

票面利率大于 3%的城投成色如何？

2025 年 11 月 11 日

要点

- 受负面舆情影响，山东、河南、四川成为城投高收益债券发行规模较大的省份。高收益债券票面利率高度集中在 3.0%-3.5%的区间，利差区分度有限。
- 市场对非舆情地区的规避超越单一债务率指标。在地方债务管控普遍强化的背景下，政府支持意愿已普遍提升，地区的支持能力更为重要。
- 部分宏观指标无硬伤地区出现高收益主体，需归因于个体因素（如平台层级低、职能边缘化等），即便好地区的一般平台也可能被市场规避。
- 未来化债与转型资源将优先向头部平台倾斜，职能弱、层级低、不具备市场化转型条件的平台或面临被整合或退出市场的风险。

分析师

任映雪

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

曹艺馨

yixin.cao@spgchinaratings.cn

张任远

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

当前的低利率环境下，城投债的票面利率和发行息差也持续下行，价值挖掘成为市场普遍关注的热点，本文对 2025 年 1-8 月发行票面利率高于 3%的城投债进行梳理，从区域有无负面舆情、区域经济、财政、债务率等多个角度对发行人进行分析，力求为债券市场投资者提供有价值的信用风险参考。

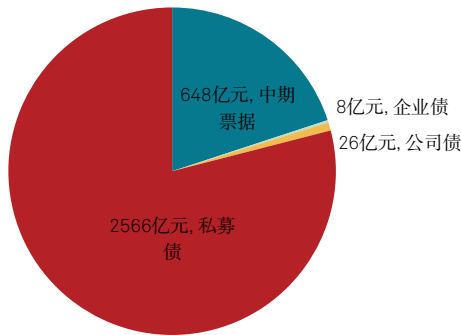
哪些主体发债成本高于 3%？样本总体结构透视

本文将票面利率高于 3%的城投债界定为高收益债券，其发行主体即为高收益主体。2025 年 1-8 月，全国共新发行此类债券 575 笔，涉及发行人 353 个。从发行方式看，私募债（含 PPN）是高收益债券的主要来源。从利率分布看，67%的债券票面利率处于 3.0%-3.5%区间，23%处于 3.5%-4.0%区间，而利率超过 4%的不足一成。其中，贵州、广西、山东三省的高收益债券中票面利率超过 3.5%的发行规模占比较大。

从省份分布看，高收益主体数量前五的省份依次为山东、河南、四川、重庆与湖南；其中，山东与河南的占比尤为突出。值得注意的是，这些高收益主体集中的区域，也正是近年来城投信用风险舆情的高发区。

图1

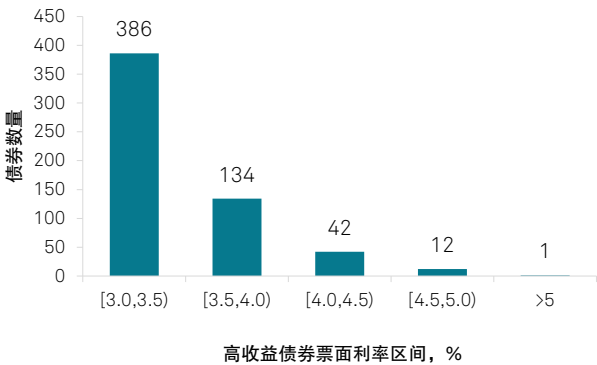
私募债是高收益债券的主要来源



注：图为高收益债券发行品类结构，金额为债券实际发行规模。私募债含定向工具PPN。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图2

