

化债持续推进，城投流动性压力有所缓解

标普信评城投季度观察

2025年第一季度

工商企业评级部

标普信评

S&P Global
China Ratings

城投信用季度点评



在化债与发展中寻求新平衡

- 中央对地方政府债务风险的管理走向动态化。2025年1月，网传有关部门出台“99号文”，明确退出债务重点省份流程及要求。3月，《政府工作报告》指出，要动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。同时，宁夏财政厅厅长在两会期间表示，宁夏已符合退出债务高风险省份的条件，已向国务院提出申请。我们认为，这体现出中央对地方政府债务的管理正在走向动态化，这不仅能激发地方化债积极性，也能向市场传递出更加清晰的信号，随着部分区域成功化解风险并退出债务高风险地区名单，投资者对这些区域的信心有望得到恢复，进而令区域融资环境得到一定改善，为当地经济发展注入活力。



地方财政仍有压力

- 2024年，全国一般公共预算收入同比增长1.3%，政府性基金预算收入同比下降12.2%。虽降幅有所收窄，但土地市场依旧低迷，地方政府财政压力仍大。分区域看，2024年，上海、贵州、天津、江西、吉林等地土地成交金额降幅超过50%。
- 财政政策逆周期调节力度加大，2025年新增专项债规模达4.4万亿，同比增长12.8%，有助于对冲地方政府性基金收入持续下滑压力。



融资环境仍偏紧，土储专项债重启或利好城投流动性

- 城投融资政策未见放松。2024年，全国城投债融资累计净流出超过2500亿元，规模较1-9月进一步扩大。2025年2月，虽城投债净融资额扭负为正，但能否持续仍有待观察。
- 化债背景下，部分城投仍面临较大的流动性压力。2024年，山东、浙江、江苏等地的海外债发行规模较大，且票息仍较高。另外，非标舆情仍较为频繁，集中于山东、贵州、陕西、云南等下属网红区域，呈点状分布。
- 随着土储专项债在2025年重启发行，部分持有土地的城投或将从中收益，流动性得到一定改善。

近期城投相关政策及事件

“99号文”（2025.1）

- 继“150号文”明确了退名单要求后，网传“99号文”明确了重点省份的退出标准、退出程序、退出进度和退出后续要求等。
- “99号文”体现了化债工作思路的转变，化债就不再是政策最优级，发展的重要性再次提升到第一位，要在发展的过程中化债。不断加大政策支持力度，让地方政府和城投尽快甩掉存量债务包袱，重新回到发展的轨道上。

财政部部长出席十四届全国人大三次会议经济主题记者会（2025.3）

- 蓝佛安部长在会上表示，6万亿债务置换推出后，地方政府债务风险得到有效缓释。2024年发行的2万亿置换债券利率水平下降平均超过2.5个百分点。从2024年四季度看，置换政策实施后平台数量减少4680家。
- 蓝部长表示，未来将从以下三个方面推动化债工作：
 - 1) 加快落实落细债务置换政策。指导地方尽早使用2025年置换债券额度。
 - 2) 持续推进融资平台改革转型。结合企业实际分类推进转型。
 - 3) 坚决遏制新增隐性债务，将不新增隐债作为铁的纪律。



2025年《政府工作报告》（2025.3）

- 2025年3月5日，十四届全国人大三次会议在京召开，《政府工作报告》（以下简称《报告》）将“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”列为2025年十大政府工作任务之一。《报告》提出，将坚持在发展中化债、在化债中发展，通过完善和落实一揽子化债方案，稳妥化解地方政府债务风险。

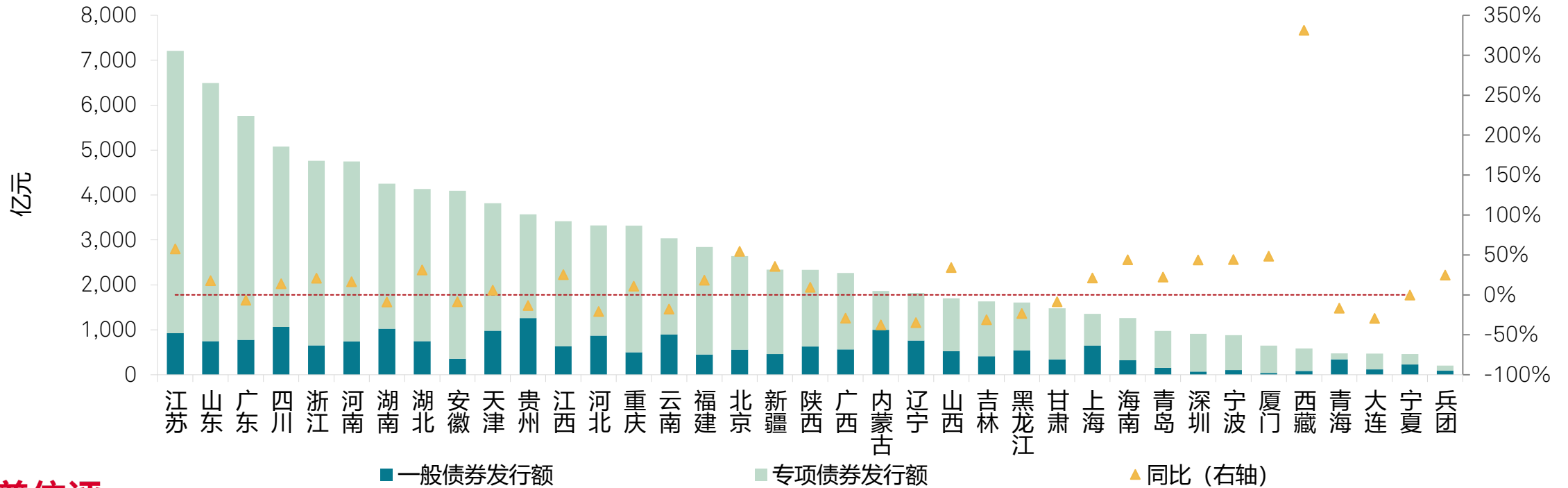
《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（2025.3）

