



## 宏观研究

## 【粤开宏观】2024 年上半年城投债回顾与下半年展望：化债与转型

2024 年 07 月 28 日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】如何理解三中全会中的财税体制改革？——逐条分析财税体制改革任务与背后逻辑》2024-07-23

《【粤开宏观】《二十届三中全会公报》学习体会》2024-07-18

《【粤开宏观】如何看待二季度经济增速及下半年稳增长政策？》2024-07-15

《【粤开宏观】金融数据背后的变与不变——6月金融数据点评》2024-07-14

《【粤开宏观】历届三中全会回顾：改革的逻辑与主线》2024-07-11

## 摘要

随着各地化债措施逐步落地，城投债一级发行利率与二级收益率快速下行，引起投资者关注。但从量上来看，在 3899 名单制管理、“335 指标”等约束下城投债发行审核趋严，叠加到期高峰来袭，上半年城投债净融资为负，市场上出现“城投债将退出历史舞台”的言论。2024 年上半年城投债运行有哪些特征？城投公司未来向何处去？主导下半年城投债市场运行的核心逻辑是什么？本文主要回答以上问题。

## 一、2024 年上半年城投债回顾：五大特征

一是融资监管趋严与到期高峰双重影响，城投债净融资为负、步入存量时代。随着一系列化债政策陆续出台，城投债发行审核保持收紧态势，叠加到期规模较高，净融资规模大幅回落。2024 年上半年，城投债净融资规模为-1716 亿元，较 2023 年同期减少 8901 亿元。截至 2024 年 6 月底，城投债券余额为 11.5 万亿元，较 2023 年底减少 1.5%；城投债占我国债券市场余额的 7.0%，较 2023 年底下降 0.5 个百分点。

二是净融资结构分化，化债重点省份、弱资质以及传统类城投平台受影响较大，总体表现为净偿还，再融资压力较大。

分省份来看，重点省份存量城投债券余额较少，虽然净偿还规模小于非重点省份，但实际受到的冲击更大。2024 年上半年重点省份和非重点省份城投债净偿还规模分别为 540 和 1176 亿元，分别占其 2023 年底余额的 3.5%和 1.2%。

分主体评级来看，AAA 和 AA+级城投债净融资额仍为正，AA、AA-及以下评级城投债表现为净偿还，合计净偿还规模达 2163 亿元，存量城投债向高评级主体集中。

三是城投债发行利率延续下行，重点省份下降幅度较大。各地提前兑付高息城投债，加之在严控地方政府隐性债务背景下，城投债发行供给不足，资产荒背景下投资者抢购城投债，进一步压低城投债发行利率。2024 年 6 月，城投债加权平均发行利率下行至 2.6%，较 2023 年 12 月下降 110.9BP。从变化趋势来看，上半年天津、云南和青海城投债加权平均发行利率下降幅度最大，分别较 2023 年同期下降 390BP、340BP 和 309BP 至 3.0%、3.5%和 3.9%。

四是高息城投债逐渐淡出市场，票面利率 3%以下城投债占比显著提升，“资产荒”加剧。截至 2024 年 6 月底，存量城投债中票面利率 5%以上的占比为 22.2%，较 2023 年底下降 8.1 个百分点。相对而言，4%以下城投债占比有所提升，其中 3%以下城投债占比较 2023 年底提高 10.5 个百分点至 15.1%。

五是城投债用于偿还债务的占比提升至 95%，用于补充流动资金和项目建设的资金较少。分省份来看，贵州、西藏、青海、海南、宁夏、天津、云南、甘肃、黑龙江和辽宁偿还债务占比达到 100%，基本为重点化债省份。



## 二、2024年下半年城投债展望：化债与转型两手抓

在防范化解地方政府债务风险和推动国资国企高质量发展的双重背景下，城投债下半年的运行逻辑围绕着“化债”与“转型”两大主题展开。

### （一）化债：城投债净融资仍将受限，关注统借统还下区域债务风险传导

当前城投公司面临的短期流动性风险下降，债务风险有所缓释。城投债作为城投公司在公开市场发行的债券，具有一定的刚兑性，总体来看违约风险较小。但需关注以下三大趋势：

**一是城投债下半年再融资压力不减，发行审核趋严下，净融资仍将受限。**截至2024年7月28日，城投债下半年预计总偿还量（到期规模加上已知的回售、提前兑付和赎回规模）已近1.8万亿元，再融资压力不减。同时，城投债发行审核趋严下，新增融资的难度较大，年内净融仍将受限。

**二是当前城投债发行利率向地方债靠拢，进一步下行的空间有限。**城投债发行利率快速下行，逐步与地方政府债券靠近。2024年6月，城投债加权平均发行利率下降至2.6%，仅高出同期地方政府债券加权平均发行利率（2.4%）17.0BP。总体来看，城投债发行利率继续下行的空间有限。短期需关注化债行情下，城投债利率超预期下行带来的风险，长期回归城投公司自身风险定价。

**三是重点区域允许统借统还有利于控制尾部风险，但需关注区域整体债务风险传导。**2024年2月22日，贵州省首单统借统还城投债落地，表明当前债务风险管理方面，仍坚持区域化债一盘棋的方式。统借统还能够在短期内缓解弱资质平台的流动性风险，避免尾部风险外溢。同时，通过优质主体发行债券承接弱资质平台的债务压力，有助于降低区域融资成本，优化区域债务结构，实现以低息换高息，以时间换空间。但需警惕统借统还下弱资质主体的风险向优质主体传导，进而导致整个区域债务风险上升。

