



化债与发展并举，城投企业信用重构提速

——2025 年一季度城投债市场分析与展望

联合资信 公用评级四部 胡元杰|张丽斐|吕 雯

- 中央经济工作会议精神持续落实，化债与发展并举的实现路径逐渐清晰；各省积极利用中央化债政策工具持续推进“隐债清零”，重点省份“退名单”进程开启，城投企业“退平台”趋势延续。
- 城投债发行规模与净融资同比均延续下降趋势，市场化经营主体发行规模占比增加并对城投债净融资形成支撑。发行期限整体拉长，部分重点省份发行期限结构呈改善态势，发行利率中枢延续下行态势，发行利差中枢边际上行。
- 二季度城投债到期兑付压力仍较大，需关注部分城投债集中到期省份及区县级城投企业流动性压力。政治局会议政策基调延续有望继续释放流动性，地方亦积极探索增量化债手段。随着一揽子化债方案及补充政策实施，地方政府取得一定化债成果；各地债务风险分化，城投企业经营性债务偿还及付息压力仍有待关注。政策导向下城投企业转型发展将持续提速，需关注政企关系及企业信用风险变化。



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



一、政策环境

中央经济工作会议精神持续落实，化债与发展并举的实现路径逐渐清晰；各省积极利用中央化债政策工具持续推进“隐债清零”，重点省份“退名单”进程开启，城投企业“退平台”趋势延续。

随着 2024 年底中央经济工作会议精神持续落实，2025 年以来“在发展中化债，在化债中发展，有效防范化解地方政府债务风险”的实现路径逐渐清晰。

隐债置换进程加快，遏增化存态度坚决。1 月，财政部即启动当年 2 万亿元置换债券发行工作，缓解地方即期流动性压力的同时压降资金成本。3 月，财政部再度通报地方政府隐性债务问责典型案例，展示隐性债务遏增化存的坚决态度。一季度共有 26 个省份发行再融资专项债券置换存量隐性债务，发行规模超过 1.3 万亿，其中江苏、浙江、湖北、山东、重庆、辽宁发行规模超过 600 亿元；2025 年以来，广东、北京、四川、河南率先完成土储专项债券发行，山东、吉林、河北、山西、福建等省份业已披露拟收购存量土地项目信息，收储土地主要来自地方城投企业，有助于盘活城投企业存量闲置资产，缓解资金紧张态势。

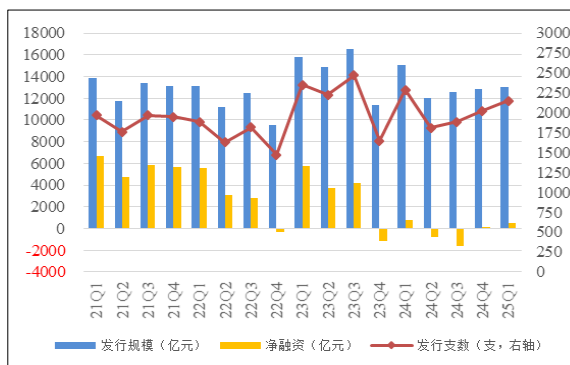
“退名单”路径确立，重点省份“摘帽”进程开启。在网传“99 号文”明确重点省份退出路径后，3 月，政府工作报告随即提出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。在“退名单”路径清晰后，宁夏率先公布已向国务院提出“退名单”申请，内蒙古亦表示有望率先退出高风险省份，重点省份“退名单”进程开启。

发审指引趋严，倒逼城投“真转型”。政府工作报告提出“加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型和债务风险化解”后，上交所发布“3 号指引”，明确城投转型“335”指标，并增加贸易业务真实性核查，叠加网传交易商协会暂停“名单”外地方国企债券发审，要求地市级及以上政府“出函”，有望压实地方政府及城投企业的主体责任，督促地方政府与城投企业进行信用脱钩，加快城投企业实现“真转型”，从根源遏制隐性债务新增。一季度，全国超过 90 家城投企业官宣“退平台”，超过 50 家城投企业在债券申报或发行时声明“市场化经营”，主要集中在浙江、河南、江苏、山东等省份。

