

2016年10月11日

县级融资平台城投债发行现状与趋势分析

报告主要内容:

鹏元资信评估有限公司

研究发展部

张琦

zhangq@pyrating.cn

更多研究报告请关注“鹏元评级”微信公众账号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

近期,交易所和银行间交易商协会对城投债进行了“一紧一松”政策。本文梳理了县级融资平台城投债的相关政策,并详细分析了县级融资平台城投债发行现状和特征,最后对未来县级城投债的发展进行展望。

(1) 2007年至2016年8月,我国共有257个县(县级市)402家地方融资平台发行了城投债,总计916只,发行规模8,175.93亿元。整体保持较高增长,发行数量年均增长95.8%,发行规模年均增长95.9%。

(2) 从发行地域看,江苏、浙江、山东等省份县级融资平台城投债的发行数量和规模较大,而黑龙江、广东、上海、青海、重庆等省(直辖市)发行较少,以江苏发行最多,吉林、山西、海南、广西、宁夏、西藏没有县级融资平台城投债发行。

(3) 从债券类型看,以企业债为主,其次为私募债和定向融资工具。

(4) 从行业分布看,建筑行业为县级融资平台城投债发债最多的行业,其中又以基础建设为主,占比将近一半。

(5) 从期限结构看,以7年期限品种为主。就到期时间分布看,未来5年到期债券规模呈逐年上升趋势,在2021年达到峰值,到期数量206只,到期规模2,029.70亿元。

(7) 从评级情况看,县级融资平台城投债在发行时主体评级和债项评级主要为AA级。增信措施方面,37.4%的债券有担保,以不可撤销连带责任担保为主,占有增信债券比例为68.5%。

(8) 主要期限品种(3年期、5年期、7年期)发行利率在4.50%~10.38%,与国债的平均发行利差在173~645BP;自2014年起,各期限品种平均发行利率持续下行,发行利差持续收窄。东部沿海地区的平均发行利差较小,而西部地区及东北地区的平均发行利差较大;

(9) 主承销机构以证券公司为主,其中国信证券的承销数量和承销规模最大,中信建投、银河证券次之。评级机构方面,鹏元资信以33.24%的份额占得首位。

未来,在较宽松的政策背景和较大的融资需求的双重作用下,县级融资平台发债规模将保持增长的态势。

2014年“43号文”出台之后，国家发改委、交易商协会、证监会一度收紧地方融资平台城投债的发行。但随着经济下行压力的增大，监管层出于“化解存量风险”及“保增长”的考虑，大幅度放松城投债发行及相关政策：国家发改委直接打破以前一直遵循的“2111”申报审批原则，对满足条件的县级平台发债不受数量限制；银行间交易商协会也不断被传出拟“放开区县级平台发债”。证监会新的《公司债券发行与交易管理办法》发布之后，对地方融资平台发债也进行了松绑。地方融资平台的发债主体总体呈现向区县级扩大的趋势。2016年8月30日，为控制城投债券风险，证监会提高融资平台发债门槛，县级融资平台受影响最大。在证监会“收紧”政策发布后，银行间交易商协会随即出台“宽松”政策，谨慎放开区县一级融资平台在银行间市场发债。县级融资平台城投债发行现状如何？在“一紧一松”的政策下，又将如何走向？本文在梳理县级融资平台发债政策变化的基础上，详细分析了县级融资平台城投债的发行情况和特征，并对未来县级融资平台城投债的发展进行展望。

一、县级融资平台城投债相关政策梳理

（一）县级融资平台企业债相关政策梳理

长期以来，国家发改委对地方融资平台发行企业债按照“2111”规则进行申报审批，即省会城市每年可同时上报申请2家，地级市1家、国家级经济技术开发区和高新技术产业开发区1家，百强县1家，直辖市没有限制，但所属区仅可申报1家。

2012年6月，国家发改委酝酿将企业债发行人范围扩大到非百强县以外的县级主体。7月，国家发改委有条件放松发债条件，无论是否纳入银监会“黑名单”，只要有地方银监局出具“非平台证明文件”即可发债。

2015年3月31日，国家发改委办公厅印发《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》（财金[2015]755号、766号、817号、818号）4类专项债券发行指引，加大对4类专项债券发行的支持力度，以引导和鼓励社会投入。国家发改委对上述专项债券适当放宽了现行审核政策，包括**发行以上4类专项债券的城投类企业不受发债指标限制**、募集资金比例由60%放宽至70%、需要提供担保措施的资产负债率要求由60%放宽到70%、不受“地方政府所属城投企业已发行未偿付债券、中期票据余额与地方政府当年GDP比值超过8%的，其所属城投企业发债应严格控制”的限制，城投类企业不受“单次发债规模，原则上不超过所属地方政府上年本级公共财政预算收入”的限制。

2015年5月25日，国家发改委公布了《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》（发改办财金[2015]1327号）（以

下简称“1327号文”), 6月19日发布“1327号文”的补充说明(以下简称“补充说明”)。“1327号文”对两类债券放开了发债指标限制, 一是“债项信用等级为AAA级、或由资信状况良好的担保公司(主体评级在AA+及以上)提供第三方担保、或使用有效资产进行抵质押担保使债项级别达到AA+及以上的债券, 募集资金用于七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资”; 二是“战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设、创新创业示范基地建设、电网改造等重点领域专项债券”。**县域企业发行用于以上重点领域、重点项目建设的优质企业债和专项债券, 不受发债企业数量指标的限制。**“补充说明”对于发债企业数量指标有进一步的突破: **“主体信用等级为AA的发债主体, 以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券, 或项目自身收益确定且回报期较短的债券, 亦不受发债企业数量指标的限制”。**

2015年11月30日, 国家发改委正式发布《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)(以下简称“3127号文”), 对债项级别为AA及以上的发债主体(含县域企业), 不受发债企业数量指标的限制, 意为着对符合条件的县域融资平台可以无限制发债, 这在一定程度上打破了“2111”的限制。该意见还进一步简化了企业债券申报程序, 信用优良企业发债豁免委内复审环节, 支持企业利用不超过40%的债券资金补充营运资金, 允许债券资金按程序变更用途等。

