

柳暗花明，信仰再充值——城投债 2023 年回顾与 2024 年展望

2024 年 1 月 30 日

主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

张琦

zhangq@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”
微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

- ◇ **2023 年城投债热点回顾:** 1) 上半年，个别地区城投信用负面事件频发，尾部城投风险显著上升；2) “一揽子化债”，重启特殊再融资债券，金融机构提供化债支持，央行设立应急流动性贷款等措施化解城投风险；3) “遏增”同步加强，城投债发行进一步收紧；4) 重点省份分类加强政府投资项目管理，严控新建项目；5) 交易所正式开展企业债券发行工作；6) 监管部门从供需两端强化非市场化发行监管；7) 城投债境外发行与投资升温。
- ◇ **2023 年发行情况:** 1) 城投债券共发行 7,313 只，发行规模 4.93 万亿元，分别增长 26.2%、25.9%，净融资 8,923.65 亿元，增长 5.6%，私募债品种是城投债增长的主要品种，企业债受审核权划转影响，规模下降较快；2) 主体等级以 AA 级为主，级别向 AA+ 级以上集中趋势明显，AA 级主体城投债大部分时间净偿还且呈扩大趋势；3) 投债短期化现象仍在，3 年期债券占比上升较快；4) 天津、河南、山东增长较快，大部分省市城投净融资同比表现下降，重点区域净融资持续紧缩；5) 全年城投债利差持续收窄，下半年受政策利好信用利差加速收窄。
- ◇ **2024 年到期情况:** 1) 不考虑未发行短期融资券，城投债整体偿还规模预计约 4.3 万亿元，增长 7.3%，其中到期和提前兑付约 3.19 万亿元，回售预计 1.13 万亿元；2) 到期和提前兑付的城投债，AA 级及以下级别的主体减少；3) 河南、重庆和山东的城投债偿债压力上升，天津、云南、贵州待偿规模仍大；4) 12 个重点区域 2024 年预计合计待偿模约 7,087 亿元，占总待偿规模比例为 16.4%；5) 地市层面，青岛、潍坊、遵义等热点地区偿债压力仍在加大。
- ◇ **2024 年城投债展望:** 1) 2024 年，严守风险底线，“化债”和“遏增”仍是城投债主旋律：一是严守风险底线，风险管理和防范加强；二是“一揽子化债”下，置换推进，特殊再融资债券或再增额；三是“遏增”方面，城投债政策维持融资紧平衡，境内政策难再收紧，境外发债监管加强；2) 城投债融资需求仍大，增量需求或主要来自于非标转标，融资分化仍将加剧；3) 资产荒现象持续，中低级别城投信用利差仍有望进一步收窄。

一、2023 年城投债热点回顾

2023 年，城投债市场鲜明地分为上下两半场。上半场，个别地区信用负面舆情不断，引发市场对尾部城投信用风险的担忧，尾部城投发债困难，二级市场收益率显著上行。“724”中央政治局会议提出“一揽子化债”后，城投债市场转入下半场，“化债”成为债市的核心热点。尤其 9 月份特殊再融资债券重启后，城投债短期风险极大缓解，各级别信用利差不断收窄，高收益城投债再度掀起“抢购潮”，二级市场上高收益城投债收益率大幅走低，年末存量高收益城投债数量大幅减少。监管政策上，地方政府债务管控亦保持高压态势，“遏增”同步加强，出台了国发 35 号文、收紧城投债发行条件等政策，城投债融资监管进一步收紧，四季度城投债发行明显缩量。境内城投融资监管趋紧和资产荒共同促使年末境外城投债升温。

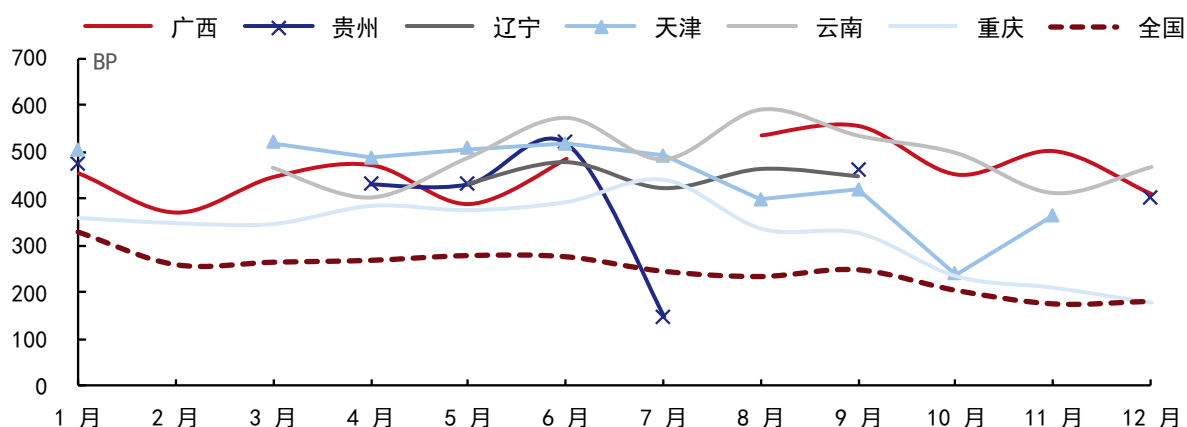
1. 上半年，个别地区城投信用负面事件频发，尾部城投风险显著上升

贵州省官方表态靠自身能力已无力偿还。2023 年 4 月 12 日，贵州省人民政府发展研究中心发文称，研究中心先后赴贵州多地开展化解贵州地方政府债务情况专题调研，调研指出债务问题已成为摆在各地政府面前重大而又急需解决的问题，但受制于地方财力水平有限，化债工作推进异常艰难，仅依靠自身能力已无法得到有效解决。

昆明市城投债“技术性违约”。2023 年 5 月份，“22 昆明土地 CP001”、“22 滇池投资 SCP003”相继发生技术性违约，为 2015 年以来，继新疆、呼和浩特、吉林、兰州之后，第五个发生城投技术性违约的城市。5 月 23 日，一则“滇池 10 亿的超短融顺利兑付，主要是省财政的钱，来源是社保资金和公积金”的传言在市场上流传；24 日，昆明市国资委对相关不实信息进行辟谣。

贵州、云南两地无力偿付城投债务并非个案。自 2021 年城投融资严监管以来，尾部城投风险持续走高，包括兰州、柳州、潍坊等地城投非标违约、票据逾期等负面舆情不断，此类信用负面事件背后投射出当前土地市场低迷、地方政府综合财力大幅下滑、城投融资强监管的背景下，弱实力地区城投平台偿债压力和流动性压力加剧。城投债信用负面舆情愈演愈烈，引发市场对尾部城投城投担忧，尾部城投信用利差走阔。2023 年上半年，在全国 AA 级城投发行利差下降趋势下，重点省份的 AA 级城投发行利差整体却呈现上升趋势，并陆续在 6-8 月份达到最高。

图1 2023年1-12月重点省份AA级城投主体平均发行利差走势



注：其余6个重点省份无AA级城投发行利差样本。

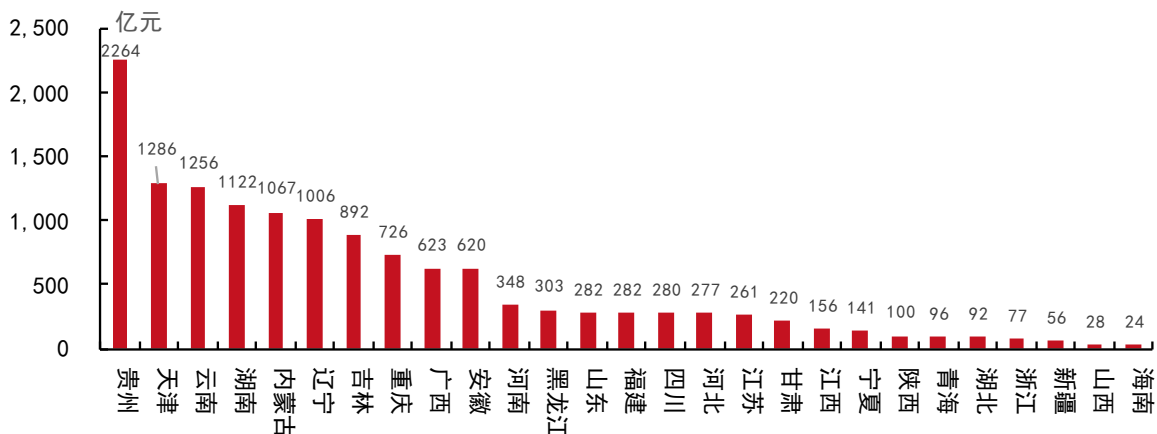
数据来源：Wind，中证鹏元整理

2. “一揽子化债”三大措施化解城投风险

“化债”是2023年城投市场的核心热点。“724”中央政治局会议从中央顶层首次提出制定“一揽子化债方案”。此次化债方案主要包括三个方面：

(1) **重启特殊再融资债券**，资金用途主要用于偿还拖欠款、纳入隐性债务的非标和城投债券。2023年，全国共有27个省发行特殊再融资债券，合计规模1.39万亿元，规模偏向贵州、天津、云南、湖南、内蒙古和辽宁等高风险区域，其中贵州发行特殊债融资债券2,264亿元，上述其它5个省的发行规模也在1,000亿元以上。

