



中债资信评估有限责任公司  
China Bond Rating Co., Ltd.

# 2017年第三批重庆市政府 专项债券信用评级

2017年9月30日

## 2017年第三批重庆市政府专项债券信用评级

债券信用等级: AAA

评级时间: 2017年09月30日

### 债券信息

发行规模

人民币 57.30 亿元

债券期限

1000000 99347

经济、财政和债务指标	2014	2015	2016
地区生产总值(亿元)	14,262.60	15,717.21	17,558.76
人均地区生产总值(元)	47,850.00	52,321.00	57,902.00
地区生产总值增速(%)	10.90	11.00	10.70
三次产业结构	7.4:45.8:46.8	7.3:45.0:47.7	7.4:44.2:48.4
全市一般公共预算收入(亿元)	1,922.02	2,154.83	2,227.90
其中:市本级(亿元)	741.62	816.34	836.48
全市政府基金收入(亿元)	1,841.28	1,664.21	1,497.31
其中:市本级(亿元)	1,044.00	943.33	836.84
上级补助收入(亿元)	1,251.50	1,351.00	1,535.50
全市政府债务(亿元)	3,250.40	3,379.20	3,737.10
全市折算后政府总债务率(%)	77.00	75.00	75.00

资料来源:重庆市统计年鉴、统计公报、财政预(决)算执行报告、重庆市财政局提供数据

注:指标计算公式详见附件四

上级补助收入为一般公共预算上级补助收入

### 分析师

孙静媛 朱志斌 徐铭蔚 秦霄

电话: 010-88090118

邮箱: [sunjingyuan@chinaratings.com.cn](mailto:sunjingyuan@chinaratings.com.cn)

### 市场部

电话: 010-88090123

传真: 010-88090102

邮箱: [cs@chinaratings.com.cn](mailto:cs@chinaratings.com.cn)

### 中债资信评估有限责任公司

地址: 北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层(100032)

网站: [www.chinaratings.com.cn](http://www.chinaratings.com.cn)

### 评级结论

中债资信评估有限责任公司(以下简称“中债资信”)认为重庆市经济和财政实力较强,政府治理水平较高,2017年第三批重庆市政府专项债券(以下简称“本批债券”)纳入重庆市政府性基金预算,国有土地使用权出让收入对本批债券保障程度很高,债券的违约风险极低,因此评定本批债券的信用等级为AAA。

### 评级观点

■ 重庆市经济近年来高速发展,整体经济实力较强。2016年重庆市实现地区生产总值17,558.76亿元,增长10.70%,增速在全国31个省、直辖市、自治区排名第一,人均地区生产总值为57,902.00元。重庆市产业结构不断优化,以汽车、电子信息、装备制造、化医产品制造等为主的支柱产业优势得以保持,新兴产业持续成长。未来,随着供给侧结构性改革及深入实施创新驱动发展战略带动下,预计重庆市经济仍将保持较快增长。

■ 受市政府控制土地出让规模影响,2016年重庆市政府性基金收入有所减少,但得益于较高的经济发展水平和多元化产业结构,2016年全市及市本级政府一般公共预算收入保持较快增长。预计未来重庆市一般公共预算收入增长的稳定性较强,上级补助收入保持较大规模,但未来房地产市场波动可能对基金收入产生一定影响。

■ 近年来重庆市政府性债务增速平缓,或有债务明显下降,债务指标表现较好。根据重庆市财政局提供的数据,截至2016年底重庆市政府总债务率仍维持在75.00%,与2015年债务率水平相当,但较2012年末下降17个百分点以上,低于国际货币基金组织划定的90%~150%国际警戒线。同时,重庆市国资委持有较大规模的国有资产和上市公司股权,可为其债务周转提供较好的流动性支持。

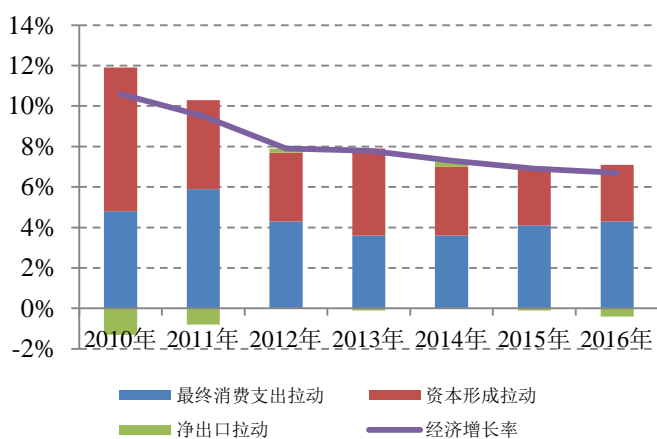
■ 本批债券的本息偿还资金为重庆市国有土地使用权出让收入及对应专项债务收入安排的支出。2016年重庆市国有土地使用权出让收入/本批债券为24.61倍,保障程度很高。

## 一、宏观经济与政策环境分析

中国经济已进入“新常态”，供给侧结构性改革继续深化，全国财政收入增速将保持中低速增长，地区间增速分化将趋于明显，土地出让收入波动将加大；政府债务管理改革持续深化，整体债务风险可控

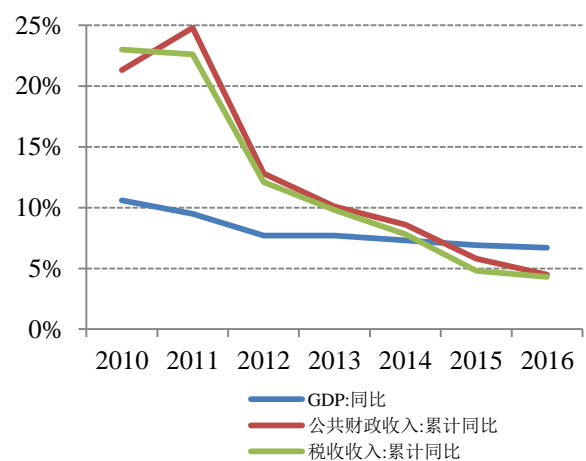
经济已进入“新常态”，经济增速继续下探。在世界经济周期、库存周期、新产业培育周期以及宏观经济政策再定位等综合因素的作用下，2016年国内经济继续探底，全年实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.70%，较上年增速回落0.20个百分点，政府对经济增长放缓的容忍度提高。未来，从“三驾马车”看，固定资产投资方面，在企业利润改善、大宗商品价格回升和出口好转的带动下，制造业投资将低位企稳，但改善幅度有限；基建投资虽然整体规模仍将较大，但投资增速呈下行趋势；受需求透支、行业调整周期变化及区域调控政策影响，2017年房地产投资增速呈现前高后低的格局，短期看房地产投资增速表现将好于预期，基建投资仍将保持增长，对经济拉动作用仍较强；但长期看在人口增速逐步见顶和产业升级背景下，固定资产投资将向下承压，未来对经济增长的拉动作用将降低，长期看房地产投资将难以持续保持高速增长；消费方面，经济下行压力下城镇居民收入增长缓慢，需求对消费的拉动不足，短期内消费增长或将维持相对稳定；出口方面，随着全球贸易的温和复苏及人民币有效汇率的贬值，将在一定程度上刺激出口的增长，净出口对GDP增长的拉动作用将有所提高。从改革和政策红利来看，国企改革将通过混合所有制、国有资本投资公司、国有资本运营平台等一系列制度安排提高国企运营效率和利润率；政府简政放权，将会提高宏观经济运行效率，激发创新和创业热情；加快推进自贸区战略，建设“一带一路”的战略支点和经济“桥头堡”，将加快区域内经济一体化，使得经济增长的质量和效益提高，新动能不断成长。

图 1：2010 年以来“三驾马车”对经济增长拉动作用



数据来源：Wind 资讯，中债资信整理

图 2：2010 年以来全国 GDP 和财政收入增速



数据来源：Wind 资讯，中债资信整理

财政收入增速持续放缓，地区间增速分化将趋于明显，土地出让收入波动加大。财政收入增速与宏观经济增速变动相关性较高，受中国宏观经济增长放缓的影响，近年财政收入增速呈现放缓趋势。2016年受全社会固定资产投资、规模以上工业增加值等增幅回落、结构性减税政策等因素影响，全国一般公

共预算收入增速下滑至 4.5%（同口径），财政收入增速继续下探，较 2015 年同期回落 1.3 个百分点。其中，中央一般公共预算收入同口径增长 1.2%，地方一般公共预算收入（本级）同口径增长 7.4%。同时，政府性基金收入中土地出让收入占比较高，近年来波动较大。2014~2016 年，国有土地使用权出让收入分别为 4.05 万亿元、3.08 万亿元和 3.75 万亿元，增速分别为 5.74%、-21.40% 和 15.10%。短期看，楼市销售降温，开发商投资意愿弱化，土地购置面积持续处于负值区域，长期看，随着 2013 年以来我国适龄购房人口数量逐步见顶，未来我国购房需求量亦将放缓，土地出让市场收缩的趋势将不可避免，土地出让收入波动将加大。由于区域经济发展水平不一和财政收入结构存在差异，不同地区经济和财政收入增速也存在分化。以周期性行业为主的地区受宏观经济周期影响较大，比如以钢铁、有色金属、化工、水泥、工程机械、装备制造等周期性行业为支柱产业的地区，其地区经济和财政收入增速仍将放缓。以三线及以下城市为主的中西部省份和东北三省，其房地产市场仍整体面临较大的去化压力，政府性基金收入增长仍将承压，未来其综合财力也将呈现波动。

