



一揽子化债以来江苏城投债市场运行分析与区县城投转型实践探究

联合资信 公用评级二部 | 何 泰 钟月光 潘跃升



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



报告概要

- 本报告以 2023 年一揽子化债政策实施为起点，系统分析江苏省在“三债统管”与“1+7+13”化债方案下的城投债市场运行特征、区域分化格局及区县城投转型实践，为市场参与方研判风险机遇，城投主体推进市场化转型提供参考。
- 2023—2025 年，江苏省城投债发行规模从 13994.51 亿元降至 10340.84 亿元，净融资由正转负至；发行结构持续优化，区县级、AA+级主体发行占比均约 45%，仅 AAA 级主体保持净融入，中长期债券占比从 12% 提升至 41%；发行利率整体下行，但信用利差较 2024 年有所走阔，系市场定价向合理区间的理性修复。市场呈现显著的苏南—苏中—苏北梯度分化格局，2025 年新增发债主体集中于苏南经济强市，呈现“地市级主导、区县级接续”特征。
- 区县级城投是江苏省城投债发行的主力，连续三年发行占比超 70%，其市场化转型进程对全省市场影响深远。江苏省县域经济呈现三大板块梯度发展特征，综合性国资经营、城市综合运营、园区开发运营为三大主流转型方向，其中公用事业类平台转型成功率最高。报告结合苏州、昆山标杆案例提出实操建议。
- 展望 2026 年，江苏省城投债到期规模约 9982 亿元，整体兑付压力不减。未来江苏化债工作将迎来三大核心转变：从隐性债务集中置换转向经营性债务市场化化解，从短期应急处置转向长效管控机制构建，最终落脚于城投平台市场化转型与自身造血能力提升。

一、引言

本文基于江苏省持续推进地方债务风险防控、构建全口径债务管理体系、深化零基预算改革、落实“三债统管”与“1+7+13”化债方案、严控融资平台债务增长并加快市场化转型的行为，在江苏省坚决遏制隐性债务增量、积极化解存量、防范融资平台风险、推动财政可持续发展的背景下，本文探究一揽子化债以来江苏省城投企业债券融资表现。

| 政策文件 | 发布时间 | 核心内容 |
|--|-------------|---|
| 《关于江苏省 2022 年预算执行情况与 2023 年预算草案的报告》 | 2023 年 2 月 | 抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制增量，化解存量。 |
| 《2024 年江苏省政府工作报告》 | 2024 年 1 月 | 防范化解地方债务风险，坚决遏制增量、积极化解存量。 |
| 《关于江苏省 2023 年预算执行情况与 2024 年预算草案的报告》 | 2024 年 1 月 | 在全国率先开发上线地方债务综合监管系统，一体推进政府债务、隐性债务和融资平台经营性债务全口径管理。 |
| 《江苏省委经济工作会议举行》 | 2024 年 12 月 | 防风险、保安全、促稳定，统筹化解房地产、地方政府债务、金融风险。 |
| 《2025 年江苏省政府工作报告》 | 2025 年 1 月 | 全力稳定企业融资环境，严厉打击非法金融活动。加快构建地方债务管理新机制，做好隐性债务置换工作。 |
| 《江苏省全面深化零基预算改革大力优化财政支出结构推动“传统财政”向“现代财政”转变》 | 2025 年 1 月 | 以增强财政可持续性为统领，将全口径地方债务管理作为重点工作之一，通过深化财税体制改革筑牢债务风险防控基础，为债务管控提供系统性制度支撑，牢牢守住地方债务不出系统性风险的底线。 |
| 《关于江苏省 2024 年预算执行情况与 2025 年预算草案的报告》 | 2025 年 1 月 | 工作目标从被动防范风险保安全底线向主动化解风险促高质量发展转变，防范重心从化解政府性债务风险向防范融资平台“爆雷”转变，管理路径从实行“三债统管”向全口径债务监测监管转变。持续推动全省“1+7+13”化债方案落地落实，合理配置置换债券额度，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。严肃查处新增隐性债务和虚化债等行为。 |
| 《关于江苏省 2024 年省级财政决算草案的报告》 | 2025 年 7 月 | 江苏省制定完善适应新形势的债务一揽子政策措施，强化地方政府债务管理，建立健全防范化解地方债务风险长效机制。统筹国家政策和自身努力加力化债，压紧压实市县主体责任，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。 |
| 《省人大常委会关于江苏省 2024 年省级财政决算、2025 年上半年预算执行情况报告和审计工作报告的审议意见》 | 2025 年 8 月 | 提出做好专项债券“自审自发”工作，注重培育服务列入国家和省重大战略的高质量项目，加强债券资金全流程管理，完善偿还机制，确保按时足额还本付息。积极争取国家债务限额空间等政策支持，加快推进地方政府隐性债务清零，坚决遏制新增隐性债务，加快压降融资平台数量并推动实现市场化转型。 |
| 《江苏省科技创新债券贴息政策实施方案（试行）》 | 2026 年 1 月 | 对符合条件的科技创新债券，以募集资金中的可贴息规模为基数，对债券发行利率超过发行定价时参照的 LPR-100BP 部分，省财政给予发行主体不超过 50% 贴息。单个发行主体每年贴息金额最高 100 万元。 |

资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 1.1 • 2023 年以来江苏省防范债务风险相关政策

二、江苏省城投债券发行及新增表现¹

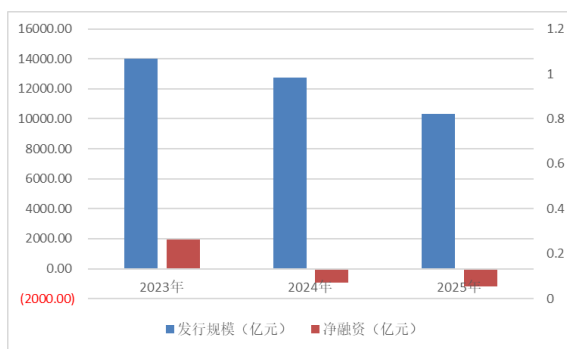
（一）发行概况

2025 年，江苏省城投债发行规模延续下降态势，城投债净偿还规模持续走扩。城投债发行期限明显拉长，发行主体仍以区县级主体为主，主体级别以 AA+ 级为主。城投债发行利率维持下行趋势，信用利差较 2024 年有所走阔，主要系宏观流动性、监管政策、市场供需结构及前期基数效应共同影响所致。江苏省城投债市场同时呈现显著的苏南、苏中、苏北梯度分化格局，其中苏

