

化债提速，分化加剧 ——城投行业 2023 年信用风险回顾与 2024 年展望

联合资信 公用评级四部 | 刘亚利|张婧茜|李坤|张宁

摘要

- 城投债发行利率和发行利差整体呈下行趋势，部分弱区域对一揽子化债政策敏感度更高，下半年以来天津、贵州等地城投债发行利差明显收窄。
- 城投债发行短期化趋势持续，同时提前偿还规模明显增长，贵州、湖南、广西等地提前偿还规模位居前列。
- 城投企业债务负担持续加重，短期内债务风险得以缓释，但长期来看债务化解仍需依靠城投企业自身发展，政策导向促进城投企业市场化转型提速。
- 特殊再融资债券助力重点省市化解债务，2024 年城投债整体兑付风险较低，但非标债务重组、打折、逾期等难以避免。
- 化债提速背景下，城投企业再融资收紧，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。



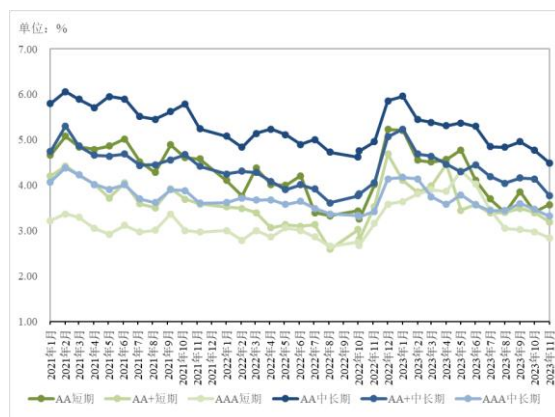
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、城投债市场回顾

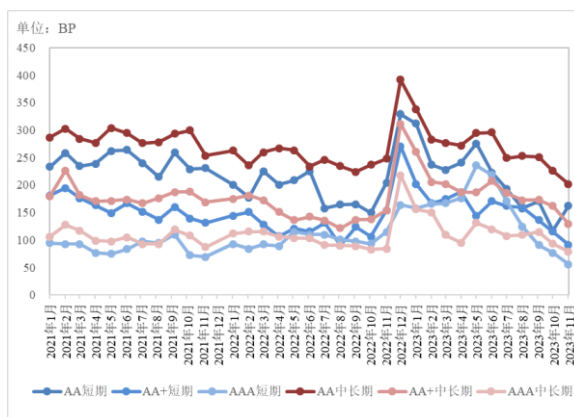
一揽子化债增强市场信心，审核趋严供给控量，城投债发行利率和发行利差整体呈下行趋势。稳增长压力加大、城投债发行规模较快增长，但监管审核严控募集资金用途、借新换旧比例持续上升、城投债净融资同比基本持平。城投债发行短期化趋势持续，长期债券占比下降，天津、云南城投债发行短期化特征突出；控增化存背景下，区县级城投企业新增债券发行难度持续加大，净融资大幅下滑。城投债提前偿还规模明显增长，贵州、湖南、广西等地提前偿还城投债规模较大。

1-11月，城投债发行利率及发行利差震荡下行，整体来看利率及利差中枢仍高于上年同期。具体来看，2022年末理财产品赎回潮引发市场资金面收紧，城投债发行利率快速上行、利差同步走扩的局面延续至2023年初；随后央行降准释放流动性、资金面逐步好转，城投债发行利率及发行利差逐步回落；5-6月，不同期限、不同级别城投债发行利差有所分化；一揽子化债政策逐步落地、特殊再融资债券发行重启增强市场信心，叠加9月份以来城投债审核趋严、供给收紧引发资产荒，部分区域城投债认购热情高涨，除AA短期产品外，城投债整体发行利率和发行利差下行较快。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 发行利率走势（%）



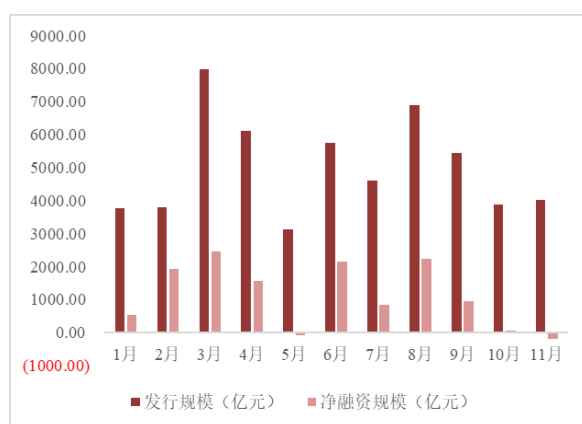
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 发行利差走势