表 1：近期中央出台的与宏观经济调控和政府债务管理相关的政策文件及重要信息

发布时间	政策名称	政策主要内容
2016 年 1 月	《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》（财库【2016】22 号）	对债券发行实施限额管理，扩大地方债置换范围，合理把控发行节奏，重视信用评级、完善信息披露
2016 年 3 月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	经济保持中高速增长，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番；消费对经济增长贡献将继续加大，投资效率和企业效率明显上升
2016 年 11 月	《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号）	重申地方政府债务口径，明确各类政府性债务处置原则，强调中央不救助，必要时实行财政重整，严格责任追究机制
2016 年 11 月	《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号）	提出各类政府性债务分类处置措施，明确地方政府偿债责任，实现债权人、债务人依法分担债务风险
2016 年 11 月	《地方政府一般债务预算管理办法》（财预【2016】154 号）和《地方政府专项债务预算管理办法》（财预【2016】155 号）	地方政府债务“借、用、还”全面纳入预算管理；一般债务和专项债务分类纳入预算管理；非政府债券形式存量债务在规定期限内不同意置换，则不再计入地方政府债务
2016 年 12 月	《关于印发<财政部驻各地财政监察专员办事处实施地方政府债务监督暂行办法>的通知》（财预【2016】175 号）	实施财政部专员办对所在地方政府债务限额管理、预算管理、风险预警、应急处置，以及地方政府和融资平台公司融资行为等的日常监督，并将监督意见报送财政部
2017 年 2 月	《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》（财库【2017】59 号）	合理制定债券发行计划，均衡债券发行节奏；不断提高地方债发行市场化水平；进一步促进投资主体多元化，改善二级市场流动性
2017 年 5 月	《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）	从清理整改地方政府违规担保、强化城投企业融资管理、规范 PPP 运作模式、健全地方政府融资机制、建立跨部门联合监测机制和推进地方政府信息公开六个方面规范地方政府举债融资行为
2017 年 6 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预【2017】62 号）	创新发行土储债，建立专项债券与土地储备资产、预期收入对应债券保障机制；若储备土地未能按计划出让影响到期债券本金偿还，可在专项债务限额内发行土地储备专项债券周转偿还

发布时间	政策名称	政策主要内容
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预【2017】89号）	在地方政府专项债务限额内，指导地方按照本地区政府性基金收入项目分类发行专项债券，打造中国版“市政项目收益债”
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预【2017】97号）	明确收费公路专项债券纳入专项债限额管理，募集资金应当专项用于政府收费公路项目建设，债券最长期限可达15年

资料来源：公开资料，中债资信整理

**政府债务管理改革持续深化，债务风险总体可控。**地方政府债务管理改革持续深化，严控地方政府债务规模、搭建风险应急处置机制和完善地方债发行机制有序并进。

**（1）严控地方政府债务规模，妥善化解存量债务。**在财预【2015】225号文、财库【2016】22号文和81号文指导下，对地方政府债务余额、置换债和新增债发行规模均实行限额管理；此外，国办函【2016】88号和《地方政府性债务风险分类处置指南》（以下简称“《指南》”）重申地方政府责任范围，对或有债务仅承担民事责任。

**（2）加强风险管控，搭建地方政府债务风险应急处置机制。**国办函【2016】88号文和《指南》贯彻落实新预算法、国发【2014】43号文和财预【2015】225号文关于“建立健全地方政府债务风险管控机制”的决议，设置风险事件预警、预测及报告机制，突出省级政府在地方政府性债务偿还和应急处置过程中的主体作用，提出必要时可通过财政重整化解债务风险，严格责任追究机制；财预【2016】154号和155号文强调地方政府债务“借、用、还”全面纳入预算管理。

**（3）完善地方债发行机制。**在2015年地方政府债券“自发自还”的经验基础上，2016年地方政府债券的发行机制进一步完善。首先，科学管理发行规模，避免集中发行对市场造成较大冲击。2015年地方债券发行中6月和11月两月为发行高峰，单月发行量均在7,000亿元以上，对金融市场形成了一定冲击。2016年1月发布的《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》，首次对地方债的发行节奏做出明确规定，要求各季度债券发行量应保持大致均衡，置换债券各季度发行规模要控制在全年发行规模的30%以内，以平滑各季度地方债的发行供给规模，避免集中发行对市场造成较大冲击；2017年2月发布的《关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》，合理制定债券发行计划，均衡债券发行节奏；不断提高地方债发行市场化水平，积极探索建立续发行机制；进一步促进投资主体多元化，改善二级市场流动性。其次，首次在上交所顺利发行，提高地方债二级市场流动性。2016年11月11日，上海市地方政府债券首次在上交所顺利发行，拓宽了地方债市场发行渠道，有利于吸引多元化的地方债投资者，以提高地方债在二级市场的流动性。最后，首次在上海自贸区顺利发行，丰富投资人队伍，助推人民币国际化进程。2016年12月8日，地方债首次在上海自贸区顺利发行，有利于吸引外资金融机构等参与地方债投资，促进地方债投资主体多元化，助推人民币国际化进程。2017年6月，财政部从土地储备领域开展试点发行土地储备专项债券，在专项债券限额内实行限额管理，明确各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款，土地储备融资需求应当通过省级政府发行地方政府债券方式解决。

## 二、地区经济实力分析

**重庆市经济发展基础条件较好，经济规模较大，近年来经济增速在全国处于较高水平，整体经济实力较强；重庆市产业结构不断优化，汽车、电子信息、装备制造、化医产品制造等为主的支柱产业优势**

### 得以保持，新兴产业持续成长

基础设施方面，重庆市是中国长江上游地区唯一汇集水、陆、空交通资源的超大型城市，是我国西南地区最重要的综合交通枢纽，其中：截至 2016 年末，重庆市高速公路通车里程超过 2,818 公里，公路密度为 3.42 公里/百平方公里，处于中西部领先地位；2016 年重庆市全年内河港口完成货物吞吐量 1.74 亿吨，同比增加 10.9%，其中，重庆港是长江上游最大的内河主枢纽港和西南地区的水陆交通枢纽，是中西部内河港中唯一吞吐量过亿的港口；寸滩港作为长江上游集装箱、外贸主枢纽港，近年来集装箱吞吐量保持 15% 增长，水路运输体系较发达；重庆市拥有江北国际机场、万州五桥机场和黔江舟白机场三座机场，2016 年全年空港旅客吞吐量 3,659.30 万人次，航空运输体系较为完善。2016 年重庆开通 6 条高速路，新增铁路营运里程 302 公里，通车总里程达到 2,231 公里，与此同时，渝黔铁路、涪怀二线、黔张常铁路，以及重庆北站改扩建工程、沙坪坝站、西站铁路综合交通枢纽等项目进展顺利；郑万高铁、枢纽东环线全面开工；渝昆高铁，龙头和新田港铁路集疏运中心前期建设工作也加快推进（龙头港一期已经完工投用）。总体来看，重庆市在区域内水陆空交通运输体系较发达，未来重庆市交通基础设施建设仍将保持很大规模，交通基础设施仍将不断完善。

从经济规模来看，重庆市是中国西部唯一的直辖市，在推进长江经济带发展，发挥重庆战略支点和联接点的重要作用、支持中新（重庆）战略性互联互通示范项目等政策支持优势、“一区两群”城镇规划、“五通八联三保障”等政策的带动下，重庆市基础设施建设不断完善，主导产业快速发展，经济持续快速增长，2016 年实现地区生产总值 17,558.76 亿元，规模在全国城市（包括直辖市、省会城市、副省级城市）中居前列，在西部各省份中排名靠前；2016 年重庆市人均地区生产总值为 57,902.00 元，高于全国平均水平。2017 年上半年重庆市实现地区生产总值 9,143.64 亿元，同比增长 10.50%，地区经济仍保持快速增长。

表 2：2014 年~2017 年上半年重庆市主要经济和社会发展指标

项目名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年上半年	
	指标值	增长率%	指标值	增长率%	指标值	增长率%	指标值	增长率%
地区生产总值（亿元）	14,262.60	10.90	15,717.27	11.00	17,558.76	10.70	9,143.64	10.50
人均地区生产总值（元）	47,850.00	10.00	52,321.00	10.10	57,902.00	9.60	—	—
工业增加值（亿元）	5,175.80	12.30	5,557.52	10.50	6,040.53	10.20	—	10.40
全社会固定资产投资总额（亿元）	13,223.75	18.00	15,480.33	17.10	17,361.12	12.10	6,922.79	12.30
进出口总额（亿美元）	954.50	39.00	744.77	-22.00	627.71	-15.70	297.34	-4.70
社会消费品零售总额（亿元）	5,710.67	13.00	6,424.02	12.50	7,271.35	13.20	3,914.42	11.70
城镇常住居民人均可支配收入（元）	25,147.00	9.10	27,239.00	8.30	29,610.00	8.70	16,913.00	8.60
三次产业结构	7.4:45.8:46.8		7.3:45.0:47.7		7.4:44.2:48.4		4.2:45.3:50.5	
常住人口（万人）	2,991.40		3,016.55		3,048.43		—	
城镇化率（%）	59.60		60.94		62.60		—	

