

证券研究报告



86页PPT看懂城投——城投分析框架

分析师：黄伟平（S0190514080003）

吴鹏（S0190520080009）

报告日期：2020-09-16

- 引言：城投债投资一直备受市场关注，本文我们拟将前期报告中城投相关的研究成果汇总更新，形成系统性的城投分析框架，供投资者参阅。
- ✓ 具体来看，本文首先从城投政策的周期演变看城投“信仰”，解读城投政策的松紧演变规律及其与城投债投资的关系；
- ✓ 之后，我们就城投“信仰”背后的债务问题进行深入解读，大体匡算了城投平台可能形成的隐性债务规模和压力情况，整理了地方政府隐性债务的主要化解方式与化债进展；
- ✓ 同时，我们对城投“信仰”支撑的关键——地方政府财力的观察指标和边际变化作出分析，并提出城投价值分化（“非标”违约VS城投债技术性违约）背景下，对城投“信仰”不可盲目；
- ✓ 最后从投资视角提供了城投债的3大择券思路（财政、产业和“特定领域投向”视角），供投资者参阅。

●第一部分：从政策周期演变看城投“信仰”

- ✓ 通过对2009年以来城投债政策松紧的演变梳理，我们发现城投政策的松紧演变大致呈现出3年一个周期（2年偏松1年偏紧）的规律。
- ✓ 从18年7月国务院常务会开始，城投政策进入了新一轮宽松阶段。在年初疫情冲击、经济下行压力下，基建发力托底经济，城投平台的作用依然凸显。我们预计本轮城投政策的宽松周期或将更长。
- ✓ 城投一、二级市场表现也大致契合我们的城投政策松紧周期观点。在城投政策环境宽松时期，城投债往往具有相对价值。当前城投政策依然处于宽松周期，城投信用风险整体可控。

●第二部分：“信仰”背后的债务之辩——城投平台可能形成的隐性债务&债务化解

- ✓ 我们测算发债城投平台所形成的隐性债务：广义贷款（贷款+非标）+债券+其他应收-其他应付。在“稳存量、控增量”的思路下，2018年城投平台可能形成的隐性债务余额增长趋势放缓，但在宽松的政策环境下，2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹，2019年余额达到了39.4万亿元。
- ✓ 2019年隐性债务规模的增量边际主要集中于地级市、区县级/县级市等平台，对应来看，AA+和AA级平台隐性债务增量较2018年提升明显。除了对隐性债务压力保持关注外，各地区的显性债务（地方政府债）规模和压力情况也需要综合考量。
- ✓ 地方政府隐性债务的化解工作在持续推进中。在具体的化解实践中，主要包括国开行参与债务置换（主要参与高速公路类债务置换）、股份行等金融机构参与隐性债务置换等“市场化”的化解方案。多个省份2019年的隐性债务化解工作成绩斐然，2020年隐性债务的化解工作在持续推进中。

●第三部分：城投“信仰”的支撑：关注地方财力的边际变化

- ✓ 随着减税降费政策的持续推进和今年初疫情冲击影响，地方财政收支压力凸显。根据2020年1-7月的财政收支数据，全国一般公共预算收支缺口和政府性基金预算收支缺口相较于往年同期皆明显扩大。
- ✓ 从财政自给率来看，2020年上半年多数地区的财政自给率同比弱化，诸如湖北、海南、山西等地区的财政自给率弱化明显。
- ✓ 整体上来看，随着减税降费政策的持续推进和今年以来公共卫生事件的冲击影响下，地方政府的财政压力将持续体现，尤其是中西部等自身财力偏弱及受公共卫生事件冲击较大的地区，地方政府的财政下行压力更为明显。2020年中央对地方财政的扶持力度将有所增大，城投“信仰”有望在一定程度上得到充值，但是地区间财政压力的分化也将愈发明显。

●第四部分：城投“信仰”的分化：“非标”违约VS城投债技术性违约

- ✓ 2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜。根据我们的梳理，非标违约也更多发生在财力相对薄弱、债务压力相对较大的中西部地区，并且不乏有地级市乃至省级平台，投资者对于非标违约频发的相关地区需要保持更多警惕。
- ✓ 2019年底以来，已发生两起城投债的技术性违约。2019年12月6日，“16呼和经开PPN001”曝出违约，实际上该债券在违约之前曾在18年10月曝出过非标违约等负面事件。
- ✓ 整体来看，一方面当前城投政策依然处于宽松周期，城投信用风险整体可控；另一方面，当前城投价值分化，对城投“信仰”不可盲目，投资者下沉城投信用资质需要谨慎。

●第五部分：投资视角——财政、产业和“特定领域投向”视角挖掘城投价值

- ✓ 财政视角来看，债务压力不大的地区可能有较高的安全边际，受财政收入下行压力的影响较小；对于债务压力较大的地区，要密切关注隐性债务化解进展，以及地方财力、中央扶持力度的变化，挖掘边际改善带来的投资机会；可以精选债务压力相对不大或债务压力较大地区但政策边际向好地区存量债的投资机会。
- ✓ 产业视角来看，对于资源型城市，可以综合考虑当地政府的偿债压力，对于债务压力不大、估值收益率尚有下行空间的成长型/成熟型城市的城投平台，投资者可以积极关注，对于衰退型城市尽量规避。
- ✓ “特定领域投向”视角来看，对于“特定领域投向”城投债，在“政策加持”、“项目收益”或平台自身资质等保障下，风险相对可控，具有较高的安全边际。对于债务压力不大地区的平台，或者是债务压力虽然不小但自身资质较优的省级/地级市平台，可以在风险可控的情况下挖掘其中的超额价值。
- ✓ 同时，注意控制久期，对于城投非标违约频发的地区，建议保持规避。

风险提示：货币政策放松不达预期；政策落地不达预期。

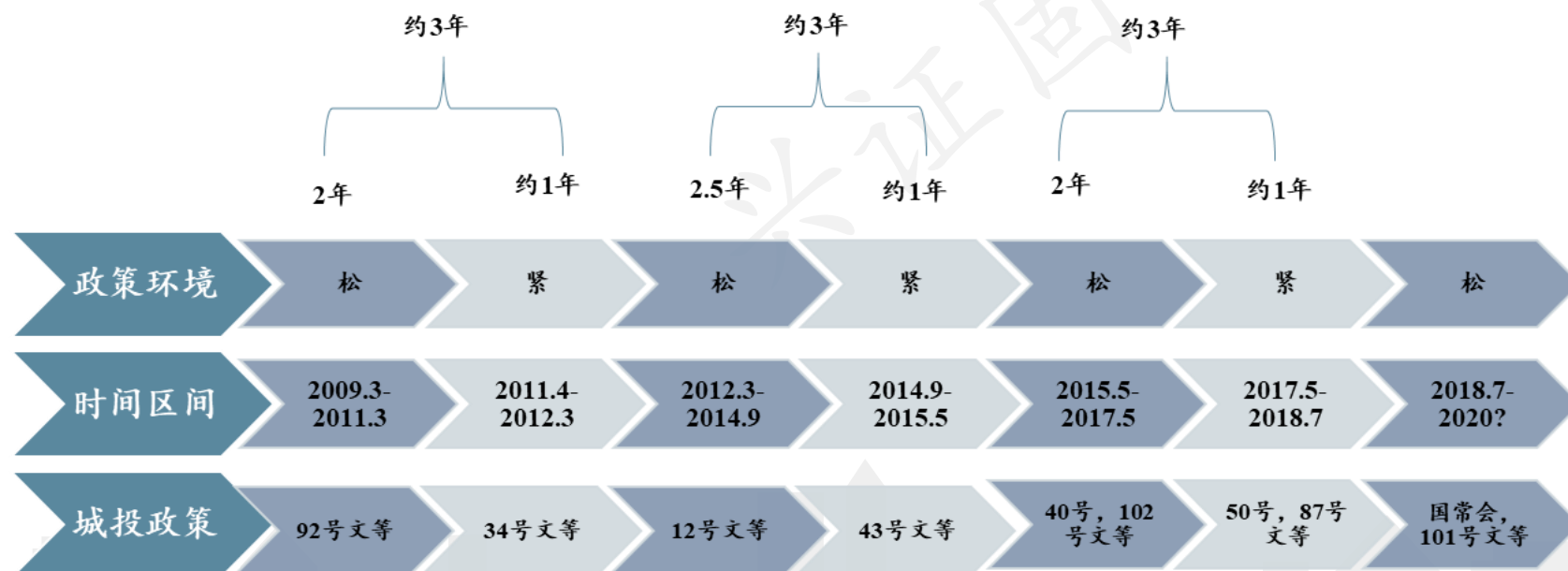
- 20200902 识别危与机，把握进与退——信用市场9月投资展望
- 20200819 3月以来信用债发行“冰火”演绎的背后——信用策略半月谈
- 20200803 炎夏至，觅甘泉，识风险——信用市场8月投资展望
- 20200728 高速公路类隐性债务化解知多少？——信用策略半月谈
- 20200715 细说永续债：“永续”的“枷锁”，带“刺”的“玫瑰”——信用策略半月谈
- 20200710 行至深处，观风测浪——信用市场7月投资展望
- 20200629 论“中”字头企业“国企信仰”的可靠度！——信用策略半月谈
- 20200616 调整票面利率的“条款陷阱”，你需要知道的事！——信用策略半月谈
- 20200602 鼓声未绝，细节蕴含“危”与“机”——2020年信用市场中期策略
- 20200508 关注补涨行情VS谨防“花样套路”——5月信用市场展望
- 20200406 趋势之下，提防暗礁——二季度信用市场展望
- 20200305 何妨吟啸且徐行：勉强的胜率VS弱化的赔率——3月信用市场展望

➤ 1、从政策周期的演变看城投“信仰”

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- 通过对2009年以来城投债政策松紧的演变梳理，我们发现城投政策的松紧演变大致呈现出3年一个周期（2年偏松1年偏紧）的规律。
- 从18年7月国务院常务会提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”开始，城投政策进入了新一轮周期的宽松阶段。
- 在今年年初的疫情冲击、经济下行压力下，政策积极对冲，城投政策环境持续宽松将是大概率事件。因此，预计本轮城投政策的宽松周期或将更长。

3年或是城投政策的一个大周期：2年偏松1年偏紧



1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- **2009年以来城投政策第一个3年大周期：09-12年的周期：**
- 偏松——2009年3月-2011年3月；偏紧——2011年4月-2012年3月。

日期	政策发布机构	政策名称	相关内容
2009-3-18	中国人民银行、银监会	《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发[2009]92号）	支持有条件的地方政府组建投融资平台。
2010-6-10	国务院	《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号）	对于融资平台债务按照“分类管理、区别对待”的原则进行清理，明确强调加强银行业金融机构等对融资平台的信贷管理。
2010-8-2	银监会	《中国银监会办公厅关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》（银监发[2010]244号）	开展平台信贷摸底。
2010-12-16	银监会	《中国银监会关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》银监发[2010]110号	根据244号摸底情况制定融资平台贷款风险管理指导意见。
2011-3-31	银监会	《关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》（银监发[2011]34号）	不得新增平台贷款，不得向“名单”外平台放贷；对到期的平台贷款本息一律不得展期和以各种方式借旧还新，即“减存量，禁新增”。
2012-3-14	银监会	《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险的指导意见》（银监发[2012]12号）	“禁新建”改为“控新建”；“减存量，禁新增”改为“缓释存量，禁新增”。

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- **2009年以来城投政策第二个3年大周期：12-15年的周期：**
- **偏松——2012年3月-2014年9月，偏紧——2014年9月-2015年5月**

日期	政策发布机构	政策名称	相关内容
2012-3-14	银监会	《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险的指导意见》（银监发[2012]12号）	“禁新建”改为“控新建”；“减存量，禁新增”改为“缓释存量，禁新增”。
2012年7月	银行间交易商协会	2012年6月下旬至7月初，银行间市场交易商协会两次召开会议，主题均是全面放松城投公司发行中期票据和短期融资券。	
2013-4-19	国家发展改革委	《国家发展改革委办公厅关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》（[2013]957号）	对企业债券发行申请，按照“加快和简化审核类”、“从严审核类”以及“适当控制规模和节奏类”三种情况进行分类管理。
2013-8-2	国家发展改革委	《关于进一步改进企业债券发行工作的通知》（发改办财经[2013]1890号）	简化加速企业债券发行。
2014-8-31	中华人民共和国预算法（2014年修正版）		综合考虑地方发展需要、化解地方政府债务、风险防范化解等多方面因素，在为地方政府举债“开正门”的同时，也设置了若干安全阀来“堵偏门”。
2014-9-26	国家发展改革委	《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》	从资产质量、融资成本和地方政府性债务风险等多个方面新增了城投企业的发债准入审核条件，提高发行主体的资产负债率标准，将企业债发行申报时间间隔由6个月延长至1年。
2014-10-2	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	明确政府债务的融资主体仅为政府及其部门，剥离融资平台政府融资功能。对政府融资平台企业存量债务的处理方式进行明确。
2014-10-23	财政部	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号）	启动地方政府存量债务清理甄别工作，并对甄别原则和时点均提出了明确要求，特别强调了债务的甄别和处理将依据审计口径。
2014-12-1	交易商协会	《关于进一步完善债务融资工具注册发行工作的通知》	不新增地方政府债务，明确规定要参考审计署、银监会以及财政部的融资平台名单，并以此进行排除。
2015-5-15	国务院	《国务院办公厅转发财政部人民银行银监会关于妥善解决地方政府融资平台公司》（国办发[2015]40号）	对银行业金融机构支持地方政府融资平台在建项目作出了系统要求。要求银行业金融机构要在全面把控风险前提下，不得盲目抽贷、压贷、停贷。

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- 2009年以来城投政策第三个3年大周期：15-18年的周期：
- 偏松——2015年5月-2017年5月，偏紧——2017年5月-2018年7月

日期	政策发布机构	政策名称	相关内容
2015-5-15	国务院	《国务院办公厅转发财政部人民银行银监会关于妥善解决地方政府融资平台公司》（国办发[2015]40号）	对银行业金融机构支持地方政府融资平台在建项目作出了系统要求。要求银行业金融机构要在全面把控风险前提下，不得盲目抽贷、压贷、停贷。
2015-5-15	财政部、央行、银监会	《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》（财库[2015]102号）	明确规定可以采用定向承销的方式置换地方债。
2015-11-30	国家发展改革委	《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》	简化申报程序，豁免发改委复核环节及放宽符合条件的发债企业数量指标限制等措施相继实施，进一步放松城投平台的融资限制。
2016-10-27	国务院	《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函[2016]88号）	对地方政府性债务风险应急机制作出了系统性安排。
2017-5-12	财政部、司法部、人民银行、银监会、证监会	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	加大违规担保清理力度；首次提出规范地方PPP融资；加强平台融资管理，不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式，要求或决定企业地方政府变相融资。
2017-6-2	财政部	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	坚持政府购买服务改革导向同时，严格限定政府购买服务的范围、严格规范政府购买服务预算管理、严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资。
2017-12-1	审计署	《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	制止地方政府违法违规举债、遏制隐性债务增量”，落脚点是“地方政府隐性债务风险”
2018-2-8	国家发展改革委、财政部	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	严格PPP模式适用范围，审慎评估政府付费类PPP项目、可行性缺口补助PPP项目发债风险，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。
2018-3-30	财政部	《关于规范金融企业对地方政府政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。
2018-7-23	国务院常务会		有效保障在建项目资金需求。引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- **城投政策新一轮的大周期：偏松——2018年7月-?**
- 从18年7月国务院常务会提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”开始，城投政策进入了新一轮周期的宽松阶段。

日期	政策发布机构	政策名称	相关内容
2018-7-23		国务院常务会	有效保障在建项目资金需求。引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾
2018-10-31	国务院	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用。
2018-12-5	国家发展改革委	《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（发改财金[2018]1806号）	鼓励优质企业将债权募集资金用于国家重大战略、重点领域和重点项目，再次强调加大补短板力度。
2019-3-5		2019年政府工作报告	鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019-3-13		沪深交易所	窗口指导放松地方融资平台发行公司债的申报条件。主要包括：对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比50%的上限限制，但不允许配套补流。
2019-6-10	中共中央办公厅，国务院办公厅	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

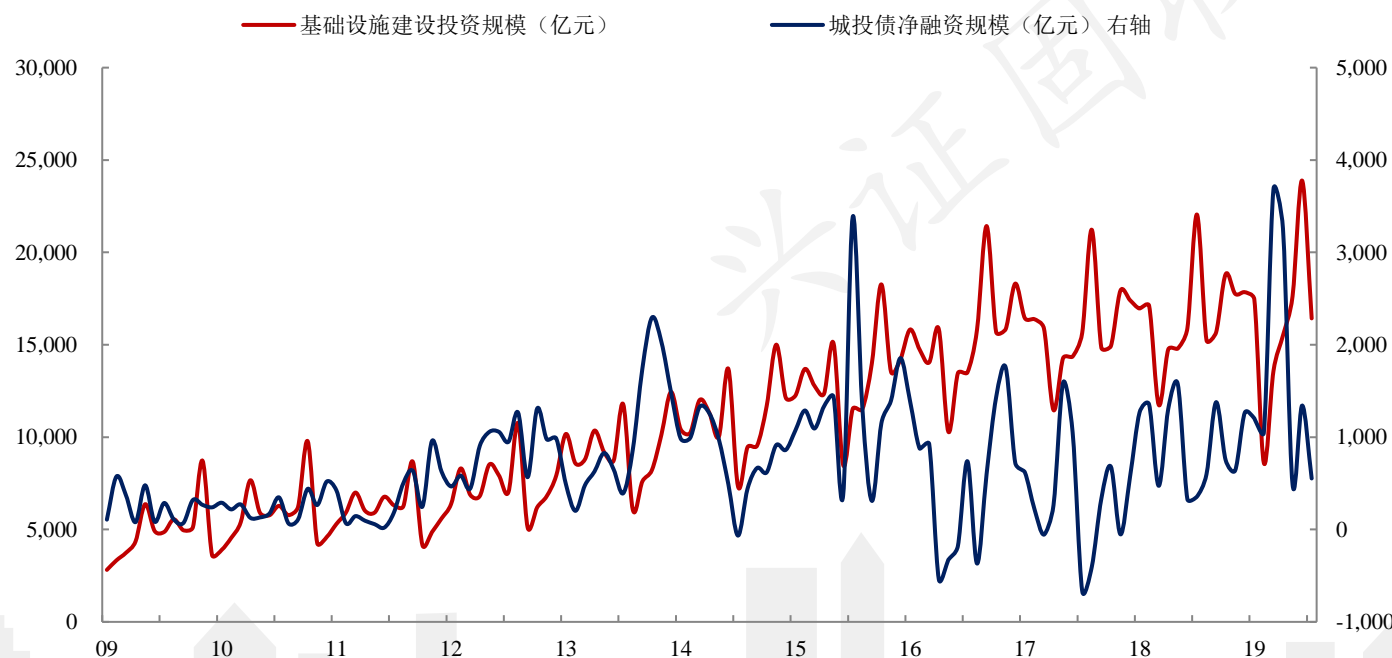
- 城投政策新一轮的大周期：偏松——2018年7月-？
- 在今年年初的疫情冲击、经济下行压力下，政策积极对冲，城投政策环境持续宽松将是大概率事件。因此，预计本轮城投政策的宽松周期或将更长。

日期	政策发布机构	政策名称	相关内容
2020-3-1	证监会	《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》	自2020年3月1日起，公司债券公开发行实行注册制。公司债券公开发行条件方面，删除了“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”的规定，取消了最低净资产规模要求等；在公司债券申请上市交易条件方面，删除了“公司债券的期限为一年以上”等条件。
2020-5-22	2020年政府工作报告		今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设
2020-6-18	国务院关于2019年中央决算的报告		综合采取各类措施稳妥化解存量隐性债务，严禁搞虚假化债，绝不为解决短期问题而留下后遗症。
2020-8-26	国家发展改革委	《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》	支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券；对已取得本专项企业债券发行注册通知的募投项目，优先安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金，以支持募投项目所需资金的足额到位，可降低募投项目的融资成本、拓宽项目资金来源。

1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- 历史上城投公司承担着政府投融资平台的职能，尤其是在经济下行周期，政策往往会通过加大基建投资托底经济，城投平台在其中发挥着重要作用。我们通过对历史城投债净融资与基建投资规模的变化趋势发现，两者呈现明显的正相关性。
- 在今年年初的疫情冲击、经济下行压力下，基建发力托底经济，在基建投资中具有重要地位的城投平台，其作用依然凸显。因此，我们预计本轮城投政策的宽松周期或将更长。

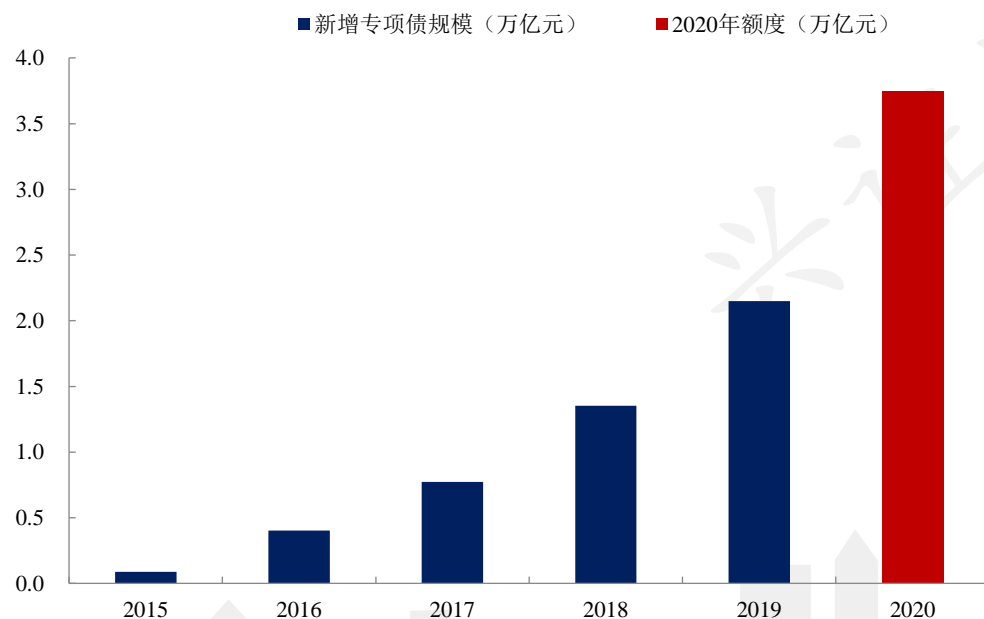
城投债净融资与基建投资趋势呈现出明显的正相关性（月度）



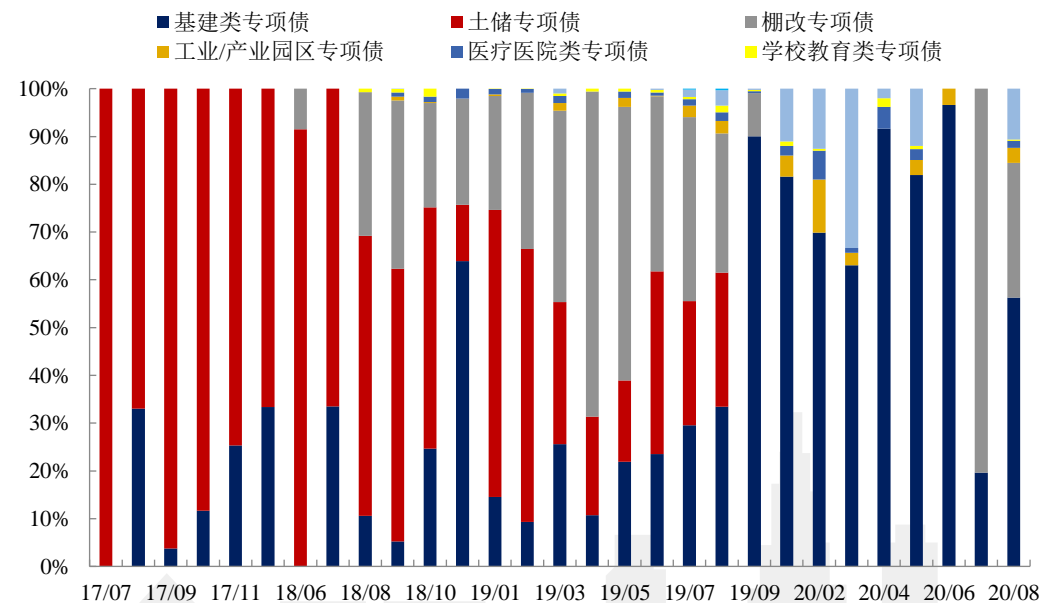
1、历史经验看，城投政策松紧演变大致3年为一个周期，本轮宽松周期或将更长

- 2020年政府工作报告明确了3.75万亿元的新增专项债规模，且今年以来专项债投向基建领域的占比上行明显。从资金投向来看，未来专项债重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设（包括新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设）。
- 城投平台或可因承接相关项目而受益，投资者也可以重点关注承接以上领域项目的城投平台投资机会。

