

---

## 答审稿专家的宝贵意见

### 第一份意见

#### 审稿意见（1.1）：

作者行文脉络较为清晰，从城投债券的特征、城投主要风险的演进以及投资机构风控策略三个角度对城投债进行分析，逻辑清晰，分析透彻，数据翔实。进一步修改建议如下：

1.题目中的“债务”的形式其实包含了标与非标（银行借款、非标、债券等），文章较多分析了“城投债券”风险，是否在标题中聚焦这一点，请酌。

**修改说明：**本文以城投信用风险趋势变化和投资机构风控策略为主要研究对象，考虑信息披露情况和数据的可得性，分析过程中较多使用了债券相关数据。

从研究情况看，城投信用风险的表现形式包括非标、贷款、债券等各类债务展期、重组、估值波动、违约等，债务风险暴露有从非标、贷款到债券“循序渐进”的特征。这一稿，紧扣研究对象，对标题进行了修改，在第三部分第二小点、第四部分等段落对非标风险进行了充实和改写，保留了“债务风险”的表述。

#### 审稿意见（1.2）：

2.文章第一部分的第三小点关于资产特点的论述切入点，目前是从与地方政府关联度、公益性的角度来论述的，与第二小点的论述较相似，建议可以从城投资产的流动性特点作为切入点来论述城投企业资产的特点，请酌。

**修改说明：**在上一稿中，第一部分第二、第三小点分别从主营业务、主要资产的角度切入，论述城投企业的主要特点。根据专家意见，考虑到资产的形成与经营高度相关，本文在梳理、补充城投企业资产流动性特点的基础上，将第二、第三小点作了适当精简和改写，并整合为“（二）主营业务与资产”。

#### 审稿意见（1.3）：

3.建议可以增加一个总结或第三部分修改为政策建议的相关内容，全文以投资机构风险策略结尾，较突然，请酌。

**修改说明：**增加“四、结语”，在前文论述基础上，进一步提炼观点，对城投债务风险发展趋势进行总结和展望，提出金融机构在防范化解金融风险过程中“提高自身风险管理能力”和“维护市场生态与信心”的双重责任。

### 第二份意见

**审稿意见 (2.1):**

1.题目和内容不是十分吻合。

**修改说明:** 根据论文选题和核心内容,对标题进行了修改。

**审稿意见 (2.2):**

2.论文中城投公司风险和城投债券风险一直没有严格区分,使得论证缺乏对象和深度。

本文以城投债务风险趋势变化和投资机构风控策略为主要研究对象。经营、财务、再融资等城投公司风险共同决定影响债务风险的高低,债务风险是公司风险在金融市场的具体体现。在本文的框架下,城投公司风险是对债务风险状况的分解和“画像”,服务于债务风险研究。

**审稿意见 (2.3):**

3.论文应该是从经营、财务和融资的角度对城投债券风险的可能性做出论述,但第一部分内容过多,重点内容没有展开论述,也没有分别从经营、财务和融资三方面做出深入的论证和分析;第三部分的对策建议应该是和前面的原因分析紧密契合在一起的,对策建议一般从公司自身、监管等方面来论证。第三部分和前面两个部分的逻辑上有些脱节。

**修改说明:** 本文在梳理城投公司典型特征、总结城投“信仰”形成原因的基础上,结合近期市场分析城投主要风险的趋势变化,并重点提出投资机构风险控制的策略建议。结合专家意见,在原框架基础上,紧扣论文选题和核心内容,修改了文章的标题,对第一部分进行了精简和改写,对第三部分进行了充实。

**审稿意见 (2.4):**

4.论文的写作规范有待提高。

已通读全文并对文本、图表、注释等进行修改完善。

外审评议和作者回复(若有)是文章的过程性材料,隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容,辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

**附表1 地方政府融资平台公司各类定义或认定标准比较**

|  | 国务院 | 原银监会 | 第三方数据服务商 |
|--|-----|------|----------|
|--|-----|------|----------|

|      |                                                                                                       |                                                                                                                                                                                            |                                                                |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 主要内容 | 《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）：“由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体” | 1.《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发[2013]10号）：“地方政府融资平台全口径融资统计表”，实施平台公司名单制管理<br>2.《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号）：根据“财政部融资平台公司债务及中长期支出事项监测平台”查询结果分类管理，核心是确认平台公司是否承担隐性债务 | 以中央国债登记结算有限责任公司“城投债收益率曲线”、原银保监会地方政府融资平台名单为基础，结合公司内部标准、市场信息进行判断 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|

