

发展与化债并举

——2025 年城投企业信用展望

2024 年 12 月 2 日

要点

- 标普信评认为，“十万亿置换政策”接力“一揽子化债政策”，短期内对尾部城投企业的风险有一定的缓解。然而，土地市场持续低迷、地方政府付息增加，地方债务压力仍存。
- 我们认为，中央化债政策有所转变，财政政策更加积极，不仅为了化债，更是为了发展，通过发展最终将债务规模控制在与自身经济财政实力相匹配的水平上。在此过程中，东部省份将做出更大的贡献。与此同时，中央对地方债务的监管将更加严格，城投企业融资环境仍难言宽松。
- 在我们看来，越来越多的城投企业将退出平台名单，面临着职能的转换，但退名单与转型并不一定削弱城投企业的信用质量，未来地方仍有大量的基建、城市更新等需求，城投企业依然承担城市建设、运营职能，短期内对地方政府的重要性依旧很高。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

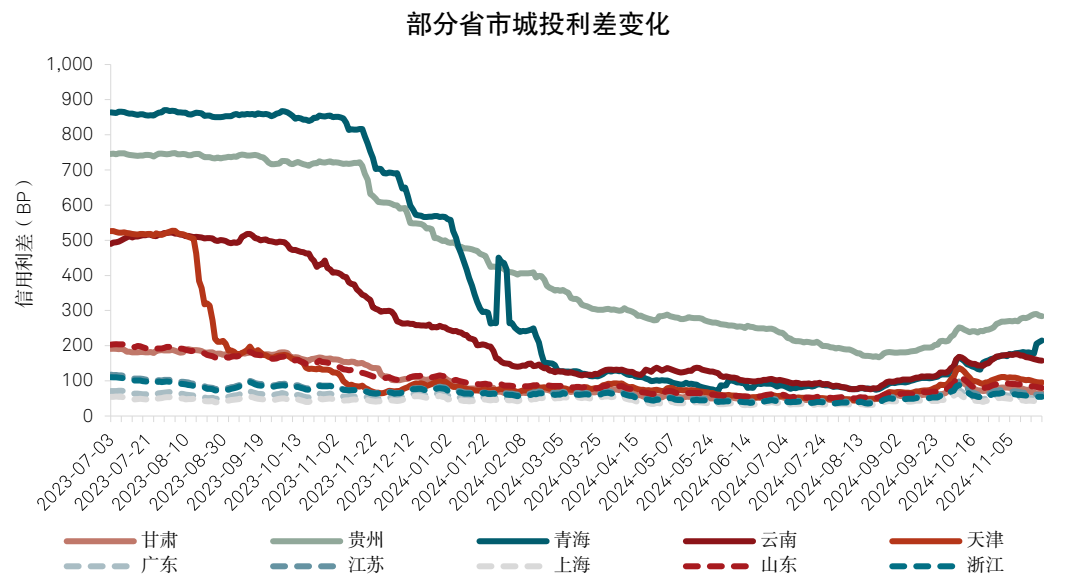
从 2023 年 7 月“一揽子化债方案”实施以来，特殊再融资债、“35 号文”等政策有效降低了城投企业的融资成本，缓解了地方债务风险。2024 年四季度，中央政府又推出了近年来力度最大的一次化债政策，这些措施将在未来 3-5 年内直接为地方增加 10 万亿化债资源。我们认为，该置换政策对于化解地方政府隐性债务、降低地方债务成本、提升财政透明度具有较明显的积极作用。另外，此举将债务风险化解进一步前置，使财政政策更加积极，从而让地方有更多的资源用于发展，最终用发展的方式达到化解债务压力目的。

在这样的背景下，我们预计 2025 年城投企业信用风险的演变将主要围绕化债与发展两条主线展开。地方政府发行的置换债券或特殊再融资债，有利于化解地方债务风险和缓解尾部城投企业的资金压力，整体上城投企业债券的风险依然可控，非标的风险或将下降。同时，专项债资源将更多地向东部地区倾斜，地方政府与城投企业也将腾挪出更多资源来发展地方经济，越来越多的城投企业将退出平台名单，面临转型的新挑战。

