

2016 年一季度城投债发行情况和市场表现分析

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 公共融资部

陆奕璇

2016 年一季度，城投债发行规模进一步扩大，521 家企业共发行 743 支城投债，发行规模合计 7527.8 亿元，发行支数和规模分别较上一季度增长 20.42% 和 25.98%。从债券种类看，企业债发行量大幅上升，规模及增速均位居各券种首位。发行期限以中长期为主，5 年期发行量最大，7 年期发行量上升明显。发债主体级别主要集中在 AA 级。从发行人所在区域看，江苏省发行规模继续领跑各省，发行总额排名前五位的省市还包括湖南、重庆、浙江和广东。

发行利差方面，一季度发债主体信用等级越低，发行利差越向上扩散趋势越明显。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财政影响显著。一季度，山西、辽宁和黑龙江三省的发行利差均值位列各省降序排名前三位。

级别调整方面，一季度评级机构对 12 家城投债发债主体评级进行上调，未出现主体评级和展望下调的情况。导致城投债主体信用等级上调的原因，更多体现在地方政府经济财政实力、平台地位、政府支持等外部因素。此外，企业自身经营状况改善、业务拓展、财务状况改善等也是评级上调的重要因素。

一、城投债发行支数及规模

截至 2016 年 3 月 31 日，共有 521 家企业发行城投债，发行支数合计 743 支，发行规模合计 7527.8 亿元¹，发行支数和规模分别较上一季度增长 20.42% 和 25.98%。其中，受 2 月春节因素影响，3 月城投债发行放量，当月共发行 414 支债券，发行规模达 4280.2 亿元，创下单月发行量历史新高（前期发行规模峰值为 2014 年 4 月共发行 2705.43 亿元）。

¹ 发行规模未包含“16 苏科技城 PPN001”、“16 武清开发 PPN001”、“16 淮安开发 PPN001”、“16 泰州鑫泰 PPN001”、“16 大丰海港 PPN001”、“16 云投 PPN003” 6 支债券，系发行规模未公开披露。

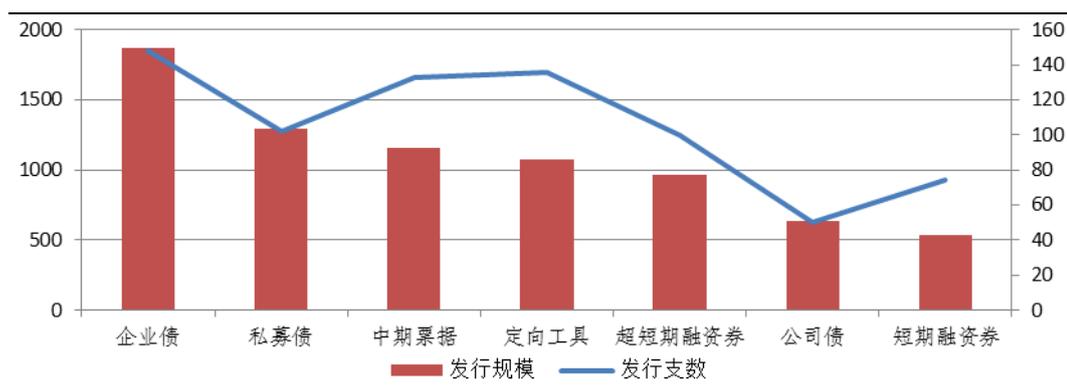
图表 1. 2013 年以来城投债发行时间分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从债券种类看, 2016 年一季度企业债发行量大幅上升, 规模及增速均位居各券种首位。一季度发行量前三的券种分别为企业债、私募债和中期票据, 发行规模分别为 1869.1 亿元、1294.7 亿元和 1158.2 亿元。其中, 2015 年 11 月 30 日, 发改委办公厅发布《国家发展改革委办公厅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》(发改办财金【2015】3127 号), 进一步简化申报程序、精简申报材料、提高审批效率, 鼓励信用优良企业发债融资, 并增强债券资金使用灵活性。在政策层面加快城投债审批流程、放宽城投债发行条件, 推动企业债发行速度快速攀升, 一季度企业债发行规模环比增加 122.41%; 公司债和超短融也保持较快发行节奏, 发行规模环比分别增加 59.01% 和 36.43%; 中期票据发行规模环比下滑 26.25%。

图表 2. 2016 年一季度城投债发行品种分布 (单位: 亿元、支)