2023年以来，经济增长不及预期、货币政策宽松、资金面逐步好转，叠加债券到期兑付规模大，1-11月，城投债发行规模同比增长26.10%至55433.50亿元。9月城投企业实行名单制管控，城投债发行审核条件进一步收紧，严控募集资金用途，城投债发行规模及净融资均明显下降，11月城投债融资呈净偿还状态；整体看，1-11月，城投债净融资规模同比小幅增长4.02%至12451.79亿元，预计全年净融资规模较上年相差不大；同时，募集资金约77%用于偿还债务，上年同期的73%进一步上升。

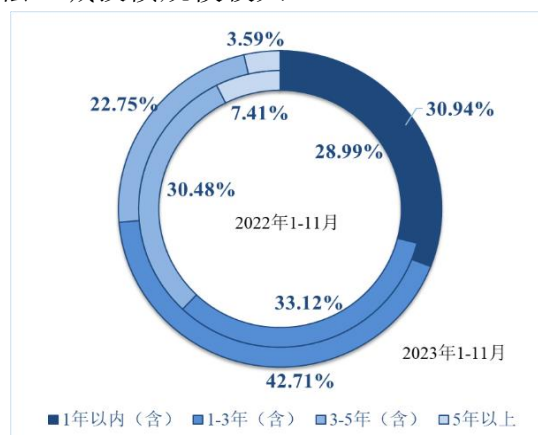
从发行期限看，自2021年以来城投企业中长期债券发行难度加大，城投债发行

维持短期化趋势；1—11月，1年期债券占比变化不大，3年期以上债券占比下降超10个百分点。主要区域中，天津、云南城投债发行短期化特征突出，1年期债券（含）占比分别约80%和60%。从行政层级看，作为城投债发行主力，地市级城投企业发行规模占比近半，省级及区县级城投债发行规模同比增长较快；控增化存背景下，行政层级越低、新增债券发行难度越大，区县级城投债净融资规模持续大幅下降。此外，城投债提前兑付规模约800亿元，较上年（约350亿元）增长明显，10月份特殊再融资债券发行重启后，11月城投债提前偿还规模约150亿元，12月提前偿还规模预计约400亿元；贵州、湖南、广西等地提前偿还城投债规模较大。



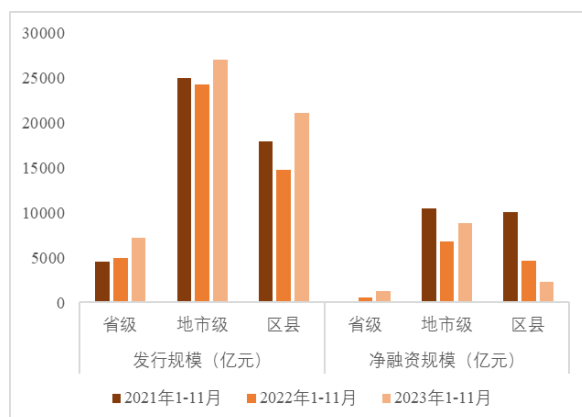
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 2023年以来城投债月度发行及净融资



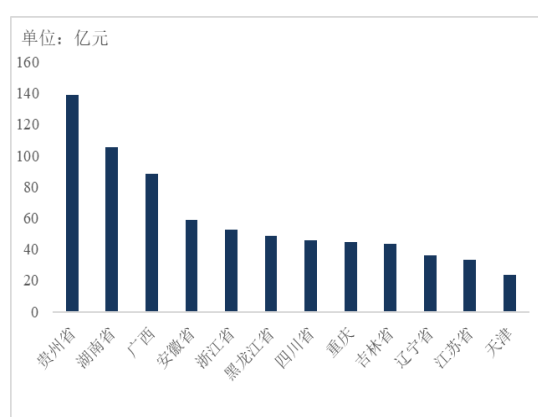
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 城投债发行短期化趋势明显