¹ 该部分以剔除合并范围内子公司并且 2023—2025 年江苏省 711 家发债城投企业为样本进行分析

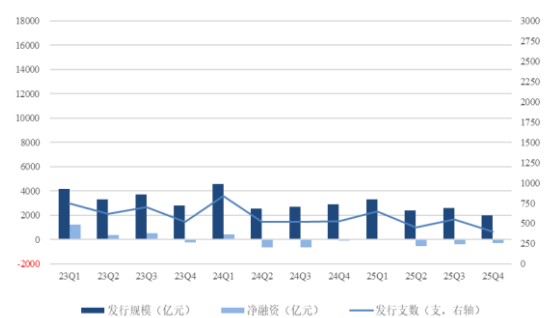
南区域发行体量大、融资成本与信用利差全省最低，净偿还压力集中；苏中区域发行规模与风险水平处于中等区间，净融资整体偏弱；苏北区域融资成本与利差显著偏高，弱资质平台再融资与流动性压力突出。

2023 年以来，江苏省城投债发行规模持续下降，发行规模由 2023 年的 13994.51 亿元下降至 10340.84 亿元，净融资由 1931.34 亿元下降为-1180.19 亿元。受债务管控收紧、存量债券集中到期、区域主动化债推进及市场投资偏好收敛等多重因素叠加影响，江苏省城投债发行规模回落，城投债净偿还规模进一步扩大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

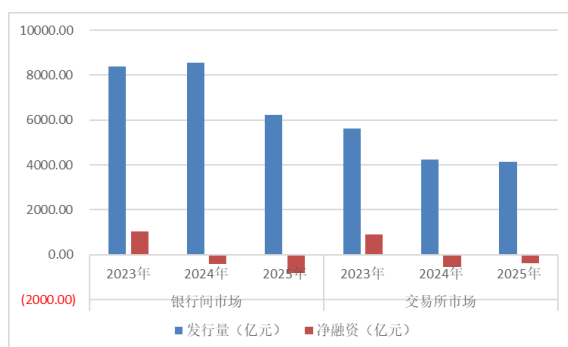
图 2.1 • 城投债发行和净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.2 • 城投债分季度发行和净融资情况

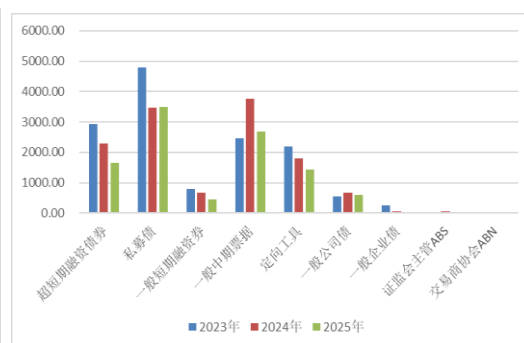
发行品种方面，2025 年，交易所和银行间产品发行规模均较上年有所下降，且均表现为净偿还。分品种来看，仅私募债发行规模同比略有增长，企业债下降幅度超六成，超短期融资债券和中期票据下降幅度超 28%。



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 2.3 • 不同市场城投债发行及净融资情况

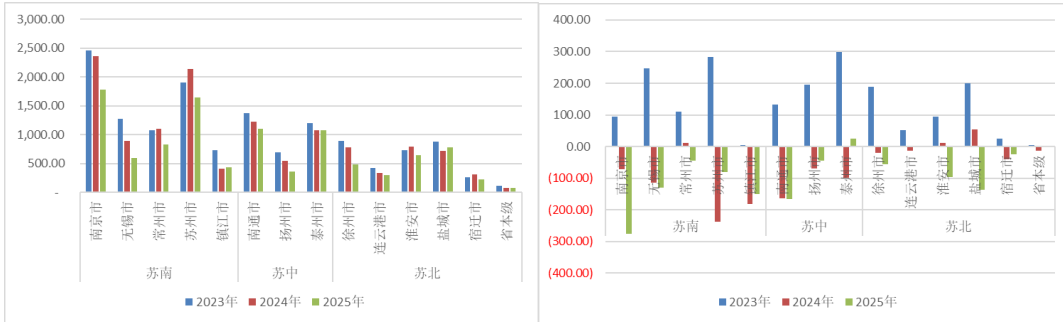


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.4 • 不同品种城投债发行情况

分区域来看，2025 年，南京市、苏州市、南通市和泰州市城投债发行规模均超过 1000 亿元，发行规模合计占比 54.17%，而宿迁市和连云港市的城投债发行规模均不足 300 亿元。从增速上看，江苏省城投债发行地区中，除镇江市和盐城市发行规模同比增长 0.06%和 0.07%，其余地市

城投债发行规模均较上年有所下降，其中徐州市、扬州市和无锡市城投债发行规模同比降幅最大，均超过 30%，其他地市城投债发行规模同比降幅均超过 15%。净融资方面，2025 年，仅泰州市小幅净流入，其余地市均为净偿还，其中南京市、镇江市和南通市净偿还规模超过 150 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 2.5 • 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

图表 2.6 • 各地区城投债净融资同比变化情况（单位：亿元）

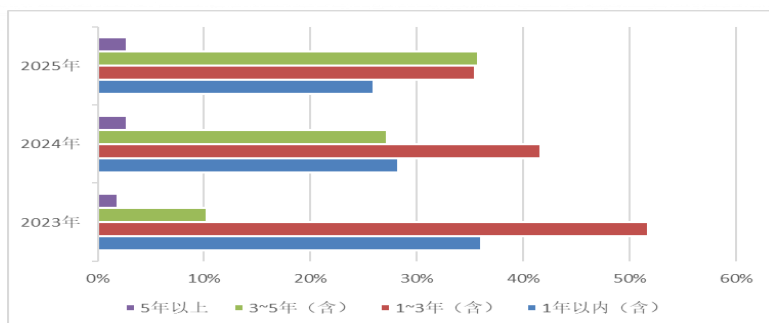
从行政层级和主体级别来看，2025 年，江苏省各行政层级、各级别主体城投债发行规模均有所下降，江苏省城投债发行主体行政层级仍以区县级主体为主，主体级别以 AA+级为主，两类发行规模合计占比均约 45%。其中，AAA 级主体城投债融资保持净融入状态，市级主体呈现小规模净偿还，区县级、AA+和 AA 级主体则持续呈现较大规模净偿还，行政层级较低、资质较弱的城投企业融资压力仍较大。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理
图表 2.7 • 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
图表 2.8 • 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况

