



城投公司化债跟踪——成效持续显现，压力犹存

联合资信 公用评级三部 | 张婧茜 | 徐汇丰 | 韩锦彪

进入 2025 年，新增化债政策数量明显趋缓，重心转为政策的贯彻落实，巩固化债成效。2025 年上半年，城投公司债务规模持续增长，债务增速持续放缓，重点省市城投公司债务规模普遍呈低增长或压降态势，债务管控取得明显成效；城投公司债务期限结构较上年底有所改善，部分城投公司整体流动性压力仍较大。2025 年上半年，城投公司筹资活动整体仍呈净流入，区域之间分化进一步显现，融资结构有所优化。



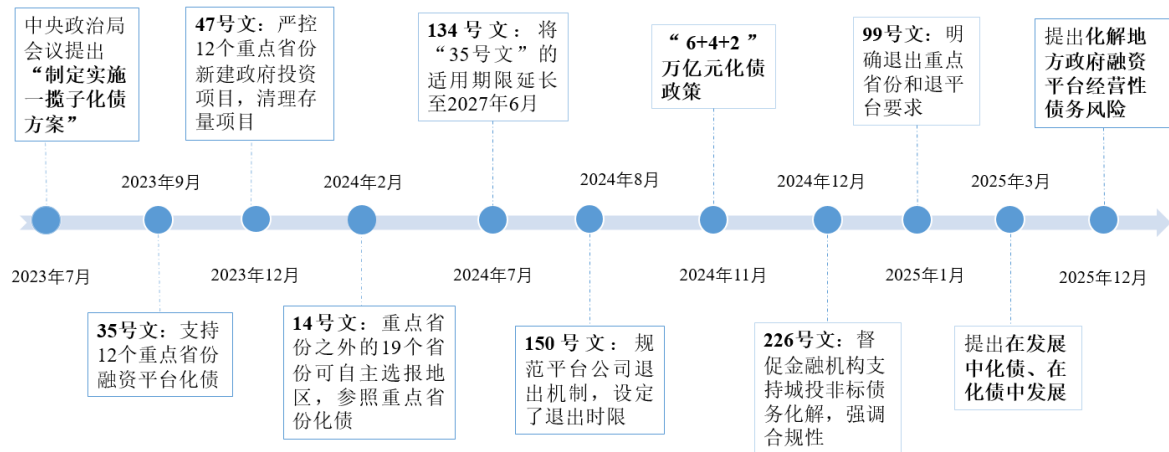
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、政策环境变化

进入 2025 年，新增化债政策数量明显趋缓，重心转为政策的贯彻落实，巩固化债成效。在化债过程中，重点省市¹更加注重融资平台退出、置换存量隐性债务、降低利息负担、缓解当期偿付压力。经济相对发达、资源相对丰富的省份更多依靠自身资源统筹、盘活资产资源等方式来补充流动性、推动平台市场化转型。

本轮化债周期中，国家在化解地方债务方面采取了一系列强有力的“组合拳”措施，其中 2023 年和 2024 年化债政策出台相对频繁，进入 2025 年，新增化债政策数量明显趋缓，重心转为政策的贯彻落实，巩固化债成效。本轮化债政策核心为化解存量、控制增量、推动融资平台退出和转型以及谋求发展，主要举措包括置换隐性债务、杜绝新增违规债务、加力推出增量政策、加快地方融资平台改革转型、鼓励金融机构对城投债务进行债务置换和重组等。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 1 2023 年以来的主要化债政策时间图

专项债券发行方面，截至 2025 年 8 月底，一次性增加的 6 万亿元专项债券限额已累计发行 4 万亿元，各地置换以后，债务平均利息成本降低超 2.5 个百分点，可节约利息支出超过 4500 亿元；根据中华人民共和国中央人民政府网站披露信息，截至 2025 年 9 月 12 日，全国已发行新增地方政府专项债券 2.78 万亿元，其中安排 8000 亿元补充政府性基金财力，以支持地方用于化债。

退平台进度方面，根据企业预警通统计数据，2023 年和 2024 年分别有 722 家和 428 家城投平台退出，2025 年初以来至 12 月 19 日已有 353 家城投平台退出。

2024 年以来，各省份在发行特殊再融资债券进行隐性债务置换、推动融资平台退出和企业转型、资产盘活、与金融机构合作等方面采取了一系列化债措施，并取得

¹ 包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏

了一定成效。重点省市中贵州、云南、广西等，在中央政策倾斜后，通过利用特殊再融资债券等工具，集中置换存量隐性债务，有效降低利息负担、缓解当期偿付压力，大力推进融资平台压降、转型甚至“清零”，如广西 2024 年推动 70 家平台隐性债务清零，天津同年转型退出平台 75 家。非重点地区中浙江、江苏、广东等，则在严控新增债务基础上，侧重于长效机制建设，包括健全全口径债务监测、深化“三资”盘活、推动平台市场化转型等。具体情况见下表。