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 区县级城投债净融资明显下降



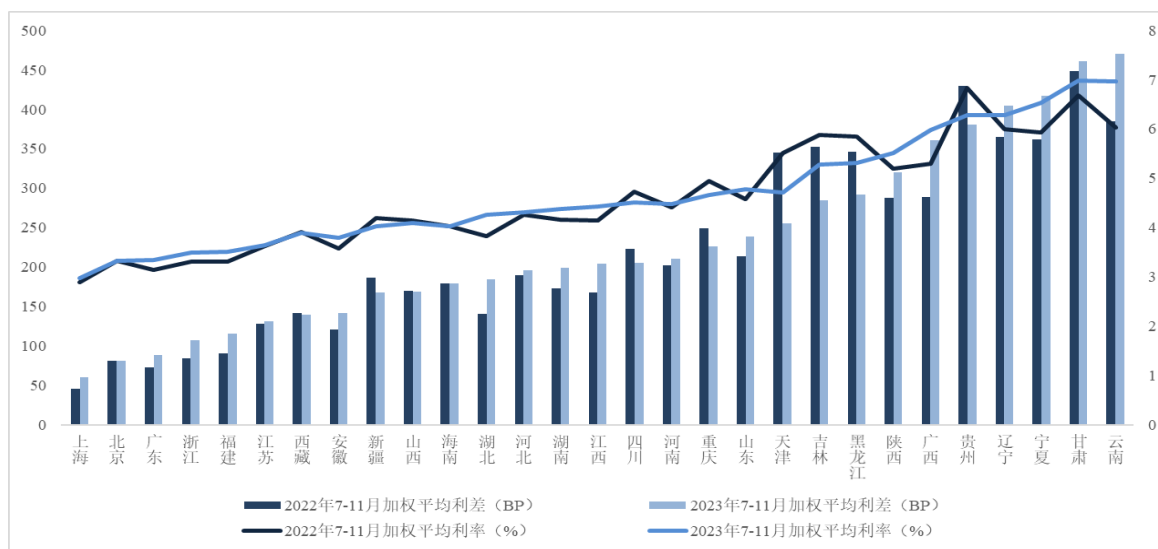
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图6 主要地区城投债提前兑付情况

发行利率和发行利差的区域分化依然显著，一揽子化债政策对部分弱区域债务化解影响更加积极，下半年以来天津、贵州等地城投债发行利差收窄。同时，发行及净融资区域分化态势持续，江苏、浙江和山东城投债发行规模和净融资额稳居前三；东北地区、西北及西南地区部分省份持续压降城投企业债券融资，城投债融资持续呈

净偿还状态。随着市场投资情绪持续修复，天津、河南等地城投债发行及净融资持续改善。

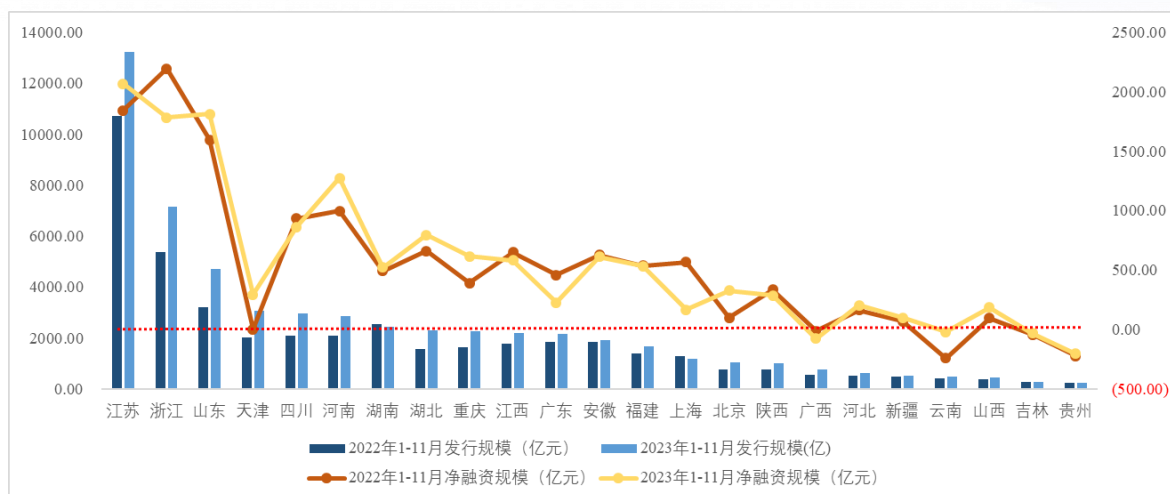
城投债发行利率和发行利差的区域分化依然显著，但受益于特殊再融资债券重启发行、监管表态金融支持地方政府化债、银行推进中长期贷款置换等一揽子化债政策的逐步落地，市场对弱区域城投债情绪回暖，部分地区发行利差下行较快。下半年以来，天津、贵州、重庆、四川等地发行利率较上年同期明显下降，发行利差明显收窄，天津城投债发行利差较上年同期收窄超 90BP，贵州收窄约 50BP。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 7 主要地区城投债发行利差变化情况

