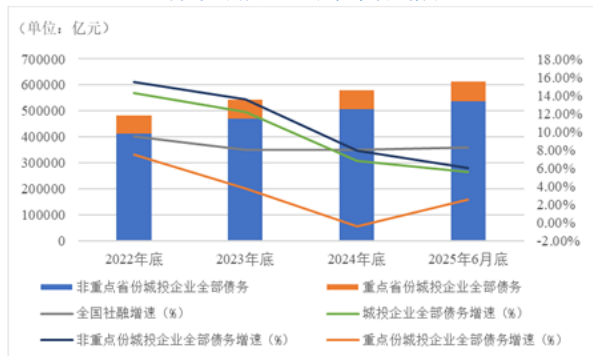


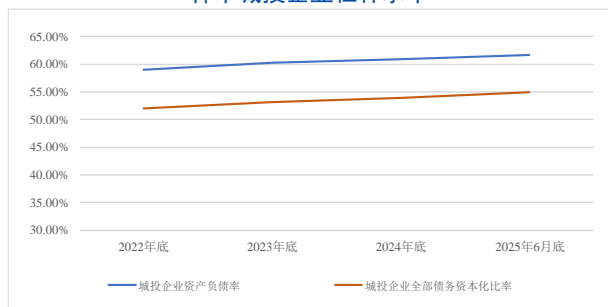
“控增化存、促发展”双轮驱动，助力城投企业化债和转型 ——城投行业信用风险展望报告（2026年2月）

公用评级四部 | 张婷婷 王文燕

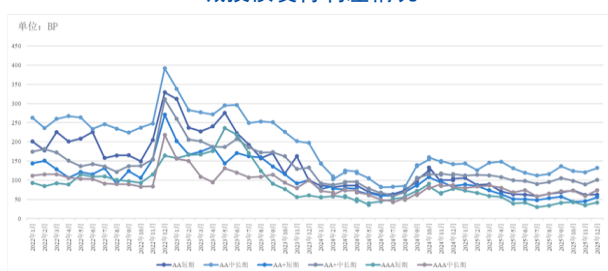
样本城投企业债务变化情况



样本城投企业杠杆水平



城投债发行利差情况



城投行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为，城投行业信用风险展望为稳定。

摘要

- 2025年，积极财政政策助力缓解城投企业的资金压力，为城投企业兼顾化债与发展提供支撑；一揽子化债政策深入推进，城投企业融资政策延续收紧态势，监管问责力度不减，债务风险管控机制不断完善。展望2026年，积极财政政策基调延续，将为城投企业实现在发展中化债提供有利的政策环境。
- 财务表现方面，随着一揽子化债方案深入落实，化债效果持续显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，短期偿债压力有所缓释，综合融资成本延续下行，债务结构持续改善，重点省份获得化债政策支持力度更大，化债效果尤为明显。但城投企业整体债务负担依然较重，面临的债务本息偿付压力仍然较大，部分经济欠发达地区未来偿债压力情况仍有待关注。
- 债券市场表现方面，2025年，城投债发行规模延续下降态势，净融资缺口进一步扩大。城投债发行和净融资区域分化持续，江苏、湖南、安徽、湖北和重庆城投债净偿还规模较大。发行期限结构整体持续改善，超长期城投债发行规模同比增长，发行主体以经济较发达地区的优质主体为主。城投债发行利率及发行利差小幅震荡下行，各级别短期限城投债发行利率和利差整体保持趋同，而不同级别中长期城投债发行利率和利差分化程度有所拉大。
- 一揽子化债方案持续推进，城投行业风险整体得以阶段性缓释，且未来仍将持续获得有力的支持，联合资信对城投行业信用风险展望为稳定。但需关注集中偿付压力较大地区以及区县级城投企业的流动性压力。随着大规模的隐性债务置换工作逐步收尾，经营性债务风险的防范和化解或将成为下一阶段地方债务化解的重点。长远来看，要从根本上化解城投企业的债务风险，主要还需依靠其通过转型发展提高自身造血能力。城投企业可在化债与发展的政策平衡中寻找转型机遇，但需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。



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

一、行业发展环境

1 宏观经济环境

2025 年，积极财政政策助力缓解城投企业的资金压力，为城投企业兼顾化债与发展提供支撑。展望 2026 年，积极财政政策基调将延续，为城投企业实现在发展中化债提供有利的政策环境。

宏观经济方面：2025 年，全国 GDP 同比增长 5.0%，GDP 增速保持稳定。固定资产投资同比下降 3.8%，主要系房地产开发投资深度收缩所致（同比下降 17.2%）；同时，基础设施投资同比下降 2.2%，地方化债进程深化对传统基建的收缩效应持续显现。2025 年，全国一般公共预算收入 21.60 万亿元，同比下降 1.7%；全国政府性基金预算收入 5.77 万亿元，同比下降 7%，地方财力增长依然承压。

宏观政策方面：2025 年我国推行更加积极的财政政策，财政赤字率首次突破 4%，创历史新高。超长期特别国债发行规模从 2024 年的 1 万亿元扩大至 1.3 万亿元，新增地方政府债券共发行 5.36 万亿元，超过全年 5.2 万亿元的限额，并于四季度提前下达 2026 年新增地方债额度，既保障项目建设资金需求，又为化债提供增量资金。同时，中央一号文件明确支持地方政府专项债券可用于乡村振兴类重大项目建设，自然资源部与财政部联合下发《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，允许地方政府专项债券用于土地储备工作，广东、浙江等地区相继发行专项债券用于收购部分城投企业存量闲置土地、商品房等，专项债资金用途进一步扩容。此外，5000 亿元地方债结存限额盘活与 5000 亿元新型政策性金融工具等资金加快落地，为基建投资和化债提供了坚实的资金基础。

根据 2025 年 12 月中央经济工作会议部署，2026 年，财政赤字率建议保持在 4% 以上水平，广义财政赤字规模或将进一步扩大至 15 万亿元左右，积极财政政策基调延续，为城投企业实现在发展中化债提供有利的政策环境。

2 行业政策及监管环境

2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心。城投企业融资延续收紧态势，监管问责力度不减，债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面。

2025 年以来，中共中央政治局会议、中央经济工作会议等多次强调“要积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务”，政策上延续“控增化存”的主基调。2025 年上半年，上交所发布“3 号指引”，对公司债券发行审核中的重点关注事项进行了修订，进一步加强了对城投债发行审核管理；交易商协会扩大“政府出函”的发债主体范围，城投企业境内发债持续严监管。2025 年，财政部两次公开通报隐性债务问责典型案例，涉及新增隐性债务、隐性债务化解不实等违法违规行为，对隐性债务问题“终身问责、倒查责任”，监管问责力度不减。

同时，“促发展”相关政策信号持续释放，“99 号文”明确退出重点省份名单的标准、程序、后续要求等具体路径，为重点省份化债、促发展提供清晰操作指引；2025 年政府工作报告强调“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间，以发展促转型、以发展促化债”，目前内蒙古和吉林已退出重点省份¹，宁夏也已明确提出拟退出重点省份。“化债与发展并举”的政策思路有利于地方政府在推动经济持续回升向好方面发挥更大的作用。

债务管控方面，11 月，财政部债务管理司正式成立，从中央层面加强政府债务监测监管；12 月，中央经济工作会议提出要“优化债务重组和置换条件，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”，为城投企业经营性债务风险的化解指明了方向，体现中央对城投企业全口径债务风险的重视与考量。债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务管控更加系统化、全面化。