二、城投债市场回顾

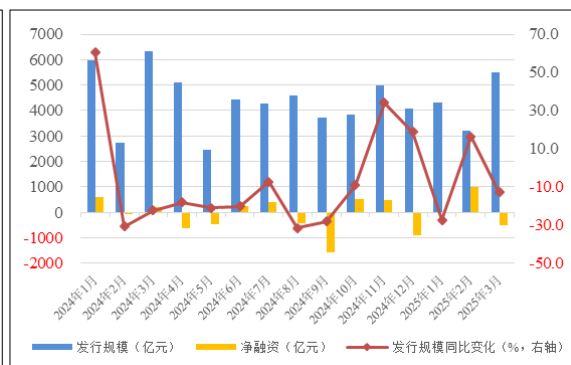
一季度，城投债发行规模与净融资同比均延续下降趋势，市场化经营主体发行规模占比增加并对城投债净融资形成支撑。银行间产品发行规模降幅更大；受企业债净融资缺口扩大影响，交易所市场融资转为净偿还。

一季度，城投债发行规模同比下降 13.19%至 13046.87 亿元，净融资同比下降 37.03%至 474.48 亿元，但随着城投企业市场化转型提速，已声明市场化经营主体的城投债发行规模连续 3 个季度实现增长，占当期城投债发行规模的比重同比增加 2.9 个百分点至 27.8%，净融资相当于一季度城投债净融资的 1.4 倍。同期，全国共有超过 30 家城投主体完成首发，首发主体主要分布在广东、浙江、河南、湖北等省份。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

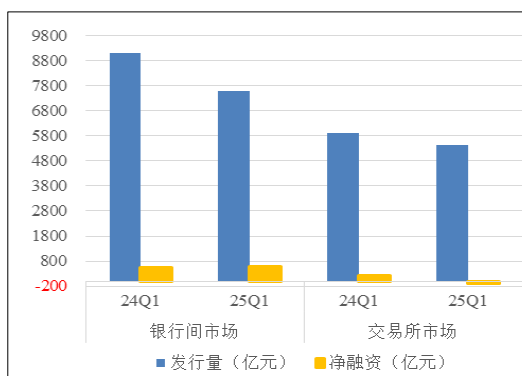
图1 城投债分季度发行和净融资情况



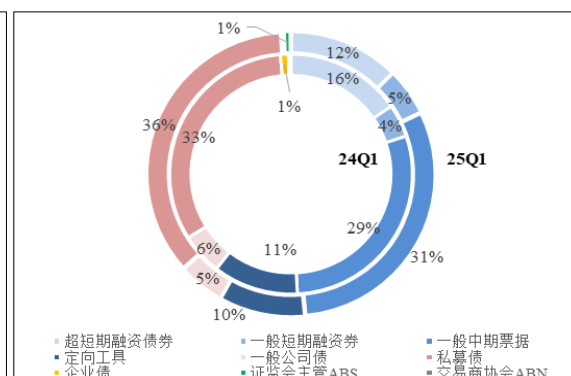
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 城投债分月份发行和净融资情况

发行品种方面，一季度，银行间及交易所产品发行规模分别同比下降 16.6%和 7.9%，其中超短期融资券、中期票据、定向工具、一般公司债和私募公司债分别同比下降 29.9%、9.3%、26.2%、18.3%和 5.0%；受发审条件趋严影响，企业债发行规模连续 3 个季度不足 50 亿元；得益于交易所支持城投企业通过资产证券化盘活存量资产，证监会主管 ABS 同比增长 117.4%，发行集中在上海、广东、江苏、浙江等发达省份，行政层级以地市级主体为主，基础资产包括商业地产、供水收费权、客运收费权等。净融资方面，银行间市场净融资同比小幅增长，其中超短期融资券和短期融资券由净偿还转为净流入，中期票据净融资降幅超过 40%，定向工具净偿还超过 800 亿元，为 2021 年以来单季度最大；交易所市场转为净偿还，其中企业债净偿还超过 500 亿元，缺口同比明显扩大，一般公司债转为小幅净偿还，但私募公司债净融资增长 36.4%。



