

区域利差和级别利差收窄，化债效果显现 ——2024 上半年城投债市场回顾与展望

联合资信 公用评级部 | 刘亚利 | 刘婧 | 王震雷

- 上半年，“一揽子化债方案”实施逐步深入，补充政策陆续出台，化债手段趋于丰富。同时，城投企业融资政策延续，新增融资难度仍较大。
- 城投债发行规模同比明显下降，净融资转负；弱资质主体及非重点省份受化债政策影响更大，净融资压降显著；发行利率和发行利差中枢延续下行态势，部分重点省份发行利率和利差降幅显著；发行期限整体拉长，天津、吉林、云南发行期限结构明显改善。
- 城投企业债务增速持续放缓，现金类资产及短期偿债能力指标降幅收窄，2024 年一季度末样本企业现金短期债务比有所回升；得益于化债政策倾斜，重点省份城投企业在债务规模增速控制、债务期限结构优化、杠杆比率降低、短期债务风险缓释方面的表现整体优于非重点省份。
- 重点省份政府项目投资受限，城投企业为政府投资项目重要实施主体，其业务持续性 & 地位重要性变化有待关注。
- 化债与转型双重压力下，城投企业仍面临较大的利息支付压力，债务规模大及借新还旧未覆盖债务占比高的城投企业偿债压力有待关注。



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



一、政策环境

上半年，“一揽子化债方案”实施逐步深入，补充政策陆续出台，化债手段趋于丰富。同时，城投企业融资政策延续，新增融资难度仍较大。

“一揽子化债方案”实施至今已近一年，在控增化存、优化央地债务结构、建立防范化解地方政府债务风险长效机制的顶层设计下，“47号文”和“14号文”等补充政策陆续发布，严控政府项目投资，同时拓展化债的重点区域范围，“一揽子化债方案”得以进一步细化和补充。具体化债措施方面，特殊再融资债券延续发行，金融机构支持化债持续推进，“统借统还”、“央行SPV”和省级应急周转基金等化债新手段陆续落地。区域方面，监管政策仍强调差异化管理，经济大省要“真正挑起大梁”，化债重点省份要“边化债边发展”，地市和区县层面仍采取“一地一策、一企一策、一债一策”的精准式化债策略。二十届三中全会再次强调落实好防范化解地方政府债务风险的各项举措，预计下半年各项化债政策将持续发力。

具体来看，贵州、天津、河南上半年续发特殊再融资债券；重庆、宁夏银川、广西柳州、山东潍坊、湖南、江西等地贷款置换非标陆续落地，金融机构支持化债力度较上年明显加大；贵州安顺相关城投企业实现公司债券“统借统还”；广西柳州落地首笔央行SPV资金，主要用于化解高息非标债务；甘肃、重庆、吉林、陕西等地设立省级应急周转基金，缓释短期债务风险。此外，各地因地制宜持续落实“1+N”化债方案，通过盘活资产、优化财政支出结构、严控政府项目投资、债务统管、加快城投企业整合转型等措施积极化债，如重庆推进“三攻坚一盘活”，四川强化国企经营性收益统筹，云南深入落实“过紧日子二十条”，山东强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”等。

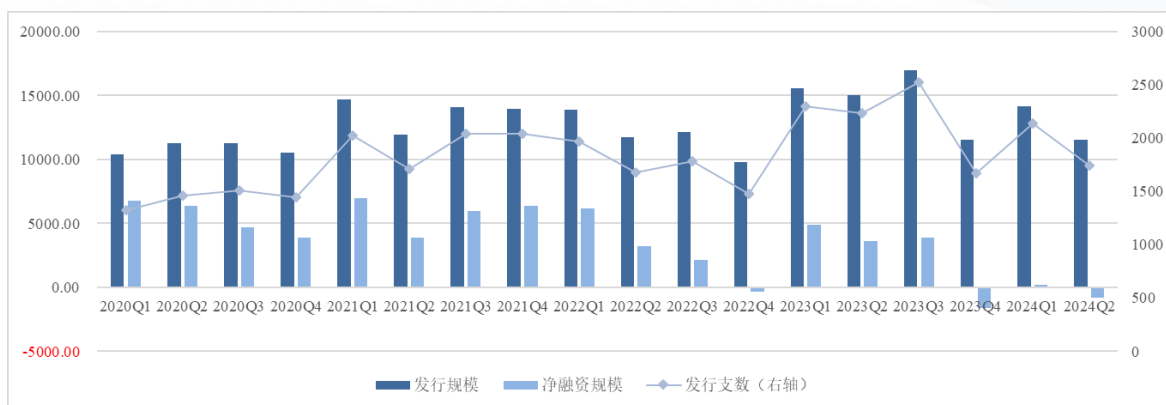
随着“一揽子化债方案”实施的逐步深入，城投企业债务展期降息有序推进，短期债务风险有所缓释；同时，城投企业融资政策延续，新增融资难度仍较大。

二、城投债市场回顾

（一）发行概况

一揽子化债持续实施，城投债新增难度仍较大；上半年，发行规模同比明显下降，净融资转负。

一揽子化债背景下，虽有部分优质城投企业实现城投债新增，但整体新增难度仍较大。上半年，城投债发行规模同比下降15.78%至25745.51亿元，净融资-576.99亿元。经过一季度城投债发行规模及净融资规模环比提升后，二季度城投债发行规模环比下降18.51%至11559.68亿元，净融资-789.39亿元。

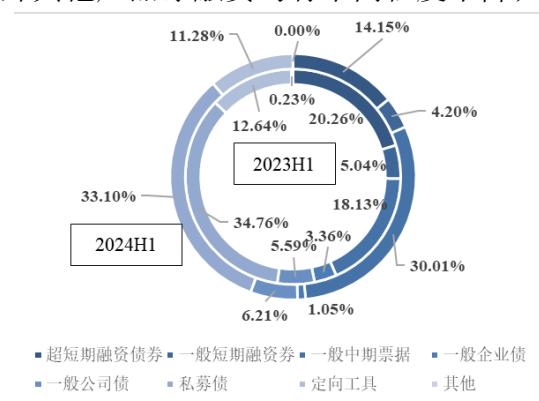


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 2020年以来城投债分季度发行和净融资情况（单位：亿元、支）

