



中债资信评估有限责任公司
CHINA BOND RATING CO.,LTD

2019 年江苏省政府专项债券（七期） 信用评级

2019 年 04 月 08 日



2019年江苏省政府专项债券（七期）信用评级

债券名称	发行规模 (亿元)	债券 期限	债项 级别
2019年江苏省政府专项债券（七期）	171.90	10年	AAA
评级时间:		2019年04月08日	

经济、财政和债务指标	2016年	2017年	2018年
地区生产总值（亿元）	76,086	85,901	92,595
人均地区生产总值（元）	95,257	107,189	115,168
地区生产总值增速（%）	7.8	7.2	6.7
三次产业结构	5.4:44.5:50.1	4.7:45.0:50.3	4.5:44.5:51.0
全省综合财力（亿元）	17,468	19,425	21,603
其中：省本级（亿元）	1,329	1,467	1,780
全省一般公共预算收入（亿元）	8,121	8,172	8,630
全省政府性基金收入（亿元）	6,048	7,006	8,223
全省一般公共预算财力/综合财力（%）	62.95	61.26	61.19
全省政府性基金财力/综合财力（%）	37.05	38.74	38.81
全省政府债务（亿元）	10,915	12,026	13,286
其中：省本级（亿元）	477	540	530
全省政府债务率（%）	62.90	61.90	61.50

资料来源：统计年鉴；江苏省财政决算报告；江苏省财政厅提供资料

分析师

张双双 关书宾 苏锦河

电话：010-88090033

邮箱：zhangshuangshuang@chinaratings.com.cn

市场部

电话：010-88090123

传真：010-88090102

邮箱：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）

网址：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”）认为江苏省经济和财政实力很强，政府治理水平较高，2019年江苏省政府专项债券（七期）（以下简称“本期债券”）纳入江苏省政府性基金预算，国有土地使用权出让收入能够覆盖本期债券本息，债券的违约风险极低，因此评定2019年江苏省政府专项债券（七期）的信用等级为AAA。

评级观点

■ 江苏省经济体量很大，近年经济增速高于全国平均水平。2018年江苏省实现地区生产总值92,595.4亿元，稳居全国第二，同比增长6.7%。虽然受宏观经济趋缓和供给侧改革不断深化影响，江苏省近年经济增速有所放缓，但仍高于全国平均水平，围绕“六个高质量”发展任务，深入推进“两聚一高”新实践，基于较强的内生发展动力，在深度参与“一带一路”并落实长三角区域一体化发展战略的推动下，预计未来其经济将总体保持平稳、健康增长。

■ 得益于较高的经济发展水平和多元化产业结构，江苏省综合财力雄厚。2018年全省和省本级综合财力分别为21,602.52亿元和1,780.22亿元，居全国前列；2018年江苏省全省税收收入占一般公共预算收入比重为84.2%，财政收入质量较好；江苏省政府性基金收入规模较大，未来房地产市场波动可能对基金收入产生一定影响。

■ 2018年底江苏全省政府债务率为61.50%，较2017年末微降，债务负担较轻，债务指标表现较好，同时拥有较大规模的国有资产和上市公司股权，可增加其流动性。

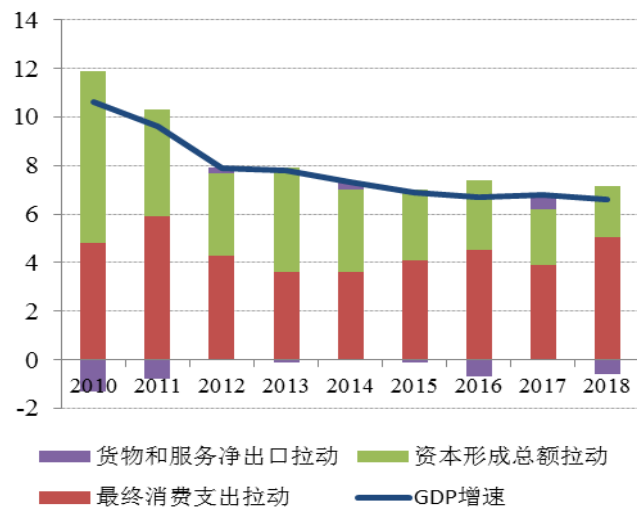
■ 本期债券的本息偿还资金均为江苏省国有土地使用权出让收入，2018年江苏省国有土地使用权出让收入/本期债券发行规模为43.51倍，江苏省国有土地使用权出让收入能够覆盖本期债券本息。

一、宏观经济与政策环境分析

当前中国经济运行稳中有变、变中有忧，经济面临下行压力，供给侧结构性改革将持续推进；全国财政收入增速仍将延续中低速增长，土地出让收入增速或持续回落，地区分化加剧；政府债务管理改革不断深化，整体债务风险可控