图2 2023年特殊再融资债券发行情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

(2) **金融机构提供化债支持**，要求国有大行支持地方政府化债，对存量地方债务进行展期、降息，以及发放贷款置换2024-2025年到期城投债券和非标。贷款展期要求调整后的贷款期限原则上不超过10年，调整后的贷款利率不得低于（同期限）国债利率，调整后的还款方式应做到每年还本比例至少达到10%。

请务必阅读正文之后的免责声明

(3) 央行设立应急流动性贷款。央行表示，在必要时，对地方政府暂难偿还的债务（含公开债券及非标贷款）提供“紧急性”的流动性支持，但最长期限不得超过两年，需要地方提供抵质押品，仅可用于“紧急”事项。所谓“必要时”是指地方政府在穷尽一切各种办法后仍无法化解融资平台债务时。

监管还提出“债务风险底线”，确保 2025 年以前城投标债兑付，允许省级城投继续发债用于下属区县级平台的债券偿还等措施。

3. “遏增”同步加强，城投债发行进一步收紧

(1) 35 号文还对地方债务新增管控提出一系列要求

一是，**债券融资分类管理。**地方政府融资平台只能借新还旧且不包含利息，不能新增融资；12 个重点省份的参照地方政府平台管理国企只能借新还旧，其它省份在省级政府出具同意文件的情况下可以新增融资；普通国有企业可以新增融资，但是债务自己负责偿还。

二是，**债务规模管控。**文件提出各省根据当地 GDP 规模与社融增速进行债务管控，如一旦超过相关要求，则只能用来借新还旧。

(2) 城投债发行再度收紧

9 月份，市场传出监管向下地方及各监管机构部门下发一份城投名单，共涉及 3899 主体，要求对名单内企业发行人不得新增债务，仅能借新还旧。交易商协会和交易所窗口指导再收紧城投债发行条件，并指出将参考 3899 名单和财政部名单分类管理。

交易商协会方面，名单内（3899 名单和财政部名单）企业只能借新还旧，名单外企业需要判定是否为城投，协会将从收入、现金流、资产结构等方面，同时，交易商协会将参考 wind 城投标准进行判断。若经协会认定为城投企业，则要求地市级以上人民政府出具才可安排上会，发债优先借新还旧；若认定为非城投，则按产业债正常出审核注册。

交易所方面，城投主体基本上只能借新还旧，突破新增较难。城投认定上，一是名单内企业内主体仅能借新还旧；二是，重要子公司、担保人、母公司存在以上两大名单的，视同主体在城投名单内；重要子公司在隐债名单内，针对隐债规模和影响程度一事一议；三是，上述两大名单外企业主体，通过资产、收入、利润认定其是否为产业类属性。若认定为城投交易所将综合考虑，区域是否在财政部限制区域名单、区域颜色在红橙黄绿分类，发行主体是否符合《3 号指引》相关要求，经集体决策，可以新增少量公司债券额度。

在城投债发行名单制管理下，四季度已有 136 家城投平台在其债券募集说明书中申明“公司为市场化经营主体”，地区主要分布在江苏、浙江、山东、河南、福建、四川等地。从市场反馈看，但此类申明对发债等方面的实质性影响有限。但发行新规下，四季度城投债交易所批文终止数量大增，终止数量 126 只、

规模 1,784 亿元，较前三季度均值增长 2 倍以上，四季度全市场城投债发行缩量，发行规模较三季度下降了 32%，净融资转负。

4. 重点省份分类加强政府投资项目管理，严控新建项目

2023 年末，国务院办公厅发布“47 号文”对 12 个重点省份分类加强政府投资项目管理。

一是，要求严控新建（含改扩建和购置）政府投资项目，包括地方高速公路，地方政府债务风险等级红色地区除教育、卫生健康、养老托育、特殊群体关爱保障以外的社会事业项目，除城市燃气、供排水、供热以外的市政基础设施项目，省级以下产业园区基础设施项目，除国家算力枢纽节点和国家数据中心集群内的大型数据中心、政务信息化以外的新型基础设施项目，楼堂馆所以及棚户区改造项目。

二是，清理规范在建项目。原则上，项目总投资超过 50%以上但存在重大问题的项目应停建或缓建，总投资完成率 30%-50%的应当缓建，投资完成率未超过 30%的应当停建。

5. 交易所正式开展企业债券发行工作

2023 年 3 月 7 日，十四届全国人大第一次会议通过的《党和国家机构改革方案》将国家发改委的企业债发行审核职责划入证监会，由证监会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。4 月 21 日，证监会和国家发改委联合发布公告明确了企业债券的 6 个月过渡期工作安排。10 月 20 日，证监会发布《关于企业债券过渡期后转常规有关工作安排的公告》（以下简称《公告》）明确企业债券过渡期后转常规工作安排，各交易所发布相关配套规则。10 月 23 日，企业债券正式平移至交易所接续审核，沪深北交易所开始正式开展企业债券发行工作。

从企业债券的发行情况看，从 3 月份公布改革方案以来，企业债券发行数量开始呈下降趋势，9 月份之后，企业债券的发行数量降至个位数。企业债券和城投债发行新政下，区县级城投主体发行企业债券几乎难通过审核。一是，企业债券有项目要求，而城投债新规对 3899 名单内主体发债仅限借新还旧；二是，12 个重点省市的名单外主体新增企业债券余额要求地市级以上政府出具文件，地市级政府出具的文件还需注明“经报省政府同意”，一般情况下，政府不会出相关文件；三是，地市层面城投债余额管控，区县级城投也较难获得发债额度。从发行情况看，过渡期之后未见 AA-级主体发行的企业债券，AA 级城投主体发债很少，且多为原已在通道内申报项目。

6. 监管部门从供需两端强化非市场化发行监管

近年来，城投债券融资收紧，弱资质主体发债再融资受阻，已成为非常市场化发行的主要发行人。2023 年，监管部门从供给端的发行人、主承销商，以及需求端的投资机构全方位加强非市场化发行监管，其中结构化发行和交易则是监管部门重点打击对象。

2023年4月，中基协发布的《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》明确禁止私募基金参与结构化发行，同时提高债券投资集中度限制。一是**禁止参与结构化发行**，“私募基金管理人及其股东、合伙人、实际控制人、员工不得参与结构化债券发行，不得直接或者变相收取债券发行人承销服务、融资顾问、咨询服务等各种形式的费用”；二是提出**“双10%”和“双25%”限制**，即“单只私募证券投资基金投资于同一债券的资金，不得超过该基金净资产的10%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一债券的数量，不得超过该债券存续数量的10%。”以及投资于同一发行人及其关联方的“双25%”限制。

6月，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》“严禁发行人在发行环节直接或间接认购其发行的债券，或通过返费等非市场化方式对发行定价进行不当干预”，《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》也提出“依法打击结构化发债和返费等承销环节违法违规行”。同月，交易商协会发布《关于进一步加强银行间债券市场发行业务规范有关事项的通知》，就结构化发方面规定，发行人不得有通过综合业务合作等方式干扰发行定价，设置承销机构比选评分指标不得与发行利率挂钩；投资者应在分销协议中就未辅助发行人开展结构化发行等进行承诺。

9月，新修订《公司债券发行与交易管理办法》规定“发行人的董事、监事、高级管理人员、持股比例超过百分之五的股东及其他关联方认购或交易、转让其公司债券的，应当披露相关情况。”

2024年1月12日，上海、深圳交易所同步发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》针对债券结构化发行进行规范，具体措施包括：**禁止发行人出于利益交换目的与关联金融机构互持债券，禁止承销机构协助开展非市场化发行和交易，禁止投资者为发行人自购债券提供通道业务，交易所强调将对债券发行利率过低等非市场化行为开展检查。**

