



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 lluc@ccxi.com.cn



相关报告

从财务视角看化债与转型背景下的城投企业——基于对 2390 家城投企业 2024 年年报的分析, 2025-05

【城投债市场运行 2025 年一季度回顾与展望】净融资创近三年新低, 政策收紧倒逼城投“真转型”, 2025-04

2025 年哪些区域将率先退出重点省份名单?——基于“99 号文”的相关估算, 2025-02

【城投债市场运行 2024 年回顾与 2025 年展望】重点省份净融资、退名单序幕将拉开, 关注化债与转型加速下的博弈与分化, 2025-01

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;

gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

净融资连续 4 个月为负, 警惕退平台加速风险显性化

——2025 年上半年城投行业运行回顾与下阶段展望



主要观点

■ 上半年城投债市场运行五大特点

1、发行规模创近三年新低, 境内外城投债净融资均为负: 发行规模 2.77 万亿元, 同比下降 12.15%; 净融出 1200.04 亿元, 仅省级、AAA 级城投净融入。其中 3-6 月连续四个月净融出, 为历史上持续时间最长、年内发生时间最早的净融出。境外债发行规模同比下降 12.29%、净融出 344.84 亿元; 河南、山东等地高价发行了用于补流的“364 城投债”, 反映相关主体资金紧张、境内融资受限。

2、发行利率整体下行, 弱资质城投债利率下行幅度小: 加权平均发行利率 2.40%, 同比下降 0.41 个百分点; 区县级主体利率降幅小, AA-级主体不降反升, 整体看弱资质主体降幅不及较强主体, 一是此前发行利率已大幅压降, 继续降低空间不足; 二是市场对发债主体的信用瑕疵更为敏感, 对弱资质主体发债会要求更高的风险溢价; 三是 AA-级主体的城投债仅发行 3 只, 个体因素影响大。

3、发行长期化、借新还旧依赖加深: 受“一揽子化债”下城投债市场情绪积极、结构性资产荒持续以及低利率环境影响, 城投债加权平均期限同比延长 0.24 年至 3.89 年, 私募债占比升至首位; 广义借新还旧比例达到 97.57%, 狭义比例达到 94.13%, 均进一步高位抬升。

4、交易收缩、利差环比压缩: 受化债推进下新增供给收缩影响, 上半年城投债交易规模同比大幅下降近 15%, 交易利差较 2024 年末进一步压缩。

5、重点、非重点区域城投债均净融出, 非重点区域净融出程度更深: 重点省份合计净融资-363.08 亿元, 均值-30.26 亿元; 非重点省份合计净融资-836.96 亿元, 均值-44.05 亿元, 净融出程度更深。13 省借新还旧比例达 100%, 其中 10 省为重点省份, 吉渝 2 个重点省份新增了项目建设类城投债。

■ 信用情况: 城投信用风险略有收敛, 信用级别以上调为主

根据公开信息的不完全统计, 上半年河南、山东、陕西各发生 1 起城投非标违约事件, 均为信托产品; 商票逾期次数同比下降、山东逾期较多。级别调整以上调为主, 仅云南、贵州下调。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。

■ 发行预测: 7-12 月发行规模约 2.4 万亿, 借新还旧比例将保持高位、融资主体层级或继续上移

随着“3 号指引”“协会政府出函新规”等融资政策全面执行, 未来弱资质主体发债难度或进一步加大, 我们预计 7-12 月可能还会出现城投债净融资规模单月为负的情况, 下半年合计净融出规模约 1000-1500 亿元。考虑到目前存续城投债中约 1.85 万亿元年内将到期, 另有约 1.04 万亿元将进入回售期, 整体再融资需求仍较高, 预计 7-12 月城投债发行规模在 2.34 万亿元至 2.50 万亿元之间。发行结构方面, 多项新规下新增融资审批要求高、发行难度大, 近期交易所表示不支持城投企业发行科创债, 新增空间进一步被收窄, 预计城投债借新还旧比例将保持高位、融资主体层级继续上移。

■ 后续关注

1、当前城投融资政策偏严，难以真正实现化债与发展的平衡，需侧重于从保障融资循环和经济发展的角度考虑问题，持续关注和回应地方合理投融资需求，优化融资政策、支持打开投资新空间。今年以来多项融资新规有利于引导城投“真转型”，但也在一定程度上加大了城投可持续融资的难度和不确定性，还可能导致部分产业类国企融资难度加大、进程变慢。政策执行“层层加码”问题依然存在，融资渠道过度收紧易导致城投企业陷入流动性困境、阻碍业务发展。后续需以“促发展”为主线优化融资政策安排，如动态细化“名单制管理”，推动更多“统借统还”实践落地，适度放宽“政府出函”要求，适当放开科创、绿色、乡村振兴等重要领域项目融资限制等。

2、“一揽子化债”取得积极成效，但城投企业仍面临较重的债务到期滚续、利息偿付、政府拖欠款占用压力，且地方财政承压背景下城投企业难以“独善其身”，拖底拿地等“输血”行为仍存，尾部风险可能继续释放。当前城投有息债务规模超 60 万亿，大量经营性债务、利息压力仍然突出；政府拖欠款问题也较严重，尽管财政部已安排了一定地方债务限额支持清理拖欠企业账款，但在当前房地产市场下行、地方收支承压背景下，仍然依赖政策端予以更多支持。此外，调研发现部分区域城投企业在获取化债资金、专项债收储资金或政府回款后，不乏再度举债并通过托底拿地、购买政府资产、缴税等方式向地方政府“输血”现象，城投企业实际获益有限。后续来看，建议加快债务置换节奏、提前使用下一年度额度，适当将部分经营性债务、利息以及政府拖欠款纳入置换范围，并积极通过土地收储专项债、与房企联营开发等措施盘活、消纳存量土地资产，缓释流动性压力。

3、“十五五”时期将对我国经济的转型和调整提出新要求，此背景下城投行业也将迎来发展新机遇和新挑战，但当前城投企业仍普遍面临资产流动性弱、优质资产稀缺、投资效率不高的问题，需关注“债务-资产”转化率偏低对城投企业转型发展的制约。“十五五”时期将成为城投行业的“转型攻坚期、功能重塑期、风险出清期”，城投企业需顺应地方经济发展转型的需求，逐步调整职能定位，从城市基础设施建设更多的向城市综合运营等方面转变，并平衡好化解存量债务与拓展增量业务的关系。然而，伴随近年来我国经济修复承压，宏观效率进一步走弱，城投企业存量业务收益下滑，转型业务也面临“无优质标的可投”的难题，导致杠杆难以加上、难以加对。2024 年城投企业资产收益率中位数进一步下滑至 0.85%，有形资产对债务覆盖中位数仅 0.56、超九成企业不足 1 倍，并且资产流动性仍然偏弱，非流动性资产占比持续增加至接近 50%。此外，若盲目投资还可能带来风险敞口、导致国有资产流失。后续来看，城投企业需在地方政府支持下把握“十五五”发展新机遇，整合优势资源、谋求自主发展，同时严控不合理、不可持续的产业投资冲动。

4、当前“退平台”主体基本面仍偏弱、自我造血能力待提高，转型倒计时下可能出现更多“业务拼凑”“贸易虚构”“资产转移”等新问题，警惕“一退即死”、再次平台化等可能。现行政策要求融资平台于 2027 年 6 月前实现全部退出，实际上很多融资平台很难在这一时限内摆脱对政府项目的依赖并具备市场化经营能力。2024 年城投企业经营性现金流略有改善，但主要源于严格“控增”下项目建设支出放缓、经营性现金流出大幅减少，而并非自我造血能力的提升，城投 ROA 仍在下滑，且声明为市场化经营主体的城投企业 2024 年经营活动现金流、ROA 表现均不及城投整体水平。此外，还有部分企业为突破融资约束而“表面转型”，如拼凑开展多元化业务但实际缺乏掌控力，为迅速提高产业类收入占比盲目开展甚至虚构贸易业务，通过资产转移“弃车保帅”、造成空壳企业等，上述行为均可能导致转型失败，存在“爆雷”和逃废债可能性，还易形成区域风险共振链条，这也是当前金融机构参与化债偏谨慎的考量之一。后续来看，地方政府需合理引导城投转型方向、把握转型节奏、加强政策衔接，城投企业需合法规范转型。

■ 城投债策略：城投债信用利差仍有压缩空间，关注转型中的新主体首发债券

经济承压背景下货币政策将保持适度宽松、降准降息有望落地，整体宏观环境对债市仍偏利好，下半年收益率中枢下行趋势或难以扭转；城投债安全垫仍较足，信用利差仍有压缩空间。建议一方面继续以基本面为导向配置强区域平台优质企业标的，适度拉长久期博取收益；另一方面，中短久期配置可关注重点省份中债务化解出现确定利好、资金实质落地区域的强城投，以及转型更为充分真实的主体，博弈化债成果带来的利差压缩空间。值得注意的是，城投产业化转型整合中有债券（尤其是贴标债）首发的新主体，在市场尚未对其充分定价的情况下建议谨慎挖掘盈利空间，注意设定适宜久期。

上半年城投债发行审核新规频出，发债难度进一步提高，叠加到期规模较高影响，城投债发行规模创近三年新低，净融资规模为负，其中 3-6 月连续四个月净融出，借新还旧比例继续高位抬升，13 省比例达 100%，但在“发展中化债”背景下吉林、重庆 2 个重点省份新增了项目建设类城投债，此外城投信用风险事件有所减少、评级调整以上调为主。伴随城投退平台、转产投加速，融资政策难有明显放松，弱资质主体发债难度依旧较大，预计 7-12 月城投债发行规模约 2.4 万亿、净融出或超 1000 亿。后续需注重从保障融资循环和经济发展的角度考虑问题，动态优化城投融资政策、支持打开投资新空间；还需在城投“退平台”加速背景下注重政策衔接，防止“一退即死”及“再次平台化”，引导城投企业稳妥有序转型。投资策略方面，建议继续采取“强区域强主体拉长久期+弱区域优势主体下沉资质”的策略，关注城投产业化转型整合中有债券首发的新主体，在市场尚未对其充分定价的情况下适当控制久期、挖掘盈利空间。