注：企业债纳入交易所市场产品统计，下同



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 3 不同市场城投债发行及净融资情况

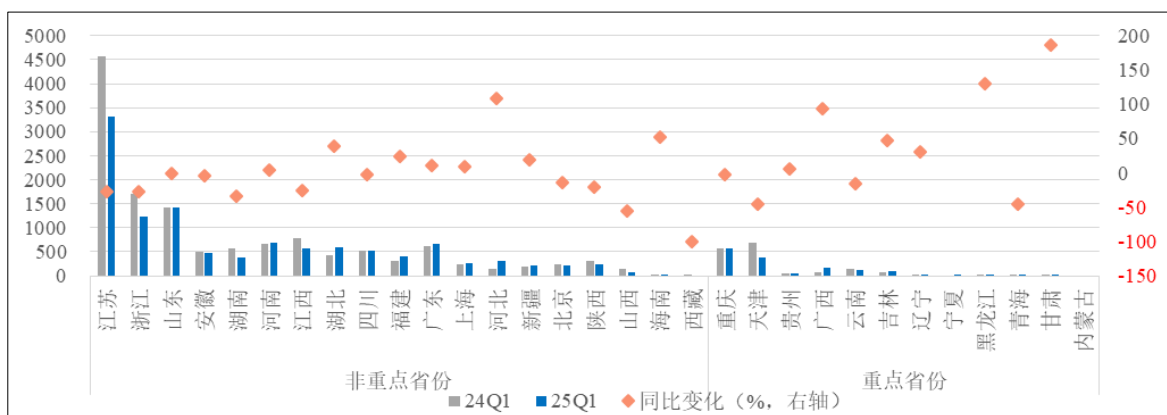
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4 不同品种城投债发行情况

城投债发行区域集中度有所下降，非重点省份城投债净融资压降明显，重点省份净融资小幅回暖。

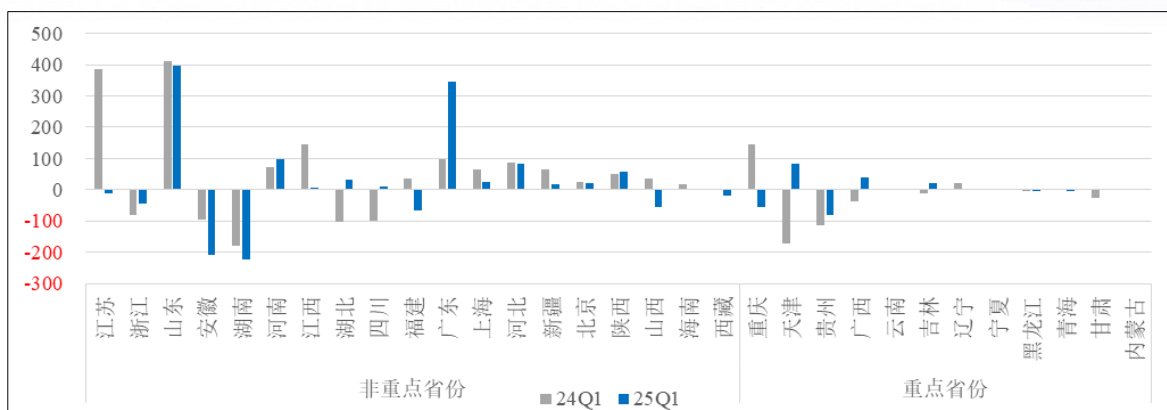
一季度，非重点省份和重点省份城投债发行规模分别同比下降 13.3%和 12.2%。非重点省份中，江苏、山东和浙江城投债发行规模合计占比仍过半，但集中度有所下降；河北和湖北发行规模增幅超过 35%；江苏、浙江、湖南、江西和山西发行规模降幅超过 25%，西藏无城投债发行。重点省份中，重庆和天津城投债发行规模居前，其余省份发行规模均较小；受 2024 年一季度偿债高峰造成发行规模呈高基数影响，天津城投债发行规模降幅接近 45%；受一、二季度借新还旧需求增加以及部分省级主体发行规模增加影响，广西发行规模增幅超过 90%。