- 2025年3月12日，自然资源部、财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，明确专项债用于土地储备需优先选择成熟度高、操作性强、预期效益显著、风险低的项目，不得利用专项债资金反复回购，造成债券资金空转、虚增财政收入等问题。
- 考虑到项目合规性及实施难度，我们预计，城投持有的大量土地有望成为被收储标的，土储专项债的重启或将改善城投流动性。

隐债置换推动地方政府债券发行额增长

- 2024年，37个省、市、自治区及计划单列市均发行地方债券，地方政府债券发行额略高于2023年，同比增长4.8%，其中西藏、江苏、北京、厦门、宁波等地同比增长较快。
- 一般债券与专项债券发行情况分化，一般债券发行额同比下降38.3%，而专项债券发行额同比增长29%，这主要由于11月6万亿新增地方政府专项债限额下达后，各地纷纷发行隐债置换债券所致。

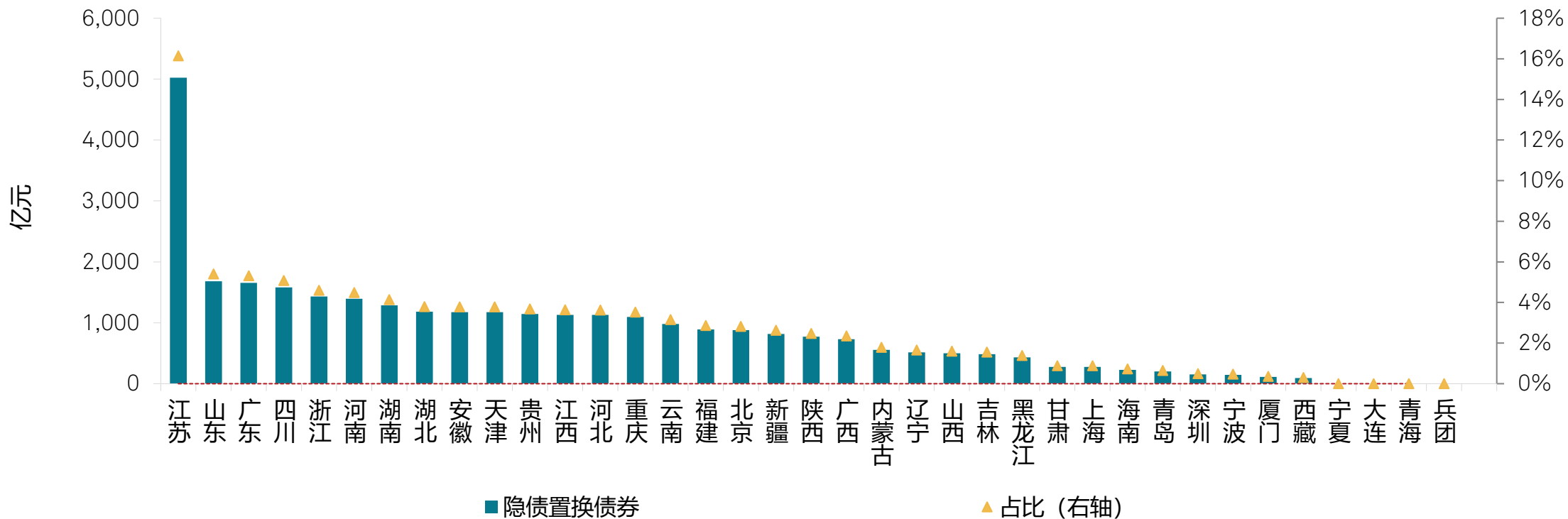
2024年各地区地方政府债券发行情况



多地披露发行再融资债券用于“置换隐性债务”

- 截至2025年3月15日，隐债置换债券发行规模共计3.11万亿元，占6万亿额度的51.9%，其中，2025年内已发行1.11万亿元，占2025年额度的55.6%。
- 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16.1%。