资料来源：根据相关文件、报道资料作者整理。

附表2 城投公司主要财务指标情况（行业平均）

|           | 项目         | 2022 年年报  |
|-----------|------------|-----------|
| 资产负债      | 总资产        | 488.73 亿元 |
|           | 所有者权益      | 197.23 亿元 |
|           | 资本公积       | 123.23 亿元 |
|           | 资本公积/所有者权益 | 62.48%    |
|           | 资产负债率      | 56.33%    |
|           | 存货         | 153.99 亿元 |
|           | 应收款        | 78.82 亿元  |
|           | 存货/总资产     | 38.40%    |
|           | 应收款/总资产    | 20.26%    |
| 盈利能力、营运效率 | 营业收入       | 41.14 亿元  |
|           | 营业外收入      | 0.39 亿元   |

|  |            |            |
|--|------------|------------|
|  | 利润总额       | 3.32 亿元    |
|  | 营业外收入/利润总额 | 11.61%     |
|  | 毛利率        | 14.29%     |
|  | 存货周转天数     | 8 125.48 天 |
|  | 应收账款周转天数   | 422.89 天   |
|  | ROA        | 1.27%      |
|  | ROE        | 1.48%      |

数据来源：Wind，样本数据选取 2022 年末有债券存续、有信息披露的约 3000 家城投公司，作者整理。

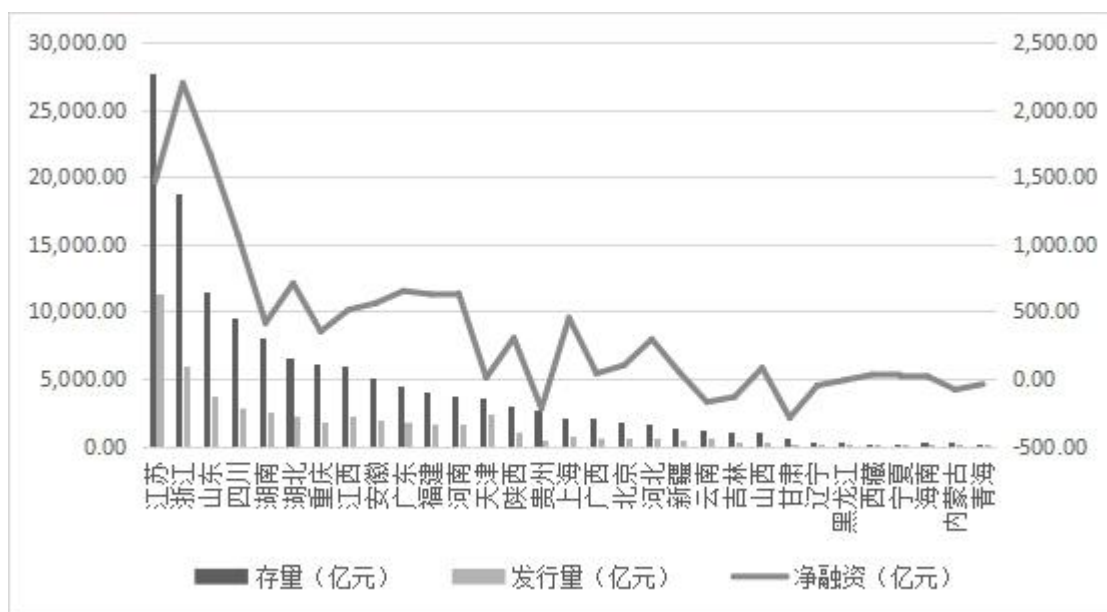
附表 3 城投公司非标违约

| 地区  | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 合计 |
|-----|------|------|------|------|------|----|
| 贵州  | 5    | 17   | 30   | 15   | 11   | 78 |
| 云南  | 0    | 7    | 0    | 2    | 1    | 10 |
| 内蒙古 | 5    | 1    | 0    | 1    | 2    | 9  |
| 四川  | 5    | 0    | 0    | 1    | 0    | 6  |
| 河南  | 0    | 1    | 1    | 2    | 1    | 5  |
| 山西  | 0    | 0    | 1    | 2    | 1    | 4  |
| 湖南  | 0    | 0    | 4    | 0    | 0    | 4  |
| 吉   | 0    | 1    | 2    | 0    | 0    | 3  |