“10 万亿”接力“一揽子化债”进行债务置换，短期尾部风险持续得到缓解，然而地方债务压力犹存

本轮债务置换的第一阶段始于 2023 年 7 月政治局会议提出的“一揽子化债方案”。从 2023 年 10 月至 2024 年 10 月的一年间，地方特殊再融资债发行金额已超过 1.5 万亿，同时城投债发行量明显减少，多数省份城投债净融资处于流出状态，债券收益率持续处于较低的水平，化债取得阶段性成果，地方债务风险得到控制。

图1



注：选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。

资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

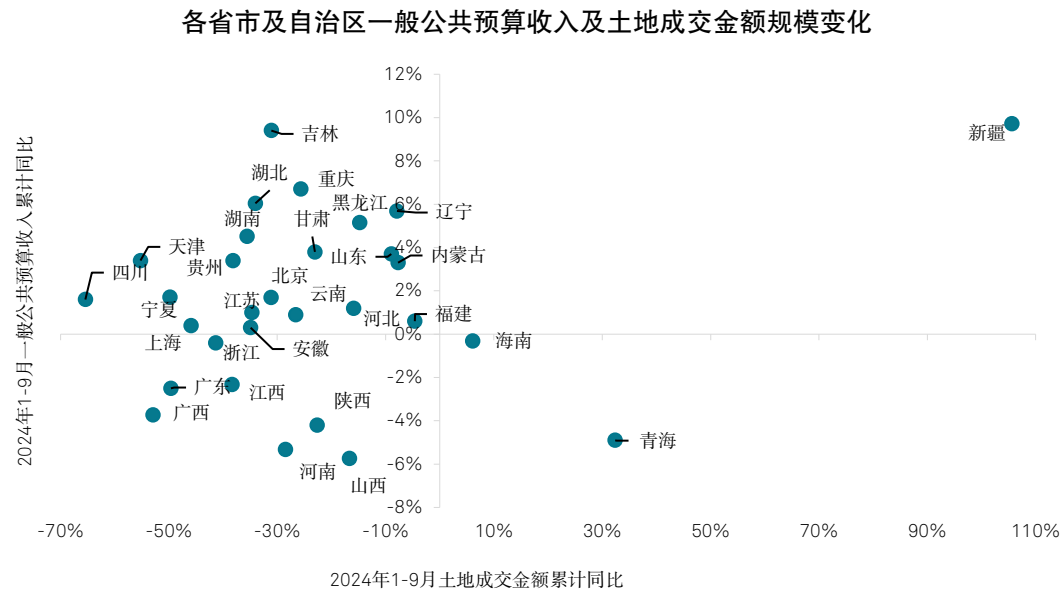
2024 年 11 月，中央政府继续推出“十万亿”隐性债务置换方案。我们认为，随着新的债务置换政策的落地，高负债区域城投企业的资金压力将进一步得到缓解，城投公开债券违约的可能性仍很低，但地方政府和城投企业的债务压力依旧存在。

根据中央的安排，从 2024 年开始的三年内，地方政府每年将增加 2 万亿专项债券额度用于置换隐性债务；从 2024 年开始的五年内，中央每年从新增地方政府专项债券中再安排 8000 亿元用于置换隐性债务。我们预计，地方政府与城投企业将持续获得资金支持，同时地方债务成本将有一定的下降。2024 年开始的三年中，每年 2.8 万亿的置换规模超过了 2023 年特殊再融资债的额度，可以继续缓解部分城投企业流动性紧张的局面。在政策的支持下，2023 年和 2024 年城投债券没有发生违约，我们预计 2025 年城投债券发生违约的概率依旧很低。