### （二）转型：近期城投公司纷纷提高市场化业务占比，主要是为了突破融资限制，从长期看仍要回归城投转型实质

在经济增速换挡、财政紧平衡以及城投公司自身债务风险高企的情况下，城投公司转型是大势所趋。

**短期来看，城投公司积极提高市场化业务占比，主要是为了响应政策和监管的要求，突破融资限制。**在“335指标”公布后，城投公司纷纷试图提高市场化业务占比以突破融资限制。一方面，城投公司开始主动减少城建类业务以压降相关资产和收入占比；另一方面，城投公司通过纳入房地产、园区经营、金融业务或上市公司股权等手段实现收入多元化，使得城建类资产和收入占比被动压降。

**长期来看，城投公司需从“提高市场化业务占比”的初级阶段过渡到“提高市场化竞争力”的高级阶段，关注城投公司转型的实质和可持续性。**城投公司转型的实质应当是理顺政府与市场的关系，核心是剥离城投公司的政府融资职能、打破市场对于城投公司由地方政府提供隐性信用担保的预期，这还需要地方政府的配合。城投公司的转型不仅要关注业务结构的调整 and 市场化程度的提升，更要注重内部管理机制的完善和创新能力的培育，通过提高市场化业务占比、优化债务结构等措施，提升经营效率和盈利能力，从而建立起市场竞争力，走可持续发展的道路。（详见《城投公司转型的实质与前提一



—城投转型系列之一》)

**风险提示：**城投债监管政策超预期收紧、城投转型进度不及预期



## 目 录

一、2024 年上半年城投债运行：五大特征.....	5
二、2024 年下半年城投债展望：化债与转型两手抓.....	12
（一）化债：城投债净融资仍将受限，关注统借统还下区域债务风险传导.....	12
（二）转型：短期突破融资限制，长期要回归城投转型实质.....	13

## 图表目录

图表 1： 2024 年上半年城投债净融资转负.....	5
图表 2： 2024 年上半年城投债券余额出现负增长.....	6
图表 3： 截至 2024 年 6 月底，分省份存量城投债券情况.....	7
图表 4： 2024 年上半年分省份城投债券净融资情况.....	8
图表 5： 2024 年上半年不同主体评级城投债券净融资情况.....	9
图表 6： 2024 年以来城投债加权平均发行利率快速下行.....	9
图表 7： 2024 年上半年分省份城投债发行利率情况.....	10
图表 8： 截至 2024 年 6 月底存量城投债票面利率分布.....	11
图表 9： 2024 年上半年城投债募集资金用途.....	11
图表 10： 2024 年上半年分省份城投债募集资金用途.....	12
图表 11： 2010-2030 年城投债偿还情况.....	13
图表 12： 2024 年城投公司“退平台”数量维持高位.....	15

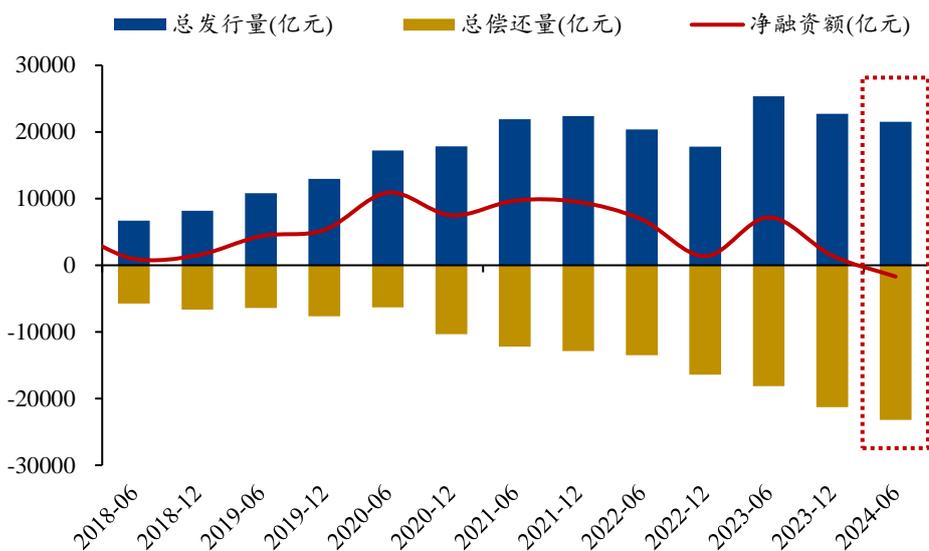


## 一、2024 年上半年城投债运行：五大特征

一是融资监管趋严与到期高峰双重影响，城投债净融资转负，步入存量时代。随着“一揽子化债方案”的推进以及一系列化债政策陆续出台，城投债发行审核保持收紧态势，加之到期规模较高，城投债净融资规模大幅回落。2024 年上半年，城投债总发行量近 2.2 万亿元，同比下降 15.1%。上半年城投债仍处于到期高峰，再融资压力较大，同时化债政策推动下提前兑付潮延续，上半年总偿还量超 2.3 万亿元，同比增长 27.9%。城投债净融资大幅回落，2024 年上半年净融资规模为-1716.2 亿元，较去年同期减少 8900.5 亿元。

存量城投债券规模减少，主要集中于江浙鲁湘川五省。截至 2024 年 6 月底，城投债券余额为 11.5 万亿元，较 2023 年底减少 1.5%；城投债券占我国债券市场余额的 7.0%，较 2023 年底下降 0.5 个百分点。分省份来看，存量城投债券主要集中于江苏、浙江、山东、湖南、四川五省，规模分别为 26181.4、17042.8、9530.4、6951.6 和 6575.1 亿元，占全国的比重分别为 22.7%、14.8%、8.3%、6.0%和 5.7%，合计占比达到 57.5%。相对而言，12 个重点省份的城投债券余额较少，合计存量规模仅为 14951.7 亿元，占全国的比重为 13.0%。