|   |    |    |    |    |    |     |
|---|----|----|----|----|----|-----|
| 林 |    |    |    |    |    |     |
| 山 | 0  | 0  | 1  | 1  | 0  | 2   |
| 东 |    |    |    |    |    |     |
| 甘 | 0  | 1  | 0  | 0  | 1  | 2   |
| 肃 |    |    |    |    |    |     |
| 陕 | 1  | 0  | 0  | 1  | 0  | 2   |
| 西 |    |    |    |    |    |     |
| 河 | 0  | 2  | 0  | 0  | 0  | 2   |
| 北 |    |    |    |    |    |     |
| 天 | 0  | 1  | 1  | 0  | 0  | 2   |
| 津 |    |    |    |    |    |     |
| 广 | 0  | 0  | 0  | 0  | 1  | 1   |
| 西 |    |    |    |    |    |     |
| 湖 | 0  | 1  | 0  | 0  | 0  | 1   |
| 北 |    |    |    |    |    |     |
| 辽 | 1  | 0  | 0  | 0  | 0  | 1   |
| 宁 |    |    |    |    |    |     |
| 合 | 17 | 32 | 40 | 25 | 18 | 132 |
| 计 |    |    |    |    |    |     |

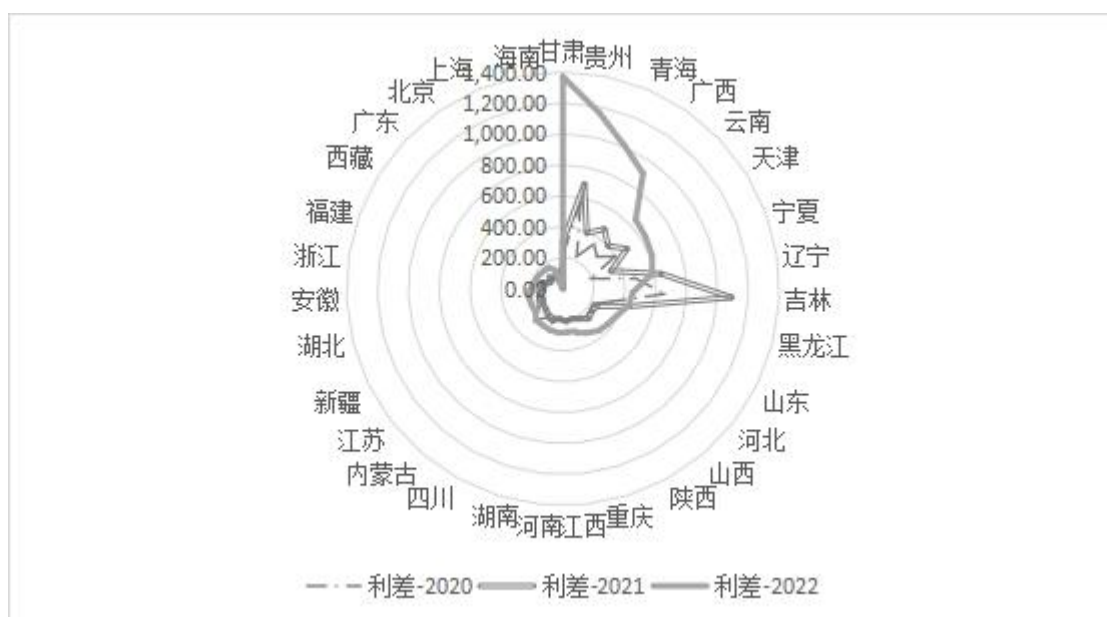
数据来源：企业预警通，作者整理。

附图1 2022年城投债地域分布



数据来源：Wind，作者整理。

附图 2 2020-2022 年 AA+级城投债地域利差 (bps)



数据来源：Wind，作者整理。

该附录是所刊论文的组成部分，如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。