不同地区城投债发行及净融资情况持续分化，1—11月，天津、河南等地城投债发行及净融资增速均较高、融资环境持续改善。具体来看，江苏、浙江和山东发行规模排名稳居前三，发行规模合计约占全国的 45%，而宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃、内蒙古发行规模不足百亿。天津、山东、湖北、四川等大部分地区城投债发行规模保持增长，而湖南、吉林和贵州等地城投债发行规模有所下降。**净融资方面**，西南地区中贵州、广西、云南，西北地区中宁夏、内蒙古、青海以及东北地区持续压降公开市场债券融资，贵州省城投债净偿还规模约 200 亿元，广西、甘肃净偿还规模接近百亿；2022 年云南省级平台提前兑付较大规模债券，2023 年以来城投债净偿还规模明显下降。半数省市城投债净融资规模下降，主要地区中上海、广东、浙江净融资降幅明显，而天津、北京、山西、重庆净融资增幅超 50%。



注：宁夏、西藏、辽宁、黑龙江、海南、青海、甘肃及内蒙古城投债发行规模均小于100亿元，未在上图显示

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图8 主要地区城投债发行及净融资情况

主要城市城投债发行利差亦明显分化，下半年以来，贵阳、天津、泰州、镇江等市发行利差均不同程度下降，天津、昆明等地二级交易利差下行较快。重庆、成都、青岛等市发行及净融资规模居于前列，柳州、贵阳、昆明、潍坊呈净偿还状态。

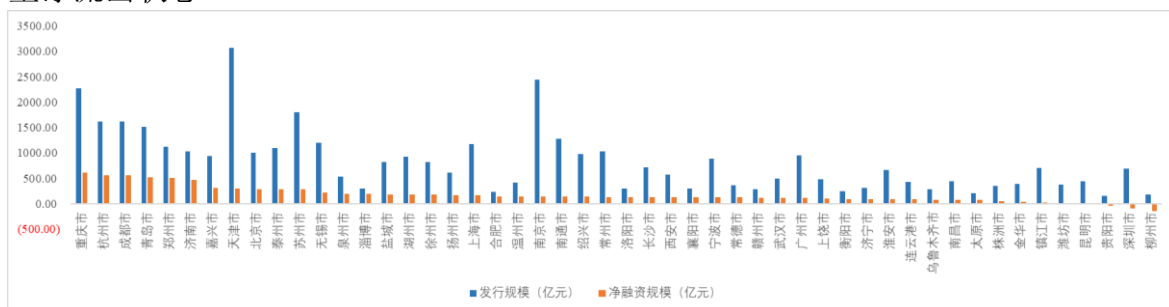
截至2023年11月底，城投债存续余额前50大城市（以下简称“50大城市”）存续城投债余额合计约占全市场70%左右。50大城市中江浙城市约占四成，山东、湖南城市紧随其后，其余主要包括4个直辖市和部分省会城市等。下半年以来，受益于一揽子化债政策，贵阳、天津、泰州、镇江、盐城、重庆、成都、衡阳、郑州、柳州、赣州城投债发行利差有不同程度下降。从交易利差来看，二级市场对政策敏感度更高，部分重点城市交易利差下行较快，8月天津城投债交易利差显著收窄，10月以来昆明交易利差下降较为明显。

