

# 化债持续推进，城投转型进行时

标普信评城投季度观察

2025年第二季度

工商企业评级部

标普信评

S&P Global  
China Ratings

# 城投信用季度点评



## 地方财政仍有压力

- 2025年1-5月，全国一般公共预算收入同比下滑0.3%，其中税收收入同比下降1.6%，政府性基金预算收入同比下降6.9%。
- 土地出让情况出现分化，1-5月，北京、天津、重庆、上海等地招拍挂土地成交金额出现增长，反映出核心城市土地市场韧性较强。
- 1-5月，陕西、内蒙古、山西一般公共预算收入及土地成交金额仍呈现双降态势，财政压力仍然持续。



## 融资环境仍然偏紧，城投债进入存量时代

- 上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布的《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2025年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——审核重点关注事项（2025年修订）》体现出城投债发行监管趋严态势，同时也倒逼城投进行实质性转型。受此影响，3-6月城投债净融资持续为负。
- 1-5月，海外债净融资规模呈现同比下降态势，符合化债严控高成本融资导向。4月14日，河南省发改委就《河南省国有企业境外债券管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见，实质上对当地城投举借高成本境外债设置了更加严格的限制。



## 转型为大势所趋，未来城投平台整合注销事件或将增加

- 自2023年以来，超过1300家城投企业宣布退出平台名单或不再承担政府融资职能，退名单工作持续推进。
- 化债加码以来，各地城市建设企业注销事件增加，随着时间推移，城投平台整合注销事件或将持续增加。

# 近期城投相关政策及事件

## 交易所债券发行新规（2025.3）

- 2025年3月28日，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2025年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——审核重点关注事项（2025年修订）》。
- 新规增加了城投类业务占比披露要求，增加了EBITDA利息覆盖要求，加强了对于账面存货及应收类款项变现能力的要求，有助于交易所更准确地判断地方国企属性。
- 这体现出城投融资监管趋严态势，部分已调出平台名单但未满足“335要求”的平台新增融资或将面临较大难度，也将倒逼城投平台市场化转型。

## 财政部关于六起地方政府隐性债务问责典型案例的通报（2025.4）

- 4月18日，财政部通报了内蒙古、吉林、黑龙江、河南、云南、青海6起地方政府隐性债务问责案例。
- 这反映出中央对违规新增隐债、少报漏报隐债和不实化债“零容忍”高压监管态势，“终身问责、倒查责任”压实了地方领导干部在隐债问题上的责任，“坚决遏制新增隐性债务”成为财政铁律。

## 河南省发改委就《河南省国有企业境外债券管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见（2025.4）

- 河南省在征求意见稿明确提出：“未经出资人机构决策批准，国有企业不得向国家发展改革委申请中长期外债的审核登记程序，亦不得发行期限为一年（含）以内的境外债券”，此举实质上为城投平台通过境外渠道融资设置了更为严格的限制。
- 我们预计，未来河南省或将通过境内债券发行等多元化融资渠道，推进到期高息境外债务的偿还工作，2025年河南省城投平台在境外债券市场的净融资规模或较2024年有所缩减。



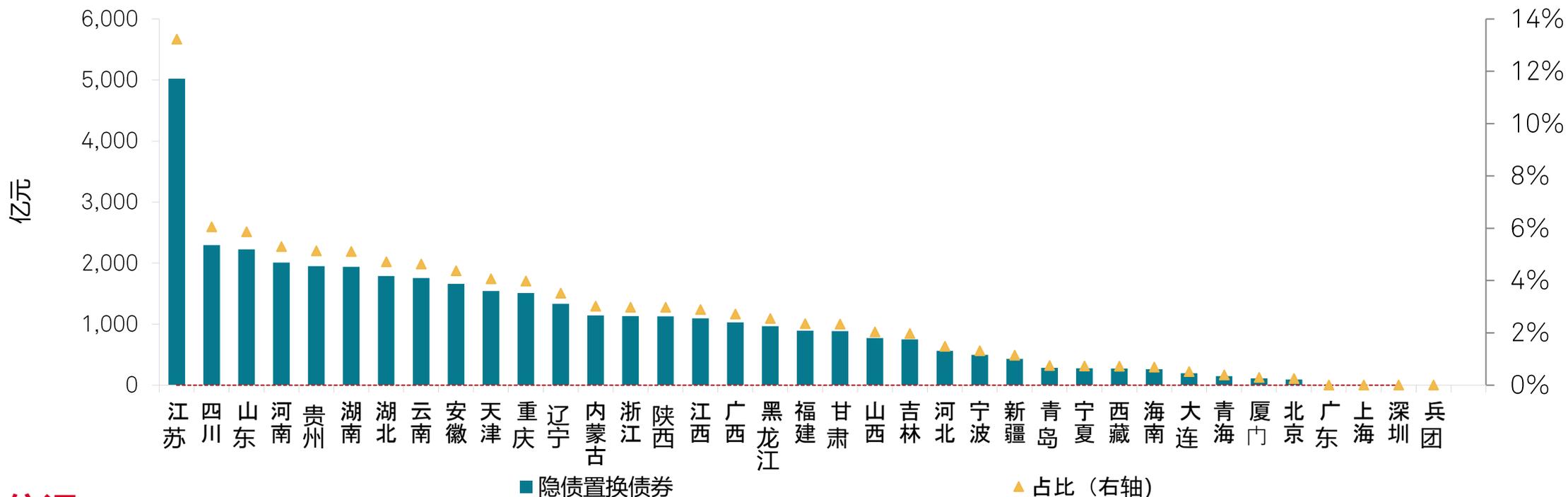
## 《山东省人民政府关于推进财政科学管理的意见》（2025.6）

- 文件指出，要严格落实一揽子化债方案，确保2028年年底前存量隐性债务“清零”；持续保持高压监管态势，将不新增隐性债务作为铁的纪律，坚决防止边清边增；“一企一策”制定融资平台改革转型方案，坚决剥离融资平台政府融资功能，推动融资平台加快构建现代企业制度，逐步转型为独立市场主体。
- 我们认为，这较有代表性地反映出地方政府对中央化债政策的执行重点，城投转型是大势所趋。