(二) 县级融资平台公司债相关政策梳理

长期以来, 公司债由于只能由上市公司发行, 县级融资平台无法通过公司债进行融资。2012年, 证监会推出中小企业私募债之后, 部分县级融资平台借道中小企业私募债进行债券融资。

2015年1月15日, 证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》(证监会令[第113号])的发行主体扩大至所有公司制法人, 但是将融资平台公司排除在发行人之外。

2015年4月23日, 中国证券业协会公布的《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》中也将地方融资平台公司纳入了负面清单, 进一步限制了地方融资平台私募债发行。

然而在实际操作中, 证监会对已经退出银监会平台名单的类平台公司有所放松, 并于2015年7月底制定了相应的甄别标准, 有以下两类情形的发行人不得发行公司债券: 一是被列入银监会地方政府融资平台名单的(监管类); 二是“两条红线”, 最近三年(非公开发行的为最近两年)来自于所属地方政府的现金流量与发行人经营活动现金流入占比平均超过50%, 且最近三年(非公开发行的为最近两年)来自属地方政府的收入与营业收入占比平均超过50%。

2016年8月30日, 交易所提高类平台发行人的门槛, 收紧类平台公司发债。发行人最请务必阅读正文之后的免责声明

近三年的营业收入中，来自所属地方政府的比例若超过 50%，将不能在交易所发债。较之前同时参考营业收入和现金流这两条红线，现在监管层只看营业收入占比一项，即“双 50%”变成“单 50%”，发债门槛大幅提升。并且此次窗口指导并没有安排新老划断的过渡，对所有的项目，包括在审的，如果触碰“单 50%”的红线，将立即叫停。

（三）县级融资平台银行间债务融资工具相关政策梳理

2012 年之前，银行间交易商协会明确城投类中票发行人需是主要直辖市和副省级以上大中型融资平台。但在实际中，2011 年底至 2012 年 3 月，交易商协会对可发行城投类中票或短融发行人的行政级别的要求有所降低，多家地级市乃至区县级地方融资平台加入了中票和短融发行队列。2012 年 11 月，交易商协会下发通知，暂停接收副省级以下的融资平台类（基础设施类）企业发行中期票据项目。

2014 年 2 月，银行间市场交易商协会主承销商会议提出拟放开省级以下城投债类企业发债条件，同时不设通道限制，只需要符合“六真原则”且满足地方政府本级债务率不超过 100%或者负债率不超过 60%（省级以下城投企业以 2013 年 6 月之后的债务第二次审计数据为准）即可申请发行。

2015 年 2 月 26 日，交易商协会在与主承销商的通气会上释放出放松城投企业债务融资工具发行口径的信号，规定只要是满足交易商协会相关细则要求的城投平台，均可申请发行短融和中票。并支持注册发行融债务融资工具用于重点领域建设，如轨道交通、水利项目等。

2016 年 9 月 2 日，银行间交易商协会召开主承销商通气会，公布了债券融资最新政策。其中包括：涉及基础设施类发债企业方面，对经济基础较好、市场化运作意识相对较高的省会城市及计划单列市，支持这些地区下属的区县级企业注册发行债务融资工具。对于交易所债券，银行间交易商协会明确，AA 级（含）以上企业，交易商协会产品不与国家发改委、交易所债券产品合并计算 40% 额度，AA 级以下需全口径匡算。

表 1 县级融资平台城投债相关政策汇总

时间	文件	主要内容
企业债：国家发改委		
2012.06 前	窗口指导	地方融资平台发行企业债按照“2111”申报规则进行。
2012.07	窗口指导	有条件放松发债条件，只要有地方银监局出具“非平台证明文件”即可发债。
2015.03.31	四项《专项债券发行指引》（财金[2015]755 号、766 号、817 号、818 号）	4 类专项债券适当放宽现行审核政策，包括发行以上 4 类专项债券的城投类企业不受发债指标限制。
2015.05.25	“1327 号文”	对两类债券放开发债指标限制，一是债项信用等级

		为 AAA 级、或由资信状况良好的担保公司（主体评级在 AA+及以上）提供第三方担保、或使用有效资产进行抵质押担保使债项级别达到 AA+及以上的债券，募集资金用于七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资；二是战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设、创新创业示范基地建设、电网改造等重点领域专项债券。县域企业发行用于以上重点领域、重点项目建设的优质企业债和专项债券，不受发债企业数量指标的限制。
2015.06.19	“1327 号文”补充说明	主体信用等级为 AA 的发债主体，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，亦不受发债企业数量指标的限制。
2015.11.30	“3127 号文”	债项级别为 AA 及以上的发债主体（含县域企业），不受发债企业数量指标的限制。
公司债：证监会、交易所		
2015.01.15	《公司债券发行与交易管理办法》（2015）	扩容后的公司债不包括融资平台公司。
2014.04.23	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	地方融资平台公司被纳入了负面清单，进一步限制了地方融资平台私募债发行。
2016.08.30	窗口指导	发行人最近三年的营业收入中，来自所属地方政府的比例若超过 50%，将不能在交易所发债。
银行间债务融资工具：银行间交易商协会		
2014 年之前	-	城投类中票发行人需是主要直辖市和副省级以上大中型融资平台，但是在实际发行中，对地级市和区县级融资平台有放行。
2014.02	-	拟放开省级以下城投债类企业发债条件，同时不设通道限制，只需要符合“六真原则”且满足地方政府本机债务率不超过 100%或者负债率不超过 60%。
2015.02.26	-	放松城投企业债务融资工具发行口径的信号，规定只要是满足交易商协会相关细则要求的城投平台，均可申请发行短融和中票。
2016.09.02	-	涉及基础设施类发债企业方面，对经济基础较好、市场化运作意识相对较高的省会城市及计划单列市，支持这些地区下属的区县级企业注册发行债务融资工具。

资料来源：鹏元整理

请务必阅读正文之后的免责声明

二、我国县级融资平台城投债发行现状和特征

2007年8月，第一只县级融资平台债券“07虞交通债”发行。截至2016年8月，我国共有257个县（县级市）402家地方融资平台，总计发行城投债916只，年平均增长95.8%，发行规模8,175.93亿元，年平均增长95.9%。¹

