

# 化债力度加码，城投债持续净偿还 ——2024 年三季度城投债市场分析与展望

联合资信 公用评级四部 | 张婷婷 | 刘成 | 张昶

## 摘要

- 2024 年三季度，一揽子化债方案持续调整和完善，化债手段的丰富一定程度上缓释了弱区域城投企业的偿债风险；化债力度加码的同时，监管和处罚力度加强，对城投企业严监管趋势保持不变。
- 城投债发行规模同比较明显下降，净融资缺口扩大；发行期限明显拉长，发行利差大幅下行；行政层级较低、弱资质主体融资规模继续压降。重点省份持续表现为净偿还或紧平衡，大部分非重点省份亦由净流入转为净偿还。
- 2024 年以来，城投企业融资成本明显下降，债务期限结构有所改善、债务增速进一步放缓，但整体债务负担仍然较重，现金流缺口加大，流动性承压，信用风险仍在持续释放，需关注债务负担较重、负面舆情频发地区的偿付情况。
- 政策刺激下，未来城投企业债务化解和转型发展速度或将进一步加快。城投债净偿还的局面短期内或将持续，需关注化债及转型过程中城投企业风险演化及政府支持弱化的风险。



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



## 一、政策环境

2024 年三季度，一揽子化债方案持续调整和完善，化债手段的丰富一定程度上缓释了弱区域城投企业的偿债风险。化债力度加码的同时，监管和处罚力度加强，对城投企业严监管趋势不变。

2024 年 7 月末召开的中央政治局会议提出“完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险”以来，一揽子化债方案在延长化债期限、扩大化债范围至非持牌金融机构债务、可境内发债置换境外债、明确退平台要求等方面继续出台了多项细化政策，化债措施持续调整和完善。在相关指导政策下，三季度，广西柳州市东城投资开发集团有限公司借助专项支持银团类贷款进行非标本金 8.5 折置换，贵州六盘水市民生产业投资集团有限责任公司拟发行境内公司债券专项用于置换存续境外高成本的美元债等，化债手段的丰富一定程度上缓释了弱区域城投企业的偿债风险。

10 月 12 日，财政部在发布会进一步提出“除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，并特别强调是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，具体额度尚待全国人大常委会过审。大规模隐债置换可优化城投企业的债务期限结构，有效缓解弱区域及弱资质城投的流动性压力，同时为具备产业优势的区域释放出促发展的空间。

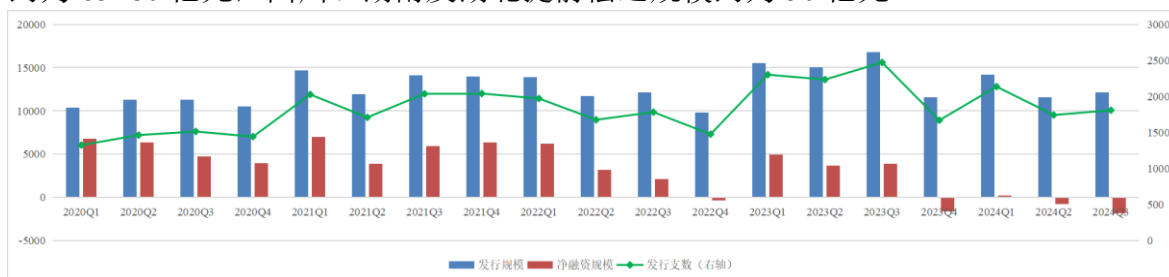
同时，地方政府债务监管并未放松。9 月 19 日，财政部公布了《关于八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，对 2023 年财会监督专项行动查处的 8 起隐性债务问责典型案例进行通报，重申中央政府对新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为零容忍的态度。此外，交易商协会于 6 月以来陆续发布了三期《典型违规情形专项提示》，涉及发行人、律师事务所等违规情形；三季度财政部确定 40 家会计师事务所和 15 家资产评估机构执业质量检查名单，并对部分中介机构下达了行政处罚决定书，涉及多家城投企业的财务报表存在重大错报、审计工作底稿存在虚假记载、审计调整依据不充分等违规问题，监管和处罚力度不断加大，进一步表明对城投企业持续严监管的高压态势。

