

城投行业 2018 年信用风险展望

工商一部 城投行业组

报告概要

2017 年，随着地方政府债务管理体系日趋完善，监管趋严，城投类企业融资环境趋紧，叠加金融市场去杠杆持续推进导致的资金面紧张，1~10 月份城投债发行规模大幅下降，发行利率持续走高，发行利差波动较大。从财务表现看，城投类企业债务负担持续加重，但债务增速明显下降，债务期限结构更加长期化。2016 年城投类企业现金储备较为充足，2017 年受限于融资环境趋紧、债务增速明显放缓，整体看，短期内城投类企业偿债能力尚可。

从未来发展看，2018 年城投债将迎来兑付高峰，部分城投公司短期流动性将承压。但短期内城投公司无法完全被取代，未来随着城投公司政府融资职能的剥离，其市场化转型压力逐步增大。目前地方政府对城投公司仍存在较大的依赖，同时考虑到地方政府债务置换尚未结束，以及 2016 年城投公司现金储备较为充足，短期内城投类企业的信用水平将维持稳定；长期来看，随着地方政府债务管理体系的进一步完善，城投公司市场化转型的推进，以及城投债兑付高峰的临近，城投公司信用水平将出现明显分化。

一、2017 年城投行业市场回顾

2017 年以来，监管政策明显趋严，城投类企业融资环境趋紧，地方政府债务管理体系日趋完善；叠加金融市场去杠杆持续推进导致资金面紧张，城投债发行规模大幅下降，发行利率持续走高，发行利差大幅波动。

1. 监管政策

在宏观经济政策与监管政策的共同影响下，城投类企业的融资环境存在阶段性的收紧与放松。2017 年以来，在防范化解重大风险及金融去杠杆深入推进的背景下，监管政策频出，城投类企业融资环境再度收紧。

从政策层面来看，43 号文作为纲领性文件，确定了中央政府对地方政府债务“开前门、堵后门”的长期监管思路。自 2016 年底以来，88 号文、50 号文、87 号文等监管政策密集出台，在进一步落实“开前门、堵后门”监管思路的前提下，对地方政府通过融资平台、PPP、产业基金、政府购买服务等形式进行违法违规举债担保乱象形成全方面的封堵，进一步完善地方政府债务管理体系、防范地方政府债务风险。地方政府债务管理体系构建的主要目的在于促进地方政府和城投公司融资行为的规范化、市场化、透明化，在逐步规范的过程中，将促使“隐性债务”逐步显性化，有利于摸底地方政府债务的真实情况，并进一步出台风险缓释或风险化解措施，守住不发生区域性系统性风险的底线。

50 号文、87 号文等文件的出台，不仅使城投类企业面临的融资环境再度趋紧，而且使

地方政府逐步回收信用资源，一定程度上弱化了城投类企业的政府融资职能。具体来看，88号文首次明确地方政府发生债务风险，中央政府实行不救助原则；50号文重申了禁止通过融资平台、PPP、产业基金等形式进行违法违规举债融资，并进一步规范地方政府对融资平台的注资行为，使城投公司融资能力受到限制；87号严厉打击不规范的政府购买服务，直接影响城投公司通过银行渠道进行融资；土地储备专项债券、收费公路专项债券和轨道交通专项债券等面世，地方政府逐步收回信用资源，融资职能回归地方政府，城投公司的政府融资职能一定程度上被削弱，城投债发行受到较大影响。

2. 城投债发行

2017年，城投公司融资环境收紧叠加金融市场去杠杆持续推进导致的资金面紧张，1~10月份城投债发行规模大幅下降，发行利率持续走高，发行利差波动较大。

从发行规模来看，2017年1~10月份，全市场（Wind口径）共发行城投债1,831支，发行规模合计15,672.79亿元，较上年同期的20,622.05亿元大幅下降24.00%。各月发行量波动较大，2017年1~6月份发行规模较上年同期大幅下降，7~9月份发行规模略高于上年同期。从各省份发行情况来看，江苏、湖南、浙江仍为城投债发行大省。

