

城投债

现状梳理及未来展望

内容提要

● 城投债的发展历程

2005年，受到国家政策的推动，城投债迅速发展并蔓延开来。2012年平台贷款受到监管之后，城投债的发行规模开始逐渐增大，2014年4月当月发行规模最高达到2700亿元。2014年9月，“43号文”之后，城投债的发行一度出现下滑，随着国家发展改革委等部委逐步放松发行条件，城投债的发行规模又有所回升。2016年，融资环境宽松，且08年以后的城投债存量大规模进入偿付期，上半年城投债发行达历史同期最高的9082.1亿元。

● 地方政府债与城投债的比较分析

从要素方面来看，城投债的利率一般高于同期地方政府债券的利率；地方政府债券的发行期限短于城投债，其信用评级高于城投债；从风险与监管来看，都存在着利率风险、偿付风险和流动性风险等风险，地方政府债券还存在着宏观调控风险和政治风险等风险，而城投债还面临着经济周期风险和与项目相关的风险。

● 城投债市场表现与特征

- 从发行规模来看，我国2005年至2016年1月城投债的发行只数和发行规模整体呈上升趋势，在2011年、2013年和2014年底出现大幅缩量。
- 从发行类型来看，主要包括企业债、中期票据和短期票据。
- 从主体评级构成来看，近几年来，总体上中国的城投债中占比最大的是AA级城投债主体，约占40%-50%，其他主体约占20%-30%。
- 从融资行业来看，城投债中建筑工程类主体的占比相对较高，交通运输和多元金融类主体的占比也较高。
- 从发行主体区域来看，截止2016年上半年江苏省最高（254只），发行只数的第二集团（50-100只）的有浙江、福建、湖南、重庆、山东和四川，其余省份城投债的发行只数都较少，黑龙江、宁夏和青海尤其少。

● 城投债未来展望

- 在2016年融资环境整体宽松的前提下，城投企业短期流动性尚可，周转压力整体可控。未来的偿债在高峰仍然为2019—2021年，较去年同期未发生明显变化。至2018年底城投企业到期最高峰为2017年3月，次高峰为2018年3月。
- 作为地方政府投融资平台，地方政府对于城投公司的隐性担保依然存在。
- 城投债估值调整风险大于系统性风险，应警惕由于城投债估值累积造成的投资损失。

赵晴 16210680283

刘子溢 16210680240

张璐 16210680279

顾嘉芸 16210680212

目录

城投债的发展历程	3
城投债的发展历程	3
近年来相关政策文件	3
地方政府债券和城投债的比较分析	5
近十年城投债市场的表现与特征	8
城投债的发行规模	8
城投债发行债券类型构成	8
城投债主体评级的构成	9
城投债的融资行业情况	10
城投债发行主体区域分布	10
城投债未来展望	11

图表

图表 1: 近 3 年来具体文件一览	5
图表 2: 各省地方政府债券和城投债的比较	6
图表 3: 各省地方政府及城投债发行规模	7
图表 4: 城投债最新评级分布	7
图表 5: 城投债月度发行数量及发行总规模	8
图表 6: 中国城投债发行类型构成	9
图表 7: 中国城投债评级构成	9
图表 8: 中国城投债融资行业情况	10
图表 9: 中国城投债融资行业情况	10
图表 10: 2007-2016 年 5 月中国城投债发行主体区域分布	11
图表 11: 中国城投债融资行业情况	11
图表 12: 未来三年城投行业债券到期分布	12
图表 13: 城投债发行规模	12
图表 14: 城投债与产业债利差 2015 年以来倒挂加剧	13
图表 15: 城投债级间利差持续压缩	13

城投债的发展历程

城投债的发展历程

1993年12月，国务院做出《关于实行分税制财政管理体制的决定》。分税制改革为地区基本建设积累了更多的资金，但是事权、财权不匹配等问题也导致了地方政府财力不足的现象。

为防范风险，1995年开始实施的《中华人民共和国预算法》第28条明文规定：“地方各级预算按照量入为出，收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。同时《中国人民银行法》第二十九条也规定“中国人民银行不得向地方政府、各级政府部门提供贷款”，《贷款通则》也明确指出“借款人不包含地方政府及其部门”

为缓解这一难题，满足地方政府经济发展和政治竞争需求，地方政府通过资本投资（资金注入或是土地出资等）等方式先后成立了城投公司或地方融资平台，主要依靠银行贷款和城投债发行筹集资金，弥补财政缺口和建设市政设施。

城投债，是指地方融资平台企业公开发行的、投向地方基础设施建设或公益性项目而形成的，以企业自身经营收入以及政府财政补贴为主要还款来源的债券。

城投债的发行主体是与政府有着紧密联系的城投公司，在形式上属于企业债、公司债的范畴。但由于事实上扮演着市政债的角色，且常被认为存在政府的“隐性担保”，所以常被列入“准市政债”的范畴。依据《中华人民共和国担保法》第八条，除国务院批准之外，地方政府及相关部门都不得成为保证人。因此，地方政府对城投债的“隐性担保”并不具备法律效力。