表1 50大城市下半年以来城投债发行利差变动情况

城市	发行利差		环比变动	城市	发行利差		环比变动
	2023年1-6月	2023年7-11月			2023年1-6月	2023年7-11月	
天津市	475.24		-220.03	襄阳市			-37.88
连云港市			-112.04	常德市			-35.54
镇江市			-105.59	嘉兴市			-35.42
泰州市			-92.65	南京市			-34.71
淮安市			-87.38	无锡市			-32.32
盐城市	31		-85.60	昆明市	488.41	457.2	-31.20
郑州市			-82.29	济南市			-30.03
赣州市			-81.82	绍兴市			-29.21
湖州市			-64.95	宁波市			-28.61
徐州市			-62.44	泉州市			-28.28
株洲市	32		-62.03	淄博市			-27.63
衡阳市			-59.85	苏州市			-24.15
成都市			-59.04	潍坊市	429	407	-21.98
南通市			-58.68	济宁市	430	410	-19.84
上饶市			-55.77	乌鲁木齐市			-18.76
扬州市			-54.95	上海市			-14.42
重庆市			-53.41	太原市			-11.93
青岛市			-53.06	武汉市			-8.43
合肥市			-52.17	杭州市			-6.03
长沙市			-50.68	南昌市			-4.12
北京市			-48.51	广州市			-1.46
洛阳市			-46.69	金华市			-1.19
常州市			-45.91	深圳市			3.34
贵阳市	365	34	-41.33	柳州市	466.11	492.94	26.86
温州市			-40.63	西安市		31	74.77

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从发行及净融资来看，天津城投债期限较短，发行规模居于首位；重庆、成都、青岛、济南及江浙城市城投债发行规模排名靠前；山东、湖南一般地市及综合实力较弱的省会城市发行规模排名靠后。从净融资来看，柳州市积极化债成效明显，存续债券压降规模较大；贵阳、昆明、潍坊等受区域融资环境影响，城投债融资呈净偿还状态；因深圳市地铁集团有限公司 2023 年到期偿付债券规模较大，深圳城投债融资亦呈净流出状态。



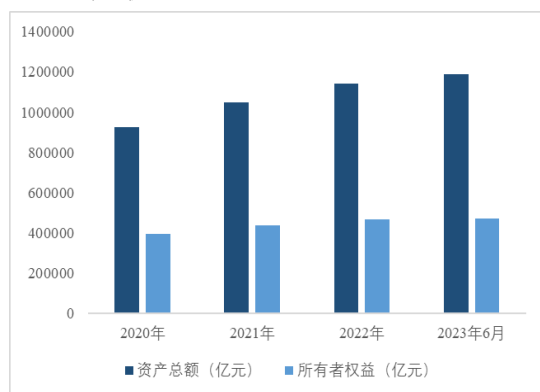
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 9 50 大城市城投债发行及净融资情况

二、城投企业财务指标变化

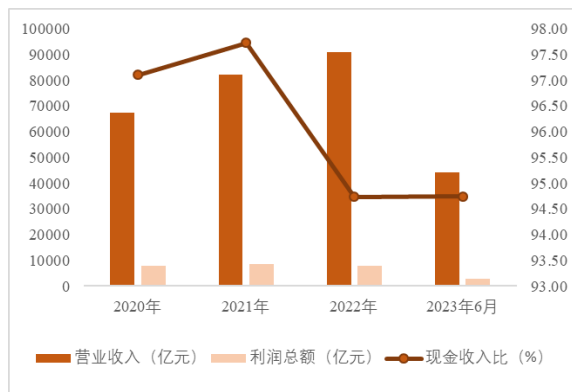
发债城投企业债务余额持续增长，债务负担持续加重，短期偿债压力仍较大；城投企业债务负担及短期偿债能力区域分化仍较明显。未来随着一揽子化债政策全面实施及政策效果逐步显现，城投企业短期偿债压力有望得到缓解，但不同地区政策落地执行情况仍有待观察。

近年来，内外部环境复杂多变，地方政府债务保持高压监管，城投企业面临化解债务和市场化转型的双重压力，自身流动性压力有所加大。以可获取数据的城投企业（已剔除子公司）作为分析样本，在地方政府持续注入资金、资产、股权等支持下，城投企业资产及净资产持续增长；但地方政府财政收支矛盾加大，尤其是土地市场低迷、土地出让金明显下滑，城投企业回款滞后、经营获现能力下降；债务余额增速虽有所放缓，但为满足新建项目投资及债务滚续需求，城投企业仍保持较大的融资力度，债务负担持续加重；随着发行审核趋严及部分融资环境较差区域压降债券融资规模，城投企业债务结构有所调整，债券融资占比呈小幅下降趋势。2023 年 6 月底短期债务占比有所下降，现金类资产对短期债务覆盖程度仍处于较低水平，城投企业整体流动性压力仍较大。