截至2025年3月15日隐债置换债券发行情况

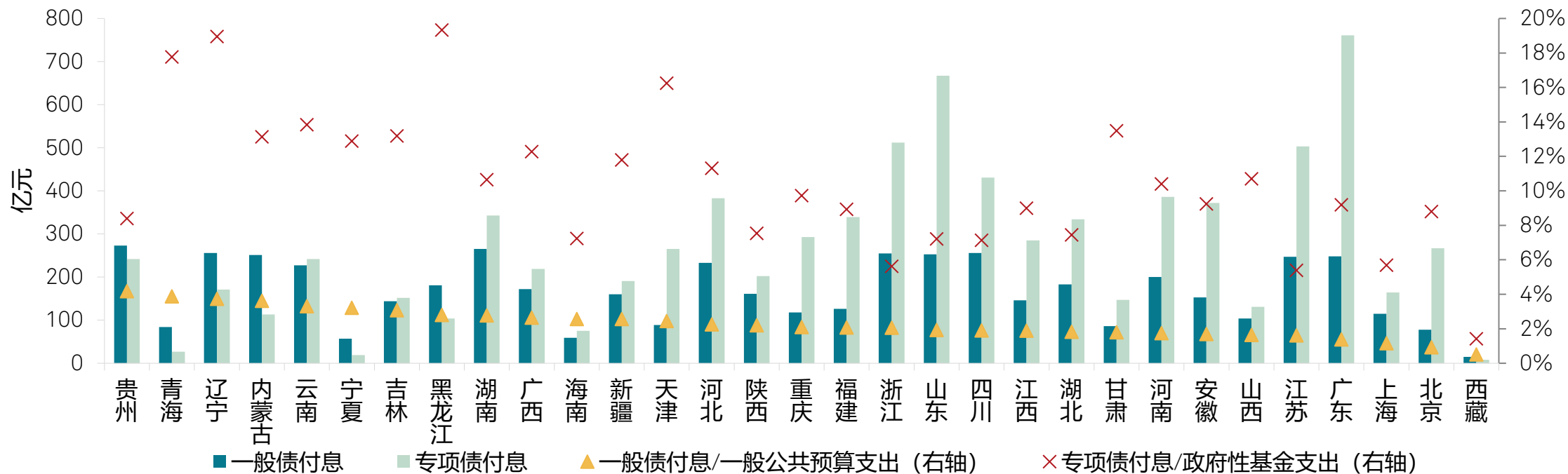


注：1. 隐债置换债券是指限定用途为隐性债务置换的地方政府再融资专项债券。
2. 计划单列市及兵团数据未包含在所在省及自治区中。
资料来源：DM，标普信评
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方政府债务风险——部分省份债务付息压力较大

- 2024年，贵州、青海、辽宁、内蒙古、云南、宁夏等省份（自治区）一般债务付息占一般公共预算支出比例排名靠前，黑龙江、辽宁、青海、天津、云南、甘肃等省份专项债付息占政府性基金支出比例排名靠前。

2024年地方政府债务付息与财政支出比较

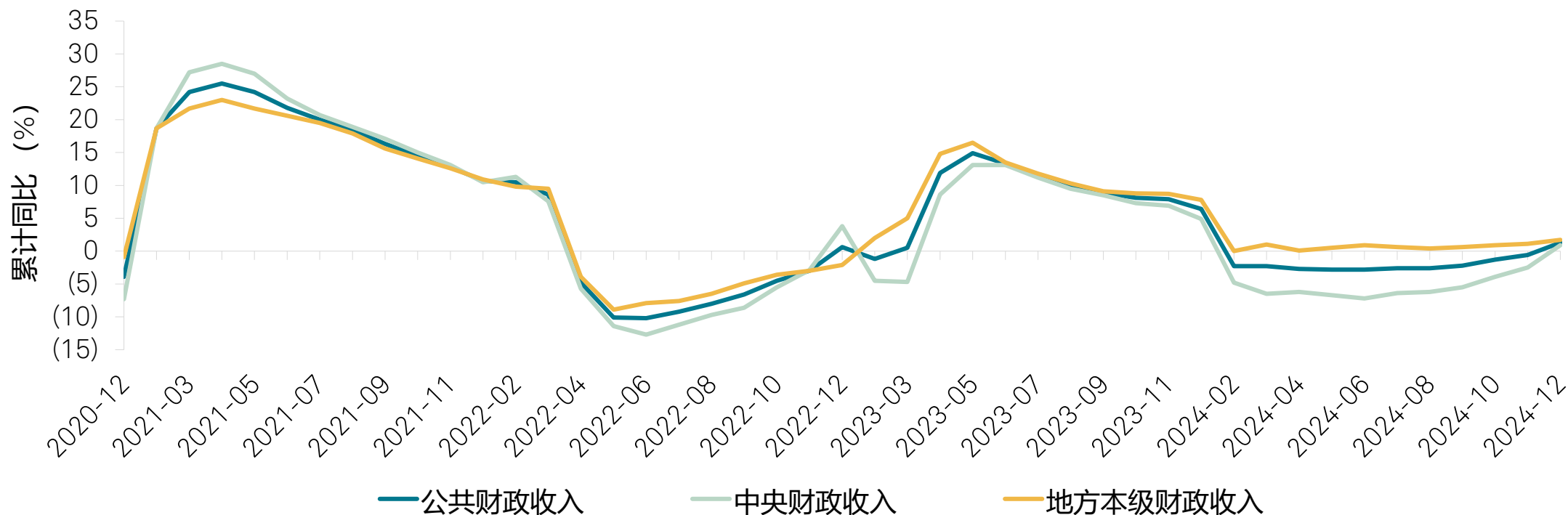


注：计划单列市及兵团数据包含在所在省及自治区中。
资料来源：中国地方政府债券信息公开平台，DM
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