图表1：2024 年上半年城投债净融资转负

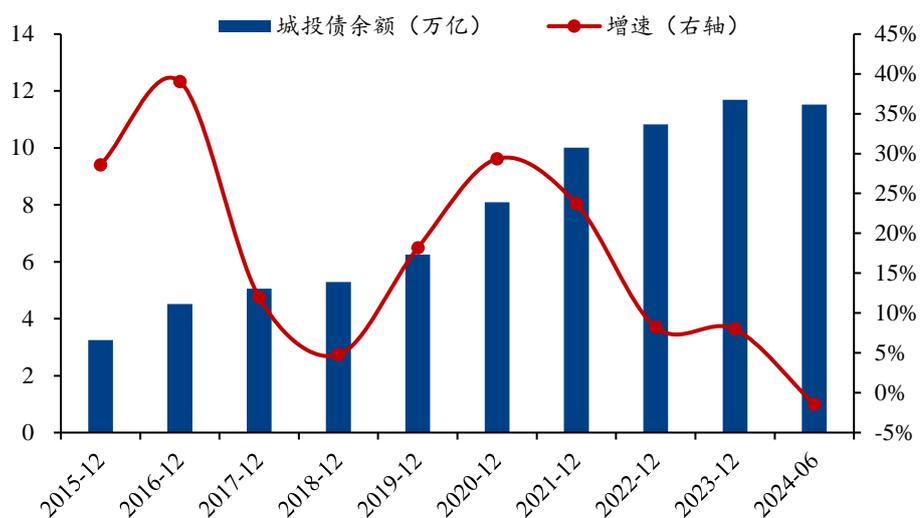


资料来源：wind、粤开证券研究院

注：因不同时间查看数据存在些许差别，此处及下文所有数据获取时间均统一至 2024 年 7 月 28 日；



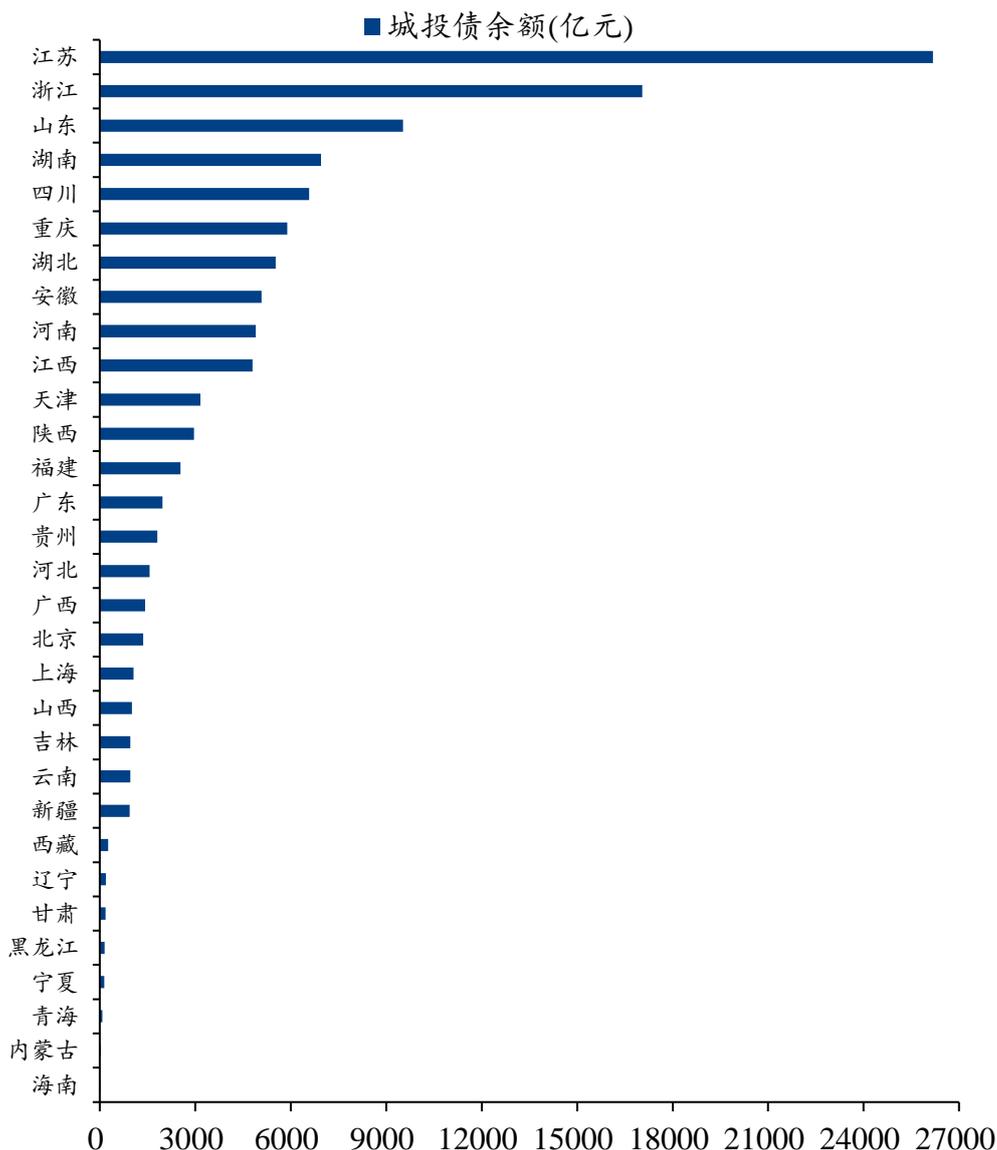
图表2：2024 年上半年城投债券余额出现负增长



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表3：截至 2024 年 6 月底，分省份存量城投债券情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