2005年，受国家政策的推动，城投债迅速发展并蔓延开来。2008年，受到全球次贷危机的影响，中央政府实施了“四万亿投资计划”以刺激经济发展，给城投债发展提供了契机。2012年平台贷款受到监管之后，城投债的发行规模开始逐渐增大，2014年4月当月发行规模最高达到2700亿元。2014年9月，“43号文”之后，城投债的发行一度出现下滑，随着国家发展改革委等部委逐步放松发行条件，城投债的发行规模又有所回升。2016年，融资环境宽松，且08年以后的城投债存量大规模进入偿付期，上半年城投债发行达历史同期最高的9082.1亿元。

近年来相关政策文件

拓普《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（2010年6月）

“经地方政府审核后，对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目，除法律和国务院另有规定外，**不得再继续通过融资平台公司融资**，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。”

“坚决制止地方政府违规担保承诺行为。”

“在本通知下发前已经设立的融资平台公司，要按以下要求进行清理规范：对只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务。”

其中“公益性资产”，是指为社会公共利益服务，且依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等。该通知旨在渐渐剥离城投公司的政府职能。

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（2014 年 10 月）

43 号文的核心指导思想是“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”。中央政府明确要求地方政府对已有的债务存量进行甄别，将地方政府债务分类为由公共预算收入偿还的一般债务和政府性基金收入或专项收入偿还的专项债务两类，除此之外的债务，地方政府不会承担偿还责任。

43 号文公布后未来偿债资金来源为财政资金和政府（全额拨款事业单位）提供直接或间接担保不被允许，但是募投项目为公益性仍然可行。

《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》（2014 年 9 月）

该项《意见》从城投企业的发债准入条件、地方债发行主体资产负债率标准、发债间隔等多方面施加限制。还规定“区域全口径债务率超过 100%的，暂不受理区域内城投企业有可能新增政府性债务负担的发债申请”，“地方政府所属城投企业已发行未偿付的企业债券、中期票据余额与地方政府当年 GDP 的比值超过 8%的，其所属城投企业发债应严格控制”。

六类专项债券发行指引（2015 年 4 月，11 月）

2015 年 4 月和 11 月，发改委印发针对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、城市停车场建设、双创孵化和配电网建设改造六类的专项债券发债指引。

将这些重点投资和消费领域的专项债券列为加快并简化审核类债券，同时放松相关发债标准。并明确城投公司发行上述专项债券不受 14 年 9 月发布的《意见》中发债指标限制。

2016 全国继续推行地方债置换工作，监管相对放松。

《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（2016 年 2 月）：“各类城投公司等其他机构一律不得再从事新增土地储备工作”

《国务院关于 2015 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》（2016 年 6 月）：“继续强化地方政府债务管理，通过严格问责促进消化债务存量、严控增量，密切关注“明股暗债”、兜底回购、固化收益等可能增加政府债务的潜在风险点。”

图表1：近3年来具体文件一览

第一阶段		
2014年9月底	《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》	1. 新增了城投企业的发债准入审核条件，提高发行主体的资产负债率标准，将企业债发行申报时间间隔由6个月延长至1年。 2. 将城投企业发债条件与地方政府负债情况和与当地GDP比例相联系
2014年10月初	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文)	核心指导思想是“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”。
2014年10月下	《企业债券审核新增注意事项》	审核要求进行细化。加强审核和要求补充相关资料和数据增加了城投企业的企业债发行难度，此后城投企业债发行频率出现较为明显的下降。
2015年2月中旬	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	继续延续了43号文以来对于城投企业发债的严格管理。
至此公布的文件，说明发改委收紧了城投债的发行，通过严格发债准入审核条件、增加资料及数据要求、严格发债偿债保障措施等途径来实现。		
第二阶段		
2015年3月底、4月初	4个专项债发行指引	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入。
2015年5月中旬	《项目收益债券试点管理办法（试行）》	推出了债券募集资金用于特定项目的投资与建设，债券的本息偿还资金完全或基本来源于项目建成后运营收益的项目收益债券
430政治局会议之后	《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》	补充说明，使得地方平台一定程度上松开43号文的紧箍咒，减少了地方平台的通过发行企业债券进行融资的限制。
2015年5月底	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》	放宽城投类企业债发行条件，包括资产负债率要求等，并提出鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资，同时还将支持县域企业发行企业债券融资。
2015年11月底	《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》	预示着未来城投债发行或将放量
这些政策的出台，均放松了对城投公司符合债务融资条件的要求，尤其是《意见》中简化申报程序、精简申报材料，提高审核效率，对符合条件的发债企业取消发债企业数量指标的限制等规定对原有城投债发行政策有了较大的突破。总体而言，发改委对于城投债的发行政策呈现先紧后松的特点。		