税收收入下滑，但非税收入驱动一般公共预算收入微增

- 2024年，全国一般公共预算收入同比增长1.3%，其中，税收收入同比下降3.4%，非税收入同比增长25.4%。

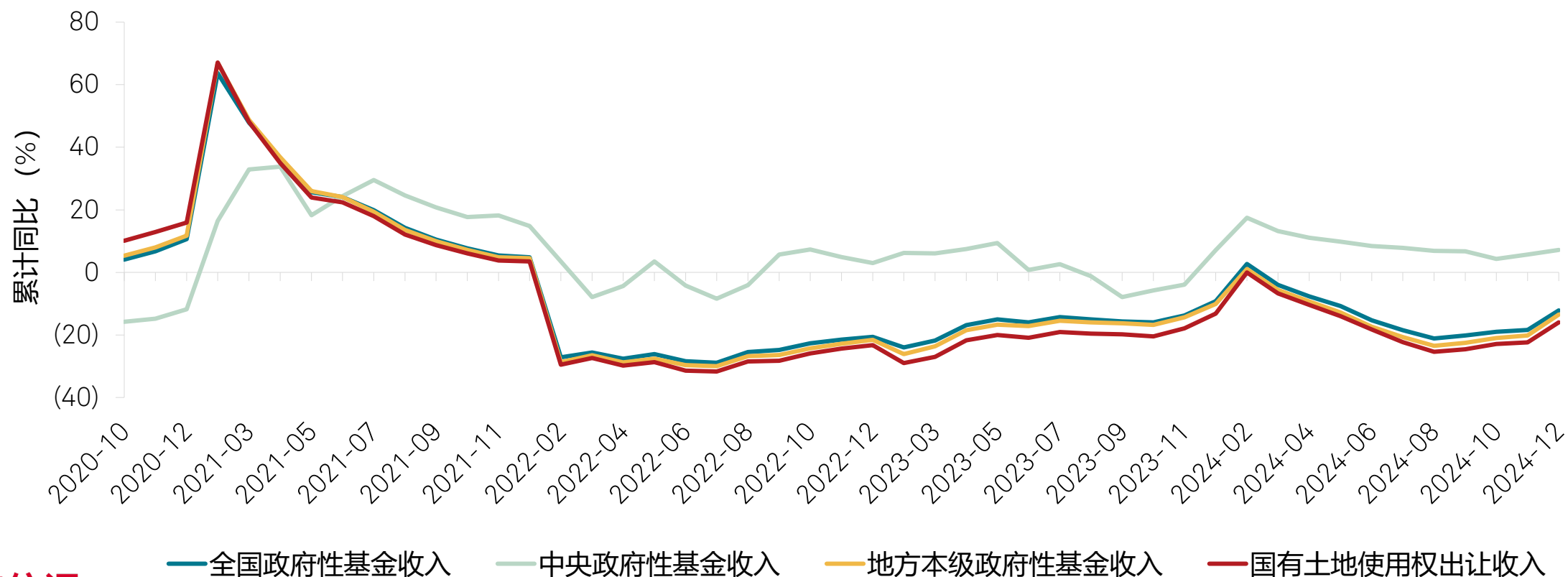
公共财政收入累计同比变化



政府性基金收入同比下行

- 2024年，全国政府性基金收入同比下降12.2%，地方本级政府性基金收入同比下降13.5%，跌幅较1-10月略有收窄，土地市场依旧承压。

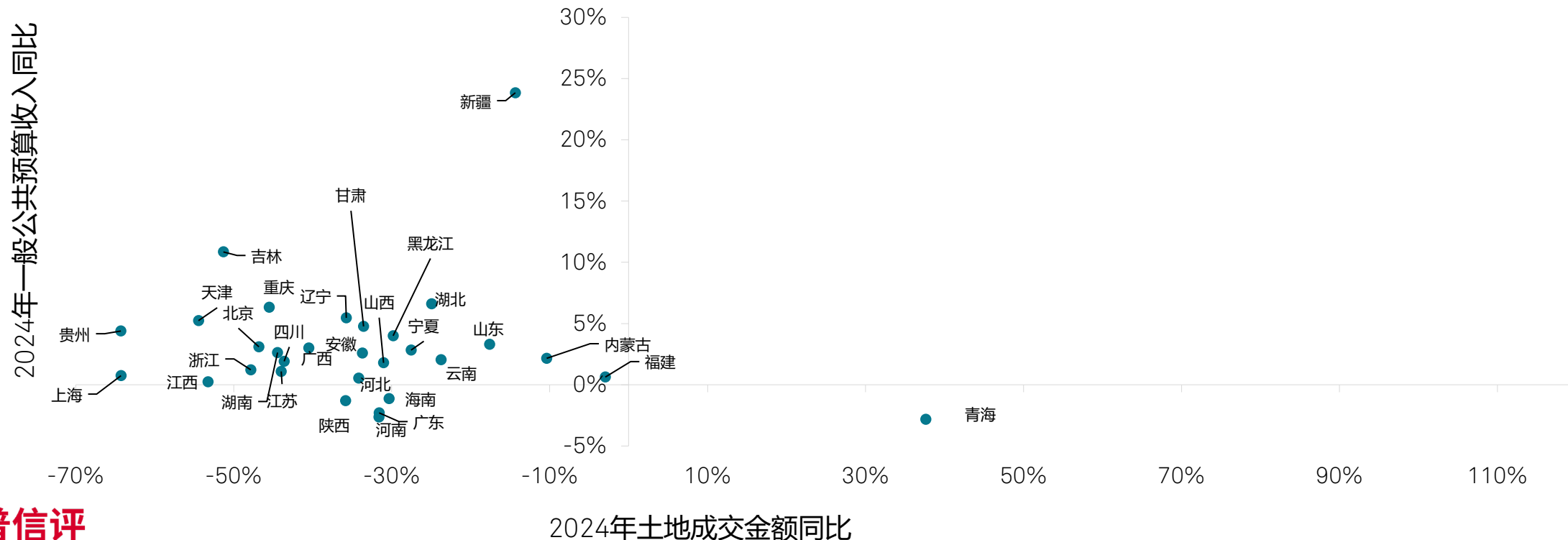
政府性基金收入累计同比变化



地方政府潜在支持能力持续承压

- 2024年，各省份一般公共预算收入增速出现分化。其中，新疆、吉林、重庆、湖北同比增速较快，主要是受非税收入大增的影响；而广东、河南、青海跌幅较大，主要与税收收入下降有关。土地成交金额方面，整体情况依旧不容乐观，2024年全国土地成交总价同比下降约40%，降幅较2023年进一步扩大，大部分省份土地成交金额下滑明显，其中上海、贵州、天津、江西、吉林等地降幅超过50%，区域财政依然承压。

