城投转型专题（2）：城投债价格变化表现与政策退潮后定价逻辑调整

公用二部、结构融资部|王特佳、王明祥

2026 年 11 月 5 日

摘要：

2023 年以来，最新一轮化债政策的实施深刻影响了债券市场对城投企业未来信用表现的预期，城投债的定价逻辑也随之调整，化债政策力度成为城投债定价的主要影响因素。但随着化债的推进，政策终将会迎来退潮期，特殊时期下的定价逻辑也将会重构；地区经济财政表现、城投企业市场化运营能力或将成为城投债定价逻辑的两大重要因素，债券市场对于地区经济财政的关注预计会向更细化及更深入的方向发展。数据表明，长期限及低主体信用等级城投债在定价及认购热度方面分化相对明晰，初步反映出投资人对于城投企业市场化运营能力的关注，未来如何在两大定价因素之间合理分配权重则更取决于城投企业业务与政府关联度的高低。

关键词：利差收窄；化债政策力度；市场化运营；定价分化

正文：

一、债券市场信用利差变化

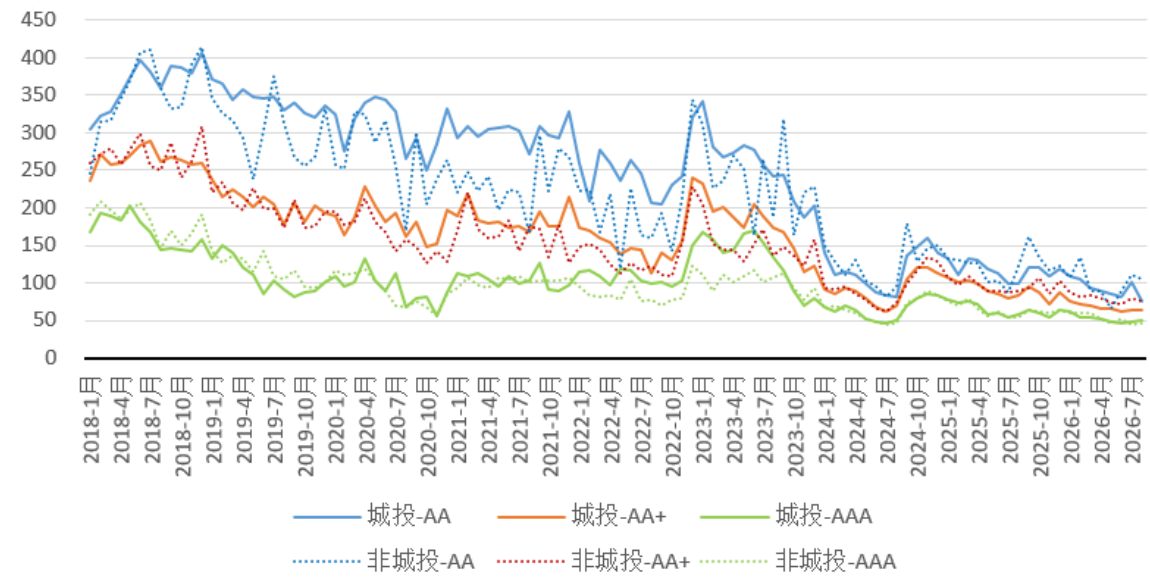
本文结合我国信用债发行主体结构情况，同时为降低企业性质对数据的影响，挑选地方国有企业为样本，剔除可转债、金融类债券以及资产证券化产品，筛选出 2018 年至 2026 年 8 月债券市场无担保信用债产品，并以国债到期收益率为基准计算信用利差。在城投企业与非城投企业划分、是否发布市场化声明方面，本文以企业预警通分类为标准，城投企业为广义城投企业，包含地区产投平台。

（一）发行利差

最新一轮化债开启以来，不同信用等级主体间发行利差快速收窄；城投债与非城投债的发行利差呈现明显的时期差异，最新一轮化债的开启较大缓释了城投企业信用风险，政策推行以来城投债与非城投债发行利差差异快速收窄，AA 以及 AA+城投债相较非城投债表现出微弱的发行成本优势。