表 1 2024 年以来部分省份（自治区、直辖市）化债措施和成效

省份（自治区、直辖市）	主要措施和成效
贵州省	<p>完善政策制度机制，出台隐性债务项目资产管理制度，强化全流程管理。在财政部分配贵州 2024 年置换隐性债务的政府债务限额内，发行政府债券有序化解隐性债务，降低成本，减轻地方偿债压力。</p> <p>2025 年上半年，制定年度化债目标和化债方案，下达各地新增政府专项债务限额 1661 亿元，支持各地用于置换存量隐性债务、存量政府投资项目和安置房项目建设，截至 6 月底发行并拨付第一批置换债券894.02 亿元。</p> <p>稳步推动融资平台市场化、实体化转型。坚决遏制违规新增隐性债务，对违法违规举债行为严肃追责问责。</p> <p>制定《贵州省国有“三资”清理盘活行动方案》，在全省开展“三资”大起底摸排，指导市州逐一制订盘活方案，2025 年上半年完成盘活 417 亿元。</p>
云南省	<p>压减存量、严控增量，全面落实隐性债务化解任务。拟定 2025 年全省政府隐性债务化解目标，与各州（市）签订化债目标军令状，定期跟踪督导隐性债务化解情况。截至 2025 年 4 月底已发行用于置换存量隐性债务的再融资专项债券 351 亿元，已支出 281.6 亿元。</p> <p>在维护国有资本权益前提下，尽最大努力支持省属企业改革发展及防风化债。</p> <p>全力推动盘活资产资源筹集资金支持化债。</p>
广西壮族自治区	<p>坚持在发展中防范风险、在防风险中推动发展，稳妥有序化解债务风险。按照防爆雷、退平台、稳经济、促财政、化风险、联金融“六个统筹”的思路打好化债政策“组合拳”。</p> <p>2024 年，落实发行再融资债券 515 亿元置换存量隐性债务政策，每年节省利息 10 亿元以上，推动 70 家融资平台隐性债务“清零”，守住不“爆雷”底线。通过落实过紧日子要求、统筹盘活存量资产资源等方式，积极稳妥化解隐性债务，全区隐性债务余额较 2018 年减少 70% 以上。</p> <p>2024 年，通过债务重组、债务置换和借新还旧等措施化解融资平台到期金融债务风险，贷款、债券、非标债务结构进一步优化。</p> <p>审议自治区支持柳州市本级一揽子化债方案、柳州市本级防范化解债务风险实施方案。2025 年以来，柳州市通过减规模、降利息、调结构和盘资产“3+1”举措，坚守住了不“爆雷”底线。截至 2025 年 5 月底，柳州市属融资平台债务平均利率降至 4.72%。</p>
天津市	<p>通过完善债务管控制度、推动融资平台清理与市场化转型、加大与金融机构合作、债务置换以及盘活存量资产等方式多举措化债。</p> <p>融资平台退出方面，2024 年，全市75 家融资平台转型或退出。</p> <p>与金融机构合作方面，例如，东丽区挖掘区域内文旅、康养类闲置资产融资价值，形成金融机构认可的可研方案并转化为成熟落地项目；</p>

