

化债转型提速，城投债净融资回正—— 2026年一季度城投债市场分析与展望

联合资信 公用评级四部 | 马玉丹 杨廷芳

- 2026年一季度，政策延续“控增化存、促发展”主线。隐债置换进入收尾阶段，“退名单”稳妥推进，化债重心向经营性债务转移；38号文“控增量、盘存量、增存挂钩”的政策导向，重塑地方经济社会发展逻辑。
- 城投债市场在严控债务风险与满足合理融资需求的动态平衡中呈现修复态势。总发行量环比增长，提前偿还规模明显下降，净融资由负转正。发行期限整体拉长，资金面宽松推动发行利率及利差中枢下行。部分重点省份发行利差压降较明显，但贵州、甘肃和云南的发行利差仍居高位，再融资环境有待改善；非重点省份各区域定价分化持续收敛，内蒙古、陕西、吉林和山东发行利差相对较高。
- 二季度城投债到期规模环比回落，江苏、浙江到期规模居前，集中偿付压力整体有所缓释，但区域分化与结构性压力依然突出，需关注部分重点省份地级市主体流动性压力。未来政策将更侧重于“发展中化债”，通过资产证券化等市场化手段盘活存量资产，推动城投从依赖政府信用向依靠经营性现金流的实体化运营转变，需持续关注转型过程中的信用重构风险。



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



一、政策环境

2026年一季度，政策延续“控增化存、促发展”主线。隐债置换进入收尾阶段，“退名单”稳妥推进，化债重心向经营性债务转移；38号文“控增量、盘存量、增存挂钩”的政策导向，重塑地方经济社会发展逻辑。

隐债置换进入收尾阶段，化债重心向经营性债务转移。2026年为隐债置换收官之年，隐债置换提速，化债力度保持高位。1月，财政部继续推进2万亿元隐性债务置换额度使用，缓解当期流动性压力。一季度，全国共有28个省份发行再融资专项债用于置换隐性债务，整体发行规模超1.4万亿元，江苏、浙江、山东、广东、四川、湖南等省份置换规模居前。随存量隐债化解进入收尾阶段，化债重心转向经营性债务，重点攻坚非标、“双非”债务化解。3月初，《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的审查结果报告》指出优化债务重组和置换办法，加大对非标、“双非”等债务化解的支持力度，推动融资平台公司经营性债务风险防范化解，严禁新设或异化产生各类融资平台。

“退名单”稳妥推进，风险地区动态调整机制落地见效。中央继续落实“99号文”重点省份退出路径，2026年政府工作报告进一步强调“健全债务风险地区动态调整机制，稳妥推进退名单工作，释放有效投资空间”。自“退名单”路径进一步清晰后，内蒙古、吉林已退出重点省份，宁夏也已明确提出拟退出重点省份，青海确保今年退出重点省份，风险地区动态调整机制落地见效，“退名单”从试点转向扩围。

“控增量、盘存量、增存挂钩”，38号文重塑地方经济社会发展逻辑。3月，自然资源部与国家林草局联合印发《关于进一步做好自然资源要素保障的通知》（自然资发〔2026〕38号），核心条款包括：省级政府统筹使用“十五五”新增建设用地指标；建立健全新增建设用地与存量建设用地盘活挂钩机制，年度新增城乡建设用地原则上不得超过盘活存量土地面积；新增建设用地优先保障重大项目建设和民生事业发展、原则上不用于经营性房地产开发。38号文“控增量、盘存量、增存挂钩”的政策导向，将倒逼地方政府摆脱土地财政依赖，重塑地方经济社会发展逻辑；同时驱动城投企业加快市场化转型，依托存量资产盘活开展城市运营及民生服务等业务，从城市建设主体向城市综合运营商转变。

二、城投债¹市场回顾

（一）债券发行

一季度，城投债市场在严控债务风险与满足合理融资需求的动态平衡中呈现修复态势。总发行量环比增长，提前偿还规模明显下降，净融资由负转正且较上年同期显著扩张。交易所市场成为净融资主场，私募债为主要增量来源，银行间市场则呈紧平衡状态，短融和超短融发行规模降幅较大。发行期限整体拉长，重点省份中重庆、贵州、广西和宁夏发行期限结构呈改善态势，天津、云南的城投债发行期限仍以短期为主；山东、江苏、浙江等地超长期债券发行规模较大。