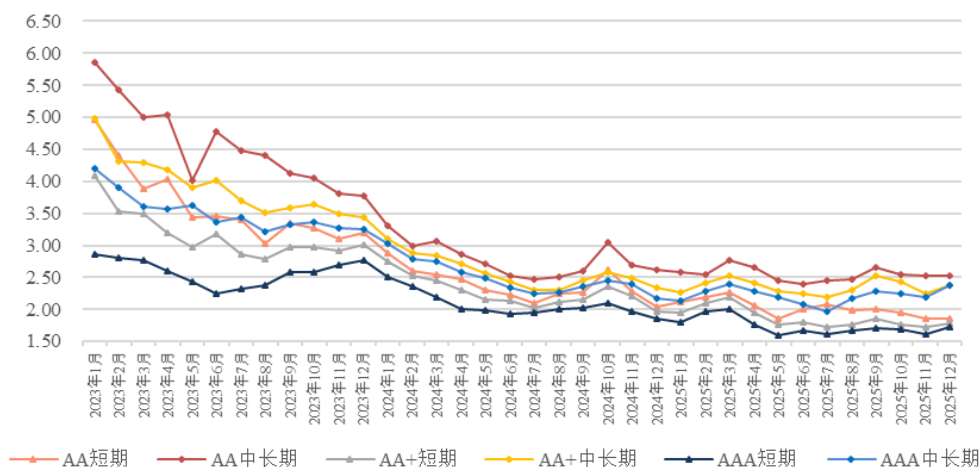
发行期限方面，2025 年，城投债发行期限中长期占比进一步增长，5 年期以上的城投债占比由 2023 年 2%增长至 5%；3~5 年期的城投债占比由 2023 年的 10%增长至 36%；1~3 年期的城投债占比由 2023 年的 52%下降至 36%。整体看，2023 年以来城投债发行期限结构均明显改善，城投债期限明显拉长。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

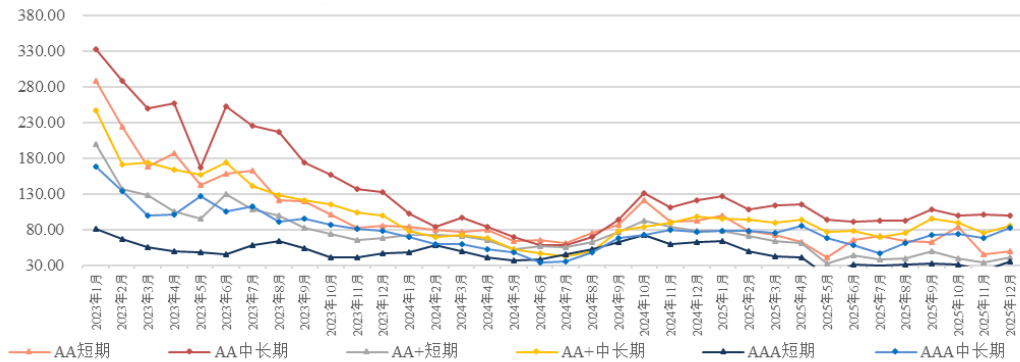
图表 2.9 • 城投债发行期限分布情况

从发行利率及利差来看，2025 年，江苏省城投债发行利率维持下行趋势，信用利差较 2024 年有所走阔。2024 年，全国市场流动性较为宽松、机构配置需求旺盛叠加化债政策持续推进，江苏省内城投债利差被压缩至历史低位。2025 年以来，全国货币政策逐步收敛、无风险利率中枢上行，叠加城投发债监管标准趋严，再融资约束有所增强，市场对再融资接续与流动性风险的补偿要求提升。同时，江苏省作为全国城投债存量与到期规模最大的省份，债务集中兑付压力凸显，机构久期偏好下降、信用债配置力度减弱，进一步推动利差上行。整体来看，2025 年，江苏省城投债利差走阔是市场定价向合理区间修复的结果，并非区域信用资质出现实质性恶化。2025 年，徐州市平均发行利差同比增幅最大（超过 20BP），泰州市和盐城市的发行利差仍居全省高位，再融资环境改善尚需时日。发行利差最高的盐城市与最低的苏州市差距扩大至 44.78 BP，同比上升 9.60BP，区域分化有所加大。各级别短期限城投债发行利率和发行利差表现整体保持趋同。



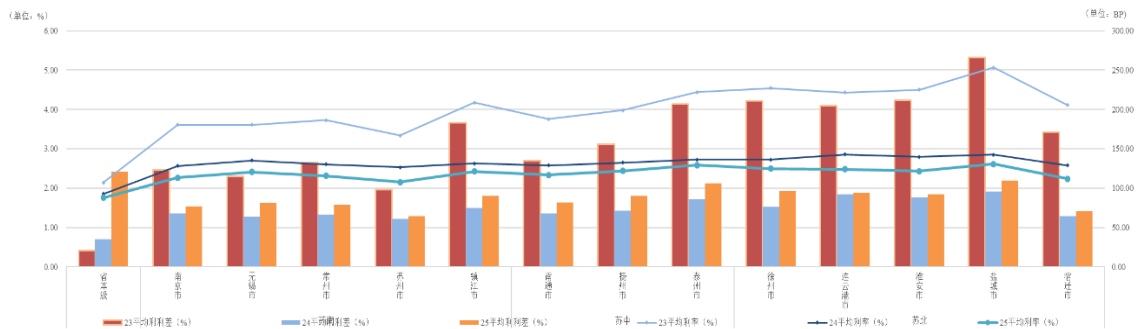
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 2.10 • 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

