

城投专题之一：

从城投企业债务及投资看分化及基建投资发展路径

作者：联合资信、联合评级宏观研究部

王妍 王信鑫 马顺福 侯睿 丁继平

摘要

近年来，在去杠杆的大背景下，一系列地方政府债务风险化解政策的陆续出台与落地，加之 2017 年违规举债政府官员受处罚、2019 年包商银行事件等影响，广义地方政府债务、城投企业债务与投资增速均于 2017—2018 年出现下滑拐点。

下滑局面在不同区域、不同行政级别和信用等级间呈现不同程度的分化。在面临外部信用环境恶化的情况下，区、县级和低信用等级的城投企业受到信用紧缩的冲击较省级和高信用等级的影响更大。发达省份城投企业投资与债务变化相对平稳，而欠发达省份由于杠杆水平高企，其债务及投资增速则面临更大的下滑压力，部分省份还更早的出现了下滑拐点。

大部分省份广义地方政府及城投债务已达高位，加之面临政策趋严以及信用紧缩导致政府和企业可投资项目减少，城投企业投资增速呈快速下滑趋势，城投企业投资对基建拉动的边际效应大概率呈弱化趋势，其作为地方基础设施建设主体的角色正在逐步被替代，特别是经济欠发达省份的城投企业，本身省内城投企业资源分布就极其不均，其城投企业或面临更大的去化压力。相对于国债和城投企业债务，地方政府债务限额逐年提高，近年其增速保持最高水平，其比值和增量将决定基建投资的边际增量，其在基建托底中占主导地位，未来地方政府债发行增量以及投入使用是观测基建托底的核心指标。

一、城投企业债务及投资的总体表现

（一）数据来源及处理方法

城投企业样本选取方向以 Wind 中的“城投债”为基础进行甄别，甄别分析时，为最大限度获取城投企业的有息债务规模，有息债务指标的样本是以 2018 年底的财务数据为基础，对部分样本以往年度缺失数据进行模拟追溯。追溯方法是，以地级市为单位，计算该地级市已有城投企业有息债务平均增速，以此作为基础推算数据缺失样本的有息债务规模。同时，为了避免重复计算，我们剔除了母子公司同时发行债券的子公司数据，最终获得 1860 家城投样本以及其 2014—2018 年和 2019 年上半年的财务数据。为更好的对同样样本进行对比分析，应付债券采用 2014—2018 年 5 年均有财务数据的样本，最终选取出 1693 家城投样本。为更好地分析城投企业投资对基建投资的影响，我们在应付债券样本的基础上，又剔除了参与较多贸易、建筑施工等业务的城投企业，最终获得 1611 家样本。

对于 2019 年上半年数据的处理，在处理地方政府一般预算收入时，我们用上半年度数据乘以 2 来模拟 2019 年全年的收入；在处理投资现金流时，由于季节因素对投资影响较大，为保证同样本且样本量最大，我们选取了同时披露 2018 年上半年以及 2019 年上半年财务数据的城投企业，剔除了母子公司重复计算的影响，还剔除参与较多贸易、建筑施工等业务的城投企业，最终选取了 1692 家城投样本。

（二）指标选取说明

表 1 评价指标及其经济含义

指 标		经济含义
有息债务		体现了城投企业的债务规模
广义政府债务	有息债务+地方政府债券	由于政府债务与城投企业有息债务存在一部分重合，此处采用地方政府债券指标，两指标之和能比较准确真实的进行横向比较
政府杠杆水平	广义政府债务/地方政府一般预算收入	便于横向对比地方政府债务负担
应付债券		体现了城投企业对资本市场的依赖程度，以及投资人对企业的认可程度
企业投资	购买商品、接受劳务支的现金	城投企业主要的现金流支出为基础设施投资、往来款以

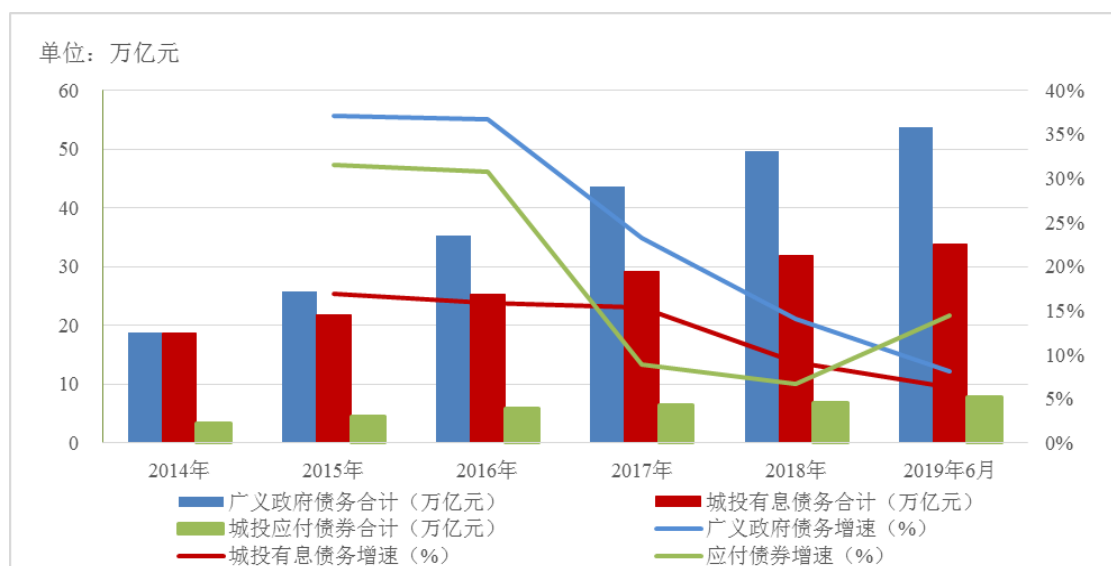
	+购建固定资产无形资产支付的现金+投资支付的现金	及偿债资金，该指标主要体现了城投企业的基建项目投资规模
--	--------------------------	-----------------------------

（三）债务总额及增速变化

债务方面，2014 年，上海、浙江、广东等省份获批试点地方政府债券自发自还，地方政府债券发行开始起步，发行规模还很小，广义政府债务规模基本与城投有息债务规模相当，2014 年底分别为 18.86 万亿元和 18.65 万亿元。截至 2019 年 6 月底，经过五年半的发展，广义政府债务和城投有息债务分别增长至 53.77 万亿元和 33.80 万亿元。增幅方面，2015—2016 年，广义政府债务增速分别为 37.01%和 36.70%，城投有息债务增速分别为 16.88%和 15.84%，是债务规模的快速增长期；2017 年，广义政府债务增速回落至 23.28%，出现增速下滑拐点。2018 年，城投企业有息债务增速出现明显下滑拐点，增速回落至 9.20%，2019 年 6 月增速进一步降至 6.25%，债务增速延续下滑态势。

应付债券方面，2014 年底，全国城投企业应付债券均值和合计数分别为 20.20 亿元和 3.42 万亿元，2019 年 6 月底，应付债券均值和合计数分别为 46.22 亿元和 7.83 万亿元，城投企业对资本市场的依赖程度总体是逐渐加深的。增速方面，2015—2016 年，应付债券增速分别为 31.55%和 30.80%，维持在较高水平，2017 年应付债券增速大幅下滑降至 8.94%，2018 年进一步降至 6.63%。2019 年上半年，得益于市场投资者对城投概念板块的偏爱以及可配置资产的局限，应付债券增速小幅抬升至 14.47%，但相较于历史高峰仍维持在较低水平。

图 1 有息债务及应付债券合计数及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

总体看，经过 2015 年前债务规模的高速增长期，城投企业债务增速逐步放缓。在去杠杆的大背景下，一系列政府债务风险化解政策的逐步落地，城投企业债务增速在 2018 年呈现下滑态势，广义地方政府债务增速亦随之快速下降。广义政府债务及城投有息债务进入缓速增长期。

二、分层次看城投债务及投资变化

（一）各省份地方政府杠杆水平

从有息债券指标看，将城投企业按所属省份划分，江苏省城投企业数量最多，达到 311 家，其次是浙江，东部区域总体数量较为庞大，西北区域城投企业数量少。

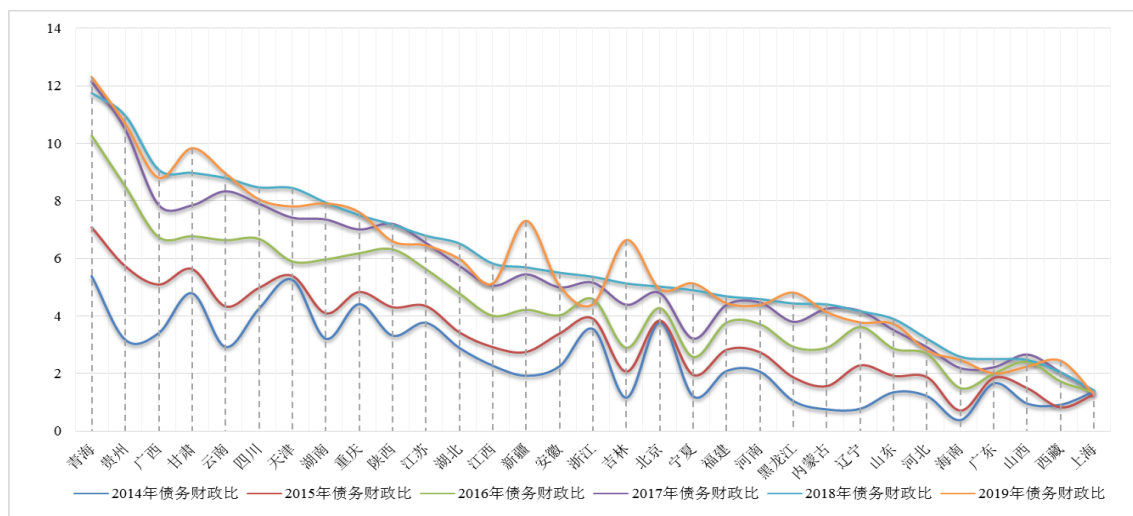
从杠杆水平看，青海、贵州、广西、甘肃、云南、四川和天津等地，2018 年债务财政比均超过了 8 倍，杠杆水平很高。其中，青海和贵州广义政府债务中城投企业债务占比分别为 44.66% 和 53.57%，占比较低，表明更多的债务来自于政府债券；四川、天津，城投企业债务占比均高于 70%，表明债务更多的集中于城投企业。

从杠杆水平变动情况看，2014—2016 年，各省政府杠杆水平均有较大幅度增长，其中青海、贵州、广西、甘肃、云南等欠发达省份政府杠杆水平增幅较大，

主要是上述省份地方政府投资建设需求高涨，但自身财政实力相对较弱；四川、湖南、湖北、安徽等经济中等发达省份政府杠杆水平增幅亦较大；浙江、北京、广东、上海等地经济发达省份杠杆水平变化幅度小。2017—2018，各省政府杠杆水平增幅显著放缓，特别是经济欠发达省份在去杠杆大环境下受到的影响更大；经济中等发达省份也受到一定影响；上海、广东等经济发达省份则表现相对平稳，主要是其经济发展对政府投资的依赖性较小。2019 年上半年，新疆、吉林、黑龙江、甘肃等西北及东北省份杠杆水平跳升，均是由于地方政府一般预算收入下滑幅度更快所致，其中吉林、甘肃一般预算收入更呈负增长态势。

总体看，经济欠发达省份杠杆水平高于经济中等发达省份，两者又显著高于经济发达省份，且受外部信用环境影响程度更大。宽信用时，经济欠发达省份及经济中等发达省份地方政府积累大规模广义政府债务，杠杆水平高企，特别是经济欠发达省份债务积累规模及速度更快；紧信用时，叠加已处于绝对高位的广义政府债务规模，政府债务杠杆水平增长空间有限。

图 2 各省份地方政府杠杆水平



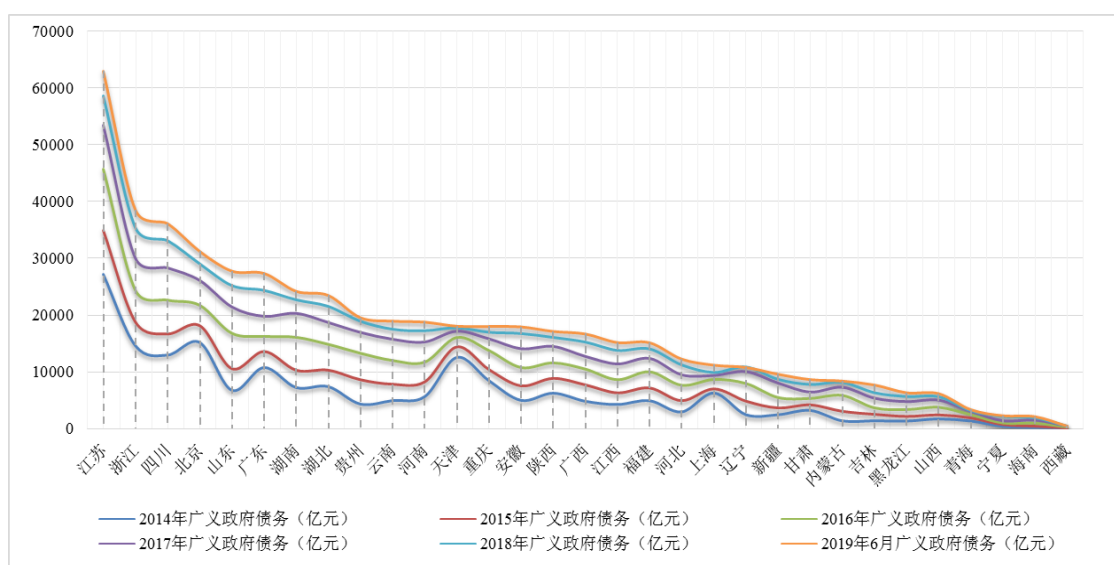
数据来源：Wind，联合资信整理

（二）各省份地方政府债务及城投企业投资情况

从政府广义债务规模看，江苏、浙江、四川、北京等地的债务规模依旧领跑全国平均水平，2019 年 6 月底分别为 6.29 万亿元、3.85 万亿元、3.61 万亿元和 3.13 万亿元。湖南、湖北、贵州、云南等位列第二梯队，在 2 万亿元左右；内蒙古、吉林、黑龙江、山西、西藏等位列最后，广义政府债务规模不足万亿元。