2020年新增专项债额度大幅增加



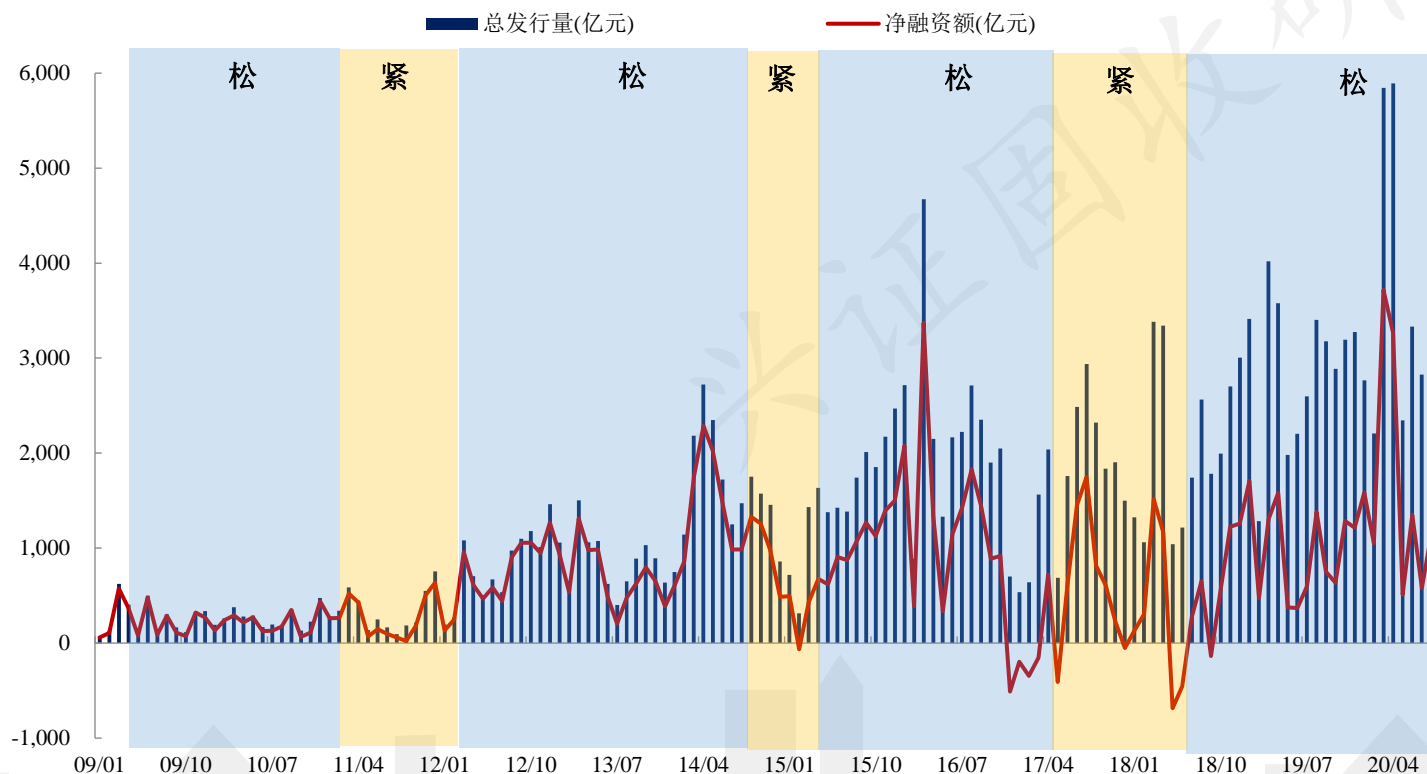
项目收益专项债基建投向占比上行明显



2、城投债一、二级市场表现也大致契合我们的城投政策周期观点

- 一级市场来看，在城投政策的宽松周期，城投债的发行和净融资往往逐渐放量，而在城投政策的趋紧周期，城投债的发行和净融资呈下行趋势。
- 18年7月以来的新一轮城投政策宽松周期下，城投债发行和净融资持续放量。

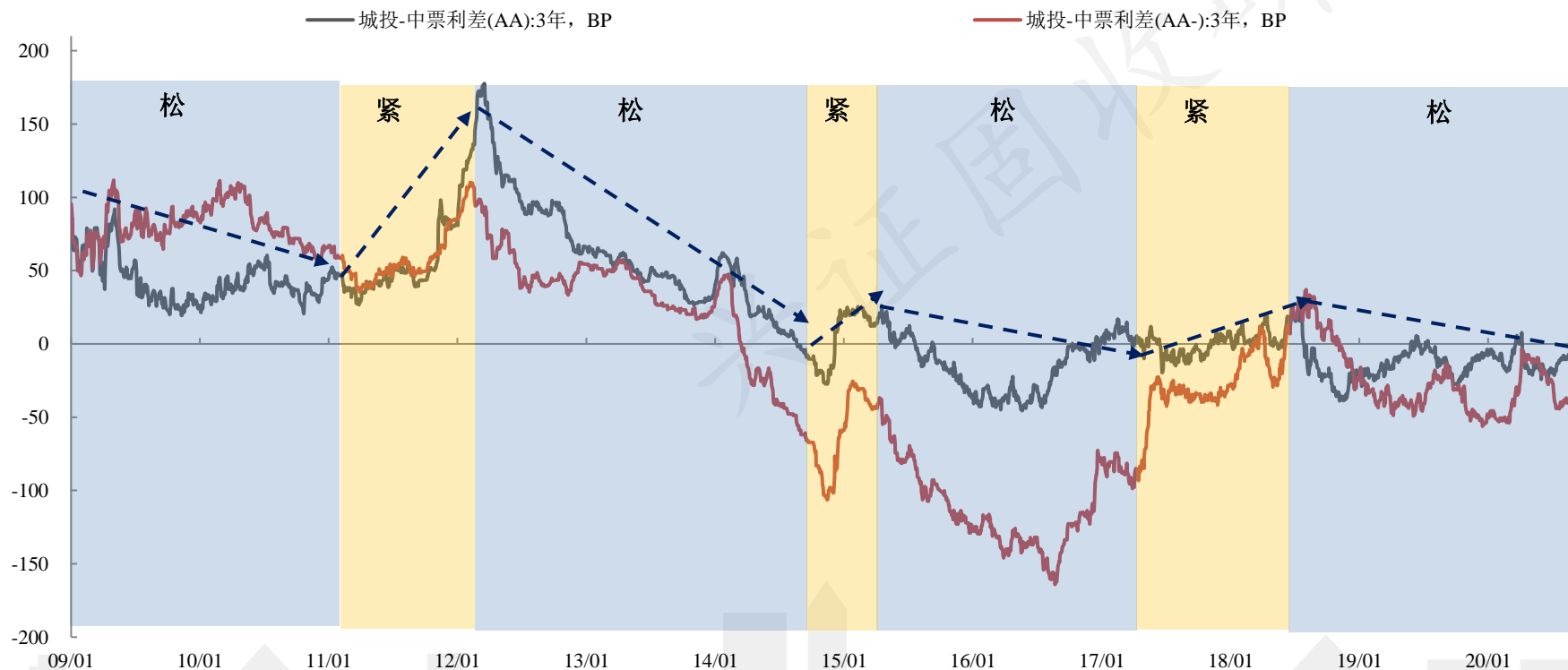
09年至今一级市场城投债发行与净融资规模（月度数据）



2、城投一、二级市场表现也大致契合我们的城投政策周期观点

- 二级市场来看，以3年期为例，各等级的城投债与对应等级中票的利差也随着城投政策环境的宽松和趋紧而呈现出收窄和走扩的规律。在城投政策环境宽松时期，城投债往往具有相对价值。
- 当前城投政策依然处于宽松周期，没有大的系统性风险，信用风险整体可控。

09年至今二级市场城投债与对应等级中票的利差变化



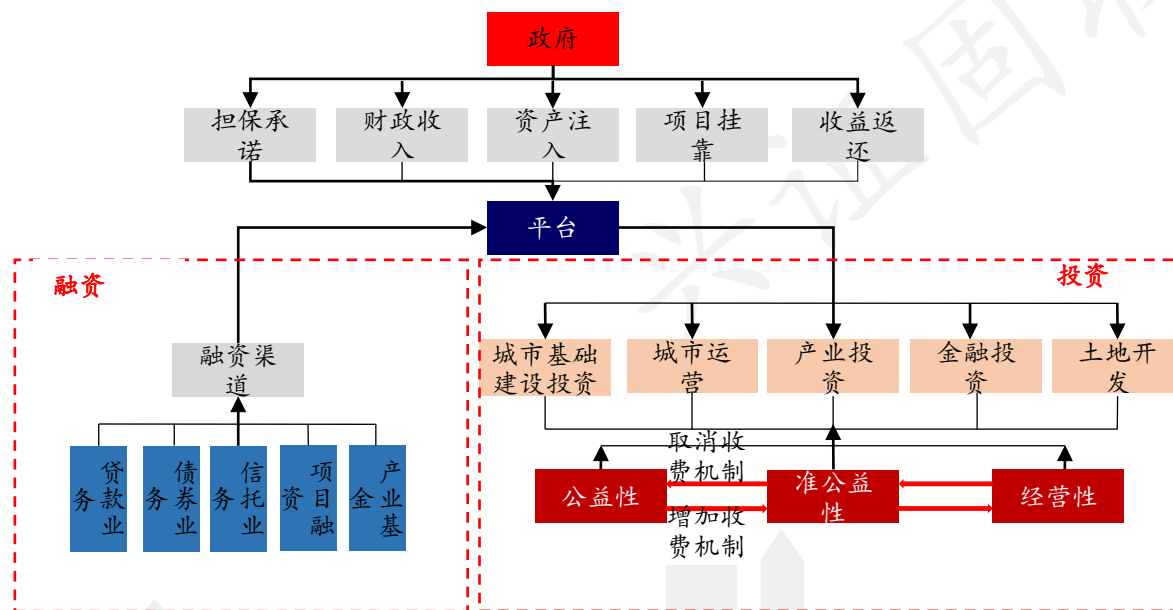
- 通过对2009年以来城投债政策松紧的演变梳理，我们发现城投政策的松紧演变大致呈现出3年一个周期（2年偏松1年偏紧）的规律。
- 从18年7月国务院常务会提出“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”开始，城投政策进入了新一轮周期的宽松阶段。
- 历史上城投公司承担着作为政府投融资平台的职能，尤其是在经济下行周期，政策往往会通过加大基建投资托底经济，城投平台在其中发挥着重要作用。在今年年初的疫情冲击、经济下行压力下，基建发力托底经济，在基建投资中具有重要地位的城投平台，其作用依然凸显。因此，我们预计本轮城投政策的宽松周期或将更长。
- 城投一、二级市场表现也大致契合我们的城投政策松紧周期观点。一级市场来看，在城投政策的宽松周期，城投债的发行和净融资往往逐渐放量，而在城投政策的趋紧周期，城投债的发行和净融资呈下行趋势。二级市场来看，以3年期为例，各等级的城投债与对应等级中票的利差也随着城投政策环境的宽松和趋紧而呈现出收窄和走扩的规律。在城投政策环境宽松时期，城投债往往具有相对价值。当前城投政策依然处于宽松周期，没有大的系统性风险，信用风险整体可控。

➤ 2、“信仰”背后的债务之辩——城投平台可能形成的隐性债务&债务化解

1、城投平台与地方债务的关系

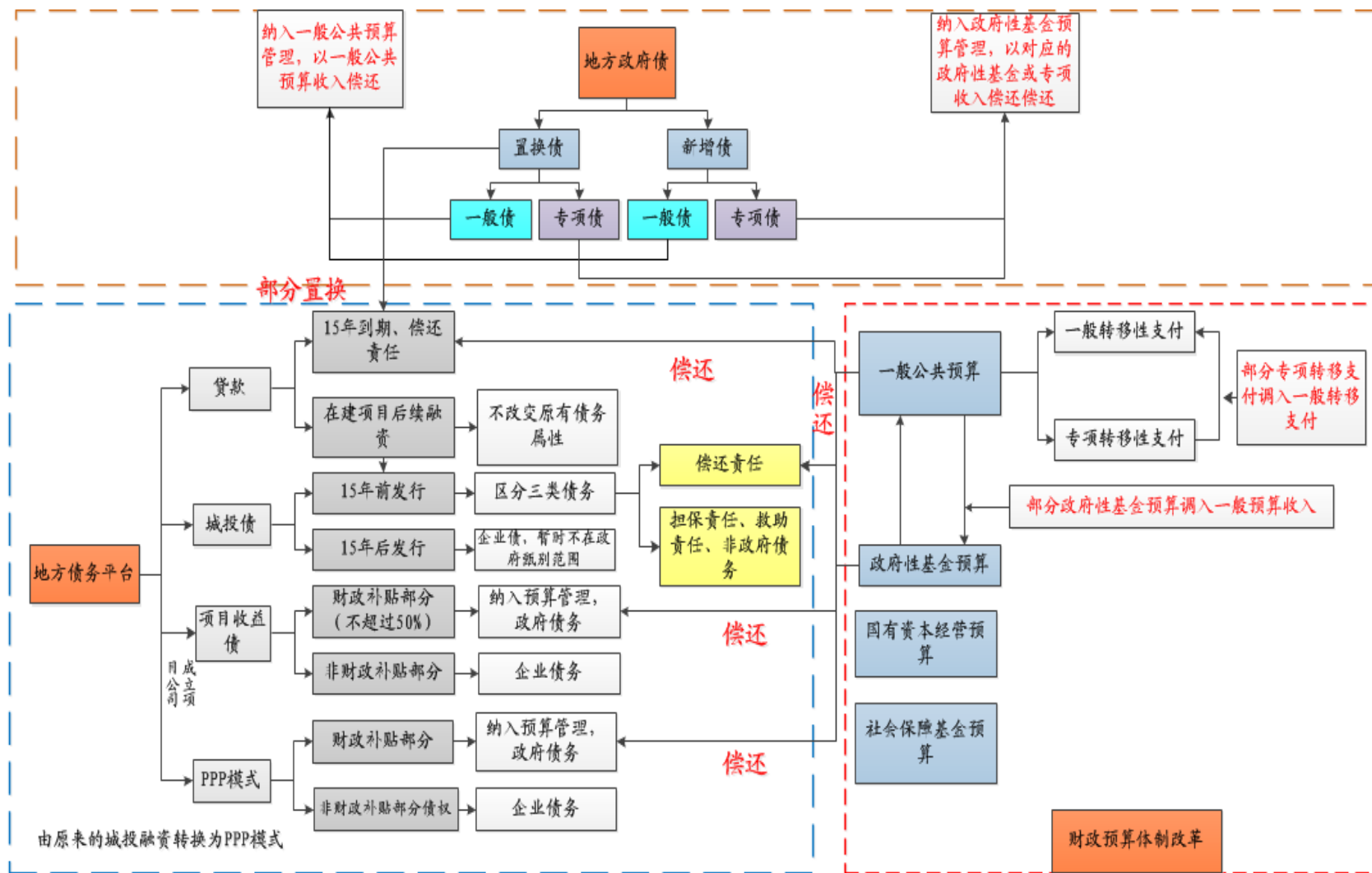
- 地方政府融资平台：既由地方政府出资，又主要从事基建和土地开发工作。
- 地方政府融资平台典型的两种：1、替地方政府融资，就是个融资工具；2、替地方政府做项目，政府给予一定的财政补贴和利润提成。

城投平台在土地财政中承担投资、融资功能



- 历史上，地方政府融资平台承担了地方政府的“胡雪岩式角色”，既由地方政府出资，又主要从事基建和土地开发工作，因此城投平台的背后往往有政府的“隐性背书”。

1、城投平台与地方债务的关系



- 在地方政府被允许发地方债之前，城投融资体系和地方财政预算体系高度挂钩，**这是为什么看当地财政投城投的逻辑。**
- 在地方债出台后，置换加速，“双轨制”下，城投金边属性加强。
- 地方债置换结束后，完全历史遗留问题的切割，从逻辑上讲，城投不再受益于当地财政。
- 而急速地清理地方隐性债务、去杠杆，压力是明显上升的，政策在逐步寻找力度和节奏的权衡。**

2、何为隐性债务？

- 什么是隐性债务尚无标准定义，但隐性是显性的相对词。
- 从理论上讲，隐性债务不属于地方政府债务，主要是通过不合规操作（担保、承诺等）或者变相举债（伪PPP和包装成政府购买等）形成。
- 政府负有偿还责任的债务属于直接显性债务；担保责任和救助责任债务属于或有显性债务，但政府不直接承担偿还责任。
- 根据逻辑推理，**隐性债务是指政府既没有负有偿还责任，也没有承担担保和救助的债务，但这些债务一旦出现危机，政府从公众利益的角度考虑，必然会加以干预，承担责任（即地方政府进行了刚兑）。**
- **最为直接的判断：15年之后形成的非地方债形式的债务，只要地方政府承担责任，都可能是隐性债务。**

隐性债务形成的四大原因

地方党政领导干部政绩观不正确	1、过度举债谋"政绩"，超出财力可能铺摊子，无序举债搞建设。2、违法违规或变相举借的债务缺乏预算约束，"借、用、还"管理脱节。
项目实施责任不落实	没有充分考虑地方政府还款能力，存在风险隐患。
金融机构推波助澜	1、存在财政兜底幻觉，没有按照市场化原则严格评估政府背景项目风险；2、一些中央企业向金融机构融资后，通过合同约定由地方政府回购或保证最低收益等方式。
违法违规融资行为问责不到位	违法违规举债上项目

三类债务类型的显性/隐性、直接/或有债务类型划分

	显性债务/隐性债务	直接债务/或有债务
负有偿还责任的债务	显性债务	直接债务
负有担保责任的债务	显性债务	或有债务
承担一定救助责任的债务	显性债务	或有债务

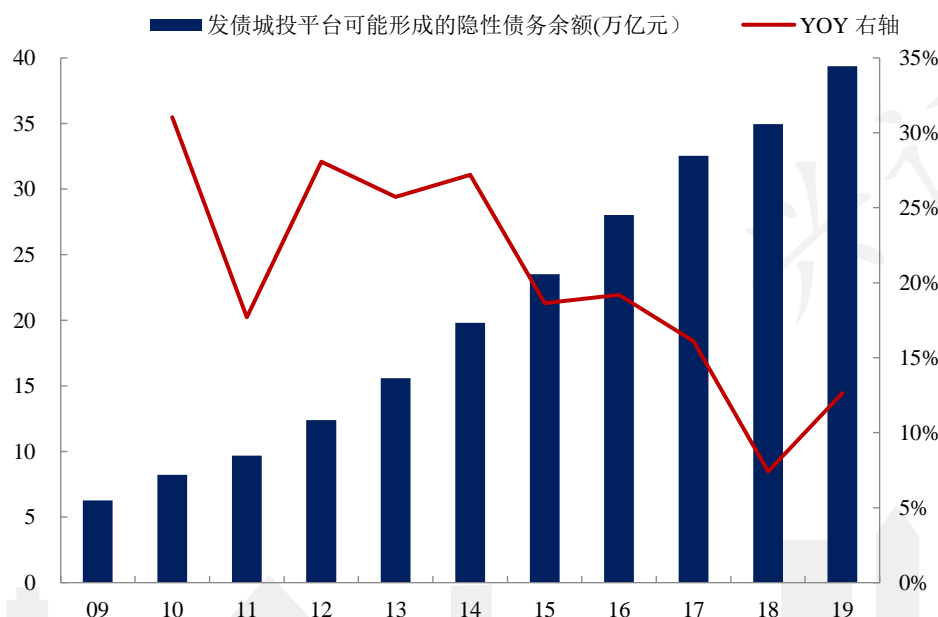
2、何为隐性债务？

- 就具体的债务形式看，隐性债务存在于贷款和信托融资的可能性较大。
- 就融资平台而言，（其他应收款项-其他应付款）也可能是隐性债务来源。
- ✓ 其他应收和其他应付款项起到与当地政府重要的资金沟通桥梁，一是可以起到扩充报表的作用，二是把一些职责不清晰、项目不透明的科目放入其他应付/其他应收科目中。
- ✓ 但其他应收属于资产方，重复计算的部分无法完全排除。
- 我们测算发债城投平台所形成的隐性债务：广义贷款（贷款+非标）+债券+其他应收-其他应付，因为仅依靠城投自身盈利难以偿还，只要政府有兜底的意愿或者还有实际兜底的动作，就可算作隐性债务。
- ✓ 具体测算中，主要涉及到发债城投平台资产负债表中的以下会计科目：短期借款、长期借款、应付短期债券、应付债券、一年内到期的非流动负债、其他应收款、其他应付款。
- ✓ 由于债务计算口径中含有减项，因此在测算到具体某区域的隐性债务余额时，有可能出现为负的情况；
- ✓ 由于融资平台存在母子公司情况，为避免重复计算，我们将子公司的债务情况剔除。

3、隐性债务的大体匡算：2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹

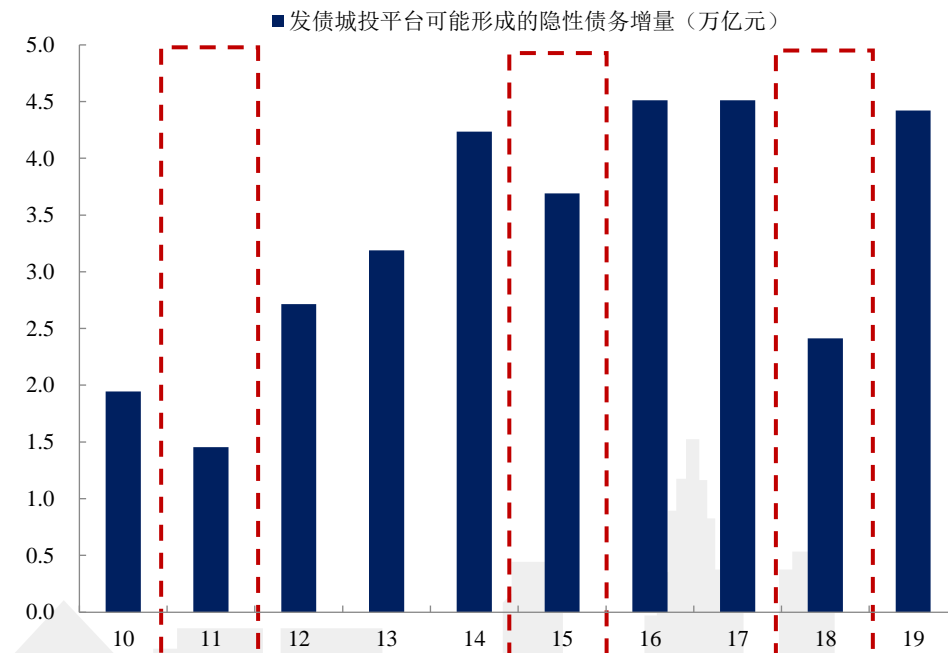
- 在“稳存量、控增量”的思路下，2018年发债城投平台可能形成的隐性债务余额增长趋势放缓，但在宽松的政策环境下，2019年发债城投平台可能形成的存量隐性债务规模的增速出现反弹，余额达到了39.4万亿元。

发债城投平台可能形成的隐性债务余额（按债务类型，万亿元）



注：
数据截至2020年9月14日。
由于存在少数平台2019年财报尚未披露（对应2018年形成的隐性债务余额0.52万亿），因此测算结果会有一定低估，但对总量影响不大，特此说明。

发债城投平台可能形成的隐性债务增量规模（按债务类型，万亿元）



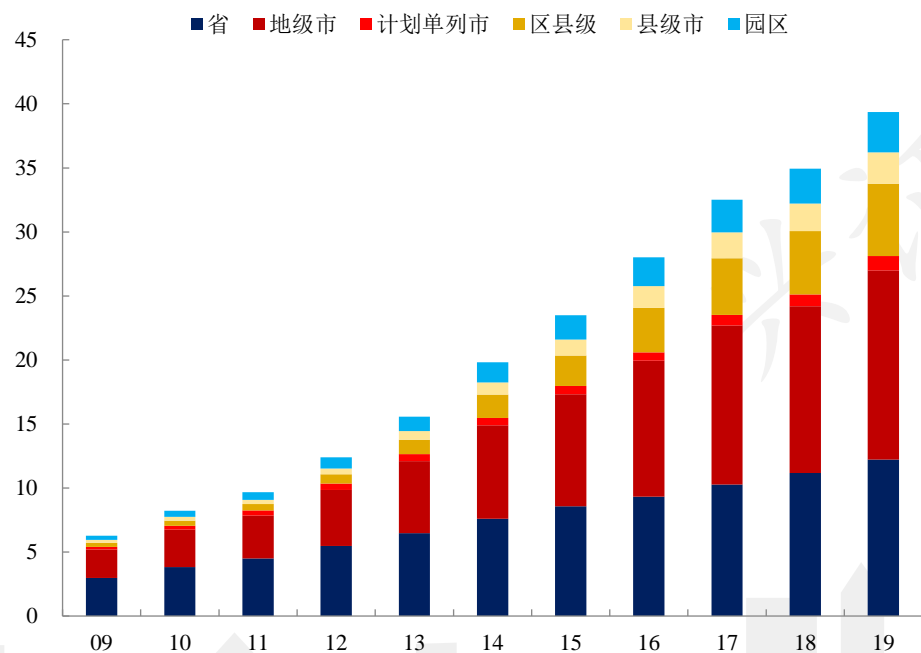
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

3、隐性债务的大体匡算：2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹

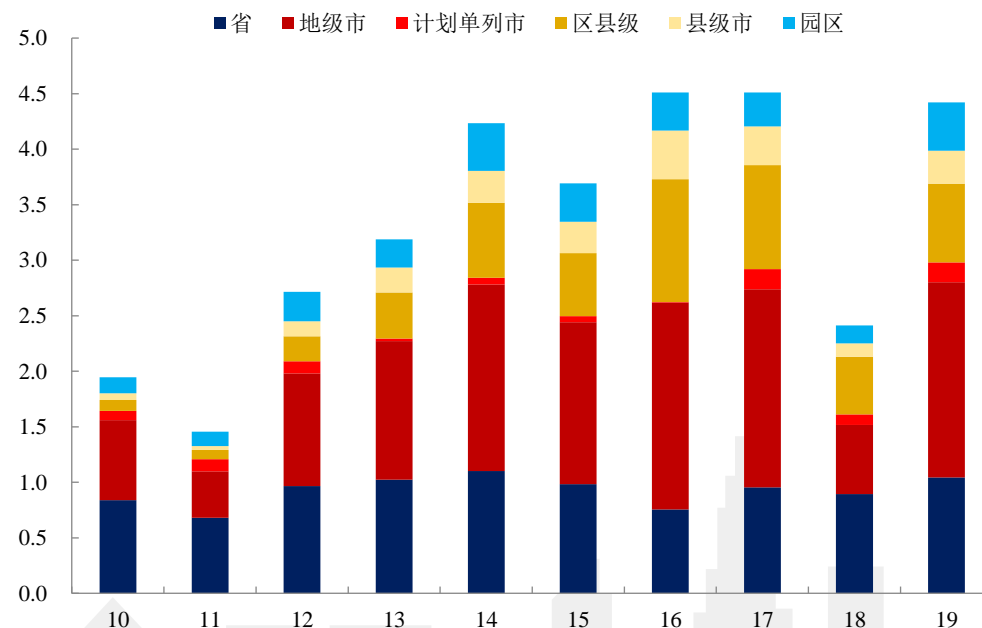
- 按发债城投平台的行政级别维度来看，2019年隐性债务规模的增量边际主要集中于地级市、区县级/县级市等平台。省级平台的债务增量相对稳定，在宽松的政策环境下，地级市、区县级/县级市等平台“加杠杆”势头较猛。

发债城投平台可能形成的隐性债务余额（按行政级别，万亿元）



注：未披露19年财报数据的城投平台18年的存量隐性债务规模：省级1091.5亿元；地级市2221.0亿元；计划单列市-19.0亿元；区县级1028.3亿元；县级市384.6亿元；园区540.0亿元。