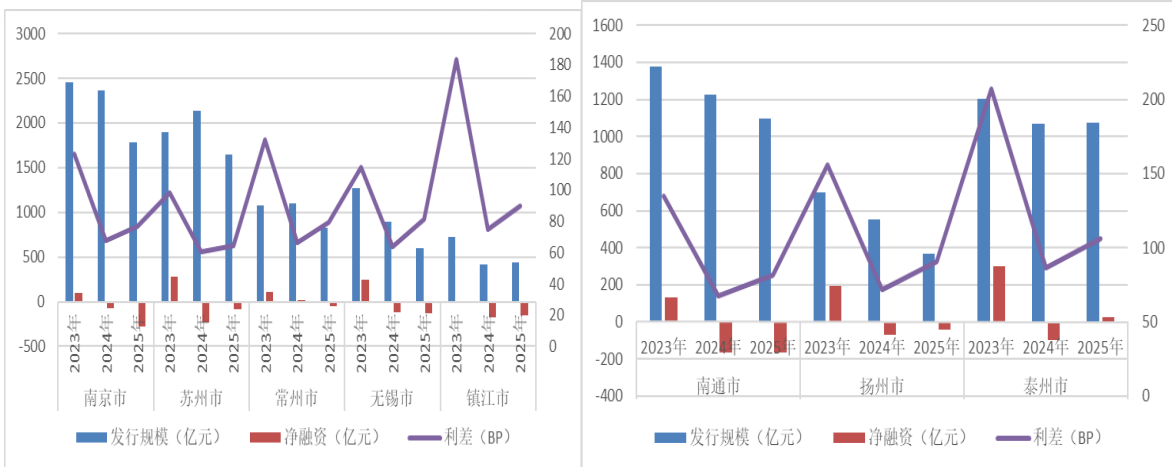
图表 2.11 • 城投债发行利差走势（单位：BP）



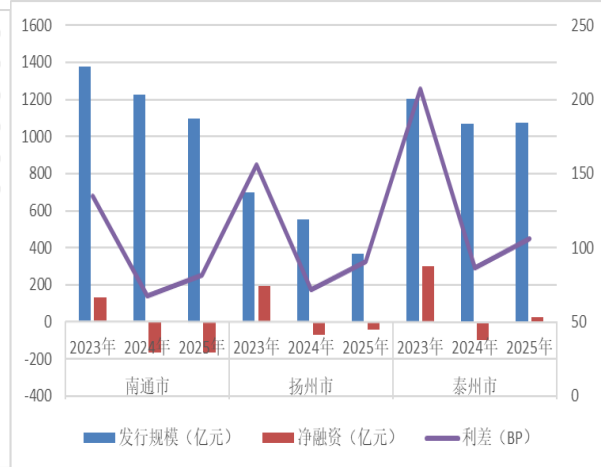
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 2.12 • 各地市城投债发行利率和发行利差变化情况

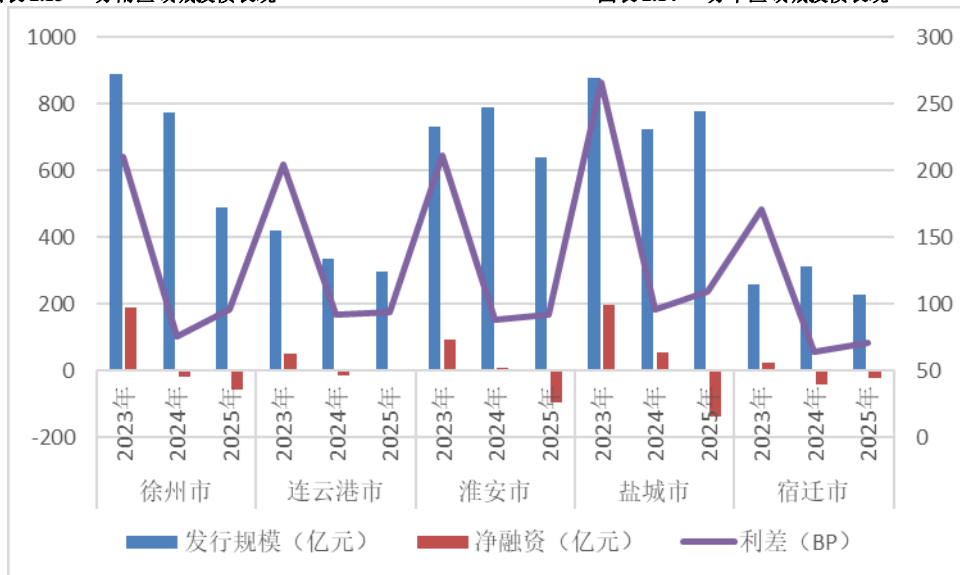
综合上述分区域数据来看，2025 年江苏省城投债市场的苏南、苏中、苏北梯度分化格局进一步固化：苏南区域凭借强劲的经济财政实力，保持发行体量领先、融资成本全省最低的优势，但存量债务规模大，净偿还压力最为集中；苏中区域发行规模与风险水平处于全省中等区间，净融资整体偏弱，市场表现内部分化；苏北区域发行规模偏小，融资成本与信用利差显著高于全省平均水平，弱资质平台的再融资与流动性压力尤为突出。整体来看，南京市债务滚续与再融资规模居全省首位，盐城市、泰州市信用利差持续处于全省最宽区间，镇江市、盐城市债务负担较重，尾部风险需重点关注。