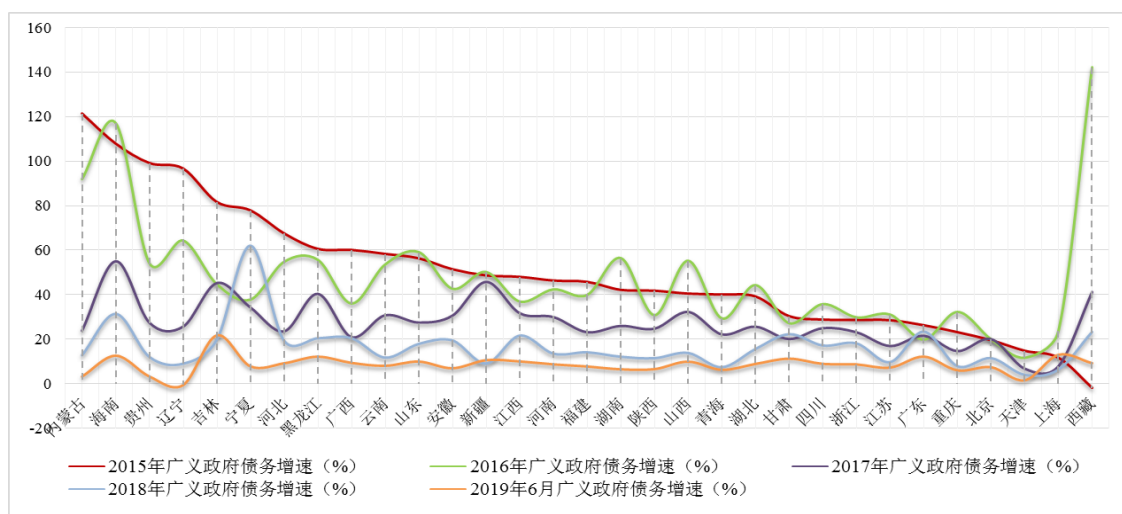
从其增速看，2015—2016 年，各省广义政府债务增速快且各省之间差异大。其中，内蒙古、贵州、辽宁、吉林等经济欠发达省份广义政府债务增速高，增速高于 90%。2018 年，广义政府债务增速趋缓且各省之间差异缩小，其中，贵州、辽宁、吉林等省份广义政府债务增速下滑幅度快，主要是在去杠杆的大背景下，地方政府受限于已有的较大规模的债务，新增债务空间有限。2019 年上半年，各省广义债务增速显著的低于往年水平，只有上海（13.15%）、新疆（10.74%）两地的政府债务增速仍较 2018 年略高，其余省份均低于 2018 年增速。

图 3 各省份广义政府债务规模及城投企业有息债务占比



数据来源：Wind，联合资信整理

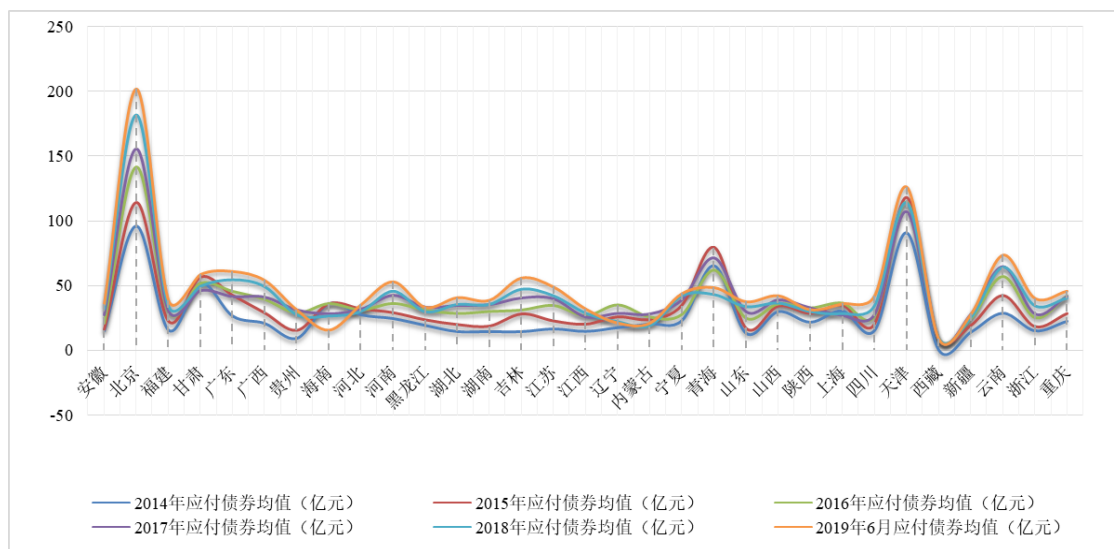
图 4 各省份广义政府债务增速



数据来源：Wind，联合资信整理

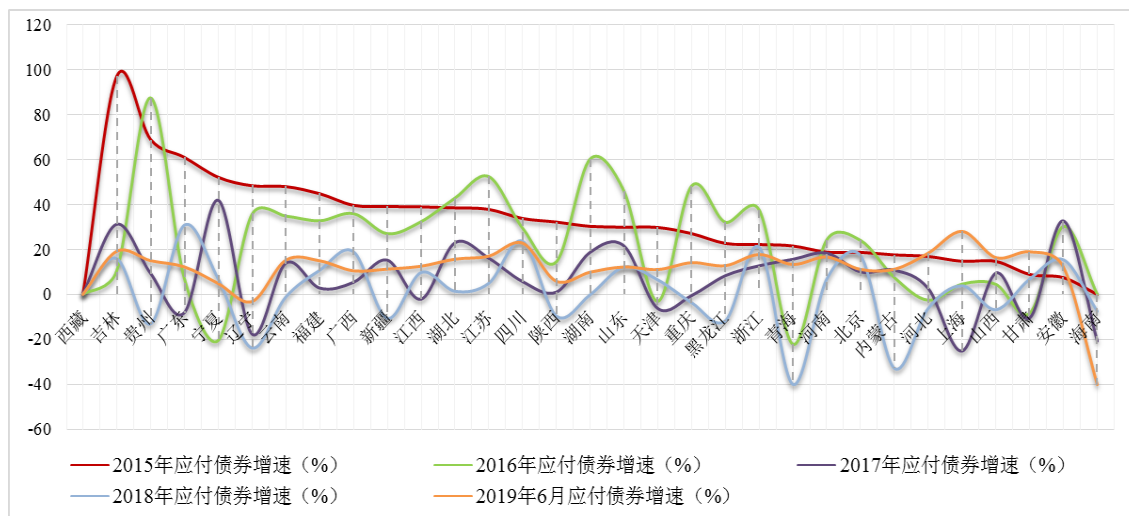
应付债券一定程度上反映了债券市场对该区域的认可程度。2015—2016 年，各省份应付债券增速均呈快速增长态势。2016 年，贵州（87.46%）、湖南（60.25%）、江苏（52.5%）、重庆（48.26%）是增速最快的几个省份。2017 年，各省应付债券增速大幅下滑，2018 年，13 个省的应付债券增速突破零点呈负增长态势，其中青海（-39.91%）、内蒙古（-32.84%）、辽宁（-23.83）、贵州（-13.13%）等经济欠发达省份的城投企业应付债券降幅大；湖南（-0.22%）、湖北（1.36%）、河南（6.75%）等经济中等发达省份城投应付债券增速降至零值左右；而广东（30.63%）、浙江（20.84%）、北京（17.06%）等经济发达省份仍维持较快增长。可见，面对信用紧缩环境，债券市场对不同区域呈现不同的投资态度，经济发达省份一般受外部信用环境变化影响较小，经济中等发达及欠发达省份对外部信用环境变化表现敏感，呈现一定的脆弱性。

图 5 各省份城投企业应付债券均值



数据来源：Wind，联合资信整理

图 6 各省份城投企业应付债券增速

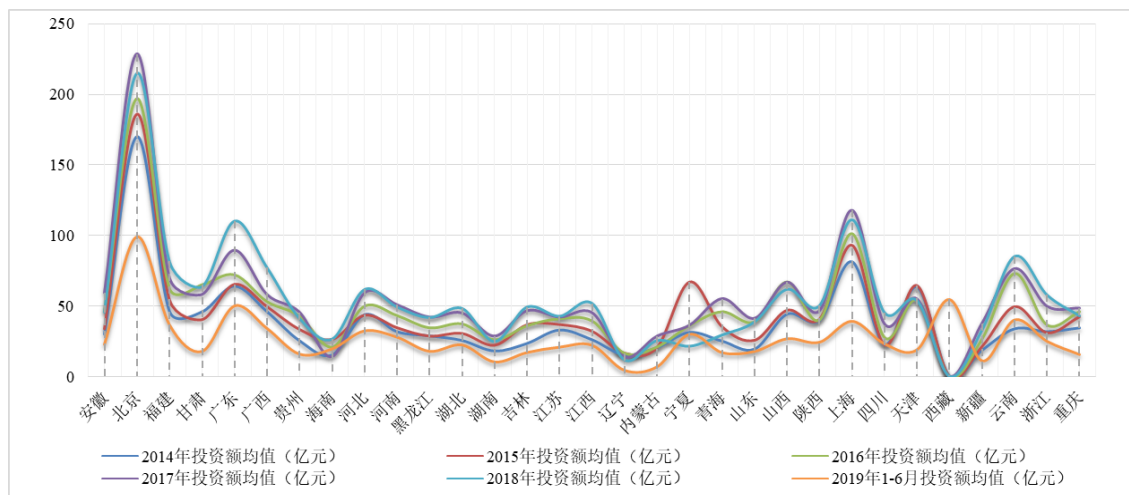


数据来源：Wind，联合资信整理

投资增速的划分意味着该区域可投资项目的增减，2018 年，全国城投企业投资增速由 2017 年的 14.43% 大幅降至 2018 年的 2.69%。同年，15 个省份城投企业投资增速呈现断崖式下滑，其中，青海（-46.56%）、宁夏（-40.86%）安徽（-23.00%）和辽宁（-14.83%）城投企业投资在 2018 年降幅最大。部分省份突破零点的时间较为超前，比如天津、吉林、宁夏和海南在 2016 年即呈现投资负增长，辽宁在 2017 年出现投资负增长，这也与天津及东北地区相较于其他省份更早出现经济疲软形成了相互印证。

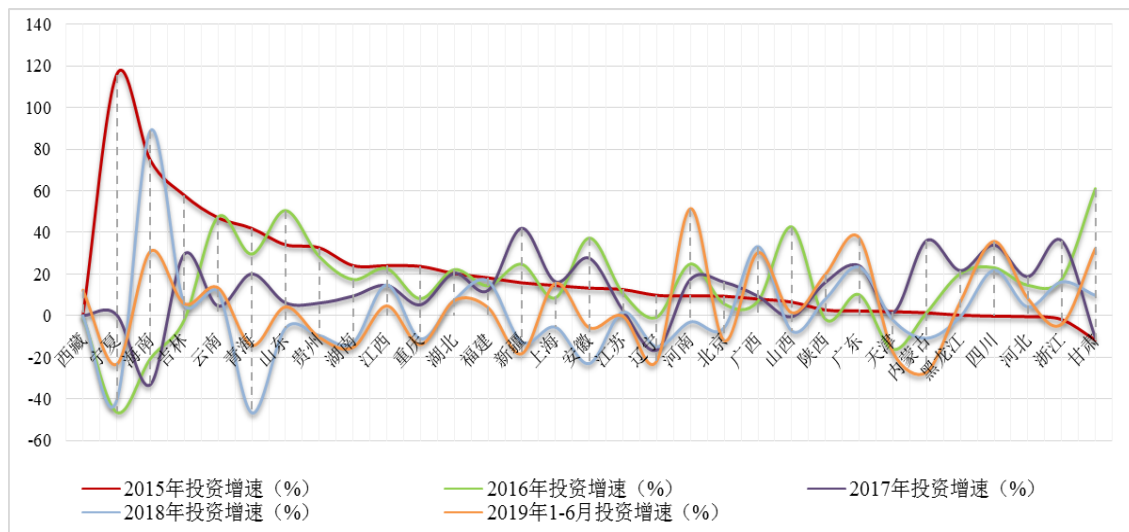
2019 年上半年，在一系列稳增长政策下，投资增速下滑的局面有所好转，增速较 2018 年有所上升，但依然有 13 个省的投资增速为负，其中，内蒙古（-26.92%）、辽宁（-21.7%）、天津（-17.23%）投资增速下降幅度大，同时这些省份广义政府债务增速也较低。

