主体级别调整地区分布

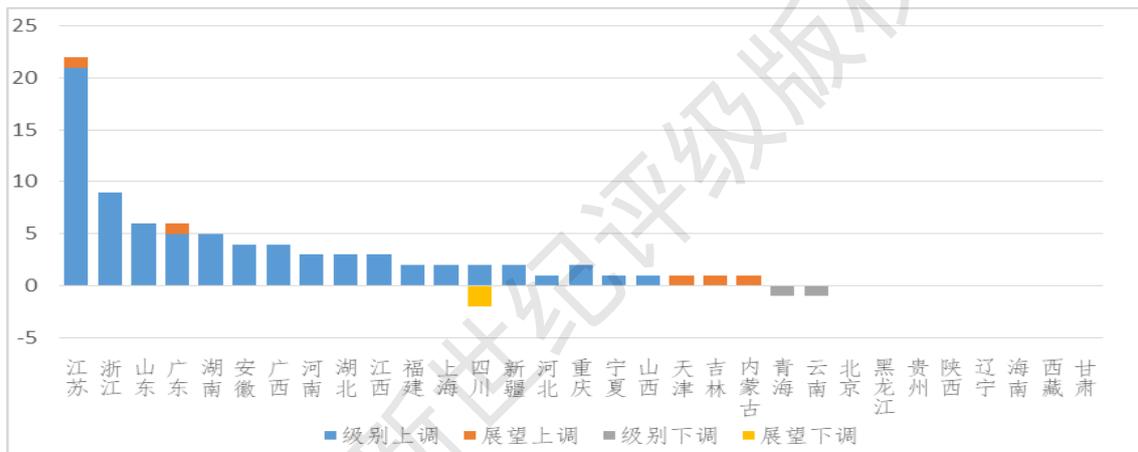


数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、城投债级别调整分析

2019 年上半年，各评级机构共对 79 家城投债发债主体评级进行上调，2 家评级展望上调；对 2 家城投债发债主体评级进行下调，2 家评级展望下调⁵。

图表 12. 2019 年上半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

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。

（一）评级上调分析

2019 年上半年，从评级机构来看，中诚信对 20 家发债主体级别进行上调，对 1 家发债主体展望进行上调；联合共对 14 家发债主体级别进行上调，对 1 家发债主体展望进行上调；新世纪共对 13 家发债主体级别进行上调，对 1 家发债主体展望进行上调；大公共对 7 家发债主体级别进行上调，对 2 家发债主体展望进行上调；鹏元和东方金诚上调级别主体数量分别为 16 家和 7 家。

从上调级别看，2019 年上半年共计 21 家发债主体由 AA⁺级上调至 AAA 级；42 家发债主体由 AA 级上调至 AA⁺级；13 家发债主体由 AA⁻级上调至 AA 级。展望调整方面，1 家发债主体评级展望由稳定调整至正面；4 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，江苏涉及级别（展望）上调 22 家，浙江 9 家，山东 6 家，广东、湖南均为 5 家，安徽、广西均为 4 家，其余各省（自治区、直辖市）均在 3 家及以下。

（二）评级下调分析

2019 年上半年，各评级机构共对 2 家城投债发债主体级别进行下调；对 2 家发债主体展望下调。其中，1 家发债主体由 AA⁻级下调至 A⁺级；1 家发债主体由 AA 级下调至 AA⁻级，进而下调至 BBB 级；2 家发债主体评级展望由稳定调整至负面。评级下调的发债主体所在区域涉及四川、青海及云南。

图表 13. 2019 年上半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
四川金财金鑫投资有限公司	AA ⁻	负面	AA ⁻	稳定	2019-06-27	四川省	中证鹏元
青海省投资集团有限公司	AA ⁻	负面	AA	稳定	2019-03-05	青海省	中证鹏元
青海省投资集团有限公司	BBB	负面	AA ⁻	负面	2019-06-27	青海省	中证鹏元
都江堰兴堰投资有限公司	AA	负面	AA	稳定	2019-06-28	四川省	东方金诚
楚雄州开发投资有限公司	A ⁺	负面	AA ⁻	负面	2019-06-26	云南省	联合资信

数据来源：Wind，新世纪评级整理

根据相关评级报告，2019 年上半年导致城投债主体信用等级下调的原因主要包括债务逾期、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。此外，发债主体所在区域经济、财政实力及区域内信用环境发生变化也是诱发城投企业级别下调的影响因素。