	<p>同时与不良资产管理机构沟通，利用不良债权委托收购、无证资产收益权转让等方式拓宽融资渠道。</p> <p>债务置换方面取得了一定成效，例如，武清区在 2024 年实现了非标、高息隐性债务全部出清，存量经营性债务和隐性债务的平均成本分别下降至 4.6%和 4.1%。</p> <p>盘活存量资产方面，2025 年 9 月落地全国首单企业存量不动产信托登记项目，滨海新区一家国有资本投资运营公司将其持有的商业地产登记为信托财产，交由信托公司引入第三方专业机构运营（如出租等）从而获得收益。</p> <p>东丽区建立化债资金池，督促各相关单位将资产盘活收入统一划转至指定账户，结合债务到期时间和租金汇集进度，协调资金来源和偿债需求，及时将汇集资金拨付至还款单位。</p>
内蒙古自治区	<p>发行特殊再融资专项债券，盘活存量资产，推动融资平台市场化转型，压降地方政府融资平台数量。2024 年地方政府融资平台压降 66.5%，8 个旗县隐性债务清零，1 个盟市本级和 10 个旗县有望退出高风险等级。稳妥处置金融风险，坚决防止“爆雷”。要巩固退出地方债务重点省市成果，指导盟市旗县因地制宜统筹做好化债工作。</p> <p>“十五五”期间，计划如期完成隐性债务化解、清偿拖欠企业账款任务，积极化解财政暂付款、政府和社会资本合作（PPP）存量项目风险，积极稳妥推进地方法人金融机构风险处置，实现高风险金融机构动态清零。</p>
辽宁省	<p>落实全省一揽子化债方案，坚决杜绝新增隐性债务，多渠道筹集化债资金。加大融资平台数量压降力度，加快推进融资平台改革转型，2024 年融资平台数量削减 55.9%。</p> <p>2025 年上线运行国有资产虚拟公物仓及调剂共享平台，省财政厅依托预算管理一体化系统资产管理模块建立省、市、县三级贯通使用的虚拟公物仓，覆盖全省各级行政事业单位；同时建立调剂共享平台，汇集发布资产资源供需信息，与全国行政事业单位国有资产调剂共享平台对接，打通本地区、全省、全国资产调剂共享信息通道，促进资产资源盘活利用。</p>
吉林省	<p>坚持“一债一方案”，发挥财政性资金杠杆作用，推动资产有效盘活，督导市县按进度完成欠款清欠工作，“一企一策”研究融资平台退出路径，加快融资平台转型。</p> <p>启动实施提升资产资源管理质效三年攻坚行动，做好资产资源清底，既清权属、也清价值，实现资产资源总规模和可盘活规模双增加。</p> <p>紧盯债务资金形成资产等重点领域，理清国有企业资产和行政事业性国有资产边界。研究将经营性资产整合注入国有企业，壮大资本规模。</p>
黑龙江省	<p>坚决落实一揽子化债方案，出台坚决遏制地方政府违法违规举债行为若干规定，常态化实行“统计监测、月报预警、风险会商、应急救助、考核问责”机制，多措并举化解地方政府债务，全省到期政府债务本息全部按期足额偿还，守住了不发生系统性风险底线。</p> <p>哈尔滨市通过隐性债务置换、政策性银行降息每年节约债务利息支出 7 亿元。</p>
甘肃省	<p>用足用好化债化险政策，通过加强政府投资项目、优化财政资金安排、加力清收处置、动用资产资源、置换债券资金、严格过紧日子等方式，地方债务风险稳妥化解，融资平台数量、债务规模和高风险金融机构持续压降；2024 年监管口径高风险机构退出 10 家，融资平台压降 94 户、下降 35.9%。</p> <p>强化融资平台债务风险监测预警，按照“一企一策”“一债一策”，落实风险处置方案，加大清理拖欠企业账款力度，妥善化解存量</p>

	<p>债务风险，严防新增债务风险；推动资源资产化、资产资本化、资本证券化，进一步优化融资平台资产结构。</p> <p>鼓励金融机构根据融资平台转型发展方向，优化金融资源配置，做好全周期金融服务，落实常态化穿透式监管。</p>
青海省	<p>2024年落实一揽子化债方案，多渠道统筹资金资产资源，4个州全面实现隐性债务“清零”。出台《青海省全口径地方债务监测工作实施方案》，建立健全涵盖政府法定债务、隐性债务、拖欠企业账款等全口径地方债务监测监管体系。</p>
宁夏回族自治区	<p>2024年实现隐债规模、债务率、融资平台、金融债务、中小金融机构风险、高风险地区数量“六个下降”，重点企业风险基本出清。</p> <p>坚持强化预算安排、用好化债政策资源、加大资产盘活力度、依法合规核销核减债务等多种方式，加大债务化解力度，超额完成年度化债任务，债务风险大幅缓释。平台风险有效缓释，打好融资平台防风险、减债务、促转型“组合拳”，对到期债务逐笔制定发债安排和融资计划，落实偿债资金来源，全年到期债券和非标债务均有序兑付，全区融资平台债务规模持续压降，融资平台退出比例达到76%。</p>
重庆市	<p>2024年采取置换债券、盘活资产等方式，持续压减隐性债务。运用直接偿还、展期重组等手段，优化融资平台债务结构、降低债务成本。深入推进全口径地方债务监测体系建设，加强应急周转资金调度，全市未发生债务违约事件。保持高压严管态势，对违规举债、虚假化债等“零容忍”。多措并举运用好新增债券资金，完善限额分配机制，加强与专项债券资金使用绩效、区县债务风险情况挂钩。做好债券发行管理，合理选择发行窗口、科学制定发行策略，平均发行利率2.2%、下降0.7个百分点，有效降低利息负担。</p>
河南省	<p>出台融资平台退出实施细则，2024年118家企业退出融资平台。2025年发行特殊再融资债券置换隐性债务1227亿元。</p>
山东省	<p>制定全省防范化解地方债务风险一揽子方案，强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”，坚决遏制增量、消减存量。加强全口径地方债务监测，推动融资平台和城投公司改革转型，用足用好隐性债务置换政策，将不新增隐性债务作为铁的纪律。</p> <p>持续推动财力下沉，加大对下转移支付力度，将隐性债务置换债券全部下沉市县，支持基层兜牢“三保”和债务风险防控底线。省级加大财力下沉，2025年1—6月下达市县税收返还和各类转移支付3116亿元，支持筑牢兜实“三保”底线。</p>
浙江省	<p>2024年，财政部一次性下达浙江省地方政府债务限额2442亿元，分三年安排，2024—2026年每年各814亿元，均为专项债务，通过发行特殊再融资债券置换隐性债务。</p>
江苏省	<p>持续推动全省化债方案落地落实，合理分配置换债券额度，统筹推进隐性债务化解、融资平台退出、债务成本压降、规范地方债务管理、防范流动性风险等多项工作。</p> <p>严肃查处新增隐性债务和虚假化债等行为。加快推进融资平台数量压降，严禁向国有企业下达政府融资任务，坚决防止国有企事业单位融资平台化，严禁变相新设融资平台等违规举债平台。严控融资平台经营性债务增长，严格落实债务综合融资成本管控要求，优化债务结构。</p> <p>建立完善全口径地方债务监测机制，将各级政府及其部门、事业单位、国有企业债务全部纳入统计监测范围，推动形成多部门协同监管模式。</p>
广东省	<p>常抓不懈防范化解隐性债务风险，存量隐性债务保持“零增长”。</p>
湖南省	<p>着力加强地方债务管理。强化政府投资项目资金来源评估论证，加强财政、园区、平台“三本账”监管，坚决防止前清后欠。明确融资平</p>

