



云南省债务化解观察与展望

联合资信 公用评级二部 | 张 依 | 王文才 | 顾一凡

云南省作为重点化债省份，受基建投资规模大、财政自给能力偏弱及土地市场下行影响，债务压力大。近年来，化债工作取得阶段性成效，但云南省城投企业流动性压力大、化债资源分布不均等矛盾依然存在。本文立足云南省的债务特征，梳理云南省已落实的化债措施及表现，并结合化债资源禀赋，探讨未来的化债路径和方向。



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



一、引言

云南省是我国西南边疆重要省份，同时也是全国 12 个重点债务化解省份之一。云南省内地理条件复杂，长期以来为补齐交通、水利等基础设施短板开展大规模投资，城镇化建设、产业培育同样带来较大的资本开支需求。受自身财政自给能力偏弱、土地出让收入波动下行影响，城投企业承担了大量基础设施投融资职能，推动地方政府债务与城投企业债务同步快速累积，区域债务负担持续抬升，昆明市等重点区域陆续暴露非标逾期、票据逾期等负面舆情，市场对云南省债务风险的关注度持续走高。

在“控增化存”总基调下，依托国家一揽子化债及后续增量化债政策支持，云南省充分调动财政、金融、国有资产三类资源，综合运用特殊再融资债券置换、金融机构债务重组、存量国有资产盘活等多重手段推进风险处置，债务风险得到一定缓释，但区域财政禀赋约束、城投企业流动性压力、资产盘活变现难度等现实问题依旧突出。本文立足于云南省化债资源禀赋梳理，系统剖析一揽子化债框架下的具体化债举措与阶段性化债成效，并对后续债务化解路径进行研判展望。

二、化债资源

云南省可动用的化债资源包含财政、金融、国企资源三类。云南省财政自给能力偏弱，政府性基金收入规模 2022 年触底后有所恢复，政府举债尚有一定空间，能够依托特殊再融资债券开展债务置换；金融资源可以通过债务展期、重组等方式缓释流动性压力，本地金融机构实力相对有限；国企资源方面省内拥有一定规模国有股权及存量资产，可作为债务化解补充来源，优质资源多集中于省级，部分市州可调动资源不足。

从政策和实践来看，区域债务化解方式包括但不限于：通过财政资金、特殊再融资债券偿还，协调商业银行等金融机构贷款投放或展期、债务重组等，利用化债基金等短期流动性支持，资产盘活支持化债等。总体来看，主要的化债措施背后对应的是区域所能调动的财政资源、金融资源和国企资源，而这些资源的充裕程度又受不同因素影响，本报告据此选取相应指标进行分析，从而描绘区域化债资源禀赋的充裕程度。

表 2.1 区域化债所需的资源禀赋及影响因素

资源禀赋	化债措施	影响因素
财政资源	财政资金偿还	财政实力、上级支持力度
	发行特殊再融资债偿还	地方债发行空间、上级支持力度
金融资源	债务置换（借新还旧、展期、降息）	融资环境、地方政府债务管理能力
	化债基金、应急资金池等流动性支持	融资环境、地方政府债务管理能力
国企资源	盘活国有资产	闲置国有资产情况

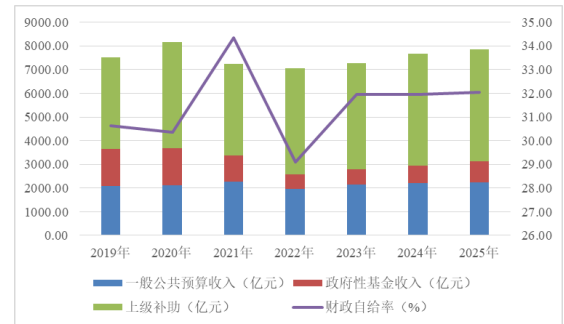
资源禀赋	化债措施	影响因素
	国企经营收益偿还	地方国企经营情况
	国企股权变现	地方政府持股情况

资料来源：联合资信整理

（一）财政资源

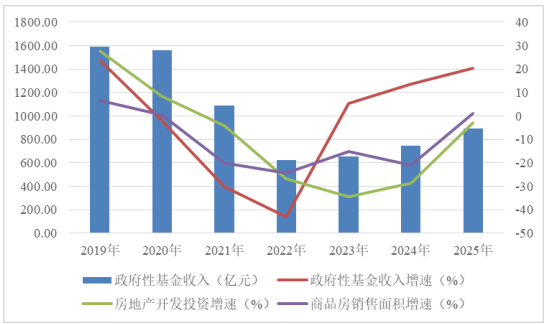
财政实力、地方债发行空间和上级支持力度是影响区域利用财政资源化债的主要因素。近年来，云南省一般公共预算收入规模相对稳定；2025 年，云南省一般公共预算收入 2243.33 亿元，在全国排名第 21 位¹，财政自给率在 30%左右，财政自给能力较弱；政府性基金收入 893.54 亿元，在全国排名第 18 位。因云南省财政实力整体偏弱，近年来中央政府在转移支付方面给予大力支持，自 2022 年以来云南省转移支付收入均在 4400 亿元以上，对云南省的综合财力形成有效补充。

以土地出让金为主的政府性基金收入是地方政府化解债务的重要资金来源，对云南省综合财力的贡献较大，2019 年和 2020 年云南省政府性基金收入占综合财力的比重在 20%左右，2021 - 2022 年年，随着房地产行业的深度调整，土地市场持续低迷，导致政府性基金收入快速下滑，2022 年起，政府性基金收入有所恢复。2023 年政府性基金收入占综合财力的比重降至 8.97%。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

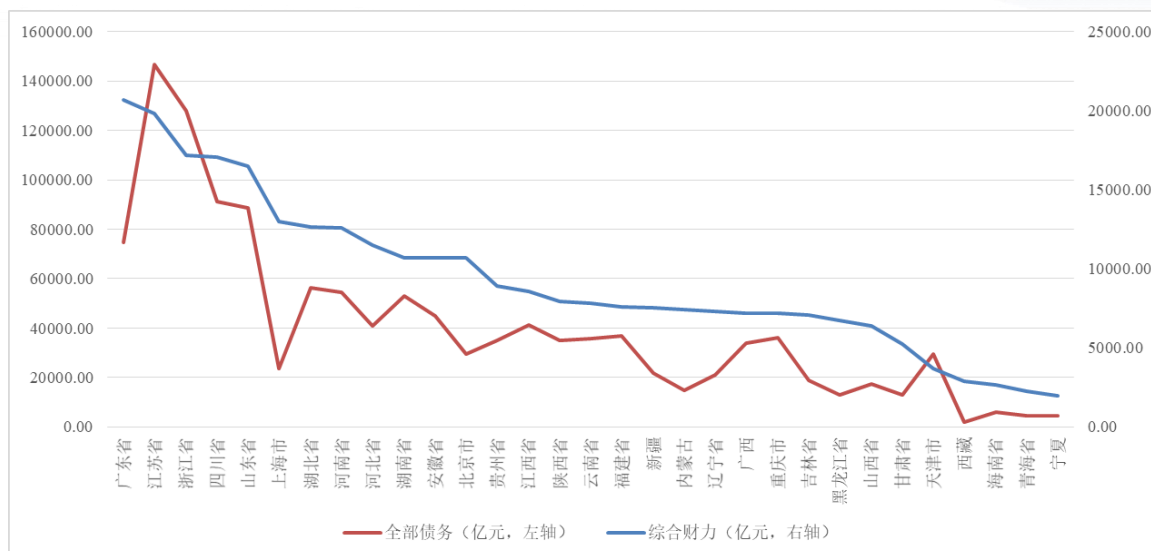
图 2.1 云南省综合财力构成情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.2 云南省政府性基金收入情况