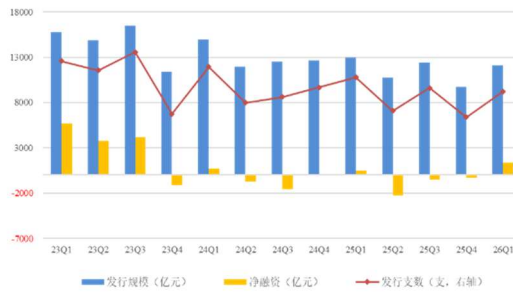
一季度，城投债发行规模同比下降 6.55% 至 12103.08 亿元，环比则增长 24.37%，；受偿还量收缩影响，一季度扭转了自去年二季度以来融资净偿还的趋势，实现净融资额 1341.76 亿元，相当于 2025 年同期的两倍；其中首次发行债券主体 144 家，发行规模 744.02 亿元，主体数量及发行规模同比及环比均明显增加²。共有 147 家城投主体实现债券新增发行³，发行债券期数和规模分别为 178 期、939.89 亿元，主体数量、期数和发行规模同比、环比均明显增加，新增债券主要投向科技创新相关基金和股权投资、乡村振兴等领域；新增发行主体主要分布于非重点省份，以山东、浙江、广东、江苏等经济财政实力和产业优势较强的地区为主，大多围绕地方国有资产运营、产业发展、保障区域民生及城市服务等职能开展业务；重点省份中重庆、广西和宁夏亦实现新增发行。

伴随城投企业市场化转型加速，一季度已声明市场化经营主体的城投企业债券发行规模占比快速提升至 45.5%（同比提升 17.7 个百分点），该部分主体实现净融资 698.93 亿元，占一季度城投债总体净融资额的比重过半。此外，随“一揽子化债”政策深化执行，城投债融资成本与债务结构均得到显著改善，一季度提前偿还规模同比及环比均明显收缩，总量约 2880 亿元（同比下降 30.56%、环比下降 12.06%）。其中，浙江提前偿还规模最大，近 700 亿元；江苏、山东、四川、湖南、重庆等地提前偿还规模 200~390 亿元；安徽、湖北、江西和广西提前偿还规模 90~150 亿元。

¹ 本文所述城投企业以联合资信城投名单为基础进行筛选，包含适用于联合资信《城市基础设施投资企业信用评级方法》和《公共设施管理与服务企业信用评级方法》的主体

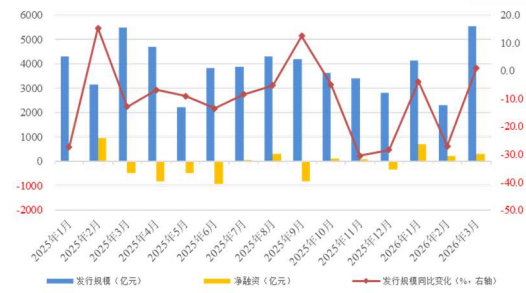
² 一季度，首次发债主体数量及发行规模同比分别增长 396.55% 和 459.41%；环比分别增长 69.41% 和 57.97%

³ 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



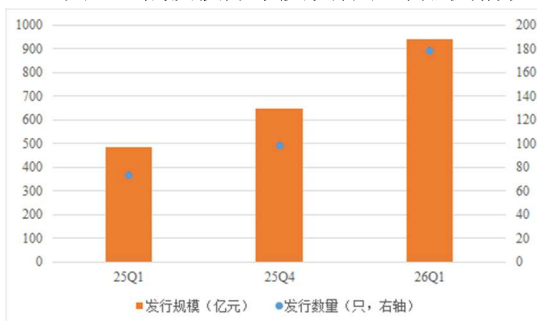
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图1 城投债分季度发行和净融资情况