然而不可忽视的是，地方债务仍有压力，一方面来自地方政府，一方面来自城投企业。

我们认为，地方政府的债务压力来自土地市场的低迷和债券付息压力的增加。2024 年 1-10 月，国有土地使用权出让收入 26,971 亿元，同比下降 22.9%，这已是连续第三年下降。分省份来看，只有青海、新疆因土地出让金规模较小而有较明显好转，其余地区均出现不同程度的下滑。我们预计 2025 年土地市场明显好转的可能性较低，部分地方财政仍有较大的平衡难度。虽然中央重启了土储专项债，但实质还是用政府债务资金弥补了土地出让金的缺口，地方政府的债务压力整体上并没有因此缓解。

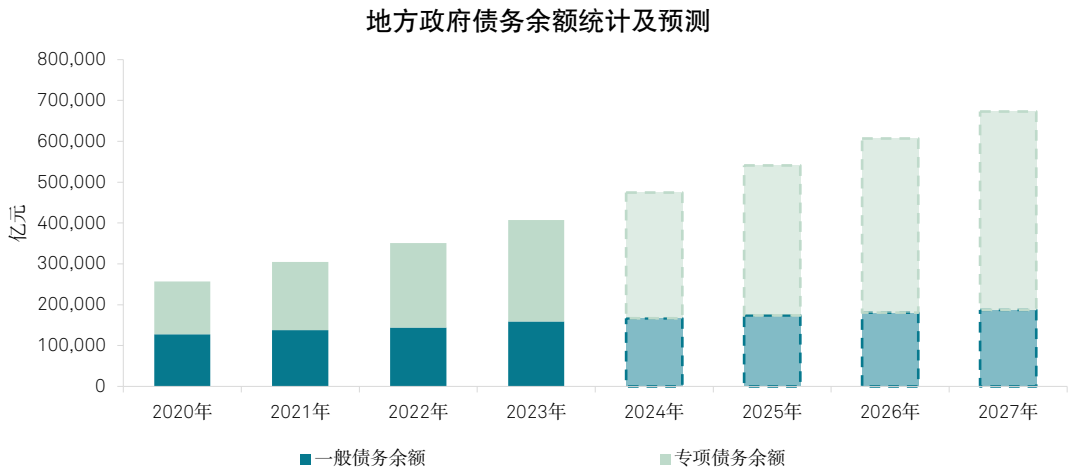
图2



注：因数据可得性原因，本图中不包含西藏自治区。
资料来源：企业预警通、各省市财政局等公开资料，标普信评整理。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，隐性债务置换并非地方政府债务削减，“十万亿”置换政策将城投企业的部分利息负担转移给了地方政府。随着地方政府债券发行的增加，地方政府付息压力也在逐步上升。从 2020 年末到 2023 年末，地方政府债务余额分别为 256,611 亿元、304,700 亿元、350,653 亿元和 407,373 亿元，基本上每年增加 5 万亿左右。2024 年 3 月，全国人大批准当年的地方政府债务限额为 467,874 亿元。考虑到 11 月新批准的 6 万亿新增额度及发行情况，我们预计 2024 至 2026 年，每年末较上年末地方政府债务余额可连续增加 6.6 万亿左右，以融资成本 2.3%进行计算，接下来三年每年新增利息支出约 1500 亿元，三年累计新增约 9100 亿元利息支出。