在2012年及2014年，县级融资平台城投债的发行量较前一年均出现翻倍的增长。2012年，县级城投平台城投债发行数量81只，发行规模787.00亿元，较2011年分别增加161.3%，149.1%，主要表现为企业债的快速增长。这主要受益于国家发改委2012年7月有条件地放松企业债发行条件。2014年，尽管受“43号文”影响，城投债的发行出现了下降，但县级城投债的发行水平仍再度翻番，发行数量207只，发行规模1,843.73亿元，较2013年分别增加179.7%、168.4%。一方面，国家发改委逐步允许非百强县的融资平台发行企业债券，给县级融资平台发行企业债创造相对宽松的政策环境。发行企业债的县（县级市）由2013年的59个增加到2014年的123个。另一方面，2015年5月，国家发改委突破了原来县级主体必须是百强县才能有1家平台发债的限制，对县级企业发行用于重点领域、重点项目建设的企业债和专项债券，不受发债企业数量指标的限制。12月，国家发改委再度降低企业债发行门槛，债项级别为AA及以上的发债主体（含县域企业）不受发债企业数量指标的限制，每个县（县级市）平均发债主体数由以前的1家提升至2015年的1.4家。2016年县级融资平台企业债重现高增长的情形，2016年1~8月，县级融资平台发行企业债115只，累计增长43.8%，发行规模1,231.90亿元，累计增长60.7%。

银行间债务融资工具方面，在2014年以前，只有少量县级融资平台发行短期融资券和中期票据发行。2007~2013年，银行间短期融资券和中期票据总共发行6只，发行规模86.20亿元。直到2015年3月，银行间交易商协会放松城投企业债务融资工具的发行口径。之后，县级融资平台的银行间债务融资工具发行量上升明显。2015年，银行间债务融资工具发行86只，发行规模565.20亿元，城投债的发行结构也发生了变化，银行间债务融资工具的占比上升到了33%。

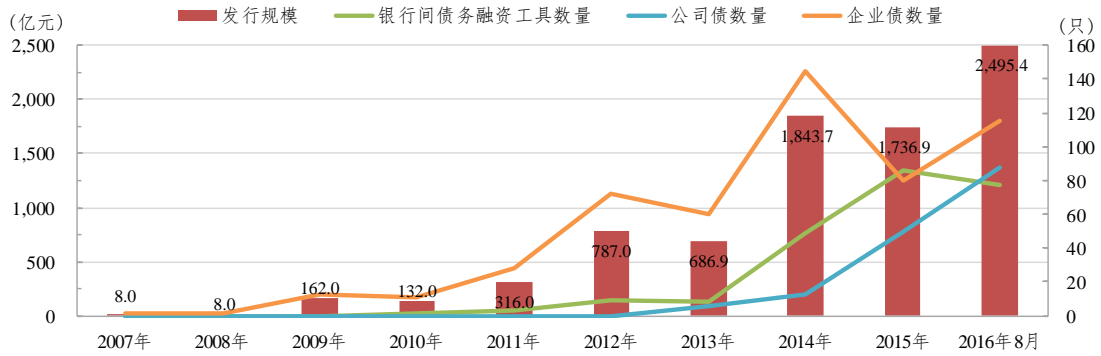
公司债方面，由于政策限制，县级融资平台早期以发行中小企业私募债的方式在交易所融资，2013年发行6只，发行规模12.4亿元。2015年初证监会收紧地方融资平台公司债券发行，但在之后的实际操作中条件有所放松，只要在“银监会地方融资平台名单”之外，仍可发行交易所公司债。2015~2016年，县级融资平台开始发行公司债，并在私募公司债上实现了快速增长。2015年，县级融资平台私募公司债发行47只，较2014年增长261.5%，发

¹注：本文县级融资平台城投债包括县、县级市、市辖县、自治县、自治州下辖县的融资平台所发行债券，不包括地级市行政级别以上城市下辖的区；期间由县级升为区的，不包含升区之后其地方融资平台发行的债券。

请务必阅读正文之后的免责声明

行规模 373.20 亿元，较 2014 年增长 1,236.2%；2016 年 1~8 月，县级融资平台私募公司在债发行 83 只，较 2015 年增长 76.6%，发行规模 699.50 亿元，较 2015 年增长 87.4%。

图 1 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债发行情况



资料来源：Wind 鹏元整理

表 2 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债发行数量情况（单位：只）

时间	银行间债务融资工具				交易所		企业债	合计
	ABN	短融	中票	PPN	私募债	公司债		
2007 年	0	0	0	0	0	0	1	1
2008 年	0	0	0	0	0	0	1	1
2009 年	0	0	0	0	0	0	13	13
2010 年	0	1	0	0	0	0	11	12
2011 年	0	2	1	0	0	0	28	31
2012 年	0	1	6	2	0	0	72	81
2013 年	0	1	4	3	6	0	60	74
2014 年	0	11	12	26	13	0	145	207
2015 年	3	27	13	43	47	3	80	216
2016 年 1~8 月	0	36	11	30	83	5	115	280
合计	3	79	47	104	149	8	526	916

资料来源：Wind 鹏元整理

表 3 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债发行规模情况（单位：亿元）

时间	银行间债务融资工具				交易所		企业债	合计
	ABN	短融	中票	PPN	私募债	公司债		
2007 年	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.00	8.00
2008 年	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.00	8.00

请务必阅读正文之后的免责声明

2009年	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	162.00	162.00
2010年	0.00	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00	125.00	132.00
2011年	0.00	13.00	3.00	0.00	0.00	0.00	300.00	316.00
2012年	0.00	6.00	30.00	20.00	0.00	0.00	731.00	787.00
2013年	0.00	10.00	17.20	15.00	12.40	0.00	632.30	686.90
2014年	0.00	92.50	91.30	153.00	27.93	0.00	1,479.00	1,843.73
2015年	12.00	150.50	127.70	275.00	373.20	32.00	766.50	1,736.90
2016年 1~8月	0.00	252.50	72.00	188.50	699.50	51.00	1,231.90	2,495.40
合计	12.00	531.50	341.20	651.50	1,113.03	83.00	5,443.70	8,175.93