净融资方面，非重点省份城投债净融资规模同比收窄超过 50%至 465.6 亿元，净融资压降明显；重点省份城投债由净偿还 189.52 亿元转为小幅净流入（8.81 亿元），主要系重点省份于 2024 年一季度出现偿债高峰以及为置换 2025 年二、三季度即将到期的债券储备资金所致。一季度，城投债净偿还省份共 11 个，数量较上年同期一致；非重点省份中安徽和湖南净偿还超过 200 亿元，重点省份中贵州和重庆净偿还超过 50 亿元；山东、广东净融资规模超过 300 亿元，远超其他省份，重点省份中除贵州、重庆、黑龙江和青海外均实现净流入，但整体规模较小。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 一季度各省份城投债发行规模同比变化情况（单位：亿元）

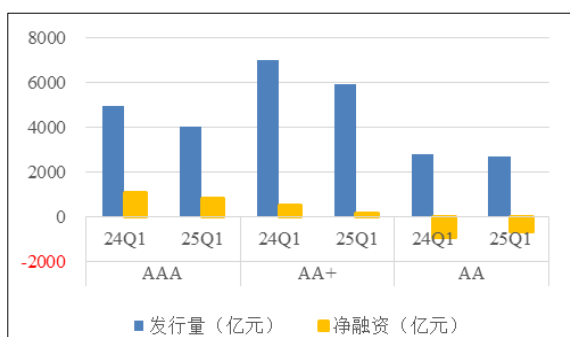


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图6 一季度各省份城投债净融资同比变化情况（单位：亿元）

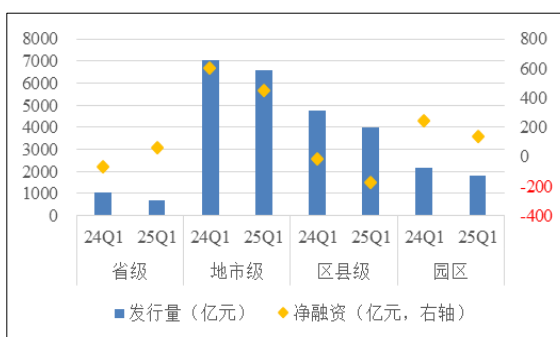
弱资质主体受监管政策影响较大，AA级及区县级城投企业债券融资呈净偿还状态。

一季度，AA⁺级及AAA级主体城投债发行规模占比超过75%，但发行规模同比下降约16%，净融资规模同比下降超过40%；AA级主体城投债发行规模同比下降5.0%，连续7个季度呈净偿还状态，但净偿还规模有所收窄。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图7 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

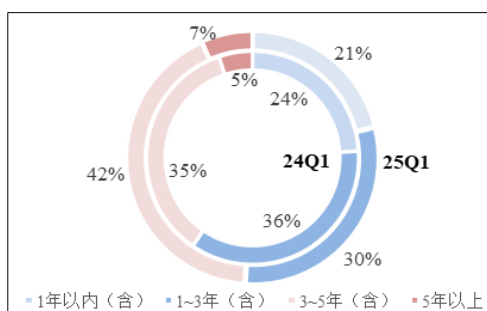
图8 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

从行政层级看，一季度，地市级和区县级主体仍是城投债发行主力，发行规模合计占比约80%。同期，各行政层级主体发行规模同比均有所下降。净融资方面，地市级主体城投债净融资规模同比下降接近25%，省级和园区主体城投债由净偿还转为净流入，区县级主体城投债连续6个季度呈净偿还状态。