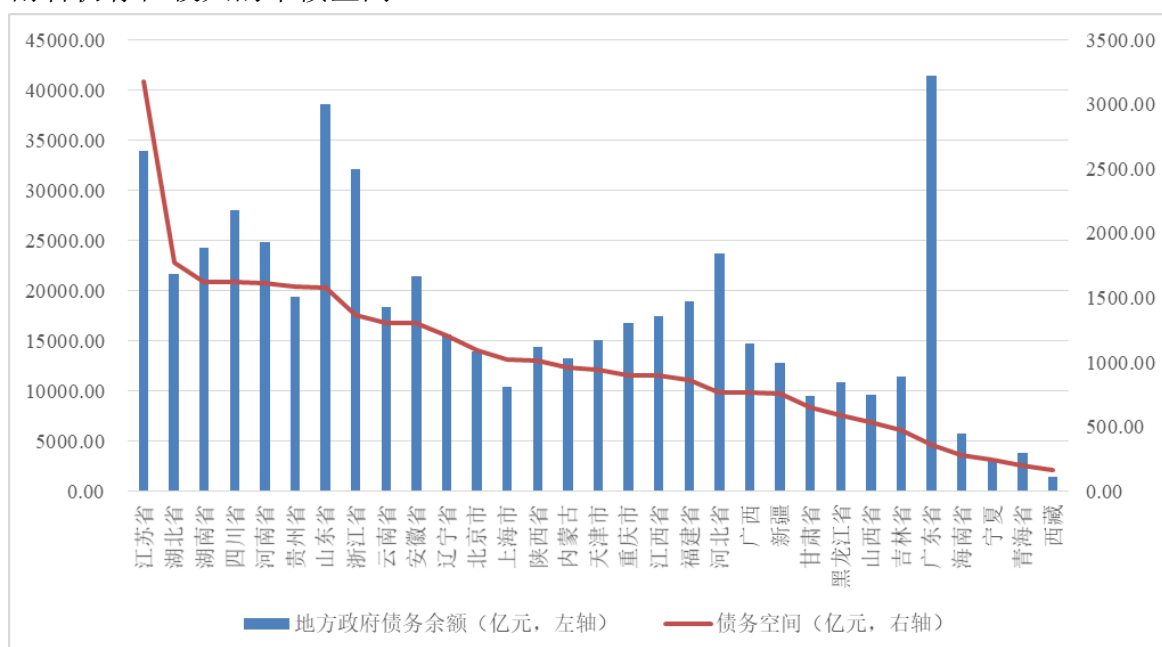
¹ 不含港澳台，下同。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.3 各省财政实力和债务水平

特殊再融资债券纳入限额管理，债务空间（地方债发行限额-地方债余额）会影响特殊再融资债券发行额度，进而影响债务化解进程，较大的债务空间为地方发行特殊再融资债券化解债务提供了良好的基础。截至 2025 年末，各地政府债务余额及债务空间存在明显分化，重点省份中贵州省和云南省债务空间超 1000 亿元，整体看，云南省仍存在较大的举债空间。

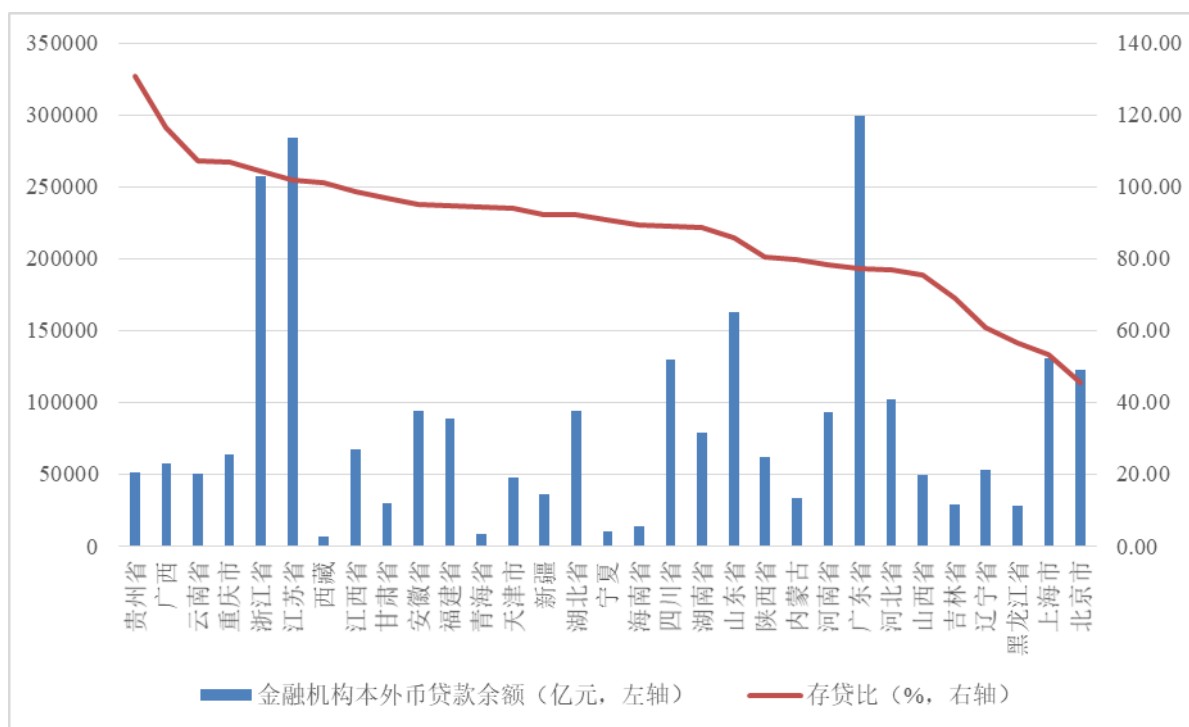


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.4 截至 2025 年末我国各地政府债务余额及债务空间情况