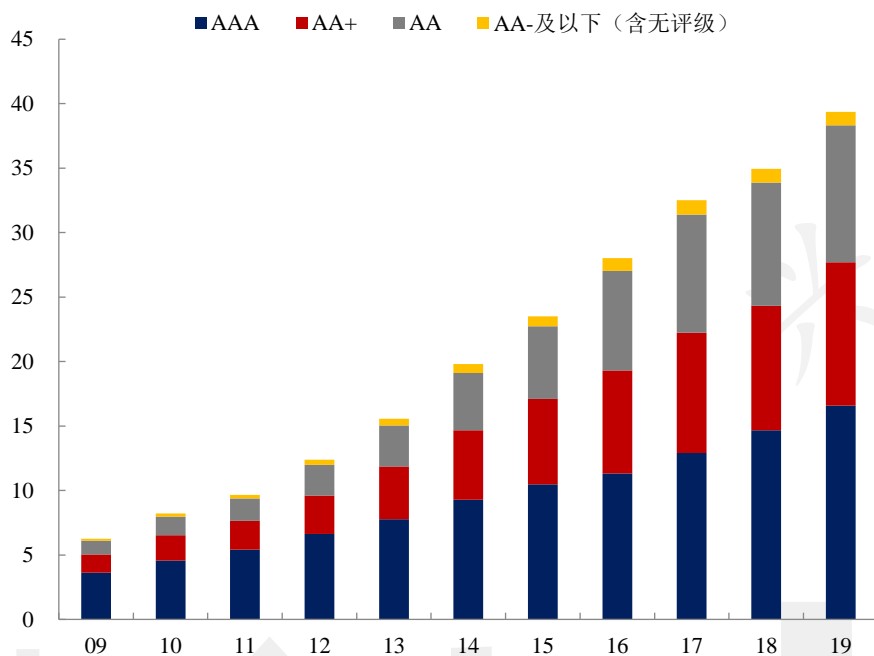
发债城投平台可能形成的隐性债务增量规模（按行政级别，万亿元）



3、隐性债务的大体匡算：2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹

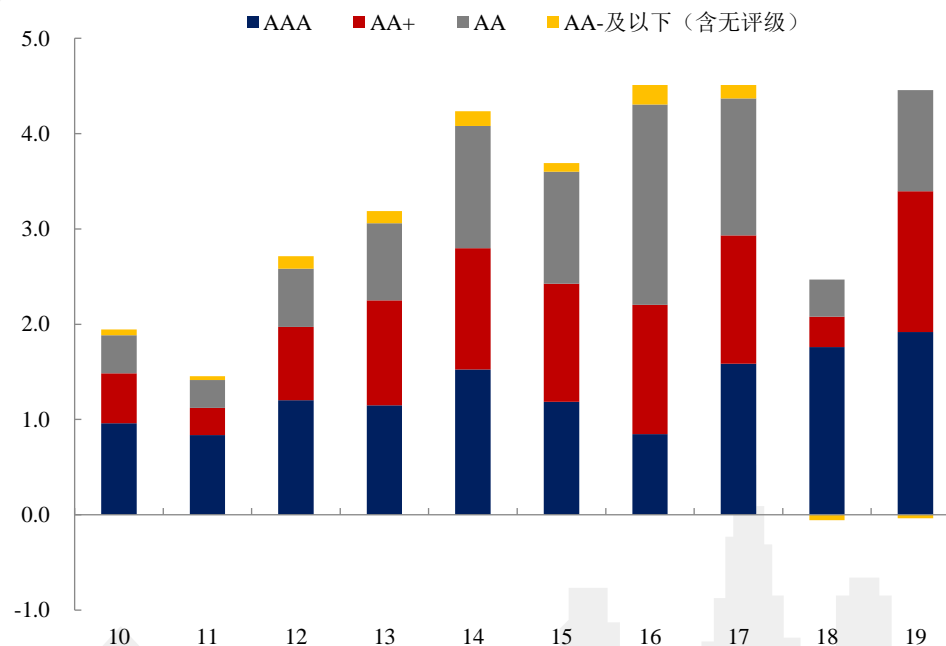
- 按发债城投平台的主体评级来看，2019年隐性债务规模的增量更多集中在AA及以上等级城投平台，尤其是AA+和AA级平台增量较2018年提升明显，AAA级平台增量相对稳定；而AA-及以下弱资质平台隐性债务规模变化不大（或也是市场化选择的结果）。

发债城投平台可能形成的隐性债务余额（按评级，万亿元）



注：未披露19年财报数据的城投平台18年的存量隐性债务规模：
AAA级平台242.3亿元；
AA+级平台967.0亿元；
AA级平台2820.0亿元；
AA-及以下级平台1217.1亿元。

发债城投平台可能形成的隐性债务增量规模（按评级，万亿元）

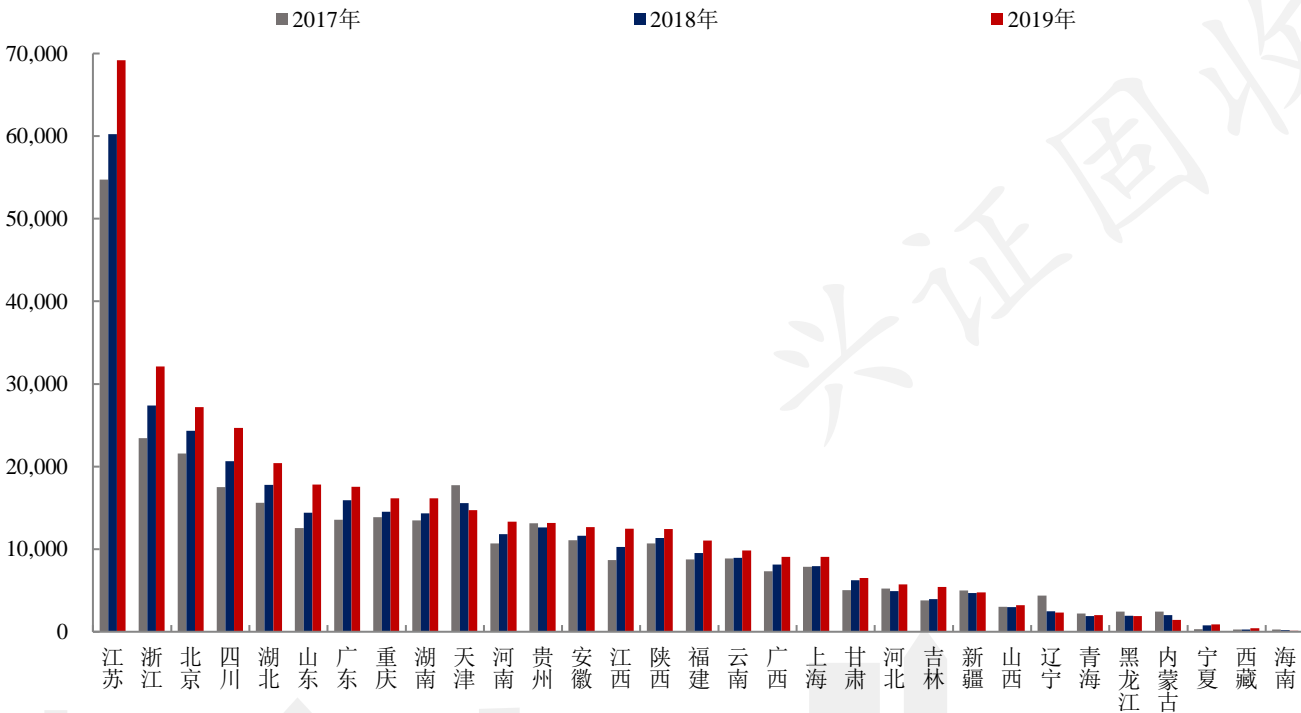


3、隐性债务的大体匡算：2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹

- 按各地区发债城投平台可能形成的存量隐性债务规模来看，2019年江苏、浙江、北京等地的存量规模依然位居前列；海南、西藏、宁夏等地区相对较少（这与统计口径仅为发债城投平台也有一定的关系）。

未披露19年财报数据的城投平台18年的存量隐性债务规模：

发债城投平台可能形成的隐性债务余额（按地区，亿元）



地区	存量隐性债务规模 (亿元)
江苏	1028.72
内蒙古	422.01
甘肃	402.98
天津	387.90
云南	356.67
陕西	311.28
广西	309.24
河南	293.78
广东	274.56
湖南	245.57
山东	221.30
黑龙江	168.97
浙江	141.36
贵州	133.78
安徽	121.14
四川	112.29
福建	96.42
海南	70.45
辽宁	50.45
重庆	28.95
新疆	25.89
北京	25.19
江西	24.32
湖北	10.48
山西	3.67
上海	-20.96

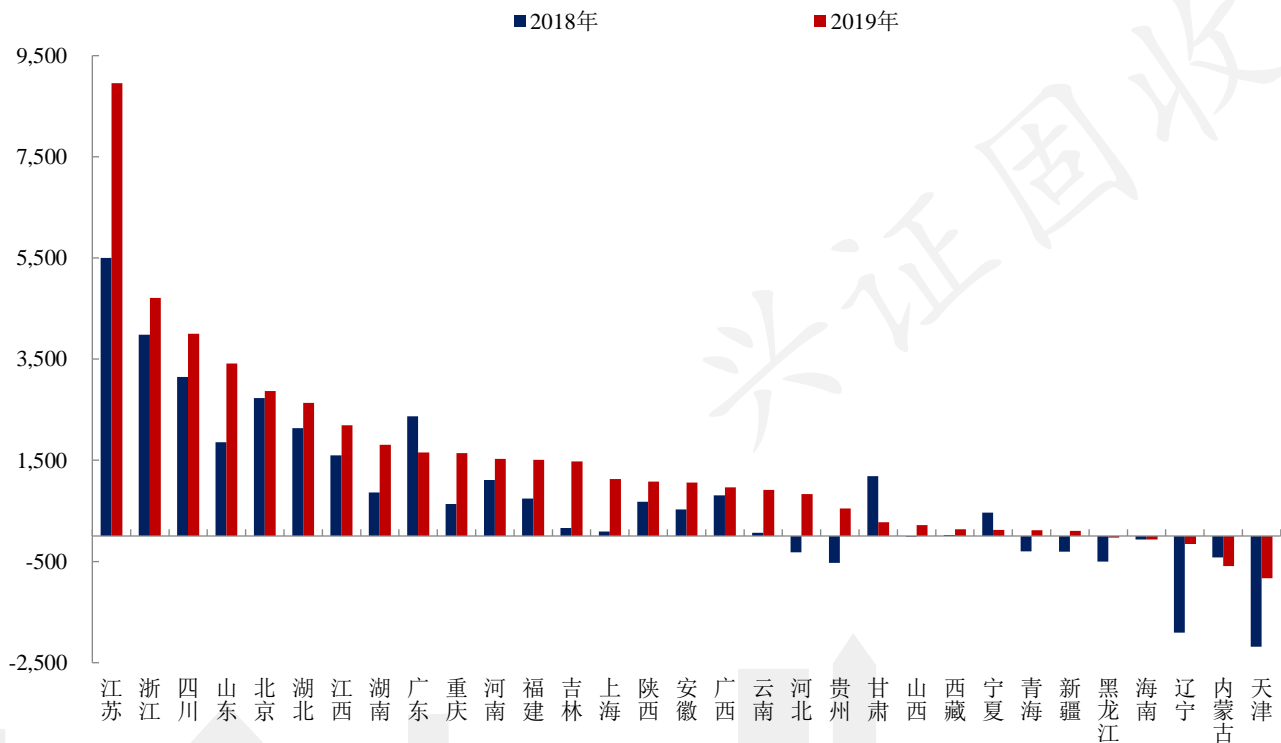
3、隐性债务的大体匡算：2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹



- 按各地区发债城投平台可能形成的隐性债务增量来看，2019年江苏、浙江、四川等地的增量较多，而天津、内蒙古、辽宁等地发债城投平台可能形成的隐性债务规模反而在压降。

未披露19年财报数据的城投平台18年的存量隐性债务规模：

发债城投平台可能形成的隐性债务增量规模（按地区，亿元）

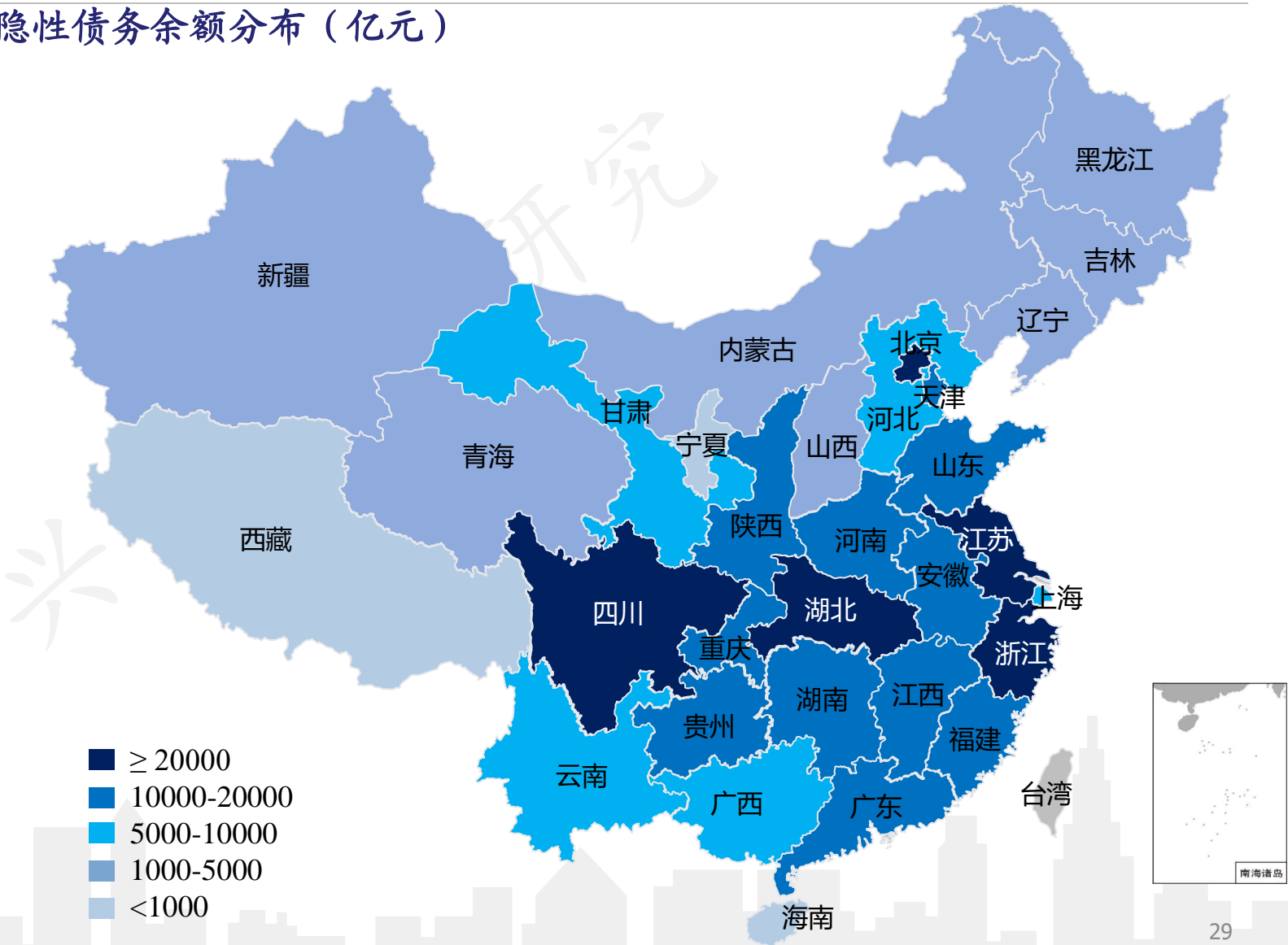


地区	存量隐性债务规模 (亿元)
江苏	1028.72
内蒙古	422.01
甘肃	402.98
天津	387.90
云南	356.67
陕西	311.28
广西	309.24
河南	293.78
广东	274.56
湖南	245.57
山东	221.30
黑龙江	168.97
浙江	141.36
贵州	133.78
安徽	121.14
四川	112.29
福建	96.42
海南	70.45
辽宁	50.45
重庆	28.95
新疆	25.89
北京	25.19
江西	24.32
湖北	10.48
山西	3.67
上海	-20.96

4、关注 2019年各地区城投平台可能形成的隐性债务压力分化

全国各地区发债城投平台可能形成的隐性债务余额分布（亿元）

	隐性债务余额 (亿元)	对应地区
第一梯队	≥ 20000	江苏（“一枝独秀”）、浙江、北京、四川、湖北
第二梯队	10000-20000	山东、广东、重庆、湖南、天津、河南、贵州、安徽、江西、陕西、福建
第三梯队	5000-10000	云南、广西、上海、甘肃、河北、吉林
第四梯队	1000-5000	新疆、山西、辽宁、青海、黑龙江、内蒙古
第五梯队	< 1000	宁夏、西藏、海南



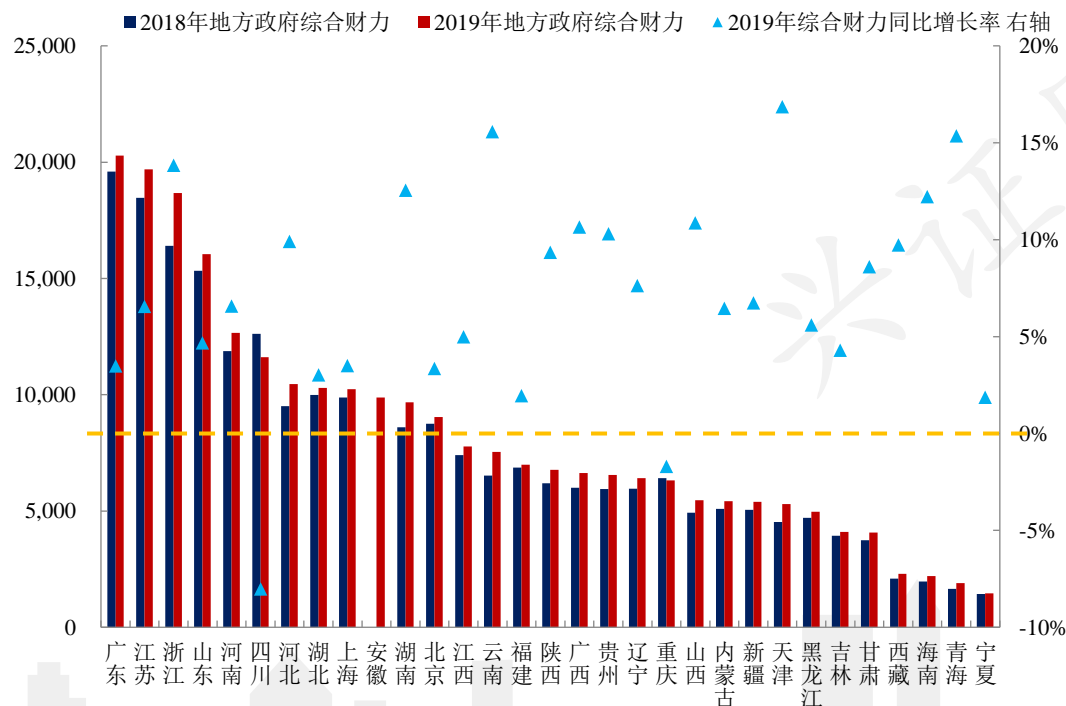
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

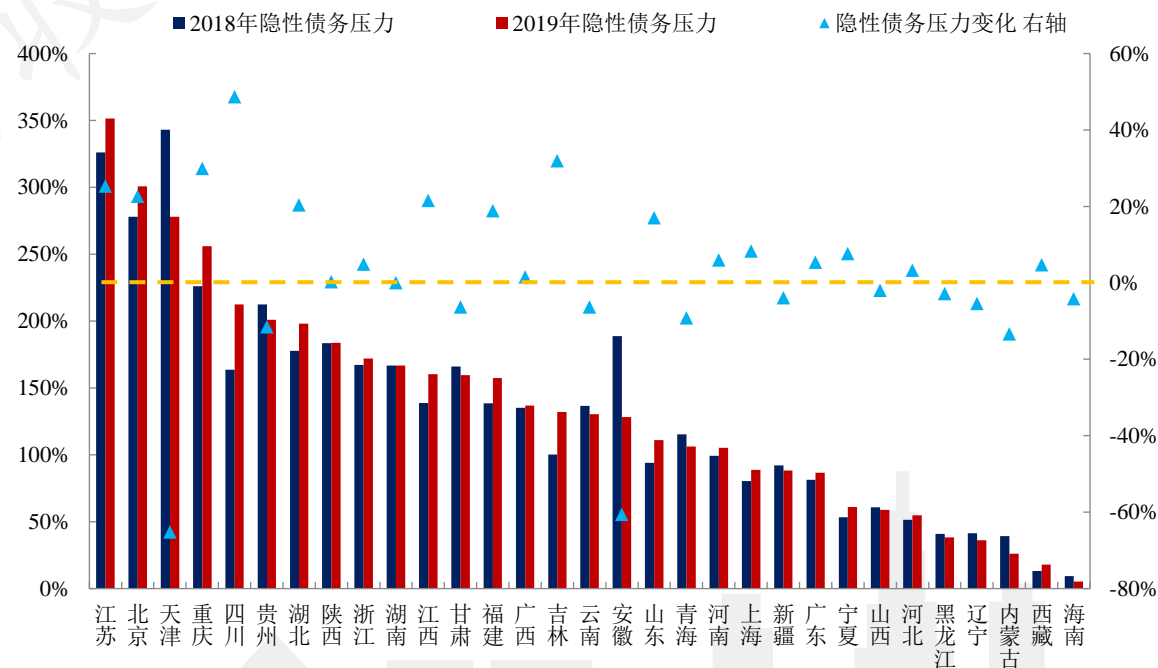
4、关注 2019年各地区城投平台可能形成的隐性债务压力分化

- 我们采用各地区发债城投平台可能形成的隐性债务余额/地方政府综合财力，来衡量各地区的隐性债务压力（其中各省的政府综合财力=全省一般公共预算收入+全省政府性基金预算收入+中央转移支付收入）
- 相较于2018年，2019年各地区隐性债务压力表现分化，其中四川、重庆、吉林等地区2019年隐性债务压力增加明显，而天津等地区压力则有所缓和。

各地区2018年和2019年的政府综合财力（亿元）



各地区2018年和2019年的隐性债务压力



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

注：安徽省2018年政府性基金收入缺失，导致2018年债务压力有所高估

4、关注 2019 年各地区城投平台可能形成的隐性债务压力分化

2018年和2019年各地区发债城投平台可能形成的隐性债务余额、隐性债务压力的变化

地区	发债城投平台可能形成的隐性债务余额（亿元）			地方政府综合财力（亿元）			隐性债务压力		
	2019年	2018年	变动	2019年	2018年	变动	2019年	2018年	变动
四川	24653.66	20650.97	4002.68	11606.85	12617.77	-1010.92	212.4%	163.7%	48.7%
吉林	5409.21	3931.75	1477.46	4098.15	3928.94	169.21	132.0%	100.1%	31.9%
重庆	16152.68	14509.34	1643.34	6308.92	6417.19	-108.27	256.0%	226.1%	29.9%
江苏	69202.08	60249.47	8952.61	19686.02	18472.55	1213.47	351.5%	326.2%	25.4%
北京	27180.81	24312.90	2867.92	9041.48	8747.30	294.18	300.6%	277.9%	22.7%
江西	12454.63	10265.53	2189.10	7769.61	7400.54	369.07	160.3%	138.7%	21.6%
湖北	20391.92	17756.98	2634.94	10296.31	9993.07	303.24	198.1%	177.7%	20.4%
福建	11013.20	9504.86	1508.33	6994.73	6860.76	133.97	157.4%	138.5%	18.9%
山东	17811.09	14401.61	3409.49	16046.33	15329.74	716.59	111.0%	93.9%	17.1%
上海	9066.68	7937.18	1129.50	10231.84	9885.16	346.68	88.6%	80.3%	8.3%
宁夏	887.02	760.91	126.11	1458.17	1431.34	26.83	60.8%	53.2%	7.7%
河南	13322.19	11793.23	1528.97	12655.64	11875.19	780.45	105.3%	99.3%	6.0%
广东	17558.13	15903.89	1654.24	20279.03	19596.15	682.88	86.6%	81.2%	5.4%
浙江	32107.32	27400.29	4707.03	18666.04	16396.48	2269.56	172.0%	167.1%	4.9%
西藏	409.33	274.20	135.13	2292.32	2088.90	203.42	17.9%	13.1%	4.7%
河北	5723.88	4890.57	833.30	10452.39	9509.11	943.28	54.8%	51.4%	3.3%
广西	9074.04	8107.90	966.14	6636.97	5998.13	638.84	136.7%	135.2%	1.5%
陕西	12435.07	11354.52	1080.55	6766.87	6188.19	578.68	183.8%	183.5%	0.3%
湖南	16138.77	14335.92	1802.85	9678.77	8598.53	1080.24	166.7%	166.7%	0.0%
山西	3208.49	2989.75	218.75	5460.25	4924.92	535.33	58.8%	60.7%	-1.9%
黑龙江	1894.45	1925.65	-31.21	4972.14	4708.35	263.79	38.1%	40.9%	-2.8%
新疆	4762.41	4658.28	104.13	5396.39	5055.32	341.07	88.3%	92.1%	-3.9%
海南	114.12	183.30	-69.19	2201.75	1961.77	239.98	5.2%	9.3%	-4.2%
辽宁	2308.26	2465.65	-157.39	6418.55	5963.03	455.52	36.0%	41.3%	-5.4%
云南	9833.89	8919.72	914.18	7543.19	6526.86	1016.33	130.4%	136.7%	-6.3%
甘肃	6493.19	6215.18	278.01	4067.38	3744.95	322.43	159.6%	166.0%	-6.3%
青海	2017.05	1898.98	118.06	1901.23	1648.00	253.23	106.1%	115.2%	-9.1%
贵州	13160.99	12614.88	546.11	6552.50	5940.31	612.19	200.9%	212.4%	-11.5%
内蒙古	1407.14	2001.36	-594.21	5426.54	5096.77	329.77	25.9%	39.3%	-13.3%
安徽	12654.05	11594.17	1059.88	9874.80	6143.01	3731.79	128.1%	188.7%	-60.6%
天津	14717.04	15547.76	-830.72	5295.73	4531.57	764.16	277.9%	343.1%	-65.2%

