

联合信用评级有限公司

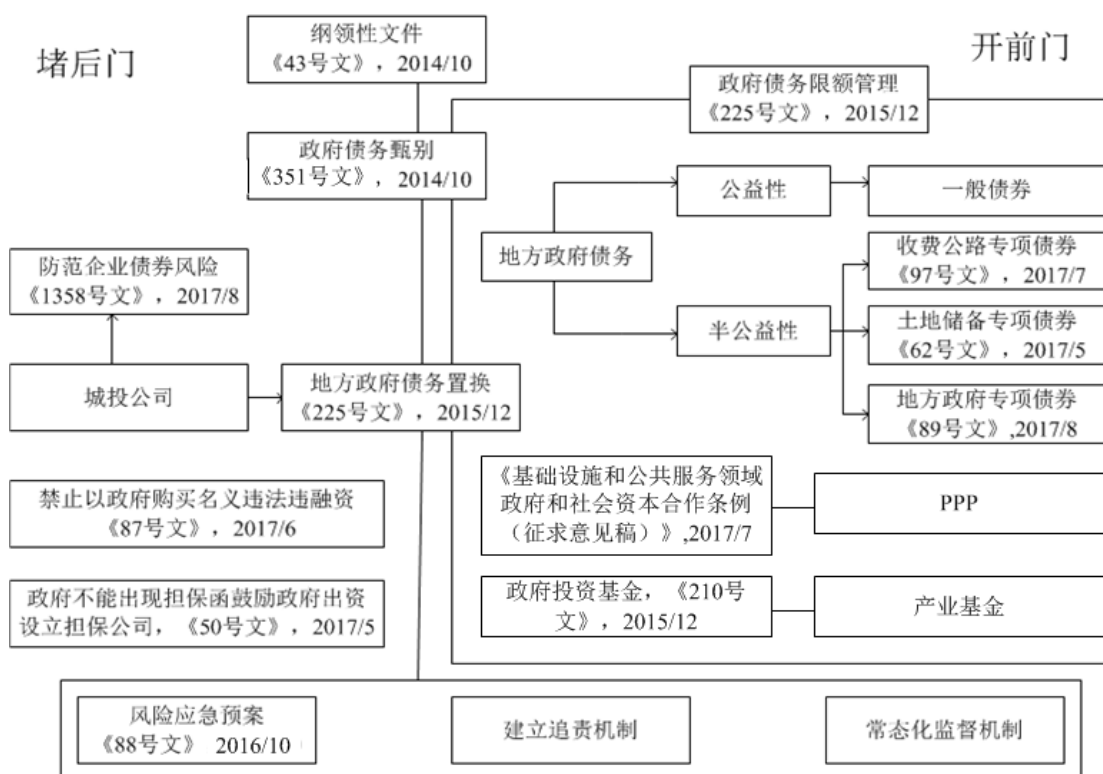
2017 年上半年城投行业信用风险回顾与展望

一、城投行业上半年信用风险回顾

1. 2017 年上半年，监管政策频出，行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快。

长期来看，我国城镇化水平与发达国家还有一定差距，作为地方基础设施建设的主力军，城投公司使命仍未完成；短期来看，国内宏观经济持续下行，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好。

图 1 城投行业主要相关政策



资料来源：联合评级整理

2017 年上半年，监管政策密集发布，行业监管明显趋严。《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）（以下简称“50 号文”）、关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知（财预[2017]87 号）（以下简称“87 号文”）等一些列政

策的出台，是对《新预算法》和 43 号文等纲领性文件的进一步细化和延伸，是对地方政府债务管理制度的进一步完善，也是对地方政府债务监管思路的逐步落实。鉴于一些地方政府仍存在不同程度的违法违规举债融资问题，以及个别地区出现了偿债能力弱化的问题，政府部门对地方政府融资进一步加强监管，通过“开前门”和“堵后门”并举的做法，合理控制地方政府的债务总量。

“开前门”方面，根据《2016 年中央和地方预算执行情况与 2017 年中央和地方预算草案的报告》，将地方政府债务限额提升至 18.79 亿元；PPP 融资方面，分类稳妥推动 PPP 项目资产证券化，部分领域强制实施 PPP，推进项目落地；50 号文允许地方政府结合财力设立或参股担保公司（含各类融资担保基金公司），鼓励地方政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务，地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任；同时，财政部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。

“堵后门”方面，财政部于 2 月 21 日发布《关于做好 2017 年地方政府债券发行的通知》，对地方政府债券发行流程、债券资金管理、信息披露等方面进一步规范管理；50 号文要求全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作并在 7 月底之前完成，切实加强融资平台公司融资管理；87 号文严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资，并要求在 10 月底之前完成自查；此外，财政部于 2016 年 11 月印发《财政部驻各地财政检查专员办事处实施地方政府债务监督暂行管理办法》，并于 2017 年以来对江苏、重庆、河南、内蒙古、四川、山东等地存在的多起违法违规举债融资案例进行查出、曝光和处分。

