

化债利好压降利差，政策收紧加快转型 ——2024 年一季度城投债市场分析与展望

联合资信 公用评级四部 | 张婷婷 | 孙婧 | 王震雷

摘要

- 2024 年一季度，特殊再融资债券和金融机构参与化债等“一揽子化债方案”有序推进，“统借统还”和“央行 SPV”等化债新手段陆续落地。
- 城投债发行及净融资情况环比有所改善，发行期限有所拉长，城投债发行进一步向高等级城投主体集中。城投债发行利率和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。
- 弱区域弱资质城投企业流动性压力短期内得以阶段性缓解，但长期来看债务化解取决于地方经济及城投企业自身发展；随着新增融资渠道收紧，城投企业利息偿付压力仍然较大。
- 城投企业转型发展需求加大，区域资源禀赋的差异或将导致城投企业转型过程中呈现分化态势，转型过程中需警惕城投企业重要性及与地方政府关系的变化。
- 2024 年各季度城投债到期兑付压力不减，部分城投债到期规模较大且债务负担较重地区的偿付压力情况仍有待关注。



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



一、政策环境

2024 年一季度，特殊再融资债券和金融机构参与化债等“一揽子化债方案”有序推进，“统借统还”和“央行 SPV”等化债新手段陆续落地。同时，监管部门对化债政策进一步补充和细化，城投企业融资政策延续收紧趋势。

2024 年一季度以来，特殊再融资债券延续发行，金融机构参与化债继续有序实施，同时，重点省份城投企业公司债“统借统还”和“央行 SPV”等化债新手段陆续落地。2024 年 2 月，贵州、天津分别发行 324.58 亿元和 201.8 亿元特殊再融资债；贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司发行 5 年期、18 亿元的公司债券偿还区域内城投企业的到期债券本金，在不增加区域整体债务余额前提下，通过优质主体发行债券承接弱资质城投企业的债务，实现以时间换空间，以低息换高息，短期内缓解了弱资质平台的流动性风险；3 月，银川市完成了 26.14 亿元的银行贷款置换存量债券和非标债务工作，金融机构参与化债有序推进；同时，柳州市落地了首笔 46 亿元的央行应急流动性支持（SPV）资金。

此外，继“35 号文”和“47 号文”之后，2024 年 3 月，“14 号文”提出 12 个重点省份外的 19 个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区（以地级市为主），获批后的地区参照 12 个重点省份的政策开展化债。监管部门对化债政策进一步补充和细化，城投企业融资政策延续收紧趋势。

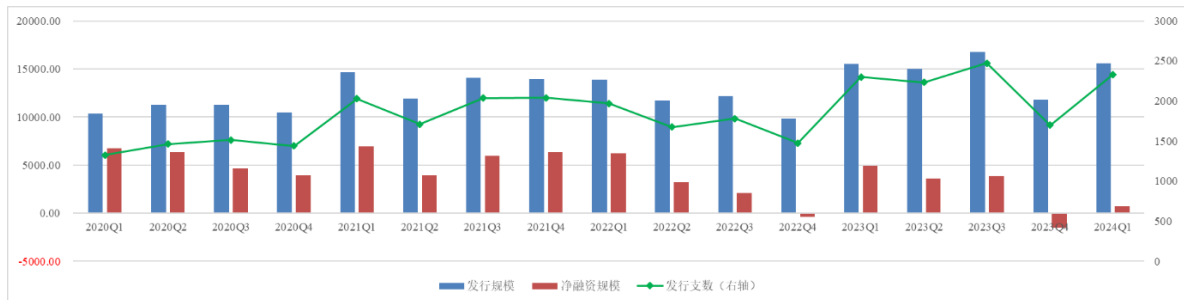
二、一季度城投债市场回顾

一季度，城投债发行及净融资情况环比有所改善，发行期限有所拉长，但行政层级较低、弱资质主体融资规模继续压降且持续呈现净偿还，城投债发行进一步向高等级城投主体集中。35 号文实施以来，除重庆城投债保持较大规模净流入外，其他重点省份均持续表现为净偿还或紧平衡。一季度，各级别各期限城投债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发行利差降幅显著，但云南发行利率和利差仍居高位，再融资环境仍有待改善；部分非重点省份发行利差高于全国平均水平，其再融资环境亦有待关注。