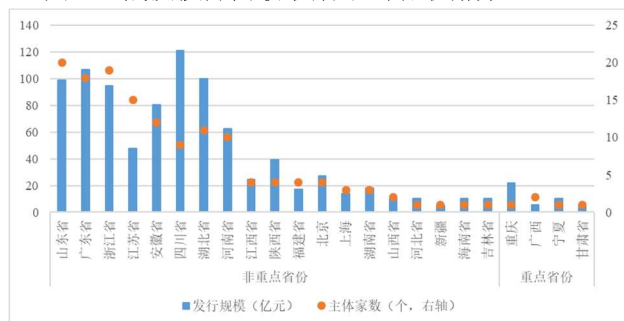
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图2 城投债分月份发行和净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

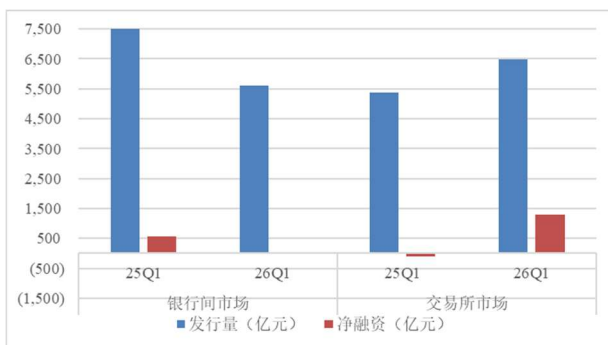
图3 新增发行债券情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图4 三季度新增发行主体区域分布情况

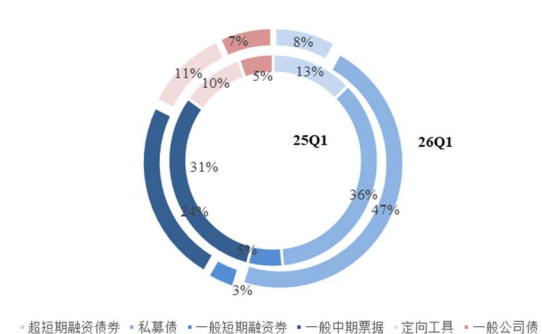
从发行品种来看，一季度交易所市场发行规模实现同比与环比双增长，以私募债发行为主，私募债和一般公司债的增幅较大；相比之下，银行间市场发行规模同比有所下降，尤以短期限品种降幅较大，短期融资券及超短期融资券同比降幅约40%，一般中期票据同比下降约28%。净融资方面，一季度银行间市场和交易所市场均呈净融入状态，但规模差异明显，银行间市场净融资额55.43亿元，新增融资主要集中于交易所市场，其净融资额达1286.33亿元。



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

图5 不同市场城投债发行及净融资情况



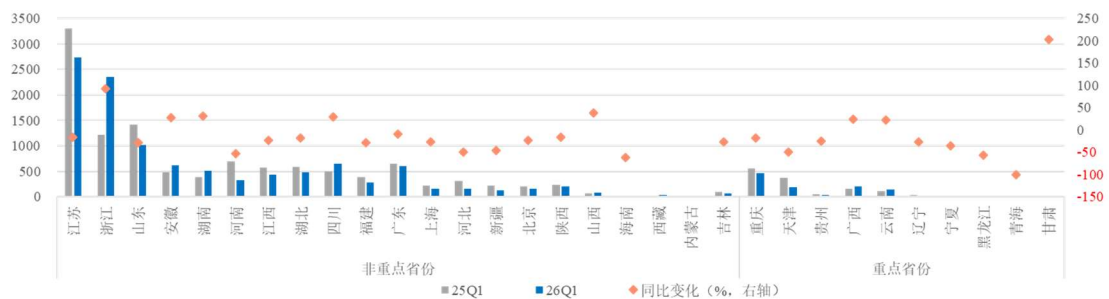
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图6 不同品种城投债发行情况