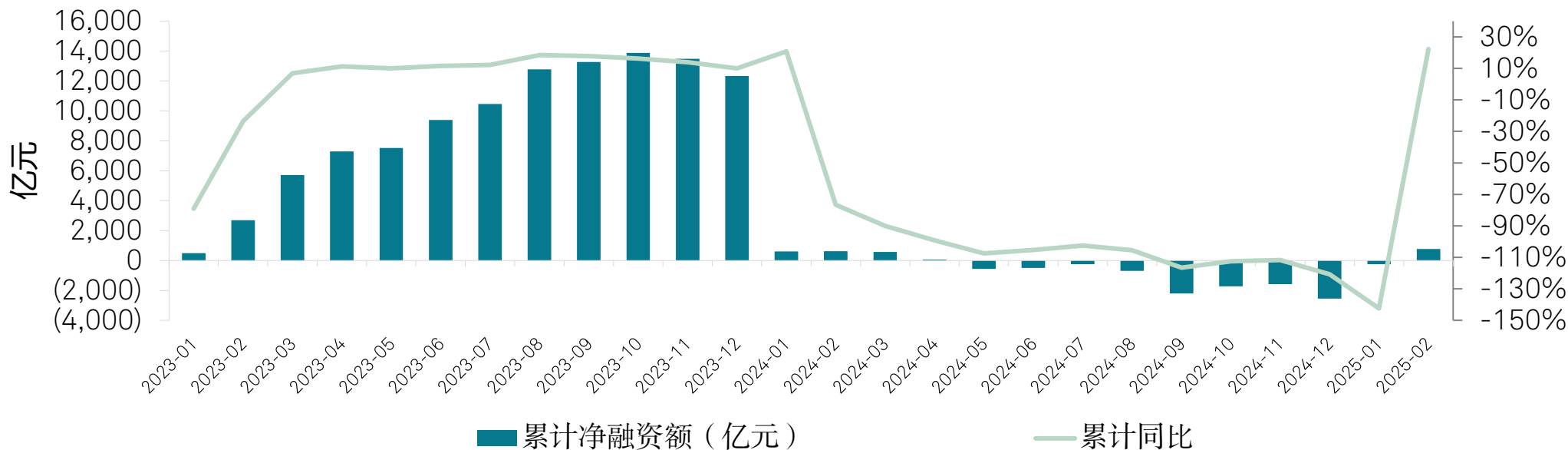
各省市及自治区一般公共预算收入及土地成交金额规模变化



城投债融资预计仍将收缩

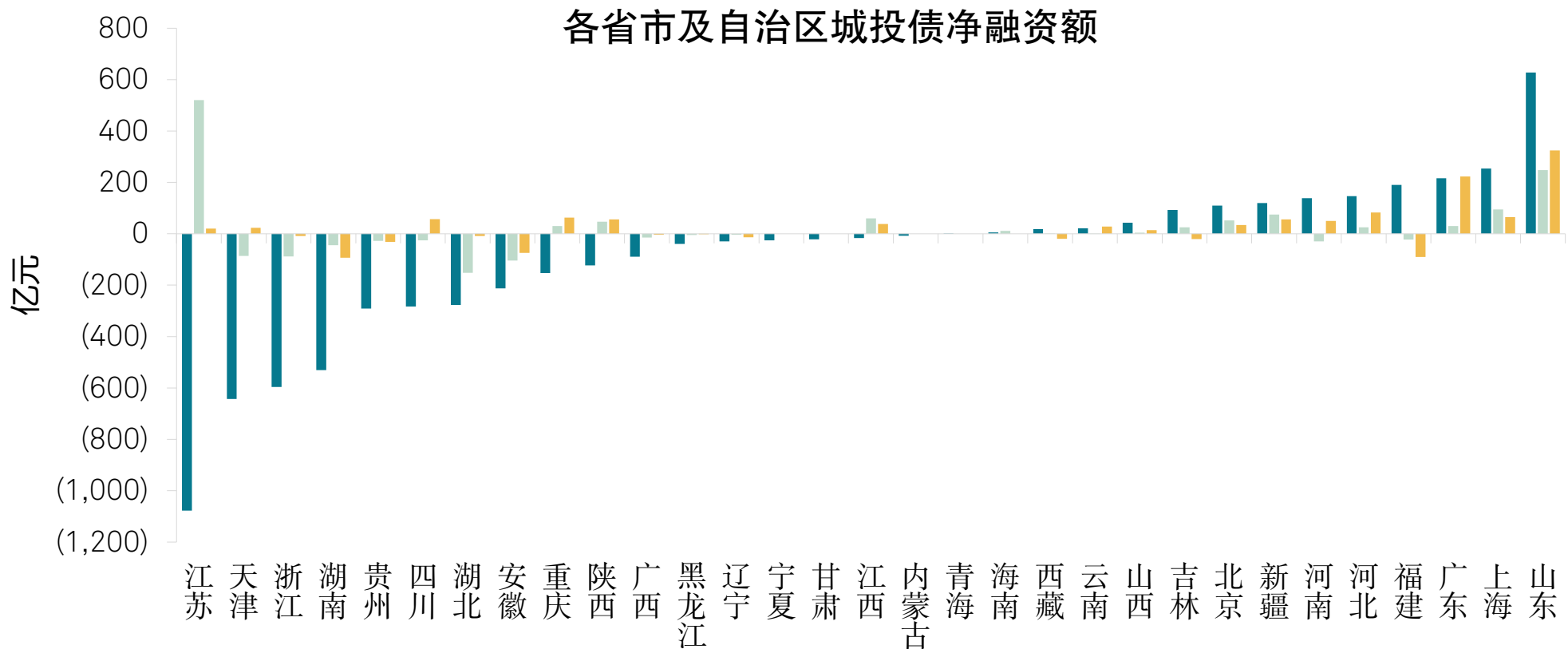
- 一揽子化债政策实施后，城投债发行受到更加严格的监管，2024年城投债净融资持续走弱。2024全年，全国城投债融资累计净流出超过2500亿元，规模较1-9月进一步扩大。
- 2025年2月，城投净融资规模回升，带动年内累计净融资转正，但能否持续仍有待观察。我们预计，随着隐债置换债券资金陆续到位，以及化债政策持续推行，2025年城投融资或将持续收缩。