一、上半年城投债¹市场运行五大特点

截至 2025 年 6 月底，存量城投债约 2.18 万只，规模约 15.23 万亿元、较 2024 年底下降 1.88%；存量城投债占信用债规模的 43.44%、较 2024 年底下降 1.26 个百分点。从结构上看，存量城投债以私募债、一般中期票据为主，AA+级及以上主体、市县级、城市基建类城投债占比较高。

图 1：存量城投债以私募债、一般中期票据为主

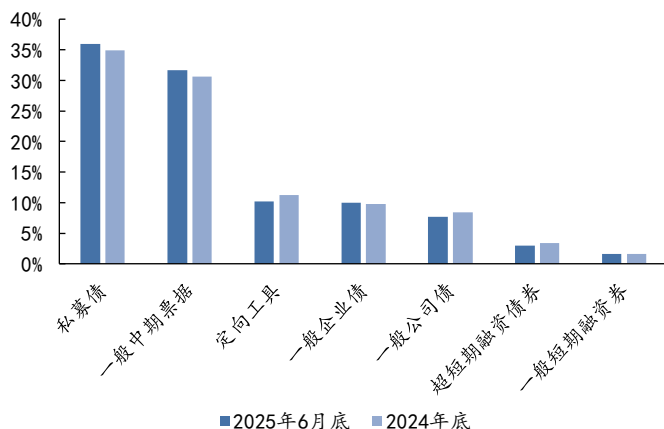
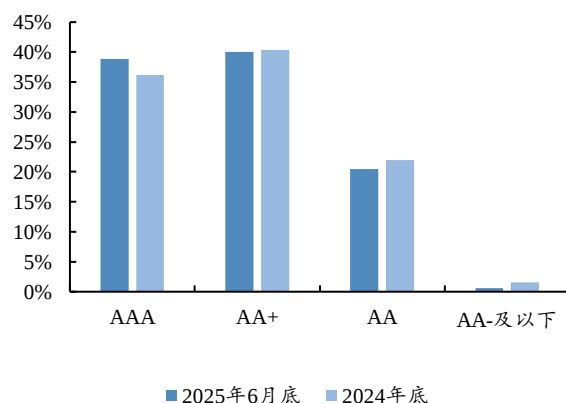


图 2：AA+级及以上主体存量城投债规模占比超 75%



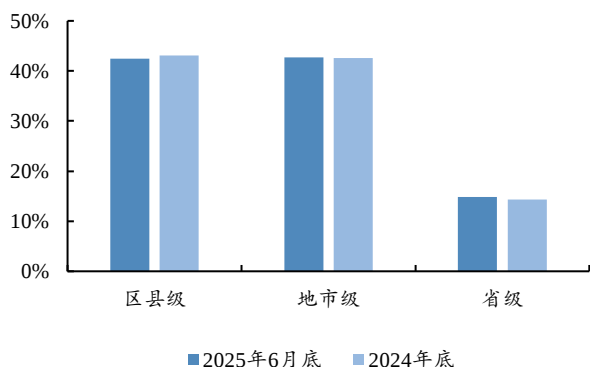
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

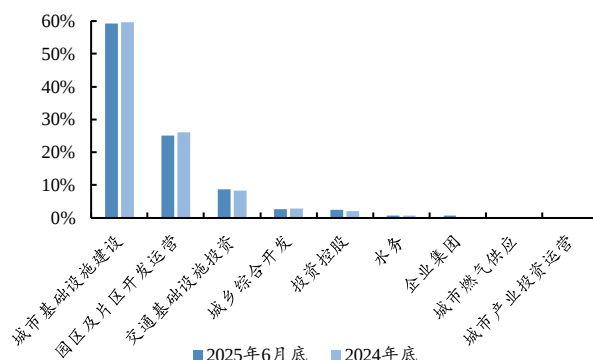
图 3：存量城投债以市县级为主

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）发行规模创近三年新低，境内外城投债净融资均为负，境内仅省级、AAA 级城投净融入

“一揽子化债”推进下城投企业继续被严格“控增”，“上交所3号指引”“深交所2号指引”“协会政府出函新规”等对城建类企业发债提出了更高要求，上半年城投债发行规模创近三年新低，净融资与历史同期相比首次为负。发行规模 2.77 万亿元，同比下降 12.15%，占全部信用债的比重下降 2.12 个百分点至 36.48%；到期规模 2.89 万亿元，同比下降 5.06%，净融资规模为-1200.04 亿元，其中 3-6 月连续四个月净融出。除去每年 5 月季节性因素导致的净融出外，“一揽子化债”以来 2023 年 11、12 月，2024 年 8、9 月、12 月也出现了单月净融出的情况，但今年 3-6 月仍为历史上持续时间最长、年内发生时间最早的净融出。城投债发行审核整体仍较紧，上半年银行间交易商协会注册通过率²为 31.87%，同比下降 12.46 个百分点；交易所终止审查率³为 1.67%，同比下降 5.62 个百分点。结构性分化持续存在，仅省级、AAA 级城投主体净融资保持正值。低层级、弱资质主体净融资转负一方面源于严监管下发债难，另一方面可能源于城投转型整合加速较多“双弱”主体被重组吸收，不再单独发债。

城投境外债同样被严格限制，发行规模同比下降、净融资规模为负，发行主体资质仍偏弱，借新还旧比例明显抬升。上半年城投境外债发行 1768.00 亿元，同比下降 12.29%；净融资规模-344.83 亿元，同比大幅下降 1532.05 亿元。从发行主体看，市县级主体合计占比超九成，同比基本持平；AA+级及以下主体合计占比升至超七成，发行人资质继续下沉。从发行成本看，上半年境外债加权平均发行利率 5.59%、同比上升 9.69BP；较境内债高 3.19 个百分点，差值有所扩大。从募集资金用途看，城投境外债主要用于补流与项目建设，广义借新还旧例同比上升 2.69 个百分点至 44.39%。值得注意的是，尽管“134 号文”已叫停 1 年以内的新增境外债，但上半年河南新密、山东齐河等地仍发行了用于补流的“364 城投债”，票面利率在

² 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。

³ 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。

6.5%及以上，反映相关主体资金较为紧张、境内融资受限。

此外，受“债市科技板”等增量政策支持影响，以科创债为主的创新品种⁴城投债券（以下简称“贴标债”）发行规模、占比均抬升，但后续需关注相关政策变动。上半年共发行 121 只贴标城投债，规模 959.45 亿元、同比增加 4.27%，其中科创债 64 只（规模 545.2 亿元、占比近六成），绿色债券 37 只（规模 262.3 亿元、占比近三成）。贴标债占城投债发行总规模的 3.46%、同比抬升 0.55 个百分点，维持了较好的发行势头。从发行特征看，上半年贴标城投债发行主体以 AAA 级（只数占比 67.77%）、地市级（只数占比 51.24%）为主；加权平均发行期限为 5.61 年，较全部城投债加权平均发行期限长 1.72 年；但加权平均发行利差仅 62.75BP，较全部城投债发行利差低 26.89BP，呈现出明显的成本优势。区域分布上，上半年有 22 省发行了贴标城投债，其中规模前 5 位均为经济大省（川苏粤浙鲁），合计占比 63.35%；重点省份中重庆、天津、吉林、云南发行了少量贴标债。

图 5：上半年城投债发行规模同比大幅下滑，
净融资规模为负

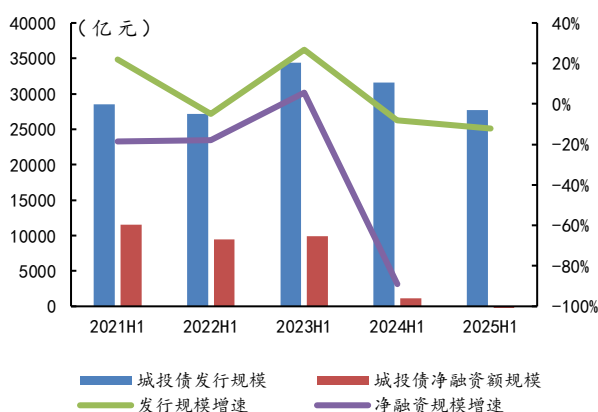
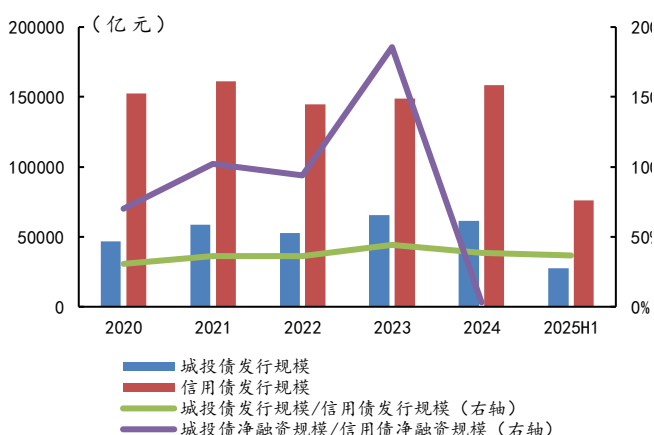


