

惠誉博华 2025 年信用展望：城投

根据惠誉博华最新整理的城投企业名单，2024年上半年城投企业债务总量仍呈现出增长趋势，但增速已显著放缓，债券发行规模已出现萎缩。分省份来看，12个重点化债区域城投企业债务增速远低于全国平均水平，部分地区已出现下降。

2024 年前三季度，全国一般公共预算收入及政府性基金收入下滑，且各省财政收入分化明显，而地方债余额增速较快，财政收入与债务增速不匹配。重点化债区域偿债压力偏大，未来需关注各省直接债务对财政收入构成的压力情况。

2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议通过相关议案，批准增加 6 万亿元地方政府债务限额以置换存量隐性债务，新增限额为专项债务，2024 至 2026 年每年安排 2 万亿元。此外，财政部称从 2024 年起连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8,000 亿元用于化债。新一轮化债短期内大幅减轻了城投企业的流动性压力，避免其因流动性引发债务违约风险，进而降低了系统性风险发生的概率。但长期来看，如果地方经济的发展跟不上债务增长的速度，地方政府和城投企业未来仍可能面临债务风险。

同时，众多城投企业宣布“退平台”，虽有助于城投企业厘清与政府关系，但多数企业尚未完成实质转型，且转型过程中仍面临诸多困难，如自身造血能力不足、市场化融资受限等。因此，在对城投企业进行信用评估时，惠誉博华仍将依据企业的经营实质来判断其城投属性，且认为未来信用分析应更加重视城投企业的个体信用实力和其所获取的政府支持。

综上所述，惠誉博华对城投企业的信用展望为“稳定”。

惠誉博华

分析师

周纹羽 CPA (中国); CPA, CGA(Canada)
+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

王兴萍 CPA

+ 86 (10) 5663 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

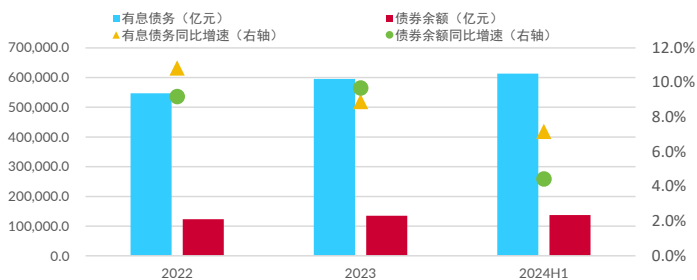
媒体联系人

李林
+86 10 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

2024 年上半年城投企业债务增速在化债压力下显著减缓

自 2023 年下半年实施“一揽子化债政策”以来，城投企业债务“遏增量、化存量”思路未改，新增债务监管持续偏紧。惠誉博华近期整理了涵盖 4,006 家主体（合并报表口径 2,800 余家）的城投企业名单，上述主体合并口径下有息债务在 2023 年与 2024 年上半年同比增速分别为 8.9%、7.2%；其债券余额同比增速分别为 9.7% 与 4.4%。值得注意的是，2024 年上半年，上述企业的债券发行额同比下降了 5.9%。这反映出自化债政策实施以来，城投企业债务总量虽仍呈现出增长趋势，但其增速已显著放缓，债券发行规模已出现萎缩。然而，2024 年上半年城投企业有息债务增速仍快于同期名义 GDP 增速 3.2 个百分点。

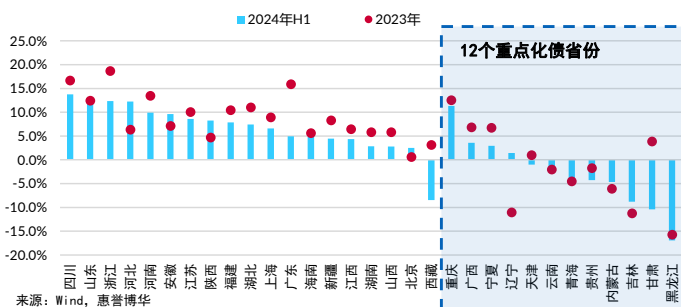
城投企业存量债务及同比增速



来源：Wind，惠誉博华

分省份看，12 个重点化债区域¹2023 年及 2024 年上半年城投企业有息债务同比增速分别为 2.3%与 0.2%，远低于全国平均水平，其中，2024 年上半年天津、云南、贵州等 8 个区域债务增速为负。