全国城投债净融资额累计同比



城投债融资仍然偏紧

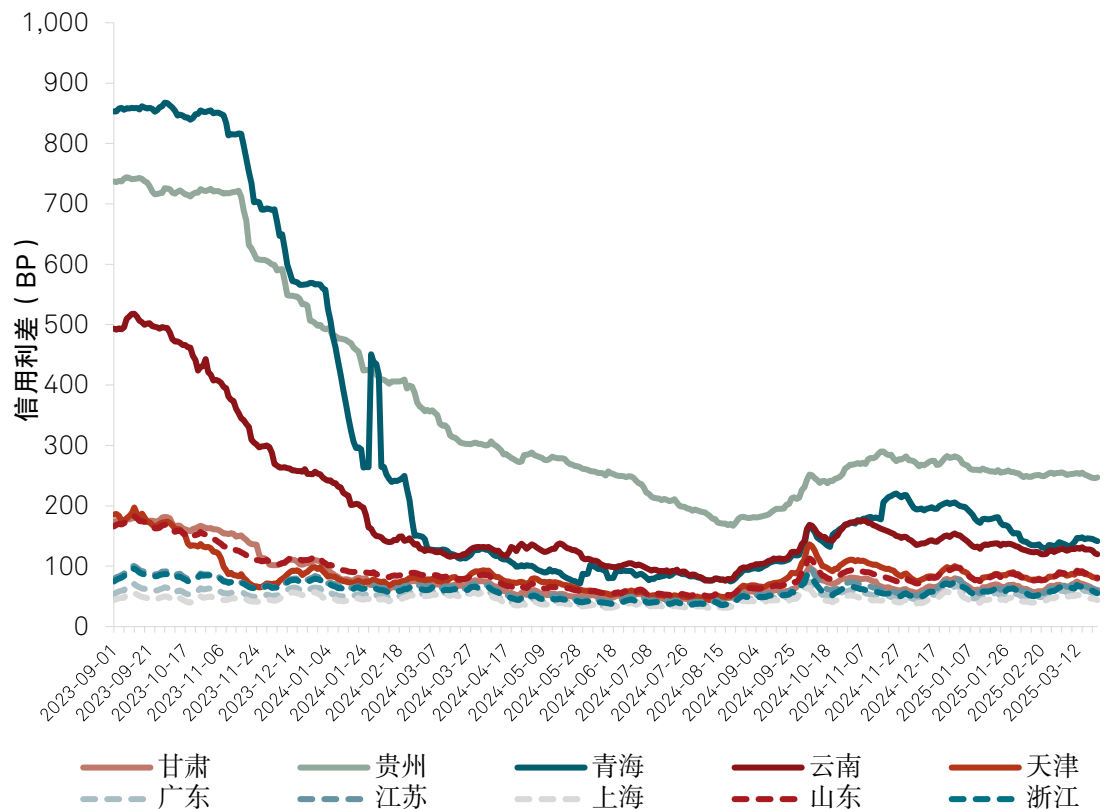
- 分区域来看，2024年，多数省份城投出现融资净流出，其中江苏、天津、浙江、湖南、贵州等地净流出幅度明显，较发达省份及直辖市中，福建、广东、上海、山东等地净流入较明显。