项目名称	2014年		2015年		2016年		2017年上半年	
	指标值	增长率%	指标值	增长率%	指标值	增长率%	指标值	增长率%
金融机构本外币存款余额 (亿元)	25,160.11		28,778.80		32,160.09		34,104.26	
金融机构本外币贷款余额 (亿元)	20,630.69		22,955.21		25,524.17		27,341.78	

注：2016年进出口总额以2016年在岸美元兑人民币平均汇率6.6463计算，2017年半年度进出口总额美元汇率采用当期平均汇率1美元兑6.8742人民币，增长率以人民币计价

资料来源：2014~2016年《重庆市国民经济和社会发展统计公报》，《2017年上半年重庆市经济运行情况》，中债资信整理

从经济增速来看，2008~2016年重庆市地区生产总值年均增长率为13.5%，处于快速增长阶段，其中，2016年重庆市地区生产总值增速10.70%，较2015年略有下降，但仍高出全国平均水平4.0个百分点，增速位居全国第一，2017年上半年重庆市地区生产总值增速10.50%，高出同期全国平均水平3.6个百分点，经济增长势头良好。分项来看，重庆市固定资产投资增速有所下滑但仍保持较快增长，固定资产投资对拉动经济仍起着重要作用，2008~2016年年均增长率达23.1%，2017年上半年增长率为12.30%，制造业和基础建设投资均保持较快增长；内需方面，社会消费品零售总额保持较快增长，2008~2016年年均增长率达16.3%，2017年上半年增速为11.70%；进出口总额整体上保持很快增长，2008~2016年年均增长率达26.7%（按美元值计算），随着全球经济逐步复苏和国内进口需求拉动，2017年上半年重庆市进出口总额同比增长4.70%（按人民币计价），对外贸易止跌企稳，较一季度提升7.8个百分点。

表3：2016年直辖市及部分省会城市经济运行情况（单位：亿元、%、亿美元）

主要地区	地区生产总值	经济增长率	全社会固定资产投资	社会消费品零售总额	进出口总额
上海	27,466.15	6.80	6,755.88	100,792.84	4,318.19
北京	24,899.30	6.70	8,461.70	11,005.10	2,798.55
天津	17,885.39	9.00	14,629.22	5,635.80	1,026.51
<b>重庆</b>	<b>17,558.76</b>	<b>10.70</b>	<b>17,361.12</b>	<b>7,271.35</b>	<b>627.71</b>
成都	12,170.23	7.70	8,370.00	5,620.00	408.26
杭州	12,170.23	9.50	5,835.00	5,176.00	622.90
南京	10,503.02	8.00	5,533.56	5,088.20	—

资料来源：各市2016年国民经济与社会发展统计公报或经济运行情况，中债资信整理

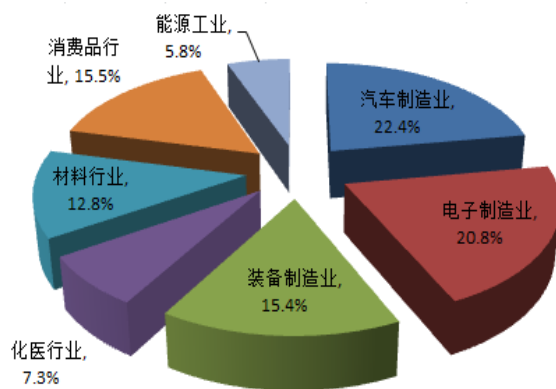
注：上海和杭州进出口总额是按照2016年全年平均汇率1美元=6.6463人民币元换算

从经济结构来看，近年来重庆市经济结构不断优化，第一产业占比不断下降，第三产业占比不断上升，三次产业比例由2008年的9.9:44.6:45.5调整为2016年的7.4:44.2:48.4。2016年重庆市第一产业增加值1,303.24亿元，增长4.60%；第二产业增加值7,755.16亿元，增长11.30%；第三产业增加值8,500.36亿元，增长11.00%；2017年上半年三次产业比例为4.2:45.3:50.5，第三产业增加值4,611.98亿元，同比增长10.80%，第三产业持续健康发展，在国民经济比重不断提高，产业结构调整明显。

从支柱产业来看，重庆市以汽车、电子信息制造业、装备制造、化医产品制造、材料工业、能源、消费品制造业等为代表的支柱产业持续发力，新兴产业持续成长，战略性新兴产业产值超过2,700亿元。2016年全年规模以上工业企业中，汽车制造业实现总产值5,391.29亿元，同比增长11.70%，占全

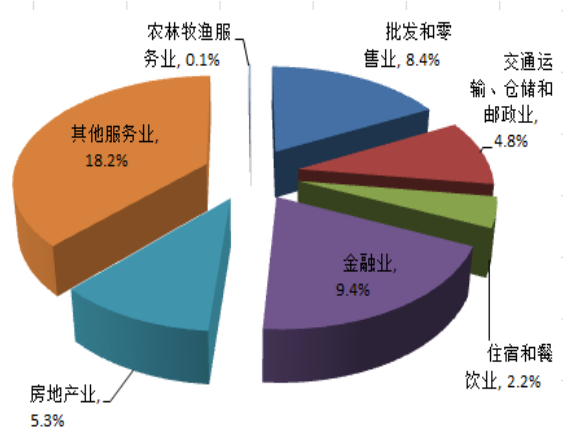
市规模以上工业总产值的 22.40%；电子信息产品制造业实现总产值 4,998.68 亿元，同比增长 17.70%，占全市规模以上工业总产值的 20.80%；消费品制造业实现总产值 3,727.43 亿元，同比增长 11.70%，占全市规模以上工业总产值的 15.50%；装备制造业实现总产值 3,710.71 亿元，同比增长 9.30%，占全市规模以上工业总产值的 15.40%；材料制造业实现总产值 3,070.44 亿元，同比增长 4.20%，占全市规模以上工业总产值的 12.80%；化医产品制造业实现总产值 1,767.09 亿元，同比增长 7.50%，占全市规模以上工业总产值的 7.30%，传统优势产业提质增效步伐加快。从产品竞争力来看，重庆是全国最大的汽车和摩托车生产基地，汽车制造业方面，2016 年长安汽车累计销售 306.34 万辆，同比增长 10.30%，销售额在全国名列前茅，随着长安汽车对研发投入的加大，企业竞争力也不断增强，未来伴随着上汽通用五菱项目、现代汽车、长安福特 C490 重庆工厂乘用车生产线项目的不断建设，汽车制造业竞争力也将进一步提升；同时，重庆市拥有隆鑫通用、宗申动力、力帆股份三家上市摩托车企业，尽管摩托车国内市场接近饱和，但随着海外市场的开拓和不断转型，在国内外仍具有明显优势。同时重庆是全球最大的笔记本电脑生产基地，电子信息产业制造业发展较快，形成了以惠普、宏碁、华硕、思科等品牌商为龙头的产业集群，已成为重庆市工业增长的重要驱动力，电子信息行业竞争力较强。材料制造业方面，钢铁、水泥等传统材料制造行业受产能过剩影响景气度较为低迷，重庆钢铁集团等行业内企业受到一定不利影响。化医产品制造业方面，重庆化医集团、太极集团、西南药业等多家企业在细分行业内具有较强竞争力。重庆已基本形成了多个支柱产业支撑格局，核心支柱产业具有较强的竞争力。主要支柱产业波动性方面，重庆市主导产业汽车、电子信息制造业近年来处于快速增长阶段，受近期宏观经济增速放缓影响很小，而装备、材料、轻纺等处于不景气周期的行业受经济周期影响存在一定波动，其他主要行业波动性较小。

图 3：2016 年重庆市“6+1”支柱产业工业总产值占比



资料来源：公开资料，中债资信整理

图 4：2016 年重庆市第三产业增加值构成



资料来源：公开资料，中债资信整理

第三产业方面，近年来重庆现代服务业保持较快发展，重庆市金融业发展水平较高，2016 年全市金融业实现增加值 1,642.59 亿元，比上年增长 10.30%，占全市生产总值的 9.4%，规模占比较高，功能性金融中心逐步确立；机构体系方面，目前重庆金融类机构总数已达 1,500 余家，牌照门类在中西部最为齐全。融资结构方面，2016 年，重庆市新增社会融资 3,410.50 亿元，其中信贷融资增加 2,525.30 亿

元，直接融资增加 1,376.50 亿元，委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票等其他融资减少 891.70 亿元，信贷融资和直接融资对社会融资规模增长贡献较大。风险控制方面，2016 年，重庆银行业不良贷款率 1.14%，经济下行背景下虽有所上升，但仍保持全国较低水平，银行业拨备覆盖率为 247.17%，风险抵补能力进一步提升。经营效益方面，2016 年，全市银行业实现利润 493.67 亿元，资产利润率 1.19%，较全国平均水平高 0.23 个百分点。从第三产业其他行业表现看，2016 年重庆市房地产开发投资完成 3,725.95 亿元，同比下降 0.70%；2011 年重庆首次入选“世界十大旅游目的地”，旅游景区不断提档升级，“十二五”期间，全市旅游总收入年均增长 19.7%，2015 年达到 2,251.31 亿元，其中，旅游外汇收入年均增长 15.9%，达到 14.69 亿美元。旅游业增加值年均增长 22.4%，达到 897.6 亿元，占同期地区生产总值 5.71%，占第三产业增加值 12.0%；且重庆市于 2013 年 12 月 30 日起对 45 个国家实行 72 小时过境免签政策，同时正在积极争取 144 小时过境免签政策以及部分国家旅游团入境免签政策，未来旅游产业仍有较大的发展空间。