表 1 城投行业主要政策明细

发布时间	相关政策	发布机构	主要内容	主要影响
2 月 21 日	关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知	财政部	控制公开发行节奏，规范债券资金管理，改善二级市场流动性，提高信息披露质量，规定提前置换流程，建立地方债续发机制，建立地方债信用评级机构黑名单，加强地方债发行风险的防范和应对	地方政府债券发行工作将更加规范，2017 年是债务置换的最后一个完整年度，预计全年地方债发行仍将以置换债券为主。后续地方债务置换进入攻坚阶段，被纳入地方债务管理的城投债置换有望出现实质性进展，城投债提前置换案例或逐渐增多
3 月 23 日	新增地方政府债务限额分配管理暂行办法（财预〔2017〕35 号）	财政部	首次披露地方政府债务新增限额分配的测算公式，要求各级地方政府依据自身财力状况、债务风险、重大项目支出、地方融资需求等情况分别测算新增一般债务限额及新增专项债务限额，并明确规定了各地方政府新增限额的管理权限和程序	对《新预算法》、43 号文等政策性文件进行细化和延伸，是新增债务的测算更有依据、更加清晰，同时体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，反之则少安排或不安排
4 月 26 日	关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知（财预〔2017〕50 号）	财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会	从全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制及大力推进信息公开	对原有的《新预算法》、43 号文、88 号文等相关规定进行重申，强调对地方政府债务风险的重视程度，进一步对地方政府违法违规融资担保行为进行清理整顿、推进融资平台公司的市场化转型、规范政府与社会资本方的合作行为
5 月 16 日	地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）（财预〔2017〕62 号）	财政部、国土资源部	62 号文对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行明确规定	通过专项债券使土地储备资产与债务相对应，有利于提高地方政府债务的透明度、遏制地方政府及平台公司利用土地储备资产变相违规融资、进一

				步规范各地方政府土地储备和债务管理
6月1日	关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知(财预(2017)87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开等	明确禁止地方政府以政府购买服务变相融资,总体实现了对大部分违法违规融资行为的政策全覆盖,但对政府购买服务界限的划定与原有政策存在一定冲突,相关细则有待进一步明确化
6月7日	关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知(财金(2017)55号)	财政部、中国人民银行、证监会	分类稳妥地推动 PPP 项目资产证券化、严格筛选开展资产证券化的 PPP 项目、完善 PPP 项目资产证券化工作程序、着力加强 PPP 项目资产证券化监督管理等	提出筛选项目标准、研究建立绿色通道,将有效提高 PPP 项目筛选、项目申报等各环节效率,提高基建项目 PPP 融资规模
7月12日	地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)(财预(2017)97号)	财政部、交通运输部	97 号文对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,同时项目资产不能用于抵押	与土地储备专项债券一样,收费公路专项债券的出台将使得地方政府债务更加透明,平台公司的定位更加明晰

资料来源:联合评级整理

城投公司融资方面,行业监管政策的密集发布对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束,将加快剥离融资平台的政府融资职能,推动城投公司的市场化转型。

具体来看,50 号文重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源,不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为,地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债,同时地方政府融资平台增加了两项义务,第一,应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能;第二,明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。87 号文严格规范政府购买服务,严禁地方政府“以政府购买之名,行举债之实”、增加地方隐形财政负担。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能,同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50 号文、87 号文和专项债券的出台极大程度上削弱了地方政府对城投公司的支持力度,限制了城投公司融资能力,将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展,倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2. 2017 年上半年,城投公司融资环境趋紧,上半年城投债发行规模较去年同期大幅下滑,发行利率较去年同期大幅上升。

一方面,上半年出台多项监管政策对融资平台的注资、融资、政府购买等进行限制;另一方面,美联储加息,央行上调资金利率,金融系统去杠杆工作持续推进,信用风险事件频发等因素影响下,上半年资本市场资金面持续紧张。在多重因素影响下,城投公司融资环境趋紧,上半年城投债发行规模较去年同期大幅下滑,发行利率较去年同期大幅上升。从发行市场来看,城投债仍以银行间市场为主;从债券品种看,公司债和中期票据发行规模居于前列;从发行主体级别来看,以 AA 和 AA+ 为主;从行政级别来看,地市级城投公司发行债券规模最大;从发行地域来看,不同地域发行规模明显分化,江苏省发行规模仍处于第一位;从债券期限来看,以短期和 5 年期为主。