2024 年一季度，城投债发行规模 1.56 万亿元，发行规模同比及环比分别增长 1.52% 和 31.86%，环比改善明显；净融资方面，一季度城投债实现净融资 728.30 亿元，受当期城投债到期偿还规模较大的影响，净融资同比大幅下降 85.64%，但环比表现好转，由 2023 年四季度的净偿还转为净流入。2023 年四季度特殊再融资债券发行重启以来，城投债提前偿还规模持续较大，2024 年一季度城投债提前偿还规模约 800 亿

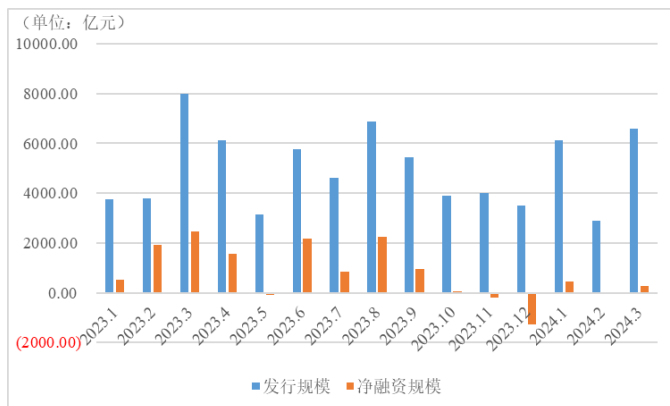
元，其中安徽、浙江、湖南和贵州提前偿还规模均在 100 亿元左右。

发行期限方面，1 年期以下债券发行规模占比 24.87%，同比下降 12.53 个百分点，3 年期以上债券发行规模占比 40.04%，同比上升 13.89 个百分点，城投债发行期限有所拉长，且超长期城投债频现，一季度发行 10 年及以上期限的城投债 49 只、发行规模占比 3.26%，超长期城投债募集资金主要用于偿还有息债务。其中，天津发行的中长期城投债规模占比大幅上升至 70.14%，新发债券期限结构明显优化；而云南发行的短期城投债规模占比仍接近一半，债券短期化趋势仍较为突出。



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



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2 2023 年以来城投债分月发行和净融资情况

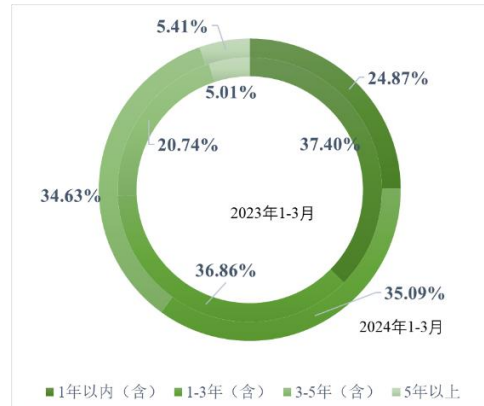
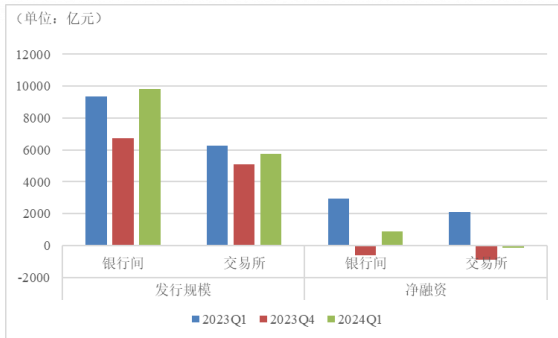


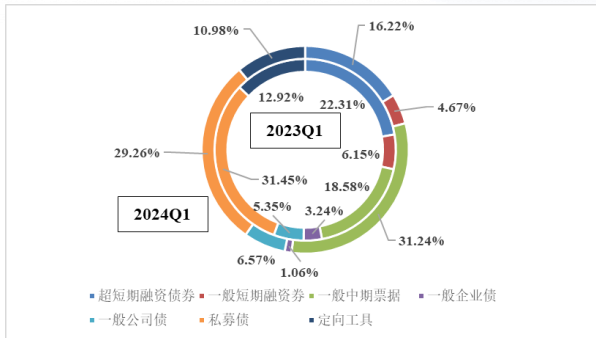
图 3 城投债发行期限情况

发行品种方面，一季度，银行间产品发行规模同比环比均有所增长，环比增长尤为明显，其中中期票据发行规模同比及环比增幅均超过 65%，定向工具发行规模环比增长近 50%、同比下降约 15%；交易所产品（含企业债）同比略有下降、环比增长约 12%，其中企业债发行规模收缩明显，仅为上年同期的三成左右。净融资方面，银行间产品和交易所产品净融资额同比均明显下降，交易所产品整体表现为净偿还，银行间产品净融资环比改善较为明显。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

