

净融资降幅超九成、重点省份融资更为受限

关注化债中的收缩效应与付息压力

——城投行业 2024 年上半年回顾与展望之市场运行篇



主要观点

■ 城投债策略：强主体拉久期，挖掘有明确化债利好的弱资质主体

“一揽子化债”推进下城投公开债短期内违约概率不大，继续采取拉久期、下沉资质等策略：一是强省份优质主体继续拉久期，优选流动性较强、存量债券余额较高的主体，增厚安全垫；二是在收益率普遍压缩现状下，适度挖掘当前收益率相对较高、后续利差压缩空间大的区域，如广西、宁夏、贵州等有确定化债政策利好的区域。

2024Q2	图债 (%)	较上季变化 (pp)	收益水平					信用利差绝对值 (BP)					信用利差历史分位数				
			等级	全部信用债	较上季变化	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债
1Y	1.54	-11.10	AAA	2.02	-3.81	47.64	49.23	62.63	52.64	47.64	47.01	30.72%	32.41%	44.54%	24.88%	30.72%	22.84%
			AA+	2.12	-3.11	57.64	53.82	66.66	57.64	57.64	48.08	24.12%	25.78%	37.42%	23.65%	27.65%	20.60%
			AA	2.17	-2.11	67.64	58.82	77.67	63.47	63.47	53.06	16.67%	12.22%	24.42%	22.78%	4.29%	3.74%
3Y	1.80	-12.40	AAA	2.14	-3.79	34.02	39.55	49.40	39.65	49.04	43.08	8.92%	13.56%	26.56%	8.31%	8.78%	6.08%
			AA+	2.04	-4.79	44.02	44.44	53.82	51.21	44.02	34.90	7.61%	10.38%	12.33%	7.10%	6.24%	5.24%
			AA	2.29	-4.69	49.02	45.94	55.00	59.10	55.38	41.90	6.08%	7.55%	8.28%	6.58%	1.75%	2.58%
5Y	1.98	-12.18	AAA	2.38	-3.69	39.55	49.11	44.85	39.55	49.17	3.90%	4.42%	5.87%	3.91%	3.90%	3.00%	
			AA+	2.38	-4.69	39.55	38.12	45.91	45.15	38.55	28.75	3.79%	3.95%	7.70%	2.92%	2.50%	0.00%
			AA	2.41	-5.69	49.55	42.62	51.52	54.10	51.81	28.75	2.95%	3.10%	4.65%	2.95%	0.00%	0.00%

■ 发行预测：到期与回售压力不减，年内净融仍将受限、发行规模或超 3 万亿元

预计 2024 年 7-12 月城投债净融资规模同比下滑，或为 0.18 万亿元左右。考虑到存续城投债中约 2.06 万亿元将于年内到期，到期主体盈利能力与偿债能力均持续承压，重点区域偿债压力更大；另有约 0.92 万亿元进入回售期，整体再融资需求仍较高，预计 2024 年 7-12 月城投债发行规模在 3.1 万亿元至 3.31 万亿元之间。

■ 风险关注：

1、**债务总量压降的同时也出现了一定投资收缩效应，关注化债与增长的平衡。**“一揽子化债”下地方债务流动性风险阶段性缓释，但地方投资及增长压力逐步凸显，多地 2024 年固定资产投资目标下调、一季度固定资产投资增速回落，重点区域下调及回落幅度更大。关注化债约束下重点区域投资压力上升、城投融资受限问题，平衡好化债与发展的长短期关系。

2、**城投基本面未有实质改善，关注“双弱”主体流动性风险尤其是付息压力。**根据中诚信国际研究院测算，2024 年城投有息债务付息规模接近 3 万亿元，其中城投债付息规模约 6000 亿元，付息压力突出。但当前城投基本面未有实质改善，自身造血能力依然较差，城投企业 ROA 远低于债务利率且逐年下滑，需关注到期高峰来临下的城投债偿还压力，警惕“双弱”主体风险进一步释放，必要时可调整放宽利息偿债政策，但从根源上还需增强城投企业自我造血能力，通过经营收益来弥补利息支出缺口。

3、**城投企业退平台与产业化转型进度加速，关注转型中的困难与潜在风险。**化债背景下城投加速转型，呈现重组整合加快、市场化经营主体数量激增、“产业类”平台组建加快三大特点，但当前传统城投业务已进入存量状态，而新基建等新兴领域尚未成势，城投转型增量空间仍受限，还需警惕过度追求满足“335”融资条件而忽视长远业务发展的情况。长期来看，需关注城投转型中政企关系重塑后政府支持弱化、处置存量债务与控制增量债务压力较大、新旧业务衔接中业务稳定性与可持续性不足等风险。

4、**房地产行业持续调整，关注城投大量拿地后开工率低、存量房收储成本收益错配问题。**城投托底拿地后因缺乏开发能力等导致开工率低，营运资金被大量挤占，资金周转压力增大、流动性风险上升。此外，部分城投企业借入政策性贷款资金开展存量房收储与运营，可能面临收储阶段资金被占用，以及房地产市场低迷背景下成本收益不匹配、运营亏损风险。

■ 2024 年上半年城投债市场运行五大特点

- 严监管与到期高峰下城投债净融资大幅回落，低层级、弱资质城投下滑显著
- 发行中长期化、中期票据占比上升，九成以上用于借新还旧
- 发行利率延续下行，低级别城投债下行幅度更大
- 新增供给收缩下交易规模同比下滑，交易利差保持低位
- 化债重点区域整体净融出，12 省借新还旧比例达 100%

■ 信用情况：城投信用风险仍在释放，评级调整以上调为主

- 非标违约风险仍在释放，定融违约最多
- 以上调为主，2 家贵州区县城投主体及债项级别下调
- 异常交易数量与规模同比大幅下降，山东贵州异常交易多发



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn

汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

鲁璐 llu@ccxi.com.cn



相关报告

【城投行业 2024 年一季度回顾与展望之市场运行篇】化债约束下重点区域融资受限，14 省借新还旧达 100%，关注城投付息压力及区域投资压力，2024-04

【城投行业 2023 年回顾与 2024 年展望之市场运行篇】一揽子化债下融资改善但基本面仍承压，关注“名单制”影响及“以化债”潜在风险，2024-01

【城投行业 2023 年前三季度回顾与四季度展望】“一揽子化债”下净融资延续回暖，城投基本面实质性改善仍待观察，2023-10

【城投行业 2023 年上半年回顾及下半年展望】净融资回暖、借新还旧压力加大债务脆弱性，信用利差或继续压缩建议持短久期票息策略，2023-07

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731;

gzhaoh@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

自 2023 年下半年以来, “一揽子化债”持续推进, “35 号文控融资”、“47 号文停基建”、“14 号文打补丁”等陆续落地。严监管与到期高峰下今年上半年城投债净融资同比大幅下降超 9 成, 募集资金用途受限下借新还旧比例进一步抬升, 12 省借新还旧比例高达 100%, 化债重点省份融资更为受限。后续看, 城投债到期偿还压力不减, 预计 7-12 月净融资或在 0.18 万亿元左右, 发行规模或超 3 万亿元, 在基本面未见明显改善的情况下仍需关注“双弱”主体流动性压力; 同时, 伴随房地产行业持续调整, 需警惕城投大量拿地后开工率低、存量房收储业务成本收益错配等带来的潜在风险; 此外还需注意到, 当前“一揽子化债”阶段性缓释了地方债务流动性风险, 但也出现了地方投资收缩问题, 需更加注重化债与发展的平衡。投资策略方面, 强省份优质主体建议继续拉久期, 优选流动性较强、存量债券余额较高的主体增厚安全垫, 同时适度下沉资质, 挖掘有确切化债政策出台、收益率相对较高且后续利差压缩空间大的区域及主体。

一、上半年城投债¹市场运行五大特点

截至 2024 年上半年, 存量城投债约 2 万只, 规模约 14.42 万亿元、较 2023 年底微升 0.31%; 存量城投债占信用债规模的 42.27%、较 2023 年底下降 0.78 个百分点。其中, 基础设施投融资行业债券存量规模为 13.97 万亿元, 占城投债存量的 96.84%。从结构上看, 存量城投债以一般中期票据、私募债为主, AA+级及以上主体、地市级、城市基建类城投债占比较高。

图 1: 存量城投债以一般中期票据、私募债为主

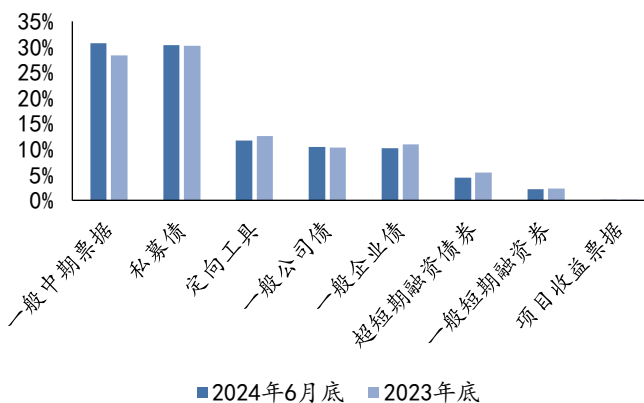
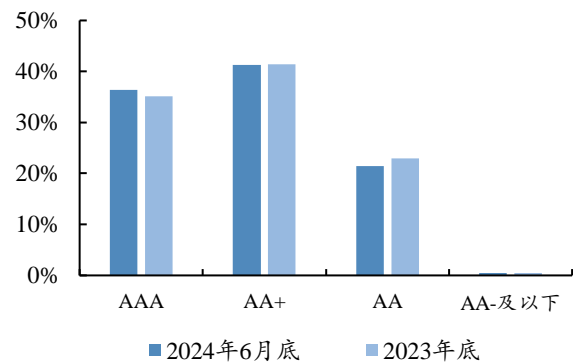


图 2: AA+级及以上主体存量城投债规模占比超七成



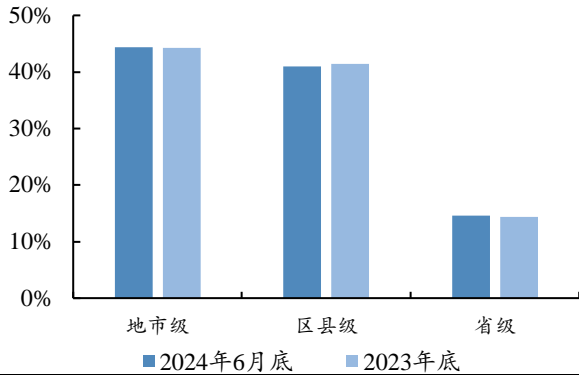
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