图 6：城投债发行规模占信用债比重下滑



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 7：仅省级城投企业净融资额为正

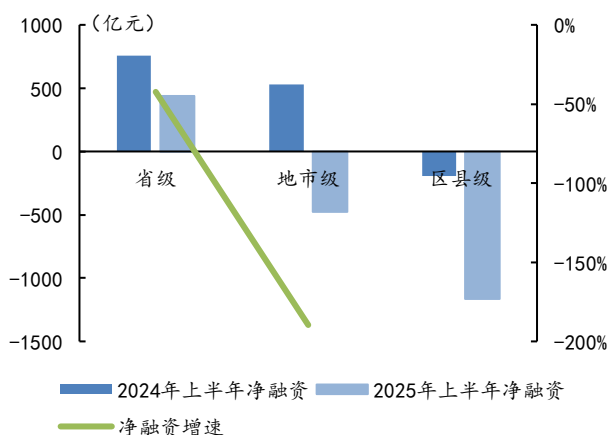
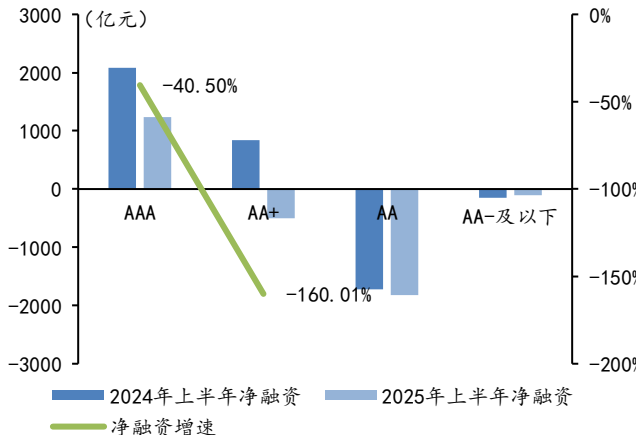


图 8：仅 AAA 级城投企业净融资额为正



⁴ 包含绿色债券、科创类债券、可持续挂钩、乡村振兴、一带一路等贴标创新品种债券。

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 9：协会城投债注册通过率同比下降

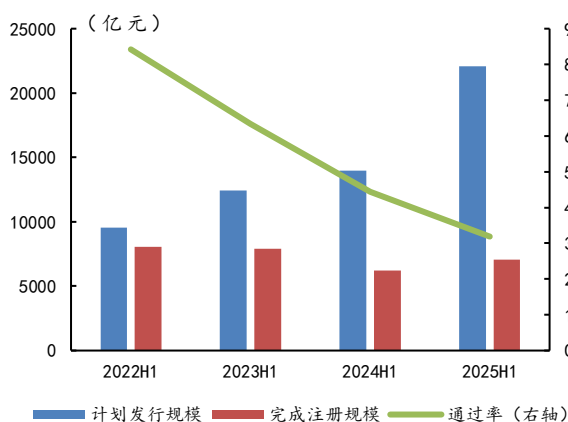
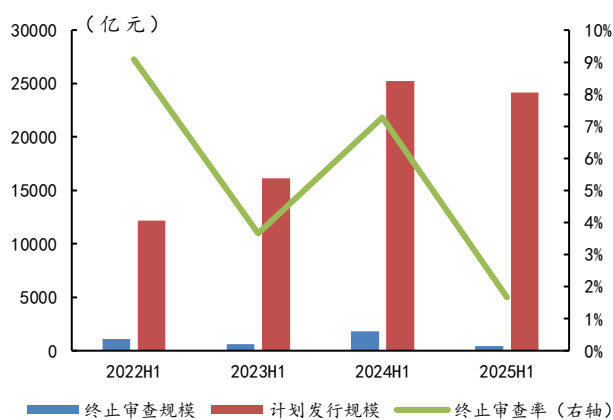


图 10：交易所城投债终止审查率同比下降



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：上半年城投境外债发行规模同比明显下降，净融资规模为负

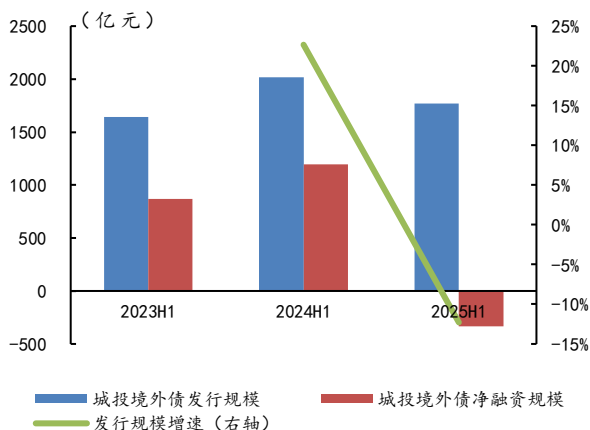
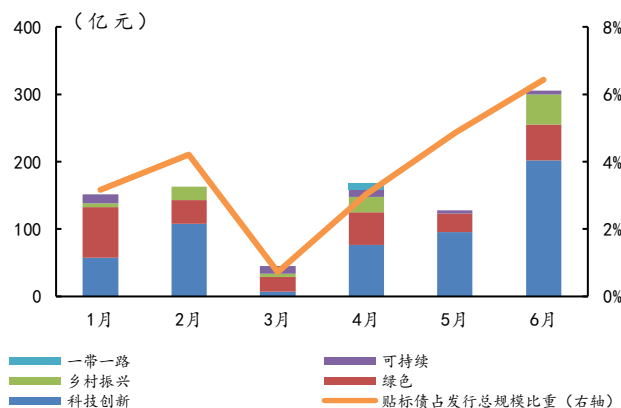


图 12：二季度贴标债尤其是科创债发行规模明显提升



数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

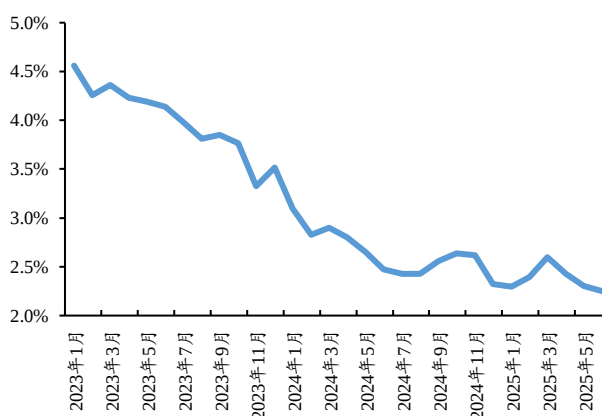
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（二）发行利率整体下行，弱资质城投债利率下行幅度小

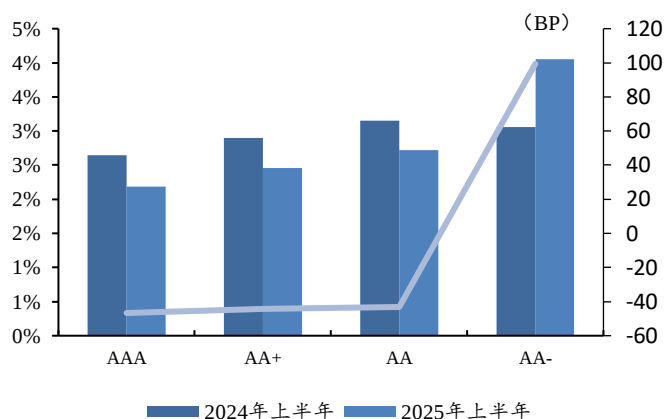
上半年城投债加权平均发行利率 2.40%，同比下降 0.41 个百分点，各种类、各行政层级主体发行利率均下行；城投债加权平均发行利差 89.64BP，同比抬升 10.72BP。从结构上看，弱资质、低行政层级主体发行利率降幅不及较强主体，AA-级主体发行利率不降反升。究其原因，一是此前发行利率已大幅压降，继续降低的空间不足；二是化债进展到目前阶段，市场对发债主体的信用瑕疵更为敏感，对弱资质主体发债会要求更高的风险溢价；三是 AA-级主体的城投债上半年仅发行 3 只，受个体因素影响大。

图 13：上半年城投债发行利率先升后降、整体下降

图 14：除 AA-级外，各等级城投债发行利率同比均降



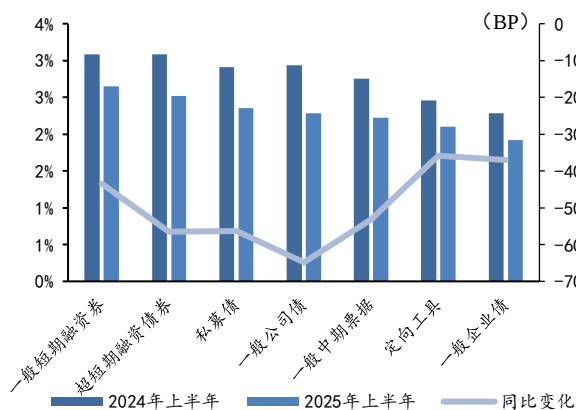
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库



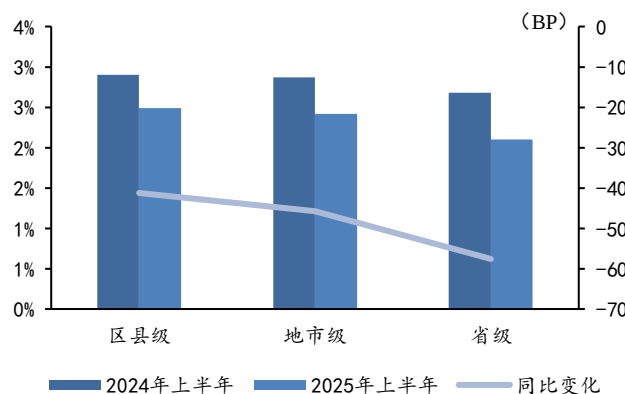
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