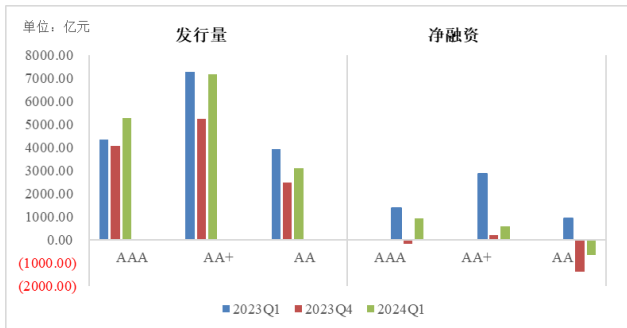
图4 不同市场城投债发行量及净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

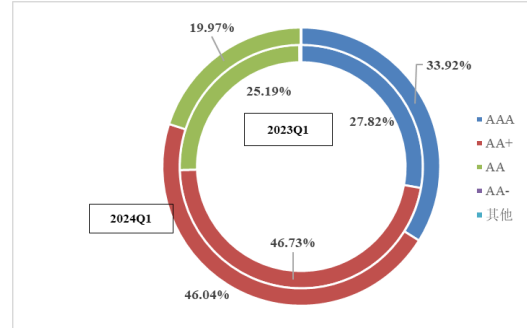
图5 城投债发行品种分布变化情况

从主体信用等级来看，一季度，AAA级、AA+级主体发行规模和净融资额环比均有所增长，AAA级发行规模同比保持增长，AA+级同比基本持平，受当期偿还规模较大影响，净融资同比呈不同程度的下降，但均保持净流入；AAA级、AA+级主体发行规模占比合计近80%，占比较上年同期上升约6个百分点，城投债发行进一步向高等级城投主体集中。AA级主体城投债发行规模同比下降20.82%，占比（19.97%）较2023年四季度（21.14%）进一步压降，净融资虽环比有所改善但持续呈现净偿还，弱资质的城投企业面临较大的再融资压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

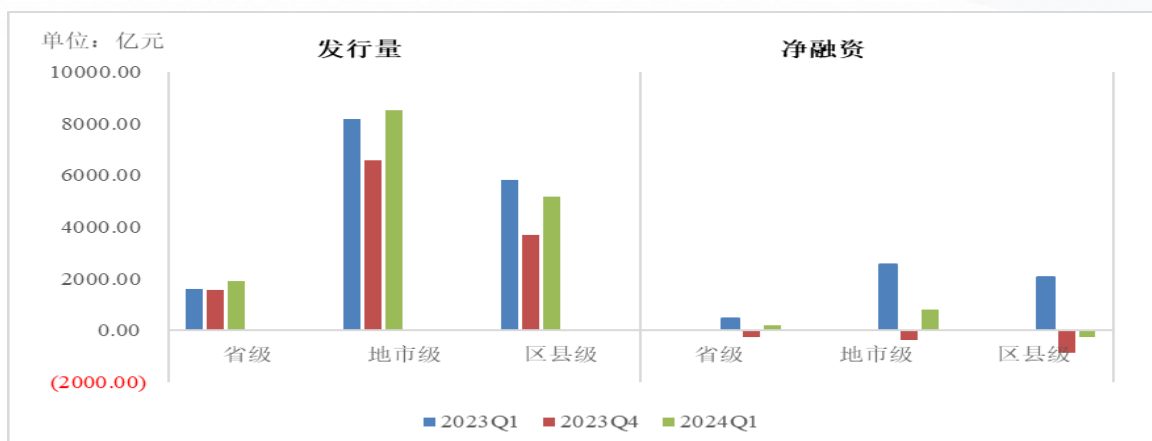
图6 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图7 城投债发行主体分布变化情况