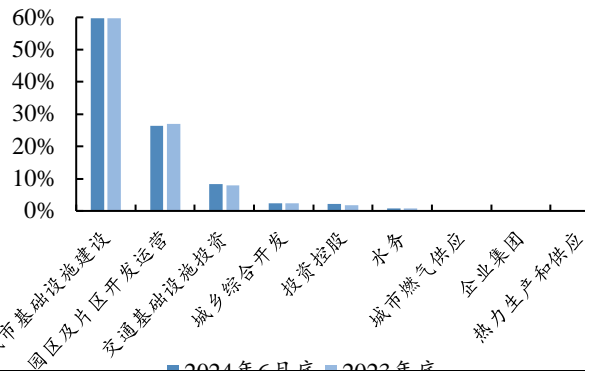
图 3: 存量城投债以地市级为主

图 4: 存量城投债多由城市基建领域主体发行

¹ 本文城投为中诚信国际研究院广义城投, 以中诚信国际基础设施投融资行业为基础, 同时考虑了城投探索市场化转型过程中逐步拓宽业务种类、融合更多公用事业领域和市场化经营的业务来提高自身能力的情况, 将部分公用事业、综合等类城投企业纳入统计样本, 形成广义城投口径。



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

（一）严监管与到期高峰下城投债净融资大幅回落，低层级、弱资质城投下滑显著

严监管下城投发债审核保持收紧态势、募集资金用途受限，叠加到期规模较高，城投债净融资规模同比大幅下降。2024年上半年，城投债发行规模2.93万亿元、同比小幅下降2.58%；净融资规模343.11亿元、同比大幅下降94.81%，其中二季度净融出535.10亿元，同比大幅下降2905.61亿元。城投债发行规模占全部信用债发行规模的38.20%、较2023年底下降1.43个百分点，城投债净融资占信用债净融资的比例较2023年大幅下降83.82个百分点至4.96%。严控新增隐债要求下城投债发行审核²整体收紧，上半年银行间交易商协会注册通过率³为44.33%，同环比分别下跌19.08、1.72个百分点；交易所终止审查率⁴为7.28%，同比抬升3.63个百分点，环比微降0.71个百分点但仍保持较高水平。结构性分化持续存在，仅省级主体净融资同比增长，区县级、AA级及以下城投主体净融资显著下滑。分行政层级看，省级、地市级、区县级主体净融资额同比变动幅度分别为95.77%、-90.39%、-121.54%；分信用级别看，AAA级主体净融资降幅最小，AA级主体净融资同比下滑幅度最大、为-312.16%，低层级、弱资质城投融资更加受限。

境内监管趋严下部分城投企业转向境外发债，以市县级、AA+级为主，借新还旧比例明显抬升。2024年上半年城投境外债发行规模为1611.31亿元，同比增长3.59%；发行主体以地市级、区县级为主，发行规模占比分别为49.61%、43.41%，规模分别同比增长94.29%、下降36.18%。发行主体级别以AA+级为主，发行规模占比64.94%，规模同比下降9.43%；其次为AAA级，发行规模占比29.67%，规模同比大幅上升132.47%。从资金用途看，城投境外债

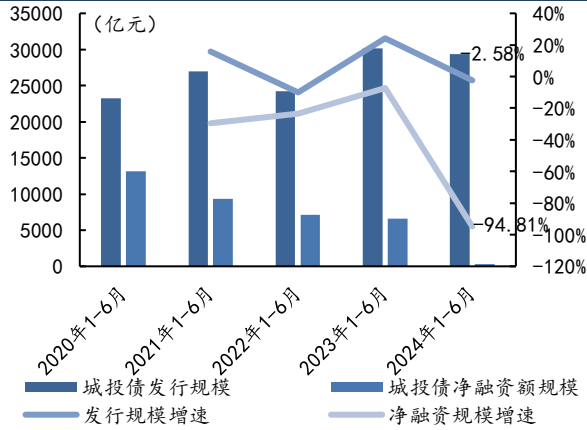
² 城投债的审核机构包括人民银行（下辖银行间交易商协会）、证监会（下辖沪深交易所）、发改委三家，分别负责审核非金融企业债务融资工具、公司债、企业债。由于企业债在城投债存量及新发行规模中占比均较小，且2023年4月21日起企业债审核已开始由发改委移交至证监会，目前处于审核机构变革的过渡期内，因此本报告仅以银行间交易商协会、沪深交易所审核情况为研究对象，不考虑发改委审核部分。

³ 银行间注册通过率=“完成注册”的城投债规模/反馈项目状态的城投债总规模。由于银行间市场未公布中止注册的债券，这里只能用注册通过率代表审批趋势。

⁴ 交易所终止审查率=“终止审查”的城投债规模/反馈项目状态的城投债总规模，由于交易所显示“已反馈”的城投债占比过高，无法直接判断通过率，这里只能用终止审查率代表审批趋势。

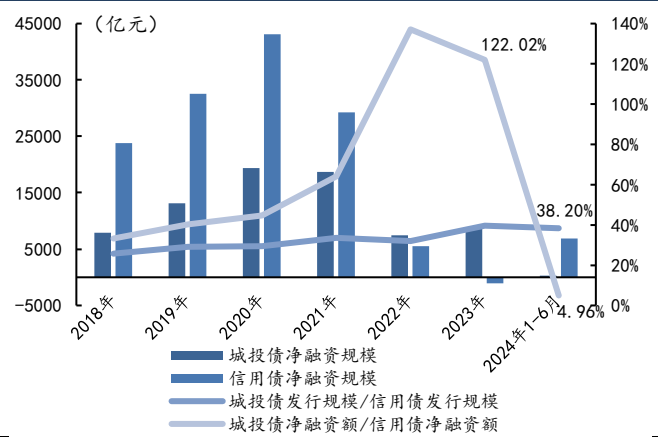
募集资金主要用于补充流动资金, 发行规模占比 52.65%、同比下降 9.88 个百分点, 借新还旧比例抬升至 47.5%, 同比上升 10.03 个百分点。

图 5: 上半年城投债净融资规模同比大幅下滑



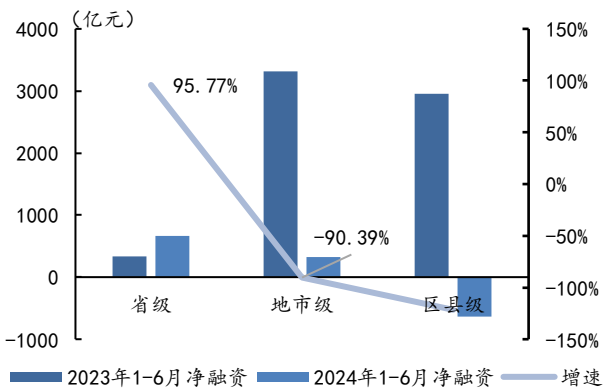
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 6: 城投债发行、净融资规模占信用债比重均下降⁵



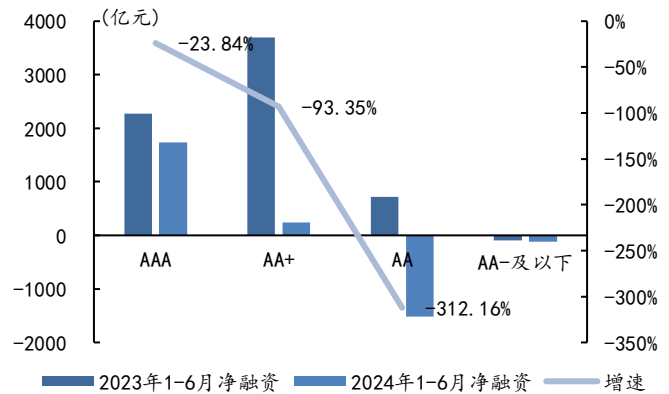
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 7: 仅省级城投企业净融资额同比上涨



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 8: AA 级及以下城投企业净融资额同比下滑显著

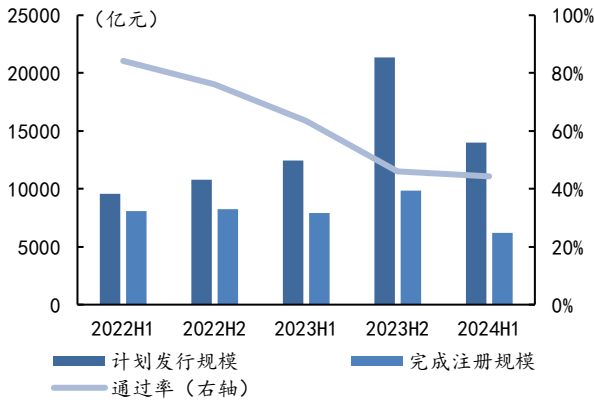


数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

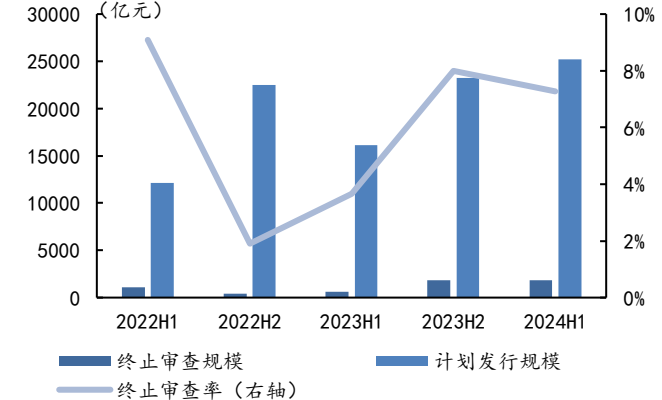
图 9: 协会城投债注册通过率同比下降

图 10: 交易所城投债终止审查率同比上升

⁵ 受 2023 年四季度 ABS 大规模融出影响, 信用债全年净融出 1188.86 亿元, 城投债仍保持净融入, 本年度剔除 ABS 后, 城投债净融资是信用债净融资的 1.22 倍。



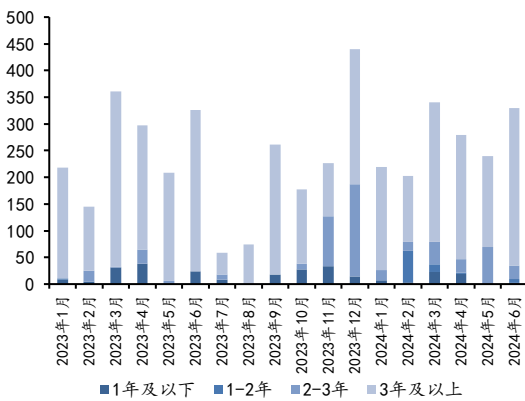
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库