资料来源：Wind 鹏元整理

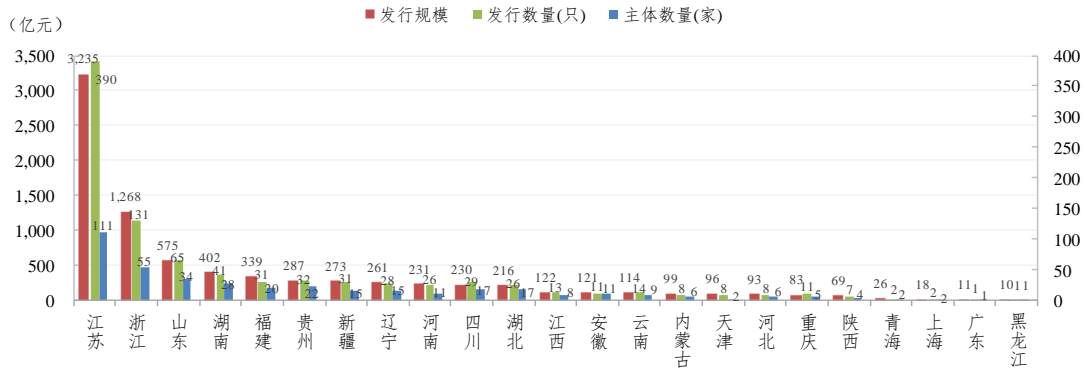
（一）城投债地域分布

从发行人的地域分布来看，23个省（直辖市、自治区）的县级融资平台发行了城投债，江苏、浙江、山东等省份的发行数量和规模较大，黑龙江、广东、上海、青海、重庆发行较少，吉林、山西、海南、广西、宁夏、西藏没有县级融资平台城投债发行。

具体来看，江苏省县级融资平台城投债共发行 390 只，发行规模 3,234.53 亿元，遥遥领先于其他省份。浙江省县级融资平台城投债发行规模仅次于江苏省，共发行 131 只，发行规模 1,267.80 亿元。山东、湖南、福建、贵州、新疆等省份（自治区）的县级融资平台城投债发行规模相对较高，其融资规模均超过 250 亿元。黑龙江，广州，青海，陕西，河北、内蒙古等省份（自治区）的县级融资平台城投债发行规模相对较小，均不足 100 亿元。重庆、上海、天津三个直辖市由于所辖县（县级市）少，其县级融资平台城投债发行规模小于其他省市。

从城投债发行的县级融资平台数量来看，江苏省的融资平台数量也远远高于其他省份，这与江苏百强县数量较多有关。江苏省县级融资平台数量多且这些平台积极采用债券融资方式进行融资，也是江苏省的发行数量和发行规模也远远超过其他省份的原因之一。

图 2 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债地域分布

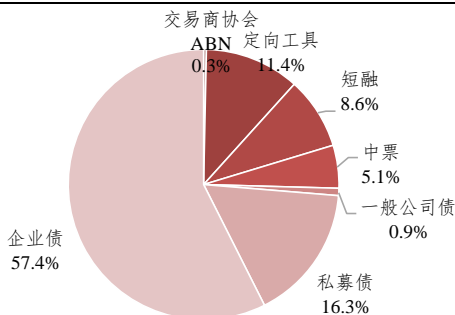


资料来源: Wind 鹏元整理

(二) 债券类型

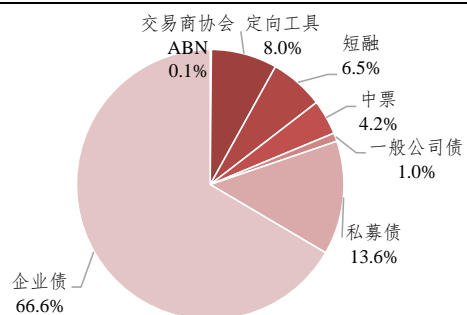
县级融资平台的融资工具多样化,从债券类型来看,有企业债、私募债、一般公司债、定向工具、短期融资券、中期票据、交易商协会 ABN 等。其中,企业债为主要融资工具,发行数量 526 只,占比 57.4%,发行规模 5,443.70 亿元,占比 66.6%。其次,私募债和定向工具是县级融资平台的重要融资工具。私募债和定向工具的发行数量分别为 149 只、104 只,占比分别为 16.3%、11.4%,发行规模分别为 1,113.03 亿元、651.50 亿元,占比分别为 13.6%、8.0%。一方面是由于县级融资平台资质相对较弱,公开发行业难度大,这使得有融资需求的平台只得选择融资成本较高的私募债;另一方面则是,国家发改委对重点领域的专项债券放松了发行条件并放开了其发行数量指标的限制。短期融资券的发行数量为 79 只,占比 8.6%,发行规模 531.50 亿元,占比 6.5%。中期票据的发行数量为 47 只,占比 5.1%,发行规模为 341.20 亿元,占比 4.2%。一般公司债和交易商协会 ABN 的发行数量和发行规模的占比较小,占比均不足 1%。

图 3 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债债券类型分布 (按发行数量)



资料来源: Wind 鹏元整理

图 4 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债债券类型分布 (按发行规模)

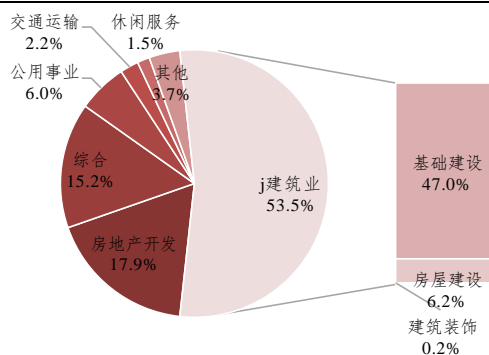


资料来源: Wind 鹏元整理

(三) 行业分布

从行业分布来看，县级融资平台的行业分布于建筑行业（包括基础建设、房屋建设）、综合类、房地产开发、公用事业、计算机、交通运输等行业，这与地方融资平台的主要经营业务主要分布在市政基础建设、土地开发整理、保障房安居工程、城市环境治理、水利建设等方面相一致。发行债券数量和发行规模排名前三的行业为建筑业、综合类、房地产开发业。建筑行业为县级融资平台城投债发行最多的行业，其中又以基础建设行业为主。已发债券的县级融资平台有 215 家为建筑行业，占比 53.5%，其中有 189 家为基础建设行业，占比 47.0%。全国县级建筑行业城投债发行数量 440 只，占比 48.0%，发行规模 4,012.73 亿元，占比 49.1%，单独看基础建设行业的发行数量和发行规模占比也均大于 40%。县级融资平台在综合类、房地产开发行业中亦有相对较高的占比，分别有 61 家、72 家，占比分别为 15.2%，17.9%。综合类县级融资平台城投债发行数量 218 只，占比 23.8%，发行规模 2,004.00 亿元，占比 24.5%；房地产开发类县级融资平台城投债发行数量 119 只，占比 13.0%，发行规模 1,235.00 亿元，占比 15.1%。这也体现了县级融资平台在基础投资建设、土地开发整理以及投融资的主要功能。