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

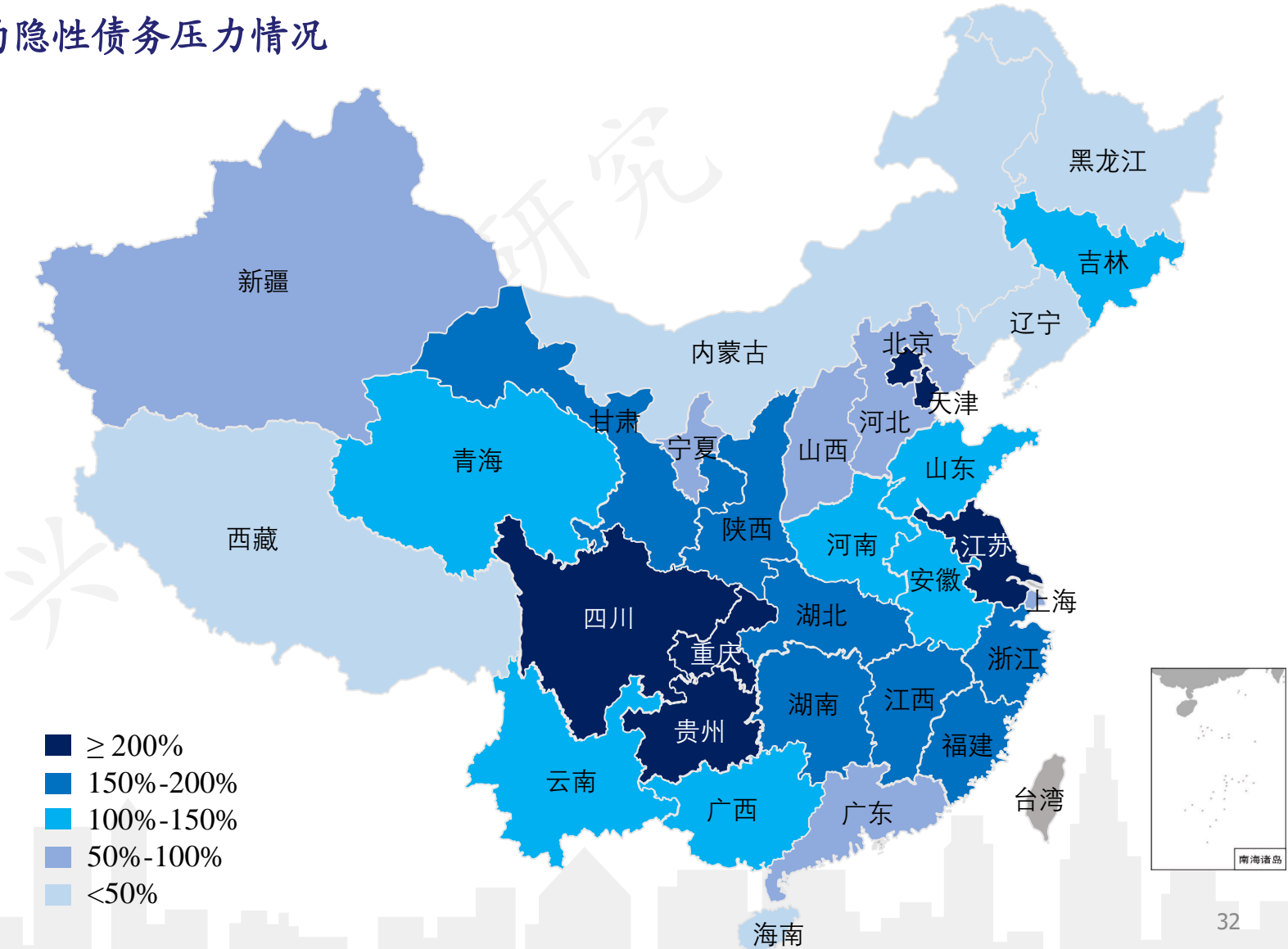
注：安徽省2018年政府性基金收入缺失，导致2018年债务压力有所高估

慧博资讯 专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

4、关注 2019年各地区城投平台可能形成的隐性债务压力分化

全国各地区发债城投平台可能形成的隐性债务压力情况

	2019年隐性 债务压力	地区
第一梯队	≥ 200%	江苏、北京、天津、重庆、 四川、贵州
第二梯队	150%-200%	湖北、陕西、浙江、湖南、 江西、甘肃、福建
第三梯队	100%-150%	广西、吉林、云南、安徽、 山东、青海、河南
第四梯队	50%-100%	上海、新疆、广东、宁夏、 山西、河北
第五梯队	<50%	黑龙江、辽宁、内蒙古、西 藏、海南

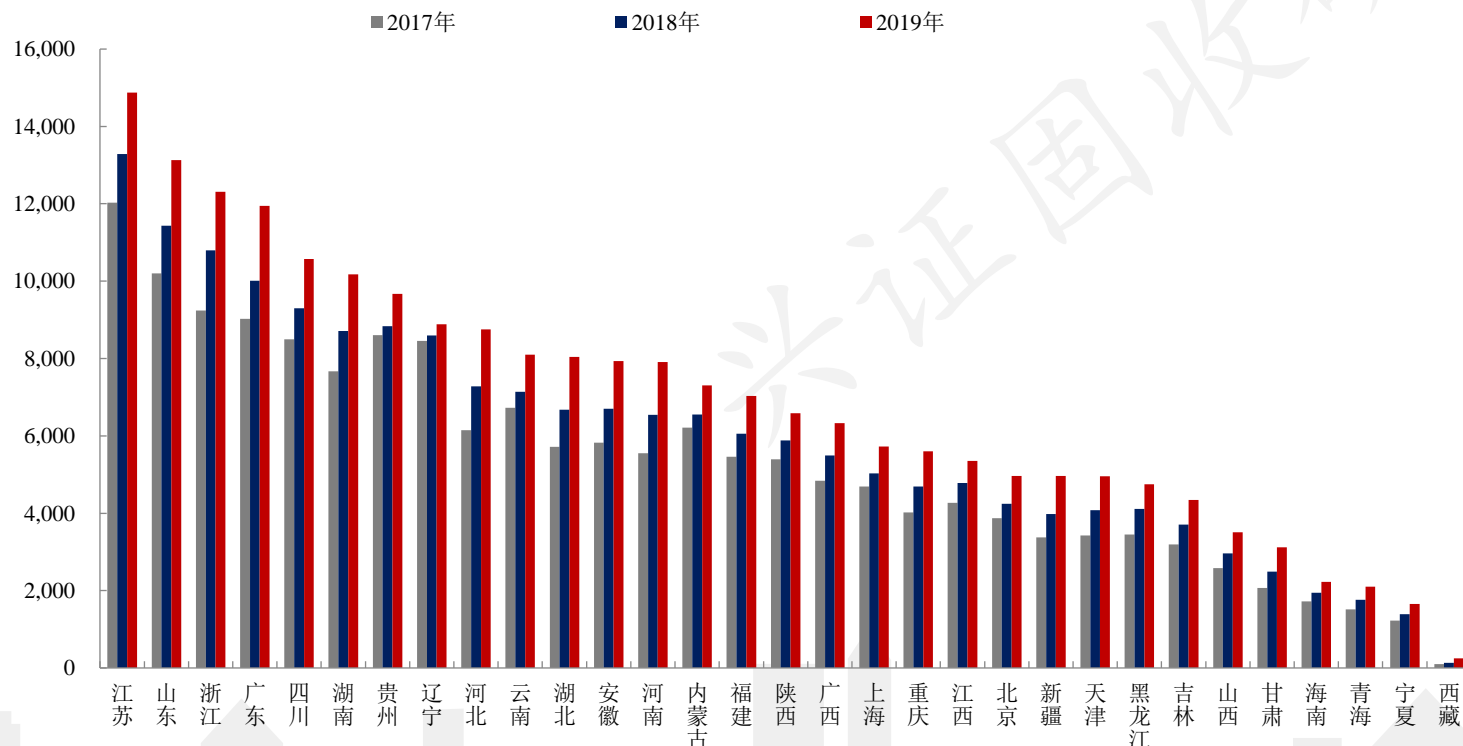


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

5、各地区的显性债务（地方政府债）压力也要综合考量

- 在通过“稳存量、控增量”来“堵偏门”的同时，也在为地方政府举债“开正门”。因此，除了对隐性债务压力保持关注外，各地区的显性债务（地方政府债）的规模和压力情况也需要综合考量。
- 2017-2019年，各地区地方政府债余额持续增长，19年来看，江苏、山东、浙江等地的地方政府债存量规模位居前列。

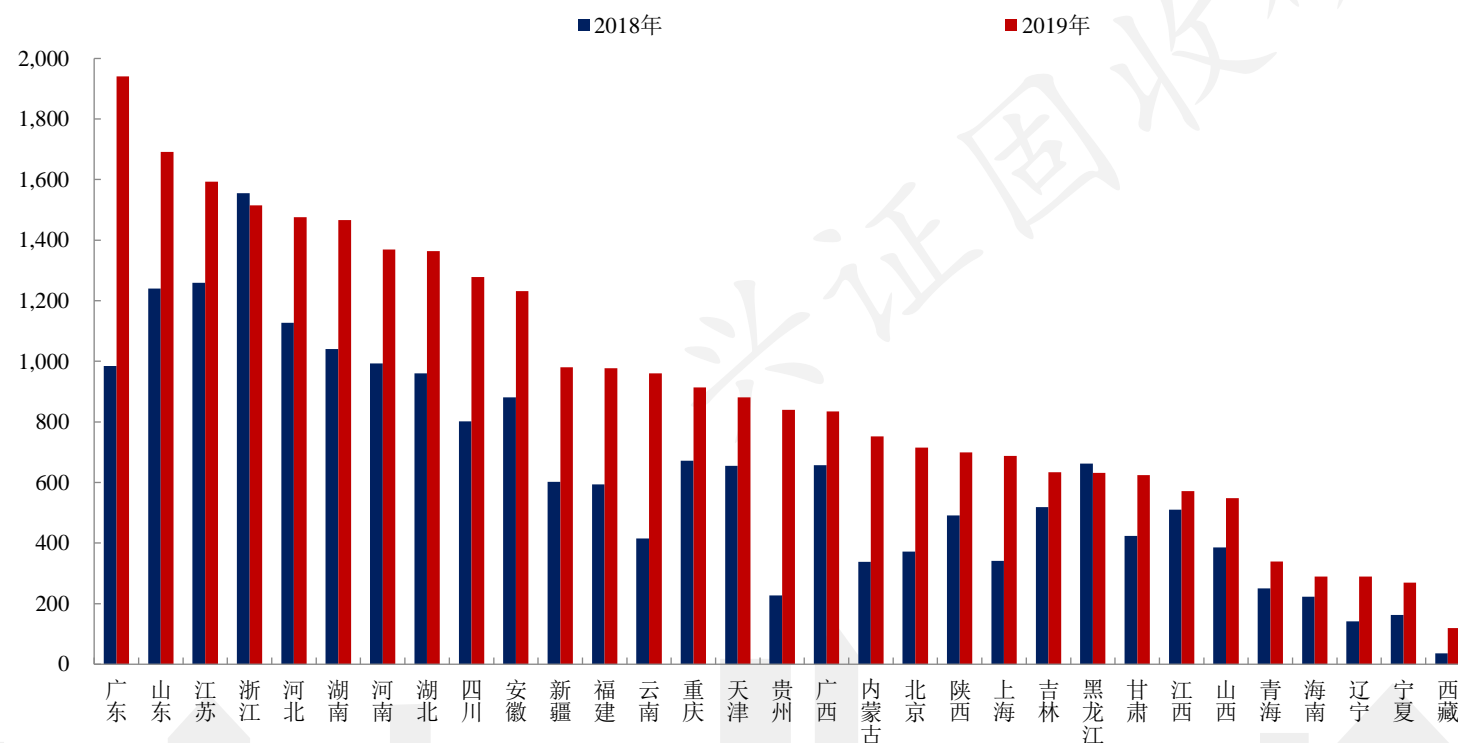
各地区地方政府债余额（按地区，亿元）



5、各地区的显性债务（地方政府债）压力也要综合考量

- 从增量角度看，相较于2018年，2019年各地区地方政府债增量皆有所增加，尤其是广东、山东、江苏等地区。此外，诸如天津、内蒙古、辽宁等地发债城投平台可能形成的隐性债务规模2019年在压降的地区，其地方政府债的增量并不少。

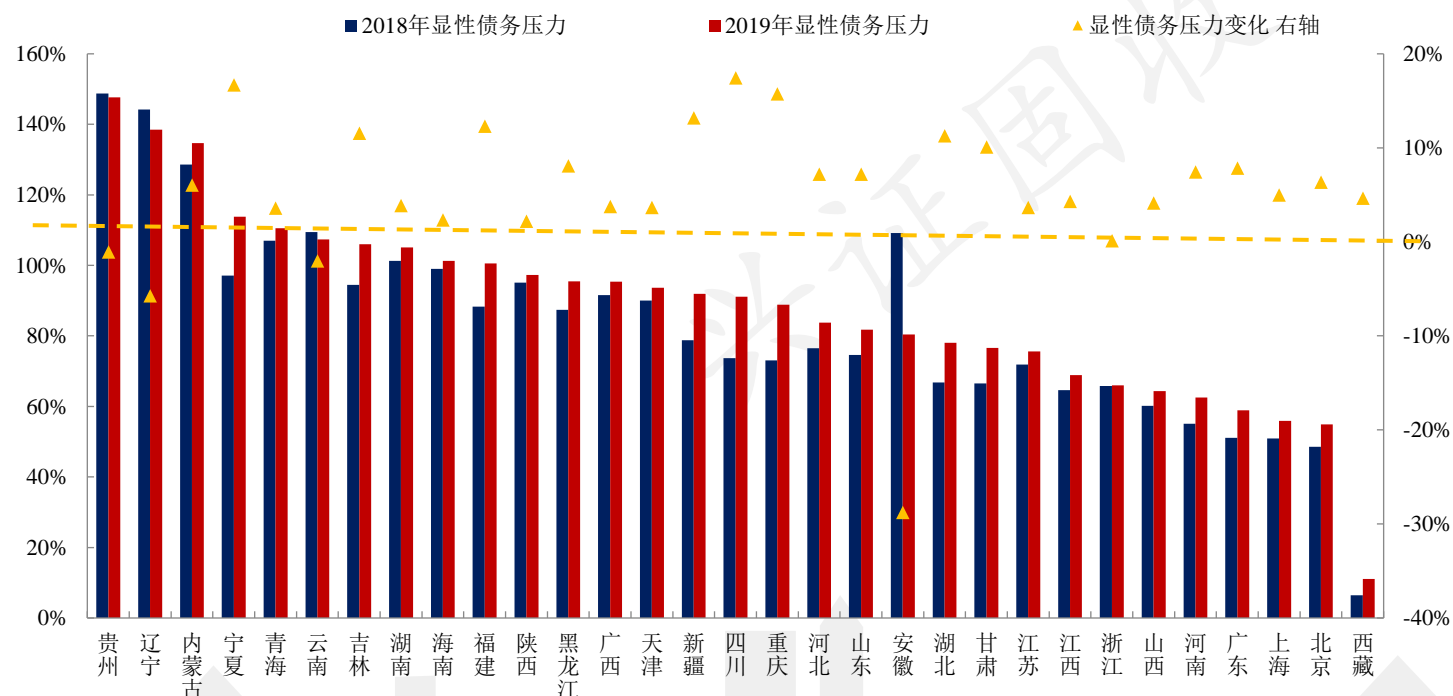
各地区地方债增量（按地区，亿元）



5、各地区的显性债务（地方政府债）压力也要综合考量

- 我们同样采用各地区地方政府债务余额/地方政府综合财力，来衡量各地区的显性债务压力（其中各省的政府综合财力=全省一般公共预算收入+全省政府性基金预算收入+中央转移支付收入）
- 相较于2018年，多数地区2019年显性债务压力在上升，诸如天津地区，虽然隐性债务压力有所缓和，但显性债务压力却在上升。

各地区2018年和2019年的显性债务压力



6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 本着“遏制增量，化解存量”的原则，地方政府隐性债务的化解工作在持续推进中。在2018年8月的《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》中，已经提到了包括安排财政资金偿还等化解存量隐性债务的6种主要思路。根据2018年8月份《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》提到的“省级政府对本辖区债务负总责，省级以下政府各负其责，重点加强对高风险地区债务化解力度”。预计隐性债务的化解将更加注重地区的差异化和化解方案的多元化，以时间换空间。

化解存量隐性债务的6种主要思路

	化解思路	内容
1	安排财政资金偿还	安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还的债务规模
2	出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还	通过出让相关股权取得收益偿还的债务规模
3	利用项目结转资金、经营收入偿还	由企事业单位利用项目结转资金、经营收入偿还（不含财政补助资金）的债务规模
4	合规转化为企业经营性债务	将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务的规模
5	借新还旧、展期等方式偿还	由企事业单位协商金融机构通过借新还旧、展期等方式偿还的债务规模
6	采用破产重整或清算方式化解	对债务单位进行破产重整，并按照公司法等法律法规进行清算，相应化解的债务规模

数据来源：《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》，兴业证券经济与金融研究院整理

- 在具体的化解实践中，主要包括国开行参与债务置换、股份行等金融机构参与隐性债务置换等“市场化”的化解方案。
 - **国开行等参与债务置换：**2018年以来，国开行等金融机构参与高速公路类债务置换的案例频出，在具体化债实践中，主要有3种模式。
 - 整体来看，3种模式下的化债前提都是将地方的隐性债务合规转化为企业经营性债务，再与当地国开行或者国开行牵头组成银团进行合作，采用市场化方式进行债务置换，以长期置换短期，以低息置换高息，将债务的偿还周期拉长，以平滑偿债压力。
-
- ✓ **以“山西交控”为代表的化债模式：**将山西省内的高速公路类债务进行重整，组建新的省级高速公路平台公司——山西交通控股集团有限公司，系统性化解省内的高速公路类债务风险；
 - ✓ **以“贵州高速公路集团”为代表的化债模式：**对于在省内高速公路领域占据龙头地位的省级平台——贵州高速公路集团公司，直接对其高速公路类债务进行债务置换，化解债务风险；
 - ✓ **以“吉高集团”为代表的化债模式：**吉林省交通运输厅先将高速类债务注入省级平台公司——吉林省高速公路集团有限公司，再对其相关债务进行债务置换，化解债务风险。

6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

近年来，高速公路类平台的市场化债务置换案例频出

模式	省份	时间	案例涉及主体（公司）	平台行政级别	是否发债平台	主体评级	涉及化债规模（亿元）	合作金融机构
将省内高速公路类债务重整，组建新的平台公司，系统性化解债务	山西	2018年12月	山西交通控股集团有限公司	省级	否	-	2607.0	国开行牵头的银团
	青海	2020年	青海省交通控股集团有限公司	省级	否	-	-	国开行青海省分行等
对于在省内高速公路领域占据龙头地位的平台公司，直接对其高速类债务进行债务置换	贵州	2019年1月	贵州高速公路集团公司	省级	是	AAA	1354.0	国家开发银行牵头组建
	甘肃	2020年5月	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	省级	是	AAA	1673.0	国开行甘肃省分行等16家银行
	内蒙古	2020年7月	内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	省级	是	AA+	762.8	国开行内蒙古分行等12家银行
	湖北	2020年5月	湖北省交通投资集团有限公司	省级	是	AAA	1200.0	国开行湖北分行等9家金融机构
	云南	2019年	云南交通投资建设集团有限公司	省级	是	AAA	1419.0	国开行云南省分行
	湖南	2019年10月	湖南省高速公路集团有限公司	省级	是	AAA	500.0	国开行湖南分行
	重庆	2018年5月	重庆高速公路集团有限公司	省级	是	AAA	-	国开行重庆分行
交通运输厅将高速类债务注入省级的平台公司，再进行债务置换	吉林	2019年3月	吉林省高速公路集团有限公司	省级	是	AAA	692.0	国开行等6家银行

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”

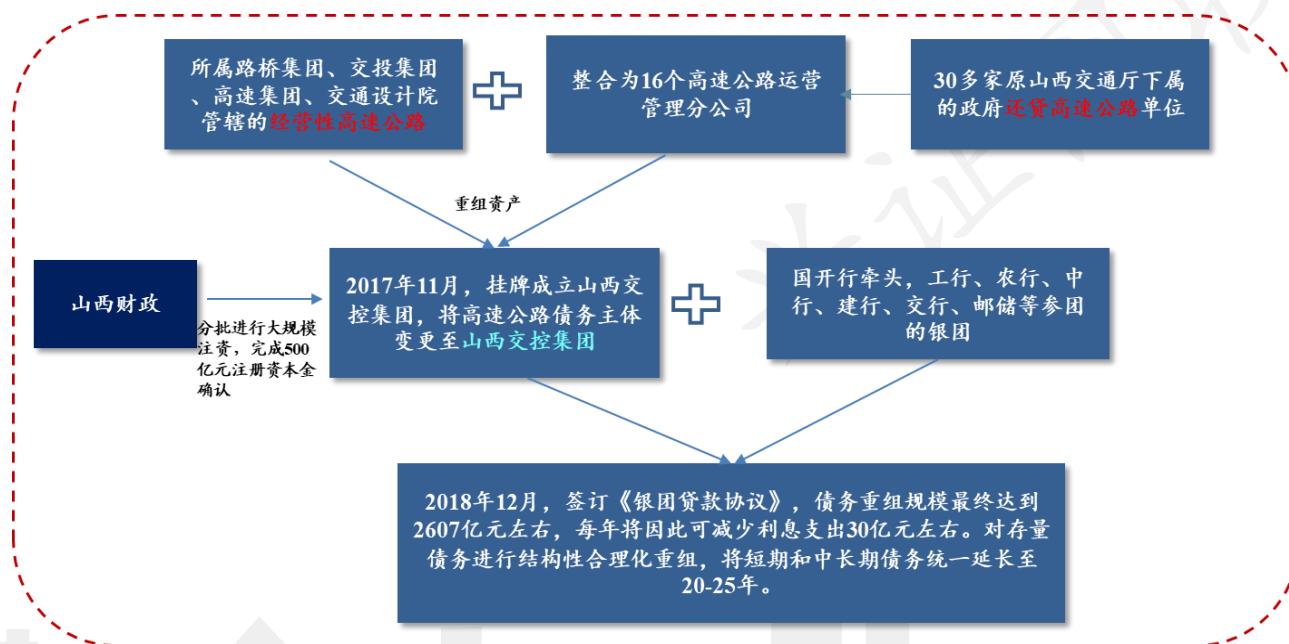
专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 以“山西交控”为例，是将山西省内的高速公路类债务重整，组建新的省级高速公路平台公司，系统性化解省内的高速类债务。
- 国开行牵头组建银团贷款，山西成功处置了高速公路类债务风险。2018年12月，山西交控集团与国开行牵头银团正式签订《银团贷款协议》，将短期和中长期债务统一延长至20-25年，债务重组规模最终达到2607亿元左右。

山西交控集团成功化解2607亿元的债务风险



6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 以“贵州高速公路集团”为代表的化债模式：对于在省内高速公路领域占据龙头地位的省级平台，直接对其高速公路类债务进行债务置换，以化解债务风险。
- 截至2020年3月末，公司的高速公路通车里程为3848.61公里，占2019年全省高速公路通车里程约54.95%，在省内高速公路领域占据龙头地位。根据公司发行的“20贵州高速SCP003”募集说明书，2019年1月贵州省人民政府下达《省人民政府关于同意启动贵州高速公路集团有限公司交通建设集团有限公司融资再安排银团贷款业务的批复》，同意高速集团启动融资再安排银团贷款业务工作，纳入融资再安排业务范围的债务总额为1354.77亿元。融资再安排银团由国家开发银行牵头组建，期限27年（含宽限期2年）；于2019年6月28日正式签约组建。

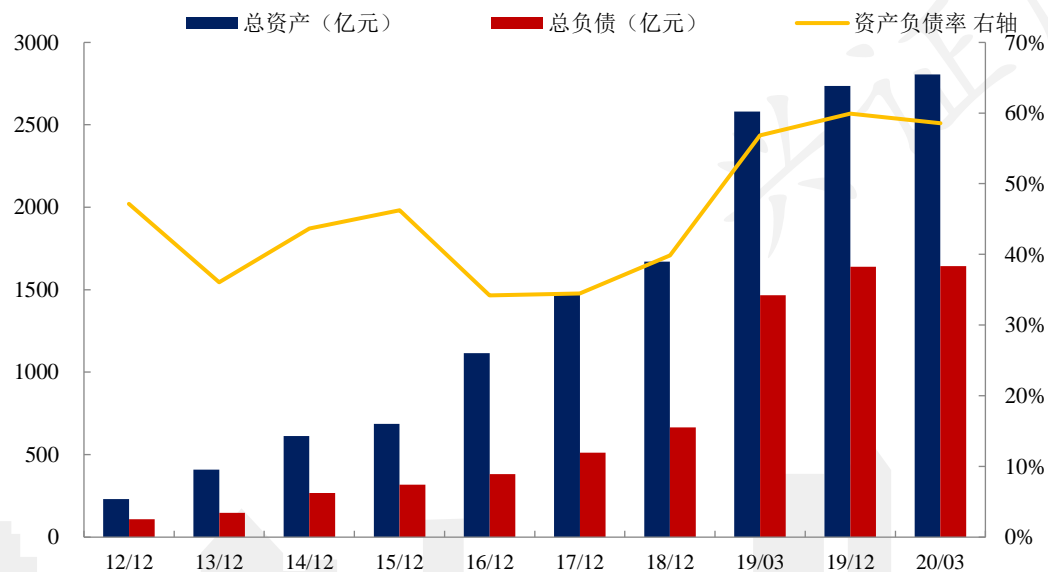
贵州高速公路集团融资再安排银团贷款事宜

	再融资债务类别	债务规模
纳入融资再安排业务范围的债务	已进入还款期且开始收费的28条高速公路中长期项目贷款	1008.53亿元
	2019年-2020年到期的流动资金贷款	191.24亿元
	2019年-2020年到期的债券	85亿元
	2019年-2020年到期的债券	70亿元

6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 以“吉高集团”为代表的化债模式：先将吉林省交通运输厅的高速公路类债务注入省级平台——吉林省高速公路集团有限公司，将地方政府隐性债务转化为企业债务，再对其进行债务置换，化解债务风险。
- 吉林省高速公路集团有限公司作为吉林省高速公路投资运营的唯一企业，截至2019年末，公司旗下的高速公路里程为3484公里，占全省高速公路通车里程的97.26%。根据2018年12月22日吉林省人民政府关于吉林省高速公路集团有限公司重组方案的批复和吉林省高速公路债务化解方案的批复，吉林省人民政府将吉林省交通运输厅政府还贷高速公路债务795.28亿元进行整体打包，划转给吉高集团，政府还贷高速公路属性不变。通过市场化债务重组方式，吉高集团获得了国开行牵头的银团贷款，置换后的债务期限为自2019年起的25年。