图表 1 2025 年城投行业主要政策/会议

发布/会议时间	发布部门	文件/会议名称	核心内容
2025.01	--	99 号文	对地方政府退出重点省份的标准、程序、进度及后续安排等做了详细说明，提出了 1 个申请前提和 3 条退出标准等。
2025.03	上海证券交易所	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》	主要对公司债券发行审核中的重点关注事项进行了修订，如重点核查资产负债结构、现金流量、EBITDA 对利息的覆盖倍数等偿债能力指标，关注城投企业公益性业务占比及财政补贴依赖程度等
2025.04	财政部	《财政部关于六起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》	披露了 2019—2022 年间发生的 6 起隐性债务问责典型案例，涉及内蒙古、吉林、黑龙江、河南、云南、青海等地新增隐性债务、隐性债务化解不实的违法违规行为
2025.04	交易商协会	--	扩大“政府出函”的发债主体范围，要求与政府存在往来（与政府相关的现金流不为 0）的、过往认定为产业类的主体发债均需按照城投债审批流程，需由地级市及以上政府出函
2025.07	--	中共中央政治局会议	指出要积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序推进地方融资平台出清
2025.08	财政部	《财政部关于六起地方政府隐性债务问责典型案例的通报》	包括辽宁省沈阳市辽中区、福建省厦门市、山东省德州市陵城区、湖北省武汉东湖新技术开发区、重庆市武隆区和四川省成都市涉及新增隐性债务，对相关责任人员予以严肃问责，落实对隐性债务问题“终身问责、倒查责任”的有力举措
2025.08	财政部	--	财政部债务管理司共设六个处，分别为综合处、中央债务处、地方债务一处、地方债务二处、发行兑付处、监测管理处。新成立的债务司，主要职责包括以下几个方面：拟订并执行政府国内债务管理制度和政策；拟订中央和地方政府债务管理制度和办法；编制国债和地方政府债余额限额计划；承担政府内债发行、兑付等有关管理工作；承担政府外债管理工作，拟订基本管理制度；加强政府债务监测监管，防范化解隐性债务风险
2025.12	--	中央经济工作会议	延续政治局会议积极财政政策基调，兼顾总量发力和结构优化。在政策力度上，建议 2026 年赤字率保持在 4%以上水平，广义财政赤字规模或达 15 万亿左右。强调优化地方政府专项债券用途管理，提高“负面清单”管理的效率和质量。坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险，积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务

¹ 2025 年 7 月内蒙古公告已退出地方债务重点省份；2026 年 1 月吉林正式宣布成功退出地方债务重点省份

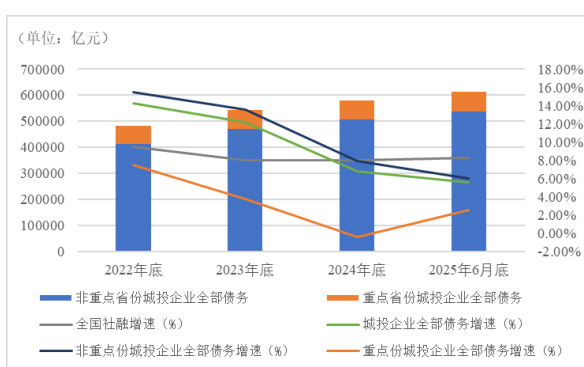
资料来源：公开资料，联合资信整理

二、行业风险表现²

1 行业杠杆水平

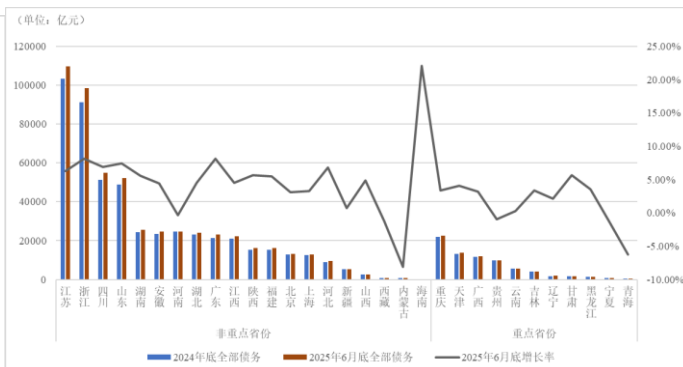
随着一揽子化债方案深入落实，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，部分地区债务规模实现压降；各项债务指标维持小幅增长趋势，整体债务负担依然较重。

债务规模及增速方面：在“控增化存”政策总要求下，随着一揽子化债方案的稳步推进，2024 年以来城投企业债务增速明显放缓且持续低于社融增速水平，2025 年 6 月底，城投企业全部债务³较 2024 年底增长 5.57%，增速较上年进一步放缓。其中，非重点省份城投企业债务增速继续压降，重点省份城投企业债务规模小幅增长，但增速整体低于全国平均水平。分地区来看，河南、西藏、内蒙古、贵州、宁夏、青海的债务规模有所压降，其他地区城投企业债务规模均继续增长；债务体量合计占全国一半以上的江苏、浙江、四川和山东城投企业债务规模仍保持 6%以上的增速，但增速亦均在社融线以下。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2 城投企业全部债务及变化情况



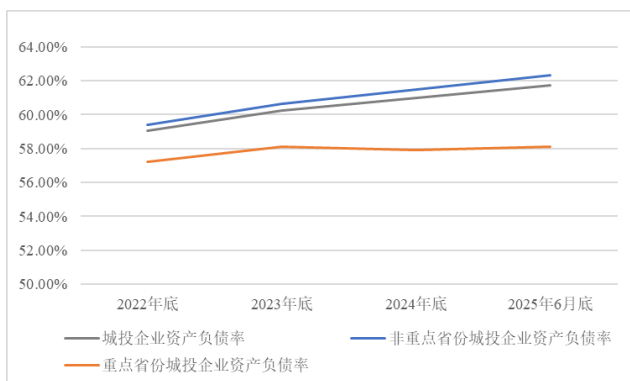
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 3 2025 年 6 月底各地区城投企业债务变化情况

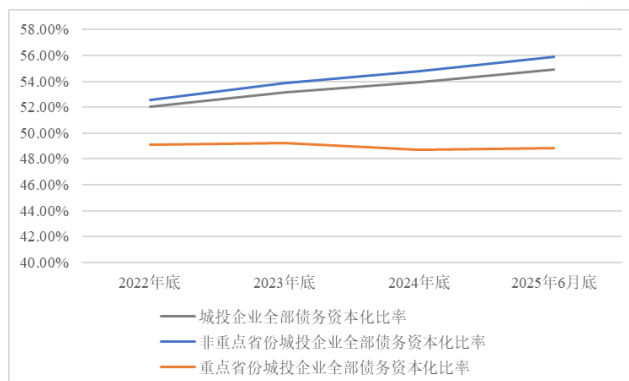
债务负担方面：近年来，随着债务规模增速趋缓，城投企业资产负债率和全部债务资本化比率均维持小幅增长趋势，2025 年 6 月底资产负债率和全部债务资本化比率分别约为 61.7%和 54.9%，城投企业整体债务负担仍然较重。其中，甘肃、河南、内蒙古、宁夏、重庆债务指标均有所压降。

² 该部分以剔除合并范围内子公司并且 2022—2025 年半年度财务数据齐全的 2180 家发债城投企业为样本进行分析

³以样本企业资产负债表中“短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+长期借款+应付债券+租赁负债+长期应付款（合计）”进行测算



