

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

长周期视角下城投企业财务状况监测及分析

联合资信 公用评级二部 | 谢 晨 | 顾一凡 | 魏 凯



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



一、引言

城投企业作为我国特定财税体制与城镇化进程共同塑造的产物，其财务状况的变化带有鲜明的政策烙印。鉴于此，本文以 2015—2025 年及 2026 年半年度财务数据连续完整的 1046 家城投企业为样本，从资产结构、投资活动、融资活动、流动性压力、杠杆水平五个维度复盘长周期城投企业财务演变特征，辨析政策调控的传导效果。

二、长周期下城投企业发展政策脉络

在开展城投企业财务状况的长周期监测与趋势预判前，必先溯源政策演进脉络，这是由于政策不仅是驱动各项财务指标起伏的底层动因，更是识别风险边界、判断趋势拐点的风向标。基于上述逻辑，本文将城投企业发展历程划分为以下阶段，并简要概述各阶段标志性政策。

第一阶段（2014—2017 年）：新《预算法》与 43 号文确立“开前门、堵后门”，剥离平台融资职能；2017 年 7 月全国金融工作会议、中央政治局会议首提“隐性债务”，隐性债务问责机制确立。

第二阶段（2018—2022 年）：严控隐债。27 号文界定隐性债务并部署十年化解目标，23 号文、194 号文切断政府信用背书，资管新规压缩非标通道，101 号文提出保障合理融资同时引导平台转型，15 号文从融资供给端切断违规新增隐债渠道，隐性债务问责常态化、公开化，19 号文确立盘活存量资产路径。

第三阶段（2023 年至今）：控增化存与出清转型。2023 年 7 月“一揽子化债方案”提出，同年 9 月 35 号文落地，与 134 号、150 号、226 号文构成“管控-置换-退平台”闭环，名单制借新还旧锁定增量；“6+4+2”落地使“压降+置换”组合拳见效；99 号文明确退重点省份流程及要求。2025 年 12 月中央经济工作会议与 2026 年 3 月政府工作报告均强调优化债务重组和置换办法，多措并举化解融资平台经营性债务风险，未来重心或转向修复城投企业资产负债表。

三、样本城投企业财务表现

（一）样本城投企业获取及分布情况

本文根据联合资信行业分类标准筛选 2015—2025 年及 2026 年半年度财务数据完整的城投企业，并剔除存在母子关系的重复性样本，最终获得样本城投企业 1046 家。

从样本城投企业的分布来看，城投企业数量排名前五的省级行政区域分别为江苏、浙江、四川、山东和湖南，以上 5 省城投企业的数量合计超全国总数的 50.00%，且

AAA、AA⁺城投企业数量也相对较多；而辽宁、吉林、黑龙江、宁夏、甘肃、内蒙古、青海、西藏和海南拥有城投企业数量均不足 10 家，且大部分为 AA 级别。

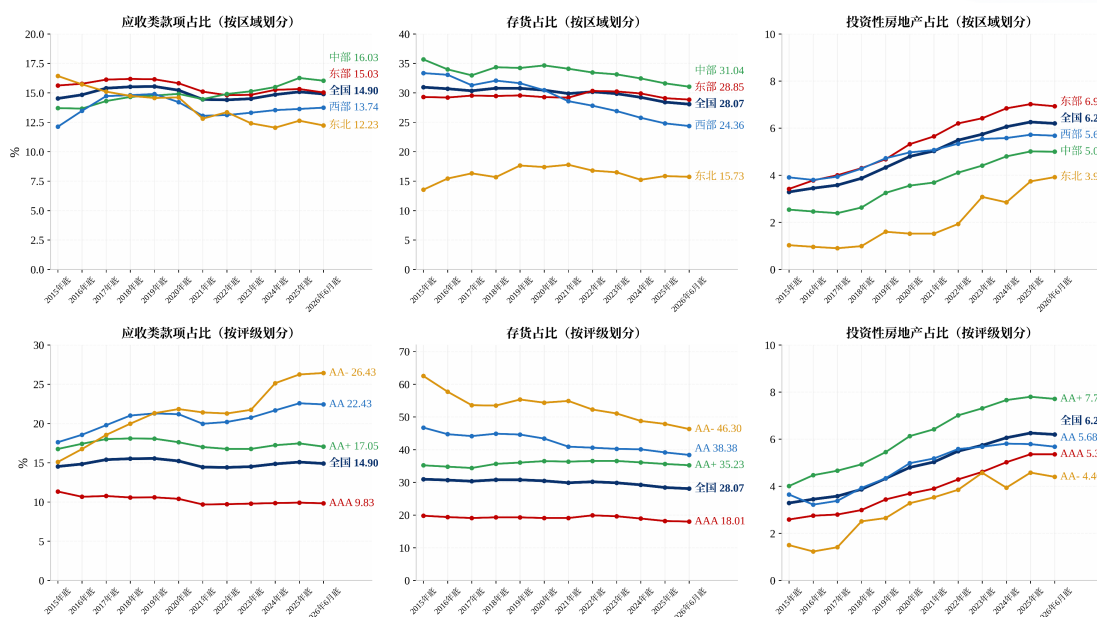
（二）样本城投企业指标表现¹

1、资产结构

2015 年以来，样本城投企业资产扩张主要来自存货与应收类款项增加对应的资金沉淀，投资性房地产增速更快但盈利性有待培育，整体资产质量改善有限。东部地区经营性资产积累领先，转型进度更快；低级别主体（存货+应收类款项）占比更高，转型阻力更为突出。