（二）金融资源

金融资源在地方政府化解债务中发挥着独特的作用，各种化债资源中金融支持对地方化债尤为重要，重点省份化债过程中，地方银行更是扮演不可或缺的角色。我们通过地方金融机构资产总额、存贷款余额及其对城投企业债务的覆盖倍数等指标来评估金融资源。金融机构存贷款余额一定程度反映了当地金融资源保有量，截至 2025 年末，云南省金融机构本外币存款余额位于全国第 22 位，贷款余额位于全国第 20 位，金融机构存贷款余额在全国排名中下游。存贷比被广泛应用于衡量银行机构支持当地经济发展的力度，相对于存贷款余额，云南省存贷比在全国排名仅次于贵州省和广西省，反映出云南省金融机构投放力度较大，但也侧面反映了金融资源相对不足。特别是近年来金融支持化债力度加大，部分投放用于支持化债，也一定程度上推动了存贷比的提升；截至 2025 年末，存贷比排名前十的区域中，重点省份占一半，且整体排名靠前。

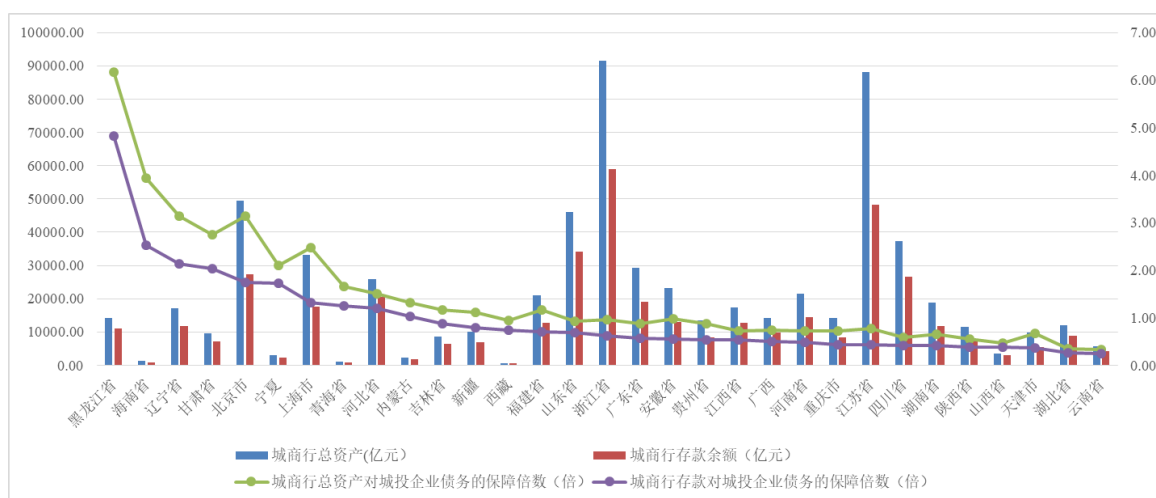


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.5 2025 年各地存贷比情况

富滇银行股份有限公司（以下简称“富滇银行”）、云南红塔银行股份有限公司（以下简称“红塔银行”）和曲靖市商业银行股份有限公司历史上为云南省城投企业融资提供了大力支持，化债工作中也通过提供信贷支持、购买城投企业发行债券、各种形式的表内外债务置换等提供支持，但云南省本地金融资源薄弱制约了化债进程，银行体系除上述三家城商行外，缺乏具有全国影响力的省级法人金融机构，近年来云

南省的城投企业频发票据逾期、非标逾期、被执行等风险事件，导致其他国有大型银行在云南省的风控趋严，对城投平台的授信有所收紧。非银金融力量亦有所不足，地方融资租赁和 AMC 机构少。近年来，富滇银行和红塔银行不良贷款率及资本充足率均有所波动，资产质量不同程度承压。截至 2025 年末，云南省城商行²总资产和存款余额均位居全国第 25 位，均处于中下游水平。云南省城商行总资产及存款余额对城投企业债务的覆盖程度处于全国末位。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.6 2025 年末各地城商行及存款余额对城投企业债务的保障情况

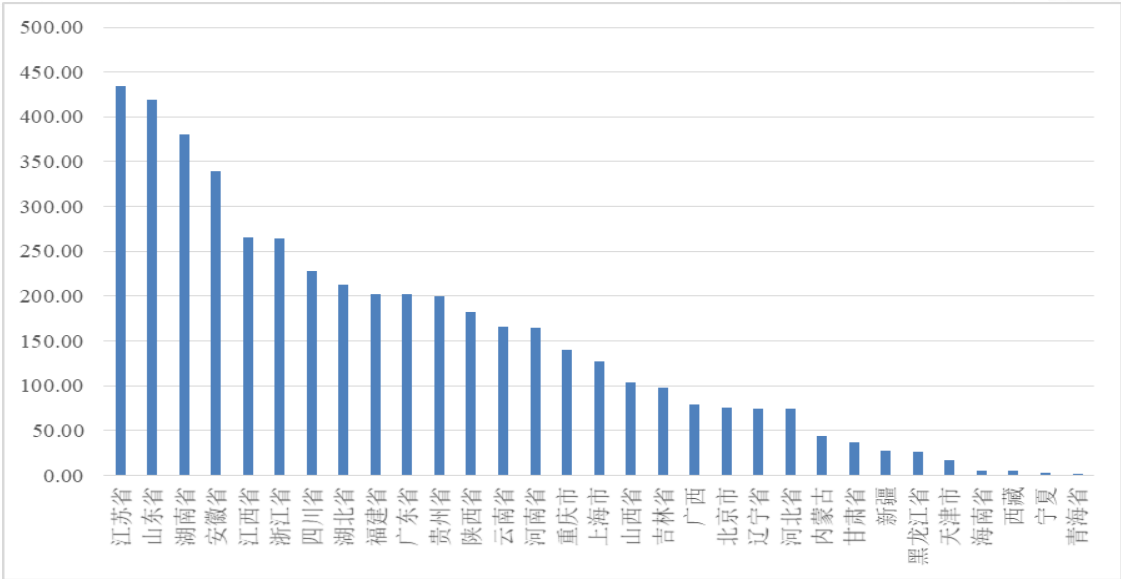
（三）国企资源

闲置国有资产情况、地方国企经营情况及地方政府持股情况是影响区域利用国企资源化债的主要因素，本文选取国有资本经营收入对不同区域的地方国企经营情况进行分析，以地方政府持有上市公司市值来估计地方政府可用于化债的可变现股权资产规模。

