

严监管压力下的 364 境外债 ——弱资质城投面临高成本与流动性博弈

2025 年 7 月 8 日

要点

- 近期城投“364 境外债”的新增发行，体现了相关区域在财政和再融资压力偏紧的情况下与监管的博弈。2025 年以来至今，中国城投企业在境外债券市场共发行 11 只 1 年期以下债券，主要集中在河南、山东、福建等省份的区县级城投企业，其中新增“364 境外债”发行人主要为河南省洛阳、开封、郑州市的区县级城投和山东省临沂市园区城投。
- 随着监管政策收紧，特别是对一年期以内境外债券的严格规定出台，依赖高息短期债券进行融资的空间正迅速缩小，资质较弱的低层级城投企业再融资面临严峻挑战。

2025 年 1 月 1 日至 2025 年 7 月 7 日，共有 9 家城投企业在境外债券市场发行了 11 只“364 境外债”，累计募集资金总额约为人民币 50 亿元。其中，以人民币计价的城投点心债发行金额达到 29 亿元，发行主体涉及河南省洛阳、三门峡、郑州，山东省临沂、德州等地；其余的 3 亿美元城投美元债发行主体均为晋江市路桥建设开发有限公司。2025 年“364 境外债”票面利率处于 6.25%~8.50%。

“364 境外债”的发行不仅是城投融资策略的一部分，还涉及到绕开监管约束和突破新增融资限制等复杂因素。2025 年发行的“364 境外债”中，既有利于借新还旧的部分，也有新增融资的情况。新增融资普遍采用人民币计价，或是为了规避外汇备案要求并简化发行流程。此外，由于离岸人民币短期境外债的发行人资质通常较弱，加上市场对境外债政策进一步收紧的担忧，这类债券的发行利率显著高于境内债券的发行利率。

“364 境外债”主要依赖担保或维好协议进行增信，而备用信用证作为增信手段已退出短期境外债市场。从发行方式来看，大多数“364 境外债”通过直接发行的方式完成，部分区县级和园区级别的城投则选择了担保或维好协议的形式。自 2024 年 3 月以来，由于商业银行受到窗口指导不再为 364 天期限的境外债券提供备用信用证，这一变化直接导致了该类型债券的发行量骤降至零。增信方式的变化标志着市场转向更为严格的监管环境和不同的增信机制，也是城投企业在严监管形势下为寻求增信支持采取的适应性策略。

研究员

邓灵

北京

+86-10 6516 6054

Ling.deng@spgchinaratings.cn

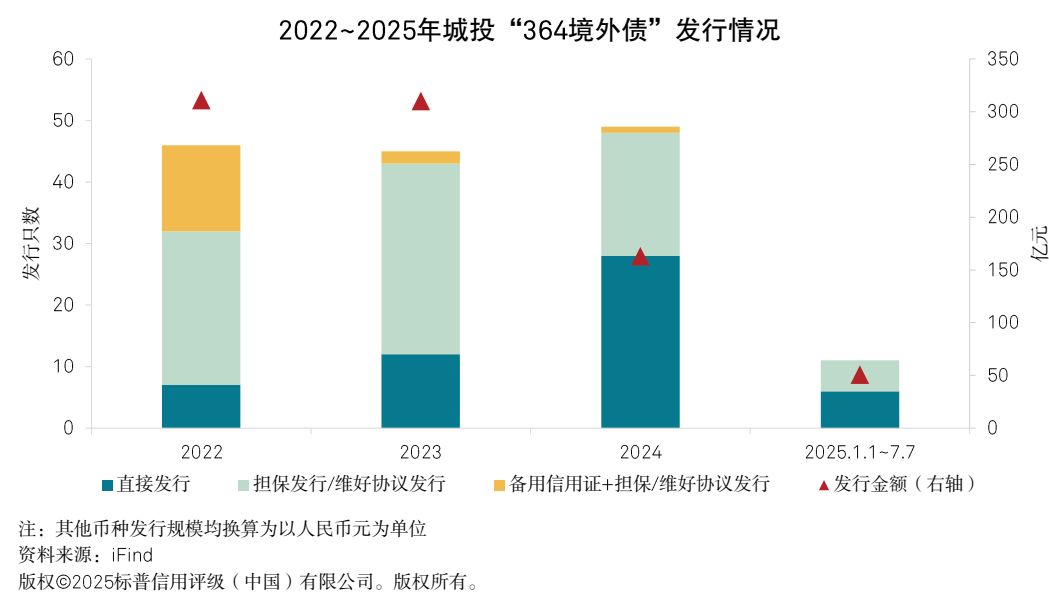
王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