	台退出标准，推进平台公司市场化转型，超额完成年度压降任务。加大违规举债、不实化债监督力度，保持高压监管态势。
湖北省	统筹国有“三资”清理成果，2024年共盘活国有资产资源3708亿元。 分类化解存量债务， 隐性债务稳妥有序化解。 超计划完成融资平台退出任务。 高度关注融资平台经营性债务 ，加快推动融资平台市场化改革转型。健全完善全口径地方债务统计监测、预警提示和应急处理机制。
陕西省	制定“1+7+11”的一揽子化债方案，明确任务和措施。制定重点地区风险管控措施、融资平台退出实施细则。2024年发行新增地方政府专项债券854亿元，其中，501亿元用于补充政府性基金财力，支持各地化解融资平台债务、清偿拖欠企业账款。此外，发行置换债券564亿元，使用结存限额发行专项债券61亿元补充政府性基金财力，用于存量隐性债务置换。争取中央化债政策支持， 2024年争取到1192亿元政府债券支持各级置换存量隐性债务。 全省隐性债务化解任务超计划完成，台账内拖欠企业账款实现“应清尽清”，重点地区债务风险有序下降。
四川省	坚持“严防爆雷、稳减存量、严控新增”，稳步落实既定化债方案，持续用好一揽子化债增量政策，分类推动融资平台改革转型，以“铁的纪律”严防新增隐性债务。2024—2026年每年争取到1148亿元、合计3444亿元专项债券用于置换隐性债务。对国有资产资源开展“起底式”清查，分类推进盘活利用，拓展资产资源收益。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、城投公司财务指标变化

本文梳理了全国发债城投公司2022—2024年年报及2025年1—6月财务数据，进而探析城投公司在投资端、回款、筹资、债务及偿债能力等方面的变化及特点。截至2025年11月底，已披露2022—2024年年报、2025年半年报且历史数据具有可比性的全国城投公司2100余家，本文以上述城投公司为样本进行分析。需说明的是，由于部分区域的发债城投公司数量较少，样本可能无法代表当地城投公司的普遍情况，且不同城投企业记账方式或存在差异，数据代表的经济含义与实际情况可能存在偏差。

投资方面：2022年以来，城建类资产和自营类资产增速持续下降，但受整体基数较大影响，仍是资金主要流向，城建类资产占比持续下降但仍为城投企业主要的资产构成，2025年上半年城投公司财务报表呈现出投资增速进一步放缓、投资结构持续调整的态势。

表2 投资类指标选取及含义

指标	经济含义
存货+其他非流动资产	反映城投企业城建类资产
在建工程+投资性房地产	反映城投企业自营类资产
长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+交易性金融资产+可供出售金融资产	反映城投企业股权和基金投资类资产