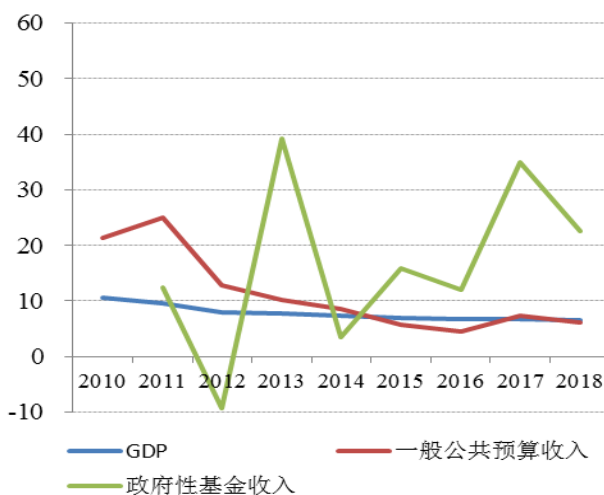
经济运行“稳中有变、变中有忧”。2018年，世界主要经济体仍处于复苏阶段，但增长动能放缓。国内经济受政策调整，内需疲弱叠加外部中美贸易摩擦的影响，经济增速持续企稳放缓，全年GDP增速为6.6%，较2017年回落0.2个百分点。未来，从拉动经济增长的“三驾马车”来看，**固定资产投资方面**，受利润增长乏力影响，预计2019年制造业投资增速将有所放缓；2019年房地产行业面临周期下行的压力，房地产调控整体基调不变，调控力度“因城施策”，预计2019年房地产投资增速大概率将出现下行，或将回落至2%左右水平；2019年地方政府债务管控力度虽有微调预期，但大幅放松可能性很低，预计基建投资增速反弹力度有限。因此，预计2019年固定资产投资增速回升仍将承压。**消费方面**，当前无论是城镇居民边际消费支出还是农村居民边际消费支出均已达饱和状态，未来决定消费增长的主导因素将是居民收入增速，从统计数据上看，实际经济增速领先居民消费增速约12个月，因此2019年居民收入增速或小幅下行，消费增速或将继续承压。**进出口方面**，目前全球贸易形势复杂严峻，2019年中国出口贸易增速将小幅回落；坚持扩大进口的政策导向下，进口额增速不会出现大幅下降，但大宗商品价格有所回落，将对进口增速形成拖累，加之国内需求增长放缓及前期高基数效应，因此，预计2019年中国进口亦将小幅下滑。2019年贸易盈余增长乏力的局面或将很难得到改善。整体来看，未来宏观政策将围绕托底经济进行逆周期调节，但在外部环境愈发恶劣的情况下，国内经济短期难以出现大幅改善，全国经济仍存在下行压力，但随着供给侧结构性改革进程的推进，经济发展的质量和效益将会继续提高。

图 1：2010 年以来“三驾马车”对经济增长的拉动(%)



数据来源：Wind 资讯，中债资信整理

图 2：2010 年以来全国 GDP、一般公共预算收入和政府性基金收入增速 (%)



数据来源：财政部网站，中债资信整理



财政收入增速持续放缓，土地出让收入增速或持续下行，地区分化加剧。受经济下行影响，2018年全国实现一般公共预算收入 18.34 万亿元，同比增长 6.2%，其中中央和地方一般公共预算本级收入分别同比增长 5.3%和 7.0%，财政收入增速持续放缓。2018 年，全国推地力度仍较大，全国政府性基金收入同比增长 22.6%，增速有所回落。未来短期内，全国经济仍面临下行压力，在积极财政政策将加力提效导向下，减税降费力度亦将加大，预计 2019 年全国一般公共预算收入增速或将继续回落。政府性基金收入方面，2018 年底中央经济工作会议重申“房住不炒”，构建房地产市场健康发展长效机制，同时“因城施策、分类指导”，预计房地产调控政策虽然稳中有松，但整体仍将偏紧，叠加房价调增预期、居民观望情绪加重，房企购地需求或将持续回落，预计 2019 年全国土地出让收入仍将保持较大规模，但增速将持续下行，尤其是部分三四线城市的土地增收压力将明显加大。

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

发布时间	政策名称	政策主要内容
2018 年 2 月	《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）	纯公益性项目不得作为募投项目申报企业债券，涉及的财政支持资金需综合考虑地方财力，并纳入预算；信用评级机构不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩
2018 年 3 月	总理政府工作报告	省级政府对本辖区债务负总责，省级以下地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务。健全规范的地方政府举债融资机制；2018 年安排地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加 5,500 亿元，优先支持在建项目平稳建设
2018 年 3 月	《关于印发〈试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法〉的通知》（财预〔2018〕28 号）	遵循自愿原则推进棚改债发行，实现项目预期土地出让收入、专项收入与融资自求平衡；债券期限原则上不超过 15 年，可适当延长；在专项债务限额内可发行棚改债偿还到期债券
2018 年 3 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）	合理确定分地区地方政府债务限额，项目收益与融资自求平衡债券可积极用上年末专项债务未用限额；及时完成存量地方政府债务置换工作；加快实现地方政府债券管理与项目严格对应，稳步推进专项债券管理改革；健全地方政府性债务风险评估和预警机制
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23 号）	从严格资本金审查、还款能力评估，规范投资基金及资产管理业务、授信审批、中介服务等方面，规范金融企业与地方政府、地方国企的投融资行为，防范和化解地方债务风险
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）	加强地方债发行计划管理，其中按照申请发债数与到期还本孰低原则“借新还旧”债券；合理设置地方债期限结构，增加了公开发行业债券的期限品种；同时提出进一步完善信息披露、促进投资主体多元化、加强债券资金管理的要求
2018 年 8 月	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号）	取消专项债券期限比例结构限制；简化发行程序
2018 年 10 月	《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）	在“地方财政承受能力评价”和“不增加地方政府隐性债务”前提下，加大补齐基建短板，保障融资平台在建项目合理融资需求；精简审批流程；点名相关部委分工落实。在与金融机构协商基础上，允许城投平台通过适当债务展期、债务重



发布时间	政策名称	政策主要内容
		组实现其债务平稳接续
2018年12月	中央经济工作会议	积极的财政政策要 加力提效 ，实施更大规模的减税降费， 较大幅度增加地方政府专项债券规模 ；稳妥处理地方政府债务风险，做到 坚定、可控、有序、适度
2019年2月	《国务院办公厅关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6号）	明确政府性融资担保、再担保机构要聚焦支小支农融资担保主业， 不得为政府融资平台融资提供增信 ；已开展政府融资平台融资担保业务的政府性担保机构要主动剥离，做好清产核资