发行期限整体拉长，重点省份中贵州、广西、吉林、辽宁、黑龙江、青海、甘肃发行期限结构呈改善态势，山东、江苏、浙江、广东等地超长期债券发行规模较大。

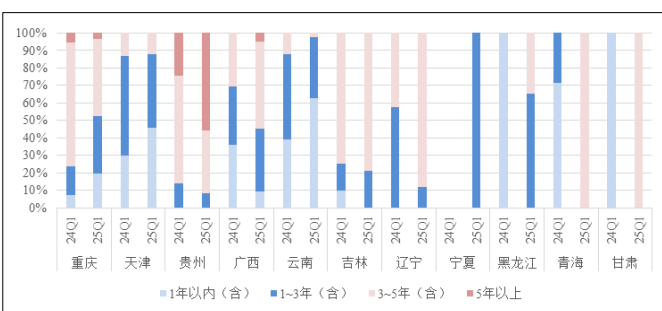
发行期限方面，在城投债发行供给端收紧及资产荒的背景下，城投债发行期限整

体拉长。一季度，发行期限在3年以上的城投债占比同比增加8.6个百分点至49.1%；重点省份城投债发行期限仍以3年及以下为主，其中贵州和广西实现超长期（10年及以上）城投债发行，贵州、广西、吉林、辽宁、黑龙江、青海、甘肃发行期限结构呈改善态势。非重点省份中超长期城投债发行主要分布在山东、江苏、浙江、广东等省份，发行主体行政层级以省级及地市级为主，主体级别以AAA为主，发行品种主要为中期票据和公司债；湖北、陕西等省份发行期限整体有所缩短。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

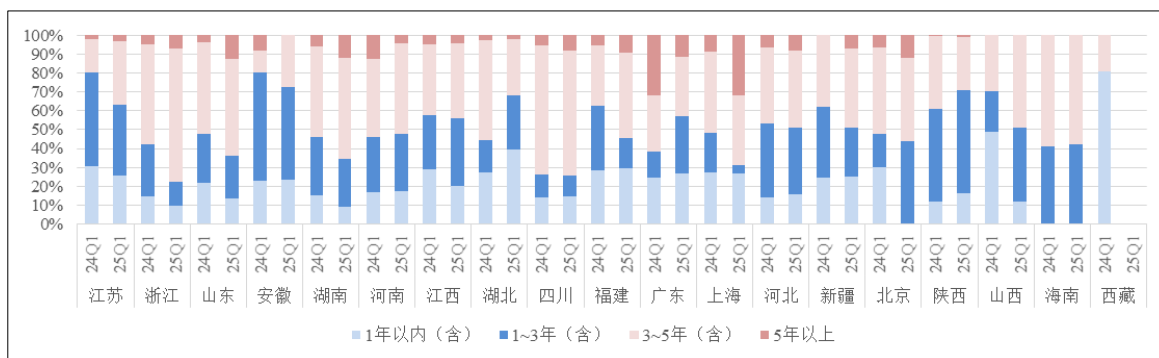
图9 一季度城投债发行期限分布情况



注：2024Q1 宁夏无城投债发行，2024Q1 和 2025Q1 内蒙古无城投债发行

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图10 一季度重点省份城投债发行期限分布情况



注：2025Q1 西藏无城投债发行

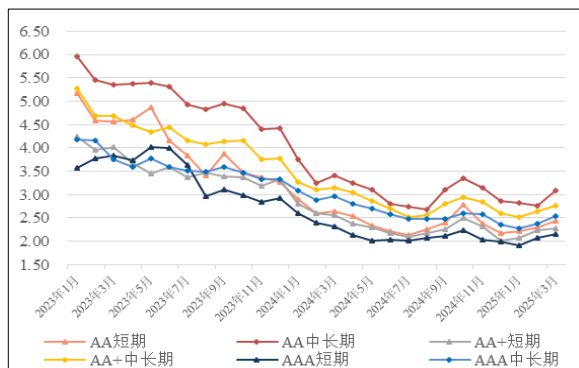
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图11 一季度非重点省份城投债发行期限分布情况

