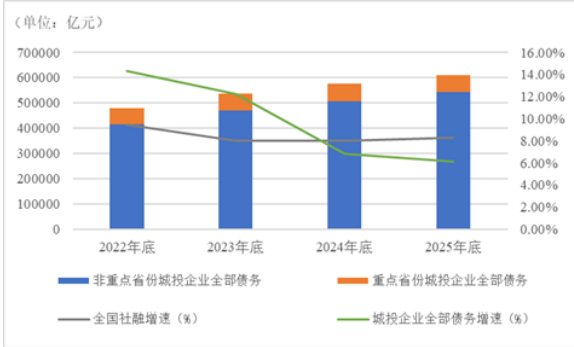


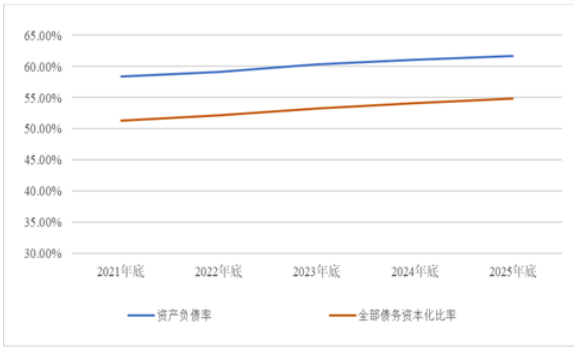
# 城投行业信用分析报告 (2026年6月)

公用评级四部 | 张婷婷

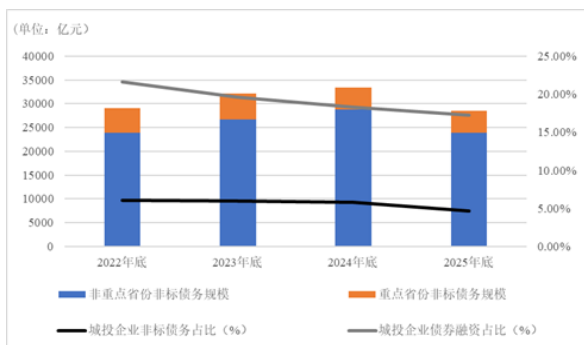
样本城投企业债务变化情况



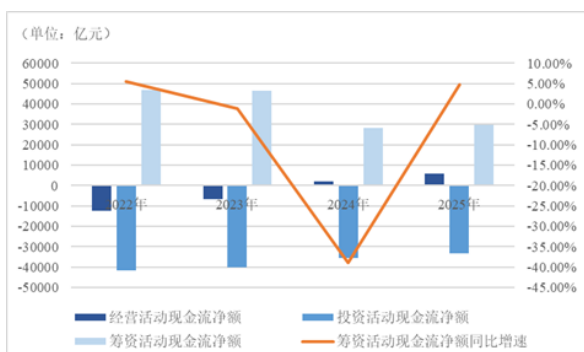
样本城投企业杠杆水平



城投企业非标和债券融资占比变化情况



城投企业现金流及变化情况



## 城投行业信用风险分析 | 2026

联合资信认为，2026年，预计城投企业再融资环境整体平稳，城投企业地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持，同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。

### 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，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，政策指引城投企业经营性债务风险的化解，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。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，短期偿债压力阶段性缓释，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，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。预计2026年，城投企业杠杆水平将保持稳定或低速增长态势，行业偿债能力及融资能力有望维持稳定，但区域分化特征或将持续加剧，部分经济欠发达地区及债务负担较重地区未来偿债压力情况仍有待关注。
- 2026年，预计城投企业再融资环境整体平稳，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持，同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，随着隐性债务化解接近尾声，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，政企信用加速分离，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及信用重构风险。



## 一、行业概况

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视；城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。随着监管政策的逐步规范和行业企业的不断发展，城投企业承担职能和经营业务逐步多元化，但在人员、业务、资金等方面与地方政府联系仍较为紧密。

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，行业发展受到中央和地方政府的高度重视。

城投企业是城市基础设施建设和投融资的重要主体。2008年以来，在宽松的融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量及融资规模快速上升，满足了城市基础设施建设资金需求，为促进地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但地方政府及城投企业债务风险也随之加大。为防范债务风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规对地方政府及城投企业债务规模的无序扩张进行约束，并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能、分类推进城投企业转型发展。近年来，随着监管政策的逐步规范和行业企业的不断发展，城投企业承担职能和经营业务逐步多元化，但在人员、业务、资金等方面与地方政府联系仍较为紧密。