分区域来看，一季度非重点省份⁴发行规模环比增长28.42%，同比略有下降；重点省份发行规模则呈现同比及环比双降态势，降幅分别为18.95%和5.86%。非重点省

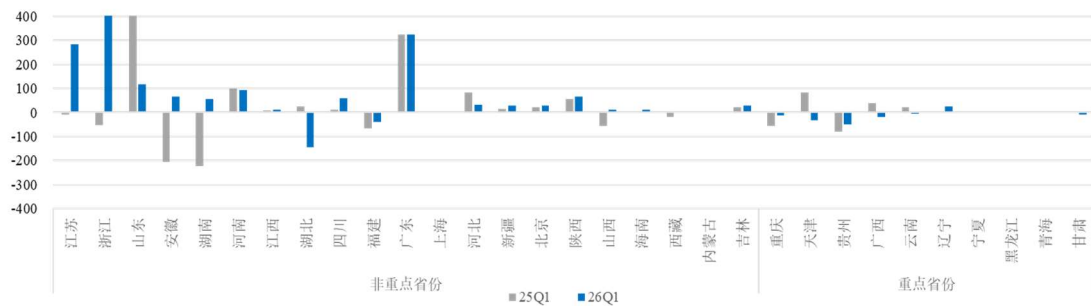
⁴ 2025年7月内蒙古公告已退出地方债务重点省份；2026年1月吉林正式宣布成功退出地方债务重点省份

份中，江苏、山东和浙江城投债发行规模合计占比超过 50%，集中度较高；浙江、湖南和山西的城投债发行规模同比增幅超过 30%；海南、河南、河北和新疆的城投债发行规模同比降幅较大。重点省份中，重庆、天津、广西和云南城投债发行规模位居前列，其余省份发行规模相对较小；受债券偿付需求增加影响，广西、云南和甘肃的发行规模同比有所增长，而其他地区因债券偿付需求减少，发行规模同比均有所下降。净融资方面，一季度，浙江、江苏、广东和山东城投债融资保持较大规模净融入，其他大部分非重点省份城投债融资表现为紧平衡，其中湖北地区城投债净偿还规模较大，约 145 亿元；重点省份除辽宁外，其余地区城投债融资仍表现为净偿还。



注：2025 年 Q1 西藏和内蒙古无城投债发行，无同比数据
 资料来源：联合资信根据 Wind 整理

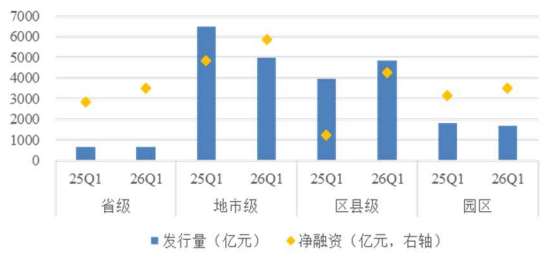
图 7 一季度各省份城投债发行规模同比变化情况（单位：亿元）



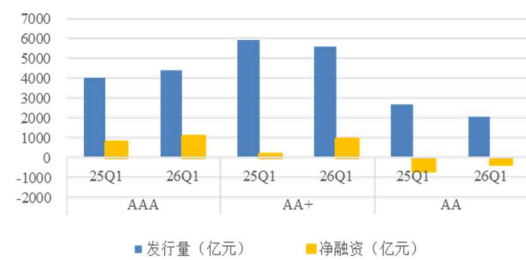
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 一季度各省份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，一季度区县级主体发行较为活跃，发行规模及净融资额同比均明显增长；地级市主体发行规模及净融资额同比均有所下降，但仍是净融资的重要贡献群体；省级平台的发行规模同比微降，净融资额同比接近翻倍。发债主体级别仍以 AAA 级及 AA+ 级为主，发行规模合计占比约 83%，净融资额同比均有所增长；AA 级以下主体发债规模同比下降 28.93%，持续呈净偿还态势。