从产业外向程度来看，近年来随着两路寸滩保税港区和西永综合保税区逐步成为内陆重要口岸，笔记本电脑、打印机、汽车、集成电路等产品贸易额迅猛增长，渝新欧国际铁路联运大通道实现常态化运行，2010 年以来重庆市对外贸易量增长迅速，进出口总额由 2010 年的 124.26 亿美元增加到 2014 年的 954.50 亿美元，对外贸易呈现高速增长态势，但 2015 年受全球经济复苏乏力，需求不振，进出口总值下降较为明显，2016 年全球经济虽有所回暖但仍处于复苏期（2016 年我国外贸进出口总值 24.33 万亿元人民币，同比下降 0.90%），受保税港区口岸物流经济拉动，重庆市 2016 年进口总值明显上升，但出口总值下降仍较为明显，2016 年全市进出口总额为 627.71 亿美元，同比下降 15.70%，降幅有所收窄，2016 年重庆市进出口总额占当年地区生产总值的 23.58%，对外贸易贡献度较去年有所下降但总体上仍处于较高水平。2017 年上半年，在全球经济逐步复苏和国内进口需求的带动下，重庆市进出口总额同比增长 4.70%（按人民币计价），较一季度提升 7.8 个百分点，对外贸易景气度显著回升。

展望未来，重庆市目前处于经济快速增长阶段，经济增长的内生动力结构趋于优化，随着工业振兴和城乡统筹的推进，短期内地区经济仍将保持较快增长；长期看，受益于“一带一路”和长江经济带战略的实施，未来经济仍将保持较快增长。

### 三、地方政府财政实力分析

**尽管重庆市政府性基金收入有所减少，但重庆市一般公共预算收入仍保持较快增长，且获得中央转移支付支持力度加大；未来在区域经济较快增长、中央持续财力支持的推动下，重庆市财政收入增长的稳定性较强**

从一般公共预算收入规模和结构来看，近年重庆市一般公共预算收入规模保持增长，其中 2014~2016 年全市一般公共预算收入同比增速分别为 13.51%、12.13%和 7.10%，增速快于全国同期水平；市本级一般公共预算收入同比增速分别为 11.70%、12.08%和 8.90%。2016 年全市和市本级一般公共预算收入分别为 2,227.90 亿元和 836.48 亿元。重庆市产业多元化程度较高，税源充足，预计未来重庆市一般公共预算收入增长的稳定性较强，根据《2017 年市级财政预算调整方案（2017 年 4 月 18 日）》，

预计 2017 年重庆市一般公共预算收入增速为 16.52%，保持较快增长。

表 4：2014~2016 年重庆市全市及市本级财政收入情况及 2017 年财政预算情况（单位：亿元）

项目名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年（预算）	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
一般公共预算收入	1,922.02	741.62	2,154.83	816.34	2,227.90	836.48	2,595.90	871.00
其中：税收收入	1,281.83	472.09	1,450.93	530.73	1,438.44	516.29	1,492.00	525.00
政府性基金收入	1,841.28	1,044.00	1,664.21	943.33	1,497.31	836.84	1,257.00	696.70
其中：国有土地使用权出让收入	1,665.04	898.58	1,552.92	855.90	1,412.37	774.88	—	652.00
国有资本经营收入	68.01	27.68	90.57	55.54	90.49	58.53	38.00	34.90
上级补助收入	1,251.50	—	1,351.00	—	1,535.50	—	1,724.00	—

注：上级补助收入为一般公共预算上级补助收入

资料来源：重庆市财政局提供、《重庆市 2016 年财政决算报告》和《2017 年市级财政预算调整方案（2017 年 4 月 18 日）》，中债资信整理

从上级补助收入来看，重庆市作为西部省市，加之受益于三峡移民、城乡统筹改革和新一轮西部大开发等优惠政策，近年来得到了中央财政持续支持，2014~2016 年全市上级补助收入分别为 1,251.50 亿元、1,351.00 亿元和 1,535.50 亿元，上级补助收入规模持续增长。

政府性基金方面，重庆市政府性基金收入以土地出让收入为主，2014~2016 年重庆市全市政府性基金收入增速分别为 10.27%、-9.62%和-8.90%。在近两年全国及地区房地产库存不断攀升的背景下，市政府通过控制土地出让调节市场供求，区域政府性基金收入有所减少，2016 年实现政府性基金收入 1,497.31 亿元（其中国有土地使用权出让收入 1,412.37 亿元）。重庆市房地产行业 2014~2016 年开发投资增速分别为 20.50%、3.30%和-0.70%，商品房销售面积增速分别为 5.90%、5.5%和 16.30%，开发投资增速下滑，但商品房销售面积增速较快，房地产行业去库存政策取得明显成效，未来在因城施策调控房价，控制资产泡沫大环境下，重庆市土地出让收入或仍受到一定影响。

未来，重庆市政府性基金增速或将呈现波动，但区域经济仍将保持较快增长，一般公共预算收入仍能够实现较快增长。整体来看，重庆市财政收入将保持快速增长。

### 重庆市一般公共预算支出主要用于民生发展和经济建设，行政经费支出占比较低

财政支出方面，近年来重庆市全市一般公共预算支出整体呈现较快增长趋势，2014~2016 年增速分别为 7.91%、14.80%和 4.90%，其中 2016 年全口径一般公共预算支出为 4,001.90 亿元。支出结构方面，重庆市全市一般公共预算支出仍以教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生、城乡社区事务、住房保障支出等民生类支出为主，2016 年民生类支出占比为 60.88%；行政经费类支出<sup>1</sup>占比维持较低水平，2016 年为 12.82%；经济建设类支出<sup>2</sup>占比存在波动，但仍保持较大规模，2016 年占比为 26.20%。重庆市本级一般公共预算支出结构与全市情况基本保持一致，2016 年民生类支出、行政经费类支出、经济建设类支出占比分别为 59.25%、10.62%和 30.07%。整体来看，重庆市财政支出主要

<sup>1</sup> 行政经费类支出包括一般公共服务和公共安全支出。

<sup>2</sup> 经济建设类支出包括外交支出、国防支出、节能环保支出、农林水支出、交通运输支出、资源勘探信息等支出、商业服务业等支出、金融支出、援助其他地区支出、国土海洋气象等支出、粮油物资储备等支出、债务付息支出。

用于民生发展和经济建设，而行政经费支出占比较低。

### 重庆市政府持有的国有资产和上市公司股权规模很大，可为政府债务偿还和周转提供流动性支持

根据相关法律、法规，目前地方政府可以将国有股权、行政事业单位国有资产、土地资产、矿产资源和海域使用权等资产进行变现，以改善其流动性。

重庆市政府持有的国有资产规模很大，截至 2014 年底，重庆市市级国有企业合计资产规模 2.62 万亿元，所有者权益 0.70 万亿元，2014 年实现营业总收入 4,091.34 亿元，利润总额 313.10 亿元。持有上市公司股权方面，重庆市国资委作为控股股东的 11 家上市公司<sup>3</sup>，按照 2017 年 9 月 19 日前一个月股票均价测算，总市值为 1,844.52 亿元，仅依据控股股东持股比例计算，重庆市本级政府持有上市公司股权市值约为 502.61 亿元。从重庆市下属区县所属上市公司的角度来看，重庆市及下属区县政府作为直接控制人的上市公司共 15 家（除重庆市直管 11 家外，另有 4 家区县国资委作为控股股东的上市公司），按照 2017 年 9 月 19 日前一个月股票均价测算，总市值为 2,079.78 亿元，仅依据控股股东持股比例计算，重庆市政府（包括市本级和区县政府）持有上市公司股权市值为 533.12 亿元。重庆市政府拥有的上述上市公司股权变现能力强，可为重庆市债务偿还和周转提供一定的流动性支持。

## 四、政府债务状况及偿债指标分析

**近年来重庆市通过土地出让、预算安排等方式不断削减政府性债务，政府性债务规模不断下降，总债务率指标维持在 75%，同时重庆市仍拥有较大规模国有资产和上市公司股权，可增加其流动性，政府债务风险可控**

从全口径政府性债务规模和增速来看，重庆市政府债务增速平缓，或有债务明显下降，债务指标表现较好。从全口径政府性债务规模和增速来看，根据重庆市财政局提供数据，截至 2016 年底，重庆市政府性债务余额 5,334.2 亿元，其中：政府债务余额 3,737.10 亿元，较 2015 年底增加 357.90 亿元；或有债务余额 1,597.10 亿元，较 2015 年底减少 627.10 亿元，全口径政府性债务较 2015 年底减少 269.20 亿元。根据近年来重庆市政府工作报告等公开资料，重庆市政府严格执行债务限额管理，通过土地出让、预算安排等方式不断削减政府性债务。