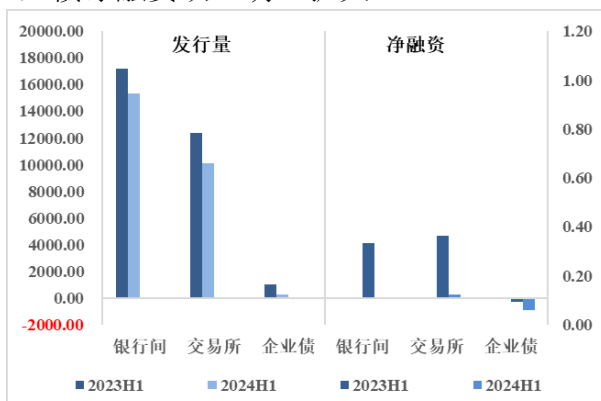
城投债供给缩量，但不同市场城投债发行审核要求有所差异，交易所产品发行规模下降幅度更大，私募公司债转为净偿还；企业债净融资缺口扩大。

发行方面，交易所产品发行规模同比下降 18.27%，其中私募公司债同比下降 19.80%；银行间产品发行规模同比下降 10.51%，城投企业发行中期票据置换到期短期产品，带动中期票据同比增长 39.41%外，超短期融资券、短期融资券和定向融资工具分别同比下降 41.17%、29.80%和 24.83%；受企业债发审机构调整及新增受限影响，企业债发行规模同比下降 73.72%。净融资方面，不同市场城投债净融资均大幅下降，交易所私募公司债转为净偿还；银行间市场除中期票据净融资同比增长 63.96%外其他产品净融资均有不同程度下降；企业债净融资缺口明显扩大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 上半年城投债发行品种分布情况



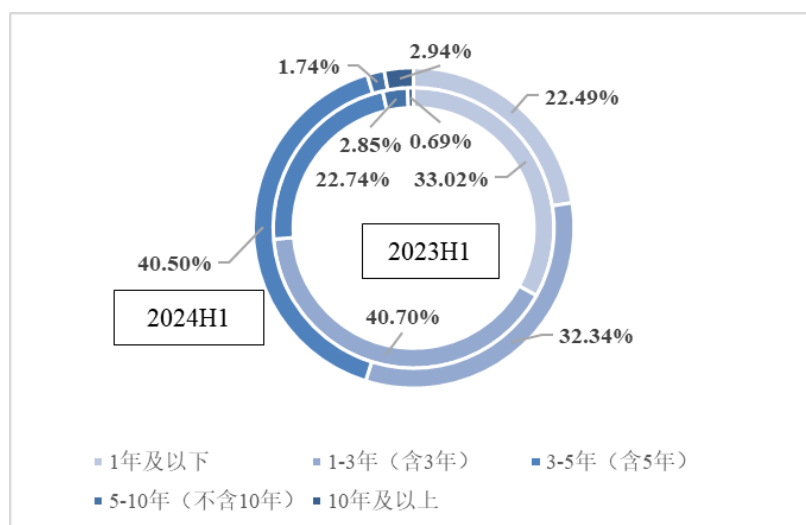
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图3 上半年不同市场城投债发行量及净融资情况（单位：亿元）

发行期限整体拉长，天津、吉林、云南发行期限结构明显改善，广东、北京、福建、江西、四川、江苏等地超长期债券发行规模较大。

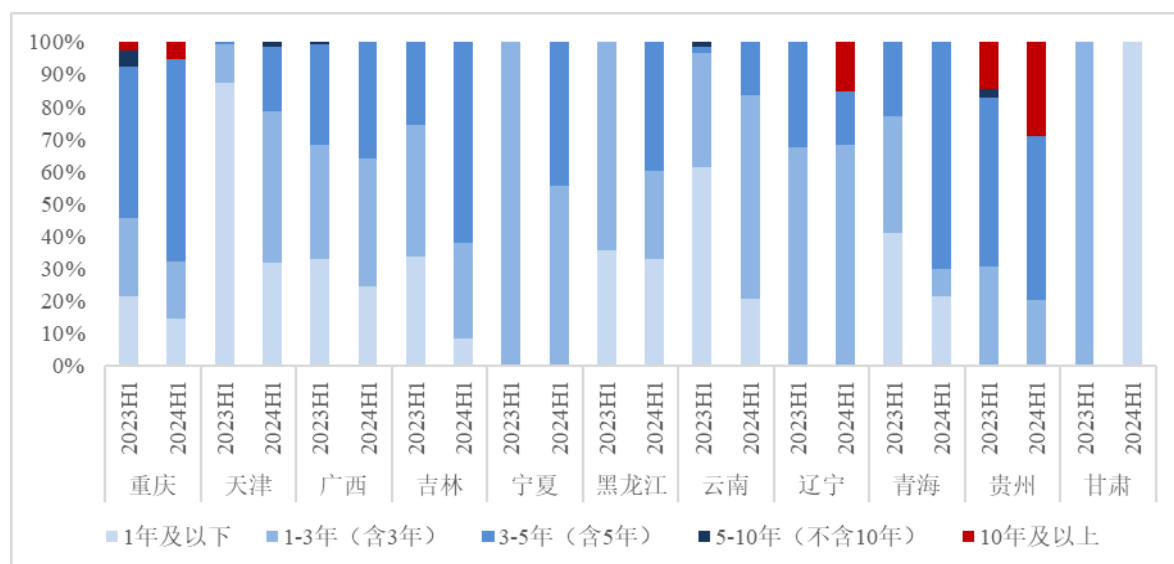
债券发行期限方面，在城投债发行供给端收紧及资产荒的背景下，城投债发行期限整体拉长，屡现超长期债券发行。上半年，发行期限在 3 年以上的城投债占比明显