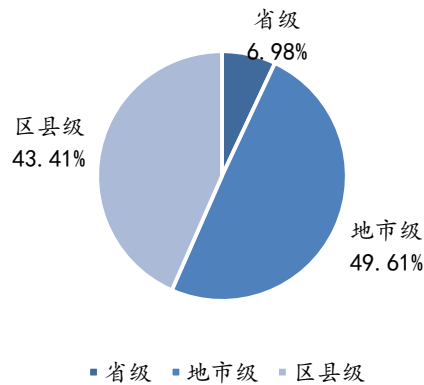
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 11: 2023 年以来城投境外债发行规模

图 12: 2024 年上半年城投境外债发行主体以地市级为主



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

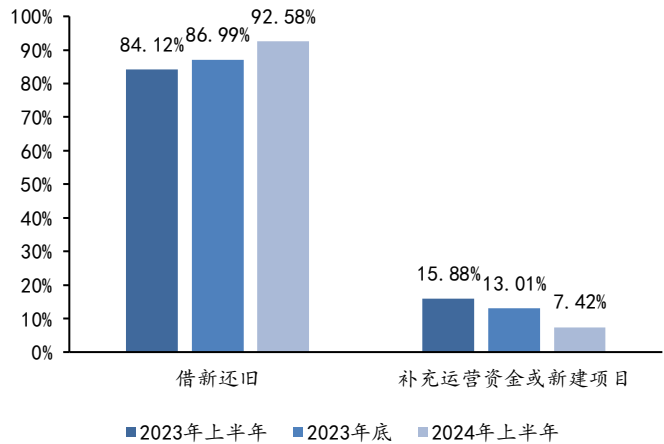
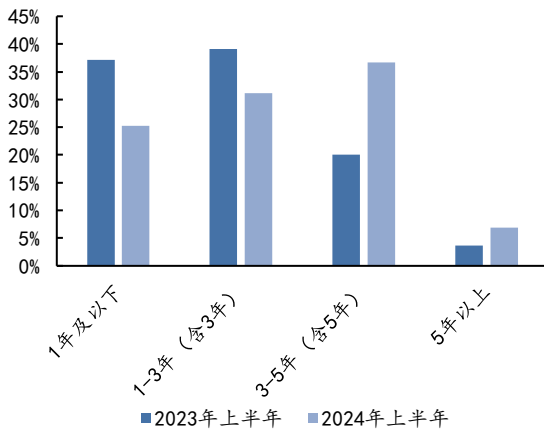
(二) 发行中长期化、中期票据占比上升, 九成以上用于借新还旧

受一揽子化债下城投认购市场情绪高涨、结构性资产荒持续以及当前利率中枢水平较低影响, 上半年城投债发行呈中长期化趋势, 中期票据占比大幅抬升, 募集资金用途受限下城投债借新还旧比例进一步抬升至 90% 以上。从期限结构看, 中期限城投债明显增多, 3 年以上占比大幅抬升 19.75 个百分点; 从债券品种看, 中期票据占比居首, 为 35.08%、同比上升 14.71 个百分点。从募集资金用途看, 受债务监管趋严及国办“35 号文”等影响, 城投债借新还旧比例进一步高位抬升, 上半年新发行城投债狭义借新还旧比例 (按规模) 达到 92.58%, 同环比分别抬升 8.46、5.59 个百分点, 广义借新还旧比例 (按规模) 达到 97.11%⁶。

图 13: 新发行城投债 3 年以上期限占比提升

图 14: 城投债借新还旧比例 (按规模) 超 90%

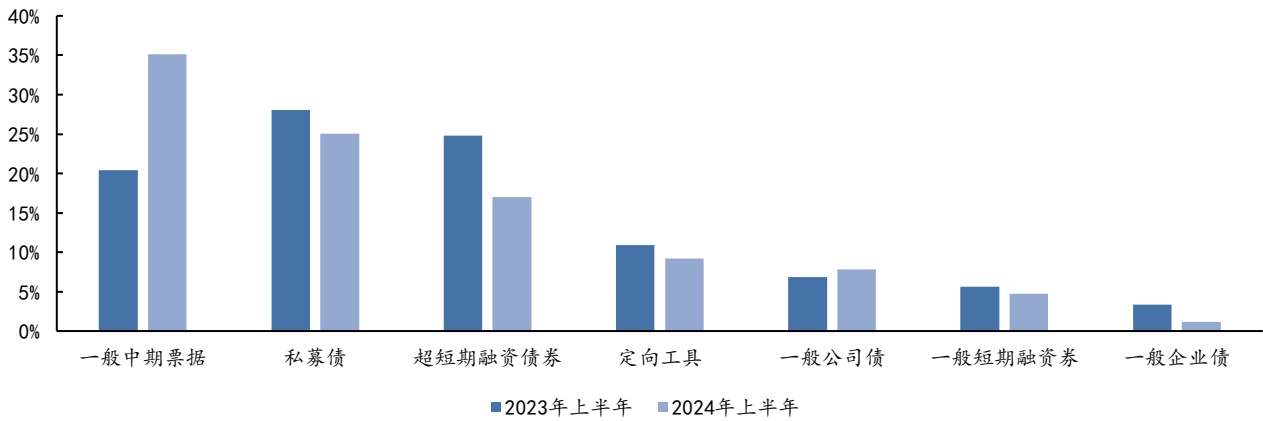
⁶ 广义借新还旧比例 (按规模) 为募集资金用途含借新还旧的新发行城投债规模占比; 狭义借新还旧比例 (按规模) 为募集资金用途仅为借新还旧的新发行城投债规模占比。



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 15: 新发行城投债以中期票据、私募债为主



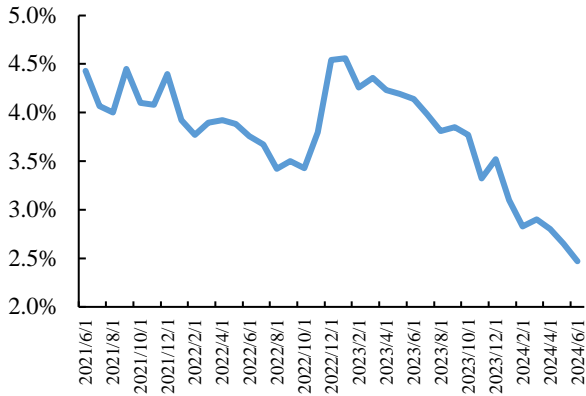
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(三) 发行利率延续下行, 低级别城投债下行幅度更大

城投债发行利率延续下行, 各等级、各种类、各行政层级主体发行利率均下行。受利率中枢整体下移、优质城投债需求上升、弱区域弱资质城投发行受阻等因素影响, 城投债发行利率中枢持续下行, 上半年加权平均发行利率为 2.81%, 同比下降 1.48 个百分点。从结构上看, 在降低融资成本、严控“双弱”主体融资的要求下, AA-级、私募债、区县级城投债发行利率同比下降幅度更大。

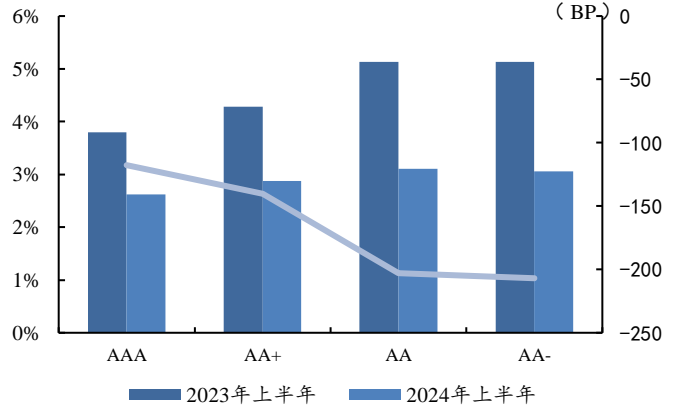
图 16: 年内城投债发行利率波动下行

图 17: AA-级城投发行利率同比下降幅度较大



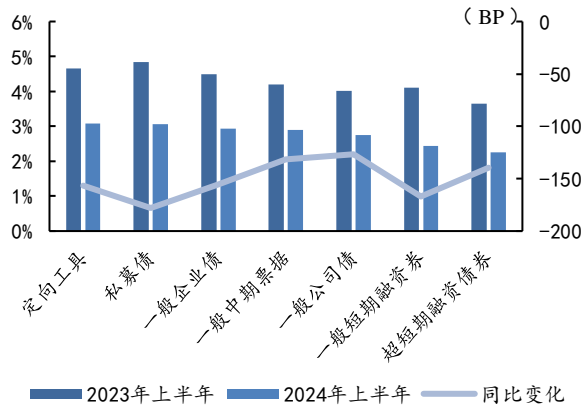
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 18: 私募债发行利率同比下降幅度较大



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

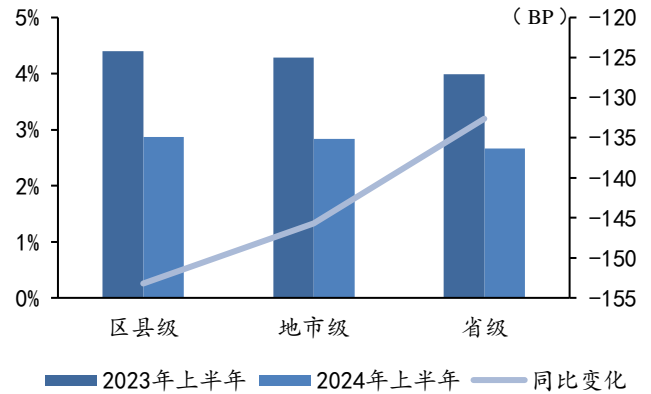
图 19: 区县级城投债发行利率同比下降幅度较大



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(四) 新增供给收缩下交易规模同比下滑, 交易利差保持低位

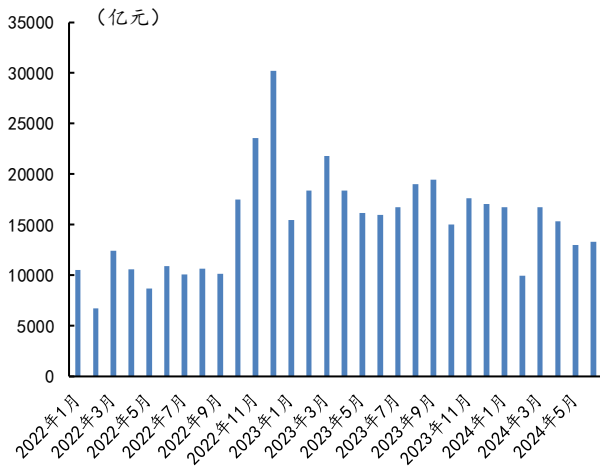
受新增供给收缩影响, 上半年城投债交易规模同比下滑 19.90%, 结构性资产荒下交易利差保持低位, 收益率曲线整体趋于平缓。上半年城投债现券交易规模 8.50 万亿元, 同比下滑 19.90%; “一揽子化债方案”提振市场情绪, 结构性资产荒下市场对城投债偏好整体抬升, 交易利差保持较低水平, 同级别较长期限债券交易利差压缩幅度较大, 其中 AA 级 5 年期城投债交易利差压缩幅度最大, 为 43.53BP。



