

城投债创新高B面：超200家城投公司“退市”

本报记者 王力凝 北京报道

债券圈的城投信仰，依然金身不破。

9月29日，吉林神华集团私募债“17神华01”在前一天违约后很快完成兑付，仍是由吉林市铁路投资开发有限公司(以下简称“吉林

城投债将再创历史新高

2020年上半年，全国城投债发行达2.47万亿元，同比大增63.0%，净融资规模约1.51万亿元，已超2019年全年水平。

在东方金诚首席评级总监裴永看来，扩大基础设施建设投资是中国逆周期调节经济的重要手段。受新冠肺炎疫情影响，上半年国内经济增速大幅放缓，而下半年海外疫情持续蔓延，又对中国经济运行形成制约。在此背景下，城投企业表现出了自身的使命与担当，积极投资基建，加之城投公司本身存在债务集中兑付的压力，在市场流动性充裕、融资成本低的情况下，上半年城投债市场发行再创新高。

进入三季度，城投债发行继续提速。截至9月底，国内城投债共发行了4066只，规模达3.2万亿元，相较于2019年去年同期的3091只，2.5万亿元规模，分别上涨31.5%和28%。

根据穆迪的研究报告，中国境内城投债发行总额，将在2020年创下新高。申万宏源同样认为，由于

铁投”)作为担保方代偿。吉林城投是吉林市国资委100%控股的城投平台，此前的2019年9月，吉林城投就对吉林神华集团的债券延期进行过代偿。

Wind城投债数据显示，截至9月29日，城投债存续12481只，较年初增长2069只；城投债总存量为

国内基建项目加速推进，城投融资继续向好，预计城投债的发行量继续上升，预计超越2016年的历史最高点。

尽管如此，在今年城投债火爆的背景下，有200多家城投发行人在债券到期之后，不再发行债券。

Wind数据显示，在消失的224家城投公司发行人名单中，涉及全国224个省市。其中，江苏、辽宁、浙江省的城投公司发行人退出的最多，分别有26家、20家和16家。这些退出发行的城投公司，此前共发行686只债券数，累计发行债券金额为3438.61亿元。

值得关注的是，从这些城投公司的评级来看，虽然各类评级都有涉及，但是“AA”级城投公司共有110家，占到了退出发行城投公司的一般以上。还有部分评级最高“AAA”的发行人，如上海松江城镇建设投资开发集团有限公司、重庆渝富资本运营集团有限公司等。

“发债的城投公司的评级主要

10.35亿元，较年初增长1.37万亿元；存续城投公司2321家，较年初增长了33家。

2020年以来，中国基建项目在疫情影响下依然加速推进，融资政策宽松，城投债发行量持续上升。根据穆迪、申万宏源等机构的分析，预计2020年中国境内城投债发

集中在AAA、AA+和AA，AA实际上是比较低的评级了。”一位债券从业者在接受《中国经营报》记者采访时表示，一般AA+以上评级的城投公司发行债券才相对顺利些。而今年一些评级低的城投公司退出发行，主要原因是丧失了发债资格或不能找到担保方。

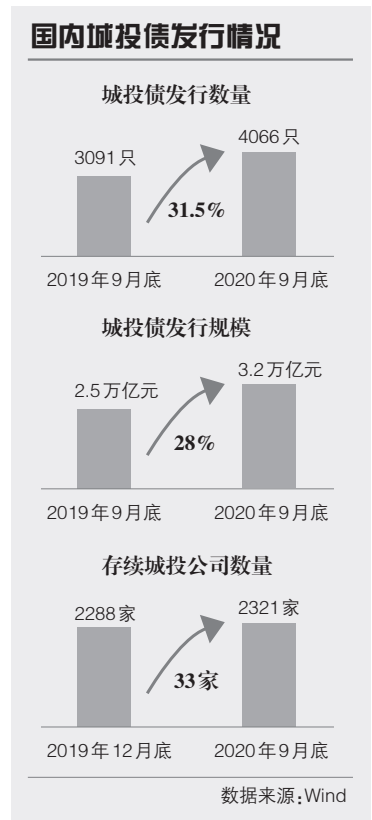
Wind数据显示，在2020年城投债评级结构中，AAA评级占到了32%，AA+占18%，AA规模占比只有约10%。

另外，今年还有多家城投公司的评级或评级展望被下调，包括了文山城市建设投资(集团)有限公司、四川金财金鑫投资有限公司、韩城市城市投资(集团)有限公司、呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司、湖南昭山经济建设投资有限公司等。