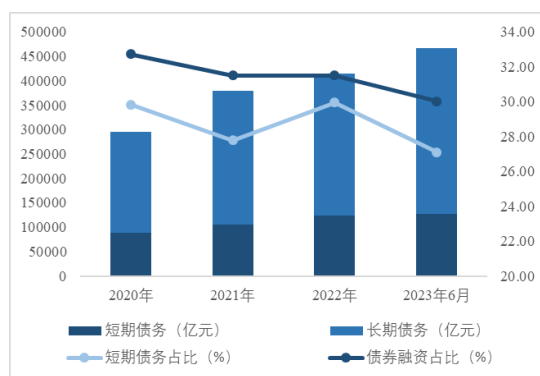
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 资产及净资产变化情况



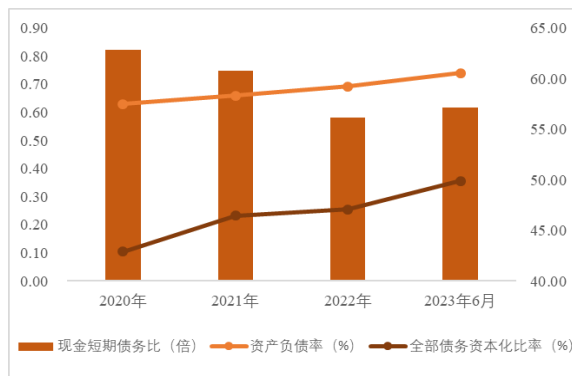
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 经营获现能力情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 12 债务变化情况