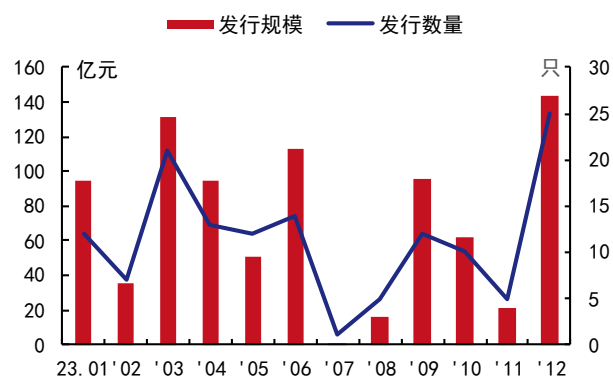
此外，监管部门对结构化发行、返费、违规代持等行为查处力度明显加大。2023年，4家机构因参与发行“返费”等非市场化发行受到交易商协会自律处分。城投领域一直是债券发行和交易违规的“重灾区”，交易商协会持续关注城投主体的违规行为，对8家城投企业土地资产不真实、发行环节“返费”、募集资金用途变更未合规披露等违规行为进行处分。

7. 城投债境外发行与投资升温

境内城投债融资受限，部分城投平台为突破融资瓶颈，开始转向境外融资渠道，特别是离岸人民币债券（点心债）和美元债。2023年，城投点心债共发行数量137只，发行规模858.54亿元，城投美元债共发行70只，发行规模91.61亿美元。其中，四季度城投境外债券发行升温，点心债共发行40只，发行规模226.61亿元，票面利率3.69%-9%；美元债发行25只、发行规模35.77亿美元，票面利率5.7%-7%，两类债券发行期限均以3年期为主。境外城投债地区以山东、浙江、江苏为主，四季度山东境外城投债发行数量远超过其

它省份，发债城投地区上也有 12 个重点省份涉及其中，如重庆、湖南、江西、吉林、贵州。

图 3 2023 年 1-12 月城投点心债发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2023 年 1-12 月城投美元债发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

境内高收益城投债再度掀起“抢购潮”，天津城建多只短融出现 70 倍认购，有省份发行利差收窄 200BP 以上，二级市场上多只高收益城投债利差收窄 300BP 以上，年末存量高收益城投债数量亦大幅减少。根据中债估值，年末估值收益率在 8% 以上的城投债券仅 306 只，较 6 月末的债券数量下降 80%。境内城投债收益快速拉低，“资产荒”下，追求高收益的投资机构开始关注境外城投债。相较于境内城投债 12 月份的平均票面利率已降至 3.77%，境外城投债平均票面利率仍能保持 5% 以上，其中也不乏 8% 以上高收益个券。需注意的是，投资美元债券或面临较大汇率风险。

二、2023 年城投债发行情况

1. 2023 年城投债发行规模总体大增，净融资略增

2023 年，城投平台“遏增化存”融资监管环境延续，城投债集中到期产生的再融资需求带来发行规模增长。2023 年，城投债券共发行 7,313 只，较 2022 年增长 26.2%，发行规模 49,259.76 亿元，较 2022 年增长 25.9%，净融资 8,923.65 亿元，较上年增长 5.6%。

发行节奏上，3-4 月份、8 月份的发行规模相对较大，同比增长率在 35% 以上，其中 3 月份发行规模同比增长 56%。7 月 24 日，中央政治局会议提出“一揽子化债”计划提出之后，城投债融资监管政策边际收紧，加上四季度发行淡季，四季度的城投债发行明显放缓。

图5 2022年1月-2023年12月份城投债券发行与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

分市场看，2024年城投债发行仅企业债和公募公司债发行规模较上年下降。具体而言，交易所城投债共发行3,279只、发行规模22,804.51亿元，较上年增长29.6%和26.2%。企业债券城投品种发行227只、发行规模1,579.10亿元，受审核权划转影响，企业债券城投品种发行量从10月份开始降至个位数，全年发行数量较上年下降45.6%、发行规模下降46.0%。公募公司债城投品种发行231只、发行规模2,036.58亿元，较上年下降20.3%和17.5%；私募公司债城投品种发行2,821只、发行规模19,188.83亿元，较上年增长54.7%和51.4%，是城投债增长的主力品种。银行间城投各品种发行规模增幅均较大。短期融资券城投品种发行1,780只、发行规模11,468.43亿元，较上年增长23.8%和25.7%；中期票据品种发行1,280只、发行规模9,011.09亿元，较上年增长33.5%和34.1%；定向工具发行974只、发行规模5,975.74亿元，较上年增长12.3%和14.3%。

净融资除企业债券品种为净偿还外，其余债券品种为净融资，其中私募债品种增长最大。具体而言，2024年，企业债品种净偿还1,324.30亿元，由上年净融入转负，净融资额较上年减少1,479.65亿元；私募公司债和中期票据品种净融资规模较上年增长，其中私募公司债品种净融资5,796.11亿元，较上年增长35.8%；中期票据品种净融资2,593.44亿元，较上年增长1.6%。短期融资券品种则由上年的净偿还转正，净融资规模为1,307.68亿元，较上年增加1,795.95亿元。公募公司债品种净融资374.71亿元，较上年下降77.8%；定向工具品种净融资176.00亿元，较上年下降37.1%。

表 1 2023 年城投债品种发行与净融资情况

债券品种	发行数量 (只)	发行规模 (亿元)	净融资规模 (亿元)	发行数量同比	发行规模同比	净融资同比
交易所市场	3,279	22,804.51	4,846.53	29.60%	26.18%	-20.65%
企业债券	227	1,579.10	-1,324.30	-45.56%	-46.02%	-952.46%
公募公司债	231	2,036.58	374.71	-20.34%	-17.54%	-77.75%
私募公司债	2,821	19,188.83	5,796.11	54.74%	51.37%	35.79%
银行间市场	4,034	26,455.25	4,077.13	23.59%	25.58%	73.91%
短期融资券	1,780	11,468.43	1,307.68	23.78%	25.73%	-367.82%
中期票据	1,280	9,011.09	2,593.44	33.47%	34.13%	1.60%
定向工具	974	5,975.74	176.00	12.34%	14.34%	-37.14%
合计	7,313	49,259.76	8,923.65	26.22%	25.86%	5.58%

注：企业债券城投品种净融资由上年净融资转净偿还；短期融资券城投品种净融资由上年净偿还转为净融入

数据来源：Wind，中证鹏元整理

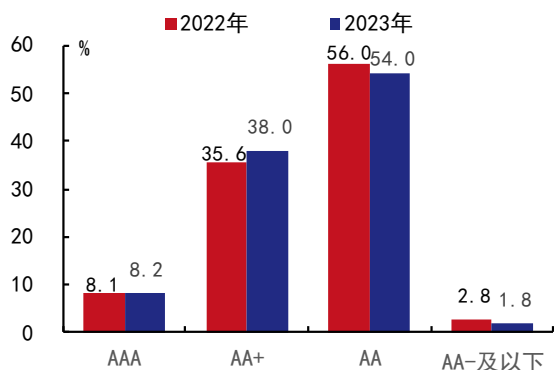
2. 城投债信用重心持续抬升，向 AA+级以上集中趋势明显

2023 年，城投债主体等级以 AA 级为主，级别向 AA+级以上集中趋势明显。2023 年，城投债发行人共 1,851 家，其中无主体评级 18 家，占比 1.0%，较上年略下降。具体而言，AAA 级主体 149 家，占比 8.2%，较上年度提高 0.1pct；AA+级主体 689 家，占比 38.0%，较上年度提高 2.3pct；AA 级主体 980 家，占比 54.0%，较上年度下降 2.0pct；AA-级（含）以下和无主体级别主体 33 家，占比 1.8%，占比较上年度下降 0.9pct。

发行规模上，AAA 级主体发行 1.25 万亿元、占比 25.4%，较上年提高 1.1pct；AA+级主体发行 2.32 万亿元、占比 47.2%，较上年提高 1.1pct；AA 级主体发行 1.33 万亿元，占比 27.0%，较上年下降 2.0pct；AA-级（含）以下和无主体级别债券发行 189.30 亿元，占比 0.4%，较上年下降 0.2pct。

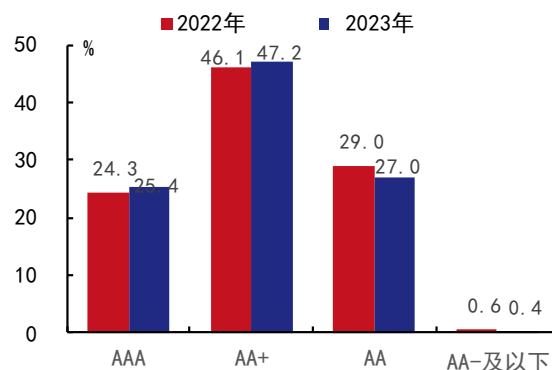
从主要级别净融资情况看，城投债净融资主体级别以 AA+级主体为主，净融资规模为 7,165.70 亿元，较上年增长 12.9%；AAA 级主体净融资规模 2,424.42 亿元，较上年下降 32.4%；AA 级主体净融资由上年净融转净偿还 174.88 亿元，自 5 月以来，AA 级主体城投债净融资大部分时间为净偿还，且呈扩大趋势。