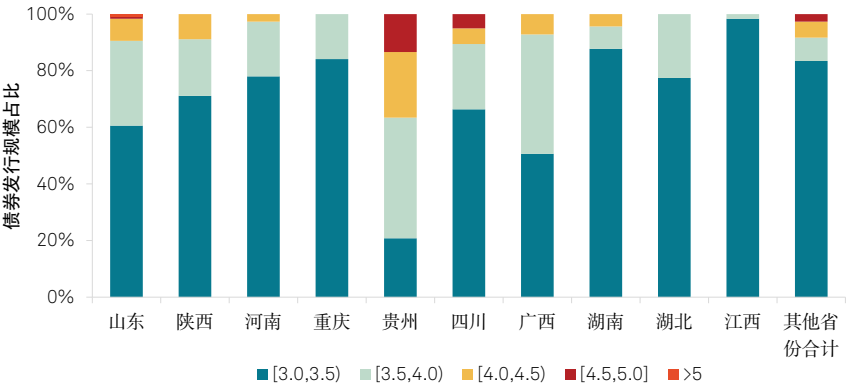
高收益债券票面利率集中在3.0%-3.5%



资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

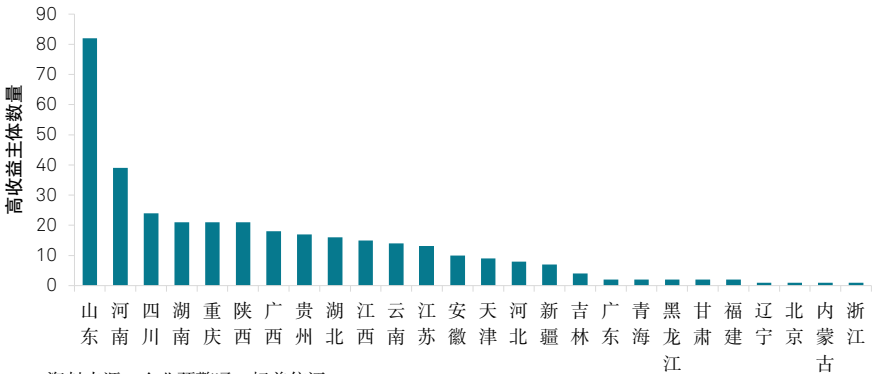
主要省份高收益债券利率区间分布



资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4

高收益债券发行主体省份分布



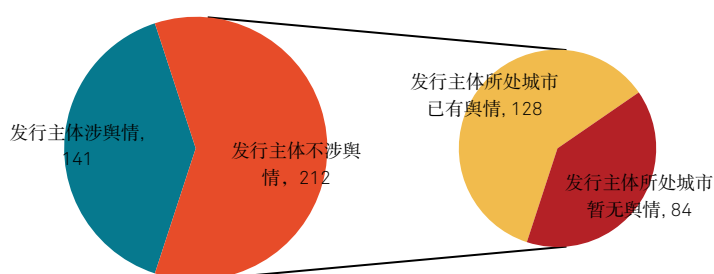
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们进一步依据公开信用舆情对高收益主体进行分类。统计范围涵盖 2020 年初至 2025 年 9 月末的银行票据逾期，以及信源明确的可查非标负面舆情（含债务主体及相关担保方）。为了简化处理，在统计银行票据逾期时，我们的口径是：只要在统计期间内曾发生逾期，即被认定为存在舆情，暂不考虑此后是否已结清。需要说明的是，受公开信息可得性所限，本次统计可能无法穷尽所有的信用风险事件。

在全部高收益主体中，直接涉及负面舆情的占比 40%（141 家），其余 60%（214 家）则未直接涉及。在这 214 家主体中，有 128 家所在的城市已存在其他涉舆情主体；而其余 84 家主体所处城市，则基于公开信息暂未发现负面舆情。

图5

高收益主体涉负面舆情情况



资料来源：企业预警通，标普信评。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

下文将依据高收益主体所在城市是否涉及负面舆情，对其进行分类，并探究两类主体的特征与成因。

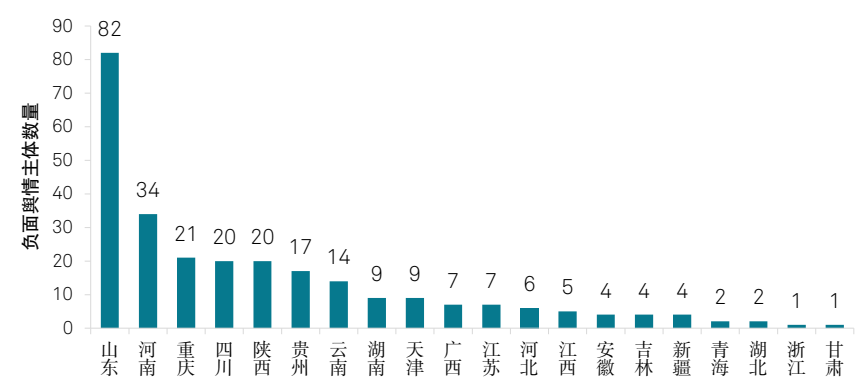
涉负面舆情的高收益主体透视：标债与非标分化，区域负重前行

我们认为，在地区财力持续承压的背景下，已涉舆情主体债券与非标债务的信用分化将长期存在。城投平台预计仍将优先保障标准化债券的兑付，这意味着非标债务的风险远未消除，存量化解将是一个漫长过程。涉舆情高收益主体高度集中于山东、河南、陕西等省份，其中山东省的占比最为突出，上述三省恰恰也是 2025 年 1-9 月涉舆情地区中债券发行规模最大的区域。这些地区面临的核心挑战在于，如何在化解存量风险的同时，为未来的到期债务偿付谋划并争取足够资源。