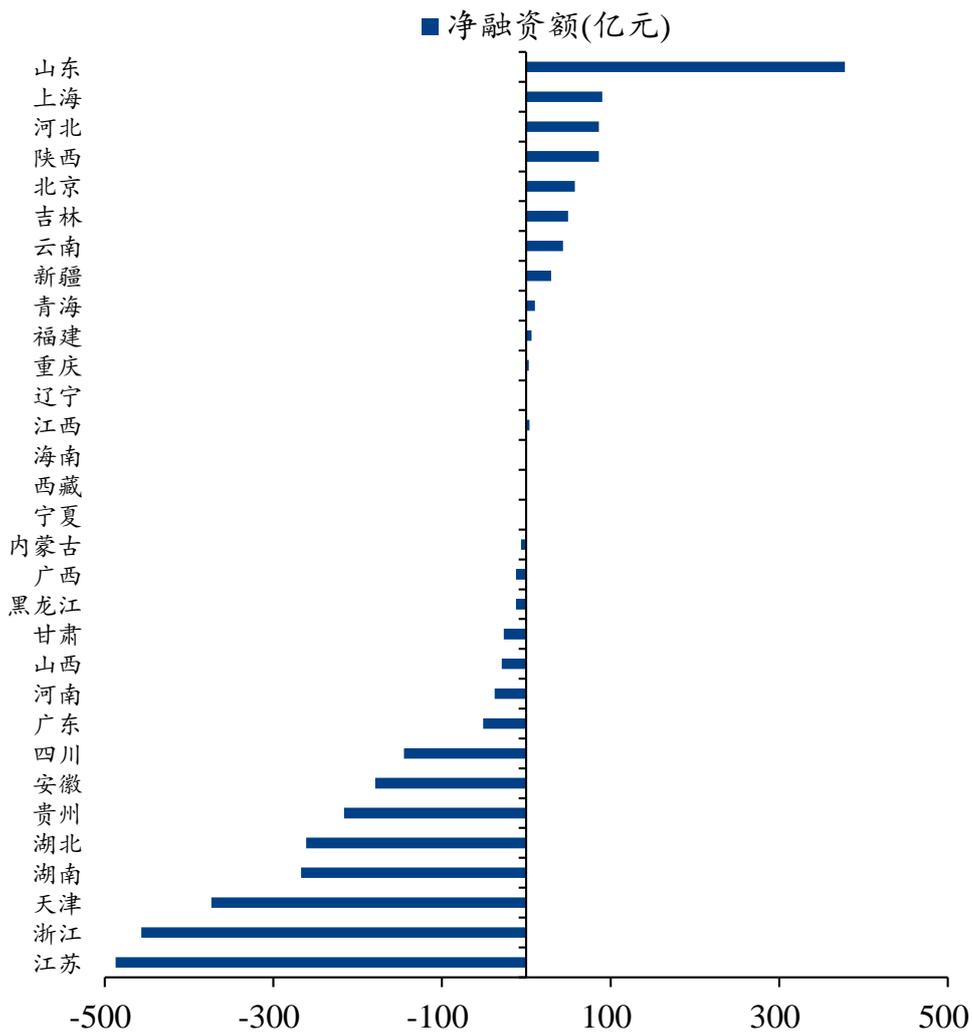
二是净融资结构分化，化债重点省份、弱资质以及传统类城投平台受影响较大，总体表现为净偿还，再融资压力较大。

分省份来看，山东、上海城投债规模逆势扩张，净融资规模居前，分别为 377.8 和 90 亿元；江苏、浙江、天津、湖南、湖北、贵州 6 省份净偿还规模靠前，分别为 486.9、456.6、373.5、267.1、260.8 和 215.9 亿元，合计净偿还规模达到 2060.8 亿元。相对而言，重点省份存量城投债券余额较少，虽然净偿还规模小于非重点省份，但实际受到的冲击更大。2024 年上半年重点省份和非重点省份城投债净偿还规模分别为 540.0 和 1176.2 亿元，分别占其 2023 年底余额的 3.5%和 1.2%。

分主体评级来看，AAA 和 AA+级城投债净融资额仍为正，分别为 220.3 和 226.5 亿元，AA、AA-及以下评级城投债均表现为净偿还，净偿还规模分别为 1940.2、166.4 和 56.4 亿元，合计净偿还规模达 2163.0 亿元，导致存量城投债向高级别主体集中。