## 二、三季度城投债市场回顾

三季度，城投债发行规模同比较明显下降、环比小幅改善，净融资缺口扩大。发行期限明显拉长，超长期城投债频现，发行利差大幅下行，城投债发行期限结构和成

本改善明显。行政层级较低、弱资质主体融资规模继续压降，城投债发行持续向高等级城投主体集中。35 号文实施以来，各省城投债发行均受到较大影响，重点省份持续表现为净偿还或紧平衡，大部分非重点省份亦由净流入转为净偿还。

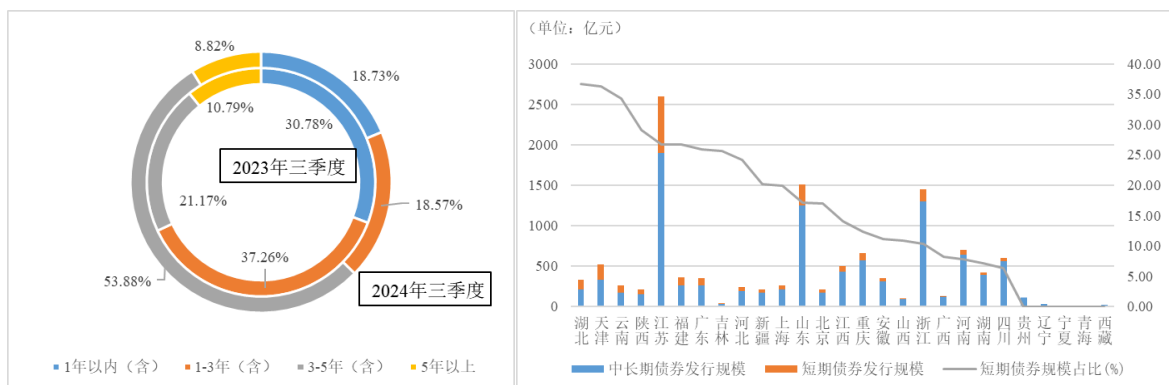
2024 年三季度，城投债发行规模为 1.22 万亿元，发行规模同比及环比分别变动 -27.48%和 5.20%，同比下降较大，环比有所改善；净融资方面，三季度城投债净融资额由二季度的-789.39 亿元下降至-1869.47 亿元，净融资缺口进一步扩大。2023 年四季度特殊再融资债券发行重启以来，城投债提前偿还规模持续较大，2024 年三季度城投债提前偿还规模约 700 亿元，其中江西、山东、江苏及浙江提前偿还规模较大，约为 65~80 亿元，四川、湖南及湖北提前偿还规模约为 50 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2020 年以来城投债分季度发行和净融资情况

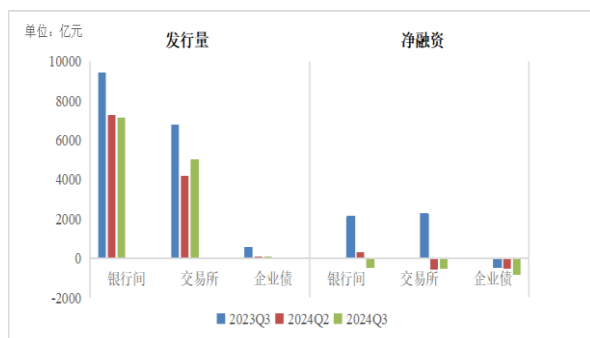
发行期限方面，1 年期以下债券发行规模占比为 18.73%，同比下降 12.05 个百分点；3 年期以上债券发行规模占比 63.44%，同比上升 31.47 个百分点，城投债发行期限明显拉长。其中，湖北、天津、云南和陕西发行短期城投债占比相对较大，均高于 30%。同时，三季度发行 10 年及以上期限的城投债 79 只、发行规模占比 6.79%，超长期城投债发行只数及规模同比环比均明显增加，募集资金主要用于偿还存量债务。超长期城投债集中于 AAA 级主体，发行规模占比超过 86%，发行主体以广东、山东、四川、江苏和重庆的省级、地市级城投企业为主。