# 隐性债务置换债券持续发行

- ▶ 截至2025年6月末，隐债置换债券累计发行3.8万亿元，占6万亿额度的63.3%，其中，2025年内已发行1.8万亿元，占2025年额度的89.8%。作为城投债务大省，江苏省隐债置换债券规模居全国前列，占目前全国总发行额的13.6%。
- ▶ 对于城投而言，隐债置换资金能够置换其高成本债务，有助于降低债务负担，缓解流动性压力。

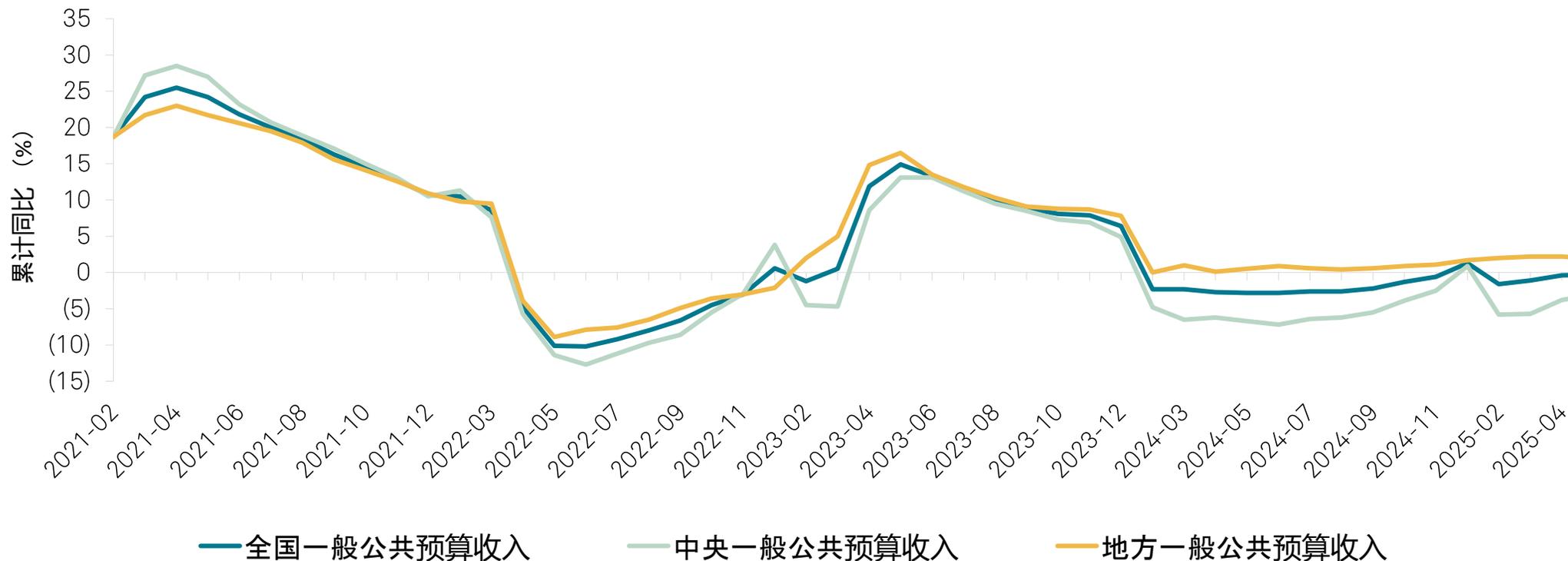
## 截至2025年6月末隐债置换债券发行情况



# 税收收入持续下滑

2025年1-5月，全国一般公共预算收入同比下滑0.3%，其中，税收收入同比下降1.6%，非税收入同比增长6.2%；中央一般公共预算收入同比下降3%，地方一般公共预算收入同比增长1.9%。

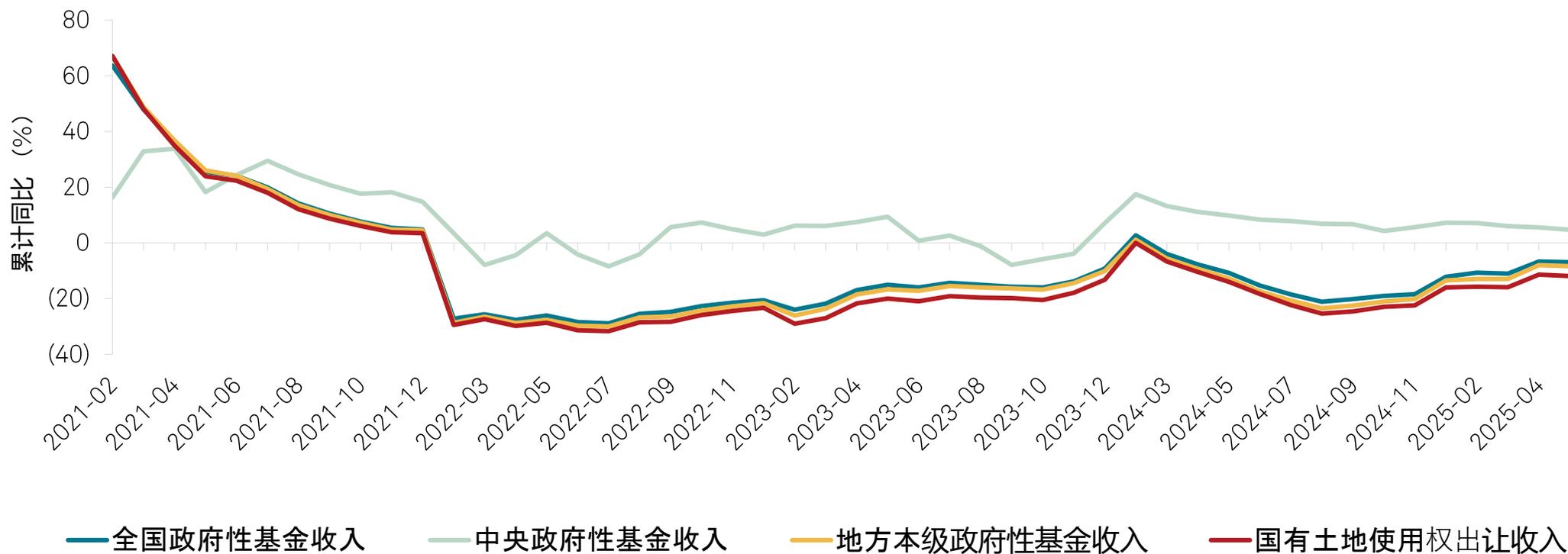
## 一般公共预算收入累计同比变化



# 政府性基金收入同比下行

- 2025年1-5月，全国政府性基金收入同比下降6.9%，地方本级政府性基金收入同比下降8.3%，跌幅较上年同期有所收窄，国有土地使用权出让收入同比下降11.9%。