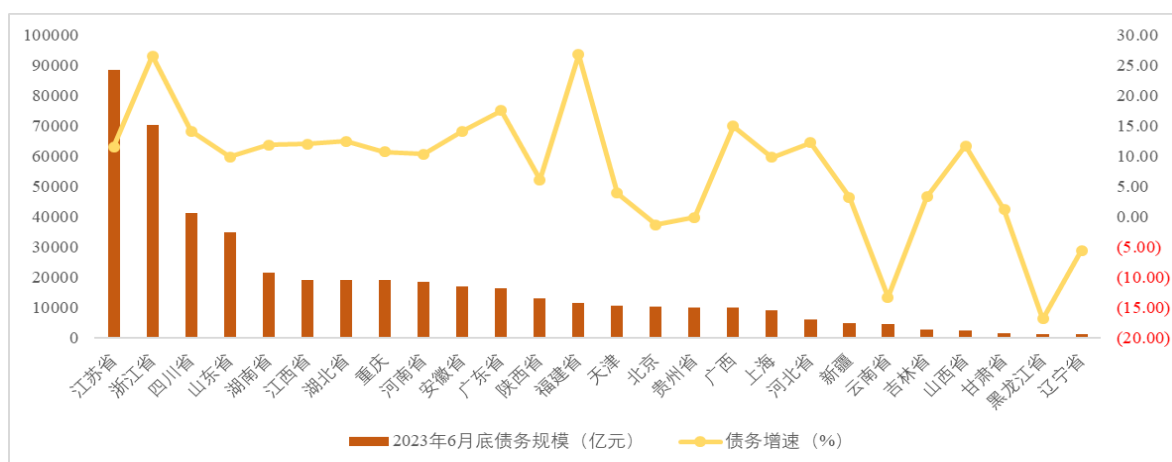


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 短期偿债能力变化

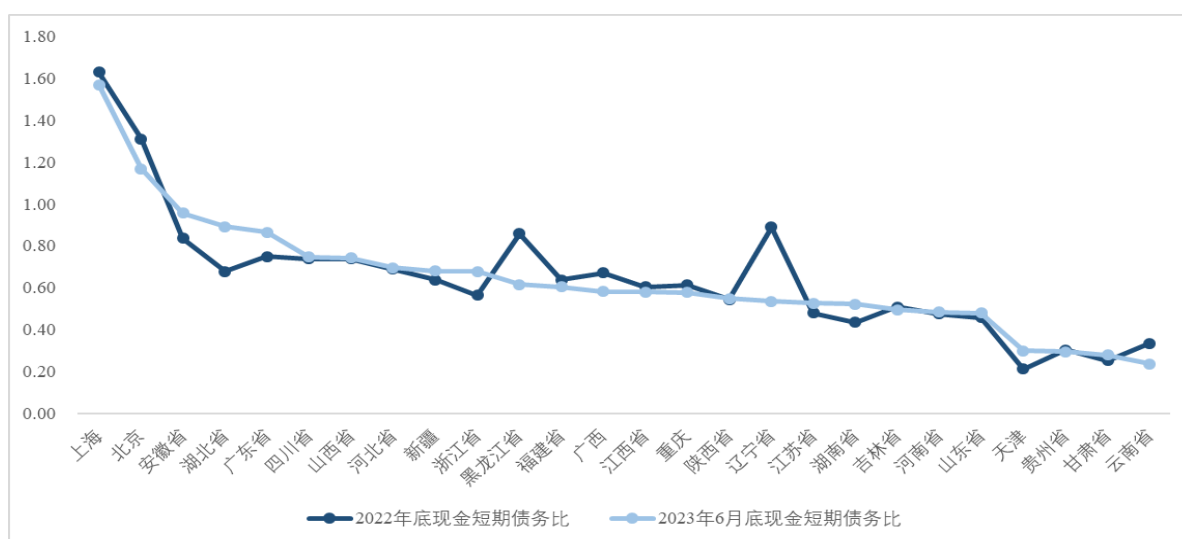
分区域来看，各地城投企业债务负担及短期偿债能力均明显分化。截至 2023 年 6 月底，江苏、浙江和四川发债城投企业有息债务规模位居前列，福建、浙江、广东、广西、安徽、四川等地城投企业债务增长较快。从债务期限结构看，大部分省份城投企业短期债务占比有所下降，但山东、山西、江苏、云南、天津、陕西等地短期债务占比均超过 30%，债务短期化特征仍较明显。主要地区中，北京、广西、云南城投企

业短期偿债能力较 2022 年底有所弱化；绝大部分地区城投企业现金类资产无法全面覆盖短期债务，河南、山东、天津、贵州、云南等地城投企业流动性压力凸显。未来随着一揽子化债政策全面深入实施，政策效果逐步显现，城投企业短期偿债压力有望得到缓解，但不同区域政策落地执行情况仍有待观察。



注：西藏、青海、宁夏、内蒙古及海南城投企业债务不足千亿，未在上图中显示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 2023 年 6 月底主要地区发债城投企业债务情况



注：西藏、青海、宁夏、内蒙古及海南城投企业短期债务规模较小，未在上图中显示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 主要地区城投企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）

三、展望

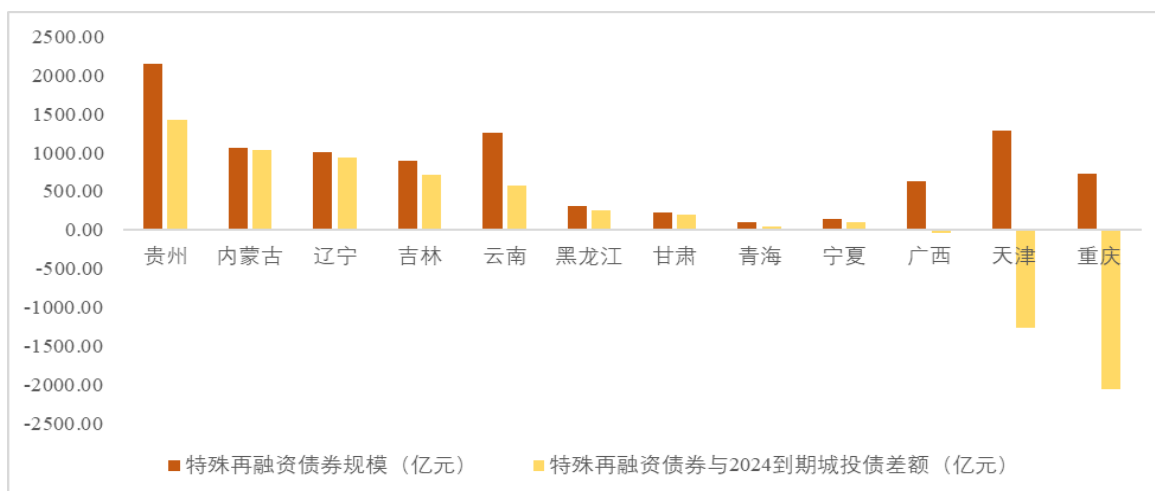
防范化解地方政府债务风险长效机制及债务管理机制进一步完善，延续“控增化存”思路，中央对地方政府债务监管再升级，债务无序增长问题或将得到实质性改善。2023 年以来，财政部多次会议提出强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方