从发行利率来看¹，2017年1~10月份城投债发行利率普遍上行。与上年同期相比，2017年1~10月份城投债发行利率与主体级别相关性有所弱化。

表1 2016年1~10月与2017年1~10月各级别城投债发行利率情况（单位：%）

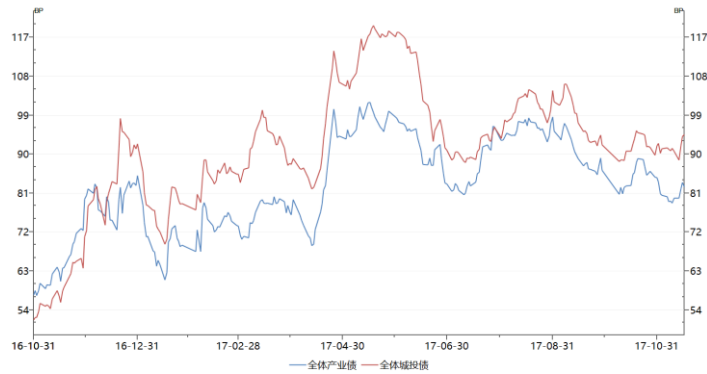
级别	利率区间		中位数		算术平均数	
	2016年1~10月	2017年1~10月	2016年1~10月	2017年1~10月	2016年1~10月	2017年1~10月
AAA	2.50~5.19	3.69~6.37	3.34	4.72	3.40	4.79
AA+	2.69~5.95	3.88~8.00	3.89	5.38	3.93	5.38
AA	2.80~7.50	4.12~7.85	4.60	6.08	4.67	6.05
AA-	4.00~7.30	5.00~7.20	5.45	6.35	5.61	6.16

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从城投债发行利差来看，一方面，受市场流动性影响，2017年1~10月份城投债发行利差波动较大；另一方面，自2016年底88号文出台以来，财政部加强对地方政府违法违规举债担保行为的监察、曝光和处分力度，各地政府纷纷撤回对城投公司担保函、承诺函等，市场出现担忧情绪，导致2017年1~2月份城投债利差震荡走扩，且与产业债利差的差距逐步扩大；3月份利差出现短暂收窄；但自4月底50号文、87号文等监管政策密集出台，城投融资环境趋紧，城投债发行利差大幅走扩，再次与产业债利差拉开距离；7月份以来，市场担忧情绪有所缓解，城投债利差收窄，较上半年趋于稳定，且与产业债利差缩小差距。未来随着对地方政府债务管理的进一步加强，预计城投债利差波动或愈加频繁。

¹ 仅统计有主体级别且不带担保方的发行主体

图 1 2016 年 10 月以来城投债发行利差



资料来源：Wind 资讯

从存量情况来看，截至 2017 年 10 月底，存量城投债券规模为 69,837.33 亿元，较年初的 64,008.94 亿元增长 9.11%，整体存量规模仍较大。分地区来看，东南部地区存量债券规模仍最大，其中江苏存量债券 12,378.04 亿元，约占存量城投债规模的五分之一，湖南、浙江、天津和重庆存量债券规模紧随其后；西部地区青海、宁夏、海南和西藏的存量城投债券规模仍较少。存量城投债主要集中在发行江苏、湖南、浙江等城投债发行大省，且集中度进一步提高。从存量城投债到期期限分布情况来看，截至 2017 年 10 月底，存量城投债兑付期限集中于 2018~2021 年，偿还规模将从 2018 年的 9,706.69 亿元增加至 2021 年的 14,925.20 亿元，兑付压力逐年增加，2021 年将为城投债偿还的最高峰。2018~2021 年，从各省存量债务规模来看，江苏省规模最大且呈逐年增长趋势，排名前五的省份中，天津、重庆、浙江、湖南等地到期规模也较大。