资料来源：公开资料，中债资信整理

政府债务管理不断深化，债务风险总体可控。地方政府债务管理改革持续深化，坚决遏制地方政府违规举债融资、丰富专项债券种类和加强信息公开、完善地方债发行机制有序并进。**(1) 合理控制地方政府债务规模，遏制违法违规举债，严控债务风险。**财预〔2018〕34号文重申要依法规范地方政府债务限额管理和预算管理，合理确定分地区地方政府债务限额，严格贯彻地方政府债务限额管理要求。监管层多个文件从资金供需两端全面封堵了违法违规担保、PPP、政府购买服务、政府产业引导基金等地方政府隐性债务增长的各项路径。**(2) 开好地方规范融资“正门”，丰富专项债券种类、加强信息公开。**在“堵偏门”的同时，地方政府“开正门”力度不断扩大，新增债券额度显著扩容，棚户区改造专项债券、其他类项目收益专项债券以及借新还旧债券创新发行，地方债发行空间大大拓展，发行灵活度提升。**(3) 完善地方债发行机制。**《关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》（财库〔2017〕59号）等文件要求合理控制地方政府债券发行节奏，避免对市场造成流动性冲击；《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预〔2017〕35号）首次提出新增债务限额分配公式，兼顾了地方政府债务风险管控和重点项目支出需求，更具科学性；财库〔2018〕61号文，进一步从市场化定价、合理安排地方政府债券期限结构、债券资金管理及地方政府债券信用评级和信息披露机制等多个方面规范地方政府债券发行机制；截至目前，我国地方政府债券已能在银行间、上交所、上海自贸区、深交所发行，地方债发行场所不断拓宽；在财库〔2017〕59号文鼓励指导下，云南、广东、广西、四川等成功采用续发机制，旨在改善地方债二级市场流动性，地方债发行机制不断完善。

二、地区经济实力分析

江苏省经济平稳较快增长，经济结构进一步优化，消费对经济拉动作用逐步增强，区域创新能力较强；未来围绕“六个高质量”发展任务，深入推进“两聚一高”新实践，基于较强的内生发展动力，在深度参与“一带一路”并落实长三角区域发展一体化战略的推动下，江苏省经济将继续保持平稳、健康增长

地理位置优越，交通发达，科教资源领先。江苏省地处中国经济最为发达和活跃的长江三角洲，其位于“T”字型生产力分布的结合部，是上海对内地区域辐射的必经之地。基于得天独厚的区位优势，江苏省目前已形成较完善的综合交通体系。截至2018年末，江苏省公路密度和高速公路密度分别为149.25公里/百平方公里和4.39公里/百平方公里，公路建设处于国内前列；2018年泰州港货物吞吐量突破两亿吨大关，全省两亿吨大港数达到5个，完成规模以上港口货物吞吐量23.3亿吨，位于全国前



列；机场旅客吞吐量首次突破 5,000 万人次，同比增长 16.4%，200 万级以上机场已达 6 家，居全国首位；京沪铁路、陇海铁路贯穿境内，其中南京、徐州是重要的铁路枢纽。江苏省“地狭人稠”（国土面积为 10.72 万平方公里，仅占全国的 1.10%），自然资源禀赋一般，但拥有较为丰富的滩涂资源，其滩涂面积约占全国海岸滩涂总面积的 1/4，且教育资源处于全国领先水平，截至 2018 年末，其拥有普通高等院校 142 所，其中 211 院校 11 所。江苏省劳动力较充裕，近年来呈现老龄化趋势，截至 2018 年末，江苏省常住人口 8,050.7 万人，占全国人口的 5.77%，65 岁及以上年龄占比为 14.03%。

江苏省是中国经济最发达的省份之一，主要经济指标处于全国各省（自治区）前列。2018 年江苏省实现地区生产总值 92,595.4 亿元，居全国第二，同比增长 6.7%，人均地区生产总值为 115,168 元，居全国第四。近年来，江苏省经济运行总体平稳，主要经济指标增幅保持在合理区间，经济结构进一步优化，消费对经济增长的拉动作用逐步增强。2011~2018 年江苏省地区生产总值年均增速为 8.7%，高于全国 GDP 平均增速 1.25 个百分点。在经济新常态背景下，尽管 2018 年江苏省经济增速呈小幅下行走势，但仍处于合理区间，且比全国高 0.10 个百分点。江苏省经济结构不断优化，三次产业结构比例由 2011 年的 6.3:51.5:42.2 调整至 2018 年的 4.5:44.5:51.0，第三产业占比不断提升。江苏省最终消费对经济增长的贡献率不断提升，目前已超过 50%，经济增长的稳定性不断增强。

表 2：2016~2018 年江苏省主要经济指标

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	总额	增长率	总额	增长率	总额	增长率
地区生产总值（亿元、%）	76,086.17	7.8	85,900.94	7.2	92,595.4	6.7
人均地区生产总值（元、%）	95,257	7.5	107,189	6.8	115,168	6.3
规模以上工业增加值（亿元、%）	35,433.23	7.7	35,117.44	7.5	—	5.1
全社会固定资产投资额（亿元、%）	49,370.85	7.5	53,000.21	7.5	—	5.5
全年社会消费品零售总额（亿元、%）	28,707.12	10.9	31,737.41	10.6	33,230.35	7.9
全年进出口总额（亿美元、%）	5,096.12	-6.6	5,911.39	16.0	—	9.5
三次产业结构比例	5.4:44.5:50.1		4.7:45.0:50.3		4.5:44.5:51.0	
城镇化率（%）	67.7		68.8		69.6	