盘活国有资产是中央和地方化债政策中普遍提到的一种方式，在实践中也被广泛应用，但同时我们也看到，当前实践中地方政府和城投企业可盘活的价值较大的闲置资产主要是土地和房产，但整体收益或有限，并且国有资产的闲置通常有其历史原因，因此在盘活的过程中可能还会面临相关程序和法律问题。

地方国企经营情况方面，近年来，云南省的国有资本经营收入波动较大，其中 2025 年云南省获得国有资本经营收入 165.30 亿元，同比大幅增长 104.5%，主要系昆明市等一次性收入大幅增加（主要为国有股权、股份转让收入），位居全国第 13 位。

² 可获取财务数据。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 2.7 2025 年我国各地国有资本经营收入情况（单位：亿元）

由于上市公司股权资源通常较为优质，且流动性较强，金融机构接受程度较高，地方政府或城投企业通过转让或质押上市公司股权或其他优质资产，能够融资获现用于化解地方债务。截至 2026 年 3 月底，云南省拥有上市公司 39 家，总市值 9885.71 亿元，上市公司总市值在全国排名第 20 位，上市公司主要分布于有色金属、医药生物、化工、公用事业等行业；其中，云南省国资体系战略性持有云南能投、锡业股份、云煤能源、云南白药、云天化等多家优质企业股权（详见下表）。若未来出现化债政策推进不及预期、宏观流动性边际收紧，导致区域融资渠道阶段性受阻等情形，云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）或可通过股权质押、适度减持部分股权，为债务偿付提供必要的资金支持。在极端流动性压力情景下，上述优质股权可作为重要的应急流动性储备，但也需注意，优质资源多集中于省级，权益市场波动性很大，且受宏观经济、行业周期、股价波动等多重因素影响显著。

表 2.2 截至 2026 年 3 月底云南省国资体系持有上市公司股权情况（单位：亿元）

上市公司	云南省国资股东	持股比例	所处行业	总市值	预估对价
云南白药（000538.SZ）	云南省国有股权运营管理有限公司	26.20%	医药生物	978.85	256.46
ST 云动（000903.SZ）	云南云内动力集团有限公司	33.60%	机械	50.50	16.97
南天信息（000948.SZ）	云南省工业投资控股集团有限责任公司	34.92%	软件服务	58.64	20.48
	云南南天电子信息产业股份有限公司	0.64%			0.38
锡业股份（000960.SZ）	云南锡业集团有限责任公司	32.98%	有色金属	519.30	171.26
	云南锡业集团（控股）有限责任公司	10.81%			56.14
丽江股份（002033.SZ）	云南云投资本运营有限公司	9.43%	消费者服务	49.95	4.71

上市公司	云南省国资股东	持股比例	所处行业	总市值	预估对价
	丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司	5.81%			2.90
云南能投（002053.SZ）	云南省能源集团有限公司	32.65%	公用事业	113.62	37.10
	云南能投新能源投资开发有限公司	22.01%			25.01
	云天化集团有限责任公司	18.73%			21.28
罗平锌电（002114.SZ）	曲靖市发展投资集团有限公司	22.40%	有色金属	27.68	6.20
	罗平县锌电公司	5.00%			1.38
交投生态（002200.SZ）	云南省交通投资建设集团有限公司	28.70%	建筑	32.80	9.41
华能水电（600025.SH）	云南省能源集团有限公司	21.94%	公用事业	1846.34	405.09
	昆明云能产融有限公司	3.86%			71.27
	昆明云能产业有限公司	1.50%			27.70
	云南融聚发展投资有限公司	1.10%			20.31
云天化（600096.SH）	云天化集团有限责任公司	38.36%	化工	608.70	233.50
ST 云城（600239.SH）	云南省康旅控股集团有限公司	39.05%	房地产	34.52	13.48
	云南融智投资有限公司	2.03%			0.70
	云南能投资本投资有限公司	1.38%			0.48
贵研铂业（600459.SH）	云南省投资控股集团有限公司	35.62%	有色金属	148.16	52.78
云维股份（600725.SH）	云南省能源集团有限公司	29.04%	煤炭	54.60	15.86
	云南煤化工集团有限公司	1.96%			1.07
	云南省投资控股集团有限公司	1.20%			0.66
云煤能源（600792.SH）	云南煤业能源股份有限公司	58.19%	煤炭	50.95	29.65
	云天化集团有限责任公司	9.20%			4.69
红塔证券（601236.SH）	云南省投资控股集团有限公司	17.33%	非银金融	361.31	62.61
	昆明产业开发投资有限责任公司	2.28%			8.24
	云南省工业投资控股集团有限责任公司	0.63%			2.28
合计					1580.05

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、化债措施

在财政、金融、国企三类化债资源禀赋支持下，云南省依托国家层面一揽子化债政策框架，综合运用政府资金统筹、金融机构债务重组、国有资产盘活三类主要手段推进债务化解工作。通过特殊再融资债券置换、存量债务展期降息、低效闲置资产处置变现、优质股权盘活等多项举措并行，从债务结构、融资成本、存量风险处置等多维度缓释区域债务压力。

（一）政府化债资金

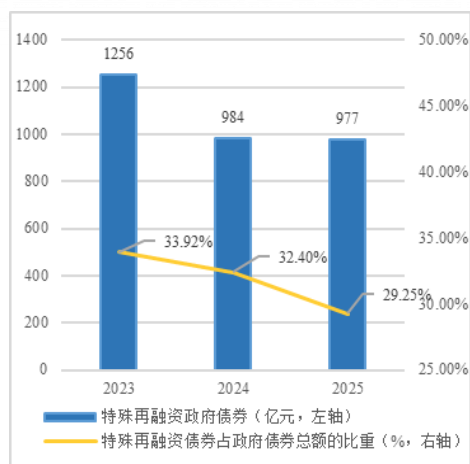
配套政策支持方面，云南省落实中央防范化解地方政府隐性债务风险顶层制度安

排，出台《云南省人民政府关于全面深化财税体制改革加快建设“五个财政”的实施意见》等配套政策文件，搭建全口径债务监测监管与风险处置长效机制。政策明确统筹资金、资源、资产多维度化解存量债务，推动融资平台市场化实体化转型，严控新增隐性债务；构建省级统筹调度、压实市州县属地化债责任的工作机制，分层分类有序处置区域债务风险。