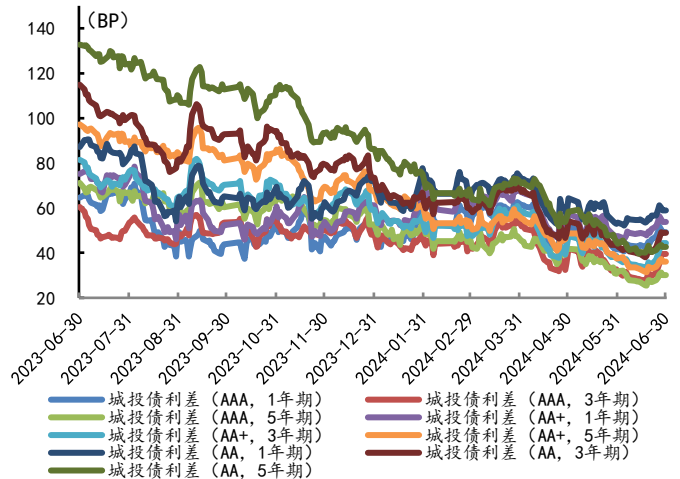
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 20: 城投债现券交易规模同比回落

图 21: 城投债交易利差整体压缩至较低水平



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(五) 化债重点区域整体净融出, 12 省借新还旧比例达 100%

伴随“一揽子化债”持续推进, 城投融资的区域分化现象依然显著, 化债重点区域整体净融出, 净融出省份中重点区域平均降幅明显高于非重点区域; 绝大多数省份以借新还旧为主, 含 10 个重点区域在内的 12 省借新还旧比例达 100%。上半年 12 个重点化债省份中有 7 省净融入、5 省净融出 (宁津贵甘蒙), 合计净融出 333.84 亿元; 19 个非重点省份中有 13 省净融入、6 省净融出, 合计净融入 676.95 亿元。分省来看, 山东、河南净融资额居前列、均超 250 亿元, 而天津、江苏、浙江、湖北、湖南、贵州净融出规模较大、均超 150 亿元。与 2023 年上半年比较, 12 个重点化债省份中有 6 省净融资规模上升, 6 省下降、平均降幅 135.18%; 19 个非重点省份中 6 省上升, 13 省下降、平均降幅 91.05%, 重点省份净融资降幅更大, 进一步说明弱区域、弱资质城投再融资受限。分省来看, 云南、甘肃净融资改善最明显, 均超 100 亿元, 江苏、浙江、湖北、天津、湖南净融资下滑较多, 超 500 亿元。从发行审核看, 重点区域较非重点区域城投债审核更加严格。在交易所市场中, 重点区域城投债平均终止审查率为 12.46%, 较非重点区域高 4.48 个百分点; 在银行间市场中, 重点区域平均注册通过率为 41.53%, 略低于非重点区域的 43.20%, 甘肃、内蒙古注册通过率为 0, 反映重点区域城投发债受限更多。从资金用途看, “35 号文”限制下绝大多数省份以“借新还旧”为主, 共 12 省借新还旧比例达 100%, 同比增加 7 个省份, 其中有 10 省属于重点省份 (除广西、内蒙古)。

各省发行成本及交易利差均回落, 天津、云南等重点区域由于基数较高的原因, 降幅更大, 但绝对水平仍高于非重点区域。从发行成本看, 化债重点省份平均发行利率为 3.23%、发行利差为 122.04BP, 较非重点区域平均发行利率和利差高 0.45 个百分点、50.95BP, 其中黑龙江、青海、宁夏、云南发行成本相对较高, 上海、广东、北京较低; 伴随利率中枢下移以及特殊再融资债落地、严控债务成本等化债措施推进, 天津、云南、青海等重点化债区域发行成本下降幅度最大、超 3 个百分点。从交易利差看, 31 省交易利差均较年初收窄, 其中青海、贵州、宁夏等重点区域收窄幅度更大。

图 22: 11 省城投债净融出, 其中 5 省为重点区域

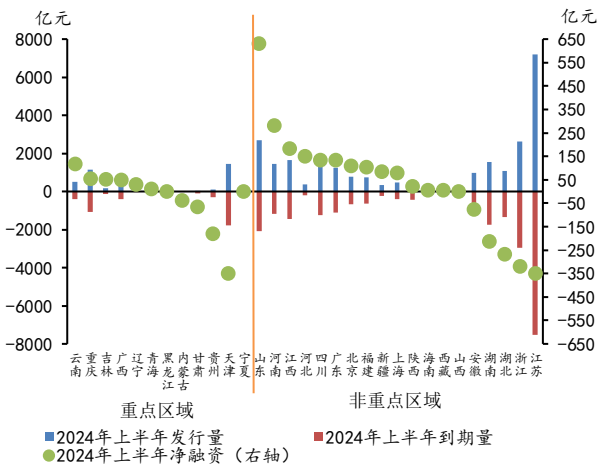
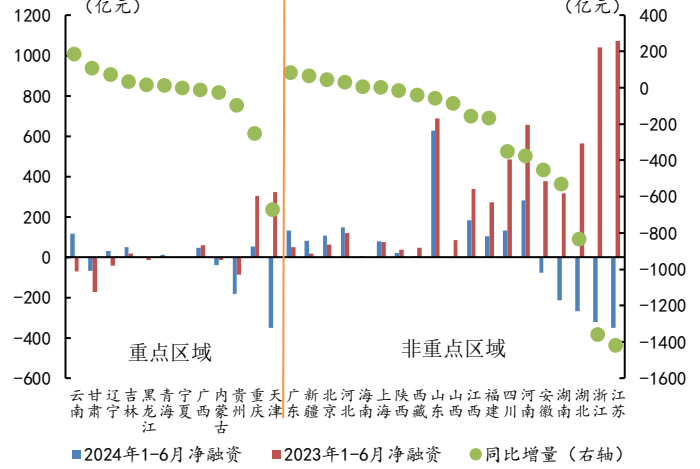


图 23: 19 省净融资同比下降, 其中 5 省为重点区域



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 24: 各省份协会城投债注册通过率

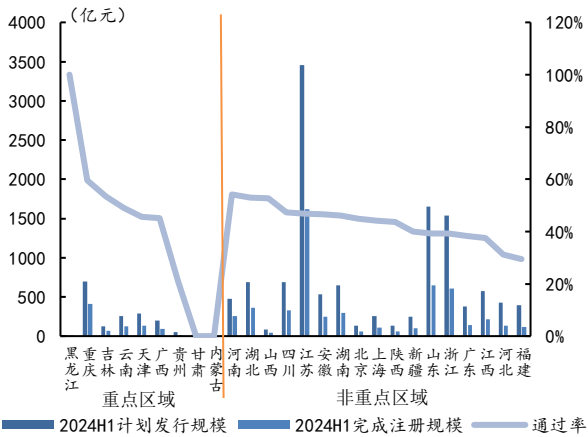
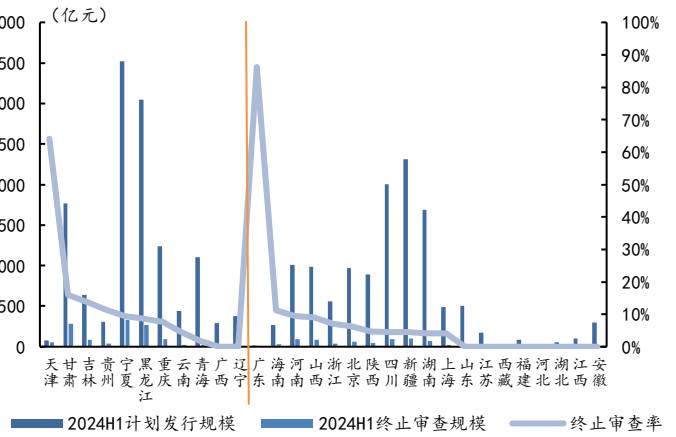


图 25: 各省份交易所城投债终止审查率



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 26: 各省份城投债发行利率及利差

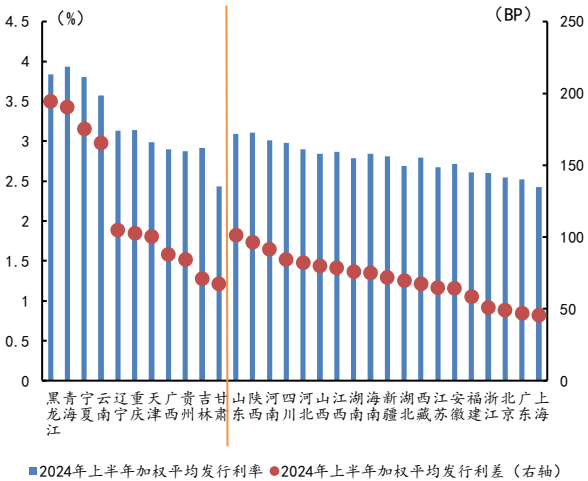
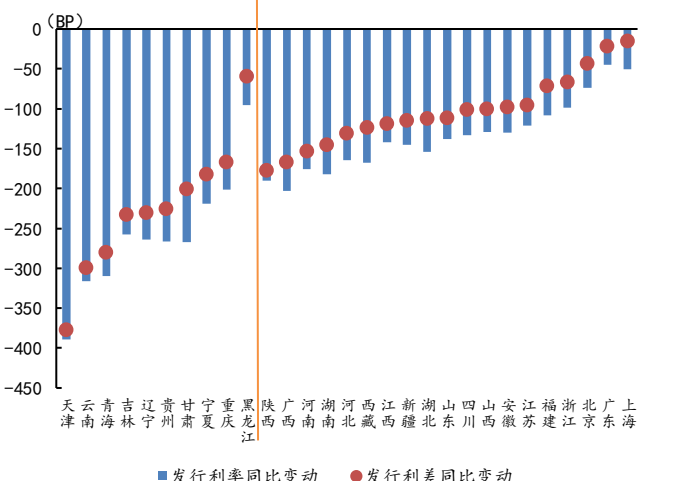


