

# 2016 年四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 年四季度，受债券市场收益率大幅调整影响，信用债取消或推迟发行数量明显增加，城投债发行放缓，当期共有 390 家企业共发行 478 支城投债，发行规模合计 4463.40 亿元，发行支数和规模分别较上一季度下降 30.22% 和 33.65%。2016 年城投债累计发行规模较 2015 年增加约 6500 亿元，其中 2016 年 3 月发行规模达 4486.20 亿元，突破历史峰值。

从债券种类看，企业债发行规模继续位居各券种首位。发行期限以中长期为主，5 年期发行量最大。发债主体级别主要集中在 AA 级。从发行人所在区域看，江苏发行规模继续领跑各省；除江苏外，2016 年累计发行规模超千亿元的省市还包括湖南、重庆、浙江、天津等 8 个省市。

发行利差方面，发债主体信用等级越低，发行利差越向上扩散趋势越明显。四季度，AAA 级、AA+级和 AA 级发行利差均呈现一定幅度上行，其中 AA 级发行利差上浮程度相对较大。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。四季度，辽宁、江西、吉林、河南和黑龙江的发行利差均值位列各省市降序排名前五位。

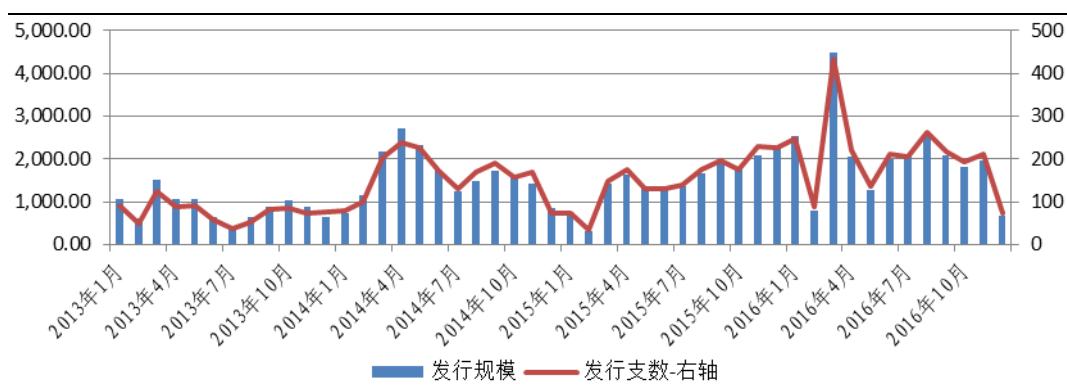
级别调整方面，四季度评级机构对 12 家城投债发债主体评级进行上调，2 家评级展望上调，3 家评级展望下调。导致城投债主体信用等级（评级展望）下调的触发因素主要包括地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降和资产流动性弱等。

## 一、城投债发行支数及规模

2016 年四季度，共有 390 家企业发行城投债，发行规模合计 4463.40 亿元，发行支数合计 478 支。受债券市场收益率大幅调整影响，四季度信用债取消或推迟发行数量明显增加，城投债发行规模和支数分别较上季度下降 33.65% 和 30.22%。其中，10-12 月单月发行规模分别为 1823.70 亿元、1965.70 亿元和 674.00 亿元，发行数量分别为 193 支、211 支和 74 支。

从全年看，2016 年城投债发行规模较 2015 年增加约 6500 亿元，同比增长 36.67%，其中 2016 年 3 月发行规模达 4486.20 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）。