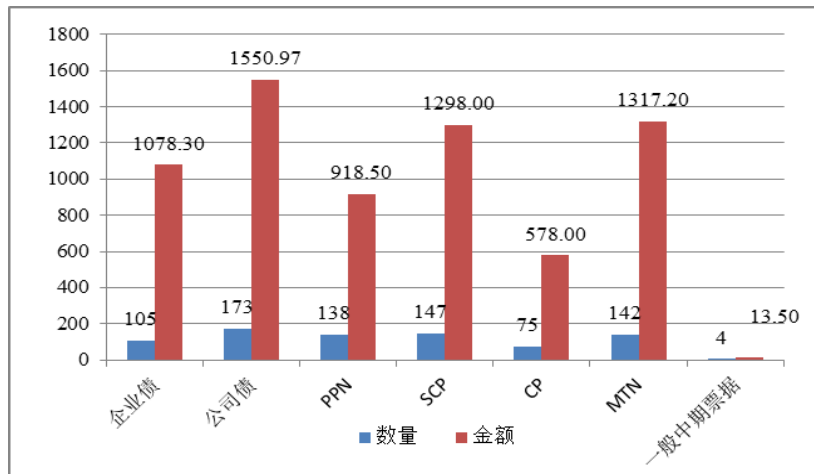
(1) 城投债发行规模总量大幅下降,短期限品种较受欢迎,江苏省发行量仍领跑全国。

根据 wind 数据统计,2017 年 1~6 月全口径城投发行的债券共 784 支,发行总额 6,754.47 亿元,发行数量及发行规模较去年同期均下降近一半,在经历了 2016 年企业债扩容、公司

债爆发式增长之后，2017 年以来，城投债发行呈现降温态势。一方面，美联储加息、央行上调利率、金融去杠杆推进、信用风险事件频发等因素影响下，资本市场资金面持续紧张；另一方面，上半年 50 号文、87 号文等监管政策密集出台，清理整顿地方政府违法违规举债担保行为力度加大，行业监管趋严。在众多因素影响下，城投债发行规模大幅下降。

从债券品种来看，2017 年 1~6 月，受发行规模总量下降影响，各债券品种发行量较去年同期都有所下降，其中，整体期限较长的企业债发行规模较上年同期降幅最大，而短融和超短融发行规模较上年同期降幅较小，主要系上半年资金面趋紧、发行利率偏高，发行主体出于对发行成本的考虑而偏向于选择短期融资工具；公司债发行规模较上年同期降幅也很明显，主要系公司债发行审核趋严、发行难度增大所致。从债券品种来看，2017 年上半年公司债、超短融、中期票据和非公开定向融资工具是城投企业融资的主要工具，其中公司债和中期票据发行规模位居前列。

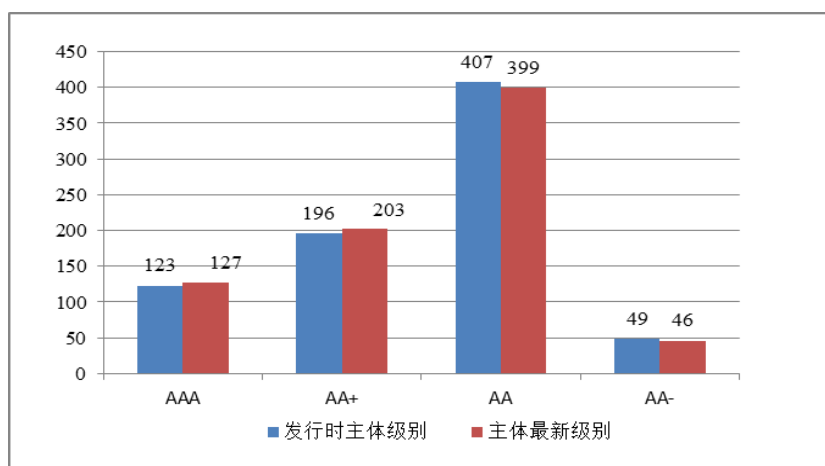
图 2 2017 年 1~6 月发行的城投债种类和规模（单位：支、亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

2017 年上半年发行的城投债中，有 775 支债券对主体进行了评级，9 支私募发行的债券未对主体进行评级。从发行主体的级别来看，在发行时，级别为 AAA 的主体共 123 家，占比为 15.87%；级别为 AA+ 的主体共 196 家，占比为 25.29%；级别为 AA 的主体共 399 家，占比为 52.52%；级别为 AA- 的共 49 家，占比为 6.32%；城投行业发债主体级别分布仍较为集中，AA 级别的发行主体占据大多数。从发行主体最新的级别来看，AAA 级别的发行主体的占比提高 0.52 个百分点至 16.39%，AA+ 级别的发行主体占比提高至 0.90 个百分点至 26.19%，AA 级别的发行主体占比下降 1.03 个百分点至 51.48%，AA- 级别的发行主体占比下降 0.39 个百分点至 5.94%。从主体最新级别变动来看，上半年发行中，有 35 支债券的发行主体级别调高，占比为 4.50%；1 支债券的发行主体级别调低，其他发行主体级别均维持不变。2017 年上半年发行债券的主体级别变动以调高为主，与产业债信用风险事件频发，而城投债在短期内仍有地方政府信用背书、信用质量较为稳定有关。