本部分图表的统计口径包含两类高收益主体：已涉负面舆情的主体、所处城市已存在负面舆情的主体。

图6

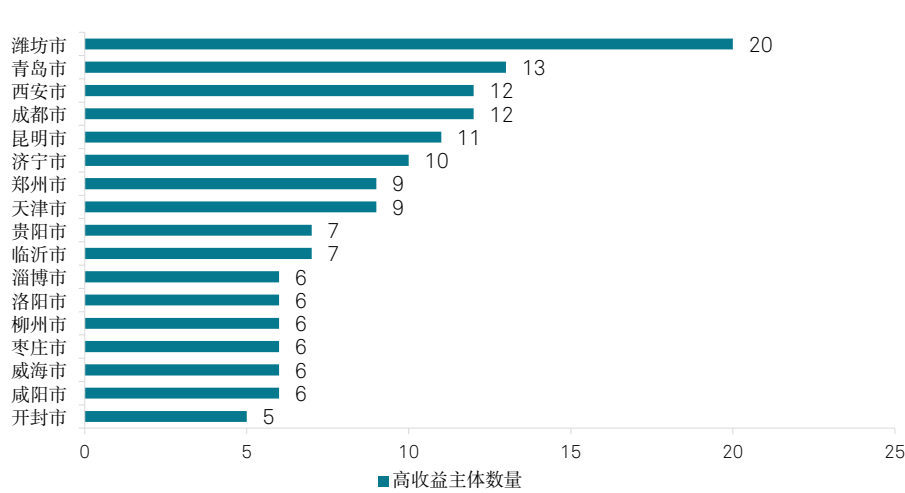
涉负面舆情高收益主体的省份分布



资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图7

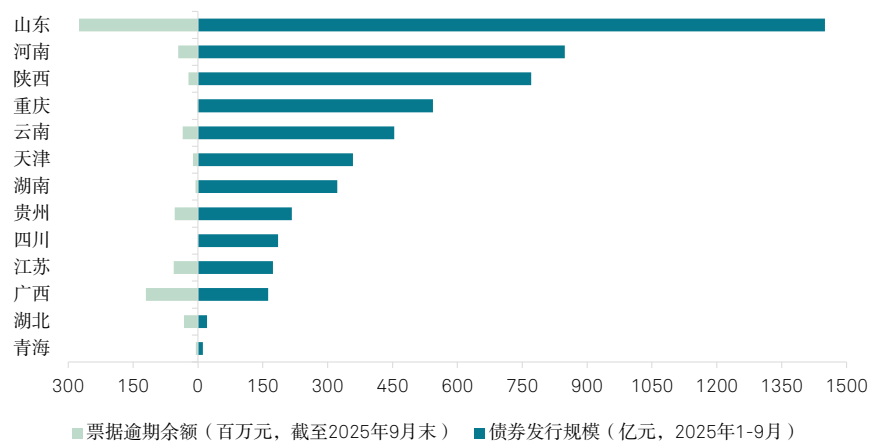
涉负面舆情高收益主体最多的城市



注：展示高收益主体数量5个及以上的城市。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图8

高收益主体的公开债券融资和负面舆情爆发并存



注：展示高收益主体票据逾期余额>0的省份。
资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未来一年，部分涉舆情地区仍面临较重的债务到期压力，再融资工作将在负面舆情干扰下艰难推进。我们预计，到期债券大概率可通过借新还旧实现滚续，但非标等债务的再融资仍面临较大压力。对于其中存量债务规模大，但债券融资占比低的地区，非标债务接续挑战尤为严峻。与此同时，海外融资渠道持续收缩，进一步挤压了高收益主体的融资空间。2025 年 1-9 月，城投海外债共发行 323 笔，发行总额折合 398 亿美元，山东、江苏、福建、四川、浙江发行总额较高；发行利率仍然较高，票面利率在 5% 及以上的占比超过 6 成；发行期限仍以 3 年期及以上为主，364 天期限债券虽占比低，但存在共性——发行人多为河南、山东等区县级/园区平台，层级一般，票面利率绝大部分超过 6%，反映出这些区域融资压力较大。后续需重点关注涉舆情地区集中资源自救的举措、化债资金的分配与到位效率，以及存量舆情的实际化解进展。