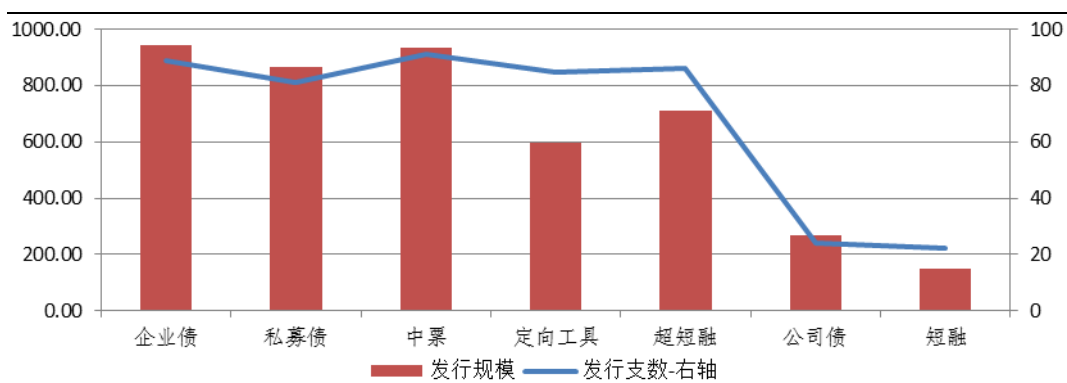
图表 1. 2013 年以来城投债发行时间分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从债券种类看, 2016 年四季度城投债发行量前三的券种分别为企业债、中票和私募债, 发行规模分别为 943.60 亿元、933.00 亿元和 867.30 亿元。其中, 企业债发行规模继续位居各券种首位, 发行占比为 21.14%, 与上季度基本持平; 中票发行规模较上季度增长 33.96%, 是四季度唯一发行规模较上季度环比增加的券种。

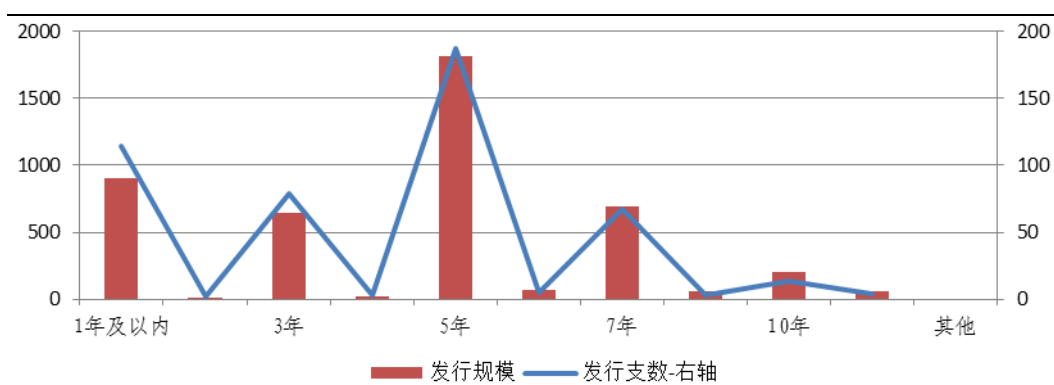
图表 2. 2016 年四季度城投债发行品种分布 (单位: 亿元、支)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从发行期限看, 2016 年四季度城投债发行期限以中长期为主, 其中 5 年期发行量最大, 发行总额为 1812.50 亿元, 占总发行量的 40.61%; 1 年及以内期限、7 年期和 3 年期居于其次, 发行总额分别为 904.40 亿元、693.80 亿元和 639.90 亿元; 其余各期限发行量较小。

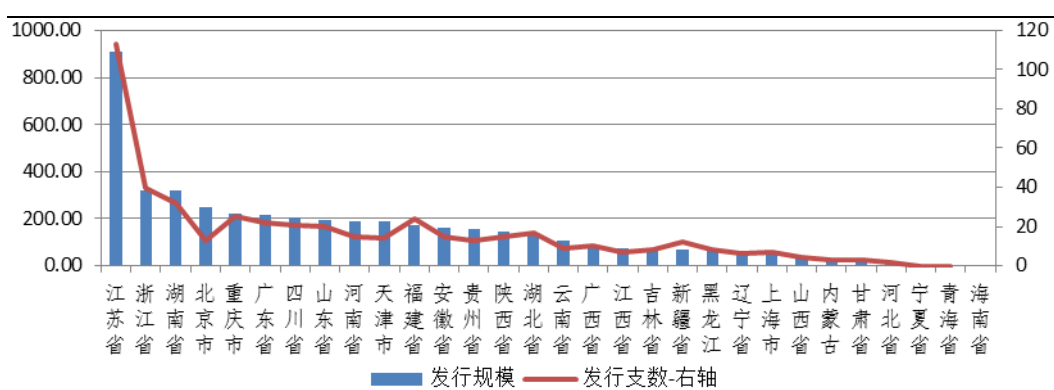
图表 3. 2016 年四季度城投债发行期限分布（单位：亿元、支）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从发行人所在区域看，2016 年四季度，除海南、西藏、宁夏、青海之外，其余 27 个省市均发行了城投债。四季度发行总额排名前三位的省市分别为江苏、浙江和湖南，发行规模分别为 907.80 亿元、321.50 亿元和 318.00 亿元，江苏省发行规模继续领跑各省。从全年城投债发行情况看，2016 年共有 9 个省市累计发行规模超千亿元。其中，江苏省累计发行规模 4713.20 亿元，占总发行金额 19.38%，位列各省市首位；湖南、重庆、浙江和天津发行规模分别为 1692.60 亿元、1420.70 亿元、1382.50 亿元和 1240.55 亿元，分列第二至第五位；广东、四川、北京和福建紧随其后。此外，山东、湖北、安徽和贵州 2016 年城投债累计发行规模均超 800 亿元。