吉高集团19年1季度的资产负债率攀升



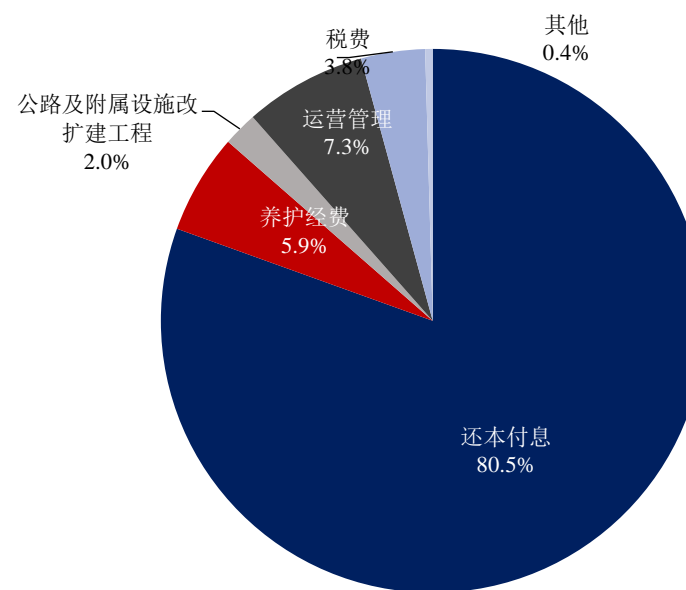
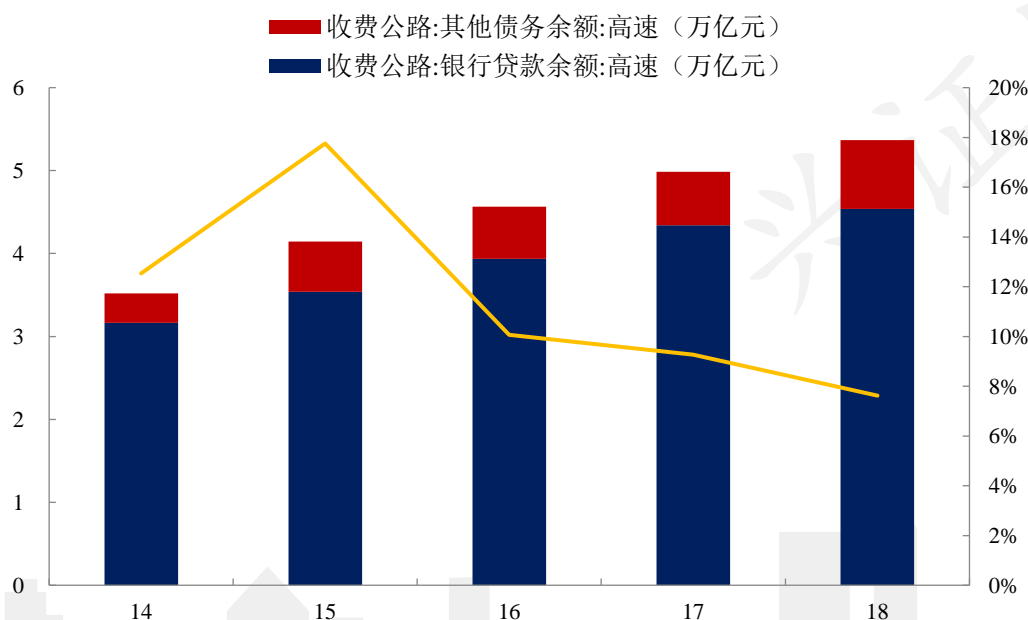
- 根据吉高集团2019年1季度财报数据，相较于2018年末，公司的总资产增加了910.7亿元（主要系吉高集团接受资产划拨增加高速公路经营收费权所致），总负债增加了801.5亿元（主要系国开行银团贷款置换导致的长期借款增加所致），资产负债率也由39.8%攀升到56.8%。

6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- **高速公路类债务置换的背景与现实可能性：**随着收费高速公路通行里程的持续增长，高速公路的债务余额近几年也在攀升，2018年底国内收费高速公路的债务余额已经高达5.37万亿元。
- 一方面收费高速公路在不断扩大的收支缺口和高企的债务压力背景下，有着较强的化债诉求。另一方面，收费高速公路的运营可以获得通行费收入，意味着收费高速公路能够带来稳定的现金流（通行费收入）用于偿还债务，因此国开行等金融机构有动力参与债务置换，通过拉长债务周期，降低债务成本，使高速公路类债务偿还与现金流更好地匹配，实现良性循环。

收费公路（高速）债务余额近几年持续增长

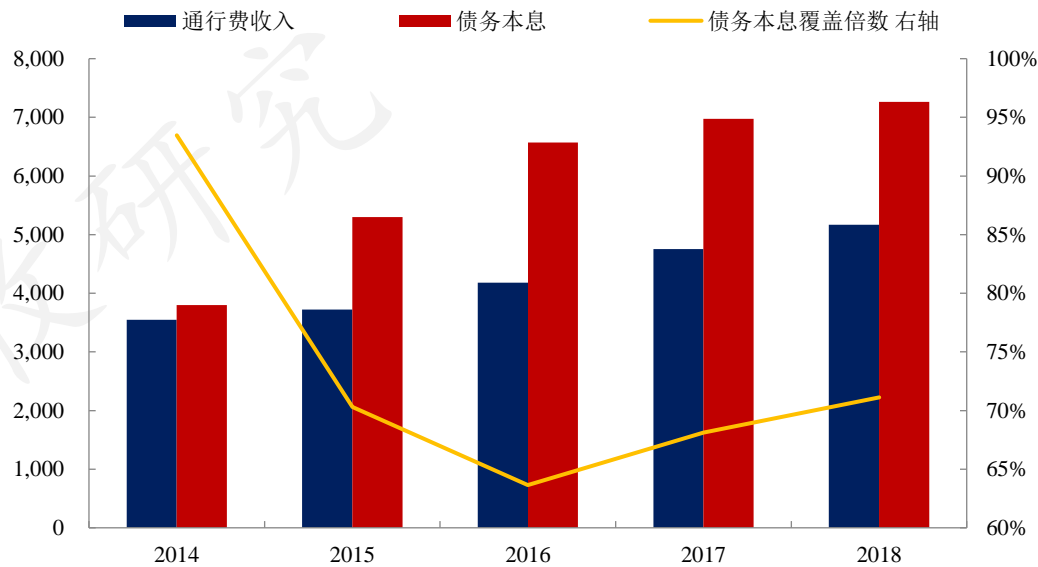
还本付息在高速公路支出中占绝对比重（2018年）



6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- **高速公路类债务置换的背景与现实可能性：**
一方面收费高速公路在不断扩大的收支缺口和高企的债务压力背景下，有着较强的化债诉求。另一方面，收费高速公路的运营可以获得通行费收入，意味着收费高速公路能够带来稳定的现金流（通行费收入）用于偿还债务，因此国开行等金融机构有动力参与债务置换，通过拉长债务周期，降低债务成本，使高速公路类债务偿还与现金流更好地匹配，实现良性循环。

高速公路通行费收入对债务本息的覆盖倍数（亿元）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

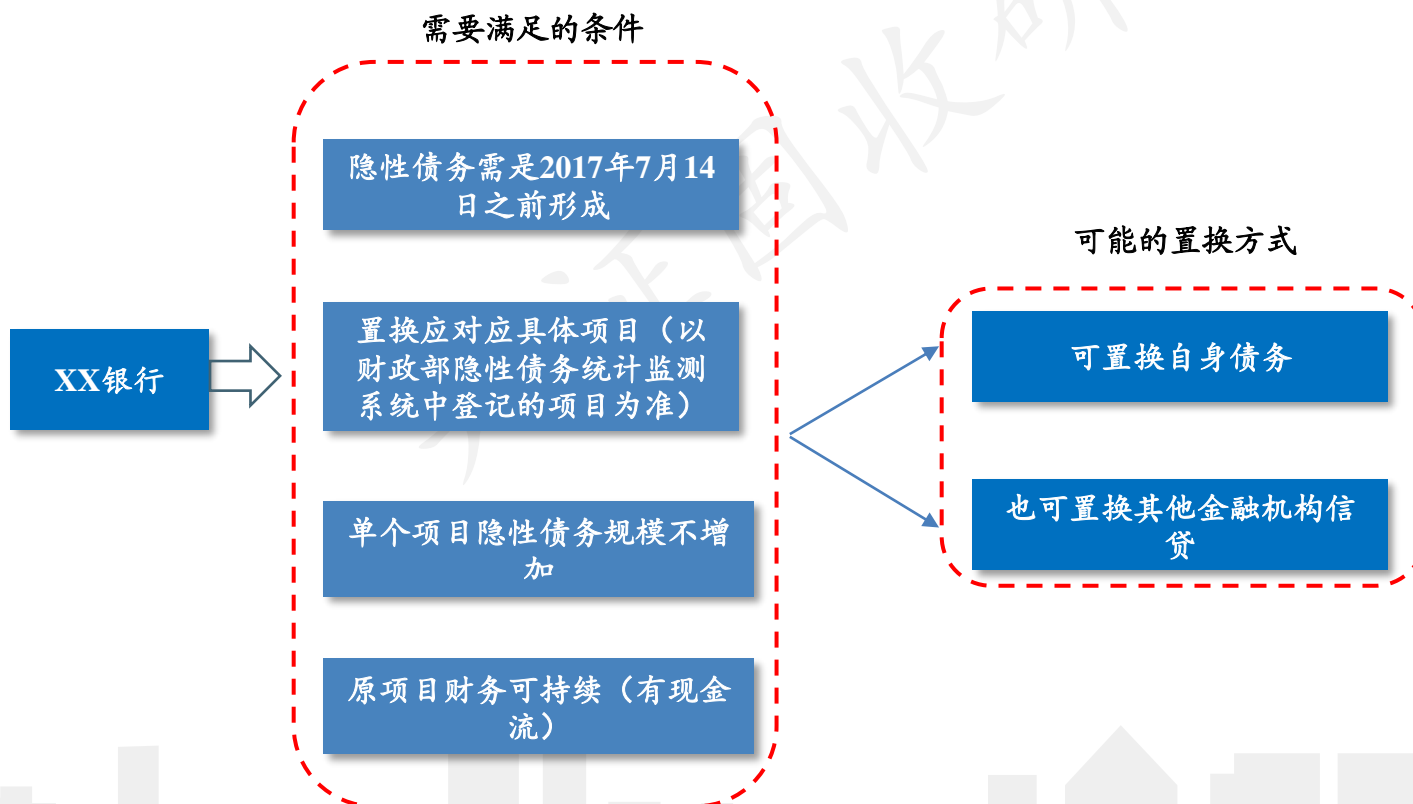
国内收费公路（高速）入不敷出，收支缺口逐年增加（亿元）

年份	收费公路:通行费收入:高速:还贷性	收费公路:通行费收入:高速:经营性	收费公路:支出:高速:还贷性	收费公路:支出:高速:经营性	收费公路:收支平衡结果:高速:还贷性	收费公路:收支平衡结果:高速:经营性
2013	1387.26	1928.39	1893.97	2039.26	-506.71	-110.86
2014	1540.09	2009.33	2666.18	2242.86	-1126.10	-233.53
2015	1578.29	2146.46	3189.47	3477.63	-1611.18	-1331.16
2016	1642.36	2538.96	3570.35	4432.62	-1928.00	-1893.66
2017	1876.35	2876.41	3668.11	4855.63	-1791.77	-1979.23
2018	2015.95	3152.43	3870.10	5155.58	-1854.15	-2003.15

6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 与国开行参与隐性债务置换相类似，股份行等金融机构本着“拉长债务偿还期限”的原则参与化债；根据某股份行下发的文件，该方案明确提出了隐性债务对应具体项目，且项目收益可持续（有稳定现金流偿还债务），并对债务的发生时间做了限制。

某股份行下发的隐性债务置换文件中提到的化解方案



6、隐性债务化解：化债思路与化债实践

- 2018年10月下发的《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（101号文）中提到，“在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转”。未来，股份行等金融机构通过市场化方式进行债务置换或成为重要的化债方式。

股份行等金融机构参与市场化置换化解或成趋势

时间	消息来源	事件	详细阐述
2019-7-11	财新网	中央近期下发防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的文件	财新记者多方了解证实，财政部、央行、国家发改委、银保监会、证监会等部委近期联合发文，7月下旬还将就此开展培训，预计此后融资平台隐性债务借新还旧、展期等工作将陆续展开。一是平等协商是前提，不是行政命令；二是债权债务关系清晰，对应资产明确，项目具备财务可持续性；三是具体操作中，按照项目一一对应到期债务实施，而不是“打捆”；四是融资资金只能用于还本；五是借新还旧期限有限制，原则上小于化债期限；六是在隐性债务系统全过程登记反映，确保全过程可跟踪追溯。
2019-7-10	21世纪经济报道	某股份行已下发隐性债务置换文件	文件称，对于置换其他金融机构项目授信的，要落实专人负责贷款资金专款专用并取得相应还款凭证等证明材料，确保资金用于置换且不新增政府隐性债务。该股份行要求置换应对应具体项目(以财政部隐性债务统计监测系统中登记的项目为准)且原则上以项目贷款发放，原有存量债务发生时间需在2017年7月14日之前，并确保单个项目隐性债务规模不增加，不得置换未对应具体项目的债务。
2019-7-24	湖南省人民政府官网	湖南省政府与中国建设银行签署深化全面战略合作协议	根据协议，未来五年中国建设银行将为湖南累计提供2万亿元以上综合性金融支持。在推动制造业高质量发展、培育壮大骨干企业和小巨人企业、防范化解地方政府隐性债务风险、推动乡村振兴、支持普惠金融发展等方面全面深化务实合作，实现互利共赢。

7、各地区的隐性债务化解在持续推进中

- 多个省份2019年的隐性债务化解工作成绩斐然。宁夏、吉林、河北、辽宁、山西、内蒙古等地化债任务甚至“超额完成”。各省的化债举措呈现出多元化特征。

多个省份在2019年预算执行情况报告中提到隐性债务化解工作“成绩单”

	2019年各地区化债成绩
浙江	严格按照融资平台公司转型“四条标准”， 推进481家融资平台公司完成实体化市场化转型。
新疆	严守隐性债务红线，稳妥化解隐性债务存量， 2019年度隐性债务化解任务全部完成
天津	建立银企对接平台,通过适当展期、债务重组等方式缓释集中到期债务,多措并举化解隐性债务规模,债务率降至合理区间
山东	制定出台 隐性债务风险防控三级响应预案和置换融资平台存量隐性债务实施意见 ，建立“红橙黄绿”风险等级评定制度，多渠道压减消化隐性债务。 2019年，全省隐性债务规模与综合债务率“双下降”， 债务风险总体可控。
宁夏	全区总体超额实现年度隐性债务化解目标，隐性债务余额下降22%
吉林	超额完成全年化债任务。 建立全省隐性债务风险等级评定制度,定期对市县进行通报。
河北	稳妥化解存量， 超额完成2019年度化解任务 ，出台并落实追责问责办法，坚决遏制增量
广东	坚决遏制隐性债务增量， 提前完成年度隐性债务存量化解任务。 我省政府债务风险总体安全可控，是全国债务风险水平最低的地区之一， 全省各地区债务风险实现“零预警”。
甘肃	加强政府隐性债务管理， 督促市县通过年度预算安排、压减一般性支出、处置政府资产等方式筹措资金，落实分年度化解方案， 稳妥化解隐性债务存量。督促 2018年政府债务风险较高的2个市本级、11个县区采取有效措施降低政府债务风险。2019年底全省政府债务余额低于财政部核定的债务限额。
辽宁	进一步健全政府债券“借、用、还”和债务风险“防、化、管”的闭环管理制度体系， 超额完成年度化债任务。
河南	坚决遏制隐性债务增量， 采取“八个一批”方式稳妥有序化解隐性债务，全省总体完成2019年化解计划。 目前全省债务风险整体可控。
陕西	将年度化解隐性债务纳入省委省政府年度目标责任考核，督促各级各部门多方筹措资金， 完成了年度化解任务。
黑龙江	综合施策防控政府债务风险， 设立用好政府隐性债务风险化解周转金，推动落实展期、重组等政策，有效缓解了各级政府还债压力。

7、各地区的隐性债务化解在持续推进中

- 多个省份2019年的隐性债务化解工作成绩斐然。宁夏、吉林、河北、辽宁、山西、内蒙古等地化债任务甚至“超额完成”。各省的化债举措呈现出多元化特征。

多个省份在2019年预算执行情况报告中提到隐性债务化解工作“成绩单”

2019年各地区化债成绩	
福建	积极稳妥推进隐性债务化解，“一地一策”指导推进重点区域化债，督促高风险地区制定化债实施方案，严格落实化债计划，通过安排预算资金、盘活存量资产等多渠道化解存量债务，逐步降低债务率。根据财政部通报结果，我省一般债务率、专项债务率、综合债务率等各项指标均低于警戒线，债务风险总体可控。
湖北	省委、省政府印发防范化解政府隐性债务风险实施意见，我省政府综合债务率和风险等级下降。
湖南	财政金融联动，实施自接自盘、发新还旧、债务重组等“六个一批”措施，缓释到期债务风险。稳步推进平台公司清理整合，指导省高速公路集团、长沙轨道交通集团市场化转型。大力清收财政暂付款，多措并举偿还存量债务，完成年度化债任务。
海南	督促高风险市县通过压缩一般性行政开支、调整优化支出结构、处置闲置资产、盘活闲置资金等方式，多渠道筹措资金偿还存量债务。通过甄别合规合法PPP项目，停建缓建不必要的存量项目，修改棚户区改造购买服务协议，转变担保方式等手段，妥善压减隐性债务规模。
贵州	严格落实债务管理“七严禁”，梳理举债融资“正面清单”和“负面清单”，提出盘活处置资产、安排预算资金偿还、推动融资平台公司转型等化债措施。通过设立省级应急资金、纾困资金、奖补资金、加大转移支付支持、协调开展展期重组等措施，切实防范债务风险。
青海	坚决遏制政府隐性债务增量。认真落实全省政府隐性债务化解实施方案，支持组建省交控集团，探索隐性债务合规转化为企业经营性债务的新途径，政府隐性债务率降低
内蒙古	下达化债奖励资金75亿元，支持引导盟市、旗县化解存量隐性债务。设立政府债务平滑基金，防范债务支付风险。下达资金40亿元，推动本级交通债务化解工作。制定高风险地区财政重整、降低政府隐性债务风险等办法，全区化解政府隐性债务和清偿拖欠民营企业中小企业账款超额完成年度任务。
西藏	规范地方政府债务管理，妥善处置隐性债务存量，坚决遏制隐性债务增量，政府法定债务、隐性债务双双控制在国家认定的安全区间内。

7、各地区的隐性债务化解在持续推进中

- 多个省份在预算草案中提到了2020年隐性债务化解举措，隐性债务的化解工作在持续推进中。

多个省份在预算草案中提到2020年隐性债务化解举措

	2020年展望
天津	积极盘活资源资产资金,依法合规运用市场化手段等方式多措并举化解存量隐性债务,确保完成全年化债目标任务
江苏	督促各地落细落实化债方案,采取安排预算资金、利用超收收入、盘活存量资金资产、合法合规转化等方式,多渠道化解存量债务。加强地方政府性债务常态化监测与变动统计,监控评估地方债务风险情况。
吉林	强化政府债务限额管理和预算管理,严控高风险市县新增政府债务限额,加强对高风险市县的提示和预警。
安徽	推进地方政府融资平台公司市场化转型,鼓励金融机构与融资平台公司协商采取市场化方式,积极应对到期存量隐性债务风险。妥善处置隐性债务存量,督促高风险市县尽快压减隐性债务规模,降低债务风险水平。坚决遏制隐性债务增量。
辽宁	指导高风险地区“一地一案”化解债务风险,确保不发生区域性系统性债务风险。
陕西	积极稳妥化解存量隐性债务,加快融资平台公司市场化转型,严禁搞虚假化债将风险“甩锅”。
山西	严格落实政府债务风险预警和全口径债务风险预警机制,贯彻执行应急处置机制和风险处置预案,特别是对重点领域和高风险地区实施重点监控,分类分批压减隐性债务存量,坚决遏制隐性债务增量
黑龙江	运用政府隐性债务风险化解周转金和存量隐性债务置换、债务展期重组等政策,有效防控政府隐性债务风险。
福建	督促各地落实债务化解方案,严格落实化债计划,采取有力措施化解存量债务特别是隐性债务。加强对债务风险较高的市、县(区)的化债指导,以点带面,推动全省化债工作。坚决遏制隐性债务增量,严禁违法违规举债融资行为。
江西	防范化解政府债务风险。健全政府隐性债务常态化监测机制,严格执行化债方案,稳妥化解存量隐性债务。完善制度建设,强化监督问责,有效遏制隐性债务增量。推进政府融资平台实质性整合转型。
湖南	以防范化解地方政府隐性债务风险为重点,杜绝市县假借政府购买服务、PPP违规举债行为,扎实推进融资平台公司清理整合和市场化转型,严控高风险地区新上政府投资项目,引导市县积极稳妥化解存量债务,坚决守住不发生系统性风险的底线。
贵州	继续运用省级应急资金、纾困资金、奖补资金等,推动市县盘活资产资源。加大闲置资产盘活力度,加强结转结余资金管理,推动融资平台公司转型升级,积极采取措施开源增收。压实市县债务风险防范化解的主体责任,有效遏制隐性债务增量。
内蒙古	足额安排本级债务还本付息资金35.4亿元。安排资金65亿元,对盟市化债、消化暂付款给予奖励。继续安排政府债务平滑基金5亿元,防范到期政府债务支付风险。安排资金24亿元,继续支持本级交通债务化解工作。
广西	充分利用企业周转便利类金融工具,指导、督促各级各部门严格执行既定的化债计划。加快推进融资平台公司转型,剥离融资平台公司政府融资职能,按照市场化、法治化原则,支持有条件的融资平台公司推进混合所有制改革,实施债转股。

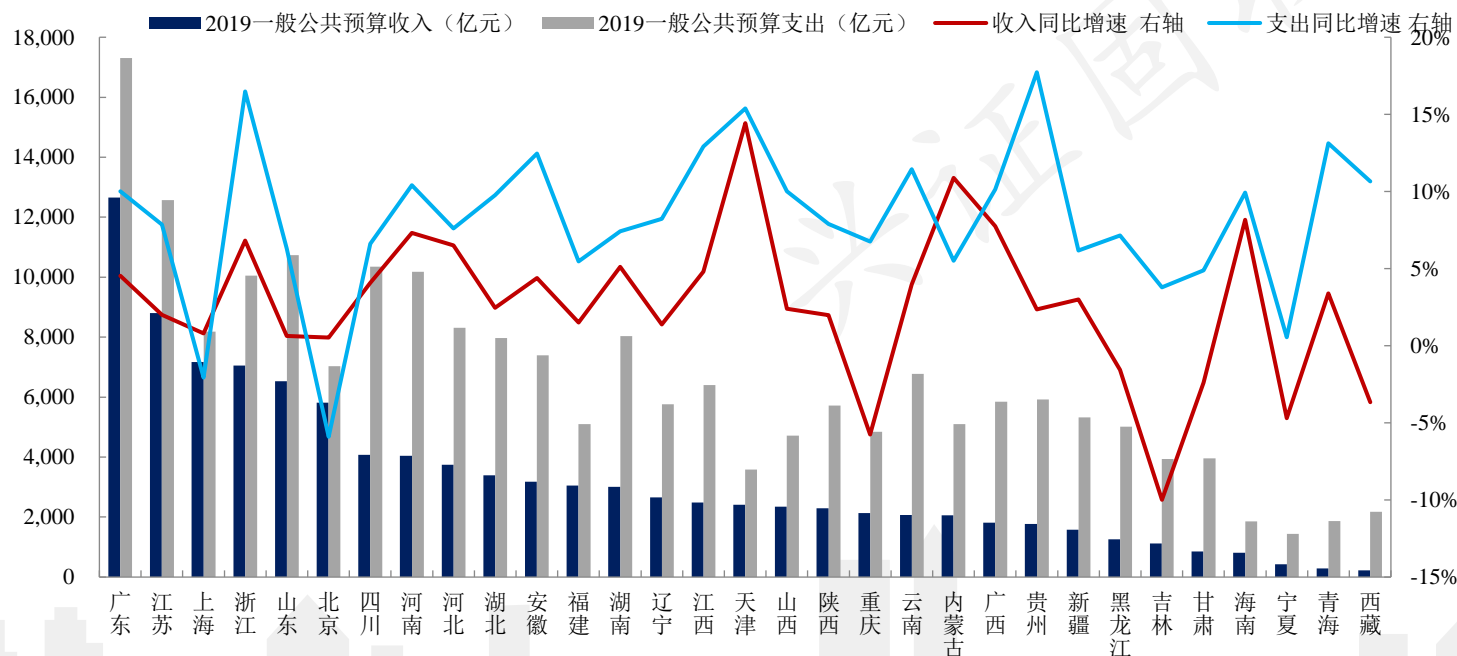
- 我们测算发债城投平台所形成的隐性债务：广义贷款（贷款+非标）+债券+其他应收-其他应付。在“稳存量、控增量”的思路下，2018年城投平台可能形成的隐性债务余额增长趋势放缓，但在宽松的政策环境下，2019年城投平台可能形成的隐性债务余额增速出现反弹，2019年余额达到了39.4万亿元。
- 2019年隐性债务规模的增量边际主要集中于地级市、区县级/县级市等平台，对应来看，AA+和AA级平台隐性债务增量较2018年提升明显。我们采用各地区发债城投平台可能形成的隐性债务余额/地方政府综合财力，来衡量各地区的隐性债务压力。相较于2018年，2019年各地区隐性债务压力表现分化，其中四川、重庆、吉林等地区2019年隐性债务压力增加明显，而天津等地区压力则有所缓和。
- 在隐性债务管控、“稳存量、控增量”来“堵偏门”的同时，也在为地方政府举债“开正门”，因此，除了对隐性债务压力保持关注外，各地区的显性债务（地方政府债）规模和压力情况也需要综合考量。
- 本着“遏制增量，化解存量”的原则，地方政府隐性债务的化解工作在持续推进中。在具体的化解实践中，主要包括国开行参与债务置换（主要参与高速公路类债务置换）、股份行等金融机构参与隐性债务置换等“市场化”的化解方案。
- 多个省份2019年的隐性债务化解工作成绩斐然。多个省份在预算草案中提到了2020年隐性债务化解举措，隐性债务的化解工作在持续推进中。

➤ 3、城投“信仰”的支撑：关注地方财力的边际变化

1、减税降费下，2019年地方财政的压力初显

- 从地方财政的收支两端来看：在减税降费的政策背景下，2019年多地的财政收入同比增速明显不及支出增速，财政收支缺口（收入-支出）有所扩大，财政自给率趋于弱化。
- 从各省市的一般公共预算收支增速来看，仅内蒙古、上海、北京等地2019年收入同比增速超过支出增速，而诸如吉林、重庆、贵州等省市的一般公共预算收入增速与支出增速的差距明显。

2019年多数地区一般公共预算收入增速与支出增速的差距明显



1、减税降费下，2019年地方财政的压力初显

- 从各省市的收支缺口也可以看出，仅北京、上海2019年的一般公共预算收支缺口相较于2018年有所收窄，其他地区的收支缺口都有不同程度的扩大；
- 从财政自给率来看，也仅有北京、上海、内蒙古等地区2019年的财政自给率有所改善，多地财政自给率有所弱化。