## 二、行业外部环境

### 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。

根据政府工作报告，2026年继续实施更加积极的财政政策，财政赤字率拟在4%左右，赤字规模5.89万亿元，比上年增加2300亿元，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，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，政策指引城投企业经营性债务风险的化解，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

城投企业的发展与监管政策密切相关，同时城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松，整体呈现收紧态势。2014年，新《预算法》和《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）先后出台，构建了地方政府债务管理的法律制度框架，明确了“开前门堵后门”核心监管思路。2017年，一系列地方政府隐性债务监管政策密集出台，奠定了对隐性债务“控增化存”的监管基调。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债券发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理；同年7月，银保监会〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐性债务主体认定标准。

2023年7月，中共中央政治局会议首次提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，具体措施包括发行特殊再融资债券、银行等金融机构提供化债支持、央行设立应急流动性资金贷款等；随后，特殊再融资债券发行重启，银行等金融机构积极推进城投企业经营性债务置换。不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理，名单内城投企业新增融资渠道收紧，存量债务化解依赖借新还旧和其他偿债资源。2024年，各类化债补充政策持续出台，“一揽子化债方案”持续丰富和细化；11月，财政部出台“12万亿”的增量化债措施，为近年来力度最大的化债措施，助力地方债务结构优化、融资成本降低，缓释短期流动性风险，提升债务管理的规范性和透明性，同时也意味着化债工作思路由被动转向主动、由侧重化债转向化债与发展并举。

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。对重点省份严控政府投资项目及名单制管控下，城投企业新增融资持续收紧，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。同时，“99号文”进一步明确地方政府退出重点省份的标准、程序等，为重点省份谋求

发展提供路径，截至 2025 年底超七成融资平台实现退出，“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，实现以发展促转型、以发展促化债。化债纪律方面，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，监管问责力度不减。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。

2026 年 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，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 1 2025 年以来城投行业主要政策/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风险
2026.03	财政部	《关于 2025 年中央和地方预算执行情况	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，

与 2026 年中央和地方预算草案的审查结果报告》

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

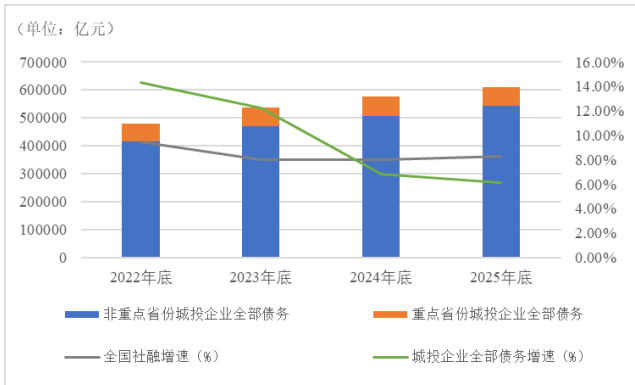
资料来源：公开资料，联合资信整理

### 三、行业风险表现<sup>1</sup>

#### 1 行业杠杆水平

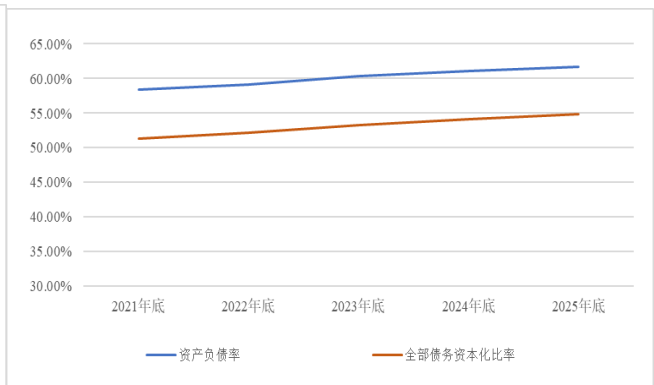
随着一揽子化债方案深入落实，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，各项债务指标维持小幅增长趋势，整体债务负担依然较重，预计 2026 年城投企业杠杆水平将保持稳定或低速增长态势。