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

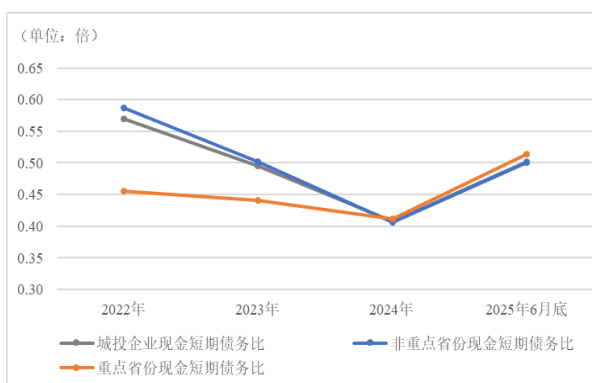


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

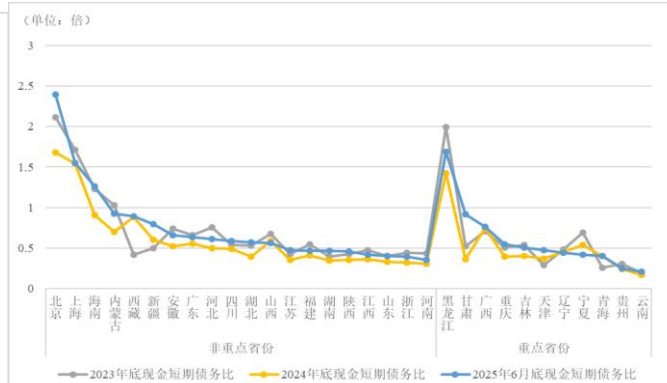
2 行业偿债能力

城投企业整体短期偿债压力有所缓释，但云南和贵州城投企业流动性风险仍需关注；城投企业存量债务规模仍处高位，付息压力较大，部分经济欠发达地区地方政府偿债压力相对更为突出，对区域内城投企业偿债能力的影响有待关注。

短期偿债能力方面，2025 年 6 月底，城投企业现金短期债务比较 2024 年底有所回升，短期偿债压力有所缓释。具体来看，非重点省份中，除山西外，其他地区城投企业现金短期债务比均有所上升，北京、上海、海南城投企业现金类资产对短期债务的保障倍数超过 1 倍，而河南、浙江和山东城投企业现金类资产对短期债务的覆盖倍数不足 0.4 倍；重点省份中，除辽宁和宁夏外，其他地区现金短期债务比亦有所改善，但云南和贵州城投企业现金类资产对短期债务的覆盖程度不足 0.3 倍，短期偿债压力仍较大。



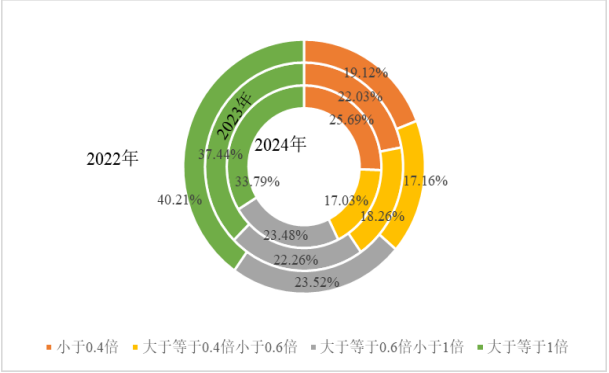
资料来源：联合资信根据 Wind 整理



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

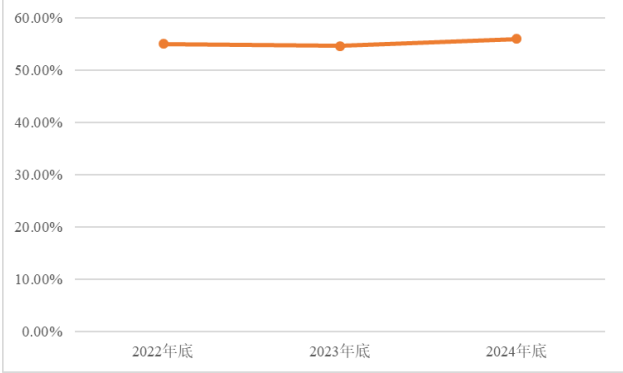
长期偿债能力方面，近年来，城投企业 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数逐年下降，EBITDA 利息倍数大于 1 倍的城投企业占比持续下降，而 EBITDA 利息倍数不足 0.4 倍的城投企业占比持续上升，城投企业长期偿债能力整体有所弱化。城投企业存量债务规模仍较大，2024 年底，超过 4 成的城投企业 EBITDA 对

利息支出的保障程度不足 0.6 倍，付息压力较大。此外，地方政府在业务回款、资本金注入、往来资金拆借等方面给予城投企业较大支持，地方政府支持能力对城投企业长期偿债能力形成重要支撑。近年来，除天津外，其他各地区广义债务率⁴均有所上升，地方政府的债务负担加大。其中，广西、贵州、陕西、云南等地方经济欠发达地区的广义债务率相对较高，地方政府债务负担大，对区域内城投企业偿债能力的影响有待关注。近年来，城投企业有息债务占广义债务的比重较为稳定，基本保持在 55%左右，城投企业在地方基建、保障民生等领域承担了较多职能，整体行业替代风险较低。



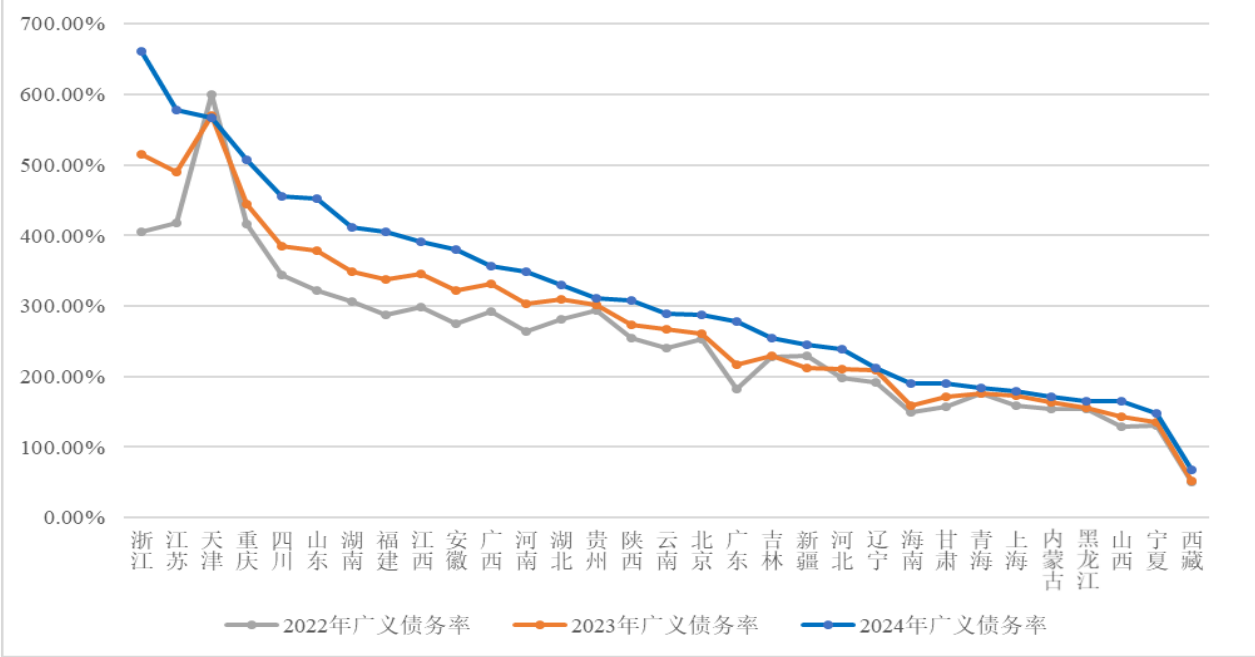
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 城投企业 EBITDA 利息倍数及变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 9 城投企业有息债务占广义债务的比重变化