2018 年以来，我国信用债发行利差[1]整体呈现波动收窄趋势，其中 2022 年底在资管新规等综合影响下，理财产品赎回潮推动信用债市场发行利差快速走阔；随之而来的降准、各监管指引和市场稳定措施一定程度上安抚债券市场投资情绪，发行利差逐渐收窄。2023 年 9 月，“35 号文”的下发标志着最新一轮的地方政府隐性债务化解工作开启，地方国有企业作为本轮化债工作的主要对象，受到政策最广泛且深远的影响，信用债市场发行利差大幅收窄。此外，最新一轮化债开启以来，AA 主体以及 AAA 主体间发行利差差异由此前的 100bp 到 250bp 间波动，大幅收窄至 50bp 左右，不同信用等级主体间发行利差快速收窄。

图 1：地方国有企业信用债发行利差变化情况（单位：bp）



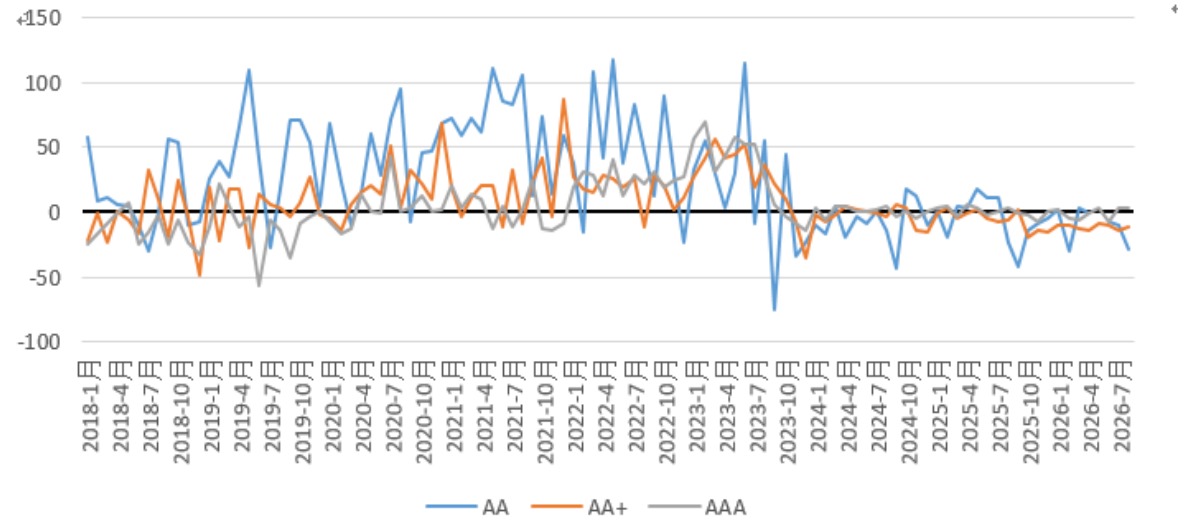
数据来源：同花顺，大公国际整理

在信用债发行利差整体收窄的大趋势下，城投债以及非城投债整体走势虽较为相近，但受二者定位不同以及政策倾向差异的影响，2018 年以来，两者的发行利差差异

[1] 发行利差=发行利率-同期限国债到期收益率，债券期限方面，对于设置回售选择权的债券以及永续债券，以债券起息日至第一个行权日为债券期限匹配指标，下文涉及期限匹配方面均如此处理。

呈现明显的阶段性分化。2018 年至 2020 年上半年，城投债与非城投债发行利差并未呈现明显差异，AA 城投债发行利差在部分时期稍高于非城投债，但整体差异围绕 0 轴上下波动。2020 年下半年起，随着房地产行业风险逐渐暴露、监管趋严，依赖于“土地财政”的地方政府财务运转体系受到较大冲击，现金流及业务运营与地方政府紧密关联的城投企业信用风险快速攀升，各信用等级城投债发行利差较非城投债整体均出现不同程度上升，2020 年下半年至 2023 年 9 月期间城投债与非城投发行利差差异整体处于 0 轴上方。2023 年 9 月，最新一轮化债的开启较大缓释了城投企业的信用风险，政策推行以来，城投债与非城投债发行利差差异快速收窄，AA 以及 AA+城投债相较非城投债展现出微弱的发行成本优势。

图 2：城投债与非城投债发行利差差异变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺，企业预警通，大公国际整理
数据计算：城投债发行利差-非城投债发行利差