政府融资平台治理，打破政府兜底预期，分类推进融资平台公司市场化转型，推动形成政府和企业界限清晰、责任明确、风险可控的良性机制，牢牢守住不发生系统性风险的底线。7月，中共中央政治局会议首次提出要有有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。8月，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合会议中要求，金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段。10月，第六次中央金融工作会议特别强调建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构；人大常委会明确中央财政增发1万亿国债用于地方灾后恢复重建等，减轻地方财政负担。11月，财政部通报八起地方政府隐性债务化解问责典型案例。整体看，“控增化存”思路的基础上，中央对地方政府债务监管再升级，相关举措将有助于从根本上防范和化解地方债务风险，未来将更加注重债务资金对地方高质量发展的使用效益，地方政府及城投企业债务无序增长问题或将得到实质性改善。

一揽子化债方案持续落地实施，地方政府及城投企业化债手段进一步丰富，短期内债务风险得以缓释，长期来看城投企业债务化解仍需依靠自身发展。地方政府债务严监管背景下，各地方政府资源禀赋及化债措施不尽相同，不同地区隐性债务化解进程分化明显。受宏观经济下行、留抵退税及土地市场低迷等因素综合影响，地方政府财政收支矛盾加大，部分地区政府债务与财力严重不匹配，本息滚续难度及债务化解压力日渐增大。地方政府债务的形成具有复杂性和特殊性，一揽子化债方案的制定和实施是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑，具体措施包括特殊再融资债券、金融支持地方政府化债、央行提供应急流动性贷款等，相关方案的出台有助于引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施，有助于缓释城投企业短期债务压力。长期来看，隐性债务显性化及债务置换等手段均不能实质化解债务，债务责任主体没有发生根本改变，地方政府及城投企业债务化解仍需依靠自身发展，政策导向促进城投企业市场化转型提速。

2024年城投债到期兑付压力持续加大，天津、云南、河南等地集中兑付情况突出。除天津、重庆外，重点省市特殊再融资债券对2024年到期城投债形成完全覆盖。部分地区城投债集中兑付压力较大，特殊再融资债券规模较小，城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段。截至2023年11月底，存续城投债余额超14万亿。假设含回售选择权的债券全额回售（下同），2024年城投债到期规模合计约5.45万亿，约占存续债券余额40%，集中偿付压力持续加大（2023年城投债到期规模约4.64万亿）。主要地区中，江苏、浙江、山东、河南和湖南城投债到期规模位列前五；天津、云南及河南集中兑付情况突出，江苏、山东、重庆等地偿付度集中略高于全国平均水平。从50大城市来看，重庆、天津、南京、青岛2024年到期及回售城

债集中兑付压力较大，而特殊再融资债券规模较小，城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 重点省市特殊再融资政府债券与 2024 年城投债到期规模差额（单位：亿元）

2024 年城投债整体兑付风险较低，非标债务重组、打折、逾期等难以避免。各地对公开市场债券“保兑付”意愿强烈，2024 年化债政策逐步落地，整体上城投债兑付较有保障。但城投企业债务规模庞大，2023 年以来，部分区域城投企业票据逾期、非标及银行借款逾期等情况持续发生；2024 年化债资源向公开市场债券倾斜，非标债务重组、打折、逾期等仍难以避免，同时还需关注城投企业利息支付压力。

化债提速背景下，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。长期以来，城投债融资区域分化明显。化债提速背景下，城投企业再融资收紧，各地城投企业融资环境、化债资源、转型进程等差异较大，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。部分重点省市获取化债支持相对有限，非重点省市中仍有部分区域债务负担重、城投债兑付集中度较高，区域内城投企业信用风险值得关注。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。