表 5：2014~2016 年重庆市政府债务规模情况（单位：亿元）

项目名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
政府债务	3,250.40	989.50	3,379.20	1,056.50	3,737.10	1,223.10
或有债务	2,659.10	1,586.10	2,224.20	1,535.70	1,597.10	1,183.00

资料来源：重庆市财政局提供，中债资信整理

2015 年 8 月 24 日，国务院向十二届全国人大常委会第十六次会议提请审议《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》，标志着我国依法启动了对地方政府债务的限额管理。财政部核定重庆市每年政府债务限额后，按照财政部的统一要求，重庆市及时拟定该年度限额方案，并下达市

<sup>3</sup> 重庆农村商业银行、重庆银行、重庆钢铁、西南证券、渝三峡 A、重庆机电、庆铃汽车股份等 11 家。

级和各区县。2016年国务院核定的重庆市地方政府债务限额为3,835.40亿元，截至2016年末，重庆市政府债务余额3,737.10亿元，低于国务院核定的地方政府债务限额。2017年国务院核定的重庆市地方政府债务限额为4,383.40亿元，其中一般债务限额2,441.60亿元，专项债务限额1,941.80亿元，其中2017年重庆市一般债务和专项债务新增额度分别为169.00亿元和379.00亿元。根据财政部、国土资源部联合下发的《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》，明确允许各省级政府发行土地储备专项债券，2017年重庆市专项债务限额中，新增土地储备和政府收费公路建设专项债务限额分别为160.00亿元和10.00亿元。

表 6：重庆市全市债务限额情况（单位：亿元）

项目名称	2015年	2016年	2017年
地方政府债务限额	3,412.40	3,835.40	4,383.40
其中：一般债务限额	2,118.60	2,272.60	2,441.60
专项债务限额	1,293.80	1,562.80	1,941.80

资料来源：重庆市财政局提供，中债资信整理

分级次来看，截至2016年底，重庆市政府债务主要为区县本级政府债务，占比67.27%；或有债务主要为市本级政府债务。从举借主体来看，融资平台公司和政府机关是重庆市政府最主要的债务举借主体。从资金来源看，重庆市政府债务资金主要来源于银行贷款和地方政府债券。从债务投向看，截至2016年底，重庆市政府债务主要用于市政建设、交通运输、土地收储、保障性住房、生态建设和环境保护、教科文卫、农林水利等基础性、公益性项目，有效地保障了地方经济社会发展的资金需要，推动了民生改善和社会事业发展。

从全市债务率来看，依据重庆市政府披露的债务数据，2012年重庆市全市政府债务和折算口径政府性债务的债务率分别为69.90%和92.75%；根据重庆市财政局提供的数据，2013年重庆市全市政府债务和折算口径政府性债务的债务率分别为62.90%和88.00%；2014年重庆市全市政府债务和折算口径政府性债务的债务率分别为64.00%和77.00%；2015年重庆市全市政府债务和折算口径政府性债务的债务率分别为62.00%和75.00%；截至2016年重庆市全市政府债务和折算口径政府性债务的债务率分别为66.00%和75.00%，债务负担维持在上年水平，明显低于国际警戒线（90~150%）范围，也低于财政部确定的警戒线。从逾期债务率来看，截至2015年底，已完成对存量逾期政府债务的清偿，且2016年无新增逾期政府债务。

## 五、政府治理水平分析

**重庆市经济、财政和政府性债务信息透明度较高，信息披露及时性较好；政府的法治水平不断完善，建立了基本的财政管理制度，债务管理办法和债务预警机制较为完善；发展战略与国家战略相契合，明确可行**

重庆市持续推进政府信息公开，政府信息披露透明度较高。从政府经济信息披露来看，通过重庆市统计信息网（重庆市统计局办）可获得2010~2016年重庆市国民经济和社会发展统计公报，2000~2016年重庆市统计年鉴，以及2004~2017年8月的月度数据。从财政信息公布情况来看，重庆市财政局网站

披露了自 2009 年 7 月以来的重庆市全市财政收支月度执行情况分析报告、2009~2016 年的财政预算执行情况报告和财政预算草案，披露了一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社保基金预算执行情况等报告。从政府债务公布情况来看，2011 年 7 月，重庆市审计局及时披露了截至 2010 年底的政府性债务情况；此外 2012 年 5 月，时任重庆市市长黄奇帆在记者会上披露了截至 2011 年底的政府性债务情况；2014 年 1 月重庆市审计局公布了 2012 年和 2013 年 6 月末的重庆市政府性债务数据；2015 年 11 月 26 日，在重庆市四届人大常委会第二十一次会议上，会议批准了 2015 年重庆市政府债务限额，并详细公布了财政预算调整方案；2014~2016 年重庆市政府工作报告及其他渠道披露了重庆市政府性债务增减变化情况；2017 年 2 月，重庆市财政局在《2016 年重庆市政府债务限额及余额情况表》中公布了全市及各区县的政府债务数据。整体看，重庆市政府债务信息披露较充分和及时。

从法治水平来看，重庆市全面落实依法治国基本方略，于 2014 年出台《重庆市行政立法若干规定》，先后通过了《法治政府建设实施方案（2016—2020 年）》、《重庆市 2016 年依法治市工作要点》和《重庆市 2016 年政府法制工作要点》，并着力完善重大决策合法性审查机制。2016 年，重庆市人大常委会审议通过了《重庆市招标投标条例》、《重庆市港口条例》、《重庆市食品生产加工小作坊和食品摊贩管理条例》和《重庆市城乡规划条例》等地方性法律法规，2017 年 1 月，审议通过了《重庆市地方立法条例》，为重庆市全面推进依法治市提供了坚实的保障。

地方政府财税管理制度不断完善。重庆市财政将中央部署与重庆实际紧密结合，从加强预算执行、盘活存量资金、强化预算绩效评价等多方面改进预算管理，积极推进中期财政规划、改进年度预算控制方式、健全预算稳定调节基金和完善偿债准备金制度、推进预决算公开、深化国库集中支付。财政支出管理方面，2013 年重庆市财政局出台《重庆市市级部门预算项目支出绩效管理暂行办法》（渝财绩〔2013〕7 号），健全评价结果与预算安排挂钩机制，2016 年 4 月《重庆市人民政府关于改革和完善市对区县转移支付制度的意见》正式发布，提出强化区县转移支付的分配力度和效率的总体目标。税收管理方面，重庆市财政局提出“3+2”财税体制改革方案，以及 25 项财税改革和财政支持其它重大领域改革的措施，按中央统一部署推进房产税、个人所得税、资源税、消费税等改革，具体包括清理规范财税优惠政策，完善个人住房房产税改革试点，扩大“营改增”范围等。2014 年 6 月《重庆市财政检查操作办法》正式出台，该《办法》整体要求较以往约束性更强，有利于维护财政监督工作的权威性。

从政府债务管理来看，重庆市近年来不断加强债务管理、防范债务风险，按照新预算法和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，重庆市进一步规范政府性债务管理，确保全市债务规模适中，风险可控。2016 年重庆市按照《财政部关于做好 2015 年地方政府债务限额管理工作的通知》文件要求继续全面落实政府债务限额管理，在国务院批准的限额内确定了重庆市 2016 年地方政府债务限额，并拟定市级和各区县 2016 年政府债务限额，下达市级和区县执行。重庆市制定《债券招标发行规则》、《债券发行兑付办法》等债券发行文件，2015 年开始自主发行地方政府债券，并对债券期限结构予以合理配置，2015 年分三批完成了 824 亿元债券发行工作，其中一般债券 656.29 亿元，专项债券 167.71 亿元；2016 年分五批完成了 1,570.35 亿元债券发行工作，其中一般债券 760.06 亿元，专项债券 810.29 亿元。重庆市制定《重庆市政府一般债务预算管理办法》和《重庆市政府专项债务预算管理办法》，将

政府债务分门别类纳入预算管理，强化预算约束，推进预算公开，加强资金使用管理。同时出台《重庆市政府债券资金管理办法》，在明确政府债券举借主体和程序，落实债券资金偿还责任的同时，强化债券资金的使用监管，实行置换债券审批制和新增债券备案制，规范债券资金使用，提高资金使用效益。2016年10月11日，重庆市政府办公厅下发《关于加强地方政府债务管理的通知》，从政府债务管、借、用、还相统一的角度，提出了加强债务管理的四条限制性措施。风险预警方面，重庆市进一步完善全市政府债务数据基础信息，夯实债务管控决策基础，出台《2015年重庆市政府性债务风险预警管理办法》，进一步完善地方政府性债务风险预警机制。加强对区县债务风险预警，及时约谈风险预警和风险提示区县，指导高风险区县加大债务化解工作力度。同时，将债务管控纳入区县政府实绩考核，从限额管理、基础工作、风险防范等方面对区县实施目标考核，引导区县重视债务管控和风险防范。与此同时，重庆市通过大力推广政府和社会资本合作（PPP）模式，吸引社会资本来从事公共服务领域建设，此外，重庆市还运用其他市场化方法，如发行中票、企业债券等进行融资。2017年5月3日，重庆市人民政府办公厅印发《重庆市政府性债务风险应急处置预案》并明确市债务应急指挥部及其成员单位和各工作组职责。整体来看，重庆市较早的关注地方政府性债务问题，并着力健全全过程的动态防控体系，债务管理、防控和预警体系较为系统完整，重庆政府性债务规模持续下降。