二、城投行业 2018 年信用风险展望

严监管将持续，城投公司融资环境放松可能性较小；短期内城投公司无法完全被取代，但未来随着城投公司政府融资职能的剥离，其市场化转型压力逐步增大。从信用风险来看，短期内城投类企业的信用水平将维持稳定；未来随着地方政府债务管理体系的进一步完善，城投公司市场化转型的推进，城投公司信用水平将出现分化。

1. 监管政策及融资渠道

在全国金融工作会议、政治局会议、十九大会议及全国经济工作会议上，决策层多次重申要将防范金融财政风险放在更加重要的位置并提出对于地方政府债务管理终身问责制，彰显了中央加强防范地方政府债务风向的决心。结合中央政府大力推进金融去杠杆，2018 年继续维持稳健中性货币政策，重点防范化解重大风险等政策背景，预计本轮严控地方政府债务风险、规范地方政府及城投公司融资的监管政策较以往会持续更长时间，2018 年，监管政策及城投公司融资环境放松的可能性较小。

在目前地方政府债务“闭环”风险防控体系下，未来地方政府合法的基建融资渠道包括地方政府债券、规范的产业基金及 PPP、政府采购工程及合法的政府采购服务、银行贷款等。在 50 号文和 87 号文的规范下，城投公司通过政府购买服务协议向银行贷款的融资渠道基本暂停，PPP 项目银行贷款也受到极大影响；2017 年一行三会对银行、资管行业、公募、保险等下发一系列监管文件以防控金融风险，尤以对影子银行、通道业务的整治规范为重中之重，在此背景下，城投公司通过非标产品进行融资的渠道也面临被斩断的风险，城投公司未来融资将更加规范，融资渠道更加显性化。

2. 转型方向

从宏观需求来看，稳增长背景下基建投融资需求仍较为旺盛，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩，市场化转型进程将加快，压力也将逐步增大。具体来看，城投类企业的转型可以体现为业务转型和平台地位转变两个方面。

业务方面，目前城投公司的业务由公益性业务、半公益性业务和经营性业务构成，其中经营性业务相对较少。未来随着政府相关政策的逐步落实，通过政府注入经营性资产或并购其他公司经营性业务，大部分城投类企业将完成市场化转型，成为市场化运作的国有企业，或是城市运营商，或是多元化国有资产经营公司，或是金融控股平台，其信用水平将逐步与政府信用脱钩，信用风险评价标准将与其所处的行业保持一致；但仍会有一小部分城投公司对区域内公益性业务进行整合，成为区域内唯一或者唯二的公益性平台，此类城投公司规模与实力也将大幅提高，但由于仍然承担基础设施建设等公益性业务，没有收费机制和良好的现金流入，其偿债资金仍主要来源于财政资金，对政府补贴依赖性也仍较强，获得政府支持的可能性也较大，信用水平也与政府信用保持紧密联系。

地位方面，由于区域内的业务和项目资源等通过资产划拨的方式向某几个或一个平台集中，这些平台将在资产规模或资产质量上成为区域内的龙头企业，将拥有较高的平台地位；此外参与“一带一路”、“京津冀一体化”、“长江经济带”、“雄安新区”等国家级新区相关重点项目的城投公司，政府在政策和资源上的支持将极大的倾斜，平台地位也较高；而规模较小的融资平台或行政级次较低的平台可能被注入到大平台中，以提高整体融资能力；最后一些地位低、资质差、杠杆高，无实质性业务、仅有融资职能的壳平台将被逐步清理。

3. 信用风险展望

(1) 短期内城投类企业信用水平仍将保持相对稳定，整体违约概率较低。

存量城投债兑付期限集中在 2018~2021 年，2018 年城投债将迎来首个兑付小高峰，部分城投公司短期流动性将承压。但考虑到以下因素，短期内城投类企业信用水平将保持相对稳定。