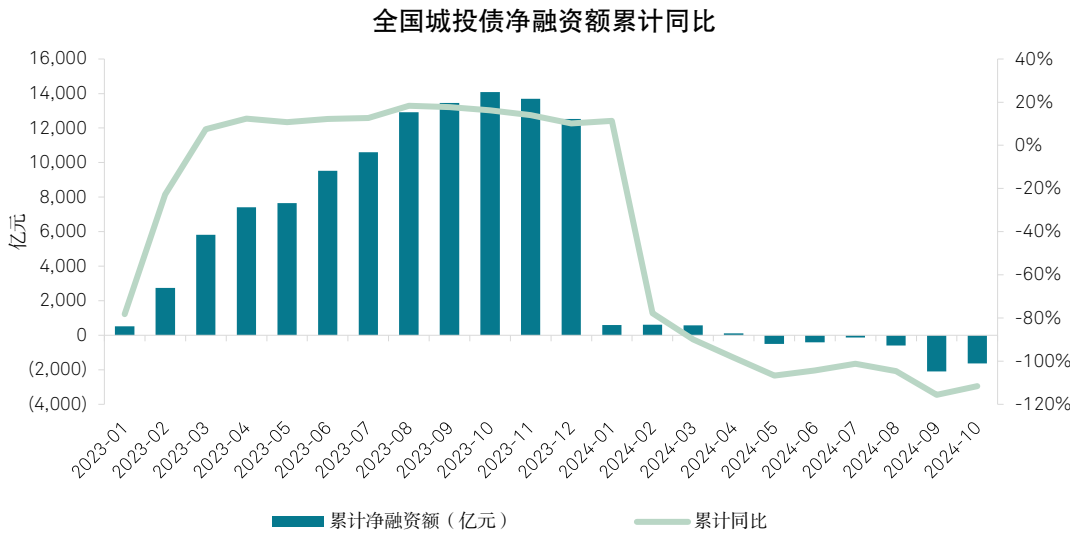
图3



注：2024-2027年为估计值。
资料来源：中国地方政府债券信息公开平台，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投企业方面，根据我们的测算，截至 2024 年 6 月末，城投企业有息负债约为 45.2 万亿元，其中短期有息负债约为 14.5 万亿元，规模较大。城投企业有息债务的非隐性债务部分，地方政府每年 2.8 万亿的置换资金无法对其覆盖，仍需要依赖城投企业再融资来滚动偿还。然而，城投企业面临的再融资环境偏紧，资金压力仍存在。

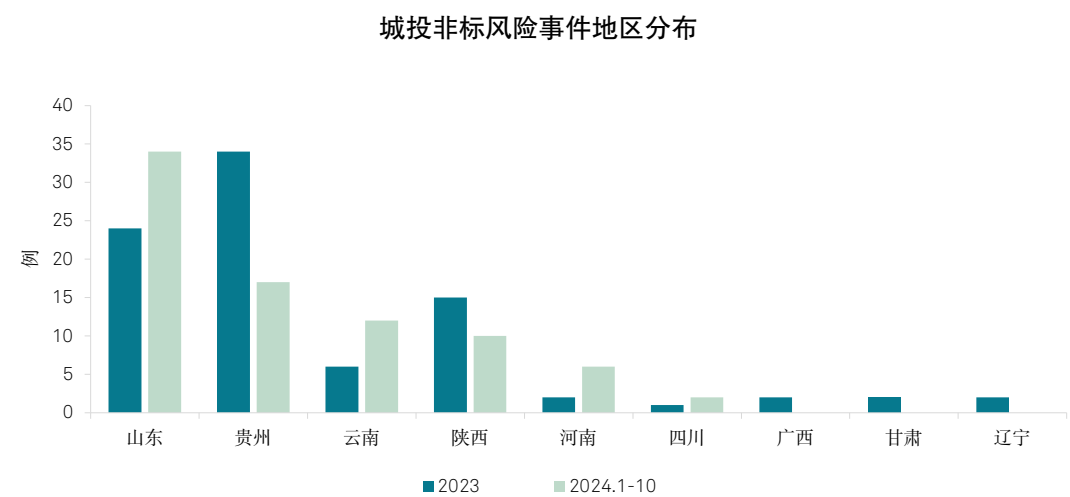
图4



资料来源：iFinD，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投企业资金压力的一个主要显性标志是非标风险事件。2023 年，山东、陕西发行的特殊再融资债较少，区域内城投企业获得的资金支持有限，导致非标风险事件频发。相比之下，贵州发行的特殊再融资债较多，非标风险得到一定缓解，因此 2024 年非标事件数量有所下降。我们预计，2024 年非标事件多发的山东、贵州、云南、陕西、河南等地区仍然需要一定时间来处置风险。随着政府置换资金的到位，未来的一年内上述地区的非标风险事件数量可能较 2024 年有所下降。