（二）交易利差

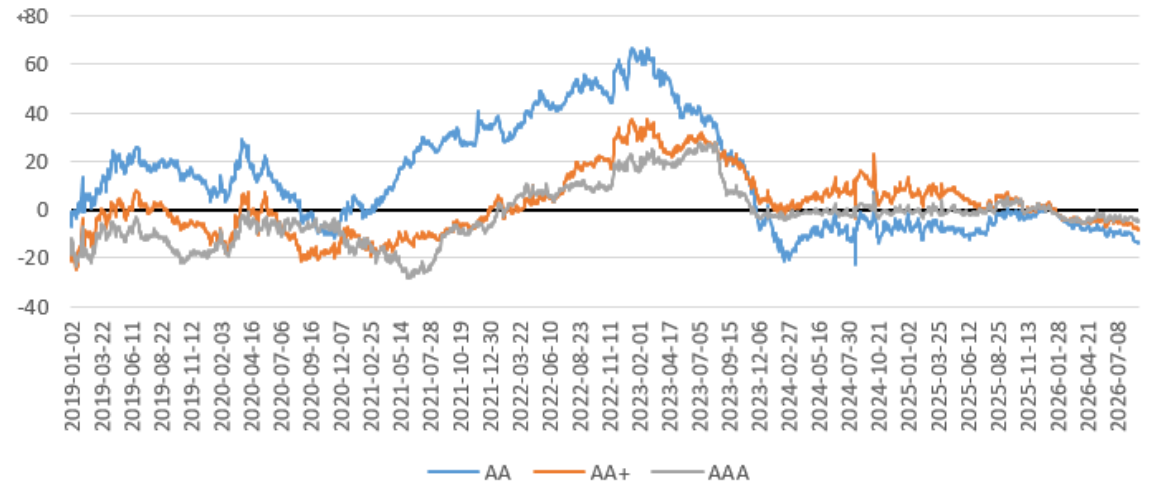
债券交易市场中，城投债与非城投债交易利差展现出与发行利差相似的变化趋势；化债以来，城投债具备一定的交易定价优势。

相较于债券发行市场，债券交易市场中城投债与非城投债估值收益率利差（以下简称“交易利差”）[2]展现出与发行利差相似的变化趋势，但由于交易市场数据的高频特性，交易利差展现出更强的政策敏感度，整体变化趋势更为明显。

[2] 交易利差=上清所估值到期收益率-同期限国债收益率

以 AA 主体为例，城投风险上升推动 AA 城投主体相较于非城投主体交易利差差异持续走阔；化债政策实施后，城投企业获得政策支撑，投资者普遍给予城投债一定政策溢价，AA 城投债交易利差显著低于非城投债。但随着时间推进，政策溢价有所回落，AA 城投债与非城投债的交易利差较化债初期有所收窄。

图 3：城投债与非城投债交易利差差异变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺，企业预警通，大公国际整理
数据计算：城投债交易利差-非城投债交易利差，已剔除利差超过 1000bp 的异常样本

二、城投债定价逻辑的演变

城投债目前是我国信用债市场主要品种，其传统定价逻辑受城投企业特殊性的影响，核心锚定地区经济财政表现以及其引申出的地方政府隐性担保能力及力度。但城投债发行利差与交易利差变化反映出 2023 年 9 月以来城投债定价逻辑的结构性调整，化债政策力度成为城投债定价的主要影响因素，地区经济财政表现的权重相对弱化。

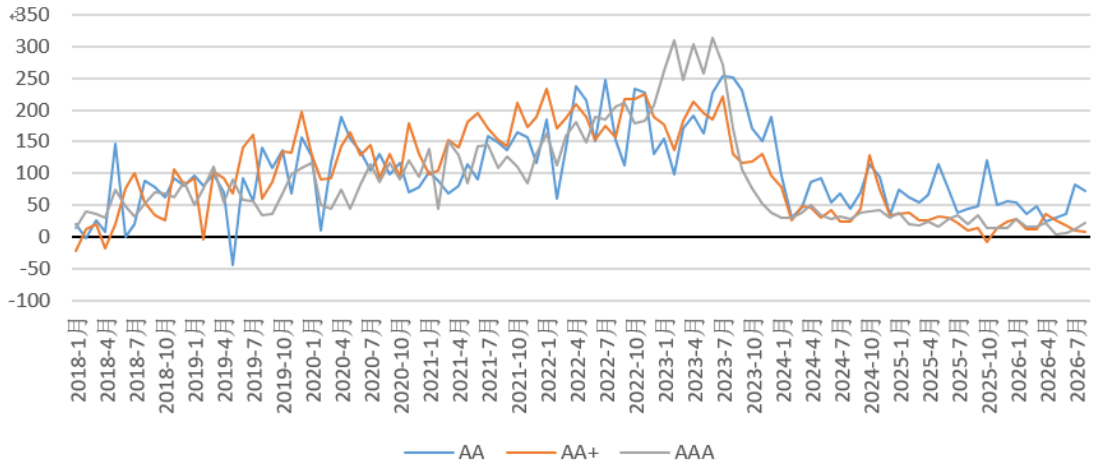
（一）传统城投债定价逻辑：地区经济财政表现是城投债定价的核心锚点，不同区域城投主体间的信用利差随着地区财政压力的分化而分化。