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

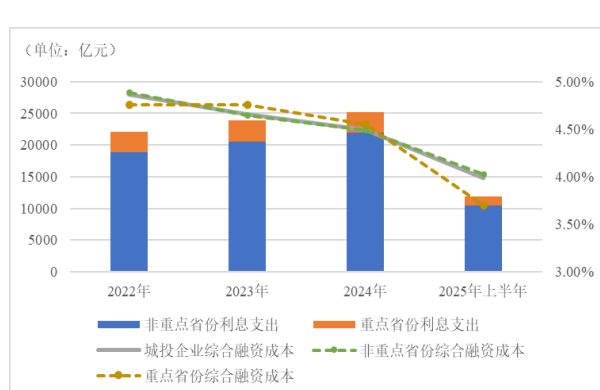
图 10 各地区广义债务率变化情况

⁴ 广义债务率=（地方政府债务余额+样本城投企业全部债务）/地方综合财力*100%，由于城投企业债务数据获取的局限性，实际广义债务率或高于测算值

3 行业融资能力

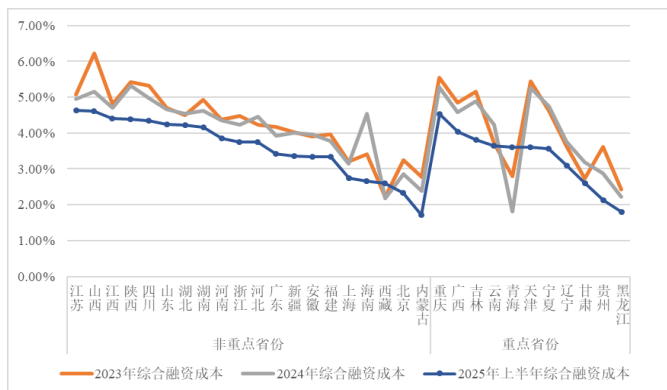
2025 年以来城投企业综合融资成本延续下行，债务结构持续改善。重点省份获得化债政策支持力度更大，化债效果尤为明显，但个别地区再融资压力仍较大。

综合融资成本方面，2025 年以来，货币政策维持宽松，随着特殊再融资债券置换隐性债务、金融机构置换经营性高息债务等工作的持续开展，城投企业整体综合融资成本⁵延续下行。其中，2024 年以来，重点省份城投企业综合融资成本下降幅度较大，化债效果持续显现；非重点省份中，江苏、山西、江西、陕西、四川、山东等地区的综合融资成本持续高于全国城投企业的平均水平。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 城投企业综合融资成本变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

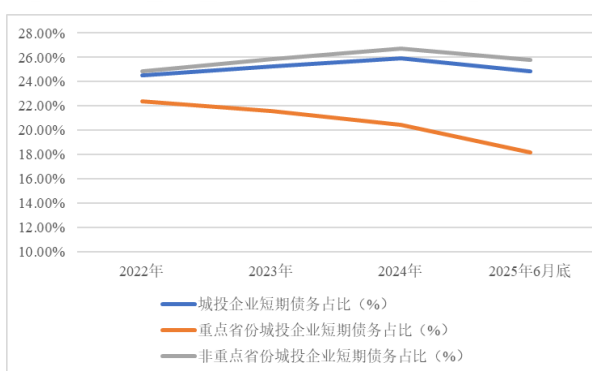
图 12 各地区城投企业综合融资成本变化情况

债务结构方面：从债务期限结构来看，随着金融机构支持化债工作的深入开展，2025 年 6 月底，城投企业短期债务占比较明显下降，债务期限结构有所改善，重点省份改善尤为明显。融资渠道方面，随着城投债持续净偿还，存续债券融资规模呈压降态势，2024 年以来，城投企业债券融资占比⁶持续下降，2025 年 6 月底较 2023 年底下降约 1.5 个百分点；随着银团贷款对非标等高息债务置换工作的持续推进，城投企业非标融资占比呈压降态势，2024 年底非标债务⁷占比较 2023 年底下降约 0.2 个百分点。其中，重点省份受化债政策支持力度更大，非标债务规模同比下降较大，非标债务占比较 2023 年底下降约 1.2 个百分点，广西、天津、云南和吉林非标占比压降幅度均超过 1.8 个百分点，债务结构改善尤为明显。

⁵ 综合融资成本=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/[（上年底全部债务+本年底全部债务）/2]，并将 2025 年上半年综合融资成本进行年化处理

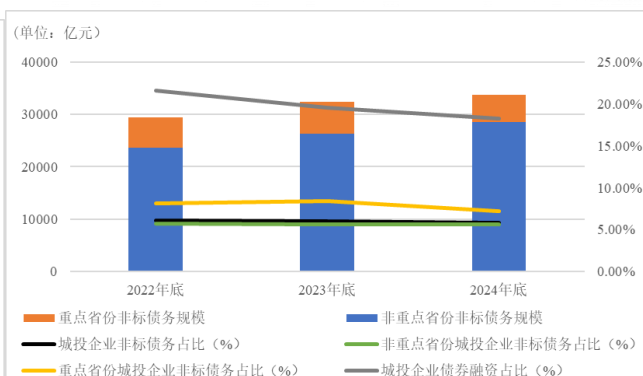
⁶ 以样本企业资产负债表中“应付债券/全部债务*100%”进行估算

⁷ 以样本企业资产负债表中“长期应付款”（不含专项应付款）进行估算



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

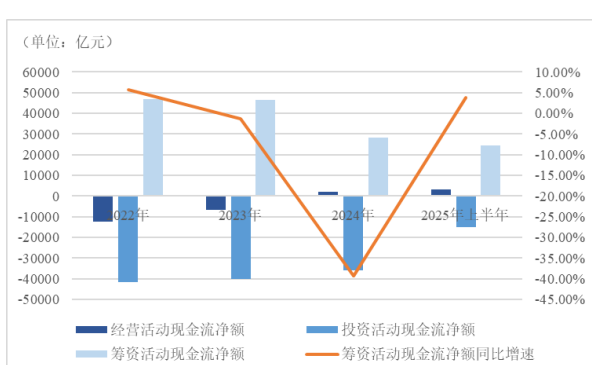
图 13 城投企业短期债务占比变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

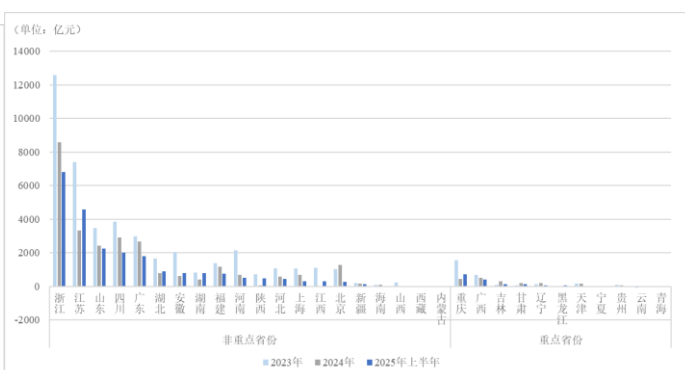
图 14 城投企业非标和债券融资规模及占比变化情况

净融资额方面：2025 年上半年，城投企业筹资活动前现金流净额持续为负，项目投资及债务本息偿付所需资金仍主要依赖对外筹资，筹资活动现金流保持较大规模净流入，且净流入规模同比增长约 4%。非重点省份中，浙江、江苏、山东、广东保持强劲的融资能力，筹资活动现金净流入规模仍居于前列；内蒙古退出重点省份，筹资活动现金流由上年同期的净流入转为净流出。重点省份中，云南和青海筹资活动现金流自 2023 年以来持续呈现净流出，再融资压力较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15 城投企业现金流及变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