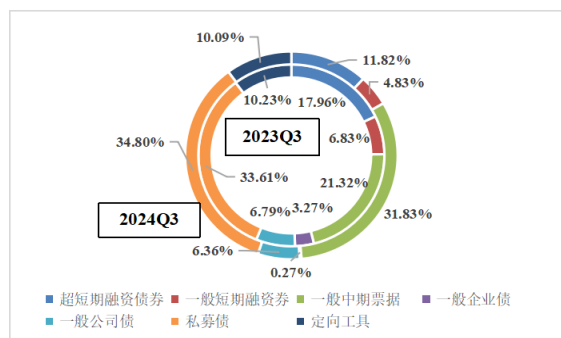
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图2 三季度城投债发行期限情况**
**图3 三季度各省城投债发行期限情况**

发行品种方面，三季度，银行间产品发行规模同比及环比均有所下降，同比下降约 25%，主要为短期融资债券和定向工具发行规模的下降；交易所产品（含企业债）同比下降约 31%，主要系企业债发行规模收缩明显所致。净融资方面，银行间产品和交易所产品净融资额同比均明显下降，且均表现为净偿还，银行间产品由二季度的净融入变为净偿还，交易所产品环比持续净偿还。



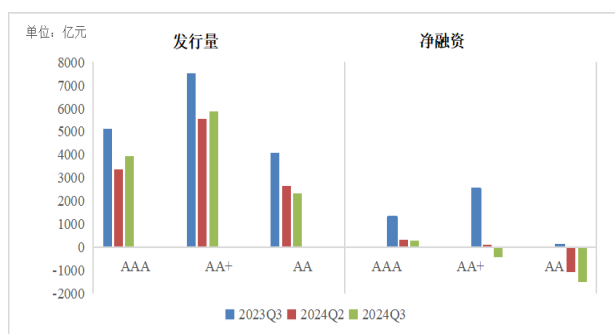
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图4 不同市场城投债发行量及净融资情况**


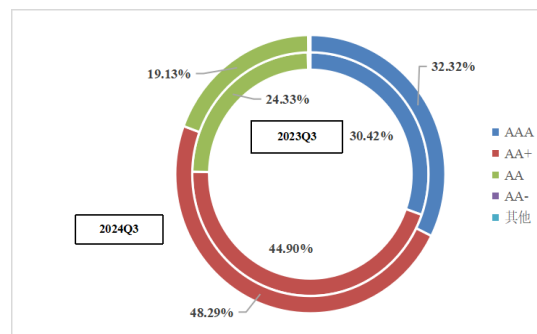
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图5 城投债发行品种分布变化情况**

从主体信用等级来看，三季度，各级别主体发行规模和净融资额同比均有所下降，AA 级主体降幅最大；环比来看，AAA 级、AA<sup>+</sup>级主体发行规模环比有所增长，受当期偿还规模较大影响，净融资额环比有所下降，而 AA 级主体城投债发行规模环比持续下降，且净偿还规模进一步扩大，弱资质的城投企业面临较大的再融资压力。AAA 级、AA<sup>+</sup>级主体发行规模占比合计约为 80%，占比较上年同期上升 5.29 个百分点，城投债发行进一步向高等级主体集中。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图6 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况**


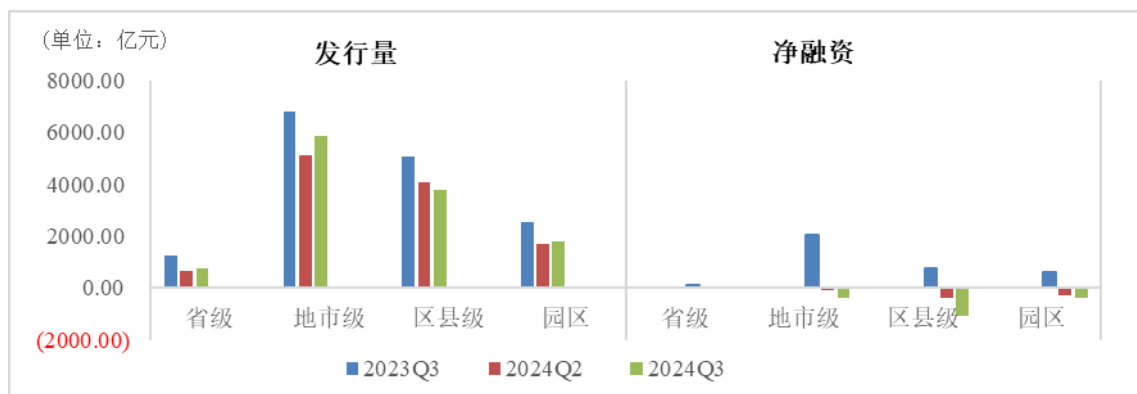
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图7 城投债发行主体分布变化情况**