图 7 各省份城投企业投资均值



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 8 各省份城投企业投资增速



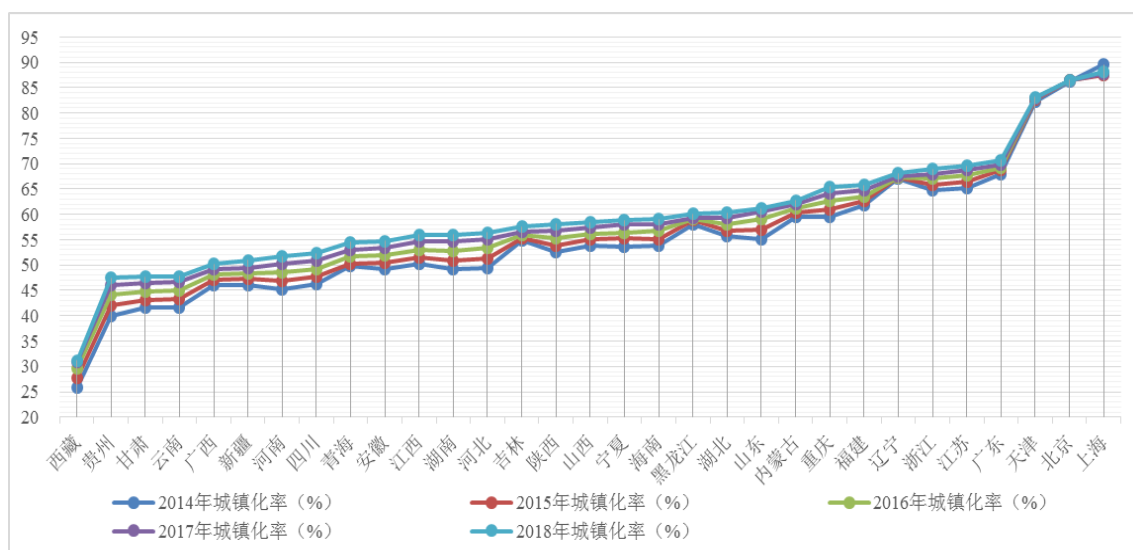
数据来源: Wind, 联合资信整理

结合各省份城市发展水平来看,北上广以及江浙等经济发达省份城镇化率高于 68%,城镇化水平高,其基础设施建设的投资高峰已过,进入缓速增长期。

西藏、贵州、甘肃和云南等经济欠发达省份城镇化率均低于 48%,对于基础设施的投资需求还很高,通过债务拉动投资的动力也相对较强。2015 年之前,宁夏、吉林、云南和贵州等经济欠发达省份投资增速快,广义政府债务和应付债券增速也很快,城投企业积累了大规模有息债务,杠杆水平高企,面对陆续出台的降杠杆措施,上述省份在债务和投资方面的增速均出现更大幅度的下滑;同样

的，河南、四川、安徽、湖南等经济中等发达省份城镇化率为 50%—65%，这类省份虽然已有一定经济基础，但城镇化水平仍有提高需求，因此政府仍会通过举借债务助力投资和发展；而北上广等经济发达省份城镇化率达 80% 以上，江浙逼近 70%，对于基础设施建设投资的需求已很低。可见，经济发达省份基建投资高峰已过，而欠发达省份虽有较大的投资需求，但面对债台高企以及降杠杆措施的施压，未来继续通过大规模融资来推动投资的难度很大。

图 9 各省份城镇化率



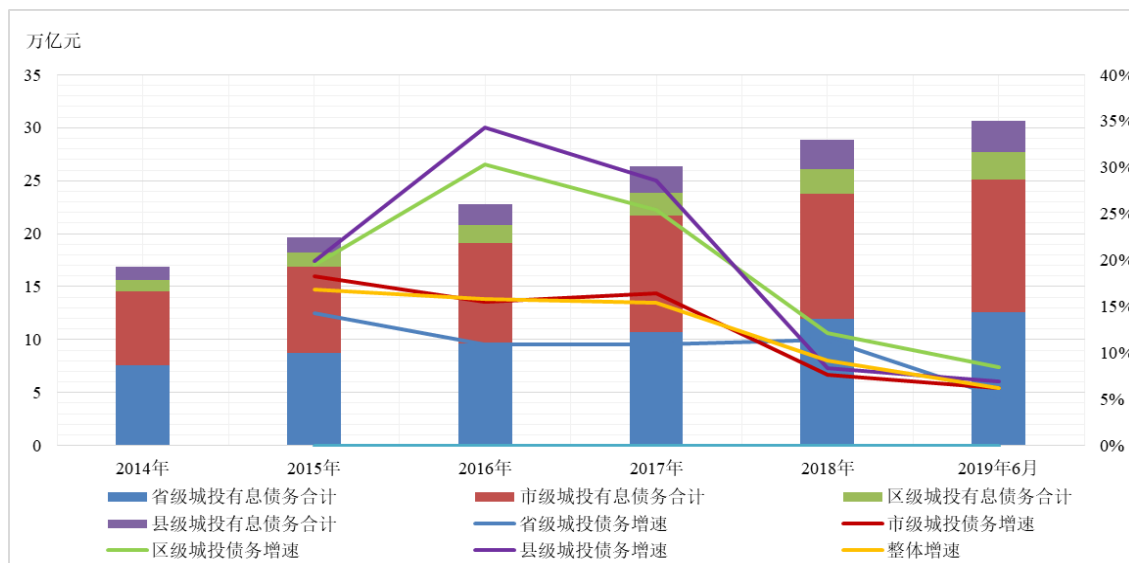
数据来源：Wind，联合资信整理

（三）不同行政级别的分化

将城投企业按不同行政级别划分，市级城投企业数量为 748 家，基本占到城投企业总数的一半，其次是县级，省级和区级数量相对较少。由于园区发展阶段、园区层级等因素对园区城投业务类型影响较大，因此下文分析时暂不涉及园区城投企业。

不同行政级别的城投企业有息债务增速有所分化。2017 年，区级及县级城投企业的有息债务已经出现了较大幅度的下滑，2018 年更是断崖式下降，县级城投企业有息债务增速由 28.57% 降至 8.30%，区级则由 25.40% 下降至 12.17%，省级的城投企业债务增速在 2017—2018 年逆市中有小幅度的上涨，区、县级城投下滑幅度明显高于市级城投和省级城投。

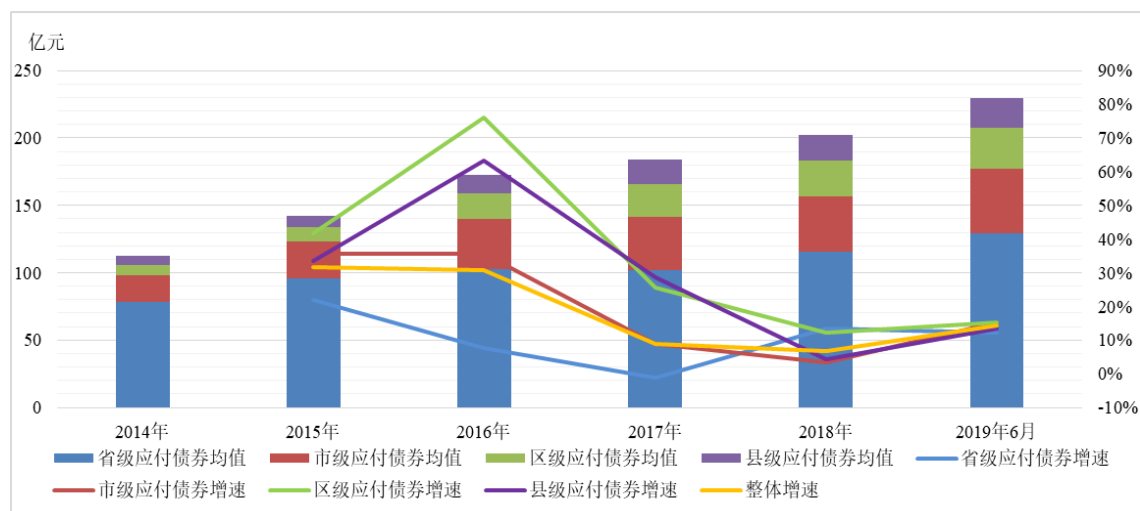
图 10 各行政级别城投企业有息债务规模及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

债券市场对于外部环境变动的敏感程度相较于有息债务更高，应付债券在2017年即提前出现腰斩式下滑。同样的，区、县级城投下滑幅度明显高于市级城投和省级城投。总体看，面对不利的信用紧缩环境，相较于高行政等级的城投企业，区、县级城投的债务增速收缩幅度更大，面临的债务压力也更大。

图 11 各行政级别城投企业应付债券均值及增速



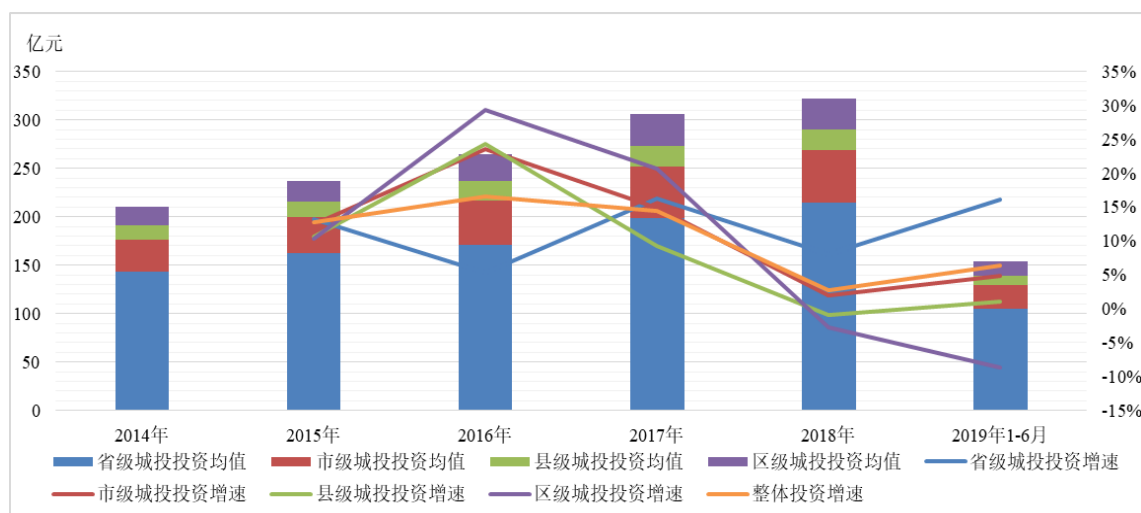
数据来源：Wind，联合资信整理

投资方面，2016年，市、区、县城投企业的投资增速都达到最高点，2017年出现下滑拐点。其中，区级城投企业投资增速由2017年的20.61%显著下滑至

2018 年的-2.80%，而省级下滑趋势最为平缓。2019 年上半年，除区级投资增速继续下滑为负值（-8.61%）外，其他行政级别的城投投资同比增速均出现小幅上行，其中省级城投投资增速最大，为 16.05%。

下滑拐点出现后，区级城投企业的投资活动呈现大幅下滑，市级城投企业次之，而省级和县级城投企业则呈现平稳式下滑的姿态，区、县级城投自身受外部影响较大已在前文提及，而区级城投企业的投资相较于县级城投企业在拐点处下滑幅度更大，主要原因有以下两方面：一是由于区级城投企业投资规模本就较小，小幅变动对增速的影响会很大；另一方面，区级城投与市级城投在项目投资上本就存在较多重合，而县政府自治能力较强，项目投资自主决策权较大。

图 12 各行政级别城投企业投资均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

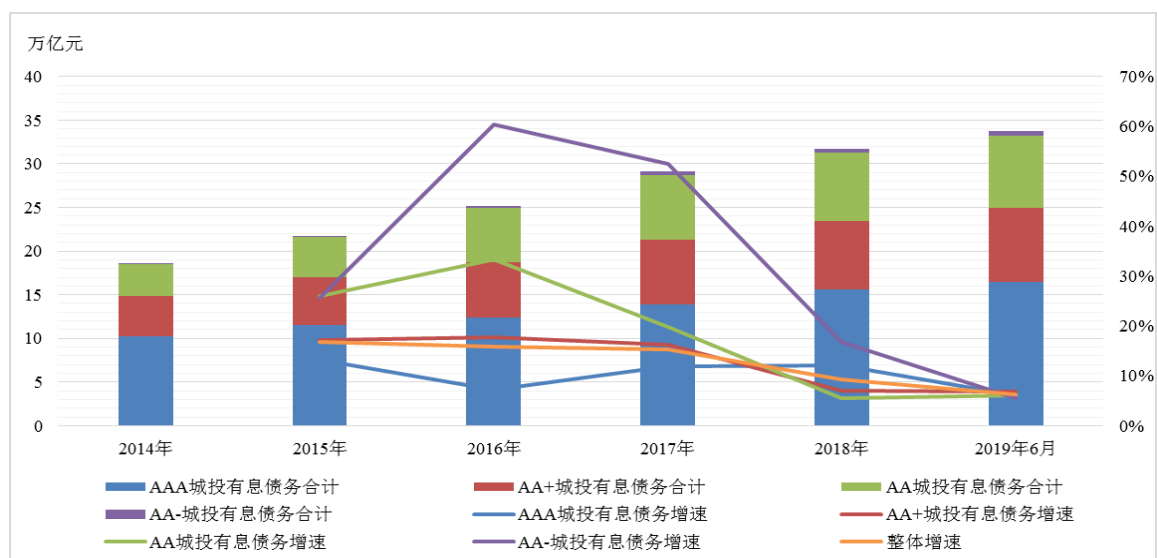
（四）不同信用等级的分化

将城投企业按不同行政级别划分，AA 城投企业数量为 1061 家，其次是 AA+，AAA 和 AA-企业数量相对较少，分别为 200 家和 164 家。

2018 年以前，不同信用等级的城投企业债务增速分化非常明显，其中 AA-和 AA 城投的债务增速较快，AA-城投债务增速在 2016 年达到最高点 60.38%，随后增速逐年递减，2018 年更是断崖式下降至 16.82%。AAA 级的城投债务增速与整体趋势相反，在 2017 年至 2018 年出现小幅上涨，反应了在市场行情较好时，投资者趋向于等级较低、但收益率较高的债券，在信用环境恶化时，市场投资情绪较为谨慎，趋向于信用等级和安全性较高的债券。