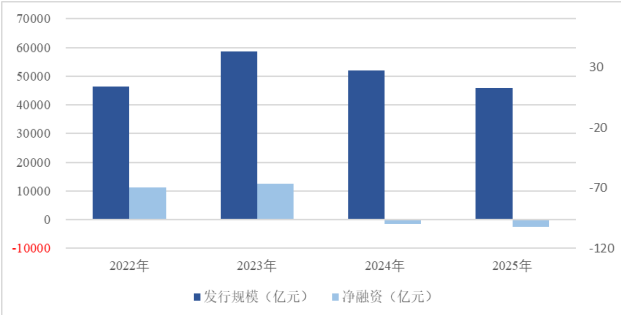
图 16 各地区城投企业筹资活动现金流净额及变化情况

三、债券市场表现

1 债券发行情况

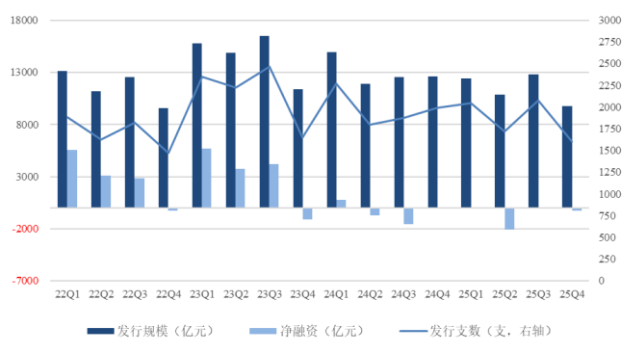
2025 年，城投债发行规模延续下降态势，净融资缺口进一步扩大。银行间和交易所市场发行规模均有所下降，超短期融资券和中期票据下降幅度尤为明显。城投债发行和净融资区域分化持续，江苏、湖南、安徽、湖北和重庆城投债净偿还规模较大。行政层级较低、资质较弱的城投企业融资压力仍较大。城投债发行期限结构整体持续改善，超长期城投债发行规模同比增长，发行主体以经济较发达地区的优质主体为主；广西、吉林、黑龙江和甘肃等重点省份城投债发行期限结构较明显改善。

2025 年以来，城投企业新增发行难度仍较大，募集资金仍以借新还旧为主。2025 年，城投债发行规模延续下降态势，发行规模同比下降 11.88%至 45879.18 亿元，净融资为-2481.35 亿元，城投债净偿还规模进一步扩大。2025 年，全国共有 272 家城投主体实现债券新增发行⁸，发行债券期数和规模分别为 385 期、2403.41 亿元，发行期数同比有所上升、规模同比有所下降，或与新增发债主体体量较小、单只债券发行额度较低有关；新增发行主体主要分布于浙江、广东、江苏、山东等经济财政实力和产业优势较强的地区，新增债券主要用于补充流动性、股权投资和项目建设等，其中项目主要投向乡村振兴、绿色产业、重要产业园区建设、城市更新、异地搬迁安置等领域。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

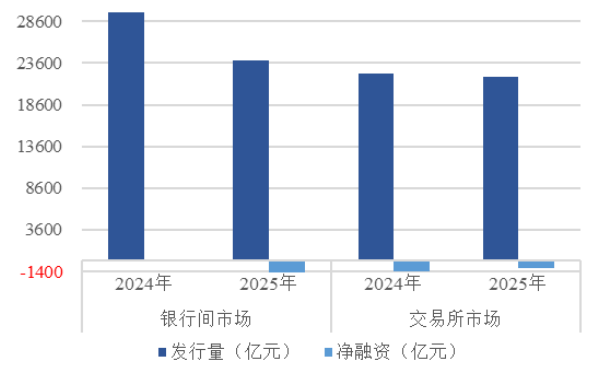
图 17 城投债发行和净融资情况



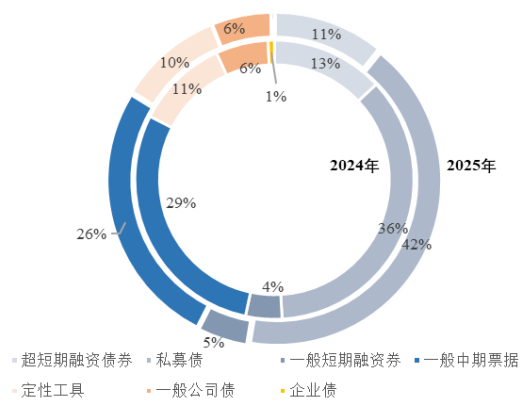
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 18 城投债分季度发行和净融资情况

发行品种方面，2025 年，交易所和银行间产品发行规模同比均有所下降，且均表现为净偿还。其中，银行间产品发行规模同比下降 19.59%，净偿还规模同比亦明显扩大。分品种来看，仅私募债和一般短期融资券发行规模同比略有增长，其他品种债券发行规模均有所下降，企业债下降幅度超六成，超短期融资债券和中期票据下降幅度超 20%。



注：企业债纳入交易所市场产品统计，下同
资料来源：联合资信根据 Wind 整理



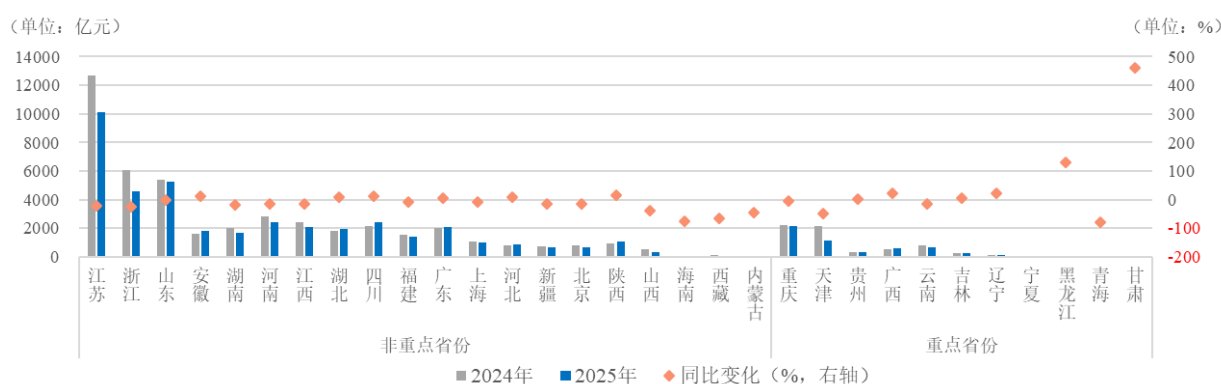
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