图 15：一般公司债发行利率同比降幅较大

图 16：省级城投债发行利率同比降幅较大



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

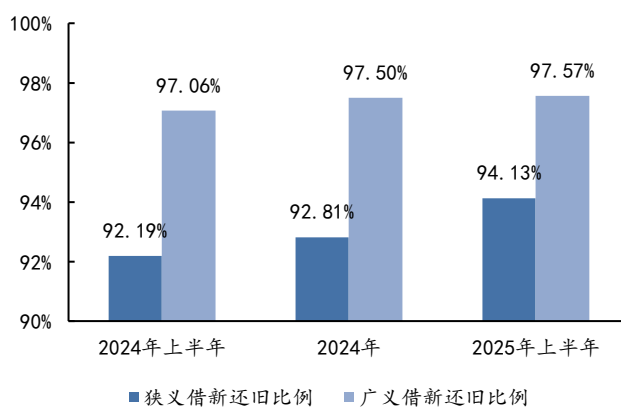
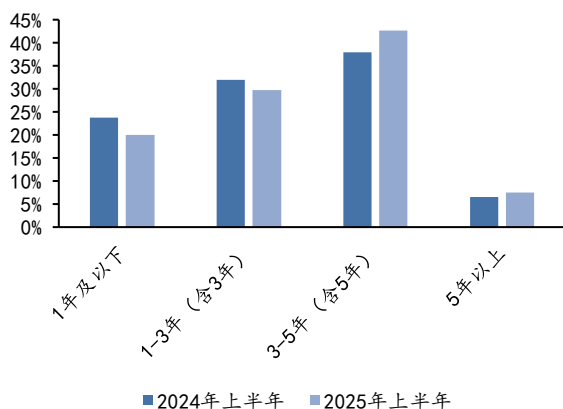
（三）发行期限中长期化，私募债占比居首，借新还旧比例高位抬升

受“一揽子化债”下城投债认购市场情绪高涨、结构性资产荒持续以及利率中枢水平较低影响，城投债发行呈中长期化趋势，加权平均期限 3.89 年、同比延长 0.24 年；3-5 年（含 5 年）期规模占比保持首位且比重明显升高、为 42.65%；私募债规模占比明显抬升、跃升至首位。从募集资金用途看，严控新增下城投债借新还旧比例进一步高位抬升，广义借新还旧比例达到 97.57%⁵，狭义比例达到 94.13%。

图 17：新发行城投债 3 年及以上期限占比提升

图 18：城投债借新还旧比例（按规模）超 90%

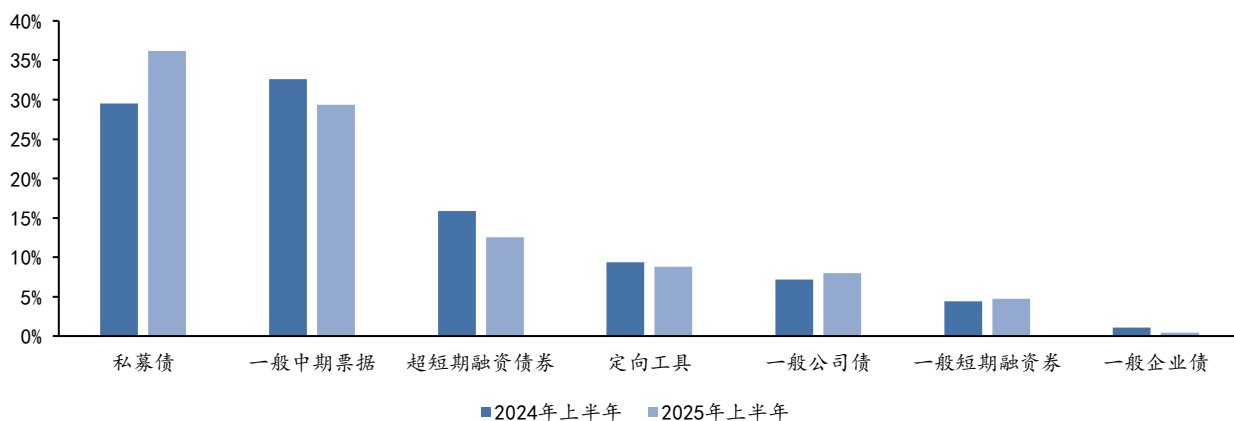
⁵ 广义借新还旧比例（按规模）为募集资金用途含借新还旧的新发行城投债规模占比；狭义借新还旧比例（按规模）为募集资金用途仅为借新还旧的新发行城投债规模占比。



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 19：新发行城投债以中期票据、私募债为主



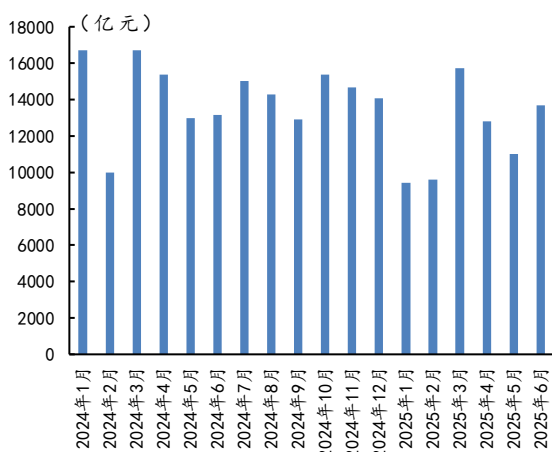
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（四）新增供给收缩下交易规模同比下滑，交易利差环比进一步压缩

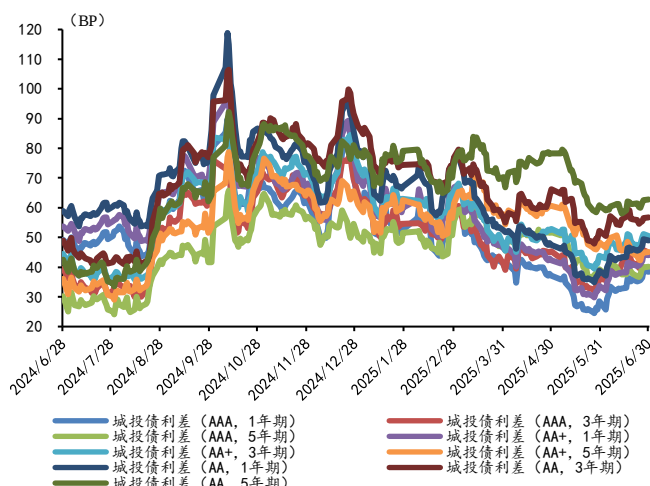
受城投债新增供给收缩影响，上半年城投债现券交易规模 7.23 万亿元、同比下滑 14.86%；“6+4+2”大规模债务置换进一步提振市场情绪，各等级、各期限城投债交易利差较 2024 年底均压缩，同级别中 3 年期交易利差压缩幅度最大，同期限中等级越低、利差压缩幅度越大。值得注意的是，上半年出现了发行利差走阔、交易利差压缩的“背离”现象，或源于一级与二级市场、新债与老债间存在区别。二级市场交易的主要是存量债，在化债政策力度加强的影响下保持了较高的市场认可度；而一级市场新发债可能更受到未来转型、信用重估的影响，投资者对于信用瑕疵的敏感度更高。

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



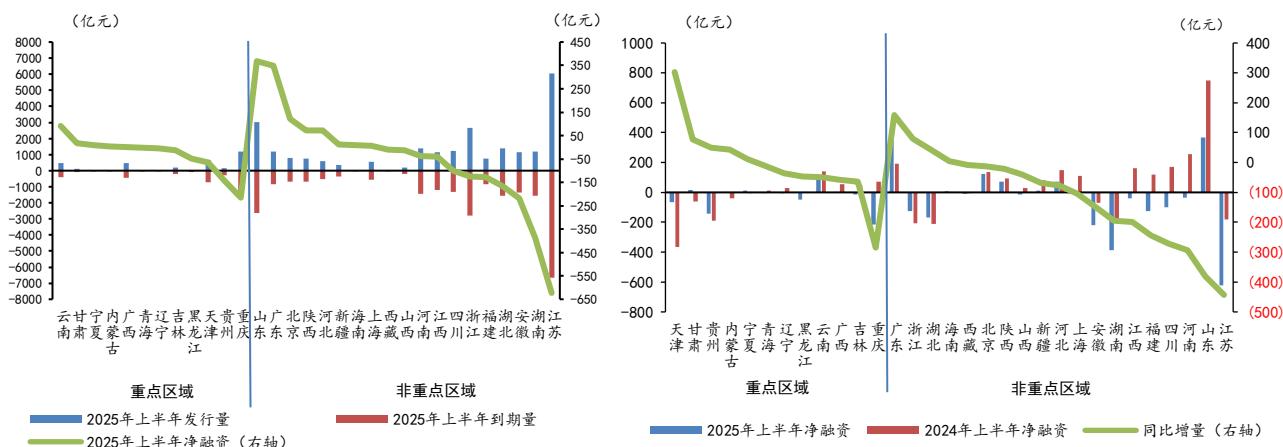
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（五）非重点区域净融出程度更深，但重点区域融资成本更高、募集资金用途限制更多

重点、非重点区域城投债均净融出，非重点区域平均净融出程度更深，但重点区域融资成本更高、募集资金限制更多。13 省借新还旧比例达 100%，其中 10 个属重点省份，吉林、重庆 2 个重点省份新增了项目建设类城投债。从净融资看，12 个重点化债省份中有 5 省净融入（云甘宁蒙桂）、7 省净融出，合计净融出 363.08 亿元，净融出规模同比增加 63.97 亿元，各重点省份净融资均值-30.26 亿元；19 个非重点省份中有 8 省净融入（鲁粤京陕冀疆琼沪）、11 省净融出，合计净融出 836.96 亿元，净融资规模同比大幅下降 2228.55 亿元，各非重点省份净融资均值-44.05 亿元；6 个经济大省（粤苏鲁浙豫川）中仅山东、广东净融入，江苏到期量大，净融出规模居全国首位、达 622.76 亿元，各经济大省净融资均值-28.06 亿元。从发行审核看，交易所市场中重点区域城投债平均终止审查率为 3.92%，高于非重点区域的 2.56%；银行间市场中重点区域平均注册通过率为 34.50%，高于非重点区域的 27.39%，但从通过规模的平均值来看，重点地区（103.56 亿元）远低于非重点地区（310.76 亿元）。从资金用途看，13 省借新还旧比例达 100%，其中 10 个属于重点省份，重点省份中仅吉林、重庆发行了少量用于项目建设、补流的城投债，主要投向城市轨道交通领域。从发行成本看，重点省份平均发行利率 2.83%、发行利差 125.06BP，较非重点省份分别高 0.45 个百分点、38.16BP；从成本变化看，各省发行利率以下降为主（仅贵州、甘肃利率上升），而发行利差以上升为主（仅宁夏、黑龙江、云南、山西、辽宁、天津利差下降）；从交易利差看，31 省交易利差均较上年末收窄，收窄幅度前 8 位均为重点省份，其中青海、云南、贵州收窄超 70BP。