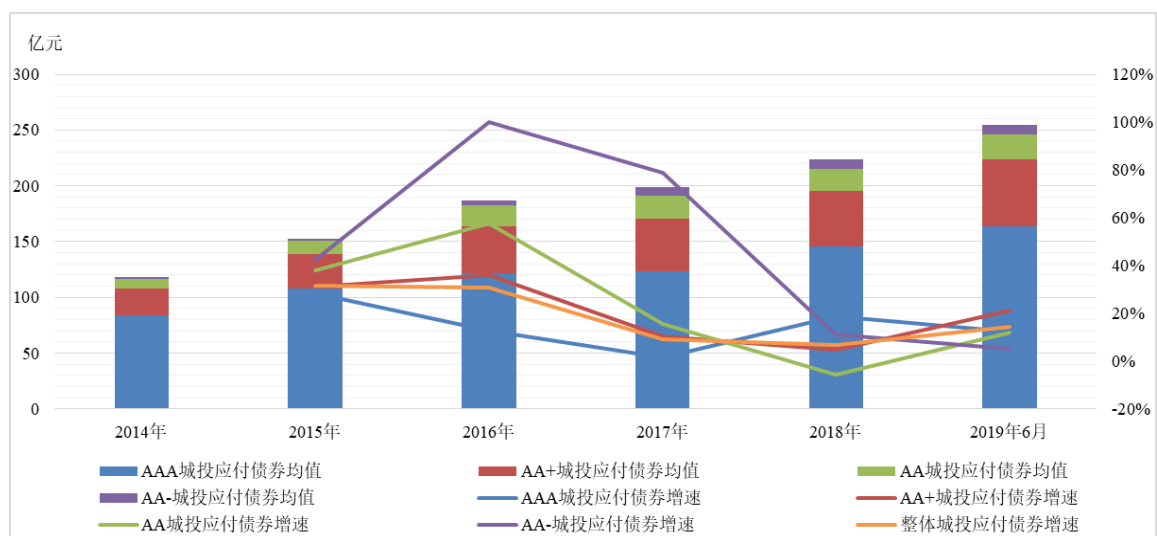
2015—2017 年，城投企业债务规模快速增长，特别是 AA-及 AA 信用等级的企业，由于整体信用环境较为宽松，较低信用等级企业也能较为通畅的融入资金；随着去杠杆的深入，2018 年，不同信用等级城投债务规模增速呈现分化，低级别的城投企业债务快速下滑。应付债券也是同样的趋势，随着投资人避险情绪加重，债券市场分化明显，高、中信用等级债券优势明显。

图 13 各信用等级城投企业有息债务规模及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

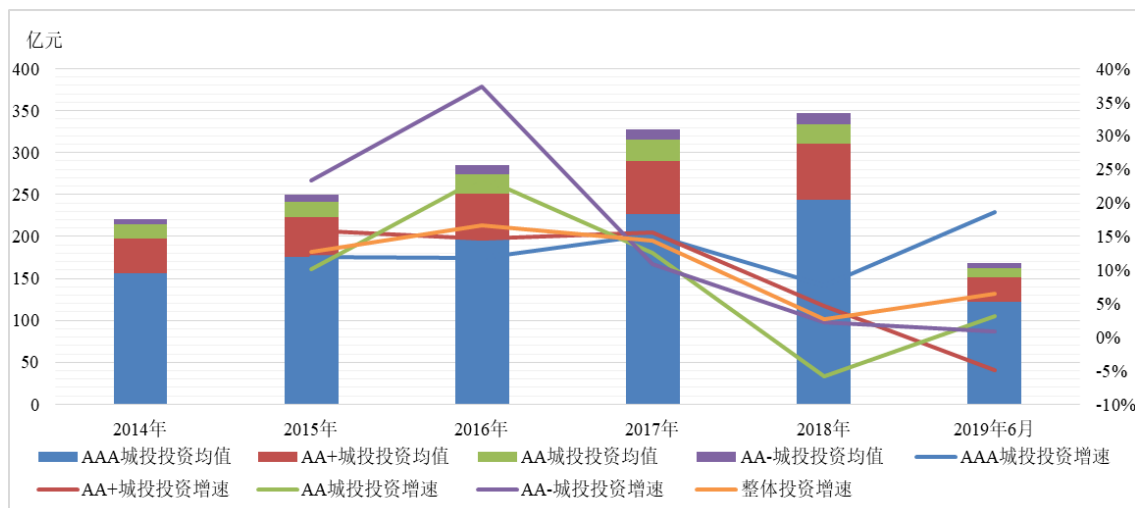
图 14 各信用等级城投企业应付债券均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

投资方面，2017 年，AA-及 AA 信用等级的城投企业在投资活动上的现金支出有所下滑，低级别城投企业由于融资状况在投前出现收缩，其投资能力出现下降，平台的属性也随之下降，部分平台处于边缘化状态。

图 15 各信用等级城投企业投资均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

总体看，城投企业作为广义政府债务的重要组成，承担着各个地区基础设施投资建设的重要责任。虽然各省城投企业债务及投资增速在 2017 年和 2018 年出现了下滑拐点，但由于各省经济发展阶段不同，其出现拐点及下滑程度均有所分化。经济发达省份城镇化水平高，政府基建投资高峰已过，地方政府杠杆水平低，广义政府债务增速平缓，经济发展质量优良，城投企业受外部信用环境影响小；中等发达省份经济基础较好，但仍旧保有对城镇化水平提升的需求，宽信用期政府及城投企业通过举借债务助力投资，紧信用时期城投企业也容易受到外部冲击而导致债务及投资增速放缓；经济欠发达省份则表现更为突出，在宽信用期积累了大规模广义政府债务，政府杠杆水平高企，在本轮紧缩周期中债务及投资增速下滑幅度最大，对于宏观环境和政策最为敏感，部分信用风险提前暴露的省份较早时期即出现债务及投资增速下滑拐点。不同行政级别和信用等级的城投企业有息债务与投资也出现分化，其中，高行政级别和高信用等级的城投企业由于地位更重要、资源获取能力更强，近年整体表现相对平稳，而区、县级和低信用等级的城投企业债务及投资增速下滑幅度更大，面临的再融资压力和偿债压力也更大。

三、分区域看城投企业债务及投资差异化

（一）区域划分原因

由上文可知，不同区域的债务及投资的发展是有所分化的。整体看，经济发达省份在面对宏观经济变化时债务增速及投资增速变动相对平稳，而经济欠发达省份在信用环境宽松时大规模积累债务，启动投资，而当信用环境紧缩时，债务规模及投资则呈现快速下滑的局面。

为进一步观测不同区域之间的差异，我们选取江苏、浙江（下称“江浙地区”）作为发达省份的代表，江浙两地经济发达，财政自给程度高，债券市场非常发达，城投企业数量多且层级非常广泛，是很好的大样本研究区域；选取安徽、河南和湖北（下称“皖豫鄂地区”）作为经济中等发达省份的代表，皖豫鄂地区经济发展水平、地方政府杠杆水平均位列全国中游，有一定的城镇发展基础，且仍保有进一步提高城镇化水平的需求；选取云南、贵州、内蒙古和东北三省（下称“云贵蒙东三省地区”）作为经济欠发达省份的代表，上述省份经济发展水平相对靠后，财政自给程度相对弱，政府杠杆水平较高，且近年来都不同程度的出现过信用风险事件，是信用风险最早暴露的几个省份。

（二）样本情况

为更好的对比区域间的情况，我们的样本以第二部分的样本为基础，将上述三类省份分别统计分析。有息债务指标方面，江浙地区共有 472 个样本，其中县级样本数量最多为 147 家，其次是市级为 123 家；按信用等级划分，AA 级样本最大，其次是 AA+。皖豫鄂地区共有 240 个样本，其中市级、县级样本量最大，分别为 83 个和 84 个，区级及省级较少，分别为 21 个和 19 个；级别方面较高的集中于 AA，AA+及 AAA 较少。云贵蒙及东三省地区债务数据我们选取 188 家，其中市级样本数量最多为 90 家，其次是县级为 33 家；按信用等级划分，AA 级样本数量最大为 130 家，其次是 AA+为 32 家。

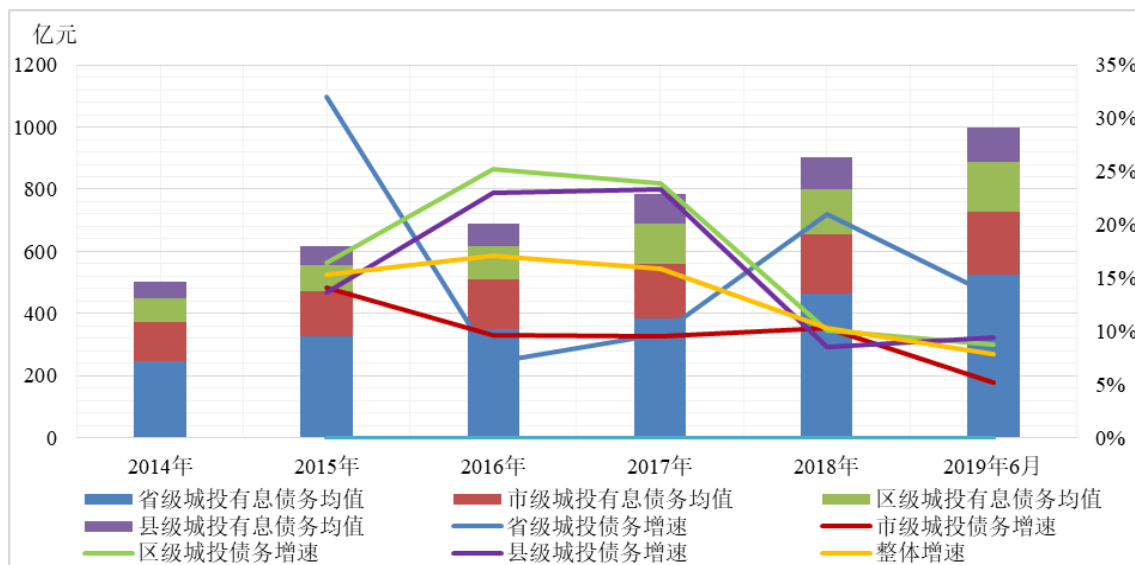
（三）行政级别方面

有息债务均值方面，截至 2019 年 6 月底，江浙地区、皖豫鄂地区和云贵蒙及东三省地区省级城投企业有息债务均值分别为 524.95 亿元、675.32 亿元和 767.64 亿元，依次递增；县级城投有息债务均值分别为 111.48 亿元、43.04 亿元和 35.30 亿元，依次递减。整体看，城投企业有息债务规模都主要集中于省级城投，江浙

地区市级、县级和区级的债务规模较为平均，皖豫鄂地区和云贵蒙东三省地区分化程度高。

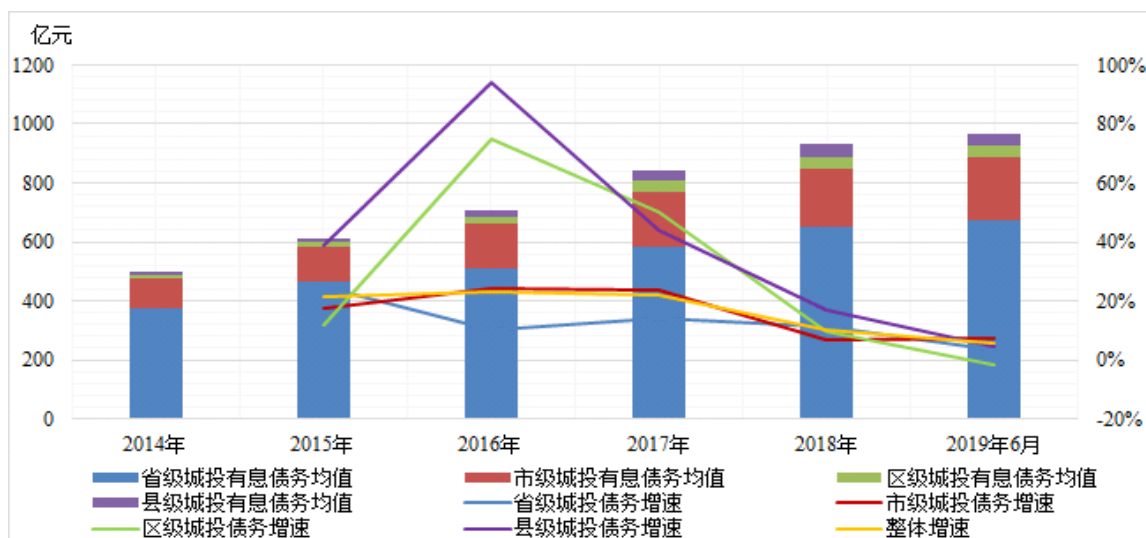
有息债务增速方面，2016 年，江浙地区、皖豫鄂地区以及云贵蒙东三省地区城投企业平均增速分别为 17.1%、22.97%和 25.3%，达到近五年高位。2017-2018 年，频繁的去杠杆政策出台以及信用紧缩环境下，三个地区的有息债务增速开始下滑，其中江浙地区增速由 2016 年最高点的 17.09%降至 2018 年低点的 10.72%，下滑 6.82 个百分点，下滑幅度较为缓慢，反映了江浙地区的市场韧性更强；皖豫鄂地区下滑趋势与云贵蒙东三省地区相似，下滑幅度均较大，2016—2018 年，前者增速下滑 12.83 个百分点，后者增速下滑 23.04 个百分点。随着 2018 年年末政府隐性债务置换政策的放松，2019 年上半年，云贵蒙东三省地区平均有息债务增速有所抬头，小幅上行至 6.07%，但江浙地区和皖豫鄂地区增速继续维持下滑趋势，分别下滑至 7.83%和 5.76%，外部环境的变动对云贵蒙东三省地区影响更大。分行政级别看，江浙地区除了省级城投企业的有息债务增速在 2018 年小幅逆市上升至 21.0%外，其他各级别的城投企业增速相对较为平滑；皖豫鄂地区以及云贵蒙东三省各行政级别差异较大，其中区级及县级城投企业增速在 2017—2018 年下滑更明显。比较来看，2018 年皖豫鄂地区区、县级城投有息债务增速分别为 9.58%和 16.91%，云贵蒙东三省分别为 18.97%和-4.48%，2019 年上半年，云贵蒙东三省区级城投有息债务增速进一步降至-1.59%。总体看，在近年信用收紧的大环境下，云贵蒙东三省区、县级城投有息债务增速下滑幅度更大，对外部信用环境变化表现敏感，呈现一定的脆弱性。