城投企业作为市场主体中的特殊存在，自诞生以来就承担着公益性业务的运营，其业务拓展主要依托于地区发展，现金流维持对政府扶持的依赖度较高，地区经济财政表现是城投债定价的核心锚点。因此，当以“土地出售”为主要收入来源的地方政府财政体系受到房地产业风险暴露的冲击时，城投债与非城投债发行利差差异明显走阔。

以化债重点省份为例，12 个重点省份城投债发行利差与非重点省份间的差距中枢

自 2018 年起至 2023 年 9 月持续上移，且 12 个重点省份 AAA 城投债发行利差与非重点省份 AA+城投债发行利差在 2021 年到 2023 年 9 月期间几乎持续倒挂，市场对地区财政风险的担忧直接体现为对地区城投债的发行溢价要求。此阶段不同区域城投主体间的信用利差随着地区财政压力的分化而分化。但需要注意传统城投债定价逻辑中对于区域的关注较为浅薄，主要关注整体经济体量、财政收入体量等综合性指标，原因在于房地产市场的兴盛使得“土地财政”体系具备较强的为地方财政收入兜底的能力，地区财政水平对外部因素的敏感性相对较低。

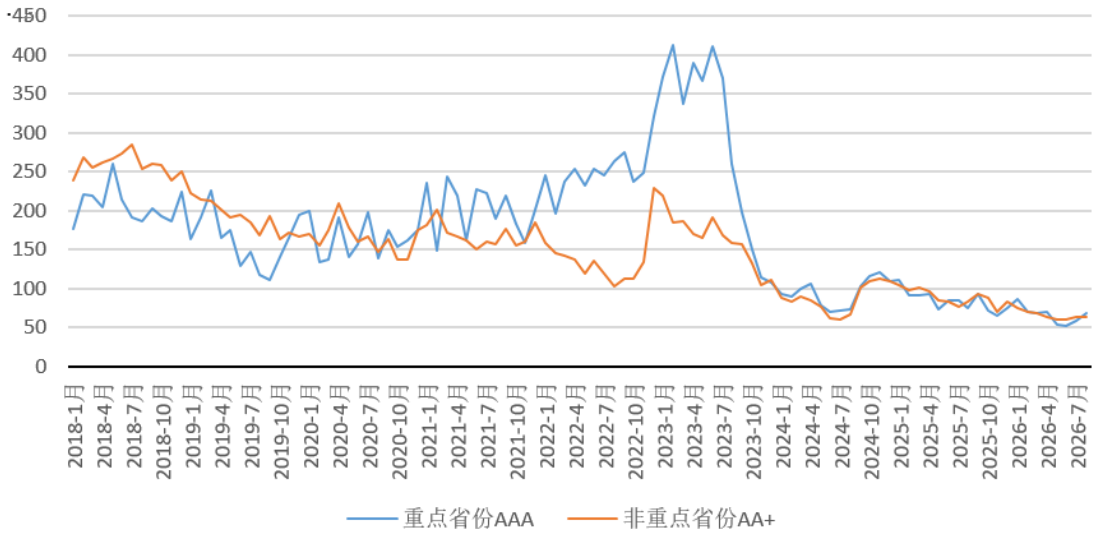
图 4：十二个重点省份与其余省份城投债发行利差差异变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺，企业预警通，大公国际整理