图 3 2017 年 1~6 月发行的城投债主体级别情况 (单位: 个)



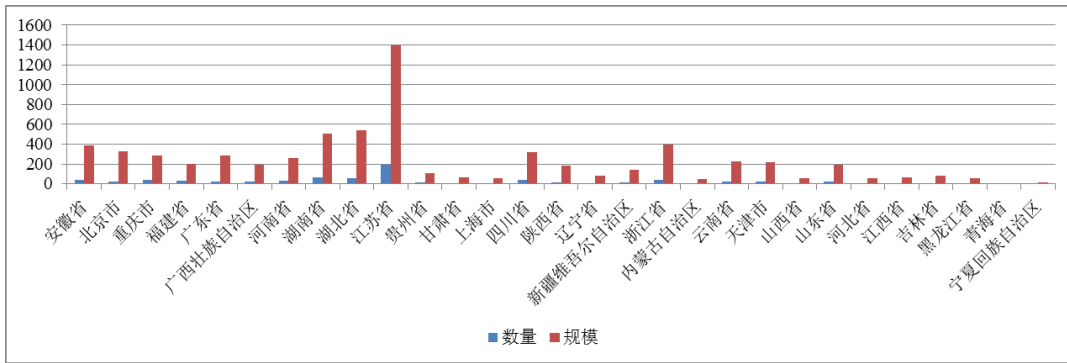
资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理。

从城投的行政级别来看, 2017 年上半年发行的 784 支债券中, 行政级别为省及省会(单列市)的债券合计 293 支, 占比为 37.40%; 行政级别为地级市的债券合计 353 支, 占比为 45.00%; 行政级别为县及县级市的债券合计 138 支, 占比为 17.60%; 总体看, 地级市级别的城投公司发行债券数量最多、规模最大。

从债券的期限来看, 1 年及 1 年以内的短融和超短融合计占比为 28.70%; 期限为 5 年的债券占比最高, 为 33.20%; 期限为 3 年和 7 年的占比相差不大, 分别为 17.50% 和 16.30%, 其他期限的占比较小, 超过 10 年的债券合计 19 支, 占比为 2.40%, 期限为 15 年的债券 1 支。

从地区分布上看, 2017 年全国 31 个省市自治区中有 29 个省市自治区的城投企业发行了债券, 只有海南省和西藏地区未发行债券, 在 29 个省市自治区里, 江苏省作为发债大省, 2017 年江苏省城投企业共发行债券 192 支, 发行规模合计 1,395.32 亿元, 发行规模占 2017 年上半年发行规模的 20.66%, 除了江苏省, 处于中部地区的湖南省和湖北省 2017 年城投企业发债规模也较大, 两个省份的城投企业分别发行 67 支和 60 支债券, 发行规模分别为 506.45 亿元和 541.90 亿元, 占发行总额的比重分别为 8.50% 和 7.70%; 西北地区由于经济发展缓慢, 地方经济实力较弱, 城投企业发债规模相对较小, 其中, 青海省和宁夏回族自治区分别仅有 1 家城投企业发行了债券。从地域分布来看, 城投债发行规模呈明显分化态势, 江苏省上半年发债规模远超其他省份。

图 4 2017 年 1~6 月发行城投债地域分布情况 (单位: 亿元)