“虽然有部分城投公司消失，但是每年也有新增的公司，总体数量增加的。”前述债券从业者告诉记者，由于城投公司资金是刚需，需要

行总额将创历史新高。

在城投债继续高歌猛进的情况下，城投公司的盈利情况却不容乐观。申万宏源对城投公司半年报数据进行分析后认为，多数城投营业总收入同比下降，现金流继续恶化，营业利润中位数仅为6%，总资产收益率较2019年继续下行。



进行基础设施建设或者滚续借新还旧，尤其是在非标融资受限的情况下，城投债规模必然创新高。

城投公司盈利继续下降

9月15日，贵州茅台(600519.SH)公告称，子公司贵州茅台集团财务有限公司将开展固定收益类有价证券投资业务，投资总规模不超过其资本总额的70%。

由于固定收益类有价证券投资业务主要是指债券，此举也被市场解读为“茅台要买贵州城投债”，帮助贵州化解债务风险。记者向贵州茅台董秘办询问子公司上述投资的具体投向，对方表示，主要是国家规定的固定收益类有价债券可投范围，比如国债、金融债、企业债等。

这也意味着，城投债将成为贵州茅台集团财务有限公司可选投资标的。

2018年以来，贵州的地方政府债务问题凸显。2019年贵州省政府债务率146.3%，负债率在全国首位。据普益标准统计，2018年以来，贵州省的城投非标违约事件数位于全国首位，达到了53个，远超过排在第二的内蒙和云南各7个的违约数。

“此次贵州省撤出了家底贵州茅台，可见其化解债务风险的决心。”一位债券人士告诉《中国经营报》记者，这两年债券圈对贵州城投发的债非常谨慎，贵州茅台拥有强大的现金

流，相当于给贵州城投企业“增信”，后续效果仍有待观察。

不仅是在贵州，在全国城投债规模不断走高，地方政府负债率持续上行，潜在的风险仍然值得关注。财政部的数据显示，前8月，全国财政收入仍然为负增长，同比下降了8.7%。分省数据来看，湖北、海南、黑龙江、陕西、山西、宁夏、内蒙古以及北京市，在2020年前7个月的财政收入下滑速度均超过10%。

申万宏源债券团队不久前对已经披露了半年报的2000家城投公司进行研究后发现，相较于2019年城投公司的财务数据，多数城投营业总收入同比下降，营业成本同比增长了75%，营业利润仅为6%，总资产收益率相较于2019年继续下行。另外，城投公司在今年上半年长期借款同比增加了46%，有息负债增速明显上升。城投公司的现金流总体继续恶化，经营活动现金流入净额同比减少8.8%。

一位债券从业者告诉记者，从总体情况来看，城投公司的盈利能力和偿债能力都是下降的，未来打破刚兑也是必然的。“只不过目前感觉还没到时机，整个市场没有做好准备。”

REITs相关报道

数十万亿交通存量资产成公募REITs试点“富矿”

本报记者 李慧敏 任威 上海报道

《中国经营报》记者了解到，在交通设施领域，累积的存量资产已有数十万亿元。目前，有多个交通领域项目申报REITs试点。

交通运输部副部长刘小明在9月27日举办的“中国REITs论坛2020年会”上指出，交通设施领域推进REITs试点具有较好的基础。而在交通领域开展REITs试点，对于进一步创新投融资机制，优先盘活存量资产，具有十分重要的意义。

刘小明还提出了多项建议，包括在目前REITs相关配套规章制度尚不完善的情况下，需要加快研究，需要加强对基础设施资产运营能力、管理水平的监管考核；完善基于REITs税收优惠等配套制度；保障好各方面合法权益等。

另据中国国家铁路集团有限公司副总经理黄民透露，“在试点先行的基础上，我们还储备了一批后备项目，在总结试点经验的同时，成熟一个推进一个。”

目前，高速公路、高速铁路、城市轨道交通运营里程，港口万吨级泊位数量均已居世界第一，且已形成了大量的优质资产。仅公路、铁路两块，目前存量资产即达数十万亿元。

中国银河证券5月份发布的研报指出，交通运输部统计数据显示，2001年至2019年公路建设固定资产投资总额为21.37万亿元。截至2019年底，中国高速公路里程达到14.96万公里，高速公路存量资产至少为30万亿元规模。