资料来源：团队整理

地方政府债券和城投债的比较分析

我们从各地区债券的要素、风险与监管等方面，对我国地方政府债券和城投债的区别与联系进行了比较分析。

债券要素比较

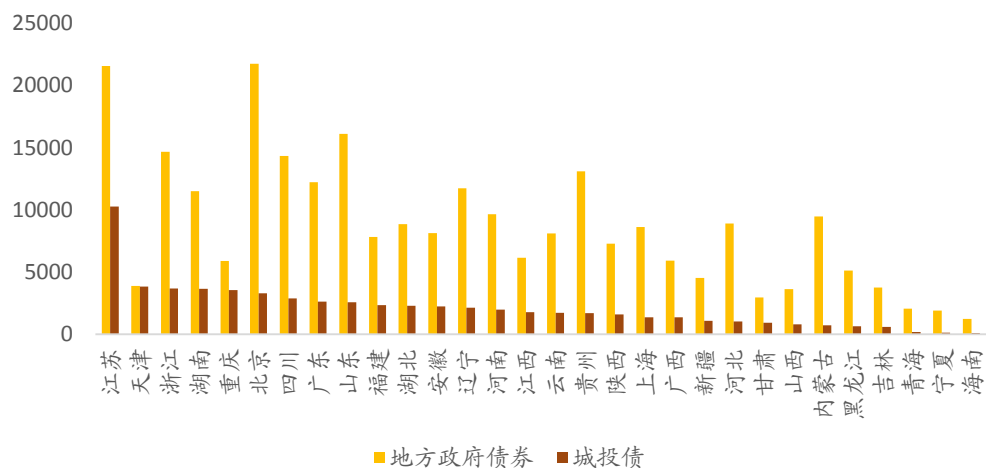
地方政府债券是地方政府根据实际情况在财政部下达的指标范围内发行的一定数量的债券，城投债是企业根据基础设施项目所需资金和自身的财务状况确定发行的一定数量的债券。地方政府债券的发行利率通过市场化招标确定，城投债的发行利率则由发行人与其承销商根据信用等级、风险程度、市场供求状况等因素协商确定。城投债的利率一般高于同期地方政府债券的利率；地方政府债券的信用评级高于城投债。

图表2：各省地方政府债券和城投债的比较

省份	地方政府债券				城投债			
	数量	期限 (年)	利率 (%)	总额 (亿元)	数量	期限 (年)	利率 (%)	总额 (亿元)
安徽	116	6.29	3.15	8116.50	203	5.61	5.73	2237.85
北京	180	5.73	3.52	21738.65	193	4.77	4.79	3274.71
福建	204	6.67	3.21	7805.51	274	4.66	5.09	2337.49
甘肃	102	6.27	3.17	2947.04	70	5.30	6.11	917.50
广东	230	6.59	3.25	12233.15	206	4.95	5.00	2602.19
广西	141	6.38	3.09	5903.12	161	4.92	5.65	1357.10
贵州	175	6.28	3.13	13102.51	128	5.98	6.15	1692.80
海南	66	6.56	3.21	1229.02	6	6.67	6.15	82.00
河北	126	5.81	3.08	8900.12	96	5.67	5.93	1018.50
河南	155	6.24	3.05	9645.42	170	5.45	5.88	1964.40
黑龙江	104	6.30	3.18	5125.82	59	5.81	6.50	627.90
湖北	165	6.24	3.10	8842.99	218	5.98	5.66	2291.40
湖南	65	5.98	3.05	11487.93	287	5.92	5.85	3655.69
吉林	102	6.69	3.23	3738.68	48	5.13	5.88	582.10
江苏	212	6.33	3.16	21563.98	1,189	4.60	5.57	10266.06
江西	141	6.32	3.08	6133.09	167	6.00	5.69	1755.00
辽宁	210	6.29	2.91	11736.27	164	6.03	6.63	2113.21
内蒙古	176	6.32	3.22	9477.58	67	5.93	6.52	706.00
宁夏	137	6.56	3.23	1883.00	10	7.00	5.83	121.90
青海	132	6.25	3.10	2056.88	18	5.26	6.18	160.00
山东	359	6.45	3.17	16112.39	270	5.73	5.77	2564.30
山西	102	6.52	2.97	3623.45	53	6.03	6.30	785.00
陕西	180	6.25	3.17	7282.12	139	4.84	5.78	1584.41
上海	115	6.33	3.19	8610.00	121	4.49	4.78	1364.80
四川	166	6.25	2.66	14339.58	286	5.17	5.85	2869.01
天津	131	6.56	3.21	3880.99	208	5.22	5.49	3820.75
新疆	195	6.27	3.03	4509.39	128	5.02	5.79	1065.31
云南	154	6.42	3.21	8098.20	167	4.74	5.90	1708.69
浙江	302	6.28	3.13	14671.01	391	5.55	5.66	3658.59
重庆	108	6.38	2.61	5897.32	313	5.12	5.81	3549.89