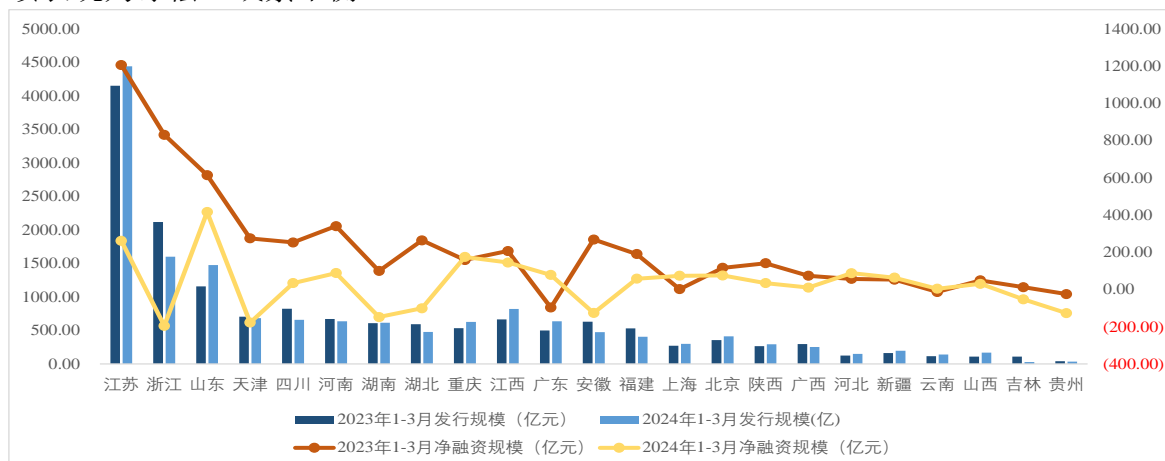
从行政层级看，一季度，省级和地市级主体城投债发行规模同比环比均保持增长，净融资环比有所改善、同比均明显下降。此外，区县级城投主体发行规模同比下降约11%，且持续呈现净偿还。2023年下半年城投融资政策收紧以来，一季度各级别城投主体融资情况环比有一定改善，但区县级城投企业融资仍存在较大压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

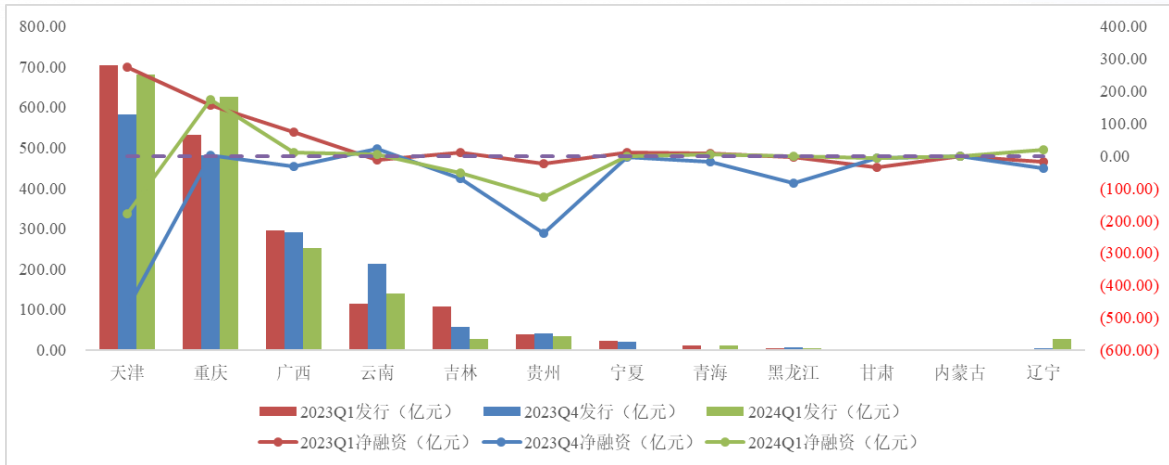
图8 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

分区域来看，35号文实施以来，重点省份和非重点省份城投债发行规模及净融资差异逐步拉大。具体来看，一季度，江苏、浙江和山东城投债发行规模仍排名前三位，合计占比超过50%；而12个重点省份城投债发行规模合计1803.54亿元，同比下降1.50%，占当期城投债发行总量不足12%，其中天津、重庆、广西和云南发行规模相对较大，其他重点省份发行规模均低于35亿元。净融资方面，大部分非重点省份净融资保持净流入；重点省份中，除重庆净融资174.02亿元外，其他重点省份持续表现为净偿还或紧平衡。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图9 一季度各地区城投债发行和净融资规模及变化情况