图 6 城投债券主体信用分布（按发行人）



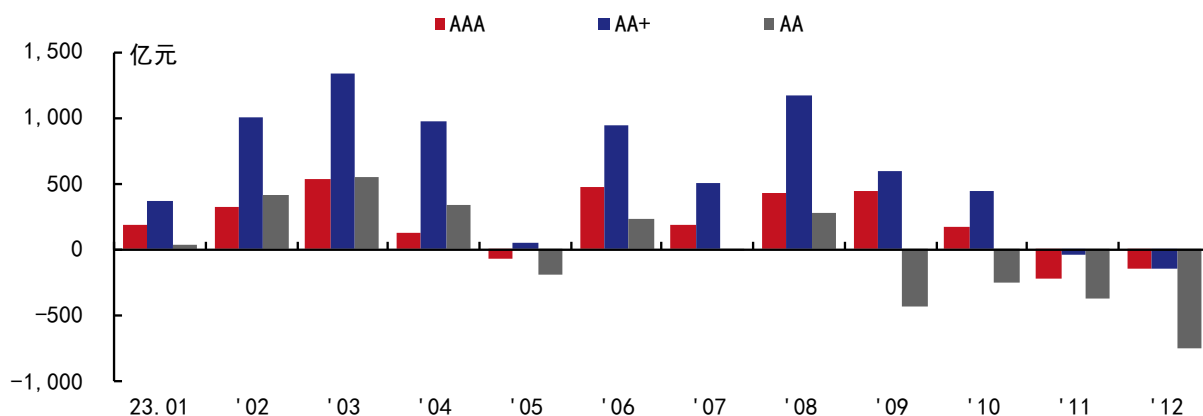
注：按发行人数量统计，不包含无主体评级发行人。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 城投债券主体信用分布（按规模）



注：按发行规模统计，不包含无主体评级债券。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2023 年 1-12 月城投债各级别净融资

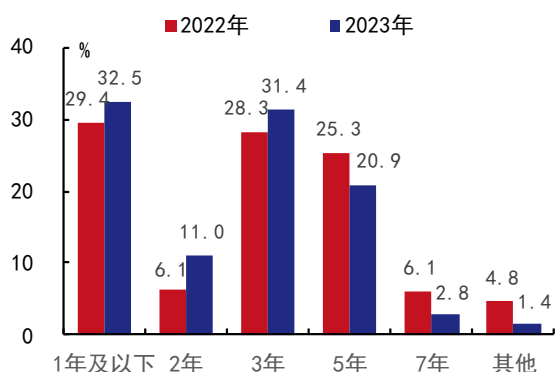


数据来源：Wind，中证鹏元整理

3. 城投债短期化现象仍在，同时长期债券占比开始回升

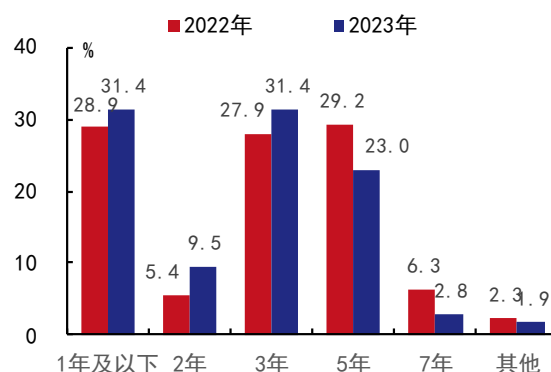
2023 年，新发行城投债券加权平均期限 2.87 年，较 2022 年缩短 0.38 年，主要表现 3 年期及以下中短期债券规模占比均上升。从主要期限看，一年期及以下债券发行数量占比 32.5%、发行规模占比 31.4%，较 2022 年仍分别上升 3.1pct、2.5pct，城投债短期化现象仍在加剧；3 年期债券发行数量和发行规模占比均为 31.4%、较 2022 年分别上升 3.1pct、3.5pct；而 5 年期债券发行数量占比 20.9%、发行规模占比 23.0%，较 2022 年分别下降 4.4pct、6.2pct。城投债短期化现象加剧一方面说明城投主体流动性压力加大，另一方面反映出市场对短期风险持乐观态度大但认为城投债长期不确定较高。

图 9 城投债券期限分布（按债券数量）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 10 城投债券期限分布（按发行规模）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

5. 大部分省市城投净融资同比表现下降，重点区域净融资持续紧缩

2023年，江苏和浙江仍是发行规模头部地区，天津、河南、山东增长较快。具体从发行规模上看，江苏发行12,298.77亿元、浙江发行6,484.73亿元，两地合计发行规模占城投债总发行规模的38%。山东、天津、河南、湖南、四川、湖北、重庆等7个地区发行规模属于第二梯队，发行规模在2,000-4,000亿元。城投债主要发行地区中（发行规模1000亿元以上），天津、河南、山东、陕西、广东、浙江的发行规模增速均在30%以上，其中天津的发行规模较上年增长45.9%。

净融资方面，2023年全国31个地区中21地为净融资、10地为净偿还。净融资地区中，浙江净融资1,565.10亿元、江苏净融资1,526.85亿元、河南净融资1,078.15亿元、山东净融资1,068.67亿元；其次，湖北、四川、重庆、安徽等地净融资规模在500-800亿元之间。净偿还地区涉及贵州、广西、甘肃、吉林、黑龙江、辽宁、云南、青海、内蒙古、宁夏共10个地区，均在12个重点省份范围内。其中，贵州净偿还373.93亿元、广西净偿还166.75亿元、甘肃净偿还99.60亿元、吉林净偿还98.69亿元，黑龙江净偿还81.88亿元。其余2个净融入的重点省份，分别为重庆净融资558.56亿元、天津净融资119.16亿元。

表 2 2023年城投债区域融资情况（单位：亿元）

省份	2023年发行规模	2022年发行规模	发行规模同比	2023年净融资规模	2022年净融资规模	净融资同比	净融资增减规模
浙江	6,484.73	4,814.73	34.69%	1,565.10	1,745.22	-10.32%	-180.12
江苏	12,298.77	9,944.98	23.67%	1,526.85	1,072.32	42.39%	454.54
河南	2,627.51	1,881.07	39.68%	1,078.15	751.58	43.45%	326.57
山东	3,647.16	2,650.09	37.62%	1,068.67	1,027.81	3.98%	40.86
湖北	2,130.15	1,646.14	29.40%	737.22	659.02	11.87%	78.20
四川	2,329.26	1,957.89	18.97%	626.00	652.41	-4.05%	-26.42

请务必阅读正文之后的免责声明

省份	2023年发行规模	2022年发行规模	发行规模同比	2023年净融资规模	2022年净融资规模	净融资同比	净融资增减规模
重庆	2,089.25	1,699.08	22.96%	558.56	353.78	57.88%	204.77
安徽	1,981.82	1,863.31	6.36%	543.87	502.37	8.26%	41.49
湖南	2,484.91	2,145.44	15.82%	397.83	401.49	-0.91%	-3.66
江西	1,912.38	1,496.68	27.77%	390.52	395.24	-1.19%	-4.72
福建	1,028.15	1,029.91	-0.17%	296.59	474.45	-37.49%	-177.86
陕西	1,086.41	800.16	35.77%	293.91	285.96	2.78%	7.95
北京	451.90	310.20	45.68%	215.25	70.38	205.84%	144.87
河北	479.62	483.50	-0.80%	141.21	222.50	-36.54%	-81.30
山西	423.40	353.20	19.88%	127.27	36.28	250.84%	90.99
天津	3,505.11	2,402.37	45.90%	119.16	8.74	1263.51%	110.42
新疆	421.97	395.37	6.73%	80.00	47.55	68.25%	32.45
上海	290.04	334.68	-13.34%	51.97	185.37	-71.96%	-133.40
西藏	81.76	77.53	5.46%	43.75	30.72	42.42%	13.03
海南	42.00	16.00	162.50%	10.64	15.35	-30.65%	-4.71
广东	1,504.69	1,110.60	35.48%	7.62	256.24	-97.03%	-248.62
宁夏	88.30	19.00	364.74%	-0.20	-1.40	-85.71%	1.20
内蒙古	-	3.20	-100.00%	-8.50	-26.25	-67.62%	17.75
青海	19.50	27.75	-29.73%	-26.00	-39.90	-34.84%	13.90
云南	711.91	595.67	19.51%	-34.30	-172.85	-80.16%	138.55
辽宁	56.60	55.75	1.52%	-66.64	-35.96	85.28%	-30.67
黑龙江	42.65	33.00	29.24%	-81.88	-9.74	740.39%	-72.14
吉林	230.20	224.90	2.36%	-98.69	-109.80	-10.12%	11.11
甘肃	56.18	61.01	-7.92%	-99.60	-136.86	-27.22%	37.26
广西	460.65	314.46	46.49%	-166.75	0.03	-	-166.79
贵州	292.80	390.75	-25.07%	-373.93	-209.63	78.38%	-164.30