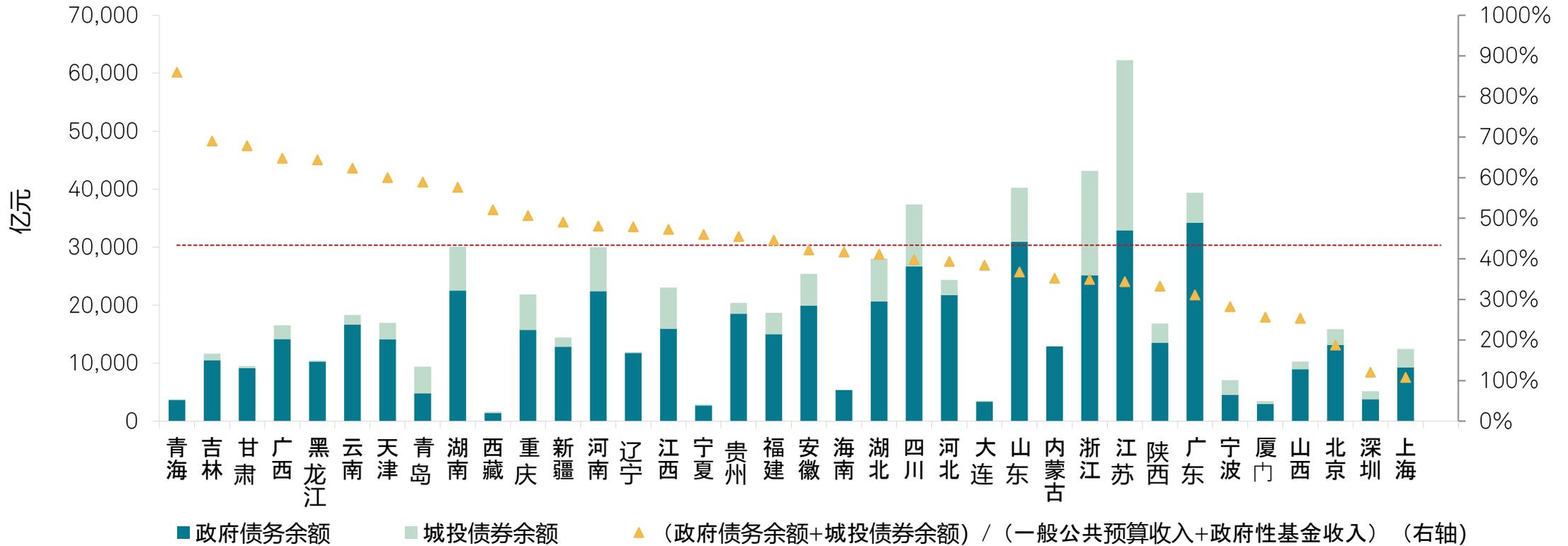
## 政府性基金收入累计同比变化



# 地方政府债务风险——部分省份债务压力较大

- 从政府债券余额、城投债券余额对收入的比重看，2025年5月末，青海、吉林、甘肃、广西、黑龙江、云南、天津等地的债务负担较重。

截至2025年5月末各地债务余额及债务收入比

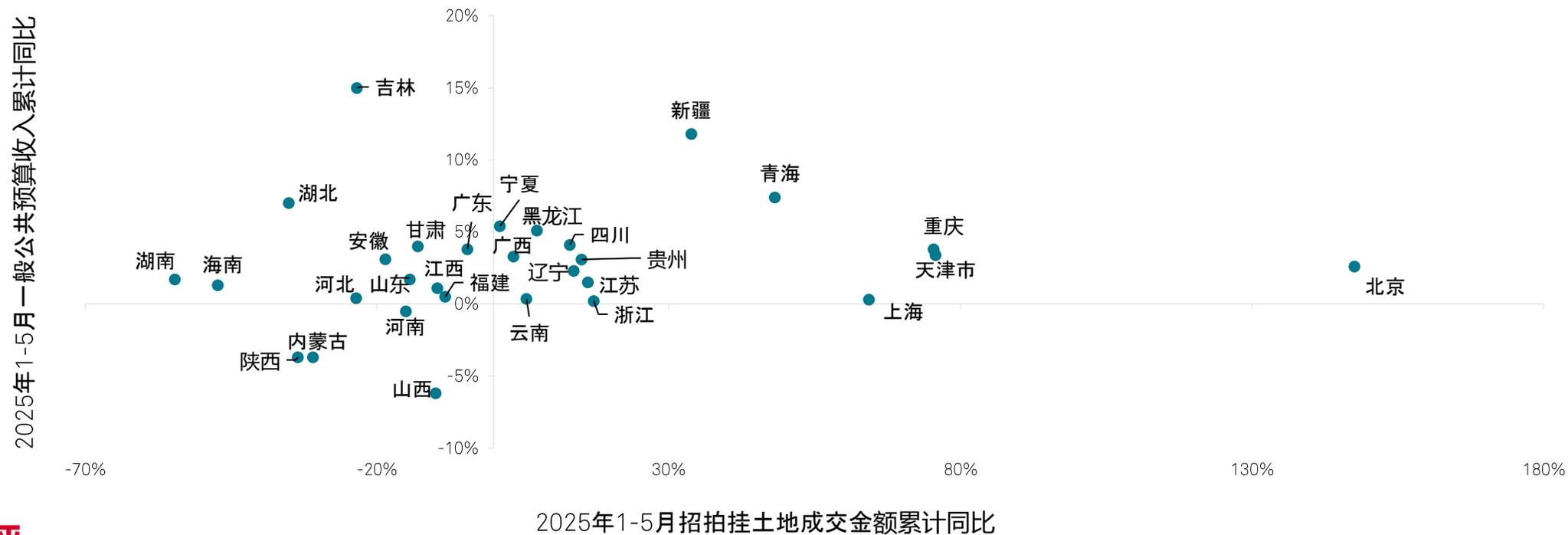


注：1.省份数据剔除计划单列市。2.一般公共预算收入和政府性基金收入采用2024全年数。  
资料来源：企业预警通，中国地方政府债券信息公开平台，标普信评  
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 土地出让情况分化，部分省份财政仍然承压