表1

涉负面舆情高收益样本主体指标统计

省份	高收益主体数量	带息债务	存量债券	一年内到期债务	一年内到期债券	存量债券在带息债务中占比	一年内到期债券在到期债务中占比	票据累计逾期发生额	票据逾期余额
山东	82	12,174	3,938	2,091	985	32%	47%	45.6	2.8
河南	34	6,792	2,159	991	398	32%	40%	9.4	0.5
重庆	21	3,933	1,492	640	359	38%	56%	1.0	0.0
陕西	20	7,886	1,607	1,728	496	20%	29%	5.1	0.2
四川	20	4,137	747	913	151	18%	17%	0.9	0.0
贵州	17	3,912	695	509	106	18%	21%	21.4	0.5
云南	14	7,127	994	781	565	14%	72%	5.2	0.4
湖南	9	3,133	929	467	274	30%	59%	0.1	0.1
广西	7	2,599	623	702	169	24%	24%	2.8	1.2
江苏	7	1,520	385	238	121	25%	51%	1.1	0.6
河北	6	1,576	500	274	137	32%	50%	0.0	0.0
江西	5	1,677	384	191	81	23%	42%	0.3	0.0
安徽	4	1,439	455	287	132	32%	46%	0.0	0.0
吉林	4	2,960	318	327	98	11%	30%	0.0	0.0
湖北	2	206	40	46	25	19%	53%	0.3	0.3
青海	2	499	63	21	0	13%	0%	0.2	0.0

注：单位为亿元。展示样本所处主要省份，债务类指标截至2025年6月末。
资料来源：ifind，企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

未涉负面舆情的高收益主体透视：风险究竟源于何处？

样本显示，有相当规模的高收益主体来自暂未识别到负面舆情的城市，这些主体多集中于湖北、湖南、广西、江西等省份，亦有个案散见于广东、福建、北京等综合实力较强的省份。

本部分图表的统计口径为：自身及所在城市均未涉及负面舆情的高收益主体。

图9

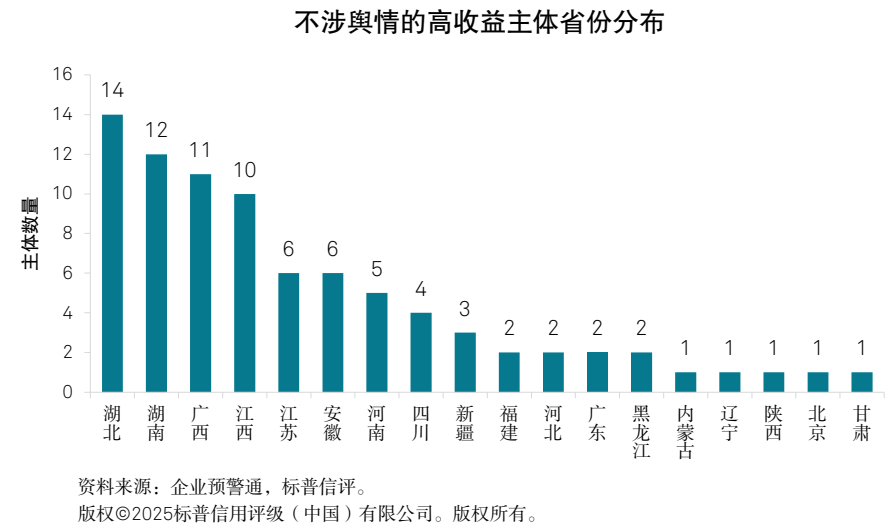
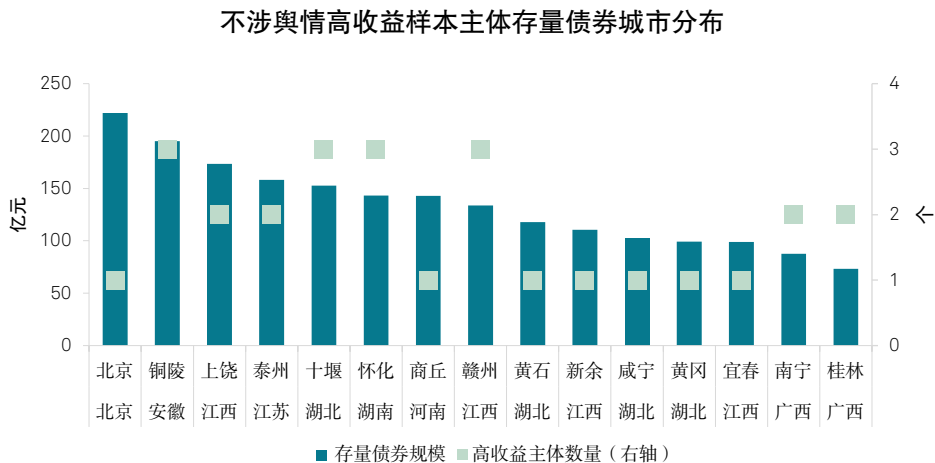