提升。重点省份城投债发行期限仍以3年及以下为主，其中重庆市、辽宁省和贵州省实现超长期（10年及以上）城投债发行，天津、吉林、云南城投债发行期限结构明显改善。非重点省份中超长期城投债发行主要分布在广东、北京、江苏、福建、江西、四川等省份，发行主体行政层级以省级及地市级为主，债项级别以AAA为主，发行品种主要为中期票据、公司债等公募产品。



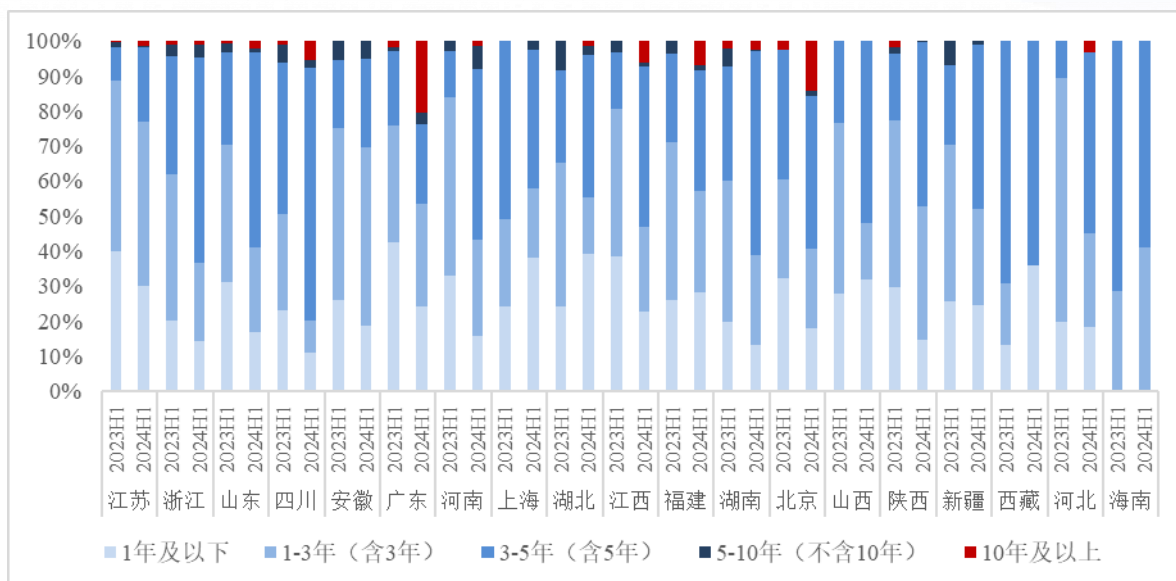
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 上半年城投债发行期限分布情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 重点省份上半年城投债发行期限分布情况

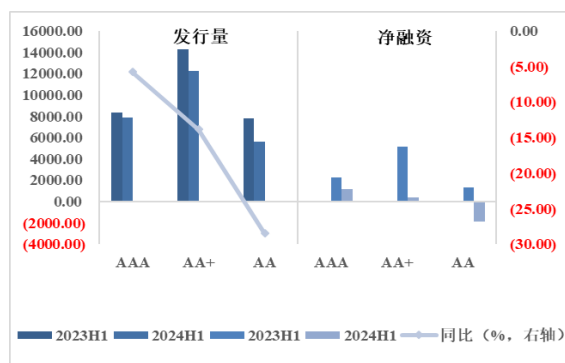


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图6 非重点省份上半年城投债发行期限分布情况

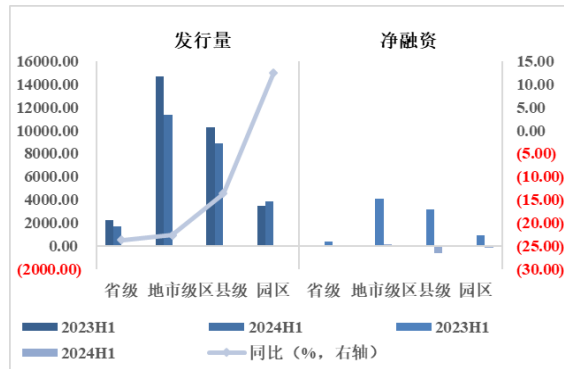
弱资质主体受监管政策影响较大，AA级及区县级城投企业债券融资呈净偿还状态。

上半年，AA⁺级及以上主体城投债发行规模占比将近80%，净融资规模同比大幅下降；AA级主体城投债发行规模同比下降28.50%，净融资由正转负。从行政层级看，上半年，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，在发债城投企业中占比分别为30.53%和50.01%；地市级和区县级主体城投债发行规模合计占78.45%，发行规模同比小幅下降；除园区主体城投债发行规模同比有所增长外，其他行政层级的主体城投债发行规模均同比有所下降。净融资方面，省级和地市级主体城投债净融资规模明显下降，区县和园区主体城投债净融资转负，区县级城投债净偿还规模较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图7 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况（单位：亿元）