- 2025年1-5月，全国招拍挂土地成交总额10,779亿元，其中，北京、天津、重庆、上海等地土地成交金额同比显著增长，一方面由于房地产商对核心城市新房回稳的看好，一方面由于地方政府增加优质地块供应。
- 吉林、新疆、湖北等地一般公共预算收入表现亮眼，其中，吉林的高增速主要受益于非税收入的快速增长。
- 陕西、内蒙古、山西等地一般公共预算收入及土地成交金额仍呈现双降态势，财政压力仍然持续。

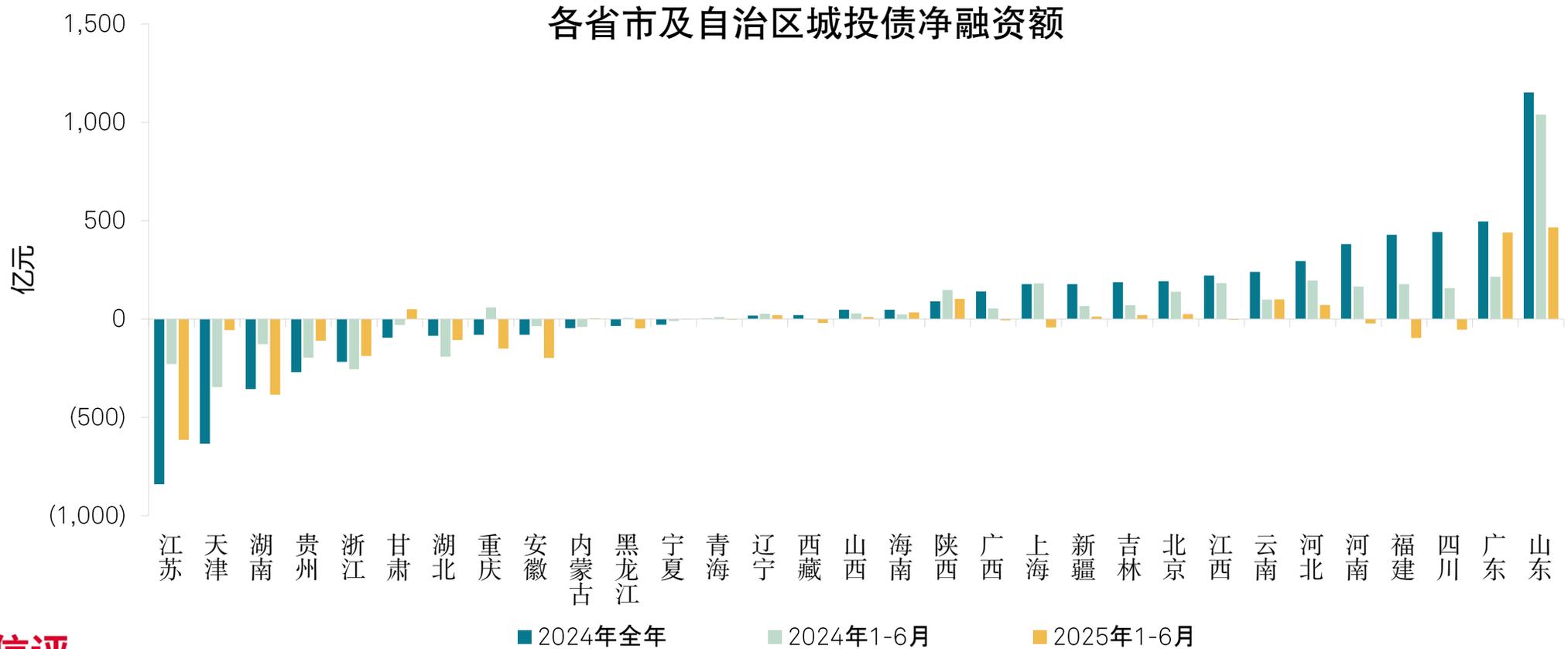
## 各省市及自治区一般公共预算收入及土地成交金额规模变化



注：因数据不可得，本图中不包含西藏自治区，河南省及江西省采用2025年1-4月一般公共预算收入累计同比增速。  
资料来源：企业预警通，标普信评整理。  
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 城投债净融资收缩