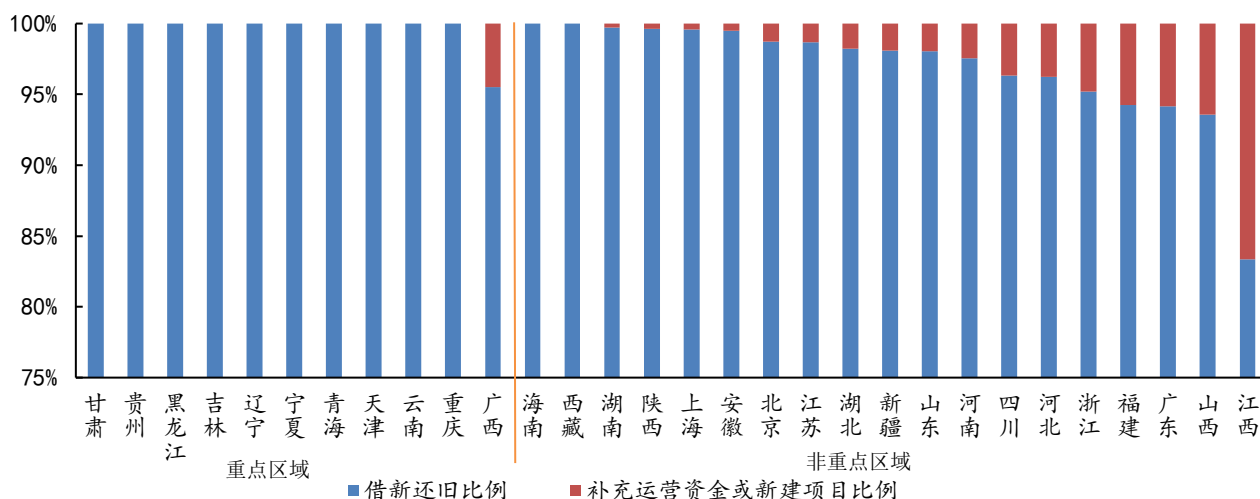
图 27: 各省份城投债发行利率利差同比均下滑



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 28: 重点区域中 10 省广义借新还旧比例 (按规模) 达 100% (内蒙古未发债)



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

表 1: 上半年 31 省城投债交易利差

(单位: bp)	全省城投		AAA 城投		AA+ 城投		AA 城投	
	6月末利差	较年初变化	6月末利差	较年初变化	6月末利差	较年初变化	6月末利差	较年初变化
青海	135.57	-431.41	-	-	135.57	-431.41	-	-
贵州	217.79	-233.78	70.52	-71.92	228.63	-239.97	313.43	-339.96
宁夏	78.94	-182.68	-	-	72.07	-186.79	135.47	-148.96
云南	122.14	-159.75	85.18	-90.87	136.13	-193.22	185.84	-216.28
广西	106.07	-154.16	55.25	-35.37	129.81	-263.76	144.27	-192.42
黑龙江	128.07	-108.24	-	-	100.54	-104.70	188.34	-104.05
辽宁	144.72	-95.92	71.43	-32.58	136.60	-40.63	261.02	-139.67
吉林	65.13	-91.76	63.52	-71.29	68.75	-137.47	138.95	-263.48
重庆	73.77	-80.21	39.76	-22.21	66.46	-64.70	104.36	-133.91
陕西	78.47	-79.59	58	-36.72	98.94	-124.78	105.53	-119.92
山东	79.40	-77.57	52.76	-30.01	89.00	-98.53	147.05	-159.31
四川	68.75	-75.44	44.56	-21.95	59.44	-62.39	111.43	-146.84
海南	58.72	-73.27	-	-	-	-	58.72	-73.27
天津	77.21	-72.18	69.74	-59.20	95.29	-116.24	116.01	-94.93
湖南	65.51	-64.53	45.78	-15.40	58.85	-54.64	91.97	-109.96
甘肃	81.44	-62.96	63.76	-33.12	77.85	-625.88	185.32	-143.21
河南	66.14	-60.70	54.74	-29.17	65.05	-59.32	93.28	-118.78
河北	65.73	-56.58	52.39	-12.94	71.79	-89.28	72.65	-54.87
江西	63.18	-55.55	47.28	-27.51	63.64	-59.63	84.01	-81.42
湖北	58.08	-51.10	47.20	-28.58	56.57	-49.52	74.84	-82.85
山西	64.13	-46.40	53.48	-29.93	70.72	-57.11	78	-96.96
新疆	62.49	-44.29	48.59	-29.48	60.66	-40.50	92.46	-82.17
西藏	52.03	-41.14	-	-	51.90	-41.82	57.90	-10.24
安徽	58.66	-39.12	41.90	-13.07	56.51	-31.86	71.94	-59.37
浙江	52.60	-36.65	45.27	-23.25	50.97	-37.41	63.88	-47.08
江苏	59.01	-36.27	48.39	-20.51	58.36	-35.12	72.09	-52.44
福建	51.83	-28.21	41.60	-17.23	52.86	-31.33	67.49	-39.80
北京	44.98	-23.62	42.34	-18.38	51.88	-40.54	59.55	-38.25
内蒙古	84.40	-23.12	128.99	-42.35	66	-23.05	190.34	-1.79
广东	48.09	-21.95	43.45	-18.09	57.37	-28.05	69.54	-37.38
上海	46.37	-14.91	45.08	-12.18	49.10	-22.34	59.77	-24.54

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

二、城投信用风险仍在释放, 评级调整以上调为主

(一) 非标违约风险仍在释放, 定融违约最多

根据公开信息, 上半年城投共发生 24 起非标违约事件, 涉及 21 家城投平台, 风险事件数量略高于 2023 年同期 (21 起), 违约平台数量略低于 2023 年同期 (22 家), 风险仍在释放。从地域分布看, 非标违约事件集中在山东、河南、贵州、云南等地, 山东 (潍坊、青岛、德州、滨州) 7 起, 河南 (洛阳、郑州、周口) 5 起, 贵州 (毕节、六盘水、黔东南州) 和云南 (昆明、红河州) 各 4 起; 从违约产品类型看, 定融违约仍然较多、共发生 9 起, 其次是信托产品、发生 8 起, 反映出相关主体再融资受限严重、信用风险较高; 从违约方行政层级看, 地市级 11 家、区县级 10 家。

图 29: 上半年城投非标违约集中在地市级和区县级

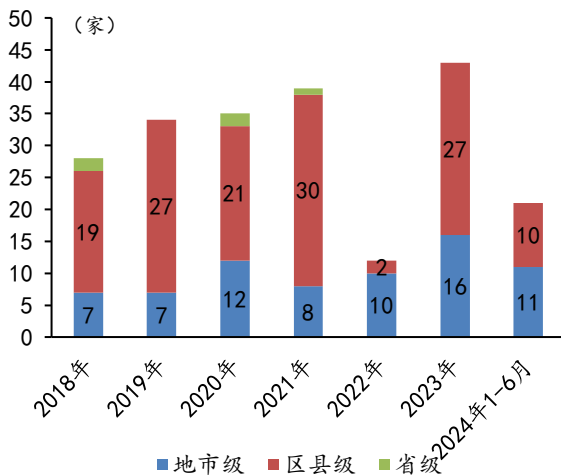
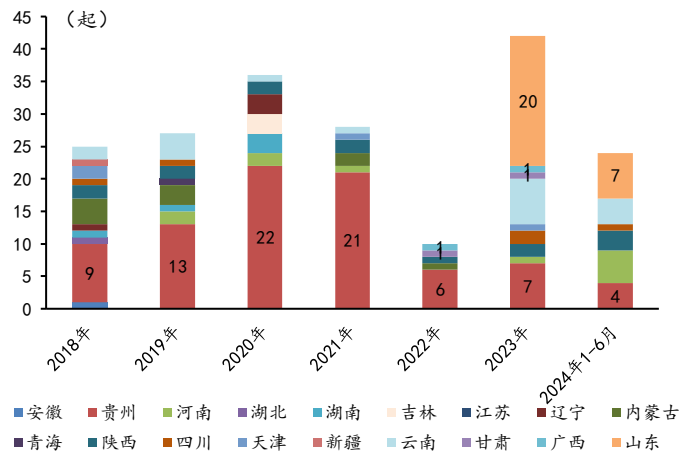


图 30: 上半年山东、河南、贵州、云南非标违约多发



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 级别调整以上调为主, 2 家贵州区县城投主体及债项级别下调

上半年共 13 家城投平台发生级别 (展望) 调整, 较去年同期数量下降, 其中 12 家涉及主体级别调整、9 家涉及债项级别调整, 均以上调为主, 或与化债进程持续推进、城投转型整合加速有关。12 家主体级别调整主体中 10 家上调, 分布在江苏、安徽、福建、广东、湖南、山东、上海等地; 2 家下调, 均为贵州区县级城投。9 家主体的 22 只债券发生级别调整, 其中 7 家主体的 17 只债券上调, 分布在安徽、广东、江西、福建、江苏、上海等地; 2 家主体的 5 只债券下调, 同样为贵州区县级城投。整体来看, 主体及债项上调原因主要为区域经济稳定增长、业务结构稳定、营业收入呈较好趋势、公司股东在股权划转与资金注入等方面支持力度加大等, 或与“一揽子化债”推进过程中城投企业转型整合进度加快有关; 下调原因主要包括业务可持续性下降、资产流动性弱、短期偿债压力大、公司票据持续逾期、纳入失信被执行人名单等。

图 31: 上半年城投主体评级上调集中在徽苏徽, 下调主体均处于贵州

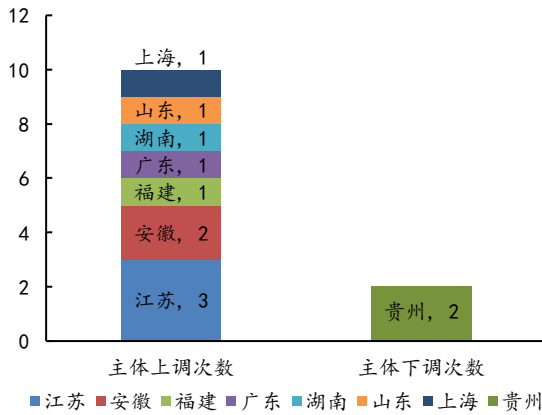
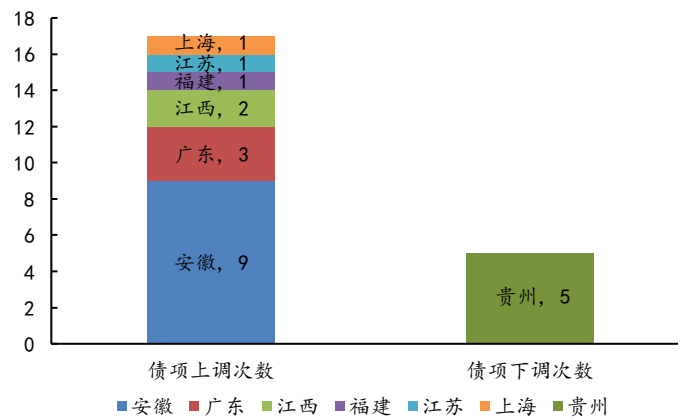