政府融资平台公司监管方面，重庆市政府积极推动融资平台公司转型，以混合所有制作为深化改革的基本路径，以基础公益类资产、经营性资产分类管理为基础，重点对平台公司经营性资产进行梳理剥离，稳步推动投资集团转型发展。同时严格分类化解存量债务，将存量政府债务纳入地方政府债券置换或安排预算偿还，对于平台公司其他存量债务，通过据实定贷的方式延长债务期限，或以自身经营收入逐步消化债务。2015年8月重庆市出台《重庆市人民政府办公厅关于规范融资平台公司在建项目后续融资有关问题的通知》（渝府办发〔2015〕118号）来规范融资平台公司在建项目后续融资行为，保障在建项目有序推进。2017年6月6日，重庆市政府办公厅下发《关于加强融资平台公司管理有关工作的通知》，要求清理融资平台，对公益性项目和经营性项目实行严格区分。此外，尽管重庆市平台数量相对较多，但受益于严格的管理制度，区域平台整体债务负担一般，偿债指标表现尚可，面临的或有负债风险一般。

重庆市发展战略明确，可行性较强。“十三五”期间重庆市将着力保持经济社会平稳较快发展，提高发展质量和效益，建设城乡统筹发展的国家中心城市，打造国家重要现代化制造业基地、国内重要功能性金融中心、内陆开放高地、西部创新中心，同时充分发挥西部大开发的重要战略支点、“一带一路”和长江经济带的联接点功能，重庆市政府发展战略与国家战略相契合，明确可行，将促进区域经济平稳、快速发展。

## 六、本批债券偿还能力分析

### 1、区域土地与房地产市场

**重庆市土地库存充足，供应量小幅下滑，但成交均价仍有小幅上涨；区域房地产市场运行总体平稳健康，商品房销售增速明显快于房地产投资增速，去库存效果明显**

2015 年以来，中央政府对房地产行业政策主基调定位为“去库存”，全面支持自主和改善型购房需求，通过降低首付比例、货币化棚改项目、放宽公积金贷款门槛等政策引导刺激需求释放，一定程度撬动了三四线城市的土地及房地产市场，但在一、二线城市土地供应约束下，也加剧了热点城市的土地竞争和房价过快上涨。2016 年 9 月底开始，在中央政府坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的精神指导下，各主要热点城市陆续通过限购限贷政策限制房地产投资、投机性需求，因城施策降低行业金融杠杆，防范金融风险。重庆市政府结合本地区实际情况，积极落实中央政府政策，合理采取多种措施支持地区房地产市场平稳健康发展。

重庆市通过试点“地票”制度，探索工业用地先租后让、租让结合、分期供地等模式，在严控耕地“红线”前提下，优化全市土地储备结构；随着两江新区、沙坪坝大学城等城市功能新区新增建设用地的整理储备，全市土地储备库存充足，能够有效保障地区新型城镇化建设需求。土地供应方面，重庆市政府 2016 年出台《重庆市推进供给侧结构性改革工作方案》，提出要加大土地供应调控力度，因地制宜确定保障性住房和商品住房的供应比例，两年内土地供应规模逐年减少 10%，商品房新开工面积增速控制在 3% 以内。2013~2015 年，全市土地供应和出让面积呈现逐年递减的态势，仅 2016 年前三季度土地出让面积较上年同期略有上升，但根据重庆市政府 2016 年度土地供地计划，2016 年全市住房用地计划供应 36,480 亩，较 2015 年的 39,555 亩下降 8.43%，2016 年国有土地使用权出让面积总体仍延续小幅下滑趋势。

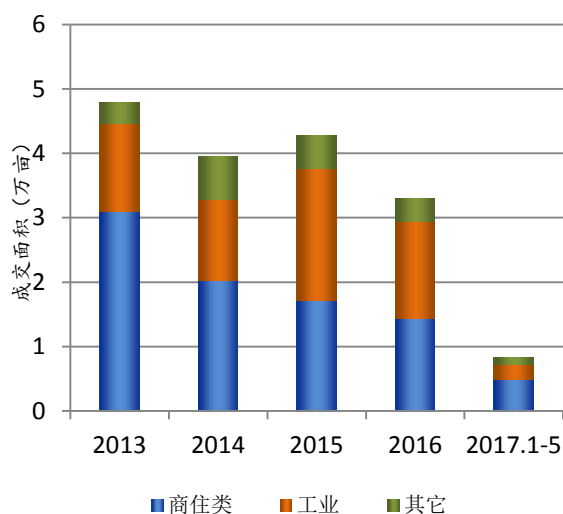
表 7：2010~2016 年前三季度重庆市土地市场供求走势

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
土地供应量（万亩）	17.24	27.33	18.79	21.08	25.12	17.10	11.34
土地出让总面积（万亩）	8.64	10.35	10.06	12.45	10.78	10.61	6.32
土地出让金合同额（亿元）	840.00	1,109.00	1,209.00	1,872.00	1,248.00	1,379.37	—
土地出让面积增速（%）	50.99	19.79	-2.81	23.73	-13.39	-1.58	10.10
土地成交金额增速（%）	54.31	32.13	9.02	54.82	-33.36	10.53	—
土地出让均价（万元/亩）	97.00	107.00	120.00	150.00	116.00	130.01	—

资料来源：历年《重庆市国土资源综合统计情况报告》，中债资信整理

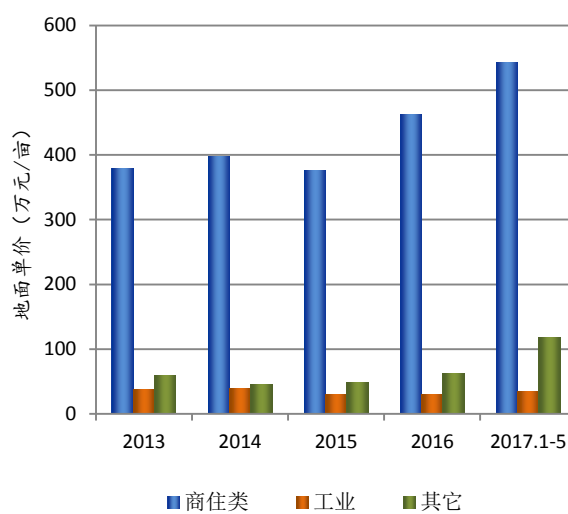
从近年土地成交来看，重庆市主城九区（含两江新区、北部新区、高新区和经开区组团）集中了全市约 60% 的土地成交额，近年来供地结构相对合理、土地价格维持稳健，土地市场运行总体保持平稳态势。重庆市主城区土地供应面积高于北京、天津、广州、上海等主要一线城市，也高于全国主要一、二线城市平均水平（2015 年全国 17 城平均约 3.35 万亩），供地规模相对较大，2013 年~2017 年 5 月重庆市主城区土地公开成交面积分别为 4.80 万亩、3.96 万亩、4.29 万亩、3.29 万亩和 0.83 万亩，但总体呈现小幅下滑趋势，尤其是商住类土地成交面积从 2013 年的 3.10 万亩下降至 2016 年的 1.43 万亩，下降 53.87%，成交面积呈明显下降趋势。供地结构方面，重庆市主城区商服用地与居住用地的比例约为 2:8，居住用地比例较主要热点城市（全国 13 重点城市平均比例约为 3:7）相对更高，体现了市政府对保障民生和居住需求的侧重。

图 5：2013 年以来主城区土地成交面积走势



资料来源：公开资料，中债资信整理

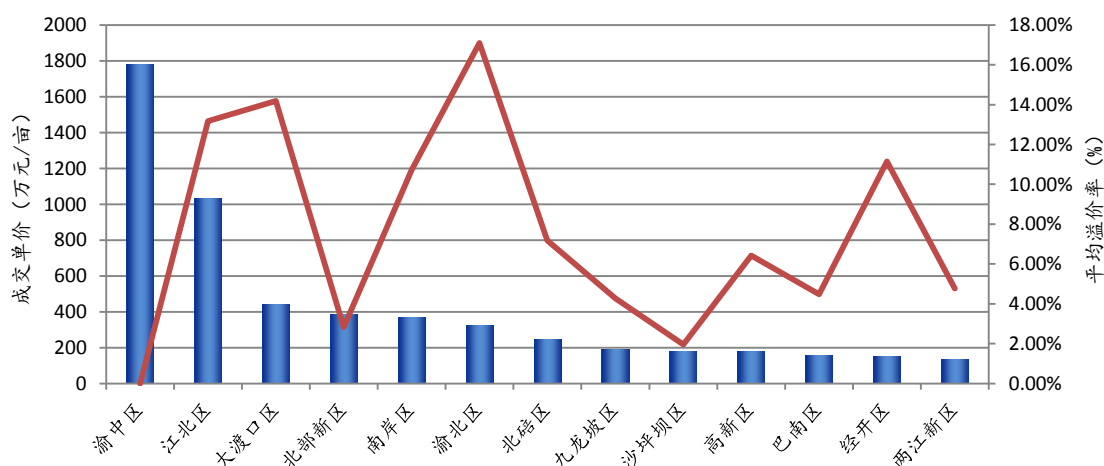
图 6：2013 年以来主城区土地成交均价走势



资料来源：公开资料，中债资信整理

从土地价格来看，工业用地方面，近年来重庆市紧扣国家“一带一路”建设和长江经济带发展战略部署，积极承接国内外中高端制造业产业转移，工业用地需求较大，相应工业用地供应亦维持较大规模，供求相对均衡，价格稳定在 30~40 万元/亩区间；商住用地方面，在区域内房地产“去库存”和稳定土地价格背景下，2013~2015 年主城区合理控制商住用地供应规模，土地价格维持平稳，2016 年以来在全国房地产市场整体快速回暖以及一线城市外溢需求带动下，重庆市商住土地成交价格有所上涨，2016 年和 2017 年 1~5 月土地成交均价较上年底分别增长 23.10% 和 17.20%，考虑到近期重庆市房地产销售增速仍保持较快增长，对拉动房企购地需求具有积极作用，预计中短期内商住用地均价仍有上涨空间。