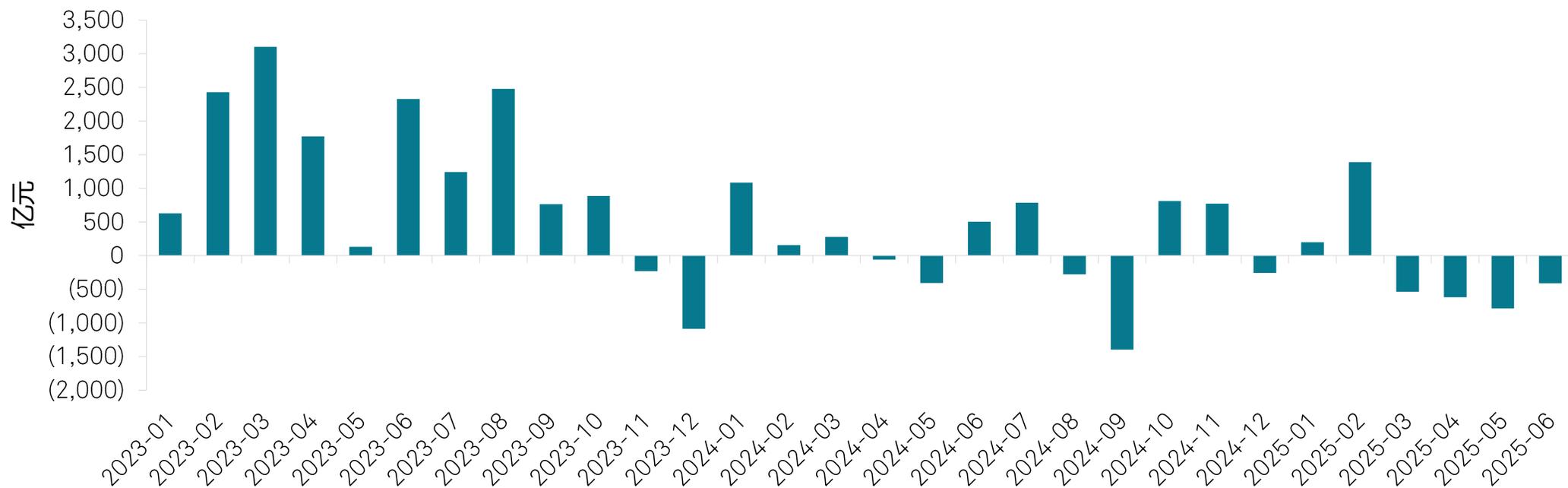
- 2025年1-6月，全国绝大部分省、自治区、直辖市的城投债净融资均较上年同期收缩。其中，江苏、湖南、安徽净流出规模明显扩大，重庆、福建、四川、上海由上年同期的净流入转变为净流出。



# 城投债融资预计仍将收缩

- 随着隐债置换债券资金到位，以及3月下旬交易所债券发行新规的出台，2025年3月-6月，国内城投债净融资持续呈现净流出状态。
- 我们预计，2025年城投债融资将呈现收缩态势，城投债进入存量时代。