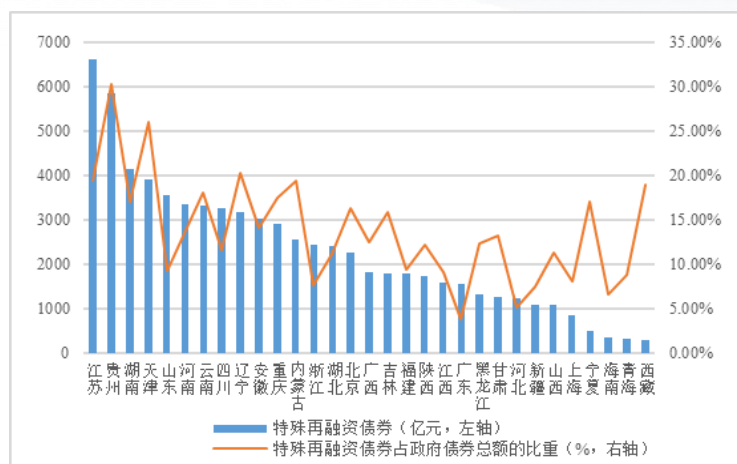
实际资金支持方面，2023 年 7 月中央部署实施一揽子化债方案，通过发行约 1.39 万亿元特殊再融资债券，置换部分到期隐性债务、清偿企业拖欠款项，同步引导金融机构落实债务展期、降息安排。后续中央进一步推出“6+4+2”化债框架，即新增 6 万亿元地方债务限额分三年置换存量隐性债务；2024 - 2028 年每年安排 8000 亿元专项债券用于化债；2 万亿元棚改类隐性债务按照原有合同时序偿还，不纳入 2028 年前集中消化范围。云南省被纳入化债重点省份管理，在政府投资、平台融资行为受到约束的同时，获得相应政策与资金倾斜支持。

2023 - 2025 年，云南省分别发行特殊再融资债券 1256 亿元、984 亿元和 977 亿元；截至 2025 年末，存量特殊再融资债券 3314 亿元，存量规模居全国第 7 位，特殊再融资债券占本省政府债券比重处于较高水平。2025 年全省发行地方政府债券 3340.43 亿元，加权平均期限 12.05 年，加权平均利率 1.91%。特殊再融资债券落地一定程度上缓释城投企业短期流动性压力，压低区域整体融资成本，实现债务结构优化。

新增专项债额度也成为化解存量风险、清偿账款的重要抓手。2025 年财政部下达云南省新增债务额度 1172 亿元，其中补充政府性基金财力的新增专项债务额度 369 亿元，可统筹用于隐性债务化解、部分 PPP 存量项目建设以及清偿企业拖欠账款；化解政府拖欠企业账款专项债务额度 356 亿元，定向支持清理无争议的确权拖欠款项。截至 2025 年末，武定县 50 万元以下单笔拖欠款项全部结清，宜良县使用债券资金偿还拖欠账款 27.34 亿元，昭阳区偿还拖欠账款 8.15 亿元。此外，自 2020 年起，云南省省级暂停土地出让收入计提，由此形成的增量收入交由各市州统筹，用于保障性安居工程、教育、水利等领域债务偿还。



资料来源：联合资信根据公开资料整理
图 3.1 云南省特殊再融资债券发行情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理
图 3.2 截至 2025 年末全国存量特殊再融资债券情况

（二）金融机构化债

金融资源是地方债务化解的重要支撑，金融机构化债主要在地方政府协调推动下，坚持市场化、法治化原则，针对融资平台存量债务开展展期、降息、债务重组与债务置换操作。

2021 年，中国长城资产管理股份有限公司（以下简称“长城资产”）设立专项纾困信托计划向云南省康旅控股集团有限公司（以下简称“康旅集团”）提供 47 亿元资金定向用于兑付公开市场债券，同时将低效资产注入信托计划，引入产业投资方完成资产重组盘活。

2023 年 11 月多部委召开金融机构座谈会之后，云南省各地加快推进金融化债落地。华夏银行昆明分行对多家昆明市属城投平台实施“一户一策”差异化风险处置，坚持不抽贷、不断贷，调整还款计划、下调融资利率，每年为属地国企节约利息支出超 6400 万元；同时发挥债券承销与投资职能，截至 2025 年三季度末，完成债券承销规模 83.71 亿元，债券主动投资余额 112 亿元。富滇银行玉溪分行将融资受限城投企业下属国企房地产项目 3.4 亿元存量开发贷款展期 36 个月并纳入房地产融资协调机制白名单，缓释项目逾期风险。县级层面同样积极协调金融资源，楚雄州大姚县对接省、州城投企业及金融机构，推动到期债务展期续贷，平滑偿债高峰；芒市达成两笔债务风险缓释协议，缓释规模合计 0.21 亿元，并联合中国中信金融资产管理股份有限公司江西省分公司、长城资产完成利息及违约金减免 1.36 亿元。

政策性银行在云南省化债进程中发挥关键作用。国开行云南省分行依托开发性金融“以时间换空间”优势，通过延期还本付息、优化债务期限结构、调整付息安排、下调利率等手段化解存量项目风险，例如联合龙陵县开展银政企三方会商处置存量项目风险。农发行云南省分行赴保山市开展政银专题座谈，将债务风险化解作为政银合

作重点，在市场化法治化前提下优化信贷结构，调整存量贷款还款安排，协同地方推进化债落地。

（三）资产盘活

资产盘活是云南省债务化解的重要补充手段，核心是对闲置、低效国有资产资源开展清查梳理、处置变现与市场化运营，将沉睡国有资产转化为偿债资金来源，在缓解偿债压力的同时赋能地方产业发展。

2025 年 7 月，云南省财政厅联合云南省国资委、自然资源、生态环境等多部门印发《关于开展省以下国有资产资源清查盘活工作的通知》，在省、州（市）、县（市、区）、乡镇（街道）各级对国有资产资源开展起底式清查。针对资产类型多元的现实情况，各地综合采用优化配置、处置变现、集中运营、整合重组、对外出租、特许经营等多种模式推进资产盘活。

股权与存量经营性资产处置运营方面，2021 年云南省投资控股集团有限公司（以下简称“云投集团”）将持有的 7797.44 万股红塔证券股权进行质押用于公司融资周转；云南省国资委将云南省国有股权运营管理有限公司 100% 股权注入云投集团，云投集团因此实现对云南白药并表，资产质量与盈利水平得到显著改善。昆明市将 600 余亿元公路资产纳入国有资产统一管理，市属直管公房交由昆明市安居集团有限公司市场化运营，租金收缴率由不足 60% 提升至 95% 以上，每年新增租金收入约 8000 万元。保山市通过转让博闻科技股权获得 0.27 亿元处置收益，用于偿还高息非标债务，化解 6 家市属国企诉讼风险；同时依托原河图中学土地及建筑物引入战略投资方实现资产盘活。怒江州福贡县整合易地搬迁商铺、安置房源、闲置地块、文旅配套资产，通过租赁运营、业态培育实现经营性现金流，2025 年营业总收入接近 3000 万元。