图 32: 上半年城投债项评级上调集中在徽粤, 下调债项涉及主体为贵州区县平台



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(三) 异常交易数量与规模同比大幅下降, 山东贵州异常交易多发

城投主体异常交易数量、规模同比大幅下降, 山东异常交易规模居全国首位, 贵州遵义交旅投资(集团)有限公司异常成交次数最多。上半年共有 361 家城投主体的 655 只债券发生 2307 次异常交易, 异常交易规模 986.01 亿元、同比大幅下降 59.53%。从主体资质和行政层级看, 弱资质主体异常交易规模占比较高, AA 级及以下、区县级主体异常交易规模占比分别为 67.98%和 55.28%。从区域看, 山东异常交易规模明显高于其他省份、为 301.28 亿元(占比 30.55%), 其次为贵州、为 227.43 亿元(占比 23.07%); 浙江、新疆、福建、安徽异常交易的城投债净价偏离度均值较高, 均超过 5%。贵州省遵义经济技术开发区投资建设有限公司异常交易次数明显较多、达 64 次, 或与该公司 2024 年以来被纳入失信被执行人名单、涉及合同纠纷等负面事件有关。

图 33: 上半年城投债异常成交以区县级为主

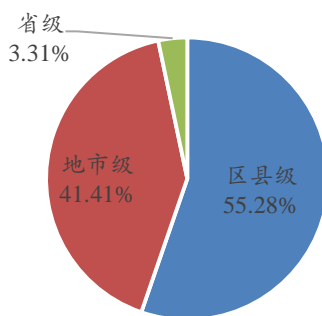
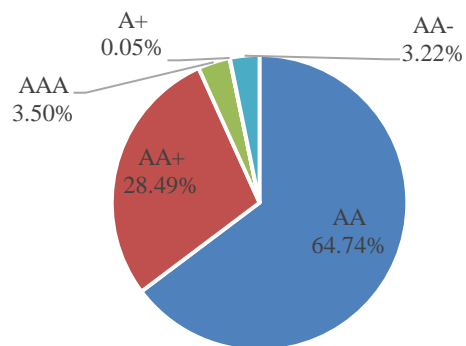


图 34: 上半年城投债异常成交以 AA 级为主



数据来源: 中诚信国际城投行业数据库

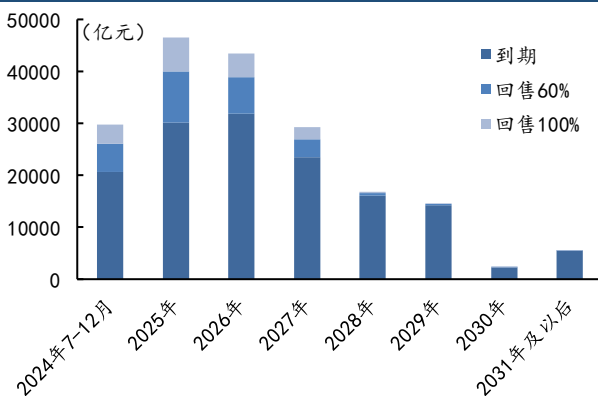
数据来源: 中诚信国际城投行业数据库

三、到期与回售压力不减，年内净融仍将受限、发行规模或超 3 万亿元

(一) 下半年到期及回售规模或超 2.5 万亿，蒙津青等重点区域压力较大

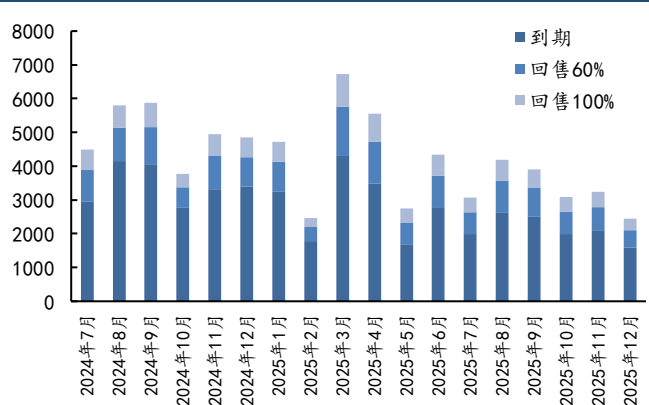
下半年城投债到期偿还压力不减，蒙津青等重点化债省份到期规模占存量债比例超 40%，到期主体基本面未见明显改善，重点区域偿债压力相对更大。截至 6 月底，年内城投债到期规模约 2.06 万亿元，若按照 2024 年上半年 60%⁷ 的真实回售比例进行回售，回售规模约 5480 亿元，到期及回售总额达 2.61 万亿元，其中 8、9 月份单月到期及回售规模接近 6000 亿元。AA+ 级、市县级城投债到期及回售规模占比较高，AA+ 级占比 42.13%，区县级、地市级占比分别为 42.36%、42.08%。到期主体⁸ 基本面未见明显改善，2023 年资产负债率中位数 62.52%、短期债务占比中位数 32.34%，均同比抬升；资产收益率（ROA）中位数 0.95%、盈利能力保持下降态势；货币资金/短期债务、流动比率均下降，短期偿债能力仍在弱化；与此同时其投融资进一步受限，筹资现金流同比下降、投资现金流净流出程度减弱，仅经营性现金流有所改善。从区域偿债压力看，化债重点区域到期债务规模占存量城投债规模的比例显著高于非重点区域，其中内蒙古、天津、青海到期债务占存量债务比例超过 40%；而重点区域城投企业 ROA 及流动比率均低于非重点区域，偿债压力相对更大，更值得注意的是重点区域其他应收款/流动资产比重中位数 31.31%，远高于非重点区域的 15.14%，其中青海、宁夏高达 65% 以上，对政府回款依赖度更高，财政承压下也将影响其偿债能力。

图 35: 7-12 月城投债到期及回售规模或超 3 万亿



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 36: 2024 年 8、9 月到期及回售压力较大



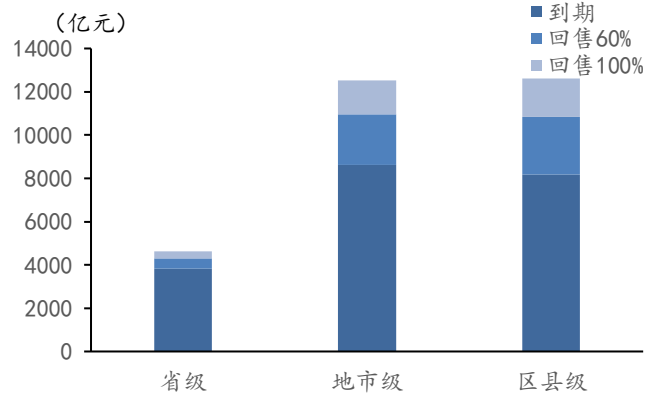
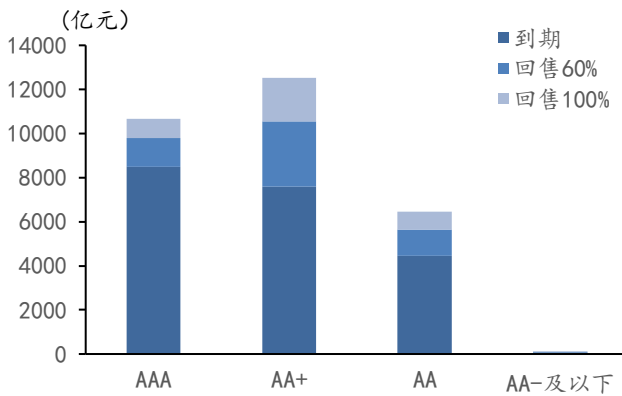
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 37: 年内 AA+ 级城投企业到期及回售规模最高

图 38: 年内区县、地市级城投企业到期及回售规模较高

⁷ 2023 年以来，伴随化债加速推进，城投债发行人主动下调票面利率引导投资人回售，2024 年上半年城投债保持较大的实际回售规模，为 5973.66 亿元，约占可回售规模的 60%；若 2024 年下半年按 100% 比例进行回售，则到期及回售总规模为 2.98 万亿元。

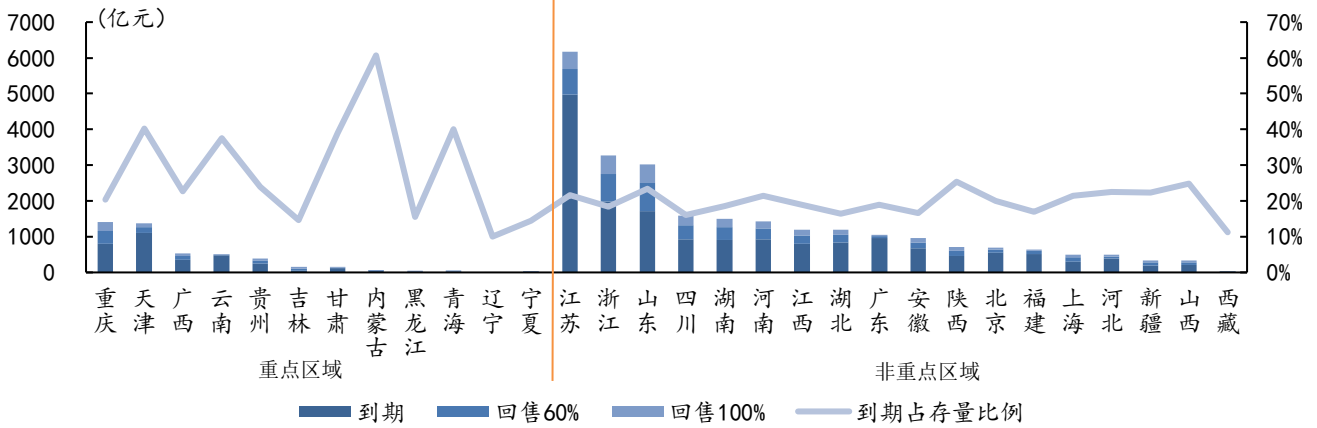
⁸ 2024 年下半年将面临债券到期或回售的城投平台共 1573 家，此处以 2024 年一季度、2023 年年报、2023 年一季度、2022 年年报数据均较为完整的 1102 家城投平台为样本分析。