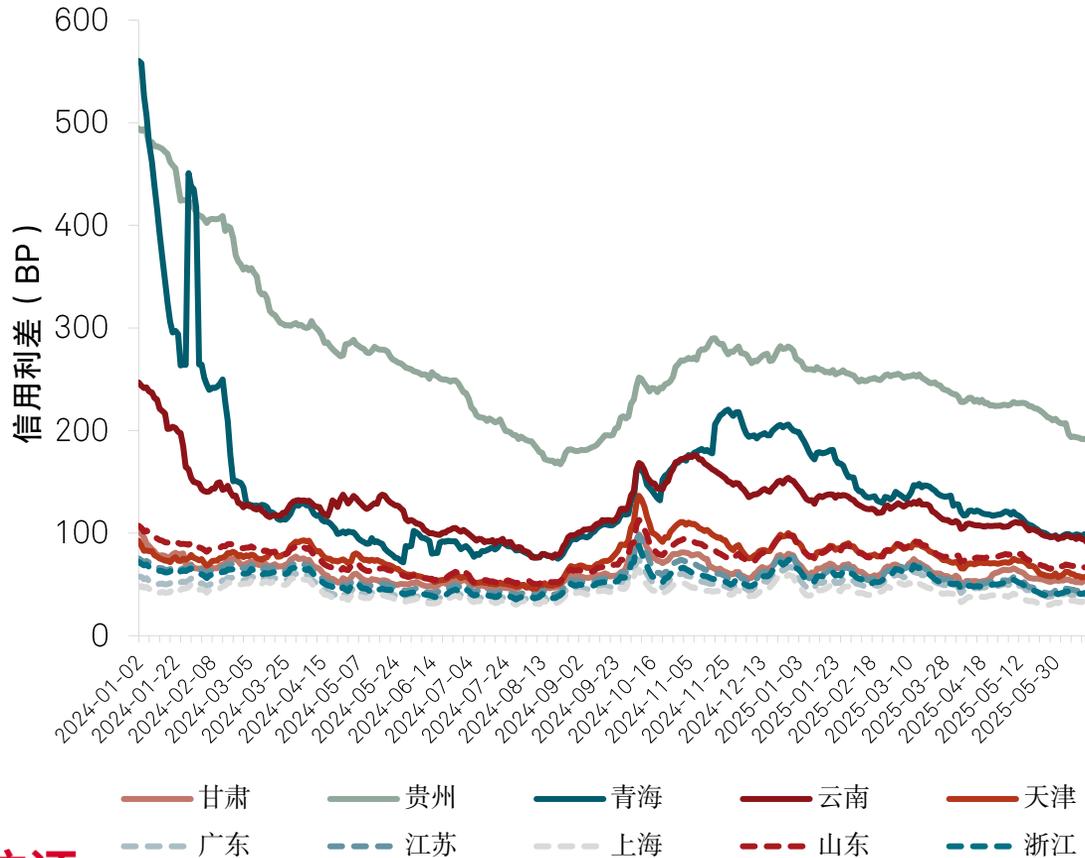
### 全国城投债净融资额



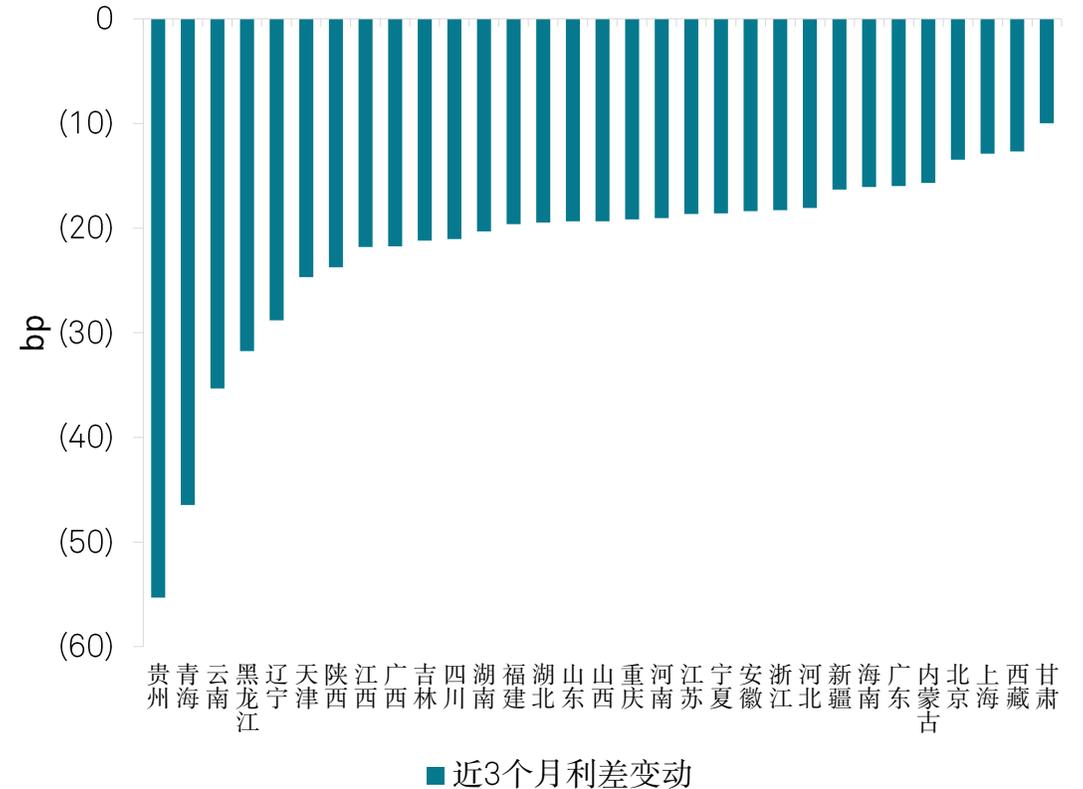
# 城投债利差持续下行

➤ 二季度，城投债利差进一步下行。

## 部分省市城投利差变化



## 各地城投债利差普遍下行



**标普信评**  
S&P Global  
China Ratings

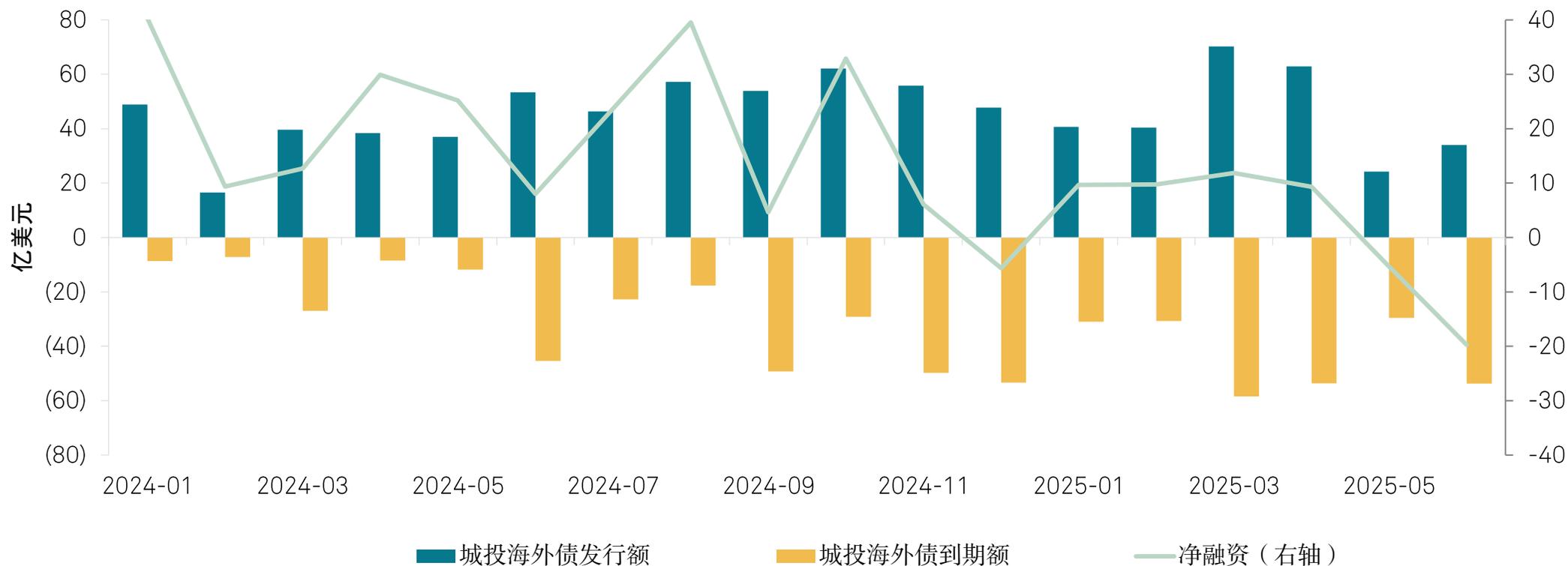
注：截至6月18日。选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。  
资料来源：DM，标普信评整理。  
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：时间点为2025年6月18日。  
资料来源：DM，标普信评整理。  
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