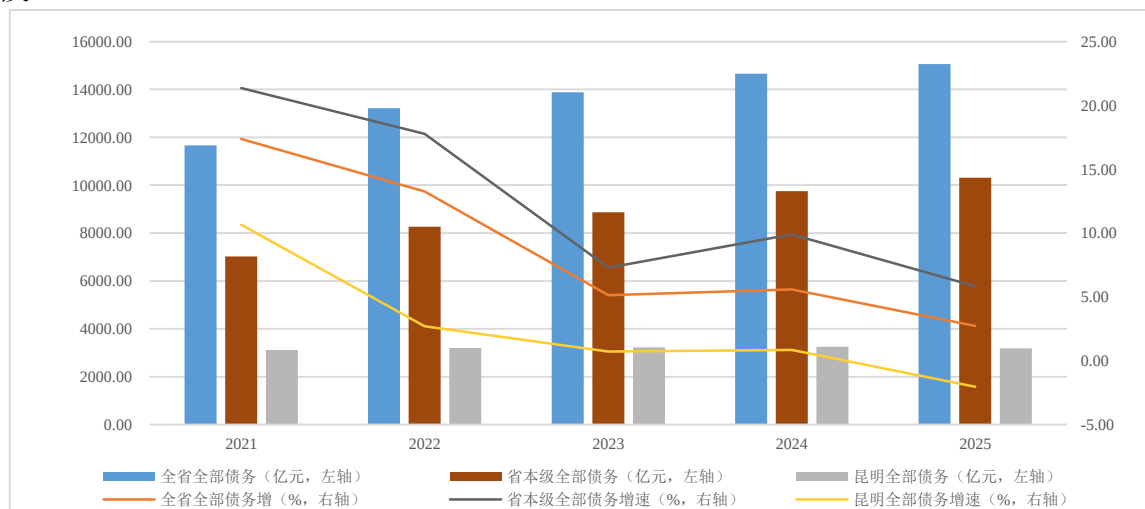
除传统处置与经营性运营外，云南省还积极探索资源资产化、资产证券化路径。2025 年 1 月，滇中新区启动装备制造产业园、特色云品产业园基础设施公募 REITs 申报；同年 6 月，丽江市推进以玉龙雪山为底层资产的文旅基础设施公募 REITs，预计发行规模不低于 25 亿元，开拓文旅资产证券化渠道。2025 年 12 月，曲靖市落地市州级首单水务 ABS，发行总规模 3.12 亿元；2026 年 1 月，中航京能光伏封闭式基础设施证券投资基金扩募项目在上交所上市，作为国内首只光伏水电混装 REIT，将保山市苏家河口、松山河口水电站纳入底层资产，募集资金 29.22 亿元，实现地方国资持有的项目股权盘活。

四、化债成果

伴随一揽子化债政策落地，叠加云南省各类化债举措持续推进，全省城投企业债务扩张势头得到遏制，债务期限结构有所优化，城投企业融资成本下行、高成本非标债务占比明显压降，区域城投债券利差有所收窄，市场投资者信心边际修复。但受制于整体债务规模仍然较高、平台流动性储备紧张，短期流动性压力仍不可忽视，债务风险尚未完全出清。

（一）城投债务规模增速得到有效控制

一揽子化债方案实施以来，云南省城投企业债务扩张势头得到有效遏制，增速明显回落。本研究以 2021 - 2025 年财务数据连续可得、并剔除合并范围内子公司后的 39 家发债城投企业为统计样本（省本级 3 家³、地市级 24 家、区县级 12 家），全省城投企业全部债务由 2021 年的 1.17 万亿元增至 2025 年的 1.51 万亿元，累计增幅 29.15%，增速由 2021 年的 17.36% 持续回落至 2025 年的 2.72%，呈现“总量抬升、增量收敛”的特征。其中，云南省本级城投企业全部债务由 0.70 万亿元增至 1.03 万亿元，五年增幅 47.00%，高于全省水平，增速从 2021 年的 21.37% 下降至 2025 年的 5.84%；昆明市城投企业全部债务累计增长 2.21%，在 2024 年达到峰值后，2025 年首次呈现负增长，昆明市作为云南省化债核心区域，城投债务已从“稳总量”进入“减存量”阶段。



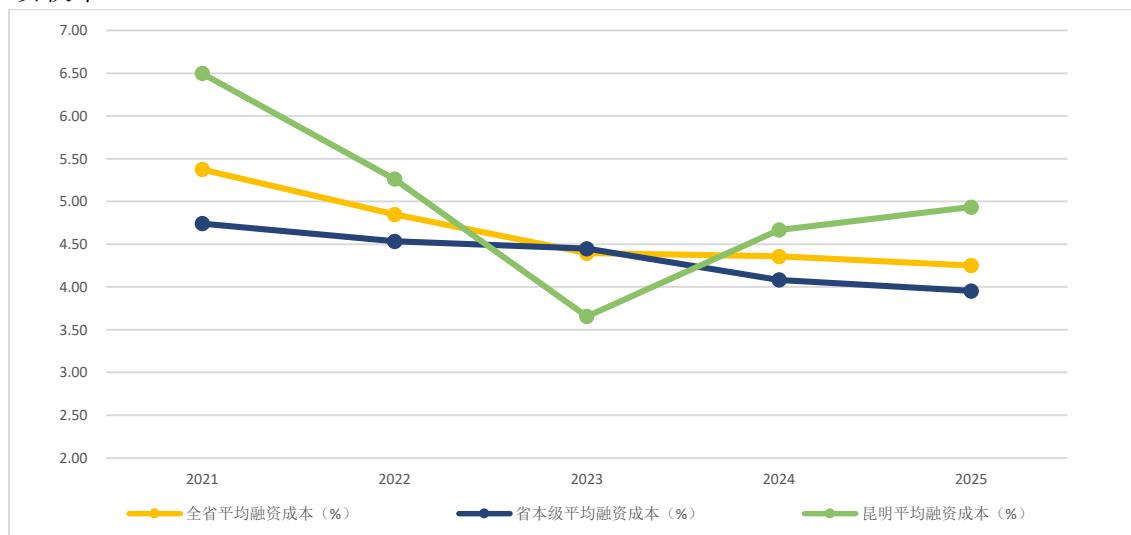
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.1 云南省、省本级及昆明市城投企业全部债务及增速情况