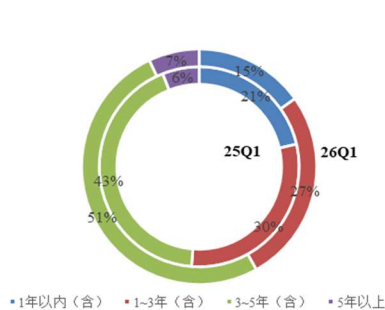


资料来源：联合资信根据 Wind 整理
图9 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

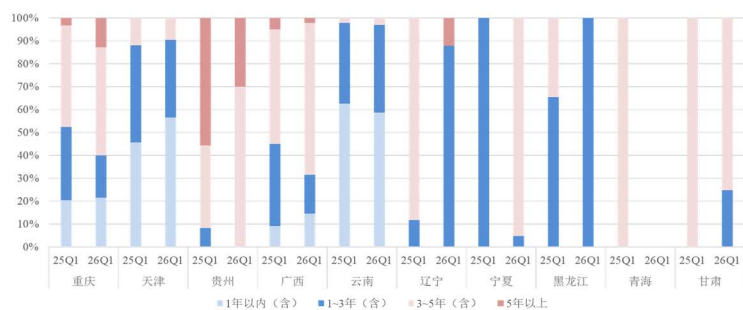


资料来源：联合资信根据 Wind 整理
图10 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况

期限结构上，一季度城投债发行期限仍以中长期为主，3年以上的城投债发行规模占比超58%；超长期（10年及以上）城投债共发行65期，规模约560亿元，同比、环比均有所增长。区域层面，重点省份中重庆和贵州实现超长期城投债发行，此外广西和宁夏的城投债发行期限结构亦有所优化，天津、云南的城投债发行期限仍以短期为主；非重点省份多数地区城投债发行期限有所拉长，但河南、河北和新疆地区短期城投债发行规模占比有所上升；作为超长期城投债发行的主力，非重点省份超长期城投债共发行57期，发行规模约499亿元，发行主体主要分布在山东、江苏、浙江等经济较发达省份，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。

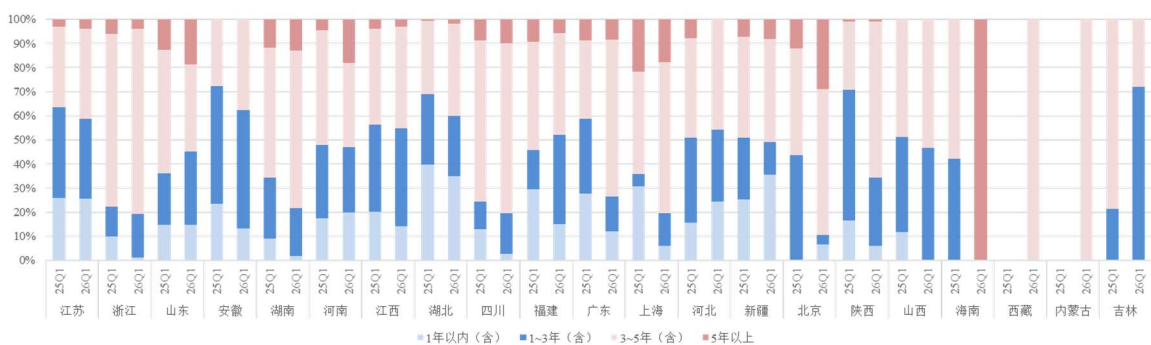


资料来源：联合资信根据 Wind 整理



注：2026Q1 青海无城投债发行
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图11 一季度城投债发行期限分布情况 图12 一季度重点省份城投债发行期限分布情况



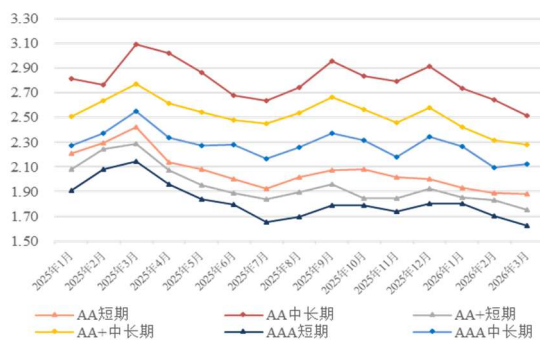
注：2025Q1 西藏和内蒙古无城投债发行
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 13 一季度非重点省份城投债发行期限分布情况