注：红色字体为12个重点地区。

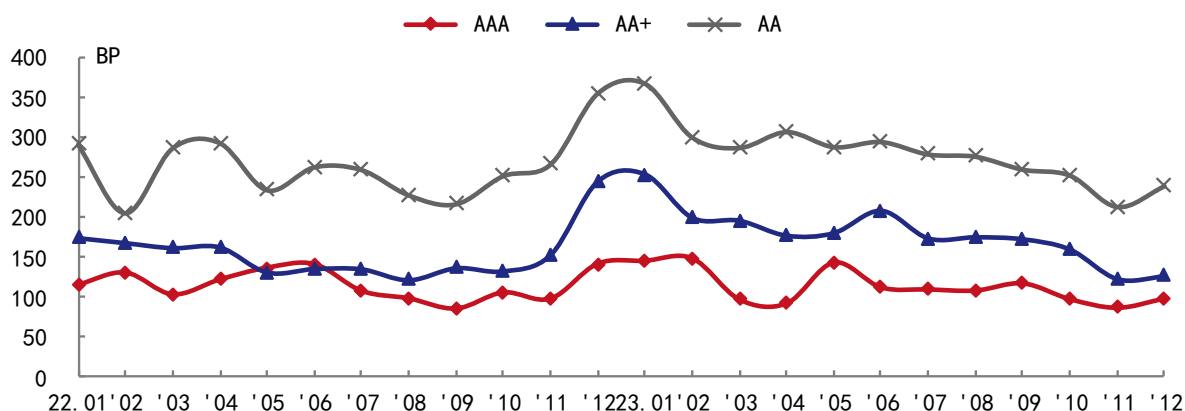
资料来源：Wind，中证鹏元

6. 2023年城投债利差持续收窄，下半年受政策利好信用利差加速收窄

2023年，各级别城投债利差持续收窄，在7月份中央政治局会议后利差收窄趋势加速。2023年上半年，市场对经济预期向平稳修复，利率曲线开始平稳回落，此前市场利率波动带来债券抛售随之降温，城投债利差随之收敛；市场资金供给合理充裕、信用环境宽松，年中各级别城投债信用利差走势平坦化；但是期间尾部地区城投债负面舆情对利差带来扰动。7月，中央政治局会议提出制定“一揽子化债”方案防范化解地方债务风险，城投债短期风险极大缓解。政策利好驱动下，城投债利差呈加速收窄的趋势，尤其AA+级和AA级城投债收窄幅度较大。12月份，AAA级、AA+级和AA级的平均利差分别为98BP、126BP、240BP，请务必阅读正文之后的免责声明

与7月份相比，分别收窄11BP、47BP、40BP。

图 11 2022 年 1 月-2023 年 12 月城投债发行利差走势



注：发行利差样本债券为1年期及以上无担保的债券；

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从12月份发债区域的发行利差看，云南、贵州、广西的AA级城投发行利差仍高，广西的AA+级城投发行利差较7月收窄134BP；重庆AA+级和AA级城投发行利差下降明显，较7月分别收窄179BP、231BP至146BP、233BP，陕西、天津的AA+级城投发行利差较7月收窄259BP、216BP。

表 3 2023 年区域信用平均利差及变动（单位：BP）

地区	2023 年 1 月			2023 年 7 月			2023 年 12 月			2023 年 7-12 月利差变动		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
云南	-	477	-	-	-	-	-	-	482	-	-	-
贵州	233	-	474	225	442	-	-	-	403	-	-	-
广西	-	472	443	103	510	-	88	376	391	-16	-134	-
山东	127	346	428	205	262	496	75	186	339	-130	-76	-157
四川	-	218	429	80	218	439	36	132	336	-44	-87	-102
河南	-	297	445	177	206	-	115	138	286	-62	-69	-
陕西	317	419	-	198	451	-	176	192	274	-22	-259	-
湖南	-	301	503	38	203	386	45	125	238	7	-78	-148
重庆	81	311	-	79	324	464	-	146	233	-	-179	-231
湖北	164	202	353	82	169	276	-	74	208	-82	-95	-67
西藏	-	-	-	-	-	-	-	-	196	-	-	-
新疆	-	284	386	-	150	333	-	76	151	-	-74	-182
北京	-	201	-	67	84	103	43	59	129	-24	-25	27
江苏	137	231	359	111	131	284	75	91	129	-36	-40	-155
浙江	114	160	236	85	120	160	89	83	99	4	-36	-61
安徽	-	263	466	-	125	262	-	96	-	-	-29	-
福建	95	232	304	60	118	201	-	99	-	-	-19	-

请务必阅读正文之后的免责声明

地区	2023年1月			2023年7月			2023年12月			2023年7-12月利差变动		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
河北	-	-	-	87	184	-	-	155	-	-	-29	-
江西	172	318	395	82	228	238	76	138	-	-6	-90	-
辽宁	-	-	-	-	-	423	-	181	-	-	-	-
山西	173	-	-	98	113	399	80	167	-	-18	53	-
天津	-	-	-	-	466	-	141	250	-	-	-216	-
广东	45	145	-	49	114	189	-	-	-	-	-	-
黑龙江	-	-	-	-	455	-	-	-	-	-	-	-
吉林	-	309	-	353	-	-	-	-	-	-	-	-
上海	-	119	-	55	84	-	-	-	-	-	-	-
海南	197	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宁夏	-	392	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：1.样本债券为1年期(不含)以上的无增信债券；2.利差为发行利率与国开债利差；3.“-”表示无相关数据或数据不可比；4.内蒙古、甘肃、青海无样本债券。

资料来源：Wind，中证鹏元

三、2023年城投债信用表现

1. 城投债主体评级上调的城投平台共32家

2023年，城投债评级上调的城投平台共32家，均为主体级别上调。上调的主体级别迁移均向上调整1个级别，原主体级别为AA+级的主体13家，AA级主体17家，AA-级主体2家。行政级别上，上调城投主体以地市级为主，共18家，区县级13家，另有1家地市开发区平台。

地区分布上，评级上调主体集中于江苏和浙江两地。江苏上调12家分布于8个地级市，其中苏州上调3家，南京和盐城各上调2家；浙江上调6家分布于5个地级市，其中杭州上调2家。湖南和广州各上调2家。此外，北京、山西、江西、福建、广西、安徽、河北、湖北各有1家主体评级上调。

表4 2023年主体评级上调及展望正面的城投主体

省份	城市	发行人	最新评级日期	最新评级	最新展望	期初评级	期初展望
南京	南京	南京高淳国有资产经营控股集团有限公司	2023-06-28	AA+	稳定	AA	稳定
		南京溧水环境集团有限公司	2023-12-29	AA+	稳定	AA	稳定
江苏	苏州	昆山城市建设投资发展集团有限公司	2023-06-28	AAA	稳定	AA+	稳定
		张家港市国有资本投资集团有限公司	2023-09-07	AAA	稳定	AA+	稳定
		苏州市相城国有资本投资有限公司	2023-06-19	AAA	稳定	AA+	稳定
	无锡	无锡市安居投资发展有限公司	2023-07-27	AA+	稳定	AA	稳定
	扬州	扬州市交通产业集团有限责任公司	2023-07-27	AA+	稳定	AA	稳定
淮安	淮安市国有联合投资发展集团有限公司	2023-09-07	AAA	稳定	AA+	稳定	