资料来源：2016~2018 年江苏省国民经济与社会发展统计公报，江苏省统计局；中债资信整理

注：GDP 和规模以上工业增加值增长率均按照可比价格计算，即实际增长率。

江苏省形成了传统产业和现代服务业并举的产业结构，区域创新能力较强。目前江苏省形成了传统产业（第二产业中支柱产业主要为冶金、石化、机械、汽车、纺织及电子信息产业等）和现代服务业并举的产业结构。一是先进制造业发展提速，2018 年全省高技术产业、装备制造业增加值比上年分别增长 11.1% 和 8%，高于规模以上工业 6 个和 2.9 个百分点，对规上工业增加值增长的贡献率达 43.4% 和 74.2%。二是现代服务业发展势头强劲，2018 年服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 0.7 个百分点，其中，金融业、营利性服务业等现代服务业占比不断提升。金融产业持续较快发展，截至 2018 年末，江苏全省金融机构人民币存款余额 13.97 万亿元，较上年末增长 7.5%；同期人民币贷款余额 11.57 万亿元，比上年末增长 13.3%。三是江苏大力实施创新驱动战略，2018 年高新技术产业产值比上年增长 11.0%，



占规上工业总产值比重达 43.8%，比上年提高 1.2 个百分点；战略性新兴产业产值比上年增长 8.8%，占规上工业总产值比重达 32%，比上年提高 1 个百分点，区域创新能力连续多年居全国前列。

展望未来，江苏省将围绕“六个高质量”发展任务，深入推进“两聚一高”新实践，加快建设“强富美高”新江苏，同时发掘培育新的增长点，经济增长的内生动力有望增强，整体看江苏省经济有望保持平稳、健康增长。**首先，围绕“六个高质量”发展任务，转变经济发展模式。**江苏省将围绕“经济发展高质量、改革开放高质量、城乡建设高质量、文化建设高质量、生态环境高质量、人民生活高质量”这“六个高质量”发展任务，在创新引领、自主发展上下功夫，全力推进江苏制造向江苏创造转变、江苏速度向江苏质量转变、江苏产品向江苏品牌转变。同时，江苏省将深入推进“两聚一高”新实践，以供给侧结构性改革为主线，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，突出抓重点、补短板、强弱项，推动质量变革、效率变革、动力变革，打好三大攻坚战，高水平全面建成小康社会，积极推进探索性发展、创新性发展、引领性发展，高起点开启基本实现现代化建设新征程，把“强富美高”新江苏建设不断推向前进。**其次，发掘培育新的增长点，内生动力有望增强。**未来，江苏省将发掘培育新的增长点，进一步释放新需求，创造新供给，促进经济持续健康发展。消费方面，深入实施六大消费工程和十大扩消费行动，继续开展“增品种、提品质、创品牌”专项行动，扩大内外销产品“同线同标同质”实施范围。实施“互联网+流通”行动计划，推动实体零售创新转型。积极推进“旅游+”融合发展，大力发展全域旅游。加强消费基础设施建设，进一步优化消费环境。投资方面，加快国家和省内重大科创载体、重大产业、重大生态环保、重大民生和重大基础设施项目建设，抓好与央企重大签约项目的对接落地，提高工业技改投资、高新技术产业投资、生态环保投资的比重。完善政府和社会资本合作模式，进一步激发社会投资活力。**再次，深度参与“一带一路”并落实长三角区域发展一体化战略，拓展对外发展空间。**近年来江苏省获得了一些国家政策支持。2013 年 4 月，国家发改委印发《苏南现代化建设示范区规划》；2014 年 4 月，“长江经济带”上升为国家战略¹；2014 年 7 月，江苏省镇江市及淮河流域重点地区被国家纳入开展生态文明先行示范区建设（第一批）（发改环资【2014】1667 号）；2014 年 9 月，国务院发改委出台《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》（国发【2014】39 号）；2015 年 2 月，江苏省被列入国家新型城镇化综合试点地区（发改规划【2014】2960 号）；2015 年 7 月，江苏省贯彻落实《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》的实施意见，为“长江经济带”建设提供坚强支撑；2016 年 9 月《长江经济带发展规划纲要》正式印发，确立“一轴、两翼、三极、多点”新格局。此外，江苏省还将进一步在“一带一路”战略中拓展开放空间，围绕重点产业、重点国别建立产能合作项目库，建立完善与沿线重点国家和地区的合作机制，推进国际产能合作、工程建造和装备制造走出去，强化连云港、徐州新亚欧大陆桥经济走廊重要战略节点支撑作用，加快东中西区域合作示范区、中哈（连云港）物流合作基地、上合组织国际物流园、境外经贸合作载体和沿线国家国际友城建设。整体看，受益于上述规划，江苏省在产业布局和资源配置方面将不断完善，进而带动产业结构加速升级、提升消费内生动力，最终促进经济实现平稳增长。

¹ 2014 年“两会”期间，政府工作报告首现“由东向西、由沿海向内地，沿大江大河和陆路交通干线，推进梯度发展”以及“要依托黄金水道，建设长江经济带”。2014 年 4 月 28 日，国务院总理李克强在重庆召开区域经济发展座谈会，指出“长三角地区是我国经济增长的重要一极，要依托黄金水道建设长江经济带，为中国经济持续发展提供重要支撑”。



三、地区财政实力分析

受益于经济平稳发展，江苏省财政收入保持增长，收入质量持续提升，综合财力雄厚；江苏省不断加强和改善民生支出，财政收支比较稳健

综合财力规模较大，财力结构较为合理。2018年，江苏省全省综合财力保持较快增长，为21,602.52亿元，处于全国前列，其中，一般公共预算财力和政府性基金预算财力占比分别约为61.19%和38.81%。受益于产业多元化程度高，纳税主体丰富，江苏省一般公共预算收入中税收收入占比高，稳定性强，2018年江苏省全省实现一般公共预算收入8,630.16亿元，其中税收收入占比为84.2%。江苏省房地产市场较为发达，以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入规模较大，2018年为8,222.81亿元。江苏省本级政府调配财力能力强，2018年省本级实现综合财力1,780.22亿元，其中省本级一般公共预算财力为1,688.43亿元。从全省人均综合财力来看，江苏省财力相对指标表现较好，2018年全省人均综合财力和人均一般公共预算财力分别为26,833.10元和16,419.84元，在省（自治区）级行政单位中位居前列。未来，尽管区域土地市场存在一定分化，但江苏省人口集聚效应较强，加之稳健的产业结构和较大的经济增长潜力，长期看预计江苏省政府综合财力仍将保持增长。