“收费公路等交通基础设施作为重资产领域，建设资金投入大，投资回报周期较长，但现金流稳定且保持平稳增长的趋势。”刘小明表示。

据悉，自基础设施REITs试点推出以来，交通运输行业中一些大型的交通企业如中交集团、浙江交投、广东交投、四川交投、越秀交通等高速公路企业都纷纷加入到试点申报队伍中，积极盘活优化存量资产，基础设施REITs为交通企业提供了一种

新的权益性融资工具，也为社会投资人提供了更多投资的选择机会。

与此同时，交通运输部高度关注并积极支持收费公路、港口、物流园区等交通基础设施的REITs试点工作，深化交通运输结构性改革，进一步创新交通运输投融资体制机制，是加快建设交通强国的重要抓手。

根据国家确定的试点范围，从区域、经济的区位优势、投资收益的预期和未来成长性等方面统筹考虑。

中国国家铁路集团初步选择了铁路网干线中具备条件的项目开展REITs试点：其一是推动沪汉蓉铁路湖北段项目，开展试点将有效补充长江建设资金，加快项目实施落地；其二是粤海铁路轮渡项目，开展试点将进一步优化海南公司的结构，吸引投资者共同参与海南环岛高铁混合所有制改革，提升海南铁路经营活力；其三为广珠城际铁路，该项目是广州至珠海唯一的高速城际铁路，开展试点将有效缓解粤港澳大湾区的铁路网建设资金需求，加快区域城际铁路建设的进程。

海通证券研报显示，2020年全球流动性宽松下我们更看好高股息的优质资产，而REITs兼具流动性高、收益相对稳定、安全性较强的特点，风险和收益特征介于股票和债券之间，建议研究关注重点区域(核心都市圈)以上述交通基础设施(收费公路、物流仓储以及其他)为基础资产的REITs资产。

研报同时显示，交运上市公司中有部分符合条件或发行过类REITs的上市公司，可重点关注上市公司外延扩张的资产周转率提升，以及在融资成本下降、杠杆率降低下带来的中长期业绩提升以及资产出表带动的PB增厚。

刘小明表示，下一步将会同有关部门做好基础设施REITs试点工作，完善相关政策，共同营造中国交通运输基础设施的公募REITs的生态环境尤为重要，借此推动形成投资良性循环，促进交通基础设施高质量发展的。

公募基金备战不动产 强调权益性导向

本报记者 易妍君 广州报道

在大力推进公募REITs背景下，公募基金可投资范围再度扩容，基础设施领域不动产也将成为公募基金的投资对象。

试点坚持权益性导向

自4月30日《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称《通知》)出台以来，相关政策逐步落地，市场各参与主体都在积极筹备公募REITs。

公募REITs这一创新产品与市场现存金融产品有很大不同，其收益率介于股票和债券之间，增长相对缓慢和稳定。

“在一些省市，都是由当地主要领导亲自来自抓区域内相关项目的筛选、组织工作，政府机构也非常重视这样的机会。”有业内人士告诉记者。

博时基金基础设施投资决策委员会执行主任委员吴云解释，从这类资产的生产过程来看，公募REITs常被看作具有投行业务属性。“传统的投行业务，是帮助一家企业公开发行上市；公募REITs的推出，就是把企业拥有的资产与企业独立出来进而完成发行和上市。”他强调。

考验管理人综合能力

公开数据显示，全球已有40多个国家和地区推出了REITs产品，全球上市REITs总市值约2万亿美元，其中，美国REITs市场超过1万亿美元，是全球最大的REITs市场。有机构预计，中国公募REITs市场有望达到6万亿元。

记者了解到，为开展公募REITs业务，部分基金公司已经做了较为充分的准备。

创金合信基金有关人士表示，公司与股东方已经建立REITs项目协同机制，联动开展REITs项目的承揽、承做和项目评估；公司内部已经成立REITs基金管理部，具备项目投资管理、运营经验的人员已经准备就绪；目前已经有储备项目，正在进行尽职调查，同时将审慎准备申报材料。

吴云也透露，早在2008年，博时基金就开启了REITs研究工作，并且储备了大量的不动产投资领

近期，沪深交易所、中国证券业协会以及中国证券投资基金业协会陆续出台了开展公募REITs业务的配套措施。同时，已有上市公司公告了开展公募REITs申报发行工作事宜，距离公募REITs落

现阶段，开展基础设施REITs的推进工作对行业、区域、项目资质均有特殊要求，并将住宅、商业地产排除在了试点范围之外。吴云透露，“首批REITs试点项目在基础资产方面，应该说都是经过筛选过的非常优质的资产。国家希望在试点过程中，能够确保试点工作顺利开展，所以对资产提出了非常严格的标准”。