各省份城投企业有息债务同比增长率

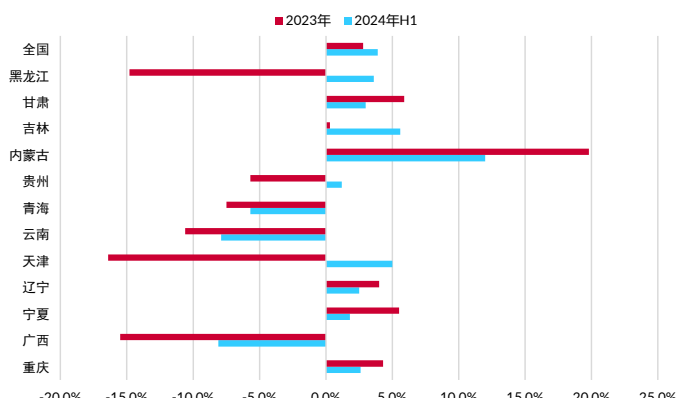


来源: Wind, 惠誉博华

上述 12 个重点化债区域中，多数省份同期固定资产投资增速也远低于全国水平。例如，2024 年上半年，有 9 个区域不及全国水平，其中 3 个区域投资增速为负。惠誉博华认为，城投企业有息债务增长放缓甚至出现负增长，表明地方政府在债务管控方面采取了较为严格的举措，旨在防范债务风险的进一步积累，以维持财政的稳健性，避免因债务问题引发系统性风险。然而，这在一定程度上也对相关投资项目的推进力度造成了一定影响。

¹ 包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏

全国及12个重点省/市固定资产投资增速-累计同比



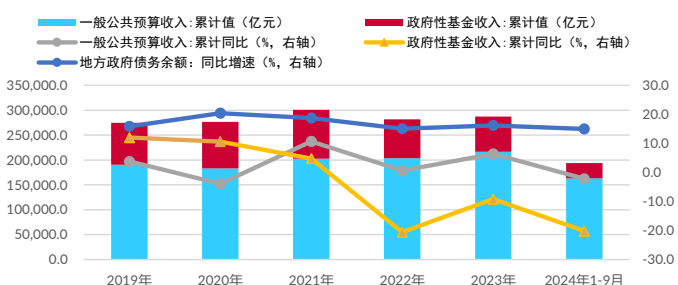
来源：Wind，各省公开信息，惠誉博华

惠誉博华认为，“一揽子化债政策”持续推进，城投企业“遏增化存”仍将严格执行，未来城投企业有息债务及公开债券的增速将持续放缓，长期而言，城投债券融资可能面临不断萎缩可能。同时，我们也关注到，2024年以来，部分城投企业宣布“退平台”，或声明其为“市场化经营主体”。然而，就惠誉博华整理的城投企业名单而言，这些主体多数尚未在实质上彻底转型为产业类企业。如盲目放宽融资，可能再次造成城投债务的无序扩张。

地方财政收入增速与债务增速不匹配，各省偿债能力分化显著

2024年前三季度，全国一般公共预算收入累计同比下降2.2%，政府性基金收入同比下降20.2%，两者合计同比下滑5.6%。截至2024年9月末地方债余额44.7万亿元，同比增幅为15.0%。近五年地方债务增速一直快于财政“两本账”（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）增速，长此下去将导致财政风险上升，偿债压力增大，进而影响地方政府财政的可持续性。另一方面，增速的不匹配发展到一定程度亦会对经济发展产生负面影响，如挤出民间投资、限制财政政策空间等，降低经济增长的动力和稳定性。

全国财政收入与地方债务余额

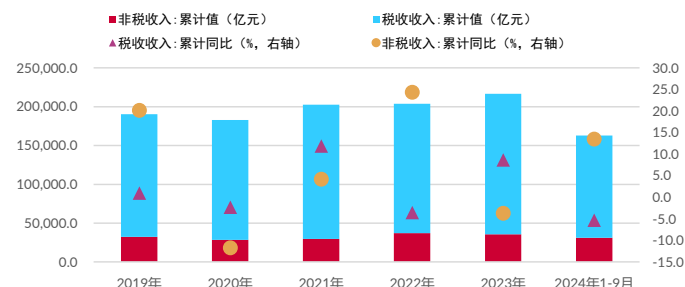


来源：Wind，惠誉博华

2024年1-9月，财政收入中非税收入呈现出明显的增长趋势，同比增长13.5%，对比之下2014年至2023年非税收入的复合增长率约为6.0%。2024年的增长趋势主要归因于地方政府盘活及处置国有资产力度加大、资源开发利用加强等措施。同期，税收收入同比下降5.3%，国内增值税、企业所得税、个人所得税等税种分别出现不同程度下滑。同时，为了化解债务压力，部分地区采取了“砸锅卖铁”式的化债手段，结合地方资源，如通过盘活存量国有资产等方式积极偿债。但长期来看，财政收入结构的变化可能影响财政收