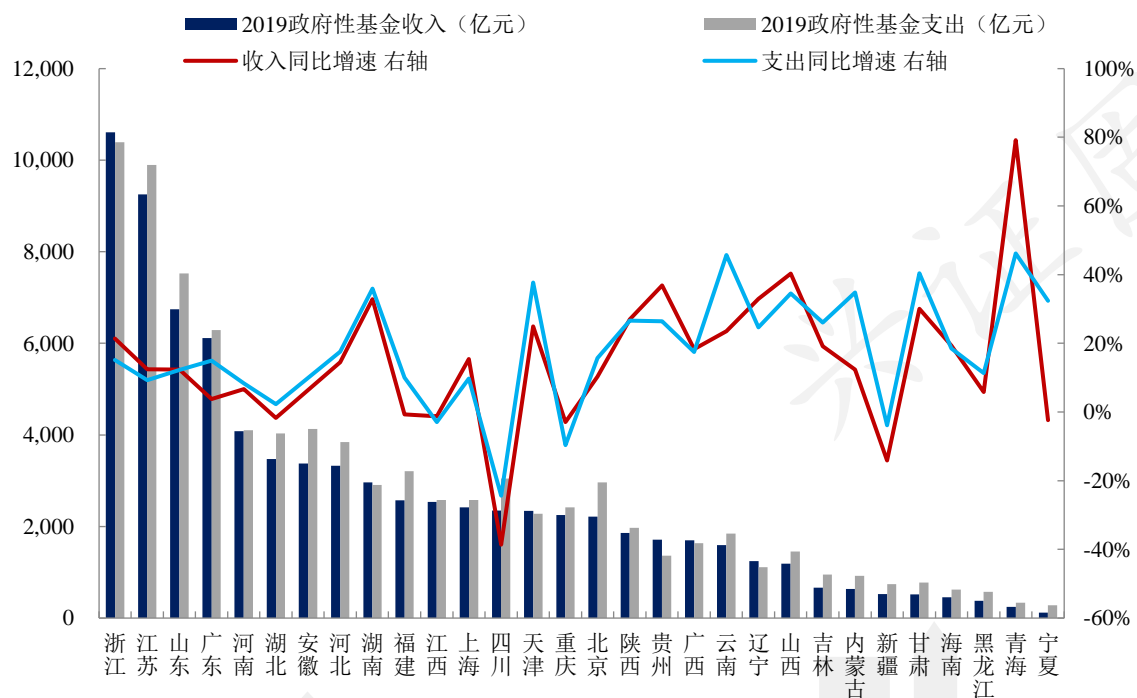
地区	2018年一般公共预算收支缺口 (亿元)	2019年一般公共预算收支缺口 (亿元)	一般公共预算收支缺口同比变动 (亿元)	2018年财政自给率	2019年财政自给率	2019年财政自给率变动
四川	-5796.5	-6278.9	-482.4	40.3%	39.3%	-1.0%
河南	-5451.7	-6134.7	-683.0	40.9%	39.7%	-1.1%
湖南	-4618.8	-5027.1	-408.3	38.2%	37.4%	-0.8%
云南	-4080.7	-4696.6	-615.9	32.8%	30.6%	-2.2%
广东	-3634.5	-4662.7	-1028.2	76.9%	73.1%	-3.8%
湖北	-3951.2	-4579.3	-628.2	45.6%	42.5%	-3.0%
河北	-4212.4	-4571.0	-358.7	45.5%	45.0%	-0.5%
山东	-3615.6	-4210.2	-594.6	64.2%	60.8%	-3.4%
安徽	-3523.5	-4208.5	-685.0	46.4%	43.1%	-3.3%
贵州	-3302.8	-4154.0	-851.2	34.3%	29.8%	-4.5%
广西	-3629.4	-4037.1	-407.7	31.7%	31.0%	-0.7%
江西	-3297.6	-3916.1	-618.5	41.8%	38.8%	-3.0%
江苏	-3027.2	-3771.2	-744.0	74.0%	70.0%	-4.0%
黑龙江	-3394.2	-3748.9	-354.8	27.4%	25.2%	-2.2%
新疆	-3481.0	-3745.1	-264.0	30.6%	29.6%	-0.9%
陕西	-3059.3	-3433.8	-374.5	42.3%	40.0%	-2.3%
辽宁	-2707.6	-3109.4	-401.8	49.1%	46.0%	-3.1%
甘肃	-2901.2	-3106.5	-205.3	23.1%	21.5%	-1.6%
内蒙古	-2973.8	-3038.2	-64.4	38.4%	40.4%	2.0%
浙江	-2031.3	-3005.0	-973.7	76.5%	70.1%	-6.4%
吉林	-2548.8	-2816.6	-267.8	32.7%	28.4%	-4.3%
重庆	-2275.7	-2712.9	-437.3	49.9%	44.0%	-5.9%
山西	-1991.2	-2365.6	-374.4	53.5%	49.8%	-3.7%
福建	-1825.3	-2044.5	-219.3	62.2%	59.9%	-2.3%
西藏	-1740.3	-1958.6	-218.3	11.7%	10.2%	-1.5%
青海	-1374.5	-1581.6	-207.1	16.6%	15.1%	-1.4%
北京	-1685.5	-1213.9	471.6	77.4%	82.7%	5.3%
天津	-996.9	-1170.2	-173.2	67.9%	67.3%	-0.6%
海南	-938.6	-1045.0	-106.4	44.5%	43.8%	-0.7%
宁夏	-986.2	-1014.9	-28.7	31.1%	29.4%	-1.6%
上海	-1243.4	-1014.2	229.2	85.1%	87.6%	2.5%

数据来源：Wind，各地方政府财政官网，兴业证券经济与金融研究院整理

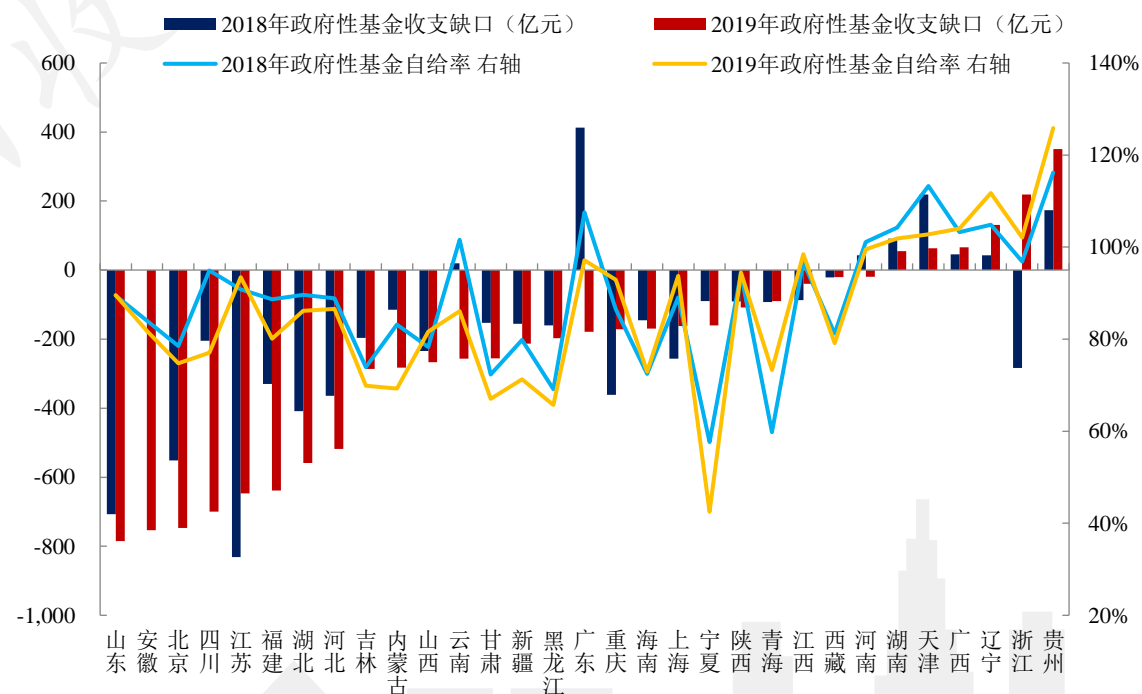
1、减税降费下，2019年地方财政的压力初显

- 从各省市2019年政府性基金收支增速来看，也存在较多省市的政府性基金收入增速不及支出增速，尤其是宁夏、云南、内蒙古等地区的政府性基金收入增速与支出增速的差距明显。

2019年，多数地区政府性基金收入增速也不及支出增速



相较于2018年，2019年多数省份政府性基金收支缺口扩大



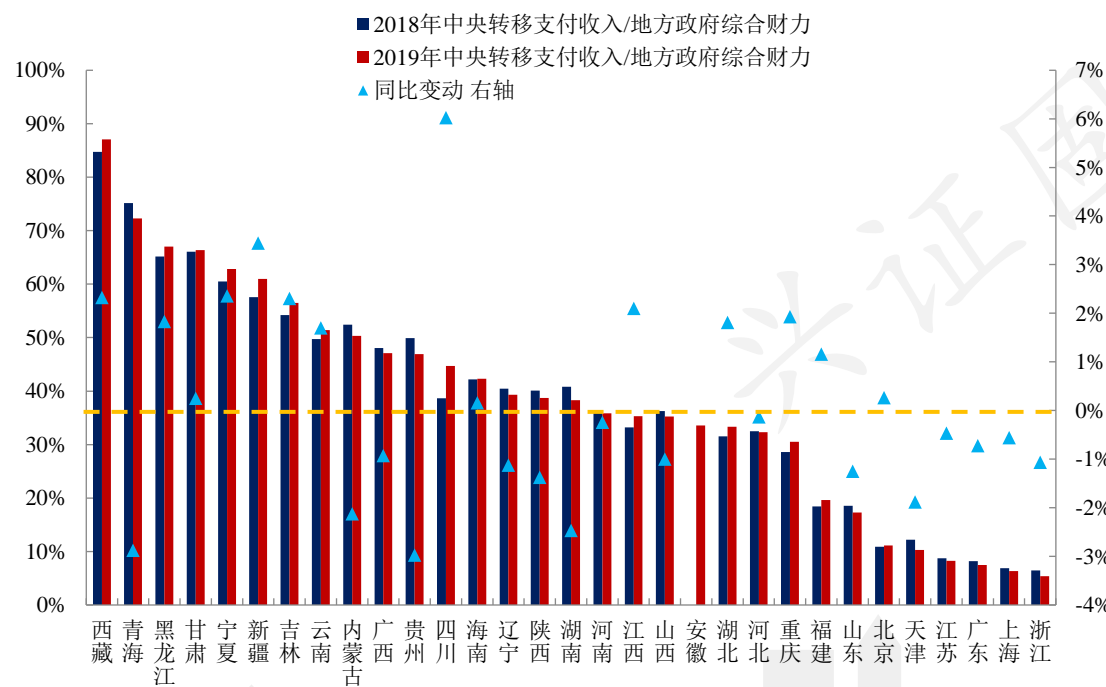
数据来源：Wind，各地方政府财政官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：安徽省2018年全省的政府性基金收入未披露，故不对安徽省相关指标进行测算

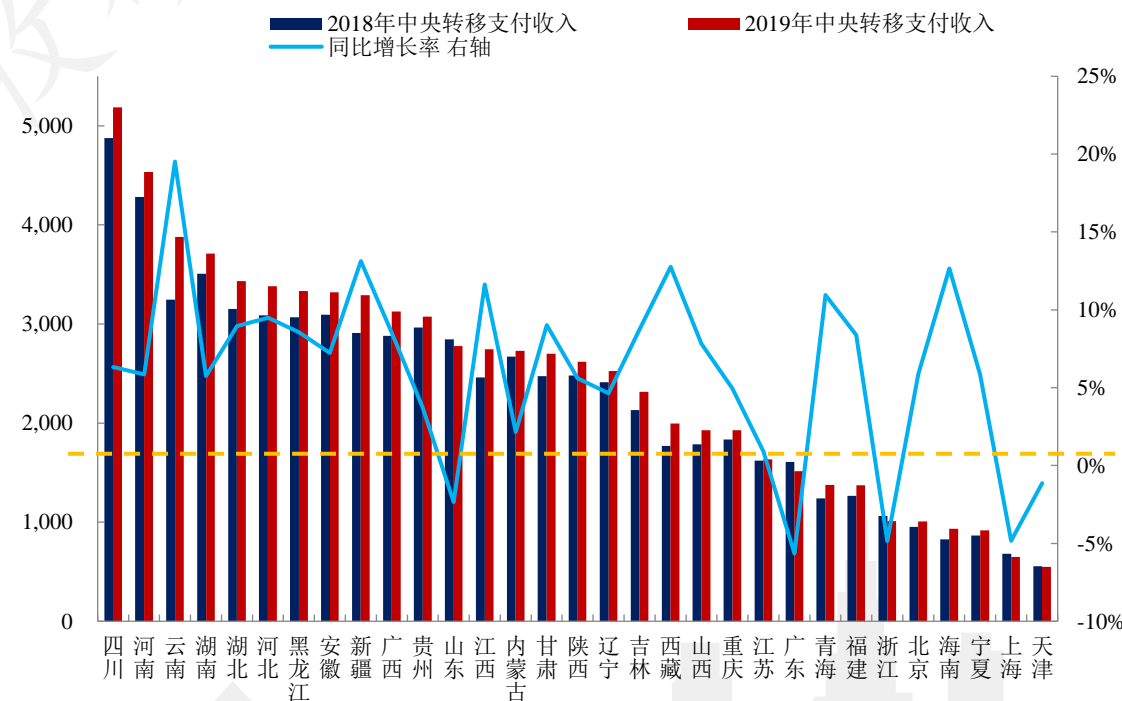
1、减税降费下，2019年地方财政的压力初显

- 财政实力偏弱的地区，其综合财力对中央补助的依赖度较大。
- 从各省市2019年获得的中央转移支付收入/地方政府综合财力的比值数据发现，西藏、青海、黑龙江、甘肃、宁夏、新疆、吉林等自身财政实力偏弱的中西部地区和东北地区，其综合财力对中央补助的依赖度较大。

自身财政实力偏弱的中西部地区和东北地区，其综合财力对中央补助的依赖度较大（亿元）



相较于2018年，2019年多数省份获得的中央转移支付收入有所提升（亿元）



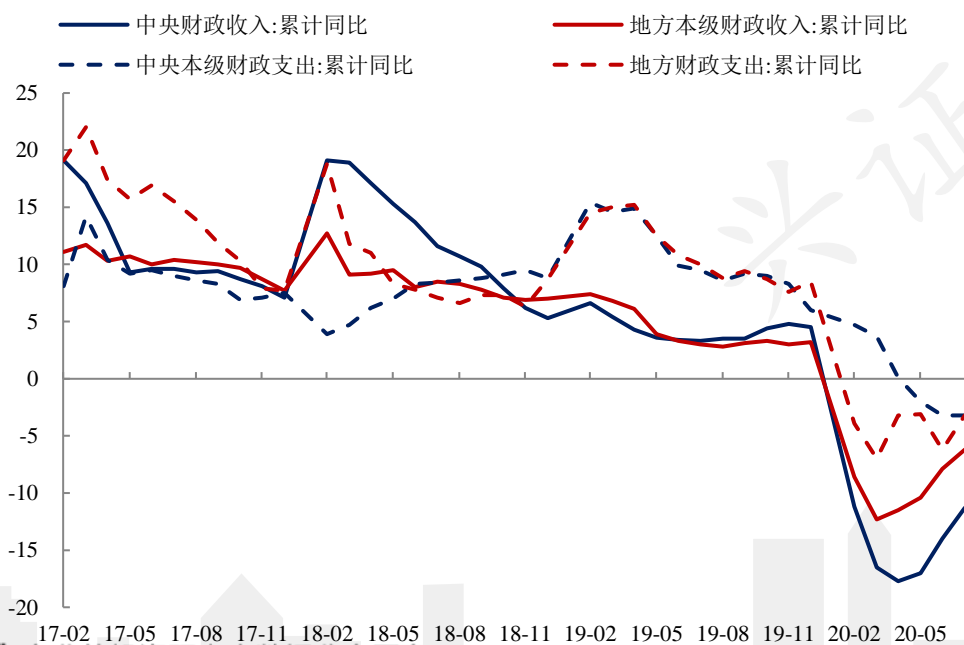
数据来源：WIND，财政部，各地方政府财政官网，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
注：安徽省2018年全省政府性基金收入未披露，故不对安徽省2018年相关指标进行测算

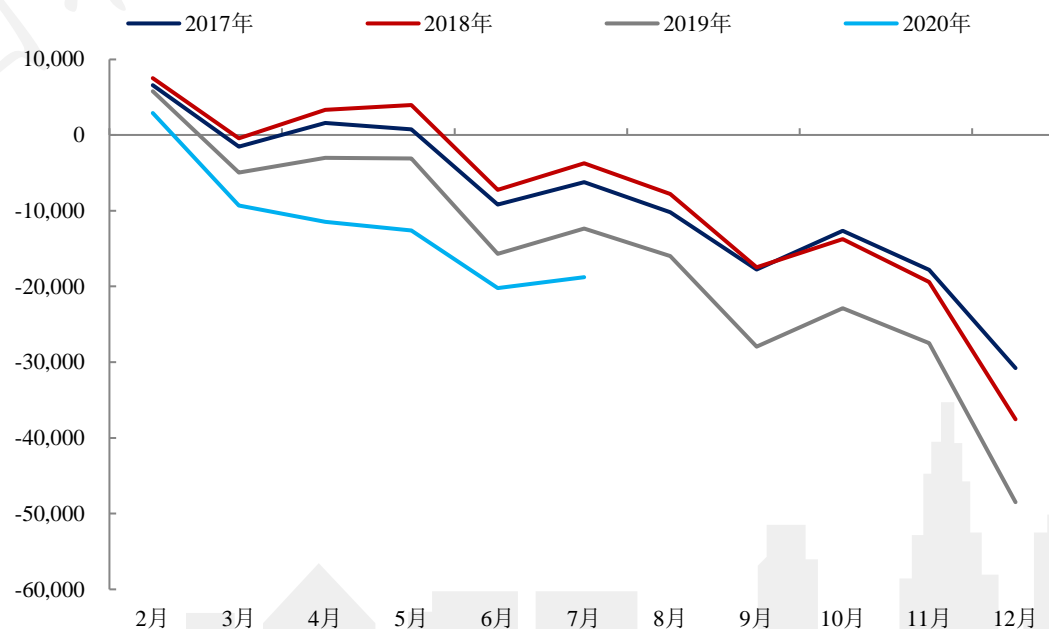
2、2020年以来，地方财政收支压力凸显

- 随着减税降费政策的持续推进和今年初疫情冲击影响，地方财政收支压力凸显。根据2020年1-7月的财政收支数据，全国一般公共预算收支缺口和政府性基金预算收支缺口相较于往年同期皆明显扩大。
- 2020年前7月，无论是中央还是地方的一般公共预算收入累计同比依然为负；与此同时，中央和地方一般公共预算的支出相对更为刚性；从全国（中央+地方）一般公共预算的收支缺口来看，2020年以来的收支缺口持续扩大，且明显高于往年同期。

2020年以来一般公共预算收支增速持续分化（%）



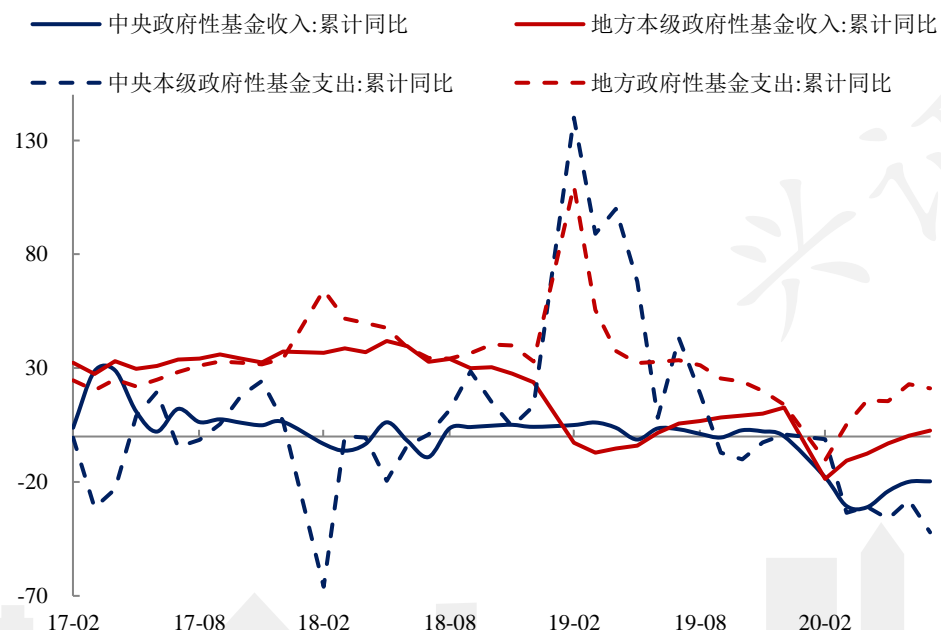
2020年以来一般公共预算收支缺口持续扩大（亿元）



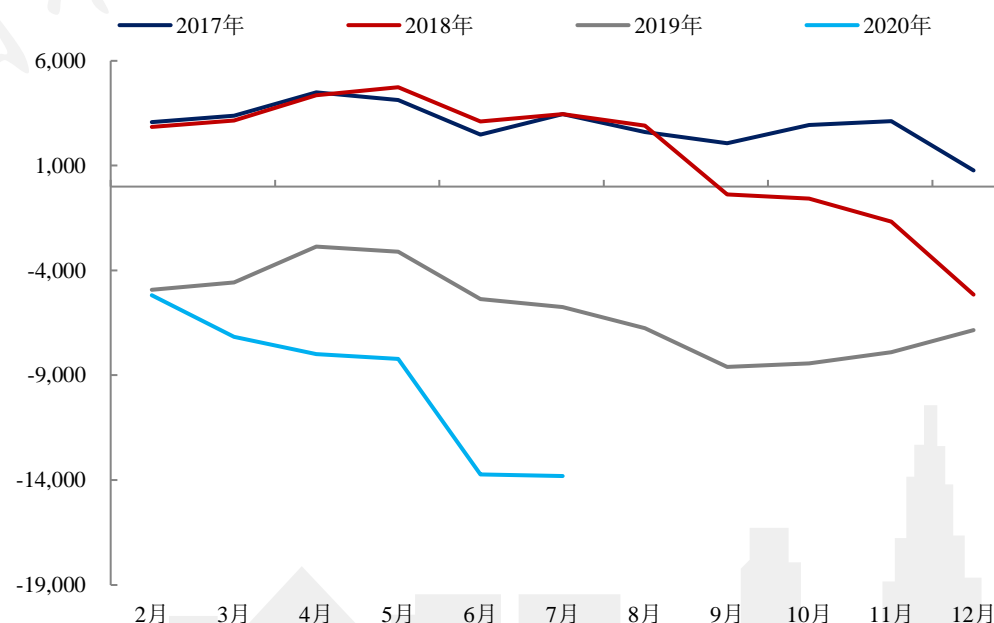
2、2020年以来，地方财政收支压力凸显

- 虽然4月以来政府性基金收入也在边际改善，2020年1-7月地方政府性基金收入的累计同比已经转正，但1-7月份地方政府性基金支出的增速上行更快，导致全国（中央+地方）政府性基金的收支缺口也在持续扩大，其收支缺口也明显高于往年同期。

2020年以来政府性基金收支增速也有所分化（%）



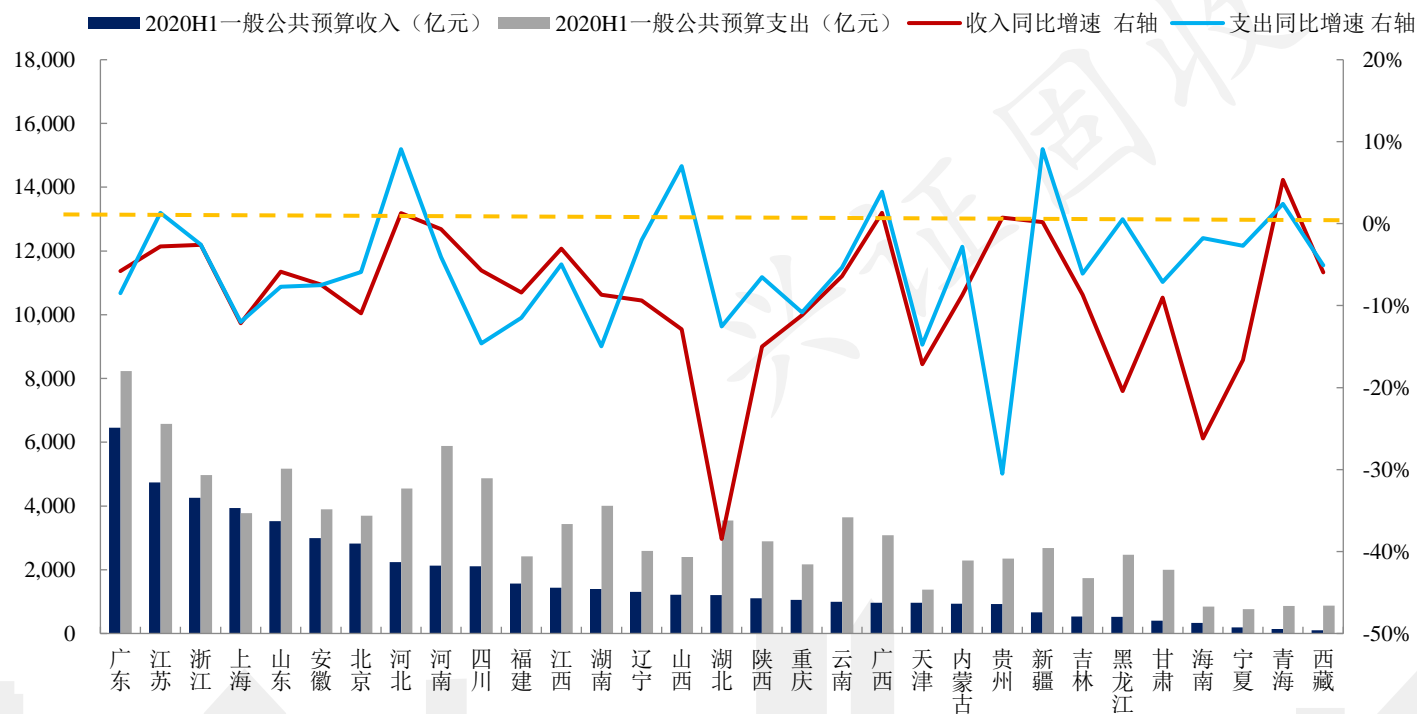
2020年以来政府性基金收支缺口持续扩大（亿元）



2、2020年以来，地方财政收支压力凸显

- 分各省市观察2020年上半年的财政收支情况发现，多地的一般公共预算收入增速同比依然为负，而财政支出更为刚性。
- 其中湖北、海南、黑龙江等地区2020年上半年的一般公共预算收入跌幅相对更大；而新疆、河北、山西等地区一般公共预算支出的同比增速较高。