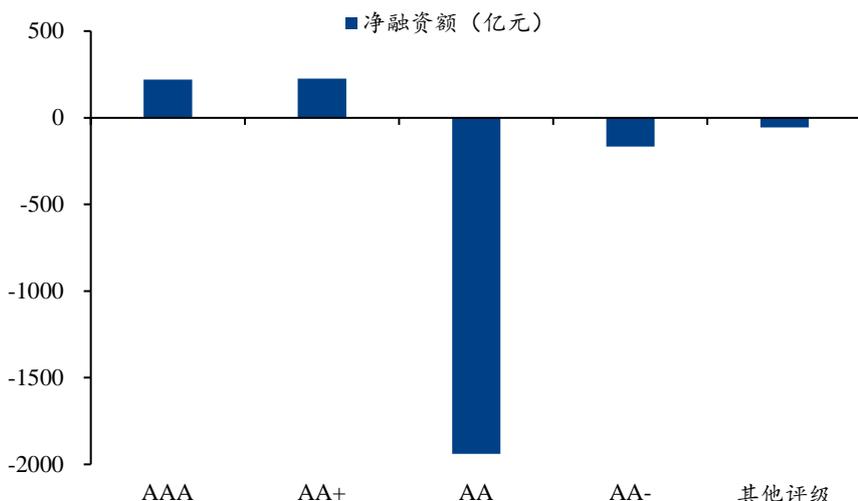
图表4：2024年上半年分省份城投债券净融资情况



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表5：2024 年上半年不同主体评级城投债券净融资情况

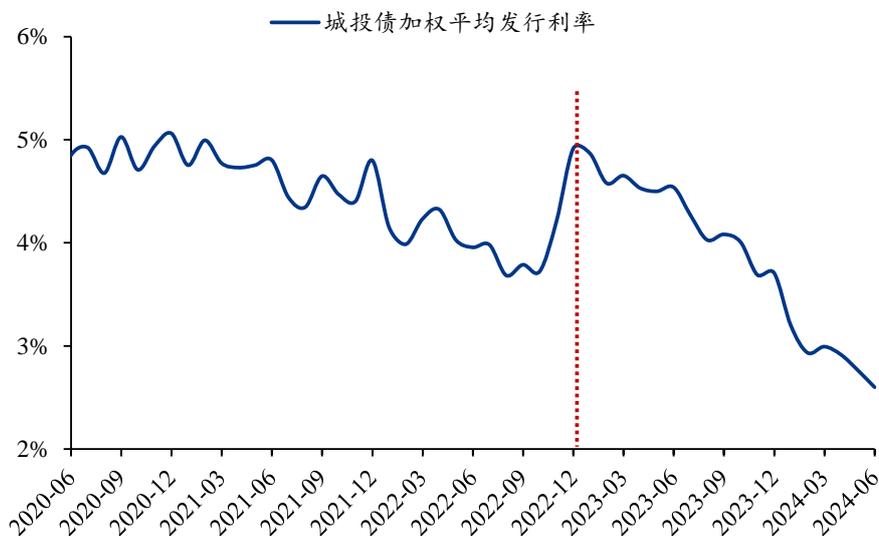


资料来源：wind、粤开证券研究院

三是城投债发行利率延续下行，重点省份下降幅度较大。2023 年 7 月底中共中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，各地积极推动落实相关化债方案，提前兑付高息城投债。同时，在严控地方政府隐性债务背景下，城投债发行审核趋严、供给不足，资产荒背景下投资者抢购城投债，进一步压低城投债发行利率。2024 年 6 月，城投债加权平均发行利率下行至 2.6%，较 2023 年 12 月下降 110.9BP。

分省份来看，上半年青海、黑龙江、贵州和云南四省份城投债加权平均发行利率较高，分别为 3.9%、3.8%、3.5%和 3.5%；上海、北京和广东加权平均发行利率较低，分别为 2.5%、2.5%和 2.6%。从变化趋势来看，天津、云南和青海下降幅度最大，分别下降 390BP、340BP 和 309BP 至 3.0%、3.5%和 3.9%。2024 年 6 月份，不考虑未发行城投债的省份，城投债加权平均发行利率高于 3%的省份仅有青海和云南，分别为 3.7%和 3.4%。

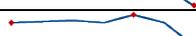
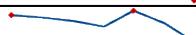
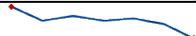
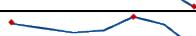
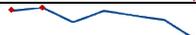
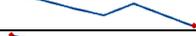
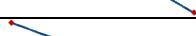
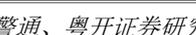
图表6：2024 年以来城投债加权平均发行利率快速下行



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表7：2024年上半年分省份城投债发行利率情况

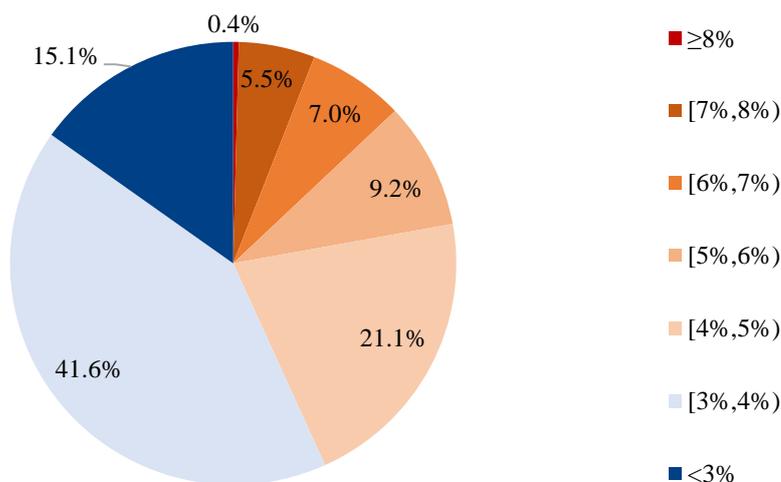
省份	趋势图	2024年上半年加权平均票面利率 (%)	2023年上半年加权平均票面利率 (%)	较2023年同期下降幅度 (BP)
青海		3.9	7.0	309.0
黑龙江		3.8	4.8	96.0
贵州		3.5	5.5	193.0
云南		3.5	6.9	340.0
辽宁		3.3	5.8	248.0
宁夏		3.2	5.0	182.0
山东		3.2	4.6	146.0
重庆		3.2	5.3	208.0
陕西		3.1	5.0	190.0
河南		3.1	4.9	186.0
吉林		3.0	5.5	245.0
广西		3.0	5.1	205.0
四川		3.0	4.4	138.0
天津		3.0	6.9	390.0
河北		3.0	4.5	148.0
海南		2.9	4.2	124.0
湖南		2.9	4.6	175.0
江西		2.8	4.3	146.0
西藏		2.8	4.6	175.0
新疆		2.8	4.2	139.0
山西		2.8	4.1	129.0
安徽		2.7	4.1	140.0
湖北		2.7	4.3	160.0
江苏		2.7	4.0	128.0
浙江		2.7	3.8	106.0
福建		2.6	3.8	121.0
甘肃		2.6	4.9	231.0
广东		2.6	3.1	50.0
北京		2.5	3.3	78.0
上海		2.5	3.1	56.0
内蒙古		-	2.9	-