数据计算：12 个重点省份城投债发行利差平均值-非重点省份城投债发行利差平均值

图 5：十二个重点省份 AAA 城投债与其余省份 AA+城投债发行利差对比（单位：bp）



数据来源：同花顺，企业预警通，大公国际整理

（二）现行城投债定价逻辑：化债政策力度成为城投债定价的主要影响因素，城投债定价的分化程度显著降低。

2023 年 9 月，“35 号”文的下发标志着新一轮化债进程的开启，也重构了政策施行期内城投债的定价逻辑。在政策支撑下，弱区域获得强支撑、弱资质获得强扶持，不同财政压力区域以及不同信用等级城投间的综合信用风险差异被显著缩小，化债政策力度成为城投债定价的主要影响因素，地区经济财政的权重相对弱化，城投债定价的分化程度显著降低。因此，12 个重点省份因较强的政策支撑力度，各等级城投债发行利差较非重点省份显著下降，其中 AA+以及 AAA 城投债发行利差持续维持在 50bp 以下、2018 年以来的低点运行；同时，全国 AA 城投债交易利差自 2023 年 9 月后几乎持续低于同等级非城投债，成为不同信用等级城投债中相较于非城投债表现最好的品种。

（三）政策退潮后城投债定价逻辑的调整

根据 2023 年以来信用债发行市场以及交易市场的整体数据，当前债券市场对化债政策提供的信用支撑仍然给予了较高定价，基于化债政策力度的城投债定价逻辑并未发生根本转变。但 2027 年 6 月的城投企业退平台最后期限划定了本轮化债的重要时间节点，同时，置换专项债发行进入尾声，城投企业面临政策支撑退潮的潜在风险，以及地方政府刚性兜底的隐性担保预期弱化的新局面。政策退潮后，当前特殊时期的定价逻辑或将迎来重构。

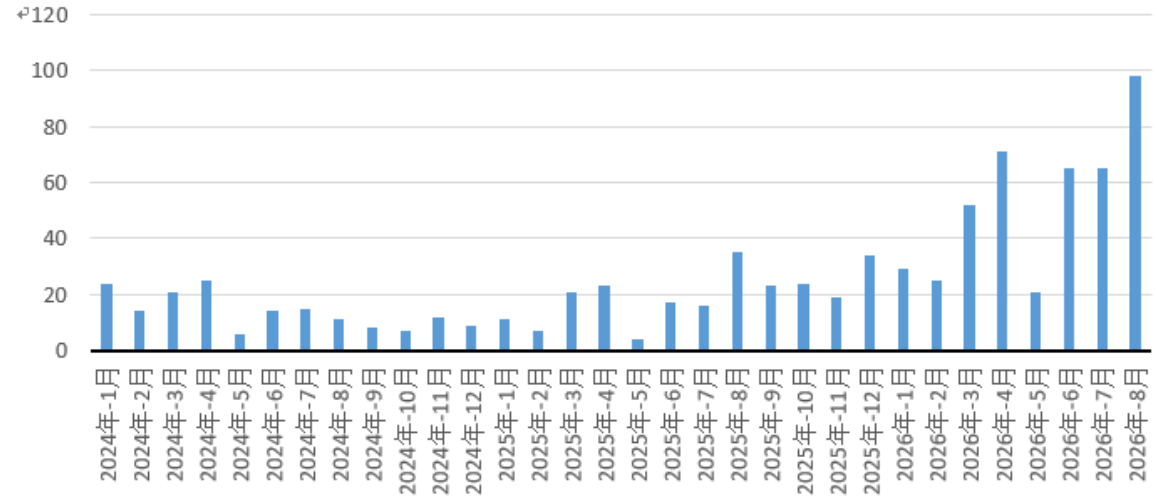
1、地方经济财政表现在城投债定价中的权重或将有所回升，且对其分析的细化度以及深入度预计将尤甚于化债开启前。

当政策退潮后，地方经济财政表现在城投债定价中的权重或将有所回升，其原因在于城投企业具有扎根区域的地方国有企业属性，政府对于城投企业的隐性担保预期弱化不代表城投企业与政府的脱钩，政府作为城投企业业务运营中一个特殊客户，其地区经济财政的健康与否直接影响到部分城投企业的经营现金流以及业务运营环境的好坏。并且，在政策退出后，城投债定价中对地区经济财政的关注预计将尤甚于化债开启前，原因在于“土地财政”体系受房地产市场深度调整影响，为地方财政提供稳定兜底的能力大大弱化，地区经济财政水平对于外部因素的敏感性或将上升，需要从税收结构、收入来源、产业发展现状及前景等维度开展更加细化、深入的分析，以此找准城投信用研判和城投债定价的“锚点”。