# 城投海外债净融资规模同比下降

➤ 2025年1-6月，城投企业海外债净融资较上年同期明显下降，并且在5月及6月呈现净流出状态。

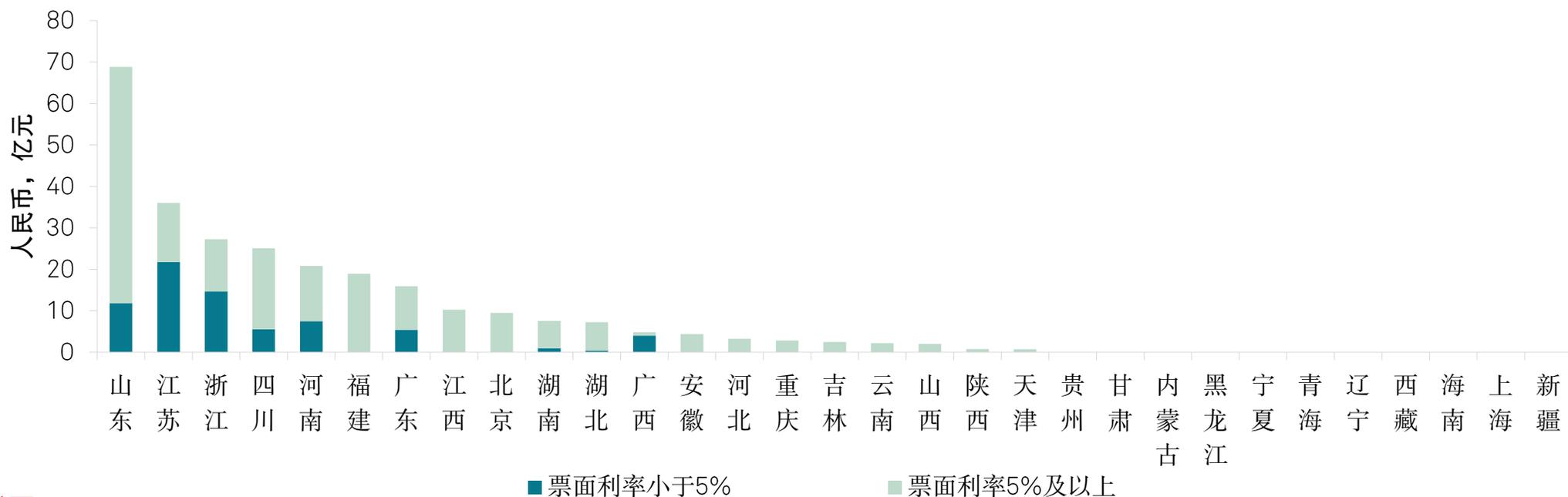
## 城投海外债发行及到期情况



# 城投海外债发行票息仍较高

- 2025年1-6月，城投海外债共发行223笔，发行总额折合271亿美元，山东、江苏、浙江、四川、河南发行总额较高；发行利率仍然较高，票面利率在5%及以上的占比超过7成；发行期限仍以3年期及以上为主，364天期债券虽占比较低，但存在共性——发行人均为河南、山东和福建的区县级/园区平台，层级一般，票面利率均超过6%，发行币种多为人民币，反映出这些区域融资压力较大。