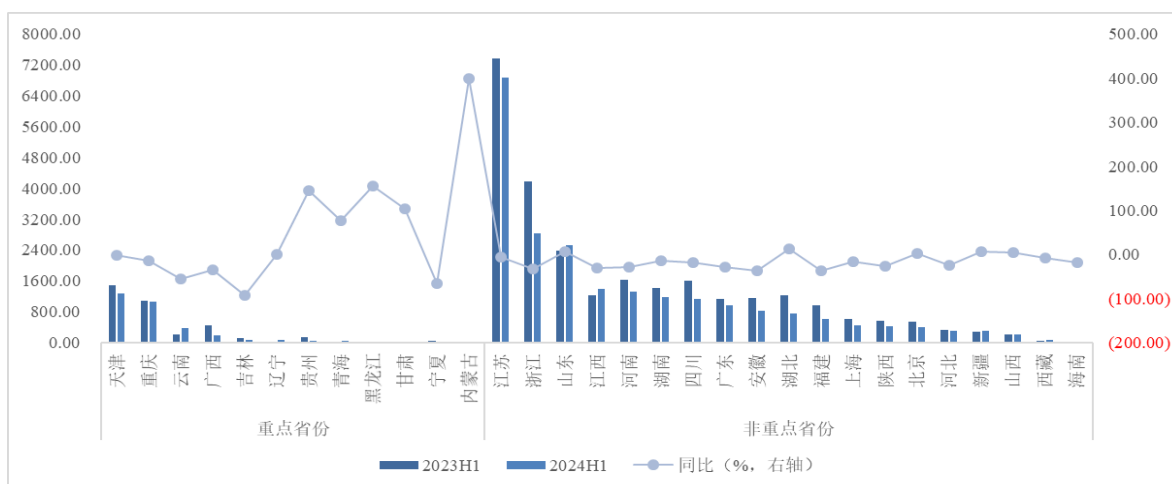


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图8 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况（单位：亿元）

城投债发行区域集中度持续提高，受监管政策区域差异化影响，非重点省份城投债净融资压降明显，城投债净偿还区域数量增加。

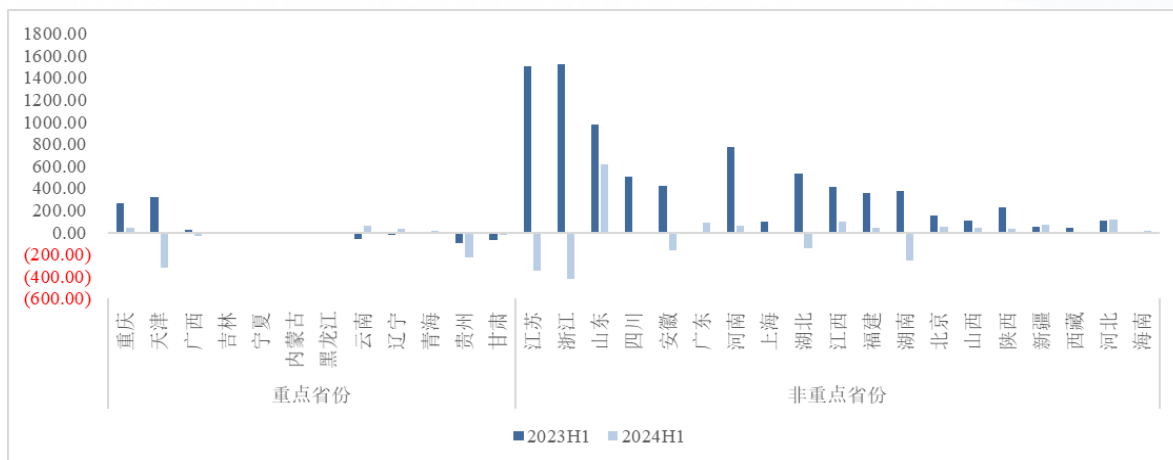
上半年，非重点省份和重点省份城投债发行规模分别同比下降 16.23%和 12.42%。非重点省份中，江苏、浙江和山东城投债发行规模合计占比将近 55%（较上年同期提高约 2.4 个百分点），区域集中度进一步提高；山东、江西、山西、新疆和西藏城投债发行规模同比有所增长，其余省份发行规模同比均有所下降，其中浙江、湖北和福建降幅均超过 30%。重点省份中，重庆和天津城投债发行规模合计占比超 70%，其余省份发行规模均较小。净融资方面，非重点省份和重点省份城投债净融资分别由上年同期的 8194.89 亿元和 331.61 亿元转为-106.92 亿元和-470.06 亿元，非重点省份城投债净融资压降明显；上半年，城投债净偿还区域较上年同期的 7 个省市扩大至 15 个省市。山东城投债净融资规模远超其他省份，广东和新疆城投债净融资增速较快。重点省份中重庆、云南、辽宁和青海城投债净融资为正数，但整体规模较小。



注：内蒙古自治区 2023 年上半年及 2024 年上半年均未发行城投债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 9 上半年各省份城投债发行规模及同比变化情况（单位：亿元）

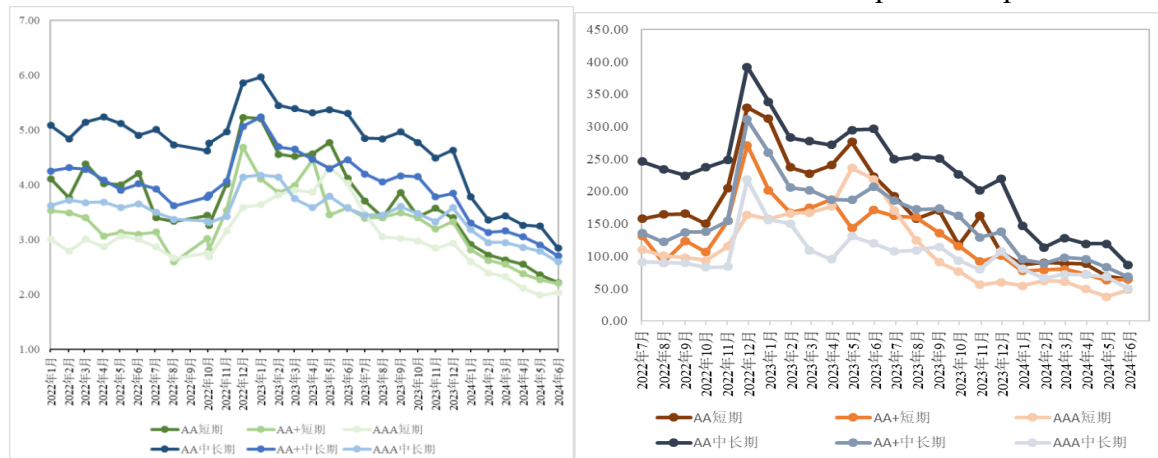


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 上半年各省份城投债净融资及同比变化情况（单位：亿元）

发行利率和发行利差中枢延续下行态势，不同区域及不同级别间发行利差同比明显收窄，部分重点省份发行利差降幅显著；云南、贵州和黑龙江发行利差仍居高位，部分非重点省份发行利差高于全国平均水平，再融资环境亦有待关注。