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 年底，城投企业全部债务<sup>2</sup>较 2024 年底增长约 6%，增速较上年进一步放缓。随着债务规模增速趋缓，2025 年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，整体债务负担仍然较重。2026 年，随着对城投企业新增融资严监管以及隐债置换工作的持续推进，预计城投企业杠杆水平将保持稳定或低速增长态势。



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 城投企业债务指标变化情况

#### 2 行业偿债能力

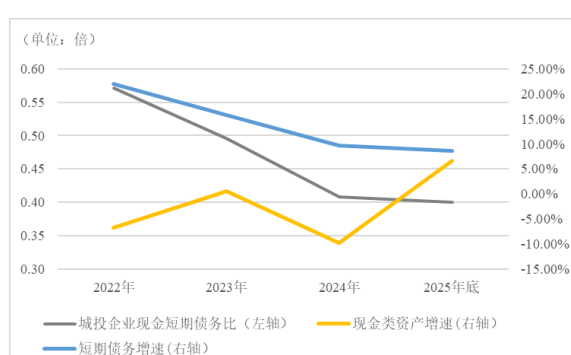
城投企业在地方基建、保障民生等领域承担了较多职能，行业替代风险较低，且能够获得地方政府较大力度的支持，整体行业偿债能力较强。近年来，随着化债工作持续推进，城投企业短期偿债压力阶段性缓释，但存量债务规模仍处高位，付息压力较大，部分地区城投企业流动性风险仍需关注。预计 2026 年行

<sup>1</sup> 该部分以剔除合并范围内子公司并且 2021—2025 年度财务数据齐全的 2105 家发债城投企业为样本进行分析

<sup>2</sup> 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

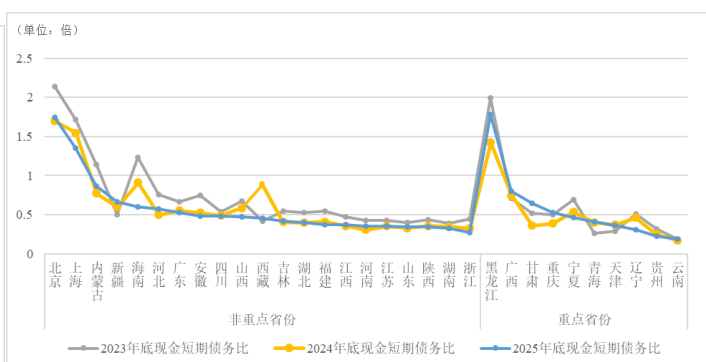
业偿债能力将维持稳定，但区域分化特征或将持续加剧。

**短期偿债能力方面**，2025年，化债资金落地与银行信贷支持对城投企业现金流形成支撑，城投企业现金类资产规模止跌回升，现金短期债务比较2024年底基本保持稳定。具体来看，北京、上海城投企业现金类资产对短期债务的保障倍数超过1倍，而云南和贵州城投企业现金类资产对短期债务的覆盖程度则不足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