图 5 2008 年~2016 年 8 月县级资平台行业分布

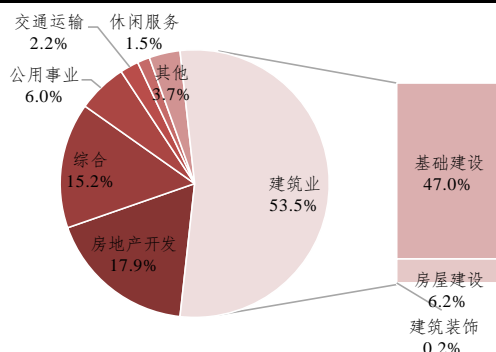


注：按照县级（含县级市、市辖县，县级州）融资平台所属行业进行统计

资料来源：Wind 鹏元整理

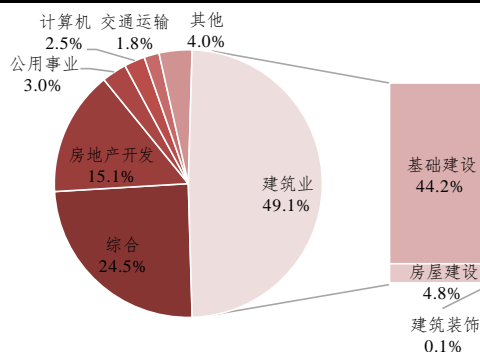
图 6 2007 年~2016 年 8 月县级城投债行业分布（按发行数量）

图 7 2007 年~2016 年 8 月县级城投债行业分布（按发行规模）



注：按照县级融资平台发行城投债的发行数量进行统计。

资料来源：Wind 鹏元整理



注：按照县级融资平台发行城投债的发行规模进行统计。

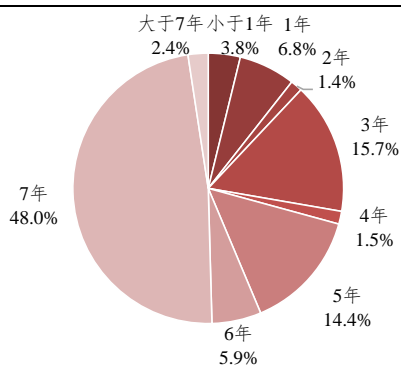
资料来源：Wind 鹏元整理

（四）期限结构与到期分布

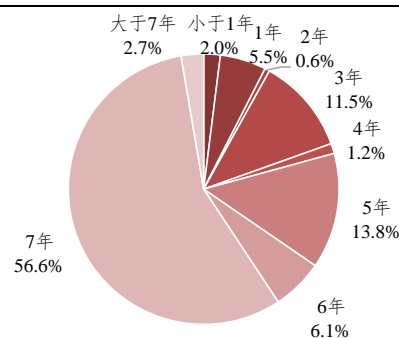
从期限结构来看，主要有1年期、3年期、5年期、6年期、7年期，其中近50%为7年期品种。7年期品种的发行数量为440只，占48.0%，发行规模为4,627.90亿元，占比56.6%。其次是3年期和5年期品种，发行数量分别为144只、132只，占比分别为15.7%、14.4%，发行规模分别为937.93亿元、1,131.50亿元，占比分别为11.5%、13.8%。其他期限品种的发行数量和发行规模的占比则相对较小。总体而言，县级融资平台发行的城投债偏向于长期债券，5年期（含）以上的债券发行数量占比70.7%，发行规模占比79.3%。

图8 2007年~2016年8月县级融资平台城投债期限结构分布（按发行数量）

图9 2007年~2016年8月县级融资平台城投债期限结构分布（按发行规模）



资料来源：Wind 鹏元整理



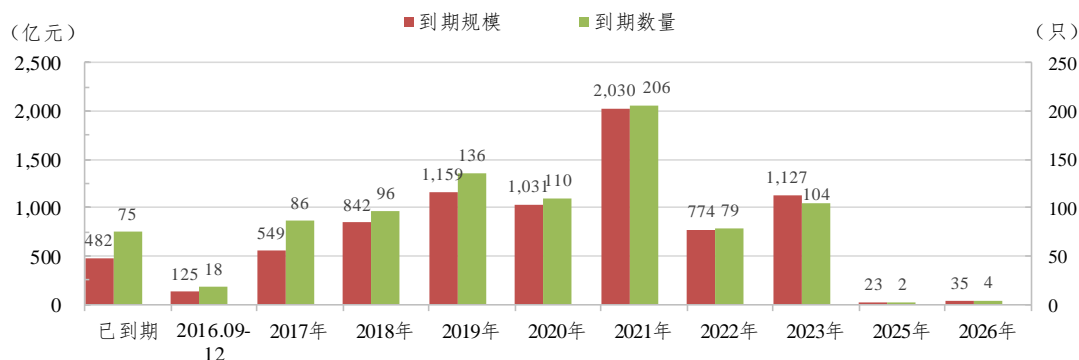
资料来源：Wind 鹏元整理

截至2016年8月，县级融资平台城投债未来5年的到期规模整体呈逐年上升趋势，2021年到期规模最大，为2,029.70亿元，到期数量206只。企业债在2014年和2016年发行规模较前一年增长较大，而企业债主要期限为7年，因此企业债的偿还高峰将在2021年。私募债在2015年和2016年有较大的增长，而私募债主要期限为5年，其次为3年，因此企业债

