

在过去一年中，城投债发行规模飞速增长。2005年至2008年4年间，城投债发行总量为1585亿元；而2009年全年，城投债发行量超过了两千亿元。随着发行规模的激增，城投债发行主体的信用风险问题受到了市场各方的普遍关注。

为此，本刊推出城投债专辑，对当前城投债市场发展状况及存在的一些问题进行分析解读，以使读者对城投债有一个比较深入的了解。

城投债市场回顾与展望

郑园园

摘要：去年，我国城投债发行规模迅速增长。本文总结了城投债2009年的发行特征，对现阶段城投债可能存在的风险进行了揭示，并对今年城投债的发展情况进行了展望。

关键词：城投债 信息披露 信用风险

城投债又称“准市政债”，是地方政府投融资平台（一般是隶属于地方政府的城市建设投资公司）作为发行主体公开发行的企业债券，多用于地方基础设施建设或公益性项目。在我国，由于《预算法》明确规定“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”，因此，地方政府要想通过债券融资只有两种选择：一是由财政部代理地方政府发债，如2009年财政部代理发行的2000亿元地方债；二是通过地方政府融资平台来发行“准市政债”，即城投债。

本文所指的城投债包括企业债、短期融资券、中期票据中的相关品种，但剔除了同时在交易所和银行间市场发行的债券和铁道部所发行的债券。据笔者统计，在2009年，城投债企业发债规模屡

创新高，截至2009年12月31日，发债只数达到131只，融资规模达到1759.2亿元。

2009年城投债发行特征分析

（一）城投债的信用评级

城投债发行主体的信用评级一般不高，AAA级发债主体较少，AA及AA级以下的占大多数，其主要原因在于一般城投公司的收入结构比较单一，其具有的公共特征使得利润较薄，政府财政补贴是公司利润的主要来源。

（二）城投债发行人所处城市的级别

2009年，城投债表现出来的最大特点就是其发行企业所在的城市级别不断下降，从表2可以看出，2009年有10家企业来自区县级别地区，

表 1 2009 年城投债发债主体和债项评级分布

债项评级	数量	主体评级	数量
AAA	22	AAA	18
AA+	45	AA+	25
AA	35	AA	37
AA-	1	AA-	42
A+	1	A+	8
		A	1

数据来源：根据 WIND 数据整理

占比为 7.6%，而最为集中的是市级企业，发行数量达到 68 只，占比为 51.9%。

（三）发债类型

城投债主要的发债类型为企业债，发行一年期短融的比例仅为 20%，企业债占比为 69%。从期限分布来看，80%的城投债都为中长期债券，其中 7 年期的债券最多，占到总发行量的 41.22%。

（四）担保方式

城投债企业采用第三方担保和质押担保的比例基本相同，从表 5 中可以看出，第三方担保的比例占到 48%，其他均采用质押方式。具体来看，在质押方式中主要为应收账款质押，占到质押担保方式的 65%，数量达到 26 只；其次是土地质押，有 7 只；其他为土地质押和其他方式的混和担保方式，但数量相对较少。

（五）评级公司选择

从评级公司评级数量来看，中诚信、联合、大公数量相差不大，鹏元的数量最少，新世纪位于中间水平，城投债评级数量的分布也与这几家在信用评级市场的份额基本一致。

现阶段城投债风险提示

在考虑城投企业信用风险时，我们首先必须

表 2 2009 年城投债发行人所处城市级别

类型	发行只数
直辖市	16
市	68
省级	27
区县	10
省会城市	10

数据来源：根据 WIND 数据整理

表 3 2009 年城投债发债类型

债券类型	只数
中期票据	14
短融	27
企业债	90

数据来源：根据 WIND 数据整理

表 4 2009 年发行城投债的期限分布

期限分布（年）	只数
10	15
8	2
7	54
6	10
5	17
4	1
3	5
1	27
合计	131

数据来源：根据 WIND 数据整理

表 5 2009 年发行城投债的担保方式

担保方式	只数
第三方担保	37
土地质押	7
应收账款质押	26
土地质押和第三方保证	1
应收款和土地质押	5
土地质押和股权质押	1

数据来源：根据 WIND 数据整理

表 6 各家评级公司评级情况

评级公司	只数
中诚信	31
联合	36
大公	35
新世纪	21
鹏元	8
合计	131

数据来源：根据 WIND 数据整理

明确两个概念，其一是城投企业并不等同于地方政府，它是一个独立的法人实体；其二是地方政府并不是没有信用风险。在明确这两点的基础上，我们归纳出识别城投债风险的三个关键要素：发行主体资质、外部增信、地方政府资质。从这几个关键要素我们来分析城投债的风险。