发行利率中枢同比延续下行态势，发行利差中枢边际上行；贵州、青海、云南和黑龙江发行利差仍居高位，部分非重点省份发行利差高于全国平均水平，再融资环境仍有待改善。

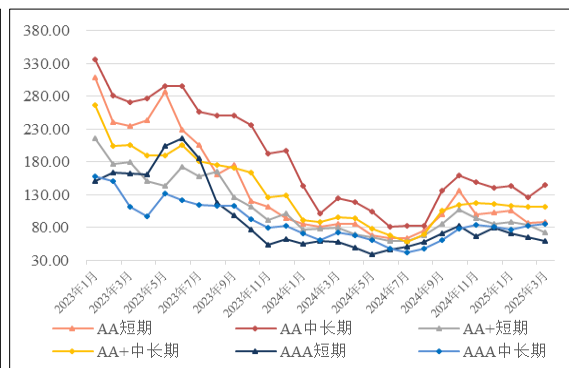
发行成本方面，一季度，一揽子化债政策持续实施造成城投债资产荒延续，城投债平均发行利率中枢同比继续下行，但银行负债端压力上升、政府债发行节奏加快以及央行流动性管理趋紧等多重因素导致城投债平均发行利差中枢边际上行；重点省份方面，云南、广西、辽宁和甘肃平均发行利差同比有所收窄，但贵州、青海、云南和

黑龙江发行利率和利差仍居高位，再融资环境仍有待改善；非重点省份中，陕西、山东、河南、四川、新疆的发行利率和发行利差高于全国平均水平且超过 120BP。各地区之间发行利差同比变化不大，发行成本最高区域与最低区域发行利差走扩至 205bp。



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

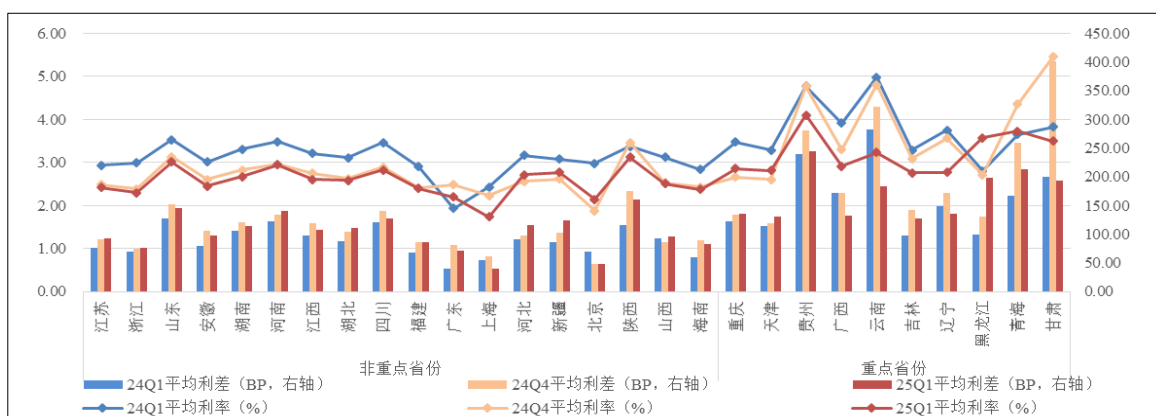


注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 12 发行利率走势（单位：%）

图 13 发行利差走势（单位：BP）



注：黑龙江、内蒙古、宁夏、西藏因部分季度未发行城投债而未纳入对比

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

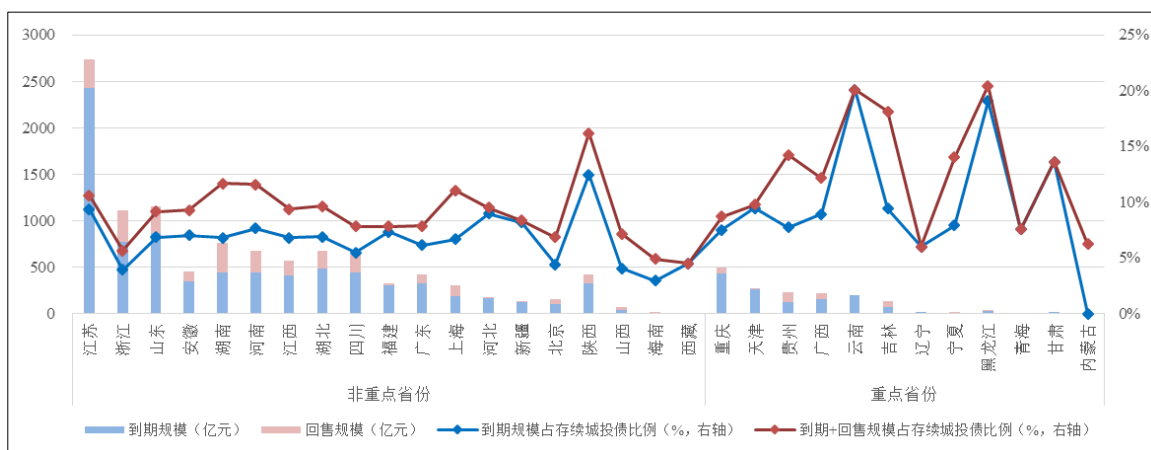
图 14 各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