请务必阅读正文之后的免责声明

的偿还高峰将在 2020~2021 年。银行间债券在 2015 年新增较多，新增债券的期限主要为 3 年和 5 年，因此银行间债券的偿还高峰将在 2018~2021 年。各品种债券到期高峰刚好交叉在 2021 年，平均高出 2017~2020 年各年到期偿还规模 145.7%。对县级融资平台而言，2021 年将出现集中兑付的高峰。随着平台债券与政府信用的进步一脱勾，融资平台自身的“造血”能力较弱，需注意兑付风险。

图 10 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债到期时间分布情况



资料来源：Wind 鹏元整理

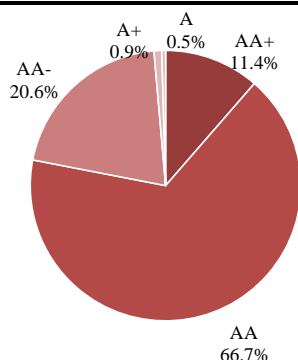
（五）信用评级与增信方式

从评级情况来看，县级融资平台城投债在发行时的主体评级和债项评级主要在 AA 级，其发行数量占比分别为 66.7%、58.3%。在债券发行时，监管部门原则上要求公开发行的主体评级为 AA 级（含）以上。尽管主体评级在 AA 级及以下的债券占 22%，公开发行的债券都通过增信的方式使得债项级别达到 AA 级（含）以上。

在无增信措施的情况下，多数主体能够满足监管部门对信用级别的要求。采用增信措施债券有 343 只，占发行总量的 37.4%，担保规模 3,170.13 亿元，占发行总额的 38.8%。在有增信的债券中，由第三方提供担保的有 235 只，占比 68.5%，其中由第三方担保公司提供担保的有 116 只，占比 33.8%。具体从增信方式来看，所采取的增信措施主要为不可撤销连带责任担保，占有增信债券的比例为 65.0%，担保规模 1,971.03 亿元，占有增信债券规模的比例为 62.2%。其次为抵押担保方式²，占有增信债券的比例为 32.9%，担保规模 1,105.10 亿元，占有增信债券规模的比例为 34.9%。采用质押担保方式进行增信的债券较少。

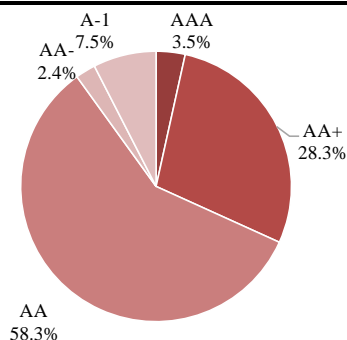
图 11 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债主体评级分布 图 12 2007 年~2016 年 8 月县级融资平台城投债债项评级类型分布

² “抵押担保方式”为仅提供抵押担保一种抵押方式，不包括既有抵押担保又有质押担保。请务必阅读正文之后的免责声明



注：按债券发行数量统计；不包括主体无公开评级的债券。

资料来源：Wind 鹏元整理

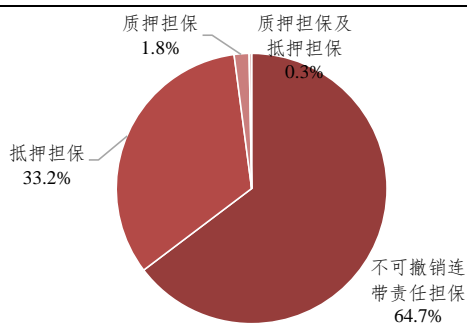


注：按债券发行数量统计；不包括债项无公开评级的债券；A-1 级别的债券主要为短期融资。

资料来源：Wind 鹏元整理

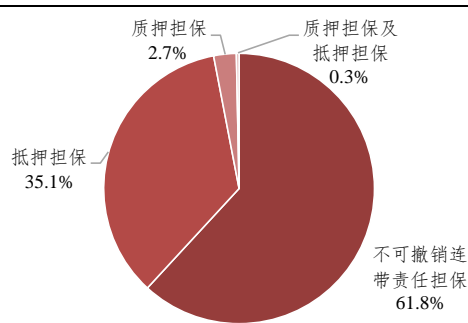
图 13 2007年~2016年8月县级融资平台城投债增信方式分布（按数量）

图 14 2007年~2016年8月县级融资平台城投债增信方式分布（按规模）



注：仅考虑有增信方式的债券

资料来源：Wind 鹏元整理



注：仅考虑有增信方式的债券

资料来源：Wind 鹏元整理

（六）发行利率与发行利差

1、发行利率

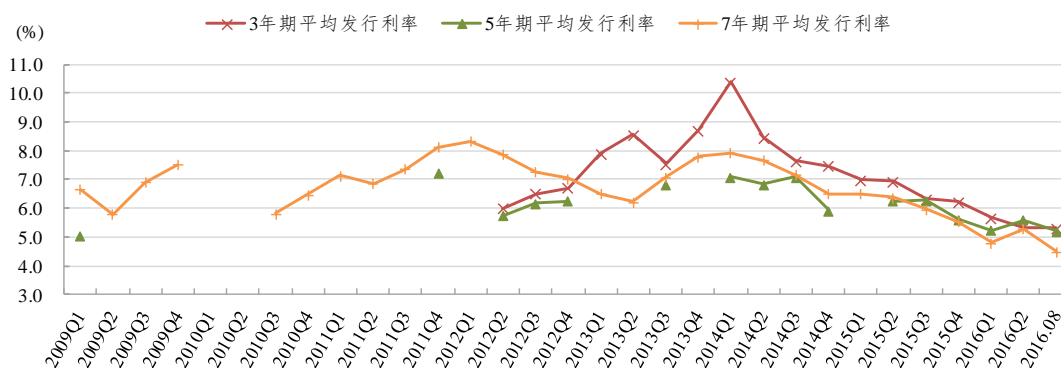
2009年至2016年8月，县级融资平台城投债主要期限品种（3年期、5年期、7年期）发行利率在4.50%至10.38%之间。其中，3年期品种平均发行利率在5.31%至10.38%之间，5年期品种平均发行利率在5.04%至7.25%之间，7年期品种平均发行利率在4.50%至8.33%之间。从平均发行利率趋势上看，自2014年起，各期限品种债券融资成本打开下行通道。在此期间，央行共进行了6次降息，6次降准，为债券发行提供了低利率的融资环境。