一揽子化债政策的实施叠加结构性资产荒延续，城投债平均发行利率和平均发行利差中枢均延续下行态势。重点省份城投债平均发行利率和平均发行利差同比均明显下降，除黑龙江和贵州外，其他各重点省份发行利差同比降幅均高于全国平均水平，其中吉林、天津、甘肃发行利差同比降幅均高于 300bp；云南、贵州和黑龙江发行利率和利差仍居高位，再融资环境仍有待改善。非重点省份中，湖南、四川、山东、河南和陕西的发行利差高于全国平均水平。此外，各地区之间发行利差较 2023 年上半年明显收窄，发行成本最高区域与最低区域发行利差下降 214bp 至 187bp。

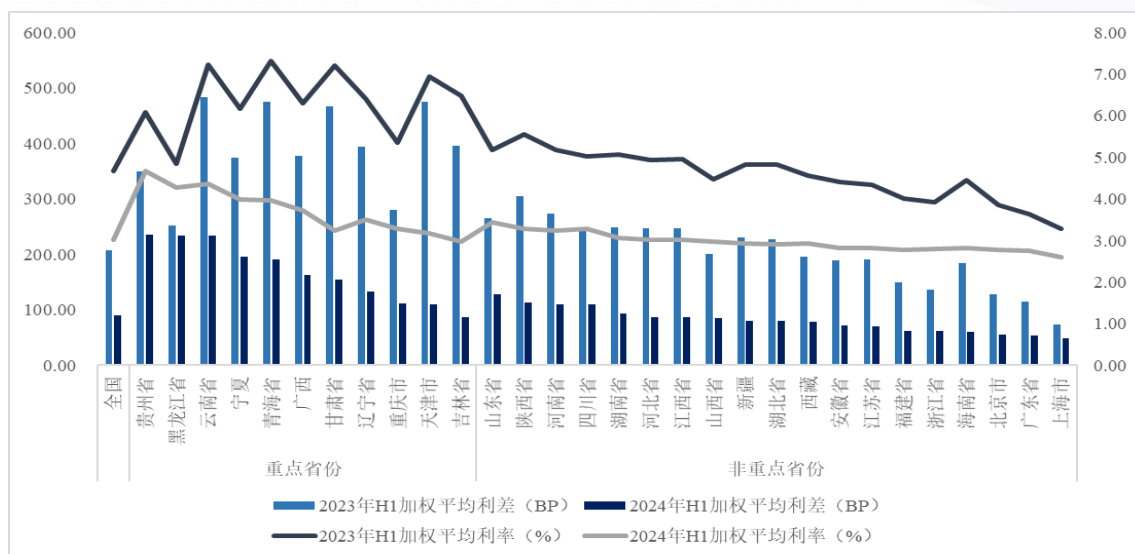


注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

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）



注：内蒙古 2023 年上半年和 2024 年上半年未发行城投债

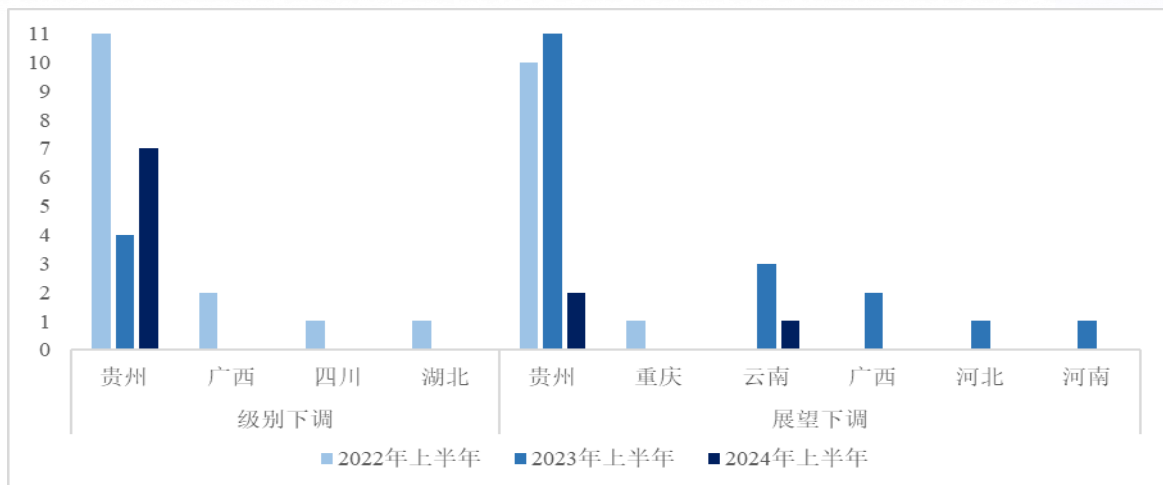
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 上半年各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

（二）级别调整

一揽子化债背景下，上半年评级下调的城投企业总量同比明显减少；从区域分布看，评级下调的城投企业集中在贵州省，下调原因主要包括持续出现负面舆情、纳入失信被执行人、借款及票据逾期、涉诉较多及担保代偿风险较大、流动性压力凸显等。

上半年，城投企业整合持续推进，在此背景下，主体评级上调的城投企业数量同比基本持平。同时，随着短期债务风险缓释，主体级别及展望下调的城投企业总量同比明显减少，其中主体级别调降的城投企业 7 家，同比增加 3 家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业 3 家，同比减少 15 家。级别或展望首次下调的城投企业为 5 家。从地域分布来看，下调企业集中在贵州（占 90%），下调原因仍主要包括企业持续出现负面舆情，被纳入失信被执行人、存在较多被执行信息，出现各类借款逾期及欠息、票据逾期，对外担保出现违约、或有负债风险大，流动性压力凸显，股权及资产划出等。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