图 16 江浙地区分行政等级城投企业有息债务均值及增速



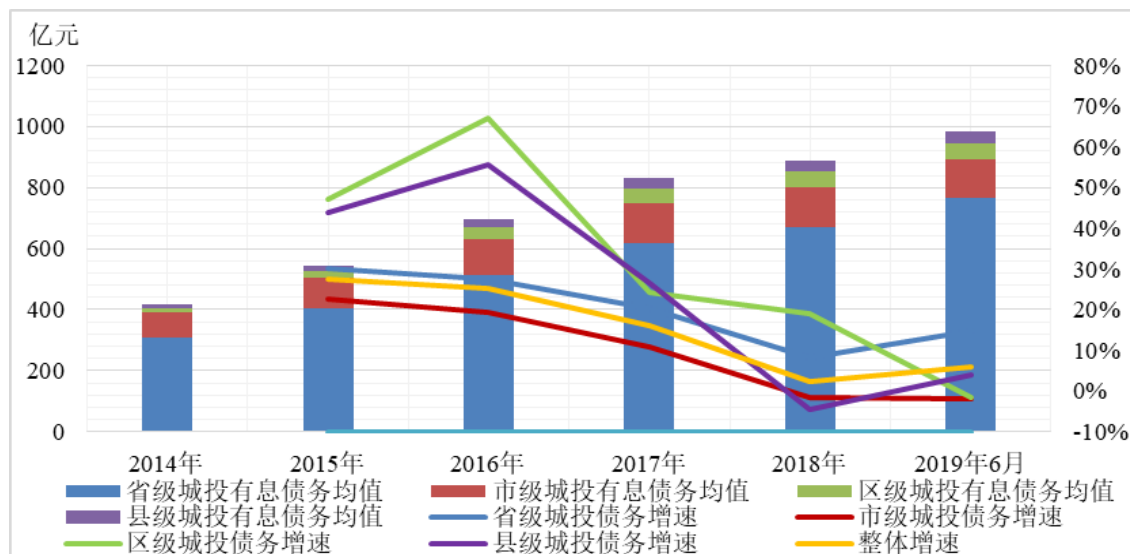
数据来源：Wind，联合资信整理

图 17 皖豫鄂地区分行政等级城投企业有息债务均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 18 云贵蒙东三省地区分行政等级城投企业有息债务均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

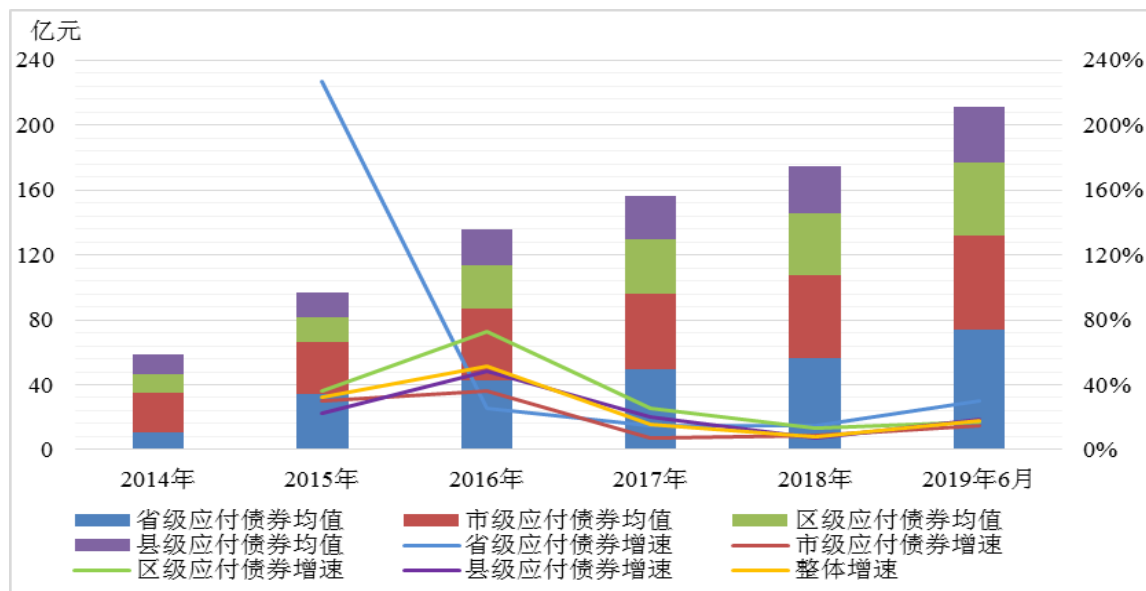
应付债券均值方面，云贵蒙东三省地区应付债券均值仍旧是更集中于省级城投信用等级，皖豫鄂地区集中于省级和市级，而江浙区域由于对于资本市场的认识和使用更为充分，投资人对其认可程度也相对更高，所以不同行政级别的城投企业的应付债券均值更为平均。

从其增速来看，江浙地区应付债券增速在市级、区级和县级之间的差异不大，趋势线重合程度相对较高（江浙地区省级城投数量少，应付债券增速受单个企业影响较大）；皖豫鄂地区及云贵蒙东三省地区城投应付债券增速均在 2016 年达到高峰后开始下滑，在 2018 年达到增速最低点，且区、县级城投下滑幅度远高于省、市级城投企业，其中 2018 年皖豫鄂地区城投应付债券增速最低点均在零值以上，而云贵蒙东三省则降至-10%左右，下滑程度更深。2019 年上半年，三个地区的应付债券增速均有小幅上升，城投债在债券市场转暖。

从 2019 年上半年城投企业对债券市场以及其他金融机构的依赖程度来看，江浙地区及皖豫鄂地区有息债务增速小幅下降，应付债券增速小幅上升；云贵蒙东三省地区有息债务及应付债券增速均提升，但前者增幅远小于后者。由于上述三类省份城投企业应付债券仅占有息债务比重 18%—30%，应付债券增速并未带动有息债务增速同步上升。可见，由于债券市场投资人对城投企业的偏爱程度更

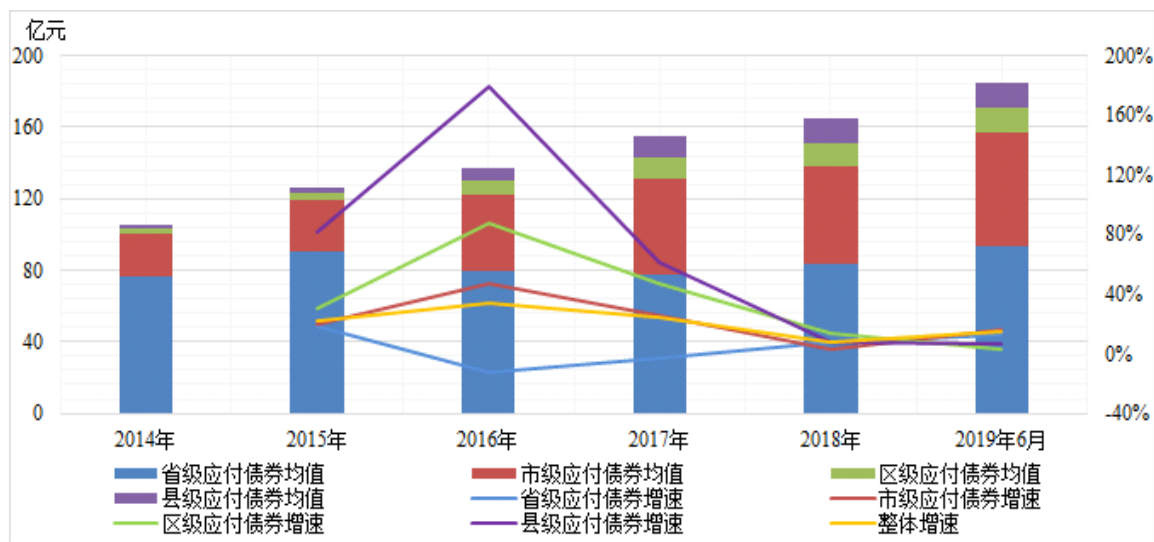
高，以及可配置资产有限，城投债在债券市场呈现更为活跃的状态，而其他金融机构对城投企业的信贷支持则持谨慎态度。

图 19 江浙地区分行政等级城投企业应付债券均值及增速



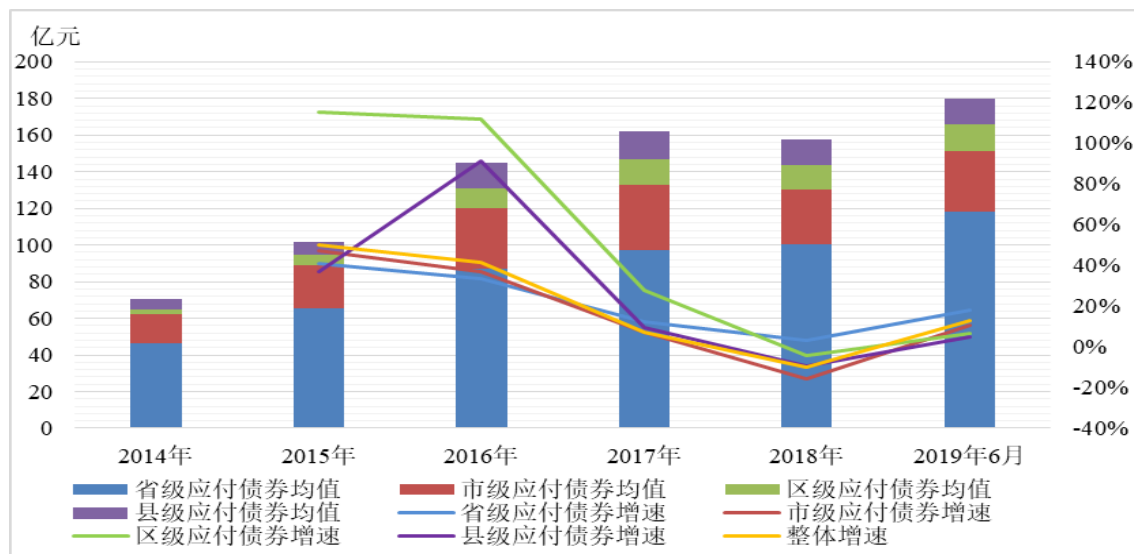
数据来源：Wind，联合资信整理

图 20 皖豫鄂地区分行政等级城投企业应付债券均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

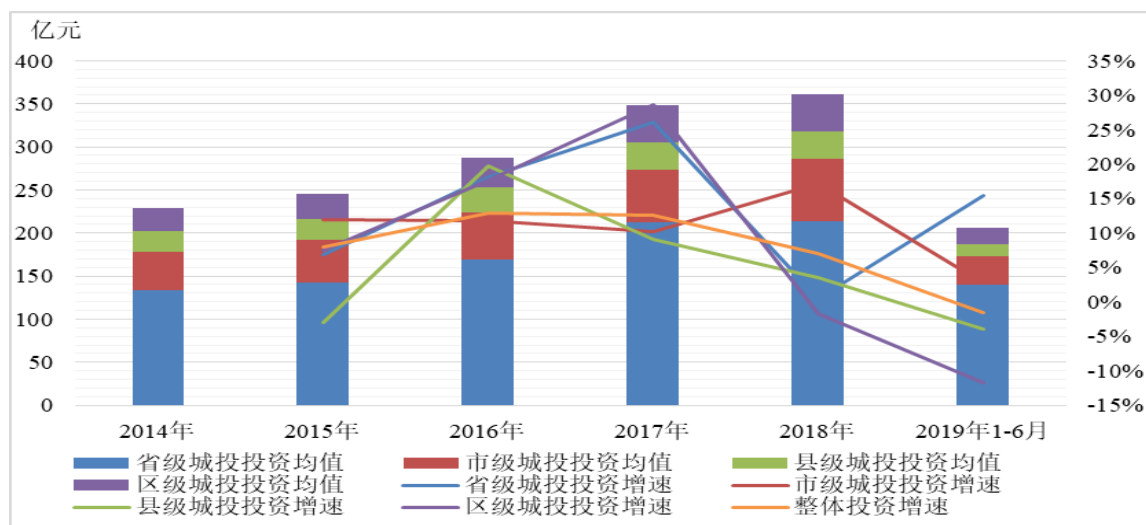
图 21 云贵蒙东三省地区分行政等级城投企业应付债券均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