图表 4. 2016 年四季度城投债发行人所属区域分布（单位：亿元、支）

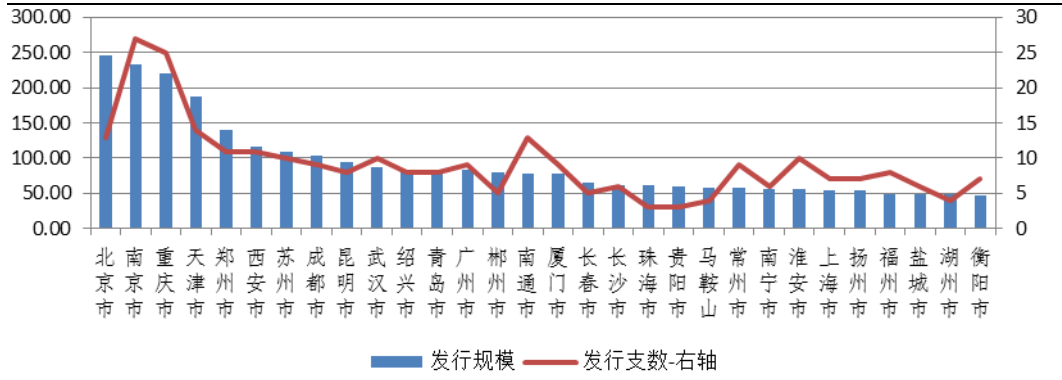


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从发行人所在地方政府层级看，2016 年四季度城投债发行人主要集中在省及省会（单列市），发行规模 2179.70 亿元，占总发行量的 48.83%；地级市、县及县级市的城投债发行规模分别为 1732.70 亿元和 551.00 亿元，分别占总发行量的 38.82%和 12.34%。

除直辖市外，四季度发行规模超 100 亿元的省及省会（单列市）包括南京、郑州、西安和成都；发行规模超 70 亿元的地级市包括苏州、绍兴、郴州和南通。

图表 5. 2016 年四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

从主体信用等级分布看，2016 年四季度城投债发行主体信用等级分布在 AA- 级至 AAA 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 234 支，占比 48.95%；发行规模 1866.00 亿元，占比 41.81%。

图表 6. 2016 年第四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	85.00	17.78	1108.50	24.84
AA+	128.00	26.78	1207.50	27.05
AA	234.00	48.95	1866.00	41.81
AA-	17.00	3.56	151.90	3.40
未披露级别 <sup>1</sup>	14.00	2.93	129.50	2.90
<b>合计</b>	<b>478.00</b>	<b>100.00</b>	<b>4463.40</b>	<b>100.00</b>

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 二、城投债公开发行利率和利差分析<sup>2</sup>