资料来源：联合资信根据公开信息整理
图 2.13 · 苏南区域城投债表现



资料来源：联合资信根据公开信息整理
图 2.14 · 苏中区域城投债表现



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图 2.15 · 苏北区域城投债表现

(二) 新增发行情况

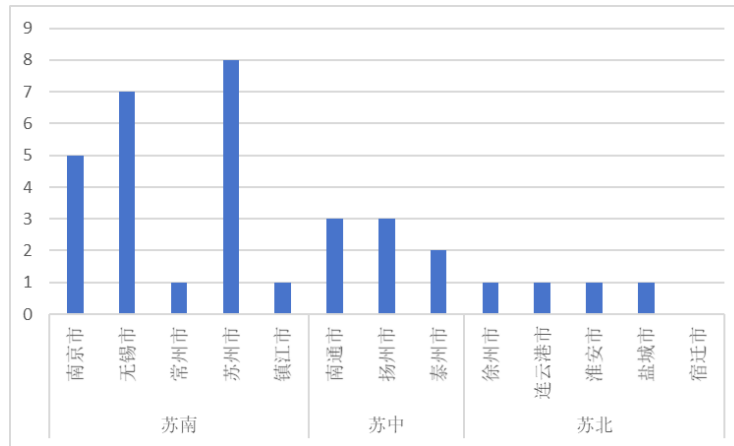
2025年，江苏省实现新增发债的全部样本企业中，主要分布于南京市、苏州市、无锡市等经济财政实力和产业优势较强的苏南地区，苏北地区新增发行主体较少，行政层级以地市级为主，区县及园区级主体占比接近半数，新增发债主体呈现出“地市级主导、区县级接续”的双轨并行态势；新增发债主体以AA⁺及以上发行主体为主，企业类型以民生服务类为主。

2025年，江苏省共有城投²和产投运营类主体34家主体实现债券新增发行³，发行债券的期数同比有所上升、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南京市、苏州市、无锡市等经济财政实力和产业优势较强的苏南地区，

² 本文所选城市基础设施建设企业以联合资信城投名单为基础进行筛选

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

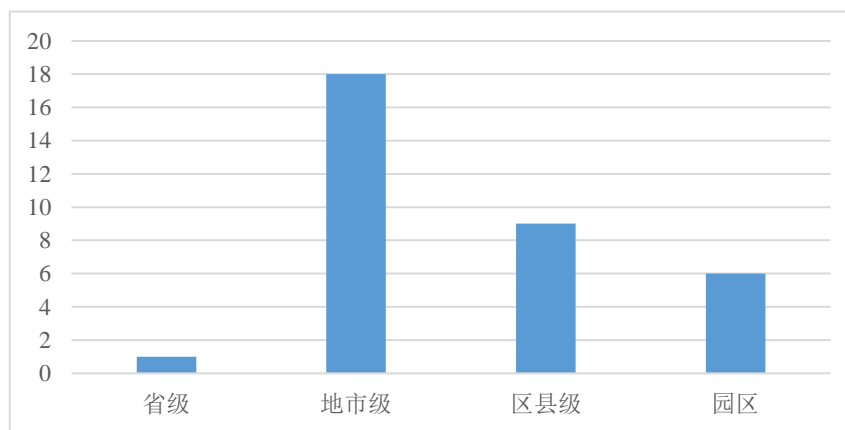
苏北地区新增发行主体较少；新增债券主要用于补充流动性、股权投资和项目建设等，其中项目主要投向乡村振兴、绿色产业、重要产业园区建设、城市更新、异地搬迁安置等领域。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2.16 • 2025 年江苏省新增发债主体区域分布情况

从行政层级来看，34 家新增发债主体中共有 18 家地市级平台，占比为 52.94%；区县级和园区平台数量分别为 9 家和 6 家，省级平台 1 家。其中，区县及园区级主体平台占比接近半数，与地市级平台占比相比较，反映出江苏省经济基础较好的区县及园区区域，市场化转型成效初步显现，区县及园区级平台已成为新增发债市场的重要补充。



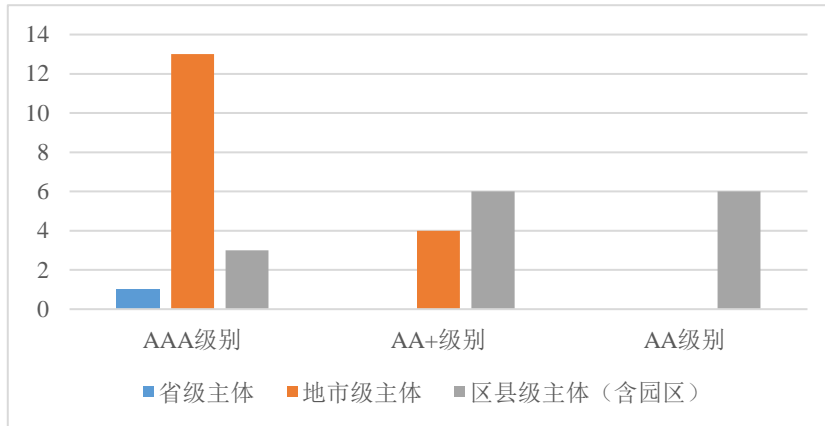
资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2.17 • 江苏省新增发债主体行政层级分布情况（家）

从信用等级来看，江苏省 34 家样本企业中，主体信用等级 AAA、AA⁺和 AA 的发行人数量分别为 17 家、10 家和 6 家，1 家无主体评级⁴。样本企业主体信用等级整体较高。AA⁺及以上高级别的发行主体合计占比 79.41%。从行政层级来看，省级平台和部分核心地市级平台以 AAA

⁴ 样本中淮安市国有投资发展集团有限公司无主体级别

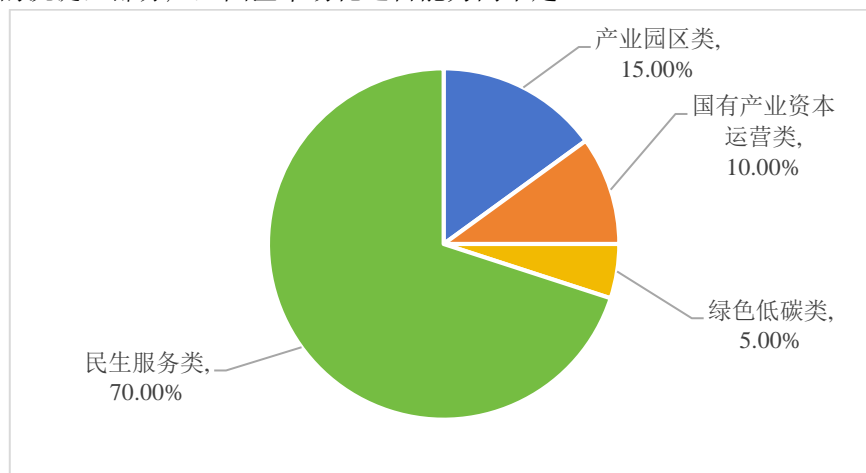
级为主，区县级平台则主要集中在 AA⁺和 AA 级。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2.18 • 江苏省新增发债主体信用等级分布情况