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

四是高息城投债逐渐淡出市场，票面利率 3% 以下的城投债占比显著提升，“资产荒”加剧。随着“一揽子化债”方案的落地，各地提前兑付高息城投债，压降融资成本。截至 2024 年 6 月底，票面利率 5% 以上的城投债规模为 25519.5 亿元，占比为 22.2%，较 2023 年底下降 8.1 个百分点。其中，票面利率 8% 以上、7%-8%、6%-7% 以及 5%-6% 的城投债占比分别为 0.4%、5.5%、7.0% 和 9.2%，分别较 2023 年底下降 0.1、2.0、2.7 和 3.3 个百分点。相对而言，4% 以下城投债占比有所提升，尤其是 3% 以下。截至 2024 年 6 月底，3% 以下、3%-4% 的城投债占比分别为 15.1% 和 41.6%，较 2023 年底提高 10.5 和 3.9 个百分点。



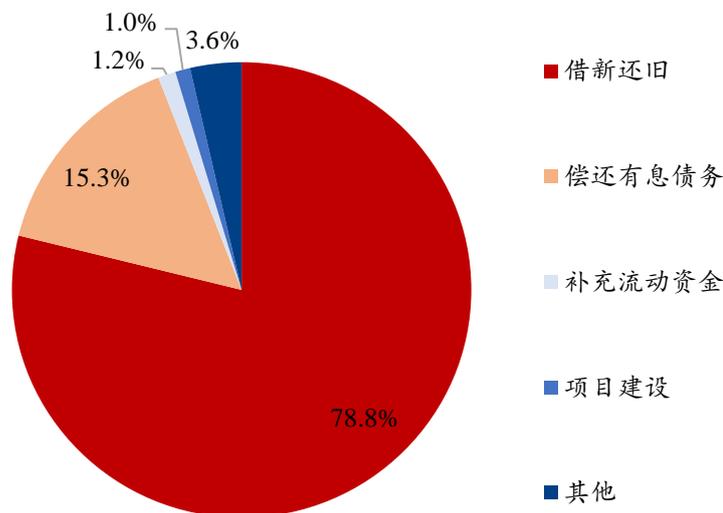
图表8：截至 2024 年 6 月底存量城投债票面利率分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

五是募集资金用途受限下，城投债用于偿还债务的占比提升至 95%，用于补充流动资金和项目建设的资金较少。从募集资金用途看，受债务监管趋严的影响，城投债借新还旧比例进一步提升。2023 年上半年，城投债募集资金用于借新还旧和偿还有息债务的比重分别达到 78.8%和 15.3%，合计偿还债务占比达到 94.1%，较 2023 年全年提高 0.9 个百分点。相较而言，用于项目建设和补充流动资金的城投债较少，占比分别为 1.2%和 1.0%。分省份来看，贵州、西藏、青海、海南、宁夏、天津、云南、甘肃、黑龙江和辽宁 10 个省份偿还债务占比达到 100%，基本为重点化债省份。

图表9：2024 年上半年城投债募集资金用途



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：此处“借新还旧”仅包括用于偿还城投债的债券，“偿还有息债务”指用于偿还贷款、非标借款等除城投债之外的其他债务；



图表10：2024年上半年分省份城投债募集资金用途

省份	偿还债务 (借新还旧+偿还有 息债务)	借新还旧	偿还有息债务	补充流动资金	项目建设	其他
贵州	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西藏	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
青海	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
海南	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
宁夏	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
天津	100.0%	94.6%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
云南	100.0%	86.8%	13.2%	0.0%	0.0%	0.0%
甘肃	100.0%	69.1%	30.9%	0.0%	0.0%	0.0%
黑龙江	100.0%	39.8%	60.2%	0.0%	0.0%	0.0%
辽宁	100.0%	24.2%	75.8%	0.0%	0.0%	0.0%
湖南	99.6%	79.0%	20.5%	0.1%	0.1%	0.2%
江苏	99.2%	90.2%	9.0%	0.3%	0.2%	0.4%
新疆	98.3%	81.9%	16.5%	0.3%	1.3%	0.0%
江西	96.7%	84.1%	12.6%	0.6%	2.7%	0.0%
重庆	96.3%	93.0%	3.3%	2.0%	0.9%	0.9%
陕西	96.3%	75.2%	21.1%	0.1%	0.2%	3.5%
广西	95.2%	36.0%	59.2%	0.0%	1.2%	3.6%
湖北	95.1%	82.9%	12.2%	1.3%	0.0%	3.7%
四川	94.0%	65.7%	28.4%	0.7%	1.6%	3.7%
吉林	93.4%	52.4%	41.0%	0.0%	0.0%	6.6%
山东	92.0%	77.7%	14.3%	1.0%	0.9%	6.2%
河南	91.4%	75.9%	15.5%	1.8%	1.6%	5.3%
河北	91.0%	68.7%	22.3%	3.7%	2.8%	2.5%
福建	90.5%	72.9%	17.6%	5.5%	3.1%	0.9%
上海	89.5%	61.8%	27.8%	6.6%	3.4%	0.5%
浙江	89.2%	82.4%	6.8%	0.8%	2.7%	7.3%
广东	88.0%	52.3%	35.7%	4.9%	1.1%	5.9%
安徽	86.0%	81.7%	4.3%	0.4%	0.5%	13.1%
北京	82.3%	56.4%	25.9%	1.4%	1.2%	15.1%
山西	76.9%	59.1%	17.9%	6.8%	0.0%	16.3%