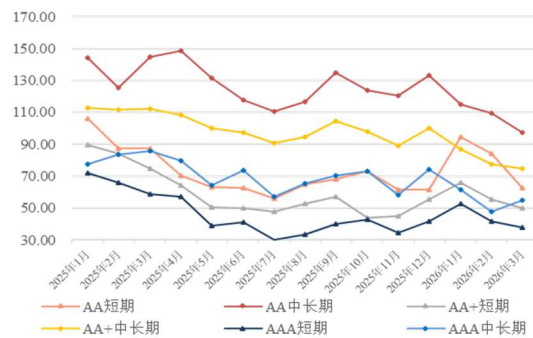
(二) 利率利差

一季度，在资金面持续宽松的支撑下，城投债发行利率及发行利差继续下行。部分重点省份发行利差压降较明显，但贵州、甘肃和云南的发行利差仍居高位，再融资环境有待改善；非重点省份中区域定价分化持续收敛，内蒙古、陕西、吉林和山东发行利差相对较高。

一季度，降准降息预期落地，债市资金面整体呈现出持续宽松的态势，市场流动性充裕，城投债平均发行利率及利差中枢同比均继续下行。重点省份除天津、云南和黑龙江外，其他地区平均发行利差均有不同程度的压降，其中宁夏平均发行利差环比降幅明显（超过 50BP），贵州、甘肃和云南的发行利率和利差仍居高位，再融资环境有待改善。非重点省份中，大部分地区发行利差均有所收窄，内蒙古、陕西、吉林和山东发行利差相对较高；发行成本最高区域与最低区域发行利差缩小至 77.32BP，同比及环比下降均超 20BP，区域定价分化持续收敛。



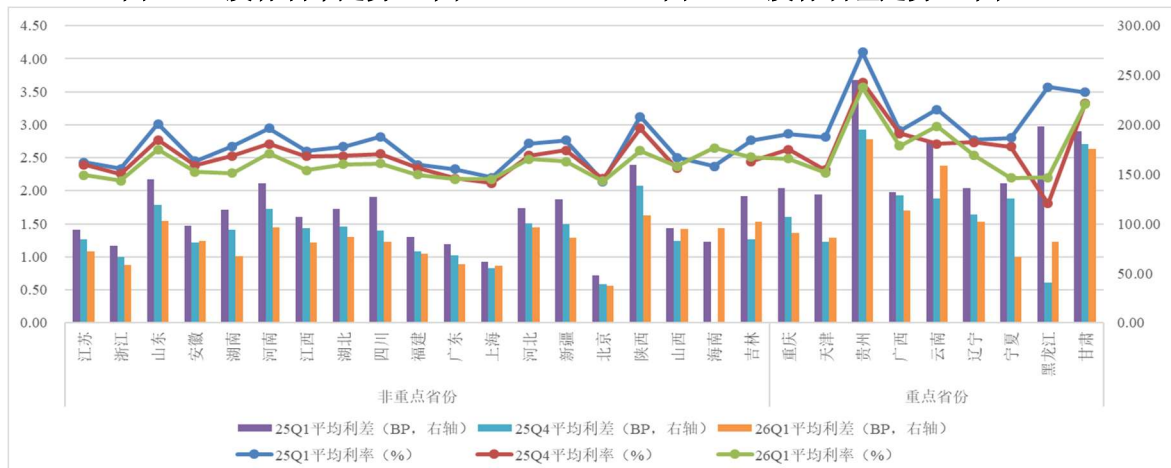
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理



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 14 发行利率走势 (单位: %)

图 15 发行利差走势 (单位: BP)



注：西藏和内蒙古因 2025 年 Q1 未发行城投债而未纳入对比，青海因 2026 年 Q1 未发行城投债而未纳入对比

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 16 各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