### 1. 主体信用等级与利差分析

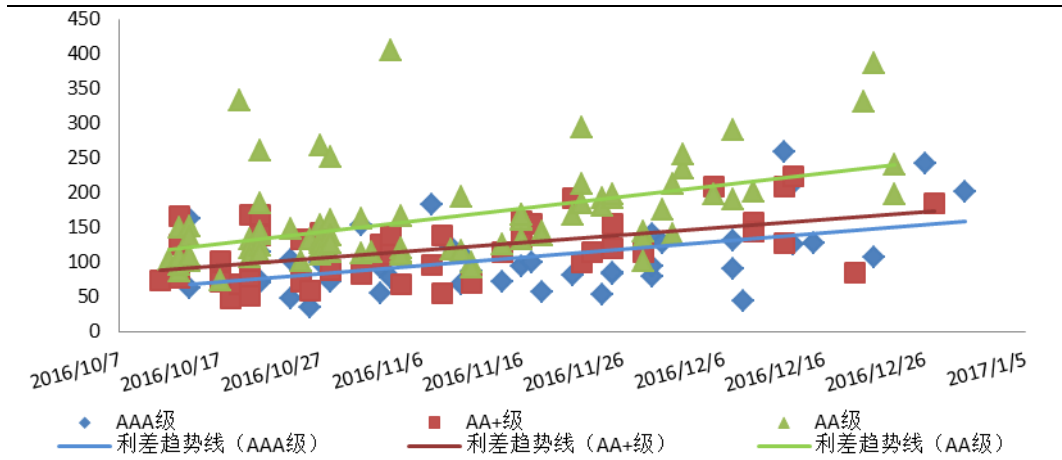
2016 年四季度公开发行的城投债中，一年期短券、中票、公司债和企业债（剔除具有增信措施债券）共计 176 支。从发行利差看，AAA 级、AA+级和 AA

<sup>1</sup> 包括“16 东北袜业项目 NPB01”、“16 川煤气化项目 NPB02”、“16 郴州停车场项目 NPB”、“16 社投棚改项目 NPB01”、“16 万盛停车场项目 NPB”、“16 安顺棚改项目债 NPB”、“16 株汽博园项目 NPB01”、“16 昆东旭项目 NPB”、“16 亳州宜居项目 NPB”、“16 兴淮水务 PRN001”、“16 镇港水项目 NPB”、“16 睢宁棚改项目 NPB”、“16 水城 01”和“16 北海棚改项目 NPB01”14 期债券、14 家发债主体信用等级未公开披露。

<sup>2</sup> 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）。

级发行利差均呈现一定幅度上行，其中 AA 级发行利差上浮程度相对较大。

图表 7. 2016 年第四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：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 2016 年四季度发行的期限为 1 年、5 年和 7 年的共 136 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：2016 年四季度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。其中，同发行期限下，AA 级债券利差均值显著高于 AA+级和 AAA 级债券利差均值，而 AA+级债券与 AAA 级债券的发行利差已较接近。此外，四季度城投债发行利差与发行期限的相关性较弱，其中 5 年期城投债发行利差高于 1 年期及 7 年期。

图表 8. 2016 年四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	3	2.79-3.58	3.15	0.33	64.54-127.90	95.08	25.92
	AA+	7	2.88-4.07	3.23	0.40	73.87-156.04	101.45	28.18
	AA	10	3.10-4.90	3.70	0.52	95.33-254.91	151.45	46.92
	AA-	1	--	4.00	0.00	--	181.97	0.00
5 年	AAA	24	2.89-5.50	3.85	0.68	43.65-259.57	120.66	56.67
	AA+	25	3.03-4.90	3.74	0.51	55.67-208.69	119.69	43.72
	AA	32	3.40-7.00	4.44	0.96	87.37-405.79	179.50	80.61
7 年	AAA	2	3.42-4.10	3.76	0.34	56.27-124.70	90.49	34.22
	AA+	6	3.14-4.95	3.69	0.62	47.12-184.39	90.16	46.05
	AA	26	3.40-5.34	4.30	0.53	73.42-267.78	153.72	48.34