从行政层级看，三季度，各行政级别的城投主体发行规模同比均有所下滑，且均呈现净偿还态势；省级、地市级及园区主体城投债发行情况环比有所改善，但区县级



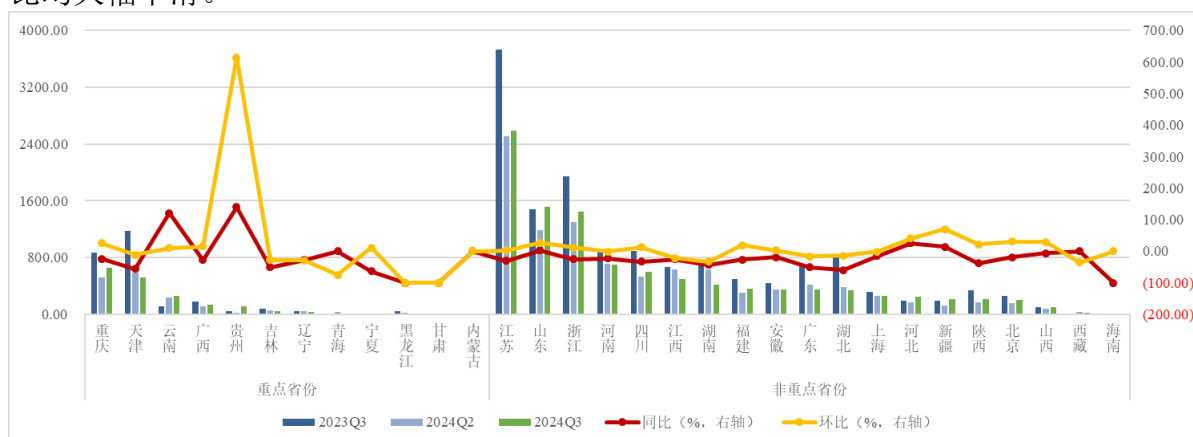
主体城投债发行规模环比亦有所下降，净偿还规模超过 1000 亿元，区县级城投企业融资压力持续加大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

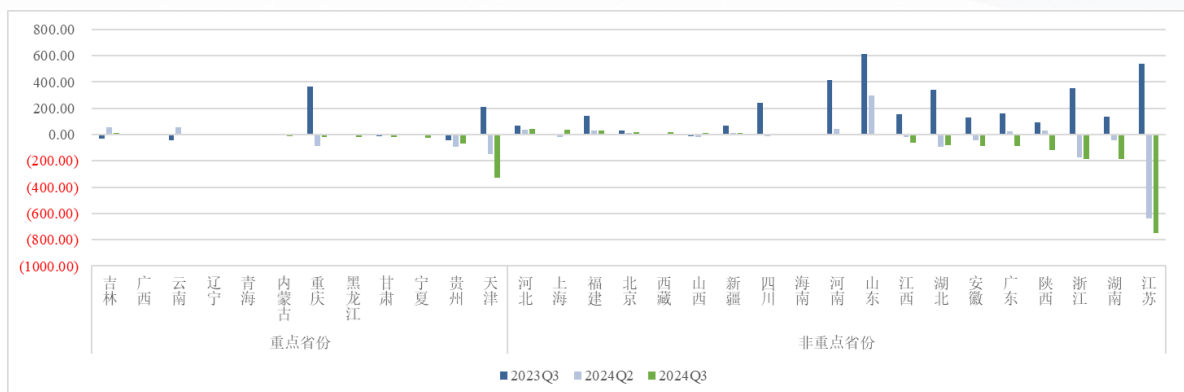
分区域来看，35 号文实施以来，“区域+主体”双维度名单制管理模式，重点省份和非重点省份城投债发行情况均受到较大影响。具体来看，三季度，大部分非重点省份发行规模同比有不同程度的下降，其中江苏、四川、湖南、陕西、广东和湖北等地区城投债发行规模缩量较明显，降幅均超过 30%；净融资方面，除上海外，其他非重点省份净融资额同比均有所下降，且大部分省份由上年同期的净流入转为净偿还，江苏、山东和浙江净融资额同比下滑明显。重点省份中，除重庆和天津城投债发行规模较大外，其他重点省份城投债发行规模均较小，且持续表现为净偿还或紧平衡。其中，天津由于较大规模特殊再融资债券置换存量债务，城投债发行规模和净融资额同比均大幅下滑。