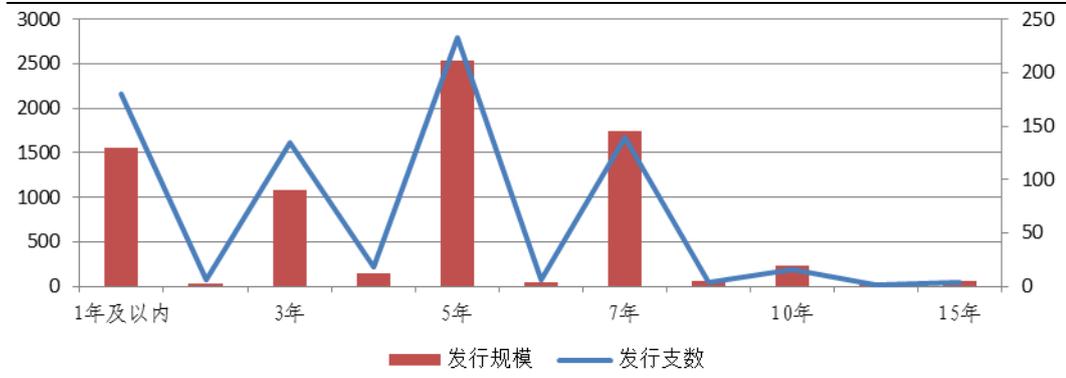


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从发行期限看, 2016 年一季度城投债发行期限以中长期为主, 7 年期城投债发行量上升明显。一季度 5 年期发行量最大, 共发行 2531.5 亿元, 占总发行量的 33.63%; 其次为 7 年期、1 年及以内期限、3 年期, 分别发行 1747.5 亿元、1556.3 亿元和 1084.4 亿元; 其余各期限发行量较小。其中, 企业债发行期限主要集中在

在 7 年期,受企业债发行速度加快影响,一季度 7 年期城投债发行规模明显上升,环比增加 119.7%。

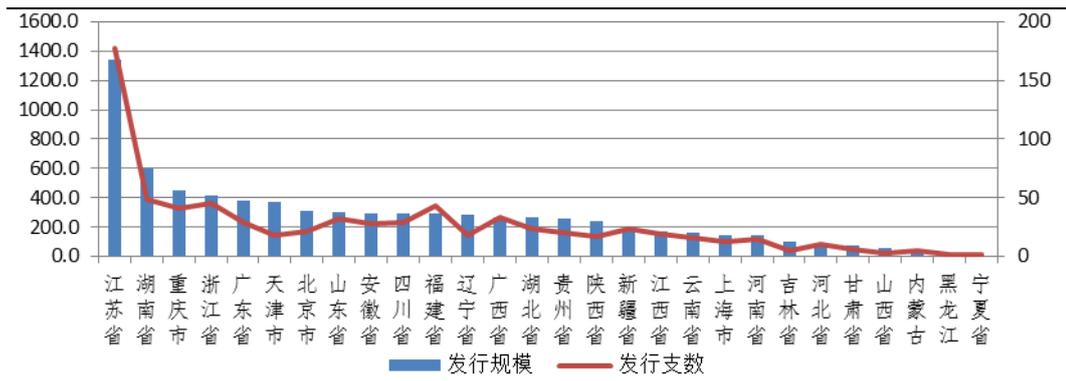
图表 3. 2016 年一季度城投债发行期限分布 (单位: 亿元、支)²



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从发行人所在区域看,2016 年一季度,除海南、西藏、青海之外,其余 28 个省市均发行了城投债。一季度发行总额排名前五位的省市分别为江苏、湖南、重庆、浙江和广东,发行规模分别为 1343.5 亿元、596.0 亿元、452.0 亿元、418.5 亿元和 376.5 亿元。其中,江苏省发行规模继续领跑各省,环比增加 30.15%;湖南、浙江和广东发行规模增幅明显,环比增速分别为 82.88%、78.85%和 62.07%。结合上一季度,近半年累计发行规模超 600 亿元的省市除上述五省外,还包括天津、四川和福建。