从企业特征来看，在中央“仅市场化转型彻底、无隐债主体可新增融资”的政策导向下，新增发债主体呈现显著结构性分化，“强产业属性+政策标签”特征明显。具体可分为四类：民生服务类、产业运营类、国有产业资本运营类和绿色低碳类。江苏省 34 家新增发债主体除有 14 家无法获取资料外，剩余 20 家主体中民生服务类主体 14 家，占比 70.00%，产业园区类主体占比 15.00%。民生服务类主体具有“公益属性+稳定现金流”的双重优势，符合政策导向，成为政策允许范围内的优先选项；产业园区类主体占比偏低，或因依托产业集聚形成强产业属性的园区尚需一定时间的沉淀，部分产业园区市场化运营能力尚不足。



资料来源：联合资信根据公开信息整理

图表 2.19 • 江苏省新增发债主体特征情况

综上，2023 年一揽子化债方案实施以来，江苏省城投债市场在监管持续收紧与区域化债举措落地的双重作用下，呈现出发行规模持续收缩、净偿还规模显著扩大、发行结构持续优化、区域

与主体资质分化加剧的整体特征。从市场结构与核心矛盾来看，**区县级城投主体已成为江苏省城投债发行的绝对主力，其发行规模占比连续三年超 70%，同时也是当前市场中净偿还压力最突出、区域分化最显著、再融资约束最强的主体群体。**而一揽子化债政策的核心监管导向，正是将城投主体债券融资的准入与可持续性，与市场化转型成效深度绑定。可以说，区县城投的市场化转型进程，不仅决定了其自身的信用资质与融资能力，更将对江苏省城投债市场的未来运行格局产生全局性、深层次的影响。基于此，下文将聚焦江苏省区县城投主体，结合全省县域经济的梯度发展特征，系统探究其市场化转型的核心方向、实践路径与典型案例，并提出适配债券融资要求的转型实操建议。

三、区县城投市场化转型实践与融资适配路径

2023 年以来，江苏省城投债发行呈现出显著的层级下沉特征，区县级城投企业已成为全省城投债发行的绝对主力，**2023 年、2024 年、2025 年区县级城投主体债券发行规模在全省城投债总发行规模中的占比分别达到 75.14%、71.14%和 71.86%，**远超国内多数省份区县级城投的发行占比水平。这一结构特征与江苏省县域经济实力强劲、区县平台布局密集、信用下沉程度深的区域禀赋高度契合，也意味着**区县级城投已成为江苏省城投债市场供给规模、信用定价、流动性表现与风险结构的核心承载者，**其经营质效、转型进度与信用资质变化，直接决定了全省城投债市场的整体运行态势。在此背景下，区县级城投企业的市场化转型进程，将对未来江苏省区域城投债券发行市场产生全局性、深层次的关键影响。

（一）江苏省区县经济特点

江苏省 40 个县及县级市以全省 64%的土地面积、近 50%的常住人口，贡献了全省超 40%的 GDP 总量，是全省经济发展的核心支撑板块，县域经济呈现苏南、苏中、苏北三大板块显著的**梯度分化特征。**其中苏南县域依托毗邻上海的区位优势、成熟的产业集群与活跃的多元市场主体，经济实力稳居绝对领先地位，昆山、江阴、张家港常年包揽全国百强县前三，2024 年 10 个苏南县域贡献了全省县域 46.7%的 GDP，上市公司资源与外向型经济优势突出；苏中县域经济处于中等发展水平，除宝应县外均跻身 2025 年赛迪百强县，人均 GDP 全部高于全国平均水平，依托沿江沿海资源禀赋形成了船舶制造、新能源等特色产业，工业基础扎实；苏北县域是全省核心产粮区，贡献了全省 67%的粮食产量，农业经济占比高，虽有沭阳、邳州等 5 个县域 GDP 突破千亿，但多数县域经济体量仍低于千亿门槛，人均 GDP 普遍低于全省平均水平，同时普遍面临人口净流出的发展挑战。

（二）江苏省区县城投企业转型方式

在“控增化存”的政策主基调下，江苏县域城投的转型压力与区域经济实力、存量债务负担

高度绑定。转型压力核心来源于两方面：一是土地出让收入下滑导致地方政府综合财力持续承压，而传统城投业务高度依赖政府补贴，自身市场化造血能力不足；二是城投主体对县域金融资源占用比例过高，既挤压了区域实体经济的融资空间，也大幅压缩了城投自身债务驱动的发展空间。从转型实践来看，江苏县域城投转型呈现明显的区域分化，存量转型成功案例中，苏南县域转型数量最高，苏北县域次之，苏中县域最低；受资源禀赋限制，**综合性国资经营、城市综合运营、园区开发运营是县域城投的三大主流转型方向**，其中现金流稳定的公用事业类平台转型成功率最高，其次为综合国资经营类、园区开发运营类。2025年1—9月新增城投债券首发数据显示，江苏省新增城投债券首发主体数量位居全国第三，区县平台转型活跃度在全国处于领先水平，新增主体高度集中在苏南财政实力强、经济体量大的优质区县，金融服务与投资类成为江苏区县级新增转型主体的核心定位。

（三）典型案例分析

案例一：苏州某国家级高新区运营主体—市场化转型标杆

业务布局：以园区先天优势为基础，市场化布局见效。作为苏州某国家级高新区的主要开发与运营主体，该企业以“市场化、专业化、资本化”为核心定位，构建“城市建设+城市服务+产业园区+类金融+战略新兴产业”的多元业务生态。其中产业园区板块打造“载体建设—招商引资—企业服务—投资孵化”全链条市场化运营体系，园区已累计引进外资企业近 2000 家，世界 500 强企业投资项目超 60 个。同时，该企业以市场化逻辑布局战略新兴产业，构建“集团本部+产投公司/板块公司+基金”三层投资架构，聚焦数字经济、智能制造、集成电路、光子产业等关键领域，市场化投资收益占比逐年提升，摆脱传统国企对财政补贴的依赖，转型成效显著。

