

## 特别评论

分析师联络人

陈心远

+852-2860 7131

[simon\\_chen@ccxap.com](mailto:simon_chen@ccxap.com)

庄承浩

+852-2860 7124

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

## 2024 年上半年基投融资政策回顾及展望：化债工作持续推进，城投企业融资继续分化

基础设施投融资平台行业政策在“一揽子化债”政策的指引下，以地方政府发行特殊再融资置换债和银行参与经营性债务置换为重点化债策略，多部门联动加大存量债务化解力度。此外，今年以来化债政策更加详细化、具体化。城投企业控制增量、化解存量的主基调延续；同时强调化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步深化落实，主要表现为化债政策补充细化，实施措施稳中有进，以及城投行业和企业后续转型政策方向渐趋清晰。本文在回顾总结 2024 年上半年政策变动的同时，展望下半年政策变动的趋势和带来的影响。

### 政策回顾

首先，发改委进一步支持优质企业发行中长期境外债。2024 年 3 月 14 日，国家发展和改革委员会就《国家发展改革委关于支持优质企业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知（征求意见稿）》向社会公开征求意见。国家发改委将针对满足国际信用评级为投资级（BBB-及以上）或国内信用评级为 AAA 级等条件的企业借用中长期外债实行专项审核，简化相关流程和要求，例如可提交计划性合并外债额度申请。国家发改委该项新政将有利于优质企业借用中长期外债，支持优质企业更好统筹国内国际两个市场两种资源。同时，监管层面也暂停区县级城投新增境外债。过去两三年较多区县级城投选择发行境外债来拓宽融资渠道，但是在新的监管规定下，区县级城投公司发行境外债会全面收紧甚至暂停。其次，化债政策进一步补充和细化。2024 年 3 月，国务院办公厅“14 号文”，要求 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，获批后参照 12 个重点省份的政策化债。此外，化债措施因地制宜稳步实施。2024 年一季度以来，“一揽子化债”继续深化实施，并在此基础上拓展了“35 号文”鼓励使用的“统借统还”、“央行 SPV”等化债手段。最后，城投行业及企业的转型政策方向渐趋清晰。在“一揽子化债”政策背景下，城投企业转型工作加快推进，部分区域已结合自身资源禀赋特征推进“产业类国资公司”整合工作。同时，2024 年 4 月 25 日，上海证券交易所举办基投资企业产业化专场培训，就目前市场关心的热点问题基投资企业产业化转型进行经验交流。

### 政策影响

首先，城投融资成本延续下行趋势，城投债发行期限进一步拉长，部分城投企业流动性压力得以阶段性缓释。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偏好整体抬升，2024 年上半年全国城投债发行利率和发行利差仍延续下行趋势，其中贵州、辽宁、宁夏、黑龙江、广西、云南、青海等弱区域利差收窄较为明显，而市场认可度高的广东、北京、上海、福建、江苏、浙江等地近期利差变动较小。同时，随着债券收益的下行，3 月以来，超长期信用债频现，继 5 月超长期特别国债发行之后，城投企业债券发行期限进一步拉长。今年以来，10 年期以上的城投债发行规模和发行只数大幅度超出往年情形。此外，随着 2024 年新一轮特殊再融资债发行助于区域隐性债务化解，以及金融化债力度的加大和逐步落地，具体包括地方政府与金融机构协商存量

债务展期降息逐步落地，政策性银行发放中长期贷款缓解到期压力，各地更加注重建立化债长效机制等，部分城投企业的流动性压力在短期内得以一定程度的缓释。

**然而，城投企业新增融资渠道全面收紧，非重点省份城投企业利息偿付压力仍较大。**根据“35号文”相关指导思想，本轮化债中各监管部门和金融机构对城投企业融资实行名单制管理，严控名单内企业和参照名单管理企业的新增融资审批，部分重点省份明确再融资仅可用于债务本金的借新还旧。境内资本市场来看，2024年上半年全国城投债净融资额仅为809.06亿元，同比大幅下降91.86%，且二季度净融资额由一季度大幅转负，名单制严格管理下城投债券新增融资压力较大；同时不同区域影响差异显著，其中重点省份和非重点省份发行总额分别同比下降4.75%和8.74%，考虑到重点省份债券存量规模并不大，非重点省份的债券发行受影响更大。境外资本市场来看，2024年上半年城投境外债共计发行255笔，总发行金额262.4亿美元，到期金额88.7亿美元，净融资额173.7亿美元；此外首次新发的城投境外债50笔，占比19.6%。同时，基于各地成本压降及风险把控等要求，信托贷款、融资租赁以及定融业务等非标产品新增难度不断加大。2023年发债城投企业整体净利润对利息支出的覆盖倍率约0.2倍，较上年进一步下降，同时多数省份现金等价物净增加额无法保障利息支出，发债城投企业期末整体存量资金理论上仅能够保障近2年的利息支出，考虑用于债务本金偿付和项目支出的储备之后，付息保障或更为紧张。