多省市2020年上半年的一般公共预算收入增速同比依然为负



2、2020年以来，地方财政收支压力凸显

- 2020年上半年来看，除上海外，其他地区的一般公共预算依然入不敷出。根据我们的统计，诸如河北、山西、湖北等地区2020年上半年一般公共预算的收支缺口相较于2019年上半年增加明显；
- 从财政自给率来看，2020年上半年多数地区的财政自给率同比弱化，诸如湖北、海南、山西等地区的财政自给率弱化明显。

2020年上半年多数地区的财政自给率同比弱化

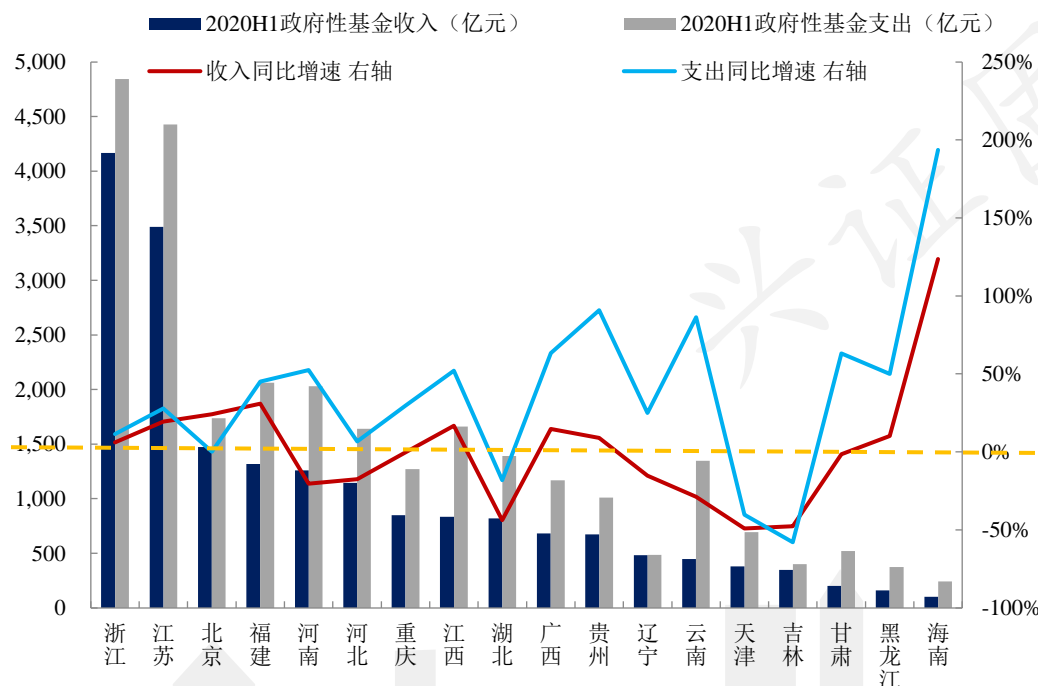
地区	2019H1一般公共预算收支缺口 (亿元)	2020H1一般公共预算收支缺口 (亿元)	一般公共预算收支缺口同比变动 (亿元)	2019H1财政自给率	2020H1财政自给率	2020H1财政自给率变动
上海	192.2	161.5	-30.7	104.5%	104.3%	-0.2%
浙江	-729.5	-713.5	16.0	85.7%	85.6%	-0.1%
广东	-2145.9	-1777.3	368.6	76.2%	78.4%	2.3%
安徽	-982.5	-907.0	75.5	76.7%	76.7%	0.0%
北京	-752.8	-869.1	-116.3	80.8%	76.5%	-4.3%
江苏	-1614.3	-1834.9	-220.5	75.1%	72.1%	-3.0%
天津	-461.1	-420.6	40.5	71.5%	69.5%	-2.0%
山东	-1861.3	-1649.3	212.0	66.8%	68.1%	1.3%
福建	-1026.7	-855.4	171.3	62.5%	64.7%	2.2%
山西	-851.7	-1189.2	-337.5	62.1%	50.5%	-11.6%
辽宁	-1209.3	-1290.9	-81.6	54.3%	50.2%	-4.1%
河北	-1958.7	-2308.9	-350.2	53.0%	49.2%	-3.8%
重庆	-1243.2	-1112.6	130.6	48.8%	48.6%	-0.2%
四川	-3465.2	-2760.5	704.7	39.3%	43.4%	4.1%
江西	-2132.8	-1998.6	134.2	41.0%	41.8%	0.8%
内蒙古	-1331.4	-1354.3	-22.9	43.5%	40.8%	-2.6%
贵州	-2464.5	-1427.6	1036.9	27.1%	39.2%	12.2%
海南	-409.8	-511.6	-101.8	52.1%	39.2%	-13.0%
陕西	-1792.8	-1786.5	6.4	42.1%	38.3%	-3.8%
河南	-3990.1	-3753.7	236.4	35.0%	36.2%	1.2%
湖南	-3176.0	-2605.5	570.6	32.5%	34.9%	2.4%
湖北	-2086.7	-2334.3	-247.6	48.5%	34.1%	-14.4%
广西	-2019.0	-2121.6	-102.7	32.0%	31.2%	-0.8%
吉林	-1263.7	-1201.7	61.9	31.6%	30.7%	-0.9%
云南	-2791.4	-2653.6	137.8	27.5%	27.2%	-0.3%
宁夏	-552.7	-569.6	-16.9	29.3%	25.1%	-4.2%
新疆	-1803.1	-2025.3	-222.2	26.8%	24.6%	-2.2%
黑龙江	-1788.8	-1938.1	-149.3	27.1%	21.4%	-5.7%
甘肃	-1705.7	-1592.4	113.3	20.6%	20.2%	-0.4%
青海	-702.5	-715.5	-13.0	16.5%	16.9%	0.5%
西藏	-821.7	-780.7	41.0	11.4%	11.3%	-0.1%

数据来源：WIND，各地方政府财政官网，兴业证券经济与金融研究院整理

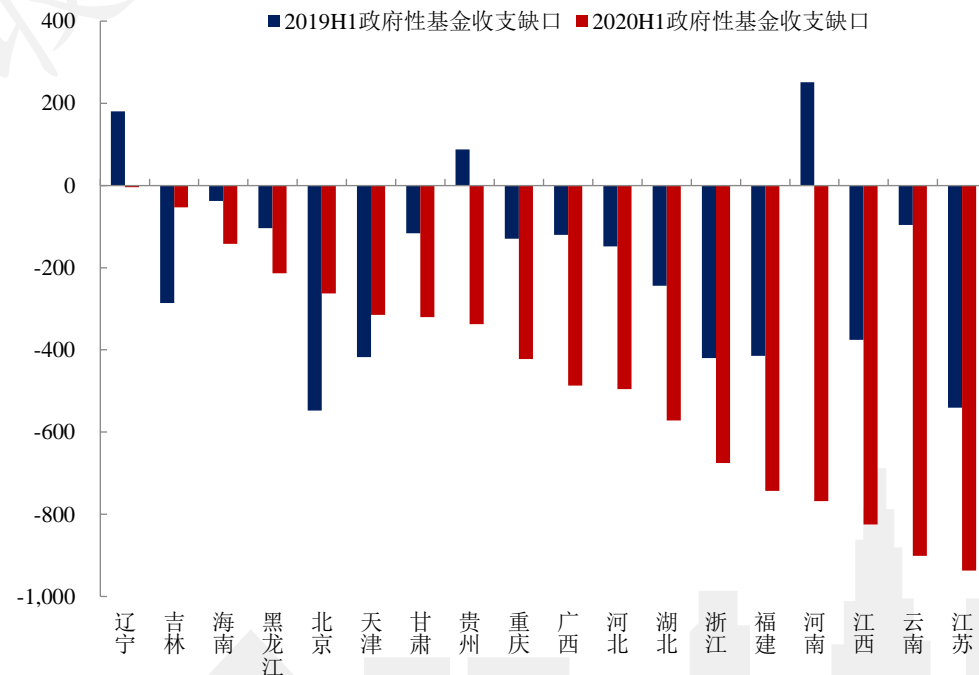
2、2020年以来，地方财政收支压力凸显

- 根据披露2020年上半年政府性基金收支情况的18个省市来看，虽然海南、云南、贵州等多个地区的2020上半年政府性基金收入实现了同比正增长，但是除北京、吉林外，各地区政府性基金支出的同比增速都明显高于收入，导致多地的收支缺口有所扩大；根据统计，诸如江苏、云南等地区2020上半年的政府性基金收支缺口相较于2019年上半年增加明显。

各省2020上半年政府性基金的收支情况



多省市2020上半年政府性基金收支缺口拉大 (亿元)



3、中央加大对地方扶持力度，对城投“信仰”有一定程度充值

- 整体上来看，随着减税降费政策的持续推进和今年以来公共卫生事件的冲击影响下，地方政府的财政压力将持续体现，尤其是中西部等自身财力偏弱及受公共卫生事件冲击较大的地区，地方政府的财政下行压力更为明显。
- 可以看出，2020年中央对地方财政的扶持力度将有所增大，尤其是对于受到公共卫生事件冲击明显的地区以及中西部等财政实力较为薄弱的地区，可能将会获得中央更大的扶持力度，城投“信仰”有望在一定程度上得到充值，但是地区间财政压力的分化也将愈发明显。

2020年中央和地方预算草案中的财政收入预计和支出安排

	科目	2019年决算（亿元）	2020年预算（亿元）	同比变化
2020年一般公共预算收入预计和支出安排	中央一般公共预算收入	89305.4	82770.0	-7.30%
	对地方转移支付	74415.1	83915.0	12.80%
	地方一般公共预算本级收入	101076.8	97500.0	3.50%
	地方一般公共预算支出	203758.9	212315.0	4.20%
2020年政府性基金收入预计和支出安排	中央政府性基金预算收入	4039.6	3611.4	-10.60%
	对地方转移支付	-	8007.6	-
	地方政府性基金预算本级收入	80476.1	77834.6	-3.30%
	地方政府性基金预算支出	88251.4	123342.3	39.80%

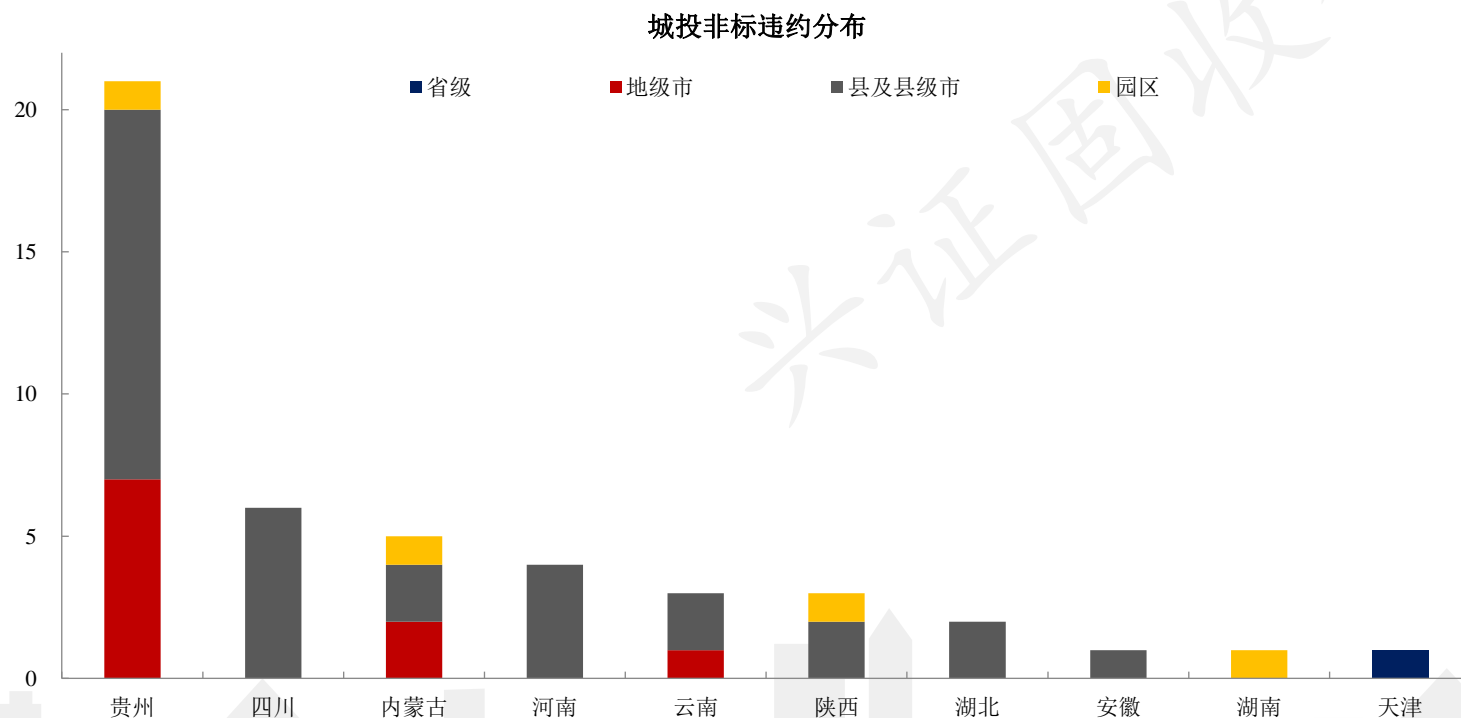
- 从地方财政的收支两端来看：在减税降费的政策背景下，2019年多地的财政收入同比增速明显不及支出增速，财政收支缺口（收入-支出）有所扩大，财政自给率趋于弱化。财政实力偏弱的地区，其综合财力对中央补助的依赖度较大。
- 随着减税降费政策的持续推进和今年初疫情冲击影响，地方财政收支压力凸显。根据2020年1-7月的财政收支数据，全国一般公共预算收支缺口和政府性基金预算收支缺口相较于往年同期皆明显扩大。
- 分各省市观察2020年上半年的财政收支情况发现，多地的一般公共预算收入增速同比依然为负，而财政支出更为刚性。从财政自给率来看，2020年上半年多数地区的财政自给率同比弱化，诸如湖北、海南、山西等地区的财政自给率弱化明显。
- 整体上来看，随着减税降费政策的持续推进和今年以来公共卫生事件的冲击影响下，地方政府的财政压力将持续体现，尤其是中西部等自身财力偏弱及受公共卫生事件冲击较大的地区，地方政府的财政下行压力更为明显。
- 2020年中央对地方财政的扶持力度将有所增大，尤其是对于受到公共卫生事件冲击明显的地区以及中西部等财政实力较为薄弱的地区，可能将会获得中央更大的扶持力度，城投“信仰”有望在一定程度上得到充值，但是地区间财政压力的分化也将愈发明显。

➤ 4、城投“信仰”的分化：“非标”违约VS城投债技术性违约

1、2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜

- 2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜。根据我们的梳理，非标违约也更多发生在财力相对薄弱、债务压力相对较大的中西部地区，并且不乏有地级市乃至省级平台，投资者对于非标违约频发的相关地区需要保持更多警惕。

2018年以来的城投非标违约事件统计（个）



1、2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜

- **以韩城城投的非标违约为例：**2018年12月，“方正东亚·方兴309号韩城城投集合资金信托计划”被曝到期未能完成兑付。该信托计划于2017年4月成立，韩城市城市投资(集团)有限公司（简称“韩城城投”）为融资人。
- 韩城城投是韩城市最大的城市基础设施投融资和建设主体。该信托计划的资金主要用于建设韩城城市地下综合管廊项目；由韩城城投和韩城国资委独资企业韩城金控的经营收入作为还款来源。

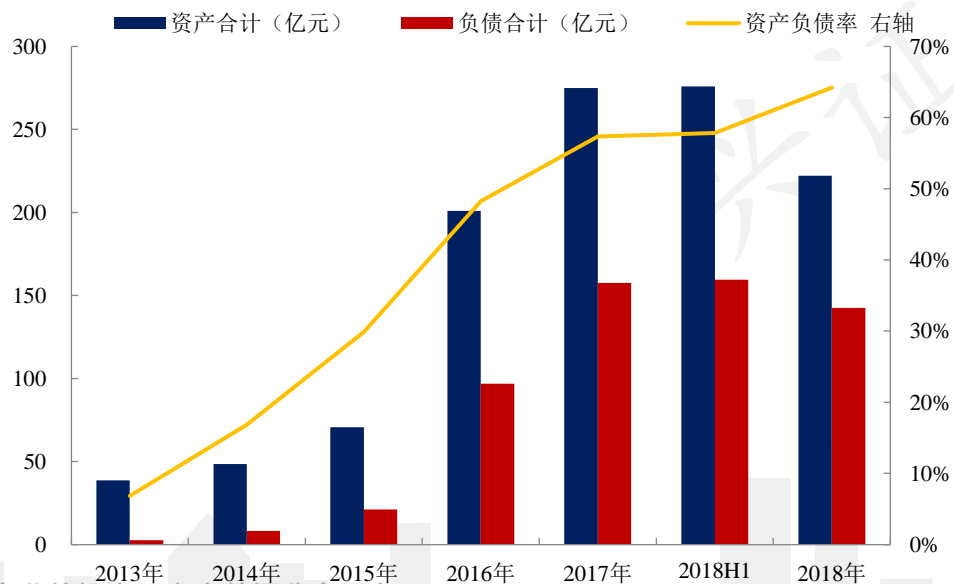
方兴309号韩城城投集合资金信托计划概况

要素	方兴309号韩城城投集合资金信托计划概况
单期期限	1.5年
受托规模	3亿元
年化收益率	6.5%-6.8%
投资方向	向韩城城投发放信托贷款，用于韩城市城市地下综合管廊建设项目
还款来源	第一还款来源：韩城城投营业收入
	第二还款来源：韩城金控经营收入

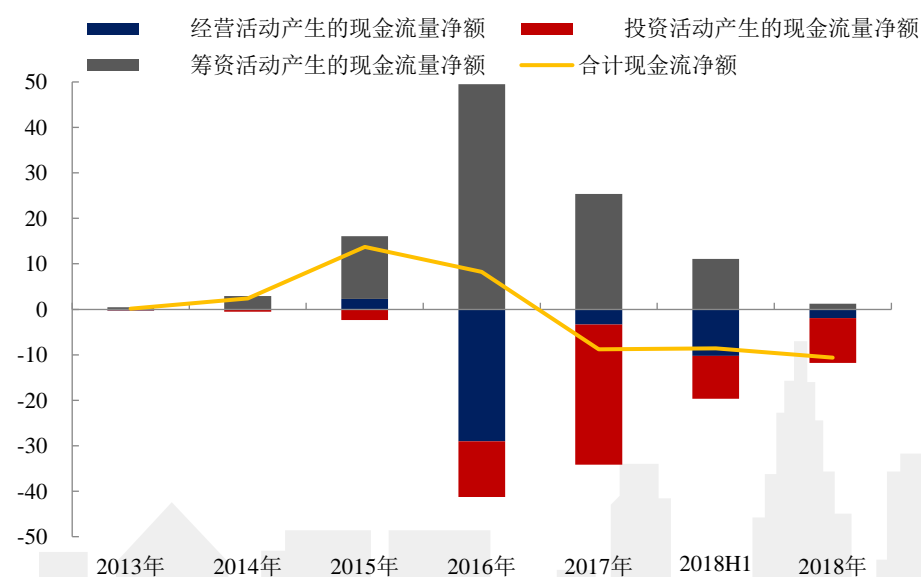
1、2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜

- 通过分析韩城城投的财务指标，我们发现，公司在2018年12月非标违约之前的几年里，其资产负债率大幅增长的同时，现金流紧张的情况也愈发凸显。
- 2016年以来，韩城城投的资产负债率大幅增长（2014年底仅为16.8%，2018年上半年已经达到57.8%）的同时，公司的经营活动现金流净额也在2016年以后由正转负，经营获现能力弱化，加上对外投资活动现金流支出的大幅增长，公司对外部融资的依赖越来越大；而2017年以来，公司的合计现金流净额（经营活动现金流净额+投资活动现金流净额+筹资活动现金流净额）开始转负，现金流紧张的情况愈发凸显。

公司的资产负债率情况



公司的现金流情况 (亿元)



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

2、从“非标”违约到城投债的技术性违约

- 2019年底以来，已发生两起城投债的技术性违约事件，投资者需要关注城投间的价值分化。
- 2019年12月6日，“16呼和经开PPN001”曝出违约，实际上该债券在违约之前曾在18年10月曝出过非标违约等负面事件。
- 2020年8月17日，“15吉林铁投PPN002”也出现了技术性违约。

16呼和经开PPN001违约前负面事件汇总

时间	负面事件
2018-10-30	中江信托发布项目违约公告，融资方呼和浩特惠则恒投资（集团）有限责任公司未能按照合同约定及时偿还到期信托贷款本息，已逾期支付信托贷款本息共计27600.28万元。该公司为呼经开投资集团的子公司，呼经开投资集团为该公司提供了不可撤销连带责任担保。
2018-11-2	债隐含评级被下调至A+,前日评级为AA-。
2019-5-8	中江信托要求法院冻结呼和浩特经开区投资开发集团、呼和浩特惠则恒投资集团4亿元财产。
2019-7-17	国药租赁起诉呼和经开及其子公司呼和浩特惠则恒，要求其支付所有到期及未到期租金、延迟违约金共计9316万元。
2019-12-6	16呼和经开PPN001发行人未（及时）将相应资金转至对应账户，构成回售违约。
2019-12-9	债隐含评级被下调至A-,前日评级为A+。

3、总结

- 2018年以来城投非标违约事件屡见不鲜。根据我们的梳理，非标违约也更多发生在财力相对薄弱、债务压力相对较大的中西部地区，并且不乏有地级市乃至省级平台，投资者对于非标违约频发的相关地区需要保持更多警惕。
- 2019年底以来，已发生两起城投债的技术性违约。2019年12月6日，“16呼和经开PPN001”曝出违约，实际上该债券在违约之前曾在18年10月曝出过非标违约等负面事件。
- 整体来看，一方面当前城投政策依然处于宽松周期，城投信用风险整体可控；另一方面，当前城投价值分化，对城投“信仰”不可盲目，投资者下沉城投信用资质需要谨慎。

➤ 5、投资视角——财政、产业和特定领域投向视角挖掘城投价值

1、财政视角看城投：衡量各级地方政府隐性债务压力的指标

● 衡量地方政府隐性债务的指标：

- ✓ 发债城投平台可能形成的地方政府隐性债务余额=发债城投平台的广义贷款（贷款+非标）+债券+其他应收-其他应付。
- ✓ 由于债务计算口径中含有减项，因此在测算到具体某区域的隐性债务余额时，有可能出现为负的情况。
- ✓ 由于融资平台存在母子公司情况，为避免重复计算，我们将子公司的债务情况剔除。

● 衡量地方政府隐性债务压力的指标：

- ✓ 采用各级别地方融资平台可能形成的隐性债务余额/政府财力进行衡量，关于政府财力口径后文有详细阐述。
- ✓ 我们将发债城投平台划分为省级、地级市/计划单列市、县级市/区县级以及园区级平台4个行政级别；
- ✓ 考虑到数据可得性，主要针对省级、地级市/计划单列市、县级市/区县级发债城投平台以及全省维度测算平台可能形成的隐性债务及偿债压力。

1、财政视角看城投：衡量各级地方政府隐性债务压力的指标

- **衡量地方政府隐性债务压力的指标：**
- 省本级、计划单列市/地级市的政府财政收入数据采用本级口径；北京、上海、天津、重庆4个直辖市下辖的区县（对标其他各省的地级市级别）、区县级/县级市的财政收入数据采用全辖区口径。

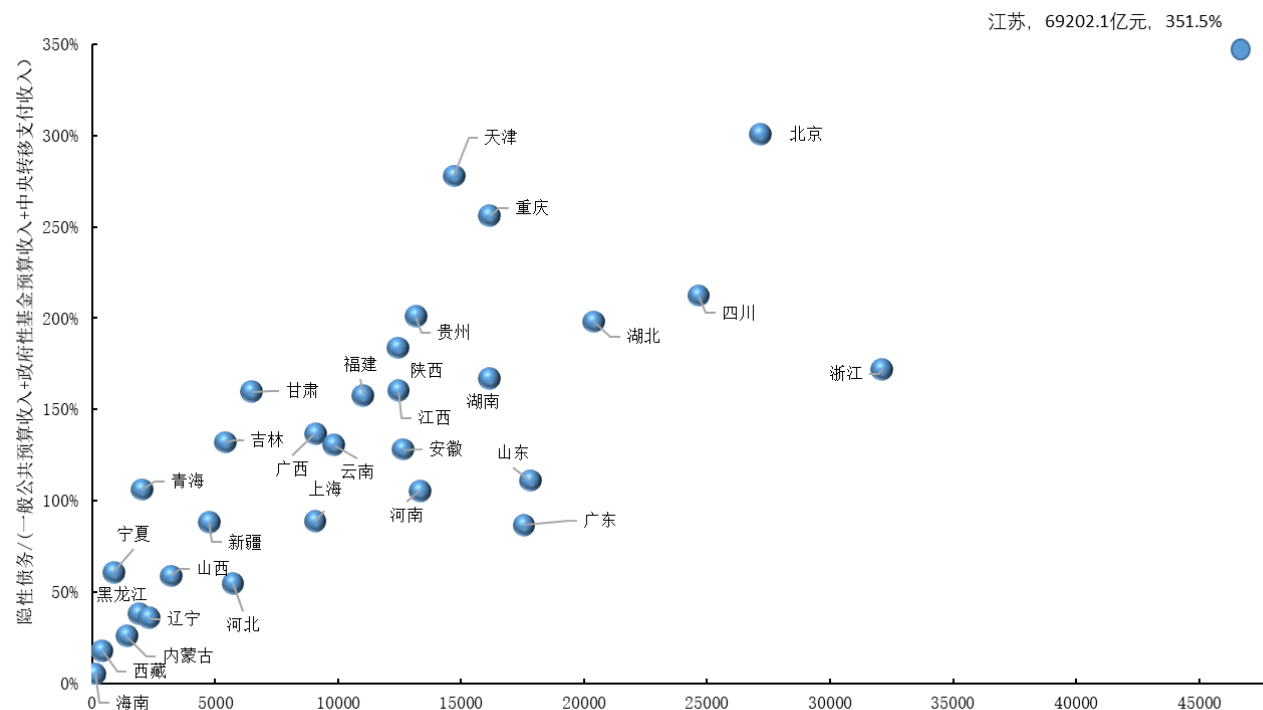
本文衡量地方政府债务压力的政府财力指标

行政级别	政府财力指标	备注
全省	=全省一般公共预算收入+全省政府性基金预算收入+中央转移支付收入 中央转移支付收入包含一般公共预算收入与政府性基金预算收入中的转移支付部分	部分地区中央转移支付收入数据披露不全
省本级	=省本级的一般公共预算总收入+省本级政府性基金预算总收入-地方转移支付支出 其中一般公共预算总收入包含一般公共预算收入加上中央补助、市县上解收入、一般债务、上年、调入资金以及动用预算稳定调节基金等；政府性基金预算总收入包含政府性基金预算收入加上中央、专项债券及上年结转资金等； 地方转移支付支出即一般公共预算收入与政府性基金预算收入中补助市县支出的数据。	部分地区数据披露不全
地级市/计划单列市市本级	=市本级的一般公共预算总收入+市本级政府性基金预算总收入 其中一般公共预算总收入包含一般公共预算收入加上上级补助、下级上解收入、债务转贷、上年结余、调入资金等；政府性基金预算总收入包含政府性基金预算收入加上上级补助、下级上解收入、债务转贷、上年结余、调入资金等。	部分地区披露的是市级、市直级数据；或没有披露总收入数据
北京、上海、天津、重庆4个直辖市下辖的区县； 区县级/县级市	=全辖区的一般公共预算总收入+全辖区政府性基金预算总收入 其中一般公共预算总收入包含一般公共预算收入加上上级补助、上年结余、调入资金等；政府性基金预算总收入包含政府性基金预算收入加上上级补助、及上年结转资金等。	部分地区数据披露不全