财务表现：市场化业务驱动，投资收益对利润贡献程度高。从财务表现看，资产端虽仍有项目建设相关资产，但市场化运营的产业载体、股权投资等资产占比逐年提升，资产流动性与盈利性持续改善。市场化业务已成为公司盈利核心：营收端，城市服务、园区运营等市场化业务收入占比超 60%；利润端，2024 年，该企业获得财政补贴 2.71 亿元，占利润总额的比重为 21.53%；实现投资收益 11.93 亿元。

融资实践：贴合市场化业务需求，契合政策与市场导向。2025 年该企业累计发行超百亿元债券，其中绿色中期票据资金投向包括创新研发产业园及湿地公园项目，既完善园区市场化服务设施，又能带来长期稳定的运营与投资收益；同时通过偿还到期债券本金、置换偿债使用的自有资金，优化债务期限结构，降低了短期偿债压力，为市场化业务预留充足资金空间，实现融资与业务发展的良性循环。

案例二：昆山某投资运营主体—科创金融特色样本

业务布局：聚焦核心领域，科创业务布局明确。作为昆山市重要国有资产投资与运营主体，业务涵盖燃气、水务、类金融等板块。2024年，类金融板块收入占营业总收入的比重为12.87%，其中，类金融板块下属的股权投资业务主要致力于对种子期、早期、成长期高科技项目的投资，聚焦生物医药及医疗器械、集成电路半导体、光电及材料产业、智能制造四大行业。截至2024年底，该企业已累计投资53个项目，投资总额9.81亿元，已有12个项目成功退出，累计实现收益0.92亿元；公司参与设立基金累计13只，规模共计252.20亿元；管理基金5只，管理规模219.10亿元。

财务表现：城投类资产占比低，财政补贴和投资收益对利润贡献程度高。资产端，截至2024年底，该企业资产主要由存货（开发成本和合同履约成本，占13.54%）和类金融业务资产（包括应收账款、发放贷款及垫款、债权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产、长期应收款和长期股权投资等，占39.17%）构成，以往来款为主的其他应收款和以开发成本、履约成本为主的存货合计占17.05%。收入端，2024年该企业营业收入主要由燃气（占44.36%）、水务（占34.97%）和类金融（占12.87%）业务构成。利润端，2024年，公司获得的财政补贴占利润总额的比重为70.21%，主要为水务板块、厂房建设等项目补助以及财政普惠金融补贴。此外，2024年，公司实现投资收益2.98亿元。

融资实践：对接政策标签，合理匹配资金用途。2024年12月至2025年6月发行2笔合计4.00亿元的科技创新公司债券，发行场所均为交易所，募集资金主要用于科技创新领域的相关投资及投资款置换。公司股权投资业务聚焦生物医药及医疗器械、集成电路半导体、光电及材料产业、智能制造四大行业，符合交易所对于募集资金用途用于通过股权投资或基金出资等方式，对科技创新企业进行权益出资以及偿还对应的有息债务的要求。

上述两个标杆案例，分别从全链条市场化布局、特色赛道垂直深耕两个维度，验证了“转型成效决定融资能力”的核心逻辑，也为江苏全省区县城投主体适配债券融资监管要求、破解再融资约束，提供了可复制的实践路径。结合上述案例经验与江苏城投债市场的监管导向、发行特征，可从四大维度形成适配债券融资的转型实操建议。

（四）转型建议

结合中央政策导向、江苏城投债新发特征及标杆案例经验，从四大核心维度为城投、产投主体提供新发债实操建议：

锚定市场化真转型。聚焦民生服务、园区运营等兼具公益属性与稳定现金流的赛道，降低对政府补贴的依赖，以市场化营收夯实偿债能力；同步整合属地资源，争取政府优质资产、配套资金支持，筑牢信用底色。

灵活适配融资工具。以发行灵活度高的私募公司债为核心选择，高评级主体可搭配中期票据等银行间品种，通过跨市场发行扩大投资覆盖范围。

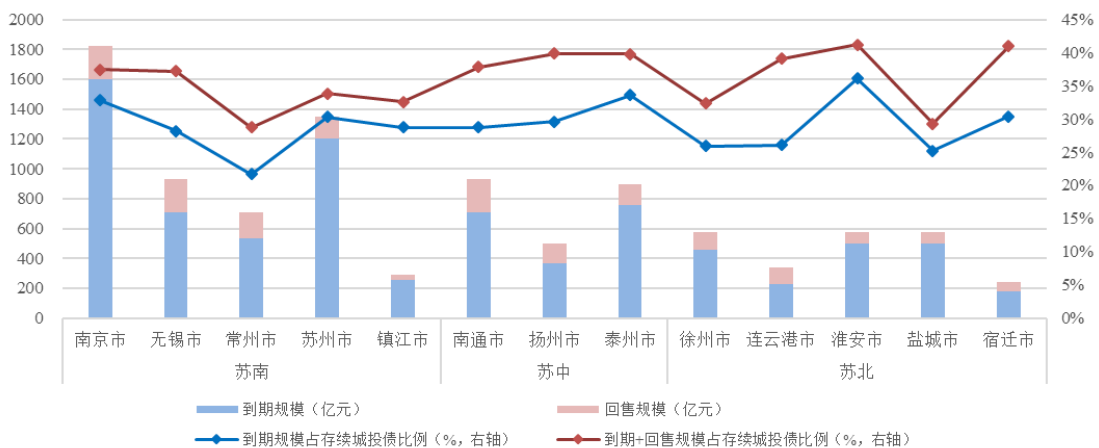
合规规划资金用途。紧扣政策导向，民生类主体巩固供水、公共交通等稳现金流刚需业务，园区类主体打造产业运营全链条闭环，确保业务与融资要求高度适配。

精准把握政策红利。结合自身业务布局绿色债、科创债、乡村振兴债等政策贴标品种，借助政策标签提升融资竞争力与发行成功率。

四、展望

基于前文对 2023 年一揽子化债以来江苏省城投债市场运行特征、区县城投转型实践的系统分析，结合中央与江苏省化债政策的最新导向，我们对 2026 年及未来江苏城投债市场趋势与化债工作方向做出如下研判。