注：由于存货中可能包含非城建类资产，故城建类资产占比指标可能会高估、具有一定局限性

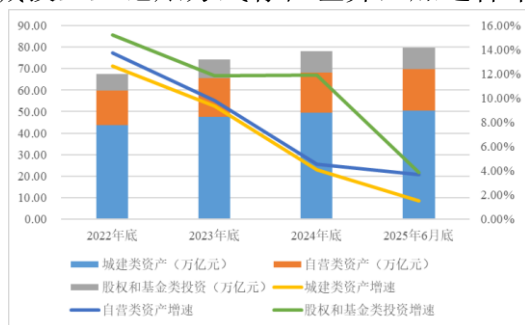
资料来源：联合资信整理

全国整体情况方面：从投资规模来看，2022—2025年6月底，城投公司城建类

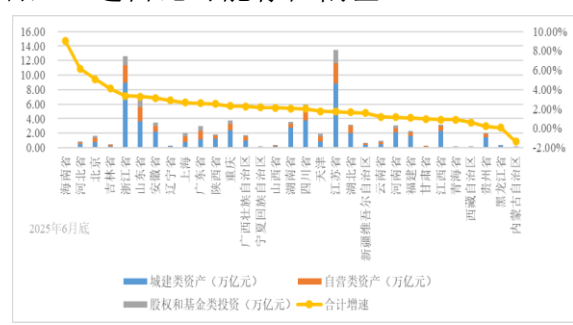
资产、自营类资产、股权和基金投资类资产规模均持续上升。从主要资金投向来看，以土地资产及基础设施建设类项目投入形成的城建类资产和在建工程为主的自营类资产增速持续下降，但受整体基数较大影响，仍是资金主要流向，相比较而言，股权投资增速相对较高，但受基数相对较小影响，2024年及2025年上半年新增投资规模仍小于传统城建类资产投资规模。从资产结构看，2025年6月底，城建类资产、自营类资产、股权和基金类资产在三者合计中占比分别为63.06%、24.22%和12.72%，其中城建类资产占比由2024年底的63.55%下降至2025年6月底的63.06%，**城建类资产占比进一步下降**，但仍为城投企业主要的资产构成。

分区域方面：截至2025年6月底，在“化债与发展并重”的背景下，绝大部分省市的三类投资（城建类资产、自营类资产、股权和基金投资类资产）合计及城建类资产投资均呈正增长态势。2025年6月底上述三类投资（城建类资产、自营类资产、股权和基金投资类资产）合计增速为负的地区仅为内蒙古（-1.36%），主要系城建类资产及自营类资产规模均有所下降所致。2025年上半年，海南、北京和河北城投公司三类资产合计增速相对较高，增速均超过5%，其中，海南主要系受基数小影响；北京城投公司增速则得益于土地整理、棚户区改造及轨道交通等基础设施投资拉动城建类及自营类资产规模提升，重点省市中吉林三类资产增速相对较高，达4.13%。

从投资结构来看，截至2025年6月底，城建类资产占比相对较高（占三项投资总额的比重超过80%）的为海南和黑龙江城投公司；自营类资产占比相对较高（占三项投资总额的比重超过40%）的主要为内蒙古、西藏、广东及甘肃城投公司，其中内蒙古、西藏及甘肃可能受基数整体偏小影响；股权和基金类投资占比相对较高（占三项投资总额的比重超过20%）的主要为云南、河北、上海和广东城投公司。由于不同城投企业记账方式存在差异，加之样本影响，上述占比可能存在偏差。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 全国及省市城投企业投资类指标规模及增速

回款方面：2025年上半年，城投公司应收账款规模继续扩大，但整体增速放缓，

少部分省份应收账款占款实现压降；现金收入比维持较高水平。

表 3 回款类指标选取及含义

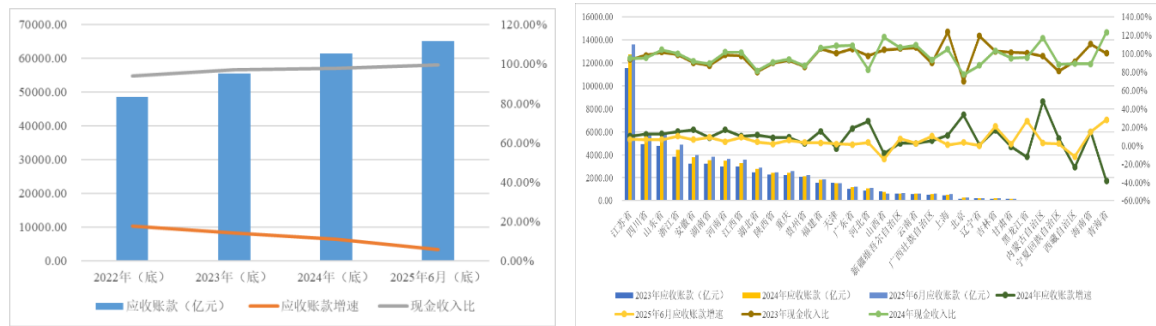
指标	经济含义
应收账款	反映城投企业开展主营业务而产生的应收购买单位的款项
现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%	反映城投企业回款效率

资料来源：联合资信整理

城投公司应收账款主要系因开展传统城建类业务及经营类业务产生的应收款项，2022—2025 年 6 月底，受传统基础设施建设项目回款滞后等影响，城投公司应收账款规模持续增长。从回款指标来看，城投公司现金收入比整体表现较好且回款水平不断提升，不排除部分项目竣工但未结算，或城投公司传统业务占比下降，回款受益于收现表现较好的贸易、工程施工及公用事业类业务及城投公司垫资经营模式转变等的综合影响。

分区域来看，2025 年 6 月底城投公司应收账款规模较大的省市包括江苏、四川、山东、浙江、安徽和湖南，其中江苏城投公司应收账款规模最大，已超过 1.3 万亿元，应收账款低于百亿元的区域包括黑龙江、内蒙古、西藏、宁夏、海南和青海。从增速来看，2025 年上半年，吉林、黑龙江和青海城投公司应收账款增速较快，均超过 20%；山西、辽宁和西藏城投公司应收账款规模均为负增长，其中山西较 2024 年底下降 14.68%。