图 7：2013 年以来重庆市主城各区（组团）土地成交走势



分区域来看，重庆市主城九区（含两江新区、北部新区、高新区和经开区组团）土地市场基本形成两核心多组团的格局，渝中区、江北区作为嘉陵江两岸的传统商务中心区，土地资源相对稀缺，其价格

维持高位，渝中区近年来土地出让规模很小，其土地均价超过 1,700 万元/亩，江北区在金融街、滨江路及等热点区域带动下，其土地均价超过 1,000 万元/亩；大渡口、南岸等市辖区（含两江新区、北部新区、高新区和经开区组团）土地均价在 150~400 万元/亩区间，处于二线城市中游水平，其中大渡口、渝北区和经开区组团土地溢价率较高，土地出让竞争相对激烈。

受益于重庆市经济快速增长和主城周边区县人口集聚，重庆市房地产市场整体平稳运行，2016 年以来房地产销售呈现回暖的态势，但房地产各投资指标仍维持相对低位。从销售端来看，2016 年全市成交商品房面积 6,257.15 万平方米，同比增长 16.30%，增速创历史新高。2017 年 1~4 月，全市成交商品房面积 2,174.29 万平方米，同比增长 28.30%，其中住宅销售面积 1,829.16 万平方米，同比增长 23.60%；2017 年一季度全市个人中长期住房贷款同比增速为 20.73%，高于 2016 年平均增速（约 15.54%），短期内全市商品房销售呈现明显回暖态势。从投资端来看，2016 年全市房地产开发投资额 3,725.95 亿元，同比下降 0.70%，2017 年 1~4 月全市房地产开发投资额 1,015.95 亿元，同比下降 0.40%，房地产各投资指标较 2016 年虽有回升但仍维持相对低位，其原因一方面为 2016 年重庆市商住用地供地规模下降，土地价格明显上涨，另一方面为 2016 年下半年以来利率中枢抬升、资金面收紧，房企资金压力上升导致。考虑到 2017 年以来防风险、去杠杆仍是中央政府货币金融政策的主要基调，包括房贷利率等资金成本仍将有所抬升，预计中长期内重庆市商品房销售增速或将有所回落，但房地产价格在区域城市化背景下仍将维持稳定。

表 8：2011 年~2017 年 8 月重庆市房地产市场运行情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~8 月
房地产开发投资额（亿元）	2,015.09	2,508.35	3,012.78	3,630.23	3,751.28	3,725.95	2,427.33
房地产开发投资额增速（%）	24.40	24.50	20.10	20.50	3.30	-0.70	6.40
其中：住宅投资额（亿元）	1,438.45	1,706.77	2,044.24	2,451.37	2,390.49	2,319.97	1,603.43
住宅投资额增速（%）	31.80	18.70	19.80	19.90	-2.50	-3.00	14.20
商品房新开工面积（万平方米）	6,824.36	5,813.48	7,641.63	6,254.04	5,810.85	4,875.16	3,581.80
商品房新开工面积增速（%）	8.10	-14.80	31.40	-18.20	-7.09	-16.10	16.90
其中：住宅新开工面积（万平方米）	5,214.42	4,345.14	5,387.60	4,275.96	3,668.92	2,998.92	2,365.10
住宅新开工面积增速（%）	-1.00	-16.70	24.00	-20.60	-14.20	-18.30	24.40
商品房销售面积（万平方米）	4,533.50	4,522.40	4,817.56	5,100.39	5,381.37	6,257.15	3,868.84
商品房销售面积增速（%）	5.10	-0.20	6.50	5.90	5.51	16.30	22.60
其中：住宅销售面积（万平方米）	4,063.42	4,105.11	4,359.19	4,423.68	4,477.71	5,105.46	3,174.98
住宅销售面积增速（%）	1.90	1.00	6.20	1.50	1.22	14.00	19.00

注：商品房和住宅销售面积指标采用 2017 年 1-7 月数据

资料来源：重庆市统计局网站，Wind 资讯，中债资信整理

重庆市区域房地产与土地市场联动性较强，2013 年重庆市房地产市场回暖，开发商对后市预期较好，土地出让面积增加，出让均价继续明显上涨，土地成交额同比增长 54.82%。2014 年，楼市再次陷入观望氛围，开发商在销售资金回流缓慢和市场存量高企的双重压力下，拿地态度又趋谨慎，导致重庆市土地成交量及成交价格均呈现缩减，土地成交金额减少 33.36%。2015 年以来房地产开发及土地出让

市场整体进入调整阶段，房企加大了去库存力度，加之市政府收紧土地供应，重庆市主城区 2016 年公开土地成交量较 2013 年下降约 31.32%，但住宅销售强劲回暖。目前全国热点城市房地产市场处于短周期回暖、长周期拐点来临之际，需求释放面临降速换挡及调控政策转向，市场正向理性回归，本轮销售回暖逐步见顶回落；政策调控保持一致性和延续性背景下，预计土地购置难度持续上升，同时受市场库存压力及销售增速回落影响，年内或表现为短期持平徘徊后中长期持续下降。重庆市作为西部地区唯一的直辖市，房地产行业发展较为健康，近年来房价控制较为合理，对周边地区人口仍具有较大吸引力。

## 2、偿债资金来源

**本批债券募集资金主要用于偿还到期债务本金，偿债资金为政府性基金收入中的国有土地使用权出让收入安排的支出，重庆市国有土地使用权出让收入对本批债券的偿还保障程度很高**

2017 年第三批重庆市政府专项债券（以下简称“本批债券”）发行总额 57.40 亿元，品种为记账式固定利率付息债，全部为置换债券。债券期限方面，本批债券全部为 3 年期。资金用途方面，本批置换专项债券资金主要用于偿还经清理甄别后确定的存量政府债务本金。项目方面，置换专项债券对应的项目中，铁路类、土地储备类、道路桥梁类、保障性住房类和水利类置换债券金额分别占 38.84%、26.13%、26.13%、7.32%和 5.57%。本批专项债券无增信措施。

表 9：拟发行的 2017 年第三批重庆市政府专项债券概况

项目	内容
债券名称	2017 年第三批重庆市政府专项债券
发行规模	人民币 57.40 亿元
债券期限	3 年期
资金用途	用于偿还经清理甄别后确定的存量政府债务本金
债券利率	固定利率
付息方式	3 年期的重庆市政府专项债券利息每年支付一次
增级安排	无

资料来源：重庆市财政局提供，中债资信整理

项目偿债资金来源方面，本批项目偿债资金部分来源于国有土地使用权出让收入，如果重庆市土地使用权出让收入波动导致当年国有土地使用权出让收入不足以偿还到期本批债券本息，重庆市政府将通过调入专项收入偿还到期债券。国有土地使用权出让收入主要取决于区域土地和房地产市场成交量和成交价格。结合上文分析，近年来重庆市土地市场表现相对稳定，2013 年重庆市房地产市场回暖，开发商对后市预期较好，土地出让面积增加，出让均价继续明显上涨，土地成交额同比增长 54.82%。2014 年，楼市再次陷入观望氛围，开发商在销售资金回流缓慢和市场存量高企的双重压力下，拿地态度又趋谨慎，导致重庆市土地成交量及成交价格均呈现缩减，土地成交金额减少 33.36%。2015 年以来房地产开发及土地出让市场整体进入调整阶段，房企加大了去库存力度，加之市政府收紧土地供应，重庆市主城区 2016 年公开土地成交量较 2013 年下降约 31.32%，但住宅销售强劲回暖。目前全国热点城市房地产市场处于短周期回暖、长周期拐点来临之际，需求释放面临降速换挡及调控政策转向，市场正向理性

回归，本轮销售回暖逐步见顶回落；政策调控保持一致性和延续性背景下，预计土地购置难度持续上升，同时受市场库存压力及销售增速回落影响，年内或表现为短期持平徘徊后中长期持续下降。重庆市作为西部地区唯一的直辖市，近房地产行业发展较为健康，近年房价控制较为合理，对周边地区人口仍具有较大吸引力，近年来市政府也通过控制土地出让面积保持土地市场供需松紧适度，预计中长期内全市国有土地使用权出让收入有所波动，但仍将保持较大规模。