图表 4. 2016 年一季度城投债发行人所属区域分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

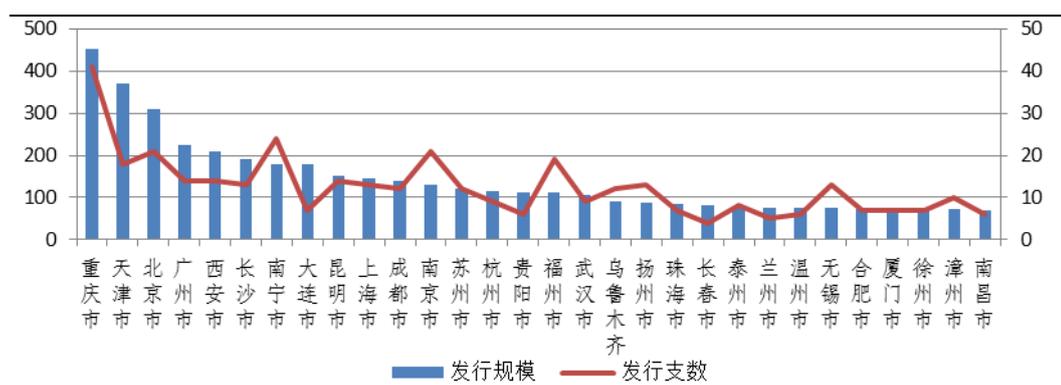
从发行人所在地方政府层级看,2016 年一季度城投债发行人主要集中在省及省会(单列市),发行规模 3864.9 亿元,占发行量的 51.34%;地级市、县及县级市的城投公司发行规模分别为 2605.6 亿元和 1057.3 亿元,分别占发行量的

² 期限统计未包含“16 涪陵新城 PPN001”,系未公开披露债券发行期限。

34.61%和 14.05%。

除直辖市外，一季度发行规模超 150 亿元的省及省会（单列市）包括广州、西安、长沙、南宁、大连和昆明；发行规模超 70 亿元的地级市包括苏州、珠海、泰州、无锡、扬州、徐州和漳州。

图表 5. 2016 年一季度城投债发行城市分布（单位：亿元、支）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从主体信用级别分布看，2016 年一季度城投债发行主体信用等级包括 AAA 级至 AA- 级 4 个信用等级。发行时主体级别主要集中在 AA 级，发行支数 374 支，占比 50.34%，发行规模 3210.4 亿元，占比 42.65%。

图表 6. 2016 年第一季度城投债主体信用等级分布

发行主体信用等级	债券发行支数		债券发行规模	
	支数 (支)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
AAA	126	16.96	1797.0	23.87
AA+	214	28.80	2337.6	31.05
AA	374	50.34	3210.4	42.65
AA-	24	3.23	159.3	2.12
未披露级别 ³	5	0.67	23.5	0.31
合计	743	100.00	7527.8	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

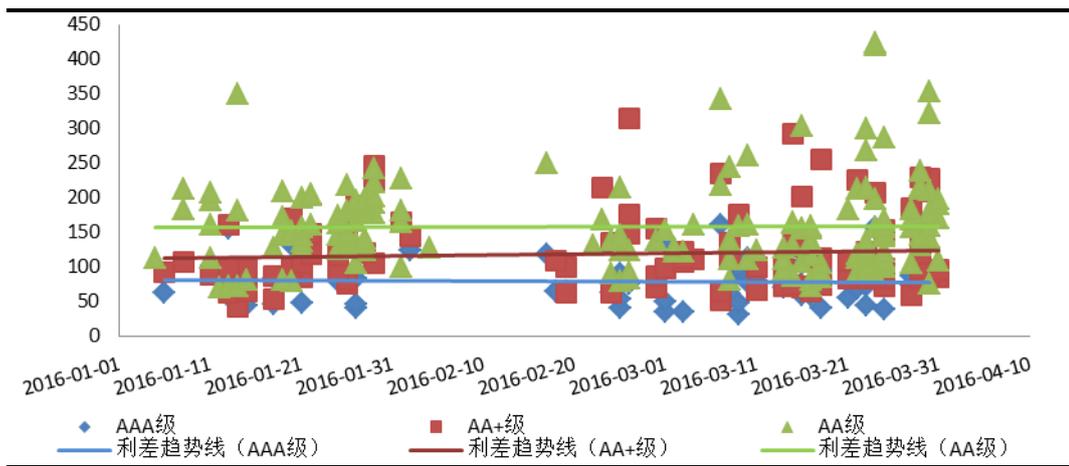
³ 包括“16 张家城投 PPN001”、“16 宁新 01”、“16 宁新科建 PRN001”、“16 随供水项目 NPB”、“16 腾冲供水项目 NPB” 5 期债券、4 家发债主体信用等级未公开披露。

二、城投债公开发行利率和利差分析⁴

1. 主体信用等级与利差分析

2016 年一季度公开发行的城投债中，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 334 支。从发行利差看，AAA 级利差保持稳定，AA+级和 AA 级发行利差扩大，均呈现小幅上升趋势。

图表 7. 2016 年第一季度城投债发行利差分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：1. 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。