**其次，弱区域非标融资及境外融资滚续承压。**各省根据政策指导意见和区域实际情况与机构谈判化解方案，进展和成效各异，重点省份银行牵头置换借款及非标融资工作推进进度各异。截至2024年6月末，云南省、贵州省等部分重点省份非标置换仍未传出明显成绩，且区域内基投企业负面舆情仍在延续，化债进度及成效出现一定的分化，弱区域弱资质基投企业的非标融资仍面临较大的滚续压力。同时，由于境内新增融资需求难以满足，部分城投企业只能转向境外债等高成本融资，“35号文”流出后的4季度，境外债火爆行情愈演愈烈，发行支数及规模创新高，但境外债融资成本却持续抬升，与同期境内债信用利差持续压缩的趋势相背离。而境外债政策的收紧使得已发行城投企业滚续难度加大，其偿债付息压力不容忽视。

**此外，部分省份出现负面舆情，弱区域弱资质企业流动性压力较大。**2024年以来，部分省份非标舆情频出，尤其突出体现在区县基投企业层面，反映出当前监管政策下的行政层级偏弱的基投企业流动性仍然承压的困境。2024年上半年，陕西、河南、山东、云南、四川、甘肃和贵州等省份的城投企业多次出现负面舆情。负面舆情包含多种情况，例如非标违约、商票逾期以及公司被列入被执行人。由于基投行业新增融资渠道全面收紧，非重点省份负面舆情值得关注。

**最后，部分省份“退平台”现象明显增多。**2024年以来，压缩平台数量已被中央多次提及。2024年3月6日，财政部部长蓝佛安在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上回应地方政府债务问题时，首次提及“压减融资平台数量”；而后3月22日，国务院在召开防范化解地方债务风险工作视频会议时，亦提出要“加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型”。截至2024年6月末，有存续债券的城投企业数量已从上年末的3,321家下降至3,269

家，其中十二个重点省份的城投企业数量从上年末的 456 家压缩至 444 家。在此背景下，2024 年以来，多地加速平台重组整合，以此压缩平台层级和数量，相应的股权和资产划入与划出、资产盘活等事项增多。

## 展望

**首先，城投行业仍将延续高压化债的主基调，严控新增债务。**在化债政策作用下，城投行业整体再融资压力短期内得以缓解，但新增融资渠道全面收紧，城投企业利息偿付压力仍较大；同时各地化债进度及成效存在分化。重点省份因为得到较多中央层面的支持以及金融机构的支持，短期内的信用风险大量舒缓，例如特殊再融资券及 SPV 等支持手段；非重点省份负面舆情和再融资环境亦值得关注，短期化债政策的正面消息与经济复苏乏力、财政资金紧张之间的冲突仍较为突出；此外，在化债与转型影响下，城投企业层级和数量呈压缩趋势，同时部分省份“退平台”现象明显增多，且在转型驱动下城投企业间的资源整合加快，需关注传统城投企业层级和地位下降、优质资产被划出带来的风险。

**然而，不同区域不同城投化债进度仍会分化。**一揽子化债政策对城投传统的融资发展模式形成了较为明显的制约，未来城投转型和发展或因区域环境及产业资源禀赋的差异而加速分化，转型资源较好区域的城投预计将优先获得资本市场青睐，未来一段时间内能够吸引并承载更多的新增资金流入。此外，各地化债的进度和成果将影响下一步政策的走向，区域差异可能将再次影响城投企业。在城投加速分化发展的趋势之下，弱区域弱资质城投或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

**此外，境外债监管向境内债看齐。**过去部分城投企业在境内融资渠道收紧的情况下选择发行境外债来拓宽融资渠道，但是在目前的化债背景下，境外债审核标准会向境内债看齐。此外据市场传言的发改委境外债新规，绝大多数城投企业将无法通过境外债券融资模式新增融资，城投企业新增融资渠道全面收紧。

**最后，城投企业转型加快。**在名单制长效监测机制和监管机构对于名单内企业新增融资的严格限制下，城投主体数量和债券存量或将逐步萎缩，部分城投或加快退出债券市场，进一步推动城投转型，迫使城投剥离传统城投业务、压缩与政府相关的现金流等，加速整合既有业务或拓展新的经营性业务。同时，各地“产业类国资公司”整合工作的推进以及上交所提供的经验指导均对后续城投转型提供了更有效的导向性支持；但仍需重点关注“产业类国资公司”形式转型、激进转型等可能带来的风险。

本新闻稿不构成评级行动。有关任何中诚信亚太所发布的评级，请参阅 [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com) 上的评级结果页面，以获取最新的评级行动信息和评级历史记录。

## 版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者作出自己的研究和评估。



### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编：100020  
电话：(8610) 6642 8877  
传真：(8610) 6642 6100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

### China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室  
电话：(852) 2860 7111  
传真：(852) 2868 0656  
网址：<http://www.ccxap.com>

### China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>