图1



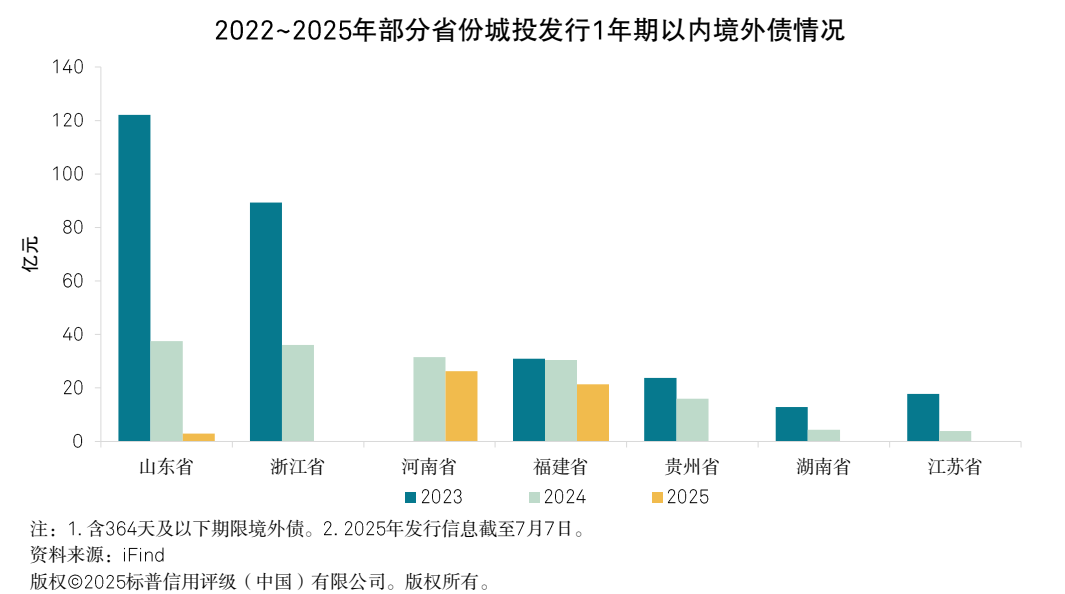
我们发现，2025 年“364 境外债”发行集中于河南、山东，凸显部分区域城投企业资金紧张。河南省是新增“364 境外债”的主要发行区域，其再融资压力和流动性紧张问题较为突出。该省境外债发行呈现出以下特征：一是发行金额较大、发行成本较高，且发行主体逐渐下沉至区县级平台。2024 年，河南省在境外债券市场上表现活跃，共发行了 21 只 1 年期以内境外债，总额达到人民币 32 亿元，这些债券的主要发行人是省内地级市（主要为郑州路桥建设投资集团有限公司，发行 11 只合计约人民币 10 亿元）及区县级平台，票面利率处于 7.5%~8.5% 之间。进入 2025 年，截至 7 月初，省内城投发行“364 境外债”人民币 26 亿元，其中地市级城投发行量下降，发行人主要为洛阳、三门峡、郑州、开封等地区县级平台，以及省、市级城投子公司，发行利率仍较高，在 6.5%-8.5%。二是新增主体数量多。2025 年 5 家“364 境外债”新发行主体中，有 4 家来自河南省（新密市财源投资集团有限公司、洛阳高新创汇集团有限公司、河南省盛大城市建设发展有限公司、新安县宏发投资集团有限公司）。这表明，在境内融资受限后，该省部分区县级或弱资质城投转向了成本较高的境外市场以缓解资金压力。其中，郑州、洛阳等地的地市级及区县级平台自 2024 年以来陆续出现非标融资相关的负面舆情，洛阳部分非标融资成本普遍超过 8%，反映了区域内较高的资金成本压力。

此外我们也注意到，近期河南省发布了《河南省国有企业境外债券管理暂行办法（征求意见稿）》，对 1 年期及以下的境外债券提出了严格规定，包括事先取得出资人机构的决策同意等要求。对政策窗口期关闭的担忧或促使部分主体集中进行债券发行。

相比之下，山东省境外债发行呈现明显的政策调控特征：山东省在 2023~2024 年间是境外债尤其是 1 年期以内城投境外债的主要发行省份，但近一年来，随着该省强化债务管理和落实化债政策，城投发行短期境外债的频率有所降低。尽管如此，山东省的部分地区仍面临较高的融资成本和非标债务风险。2025 年山东省的 1 年期以内境外债发行主体涉及临沂市齐河县城投和德州市园区域城投，其中齐河县 2024 年已出现非标融资舆情。截至 2025 年第一季度末，山东省存量境外债总额超过人民币 1800 亿元，其中超过 300 亿元将于 2025 年内到期，存量压力较大。该省城投“364 境外债”发行利率达到 7%，仍处于较高水平。

福建省 2023 年以来亦保持较高规模的 1 年期以内境外债发行，发行主体主要为泉州市晋江市和漳州市地方国企，且呈现明显的债务滚续特征。其中 2023 年以来晋江市路桥建设开发有限公司持续通过发行 1 年期以内美元债来进行再融资活动，其票面利率稳定在 6.0%~6.5% 左右。我们还注意到，《国务院关于 2024 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》提到了山东临沂和福建晋江两地存在违规新增隐性债务的行为，或反映了相关区域在财政和城投再融资方面的较大压力。

图2



我们认为，当前境内城投债虽呈现低利差与保兑付的“表面平静”，但境外债市场却潜藏诸多不稳定因素。尤其是短期境外债券的发行主体正逐步下沉至资质较弱的区县级城投平台，尽管此类融资在短期内缓解了资金压力，但其高成本与短久期特性决定了这一模式难以持续。在河南、山东等部分地区，通过境外债券及非标融资渠道所反映出的资金紧张问题尤为突出。随着监管趋严和政策窗口逐步收窄，依赖高息短期债券融资的空间正在缩小，给相关城投企业带来严峻挑战，也进一步凸显了高层级地方政府加强债务管理和化债支持的重要性。

附录：涉及标普 PCA 主体

发行主体/信用主体名称	主体信用质量
福建省晋江市建设投资控股集团有限公司（担保方）	aaa
新密市财源投资集团有限公司	a 序列
新安县发达建设投资集团有限公司（担保方）	bbb 序列
齐河城投建设集团有限公司（维好协议）	b 序列

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©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）的附属企业。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。