2. “16 首发债”发行期限 12 年，利差计算时以 10 年期中债国债到期收益率代替。

由于部分期限城投债发行支数较少，新世纪评级选取 2016 年一季度发行的期限为 1 年、5 年和 7 年的共 273 支城投债作为研究样本，以 1 年为短期债券代表，以 5 年和 7 年为中长期债券代表，分期限进行利差统计分析。

从图表 8 中可以看出：同期限下，信用等级与发行利差呈现负相关关系，即信用等级越高，利差均值越低；同信用等级下，AA 级和 AA+级短期债券利差均值显著低于中长期债券利差均值，AAA 级债券利差与发行期限的相关性较弱，即不同期限的利差均值差别相对较小。

图表 8. 2016 年一季度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

期限	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
1 年	AAA	10	2.69-3.10	2.85	0.10	58.88-80.04	68.47	6.87
	AA+	27	2.70-3.49	2.99	0.20	42.07-118.40	81.39	17.15
	AA	35	2.80-3.70	3.20	0.25	69.46-143.70	100.10	20.77

⁴ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券（不含超短期融资券、1 年以内的短期融资券、项目收益债/票据）。

期限	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
5 年	AA-	1	4.20-4.20	4.20	0.00	192.36-192.36	192.36	0.00
	AAA	24	2.96-4.25	3.53	0.37	34.24-160.06	92.61	34.63
	AA+	54	3.24-5.80	3.99	0.62	64.20-315.01	138.29	62.04
	AA	46	3.23-6.00	4.19	0.51	75.82-352.82	157.41	51.12
7 年	AAA	13	3.18-3.99	3.44	0.24	31.61-112.49	59.04	23.71
	AA+	8	3.50-4.50	4.11	0.30	70.91-164.54	125.56	28.20
	AA	55	3.80-7.00	4.61	0.50	95.85-419.68	177.99	50.63

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在 2016 年一季度公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共 334 支城投债中，发行利差降序排列前 10 名的债券如图表 9 所示。

图表 9. 2016 年一季度发行利差降序排列前 10 名城投债明细

债券简称	债务主体	发行时间	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	利差 (BP)	主体信用等级	展望	区域	评级机构
16 牡新区小微债	牡丹江新区城市投资有限公司	2016-03-23	6.00	4	6.66	423.88	AA	稳定	黑龙江	中诚信国际
16 融强投资 MTN001	大连融强投资有限公司	2016-03-23	2.00	7	7.00	419.68	AA	负面	辽宁	大公
16 镇江交通 MTN001	镇江交通产业集团有限公司	2016-03-29	12.00	5	6.00	352.82	AA	负面	江苏	中诚信国际
16 红果小微债	贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	2016-01-13	12.00	4	6.05	348.53	AA	稳定	贵州	联合资信
16 来宾城投小微债	广西来宾城建投资集团有限公司	2016-03-04	8.00	4	6.00	341.34	AA	稳定	广西	鹏元
16 锦州华信 MTN001	锦州华信资产经营 (集团) 有限公司	2016-03-29	10.00	7	6.00	320.83	AA	稳定	辽宁	中诚信国际
16 山西交投 MTN001	山西能源交通投资有限公司	2016-02-24	20.00	5	5.80	315.01	AA+	稳定	山西	大公
16 宏升小微债	黔西南州宏升资本营运公司	2016-03-15	9.00	4	5.50	302.76	AA	稳定	贵州	联合资信
16 同创小微债	滁州市同创建设投资有限公司	2016-03-22	10.00	4	5.44	299.38	AA	稳定	安徽	大公
16 西江 MTN001	广西西江开发投资集团有限公司	2016-03-14	10.00	5	5.50	291.61	AA+	稳定	广西	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 发行区域与利差分析

发行区域的利差均值可能受各省市城投债当期发行量、券种、期限、信用等

级等多重因素影响，但发行利差仍在一定程度上反映了城投债发行定价受地方政府经济财政影响显著。在 2016 年一季度公开发行的一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共 334 支城投债中，利差均值降序排名前三位的省市分别为山西、辽宁和黑龙江，利差均值分别为 315.01BP、301.68BP 和 275.14BP。上述三省 2015 年经济下行压力明显，经济增速分居全国各省倒数后三位；一般公共预算收入均为负增长。（见附录一）

分期限看，短期（1 年）债券利差均值超过 100BP 的省市除黑龙江外，还包括湖南、内蒙古、湖北和天津，而江西、贵州、湖南在中长期（5 年和 7 年）债券利差均值降序中分列第三、第四和第五。