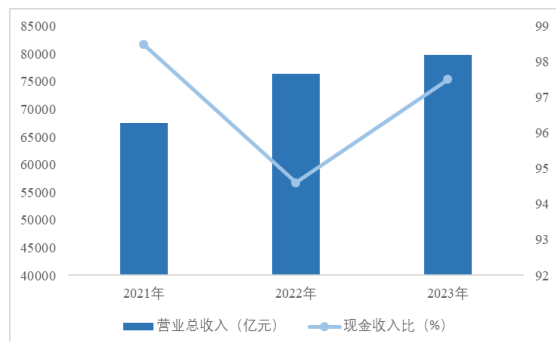
图 14 上半年城投企业主体级别及评级展望下调分布情况

三、城投企业财务变化情况

发债城投企业债务增速持续放缓，现金类资产及短期偿债能力指标降幅收窄，2024 年一季度末样本企业现金短期债务比有所回升；随着化债政策实施的逐步深入，化债效果逐步显现。得益于化债政策倾斜，重点省份城投企业在债务规模增速控制、债务期限结构优化、杠杆比率降低、短期债务风险缓释方面的表现整体优于非重点省份。

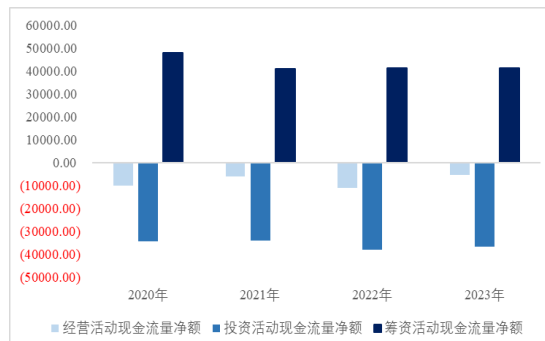
一揽子化债背景下，城投企业化债提速及加快转型的双重压力进一步加大。随着市场化转型的持续推进，城投企业收入来源逐步得以拓宽，收入规模有所增长，但 2023 年收入规模增速放缓，筹资活动前现金流仍持续大规模净流出，城投企业经营获现能力未出现明显改善。融资方面，自 2021 年 15 号文以来，城投企业新增银行流贷受到限制，同时城投债逐步进入偿还高峰期，募集资金用途中借新还旧比例逐年提升，2021 年城投企业筹资活动现金净流入规模明显下降，此后小幅波动。35 号文以来，城投企业新增融资难度进一步提升，随着名单制管控、特殊再融资债券、银行金融机构参与化债等措施持续落地，城投企业债务增速持续放缓；但相对于城投企业庞大的债务规模，特殊再融资债券额度有限且 2023 年下半年城投企业经营性债务置换实际落地规模较小，2023 年底城投企业短期债务占比仍呈上升趋势；考虑到财政收支矛盾凸显、土地出让金收入持续下滑，地方政府对城投企业现金支持能力弱化，叠加再融资压力加大，城投企业现金类资产持续减少，现金短期债务比持续下降，2021-2023 年底分别为 0.72 倍、0.55 倍和 0.48 倍。可以看到的是，2023 年底城投企业现金类资产及现金短期债务比降幅明显收窄；从已披露 2024 年一季报的近千家样本企业

来看，现金短期债务比由 2023 年底的 0.48 倍提升至 2024 年 3 月底的 0.57 倍，随着化债政策实施的逐步深入，化债效果逐步显现。



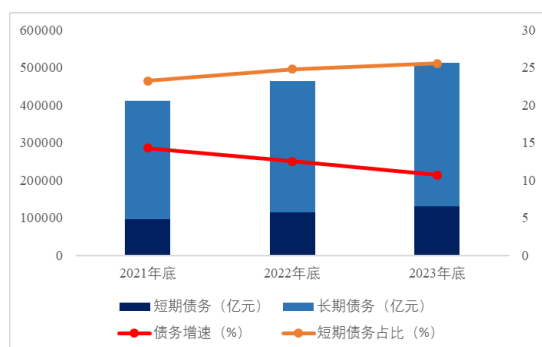
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 城投企业收现变化情况



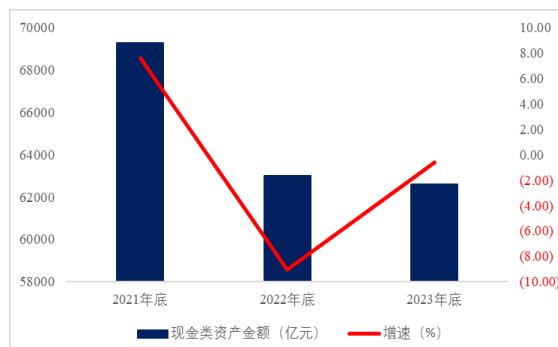
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 城投企业现金流变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