资料来源：wind

图表3： 各省地方政府及城投债发行规模

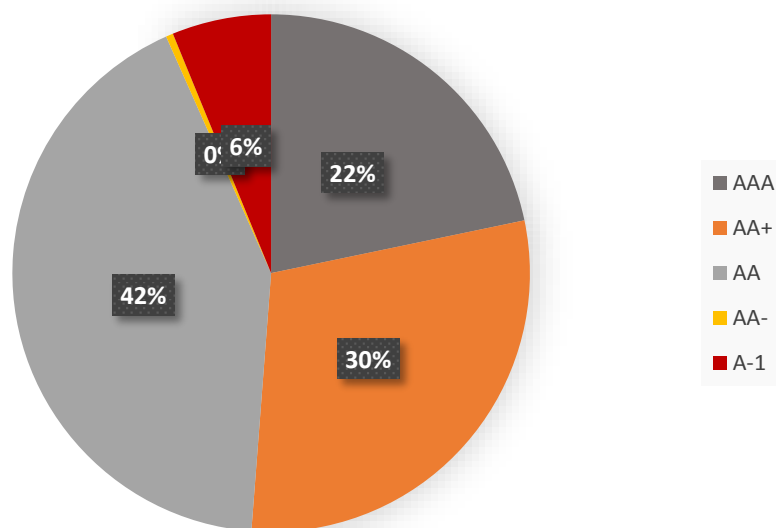


资料来源：wind

风险与监管比较

地方政府债券和城投债都存在着利率风险、偿付风险和流动性风险等风险，地方政府债券还存在着宏观调控风险和政治风险等风险，而城投债还面临着经济周期风险和与项目相关的风险。地方政府债券和城投债募集的资金都投向于城市基础设施建设，不过地方政府债券募集的资金投资于政府规划的项目，没有明确规定要用于哪个具体项目，而城投债是根据具体的城市建设项目进行融资的。

图表4： 城投债最新评级分布



资料来源：wind

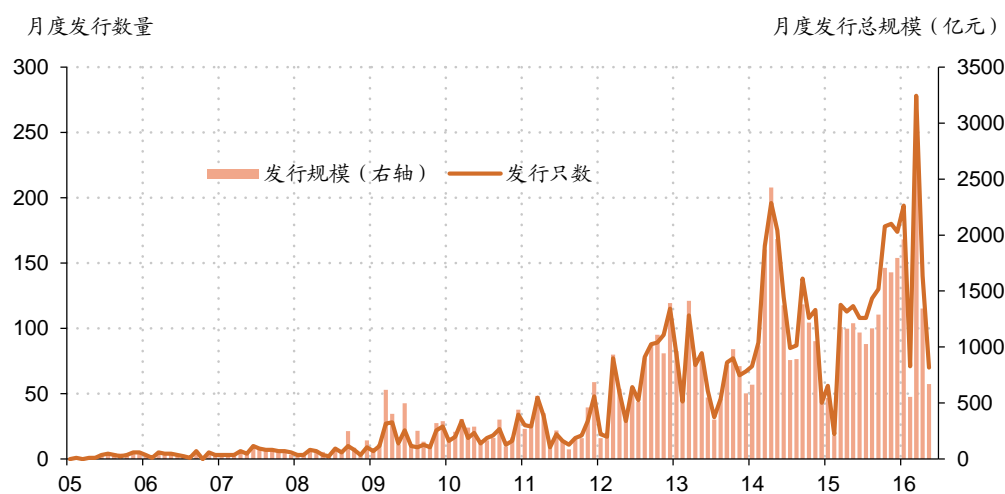
相比于地方政府债券几乎维持全 AAA 的评级，城投债有半数以上的债券低于 AAA 评级，体现出由地方融资平台进行信用担保的城投债往往会出现更大的违约风险。

近十年城投债市场的表现与特征

城投债的发行规模

我国 2005 年至 2016 年 1 月城投债的发行只数和发行规模整体呈上升趋势，在 2011 年、2013 年和 2014 年底出现大幅缩

图表5： 城投债月度发行数量及发行总规模



资料来源：wind，光大证券

究其原因可知，在 2011 年，四川高速公路建设开发总公司、云南路投、上海申虹债、云投集团等公司发行的城投债相继发生信用事件，致使银监会在 2011 年 6 月发布《关于进一步落实信托公司、金融租赁公司地方政府融资平台清查工作的通知》，要求控制信托对地方融资平台异地业务，将银信政合作贷款纳入银行表内监管，加快存量业务分类处置，严格管理新增业务；发改委在 2011 年 7 月发布《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》，要求加强债券存续期监管，规范企业资产重组程序，完善信息披露，加强债券资金用途监管，强化市场约束机制，使得城投债的发行只数和总规模骤降。

在 2013 年 5 月，发改委发布《关于对企业债发行申请部分企业进行专项核查工作的通知》，对“从严审核类”和“适当控制规模和节奏类”发债企业进行财务抽债，新债审批放缓。而到了 2013 年 8 月，发改委发布《关于进一步改进企业债券发行工作的通知》，地方企业发债申请预审工作下放至省级发展改革部门负责，标志企业债发行从紧缩转向重启。