（一）发行主体的财务信息质量和信息披露情况

1. 信息披露不全面

在已发行的城投债中，很多企业提供的审计报告只有报表，没有报表附注；或者有报表附注，而无对重大事项的详细说明，一些 2009 年发行的债券只有 2005 年至 2007 年的财务数据，缺乏 2008 年的财务数据。

2. 对报表进行会计调整

由于保监会规定，投资机构购买债券时其发行人发债总量不能超过净资产的 40%，为了达到监管要求，同时又增加募集资金的规模，城投债企业纷纷对其财务报告有选择地采用一些会计手段，最常见的方法是以土地使用权的评估价值入账。另外，还有部分城投企业有意减少收入和利润，甚至绝大部分收入和利润未在利润表中体现，从事土地一级开发的城投公司多如此操作。出于避税考虑，该类公司收到的土地出让金大都未在

利润表中体现，而是部分直接冲减土地开发成本，部分计入资本公积，公司营业收入则少得可怜。

（二）外部增信

外部增信主要分为两类：第三方担保和资产类担保。

第三方担保一般由发行人所在区域内的其他企业负责担保。针对第三方担保，我们可以根据普通债券的风险特征分析担保人的资质，比较担保人和发行人的资质，最后综合考虑分析发行人的债券风险。要特别注意的是相互担保，例如 2009 年 5 月 21 日，浙江省湖州市交通投资集团有限公司发行 15 亿元七年期公司债，由同省桐乡市城市建设投资有限公司提供担保，承担全额无条件不可撤销的连带责任，而此前的 4 月 29 日，湖州交投为 12 亿元桐乡城投债提供了全额无条件不可撤销担保。城投类企业与担保方之间这种较为复杂的连环担保的债权债务关系，加大了关联企业间资金链的压力，容易诱发城投债信用风险。

资产类的担保主要包括土地抵押、应收账款、股权质押等资产，有的企业还会把不同的增信方式综合起来运用，有的还会设立专门账户，或者由地方政府出具政府公文，批示财政部门在偿债资金不足时安排资金划入偿债账户。针对资产类担保方式，我们首先要明确资产是否属实，发行人是否具有处置权，对于土地抵押的担保方式，不能盲目相信公司宣称的土地价格，要了解当地市场的土地价格以及紧急处置时的折价，综合考虑后才能评价其对债务的支撑力度。目前，城投债普遍存在对土地资产高估的现象。对于应收账款质押的担保方式，一般来说，应收账款的主要来源是当地财政，这就要把该应收账款统一纳入财政负债，综合分析发行人所处地区的综合经济实力，评判财政对该应收账款的保障力度。目前，

城投债企业中大多数以应收账款为抵押的发行人所在地区自身财政压力较大，对应收账款的保障能力有限，限制了其对债券的支持力度。对于以上市公司股权为抵押的担保方式，我们认为其保障程度稍好于前两种担保方式，但要综合考虑上市公司股权的波动性以及流动性。

（三）地方政府资质

在地方经济发展和财政压力之下，近年来各地方政府也纷纷加大了政府融资平台设立速度，且不断通过各种方法，设法增加政府融资平台的资产规模，以争取资金。例如，某直辖市下设八大融资平台，每个融资平台都发行债券，由于每个融资平台分别进行发债，而单个城投企业自身并无创造经营性现金流的能力，债务偿还严重依赖于地方政府，投资者容易忽视对当地政府总体债务水平的考察，因此，在分析城投债时，应加大对当地政府总体偿债能力的考察。在对当地政府进行资质考察时，要特别注意地方财政收入的统计及其披露缺乏必要的规范和统一性，采用财政收入相关数据时尤其需要谨慎。由于国内上级政府与下级政府之间的财政资金并不能自由调拨，这意味着总财政收入对地方政府而言仅仅是账面收入而已，其能够调拨的只能是“本级”财政收入。因此，评估过程中主要关注本级财政收入的大小、稳定性及其增长潜力。