请务必阅读正文之后的免责声明

省份	城市	发行人	最新评级日期	最新评级	最新展望	期初评级	期初展望
	连云港	江苏方洋集团有限公司	2023-07-26	AA+	稳定	AA	稳定
	盐城	盐城市城镇化建设投资集团有限公司	2023-11-27	AA+	稳定	AA	稳定
		盐城市交通投资建设控股集团有限公司	2023-12-22	AAA	稳定	AA+	稳定
	徐州	徐州市新水国有资产经营有限责任公司	2023-05-31	AA+	稳定	AA	稳定
浙江	杭州	杭州西湖投资集团有限公司	2023-09-06	AAA	稳定	AA+	稳定
		杭州余杭城市发展投资集团有限公司	2023-07-07	AAA	稳定	AA+	稳定
	湖州	湖州市城市投资发展集团有限公司	2023-11-15	AAA	稳定	AA+	稳定
	嘉兴	嘉兴科技城投资发展集团有限公司	2023-05-23	AA+	稳定	AA	稳定
	金华	金华市交通投资集团有限公司	2023-06-06	AA+	稳定	AA	稳定
	温州	温州市公用事业发展集团有限公司	2023-09-14	AAA	稳定	AA+	稳定
湖南	常德	桃源县经济开发区开发投资有限公司	2023-06-27	AA	稳定	AA-	稳定
	岳阳	湖南楚之晟控股实业集团有限公司	2023-06-25	AA	稳定	AA-	稳定
四川	成都	成都陆港枢纽投资发展集团有限公司	2023-08-07	AA+	稳定	AA	稳定
	眉山	眉山天府新区投资集团有限公司	2023-06-28	AA+	稳定	AA	稳定
广东	惠州	惠州市交通投资集团有限公司	2023-06-28	AAA	稳定	AA+	稳定
		惠州仲恺城市发展集团有限公司	2023-05-08	AA+	稳定	AA	稳定
北京	北京	北京大兴投资集团有限公司	2023-06-27	AA+	稳定	AA	稳定
安徽	淮南	淮南建设发展控股(集团)有限公司	2023-07-27	AA+	稳定	AA	稳定
江西	吉安	吉安市新庐陵投资发展有限公司	2023-06-28	AA+	稳定	AA	稳定
广西	南宁	南宁城市建设投资集团有限责任公司	2023-09-25	AAA	稳定	AA+	稳定
福建	泉州	福建晋江产业发展投资集团有限公司	2023-11-16	AA+	稳定	AA	稳定
河北	唐山	唐山市城市发展集团有限公司	2023-06-27	AAA	稳定	AA+	稳定
湖北	襄阳	汉江国有资本投资集团有限公司	2023-06-28	AAA	稳定	AA+	稳定
山西	运城	运城市城市建设投资开发集团有限公司	2023-11-06	AA+	稳定	AA	稳定

数据来源：Wind，中证鹏元

2. 评级下调以展望负面为主，集中分布在云贵地区

2023年，评级下调的城投平台共31家，以展望负面为主，共27家，主体级别下调的平台数量4家。

4家主体级别下调的城投平台均为AA级下调至AA-级，地区集中在贵州，包括六盘水3家和铜仁1家。展望负面的主体中，AAA级主体1家、AA+级主体7家，AA级主体12家，AA-级7家。整体来看，地市级平台评级下调数量高于的区县级平台，分别为14家和12家，此外有2家省级开发区平台和2家地市级开发区平台。

2023年，主体评级调低或展望负面的平台分布于7省14城，主要集中在贵州和云南两地。具体来看，贵州共涉及19家，其中贵阳、毕节、六盘水各4家（其中六盘水3家为级别下调）、遵义3家、铜仁2家（1家级别下调），都匀、兴义各1家。云南共涉及6家，主要集中在昆明，为5家，以及曲靖1家。柳州请务必阅读正文之后的免责声明

有 2 家、郑州、西宁、兰州、秦皇岛各有 1 家展望负面。此外，通化、高密、潍坊有平台被列入观察名单，未来可能涉及到评级下调风险。

表 5 2023 年主体评级下调及展望负面的城投主体

省份	城市	发行人	最新评级日期	最新评级	最新展望	期初评级	期初展望	2024 年地市到期规模(亿元)
河南	郑州	郑州通航建设发展有限公司	2023-06-27	AA-	负面	AA-	稳定	928.33
贵州	贵阳	贵阳白云城市建设投资集团有限公司	2023-06-27	AA	负面	AA	稳定	674.91
		贵阳白云工业发展投资有限公司	2023-06-28	AA	负面	AA	稳定	
		贵州双龙航空港开发投资(集团)有限公司	2023-06-27	AA+	负面	AA+	稳定	
		贵州双龙航空港置业有限公司	2023-06-27	AA	负面	AA	稳定	
	遵义	遵义和平投资建设有限责任公司	2023-06-21	AA-	负面	AA-	稳定	219.89
		遵义交旅投资(集团)有限公司	2023-06-27	AA	负面	AA	-	
		遵义经济技术开发区投资建设有限公司	2023-06-27	AA	负面	AA	-	
	六盘水	六盘水市开发投资有限公司	2023-06-21	AA	负面	AA	-	54.31
		贵州水城水务投资有限责任公司	2023-06-28	AA-	负面	AA	稳定	
		贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	2023-06-26	AA-	稳定	AA	稳定	
		六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司	2023-06-26	AA-	稳定	AA	稳定	
	毕节	毕节市安方建设投资(集团)有限公司	2023-06-28	AA-	负面	AA-	稳定	35.71
		毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	2023-06-27	AA-	负面	AA-	稳定	
		毕节市德溪建设开发投资有限公司	2023-06-25	AA-	负面	AA-	稳定	
		毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	2023-06-27	AA-	负面	AA-	稳定	
	铜仁	贵州省铜仁市交通旅游开发投资集团有限公司	2023-06-27	AA	负面	AA	稳定	25.20
铜仁市九龙地矿投资开发集团有限责任公司		2023-06-26	AA-	负面	AA	负面		
兴义	贵州东湖新城市建设投资有限公司	2023-07-04	AA-	负面	AA-	稳定	27.44	
都匀	黔南州国有资本营运有限责任公司	2023-06-28	AA	负面	AA	稳定	13.83	
云南	昆明	昆明滇池投资有限责任公司	2023-06-29	AA+	负面	AA+	稳定	674.91
		昆明轨道交通集团有限公司	2023-07-28	AAA	负面	AAA	稳定	
		昆明市城建投资开发有限责任公司	2023-07-28	AA+	负面	AA+	稳定	
		昆明市国有资产管理营运有限责任公司	2023-07-27	AA	负面	AA	稳定	
		昆明市土地开发投资经营有限责任公司	2023-07-27	AA+	负面	AA+	稳定	
曲靖	曲靖市经济开发投资集团有限公司	2023-06-29	AA	负面	AA	稳定	10.34	
广西	柳州	广西柳州市东城投资开发集团有限公司	2023-06-27	AA+	负面	AA+	稳定	244.61
		柳州市城市投资建设发展有限公司	2023-06-27	AA+	负面	AA+	稳定	
甘肃	兰州	兰州市轨道交通有限公司	2023-07-26	AA	负面	AA	稳定	67.31
青海	西宁	西宁城市投资管理有限公司	2023-07-27	AA+	负面	AA+	稳定	50.66

请务必阅读正文之后的免责声明

省份	城市	发行人	最新评级日期	最新评级	最新展望	期初评级	期初展望	2024年地市到期规模(亿元)
河北	秦皇岛	秦皇岛开发区国有资产经营有限公司	2023-06-25	AA	负面	AA	稳定	15.35

数据来源：Wind，中证鹏元

四、2024年城投债到期情况

1. 预计2024年城投债到期规模增长，预计全年偿付规模接近4.7万亿元

截止2023年末，不考虑未发行短期融资券，2024年城投债整体偿还规模预计约4.3万亿元，较2023年增长7.3%。具体而言，城投债到期规模3.01万亿元、提前兑付规模1,857亿元；2024年进入回售期的债券存量规模1.79万亿元，根据2023年63.1%的回售率计算，2024年回售规模约1.13万亿元。仅中长期城投债券而言，预计偿付规模约为3.59万亿元，较2022年增长19.2%。考虑到2024年新发行的超短期融资债券，以及“一揽子化债”下，部分城投债券可能加速提前偿还，城投债2024年全年偿付规模将或近4.7万亿元。

表6 2024年城投债待偿概况（单位：亿元）

债券类型	2024年				2023年总偿还规模	总偿还规模增长率
	到期规模	提前兑付规模	回售预计	合计		
交易所市场	11,923.19	1,784.97	6,965.78	20,673.94	17,915.65	15.40%
企业债券	771.63	1,453.53	556.67	2,781.83	2,893.24	-3.85%
公募公司债	1,397.63	0.00	937.53	2,335.16	1,658.87	40.77%
私募公司债	9,753.93	331.44	5,471.58	15,556.95	13,363.55	16.41%
银行间市场	18,159.63	64.84	4,342.20	22,566.67	22,378.23	0.84%
短期融资券	7,321.71	0.00	0.00	7,321.71	10,160.75	-27.94%
中期票据	5,962.70	57.74	2,155.66	8,176.10	6,417.65	27.40%
定向工具	4,875.22	7.10	2,186.54	7,068.86	5,799.83	21.88%
总计	30,082.82	1,849.81	11,307.97	43,240.60	40,293.88	7.31%
中长期债券合计	22,761.11	1,849.81	11,307.97	35,918.89	30,133.13	19.20%