值得一提的是，公募REITs试点坚持权益性导向，上述《通知》特别提到将回收资金作为资本金投入新的补短板项目建设里，形成投融资闭环。

从投资运作来看，公募REITs的投资标的并不是股票、债券等传统资产。创金合信基金有关人士则向记者指出，国内的公募REITs的特征为以上市型公募基金大比例投资资产支持证券作为途径，将基础设施项目股权实现上市。

“与普通的公募基金比较，公募REITs除了具备高度集中投资

地又近了一步。

业内普遍认为，公募REITs不仅能盘活资产，解决基础设施领域的融资问题，也将丰富投资者资产配置选项。在近日举行的中国REITs论坛2020年会上，监管层相

基础设施项目ABS的特点外，在投资过程中也更加考验公募基金管理人的项目筛选、尽职调查、承做、运营管理等方面的能力。”该人士进一步解释。

他还强调，与普通公募基金相比，REITs投资者应当更多考察底层基础设施项目的现金流稳定程度、运营管理规范程度和未来发展空间。

公募REITs管理人之所以需要具备多方面的能力，主要是由公募REITs本身特性所决定。一方面，公募REITs管理人需要具备投资银行业务能力，完成基础资产的尽职调查、分立、交易结构安排、项目申报、路演发行和上市一整套投行业务流程；另一方面，公募REITs管理人还需要具备基础资产的运营能力，尽力获得基础资产的稳定现金流分配给公募REITs的投资者。吴云举例说道，公募REITs基金假定投资一条高速公路，就需要把高速公路的所有权或一定

继续释放重磅信号，公募REITs试点项目推荐和筛选已经开启。《中国经营报》记者从基金公司方面获悉，已经设立了专门的REITs管理部门，正在筹备相关业务，但同时也表示将审慎申报项目。

时期的未来受益权100%买过来，不能有任何瑕疵。同时，需要长期持有并运营这条高速公路，为投资者创造收益。

此外，公募REITs产品审批流程也与普通基金存在较大不同，前者的审批涉及多个部门。吴云谈到，“首先涉及到的政府部门是国家发改委，需要向所在地的省级发改委申报项目，由省级发改委审核完之后出具专项意见，再推荐到国家发改委，经国家发改委审阅之后，再经过证监会的审批流程，才能够取得公募REITs基金的发行许可。”

实际上，自2014年开始，国内已推出了一批在功能上与海外成熟REITs产品相似的类REITs产品，且初具规模。相关统计数据显示，截至今年3月末，境内各交易所累计发行的类REITs产品一共有72单，已发行总规模是1379亿。但相比类REITs，机构更看好即将落地的基础设施不动产REITs的发展潜力。

基础设施投资是往往非常消耗企业的资本金，比如修建一条铁路或高速公路，投资期限往往比较长，负责基础设施建设和运营的企业需承担较大的资金压力。而公募REITs可以部分解决这类企业融资较难、融资成本较高的困境，加快企业资金流转，有利于国家基础设施项目建设的发展。”

尤其在当下，公募REITs有可能迎来较好的发展时机。吴云认为，受到疫情影响，未来几年无风险利率将处于中枢逐渐下移的过程中，而基础设施REITs产生的收益相对稳定，相比其他投资工具具有一定的比较优势。

另一方面，从基金管理人的角度来看，这一创新业务产品管理运作难度也不可小觑，这无疑是基金公司新的挑战。

上述创金合信基金有关人士表示，开展公募REITs业务，基金

公司是面向投资者的REITs管理人，REITs业务是集投行业务、资产管理业务、公司治理能力于一身的复合型金融产品，基金公司作为基金管理人将成为协调各方资源、考察项目质量、运营管理项目、维护投资者利益的核心节点。

“REITs业务的难点是大多基金管理人团队刚刚组建，全市场也无REITs经验，需要不断摸索及通过实践和时间积淀经验。”他谈道。

日前，华泰证券资管结构融资部副总裁刘栋也在中经财富高峰论坛上指出，“基础设施公募REITs是今年最重要的一个创新探索方向，不仅对落实国家战略举措具有重要意义，也为资管行业带来新的发展机遇。基础设施公募REITs的结构进一步强化了券商资管作为管理人，尤其是同时拥有公募基金和专项计划“双管理”牌照的资管机构的主力带头作用。”