³ 云南省建设投资控股集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司和云南省铁路投资有限公司系省属国有资本投资、建设及运营主体，主营业务以经营性业务为主，但同时承担大量政府交办的公益类项目，获得很强的政府外部支持。上述企业存量债务体量大，一旦出现流动性风险，会带来区域融资环境冲击、二级利差上行、区域再融资受阻等影响，产生很强的外溢效应。故本报告将上述主体纳入研究样本范围进行分析，下文分析中的城投企业样本中将上述企业纳入省本级城投企业统计。

（二）融资成本⁴持续下行，利息负担明显减轻

在融资成本方面，2021 - 2025 年，云南省城投企业平均融资成本保持下行态势，利息负担显著减轻。全省城投平均融资成本由 2021 年的 5.38% 下降至 2025 年的 4.25%，累计下行 113 个 BP；按 2025 年末城投企业全部债务规模测算，融资成本每下行 10 个 BP 对应年利息支出节约约 15 亿元。省本级城投企业凭借更高的信用等级和更强的统筹能力，在融资过程中优先获得低成本资金，平均融资成本从 2021 年的 4.74% 降至 2025 年的 3.95%，累计下行 79 个 BP，2025 年首次跌破 4%，发挥了“压舱石”作用。昆明市城投企业融资成本修复幅度最为突出，从 2021 年的 6.50% 降至 2025 年的 4.94%，累计下行 156 个 BP，2023 年阶段性下降至 3.66% 后有所反弹，但整体仍呈显著下行趋势，反映出区域信用风险缓释后市场投资者信心逐渐恢复，风险溢价持续收窄。



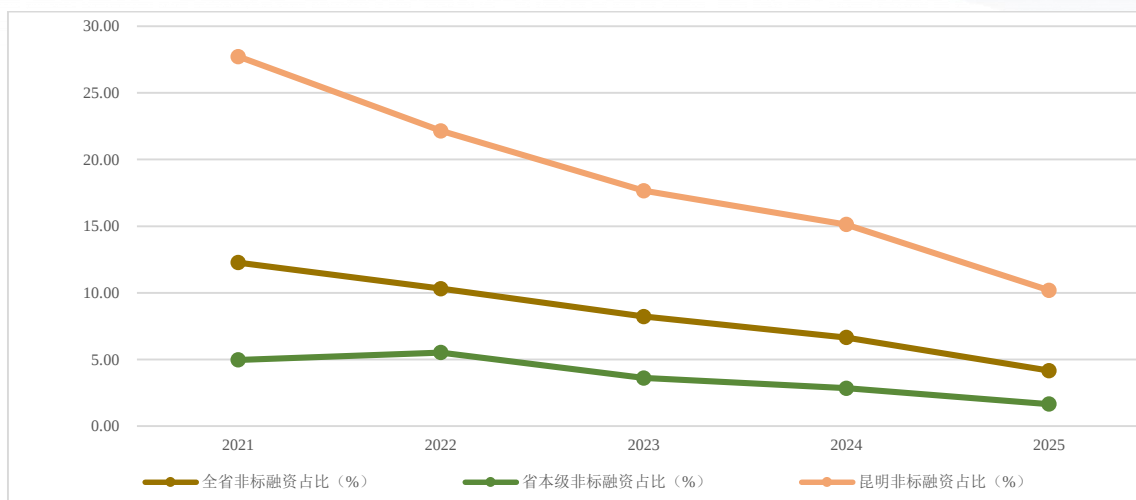
资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.2 云南省、省本级及昆明市城投企业平均融资成本情况

（三）非标融资占比大幅下降，债务结构有所优化

债务化解推动云南省城投债务结构持续优化，高成本、透明度较低的非标债务持续出清。全省城投非标融资占比由 2021 年 12.27% 下降至 2025 年 4.16%，累计下降 8.11 个百分点。省本级非标融资占比自 4.97% 降至 1.65%，非标债务接近出清。昆明市是非标债务压降的重点，非标融资占比从 27.73% 下降至 10.19%，降幅达 17.54 个百分点。

⁴ 使用城投企业分配股利、利润或偿付利息支付的现金近似替代利息支出，用于估算融资成本

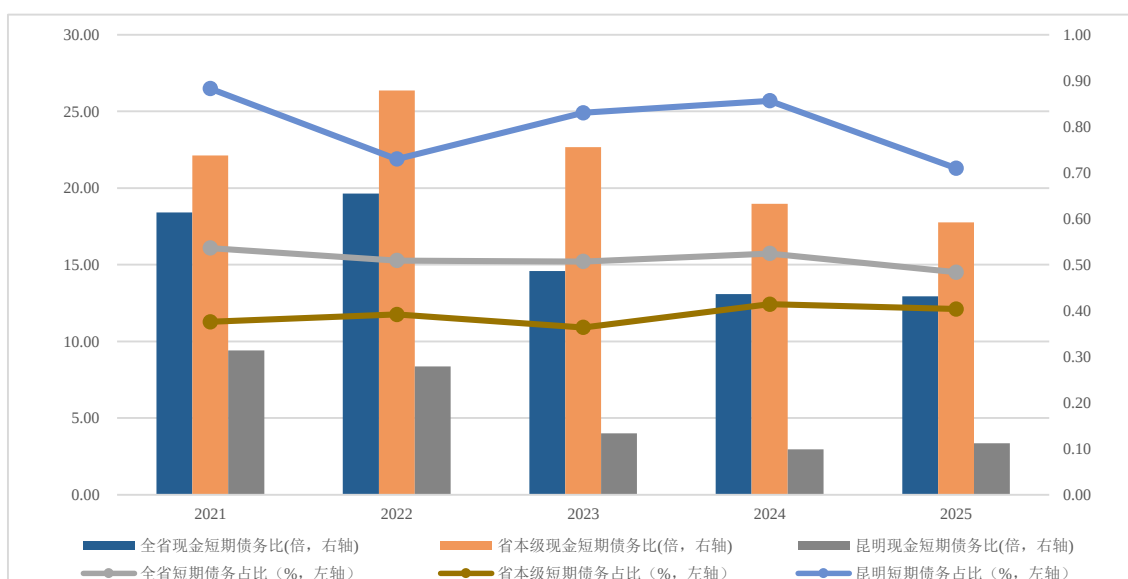


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.3 云南省、省本级及昆明市城投企业非标融资占比情况

（四）短期偿付压力有所缓释，但流动性仍偏紧

债务置换、展期重组拉长债务期限，全省城投短期债务占比稳中有降，但流动性储备同步消耗，现金对短期债务的覆盖能力有所弱化，流动性仍处于偏紧状态。全省城投短期债务占比自 2021 年 16.08% 降至 2025 年 14.51%，下降 1.57 个百分点。其中，昆明市短期债务占比由 26.48% 降至 21.29%，下降 5.19 个百分点，短期集中兑付压力得到一定缓解；省本级短期债务占比小幅抬升，整体仍维持在 12% 左右的较低区间。流动性储备层面，全省城投现金短期债务比由 2021 年的 0.61 倍回落至 0.43 倍；省本级由 0.74 倍回落至 0.59 倍；昆明市由 0.31 倍大幅回落至 0.11 倍。尽管期限结构得到改善，但受债务基数大、财政收入承压影响，城投企业流动性缓冲垫变薄，短期流动性安全仍是后续化债工作需要重点关注的风险点。