资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

## 二、2024年下半年城投债展望：化债与转型两手抓

在防范化解地方政府债务风险和推动国资国企高质量发展的双重背景下，城投债下半年的运行逻辑围绕着“化债”与“转型”两大主题展开。在化债层面，多地公开表态确保企业公开市场债券刚性兑付以及积极推动多种化债政策落地，城投债总体违约风险较小。但在3899名单制管理、“335指标”等监管约束下，城投债发行审核趋严，资金用途以借新还旧为主，年内净融资仍将受限。在转型层面，无论是为了短期内突破融资限制，还是长期顺应城投转型的大趋势，城投公司纷纷谋求转型，积极提高市场化业务占比，但长期需关注城投转型的实质以及转型伴随的风险。

### （一）化债：城投债净融资仍将受限，关注统借统还下区域债务风险传导

当前化债仍是城投公司工作的重中之重。在财政化债与金融化债等举措逐步落地，城投公司面临的短期流动性风险下降，债务风险有所缓释。城投债作为城投公司在公开市场发行的债券，具有一定的刚兑性，总体违约风险较小。但需关注以下三大趋势：

一是城投债下半年再融资压力不减，发行审核趋严下，净融资仍将受限。截止2024年7月28日，城投债下半年到期规模为15222.0亿元。在化债政策推动下，城投公司提前兑付高息城投债现象较为普遍，已知的回售、提前兑付和赎回规模分别为1368.4、972.6和214.1亿元，预计偿还量已近1.8万亿元。总体来看，城投债下半年再融资压力不减。



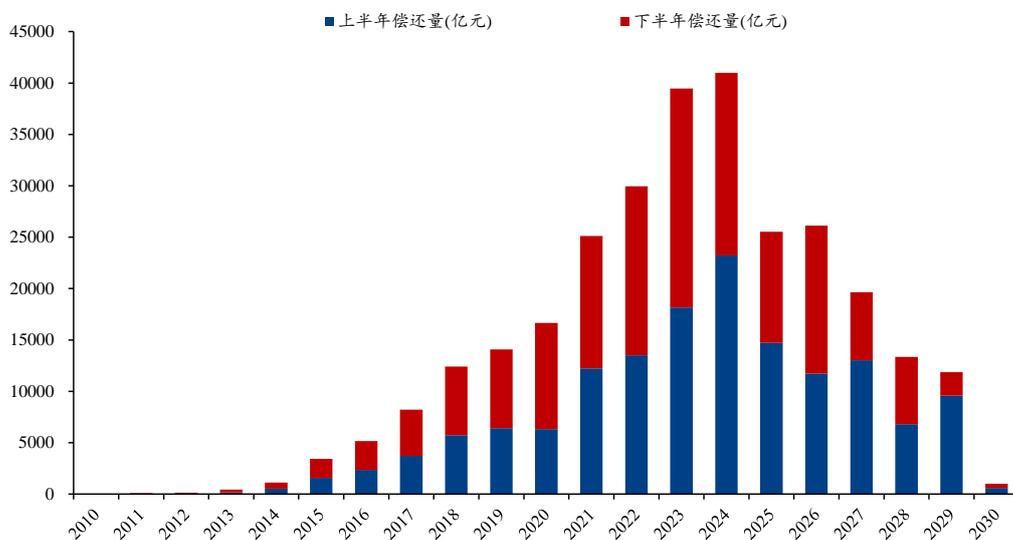
同时，城投债发行审核趋严下，新增融资的难度较大，年内净融仍将受限。

二是当前城投债发行利率向地方债靠拢，进一步下行的空间有限。城投债各主体评级的发行利率均快速下行，逐步与地方政府债券靠近。2024年6月，城投债加权平均发行利率下降至2.6%，而同期地方政府债券加权平均发行利率为2.4%，城投债仅高出地方政府债券17.0BP，城投债发行利率继续下行的空间有限。分主体评级来看，AAA、AA+和AA级加权平均发行利率分别为2.4%、2.6%和2.8%。短期需关注化债行情下，城投债利率超预期下行带来的风险，长期回归城投公司自身风险定价。

三是重点区域允许统借统还还有利于控制尾部风险，但需关注区域整体债务风险传导。12个重点省份在依法合规、防范风险交叉传染的前提下，在年度债券发行额度内统借统还，支持资质较好的融资平台承接弱资质融资平台借新还旧债券发行额度。2024年2月22日，贵州首单统借统还城投债落地。贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司以4.8%的票面利率发行私募债券18亿元，拟全部用于安顺市西秀区黔城产业股份有限公司“18西秀01”、“19西秀01”到期债券本金，两只债券原票面利率分别为7.8%和7.5%。

此举属于化债政策的新尝试，表明当前债务风险管理方面，仍坚持区域化债一盘棋的方式。在当前重点区域债务化解压力较大、弱资质主体再融资压力较大时，统借统还能够在短期内缓解弱资质平台的流动性风险，避免尾部风险外溢。同时，通过优质主体发行债券承接弱资质平台债务压力，有助于降低区域融资成本，优化区域债务结构，实现以低息换高息，以时间换空间。但需警惕统借统还下弱资质主体的风险向优质主体传导，进而导致整个区域债务风险上升。