注：黑龙江、甘肃和内蒙古 2024 年三季度未发行城投债；内蒙古 2023 年三季度及 2024 年二季度均未发行城投债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

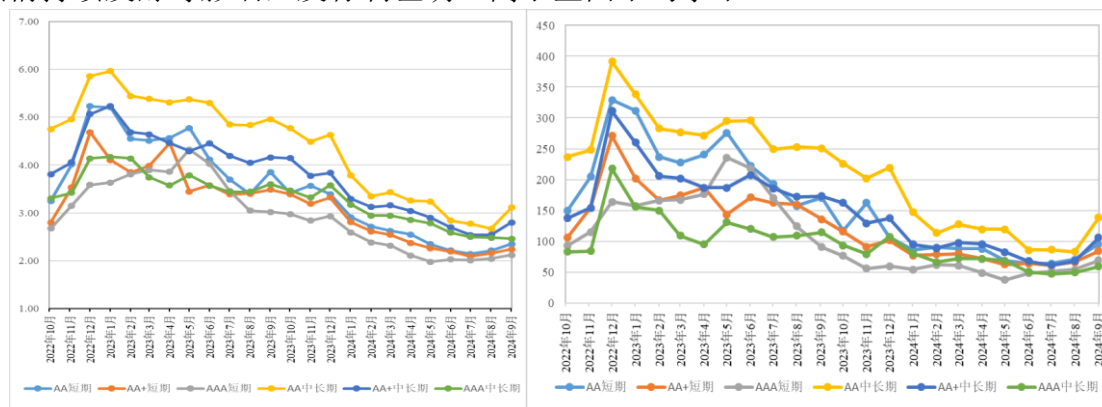
图 9 三季度各地区城投债发行规模及变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图 10 三季度各地区城投债净融资规模及变化情况**

发行成本方面，2024 年以来，在一揽子化债政策及结构性资产荒背景下，城投债投资热情较高，7~8 月，城投债平均发行利率和平均发行利差中枢延续下行走势，9 月下旬受股债跷跷板效应影响，除 AAA 中长期以外，其他各级别各期限城投债发行利率和发行利差均出现较明显上扬。分地区来看，重点省份和非重点省份平均发行利率和利差同比均明显下降，重点省份发行利差降幅均高于全国平均水平，其中天津、甘肃发行利差同比降幅均超过 300BP，但贵州、黑龙江、云南等地区的发行利差仍居高位，再融资环境仍待改善；非重点省份中，山东、陕西、河南等地区受区域内非标舆情持续发酵等影响，发行利差明显高于全国平均水平。