市场表现研究报告

图表 14. 2019 年上半年城投债评级下调原因梳理

涉及主体	主要调级因素
四川金财金鑫投资有限公司	1、借款逾期；2、应收账款及土地使用权规模占比高，且大部分土地使用权受限，整体资产流动性很弱；3、融资面临困难，整体面临很大的流动性压力；4、对外担保规模较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
青海省投资集团有限公司	1、有息债务规模很大，且部分已逾期，债务压力很大；2、2018 年出现资金短缺、有息债务逾期、存在众多未决诉讼、大量资产被司法冻结、正常生产经营难以维持、财务状况持续恶化等重要事项，导致公司经营能力存在重大不确定性，武汉公信会计师事务所有限责任公司无法获取充分、适当的审计证据以作为对公司财务报表发表审计意见的基础，故对公司出具无法表示意见的审计报告；3、货币资金受限程度高，持有的除子公司青海桥电实业有限公司的 3.2 亿股未被冻结外，其余子公司股权均被司法冻结，部分被轮候冻结；4、盈利能力恶化，2018 年发生巨额亏损，现金流难以维持正常的生产经营，未来持续经营能力存在不确定性；5、融资渠道受限，难以提供足够的资金支持在建工程的后续投入，未来在建工程进度存在停滞风险；6、公司为民营企业提供担保 2.25 亿元贷款全部逾期，面临担保代偿风险。
都江堰兴堰投资有限公司	1、公司资产以流动资产为主，公司流动资产中变现能力较弱的存货、其他应收款和应收账款占比较高，资产流动性仍较差；2、公司 2019 年-2020 年到期债务规模很大，存在一定的集中偿付压力；3、公司担保对象均为都江堰市国有企业，区域风险较高，存在一定的代偿风险；4、公司因借款纠纷已被列入失信被执行人，或对公司后续融资产生一定影响。
楚雄州开发投资有限公司	1、公司应收类款项规模大，账龄偏长，对公司资金形成很大占用，资产流动性较弱；2、公司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；3、受公司计提坏账准备以及财务费用偏大影响，公司利润总额为负；4、公司已完工项目中个旧项目和磨思公路项目应收账款金额仍较大，资金回收时间依旧存在较大不确定性，由此导致的现金流不足将对公司债务偿付产生较大影响；5、公司担保规模大幅增长，担保比率高，存在较大或有负债风险；6、公司筹资活动现金流净流出且授信使用完毕，公司面临很大短期偿债压力。

数据来源：评级报告、级别调整公告，新世纪评级整理

市场表现研究报告

附录一：2019 年上半年城投债各区域对应的公开发行业利差统计（单位：亿元，BP）

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	90.70	13	94.50	493.62	358.38	148.95
辽宁	45.00	2	177.22	444.09	310.66	133.44
吉林	100.00	8	111.89	457.75	293.61	146.19
黑龙江	14.60	3	149.23	507.28	284.71	158.62
湖南	212.30	26	49.31	477.84	260.87	132.13
新疆	124.40	22	97.12	426.74	256.24	93.45
山东	356.70	44	64.16	509.94	227.14	136.23
云南	319.80	31	94.27	541.72	227.13	125.19
江苏	1481.15	222	42.86	523.13	224.96	115.67
安徽	277.20	33	37.54	476.16	223.85	119.50
重庆	246.10	31	63.93	441.25	218.47	94.18
甘肃	57.00	6	123.38	469.14	212.11	125.74
广西	304.85	40	67.87	473.13	209.77	117.37
四川	420.50	47	57.53	523.96	204.73	135.84
江西	403.10	44	31.03	494.21	200.43	128.15
陕西	240.00	26	35.61	485.90	198.54	147.34
河南	191.00	20	26.16	544.21	190.64	128.63
青海	40.00	5	103.02	311.93	188.30	74.43
天津	605.50	57	21.12	481.97	185.72	115.49
湖北	404.60	45	64.29	439.87	185.44	97.83
山西	92.00	13	93.02	226.74	176.71	41.40
浙江	592.20	79	51.31	441.37	176.65	93.19
内蒙古	60.00	6	115.74	234.34	162.72	49.22
河北	108.50	13	75.62	344.80	156.62	73.34
福建	359.70	54	45.83	404.06	149.61	72.00
西藏	3.00	1	129.79	129.79	129.79	0.00
宁夏	39.00	7	83.30	137.29	109.29	18.09
北京	544.00	39	62.71	204.93	100.04	29.47
广东	443.30	46	-6.73	306.80	94.85	42.37
上海	220.50	12	53.07	129.58	88.63	20.92
总计	8396.70	995	-6.73	544.21	197.55	118.48

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。