三、展望

二季度城投债到期兑付压力仍较大，需关注部分城投债集中到期省份及区县级城投企业流动性压力。截至一季度末，存续城投债规模约 13.3 万亿。假设含权债券全部选择行权，二季度兑付城投债规模合计 1.24 万亿元，与一季度兑付规模差距不大；其中，江苏、浙江、山东、湖南和湖北城投债到期规模位列前五，合计占当期兑付规模的 52%；重点省份中云南、吉林和黑龙江二季度到期城投债规模占存续城投债比重超过 15%，非重点省份中陕西二季度到期城投债占存续城投债比重超过 15%，需

关注集中兑付压力。

从行政级别来看，二季度到期地市级及区县级城投债占比分别为 50.22%和 30.00%。重点省份二季度兑付城投债均以地市级为主，非重点省份中浙江、四川、江苏、山东二季度兑付城投债中区县级占比超过 40%，考虑到一季度区县级城投债净偿还规模较大，需关注区县级城投企业二季度兑付压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 二季度城投债到期区域分布情况

政治局会议政策基调延续有望继续释放流动性，地方亦积极探索增量化债手段。

4 月，政治局会议延续“更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”基调，并提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”“适时降准降息”，地方政府及城投企业流动性有望继续得到缓解。同时，会议强调将“继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题”，重点省份“退名单”及城投企业“退平台”将继续推进，拖欠账款的有序化解有望进一步释放流动性，加快资金循环。在中央化债路径趋于明朗的同时，地方政府及城投企业亦在积极探索增量化债手段。江苏、广东、湖北、陕西、四川等省份相继发文支持“资产证券化”盘活存量资产，持有优质商业地产、公用事业收费权的城投企业可积极尝试，城投企业资产证券化产品发行规模或将进一步增长。此外，地方政府将继续通过国有资源（资产）有偿使用、特许经营权拍租等方式拓展非税收入，为化债拓展增量资金。

一揽子化债方案及补充政策实施，地方政府取得一定化债成果；各地债务风险分化，城投企业经营性债务偿还及付息压力仍有待关注。

一揽子化债方案及补充政策持续实施，地方政府取得了一定化债成果。但当前经济处于结构调整转型关键期，内外部环境复杂多变，地方政府财政增收难度加大，对可用财力形成制约。同时，地方债务风险存在分化，部分地区政府债务处于还本付息

高峰期，并主动暴露债务压力，各地区存量债务化解进度不一；部分地区债务结构不尽合理，非标负面舆情持续暴露。当前，存量地方债务规模仍较大，债务增量化债措施主要用于化解隐性债务，而隐性债务占城投企业全部债务的比例不高，城投企业经营性债务偿付及付息压力仍较大，高企的债务利息可能导致城投企业被动新增债务，导致利息本金化，进一步加大未来本息偿付压力。

政策导向下城投企业转型发展将持续提速，需关注政企关系及企业信用风险变化。

地方政府和城投企业转型发展是实质化债的突破口，2025 年将坚持在发展中化债、在化债中发展；政策导向下，城投企业转型发展及退平台持续提速。需要注意的是，自然禀赋、产业基础及财政资源等不同，导致不同地区城投企业转型难度及转型进程分化；同时，完成产业转型或退平台，意味着政府融资职能的剥离，城投企业与地方政府关联关系将重塑调整，需关注城投企业退平台及转型发展过程中新型政企关系的构建。退出平台后，政企债务分离，城投企业债务偿还不再适用“一揽子化债”相关政策，将更加依赖自身的经营获现能力，其信用风险需要结合业务模式、资产状况等进行审慎评估。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@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。