2、在当前城投企业产业化转型的大趋势之下，市场化运营能力或将成为影响城投债定价的新要素，长期限及低主体信用等级城投债在定价及认购热度方面分化相对明晰。

2026 年以来，声明市场化运营的城投企业（以下简称“市场化城投企业”）[3]数量显著高于前两年同期，不仅是因为退平台最后期限的临近，也是由于向投资人传达市场化运营能力对于城投企业融资的影响逐渐提升。在当前城投企业产业化转型的大趋势之下，市场化运营能力或将成为影响城投债定价的新要素，且这一潜在的定价逻辑演变方向已初步反映在债券市场对于不同城投主体的定价及认购分化当中。

图 6 声明为市场化城投企业数量的分布情况（单位：家）



数据来源：企业预警通，大公国际整理

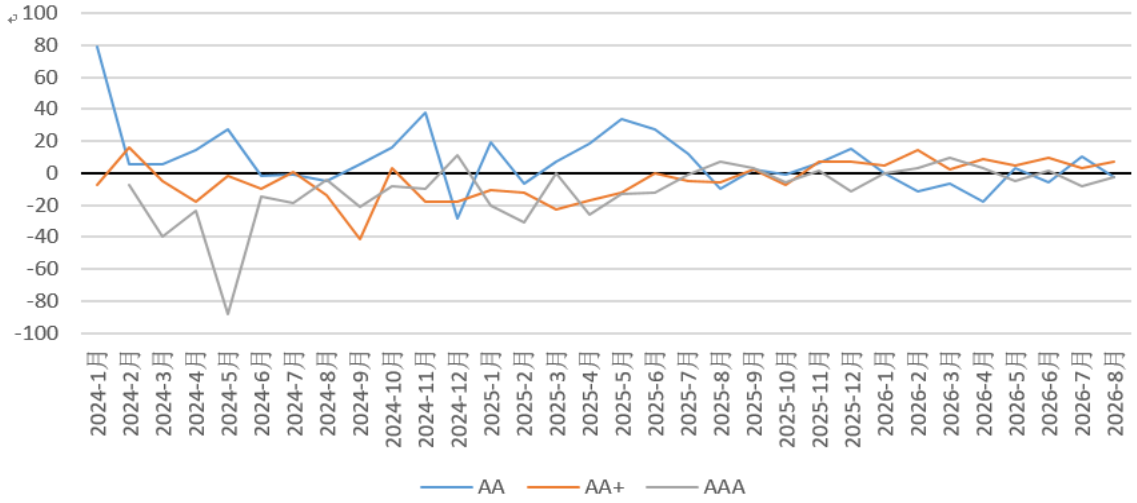
（1）发行市场

2024 年以来市场化与非市场化城投企业的发行利差数据表明，随着市场化城投企业数量增长，二者发行利差的波动受样本量影响逐渐平缓。尽管 AAA 高等级城投企业间差异较小，基本围绕 0 轴上下波动，但 AA 以及 AA+城投企业间已逐渐开始产生小幅分化，2026 年下半年以来，AA 市场化城投企业较同等级非市场化城投企业发行利差已开始呈现下降趋势；而 AA+市场化城投企业的发行成本优势更为明显，2026 年以来发行利差持续低于同等级非市场化城投企业。债券定价的本质在于对发行主体信用水平的评估，更高的信用风险意味着更宽的定价空间与更强的定价弹性，同时也伴随着其对市场要素变化更强的敏感性。由此可以发现，AAA 城投企业发行利差对于市场化声明的反馈并不明显，而 AA 城投企业发行量自化债以来有所缩减，使该等级主体城

[3] 下文将未声明市场化运营的城投企业简称为非市场化城投企业

投债样本稍显不足。AA+城投企业相较于AAA城投企业具有更高的主体信用风险水平，因而市场敏感度相对更高；同时，其占2024年以来发行总量48.85%的高占比提供了较为充足的样本量，其变化趋势较好的反映出：在政策退出潜在可能性上升的背景下市场对于不同特征城投企业的差异化定价，以及对城投企业市场化运营能力的重视。