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**图 11 发行利率走势（单位：%）**

**图 12 发行利差走势（单位：BP）**

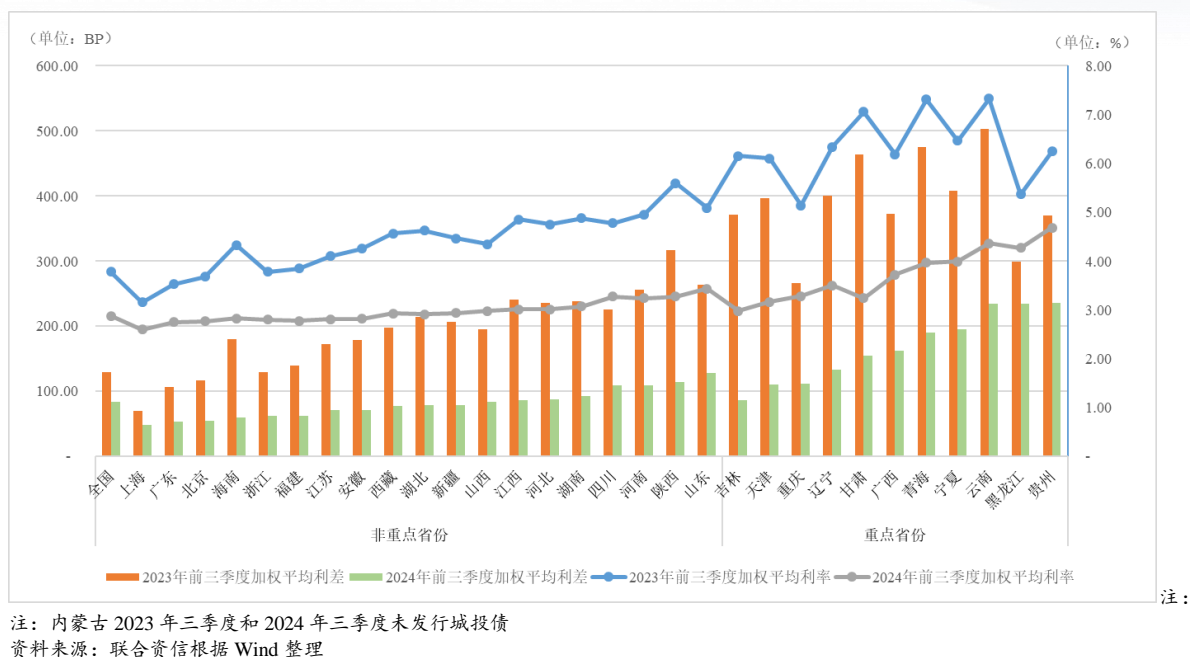


图 13 各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

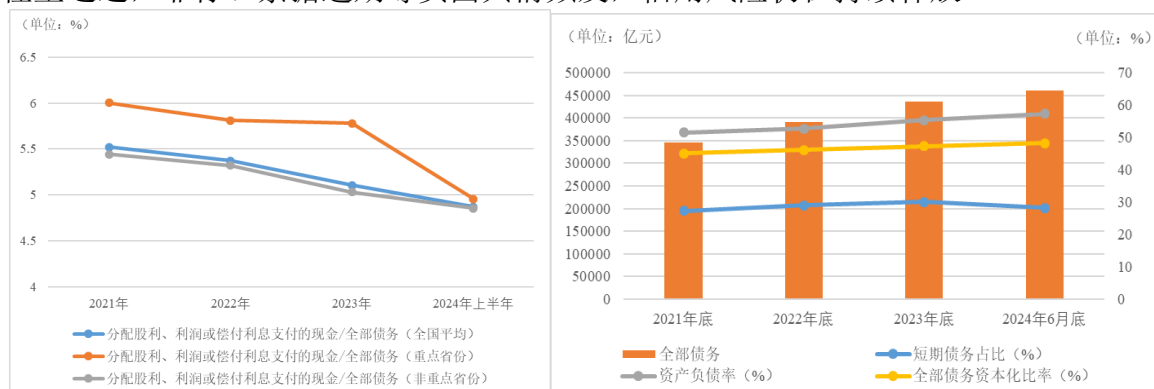
级别调整方面，三季度，主体评级上调的城投企业有 8 家，未发生主体级别下调情况；评级展望由稳定调整为负面的城投企业 1 家，位于贵州，另陕西和山东各有 1 家城投企业被列入评级观察名单，下调或被列入评级观察名单的原因主要包括短期偿债压力大、存在多笔不良征信或债务逾期记录、或有负债风险大、再融资压力大等。

### 三、展望

2024 年以来以“控增化存”为主线持续推进“一揽子化债”，多措并举下，城投企业存量债务风险一定程度上得以缓释，城投企业融资成本明显下降，债务期限结构有所改善、债务增速进一步放缓，但整体债务负担仍然较重，现金流缺口加大，流动性承压，信用风险仍在持续释放。一揽子化债方案实施以来，截至 2024 年 9 月底，各省累计发行用于置换存量隐性债务的特殊再融资债券和特殊新增专项债券规模分别约 1.50 万亿元和 1.13 万亿元，加之金融机构债务展期及重组、“统借统还”、央行应急流动性贷款（SPV）、银团贷款及政策性银行专项贷款置换非标本金等政策利好下，城投企业存量债务风险一定程度上得以缓释。具体来看，以下选取 2021-2023 年及 2024 年半年报均能获取到财务数据的 1694 家城投企业为样本<sup>1</sup>，2024 年以来，城投企业融资成本、发债成本整体明显下降，重点省份降幅尤为明显，但从债券发行成