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在 2016 年四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 176 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 年四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	起息日期	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 融强债	大连融强投资有限公司	2016/11/3	15.00	5	6.50	405.79	AA	稳定	辽宁省	鹏元
16 科发 01	绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	2016/12/21	0.50	5	7.00	386.26	AA	观望	四川省	联合信用
16 大洼临港债	大洼县临港生态新城投资建设发展有限公司	2016/10/19	14.70	8	5.99	332.86	AA	稳定	辽宁省	联合资信
16 辽源国资 MTN001	辽源市国有资产经营有限责任公司	2016/12/20	3.00	5	6.50	330.94	AA	稳定	吉林省	东方金诚
16 大丰海港 MTN001	江苏大丰海港控股集团有限公司	2016/11/22	4.00	5	5.60	294.08	AA	稳定	江苏省	联合资信
16 武汉新港 MTN001	武汉新港建设投资开发集团有限公司	2016/12/7	5.00	5	5.80	290.45	AA	稳定	湖北省	新世纪
16 牡城投债 02	牡丹江市城市投资集团有限公司	2016/10/27	9.00	7	5.34	267.78	AA	稳定	黑龙江省	联合资信
16 鄂国资债	鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司	2016/10/21	15.00	15	5.55	261.34	AA	稳定	内蒙古	新世纪
16 泰达投资 MTN002	天津泰达投资控股有限公司	2016/12/12	10.00	5	5.50	259.57	AAA	稳定	天津市	中诚信国际
16 津住宅 CP001	天津住宅建设发展集团有限公司	2016/12/2	4.00	1	4.90	254.91	AA	稳定	天津市	新世纪

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 年四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 176 支城投债中，利差均值降序排名前五位的省市分别为辽宁、江西、吉林、河南和黑龙江，利差均值分别为 296.03BP、210.52BP、191.41BP、184.22BP 和 181.64BP。其中，辽宁、吉林和黑龙江 2015 年经济增速低于全国水平，经济运行呈现断崖式下跌，财政增收乏力，辽宁和黑龙江一般公共预算收入出现负增长。（见附录一）

## 三、城投债级别调整分析

2016 年四季度，评级机构对 12 家城投债发债主体评级进行上调，2 家评级



展望上调；3家评级展望下调<sup>3</sup>。

## 1. 评级上调分析

2016年四季度，鹏元对6家城投债发债主体评级进行上调，大公、中诚信国际（中诚信证评）和联合资信均分别上调3家。从上调级别看，共计3家发债主体由AA+级上调至AAA级；2家发债主体由AA级上调至AA+级；6家发债主体由AA-级上调至AA级；1家发债主体由A+级上调至AA-级；2家AA-级发债主体评级展望由负面调至稳定。（见附录二）

从政府行政层级看，级别上调发债主体主要集中在地级市和县及县级市城投平台，四季度分别上调级别6家和5家，省及省会（单列市）上调级别3家。从省市分布看，江苏、浙江、福建和湖北均涉及2家，湖南、江西、四川、北京、辽宁和黑龙江均涉及1家，其中辽宁和黑龙江为展望上调。从地区分布看，东部地区涉及7家、中部地区涉及4家、西部地区均涉及1家、东北涉及2家。

根据相关评级报告和级别调整公告，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等方面，有利于提升平台资产规模、增强资本实力和盈利水平。此外，随着城投平台转型速度的加快，企业自身经营状况改善、业务拓展、营业收入（利润）增长等也是评级上调的重要因素。

## 2. 评级下调分析

2016年四季度共有3家城投债发债主体评级展望下调。从政府行政层级看，级别下调发债主体中2家为县及县级市城投平台，1家为地级市城投平台。从省市分布看，辽宁共涉及2家城投平台，河北涉及1家。

图表 10. 2016年四季度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
新民市路鑫市政工程有限公司	AA	负面	AA	稳定	2016-11-15	辽宁省	鹏元
廊坊开发区建设发展有限公司	AA	负面	AA	稳定	2016-11-22	河北省	鹏元
北票市建设投资有限公司	AA-	负面	AA-	稳定	2016-12-26	辽宁省	新世纪

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

根据相关评级报告和级别调整公告，导致城投债主体信用等级（展望）下调

<sup>3</sup> 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。

的触发因素，主要为地方经济财力下滑、盈利水平大幅下降和资产流动性弱三大因素。其中，主导行业景气度下行，地区经济发展压力上升，地方财政收入出现波动（下降），直接影响地方政府支付能力，进而影响城投平台的偿债能力，导致其信用质量下降。城投平台主营业务的公益属性较强，盈利和经营性现金流对地方政府财政收入依赖较大，城投平台出现营业收入大幅下降（营业亏损），在一定程度上反映了当地财政收入的减少，或政府对城投平台支持力度的弱化。而城投平台主要资产的可变现能力对债务到期偿付影响较大，城投平台资产流动性趋弱将导致即期债务偿付压力上升。