从图15可以看出，2013年以来，3年期县级融资平台城投债的平均发行利率高于同期5年期、7年期的平均发行利率，其主要原因在于3年期和7年期债券的发行方式存在差异。在3年期债券中，有90%的债券为私募发行，而在5年期债券中，有27%的债券为公募发

请务必阅读正文之后的免责声明

行，7年期债券发行方式均为公募发行。2013年也正是县级融资平台开始发行交易所私募公司债的一年。相较于公募发行方式而言，私募发行的债券通常有较高的发行利率和较高利差。

图 15 2009年~2016年8月县级融资平台城投债平均发行利率

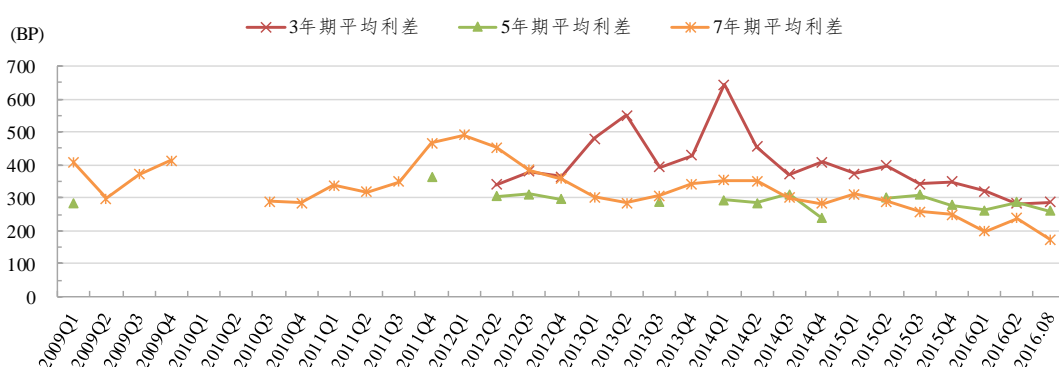


资料来源：Wind 鹏元整理

2、平均发行利差

2008年至2016年8月，县级融资平台城投债主要期限品种（3年期、5年期、7年期）与同期国债的平均发行利差在173~645BP。其中，3年期品种平均发行利差在282~645BP，5年期品种平均发行利差在238~364BP，7年期品种平均发行利差在173~490BP。在平均发行利差的趋势上，自2014年起，县级融资平台城投债的平均发行利差持续收窄。在期限结构上，同样表现出3年期的平均发行利差高于同期7年期平均发行利差。

图 16 2009年~2016年8月县级融资平台城投债平均发行利差



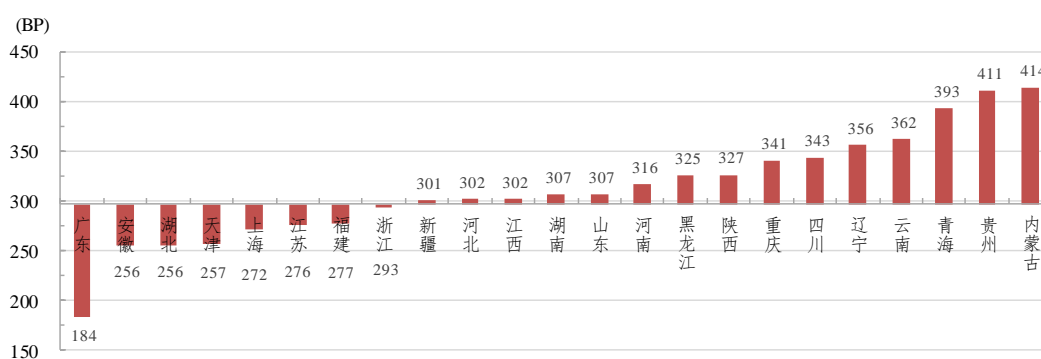
资料来源：Wind 鹏元整理

3、各省（直辖市）平均发行利差情况

2009年至2016年8月，全国县级融资平台城投债的平均发行利差为297BP，东部沿海地区的平均发行利差较小，西部地区及东北地区的平均发行利差则较大，与当地经济实力请务必阅读正文之后的免责声明

呈高度相关性。具体而言，广东、湖北、上海、江苏、福建、浙江等经济实力较强省（直辖市）平均发行利差低于全国平均水平。其中广东省县级融资平台城投债的平均发行利差最低，为 184BP，低于全国平均水平 113BP。由于安徽省县级融资平台城投债大部分采取了增信措施，仅有 2 只债项评级为 AA 级，其余均在 AA+级（含）以上，因此使得其平均发行利差在较低水平。内蒙古、贵州、青海、云南、辽宁等经济实力相对较弱的省（自治区）平均发行利差较高，均高于全国平均水平 50BP。其中，内蒙古和贵州省的县级融资平台城投债平均发行利差均超过 400BP。

图 17 2009 年~2016 年 8 月各省份县级融资平台城投债平均发行利差



资料来源：Wind 鹏元整理

（七）中介机构分布情况

1、主承销商债券承销情况

2007 年至 2016 年 8 月，全国县级融资平台城投债的承销竞争激烈，共有 99 家机构承销参与承销，其中 79 家为证券公司，20 家为银行。具体而言，证券公司共参与承销 702 只，承销规模为 6,717.83 亿元；银行参与承销 234 只，承销规模 1,458.1 亿元。具体从参与承销的机构来看，国信证券的承销数量和承销规模最大，承销了 60 只，承销规模 509.83 亿元；其次是中信建投，承销数量为 44 只，承销规模为 423.17 亿元；再次是国泰君安证券，承销数量为 42 只，承销规模为 359.00 亿元。

表 4 2007 年~2016 年 8 月全国县级融资平台城投债承销机构前 30 名

序号	机构名称	承销金额	承销数量	联席承销
1	国信证券股份有限公司	509.83	60	7
2	中信建投证券股份有限公司	423.17	44	11
3	国泰君安证券股份有限公司	359.00	42	7
4	中国银河证券股份有限公司	353.50	31	1