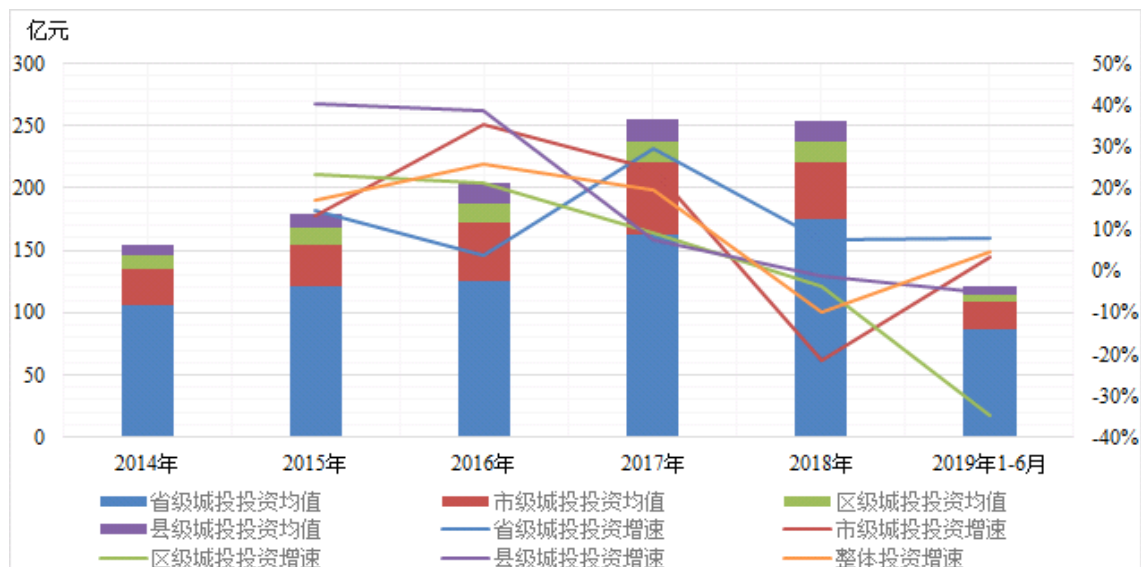
从投资角度看，三个区域的投资增速整体趋势都是在波动中下滑，其中江浙地区在 2018 年开始整体增速下降明显，而皖豫鄂地区和云贵蒙东三省则在 2017 年就开始有下降趋势，其中后者下滑幅度大，与这些地区经济最先显示下滑压力相印证。2019 年上半年，三个地区的投资增速分化明显，江浙地区和皖豫鄂地区除了省级投资有明显的上升外，其他各行政等级的投资增速均延续下滑趋势；而云贵蒙东三省地区除了区级投资增速继续下降外，其他各行政等级的投资增速均有上升，从而带动整体增速小幅改善。

图 22 江浙地区分行政等级城投企业投资均值及增速



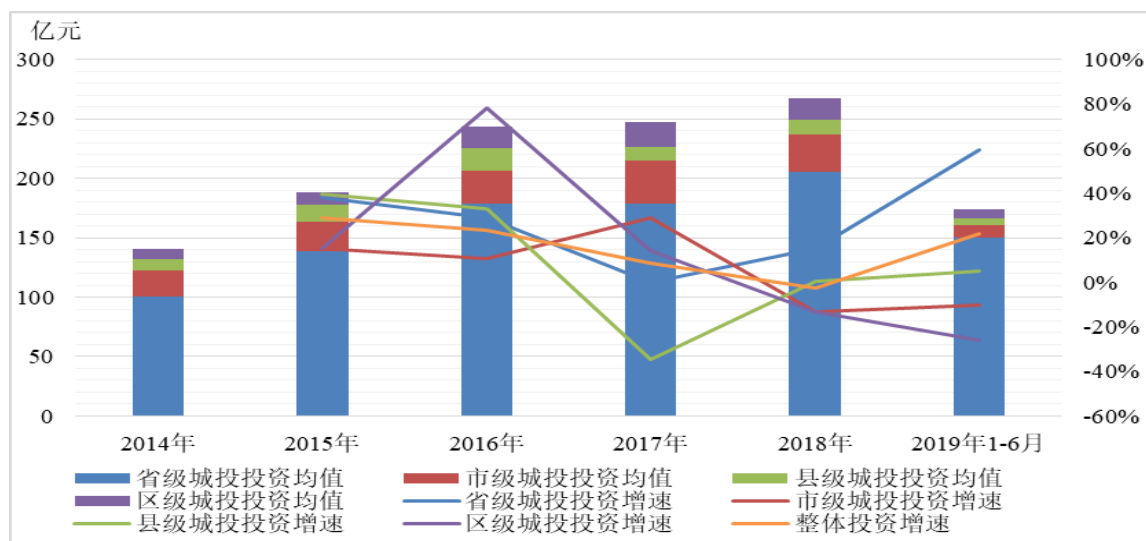
数据来源：Wind，联合资信整理

图 23 皖豫鄂地区分行政等级城投企业投资均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 24 云贵蒙东三省地区分行政等级城投企业投资均值及增速



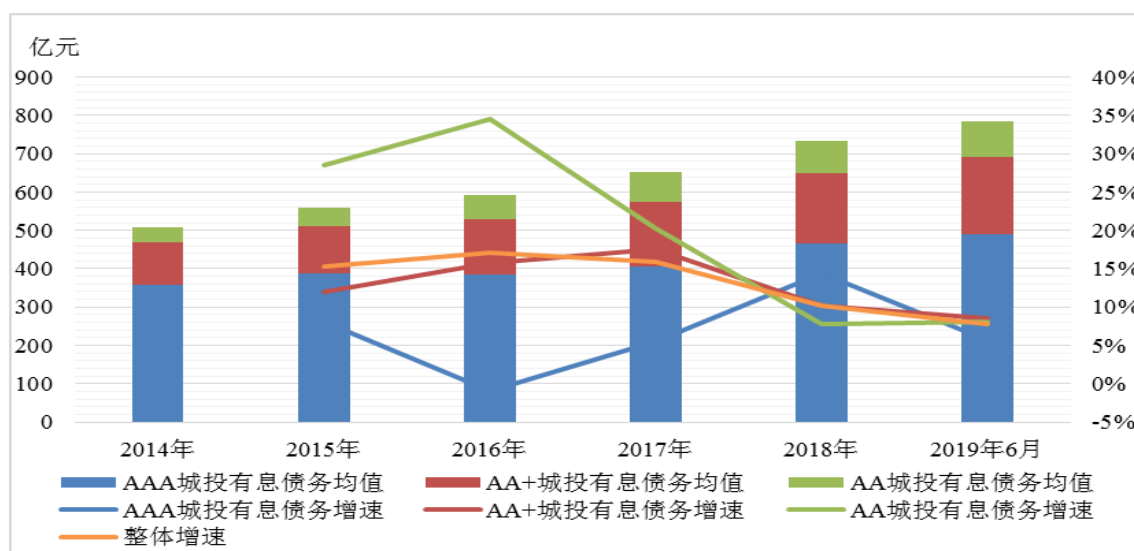
数据来源：Wind，联合资信整理

（四）信用等级方面

分信用等级看有息债务增速，江浙地区有息债务增速分化较为显著，其中AA-信用等级增速变化最为明显，2016年增速高达131.2%，而AAA信用等级更是在2016年其他等级增速上升阶段下降至-0.9%；皖豫鄂地区城投有息债务整体增速在2018年呈现大幅下滑，由2016年的22.97%降至2018年的10.15%，AAA城投债务增速维持低位波动，AA+及AA城投债务快速下滑，近五年降约30个百

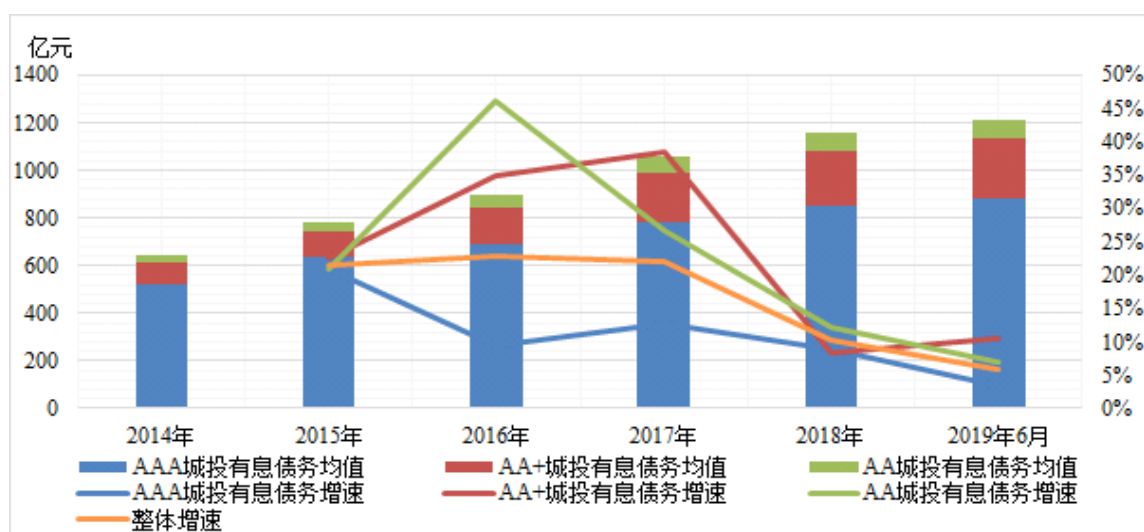
分点；云贵蒙东三省各信用等级有息债务增速走势较为一致，2017—2018 年整体呈下降趋势，2019 年上半年则有抬升趋势，其中 AAA 信用等级增速（15.4%）上升幅度最大。对比来看，云贵蒙东三省地区各信用等级的城投企业有息债务增速下降幅度小幅高于皖豫鄂地区，但明显高于江浙地区。相较于有息债务，应付债券增速的变动更为敏感，变动的区间更为宽阔，其中皖豫鄂地区 AA+及 AA 城投应付债券增速在三个区域中降幅最小，一方面相较于江浙地区，其同区域城投企业数量少，城投企业区域重要性更高，且其信用利差大是较好的投资选择；一方面相较于云贵蒙东三省地区，其信用风险又相对较低，安全性较高。