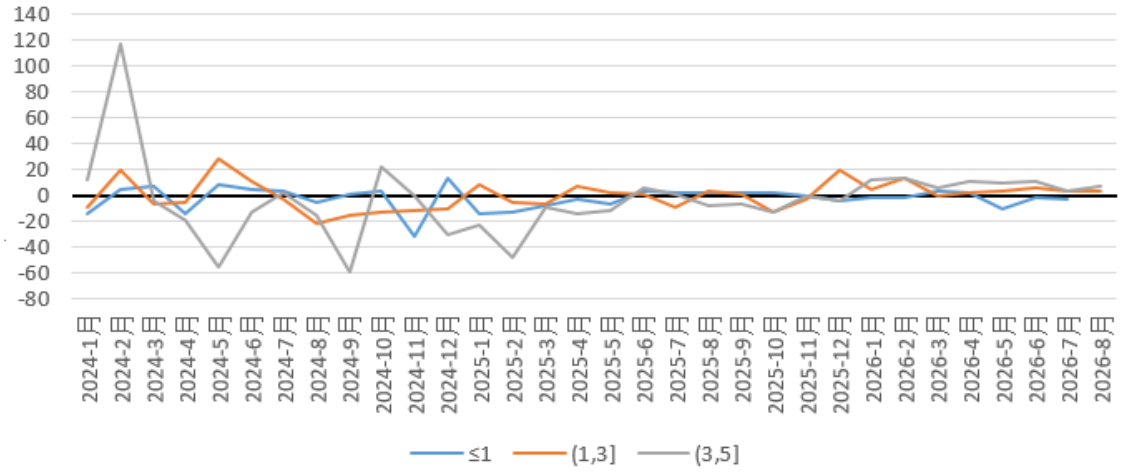
图7 市场化与非市场化城投企业发行利差差异变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺、企业预警通，大公国际整理
数据计算：非市场化城投主体债券-市场化城投主体债券（下同）

我们进一步将AA+城投企业债券按发行期限拆分可以发现，随着债券期限拉长，市场化城投企业相较非市场化城投企业的发行成本优势越发明显。这一现象背后的逻辑在于，在长期政策确定性降低、保护力度不明朗的背景下，市场化声明传达出的城投企业潜在独立生存运营能力为投资人提供了一定的风险缓释，一定程度上能够降低投资者所要求的风险溢价；而非市场化城投企业在与政府的强绑定关系逐渐弱化、政府延伸平台身份逐渐弱化的政企分开大趋势下，是否具有独立参与市场竞争、拓展业务的能力尚待验证，其潜在信用风险提前反映在投资者对于长期债券的定价中。

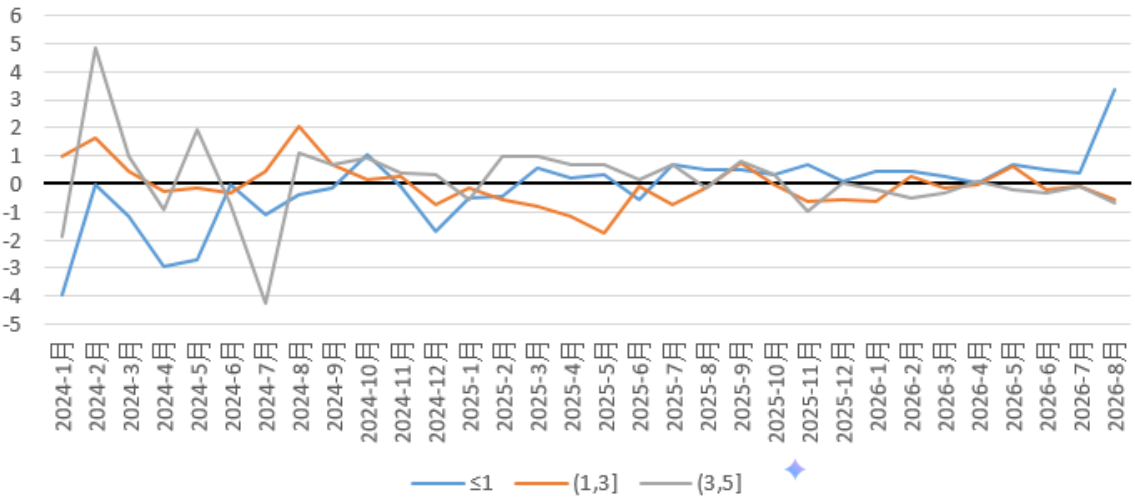
图 8：分期限 AA+城投债发行利差差异变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺、企业预警通，大公国际整理