图 22：非重点省份平均净融出规模高于重点省份

图 23：9 省（5 个重点、4 个非重点）净融资规模同比增加，22 省同比减少

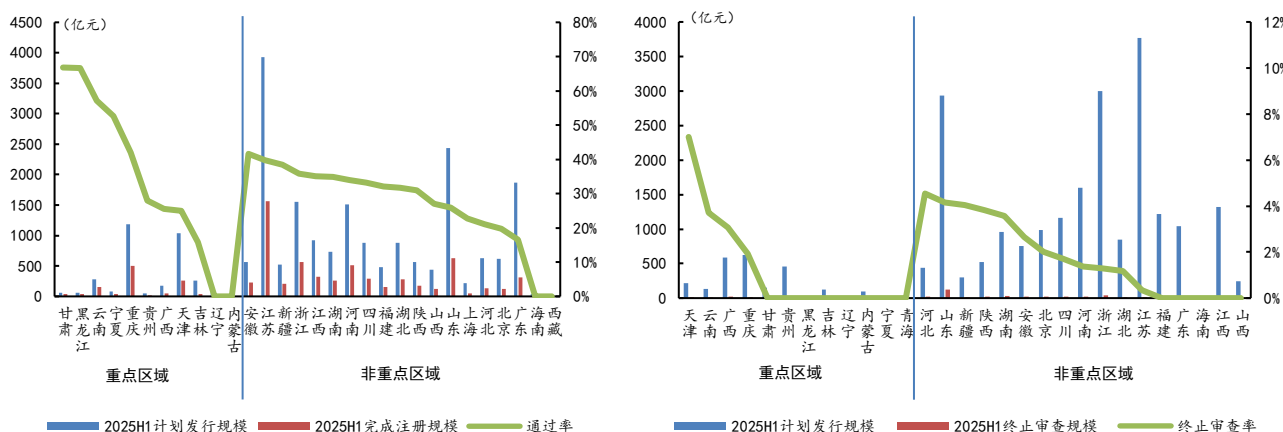


数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

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

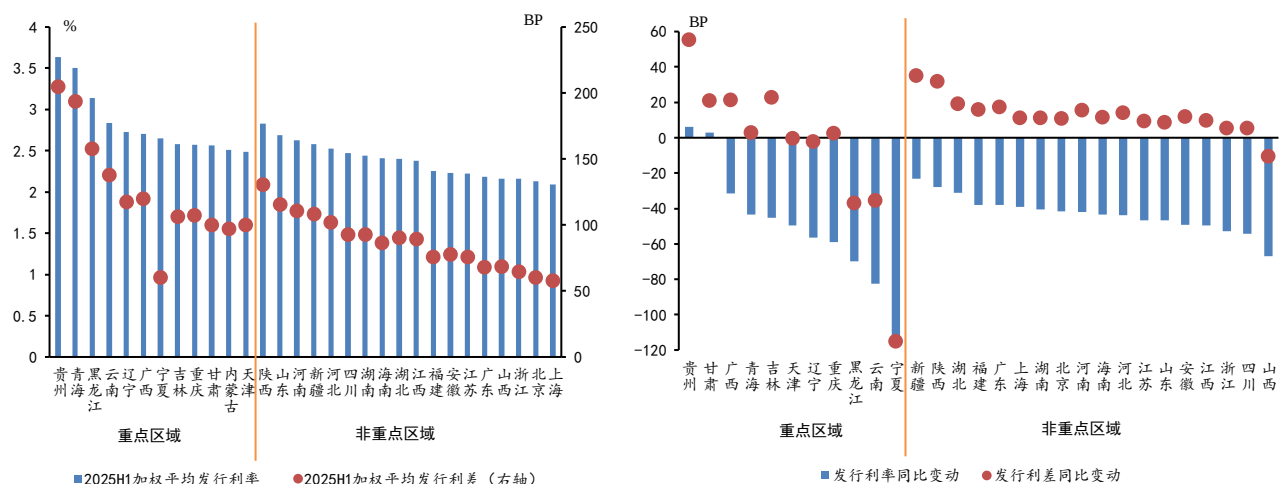


数据来源: Wind, 中诚信国际城投行业数据库

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

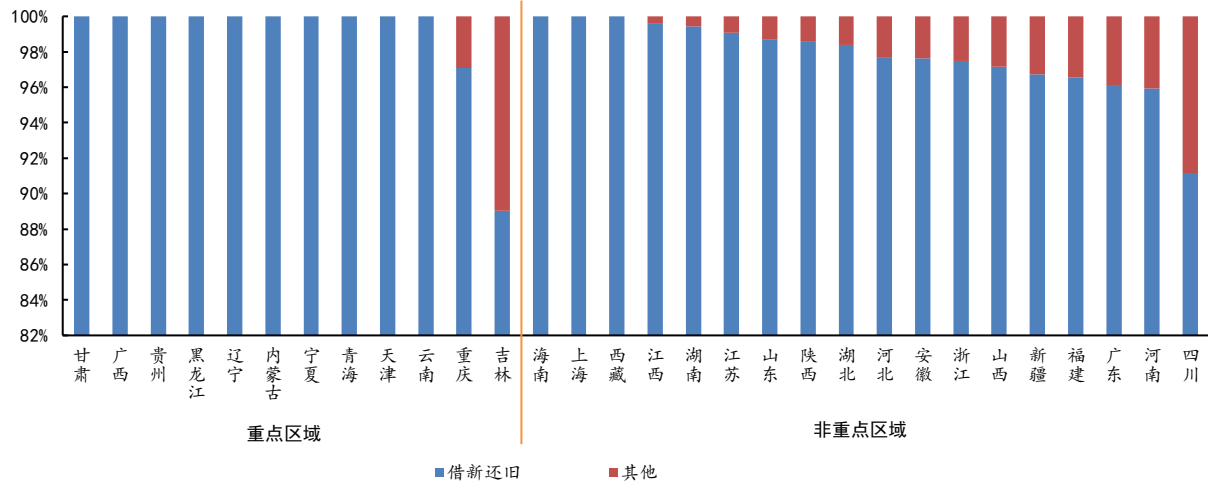
图 27: 城投债发行利率大多同比下滑, 发行利差大多同比均走阔



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 28：13 省新发城投债广义借新还旧比例（按规模）为 100%，重点区域中渝吉有新增融资



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	较上年末变化	6月末利差	较上年末变化	6月末利差	较上年末变化	6月末利差	较上年末变化
青海	127.43	-81.41	-	-	127.43	-81.41	-	-
云南	113.67	-77.32	90.04	-52.29	126.73	-91.77	162.86	-93.41
贵州	170.53	-70.58	68.97	-35.49	178.22	-81.39	228.57	-89.82
辽宁	110.51	-66.81	97	-45.02	118.21	-58.04	198.50	-69.75
宁夏	81.28	-52.22	-	-	78.87	-53.18	117.75	-35.53
黑龙江	100.10	-48.16	-	-	62.33	-58.17	139.92	-72.17
天津	75.87	-47.11	70.46	-46.32	83.65	-50.05	137.65	-24.67
广西	91.53	-45.86	58.53	-31.02	100.15	-57.10	130.96	-47.89
陕西	87.06	-44.59	72.34	-39.00	94.46	-47.71	118.63	-45.11
内蒙古	81.92	-37.97	78.14	-27.32	90.60	-	97.08	-83.72
甘肃	78.20	-37.36	64.72	-29.43	129.06	-62.42	137.41	-60.33
山东	79.33	-36.41	57.10	-26.46	89.40	-40.03	125.35	-54.59
重庆	76.33	-35.52	48.52	-19.74	73.25	-32.93	98.91	-46.93
江苏	61.00	-34.66	51.87	-27.53	61.46	-35.38	71.19	-38.95
湖南	67.37	-34.00	46.43	-24.16	67.03	-29.86	89.62	-43.90
安徽	60.79	-33.76	43.76	-25.15	60.31	-32.15	73.35	-37.87
四川	66.58	-32.87	45.70	-23.10	66.52	-29.08	96.83	-46.50
吉林	69.51	-32.69	68.38	-32.78	82.87	-19.62	246.31	-64.45
江西	65.60	-32.44	47.41	-26.66	71.87	-33.38	81.59	-37.32
河南	76.52	-32.05	62.03	-28.36	79.83	-30.24	103.04	-41.41
福建	54.78	-30.39	48.83	-24.79	56.92	-33.43	65.61	-36.47
新疆	68.49	-30.22	53.87	-23.49	65.44	-33.87	96.93	-31.27
湖北	61.57	-29.88	50.81	-23.78	63.27	-31.01	78.25	-36.94
浙江	56.06	-29.43	47.92	-24.19	55.86	-28.25	64.93	-35.67
河北	70.38	-29.34	58.39	-20.10	78.71	-29.14	81.61	-35.88
山西	65.81	-29.02	61.35	-26.71	67.27	-31.12	96.62	-30.91
海南	72.02	-28.93	-	-	78.71	-31.01	63.66	-34.10
上海	48.19	-22.98	46.96	-21.66	50.60	-25.16	61.81	-29.40
北京	47.02	-22.26	42.09	-21.43	64.13	-23.10	58	-25.34
广东	53.71	-21.44	49.74	-17.36	63	-26.96	64.19	-35.23
西藏	79.75	-15.20	-	-	83.61	-10.89	76.87	-25.93