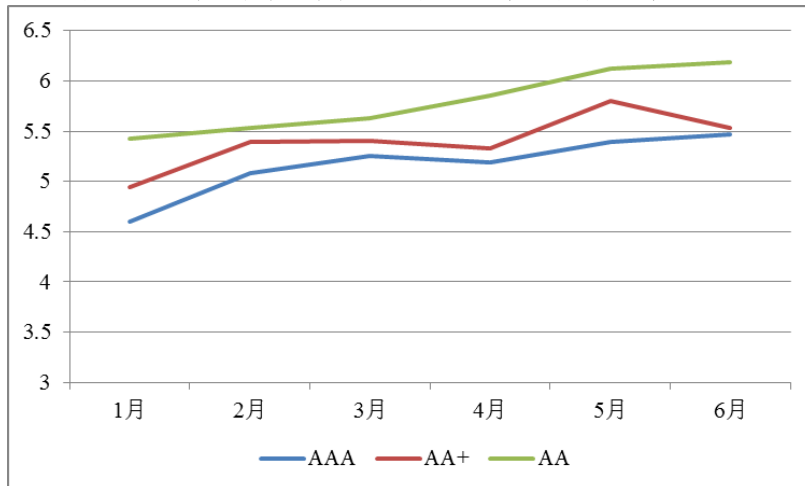


资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理。

(2) 发行利率整体上行, 东南沿海地区发行利率相对较低, 中西部地区发行利率相对较高。

整体来看, 2017 年上半年各级别城投债发行利率均值均整体呈波动上升趋势, 且与 2016 年同期相比, 发行利率明显提升。除受监管政策收紧和去杠杆的持续推进影响外, 此外中证登将可质押债券的评级提高至 AAA 级, 抑制了对中低级别债券的需求, 债市流动性变差, 也是导致融资成本走高的原因之一。以 3 年期城投债券为例, 对不同级别企业发行利率走势进行分析可以看出, 2017 年上半年 3 年期城投债发行利率均值呈上升态势, 从利率发行区间来看, 2017 年上半年 AAA 和 AA+ 城投企业发行利率区间较上年同期明显上移, 2016 年上半年 AA 级别城投企业发行利率为 3.19%~7.80%, 虽发行利率区间较大, 但发行利率在 6.98% 以上的仅为个别债项, 发行利率主要集中在 4.00%~6.00%, 而 2017 年上半年区间为 4.95%~6.98%, 发行利率最低值较 2016 年上半年明显上移。

图 5 2017 年上半年 3 年期城投债发行利率走势情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理。

表 2 上半年 3 年期城投债利率区间 (%)

级别	发行利率区间	
	2016 年上半年	2017 年上半年
AAA	2.95~5.19	4.60~5.96
AA+	3.09~5.95	4.46~6.70

AA	3.19~7.80	4.95~6.98
----	-----------	-----------

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

分区域来看，不同地域城投债发行利率分化也较为明显。其中，江苏省企业发行利率均值 5.38%，最高发行利率为 7.20%，最低发行利率为 3.69%；湖南省企业发行利率均值为 5.76%，最高发行利率为 7.10%，最低发行利率为 4.34%；浙江省发行利率均值为 5.40%，最高发行利率为 6.30%，最低发行利率为 4.20%；湖北省发行利率均值为 5.83%、最高发行利率为 6.98%，最低发行利率为 4.60%。从以上数据来看，江苏省企业平均发行利率最低，主要系江苏省政府经济与财政实力在国内位居前列，城投企业发债相对保障程度较好，导致发行利率偏低。从全国范围看，东部沿海经济发达省份发行利率相对较低，中西部地区发行利率相对较高，贵州省平均发行利率处于全国最高水平，为 6.48%；虽然平均发行利率受当期内债券发行数量及企业结构影响较大，但能从侧面反映市场对各省份的期望程度。

3. 从级别迁徙情况来看，级别调整以调高为主，城投企业级别整体向上浮动。

级别迁徙方面，截至 2017 年 6 月末，城投类存在有效级别的发行主体共 1,882 家，其中 AAA 级主体 178 家（占 9.46%），AA+级主体 370 家（占 19.66%），AA 级主体 1,136 家（占 60.36%），AA-级主体 181 家（占 9.62%），A+级和 A 级主体合计 17 家（占 0.90%）。从级别迁徙情况来看，全市场中城投企业主体信用级别呈上浮态势，2017 年上半年共有 86 家城投企业级别调高，其中 17 家主体级别由 AA+调高至 AAA，50 家主体级别由 AA 调高至 AA+，19 家主体由 AA-调高至 AA；仅有 7 家城投企业级别调低，其中 4 家主体级别由 AA 调低至 AA-，3 家主体级别由 AA-调低至 A+。城投行业级别调整以调高为主，反映出在经济下行、产业债信用风险水平上升的背景下，城投债的信用质量仍具有一定比较优势。

图 6 2017 年上半年城投债主体级别迁徙情况（单位：家）

		2017年6月末							
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	合计
2016年末	AAA	160							160
	AA+	17	317						334
	AA		50	1,105	4				1,159
	AA-			19	167	3			189
	A+					11			11
	A						3		3
	A-								
		1	3	12	10				26
	合计	178	370	1,136	181	14	3		1,882