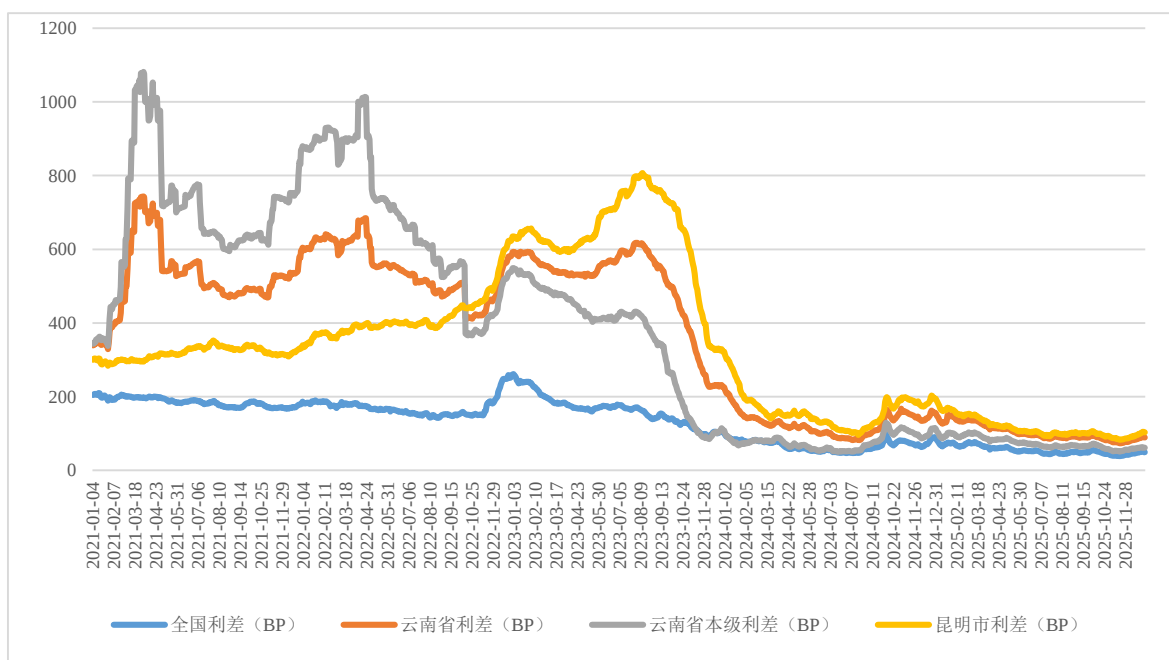


资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.4 云南省、省本级及昆明市城投企业短期债务占比及现金短期债务比情况

（五）市场环境边际修复，城投债券利差有所收窄

从债券市场表现看，云南省城投债券利差变化完整映射了区域债务风险演化与化债政策落地的全过程。2021 年为债务风险暴露阶段，省本级城投债券利差快速冲高，全省利差接近 750BP，市场对于非标违约、集中到期风险担忧加剧，云南省内启动债务摸排和协调工作。2022 年进入政策博弈阶段，省本级利差冲高至 1013BP 之后逐步回落，年末回落至 550BP 左右，金融机构展期重组取得阶段性成效，但风险开始向地市级传导，昆明舆情持续爆发，区域利差上行。2023 年为化债关键转折点，上半年昆明利差冲高至 806BP 的历史高位，下半年伴随中央一揽子化债政策落地、特殊再融资债券大规模投放，市场预期发生扭转，四季度全省、省本级、昆明债券利差同步下行。2024 年二季度至 2025 年末进入化债成果巩固阶段，各层级债券利差收敛至 40~105BP 区间，逐步向全国平均水平靠拢。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.5 云南省、省本级及昆明市城投债券利差变动情况

总体来看，依托中央政策支持与省内多渠道化债举措，云南省取得了阶段性化债成效。但云南省城投企业债务规模依旧处于高位，流动性储备紧张，现金对短期债务保障能力偏弱，且仍存在负面舆情；城投债券利差已经贴近全国水平，进一步下行空间有限。后续化债工作重心需要由债务置换、风险应急处置转向提升城投企

业流动性及自身造血能力，同时持续巩固财政资源、盘活存量资产，构建长期可持续的风险防控机制。

五、未来化债展望

短期来看，依托重点化债省份政策红利，债务置换工具将持续缓释兑付压力，但局部风险扰动仍需警惕。增量化债框架下，特殊再融资债券、银行非标置换等工具继续为云南省城投企业争取风险处置时间，推动高息债务置换、拉长债务久期，压降区域融资成本，改善市场预期。但债务置换主要解决本金接续，对利息覆盖有限；受土地财政走弱影响，地方财政紧平衡格局延续，城投利息偿付资金来源仍需关注。同时省内化债资源向市县传导存在障碍，昆明等重点区域历史非标、票据逾期风险尚未完全出清，部分财力薄弱市州可调动资源有限，局部舆情仍可能扰动区域信用环境。中长期来看，城投企业债务风险的根本化解有赖于财政提质、产业筑基与城投企业转型，三类举措协同发力。一是财政端，持续严控新增隐性债务，压实省 - 市 - 县三级化债责任，优化财政支出结构，完善债务常态化监测防控体系，筑牢风险制度底线；二是产业端，立足绿色能源、有色、文旅、高原农业等本土优势产业壮大税基，降低对土地出让收入的依赖，夯实财政可持续的经济根基；三是国资平台端，持续推进国有资产清查盘活，用好股权运作、REITs、ABS 等工具拓宽资金来源；推动城投厘清政企边界，剥离纯政府融资职能，培育经营性现金流，降低对外部融资的过度依赖。

整体而言，当前云南省已经取得阶段性化债成果，但债务总规模仍然处于高位，化债工作依旧处于攻坚阶段。未来，需要平衡好债务风险化解与地方经济发展的关系，统筹用好政策置换、财政统筹、金融协同、资产盘活各类手段，既要守住不发生区域性系统性债务风险底线，也要推动地方经济产业提质增效，最终实现债务风险有序出清与区域高质量发展并行。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 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。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。