图10



为评估上述存在高收益主体地区的特征，我们选取了 GDP、一般公共预算收入、财政自给率及地区债务率等关键指标，基于全国约 450 个城市的数据进行分档。具体而言，经济与财政实力，对应 1-4 档，由强到弱；债务率水平，对应 1-4 档，由低到高。我们将存在高收益主体的样本城市置于此全国基准中，观察其各项指标所处的相对档位。

约 450 个城市关键指标档位分布

表2

单位：亿元	经济、财政				债务率		
	经济、财政档位	GDP	一般公共预算收入	财政自给率	债务率档位	债务率	
25%分位	4档	814	49	24%	1档	1	784%
50%分位	3档	1803	109	36%	2档	2	1018%
75%分位	2档	3442	216	54%	3档	3	1346%
	1档	>3442	>216	>54%	4档	4	>1346%

注：数据时点为2024年。全样本城市中，部分城市存在指标缺失的情况。债务率=(城投平台带息债务+地方政府债务)/一般公共预算收入

资料来源：企业预警通，DM，ifind，标普信评。

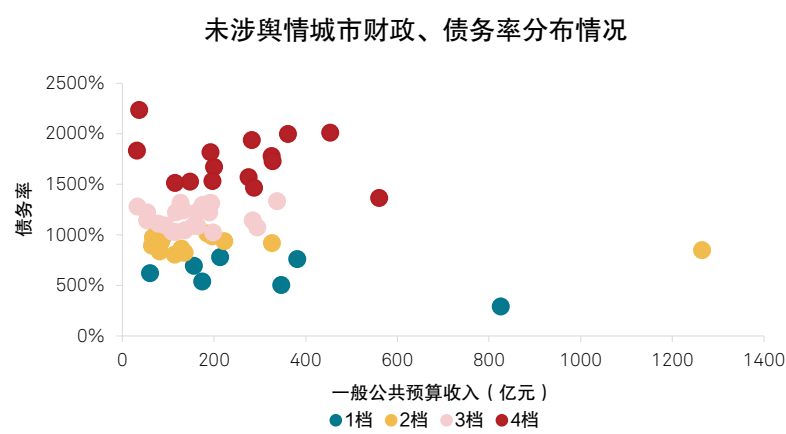
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

基于上述评估框架，我们对未识别负面舆情但存在高收益主体的城市，主要有以下三点观察：

观察 1：高收益主体并非仅集中于高债务率地区，其在财力中等、债务率不高的地区亦大量出现，说明市场并非单纯规避高债务率地区。

样本显示，在 64 个存在高收益主体的非舆情城市中，仅有 15 个属于高债务率地区，其余超过七成均未处于债务率最高档。我们认为，这表明在发展中化债的思路下，投资者的规避逻辑并非仅针对高债务率，更关键的是审视区域的综合经济财力，即其解决债务问题的根本实力。