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

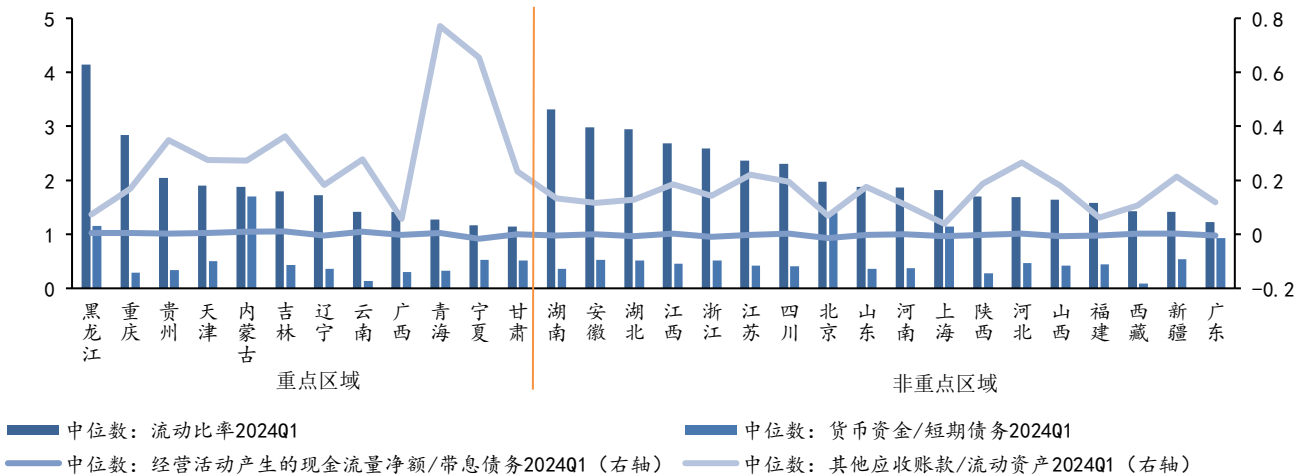
数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 39: 蒙津青城投债到期规模占存量债务规模比例高于 40%



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 40: 2024 年各省份面临债券到期或回售的城投平台部分财务指标一览



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

(二) 化债推进下提前兑付规模大幅提高, 重点区域兑付规模占存量债

比重较高

“一揽子化债”推进、特殊再融资债密集发行背景下，上半年城投债提前兑付规模同比大幅上升，兑付主体以 AA 级、区县级为主。上半年，共计 628 只城投债提前兑付，总规模 1338.65 亿元、同比大幅增长 89.29%，其中重点区域提前兑付规模占比达到 23.86%。从兑付主体来看，进行提前兑付的城投债主体以 AA 级和区县级为主，分别占比 52.57%、54.51%。从区域分布看，随着“一揽子化债”持续推进、1.5 万亿元特殊再融资债基本发行使用完毕，重点区域城投主体出于流动性改善、优化融资安排压降成本、重组需提前进行债务处置等原因，开展提前兑付的动机更强，上半年重点区域提前兑付规模占存量债比例均值为 2.80%，远高于非重点地区均值 0.67%，其中贵州、内蒙古、黑龙江该比例超过 7%。后续来看，“一揽子化债”仍在进一步开展、地方盘活存量资产举措逐渐取得成效，近期媒体披露“特殊用途”新增专项债开始发行，预计城投债提前兑付规模仍将保持较高水平。

图 41: 上半年区县级城投债提前兑付规模最高

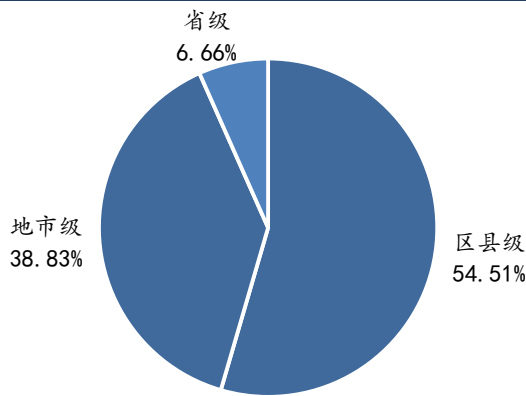
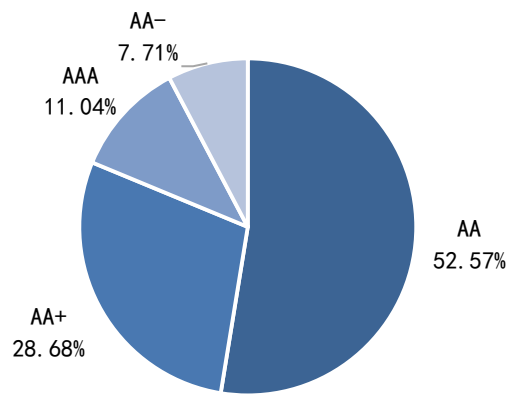


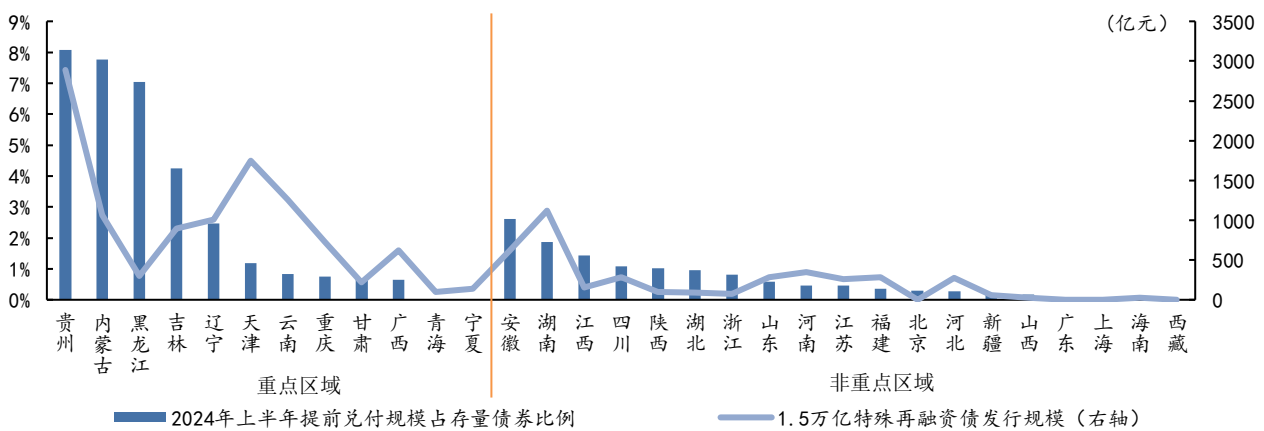
图 42: 上半年提前兑付的城投债主体多为 AA 级



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

图 43: 上半年重点区域提前兑付规模占存量债券比例较高



数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

（三）7-12 月发行规模或超 3 万亿，借新还旧比例或进一步抬升、融资主体层级或继续上移

化债是 2024 年重点工作之一，在政策多次要求“严格控制新增债务”、融资名单制管理进一步落实、化债重点区域逐步扩围的背景下，后续城投债发行审核仍然较严，我们预计 7-12 月城投债净融资规模大概率同比下滑，或为 0.18 万亿元左右。考虑到目前存续城投债中约 2.06 万亿元将于年内到期，另有约 0.92 万亿元将进入回售期，整体再融资需求仍较高，我们预计 2024 年 7-12 月城投债发行规模在 3.10 万亿元至 3.31 万亿元之间。

发行结构方面，城投债借新还旧比例或继续高位抬升，重点区域融资主体层级或继续上移。考虑到 12 个高风险重点省份原则上只能借新还旧，以及化债重点区域或将扩围，在城投基本面未有明显改善、债务滚动压力仍存的背景下，后续城投债借新还旧比例或进一步抬升；与此同时，贵州省已探索实践了“统借统还”，支持资质较好平台承接弱资质平台借新还旧债券发行额度，后续重点区域低层级弱资质平台融资主体数量及存续债券规模或大概率下滑，且部分运作低效的平台亦面临重组清退风险，城投债融资主体层级将继续上移。

表 2：2024 年 7-12 月城投债净融资与发行规模预测

表 2：2024 年 7-12 月城投债净融资与发行规模预测					
按社融预测	假设条件 1		存量社会融资规模增速为 9.5%左右		
	假设条件 2		公司信用债占存量社会融资规模的 8.2%左右		
	假设条件 3		城投债存量占信用债存量比例较上年略有下降，约 43%		
	城投债净融资规模预测		0.22 万亿		
按募集 ⁹ 资金用途预测	单位：万亿	2023 年	2024 年		
	①借新还旧与债券到期差值	0.3325	-	2024 年总借新还旧规模	2024 年借新还旧-到期债券规模
			借新还旧/城投债到期=0.94	5.47	-0.35
			借新还旧/城投债到期=0.97	5.65	-0.17
			借新还旧/城投债到期=1	5.82	0
	②补流和项目建设	0.5560	-	2023 年非借新还旧分布	2024 年非借新还旧分布
			31 省	0.5560	0.4
			12 省	0.0426	0
			19 省	0.5134	0.4
	净融资合计		0.8884	0.23 万亿	
发行规模预测					
		回售比例 40%	回售比例 50%	回售比例 60%	
7-12 月到期（含赎回）规模		2.06 万亿元			
7-12 月提前兑付规模		0.15 万亿元			
7-12 月城投债回售规模		0.92 万亿元			
新发债年内到期比例		12%			

⁹注：根据城投债募集资金用途分为借新还旧、补流及项目建设，净融资预测方法②结合资金用途分为两类情形进行估算：

（1）借新还旧类债券：存在偿还其他类型债务的情况，因此根据借新还旧规模与债券到期规模的差值进行净融资的估算，去年该比值为 1.07，上半年该比值为 0.94，按下半年该比值小幅升至 0.97 估算为净融出 0.17 万亿；（2）补流及项目建设类债券：均为城投债净融资部分，上半年为 0.21 万亿，下半年预计不会有明显差异，按全年 0.4 万亿估算。

2024 年城投债净融资预测	0.22 万亿元左右		
7-12 月城投债净融资规模预测	0.18 万亿元左右		
7-12 月城投债发行规模预测	3.10 万亿元	3.21 万亿元	3.31 万亿元
2024 年城投债发行规模预测	6.03 万亿元	6.14 万亿元	6.24 万亿元