表 3：2016~2018 年江苏全省和省本级综合财力规模及结构情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年（预算执行数）	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
综合财力（亿元）	17,468.30	1,328.53	19,424.84	1,466.50	21,602.52	1,780.22
一般公共预算财力（亿元）	10,996.32	1,234.41	11,899.75	1,386.63	13,219.12	1,688.43
其中：一般公共预算收入（亿元）	8,121.23	647.33	8,171.53	504.39	8,630.16	267.67
政府性基金财力（亿元）	6,471.98	94.12	7,525.09	79.87	8,383.40	91.79
其中：政府性基金收入（亿元）	6,047.82	141.93	7,005.80	116.11	8,222.81	124.40
人均综合财力（元）	21,839.19		24,192.45		26,833.10	
人均一般公共预算财力（元）	13,747.81		14,820.41		16,419.84	

注：综合财力=一般公共预算财力+政府性基金财力；如未有特殊说明，本报告涉及的2018年财政收支数均为预算执行数。

资料来源：江苏省财政厅提供资料，江苏省财政收支决算表，中债资信整理

一般公共预算支出中民生支出占比较高，基金支出存在波动，但弹性较大。2018年江苏全省一般公共预算支出75%以上用于民生，省级财政民生支出比重达80%。全省各级各类教育全覆盖的经费保障机制和家庭经济困难学生资助体系已基本建立；实施促进就业和支持创业并举的财政政策。此外，江苏省仍着力推进城乡一体化发展，2018年城乡社区支出、农林水支出和交通运输支出占一般公共预算支出比重基本保持平稳。江苏全省政府性基金收入中超过90%来自国有土地使用权出让收入，扣除按照国家相关管理办法规定的国有土地使用权出让收益在农业土地开发、保障房、农田水利和教育资金等刚性计提后，仍保持较大规模土地出让净收益，政府性基金支出弹性较大。整体看，江苏省财政收支状况较好，稳健性较高。

2018年底江苏全省政府债务率较去年微降，债务负担较轻，债务指标表现较好，同时拥有较大规模的国有资产和上市公司股权，可增加其流动性



近年来江苏省政府债务规模平稳增长，仍远未达限额。得益于严格的管控措施，近年来江苏省政府债务规模整体保持平稳增长。(1)从政府债务规模和增速来看，截至2018年底，江苏省政府债务余额为13,285.55亿元，同比上升10.47%，远低于财政部核定的限额(2018年末为14,768.30亿元)。(2)从债务资金来源看，经过三年存量政府债务置换，2018年末江苏省政府债务余额中地方政府债券达12,894.34亿元，占比达97.06%。(3)从举债层级看，截至2018年末，江苏省省级、市级及县级政府负有偿还责任的债务余额占全部政府债务的比重分别为3.99%、63.47%和32.54%，全省政府债务主要分布于市、县级政府。(4)政府债务形成大量优质资产。江苏省政府债务主要用于基础设施建设和公益性项目，其相应债务也形成了大量的资产，比如土地储备资产、城市轨道交通、水热电气等市政建设和高速公路、机场等，且大多能够产出经营性收入，在一定程度上可以保障相关债务偿还。

表4：2017~2018年江苏省债务限额情况（单位：亿元）

项目	2017年		2018年	
	全省	本级	全省	本级
地方政府债务限额	13,103.30	664.00	14,768.30	752.41
其中：一般债务限额	7,146.20	605.90	7,441.20	676.31
专项债务限额	5,957.10	58.10	7,327.10	76.10

资料来源：江苏省财政厅提供，中债资信整理

表5：2016~2018年江苏省政府债务规模情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	全省	本级	全省	本级	全省	本级
政府债务	10,915.35	476.53	12,026.28	540.48	13,285.55	529.56
其中：一般债务	6,413.98	476.13	6,668.48	540.26	6,652.60	511.56
专项债务	4,501.37	0.40	5,357.80	0.22	6,632.95	18.00
债务率	62.90		61.90		61.50	

资料来源：江苏省财政厅提供，中债资信整理

政府债务率指标较好，债务风险总体可控。截至2018年末江苏省政府债务率为61.50%，较2017年末微降，债务负担较轻，债务风险总体可控。2019年江苏省到期政府债务规模为978.09亿元，债务周转压力较小。

国有资产对政府债务偿还和周转提供流动性。根据江苏省国资委网站披露，2018年江苏省、设区市国资委监管企业实现利润总额890.95亿元，增长12.53%，年末省、设区市国资委监管企业平均资产负债率59.75%，较2017年年末下降2.02个百分点。江苏省各级政府通过直接或间接持股，作为最终控制人的上市公司有44家，中债资信选取2019年3月25日前三个月交易日均值计算，上述44家上市公司的总市值为7,244.46亿元，仅依据控股股东持股比例计算，江苏省各级政府持有上市公司股权市值约为2,652.64亿元。从江苏省省本级上市公司来看，江苏省政府及江苏省国资委直接或间接控股13家上市公司，总市值为3,249.72亿元，仅依据控股股东持股比例计算，江苏省国资委持有上市公司股权市值为1,253.87亿元。