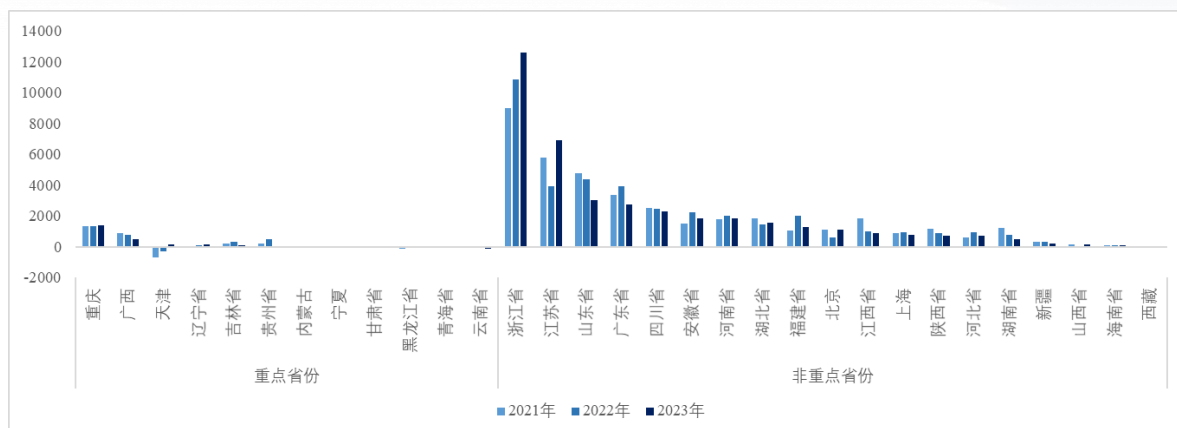
图 17 城投企业债务变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 城投企业现金类资产变化情况

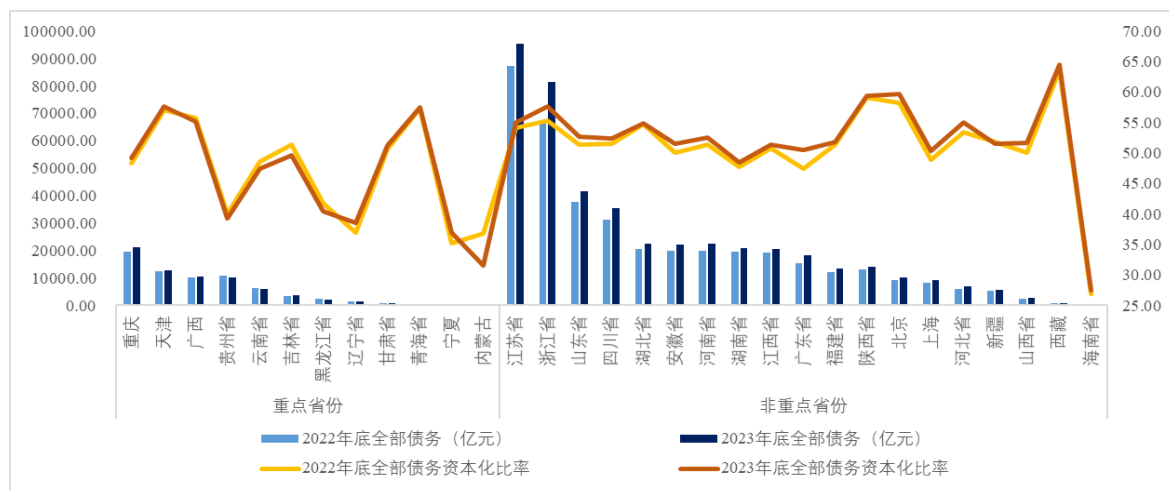
2023 年，整体上重点省份城投企业筹资活动现金流规模显著小于非重点省份，其中重庆、天津、辽宁城投企业筹资活动有所改善，尤其天津城投企业筹资活动现金流净额转为净流入，广西、吉林、贵州、甘肃城投企业筹资活动现金流净额明显下降，云南城投企业筹资活动现金由净流入转为大幅净流出，黑龙江、青海城投企业筹资活动现金流持续净流出。非重点省份中，浙江、江苏城投企业筹资活动现金流净额规模大且 2023 年呈增长趋势，其余大部分省份城投企业 2023 年筹资活动现金流净额呈下降趋势。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

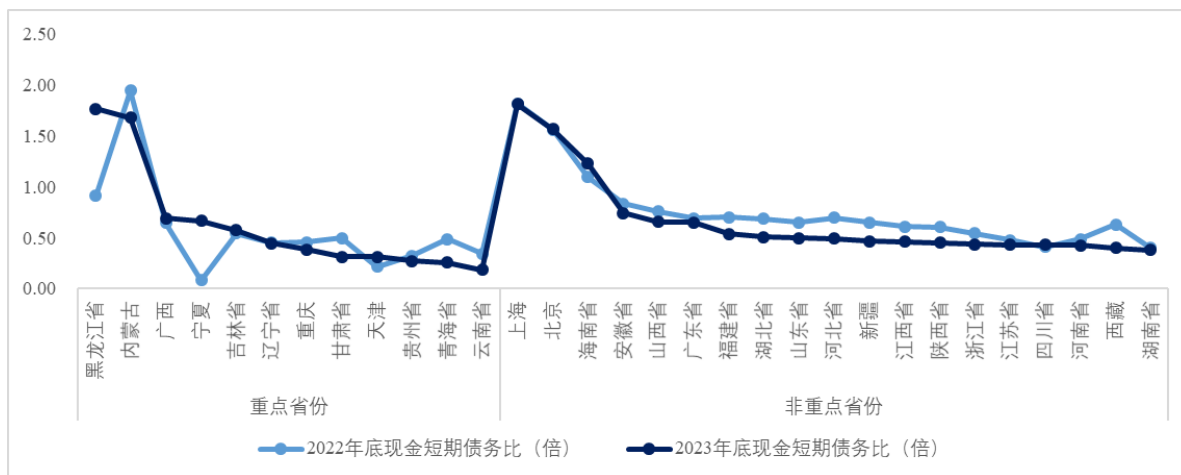
图 19 不同地区城投企业筹资活动现金流净额变化情况

得益于化债政策倾斜，重点省份城投企业在债务规模增速控制、债务期限结构优化、杠杆比率降低、短期债务风险缓释方面的表现整体优于非重点省份。具体来看，2023 年底，贵州、云南、黑龙江、内蒙古城投企业债务规模分别较上年下降 527.17 亿元、265.23 亿元、136.98 亿元和 16.69 亿元，其他重点省份及全部非重点省份城投企业债务规模均有不同幅度的增长，江苏、浙江、山东、四川等地城投企业债务增加规模较大。大部分重点省份城投企业债务期限结构有所改善，天津、广西、甘肃、宁夏、内蒙古、贵州及东三省城投企业短期债务占比均有所下降，非重点省份中广东、上海、北京、河北、海南城投企业短期债务占比有所下降，而浙江、四川、陕西、福建城投企业债务短期化趋势仍较为明显。广西、贵州、云南、吉林、黑龙江和内蒙古城投企业全部债务资本化比率均有所下降；黑龙江、广西、宁夏、吉林、天津城投企业 2023 年底现金短期债务比有所提升，非重点省份中除海南省外其他省份城投企业现金短期债务比均呈下降趋势。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 20 不同地区城投企业债务变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 21 各地区发债城投企业现金短期债务比变动情况（单位：倍）