数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

二、城投信用风险略有收敛，信用级别以上调为主

（一）非标违约风险有所收敛，商票逾期次数同比下降

伴随“6+4+2”大规模债务置换举措落地，去年底以来城投企业非标风险事件趋于收敛，公开信息显示上半年发生 3 起城投非标违约事件，商票逾期风险仍在释放但风险事件次数同比减少。非标违约方面，3 起非标违约均为信托产品逾期，分别发生在河南、山东、陕西，均为非重点省份。涉及 5 家城投企业，从违约角色看 1 家为融资方、4 家为担保方，从行政层级看 2 家为区县级（均在山东）、3 家为地市级（为河南、陕西企业）。商票逾期方面，截至 5 月，有 52 家城投企业被列入上海票据交易所商票持续逾期名单，共上榜 100 次，同比分别减少 10 家、17 次。从地域分布看，山东（20 家）、江苏（9 家）、河南（7 家）逾期主体较多；从行政层级看，主要集中在区县级（40 家），其余为地市级（12 家）。

图 29：上半年城投非标违约事件数量同比明显下降

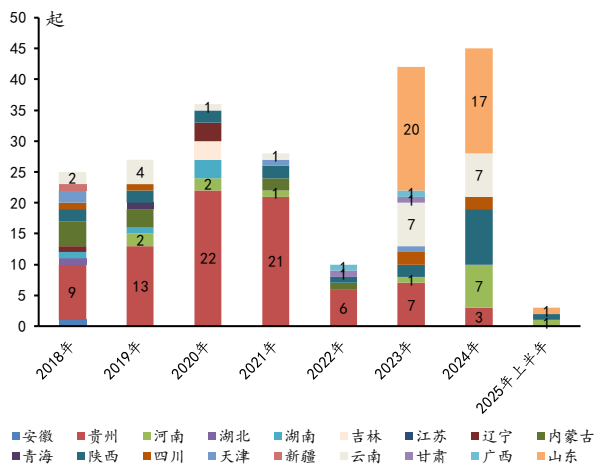
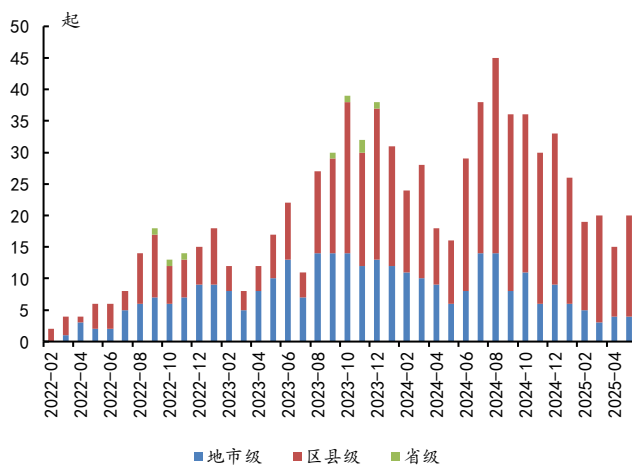


图 30：上半年城投商票逾期事件数量同比明显下降



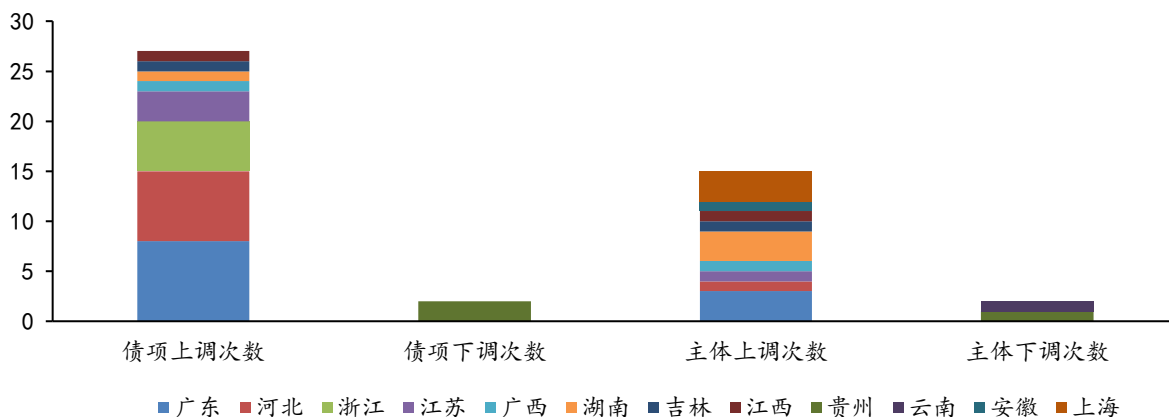
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

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，云南、贵州涉及评级下调

上半年共有 25 家城投平台发生 44 次级别（展望）调整，数量较去年上半年的 13 家、39 次减少。主体级别调整中 14 家上调，其中 12 家为地市级、2 家为区县级，集中在上海、湖南、广东等地；2 家下调主体包括 1 家云南区县城投、1 家贵州地市级城投。债项级别调整中有 27 只上调、2 只下调，下调涉及主体均属贵州省，包括 1 个地市级企业、1 个区县级企业。整体看，上调原因主要为区域经济稳定增长、企业层级提升、业务地位提升、重组后收入规模大幅提升、外部支持力度加大等；下调原因包括业务可持续性下降、经营亏损、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：上半年级别以上调为主，仅云南、贵州涉及下调



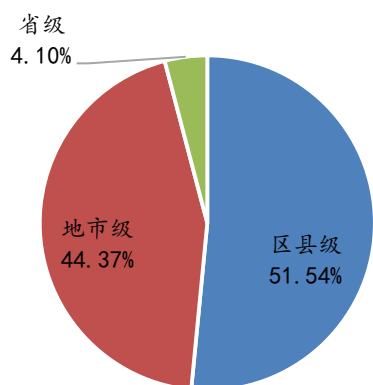
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

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

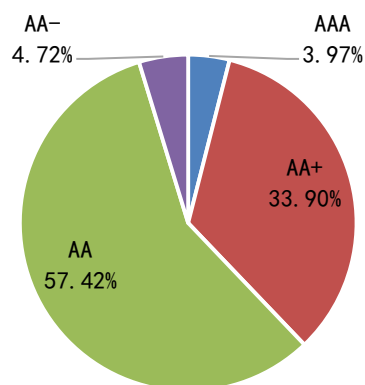
城投主体异常交易数量、规模同比大幅下降，山东异常交易规模居全国首位，山东省高密市城市建设投资集团有限公司异常成交次数最多。上半年共有 157 家城投主体的 213 只债券发生 576 次异常交易，异常交易规模 233.32 亿元、同比大幅下降 76.34%。从主体资质和行政层级看，弱资质主体异常交易规模占比较高，AA 级及以下、区县级主体异常交易规模占比分别为 62.14%和 51.54%。从区域看，山东、贵州异常交易规模明显高于其他省份，分别为 66.06 亿元（占比 28.31%）、57.92 亿元（占比 24.82%）；浙江、江西、湖北、安徽异常交易的城投债净价偏离度均值较高，均超过 5%。

图 32：上半年城投债异常成交以区县级为主



数据来源：中诚信国际城投行业数据库

图 33：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

三、到期与回售压力不减，净融出趋势难以扭转，下半年发行规模或达 2.4 万亿元

（一）7-12 月到期及回售规模约 2.58 万亿，黑甘云等重点区域债务滚续压力仍较大

截至 6 月底，年内城投债到期规模约 1.85 万亿元，若按照 2025 年上半年 70%⁶的真实回售比例进行回售，回售规模为 7270.22 亿元，到期及回售总额达 2.58 万亿元，其中 9 月份单月到期及回售规模接近 5000 亿元。AA+级（34.07%）、市县级（均超 41%）城投债到期规模占比较高，黑龙江、甘肃、云南等重点省份到期债务占存量债务比例居前列，其中黑龙江超过 30%。

图 34：7-12 月城投债到期及回售规模约 2.58 万亿

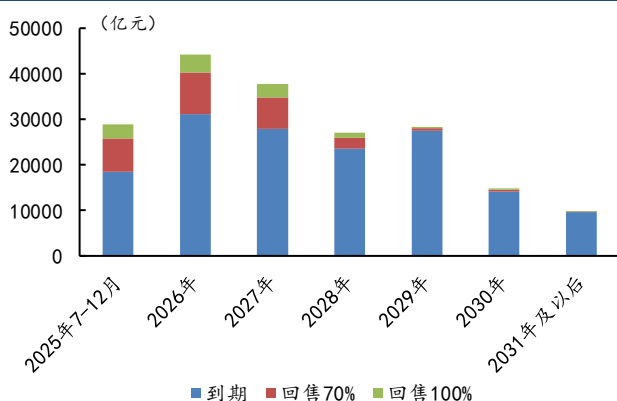
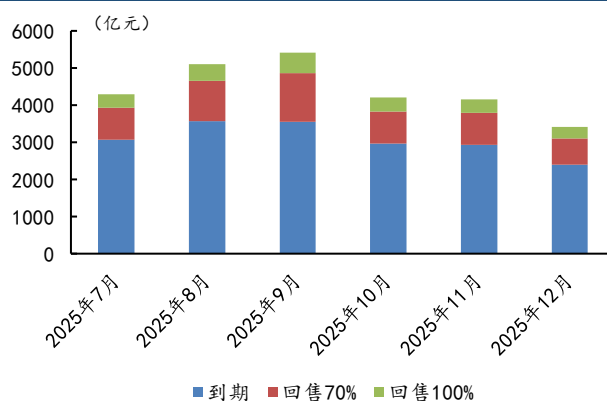