图5



注：1、统计口径包括融资人或担保人为城投企业的非标风险事件。2、以披露时间统计，或存在一定时间滞后。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财政政策更加积极，东部省份发挥更大作用，同时财经纪律更加严格

我们预计，2024 年末的置换方案体现了中央化债思路的转变：政策更加积极，更多着眼于地方长期发展，用发展的方式化解债务。2023 年下半年以来，随着特殊再融资债、“35 号文”等政策的出台，地方债务风险得到有效缓解。2024 年 2 月以来，中央政府多次表态“地方债务风险可控”，由此可以看出，2024 年末的置换方案更多体现了中央化债思路从“堵”到“疏”的转变，不再只是在风险暴露苗头出现时才采取措施，而是将债务风险化解进一步前置，政策更加积极，地方将有更多的资源用于发展，用发展的方式最终化解债务压力。债务置换并非债务削减，地方仍需以发展为主要目标，通过发展最终将债务规模控制在与自身经济财政实力相匹配的水平上。

与 2023 年特殊再融资债不同的是，我们预计这一次债务置换额度及新增专项债额度将加大对东部省市的倾斜程度。2023 年四季度，特殊再融资债的主要发行省份为贵州、云南、内蒙古、天津、重庆等地，排名靠前的基本上都是 12 个“高风险”省份，而江苏、山东、浙江等东部省份发行规模比较小，体现了当时政策更多支持高负债省市化债。而此次新的置换方案及未来新增专项债不仅支持地方化债，更旨在促进地方发展。政策除了支持高负债的云贵等省份，预计还将向发展潜力较大、资金效率更高的区域倾斜，如东部较发达省份，额度分配的考虑因素将更加均衡。在省内额度的分配上，省级政府或将拥有更大的自主权，并且可能也会参考中央此次债务置换的分配原则，即不一定只向高负债市、区县倾斜，对经济发展前景较好的区域也可能有较多的额度分配。

表1

多地披露发行再融资债券用于“置换隐性债务”

区域	公布时间	计划发行规模（亿元）	债券类型	募集资金用途
河南	11 月 12 日	318.17	再融资专项债券	置换存量隐性债务
贵州	11 月 14 日	476.00		
	11 月 19 日	700.00		
大连	11 月 14 日	104.00		
青岛	11 月 15 日	142.00		
江苏	11 月 15 日	1200.00		
	11 月 22 日	1311.00		
浙江	11 月 18 日	565.00		
宁波	11 月 18 日	249.00		
辽宁	11 月 19 日	467.00		
湖南	11 月 19 日	600.00		
	11 月 22 日	688.00		
陕西	11 月 21 日	564.00		
甘肃	11 月 21 日	370.61		
山东	11 月 21 日	983.32		
黑龙江	11 月 21 日	484.00		
四川	11 月 22 日	794.00		
河北	11 月 22 日	281.00		
云南	11 月 22 日	555.00		
合计		10852.11		

注：日期截至 2024 年 11 月 22 日。

数据来源：DM，标普信评。

我们认为，为防范地方政府在债务管理方面的道德风险，中央政府对隐性债务的监管会进一步加强，城投企业融资环境或将持续紧张。2024 年 11 月，十四届全国人大常委会第十二次会议审议了《中华人民共和国各级人民代表大会常务委员会监督法（修正草案）》。修正草案拟作出五个方面的主要修改，其中之一是“细化政府债务监督，增加规定国务院和县级以上地方各级人民政府应当每年向本级人大常委会报告政府债务管理情况”，以加强地方人大的监督职能，持续防范“一边化解，一边新增”的风险。结合 2024 年 9 月 19 日财政部对八起地方政府隐性债务问责典型案例的通报，以及 2024 年 10 月 18 日新闻发布会上财政部长对记者的表态，未来中央政府对地方债务的监管和处罚将更加严