四、政府治理水平分析



江苏省经济和财政信息透明度较高，债务信息披露完备性、及时性不断提升；江苏省政府法治水平较高，现代财政制度逐步构建，债务管理逐步规范；江苏省政府发展战略明确，可行性较强

江苏省持续推进政府信息公开，政府信息披露透明度较高，债务信息披露完备性、及时性不断提升。通过江苏省统计局网站可获得年度江苏省国民经济和社会发展统计公报和统计年鉴，且也可获得月度经济运行情况数据，较为及时和完备。通过江苏省财政厅网站可获得近 10 年的财政预算执行情况报告和预算草案，且财政预算执行报告披露的财政收支数据较为丰富；同时在江苏省财政厅网站可获得 2005~2017 年度全省和省本级一般公共预算收支决算表、政府性基金收支决算表等。

法治水平全国领先。江苏省全面落实推进依法治省工作，规范政府行为，深化行政改革，营造法治文化，着力推进法治政府建设，已率先制定出台了居民生活保障、农民工住房保障、新型农村合作医疗等社会保障法规。2015 年 3 月，江苏省出台了《法治江苏建设指标体系（试行）》，注重考核现行人民群众满意度，由 7 大类一级指标、29 项单项考核指标和 1 项综合评判指标构成，对“全面推进依法治省，努力建设法治江苏”的实现程度进行综合测评。

现代财政制度逐步构建。财政管理方面，江苏财政坚持科学聚财，确保财政可持续发展；坚持科学用财，不断优化支出结构，全力保障和改善民生，促进区域协调发展，助推经济平稳增长；坚持科学管财，不断健全预算编制、执行、监督、绩效相互制约、相互协调的财政运行机制，提高财政资金使用绩效和财政透明度。2014 年江苏省在全国范围内率先出台《关于深化财税体制改革加快建立现代财政制度的实施意见》，加快构建符合江苏实际的现代财政制度，截至 2016 年底《实施意见》明确的 23 项改革任务已基本完成。2017 年 4 月江苏省政府下发了《关于调整完善省以下财政管理体制的通知》（苏政办发〔2017〕51 号），完善省对市县财政管理体制，有效激发了市县的发展活力，省财政厅配套出台了《调整完善省以下财政管理体制实施细则》，对新财政体制下的收入划分、税收返还、体制集中、转移支付和其他相关政策措施等内容进行了明确细化。2017 年 7 月，江苏省人大常委会审议通过《江苏省财政监督条例》，推动了江苏省建立覆盖所有政府性资金和财政运行全过程的财政监督机制。此外，江苏省在推广运用 PPP 模式方面也处于全国领先，2017 年省财政厅陆续发布了规范发展、鼓励支持民营资本参与、实行政府支出责任台账管理等三项 PPP 高质量发展政策措施。截至目前，全省 PPP 项目库共涉及交通、旅游、环境治理、综合开发、教育、养老、医疗、污水、垃圾处理、综合管廊等 17 个领域，在全国范围内率先实行了所有市县 PPP 项目全覆盖。

债务管理逐步规范，融资平台总体债务风险可控。2012 年以来江苏省政府陆续出台多项政府性债务管理办法，对全省政府性债务的举借、使用、偿还等方面进行规范，各级政府成立专门债务管理机构，实行严格的举债审批制度，实施债务余额控制，实行政府主要领导负责制，债务管理成效逐步显现。中债资信关注到，2013 年 6 月较 2012 年末增长 17.06%，2013 年下半年增速已呈现放缓。2014 年，江苏省财政厅严格依照财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，对存量债务进行了全面清理甄别。此外，江苏省按照《财政部关于做好 2015 年地方政府债务限额管理工作的通知》，及时拟定年度限额方案，并下达各市县。2016 年江苏省出台了《省政府关于加强政府性债务管理的实施意见》（苏政发【2016】154 号），对全省加强政府性债务管理的总体要求、管理责任、基础管理、规模控制、预



算管理、或有债务监管、存量债务处理、风险防范等各个方面，做出了全面系统规定，标志着全省政府性债务管理制度基本思路和顶层设计基本形成。同时，根据国家要求，及时研究制定了《江苏省政府性债务风险应急处置预案》（苏政办发【2016】173号），为全省债务风险处置提供了政策储备。此外，还出台了《地方政府性债务风险分类处置指南》（苏财债【2017】4号），作为应急处置预案的配套文件。截至2018年末，江苏省存量地方政府债券（包括财政部代发、自行发行地方政府债券）为12,894.34亿元，政府综合财力对其保障程度很高。未来，伴随债务管理制度进一步落实，江苏省债务管理成效有望继续提升。融资平台管理逐步加强，总体债务风险可控。根据江苏省政府融资平台在公开资本市场发行债券情况（数据来源为Wind资讯），截至2017年底，江苏省融资平台存量债券规模为10,496.94亿元。截至目前，共有263家平台公布2018年半年报数据。2018年6月末上述263家融资平台资产总额9.80万亿元，负债总额5.96万亿元，平均资产负债率为60.82%，全部债务为4.56万亿元，平均全部债务资本化比率为54.26%。从负债增长角度看，2012年~2017年，江苏省已发债融资平台的负债规模经历2012年的高速增长后放缓（负债总额增速由2012年的超过30%逐年下降至2017年的约4.15%）。江苏省严格落实国发【2014】43号文，省、市、县各级融资平台公司按照文件要求，一律不得新增政府债务。