注：短期融资券到期规模为截止2023年年末到期规模，未考虑2024年新发且到期的超短期融资债券规模。

数据来源：Wind，中证鹏元

2. 到期城投债AA级及以下级别的主体减少，主体级别重心提升

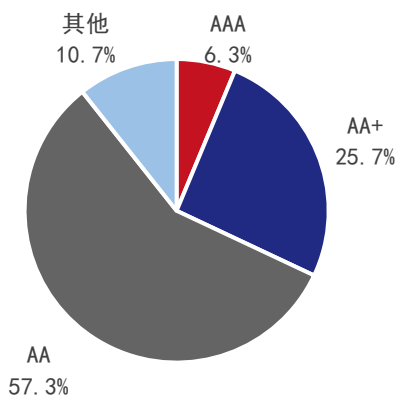
2024年到期和提前兑付的城投债，AA级及以下级别的主体减少。级别分布上，AAA级主体126家，占比6.3%；AA+级主体517家，占比25.7%；AA级主体1,152家，占比57.3%；AA-级以下和无主体评级的主体214家，占比10.7%。与2023年兑付的债券相比，AA级及以下和无评级主体的主体数量占比分别

请务必阅读正文之后的免责声明

减少 1.1pct，主要为 AA-级和无评级的主体数量下降较多致使两者评级占比下降 0.9pct。

从到期规模来看，主体级别分布亦呈低级别规模占比下降的特征。AAA 级和 AA+级到期规模占比分别 25.1%、40.4%，较 2023 年分别提高 0.2pct、0.4pct，AA 级、AA-级以下到期规模占比分别 33.0%、1.5%，较 2023 年分别减少 0.4pct、0.3pct。

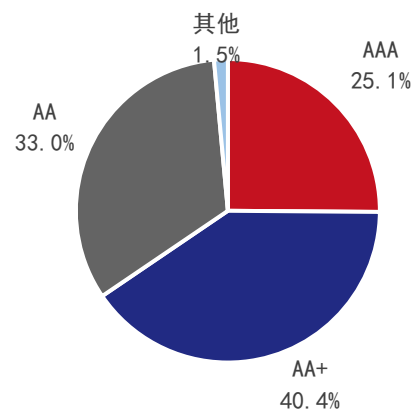
图 12 2024 年到期城投债券主体信用分布（按发行人分布）



注：剔除重复发行人。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 13 2024 年到期城投债券主体信用分布（按规模分布）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

3. 2024 年河南、重庆和山东的城投债偿债压力上升，天津、云南、贵州待偿规模仍大

分省来看，江苏城投债待偿规模最大。2024 年，江苏预计待偿规模约 10,578 亿元，其中到期和提前兑付 8,718 亿元、回售规模预计 1,860 亿元，总待偿规模较 2023 年下降 1.8%。浙江城投债 2024 年预计待偿规模约 4,920 亿元，其中到期和提前兑付 3,574 亿元、回售规模 2,040 亿元，总待偿规模较 2023 年增长 14.1%。

河南、重庆和山东的城投债偿债压力上升明显。2024 年，河南预计待偿规模 2,212 亿元，其中到期和提前兑付 1,537 亿元、回售规模 675 亿元，总待偿规模较 2023 年增长 42.7%；重庆预计待偿规模约 2,123 亿元，其中到期和提前兑付 1,420 亿元、回售规模 703 亿元，总待偿规模较 2023 年增长 38.7%；山东预计待偿规模约 3,343 亿元，其中到期和提前兑付 1,980 亿元、回售规模 1,363 亿元，总待偿规模较 2023 年增长 29.7%。

12 个重点区域 2024 年预计合计待偿模约 7,087 亿元，占总待偿规模比例为 16.4%。在“化债”背景下，特殊再融资债券重启、国有大行提供化债金融支持，重点区域标债的短期兑付风险较小。但天津、重庆、云南、贵州四地待偿规模较高，分别为 2,697 亿元、2,123 万元、749 亿元、678 亿元，或仍有一定兑付压力。

表 7 2024 年城投债偿付规模区域分布

地区	到期+提前兑付	回售预期	总待偿规模	主体级别				增长率
				AAA	AA+	AA	其它	
江苏	8,717.93	1,859.77	10,577.70	1,789.49	5,402.09	3,326.34	59.78	-1.80%
浙江	3,573.56	2,040.74	5,614.30	692.04	2,688.44	2,191.39	42.43	14.12%
山东	1,980.39	1,362.90	3,343.29	765.83	1,792.44	745.05	39.97	29.66%
天津	2,443.59	253.48	2,697.07	2,066.66	477.45	152.96	0.00	-20.35%
湖南	1,768.27	662.19	2,430.45	123.94	1,367.51	893.67	45.33	16.45%
河南	1,536.76	674.92	2,211.68	628.97	873.78	699.58	9.34	42.75%
重庆	1,420.30	702.80	2,123.10	198.11	945.09	962.40	17.50	38.70%
四川	1,356.80	753.82	2,110.62	200.57	806.08	1,013.79	90.19	23.92%
江西	1,332.57	554.27	1,886.84	117.54	950.62	722.14	96.55	23.98%
湖北	1,261.25	402.45	1,663.70	367.23	562.90	683.78	49.79	19.44%
安徽	1,235.17	415.82	1,650.99	76.75	904.93	621.51	47.80	14.82%
陕西	753.30	201.57	954.88	392.19	192.92	360.18	9.59	20.49%
广东	872.45	72.59	945.04	772.38	46.02	122.60	4.05	-36.87%
福建	689.11	168.69	857.80	167.45	358.57	331.78	0.00	17.26%
云南	694.75	53.81	748.56	318.45	325.58	93.88	10.65	0.31%
贵州	433.53	244.15	677.67	108.75	222.82	263.98	82.13	1.64%
广西	297.31	123.98	421.29	39.61	148.39	224.89	8.40	-32.85%
北京	291.63	113.50	405.13	171.00	212.78	21.36	0.00	71.20%
河北	254.68	146.83	401.51	20.00	253.45	128.06	0.00	18.65%
新疆	262.44	133.36	395.80	111.54	190.03	94.24	0.00	15.74%
山西	257.95	126.39	384.34	186.75	182.67	13.53	1.40	29.79%
上海	128.02	76.32	204.33	102.44	84.73	17.15	0.00	-14.17%
吉林	109.70	32.77	142.47	99.54	20.65	22.28	0.00	-56.68%
甘肃	76.02	6.31	82.33	56.31	11.00	15.02	0.00	-47.15%
西藏	34.99	33.43	68.42	0.00	58.42	10.00	0.00	80.00%
黑龙江	28.03	30.26	58.28	0.00	37.04	20.25	1.00	-53.20%
海南	29.35	24.60	53.95	43.16	0.00	10.78	0.00	72.05%
青海	44.35	6.31	50.66	0.00	50.66	0.00	0.00	11.33%
辽宁	43.64	3.15	46.79	0.00	21.50	23.77	1.52	-62.03%
宁夏	12.20	20.50	32.70	0.00	29.90	2.80	0.00	-63.05%
内蒙古	0.00	6.31	6.31	0.00	0.00	0.00	0.00	-25.80%

注：1.各级别偿还规模=到期+提前兑付+回售预期，未考虑 2024 年内新发行且到期的超短期债券；2.回售预计规模均按上半年回售率 63.1%计算；

数据来源：Wind，中证鹏元

请务必阅读正文之后的免责声明

4. 地市层面，青岛、潍坊、遵义等热点地区偿债压力仍在加大

就地级市层面，2024 年城投债待偿规模在 200 亿元（含预期回售规模）的地级市共 49 个。热点地区中，青岛、潍坊、遵义城投债偿债压力较 2023 年加大，其中青岛待偿规模 1,318 亿元，增长 59.3%，潍坊待偿规模 451 亿元，增长 22.44%；遵义 220 亿元，增长 99.1%；昆明待偿规模 675 亿元、柳州待偿规模 245 亿元，虽未较 2023 年兑付规模为明显增长，考虑当前区域财政和债务情况，仍面临一定流动性压力。其它地区中，武汉、咸阳、赣州、衡阳、郑州等市的待偿规模较 2023 年增长 50%以上，偿债压力上升。