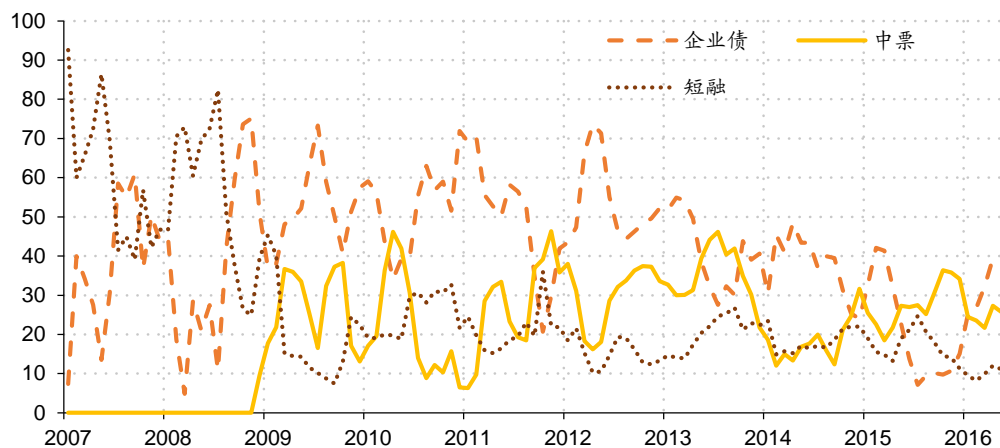
继 43 号文出台后，2014 年 12 月和 2015 年 1-2 月城投债发行规模迅速下滑，2 月份降至谷底，比 2014 年同期下降了 71.2%。3 月份开始，由于发改委的一系列积极引导政策，城投债的发行量逐步回升，直到年底发行量仍维持高位。

城投债发行债券类型构成

城投债主要包括企业债、中期票据和短期票据。

2007年至2016年5月，企业债券在城投债中的占比总体而言逐年下降，中期票据的占比总体而言上升，短期票据的占比总体上先升后降。

图表6：中国城投债发行类型构成



资料来源：wind，光大证券

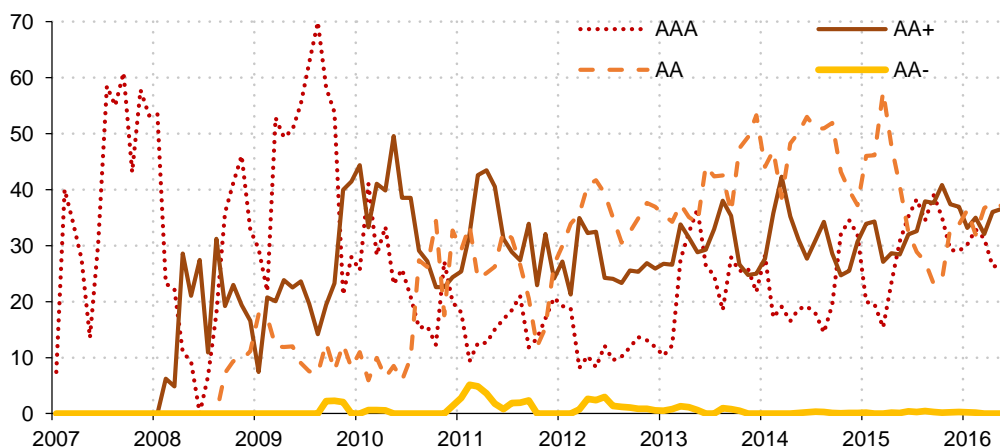
在2008年年中之前城投债中短期票据的占比大于企业债的占比，中期票据尚未开始发行；除了少数几个月之外，2008年年中之后企业债的占比超过了短期票据的占比，并且到2016年之前基本保持这种状态，但是两者之间的规模差距在缩小。2008年底，中期票据开始发行，并且在2009年年初超过了短期票据的占比，并且到2016年5月总体上一直持续这种差距。

近几年来，总体而言，企业债券是我国城投债的主要组成部分，约占城投债的40%左右，中期票据约占30%-40%，短期票据占比在20%-30%徘徊。

城投债主体评级的构成

从2007年至2016年5月，AAA级城投债主体占比总体呈先升后降再升的趋势，AA+级城投债主体占比先上升后基本保持平稳，AA级城投债主体占比总体上升，AA-级城投债主体占比长久处于低位，占比几乎接近于0%。

图表7：中国城投债评级构成



资料来源：wind，光大证券

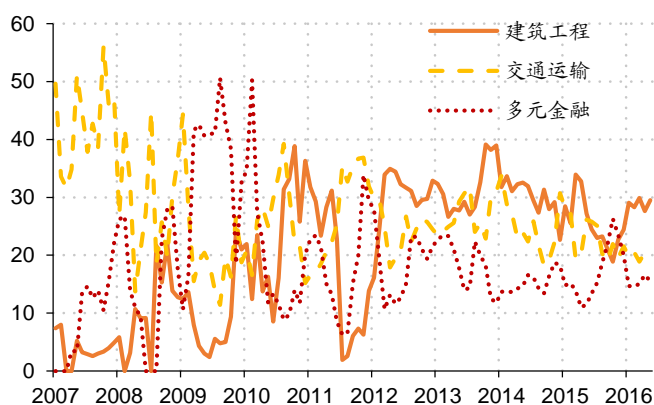
AAA级城投债主体的占比在2007至2009年波动剧烈，2007年至2008年增长了50%，到2008年年中下降到0%，又于2009年的年中达到历史高位，占比70%，2009年年末又下跌至20%左右，之后一直在10%-30%的范围里波动。2008年初，AA+级城投债主体开始出现，并于2009年年末超过了超过了AAA级城投债主体的占比，除了少数几个月，这一差距一直存在，但从2015年开始这一差距逐渐减小。2008年年中，AA级债券主体开始涌现，与2010年年中超过了AAA级城投债主体的占比，并且这一差距在2015年之前持续扩大，到了2016年，两者的占比比较接近。