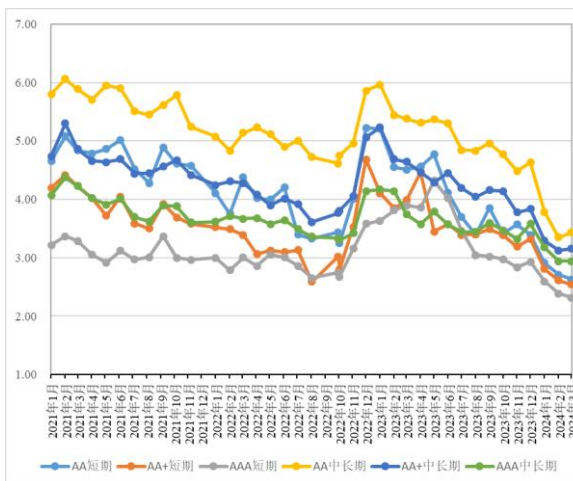


注：内蒙古和宁夏 2024 年一季度未发行城投债；青海省、内蒙古、西藏 2023 年三季度未发行城投债；内蒙古和辽宁 2023 年一季度未发行城投债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 重点省份城投债发行及净融资规模情况

发行成本方面，随着一揽子化债政策的持续落地，加之结构性资产荒下市场对城投债整体偏好的抬升，一季度，各级别各期限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。以 AA+级中长期城投债为例，各省平均发行利率和平均发行利差同比环比均明显下降，其中贵州、天津、广西、重庆等部分重点省份城投债发行利率和发行利差降幅显著，贵州发行利率和发行利差降至全国平均水平以下，部分弱区域城投企业短期内融资成本较明显下降，而云南的发行利率和发行利差仍居高位，再融资环境仍有待改善；非重点省份中，山东、河南和山西等地区的发行利差高于全国平均水平。



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: %)

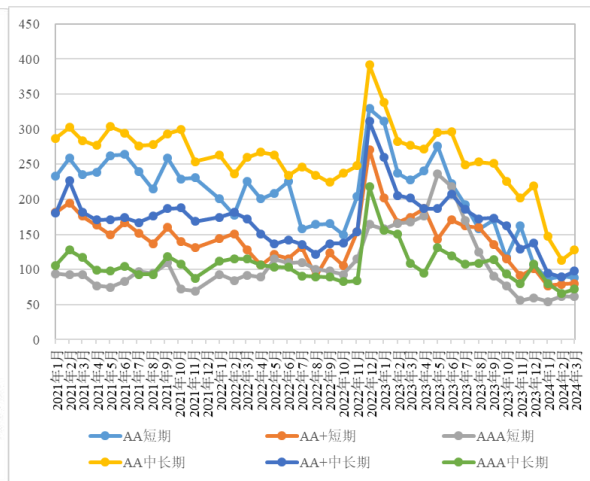
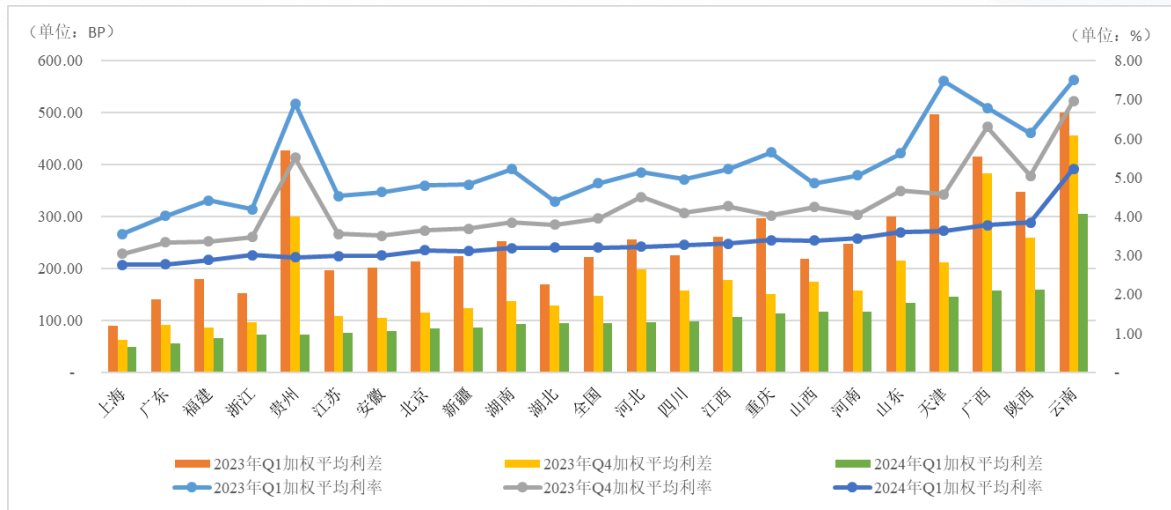