重点省市方面，截至 2025 年 6 月底，重庆、贵州城投公司应收账款规模相对较大，均超过 2000 亿元，辽宁城投公司较 2024 年底应收账款增速为负。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 3 全国及各省市政投公司应收账款及增速、现金收入比情况

筹资方面：2025 年上半年，城投公司筹资活动整体仍呈净流入，区域之间分化进一步显现。净流入规模较大的省市集中于经济及财力水平、再融资环境较好的浙江、江苏等区域；云南和青海城投公司筹资活动现金自 2022 年起净流出；西藏和贵州城

投公司由 2024 年的净流入转为 2025 年上半年净流出。

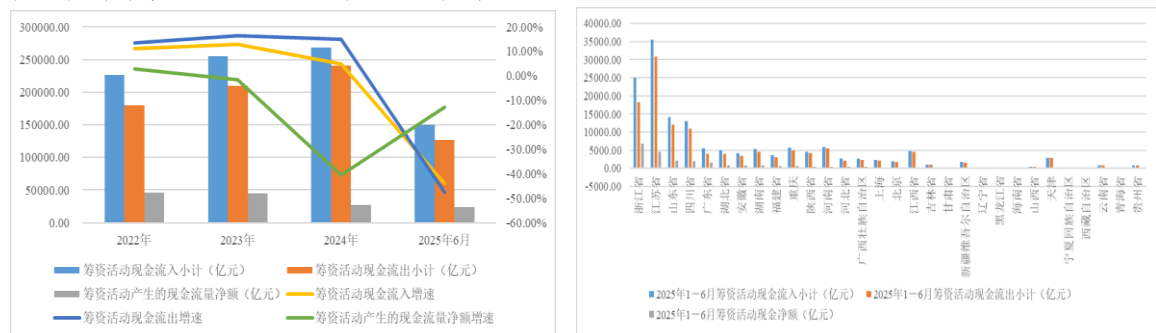
表 4 筹资类指标选取及含义

指标	经济含义
筹资活动现金流入	反映城投企业通过股东注资、借款和发行债券等渠道筹资获得的现金流入规模
筹资活动现金流出	反映城投企业偿还债务本息、分配股利等支付的现金规模
筹资活动产生的现金流量净额	反映城投企业筹资活动现金流入和流出的净额

资料来源：联合资信整理

2022—2024 年，城投公司筹资活动现金流入和流出规模均逐年增长，筹资活动现金流整体呈净流入态势，净流入规模逐年下降，其中 2024 年降幅明显（为 40.65%），主要系受政策影响城投公司新增融资受限所致。从增速来看，2024 年，城投公司筹资活动流入及流出增速均低于 2023 年。2025 年上半年，城投公司筹资活动现金呈净流入态势。

分区域来看，2025 年上半年筹资活动现金流入规模较大的区域包括江苏、浙江、山东、四川、河南，流入规模均超过万亿元；从筹资活动现金流量净额来看，受融资政策及融资环境变化影响，重点省市和非重点省市分化进一步显现，2025 年上半年城投公司筹资活动现金呈净流出的省市包括宁夏、西藏、云南、青海和贵州，大部分为重点省市。重点省市中云南和青海城投公司自 2022 年起筹资活动现金连续净流出，2025 年上半年，内蒙古、黑龙江城投公司筹资活动现金由连续三年净流出转为净流入，西藏和贵州城投公司由 2024 年的净流入转为 2025 年上半年净流出；除此外，大部分省市城投公司 2025 年上半年筹资活动现金为净流入。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4 全国及各省市城投公司筹资活动现金流情况

有息债务方面：2025 年上半年，城投公司债务规模持续增长，债务增速持续放缓，重点省市城投公司债务规模普遍呈低增长或压降态势，债务管控取得明显成效；城投公司债务期限结构较去年底有所改善，江苏和山东城投公司短期债务占比相对

较高，城投公司整体流动性压力仍较大，城投公司融资结构有所优化，仍以银行借款为主，且占比逐年提升。2025 年上半年，全国各省市城投债发行规模有所下降，其中重点省市发行规模降幅更大，净偿还规模进一步扩大。

表 5 债务类指标选取及含义

指标	经济含义
短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债	反映城投企业短期有息债务规模
长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款+租赁负债	反映城投企业长期有息债务规模
全部债务=短期债务+长期债务	反映城投企业全部有息债务规模