四、展望

重点省份政府项目投资受限，关注城投企业传统业务开展情况。根据“47 号文”，重点省份在债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目。基础设施建设投资对地方经济发展具有重要作用，政府投资项目受限，或将对地方经济发展产生一定制约；根据公开信息，辽宁、甘肃、宁夏 2024 年上半年固定资产投资增速均有所下降，贵州、云南、内蒙古 2024 年 1-5 月固定资产投资增速同比亦呈下降趋势。考虑到城投企业是政府投资项目、尤其是基础设施项目的重要建设主体，政府投资项目受限情况下，城投企业或将面临传统业务放缓、停滞的局面，进而导致其在城市建设发展中的重要性弱化。

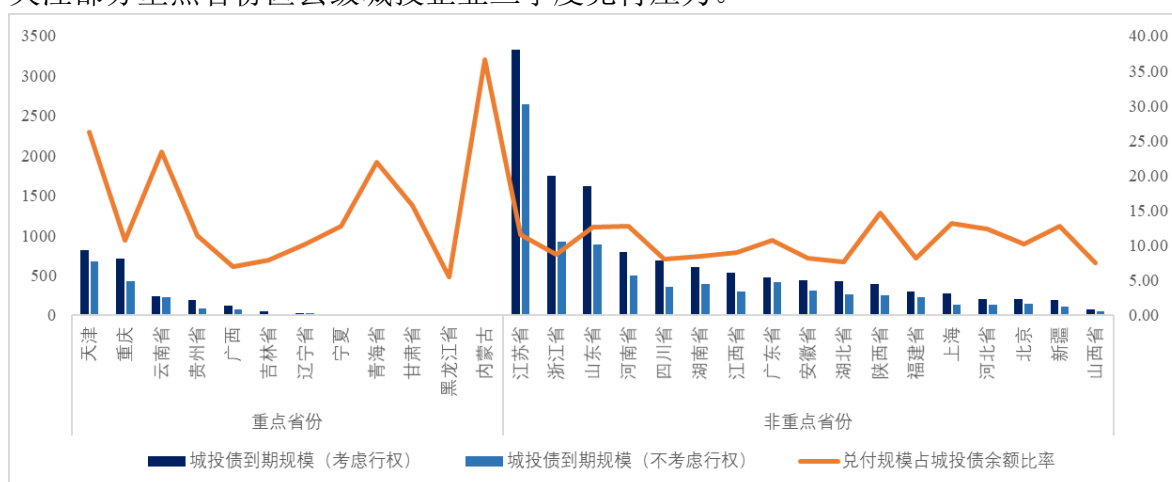
化债与转型双重压力下，关注城投企业利息支付压力。现阶段城投企业面临化债与转型的双重压力，一方面，城投企业过去大量开展传统基础设施建设业务形成的历史包袱较重；另一方面，在转型过渡期经营性业务尚未形成大规模收益和现金流，城投企业具备独立经营能力及造血能力尚需时日。在本轮化债政策下，借新还旧资金主要用于偿还到期本金，并未覆盖利息，而偿付利息资金无法落实或将导致城投企业寻求高息融资，加大未来还本付息压力；此外，部分非持牌机构债务及定向融资等非标债务并不在借新还旧范畴内，需关注此类非标债务占比高的城投企业面临的还本付息压力。

城投企业整合重组加快，关注城投企业实质转型。长期来看，地方政府及城投企

业债务的实质化解仍需依靠自身发展；同时，随着城镇化进程进入尾声及城市发展模式的转变，城投企业实质转型是实现可持续发展的必经之路。35 号文以来，城投企业新增融资受限，整合重组力度进一步加大。监管政策倡导城投企业“真转型”，城投企业实质转型的核心在于明确业务定位、打造核心竞争力，盘活区域有效资产，创造真实、持续的现金流，真正提升造血能力和偿债能力，同时服务地方经济发展。此外，需关注部分弱区域、弱资质城投企业在区域平台整合过程中被边缘化的可能。

三季度城投债到期兑付压力仍较大，关注非重点省份区县级城投企业流动性压力。截至二季度末，存续城投债余额不足 14 万亿左右。假设含权债券全部选择行权，三季度兑付城投债规模合计 1.45 万亿元，考虑上半年城投债呈净偿还状态，三季度城投债兑付压力较二季度有所提升；其中，江苏、浙江、天津、山东及河南城投债到期规模位列前五，重点省份中内蒙古、天津、云南、青海、甘肃三季度到期城投债规模占存续城投债比重均超过 15%，城投债集中兑付压力较大；非重点省份三季度到期城投债占存续城投债比重均低于 15%。

从行政级别来看，三季度到期城投债以地市级和区县级城投债为主，占比分别为 41.23%和 37.54%。非重点省份中，浙江、江苏、山东、四川三季度兑付城投债中区县级占比均较高；重点省份存续城投债均以地市级为主，广西、贵州、云南三季度兑付城投债中地级市占比均超过 60%。考虑到上半年区县级城投债净偿还规模较大，需关注部分重点省份区县级城投企业三季度兑付压力。



注：海南、西藏三季度无到期或回售行权债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 22 三季度城投债到期区域分布情况（单位：亿元）

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 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。