三、展望

二季度城投债到期规模环比回落，江苏、浙江到期规模居前，集中偿付压力整体有所缓释。区县级到期城投债集中于强省的主城核心区主体，再融资渠道畅通，整体兑付风险可控；需关注部分重点省份地级市主体流动性压力。截至 2026 年一季度末，存续城投债规模约 13.51 万亿元。假设含权债券全部选择行权，二季度到期规模合计 0.96 万亿元，环比下降约 19%。区域分布上，江苏、浙江到期规模居前，分别约 2400 亿元和 1660 亿元，合计占比超 40%；山东、湖南、四川和重庆次之，约 370~530 亿元；大部分地区二季度到期城投债规模占全部存量债券余额比重低于 15%，仅宁夏占比超过 18%，但到期规模较小，集中兑付压力不大。从行政层级看，二季度到期区县级及地市级城投债占比分别为 38.69%和 41.23%。其中，昆山市（苏州）、溧水区（南京）、江宁区（南京）、黄浦区（广州）、诸暨市（绍兴）、虎丘区（苏州）和柯桥区（绍兴）的区县级主体到期规模相对较大，约 60~80 亿，均系主城核心区，再融资渠道畅通，整体兑付风险可控；广州（广东）、昆明（云南）、南通（江苏）、福州（福建）、泰州（江苏）和淮安（江苏）的地市级主体到期规模较大，约 108~147 亿元，考虑到云南的发行利差仍居高位且持续净偿还，需关注昆明地市级主体集中兑付压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17 2026 年二季度城投债到期区域分布情况

政治局会议政策基调明确，化债与稳增长协同发力，地方化债从存量置换向增量盘活纵深推进。4 月，政治局会议延续积极的财政政策提质增效、稳健的货币政策精准有力的总基调，明确要求加快超长期特别国债、地方政府专项债券资金投放使用，强化财政金融协同发力，市场流动性合理充裕，地方政府与城投平台再融资环境整体

平稳。会议同时强调持续深化地方政府一揽子化债长效机制，稳妥化解存量风险、坚决遏制隐性债务增量，推动高风险地区“退名单”、城投平台“退融资功能”常态化规范化开展，政府部门清欠账款力度进一步加大，有效改善企业现金流与资金周转效率。在中央化债框架持续完善的同时，地方政府与城投企业加快探索增量化、市场化化债路径。江苏、浙江、山东、广东、四川、湖北等多地出台政策，支持城投平台通过基础设施公募 REITs、经营性资产 ABS、收费权类资产证券化等方式盘活存量优质资产，持有稳定现金流的公用事业、园区运营、交通水务类城投主体受益显著，资产证券化发行规模稳步提升。此外，多地通过国有资源有偿使用、特许经营权市场化出让、存量土地盘活、低效资产处置等方式拓宽非税收入来源，为化债提供持续增量资金。

一揽子化债长效机制及配套政策落地见效，地方债务风险整体缓释，但区域分化与结构性压力依然突出。经过持续化债攻坚，多省份隐性债务规模有序压降，高息债务置换成效明显，地方财政流动性紧张状况得到缓解。但在经济结构转型、财政收支矛盾的背景下，部分地区财力恢复偏弱，对化债形成一定制约。区域债务风险分化加剧，部分省份仍处于债务集中到期高峰，个别地区票据逾期、非标违约、展期重组等舆情仍有零星发生，债务结构优化仍需时间。当前整体债务存量规模依然较大，资产盘活、证券化等增量化债工具主要聚焦隐性债务与重点项目，对城投整体债务的覆盖有限，城投经营性债务本息偿付压力仍较为突出，部分平台仍面临利息负担较重、利息本金化的压力，可持续偿债能力仍需持续观察。

政策导向下城投转型全面进入攻坚阶段，政企信用分离加速，信用重构风险值得重点关注。“在发展中化债”为 2026 年城投转型总基调，亦是从根本上化解债务风险的核心路径。在政策持续推动下，城投平台市场化转型、退出政府融资平台名单进程进一步提速，平台整合重组、业务实体化运营成为主流。但受区域资源禀赋、财政实力、产业基础差异影响，各地城投转型进度与效果明显分化，东部经济强省转型更为顺畅，部分弱区域平台仍面临资产质量一般、经营性现金流不足等难题。后续需重点跟踪城投转型的真实性、造血能力稳定性及可持续性，审慎评估信用风险变化，警惕“假转型真融资”带来的潜在风险。

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。