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

从级别调整原因来看，级别调高原因主要包括区域经济及财力因素、政府支持因素及企

业自身的经营、财务状况因素。区域经济及财政实力快速增长、产业结构优化、税收收入在一般公共预算收入中占比提高、债务率降低、重大项目落地、区域行政地位提升（升级为国家级高新区、示范区域、自贸区核心区域等）等均有利于地方政府信用水平提高，从而促使了城投企业级别的调高；在资本金注入、资产划拨、财政补贴、政府债务置换、业务纳入政府采购服务、项目投资纳入地方政府预算管理等方面获得政府支持力度加大，反映出城投企业平台地位的巩固与提升，也为城投企业级别调高提供了有力支撑；城投企业自身方面，经营范围扩大、经营业务多元化带来收入规模增长、收入结构优化、盈利能力改善及抗风险能力增强，经营性资产增加，持有土地未来升值空间大，项目储备丰富等经营性因素及资本实力提升、债务规模下降、债务期限结构优化、现金流好转等财务因素，也是城投企业级别调高的重要原因。

级别调低因素主要包括地方经济显著下滑、财政收入缩水，导致政府对城投公司偿债能力的保障程度弱化。此外，城投公司项目储备少、资产质量差、偿债压力较大、现金流恶化等也是导致主体级别调低的重要原因。

表 3 上半年城投企业级别调整主要原因

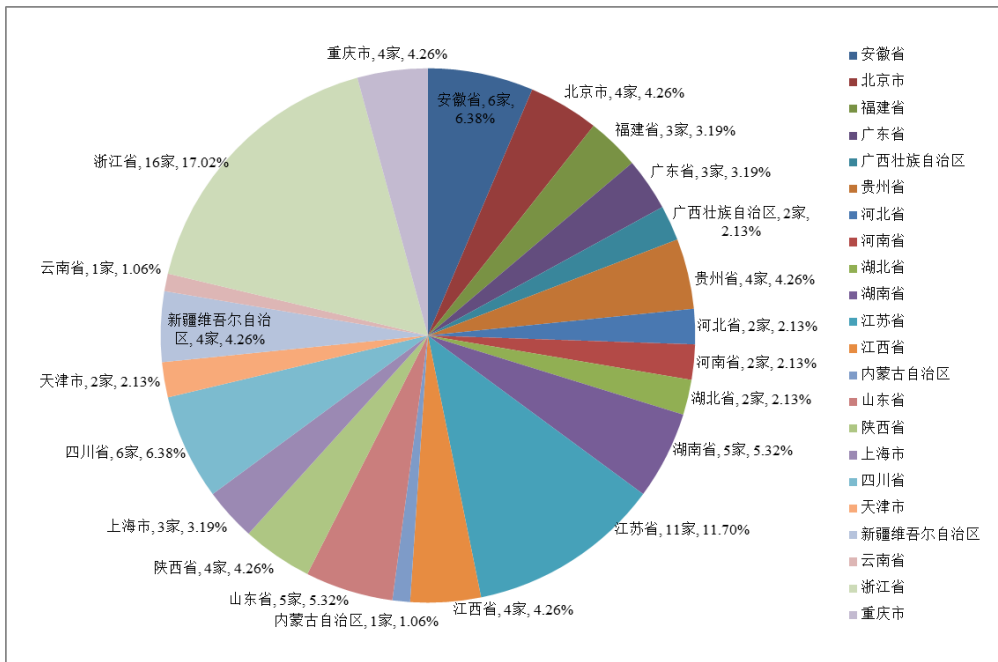
级别变动方向	级别调整因素	发债主体	具体原因
调高	一般公共预算收入快速增长	眉山东坡	2016 年眉山市东坡区一般公共预算收入同比增长 21.89%
		浏阳城投	2016 年浏阳市一般公共预算收入同比增长 18.05%
		郑州经开	2016 年郑州市经济技术开发区一般公共预算收入同比增长 52.85%
		江宁经开	2016 年江宁经济技术开发区一般公共预算收入同比增长 30.71%
	经济稳步增长，债务负担减轻	海宁城投	海宁市区域经济稳步增长、财政实力持续增强，政府债务负担有所减轻；政府在土地出让收益返还及债务置换等方面给予公司持续有力的支持
	区域行政地位提升，政府支持力度加大	龙阳建投	简阳市由资阳市划入成都市代管，简阳市政府对龙阳建投注入价值 61.51 亿元的 12 宗土地使用权
	政府支持：划入资产	临川城投	临川区政府向公司增资 6 亿元，向公司拨付资金用于竞拍 14 宗国有土地使用权，增加资本公积 23.42 亿元
		郴州城建	郴州市政府将景区及植物园资产划拨给公司，评估价值 56.86 亿元，划入资产未来可为公司带来稳定现金流入
	政府支持：债务置换	新昌投资	当年收到 28.99 亿元债务置换资金，转入公司资本公积，债务负担明显减轻
		河池城投	河池市财政局通过债务置换方式承担公司债务并增加公司资本公积合计 20.77 亿元，减轻公司债务负担，其中拨款 11.00 亿元给公司置换银行贷款，9.77 亿元由财政局直接向银行偿还
	政府支持：平台地位提升	德兴城建	2017 年 6 月，德兴市政府会议原则通过以公司为主体组建德兴市投资控股集团有限公司，将进一步提升公司在德兴市城市基础设施开发建设方面的地位
		合川城建	2016 年，区国资委将持有的 4 家重要平台公司全部股权划转至公司，公司成为区级唯一的城市基础设施建设投融资主体
	企业自身：经营范围扩大、业务多元化、收入规模提升	阜阳城投	公司资产总额、所有者权益和营业收入大幅增长
		金堂农投	营业总收入大幅增长，在建拟建项目投资额较大，未来收入有保障
		财通国资	公司的资产规模、所有者权益和收入规模大幅提升，公司营业收入中新增租赁、旅游等板块