图 25 江浙地区分信用等级城投企业有息债务均值及增速



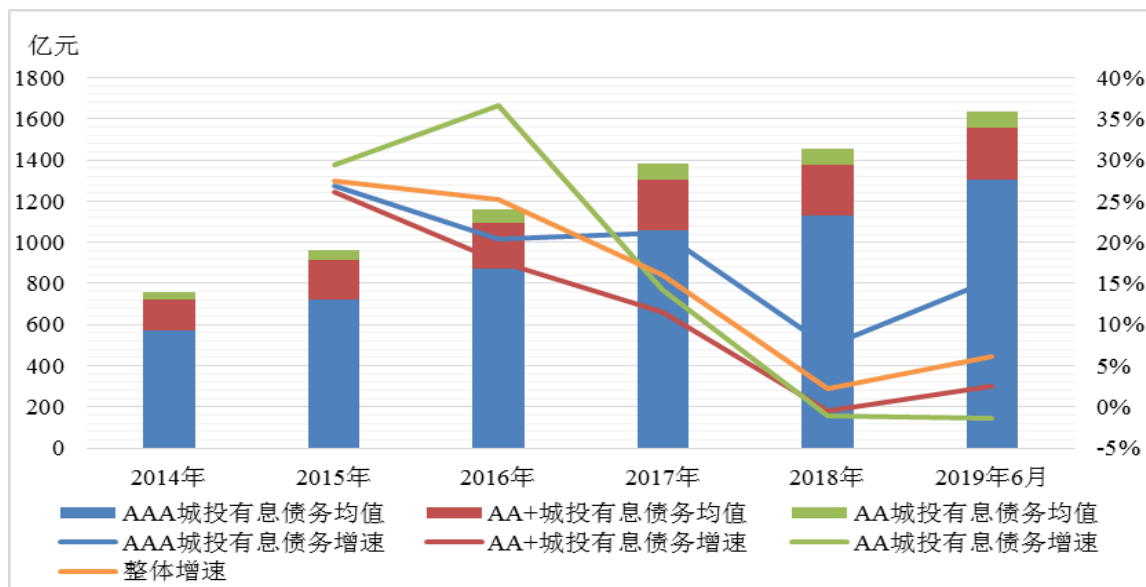
数据来源：Wind，联合资信整理

图 26 皖豫鄂地区分信用等级城投企业有息债务均值及增速



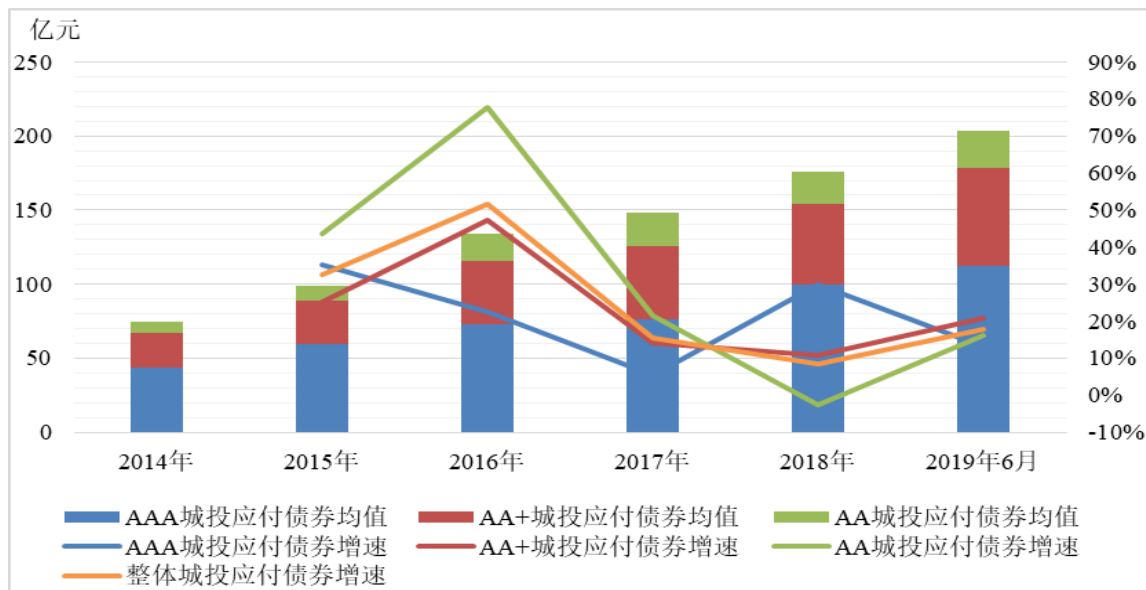
数据来源：Wind，联合资信整理

图 27 云贵蒙东三省地区分信用等级城投企业有息债务均值及增速



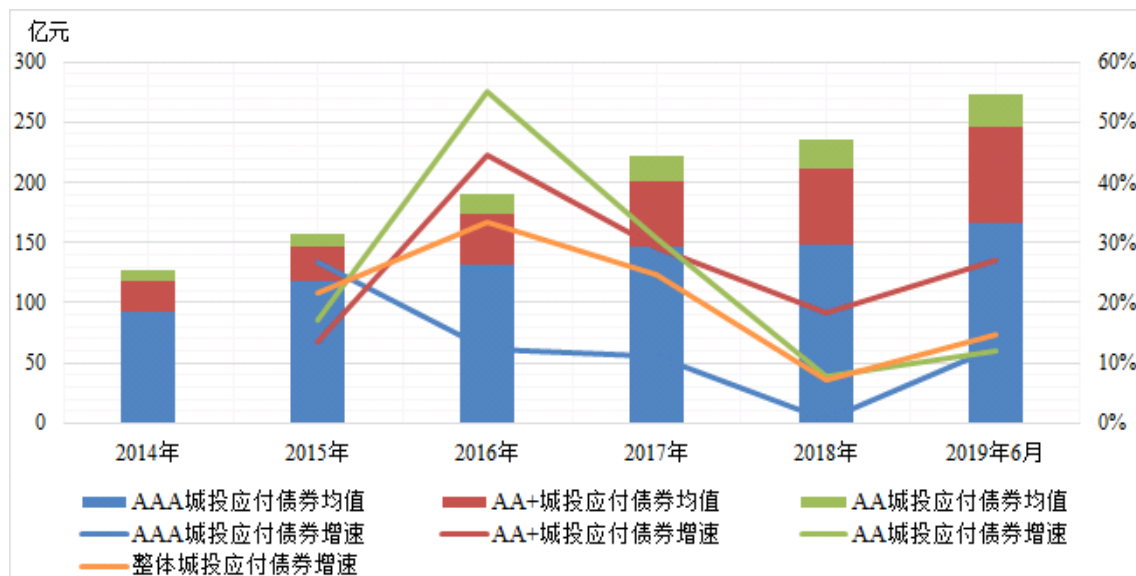
数据来源：Wind，联合资信整理

图 28 江浙地区分信用等级城投企业应付债券均值及增速



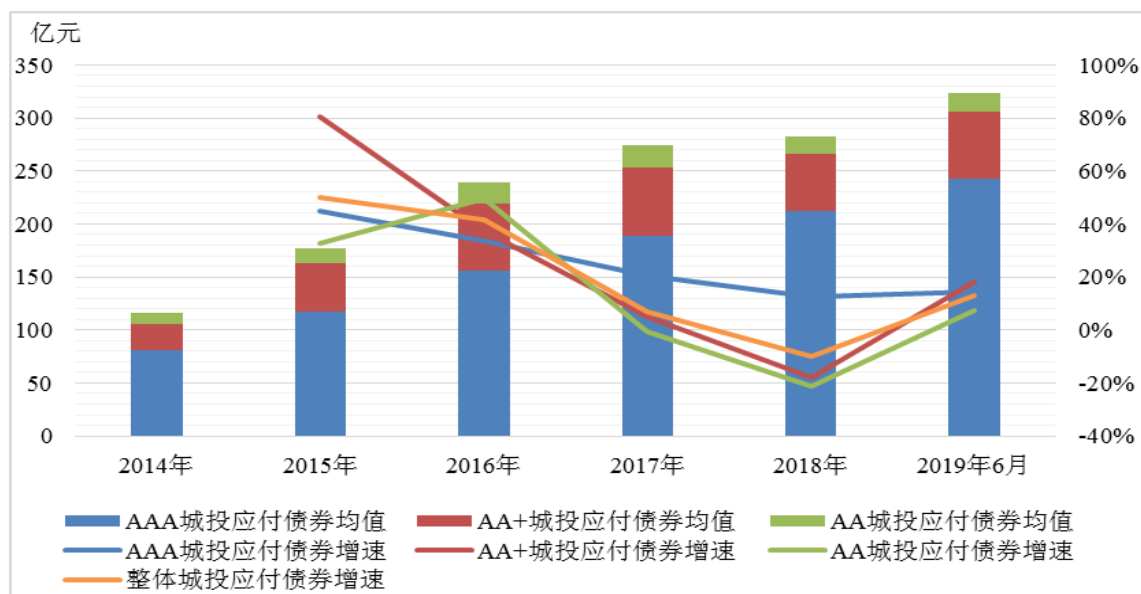
数据来源：Wind，联合资信整理

图 29 皖豫鄂地区分信用等级城投企业应付债券均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 30 云贵蒙东三省地区分信用等级城投企业应付债券均值及增速

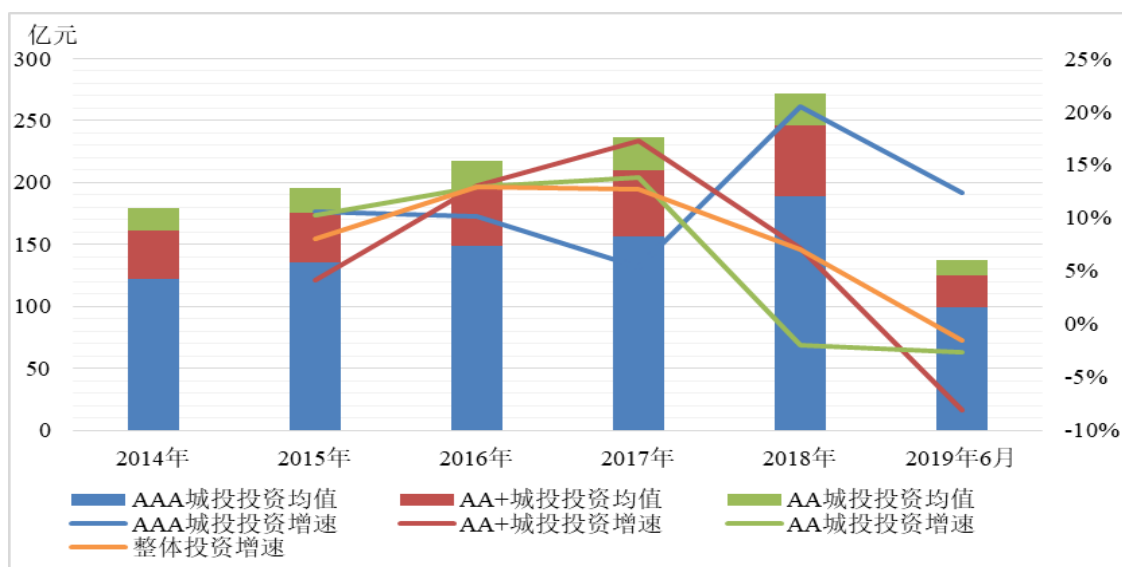


数据来源：Wind，联合资信整理

从投资均值来看，各地区投资活动还是更多的集中于 AAA 的城投企业，AA 及 AA-的投资均值相对较小。江浙地区及皖豫鄂地区 AAA 企业投资均值明显低于云贵蒙东三省地区，主要是云贵蒙及东三省地区的投资更不均匀，资金资源和投资任务更多的集中于高信用等级的企业。

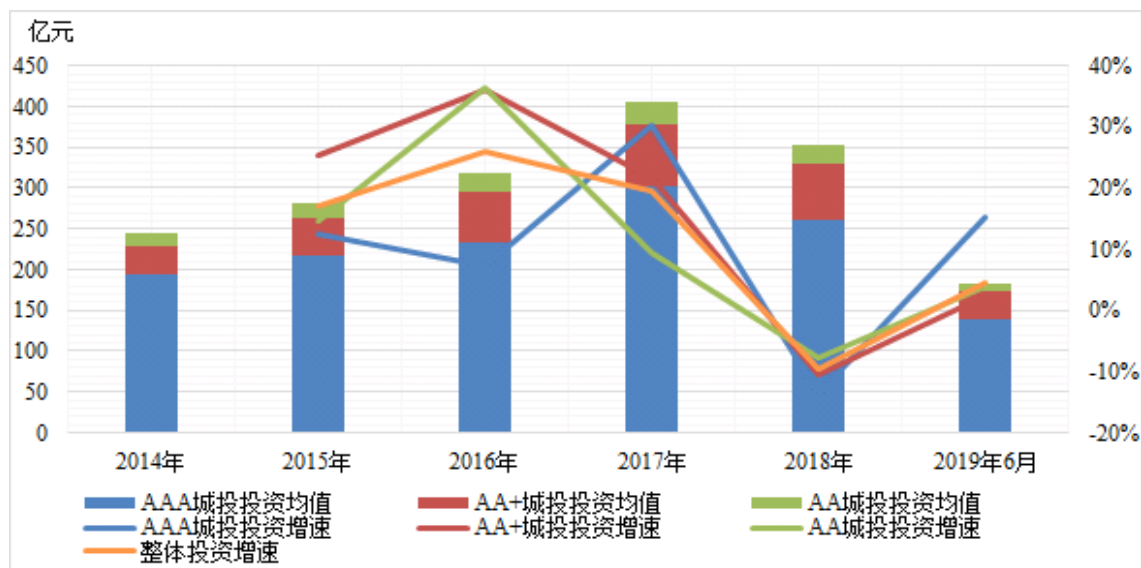
从增速来看，江浙地区各信用等级的城投企业投资较为平稳的下滑，皖豫鄂地区及云贵蒙东三省地区下滑幅度则较大，2018 年及以后，云贵蒙东三省高、低信用等级企业的投资规模增速分化进一步走阔，特别是 2019 年上半年，AAA 企业投资增速呈现回升态势，投资资源和责任更多的向 AAA 企业集中，而 AA 企业投资增速则呈现负增长态势。

图 31 江浙地区分信用等级城投企业投资均值及增速



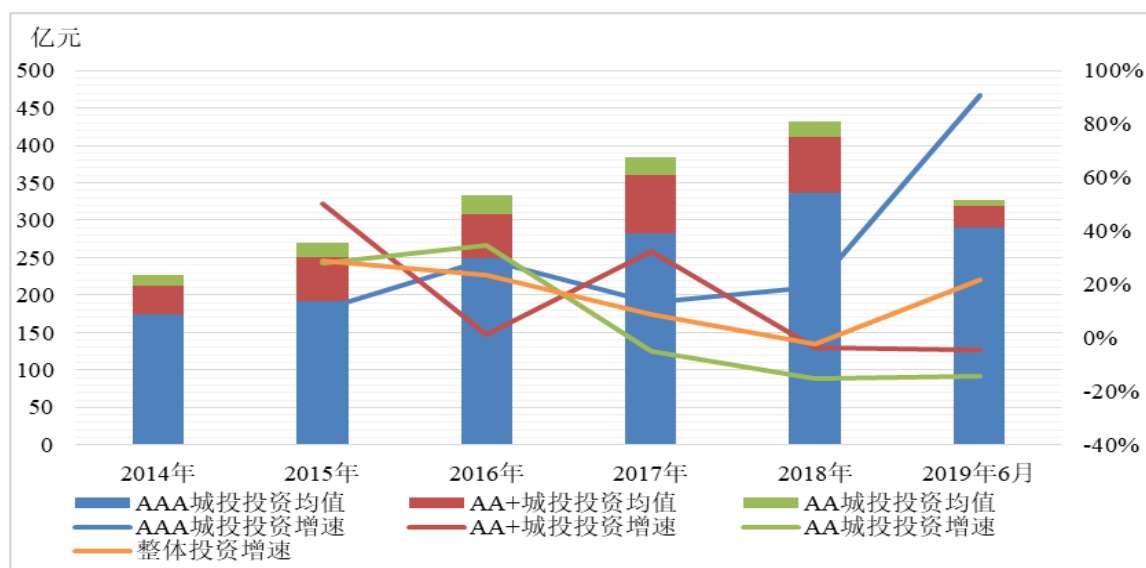
数据来源：Wind，联合资信整理

图 32 皖豫鄂地区分信用等级城投企业投资均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 33 云贵蒙东三省分信用等级城投企业投资均值及增速