**图表 11. 2016 年四季度城投债评级下调原因梳理**

涉及主体	主要调级因素
新民市路鑫市政工程有限公司	1、新民市经济增速放缓，财政实力大幅下滑，财政自给率较差；2、在建项目投资压力；3、安置房销售风险；4、林权资产占比较高，资产流动性较弱；5、盈利能力下滑；6、负债规模持续攀升，存在偿付压力。
廊坊开发区建设发展有限公司	1、重要子公司不再纳入合并报表，相关业务规模大幅下降；2、廊坊开发区财政局未按约定回购公司募投项目；3、在建工程如何实现收益存在一定不确定性，公司面临较大资金压力；4、资产规模下降，流动性一般。
北票市建设投资有限公司	1、北票市经济下滑，一般公共预算收入大幅缩减；2、核心资产变现能力弱，面临较大债务集中偿付压力。

数据来源：评级报告、级别调整公告，新世纪评级整理



附录一：2016年四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		
辽宁省	50.70	4	193.86	405.79	296.03	80.34
江西省	20.00	2	181.17	239.87	210.52	29.35
吉林省	65.00	6	132.75	330.94	191.41	70.33
河南省	45.00	2	125.66	242.78	184.22	58.56
黑龙江省	13.00	2	95.49	267.78	181.64	86.15
内蒙古	31.00	3	107.29	261.34	178.64	63.40
安徽省	56.00	4	125.87	196.78	164.13	31.02
四川省	109.00	9	95.00	386.26	162.58	90.60
湖南省	50.00	8	78.29	244.85	157.22	53.79
贵州省	96.60	6	114.23	212.64	156.90	33.67
甘肃省	6.00	1	--	--	141.04	--
天津市	129.00	9	72.10	259.57	140.80	69.08
广西省	49.70	6	102.76	168.19	138.45	24.55
新疆省	39.00	5	108.23	153.40	133.05	16.38
云南省	50.00	5	67.63	183.37	130.98	39.19
湖北省	68.90	9	34.08	290.45	129.90	64.71
江苏省	301.80	36	43.65	294.08	127.16	51.23
重庆市	85.00	7	68.76	197.06	127.14	40.27
福建省	52.50	9	56.27	192.06	125.10	45.03
陕西省	38.00	5	47.12	212.66	117.93	61.65
浙江省	65.50	9	73.42	160.54	117.45	22.71
山东省	72.50	8	77.33	168.34	107.30	30.28
北京市	174.50	7	55.33	201.50	106.86	45.24
广东省	94.00	11	52.98	208.69	106.17	48.63
上海市	31.00	3	47.76	77.82	59.06	13.36
<b>总计</b>	<b>1793.70</b>	<b>176</b>	<b>34.08</b>	<b>405.79</b>	<b>137.84</b>	<b>63.03</b>

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录二：2016年四季度城投债发债主体级别（展望）上调情况

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
福鼎市城市建设投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/10/8	福建省	鹏元
浙江省新昌县投资发展有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/10/9	浙江省	鹏元
福建漳州发展股份有限公司	AA-	稳定	A+	稳定	2016/10/13	福建省	联合资信
老河口市建设投资经营有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/11/1	湖北省	联合资信
余姚市城市建设投资发展有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/11/3	浙江省	大公
湖南昭山经济建设投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/11/3	湖南省	鹏元
南京紫金投资集团有限责任公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/11/9	江苏省	中诚信证评
淮安市交通控股有限公司	AA+	稳定	AA	稳定	2016/11/14	江苏省	联合资信
江西省萍乡市昌盛城市投资有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/11/17	江西省	鹏元
成都市蜀州城市建设投资有限责任公司	AA	稳定	AA-	稳定	2016/12/5	四川省	鹏元
湖北省长江产业投资集团有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/12/15	湖北省	鹏元
北京首都开发股份有限公司	AAA	稳定	AA+	稳定	2016/12/9、 2016/12/21	北京市	大公、 中诚信证评
鞍山高新技术产业投资有限公司	AA-	稳定	AA-	负面	2016/12/23	辽宁省	中诚信国际
双鸭山市大地城市建设开发投资有限公司	AA-	稳定	AA-	负面	2016/12/7	黑龙江省	大公

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理