1、财政视角看城投：择券思路

- 债务压力不大的地区可能有较高的安全边际，受财政收入下行压力的影响较小；对于债务压力较大的地区，要密切关注隐性债务的化解进展，以及地方财力、中央扶持力度的变化，挖掘边际改善带来的投资机会；可以精选债务压力相对不大或债务压力较大地区但政策边际向好地区存量债的投资机会。
- 如果下沉信用资质，投资者可以主要关注剩余期限（或距离回售日）在3年以内、债务压力相对不大地区的地级市、区县级/县级市平台存量债的超额价值；同时对非标违约频发的地区，建议保持规避。

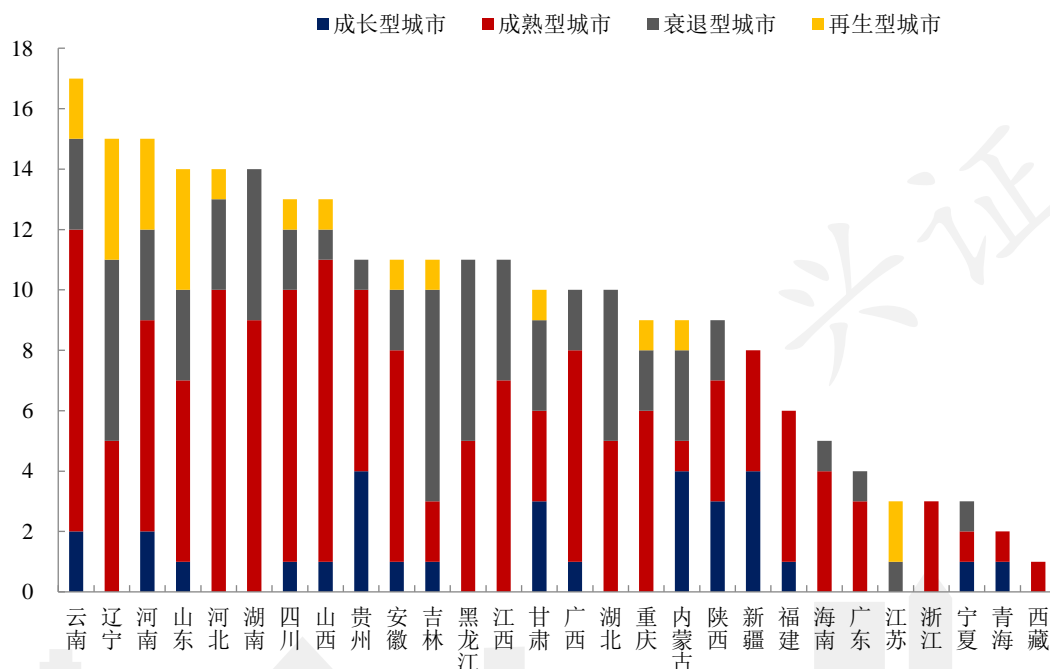
全国各地区发债城投平台2019年可能形成的隐性债务余额和债务压力情况



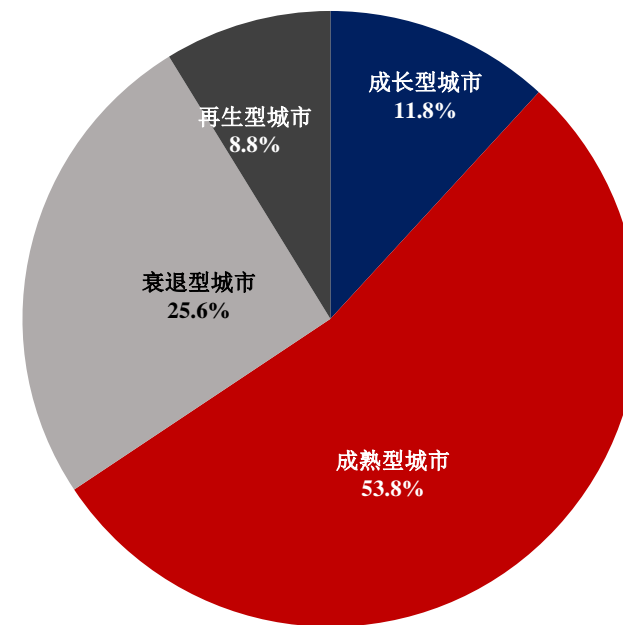
2、产业视角看城投：投资逻辑

- 2013年11月，国务院印发了《全国资源型城市可持续发展规划（2013-2020年）》，根据文件内容，成长型城市资源开发处于上升阶段，资源保障潜力大，是我国能源资源的供给和后备基地；
- 成熟型城市资源开发处于稳定阶段，资源保障能力强，是我国能源资源安全保障的核心区；
- 衰退型城市资源趋于枯竭，经济发展滞后，是加快转变经济发展方式的重点难点地区；
- 再生型城市基本摆脱了资源依赖，是资源型城市转变经济发展方式的先行区。

我国资源型城市分布（按城市类型，个）



资源型城市分布占比

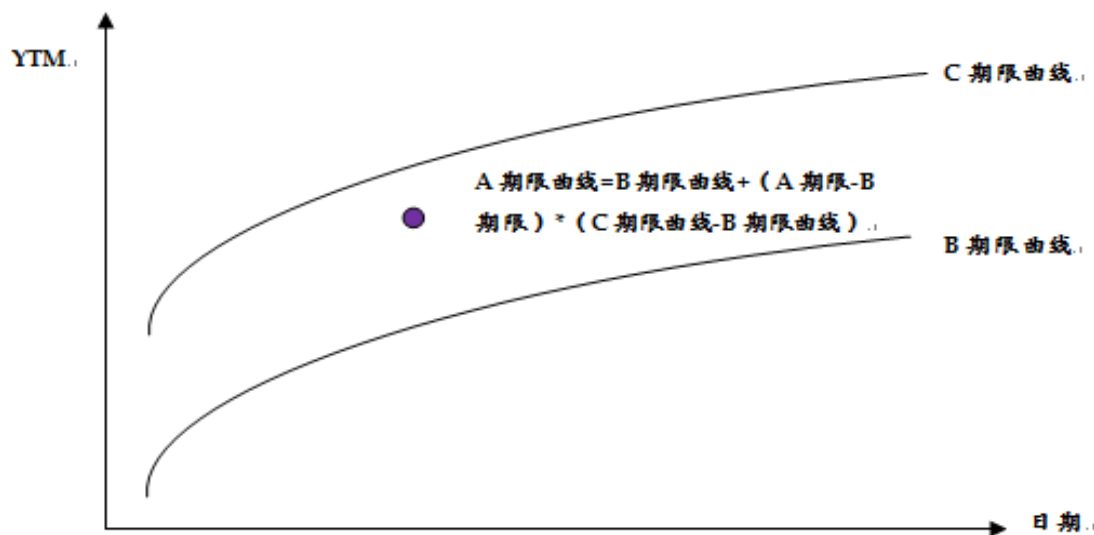


- 对于资源型城市的城投平台，除了通过传统逻辑——地方财政的视角，测算各地区城投平台可能形成的隐性债务及当地政府财力维度下的偿债压力外，**还可以从当地的资源型产业视角看发债城投平台的投资机会与风险；**
- ✓ 资源型城市的自然资源较为丰富，城投平台与当地的资源型产业的兴衰往往具有一定的联动性；
- ✓ 城投债可能会受益于当地的产业发展而估值提升，同时也可能会因为当地产业处于下行周期而估值走低；
- ✓ 我们通过横向观察城投债估值与当地资源型产业债券的估值走势，来判断两者之间的关联度；
- ✓ 估值指标：我们采用插值法测算城投债和产业债的信用利差指数，测算时以相应期限的国开债估值收益率作为无风险收益率；
- ✓ 进行观察时，我们尽量选择债券剩余久期相近的城投和产业债进行对比。

2、产业视角看城投：投资逻辑

- 插值法测算信用利差：
- 个券的信用利差=个券到期收益率-同时间同期限国开债到期收益率，最后平均求得各分类的信用利差
- 如何避免信用债剩余期限不同带来的差异？例如一个剩余期限为A年（例如3.5年）的个券，但市场上并不存在该期限的国开债收益率曲线，但存在B期限（例如3年）和C期限（例如4年）的曲线。这时我们可采用线性插值法近似测算该期限的国开债收益率曲线，即： $A \text{ 期限曲线} = B \text{ 期限曲线} + (A \text{ 期限} - B \text{ 期限}) * (C \text{ 期限曲线} - B \text{ 期限曲线})$

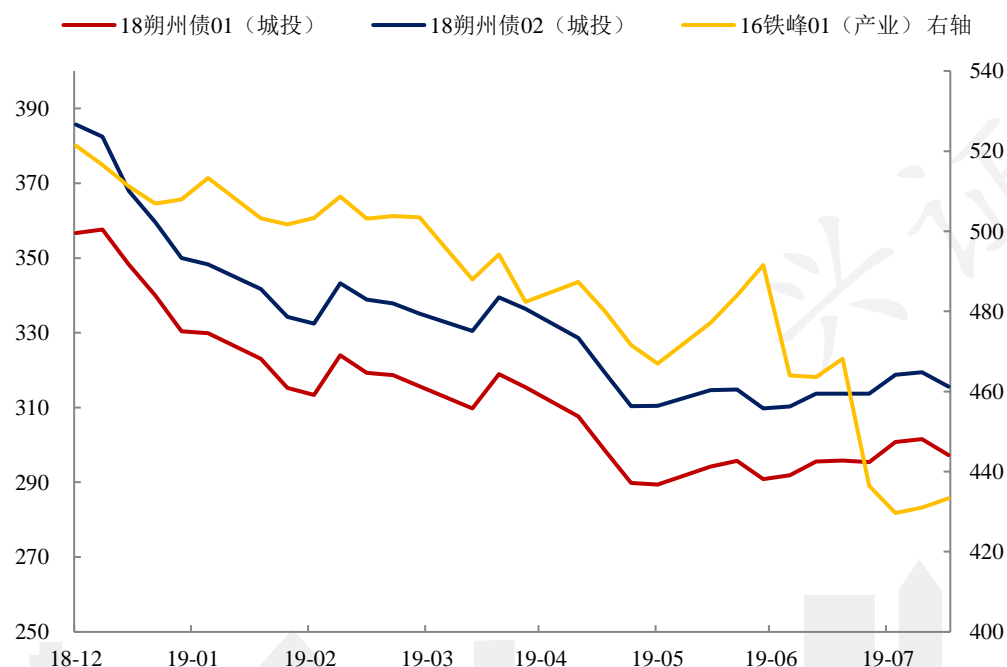
线性插值法测算不同期限的国开债收益率曲线



2、产业视角看城投：投资逻辑

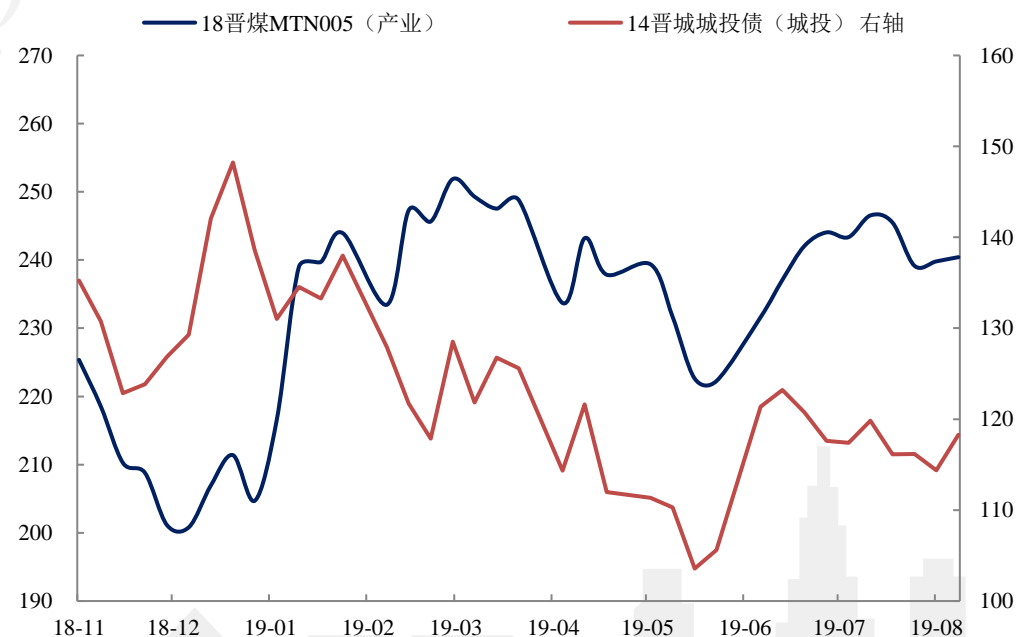
- 通过观察发现，对于资源型城市，城投债估值与当地的资源型产业债估值走势具有高度相关性。
- 示例：山西煤炭资源丰富，朔州（成长型城市）及晋城（成熟型城市）等地区城投债信用利差走势与煤炭产业的估值走势具有较大的关联性。

山西朔州城投与产业债信用利差指数（BP）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

山西晋城城投与产业债信用利差指数（BP）



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

2、产业视角看城投：择券思路

- 对于资源型城市，城投平台与当地的资源型产业的兴衰往往具有一定的联动性，对于成长型与成熟型资源城市，由于资源储备丰富，对当地经济的带动力度较大，城投债估值可能会在其产业处于上行周期时受益，同时可以综合考虑当地政府的偿债压力，对于债务压力不大、估值收益率尚下行空间的成长型/成熟型城市的城投平台，投资者可以积极关注剩余期限（或距离回售日）在3年以内的存量债超额价值，对于衰退型城市尽量规避。

有发债城投平台的资源型城市分类

城市类型	地区
成熟型城市	鹤壁、凤城、济宁、东营、平度、凉山、自贡、达州、克拉玛依、武义县、奉节县、滁州、平潭县、龙海、鄂州、应城、大同、晋中、忻州、瑞昌、万年县、渭南、临沧、曲靖、普洱、新平彝族傣族自治县、清镇市、本溪、泰安、莱芜、广元、广安、绵竹、铜梁区、垫江县、秀山土家族苗族自治县、池州、龙岩、南平、百色、河池、晋城、运城、长治、金昌、高要、张家口、贵溪、安宁、平顶山、新密、雅安、巴音郭楞蒙古自治州、湖州、淮南、宿州、宣城、三明、大庆、鸡西、牡丹江、宜都、任丘、衡阳、宁乡、浏阳、邵阳、德兴市、安顺、攀枝花、荣昌区、亳州、吉林市、赤峰、临汾、平凉、邯郸、邢台、郴州、娄底、赣州、宜春、宝鸡
衰退型城市	贾汪区、阜新、淄川区、钟祥、乌海、韶关、焦作、鹤岗、七台河、双鸭山、大冶、松滋、耒阳、濮阳、新泰、泸州、铜陵、黄石、潜江、辽源、资兴、南川区、淮北、景德镇、萍乡、新余
再生型城市	云阳县、盘锦、大石桥、葫芦岛、淄博、临沂、通化、包头、南阳、徐州、宿迁、唐山、洛阳、马鞍山
成长型城市	昌乐、颍上县、贺州、呼伦贝尔、阿勒泰、松原、鄂尔多斯、海西州、朔州、榆林、毕节、禹州、南充、庆阳、六盘水、黔东南布依族苗族自治州、黔南布依族苗族自治州、武威、延安、咸阳、楚雄州

3、“特定领域投向”视角看城投：投资逻辑

- 本文所论述的“特定领域投向”城投债，是指发行主体为城投平台公司，募集资金明确投向“政策支持或引导”的特定项目/领域的城投债券，具体包括各种专项债券（具体包含的债券品种见图表）、项目收益债、保障性住房债、扶贫债、绿色债及疫情防控债。

本文所指的“特定领域投向”城投债类别

专项债	城市停车场专项债券
	城市地下综合管廊专项债券
	养老产业专项债券
	双创孵化专项债券
	战略型新兴产业专项债券
	配电网建设改造专项债券
	社会领域产业专项债券
	PPP项目专项债券
	纾困专项债券
	住房租赁专项债券
	县城新型城镇化建设专项企业债券
项目收益债（明确了“项目收益要与债券本息相匹配”）	
保障性住房债（单列一类，与专项债、项目收益债有重叠部分也归入此分类）	
扶贫债（单列一类，与专项债、项目收益债有重叠部分也归入此分类）	
绿色债（单列一类，与专项债、项目收益债有重叠部分也归入此分类）	
疫情防控债	

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
注：我们将应用于保障性住房、扶贫领域的单列为保障性住房债和扶贫债，与专项债、项目收益债有重叠的部分也归入此分类，绿色债同理；
本文所指城投债的口径综合考量了中债口径和发行人的主营业务情况。

3、“特定领域投向”视角看城投：投资逻辑

- 本文所论述的“特定领域投向”城投债与普通城投债相比，在发行条件、募集资金用途、还款来源、政策扶持等方面有诸多不同。相较于普通城投债，“特定领域投向”城投债在发行条件方面多有放松，都有明确的项目/领域投向，还款来源比较多样化，且多有不同形式的政策扶持。

“特定领域投向”城投债与普通城投债的异同

	“特定领域投向”城投债	普通城投债
发行主体	皆为城投平台公司	
发行条件	相较于普通城投债，“特定领域投向”城投债在发债指标、发债规模、增信措施等方面多有放松，同时诸如疫情防控债、纾困专项债等发行设有绿色通道	遵照发改委、交易商协会、证监会等部门相关的发债规定
募集资金用途	根据债券名称，募集资金明确用于特定项目/领域投向，诸如城市停车场专项债券明确用于城市停车场建设，绿色债明确用于绿色项目建设，疫情防控债明确用于疫情防控领域等（不排除部分资金用于偿还银行贷款、补充营运资金等）	募集资金未明确用于特定项目/领域投向，可能用于多类项目/领域，或者募集资金完全用于借新还旧，偿还银行贷款、补充营运资金等
还款来源	多数“特定领域投向”城投债的还款来源多与对应项目相挂钩，同时诸如保障性住房债等还会有财政注资等“政策支持”；特别的，项目收益债明确要求项目收益能够完全覆盖债券本息。	根据募集资金投向，还款来源多是项目收益或者平台公司自有资金、经营活动产生的现金流、银行贷款等
政策扶持	多有不同形式的政策扶持。诸如各类专项债，发行指引多提到鼓励地方政府综合运用预算内资金、专项资金，通过投资补助、基金注资、担保补贴、贷款贴息等多种方式，支持发行；对于绿色债，政策鼓励养老基金、保险资金等各类资金投资绿色债务融资工具等	政策扶持情况不明确，可能会因募集资金用途的不同而有所差异

3、“特定领域投向”视角看城投：投资逻辑

各类“特定领域投向”城投债还款来源

“特定领域投向”城投债券类型		还款来源
专项债	城市停车场专项债券	城市停车场收入以及公司其他业务收入
	城市地下综合管廊专项债券	综合管廊出租收入、 补贴收入等
	养老产业专项债券	养老床位收入、康复医疗收入等作为主要偿债来源
	双创孵化专项债券	项目的经营性收入以及公司日常生产经营所产生的现金流； 鼓励地方政府综合运用预算内资金和其他专项资金进行债券贴息
	战略型新兴产业专项债券	项目的经营性收入以及公司日常生产经营所产生的现金流； 鼓励地方政府综合运用预算内资金支持、战略性新兴产业发展专项资金投入进行财政贴息
	配电网建设改造专项债券	项目的经营性收入以及公司日常生产经营所产生的现金流； 鼓励地方政府综合运用预算内资金和其他专项资金进行债券贴息
	社会领域产业专项债	以项目未来经营收入作为主要偿债资金来源
	PPP项目专项债券	项目收益优先用于偿还债券本息 ；来源于政府付费和财政补贴的项目收益应按规定 纳入中期财政规划和年度财政预算 。
	纾困专项债券	主要来源于发行人日常经营所产生的现金流入
	住房租赁专项债	房屋租赁收入、运营管理收入等发行人经营活动产生的收益和现金流
	县城新型城镇化建设专项企业债券	以募投项目未来经营收入作为主要偿债来源
	项目收益债	项目建成后运营收益，要求项目收入与债券本息相匹配
	保障性住房债	(1) 公司经营收入 (2) 银行贷款、财政注资等手段融入外部资金。
	扶贫债	(1) 产业扶贫项目收益； (2) 政府通过购买公共服务对扶贫搬迁的基础设施配套进行支付。
	绿色债	营业收入、自由现金流、银行授信额度和 政府补贴（部分主体）
	疫情防控债	公司货币资金、经营收入、经营活动产生的现金流和银行授信额度

3、“特定领域投向”视角看城投：投资逻辑

- 近期拟推出的县城新型城镇化建设专项企业债券，投资者也可以积极关注。2020年8月26日，国家发改委公布《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》。政策支持发行人以自身信用发行本专项企业债券，募集资金可以用于补充营运资金和前期已直接用于募投项目建设的银行贷款，对已取得本专项企业债券发行注册通知的募投项目，优先安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金。

县城新型城镇化建设专项企业债券发行条件和支持政策

	措施
发行条件	<p>(1) 发行人应具备健全且运行良好的组织机构，具有合理的资产负债结构和正常的现金流量，最近3年年均可分配利润足以支付债券1年利息</p> <p>(2) 本专项企业债券以募投项目未来经营收入作为主要偿债来源。其中，项目收费标准由政府部门定价的，地方政府价格主管部门应及时制定完善项目收费价格政策。</p> <p>(3) 发行人应根据项目资金回流具体情况科学合理设计债券发行方案，可灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。</p> <p>(4) 鼓励银行机构通过“债贷组合”增信方式，进行债券和贷款统筹管理。</p> <p>(5) 省级发展改革委应就募投项目出具是否适用于本指引的专项意见。</p>
支持政策	<p>(1) 在偿债保障措施完善的前提下，允许使用不超过50%的债券募集资金用于补充营运资金。用于项目建设部分的募集资金，可偿还前期已直接用于募投项目建设的银行贷款。</p> <p>(2) 支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券。</p> <p>(3) 对已取得本专项企业债券发行注册通知的募投项目，优先安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金，以支持募投项目所需资金的足额到位。</p> <p>(4) 省级发展改革委在制定本省份县城城镇化补短板强弱项落实方案以及指导县城新型城镇化建设示范地区制定示范方案时，应统筹考虑项目资金、土地保障方式，加大本专项企业债券融资支持力度，协调新增建设用地计划指标和城乡建设用地增减挂钩指标分配，满足项目合理用地需求，保障项目落地实施。</p> <p>(5) 市县级发展改革委加强项目谋划与储备，市县级发展改革委加强项目谋划设计与储备，加快做好项目审批（核准、备案），推动有关部门和项目单位加快推进用地、环评、选址、施工许可、征地拆迁等前期工作。</p>

3、“特定领域投向”视角看城投：择券思路

- 对于“特定领域投向”城投债，在“政策加持”、“项目收益”或平台自身资质等保障下，风险相对可控，具有较高的安全边际。
- 根据“特定领域投向”城投债的剩余期限和估值收益率情况，建议投资者结合各地区发债城投平台可能形成的隐性债务压力情况，以及自身风险偏好，积极挖掘“特定领域投向”城投债的投资价值。
- 具体来看，对于债务压力不大地区的平台，或者是债务压力虽然不小但自身资质较优的省级/地级市平台，对于该类平台中剩余（或距离回售日）期限3年以内、债项评级AA及以上的存量债，可以在风险可控的情况下挖掘其中的超额价值；同时，对于发生过城投非标违约等风险事件的地区需要保持警惕。

- 债务压力不大的地区可能有较高的安全边际，受财政收入下行压力的影响较小；对于债务压力较大的地区，要密切关注隐性债务化解进展，以及地方财力、中央扶持力度的变化，挖掘边际改善带来的投资机会；可以精选债务压力相对不大或债务压力较大地区但政策边际向好地区存量债的投资机会。
- 对于资源型城市，城投平台与当地的资源型产业的兴衰往往具有一定的联动性，对于成长型与成熟型资源城市，由于资源储备丰富，对当地经济的带动力度较大，城投债估值可能会在其产业处于上行周期时受益，同时可以综合考虑当地政府的偿债压力，对于债务压力不大、估值收益率尚有下行空间的成长型/成熟型城市的城投平台，投资者可以积极关注，对于衰退型城市尽量规避。
- 对于“特定领域投向”城投债，在“政策加持”、“项目收益”或平台自身资质等保障下，风险相对可控，具有较高的安全边际。建议投资者结合各地区发债城投平台可能形成的隐性债务压力情况，以及自身风险偏好，积极挖掘“特定领域投向”城投债的投资价值。具体来看，对于债务压力不大地区的平台，或者是债务压力虽然不小但自身资质较优的省级/地级市平台，可以在风险可控的情况下挖掘其中的超额价值。
- 同时，注意控制久期，对于城投非标违约频发的地区，建议保持规避。

风险提示：货币政策放松不达预期；政策落地不达预期。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

使用本材料的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本材料中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn



THANKS

欢迎交流！ 兴业证券固定收益团队