三、城投债级别调整分析

2016 年一季度，城投债发行人未出现主体评级和展望下调的情况，评级机构对 12 家城投债发债主体评级进行上调。其中，中诚信国际上调 5 家，联合资信上调 4 家，新世纪和大公分别上调 2 家和 1 家。从上调级别看，共计 5 家发债主体由 AA+级（稳定）上调至 AAA 级（稳定）；6 家发债主体由 AA 级（稳定）上调至 AA+级（稳定）；1 家发债主体由 AA-级（稳定）上调至 AA 级（稳定）。

从政府行政层级看，级别上调发债主体主要集中在省及省会（单列市）城投平台，其中，省及省会（单列市）9 家、地级市 2 家、县及县级市 1 家。从省市分布看，浙江、四川涉及 2 家城投平台，福建、广西、湖南、江苏、山东、上海、天津、重庆各涉及 1 家。从地区分布看，华东地区 6 支、西南地区、中南地区、华北地区分别涉及 3 家、2 家和 1 家。

图表 10. 2016 年一季度城投债发债主体级别调整情况

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
成都市兴蓉环境股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016-01-04	四川	中诚信国际
广西绿城水务股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-01-05	广西	中诚信国际
衡阳市城市建设投资有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-02-26	湖南	联合资信
山东水务发展集团有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-02-19	山东	大公
上海临港经济发展（集团）有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-02-02	上海	新世纪
嵊州市投资控股有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016-03-30	浙江	新世纪
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016-02-01	四川	中诚信国际
苏州高新区国有资产经营公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-01-21	江苏	中诚信国际
天津市政投资有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016-01-13	天津	联合资信
重庆高速公路集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016-02-22	重庆	联合资信
福州城市建设投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016-01-15	福建	联合资信

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
宁波开发投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016-01-08	浙江	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据级别调整公告，导致城投债主体信用等级上调的原因，更多体现在地方政府经济财政实力、平台地位、政府支持等外部因素。经济财政实力是判断地方政府支付能力的重要指标，公司平台地位和政府支持力度是评价政府干预意愿的重要依据，而政府支持主要表现在资本/资产注入和财政补贴方面，有利于提升城投平台资产规模、增强资本实力和盈利水平。此外，企业自身经营状况改善、业务拓展、财务状况改善等也是评级上调的重要因素。

图表 11. 2016 年一季度城投债发债主体级别调整原因梳理⁵

调级因素	涉及主体数量
经济财政实力较快发展	4 家
平台地位稳固（重要、垄断）	5 家
地方政府大力支持（资金、政策）	6 家
多元化经营、业务拓展	2 家
资本实力提升	3 家
盈利能力提升	2 家
经营现金流改善	1 家

数据来源：级别调整公告，新世纪评级整理

⁵ 根据中诚信国际、新世纪、大公披露的共计 8 家发债主体的级别调整公告整理。

附录一：2016年一季度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		
山西省	20.00	1	315.01	315.01	315.01	0.00
辽宁省	40.00	3	164.54	419.68	301.68	105.04
黑龙江省	9.00	2	126.40	423.88	275.14	148.74
贵州省	135.80	9	62.62	348.53	196.93	82.92
湖南省	171.40	17	92.57	244.48	162.92	43.98
陕西省	128.60	8	81.90	225.08	159.22	47.50
四川省	109.60	12	82.36	287.19	149.01	56.40
云南省	96.00	7	62.62	254.46	146.25	72.72
广西壮族自治区	129.50	15	58.66	341.34	145.36	76.01
湖北省	200.80	17	65.03	215.87	142.33	43.00
江西省	113.30	12	52.03	197.02	137.19	50.19
浙江省	267.00	20	53.82	237.87	136.76	55.74
新疆维吾尔自治区	107.50	15	69.46	203.56	135.24	36.51
重庆市	217.00	16	45.69	241.55	133.88	65.29
天津市	89.50	7	48.73	228.47	129.81	60.33
江苏省	479.10	68	34.24	352.82	125.96	52.97
安徽省	147.90	16	40.46	299.38	120.98	60.91
山东省	185.20	17	47.61	260.30	120.86	56.14
河北省	53.00	6	60.30	154.83	106.86	35.20
内蒙古自治区	5.00	1	104.81	104.81	104.81	0.00
河南省	58.00	6	42.07	160.43	103.69	44.40
福建省	159.50	24	34.28	268.11	102.10	51.13
广东省	207.50	14	31.61	181.04	89.63	39.06
北京市	139.00	11	39.84	170.24	86.84	36.18
宁夏回族自治区	9.00	2	69.24	98.66	83.95	14.71
上海市	64.00	5	38.91	166.89	82.95	43.84
甘肃省	46.00	3	63.90	93.90	75.89	12.96
总计	3388.20	334	31.61	423.88	131.30	63.90

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理