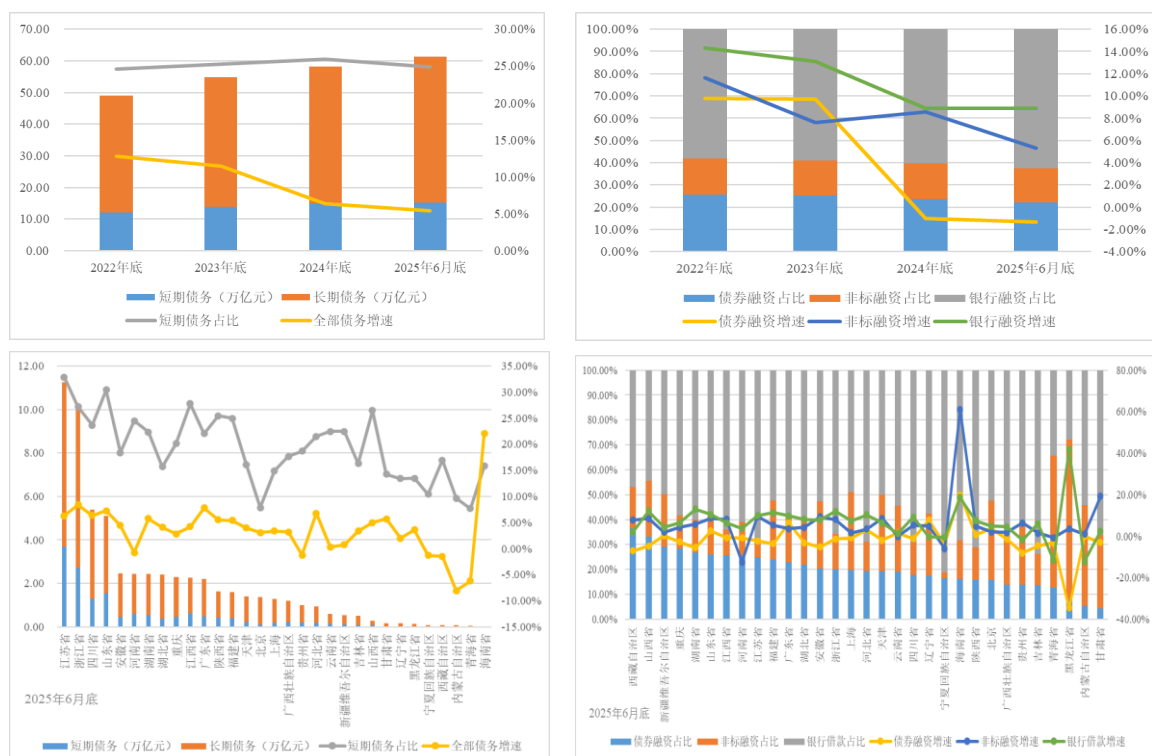
资料来源：联合资信整理

债务规模方面，2025 年 6 月底，城投公司债务规模仍有所增长，但债务增速持续放缓，债务规模管控取得明显成效。分区域来看，江苏、浙江、四川、山东的城投公司债务规模排位靠前，均超过 5 万亿元；从全部债务增速来看，2025 年 6 月底，受基数小影响，海南城投公司全部债务增速较 2024 年底超过 20%，浙江、广东、山东、河北、四川和江苏城投公司全部债务增速相对较快，均超过 6%；湖南、甘肃、陕西、福建、山西、安徽、江西处于 4%~6%，河南、贵州、宁夏、西藏、青海、内蒙古城投公司全部债务规模较上年有所下降，其中大部分为重点省市，此外，增速不足 1%中重点省市包括天津、黑龙江、吉林、广西、重庆和辽宁。

债务期限方面，城投公司整体期限结构仍以长期债务为主，2025 年 6 月底短期债务占比较 2024 年底有所下降，短期债务偿付压力小幅减轻，2025 年 6 月底短期债务占比为 24.84%。分区域看，短期债务占比超过 30%的区域包括江苏和山东，重点省市中云南短期债务占比相对较高，超过 22%，重庆短期债务占比约为 20.10%。2025 年 6 月底重点省市中云南、辽宁、广西、黑龙江、重庆、吉林和天津短期债务占比较 2024 年底均有所下降，债务期限有所改善。

债务结构方面，2025 年 6 月底，城投公司融资渠道仍以银行借款为主（占 62.40%），此外是债券融资（占 22.04%）和非标融资（占 15.56%），银行融资占比较 2024 年底有所提升，债券融资占比及非标融资占比较 2024 年底均有所下降且债券融资占比下降速度相对更快。分区域来看，债券融资占比较高的区域包括西藏、山西，占比均超过 30%；非标融资占比较高的区域包括黑龙江、青海、内蒙古、北京、上海和天津，均超过 30%，2025 年 6 月底重点省市中云南、辽宁、内蒙（已退出）、广西、黑龙江、吉林和宁夏较 2023 年底非标融资规模得以压降。**债券融资方面**，2025 年上半年城投债发行规模同比下降 11.86%至 23810.63 亿元，净偿还 1780.50 亿元，净偿还规模同比有所扩大。2025 年上半年，江苏、浙江和山东发行规模排名仍稳居前三，发行规模合计约占全国的 45%，河北、湖南、湖北、陕西城投债发行规模同比增幅较大。重点