⁸ 包括募集资金用途含补充流动资金、补充营运资金、用于项目建设及对外投资出资的情况，部分债券未获取到募集资金用途，未包含在内

图 19 不同市场城投债发行及净融资情况

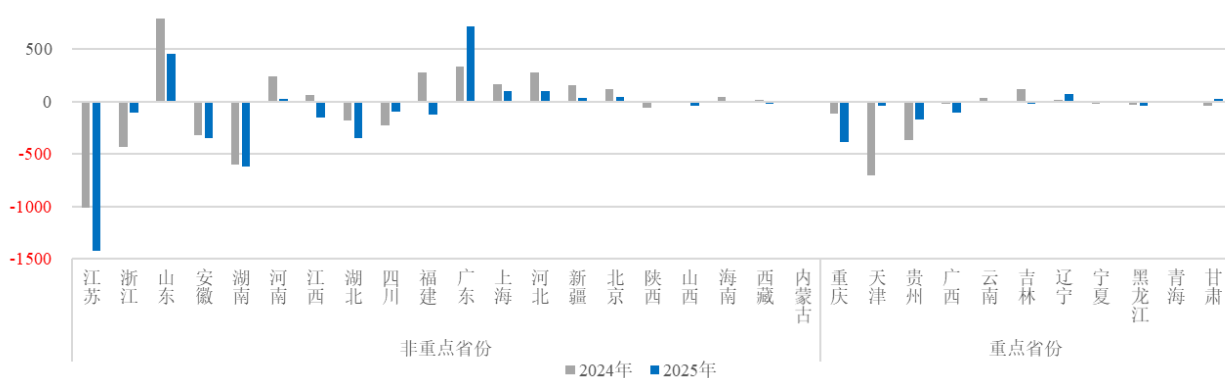
图 20 不同品种城投债发行情况

分区域来看，2025 年，江苏、山东和浙江城投债发行规模仍稳居前三，发行规模合计占比 43.39%，而海南、西藏、内蒙古、宁夏、黑龙江、青海、甘肃的城投债发行规模均不足 100 亿元。城投债发行规模超过 500 亿元的地区中，安徽、四川、陕西、广西城投债发行规模同比增幅较大，均超过 10%，而江苏、浙江、湖南、天津和云南等地区城投债发行规模同比降幅超过 15%。净融资方面，2025 年，山东、广东、上海、河北地区城投债融资保持较大规模净融入，其他大部分地区城投债融资表现为净偿还或紧平衡，江苏、湖南、安徽、湖北和重庆城投债净偿还规模均超过 300 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

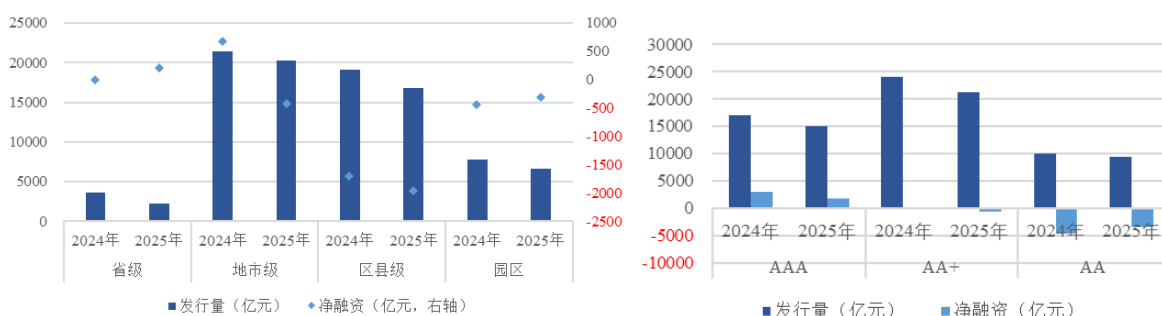
图 21 各地区城投债发行规模同比变化情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 22 各地区城投债净融资同比变化情况（单位：亿元）

从行政层级和主体级别来看，2025 年，各行政层级、各级别主体城投债发行规模均有所下降，城投债发行主体行政层级以地市级和区县级主体为主，主体级别仍以 AAA 级及 AA+ 级为主，发行规模合计占比均约 80%。其中，省级和 AAA 级主体城投债融资保持净融入状态，区县级和 AA 级主体则持续呈现较大规模净偿还，行政层级较低、资质较弱的城投企业融资压力仍较大。



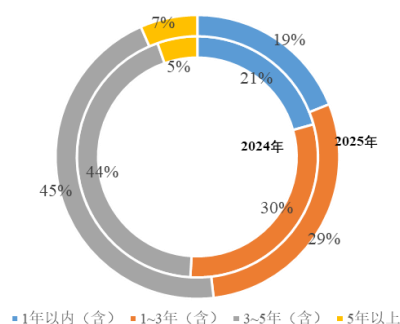
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 23 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

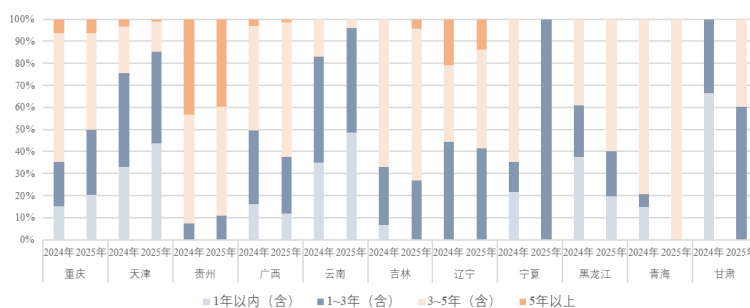
图 24 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况

发行期限方面，2025 年，城投债发行期限仍以中长期为主，3 年以上的城投债占比 52%，较 2024 年上升 3 个百分点；超长期（10 年及以上）城投债共计发行 278 期，发行规模 1995.36 亿元，发行期数和规模同比（213 期、1922.02 亿元）均有所增长。重点省份中，贵州、重庆、广西、吉林、辽宁实现超长期城投债发行，广西、吉林、黑龙江、甘肃等地区城投债发行期限结构均明显改善。非重点省份中，大多数区域城投债发行期限亦有所拉长，而河南、湖北、四川、陕西、山西短期城投债发行占比有所上升；非重点省份作为超长期城投债发行的主力，超长期城投债共发行 243 期（占 87.41%），发行主体主要分布在江苏、山东、浙江、广东、福建等经济较发达省份，发行主体行政层级以地市级为主，主体级别主要为 AAA，发行品种主要为中期票据和公司债券。



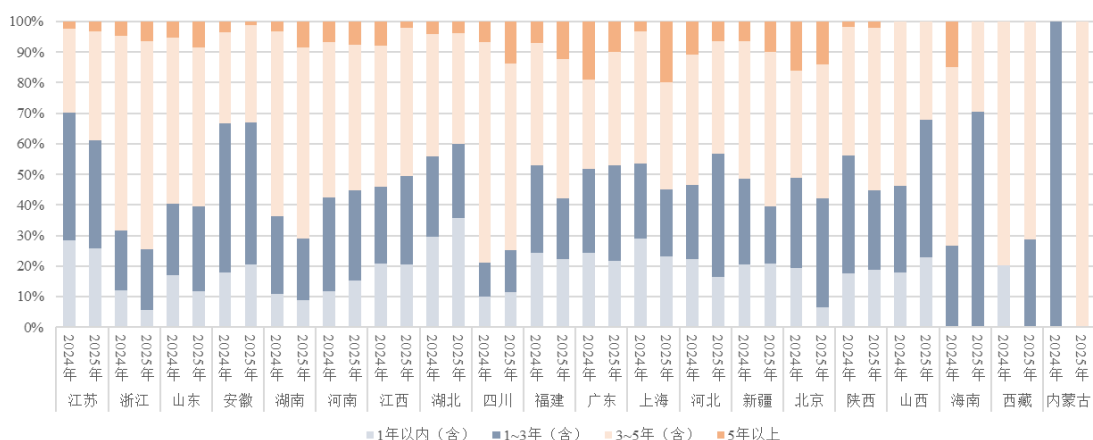
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 25 城投债发行期限分布情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 26 重点省份城投债发行期限分布情况