<sup>1</sup> 全部债务为样本城投企业有息债务相加之和，因数据原因获取城投样本量有限、且部分长期应付款等科目的有息债务未调整至全部债务中，因此本文样本企业全部债务规模少于实际城投企业全部债务规模；其他各指标均选取中位数来评估样本平均水平

本来看重点省份债券融资成本仍偏高；城投企业债务结构有所改善，带动现金类资产对短期债务的覆盖程度有所回升，但重点省份现金类资产及其对短期债务的覆盖倍数均持续下降，短期偿付压力仍然较大；目前城投企业化债主要以时间换空间，并非实质偿还，城投企业有息债务增速虽有所放缓，但整体仍保持增长，资产负债率、全部债务资本化比率继续抬升，城投企业依然面临较重的债务负担。融资政策趋严背景下，城投企业筹资活动现金净流入规模被动收缩，难以满足经营活动和投资活动的资金需求，现金流缺口加大，城投企业流动性持续承压。整体看，城投企业基本面改善仍然任重道远，非标、票据逾期等负面舆情频发，信用风险仍在持续释放。

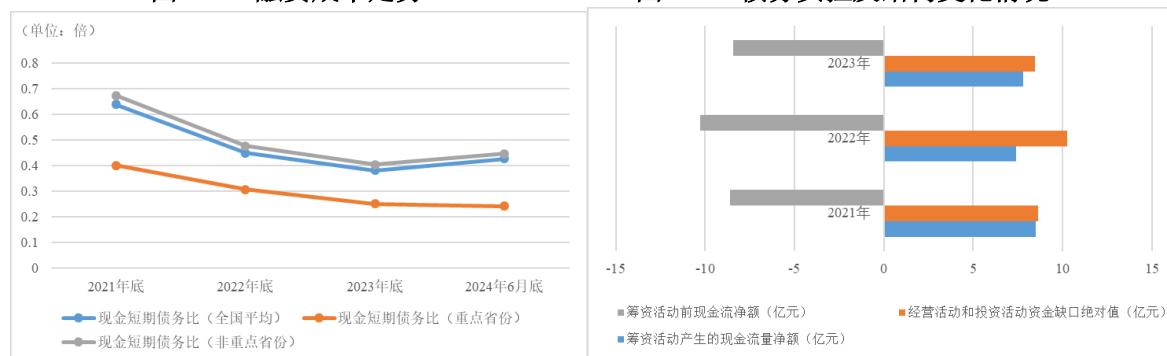


注：以分配股利、利润或偿付利息支付的现金/全部债务（%）近似估算城投企业的融资成本；2024 年上半年以分配股利、利润或偿付利息支付的现金\*2/全部债务（%）近似估算城投企业当年的融资成本