发展战略明确，可行性较强。经过“十二五”时期和“十三五”头三年的奋斗，江苏省综合经济实力和水平有了一个大提升，发展动力正在加快转换，发展空间不断拓展优化，发展路径越来越清晰。2019年是新中国成立70周年，也是决胜高水平全面建成小康社会的关键之年。2019年，江苏省将扎实做好“六稳”工作，充分发挥投资的关键作用、消费的基础作用，努力保持经济运行在合理区间；坚定不移推动产业转型升级，围绕建设制造强省目标，把推进制造业高质量发展摆在突出位置；加快培育壮大发展新动能，要把科教与产业结合好、科技成果转化好，着力突破关键核心技术，为高质量发展蓄势造能；大力实施乡村振兴战略，坚持农业农村优先发展，落实强农惠农富农政策措施，扎实推进乡村振兴十项工程；扎实推进生态文明建设，始终坚持生态优先、绿色发展；深入推进区域一体化发展，充分发挥“一带一路”建设、长江经济带发展和长三角区域一体化发展三大国家战略的叠加优势，紧紧抓住重大发展机遇，在落实国家战略中提升江苏竞争力，推动高质量发展走在前列；更大力度深化改革扩大开放；持续保障和改善民生。

五、债券偿还能力分析

本期债券偿债资金全部为政府性基金收入中的国有土地使用权出让收入，江苏省国有土地使用权出让收入能够覆盖本期债券本息

在国务院批准的总规模内，2019年江苏省政府专项债券（七期）（以下简称“本期债券”）发行总额171.90亿元，品种为记账式固定利率附息债，期限为10年期。**资金用途方面**，本期债券用于偿还到期的江苏省2016年发行的三支3年期地方政府专项债券（债券简称“16江苏定向05”、“16江苏债05”、“16江苏债13”）部分本金。

表6：2019年江苏省政府专项债券（七期）概况



项目	内容
债券名称	2019年江苏省政府专项债券（七期）
发行规模	人民币 171.90 亿元
债券期限	10 年期
募集资金用途	本期债券用于偿还到期的江苏省 2016 年发行的三支 3 年期地方政府专项债券（债券简称“16 江苏定向 05”、“16 江苏债 05”、“16 江苏债 13”）部分本金
债券利率	固定利率
付息方式	10 年期江苏省政府专项债券利息每半年支付一次，债券最后一次利息随本金一起支付
增级安排	无

资料来源：江苏省财政厅提供，中债资信整理

表 7：本期债券拟偿还的到期债券概况

债券简称	发行日	发行规模（亿元）	发行期限（年）	发行利率（%）	按偿债资金来源分类	偿还金额（亿元）
16 江苏定向 05	2016-04-26	44.2653	3	2.86	全部为专项债券	38.4
16 江苏债 05	2016-03-15	105.5	3	2.58	全部为专项债券	98.5
16 江苏债 13	2016-06-13	109	3	2.71	全部为专项债券	35

资料来源：江苏省财政厅提供，中债资信整理

偿债资金来源方面，本期债券偿债资金全部来源于国有土地使用权出让收入，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。2015 年下半年以来，江苏省房地产市场表现出较大分化，其中泰州、无锡等区域回暖情况明显弱于南京、苏州等区域。2016 年以来，以南京市为代表的区域房地产市场迅速升温，土地供应量逐步增加，2016 年江苏省土地出让收入较 2015 年增长 30% 以上，经营性用地、商服用地及住宅用地价格均有所上涨。2017 年以来，江苏省政府坚持去库存与稳市场并重，其主要目的为从政策端抑制土地价格快速上涨，尽管房地产市场有所降温，但开发商拿地热情仍较高，2017 年全国各地出现国有土地使用权出让高峰，江苏省国有土地使用权出让收入仍保持两位数增长，带动政府性基金收入亦保持较高增速。2018 年，江苏省房地产开发投资额和房屋新开工面积均为两位数增长，带动土地市场维持较好行情。未来，调控政策对“地价”的敏感度将进一步增强，江苏省土地市场出让情况将保持稳健。中长期看，尽管我国仍处于城镇化阶段，但伴随 2013 年以来我国适龄购房人口数量逐步见顶，未来我国房地产市场需求总体将呈现放缓趋势，土地市场很难保持前期高速增长，土地出让收入波动将加大。而江苏省地处东南沿海，交通发达，科教资源丰富，经济实力雄厚，尽管区域土地市场存在一定分化，但人口集聚效应较强，预计全省国有土地使用权出让收入仍将保持较大规模。

表 8：2013~2018 年前三季度江苏省土地市场供求走势

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
土地供应量（万亩）	75.76	59.27	60.91	55.01	61.18	46.51
土地出让总面积（万亩）	52.59	37.02	35.00	30.75	36.22	26.81
土地出让金合同额（亿元）	5,824.16	4,141.72	4,436.78	6,150.63	7,172.12	5,257.24
土地出让面积增速（%）	3.52	-29.61	-5.46	-12.14	17.79	12.04



项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
土地成交金额增速（%）	49.05	-28.89	7.12	38.63	16.61	12.63
土地出让均价（万元/亩）	110.75	111.88	126.77	200.02	198.02	196.09

资料来源：历年《江苏省国土资源统计情况报告》，中债资信整理

表 9：2013~2018 年江苏省房地产市场运行情况

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
房地产开发投资额（亿元）	7,241.45	8,240.22	8,153.68	8,956.37	9,629.11	10,982.34
房地产开发投资额增速（%）	16.68	13.79	-1.05	9.84	7.51	14.05
其中：住宅投资额（亿元）	5,171.50	5,924.51	6,080.21	6,628.87	7,315.28	8,366.18
住宅投资额增速（%）	18.76	14.56	2.63	9.02	10.35	14.37
商品房新开工面积（万平方米）	16,358.18	14,220.35	11,542.56	13,670.83	13,739.10	16,821.27
商品房新开工面积增速（%）	17.61	-13.07	-18.83	18.44	0.50	22.43
其中：住宅新开工面积（万平方米）	12,211.81	10,377.91	8,819.98	10,534.34	10,263.87	12,902.27
住宅新开工面积增速（%）	18.73	-15.02	-15.01	19.44	-2.57	25.71
商品房销售面积（万平方米）	11,454.77	9,846.84	11,414.05	13,962.09	14,211.12	13,484.21
商品房销售面积增速（%）	27.00	-14.04	15.92	22.32	1.78	-5.12
其中：住宅销售面积（万平方米）	10,191.52	8,800.93	10,275.95	12,657.66	12,486.66	12,040.68
住宅销售面积增速（%）	28.63	-13.64	16.76	23.18	-1.35	-3.57