首先，地方政府债务置换工作尚未结束，受资金成本走高、博弈难度加大等因素影响，2017 年以来债务置换节奏明显放缓，预计债务置换周期将延长至 2018 年中期；2018 年仍有

近 2 万亿非债券形式的地方政府债务有待置换，通过债务置换，城投类企业偿债压力将有所缓解，有利于维持城投债信用水平的稳定。

其次，2016 年整体融资环境宽松，城投类企业仍有较大规模的现金储备，可以保障短期债务的偿还。

再次，在国家产业结构优化升级和新旧动能转换期间，基建投资仍然占据重要地位，2016 年全年完成 15.20 万亿基建投资，2017 年 1~11 月完成 15.72 亿元基建投资，已超过 2016 年全年水平，在国家将精准扶贫作为决胜全面建设小康社会三大重点工作之一的背景下，2018 年基金投资断崖式下降的可能性较小，同时考虑到我国城镇化水平与发达国家仍有较大差距，2018 年地方政府仍面临较大的基建融资需求。虽然政策“开前门”可以化解一部分地方政府的融资需求，但地方政府债券、PPP、政府产业基金仍不能满足地方政府基建资金缺口（地方政府发债存在限额管理，发债规模受到限制，过去几年发行以置换债券为主；PPP 项目建设存在 10% 的预算约束，且周期较长、流程复杂、社会资本参与意愿较低等问题，作为监管重要政治领域，项目落地速度有可能下降；产业基金目前多以明股实债的形式存在，且规模较小，违法违规融资乱象多），短期内能够替代城投公司的融资模式尚未发展成熟，通过城投公司筹集基建资金仍为主要渠道，地方政府对城投类企业仍存在基础设施建设方面的依赖。

最后，在财政体制改革未理顺地方政府承担事权及支出责任之前，大量基础设施建设任务仍由地方政府承担，融资平台信用与地方政府融资成本紧密挂钩，如融资平台发生违约，其为地方基建融资的能力将丧失，将对地方政府融资渠道及融资能力产生巨大的破坏作用，进一步给地方经济发展带来较大负面影响。因此，城投类企业信用与政府信用脱钩是一个循序渐进的过程，短期内整体信用水平将维持稳定。

（2）在未来地方政府信用剥离和市场化转型的过程中，以及偿债高峰期的临近，城投公司信用风险将逐步暴露，信用水平将出现明显分化。

长期来看，中央政府对地方政府债务的监管思路和监管目标都非常明确，中央政府在多次重要会议上强调防范化解重大风险为今后 3 年重点工作之一，地方政府债务风险也是重大风险，被定调关国家稳定与总体安全。未来对于地方政府债务的管理工作，将严格限制地方政府债务增量，妥善化解地方政府债务存量。目前政策体系及地方政府债务管理制度体系下，地方政府通过发行地方政府债券和转变投融资体制等方式逐步收回信用资源，规范管理地方政府债务，进一步推进地方政府债务和城投公司债务的切割，剥离融资平台政府融资职能成为必然的改革方向，在改革的过程中，城投公司可获取的信用支撑将逐步减弱。

城投公司完全剥离政府信用需要一个相对较长的周期，城投公司信用水平将在这一周期内平滑过渡，以减少对地方经济及融资能力造成的冲击。整体上，城投公司发生系统性风险的概率较低，但在逐步进行市场化转型、与政府隐形担保脱钩过程中，城投类企业信用风险也将逐步暴露，同时随着城投债兑付高峰的临近，信用水平将出现明显分化。

从地域来看，产业结构单一和财政实力受工业发展水平影响较大的地区，以及地方政府

债务负担较重的地区信用风险相对较高，所属地区地方政府支持力度较弱的个别城投公司发生违约的概率较高；从行政级别来看，经济总量规模小、财政实力弱、偿债能力弱、所属行政级次低的城投公司面临的风险较大；从业务来看，主营业务盈利能力较差、去政府化而完全丧失支持、市场化而自身造血功能不足的城投公司，发生风险的可能性相对较高。