近几年来，总体上中国的城投债中占比最大的是AA级城投债主体，占约40%-50%，AAA级和AA+级城投债主体约占20%-30%。

城投债的融资行业情况

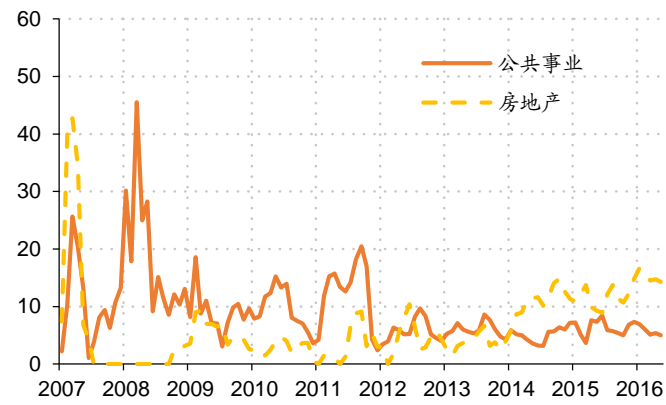
从2007年至2016年5月，城投债中交通运输业主体的占比总体而言下降，建筑工程类主体的占比总体上升，多元金融主体的占比先升后降，房地产主体的占比先在2007年达到最高位后逐年下降，但总体上占比依然很小，公共事业主体的占比先在2008年达到顶峰，后逐年下降，总体上占比比房地产更小。

图表8：中国城投债融资行业情况



资料来源：wind，光大证券

图表9：中国城投债融资行业情况



资料来源：wind，光大证券

从2007年至2007年年中，交通运输类主体、房地产类主体和公共事业类主体占比较高，交通运输类主体约占30%-50%，房地产类主体约占40%，公共事业类主体约占20%，多元金融和建筑工程类主体的占比约为0%。从2007年年中至2008年年中，交通运输类主体和公共事业类主体占比最大，约为45%和40%，多元金融占比较大，约为20%，建筑工程类主体和多元金融类主体依然占比较小。到了2008年年中之后，各行业主体的占比情况趋于稳定，尤其到了2011年之后，建筑工程类主体、交通运输类主体和多元金融类主体的变动情况基本趋同，占比也比较接近，建筑工程类主体的占比略大于交通运输类主体的占比，交通运输类主体的占比略大于多元金融类主体的占比，三者都在约为15%-30%的区间内；公共事业类主体和房地产类主体的占比也都稳定在相对较低的水平，房地产类主体的占比略大于公共事业类主体的占比。

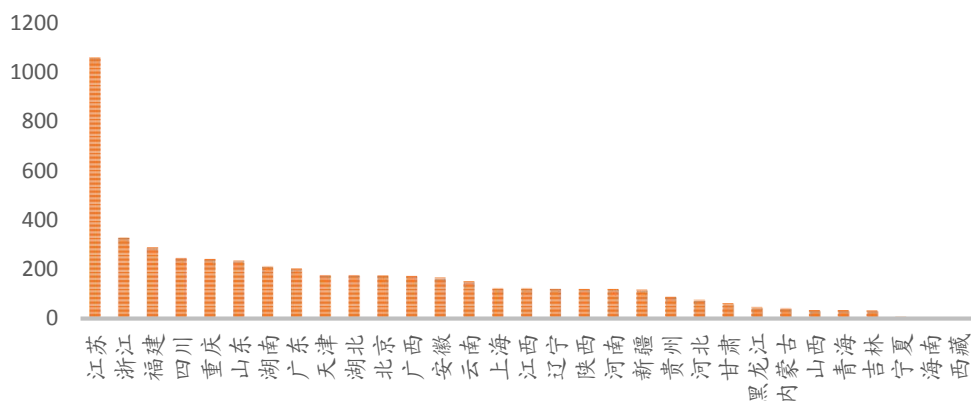
近几年来，总体而言，城投债中建筑工程类主体的占比相对较高，交通运输和多元金融类主体的占比也较高。

城投债发行主体区域分布

从2007年到2016年5月，分省份来看，江苏省城投债发行只数高达1059支，远高于其

他个省份，发行只数的第二集团（200-400只）的有浙江、福建、四川、重庆、山东、湖南和广东，其余省份城投债的发行只数都较少，宁夏、海南和西藏尤其少，约十年间仅发行了个位数的城投债。