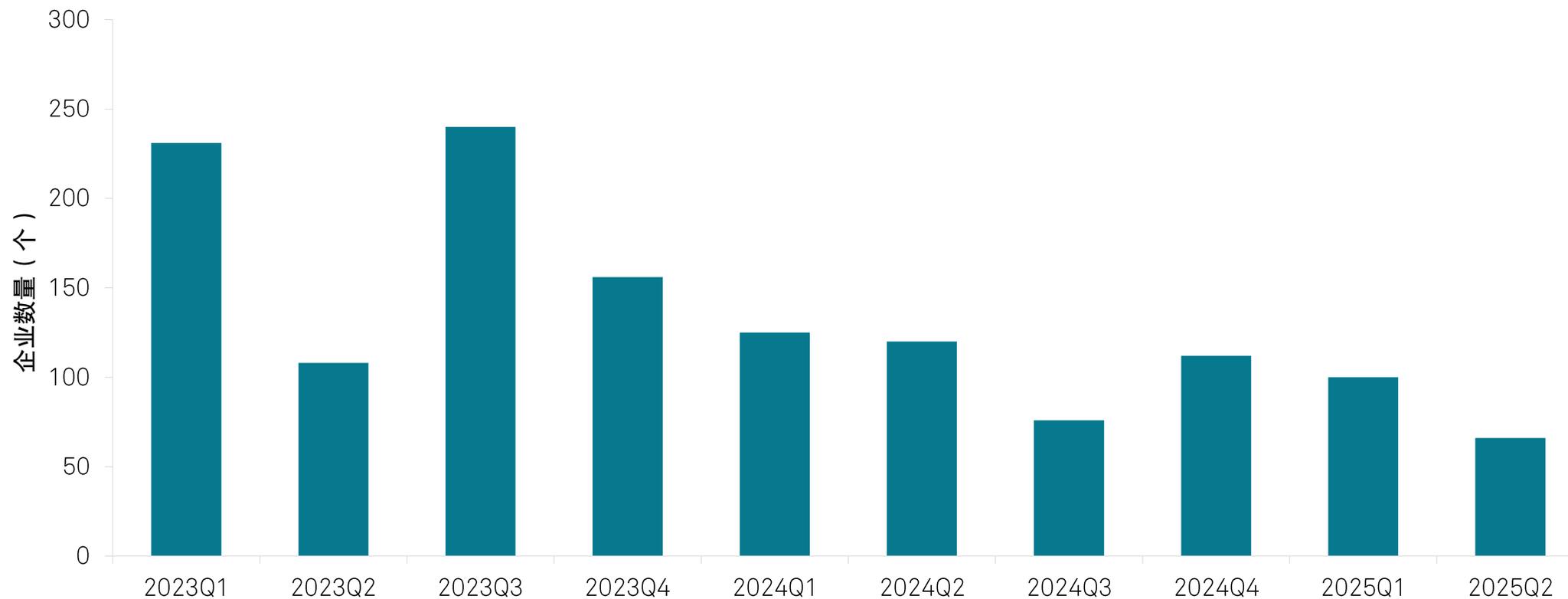
### 2025年1-6月各区域城投企业海外发债情况



# 城投陆续退出平台名单

- 2023年以来，全国共有超过1300家城投宣布退出地方政府融资平台名单或不再承担政府融资职能，其中，2025年二季度有超过60家。

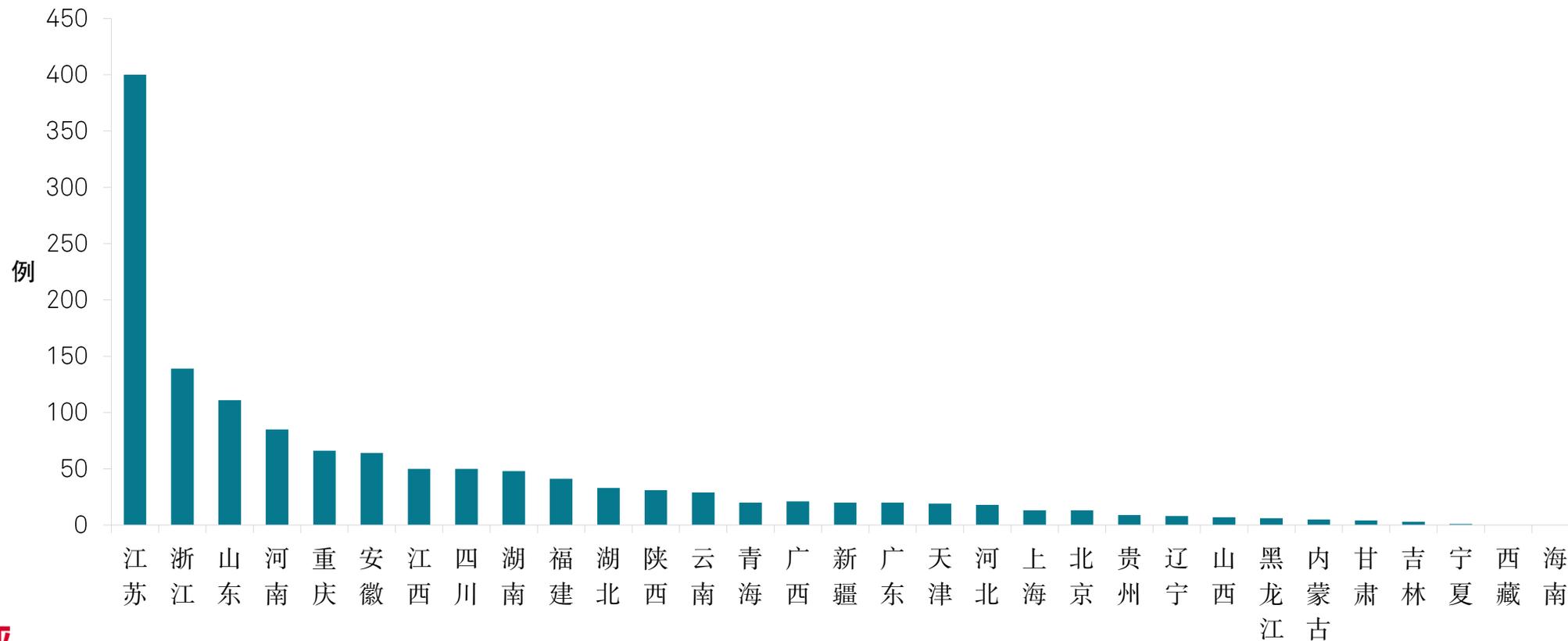
## 城投企业退出平台名单情况



# 城投陆续退出平台名单

- 从地域来看，江苏省数量最多，江苏也是获得隐债置换债券额度最多的省份，浙江、山东、河南排名靠前；从层级来看，区县级及以下平台较多。

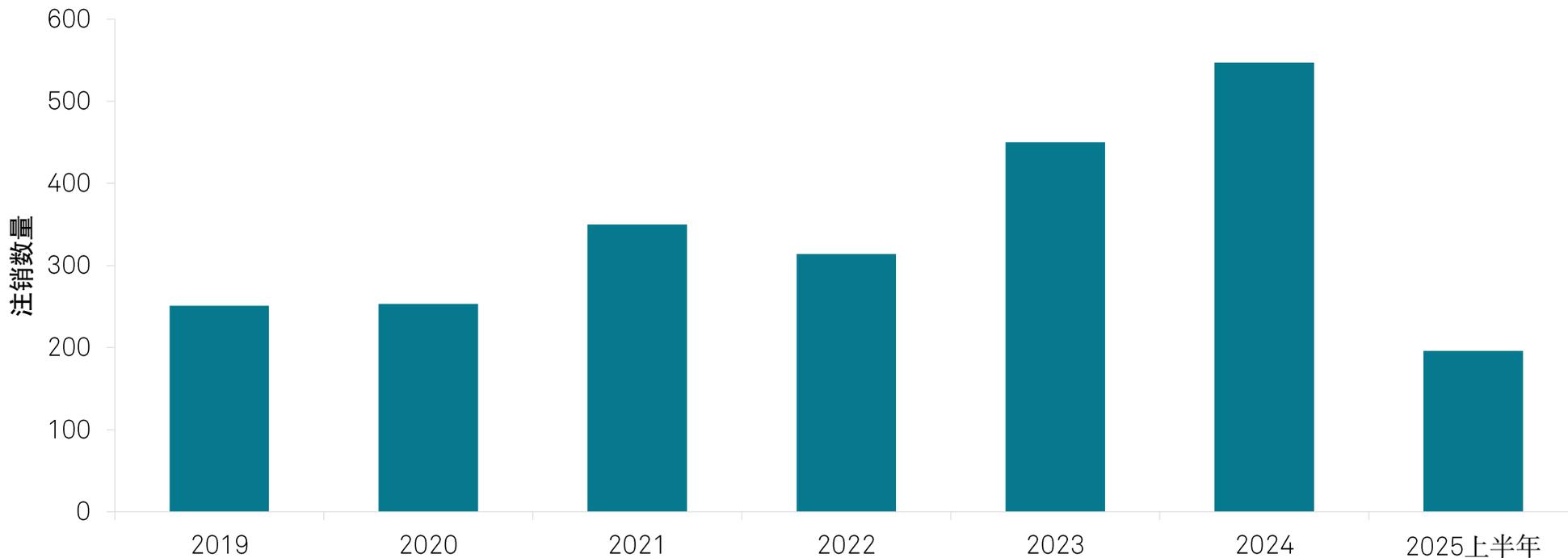
## 2023年以来城投退平台统计



# 城市建设企业注销数量增加

- 我们注意到，化债加码以来，城市建设企业注销数量增加。
- 部分区域已经着手压降平台数量。以重庆市为例，2024年，重庆市累计压减国企法人1191户，市属国企实际运行的全级次企业法人由2023年底的2260户压减至1069户。

化债加码后，城市建设企业注销数量增加



# 分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨, CFA, FRM

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

©版权所有2025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。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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（包括且不限于收入损失、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，除非其注册为该类机构。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.spqchinaratings.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。