省市中，重庆、天津、云南和广西城投债发行规模居前，贵州、广西城投债发行规模同比大幅增长，其余省份发行规模均较小；净融资方面，非重点省市城投债由上年同期的净融入转为净偿还，重点省市城投债净偿还规模同比有所扩大。非重点省市中，仅山东、广东、河北、新疆、北京、陕西和海南城投债呈净融入状态，其他省份表现为净偿还，其中江苏净偿还规模超 600 亿元，此外湖南、浙江、安徽、湖北、福建和四川的净偿还规模均超过 100 亿元。重点省市中大部分省份城投债均呈净偿还，其中重庆和贵州净偿还规模相对较大，均超过 100 亿元。



注：部分公司非标融资可能计入长期借款，部分公司长期应付款含政府专项债及无息的专项应付款，为方便计算，本报告将长期应付款均视为非标融资，数据与实际情况可能存在差异

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 全国及各省市政投公司债务规模及增速、债务结构情况

偿债能力方面：2025 年上半年城投公司整体债务负担仍有所上升，大部分重点省市城投公司债务负担有所减轻，现金短期债务比表现有所改善，但仍需关注城投公司在偿债及流动性方面面临的压力。

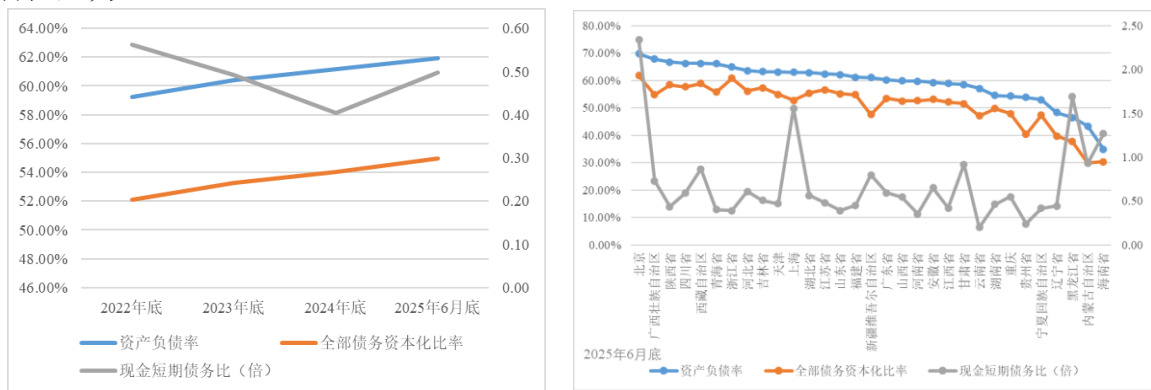
表 6 债务负担及偿债指标选取及含义

指标	经济含义
现金短期债务比=（货币资金+交易性金融资产+应收票据）/短期债务	反映城投企业现金类资产对短期债务的覆盖情况
全部债务资本化比率=全部债务/（全部债务+所有者权益）×100%	反映城投企业债务负担情

	况
资产负债率=负债总额/资产总计×100%	反映债权人所提供的资金 占全部资金的比重

资料来源：联合资信整理

2022—2024 年底及 2025 年 1—6 月底，城投公司整体资产负债率、全部债务资本化比率均持续上升，现金短期债务比 2025 年 6 月底呈反弹态势，短期偿付压力略有缓解。分区域来看，北京、浙江、西藏、陕西、四川、吉林、江苏、河北、青海、湖北、山东城投公司债务负担较重，以上区域城投公司全部债务资本化比率均超过 55% 且均超过全国平均水平（54.99%）；大部分重点省市城投公司债务负担有所减轻，辽宁、黑龙江、内蒙古和海南城投公司债务负担相对轻，全部债务资本化比率不足 40%。截至 2025 年 6 月底，山东、浙江、河南、云南和贵州城投公司现金短期债务比不足 0.4 倍，其中云南和贵州城投公司现金短期债务比不足 0.3 倍，仍需关注城投公司流动性压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 全国及省市城投公司偿债能力指标及变动情况

三、总结

2025 年以来，各省份化债取得一定成效：通过债务置换大幅降低融资成本、优化期限结构；融资平台数量显著压降；资产资源盘活为偿债提供了重要资金来源，多数地区隐性债务规模稳步下降。

债务表现方面，城投公司债务规模增速持续放缓，部分重点省市实现债务规模下降，且期限结构有所改善，融资结构向银行借款集中，呈持续调整态势。

展望下一阶段，城投公司仍存在深入推进市场化转型的压力，通过盘活存量资产、提升运营效率、培育经营性现金流，逐步摆脱对传统财政输血的路径依赖。这一过程将推动其从融资主体向市场化经营主体转变，最终在服务区域经济发展与巩固自身债务稳健化解之间，实现新的动态平衡。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。