图表10：2007-2016年5月中国城投债发行主体区域分布



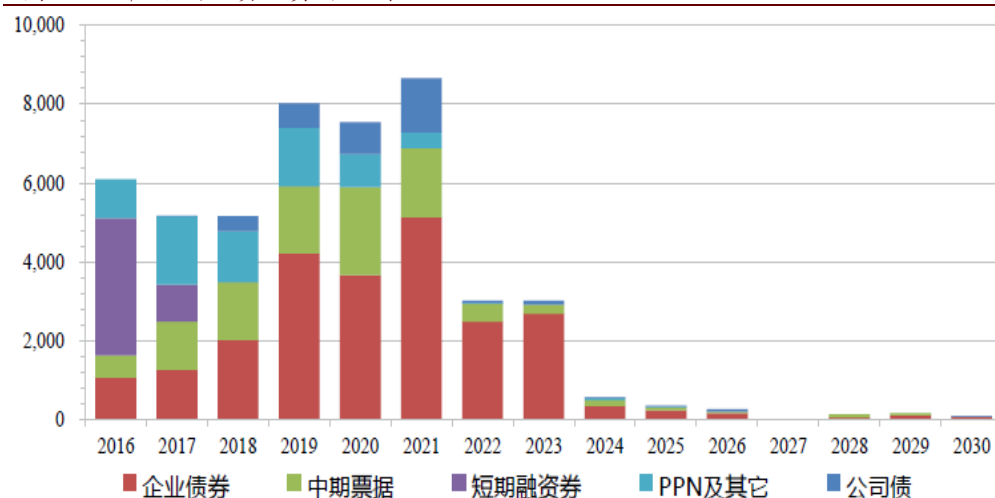
资料来源：wind

城投债未来展望

债券到期分布

受到43号文的影响，2015年一季度城投企业融资环境趋紧，新增债券以短融、超短融为主，受此影响，2016年城投债到期规模较大。然而在2016年融资环境整体宽松的前提下，城投企业短期流动性尚可，周转压力整体可控。未来的偿债在高峰仍然为2019—2021年，较去年同期未发生明显变化。

图表11：中国城投债融资行业情况

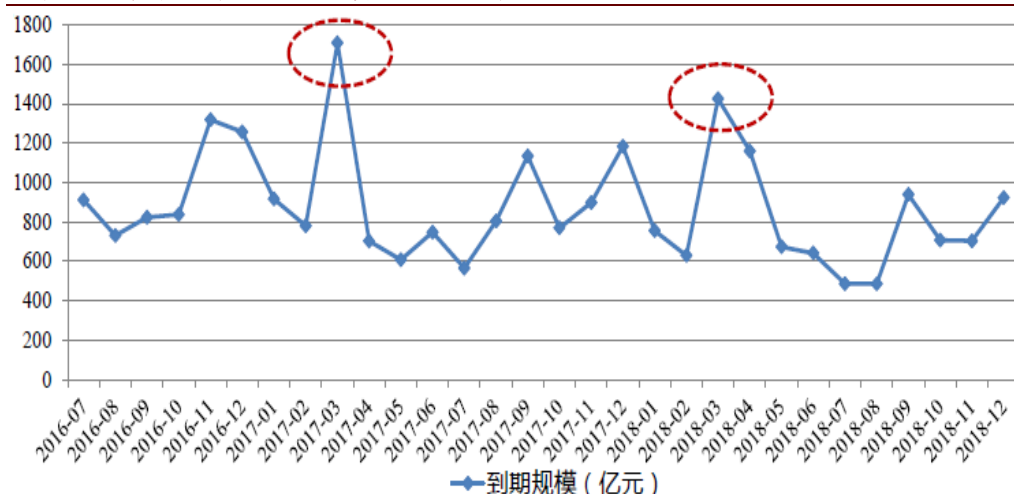


资料来源：中债资信数据库

受到债券审批材料数据更新要求的影响，城投债的发行呈现出明显的“季末效应”，即每

季度末为当季发债的相对高峰期，每年3月为当年发债的最高峰。受此影响，至2018年底城投企业到期最高峰为2017年3月，次高峰为2018年3月。

图表12：未来三年城投行业债券到期分布



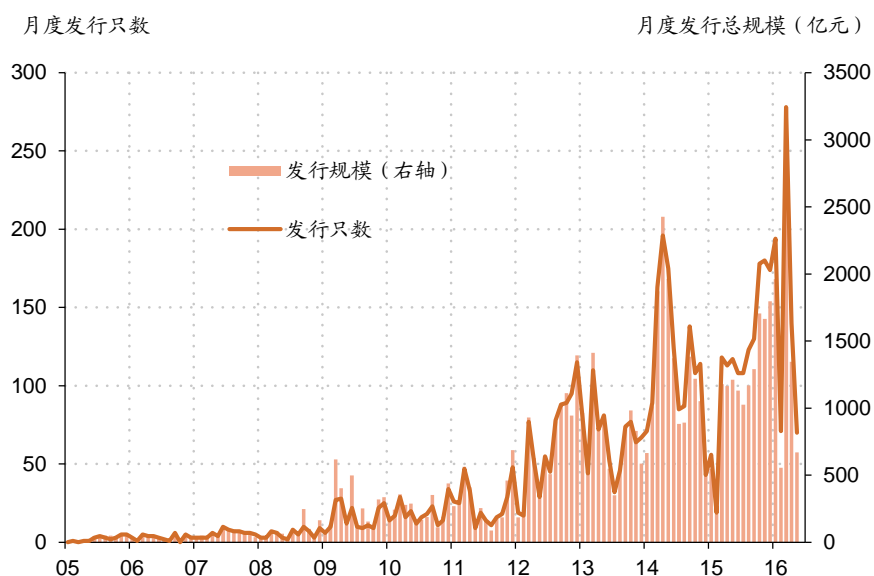
资料来源：中债资信数据库

城投债的融资规模

(1) 基础设施相关行业依然是城投债主要投资行业，房地产占比维持较高水平。2016年下半年基建投资仍将存在资金缺口，城投作为基建融资的重要组成部分，整体融资规模仍将较大。