入的稳定性，而“砸锅卖铁”式化债多为一次性资产处置等手段，难以形成稳定提升财政收入的可持续现金流。我们将持续关注部分地方政府财政收入的可持续性、与债务负担情况。

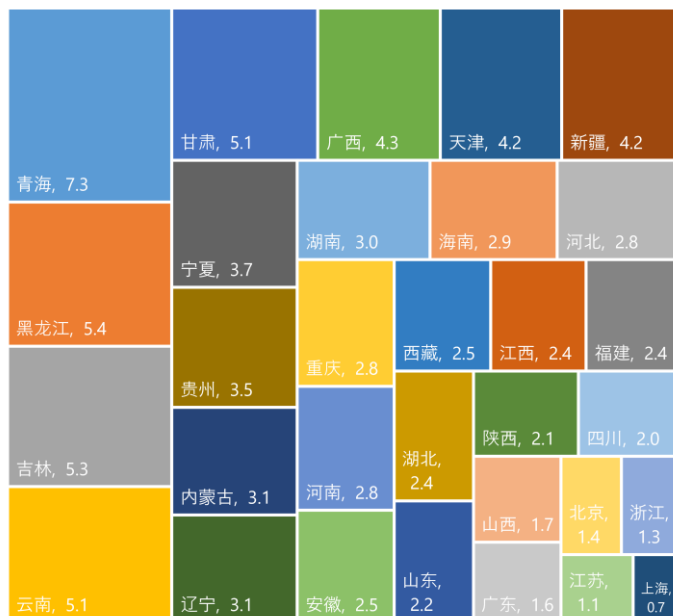
财政收入：税收及非税



来源：Wind，惠誉博华

分省份看，各省2023年收入两本账分化显著，最大值与最小值相差约2万亿元。由于12个重点化债区域在2023年年末特殊再融资债集中发行中获得了较大配额，这些省份2023年地方政府债务余额与收入两本账合计之比也相对较高，未来需关注其直接债务对财政收入构成的压力。

2023年各省地方债余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入）单位：倍



新一轮化债力度超预期，城投企业短期流动性将大幅缓解但结构性风险犹存，转型仍面临挑战

2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议通过相关议案，批准增加6万亿元地方政府债务限额以置换存量隐性债务，新增限额为专项债务，2024年至2026年每年安排2万亿元。此外，财政部称从2024年起连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8,000亿元用于化债。2015年以来，地方政府先后约经历三轮地方债大规模置换周期，利用低利率、长期限的地方政府债券置换部分非政府债券或隐性债务。最近一次始于2023年10月，通

过特殊再融资债券置换存量债务，且在区域分布上，12个重点化债区域获得了较大额度。此外，2024年以来，部分省份发行了特殊专项债，这些特殊专项债存在未披露“一案两书”（《专项债券项目实施方案》、《项目财务评价报告书》和《项目法律意见书》）文件的情况，市场普遍认为部分新增专项债额度有可能用于支持地方化债。

2015年-2024年地方债置换回顾

2015年-2019年

各省地方政府共发行置换债约12.4万亿元，用于置换非政府债券形式的政府存量债务及化解隐性债务。

2020年末-2022年中

发行特殊再融资债置换隐性债务，合计规模约为1.1万亿。

2023年四季度-2024年10月

- 2023年10月-2024年9月，各省合计发行特殊再融资债1.5万亿元以上，其中2023年10月-12月为密集发行期。
- 部分省份陆续发行特殊新增专项债。

来源：Wind，公开资料，惠誉博华

相较于前几轮，新一轮地方化债依旧以地方政府用显性债务置换隐性债务为主要方式。此次是通过新增债务额度来推进，而不像上一轮通过发行特殊再融资债的方式，从地方债限额和余额之差中进行腾挪操作。另一方面，此次化债措施并未增加国债限额，说明此次化债是在地方政府自身债务结构调整和资源统筹的框架内进行，而非依靠中央财政通过国债等方式进行大规模兜底式化解。

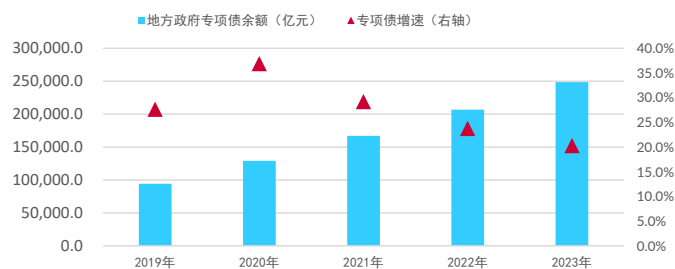
惠誉博华城投企业名单数据梳理结果显示，截至2024年6月末，城投企业短期债务规模约为9.3万亿元，此次公布的年度化债限额可覆盖约为五分之一的城投短期债务，若将新增8,000亿元专项债券纳入计算，则年度化债规模将能够覆盖30%以上的城投短期债务。通过合理安排化债资金、优化化债流程等举措，地方政府及城投企业的中短期偿债压力或将得到大幅缓解，可腾出更多的精力和资源来推动地方经济发展。