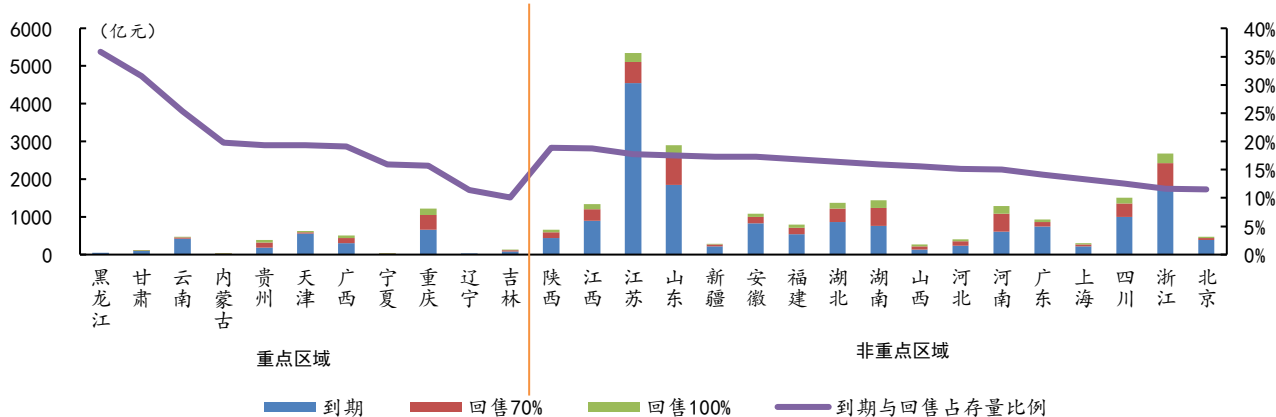
图 35：2025 年 9 月到期及回售压力较大



数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

图 36：黑甘城城投债到期规模占存量债务规模比例高于 30%



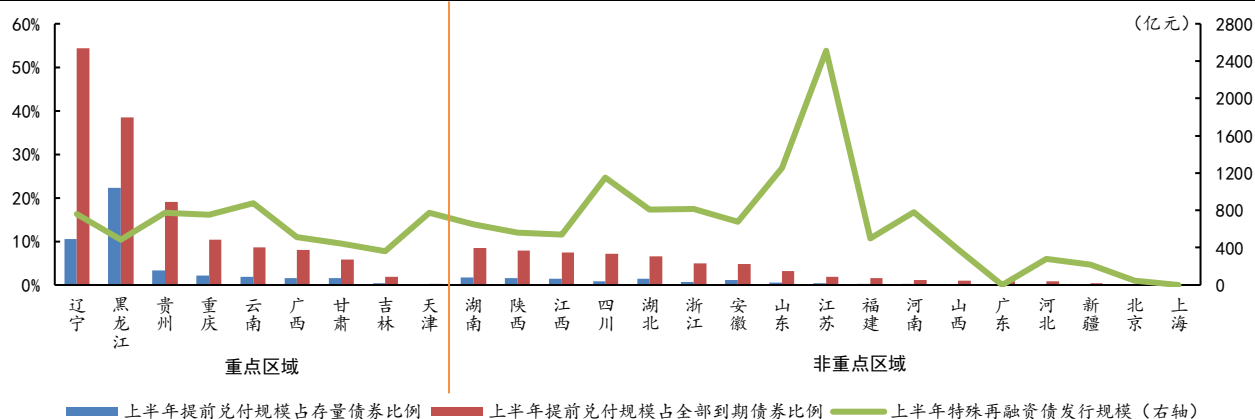
数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（二）提前兑付规模占比微降，辽宁超半数城投债提前兑付

⁶ 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，2025 年上半年城投债保持较大的实际回售规模，为 6358.88 亿元，约占可回售规模的 70%；若 2025 年 7-12 月按 100%比例进行回售，则到期及回售总规模为 2.89 万亿元。

在特殊再融资债大规模发行背景下，上半年城投企业保持了较高的提前兑付规模与比例。上半年有 700 只城投债提前兑付，总规模 1262.84 亿元、同比下降 11%；提前兑付规模占全部到期规模的 4.36%，同比微降 0.29 个百分点。兑付主体以 AA 级和区县级为主，数量占比分别为 59.30%、66.48%。从区域分布看，重点省份城投主体出于流动性改善、压降融资成本、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，提前兑付规模占全部到期债券比例均值为 16.31%，远高于非重点省份的 3.42%，其中辽宁该比例高达 54.39%，黑龙江高达 38.46%。后续来看，存量债券到期压力仍较大，随着“6+4+2”化债组合拳⁷的持续落地，预计城投债将继续保持一定的提前兑付规模。

图 37：上半年重点区域提前兑付规模占全部到期债券比例较高



数据来源：Wind，中诚信国际城投行业数据库

（三）预计 7-12 月城投债发行规模约 2.4 万亿、净融出或超 1000 亿，借新还旧比例将保持高位、融资主体层级或继续上移

“一揽子化债”推进下城投企业新增融资保持严控态势，随着相关新规全面执行，未来资产质量差、付息负担重的弱资质城投发债难度或进一步加大，我们预计 7-12 月可能还会出现城投债净融资规模单月为负的情况，下半年合计净融出规模约 1000-1500 亿元。考虑到目前存续城投债中约 1.85 万亿元年内将到期，另有约 1.04 万亿元将进入回售期，整体再融资需求仍较高，预计 7-12 月城投债发行规模在 2.34 万亿元至 2.50 万亿元之间⁸。全年来看，城投债发行总规模约 5.2 万亿，净融出规模或超过 2000 亿。发行结构方面，上半年城投新增发债难度加大，重点省份中仅吉林、重庆两地发行了用于项目建设和补流的新增类城投债，叠

⁷ 2024 年 11 月十四届全国人大常委会第十二次会议审议通过了增加 6 万亿元地方政府专项债务限额置换存量隐性债务的议案；此外，从 2024 年开始我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；同时也明确 2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元仍按原合同偿还。以上措施构成了“新增 6 万亿+安排 4 万亿+自然到期 2 万亿”的化债政策组合拳。

⁸ 值得注意的是，目前来看城投企业“退名单”后仍是地方政府实现各项政策目标的重要载体，其资产、债务、业务与地方政府紧密相关，因此发行预测沿用中诚信国际研究院广义城投样本口径，未剔除退名单主体；后续随着“退名单”及城投实质性转型的持续推进，城投企业样本数量可能缩减，城投债发行、到期规模均将减少。

加近期交易所表示不支持城投企业发行科创债，新增空间进一步被收窄，预计后续城投债借新还旧比例仍将高位抬升。此外，受城投企业转型整合后评级提升、“统借统还”逐步推开、弱资质平台不断清退、发债标准收紧等因素影响，后续城投债融资主体层级将继续上移。

表 2：2025 年 7-12 月城投债净融资与发行规模预测

表 2：2025 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 8.4%左右		
	假设条件 2		公司信用债占存量社会融资规模的 7.8%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 43.7%		
	7-12 月净融资规模预测		-0.15 万亿		
按募集资金用途预测	2025 年 1-6 月		2025 年 7-12 月		
	①借新还旧-城投债偿还	-0.17	-	总借新还旧规模	借新还旧-到期债券规模
			借新还旧/城投债到期=0.90	1.67	-0.19
			借新还旧/城投债到期=0.925	1.71	-0.14
			借新还旧/城投债到期=0.95	1.76	-0.09
	②补流和项目建 设	0.05	-	1-6 月非借新还旧分布	7-12 月非借新还旧分布
			31 省	0.05	0.04
			12 省	0.006	0.005
			19 省	0.046	0.037
	净融资合计		-0.12	-0.10 万亿	
7-12 月发行规模预测					
			回售比例 60%	回售比例 70%	回售比例 80%
7-12 月到期（含赎回）规模			1.85 万亿元		
7-12 月提前兑付规模			0.12 万亿元		
7-12 月城投债回售规模			0.81 万亿元		
新发债年内到期比例			1.50%		
7-12 月城投债净融资预测			净融出 1000 万-净融出 1500 万之间		
7-12 月城投债发行预测			2.34 万亿元	2.42 万亿元	2.50 万亿元
2025 年全年城投债净融资预测			净融出 2200 万-净融出 2700 万之间		
2025 年全年城投债发行预测			5.11 万亿元	5.19 万亿元	5.28 万亿元

四、后续关注及投资策略

（一）后续关注

第一，当前城投融资政策偏严，难以真正实现化债与发展的平衡，需侧重于从保障融资循环和经济发展的角度考虑问题，持续关注和回应地方合理投融资需求，优化融资政策、支持打开投资新空间。今年以来多项融资新规有利于引导城投“真转型”，但也在一定程度上加大了城投可持续融资的难度和不确定性，“政府出函”要求范围扩大至名单外、以往认定为产业类的发债主体，还可能导致部分产业类国企融资难度加大、融资进程变慢。政策执行层面，“层层加码”问题依然存在，据调研发现部分非重点省份参照执行重点省份对城投新

增融资的限制标准，银行信贷受限下部分城投只能再次寻求非标渠道融资；还有区域出现了非标融资“一刀切”情况，除新增非标外，原有非标融资续作也同步暂停，融资渠道过度收紧易导致城投企业陷入流动性困境、阻碍业务发展⁹。后续来看，需以“促发展”为主线优化融资政策安排，如动态细化“名单制管理”，适当放宽对重点省份中经济财政水平较好、债务压力较小地市的融资限制；推动更多“统借统还”实践落地，助力弱主体风险缓释；优化债券发行审核条件，适度放宽“政府出函”要求，适当放开科创、绿色、乡村振兴等重要领域项目融资限制等；此外还需提高政策透明度、强化各方协同，避免政策认知和执行偏差。