**本批债券保障指标方面**，本批债券的本息偿还资金为政府性基金收入中的国有土地使用权出让收入及对应专项债务收入安排的支出。首先，从国有土地使用权出让收入来看，2011~2016年重庆市全市国有土地使用权出让收入分别为1,309.29亿元、1,312.93亿元、1,519.98亿元、1,665.04亿元、1,552.90亿元和1,412.37亿元，增速分别为47.21%、0.27%、15.77%、9.54%、-6.70%和9.10%，受房地产市场波动影响，国有土地使用权出让收入增速有所波动（见表10）。从存量专项政府债券保障来看，2016年重庆市政府性基金收入/截至2016年末专项政府债券余额<sup>4</sup>（978.00亿元）为1.53倍，考虑到本批专项债券期限为三年，重庆市政府性基金收入对存量专项政府债券保障情况很好。从重庆市国有土地使用权出让收入对本批债券覆盖程度来看，2016年重庆市国有土地使用权出让收入/本批债券为24.61倍，尽管未来重庆市国有土地使用权出让收入存在一定波动，但在本批债券存续期内，重庆市每年国有土地使用权出让收入完全可以覆盖本批债券本息。整体上，重庆市国有土地使用权出让收入对本批债券偿还的保障程度很高。

**表 10：2011~2016 年重庆市全市国有土地使用权出让收入**

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
政府性基金收入（亿元）	1,420.58	1,434.46	1,669.80	1,841.28	1,664.20	1,497.31
其中：国有土地使用权出让收入（亿元）	1,309.29	1,312.93	1,519.98	1,665.04	1,552.90	1,412.37
国有土地使用权出让收入增速（%）	47.21	0.27	15.77	9.54	-6.70	-9.10

资料来源：重庆市财政局提供，中债资信整理

综上所述，中债资信评定2017年第三批重庆市政府专项债券的信用等级为AAA。

<sup>4</sup> 此处截至2016年末专项政府债券余额仅包括2015年和2016年发行的专项政府债券。

附件一：

地方政府专项债券信用等级符号及含义

根据财政部 2015 年 4 月发布的《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》(财库〔2015〕85 号)，地方政府债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。其中，AAA 级可用“—”符号进行微调，表示信用等级略低于本等级；AA 级至 B 级可用“+”或“-”符号进行微调，表示信用等级略高于或低于本等级。各信用等级符号含义如下：

等级符号	等级含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；
CC	基本不能偿还债务；
C	不能偿还债务。

附件二：

表 1：拟发行的 2017 年第三批重庆市政府置换专项债券项目投向情况

序号	置换专项债券项目名称	本批债券使用额度（亿元）	未来偿债资金来源	偿债的政府性基金是否可以覆盖债券本息
1	铁路类	20.00	国有土地使用 权出让收入	是
2	土地储备类	15.00		
3	道路桥梁类	15.00		
4	保障性住房类	4.20		
5	水利类	3.20		
合计		57.40		

资料来源：重庆市财政局提供，中债资信整理

附件三：

重庆市经济、财政和债务数据

指标名称	2014年	2015年	2016年
地区生产总值（亿元）	14,262.60	15,717.27	17,558.76
人均地区生产总值（元）	47,850.00	52,321.00	57,902.00
地区生产总值增长率（%）	10.90	11.00	10.70
全社会固定资产投资总额（亿元）	13,223.75	15,480.33	17,361.12
社会消费品零售总额（亿元）	5,710.67	6,424.02	7,271.35
进出口总额（亿美元）	954.50	744.77	627.71
三次产业结构	7.4:45.8:46.8	7.3:45.0:47.7	7.4:44.2:48.4
第一产业增加值（亿元）	1,061.03	1,150.15	1,303.24
第二产业增加值（亿元）	6,529.06	7,069.37	7,755.16
其中：工业增加值（亿元）	5,175.80	5,557.52	6,040.53
第三产业增加值（亿元）	6,672.51	7,497.75	8,500.36
常住人口数量（万人）	2,991.40	3,016.55	3,048.43
人口老龄化率（%）	—	—	—
国土面积（万平方公里）	82,402.95	82,402.95	82,402.95
城镇常住居民人均可支配收入（元）	25,147.00	27,239.00	29,610.00
农村常住居民人均可支配收入（元）	9,490.00	10,505.00	11,549
全市一般公共预算收入（亿元）	1,922.02	2,154.83	2,227.90
其中：税收收入（亿元）	1,281.83	1,450.93	1,438.44
全市税收收入/一般公共预算收入（%）	66.69	67.32	64.56
全市一般公共预算收入增长率（%）	13.51	12.13	7.10
市本级一般公共预算收入（亿元）	741.62	816.34	836.48
其中：税收收入（亿元）	472.09	530.73	516.29
地方政府一般债券收入（亿元）	—	656.29	760.06
地方政府一般债券还本支出（亿元）	—	46.00	69.00
全市政府性基金收入（亿元）	1,841.28	1,664.21	1,497.31
全市政府性基金收入增长率（%）	10.27	-9.62	-8.90
市本级政府性基金收入（亿元）	1,044.00	943.33	836.84
地方政府专项债券收入（亿元）	—	167.71	810.29
地方政府专项债券还本支出（亿元）	—	0.00	0.00
全市上级补助收入（亿元）	1,251.50	1,351.00	1,535.50
全市国有资本经营收入（亿元）	68.01	90.57	90.49
市本级国有资本经营收入（亿元）	27.68	55.54	58.53
全市政府债务（亿元）	3,250.40	3,379.20	3,737.10
其中：市本级政府债务（亿元）	989.50	1,056.50	1,223.10
全市或有债务（亿元）	2,659.10	2,224.20	1,579.10
其中：市本级或有债务（亿元）	1,586.10	1,535.70	1,183.00
全市政府债务率（%）	64.00	62.00	66.00
全市折算后政府总债务率（%）	77.00	75.00	75.00

注：上级补助收入为一般公共预算上级补助收入。

#### 附件四：

### 指标计算公式

#### 公式说明：

1、政府债务指地方政府及其下属部门和机构、经费补助事业单位、公用事业单位、政府融资平台和其他相关单位举借，确定由地方政府财政资金偿还的，政府负有直接偿债责任的债务

2、或有债务指审计口径中政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务

3、担保债务指因地方政府及其下属机构提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿债责任的债务

4、政府可能承担一定救助责任的其他相关债务是指政府融资平台、经费补助事业单位和公用事业单位为公益性项目举借，由非财政资金偿还，且地方政府未提供担保的债务。政府在法律上对该类债务不承担偿债责任，但当债务人出现债务危机时，政府可能需要承担兜底责任

5、折算后政府性债务余额=政府债务+政府或有债务中需要财政资金偿还估算部分

6、政府债务率=政府债务余额/地方政府综合财力\*100%

7、折算后政府总债务率=折算后政府性债务余额/地方政府综合财力\*100%

8、地方政府偿债率=当年债务还本付息/地方政府综合财力\*100%

9、地方政府新增债务率=新增债务额/地方政府综合财力增量\*100%

10、一般公共预算财力=本级收入+上级补助收入+调入资金+调入预算稳定调节基金+上年净结余-上解上级支出-调出资金

11、政府性基金预算财力=本级收入+补助收入+调入资金+上年结余-上解支出-调出资金

12、国有资本经营预算财力=本级收入+上年结余-调出资金

13、地方政府综合财力=公共财政预算财力+政府性基金预算财力+国有资本经营预算财力

附件五：

## 跟踪评级安排

中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）将在 2017 年第三批重庆市政府专项债券有效期内，对受评债券的信用状况进行持续跟踪监测，并根据评级信息获取的情况决定是否出具跟踪评级报告。

中债资信将持续关注受评债券的信用品质，并尽最大可能收集和了解影响受评债券信用品质变化的相关信息。如中债资信了解到受评债券发生可能影响信用等级的重大事件，中债资信将就该事项进行实地调查或电话访谈，确定是否要对信用等级进行调整；如受评债券发行主体不能及时配合提供必要的信息和资料，中债资信在确实无法获得有效评级信息的情况下，可暂时撤销信用等级。

## 信用评级报告声明

(一) 中债资信评估有限责任公司(以下简称“中债资信”)对 2017 年第三批重庆市政府专项债券的信用等级评定是根据财政部《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》、《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》，以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

(二) 中债资信所评定的受评债券信用等级仅反映受评债券信用风险的大小，并非是对其是否违约的直接判断。

(三) 中债资信对受评债券信用风险的判断是建立在中债资信对宏观经济环境预测基础之上，综合考虑债券发行主体当前的经济实力、财政实力、债务状况、政府治理水平、地区金融生态环境评价、外部支持和本批债券偿还保障措施等因素后对受评债券未来偿还能力的综合评估，而不是仅反映评级时点受评债券的信用品质。

(四) 中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评债券发行主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评债券发行主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

(五) 本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

(六) 本报告中引用的相关资料主要来自债券发行主体提供以及公开信息，中债资信无法对所引用资料的真实性及完整性负责。

(七) 本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域(不含港澳台)的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

(八) 本报告所评定的信用等级在债券存续期内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

(九) 本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。

独立公正 开拓创新

服务至上 专业求真



地 址：北京市西城区金融大街28号院盈泰中心2号楼6层  
业务专线：010-88090123  
传 真：010-88090162  
网 站：www.chinaratings.com.cn



公司微博



公司微信