

“城投信仰”尚能饭否？

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾 程丹润

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209

2018年09月21日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 今年以来，云南国资信托延期支付、天津市政资管计划延期兑付、内蒙古锡林浩特给排水公司融资租赁违约、四川安岳政信项目逾期等城投融资违约事件频发，但相关资金方都为个别金融机构，最后都在双方协调中消除了“误会”。
- ◆ 7月23日，国常会的“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”要求，城投公司融资环境预期好转。
- ◆ 8月13日，17兵团六师 SCP001 技术性违约，是城投公司在标准化市场上的首次违约，无异于平地惊雷，给本就风雨飘摇的“城投信仰”重要一击。
- ◆ 9月13日《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》明确提出，对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，又给“城投信仰”加上了一道枷锁。究竟“城投信仰”尚能饭否？未来走势如何？值得深究和探讨。

“城投信仰”尚能饭否？

一、“城投信仰”因何而存？

对于城投平台的定义，银保监会、财政部、Wind、中债等口径有所差异，但判断城投平台的依据大致是统一的，主要是其是否承担了地方政府融资职能，主营业务是否为地方基建和公益（准公益）项目。

1. 何为“城投信仰”？

“城投信仰”是指投资人往往认为城投债具有政府的隐性背书，因为城投平台自身普遍缺乏造血能力，“城投信仰”的背后是对地方政府乃至上级政府救助的信仰。2014年，在财政部严控地方政府债务管理、坚决制止地方政府违法违规举债并遏制隐性债务的政策背景下，城投平台整体融资环境迅速转向负面，部分平台仅应付存量债务的滚动融资就已经捉襟见肘。但因地方政府长期以来为城投平台提供隐形担保，投资人对资金安全盲目乐观，缺乏必要的尽调和研究，形成了市场普遍的城投信仰。因此，城投债也被称为“中国债市最后的信仰”。

2. “城投信仰”因何存在？

首先，城投应政府而设立。分税制改革以来，财力逐步上收中央，事权却下放到地方（2017年地方财政支出占我国财政总支出的85.3%），地方政府承担了过多的事权，财力与事权不匹配，吃饭靠财政、建设靠融资，导致各地各部门通过成立城投公司借钱融资搞建设。**其次，城投帮政府做事。**城投资产负债表与地方政府存在有大量债权债务义务、往来款项法定支付关系，有些是城投帮政府做代建项目形成的应收账款和其它应收款，有些是地方政府向平台的借款，一旦违约发生资产清算，很大一块资产涉及到政府部门往来欠款。以此次兵团六师为例，来自政府的应收账款占企业总资产接近1/4。**再次，城投依靠政府输血。**城投承接的许多公益性基建项目，做的是政府的事，不是市场的事，其营收、现金流、客户来源主要来自政府，缺乏自偿性现金流，需要依赖地方补贴或提供资源进行输血。1802个城投债样本中，以政府补贴为主的营业外收入占利润总额超过50%以上的发行人，占到总量的20%左右。**最后，城投违约连带影响大。**城投一旦违约，会导致当地融资环境整体恶化，对后续再融资和其它城投融资造成不利冲击，地方上也大多会积极协调各种资源，避免违约引发当地融资环境的大幅恶化。比如8月农六师超短融违约后，一度导致新疆兵团的后续发债受阻，兵团十二师新发的“18天恒基SCP003”被迫取消发行。

二、“城投信仰”如何演化？

上半年城投非标违约以及农六师超短融的违约，一度让投资人认为城投刚兑信仰打破，但随着多起城投违约事件被“和谐”，市场又感受到城投信仰的强化，潜在“金边”属性屡难打破。而国常会的要求与降低国企债务的文件又似有矛盾，未来“城投信仰”究竟如何演化？

1. 短期来看，“城投信仰”具有现实支撑

一是融资平台功能难以完全退出。即使国家通过“开正门、堵偏门”，加大专项债发行，但难以弥补地方政府融资缺口（新增专项债仅占基建投资的7%-8%），同时专项地方债制定资金用途，地方政府缺乏自主性，更倾向于利用融资平台弥补资金缺口。

二是稳增长阶段基建发力难弃城投。7月下旬召开的政治局会议要求“六个稳”，加大基础设施补短板，国务院常务会议要求保障融资平台合理融资需求，城投整体融资环境趋于改善，城投债依然具有更好信用，地方政府尽力保障城投不违约的情况并未改变。

三是城投违约第一案仍会蓄而不发。今年以来，尽管年初信用风险不断，但城投企业公开市场仍是零违约的记录，出于政绩和整体融资环境的考虑，无论哪个地区哪级政府也不会去发第一枪，只要上一级不松口，一定会想尽各种办法给予刚兑，这已成当政者的一项政治任务。与此同时，对于城投违约发生在外地到是“喜闻乐见”，一旦普遍违约，可以将债务推的一干二净。