表 8 部分地级市城投债 2024 年偿付规模情况（单位：亿元）

地域	城市	2024 年总待偿规模	主体级别				增长率
			AAA	AA+	AA	其它	
江苏	南京	2,169.70	696.80	768.34	683.65	20.91	-3.21%
	苏州	1,405.58	252.52	838.67	301.41	12.98	12.57%
	南通	1,106.29	167.88	650.47	282.94	5.00	-9.29%
	泰州	894.76	83.02	429.05	382.70	0.00	14.29%
	常州	828.69	146.21	467.59	211.73	3.16	-7.06%
	徐州	699.28	103.30	173.91	414.74	7.34	-0.27%
	淮安	678.20	74.59	426.22	177.40	0.00	6.78%
	无锡	654.61	101.79	338.80	210.53	3.50	-12.62%
	盐城	553.59	102.91	317.38	130.30	3.00	-13.92%
	扬州	508.25	60.63	216.97	228.35	2.30	11.68%
	镇江	456.19	0.00	415.60	39.88	0.70	-27.29%
	连云港	336.14	0.00	239.79	95.45	0.90	-7.96%
	宿迁	287.27	0.00	119.78	167.49	0.00	36.13%
浙江	杭州	1,193.77	415.06	546.85	224.29	7.57	11.60%
	绍兴	1,137.40	56.35	626.97	454.08	0.00	35.26%
	湖州	908.16	98.50	347.83	461.83	0.00	17.23%
	宁波	667.33	42.62	355.14	261.16	8.41	14.82%
	嘉兴	581.78	5.00	315.36	251.95	9.47	7.10%
	温州	291.96	53.92	100.67	130.37	7.00	6.41%
	金华	256.67	20.73	75.33	160.62	0.00	14.98%
	台州	251.01	0.00	170.35	75.67	5.00	-17.10%
山东	青岛	1,317.98	271.44	902.76	140.94	2.84	59.26%
	潍坊	450.64	122.62	153.98	156.45	17.60	22.44%
	济南	417.73	356.86	49.70	6.16	5.00	-7.50%
	济宁	322.23	0.00	232.02	81.48	8.74	35.05%
湖南	长沙	712.80	123.95	434.83	148.97	5.05	14.84%

地域	城市	2024年总待偿规模	主体级别				增长率
			AAA	AA+	AA	其它	
	株洲	389.29	0.00	275.12	105.18	8.98	39.83%
	常德	327.09	0.00	236.98	85.91	4.20	18.46%
	衡阳	255.81	0.00	208.76	47.04	-	55.55%
江西	上饶	319.69	0.00	240.17	45.43	34.09	38.35%
	赣州	314.54	0.00	169.10	103.10	42.33	60.98%
	景德镇	307.18	0.00	203.48	103.70	0.00	30.78%
广西	柳州	244.61	0.00	133.92	110.69	0.00	-24.59%
河南	郑州	928.33	629.03	168.69	129.01	1.60	51.48%
	洛阳	227.57	0.00	174.39	53.18	0.00	28.07%
安徽	滁州	205.96	0.00	154.12	44.64	7.20	34.53%
贵州	贵阳	245.00	108.77	89.10	40.16	6.98	-35.00%
	遵义	219.89	0.00	133.76	71.10	15.02	99.17%
云南	昆明	674.91	318.45	306.73	49.74	0.00	0.54%
四川	成都	1,217.01	200.58	488.50	517.02	10.92	24.72%
湖北	武汉	567.63	289.45	193.50	84.68	0.00	63.55%
	黄石	324.98	0.00	206.95	116.03	2.00	21.44%
陕西	西安	589.77	339.36	157.53	86.09	6.79	9.71%
	咸阳	204.99	52.86	0.00	152.13	0.00	77.64%
山西	太原	258.10	186.79	71.31	0.00	0.00	24.00%
新疆	乌鲁木齐	244.46	111.55	128.91	4.00	0.00	15.02%
广东	深圳	423.97	423.97	0.00	0.00	0.00	-45.93%
	广州	340.20	339.00	0.00	0.00	1.20	-40.99%
福建	泉州	279.13	34.31	112.07	132.75	0.00	10.34%

注：1.2024年偿还规模=到期+提前兑付+回售预计，未考虑2024年新发行且到期的超短期债券；2.回售预计规模均按2023年回售率63.1%计算；3.仅列示2024年总偿还规模在200亿元以上的地级市。

数据来源：Wind，中证鹏元

五、展望

1. 2024年，严守风险底线，“化债”和“遏增”仍是城投债主旋律

一是，严守风险底线，风险管理和防范加强。2024年1月16日，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表重要讲话中再次强调“要着力防范化解金融风险特别是系统性风险。”2023年末中央经济工作会议重点强调了防范化解地方债务风险，守住不发生区域性、系统性风险底线等内容。地方政府层面，多省财政工作会议将防范化解地方债务风险作为2024年财政工作重点；多个地方政府积极成立政府化债基金，可有效防范区域流动性风险；河南、重庆、湖南、江苏、内蒙古、四川

请务必阅读正文之后的免责声明

等地的多个市县表态加强部署落实“631”债务防控机制等。

二是，“一揽子化债”下，置换推进，特殊再融资债券或再增额。第一轮特殊再融资债券已发行完毕，累积发行规模 1.39 万亿元。随资金到账，各省将加大对高息城投债务的清理置换力度，包括加大提兑付债券、推动定融置换、降低非标融资占比和成本等措施。2024 年仍有大规模城投债券到期，加上预期回售规模，总体偿付规模预计约 4.7 万亿元，偿债压力较 2023 年加大。在土地收入仍不明朗的市场环境下，**城投债兑付压力仍大，仍需要政策持续发力缓释城投债兑付压力，新一轮特殊再融资债券可期**。本轮特殊再融资债券额度来源于 2018 年及以前年度形成的结存限额。根据财政部数据显示，2018 年末全国地方政府债务限额与余额的差值约 2.5 万亿元，减去已发行的约 1.4 万亿元特殊再融资债券，意味着未来仍有约 1.1 万亿元的额度空间。除已发行特殊再融资债券的地区外，目前更多市县正在积极争取隐债置换额度，置换区域范围也可能从此前的高风险区域扩大至中等风险区域。

三是，“遏增”方面，城投债政策维持融资紧平衡，境内政策难再收紧，境外发债监管加强。2023 年四季度，国办发 35 号文、交易商协会和交易所均再度收紧城投融资。根据城投债发行新规，城投债资金使用范围基本只限于借新还旧，新增融资发债较难，仅极少数优质地区的城投或能够新增融资；12 个重点省份和区县级城投则是重点控制债务规模区域，只能借新还旧。城投债发行新规下，预计 2024 年城投债融资政策将延续 2023 年 9 月以来的相关规定，城投债维持融资紧平衡的状态，但融资监管也难再进一步收紧。值得关注的是，企业债审核权划归交易所后，弱资质区县级平台新增融资路径或受阻，以及部分城投主体转向境外高成本债券融资，这与现在化债政策相悖，或引发监管部门关注。未来，监管部门大概率会收紧城投境外发债政策审核，严格加强城投类主体境外发债监管，未来城投境外债将缩量。

2. 城投债融资需求仍大，融资分化加剧

在城投债融资与发行方面，城投债化债置换，加上重点省份城投债务规模新增受到严格限制，城投债的净融资规模将较 2023 年下降，但 2024 年城投债到期规模增长仍将带来大规模的再融资需求，**城投债供给仍能保持增长，债券增量融资需求或主要来源于偿还或置换非标债债务**。我们预计 2024 年城投债总体偿付规模约 4.7 万亿元，净融资 5,000-7,000 亿元，城投债发行规模在 5.2-5.5 万亿元之间。

融资分化持续加剧。一是级别分化加剧，城投债融资主要增量向资质较好的地市级城投集中，**区县级城投的净偿还规模或进一步扩大**。二是区域分化加剧，沿海发达经济省份将是城投债新增融资的主力，12 个重点省份城投债规模受到严格控制，政府投资项目投资需求下降，**相关地区城投债发行或呈净偿还态势**。

3. 资产荒现象持续，中低级别城投信用利差仍有望进一步收窄

在防范化解地方债务背景下，城投债短期风险大大降低，城投债信用利差收窄，无论一二级市场，高收

益城投债供给将大幅减少，需求远大于供给，“资产荒”现象持续加剧。城投债短久期信用下沉的主流策略，中高收益城投债仍是抢配品种。从中长期看，城投债仍存在一定不确定性，投资者出于风险规避，**中低等级的长期限城投债发行仍相对困难。**

利差表现上，2024年，AAA级城投维持利差水平位置，**AA+级和AA级城投信用利差仍有进一步收窄。**但仍需注意的是，城投标债的短期风险降低，但尾部的非标、商票逾期或违约风险仍然存在，相关负面事件可能会对二级市场带来一定扰动。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路 92 号世茂大厦 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室

总机：021-51035670

传真：021-51917360

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

电话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号

电话：028-82000210

山东

地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

电话：+852 36158343

传真：+852 35966140