格。在这样的背景下，未来地方政府资金需求将以预算内为主，对于城投企业严格的发债审批可能仍将持续一段时间。

从融资到发展，城投企业面临着职能的转换，但退名单与转型并不一定削弱城投企业的信用质量

我们认为，中央对地方化债的支持力度越大，地方越应重视城投企业职能的转换，推动其转型。我们的实地调研也显示，在地方国资委、财政局的积极推动下，城投企业转型是大势所趋。我们预计 2025 年退平台的城投企业数量将有所增加。2024 年 9 月下旬，多家媒体报道提到了为加速城投企业退出融资平台名单的“150 号文”。此后多家城投企业宣布为退出该名单而征求债权人意见。虽然退平台的声明并不是今年才出现，但是实际上在过去的 10 年，多次退平台的浪潮基本都是在中央政策的要求下，地方履行相应的程序，城投企业的实质性转型并不显著。在此次大规模债务置换政策的支持下，地方隐性债务化解的进度将会提前，预计城投企业退出名单的进度也会加快。未来一段时间我们会见到更多的企业声明已退出平台名单或为退出平台名单而征求债权人意见。

我们认为，即使城投企业声明退出平台名单并进行市场化转型，但若该企业仍然代表地方政府行使某些非融资职能，并在地方经济发展中担任重要的战略角色，地方政府对其的支持程度也仍然能够维持在较高的水平，该企业的信用质量仍然有望保持稳定。

隐性债务化解和城投转型为中央给地方的重大任务，完成该任务需要遵循一定的程序和标准，城投企业退平台声明是其中的一个步骤，其业务定位并没有根本性变化，退平台声明并不是彻底切断企业与地方政府的关联。城投转型的核心在于剥离融资职能，重新厘清城投企业与地方政府的关系，特别是信用兜底关系，而非剥离城投业务，也不是以能否新发债券作为判断标准。

从城投业务需求角度来看，截至 2023 年末，中国的城镇化率为 66.16%，仍有较大的提升空间。所以未来较长一段时间内，许多地区仍需要大量的基础设施建设与城市更新投资。建设职能自然仍由城投企业来承担，只不过与以往的区别在于，资金更多由地方政府筹集，城投企业不再承担融资职能，但仍可以合法合规地继续承担基建代建、土地开发整理、保障房建设、地方重大项目建设等职能，仍有非常明显的不可替代性。城投企业在促进地方经济社会发展方面的重要性依旧非常高。在政策推动下，政府也可能继续给与一定支持，部分城投企业可能会延申开展城市运营、产业运营、投资等业务，形成一种混合的业务形态，这可能是未来不少城投转型或经营的主要形态，转型后的城投企业依然可保持稳定的信用质量。

然而，我们需要对投资比较激进、领域跨度较大的城投转型保持警惕。产业化转型本就面临诸多困难，例如地方债务压力大、缺乏产业资源、缺乏相关人才及机制等问题。很多高负债城投企业忙于债务管理，利息支出已经较为困难，更没有额外的资金来发展产业。此外，当地产业资源可能并不丰富，地方政府能够为其提供的产业资源有限，或者企业领导和管理人员不具备相关产业管理经验，这些都构成了城投企业产业化转型的掣肘。如果为了响应政策，举债进行转型，超出了城投企业能够获得的资源或经营能力，转型成功的概率可能较低，对债权人而言具有较大的风险。近几年，东部一些地市级城投企业在自身债务压力不轻的情况下，为转型在曾收购多家上市公司股权，然而这些企业对资本运作或产业经营并不是非常熟悉，市场不乏“爆雷”的案例，对此我们需要保持警惕。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](https://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2024 标普信用评级 (中国) 有限公司。保留所有权利。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失 (包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。