请务必阅读正文之后的免责声明

5	兴业证券股份有限公司	275.25	28	5
6	上海浦东发展银行股份有限公司	255.00	42	5
7	宏源证券股份有限公司	242.00	23	0
8	东吴证券股份有限公司	240.80	27	5
9	中信银行股份有限公司	203.00	33	20
10	国开证券有限责任公司	184.50	26	18
11	东方花旗证券有限公司	174.50	17	2
12	中国民生银行股份有限公司	173.00	31	11
13	华林证券有限责任公司	171.50	15	2
14	中泰证券股份有限公司	169.00	19	1
15	中国建设银行股份有限公司	154.25	24	6
16	平安证券有限责任公司	149.35	16	2
17	海通证券股份有限公司	146.00	15	2
18	广州证券股份有限公司	144.60	16	0
19	南京银行股份有限公司	143.00	30	4
20	财通证券股份有限公司	138.60	16	1
21	国海证券股份有限公司	136.50	13	2
22	财富证券有限责任公司	132.00	11	2
23	申万宏源证券有限公司	126.00	13	0
24	华龙证券有限责任公司	115.00	11	0
25	西部证券股份有限公司	111.10	13	0
26	浙商银行股份有限公司	106.50	22	12
27	德邦证券股份有限公司	106.00	13	1
28	天风证券股份有限公司	101.00	13	1
29	兴业银行股份有限公司	100.50	18	4
30	长江证券股份有限公司	99.70	12	0

注：按照机构承销的规模进行排序

资料来源：Wind 鹏元整理

2、评级机构

2007 年至 2016 年 8 月，全国县级融资平台城投债评级为鹏元资信数量最多，占比为 33.24%。联合和中诚信市场占比约为 15%，其他评级公司市场占比为 12%~13%。

表 5 2007 年~2016 年 8 月全国县级融资平台城投债评级公司分布

评级公司	鹏元资信	中诚信		联合		大公国际	上海新世纪	东方金诚
		中诚信国际	中诚信评估	联合资信	联合信用			

请务必阅读正文之后的免责声明

数量 (只)	227	96	9	107	7	88	86	78
占比	33.24%	14.06%	1.32%	15.67%	1.02%	12.88%	12.59%	11.42%

资料来源：Wind 鹏元整理

三、县级融资平台城投债发展前景

2016 年，产业债风险事件不断，城投债由于政府隐性担保，没有发成违约事件，受到市场的青睐。在一级市场上，融资平台城投债发行依旧火热，区县级融资平台发债的限制也逐步松绑。自 2007 年县级融资平台开始发行城投债以来，其发行规模总体保持高速增长的状态。2016 年 1~8 月，县级融资平台已经发行 280 只，发行规模 2,495.40 亿元，已经超出 2014 年达到的最高发行水平。若保持上半年增速，2016 年全年县级融资平台城投债发行规模将会达到 3,700 亿元。

从政策上看，县级融资平台城投债发行的限制逐步松绑。在融资平台主要融资方式的企业债方面，国家发改委在 2015 年对县级企业发债的限制一再“松绑”，打破了原来“2111”发行规则的限制。在银行间债券方面，银行间交易协会表示“对于经济基础较好、市场化运作意识相对较高的省会城市及计划单列市下属的区县级企业实行注册发行债务融资工具”。公司债方面（包括私募公司债）方面，“最近三年的营业收入中来自所属地方政府的比例若超过 50%”的发行人发债，将不得在交易所上市。考虑县级融资平台对交易所私募债券存在一定的依赖，因此可能致使融资平台在交易所发行债券有所减少。但是，银行间交易商协会放开部分区县级企业发债，又为部分县级融资平台提供了新的融资渠道。从融资的角度来看，“一松一紧”显示出监管层对待融资平台融资的态度仍是有保有压，未来县级融资平台城投债的发行仍呈增长的趋势。

从供给方面看，区县一级基础设施建设类的融资需求依旧很大，通过城投债方式进行融资仍然为主要方式，未来将继续维持供给旺盛的局面。在目前疲弱的宏观背景下，加大基础设施建设投资成为稳增长的主要手段。2016 年固定资产投资计划投资总额的增速较前一年显著提高。2016 年 8 月，固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计同比增长 22.70%，而 2015 年仅为 5.5%。在未来三五年，地方政府财权和事权不匹配的状况还会延续的情况下，地方基础建设投资项目仍存在很大的资金缺口。PPP 模式虽能引入社会资本来弥补建设资金的不足，但在中国的发展成熟尚需时日。虽然我国已经放开省级政府（含计划单列市）发行政府债券，但是省级以下地方政府仍然无法直接通过债券进行融资。县级政府如果需要债券融资，需要纳入本省（自治区、直辖市）一般债券规模内管理，由省级财政部门代办发行。对于县级政府而言，这种融资方式较为被动，而且受到极大的受限，而通过地方融资平台发

请务必阅读正文之后的免责声明

债则较为灵活，限制较少。县级政府会更倾向于绕过省级政府融资而采用地方融资平台发债的方式。随着城镇化的不断深化，县级地方融资平台的融资需求旺盛，加之较为宽松的政策环境，未来县级融资平台城投债有较大的增长空间。尤其在东部沿海地区，如江苏、浙江、福建、山东等地区，其县（县级市）经济增长稳定，公共财政收入较强，将会成为县级融资平台增长的主要地区。

免责声明

- 本报告由鹏元资信评估有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为鹏元资信研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

鹏元资信评估有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮政编码：518040

电话：0755-82872333 0755-82872897

传真：0755-82872090

上海

地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室

邮政编码：200127

总机：021-51035670

传真：021-51917360

四川

地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室

邮政编码：610000

电话：028-82000210

传真：028-85288932

山东

地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金域中心商业楼 A 座 1006 室

邮政编码：250000

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

郑州

地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼（兴业大厦）1103 室

总机：0371-60308673

传真：0371-60308673

北京

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号新闻大厦 8 层

邮政编码：100005

电话：010-66216006

传真：010-66212002

长沙

地址：湖南省长沙市雨花区万家丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室

邮政编码：410007

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮政编码：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

吉林

地址：吉林省长春市南关区人民大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室

邮政编码：130000

电话：0431-85962598

传真：0431-85962596

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 9 楼 901 室

电话：(852) 24877066

传真：(852) 24877866