调低	区域经济及财政实力下滑	北票建投	北票市经济下滑、财政收入大幅缩减，直接影响地方政府可控财力和债务偿付能力
		凤城产投	凤城市经济总量及固定资产投资下滑，且公司营业收入和利润下降，债务负担加重
		开原城投	开原市经济指标同比有所下滑，仍面临较大经济下行压力，财政收入继续下降，且资产中林权和林地使用权占比高，资产质量差
		沈阳南湖科发	公司所属的浑南区区域经济及财政实力进一步下滑，且公司发生大额净亏损
		黑山通和	黑山县经济和固定资产投资下滑，一般公共预算收入持续下降，且项目储备少，未来收入无法保障
		新民路鑫市政	新民市经济总量大幅下滑，财政收入持续下降，且公司资产流动性弱，经营活动现金流持续净流出

资料来源：联合评级整理

从地域来看，级别调高企业分布较为广泛，分布在江苏、浙江、山东等经济发展水平较高、地方一般预算收入平稳增长地区的数量较多，其中浙江省 16 家、江苏省 11 家、安徽省和四川省均为 6 家、山东省 5 家；级别调低企业分布在辽宁和广西，辽宁省经济和财政实力下滑，使得其成为城投企业级别下调的重灾区。

图 7 级别调高城投企业地区分布情况



资料来源：联合评级整理

4. 截至 2017 年 7 月末，存量城投债规模较年初小幅增长，级别仍以 AA 为主，整体期限偏长，2021 年为集中兑付高峰。

根据 Wind 概念板块城投债口径，截至 2017 年 7 月末，存量城投债为 65,314.82 亿元，较年初的 64,008.94 亿元小幅增长，主要系上半年受市场影响，城投债发行量较去年同期大幅下降、净融资规模增量较小所致。从存量城投债级别分布来看，截至 2017 年 7 月末，级别分布仍较为集中，以 AA、AA+和 AAA 为主，其中 AA 占比最大，为 48.15%，AA+和

AAA 占比分别为 23.19% 和 24.44%；从存量城投债期限分布来看，期限集中在 7 年期(54.27%) 和 5 年期（23.44%），整体期限偏长。

图 8 截至 2017 年 7 月底存量城投债级别分布情况

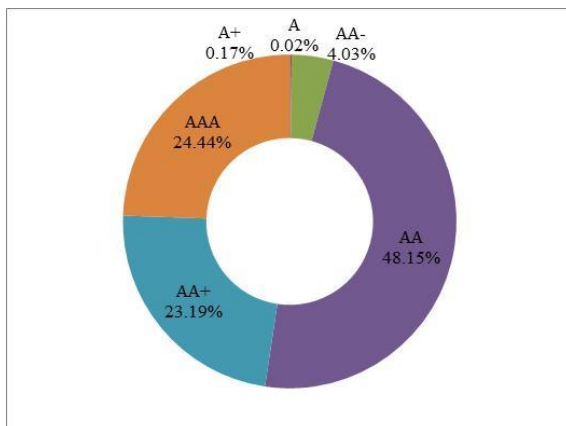
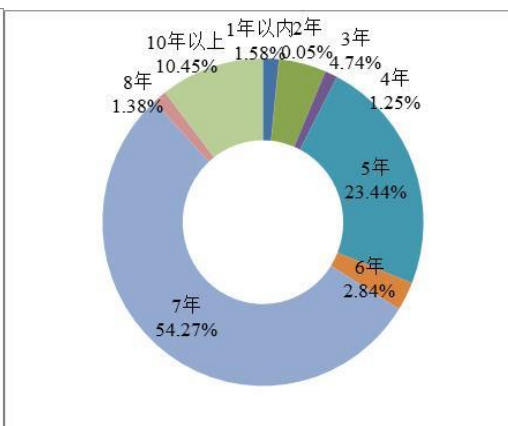