近期城投债利差普遍下行

➤ 2024年11月中央推出“十万亿”化债政策后，城投利差普遍下行，整体来看利差处于历史偏低水平。

部分省市城投利差变化



标普信评

S&P Global

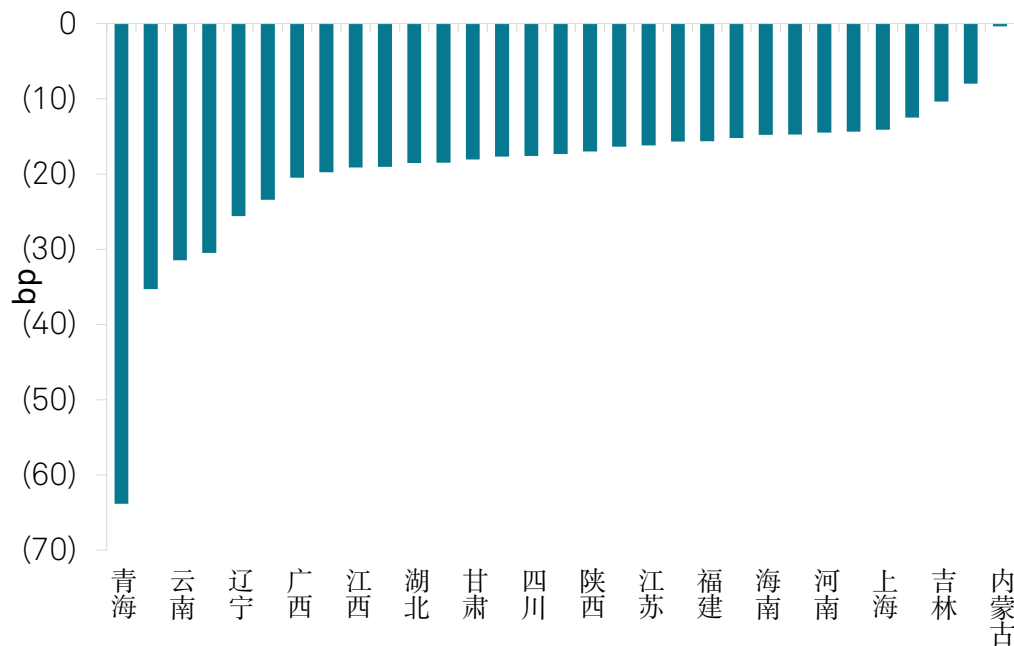
China Ratings

注：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。

各地城投债利差普遍下行



注：时间点为2025年3月24日。

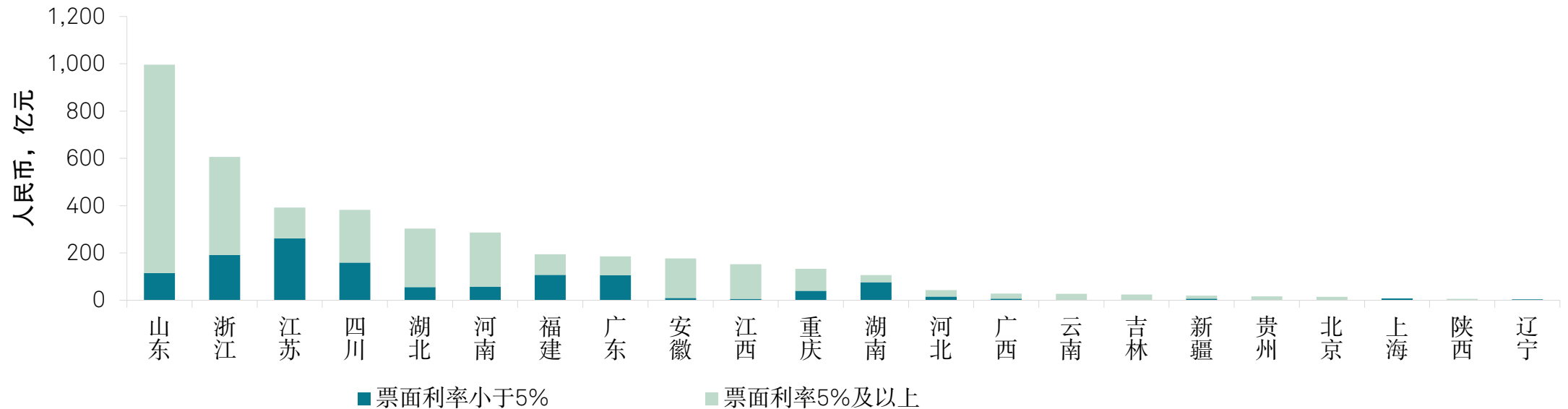
资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投海外债发行票息仍较高

- 2024年，城投企业共发行海外债券552只，发行金额合计4105亿元，为过去三年最高。从区域分布来看，主要集中在山东、浙江、江苏、四川和湖北等省份，其中山东发行数量最多。期限方面，绝大部分不超过3年（含）。整体来看，2024年发行的城投海外债票息仍较高，票面利率在5%及以上的规模占比约7成。在化债背景下，部分城投企业融资仍面临较大压力，尤其新增融资需求难以满足，只能寻求海外债等高成本融资途径。