四、适当下沉资质，关注城投付息压力与区域投资压力

(一) 投资策略

从年内国债收益率走势看，央行引导长端利率意图明显，叠加特别国债、专项债加快发行或对流动性形成一定扰动，收益率继续下行空间或较为有限；但制造业 PMI 连续两月处于紧缩区间，经济内生增长的动能依然不足，或在一定程度上对国债收益率上行形成制约，短期内收益率中枢上下空间均有限。对于城投债而言，资产荒叠加化债政策呵护下，今年以来城投债收益率持续下行、估值水平不断压降，长端信用利差压降幅度大于短端，截至 6 月底 5 年期城投债信用利差已降至 2019 年以来 4%分位以内。策略方面，“一揽子化债”推进下城投公开债短期内违约概率不大，将保持信用债优质资产的定位，但也存在收益率整体偏低，性价比减弱的客观情况，需继续针对不同区域不同资质的城投债特性，采取拉久期、下沉资质等策略：一是强省份优质主体继续拉久期，优选流动性较强、存量债券余额较高的主体，增厚安全垫；二是在收益率普遍压缩现状下，适度挖掘当前收益率相对较高、后续利差压缩空间大的区域，如广西、宁夏、贵州等有确定化债政策利好的区域。

表 3：二季度信用债收益率继续下滑、城投债利差低位持续压缩¹⁰

2024Q2	收益率水平					信用利差绝对值 (BP)						信用利差历史分位数					
	国债 (%)	较上季变化 (BP)	等级	全部信用债 (%)	较上季变化 (BP)	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债
1Y	1.54	-18.10	AAA	2.02	-31.1	47.64	49.23	62.63	52.64	47.64	47.01	30.79%	32.41%	44.14%	24.88%	30.79%	22.84%
			AA+	2.12	-31.11	57.64	53.82	66.66	57.64	57.64	48.06	24.12%	25.78%	27.49%	23.66%	22.65%	20.60%
			AA	2.17	-31.11	62.64	58.82	77.67	63.47	62.64	53.06	16.67%	15.32%	2.47%	2.76%	4.39%	9.74%
3Y	1.80	-23.40	AAA	2.14	-36.73	34.02	39.55	49.40	39.02	34.02	33.08	8.80%	13.56%	26.56%	8.31%	8.78%	6.08%
			AA+	2.24	-40.73	44.02	44.44	53.82	51.21	44.02	34.90	7.61%	10.38%	12.33%	7.19%	6.23%	5.24%
			AA	2.29	-45.73	49.02	48.94	85.00	59.10	56.38	41.90	6.08%	7.66%	3.74%	2.58%	1.76%	3.86%
5Y	1.98	-21.18	AAA	2.26	-36.03	28.55	30.17	44.85	33.55	28.55	24.77	3.30%	4.43%	5.87%	2.91%	3.30%	0.00%
			AA+	2.36	-46.03	38.55	36.12	48.91	46.15	38.55	28.75	2.79%	3.95%	7.79%	2.93%	2.50%	0.00%
			AA	2.41	-56.03	43.55	42.62	81.54	54.19	51.31	36.75	2.06%	2.10%	1.17%	1.05%	0.43%	0.63%
2024Q1	收益率水平					信用利差绝对值 (BP)						信用利差历史分位数					
国债 (%)	较上季变化 (BP)	等级	全部信用债 (%)	较上季变化 (BP)	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债	全部信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	二级资本债	
1Y	1.72	-36.00	AAA	2.33	-19.63	60.39	62.75	73.15	66.17	61.14	63.05	47.02%	47.09%	55.99%	39.59%	47.97%	38.76%
			AA+	2.43	-20.06	70.4	68.34	81.37	73.75	70.4	63.87	38.49%	42.19%	43.89%	41.46%	37.30%	34.76%
			AA	2.48	-25.06	75.4	75.34	122.29	81.98	75.42	69.24	28.21%	28.09%	16.77%	10.04%	9.11%	24.34%
3Y	2.03	-26.00	AAA	2.50	-21.04	47.2	55.07	58.63	54.2	47.2	49.25	24.20%	30.10%	37.68%	21.97%	24.13%	18.34%
			AA+	2.64	-20.86	61.2	60.96	71.36	76.38	61.2	53.51	19.03%	19.36%	13.34%	28.68%	15.33%	13.40%
			AA	2.74	-34.86	71.2	70.46	134.45	78.49	80.48	65.53	12.65%	12.23%	20.27%	5.22%	7.08%	11.06%
5Y	2.20	-20.00	AAA	2.62	-31.28	42.66	47.39	54.64	50.66	42.66	42.11	8.17%	8.23%	16.93%	6.42%	8.18%	6.10%
			AA+	2.82	-34.59	62.66	57.34	73.51	78.87	62.66	47.28	8.67%	7.50%	3.71%	19.25%	7.62%	6.39%
			AA	2.97	-54.59	77.66	72.84	146.22	85.56	87.72	65.42	7.02%	9.53%	16.96%	3.43%	5.34%	5.73%

数据来源：Wind, 中诚信国际区域风险数据库

(二) 风险关注

¹⁰ 注：1、历史分位数的计算从 2019 年 1 月 1 日起。2、用中债中短期票据到期收益率来替代全部信用债的到期收益率。3、中债钢铁债、中债银行二级资本债到期收益率等级最高均为 AAA-，用此替代 AAA。

1、债务总量压降的同时出现了一定投资收缩效应，关注化债与增长的平衡

伴随“一揽子化债”有序推进，地方债务流动性风险阶段性缓释，但化债推进中也出现了一定收缩效应，地方投资及增长压力逐步凸显。2023 年中诚信国际口径地方广义债务增速由 11% 回落至 8%，城投企业资产、负债规模增速均收敛于社融增速以下，债务成本也有一定下滑，但化债效果初显的同时也出现了地方投资收缩问题，多地 2024 年固定资产投资目标下调、一季度固定资产投资增速尤其是新开工项目投资增速回落，其中重点区域下调及回落幅度均更大，且一季度重点地区 GDP 增速均值整体回落。作为地方基建主力，城投企业融资明显受限，上半年净融资规模大幅下滑超 9 成，化债重点省份整体净融出，非重点省份净融资规模也较去年大幅收窄，且用于补充运营资金或新建项目的比例下降，虽是当前“严控债务增量”的可行方式及合理表现，但易导致在建或计划中的基础设施项目面临资金短缺的问题，影响项目进度和质量，或制约地方经济发展，且融资缩量或加大城投企业保障合理融资需求的难度，加剧自身流动性压力。今年以来，“430”政治局会议、全国人大财经委均提出“高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，后续需持续关注化债约束下重点区域投资压力上升、城投融资受限问题，平衡好化债与发展的长短期关系，避免“顾此失彼”。

2、城投基本面未有实质改善，关注“双弱”主体流动性风险尤其是付息压力

“一揽子化债”提振了市场对城投企业的信心，但当前城投基本面未有实质改善，自身造血能力依然较差，城投企业 ROA 远低于债务利率且逐年下滑，偿债能力普遍较弱且重点区域尤甚，弱区域弱资质主体持续发生非标违约、商票逾期等信用风险事件，需关注到期高峰来临下的城投债偿还压力，警惕“双弱”主体风险进一步释放。更需注意的是，付息压力仍是一大挑战，目前“一揽子化债”政策并未覆盖城投债务利息，如“35 号文”要求名单内的地方政府融资平台以及 12 个高风险重点省份参照平台管理的地区国企原则上只能借新还旧，且只限本金接续，利息偿还仍要依靠城投自身，而根据中诚信国际研究院测算，2024 年城投有息债务付息规模接近 3 万亿元，其中城投债付息规模约 6000 亿元，付息压力突出。必要时可调整放宽利息偿债政策，但从根源上还需增强城投企业自我造血能力，通过经营收益来弥补利息支出缺口。

3、城投企业退平台与产业化转型进度加速，关注转型中的困难与潜在风险

“一揽子化债”背景下，各地加快推进城投平台数量压降与转型整合。据中诚信国际研究院统计，2023 年共发生超 350 起城投整合事件，同比增长超 10%，整合过程中城投企业控股股东更多由政府机构更换为企业；且从去年 11 月至今，已有近 200 家城投企业声明转型为“市场化经营主体”。城投企业退平台与产业化转型有利于丰富经营模式、优化资产结构、提高信用评级、拓宽融资渠道，需要注意的是，城投过去从事的土地整理、基建、房地产等传统业务已逐步进入存量状态，需进一步向新基建等新兴领域布局，但新动能尚未成势的背景下，城投转型的增量空间仍然受限，短期来看城投转型发展仍面临一定难度，尤其需警惕“335”指标要求下部分城投企业仅以融资为导向，通过盲目扩充、“无中生有”、“虚假做大”等手段调整财务结构，假性“市场化转型”，而忽视长期经营发展的可能。此外，城投

转型是个长期过程, 需持续关注潜在风险, 一是关注政企关系重塑中可能面临的政府支持弱化风险及融资可持续性; 二是城投企业债务高企但融资政策有所收紧, 在转型中面临一定处置存量债务与控制增量债务的压力; 三是城投企业转型中面临着多元化业务整合、新旧业务衔接问题, 业务的稳定性及可持续性面临一定风险。

4、房地产行业持续调整, 关注城投大量拿地后开工率低、存量房收储成本收益错配问题

2021 年下半年以来房地产行业深度调整、土地出让持续低迷, 地方财政承压下城投托底拿地现象显著增多, 2020-2023 年间存货规模大幅增长 7 万亿, 且相当一部分城投企业由于缺乏开发能力、难以找到适宜合作或转让方, 拿地后长期闲置、开工率较低, 甚至出现了土地期满被收回的情况, 营运资金被大量挤占, 资金周转压力增大、流动性风险上升。此外, 为降低房地产库存水平、提供保障房及人才房储备房源, 2023 年 2 月以来重庆、济南等 8 地试点市场化批量收购存量住房, 2024 年 5 月央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款, 6 月住建部明确存量房收储支持范围扩大至县级市。在此模式下, 或有相关城投企业借入政策性贷款资金开展存量房收储与运营, 一则面临收储阶段资金被占用的问题, 二则在房地产市场低迷背景下可能面临成本收益不匹配、运营亏损风险。据中诚信国际研究院测算, 城投企业开展收储的综合融资成本为 2.25%¹¹, 而大部分城市的租金回报率不足 2%, 再考虑到保障房和人才房租金比市场价偏低, 以及必要的运营、维护等成本后, 该项业务的成本与收益较难匹配。

¹¹ 假设收储资金 60%来源于央行保障性住房再贷款 (利率 1.75%), 40%来源于商业银行贷款 (利率 3%), 则综合利率为 2.25%。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际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。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

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 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>