图表11：2010-2030年城投债偿还情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

注：2024年下半年为截至7月28日的到期规模加上已知的回售、提前兑付和赎回规模；2025-2030年为到期规模。

## （二）转型：短期突破融资限制，长期要回归城投转型实质

城投公司转型，既是监管收紧背景下的政策倒逼，也是城投公司谋求可持续发展的



主动抉择；既是防范化解地方政府债务风险的要求，又是推动国资国企高质量发展的题中之义。在经济增速换挡、财政紧平衡以及城投公司自身债务风险高企的情况下，城投公司转型是大势所趋。

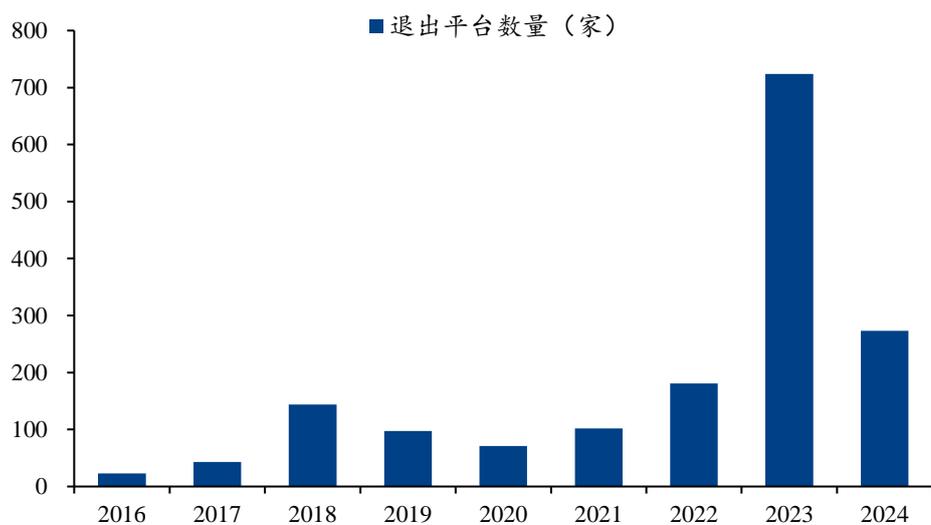
**短期来看，城投公司积极提高市场化业务占比，主要是为了响应政策和监管的要求，突破融资限制。**即使不再承担政府融资职能，良好的融资能力对于城投公司而言仍是至关重要的，无论是现阶段在建项目的开展、到期债务本息的偿付，还是拓展新业务领域、实施转型发展战略，均需要充足的资金、稳健的财务作为保障。因此，在“335 指标”公布后，即非经营性资产（城建类资产）占总资产比重不超过 30%、非经营性收入（城建类收入）占总收入比重不超过 30%、财政补贴占净利润比重不得超过 50%，城投公司纷纷试图提高市场化业务占比以突破融资限制。一方面，城投公司开始主动减少城建类业务以压降相关资产和收入占比；另一方面，城投公司通过纳入房地产、园区经营、金融业务或上市公司股权等手段实现收入多元化，使得城建类资产和收入占比被动压降。值得注意的是，市场化业务的划分标准并非单纯看业务大类，而是应该穿透业务收入的来源，根据是否来源于财政而区分。例如，在部分发达地区公用事业（供水供电、公交地铁、垃圾处理等）已经完成基础设施建设阶段，进入使用者付费的运营阶段，基本不再依赖财政补贴，则应当视为市场化业务。

**起源于 2023 年的城投公司“退平台”潮亦是城投公司为了在名单制管理下获取市场化融资的举措。**为了避免批文审核不通过，2023 年多达 724 家城投平台在公告中声明退出地方政府融资平台，为 2022 年的 4 倍。2024 年 7 月 1 日，财政部部长蓝佛安在《国务院关于 2023 年中央决算的报告》中表示，分类推进融资平台公司改革转型，加快压降平台数量和隐性债务规模。在监管推动下，2024 年城投公司“退平台”潮延续。截至 7 月 28 日，2024 年共有 276 家城投公司退出平台。其中，2024 年 5 月以来重庆城投公司宣告退出政府融资平台的节奏加快，共有 33 家城投公司声明不再承担政府融资职能，按照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任。

**长期来看，城投公司需从“提高市场化业务占比”的初级阶段过渡到“提高市场化竞争力”的高级阶段，关注城投公司转型的实质和可持续性。**城投公司转型的实质应当是理顺政府与市场的关系，核心是剥离城投公司的政府融资职能、打破市场对于城投公司由地方政府提供隐性信用担保的预期。无论是城投公司的业务转型、融资模式转型还是内部治理框架转型，均要求政府与城投公司之间有明确的边界，包括利益边界、债务边界和责任边界，其本质是理顺政府与市场的关系，推动其从依赖政府信用向市场化、专业化、可持续的经营模式转变，这还需要地方政府的配合。城投公司的转型不仅要关注业务结构的调整 and 市场化程度的提升，更要注重内部管理机制的完善和创新能力的培育，通过提高市场化业务占比、优化债务结构等措施，提升经营效率和盈利能力，从而建立起市场竞争力，走可持续发展的道路。（详见《城投公司转型的实质与前提——城投转型系列之一》）



图表12：2024年城投公司“退平台”数量维持高位



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

注：2024年数据截至7月28日；



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)