此外，财政部介绍，新一轮债务置换后能将大幅节省地方利息支出，估算五年累计可节约6,000亿元左右。惠誉博华预计，大规模债务置换可能也将促使部分高利息城投债提前兑付。在政策支持下，城投企业整体债务利息负担也将有所减轻。但长期来看，如果地方经济的发展跟不上债务增长的速度，地方政府和城投企业未来仍将面临债务风险。

财政部部长蓝佛安指出，截至2023年末，我国政府总负债率为67.5%，低于G7国家和G20国家平均政府负债率，也显著低于主

要经济体和新兴市场国家，政府仍有较大举债空间。然而近年来专项债规模增速高企，虽然债务置换理论上不会增加政府广义总负债率，但需警惕随着专项债规模的不断攀升，若政府性基金收入未能同步增长，将会使得地方政府专项债务负担加重，偿债压力进一步凸显。

2019年-2023年专项债规模及增速



来源：Wind，惠誉博华

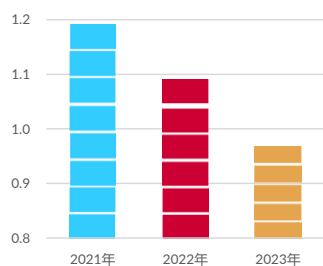
2024年以来，根据公开信息，约有超过340家城投企业宣布“退平台”，即披露公司不承担政府融资功能，退出地方政府融资平台。惠誉博华认为，后续仍将有更多的城投企业有类似操作，但从公开市场融资情况来看，退平台或市场化声明后突破“借新还旧”融资的城投企业仍属凤毛麟角。

惠誉博华认为，随着“退平台”等事项的持续推进，城投企业将逐渐明晰自身定位，实现与政府信用的合理切割。长期而言，“退平台”有助于厘清城投与政府关系，促使市场以更纯粹的信用视角审视城投企业。在此过程中，市场格局将重塑，部分城投企业信用风险受到关注，融资情况差异加大，城投债市场或将出现波动和分化。我们关注到近期个别城投债券发行利率走高，这可能也反映了市场对这些城投企业信用风险的重新评估。

因此，在对城投企业进行信用评估时，惠誉博华仍将依据企业的经营实质来判断其城投属性，且认为未来信用分析应更加重视城投企业的个体信用实力和其所获取的政府支持。新一轮化债短期内大幅减轻了城投企业的流动性压力，避免其因流动性引发债务违约，进而降低了系统性风险发生的概率。但长期来看，此次化债明确了隐性债务规模和化债期限，这一变化或将削弱城投企业与地方政府信用无差别的深度绑定关系，城投企业个体信用实力和实际可获取的政府支持愈发关键，未来企业所获得的地方政府潜在支持能力和意愿方面势必面临分化。

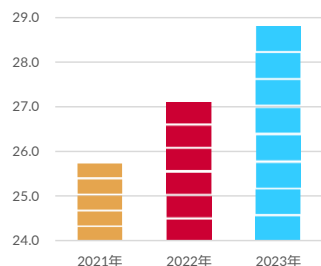
此外，城投企业作为地方政府的重要融资平台，在基础设施建设、城市更新等领域发挥了关键作用，但其市场化转型仍面临多重挑战，“退平台”也将使城投企业的转型压力加剧。在推进转型的过程中，城投企业通常存在以下几种途径：通过运营公用事业、开发商业地产或产业园区、从事建筑施工等；或者转型为投资集团，结合地方发展开展股权投资及资产运营管理。其最终目的是实现自身盈利，成为具有竞争力的产业化国有企业，从而完成市场化转型。

ROA中位数



注：包含子公司
来源：Wind，惠誉博华

有息债务/EBITDA中位数



惠誉博华认为，一方面，部分城投企业长期依赖政府财政支持和土地资源注入，自身造血能力不足，经营性业务尚未形成规模，导致转型难度较大。另一方面，随着地方政府债务监管的加强，城投企业的融资渠道受到限制，进一步加剧了转型难度。近年来，城投企业 ROA 中位数持续走低，有息债务与 EBITDA 指标中位数连续上升，显示出其盈利能力下滑与偿债压力增大的趋势，这一趋势不仅可能加剧城投企业的财务风险，也对其未来的转型和发展带来更为严峻的挑战。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。