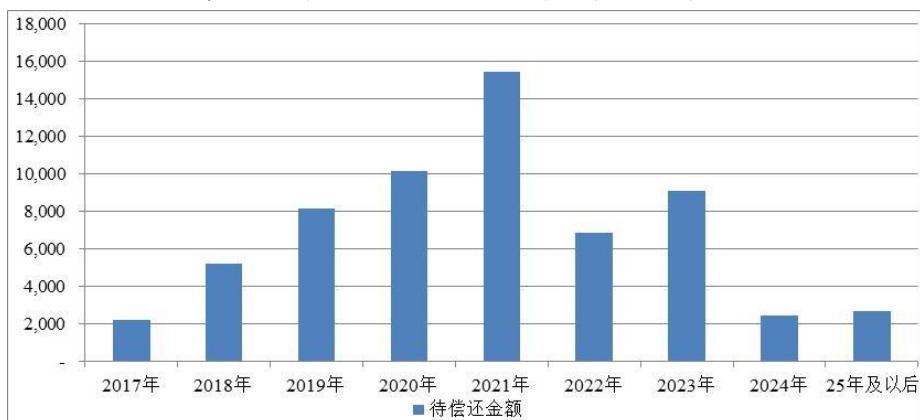
图 9 截至 2017 年 7 月底存量城投债期限分布情况



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

从存量城投债到期情况来看，自 2018 年起，到期规模逐年增大，存量城投债偿付压力也逐年增加，2022 年到期规模大幅下降，此后城投债到期规模存在较大波动。2021 年为存量城投债的兑付高峰，较大的债务周转压力将促使城投债发行规模扩大。

图 10 截至 2017 年 7 月底存量城投债到期分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

二、城投行业 2017 年下半年信用风险展望

从宏观需求来看，稳增长背景下基建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。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。从融资规模来看，考虑债务周转及新增项目资金需求，预计下半年城投债发

行规模将有所回暖。

1. 城投公司承担的职能与地位短期内不可替代，整体信用水平保持稳定，但部分地区债务水平较高或经济及财政实力下滑，信用分化将日益明显。

从宏观需求来看，稳增长为我国近期宏观经济发展的主基调，而基建投资是拉动经济增长的重要手段，城投公司作为基础设施建设投融资、建设、运营的主体，短期内其承担的职能和所处的地位具有不可替代的作用，城投公司的杠杆率仍维持较高水平。从长期来看，我国城镇化水平与发达国家相比仍有一定距离，城镇化推进过程中基建投资规模仍较大，城投公司承担的职能在一定时期内将长期存在，其去政府化周期较为漫长，城投行业发生系统性风险的概率仍不大，城投债实质违约风险较低，其整体信用质量水平仍较高。但如辽宁、贵州等部分地区经济及财政实力下滑或政府债务规模明显扩张，地方政府债务水平较高，出现偿债能力弱化的问题，需积极化解债务危机。

2. 城投公司信用将加速与政府信用脱钩，举债融资机制日益规范化，两者之间的债务切割进一步加强。

2017 年上半年监管政策密集出台，随着政策的逐步规范，未来城投公司得到政府的隐形支持将逐步减弱，城投公司信用将加速与政府信用脱钩。随着 50 号文、87 号文的出台及土地储备专项债券、收费公路专项债券的推出，地方举债“修明渠、堵暗道”思路逐步落实，地方政府债务管理更加透明化，城投公司举债机制日益规范化，地方政府与城投公司之间的界线进一步明晰、债务切割进一步加强。未来类似于土地储备专项债、收费公路专项债等新品种将会陆续出台，投融资平台资本市场运作方式将向规范化、透明化、模式化方向发展。

3. 去政府化及市场化转型进程进一步加快，城投公司转型压力增大。

随着城投公司政府融资职能的剥离、去政府化进程的加快，其市场化转型压力逐步增大。未来发展方面，通过并购重组或资产划转方式成为龙头或者转向市场化运作增加自身造血功能成为主要发展方向。区域内城投公司的并购重组、资产划转将成为必然，公益性及准公益性业务将集中在某个或某两个城投公司开展，这些城投公司因不能进行市场化运作而得到政府支持的力度较大；承担经营或非公益性业务的城投公司则必须向市场化运作方向转型。

4. 预期下半年城投债融资规模呈小幅回暖趋势。

一方面，稳增长背景下基建投资仍具有较为旺盛的需求；另一方面，宏观经济下行及“减税降费”等使得地方政府增收乏力，而地方政府债券新增额度有限，PPP 项目落地率较低且存在一般预算收入 10% 的支出天花板，产业基金以明股实债形式为主，无法满足投资需求。因此，城投公司一定时期内在地方基建投融资中仍将扮演重要角色，城投债仍是地方基建的重要融资渠道。2017 年上半年城投债发行规模较上年同期大幅缩减，考虑到债务周转及新增项目资金需求，预期下半年城投债发行规模将呈回暖趋势，发行量较上半年或将有所增加。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。