第二，“一揽子化债”取得积极成效，但城投企业仍面临较重的债务到期滚续、利息偿付、政府拖欠款占用压力，且地方财政承压背景下城投企业难以“独善其身”，拖底拿地等“输血”行为仍存，尾部风险可能继续释放。当前城投有息债务规模超 60 万亿，自主化债压力仍较大，利息本金化现象持续存在，政府拖欠账款也依然是不小的包袱。而在当前地方财政持续承压背景下，城投企业更加难以“独善其身”，部分区域城投企业在获取化债资金、专项债收储资金或政府回款后，不乏再度举债并通过托底拿地、购买政府资产、缴税等方式向地方政府“输血”现象，城投企业实际获益有限。根据克而瑞数据，2021 年-2024 年城投拿地建面占比波动攀升，2022 年-2024 年维持在 50% 以上，2024 年达到顶峰 64%，比 2021 年增长 30 个百分点；2025 年一季度占比为 50%，依然保持相对高位，逆周期“拖底”拿地产生了大量土地闲置，加剧了城投企业资金占用，还面临土地资产贬值风险。后续来看，建议加快推进本轮债务置换，今年的 2 万亿额度已发行近九成，可根据需求提前发行使用部分下一年度额度，并在合理甄别的基础上适当将部分经营性债务、利息以及政府拖欠款纳入置换范围；此外城投企业还可通过土地收储专项债、与房企联营开发、合理改变土地用途、资产证券化、PPP 模式、以物抵债与协议转让等方式盘活、消纳存量土地资产，缓解流动性压力。

第三，“十五五”时期将对我国经济的转型和调整提出新要求，此背景下城投行业也将迎来发展新机遇和新挑战，但当前城投企业仍普遍面临资产流动性弱、优质资产稀缺、投资效率不高的问题，需关注“债务-资产”转化率偏低对城投企业转型发展的制约。然而，伴随近年来我国经济修复承压，宏观效率进一步走弱，城投企业存量业务收益下滑，转型业务也面临“无优质标的可投”的难题，导致杠杆难以加上、难以加对。2024 年城投企业资产收益率中位数进一步下滑至 0.85%，有形资产对债务覆盖中位数仅 0.56、超九成企业不足 1 倍，并且资产流动性仍然偏弱，非流动性资产占比持续增加至接近 50%¹⁰。此外，若盲目投资还可能带来风险敞口、导致国有资产流失。后续来看，即将到来的“十五五”时期将成为城投企业的“转型攻坚期、功能重塑期、风险出清期”，城投企业需在地方政府支持下把握“十五五”发展新机遇，整合优势资源、谋求自主发展，同时严控不合理、不可持续的产业投资冲动，避免国有资产流失。

⁹ 详见中诚信国际研究院 2025 年 6 月内参《“发展中化债”背景下政策细化及执行存在的问题与建议》，此内参基于 2025 年上半年在全国范围内对地方化债进行的调研成果撰写。

¹⁰ 详见中诚信国际研究院 2025 年 5 月发布的报告《从财务视角看化债与转型背景下的城投企业——基于对 2390 家城投企业 2024 年年报的分析》。

第四，当前“退平台”主体基本面仍偏弱、自我造血能力待提高，转型倒计时下可能出现更多“业务拼凑”“贸易虚构”“资产转移”等新问题，警惕“一退即死”、再次平台化等可能¹¹。现行政策要求融资平台于 2027 年 6 月前实现全部退出，实际上很多融资平台很难在这一时限内摆脱对政府项目的依赖并具备市场化经营能力。据中诚信国际统计，2024 年城投企业经营活动现金流入同比微增，经营活动现金流净额近五年来首次转正，但内生盈利能力依然薄弱、ROA 仍在下滑。城投企业经营性现金流改善的主要源于严格“控增”下项目建设支出放缓、经营性现金流出大幅减少，而非城投自我造血能力的提升。值得注意的是，声明为市场化经营主体的城投企业 2024 年经营活动现金流、ROA 表现均不及城投整体水平，也在一定程度上反映了市场化转型初期可能面临较大经营压力。此外，还有部分企业为突破融资约束而“表面转型”，例如通过“业务拼凑”美化报表以实现融资目的，看似业务多元但实际缺乏掌控力，可持续经营能力存疑；为迅速提高产业类收入占比，盲目开展与主业无关、商业合理性不足的贸易业务，甚至上下游企业配合虚构贸易业务；还存在“资产转移”弃车保帅情况，以“市场化转型”为由借机剥离优质资产和核心业务注入其他优质企业，只保留存量债务，实际已成为“空壳企业”，上述行为均可能导致“一退即死”、转型失败等问题。加之当前缺乏“退平台”过渡期支持性政策，对于“退平台”后的债务承接、融资渠道、逃废债监管等关键问题缺乏明确指导，城投企业“退平台”或加速风险显性化，存在“爆雷”和逃废债可能性，尤其是在弱区域，平台之间、平台与非平台国有企业之间关联担保现象仍然普遍，易形成区域风险共振链条，导致区域一盘棋，这也是当前金融机构参与化债偏谨慎的考量之一。后续来看，地方政府需合理引导城投转型方向、把握转型节奏、加强政策衔接，加大“退平台”过渡期内的金融债务接续、资金资源支持，城投企业需着眼自身可持续发展、合法规范转型。

（二）投资策略

二季度在关税反复博弈、央行态度边际缓和等多空因素影响下，利率债收益率窄幅波动、整体小幅下行，信用债收益率全面下行、信用利差以压缩为主，各期限、各等级城投债信用利差均持续压缩。后续来看，经济承压背景下货币政策将保持适度宽松、降准降息有望落地，整体宏观环境对债市仍偏利好，2025 年下半年收益率中枢下行趋势或难以扭转；城投债安全垫仍较足，“一揽子化债”持续推进，土地收储政策有利于进一步缓释城投信用风险，信用利差仍有压缩空间。投资策略方面，一方面可继续以基本面为导向配置强区域平台优质企业标的，适度拉长久期博取收益；另一方面，中短久期配置可关注重点省份中债务化解出现确定利好、资金实质落地区域的强城投，以及强区域内资质偏弱的城投，博弈化债成果带来的利差压降空间。在此过程中有两点值得注意，一是需警惕部分城投企业退名单后，政府支持减少、自我造血能力不足双重影响下信用风险的抬升；二是“3 号指引”等融资政策收紧下弱资质及中等资质城投企业发债难度可能加大，债券供给可能受影响。此外，建议关注城投产业化转型整合中有债券（尤其是贴标债）首发的新主体，在市场尚未对其充分定价的情况下

¹¹ 详见中诚信国际研究院 7 月内参《关于当前地方化债进展、面临的问题及后续建议的材料》。

挖掘盈利空间，但需注意设定适宜久期。

表 3：二季度信用债收益率全面下行，城投债利差继续压缩¹²

2025Q2	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	1.34	-19.77	AAA	1.70	-23.69	36.34	38.47	46.30	41.97	37.58	38.95	18.42%	20.73%	25.74%	14.79%	17.98%	14.83%
			AA+	1.77	-22.69	43.34	43.96	48.29	43.34	43.34	39.07	14.48%	15.79%	14.23%	7.86%	14.48%	12.55%
			AA	1.81	-22.69	47.34	49.06	87.39	58.51	47.34	42.07	10.67%	10.61%	8.45%	4.97%	4.47%	7.75%
3Y	1.40	-21.01	AAA	1.83	-17.66	43.80	44.91	53.48	47.92	44.42	43.98	20.49%	19.66%	31.48%	18.41%	21.16%	16.03%
			AA+	1.90	-18.66	50.80	50.40	52.11	47.92	50.80	45.92	15.55%	15.88%	10.75%	5.86%	12.74%	14.40%
			AA	2.04	-18.66	64.80	56.80	115.91	89.97	67.36	53.92	19.80%	13.17%	23.69%	13.59%	6.26%	11.96%
5Y	1.51	-13.94	AAA	1.91	-19.72	40.15	40.19	50.27	45.33	40.80	39.95	16.24%	14.85%	12.94%	15.22%	16.87%	13.03%
			AA+	2.01	-21.22	50.15	45.14	51.54	47.11	50.15	42.39	15.14%	13.15%	12.38%	8.04%	13.60%	10.15%
			AA	2.30	-12.72	79.15	62.74	136.78	107.53	82.04	65.39	25.50%	19.51%	30.17%	18.88%	9.83%	16.88%
2025Q1	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	45.36	AAA	1.94	26.19	40.26	41.21	50.25	46.26	42.73	43.59	21.39%	23.71%	30.19%	17.95%	24.54%	19.44%
			AA+	2.00	22.19	46.26	46.50	48.21	46.26	46.26	44.62	11.31%	17.51%	6.92%	11.09%	9.59%	17.52%
			AA	2.04	17.19	50.26	52.40	105.26	63.82	51.20	49.63	5.46%	10.35%	17.10%	2.94%	0.16%	6.65%
3Y	1.61	41.88	AAA	2.01	27.14	40.45	40.95	50.51	46.40	42.35	43.23	16.49%	15.15%	27.90%	16.69%	18.70%	15.35%
			AA+	2.09	17.64	48.45	47.44	53.55	48.45	48.45	47.68	13.15%	13.15%	12.08%	6.37%	10.78%	15.86%
			AA	2.23	16.64	62.45	56.84	133.31	91.12	64.16	58.68	17.87%	13.20%	32.38%	13.99%	5.16%	15.16%
5Y	1.65	23.71	AAA	2.11	24.04	45.93	47.81	56.51	53.50	47.93	44.02	21.74%	21.88%	19.92%	22.03%	23.66%	16.35%
			AA+	2.23	18.04	57.43	57.76	62.87	57.43	57.43	51.94	20.93%	23.46%	21.69%	16.68%	18.79%	17.25%
			AA	2.43	14.54	77.93	70.36	155.19	109.20	79.80	72.94	24.78%	24.60%	38.19%	19.39%	9.22%	21.16%

数据来源：Wind, 中诚信国际区域风险数据库

¹² 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。

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>