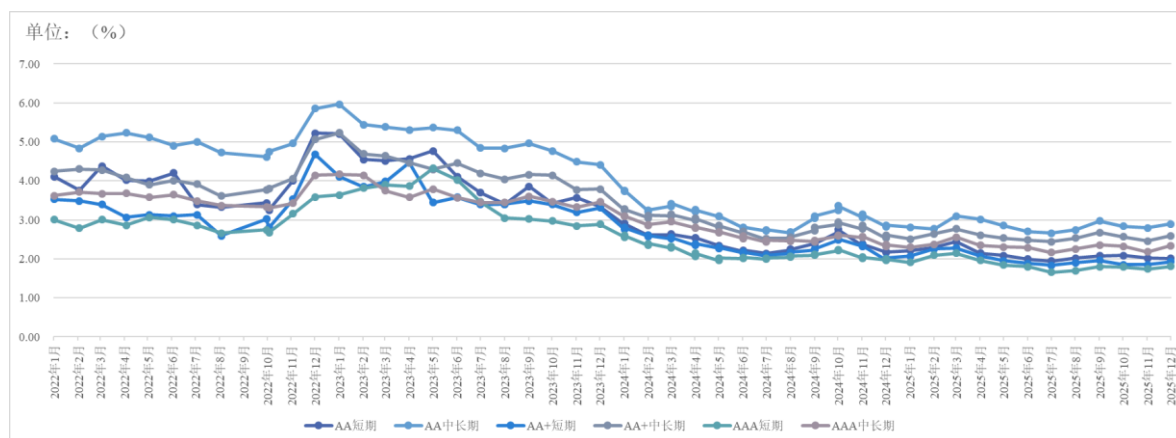
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 27 非重点省份城投债发行期限分布情况

2 利率利差情况

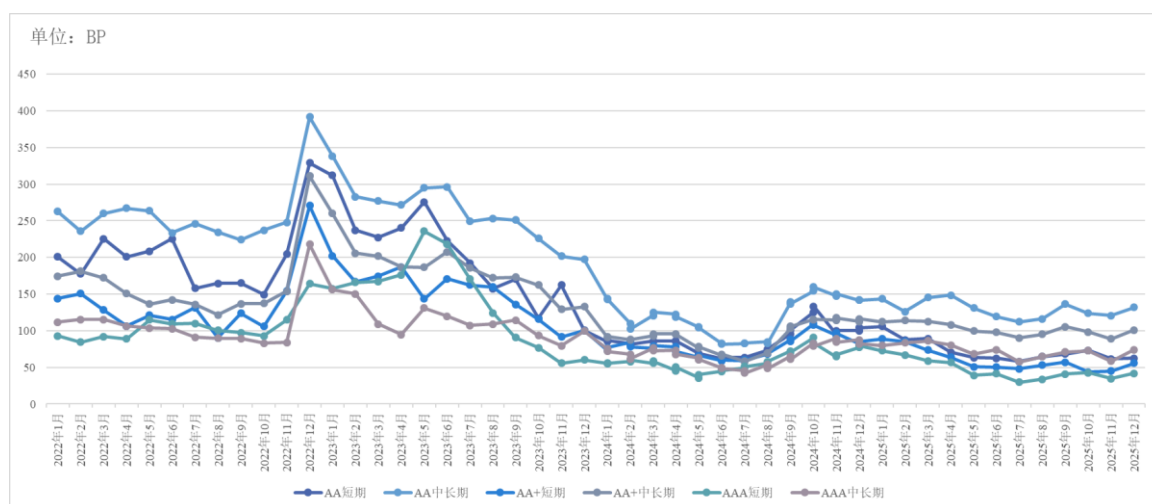
2025 年，城投债发行利率及发行利差小幅震荡下行，各级别短期限城投债发行利率和利差整体保持趋同，而不同级别中长期城投债发行利率和利差分化程度有所拉大。青海、贵州、甘肃和云南的发行利差仍居高位，再融资环境改善尚需时日；非重点省份中陕西、山东和河南发行利差高于全国平均水平，发行利差区域分化有所加大。

2025 年，货币政策适度宽松，化债政策持续加力，城投债发行利率和发行利差均维持小幅震荡下行走势，各级别短期限城投债发行利率和发行利差整体保持趋同，而不同级别中长期城投债发行利率和发行利差分化程度有所拉大。其中，大部分重点省份城投债发行利差进一步收窄，贵州、云南、宁夏、黑龙江和甘肃的平均发行利差同比降幅明显（超过 40BP），但青海、贵州、甘肃和云南的发行利差仍居高位，再融资环境改善尚需时日。非重点省份中，或受区域内部分地区舆情持续发生影响，陕西、山东、河南的城投债发行利差相对较高，均超过全国平均水平 20 个 BP；不考虑内蒙古，发行利差最高的陕西与最低的北京差距扩大至 85.96BP，同比上升 5.31 个 BP，区域分化有所加大。



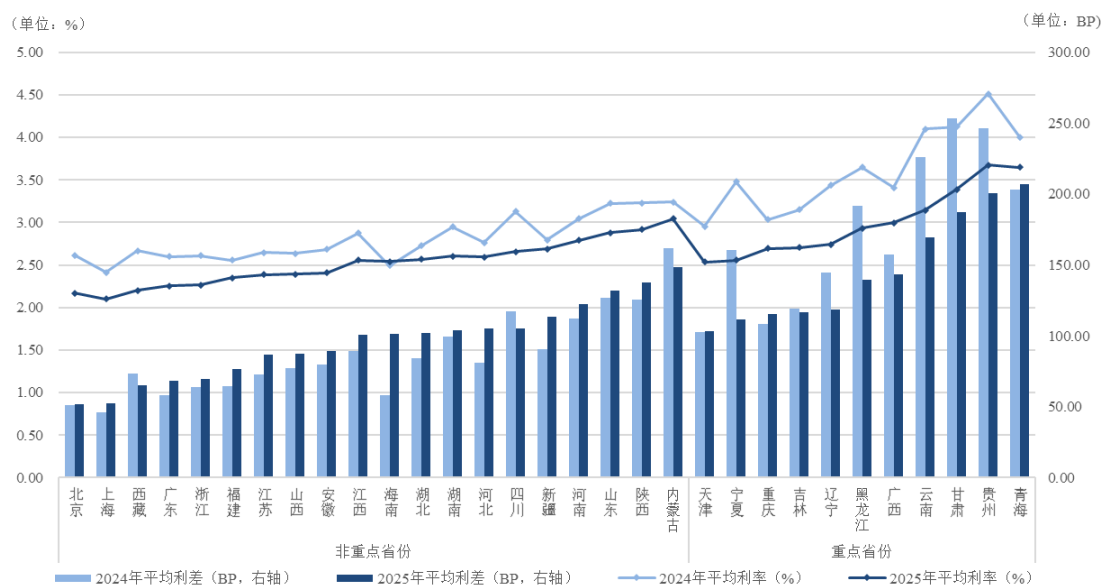
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 28 城投债发行利率走势（单位：%）