2. 长期来看，“城投信仰”打破将是必然

随着划清城投与地方政府债务界限，以及城投在地方融资的地位下降，特别是前些年非标比较多、债务负担重且区域经济落后的地区，“城投信仰”打破将是必然。

一是地方政府隐性债务压力仍然较大。再出现类似15年债务置换、财政兜底的化解手段概率也较低，长期症结并未解除，隐性债务的化解仍需进一步的措施，不排除采用2000年信托违约破产重整的方式。

二是打破刚兑是大势所趋。这一轮金融严监管的重要目的就是打破各个金融链条的刚兑，政策底线是不发生系统性风险，但系统性风险并不意味着所有债务均刚兑，加上城投个体资质差异加大，对城投企业一刀切的信仰，肯定不是政策所向。

三是地方政府信仰本身面临分化。随着政策对地方融资行为的规范，不同区域、不同层级政府化解风险事件的能力和资源出现明显分化，对于部分低层级城投，尤其过去几年存在大干快上、融资过度膨胀的地市县，一旦发生违约，可能会面临“有心无力”的局面。

3. 趋势来看，“城投信仰”弱化具有以下特点

一是事件具有突发性。城投违约事件发生区域，并非投研报告中关注的债务率最高的贵州、东三省等地，也没有发生在区县级城投等低资质平台，反而多数发生在省市级平台、新疆兵团等具有较强“信仰”的区域，具有突发性和难预测性。

二是处理存在优劣级。违约事件爆发后，迫于当地融资环境压力，公募债券和大部分集合产品将优先得以兑付，租赁、非标类融资相对弱势劣后兑付。

三是信仰包含差异性。地方政府不能再动用财政资金直接化解企业的债务风险，只能尽力协调地方国企、城投企业相互拆借、协调银行等金融机构进行解决，不同地区、不同层级政府所拥有的资源禀赋不同，最终逾期或违约风险能否化解、化解路径均存在差异。

四是不排除需要第二轮债务置换的可能。目前14年之前认定的政府性债务全部置换完毕，过去仅把银行贷款、部分非标认定为一类债务，而把债券纳入二类，随着债券融资的陆续到期，偿付压力不断加大，一旦经济下行过大或土地出让收入口子收紧，不排除需要采取第二轮债务置换的方式，缓解系统性债务风险。

三、“城投信仰”弱化如何应对？

今年8月，地方政府债务置换全部完成，城投企业有息负债在理论上与地方政府债务完全剥离，“城投信仰”的变与不变仍将牵动市场神经，在大趋势不明朗的情况下，在做城投相关业务中，更加需要综合研判、小心应对。

1. 在区域选择方面

关注所在政府层级。行政层级较高、掌控较多资源禀赋、省会城市的地方城投公司，政策协调空间较大。

关注地区财政经济实力。当地经济、财政具备一定体量和较好增长，显性与隐性债务率适中，最好避开被财政部、审计署通报点名的部分区域。

关注地方隐形债务。应把地方显性债务、或有债务与隐性债务统筹考虑，避开显性债务率偏低、但隐性负债率很高的区域。

关注土地出让收入。近年由于地方土地出让金大幅下滑，需关注这一因素导致地方综合财力大幅下降的市县区。

2. 在公司选择方面

关注重要性。选择公益性、核心和重要性城投平台，城投股东中是否包含国开发展基金公司或中国农发重点基金有限公司？城投业务范围是在全市、全区还是园区？应收账款和其它应收款的前5大明细是谁，资金拆借给了哪些主体？土地业务的交易对手是哪个层级政府或相关部门？

关注公益性和非公益性。对于经营业务仍围绕政府基建、土地整理等带有明显公益性的城投平台，其债务本质仍是当地偿债意愿和偿债能力的延伸，仍是“城投信仰”的体现。对于向市场化、盈利化转型的城投，以及非核心城投而言，要按照普通地方国企来去除“信仰”。

关注政企合作方式。近年来，因为金融机构、政府、平台三方合作不规范收到财政部、银监会处罚的不在少数，在选择企业时，需关注项目是否在依法依规基础上与政府签订合作文件或法律合同，明确约定项目内容、费用、权责、资金安排和违约责任等，保证合规性和真实性。

关注债务结构。避免短期刚性债务率过高、货币资金/短债过低的企业，关注年内短期债券、非标存在集中兑付风险的发行人。

关注担保和委托贷款。为民营企业、竞争性地方国企提供了大量担保和委托贷款的城投发行人，需要关注或有偿债风险。

关注营收结构上。最好以公益性业务为主，关注主营业务中土地整理、基建业务占比较高的公司，距离政府股东的信用距离更近；如果同时还具有一定的经营性优质资产和相对稳定的现金流收入，则能够起到互补作用，则优势更大。

关注盈利能力。城投转型的重点是提升自身的造血盈利能力，应加大对平台盈利模式和可持续性的关注，一方面，关注当前在建项目的规模、回款与后续资金落实，另一方面，关注未来新业务和订单来源，还需重视近年是否连续大幅亏损、是否有营收和资本金锐减，影响其市场融资能力。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。