资料来源：江苏省统计局网站，Wind 资讯，中债资信整理

本期债券保障指标方面，本期债券的本息偿还资金均为政府性基金收入中的国有土地使用权出让收入。首先，从国有土地使用权出让收入来看，2013~2018年江苏省全省国有土地使用权出让收入分别为4,369.58亿元、4,687.40亿元、4,031.90亿元、5,430.73亿元、6,330.95亿元和7,478.60亿元，增速分别为42.30%、7.30%、-13.98%、34.69%、16.58%和18.13%，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），但持续保持较大规模且近三年维持上涨态势。从存量专项政府债券保障来看，2018年江苏省政府性基金收入/截至2018年末专项政府债券余额²（6,482.20亿元）为1.27倍，考虑专项债券期限均在三年及以上，江苏省政府性基金收入对存量专项政府债券的保障情况很好。从江苏省国有土地使用权出让收入对本期债券覆盖程度来看，2018年江苏省国有土地使用权出让收入/本期债券发行规模为43.51倍，在本期债券存续期内，江苏省每年国有土地使用权出让收入完全可以覆盖本期债券本息。整体上，江苏省国有土地使用权出让收入对本期债券偿还的保障程度很高。

表 10：2013~2018 年江苏省全省国有土地使用权出让收入

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
政府性基金收入（亿元）	5,018.10	5,416.86	4,618.08	6,047.82	7,005.80	8,222.81
其中：国有土地使用权出让收入（亿元）	4,369.58	4,687.40	4,031.90	5,430.73	6,330.95	7,478.60
国有土地使用权出让收入增速（%）	42.30	7.30	-13.98	34.69	16.58	18.13

资料来源：江苏省财政厅提供，中债资信整理

综上所述，中债资信评定2019年江苏省政府专项债券（七期）的信用等级为AAA。

² 此处截至2018年末专项政府债券余额仅包括2015年、2016年、2017年和2018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：

江苏省经济、财政和债务数据

相关数据	2016年	2017年	2018年
地区生产总值（亿元）	76,086.17	85,900.94	92,595.4
人均地区生产总值（元）	95,257	107,189	115,168
地区生产总值增长率（%）	7.8	7.2	6.7
全社会固定资产投资总额（亿元）	49,370.85	53,000.21	—
全年社会消费零售总额（亿元）	28,707.12	31,737.41	33,230.35
全年进出口总额（亿美元）	5,096.12	5,911.39	—
三次产业结构	5.4:44.5:50.1	4.7:45.0:50.3	4.5:44.5:51.0
第一产业增加值（亿元）	4,078.48	4,076.65	4,141.72
第二产业增加值（亿元）	33,855.73	38,654.85	41,248.52
其中：规模以上工业增加值（亿元）	35,433.23	35,117.44	—
第三产业增加值（亿元）	38,151.96	43,169.44	47,205.16
人口数量（万人）	7,998.6	8,029.3	8,050.7
人口老龄化率（%）	12.77	13.37	14.03
国土面积（万平方公里）	10.72	10.72	10.72
城镇居民人均可支配收入（元）	40,152	43,622	47,200
农村居民人均可支配收入（元）	17,606	19,158	20,845
全省政府综合财力（亿元）	17,468.30	19,424.84	21,602.52
其中：省本级政府综合财力（亿元）	1,328.53	1,466.50	1,780.22
全省人均政府综合财力（元）	21,839.19	24,192.45	26,833.10
全省一般公共预算收入（亿元）	8,121.23	8,171.53	8,630.16
其中：税收收入（亿元）	6,531.83	6,484.33	7,263.65
全省一般公共预算收入增长率（%）	5.00*	4.60*	5.60
省本级一般公共预算收入（亿元）	647.33	504.39	267.67
地方政府一般债务收入（亿元）	2,331.22	1,122.96	927.20
地方政府一般债务还本支出（亿元）	2,019.73	866.56	856.42
全省政府性基金收入（亿元）	6,047.82	7,005.80	8,222.81
其中：土地出让收入（亿元）	5,430.73	6,330.95	7,478.60
全省政府性基金收入增长率（%）	30.96	15.80	17.40
地方政府专项债务收入（亿元）	2,182.83	1,756.48	1,755.70
地方政府专项债务还本支出（亿元）	1,670.07	804.68	426.22
全省政府债务（亿元）	10,915.35	12,026.28	13,285.55
其中：一般债务（亿元）	6,413.98	6,668.48	6,652.60
专项债务（亿元）	4,501.37	5,357.80	6,632.95
全省一般公共预算财力/综合财力（%）	62.95	61.26	61.19
全省税收收入/一般公共预算收入（%）	80.43	79.35	84.20
全省政府性基金财力/综合财力（%）	37.05	38.74	38.81
全省政府债务率（%）	62.90	61.90	61.50

注：*为同口径增长；2016~2017年财政数据为决算数据，2018年财政数据为预算执行数，2016~2018年全省政府债务率指标为江苏省财政厅提供数据。



附件三：

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 2019 年江苏省政府专项债券（七期）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 2019 年江苏省政府专项债券(七期)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 2018 年地方政府债券发行工作的意见》,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、外部支持和本次公开发行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



公司微信