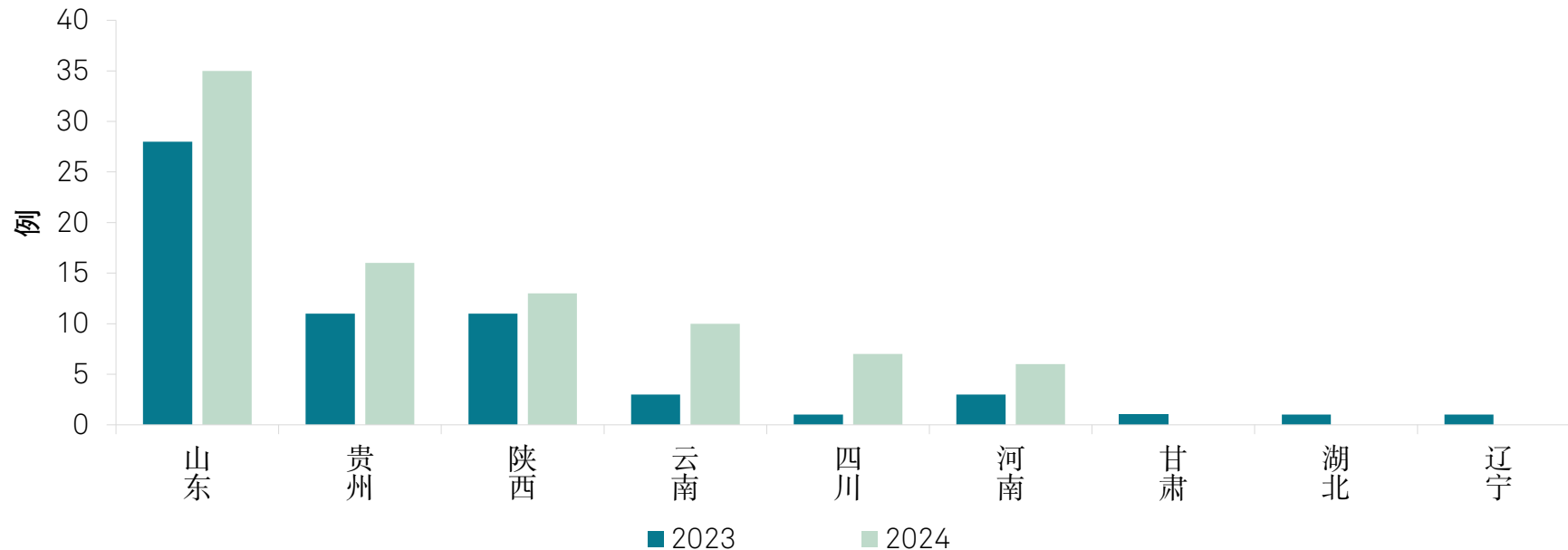
2024年各区域城投企业海外发债情况



城投非标风险集中于山东、贵州、陕西、云南等地

- 非标是城投企业主要的信用风险来源。从区域分布来看，相对于之前城投非标风险暴露集中于贵州、云南等传统弱资质区域，2023年以来，非标风险逐步向山东等经济大省蔓延。2024年，城投非标风险多发于山东、贵州、陕西、云南等省份。具体来看，地区呈点状分布，山东潍坊、青岛、淄博、陕西西安、贵州遵义、云南昆明等债务压力大的区域仍是风险高发地。

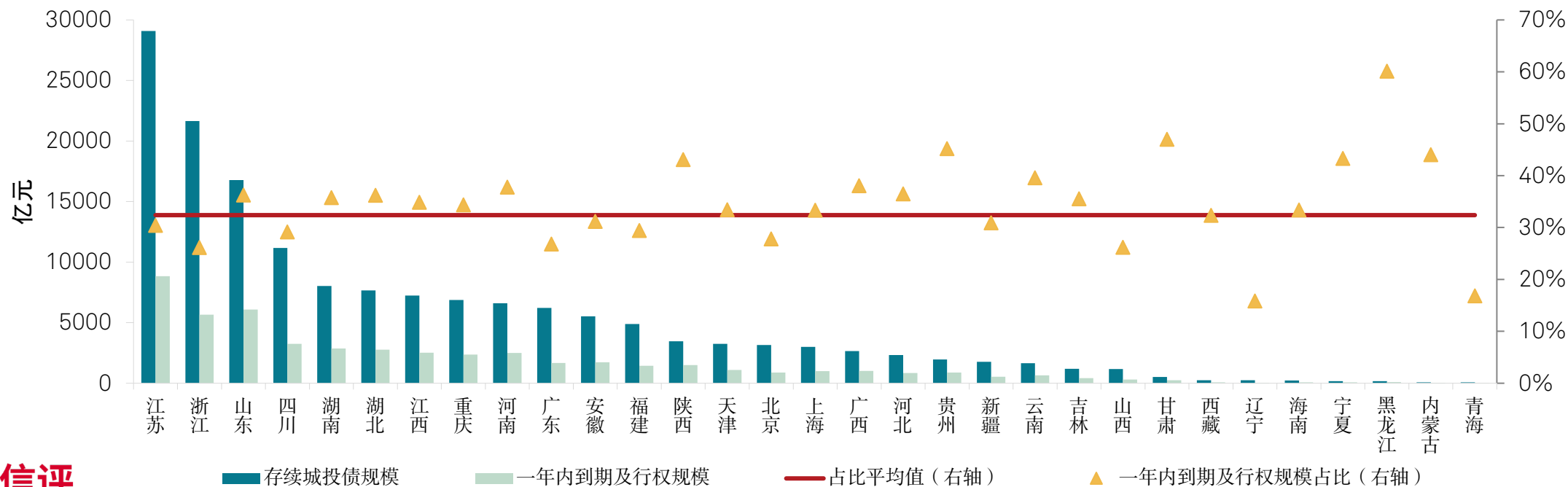
城投非标风险事件地区分布



城投流动性压力紧张局面有所缓解

- 未来一年，城投债到期或行权规模占存续债的比重约为3成，到期压力较2024年第四季度有所减小。其中，黑龙江、甘肃、宁夏、内蒙古、云南及贵州等地的城投债偿付压力较大。
- 在“10万亿”债务置换以及土储专项债发行的支撑下，我们认为城投流动性压力将有所缓解，短期城投债的安全性将有所提升，非标等风险事件或将减少。

各省市及自治区城投债一年内到期及行权情况



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©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

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，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。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.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。

标普信评

S&P Global
China Ratings