数据来源：Wind，联合资信整理

总体看，江浙地区、皖豫鄂地区和云贵蒙东三省地区城投企业的债务与投资呈现不同程度的分化。在去杠杆的总基调下，以及 2017—2018 年信用环境不断紧缩的压力下，由于江浙地区城投企业的债务较为均匀分散在各个企业，不同行政级别和不同信用等级的城投企业参与资本市场的程度高，其债务及投资差异相对较小，财务表现相较平稳；皖豫鄂地区虽然有一定经济基础，但基建发展需求仍较高，特别是区、县等城镇化水平相对较低的城市，城投企业作为基建项目的重要投资主体，宽信用时期低层级政府及城投积累较多债务，因此信用环境变化时也更易受到外部冲击；云贵蒙及东三省地区债务积累和投资分化更大，资源及债务更高的集中于省级和高信用等级的城投企业，面对外部环境的恶化，这种分化更为突出，导致区、县级和低信用等级的城投企业可获取的资源更小，愈加难以支撑投资的增长。2019 年上半年，由于债券市场投资人偏好以及可配置资产的限制，城投债在债券市场表现活跃，而其他融资渠道投资人则持谨慎的态度，导致当期应付债券与有息债务增速的分化。

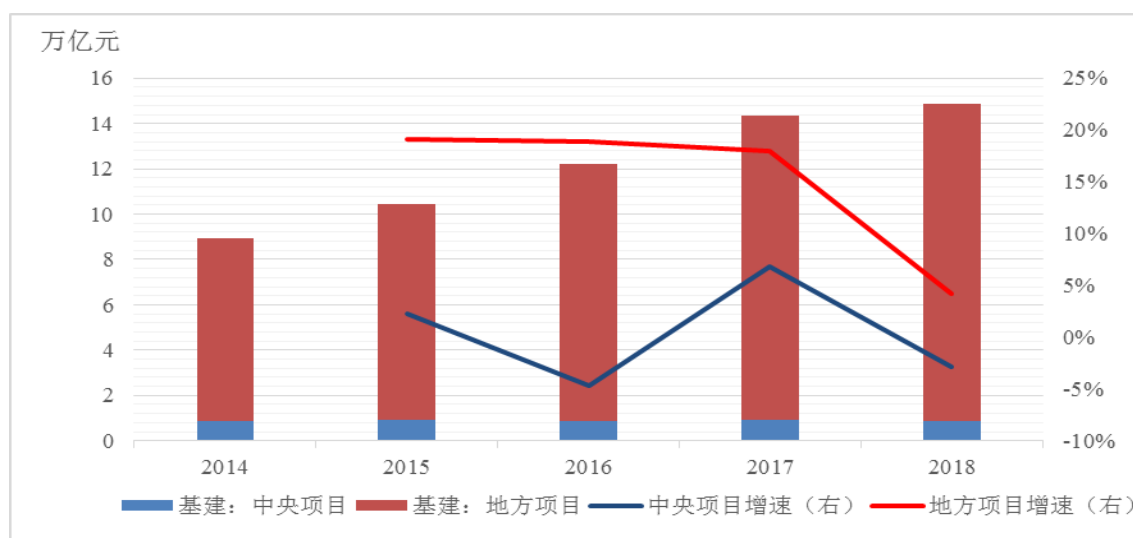
四、从城投企业债务与投资视看基建投资发展路径

经过 2017 年基建投资增速大幅下滑，2018 年末及 2019 年，一系列基建托底政策出台。2018 年 11 月至今，发改委共批复基建项目 1.8 万亿，创下近三年最高

值，国家稳经济需求上升，基建托底政策意图较强；2019年9月，国常会明确提出“按规定提前下部分2020年新增地方政府债务限额”；11月27日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，要求适当调整基础设施项目最低资本金比例；11月29日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元；12月1日，中共中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，提出提升基础设施互联互通水平，区域基础设施建设潜力巨大；12月6日国常会提出加强基础设施建设，并要求推动形成优势互补高质量发展的区域济布局。这是2018年7月31日后，再次于政治局会议中提出加强基础设施建设，政府拉基建的意图非常明显。

将基建项目分层来看，地方项目是基建的主要构成，占全部基建项目投资额的90%以上，且占比处于逐年上升的趋势。2014年底，地方投资基建项目占比90.7%。2018年底，地方项目占全部基建比例上升至93.98%。从基建投资增速看，中央项目增速较低，2018年增速为-2.87%；地方项目增速维持在较高的水平，2018年出现较大的下滑拐点，增速仅为4.17%。

图 34 中央及地方基建投资完成额及增速



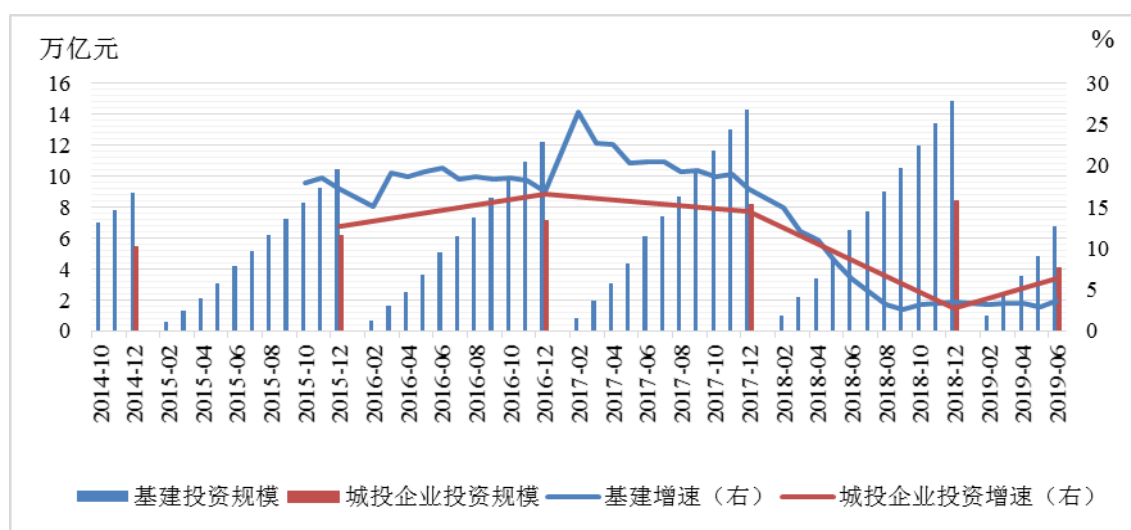
数据来源：Wind，联合资信整理

城投企业作为地方城市基础设施建设投资的主体，在基础设施建设中担当重要的责任。

从城投企业投资额及全国基建完成额来看，城投企业投资基本占到基建投资的 56%—61%。2014 年，全国基建投资完成额和城投企业投资合计分别为 8.91 万亿元和 5.43 万亿元，2018 年上述两指标分别为 14.84 万亿元和 8.39 万亿元。2019 年上半年，城投企业投资合计 4.04 万亿元，为 2018 年全年的 50%（注：2019 年上半年样本较 2018 年样本所有增加，详见第一部分）。

从城投企业投资增速及全国基础设施建设投资增速看，两者的增速在 2016 年最为接近，城投企业投资增速为 16.6%，基建投资增速为 16.8%；2017 年城投企业投资增速下滑至 14.4%，基建投资增速则小幅上行至 17.2%，2018 年即呈现大幅下滑的态势，上述两指标分别为 2.7% 和 3.6%，2019 年上半年城投企业投资增速触底反弹至 6.4%，但回升空间有限。总体看，城投企业投资增速与全国基建投资增速走势基本一致。

图 35 全国基建投资完成额及城投企业投资规模



注：为保证数据的可得性以及对比性，基建数据采用城镇交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业的固定资产完成额两项之和，不包含电力、热力、燃气及水生产和供应行业。下同。

数据来源：Wind，联合资信整理

表 2 城投企业投资规模占基建投资完成额比例

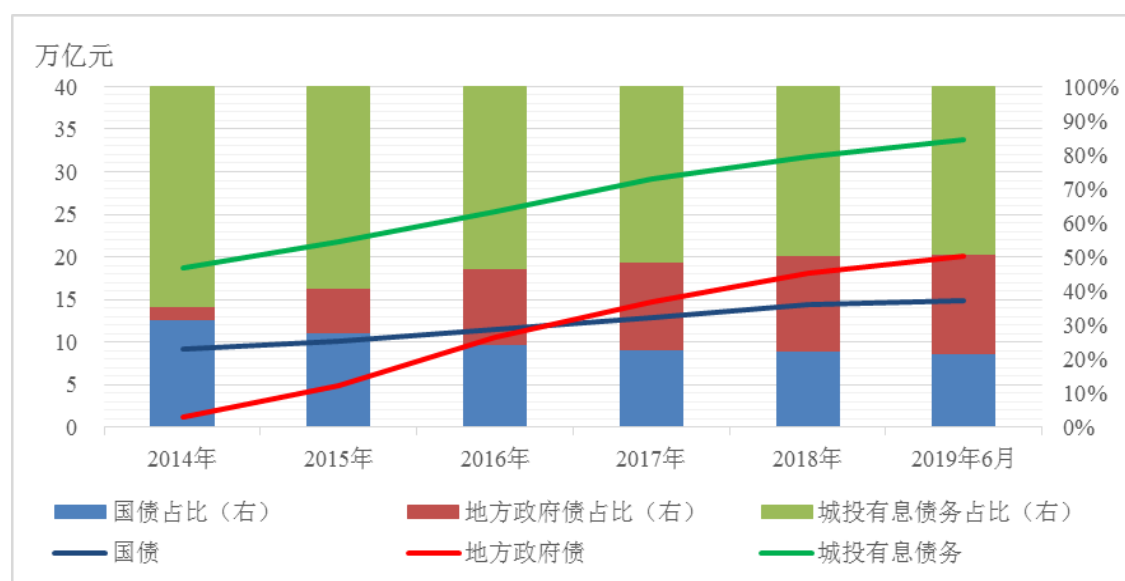
年 份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
城投企业投资规模占基建比例	60.9%	58.5%	58.4%	57.0%	56.5%

数据来源：Wind，联合资信整理

从债务规模看，近年国债托管量走势平稳，由 2014 年 9.15 万亿元小幅增至 2018 年的 14.36 万亿元，年均复合增长率 9.44%；地方政府债由 2014 年的 1.16 万亿元增至 2018 年底 18.07 万亿元，年均复合增长率 73.11%；城投企业有息债务由 2014 年的 18.65 万亿元增至 2018 年底 31.81 万亿元，年均复合增长率 11.27%。截至 2019 年 6 月底，国债、地方政府债托管量分别为 14.87 万亿元和 20.11 万亿元，城投企业有息债务为 33.80 万亿元。总体看，国债保持平稳，地方政府债及城投企业债务仍在增长，但前者增速明显高于后者，结合 2019 年 24.08 万亿元的地方政府债限额，地方政府债尚有一定增长空间。

从债务结构看，截至 2014 年底，国债、地方政府债和城投企业有息债务占比分别为 32：4：64，2018 年底为 22：28：50，2019 年 6 月底占比调整为 22：29：49，地方政府债占比快速提升，而城投债务占比下调幅度大。总体看，近年来国债增量小，对地方投资的拉动效果也相应较小。地方作为基建投资的主力，2015 年以前很大程度依赖城投企业的资金，导致城投企业债务高企。在去杠杆的金融大环境中，城投企业债务大规模增长空间有限，现有债务的小幅增长更多的是保证原有债务的滚动与付息，其投资对基建拉动的边际效应大概率呈弱化趋势。地方政府债发行放量，其在基建投资中的重要性逐步提升，地方政府自主融资正在对城投企业的融资职能进行快速替代。

图 36 国债、地方政府债券及城投企业有息债务规模及占比



数据来源：Wind，联合资信整理

总体看，全国基建基本上是由地方项目带动，而地方项目又依赖于地方城投企业投资，城投企业的投资与全国基建投资增速呈现同步变动趋势，城投企业投资的路径一定程度上反映了全国基础设施投资的发展路径。目前来看，经济发达省级地方政府杠杆水平低，经济发展质量高，城投企业的债务与投资增速受外部信用紧缩环境影响较小，但对基建投资的需求也较小，因而基建托底政策对其刺激程度有限；而经济中等发达及欠发达省份虽然对基建投资有很高的需求，特别是经济欠发达省份，但受制于广义地方政府债务已达绝对高位，自身经济及财政水平又无法快速提高，企业及当地基建投资增速回升空间有限。在去杠杆的大背景下，城投企业债务大规模增长空间有限，城投企业投资对基建拉动的边际效应大概率呈弱化趋势，其作为地方基础设施建设主体的角色正在逐步被替代，特别是经济欠发达省份的城投企业，本身省内城投企业资源分布就极其不均，其城投企业或面临更大的去化压力。相对于国债和城投企业债务，地方政府债务限额逐年提高，近年其增速保持最高水平，其比值和增量将决定基建投资的边际增量，其在基建托底中占主导地位，未来地方政府债发行增量以及投入使用是观测基建托底的核心指标。