图 12 发行利差走势 (单位: BP)

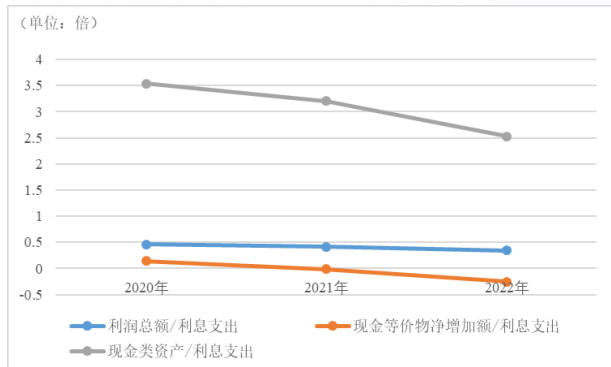
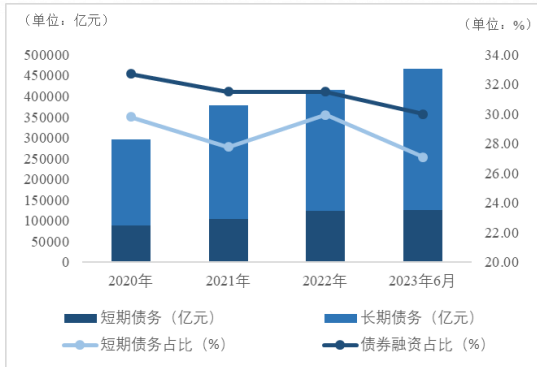


注：西藏、海南、宁夏、黑龙江、吉林、内蒙古、甘肃 2024 年一季度无 AA+ 中长期城投债发行，青海 2023 年四季度无 AA+ 中长期城投债发行，辽宁 2023 年一季度无 AA+ 中长期城投债发行
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 AA+级中长期城投债发行利率和发行利差变化情况

三、展望

弱区域弱资质城投企业流动性压力短期内得以阶段性缓解，但长期来看债务化解取决于地方经济及城投企业自身发展；随着新增融资渠道收紧，城投企业利息偿付压力仍然较大。“一揽子化债方案”提出以来，特殊再融资债券持续发行助力区域隐性债务化解，地方政府与金融机构协商存量债务展期及发放中长期贷款等缓解到期压力，政策利好下，城投企业发行利率和利差持续下行，弱区域弱资质城投企业流动性压力短期内得到一定程度的缓解，但长期来看债务化解取决于地方经济及城投企业自身发展。考虑到本轮化债监管部门对城投企业实行名单制管理，严控名单内企业和参照名单管理的企业新增融资，部分重点省份明确再融资仅可用于债务本金的借新还旧，城投企业新增融资渠道收紧，但城投企业有息债务规模较大且持续增长，利息偿付尚不在此轮金融化债的支持范畴，城投企业利息偿付的压力凸显。2022 年，近一半的城投企业经营活动现金呈现净流出，利润总额对利息支出的覆盖倍数平均不足 0.35 倍，城投企业难以通过经营活动取得偿付利息所需的资金，主要通过举债融资应对利息偿付，而 2021 年以来大多数城投企业现金等价物净增加额为负，无法保障利息支出，现金类资产对利息支出的保障倍数亦逐年下降，2022 年底城投企业现金类资产对利息支出的保障倍数为 2.5 倍，再考虑用于偿付债务本金和项目支出所需后，城投企业付息压力更为紧张。



注：利息支出取用现金流量表“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”；利息支出相关评价指标均为样本中位数
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