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 29 城投债发行利差走势（单位：BP）

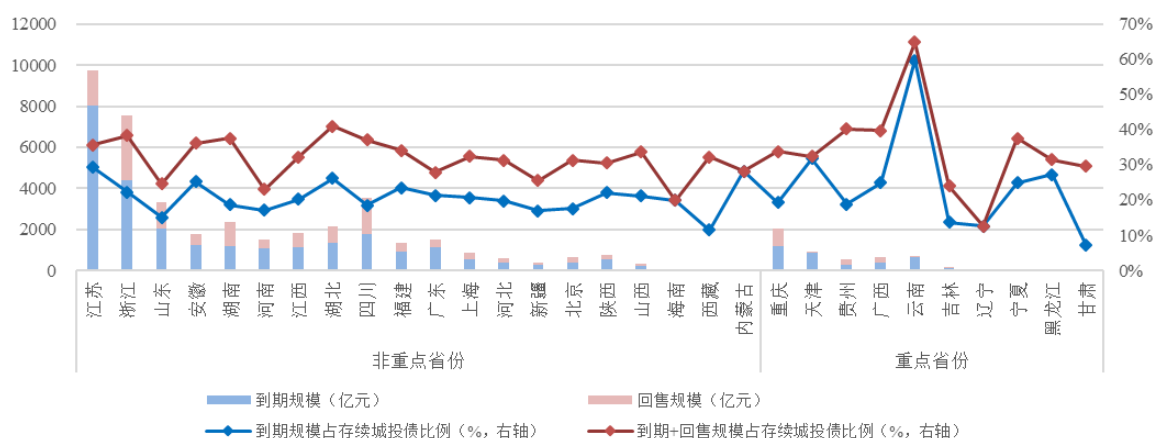


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 30 各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

四、展望

2026 年，城投债到期兑付规模小幅下降，考虑到城投企业债务总量仍较大，付息压力依然较大，未来城投债兑付压力不减，需关注集中偿付压力较大地区以及区县级城投企业的流动性压力。截至 2025 年末，存续城投债规模约 13.40 万亿元。假设含权债券全部选择行权，2026 年到期城投债规模合计约 4.63 万亿元，较 2025 年兑付规模小幅下降约 4%，考虑到城投企业债务总量仍较大，付息压力依然较大，2026 年城投债兑付压力不减。分区域来看，江苏、浙江、山东、四川、湖南的城投债到期规模位列前五，合计占比超过 58%。重点省份中，重庆、天津、贵州、广西和云南 2026 年到期城投债规模较大，其中云南 2026 年城投债到期及回售总额占其存续城投债券余额比重约 65%，需关注其集中兑付压力。从行政级别来看，2026 年到期城投债中，地市级及区县级主体占比分别为 44%和 39%，重点省份到期城投债的行政层级以区县级为主，非重点省份中江苏、浙江、山东、四川到期城投债中区县级占比均超过 40%，考虑到区县级城投债持续净偿还，需关注区县级城投企业 2026 年兑付压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 31 2026 年城投债到期区域分布情况

随着大规模的隐性债务置换工作逐步收尾，经营性债务风险的防范和化解或将成为下一阶段地方债务化解的重点。而经营性债务体量更大、更具复杂性、化解难度相对更大，未来需对城投企业经营性债务的化解措施和成效保持关注。截至 2025 年底，6 万亿元特殊再融资债额度已发行 4 万亿元，剩余 2 万亿元将于 2026 年全部发行完毕，届时大规模的隐性债务置换工作将逐步进入收尾阶段。随着大规模隐性债务化解工作的收官，结合 12 月中央经济工作会议提出的“优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”的指导要求，经营性债务风险的防范和化解或将成为下一阶段地方债务化解的重点。与隐性债务相比，经营性债务体量更大，资金用途更加广泛，债务形成更具复杂性，原则上偿债资金来源于城投企业自身经营性现金流或通过银行、发债等渠道再融资来进行债务接续，债务化解难度相对更大。城投企业经营性债务的化解方式或将更趋近于市场化，如通过高息债务置换、展期降息、债转股、引入战略投资等方式，中短期内或仍将以降低城投企业的付息压力为切入点，以时间换空间，寻求在发展中化解债务风险。未来需对城投企业经营性债务的化解措施和成效保持关注。

未来，化债工作进入攻坚期，主要化债措施将由债务置换转向更加系统性的债务长效机制的构建，这将依托于财政体制改革的不断深化，通过地方财权与事权进一步匹配，使地方政府腾挪出更多资金发展经济、化解债务，最终推动城投企业实现在发展中解决债务问题。2025 年 12 月，《国务院关于 2024 年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改情况的报告》中强调，未来需围绕“加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制”，“统筹推进短期财政发力、债务化解和中长期改革”，加之财政部债务管理司相关职能部门的设立，化债工作进入攻坚期，预计未来主要化债措施将由债务置换转向更加系统性的债务长效机制的构建，而这又依托于财政体制改革的不断深化。继二十届三中全会提出“建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系”“适当加强中央事权、提高中央财政支出比例”“拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限”之后，2025 年以来，中央经济工作会议及全国财政工作会议等多次提出要重视解决地方财政困难，规范税收优惠、财政补贴政策，构建地方税体系为支撑的财税体制改

革。随着财税体制改革不断深化，央地财力配置有望进一步优化，地方财权和事权有望更加匹配，中央政府上收事权和支出责任，地方政府事权减少、财权增加，可以腾挪出更多资金发展经济、化解债务，最终推动城投企业在发展中解决债务问题。同时，深化财政体制改革，健全预算制度，将公益性项目建设支出严格纳入地方政府预算管理，对于经营性项目则需注重投资收益，可以适当引入社会资本投资运营，由企业自负盈亏，有助于理清政府和城投企业的关系，建立市场化、规范化的政府投融资机制，从根源上遏制隐性债务新增，从而推动债务形成机制转变，构建起债务管控长效机制。

从微观企业层面长远来看，要从根本上化解城投企业的债务风险，主要还需依靠其通过转型发展提高自身造血能力。城投企业可在化债与发展的政策平衡中寻找转型机遇，但需关注其转型过程中面临的**市场化风险以及政企关系的演变**。一系列化债措施为地方化债争取了时间和空间，但长远来看，从微观企业层面，要从根本上化解城投企业的债务风险，主要还需依靠其通过转型发展提高自身造血能力。7月政治局会议提出要有力有序推进地方融资平台出清，政策推动下，融资平台加快整合、重组步伐，截至2025年底，超七成融资平台实现退出，城投企业退平台及转型发展加速进行。2025年6月，国家发展和改革委员会在《关于促进城投公司高质量发展的指导意见（征求意见稿）》中提出，支持城投公司参与城市更新、智慧城市、绿色基建等新兴领域，鼓励其通过REITs、ABS、绿色债券等工具盘活存量资产、拓展市场化融资渠道，推动城投公司与国企改革深度融合，增强市场化经营能力。2025年10月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，鼓励城投等国有企业在基础设施投资提质、民生保障、城乡融合、绿色低碳、新质生产力等领域发力，为城投企业转型成为自主经营的**市场化主体**明确了路径和方向。随着城投企业转型的深化，城投企业或将承担更多地方招商引资和服务区域产业发展等相关职能，其自身业务发展与地方产业发展的关联度进一步提升，城投企业可能面临的自营项目资金回收风险、股权投资风险、资金拆借回收风险等市场化风险有所加大，同时城投企业职能定位的转变或将带来政企关系的重塑调整，需关注其转型过程中可能面临的**市场化风险以及政企关系的演变**。

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，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。