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14 融资成本走势

图 15 债务负担及结构变化情况



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

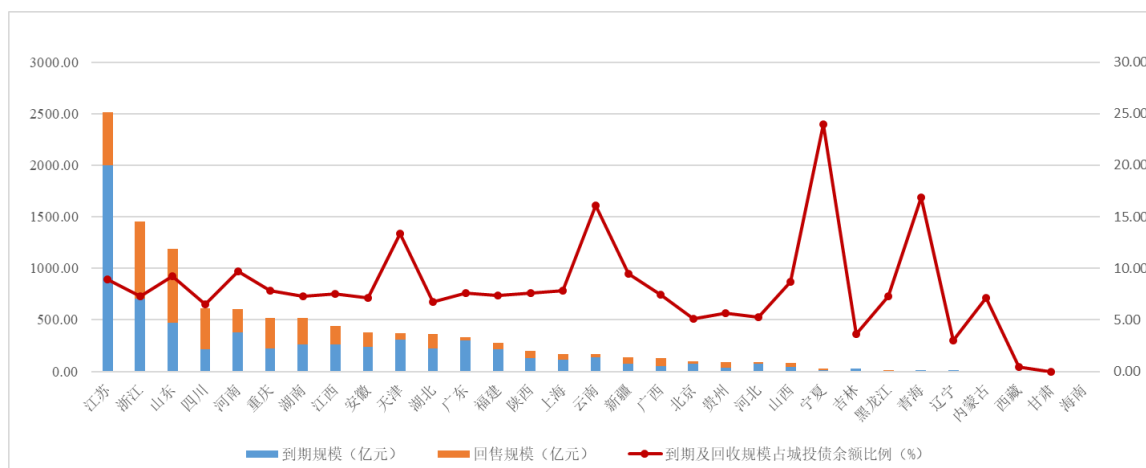
图 16 现金短期债务比变化情况

图 17 现金流表现情况

2024 年四季度城投债到期兑付压力仍较大，需关注债务负担较重、负面舆情频发地区的偿付情况。截至 2024 年三季度末，存续城投债余额 13.46 万亿元。假设含权债券在下一行权期全部选择行权，四季度到期城投债规模达 1.08 万亿元，三季度城投债持续表现为净偿还，且考虑到城投企业债务总量仍较大、付息压力依然严峻，四季度城投债兑付压力不减。分区域来看，四季度，江苏、浙江、山东、四川和河南



城投债到期及回售规模位列前五，合计占四季度城投债到期及回售总额的比重过半。其中，山东、河南部分地区非标或商票逾期等负面舆情较多，需重点关注部分区域的债务到期兑付压力情况；四川四季度行权回售规模较大，近一半集中在成都市，兑付压力有待关注。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 四季度城投债到期区域分布情况

化债和转型是当前城投企业面临的两大重要命题，城投企业需统筹好二者间的平衡。政策刺激下，未来城投企业债务化解和转型发展速度或将进一步加快。在防风险与稳增长的总基调下，化债和转型是当前城投企业面临的两大重要命题，政策在鼓励差异化化债的同时，更加强调化债与转型发展的统筹平衡。严监管下城投企业融资渠道受到较大限制，投资规模较明显收缩，转型发展难度增加，城投企业有待探索股权、项目收益权等多元化投资模式，如打造优势板块上市、引进产业投资基金、发行资产支持证券、REITS 以及申请地方政府专项债券等投融资方式来获取自身转型发展所需的资金。城投企业转型是个长期过程，不是形式上的资源加总，而要真正实现造血能力提升，过程中不可避免地面临着政企关系梳理、存量债务化解、新业务选择等诸多难题。城投转型需要根据区域资源禀赋和现有业务优势确定出适合自身的转型方向，抓住国家战略或区域发展政策中出现的机遇，如充分利用产业转型升级、碳中和相关的绿色节能环保产业化发展趋势、区域数据资产整合、新基建等方面的机遇培育优势业务板块，推动自身转型发展。9 月份以来央行、财政部等国家部委陆续出台了宽货币政策和积极的财政政策，旨在加大力度支持地方债务风险化解以及腾挪出更多资源支持地方经济发展，叠加一揽子化债政策的持续作用，预计未来城投企业债务化解和转型发展速度或将进一步加快。

城投债净偿还的局面短期内或难以扭转，需关注化债及转型过程中城投企业风

**险演化及政府支持弱化的风险。**三季度网传的“134 号文”和“150 号文”要求隐性债务化解和城投企业“退平台”均需于 2027 年 6 月底之前完成，随着截止日期的逐步临近以及一揽子化债政策的持续推进，未来 3 年将有更多城投企业实现隐债清零，达到“退平台”条件，但即使退出名单也不意味着能新增发债额度，债券发行融资审批仍保持较严格态势。四季度随着化债措施持续出台，以特殊再融资债券置换部分存量隐性债务的化债方式或将继续进行，城投债供给端下降加之偿还规模不减，城投债净偿还的局面短期内或难以扭转。随着化债进程逐步进入攻坚阶段，需关注化债压力对地方财政和金融体系的影响以及城投企业偿债风险的演化。此外，目前政府性基金收入持续下滑，地方财政收支承压，需关注城投企业“退平台”后及转型过程中职能定位转变带来的政府支持弱化的风险。

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenjialin@lhratings.com](mailto: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。