图4 城投企业现金短期债务比变化情况

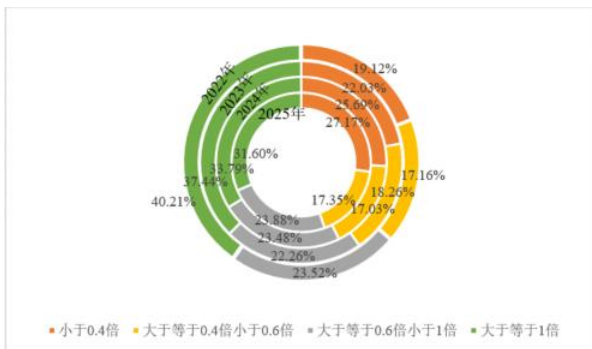


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 各地区城投企业现金短期债务比变化情况

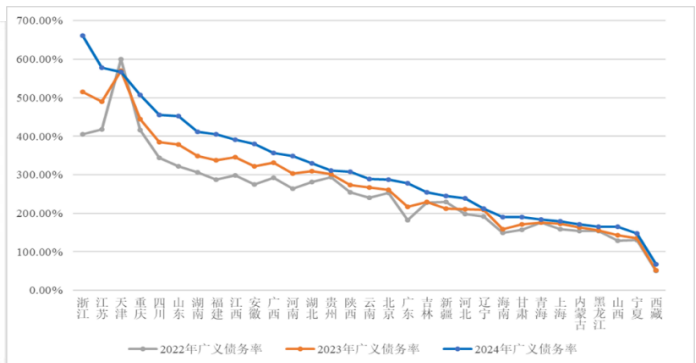
**长期偿债能力方面**，近年来，城投企业 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数逐年下降，EBITDA 利息倍数大于 1 倍的城投企业占比持续下降，而 EBITDA 利息倍数不足 0.4 倍的城投企业占比持续上升，城投企业长期偿债能力整体有所弱化。城投企业存量债务规模仍较大，2025 年底，超过 4 成的城投企业 EBITDA 对利息支出的保障程度不足 0.6 倍，付息压力较大。近年来，除天津外，其他地区广义债务率<sup>3</sup>均有所上升，地方政府的债务负担加大。其中，广西、贵州、陕西、云南等地方经济欠发达地区的广义债务率相对较高，地方政府债务负担大，对区域内城投企业偿债能力的影响有待关注。总体看，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。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，地方政府支持对城投企业长期偿债能力形成重要支撑。展望 2026 年，行业偿债能力有望保持稳定，但区域分化特征或将持续加剧。

<sup>3</sup> 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



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图6 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7 各地区广义债务率变化情况

### 3 行业融资能力

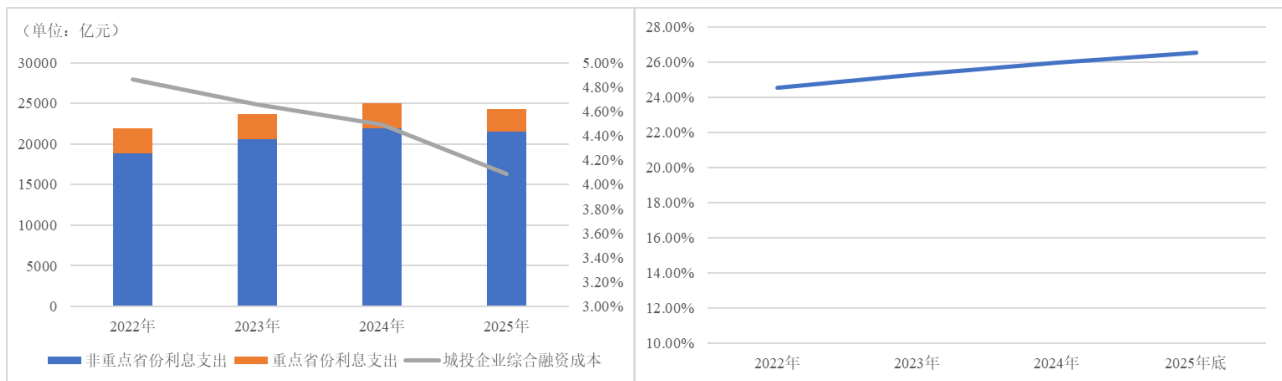
2025 年以来城投企业综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，项目投资及债务本息偿付所需资金仍主要依赖对外筹资，行业整体融资渠道保持畅通。预计 2026 年行业融资能力有望保持稳定，但经济欠发达地区及债务负担较重地区城投企业的再融资能力仍有待关注。

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<sup>4</sup>延续下行。从融资结构来看，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<sup>5</sup>持续下降，2025 年底较 2024 年底下降约 1 个百分点；随着金融机构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，2025 年底非标债务<sup>6</sup>占比较 2024 年底下降约 1.13 个百分点。在非标融资压降、债券融资收紧以及“控增化存”严监管基调下，城投企业往往通过银行短期流动性工具来缓解资金周转压力，短期债务占比仍小幅上升。净融资额方面，2025 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 4.7%。2026 年，随着一揽子化债长效机制及配套政策落地效果逐步显现，预计城投企业融资成本或将延续下行，融资结构将进一步得以改善，行业融资能力整体有望保持稳定，但区域分化特征亦将明显，经济欠发达地区及债务负担较重地区城投企业的再融资能力仍有待关注。

<sup>4</sup> 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]