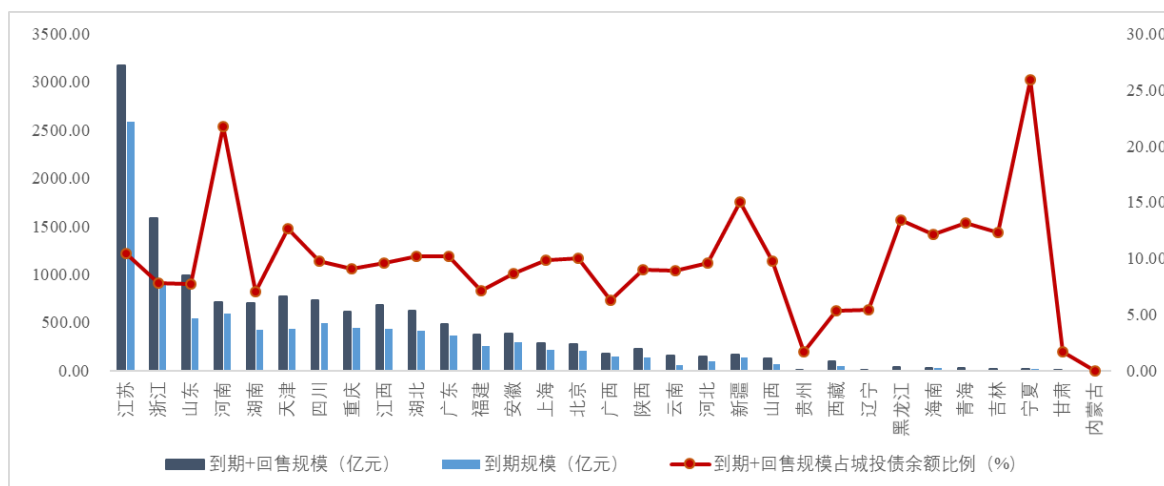
图 14 城投企业有息债务情况

图 15 相关指标对利息支出覆盖情况

城投企业转型发展需求加大，区域资源禀赋的差异或将导致城投企业转型过程中呈现分化态势，且转型过程中需动态评估城投企业的重要性及与地方政府的关系。2024 年一季度以来，国务院、国家发改委等部门在多次会议中着重强调要切实推进城投企业的转型和高质量发展，2024 年政府工作报告提出“完善全口径地方债务监测监管体系”，“分类推进地方融资平台转型”，支持优质城投企业转型后开展融资。名单制管理和监管机构对于名单内企业新增债券的严格限制，迫使城投企业剥离传统基础设施投融资业务、压缩与政府相关的现金流等，加速整合既有或拓展新的经营性业务，城投企业转型发展需求进一步加大。同时，发债城投企业的数量和城投债存量或将逐步压缩，部分行政层级较低的弱资质城投企业或将加快退出债券市场，城投企业转型进程或因区域产业发展、金融资源等差异而呈现分化态势，资源禀赋较好区域的城投企业预计将优先实现转型，而弱区域弱资质城投企业或将持续面临转型发展优势资源欠缺和存量债务风险防范的双重压力。此外，转型过程中，需动态评估城投企业与地方政府的关系演变，公益性职能的减少不一定意味着城投企业与地方政府紧密度的下降，城投企业转型后核心业务的重要程度及与地方政府发展规划目标重心的契合程度，如是否承担政策和资金重点聚焦的交通、水利和“三大工程”相关领域项目投资建设任务、核心业务是否是地方政府多元化政策目标的关键环节等，或将是判断城投企业地位重要性及与政府关系紧密度的重要标准。

2024 年各季度城投债到期兑付压力不减，部分城投债到期规模较大且债务负担较重地区的偿付压力情况仍有待关注。截至 2024 年一季度末，存续城投债余额 14.56 万亿元。假设含权债券在下一行权期全部选择行权，二至四季度到期城投债规模均超过 1.3 万亿元，城投债兑付压力持续较大。一季度城投债净融资额远不能覆盖二季度到期城投债，分区域来看，二季度，江苏、浙江、山东、天津和四川城投债到期规模

位列前五，合计占二季度城投债到期总额的比重过半。其中，山东部分地区非标或商票逾期等负面舆情仍存，其再融资环境修复情况仍有待关注，需重点关注部分区域的债务到期兑付压力情况；天津城投债发行期限结构、发行利率和利差虽有所改善，但仍呈净偿还状态，二季度城投债到期规模较大、兑付压力仍需关注。此外，河南二季度到期城投债规模占其存续城投债比重近 22%，集中兑付及流动性压力有待关注。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 二季度城投债到期区域分布情况

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。