（四）信用评级

由于有地方政府的大力支持与信用担保为依

靠，城投债成为各信用评级机构竞相争取的“优质客户”，评级机构出于维系市场份额、维护与地方行政部门关系等方面的考虑，可能会采用放大信用评级中政府担保的作用、提高对部分信用瑕疵的容忍度等手段，出具“不够客观”的评级结果，使得城投债的信用承诺打折扣，给投资者埋下风险。

监管部门对城投债的关注情况

在1993、1994年，我国曾出现地方政府投资热潮促使银行信贷快速增长的情况，在随后宏观调控收紧和经济下滑期，银行不良资产率开始显著攀高。从历史经验看，地方政府的投资冲动带来的代价很大，而在2009年，也发生了岳阳城建募集资金投向两个项目的总投资额较岳阳市发改委批准的投资额高出2亿元的事件，以及“07宣城投债”付息资金未能在当日及时到账事件。这些事件使得市场的风险意识有所上升。

监管部门对城投债的信用风险也予以高度重视，各监管部门纷纷以多种方式加大对城投债的风险控制。2009年12月14日，财政部紧急下发文件，要求坚决制止正在发生的地方财政违规担保向社会公众集资的

行为，严禁出现新的财政违规担保向社会公众集资的行为。与此同时，银监会也在对各家商业银行持有的城投债规模进行调查。此前，银监会还对“信政合作”产品的发行和融资规模进行了摸



底调查。此外，一些政府的官员在各种场合纷纷提示城投债风险，如2009年10月，全国政协委员、财政部科研所所长贾康在接受记者采访时曾指出，“当前城投债的风险在聚集。尽管整体的地方政府信用危机还没有出现，但在一些局部地方已经有不同程度的凸显，应该引起高度的关注。”在“中国城投债创新与发展研讨会”上，国家发改委财金司司长徐林也指出，要关注城投债规模过大引发的潜在风险。

2010年城投债发展展望

（一）在经历去年的快速发展后，预计今年城投债发行数量和规模将大幅下降

首先从供给来看，根据监管部门的窗口指导要求，城投债要按照省级市发2只，地级市发1只，县级市原则上不发的要求。目前，中国属于省级市的国家一级行政区共34个，地级市（含副省级城市）约333个，由此推算，可发债总量大概为400只。而目前几乎所有的省级区域和省会级城市均发行过城投债，剩下没有发债的城市数量较少，而且普遍资质较差；从各监管部门的态度来看，也会提高对城投债发行的资质要求，严格控制城投债企业发债；另外从需求角度来看，保监会、银监会纷纷提示城投债风险，市场上对城投债需求规模较大的保险资金和银行正加大对城投债的评级力度，严格控制风险，我们预计这些资金除了对上海、北京等资质较好的城投债有需求外，其他城市发行的债务由于一般难以达到其投资级要求，不能投资。从供给和需

求的角度综合来看，我们认为2010年城投债将归于沉寂。

（二）有望借鉴国外债券经验，推动地方债务透明化

从各国政府融资方式来看，为了弥补当地资金需求，发行地方债券是拓宽资金渠道的一个重要来源。而目前我国各地方政府隐性负债、或有负债已成为普遍行为，法律允许地方政府负债将有利于地方政府债务透明化，有利于中央进行监管，还有利于筹集城市化所需的大量资金、丰富债券市场投资工具，减少中央和地方政府、地方政府和纳税人之间的信息不对称，提高地方政府的财政透明度。目前地方政府债券的破冰迈出了第一步，相信今年各方对城投债的风险都会较为重视，在此条件下，实现对地方政府债务透明化的突破将值得期待。

（三）有望重启地方政府信用评级制度

国务院办公厅曾在1995年发布《国务院办公厅关于地方政府不得对外举债和进行信用评级的通知》，要求立即停止地方政府评级，自此地方政府评级几近停滞。与普通信用债券评级类似的是，地方政府债券信用评级也是围绕地方政府评级和债券评级两方面进行，但发行主体的政府背景决定了其所属区域的经济实力和财政状况在评级中具有重要地位，因此地方政府的主体评级将更为关键。在此基础上，可按照城投债资金用途、偿债资金来源和分行业的信用风险特征，建立城投债的债项评级体系，以形成多层次的信用评级框架，为国内城投债的准确定价提供参照体系。

作者单位：中国人保资产管理股份有限公司
责任编辑：刘颖