2026 年，江苏省城投债到期兑付规模小幅下降，但考虑到城投企业债务总量仍较大，整体的兑付压力不减，需重点关注集中偿付压力较大的区域地市以及区县级城投企业的流动性风险。截至 2025 年末，江苏省存续城投债规模约 2.73 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 9982 亿元，较 2025 年兑付规模小幅下降约 13%，但债务总量仍处高位，整体兑付压力不减。分区域来看，南京市、苏州市、无锡市、南通市的城投债到期规模位列前四，合计占比超过 51%，其中南京市作为全省债务滚续与再融资压力最大的地市，需重点关注其集中兑付压力；苏北区域中，盐城市和淮安市 2026 年到期城投债规模较大，叠加盐城市、镇江市存量债务负担重、尾部风险突出的特征，需持续关注其流动性风险。从行政层级来看，2026 年到期城投债中，行政层级以区县级为主，而区县级城投作为全省城投债发行的绝对主力，2023 年以来持续处于净偿还状态，需重点关注其 2026 年的兑付滚续压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 4.1 • 2026 年江苏省城投债到期区域分布情况

作为全国城投债存量规模、年度发行体量长期稳居全国首位的省份，江苏城投债务化解与平

台转型进程，始终是全国化债工作的核心风向标。结合中央最新政策导向与江苏城投债市场的运行特征，未来全省化债工作将呈现三大核心转变，也对城投及产投类主体提出了全新的发展要求。

第一，化债工作核心方向从隐性债务集中置换，转向经营性债务风险的市场化化解。截至2025年末，全国6万亿元特殊再融资债额度已完成4万亿元发行，剩余2万亿元将于2026年全部落地，本轮大规模隐性债务集中置换工作将全面进入收官阶段。凭借较强的省级统筹能力与区域财政实力，江苏省的隐债化解进度始终位居全国前列，2025年12月中央经济工作会议明确提出的“多措并举化解地方融资平台经营性债务风险”要求，将成为下一阶段江苏化债工作的核心主线。与隐性债务相比，江苏城投平台的经营性债务呈现体量更大、形成逻辑更复杂、资金用途更分散的特征，尤其是占全省发债规模超70%的区县级平台，经营性债务占比高、偿债来源高度依赖平台自身经营性现金流与再融资接续，化解难度显著高于隐性债务。未来江苏区域经营性债务化解将以市场化方式为主导，核心通过高息债务置换、展期降息、债转股、引入战略投资者等方式推进，中短期内仍将以压降平台付息压力为核心举措，以时间换空间，在区域经济发展中逐步缓释债务风险，需持续跟踪全省各区域经营性债务的化解举措与落地成效。

第二，化债工作从短期应急性债务置换，转向系统性长效管控机制的构建，核心依托财税体制改革深化落地。2025年以来，从国务院审计整改报告明确提出“加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制”，到财政部债务管理专职部门设立，叠加二十届三中全会对央地财政关系改革的顶层设计，全国化债工作已正式进入攻坚期，核心逻辑从“以置换换时间”转向“以改革建机制”。这一转变对区域财力分化显著的江苏而言影响尤为深远：苏南、苏中、苏北三大板块在财权与事权匹配度上的差异，是导致区域城投债务压力分化的核心根源之一。未来伴随央地财政关系改革持续深化，结合江苏省已落地的“三债统管”“1+7+13化债方案”、零基预算改革等本土实践，央地事权与支出责任将进一步理顺，地方税体系逐步完善，地方财权与事权的匹配度将显著提升，这将为江苏尤其是苏中、苏北财力薄弱区域腾挪出更多财政空间，既能支撑区域实体经济发展，也能从源头缓解城投平台的债务压力。同时，伴随全口径预算管理制度的健全，公益性项目建设支出全面纳入地方政府预算管理，经营性项目严格遵循市场化原则、引入社会资本实现自负盈亏，将进一步厘清江苏地方政府与城投平台的权责边界，构建规范化、市场化的政府投融资机制，从根源上遏制隐性债务新增，形成债务管控的长效闭环。

第三，债务风险的根本化解，最终依赖城投平台市场化转型带来的自身造血能力提升，需重点关注转型进程中的市场化风险与政企关系重塑。无论是短期债务置换还是长效机制构建，本质上都是为城投平台转型争取时间与空间，而要从根源上化解城投债务风险，核心仍在于平台自身市场化经营能力的提升。对于江苏而言，全省城投平台整合与出清进度始终走在全国前列，截至2025年末，全省超七成融资平台已完成清理退出，平台整合、市场化转型全面提速。从政策导向

来看，国家发改委关于城投高质量发展的指导意见、“十五五”规划建议对国有企业在新质生产力、城乡融合、绿色低碳等领域的发力指引，为江苏城投平台转型划定了清晰方向，也与前文总结的综合性国资经营、城市综合运营、园区开发运营三大县域城投主流转型方向高度契合。结合江苏产业基础雄厚、县域经济发达的区域特征，未来全省城投平台将深度绑定区域产业发展，更多承担招商引资、产业培育、园区运营等职能，业务与地方经济的关联度将持续提升。其中，苏南强区域平台可依托成熟的产业集群，复制苏州、昆山标杆案例的转型经验，深化园区全链条运营、战略性新兴产业投资等市场化业务；苏中、苏北区域平台则可结合属地资源禀赋，聚焦民生保障、城市运营等稳现金流业务，稳步推进市场化转型。同时也需注意，转型过程中，城投平台将面临自营项目回款、股权投资、资金拆借等各类市场化经营风险，平台职能定位的转变也将带来政企关系的深度重塑，需持续关注江苏不同区域、不同层级平台转型过程中的潜在风险与发展机遇。

本报告通过系统梳理一揽子化债以来江苏城投债市场的运行规律与转型实践，既为市场参与方研判区域城投债市场的机遇与风险提供了参考，也为江苏城投主体适配监管要求、优化债券融资、推进市场化转型提供了可落地的实操路径。未来，伴随化债长效机制的逐步完善与城投平台市场化转型的持续深化，江苏城投债市场将逐步回归理性，实现区域债务风险长效防控、城投平台市场化转型与实体经济高质量发展的三者协同。

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