(2) 考虑目前城投较为宽松的融资环境及相对较低的资金成本，我们认为2016年全年城投发债总规模将超过2015年，有可能维持在2014年的高位。

图表13：城投债发行规模



资料来源：Wind

城投债未来存在的风险

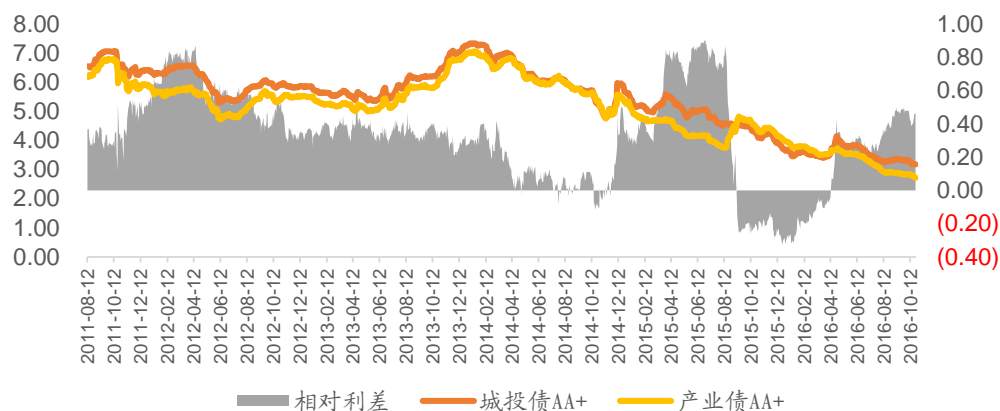
1. 作为地方政府投融资平台，地方政府对于城投公司的隐性担保依然存在。

地方经济财政状况和政府支持力度仍然是城投债发行人主体评级或展望调整的主因，而主体或者担保人评级调整是债项评级调整的主要因素。城投债发行人既是企业，同时也是担负着地方政府投融资功能的平台，其信用资质和地方经济和政府支持紧密相关。然而这种“隐性担保”有时候会产生“副作用”，引导城投债发展多途径的偿债机制仍然十分必要。

2. 城投债估值调整风险大于系统性风险，应警惕由于城投债估值累积造成的投资损失。

目前城投债整体系统性风险依然较小，信用风险可控，但供给量上升、估值优势缺失以及区域经济、财政状况日益分化与地区收益率区分不足的背景下，结合目前市场对于城投平台可能存在“契约精神”问题的担忧，城投债投资存在较大的估值波动风险。信用市场各类“信仰”逐一打破，43号文后政府债务甄别区分以及政府、平台职能区分依然大势所趋，城投债估值将结合政府实力与企业真实资质进行分析，“金边”效应难再普照全体城投债。在信用事件冲击以及信用市场阶段性供需矛盾转化的情况下估值调整压力更为显著，而相关的估值调整仍将带来投资损失。

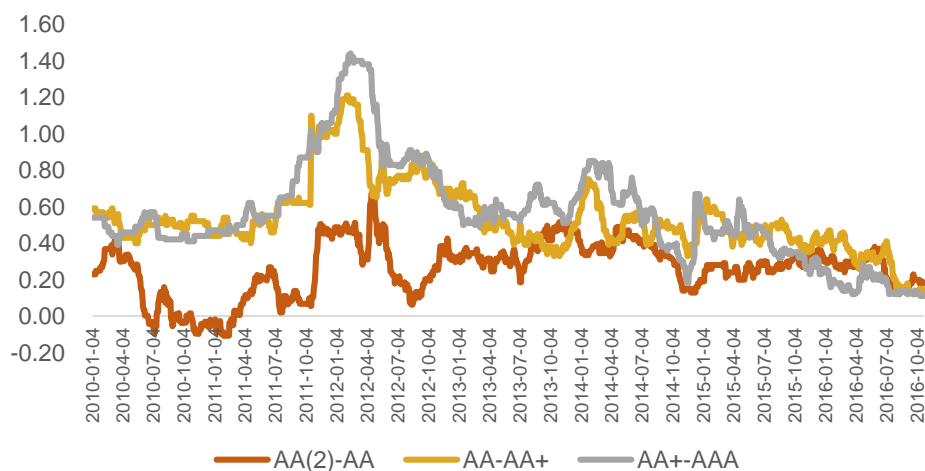
图表14：城投债与产业债利差 2015年以来倒挂加剧



资料来源：Wind

与产业债相比，2015年后半年在城投债收益率经历倒挂后，目前相同评级产业债和城投债收益率已有50BP差距，这与大部分产业债发行主体的经营压力不断增加，信用资质下沉有关。因此需要谨防倒挂风险，这需要引导城投债发展多途径的偿债机制。

图表15：城投债级间利差持续压缩



资料来源：Wind

地区经济发展、财政收入水平分化加剧，地区经济增长放缓、财收降温与区域企业债务风险有同步上升趋势。即使部分经济、财政下滑地区发行人不受市场待见，但地区之间市场对于区域发行人的收益率上的区分依然不足，城投债级间利差持续收敛。