<sup>5</sup> 以样本企业资产负债表中“应付债券/全部债务\*100%”进行估算

<sup>6</sup> 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

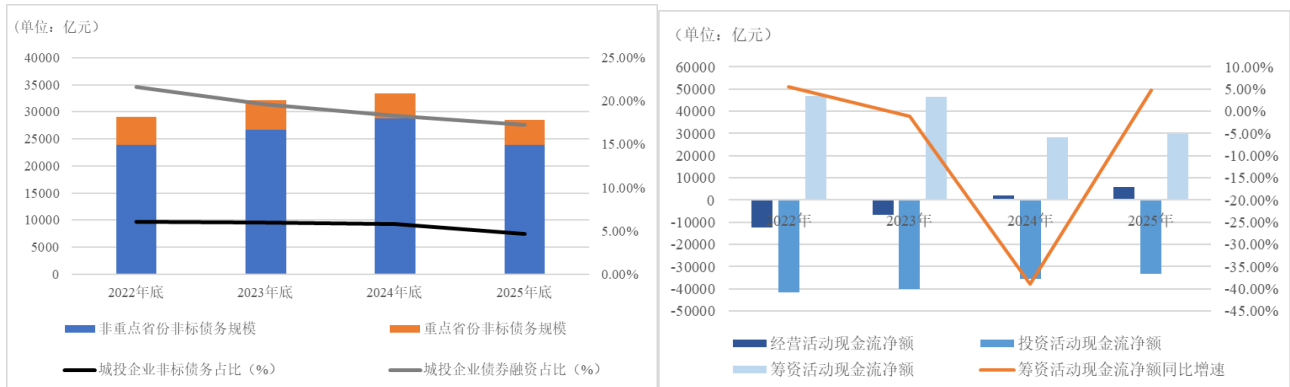


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8 城投企业综合融资成本变化情况

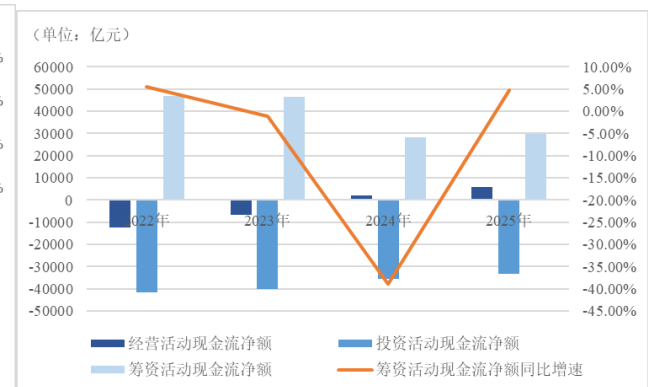
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 9 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 10 城投企业非标和债券融资占比变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11 城投企业现金流及变化情况

## 四、行业发展

2026 年，预计城投企业再融资环境整体平稳，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持，同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，随着隐性债务化解接近尾声，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，政企信用加速分离，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及信用重构风险。

2026 年是“十五五”规划开局之年，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，城投企业再融资环境整体平稳。城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设

的重要载体，地位仍较重要，有望持续获得地方政府的支持。同时，债务化解仍将延续“控增化存”的思路，稳妥化解存量风险、坚决遏制隐性债务增量。经过持续化债攻坚，各地隐性债务规模有序压降，高息债务置换成效明显，地方债务风险整体缓释。此外，随着财税体制改革的不断深化、央地财政支出责任的厘清，债务化解的长效机制将进一步完善。整体看，2026年城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。

2026年，地方政府与城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题。《2026年政府工作报告》指出加强重点领域风险防范化解和安全能力建设，通过一揽子化债方案及增量措施的持续执行以及化债纪律的进一步规范，守住不发生系统性风险的底线，为经济发展创造稳定的宏观环境，以化债保安全；同时，通过扩大有效投资、增强地方财政的“造血”能力等措施，为化解存量债务提供根本支撑，以发展促化债。

化债方面，经过多年化债，地方政府取得了阶段性的化债成果，但在经济结构转型、财政收支矛盾突出的背景下，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。当前地方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，城投企业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观察。未来，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，需对城投企业经营性债务的化解措施和成效保持关注。

发展方面，在政策持续推动下，城投企业“退平台”及市场化转型进一步提速，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。同时，随着转型的深化，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，城投企业面临的自营项目资金回收、股权投资、资金拆借回收等市场化经营风险可能有所加大，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商业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](mailto: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。