此外，价格是供求与内在价值共同作用的具象化体现。2025 年以来，发行市场对于非市场化城投企业发行的 1 年内短期债券展现出超过市场化城投企业债券的认购热情，前者的认购倍数明显高于后者。但同样地，随着债券期限拉长，投资人对非市场化城投企业债券的认购热度逐渐降低。

图 9：分期限城投债认购倍数差异变化情况（单位：倍）



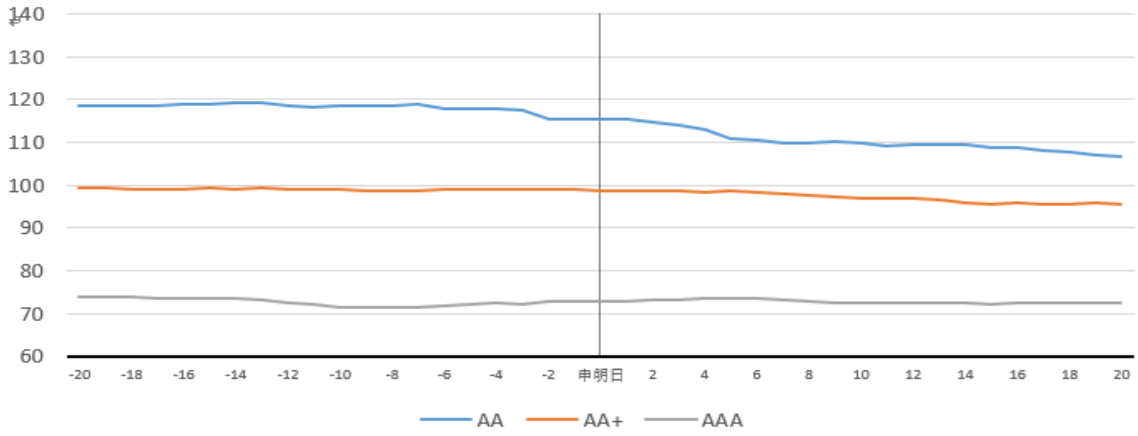
数据来源：同花顺，企业预警通，大公国际整理

（2）交易市场

另一方面，我们筛选出在发行主体声明市场化时间点前后 20 个交易日内具有连续估值数据的城投债，并计算日平均交易利差。结果显示，随着主体信用等级由高到

低，声明日后交易利差的下降愈发显著。如上文所提到，相较于 AA+以及 AAA 主体，AA 主体债券具有更高的市场敏感性，因而受声明的影响更加显著，这也更直观从交易市场层面印证了当前市场化水平不同给城投债带来的定价分化，进一步验证政策退潮后城投债定价逻辑的潜在演变方向。

图 10 市场化声明前后交易利差变化情况（单位：bp）



数据来源：同花顺、企业预警通，大公国际整理

3、如何在地区经济财政表现以及市场化运营能力之间分配适当的定价权重则或将更取决于城投企业业务与政府关联度的高低。

区域经济财政以及市场化运营能力或将成为政策退潮后城投债定价的两大重要因素，而如何在二者之间分配合适的定价权重则或将更取决于城投企业业务与政府关联度的高低，直接决定因素在于城投企业转型方向的不同：如供水、供热、污水处理等城市运营服务具有使用者付费的特点以及公用事业属性，面向市场用户的同时不具备自主定价权，经营收益一方面来自于业务运营，另一方面来自于政府补贴等业务扶持，经营主体信用风险水平受地区经济财政表现影响相对较大，自然需要在地区经济财政水平方面赋予较高的定价权重；如园区运营、产业孵化运营等业务主要面向企业，创收及资金回收主要依赖于行业发展及自身管理水平等，且业务向外拓展的可行性较高，市场化运营能力是影响其信用风险高低更主要的因素。

三、总结

2023 年新一轮化债政策的实施调整了城投债定价逻辑，化债政策力度成为城投债定价的主要影响因素，但随着 2027 年退平台最后期限临近、置换专项债发行进入尾声，政策退潮的潜在风险上升，城投债定价逻辑或将迎来重构。当前城投转型的方向多元，各类业务抛开具体业态之外的核心差异在于业务属性中政府与市场的占比分化，

长期来看，城投债定价或将随主体业务属性结构而分化，在政府端变量以及市场端变量间采取差异化定价权重。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。