图11



观察 2：债务率较高的城市，其经济与财政实力差异显著。

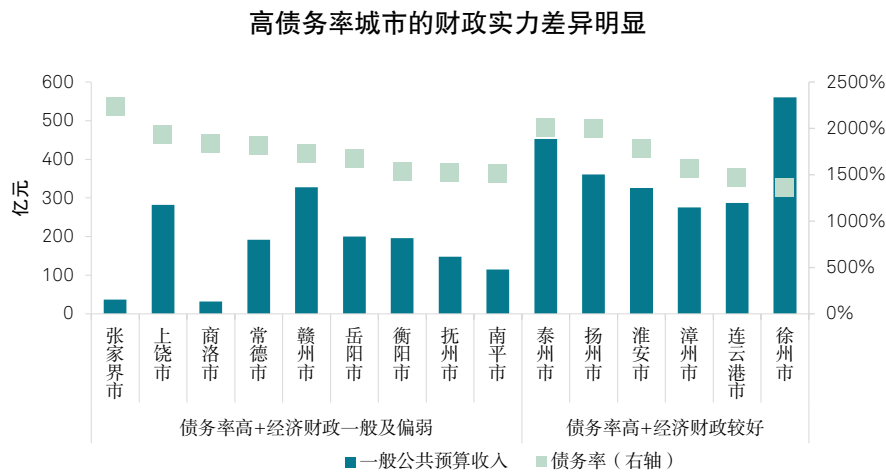
在债务率较高的城市中，经济财政实力分化显著：少数城市财力尚可，但更多城市则实力一般或偏弱（界定标准为：GDP、一般公共预算收入或财政自给率任一指标处于第 3 档或更弱）。我们认为，在地方债务管控普遍强化的背景下，政府的支持意愿已普遍提升，但对于高债务率地区而言，其支持能力更为关键。“高债务、弱财力”地区的风险系数相对更高。

表3

分类	城市	GDP	一般公共预算收入	财政自给率	债务率
债务率高+经济财政一般及偏弱	张家界市	4	4	4	4
	上饶市	1	1	3	4
	商洛市	3	4	4	4
	常德市	1	2	3	4
	赣州市	1	1	3	4
	岳阳市	1	2	3	4
	衡阳市	1	2	3	4
	抚州市	2	2	3	4
	南平市	2	2	3	4
债务率高+经济财政较好	泰州市	1	1	1	4
	扬州市	1	1	2	4
	淮安市	1	1	2	4
	漳州市	1	1	2	4
	连云港市	1	1	2	4
	徐州市	1	1	2	4

资料来源：企业预警通，DM，ifind，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12



资料来源：DM，ifind，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

观察 3：部分高收益主体所在城市未出现舆情，且各项指标亦未显现明显短板，高票面利率需归因于个体因素。

指标“无明显短板”的城市是指经济与财政指标均不弱于第 3 档，且债务率未处于最高第 4 档的城市。此类城市出现高收益主体的原因各异，可能包括：投资者对所在省份的规避情绪、平台自身地位边缘、或是发行利率窗口不利等。对此，投资者需对主体及债券进行具体分析及甄别。

表4

城市	GDP	一般公共预算收入	财政自给率	债务率
北京市	1	1	1	1
乐山市	2	2	2	3
宣城市	2	2	2	3
南宁市	1	1	2	1
九江市	1	1	2	2
宜春市	1	1	2	3
沧州市	1	1	2	1
秦皇岛市	2	2	2	1
焦作市	2	2	2	2
孝感市	2	2	2	2
宜昌市	1	1	2	3
荆门市	2	2	2	3
长沙市	1	1	1	2
沈阳市	1	1	1	1

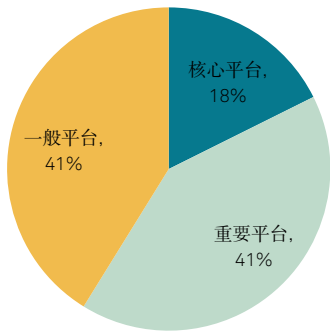
资料来源：企业预警通，DM，ifind，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

针对无硬伤地区的高收益主体，我们依据平台定位将其划分为三类：核心平台（市级主要平台，股权层级高、资产规模大、业务覆盖广）；重要平台（其他重要市级平台或头部区县平台）；一般平台（股权层级较低的市/区级平台或中下游区县平台）。

样本数据显示，核心平台占比仅 18%，而一般平台超过 40%，表明投资者对平台定位进行差异化的风险定价。即便在实力良好的城市，低层级的一般平台也可能因职能定位偏弱而不被市场偏好。我们认为，未来化债与转型资源将优先向头部平台倾斜，职能弱、层级低、不具备市场化转型条件的平台或面临被整合或退出市场的风险。

图13

“无短板”城市高收益主体构成：一般平台占比4成



资料来源：企业预警通，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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。