2015—2025 年底，样本城投企业资产总额由 28.48 万亿元增至 79.45 万亿元，年均增速为 10.80%。从增量上，存货与应收类款项是资产扩张的核心驱动项；从增速上，投资性房地产上升速度更快。具体来看，样本城投企业应收类款项年均增速为 11.22%，应收类款项占比在 15.00%上下浮动，受历史职能定位特殊性影响，城投企业应收类款项回收周期普遍偏长，相关款项主要依靠地方财力滚动化解，因此难以实现存量规模的趋势性压降。样本城投企业存货规模大，年均增速为 9.86%，存货占比长周期缓慢下行，原因可能包括：监控政策趋严下新增项目放缓，土地财政退潮后“土地+基建”重资产模式收缩，转型过程中部分存量土地盘活处置、低效资产剥离，另有总资产扩张的稀释效应。投资性房地产快速增长，年均增速为 18.15%，占比由 3.29% 升至 6.26%，成为资产结构调整的主要方向之一，但租金回报率普遍有较大提升空间，另需关注实际能够形成的稳定现金流规模。长周期视角下，样本城投企业整体资产变现能力和盈利性并未得到根本性改善。

¹ 本文针对资产结构、投资活动、融资活动、流动性压力、杠杆水平的分析指标选取及含义详见附件 1。



注：本文将全国 31 个省（直辖市及自治区）分为东部（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北（黑龙江、吉林、辽宁），下同；图中标注数值为最新时点 2026 年 6 月底数值

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图表 3.1 样本城投企业资产结构变化情况

分区域和级别看，2016—2025 年底，东部地区投资性房地产占比更高且增幅最大，表明经济发达地区经营性资产的培育和积累起步更早、扩张节奏更快。截至 2025 年底，AAA、AA⁺、AA 和 AA⁻级别主体（应收类款项+存货）占比分别为 28.09%、53.08%、61.72%和 74.10%，反映出低级别城投企业转型受阻更严重。

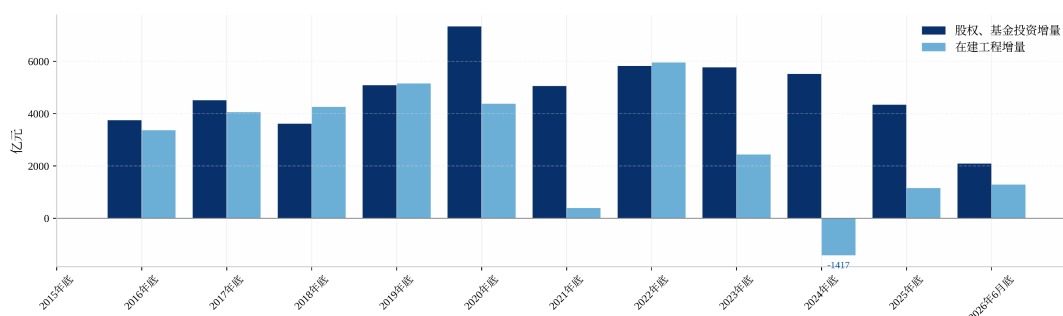
2、投资活动

2023 年以来，样本城投企业投资资金更多用于资本运作，体现出其“股权财政”的发展思路，但需建立起“募投管退”良性循环的投资结构。未来，伴随相关监管政策持续落地与细则不断完善，区县级和重点地区城投企业投资活动或面临更强约束。

2015—2025 年底，样本城投企业在建工程占比累计下降 4.52 个百分点，股权、基金投资占比累计上升 3.45 个百分点，两项指标裂口持续走阔。从增量看，在建工程增量²2019 年阶段性见顶后回落、2021 年骤降后又快速上升、2024 年转负，原因主

² 从财务角度看，在建工程属于一个过渡性科目，在建工程完工后会转入固定资产，此外许多城投企业账务处理不够规范，将自营项目投入计入存货的情况比较常见，因此在建工程占比指标不能够完全体现样本城投企业对自营项目的投入情况，本文着重分析在建工程增量。

要包括轨道交通类项目集中转固³、执行新会计准则等技术性因素，以及部分样本企业合并范围变化⁴等时点性因素，还原上述因素后实际投入仍为正但节奏收敛，在建工程增量下行主要系投入进度放缓而非全面收缩；股权、基金投资增量自 2020 年冲高后保持 5500.00 亿元以上的平台区间，2025 年有所下降，原因可能包括融资环境收敛的资金面约束以及企业投资决策趋于审慎。2026 年 4 月，国务院办公厅提出加强对重点地区和重点领域政府投资项目的提级论证管理，同年 6 月国务院办公厅发文严控县区新设政府投资基金，对投资活动的政策约束进一步强化。



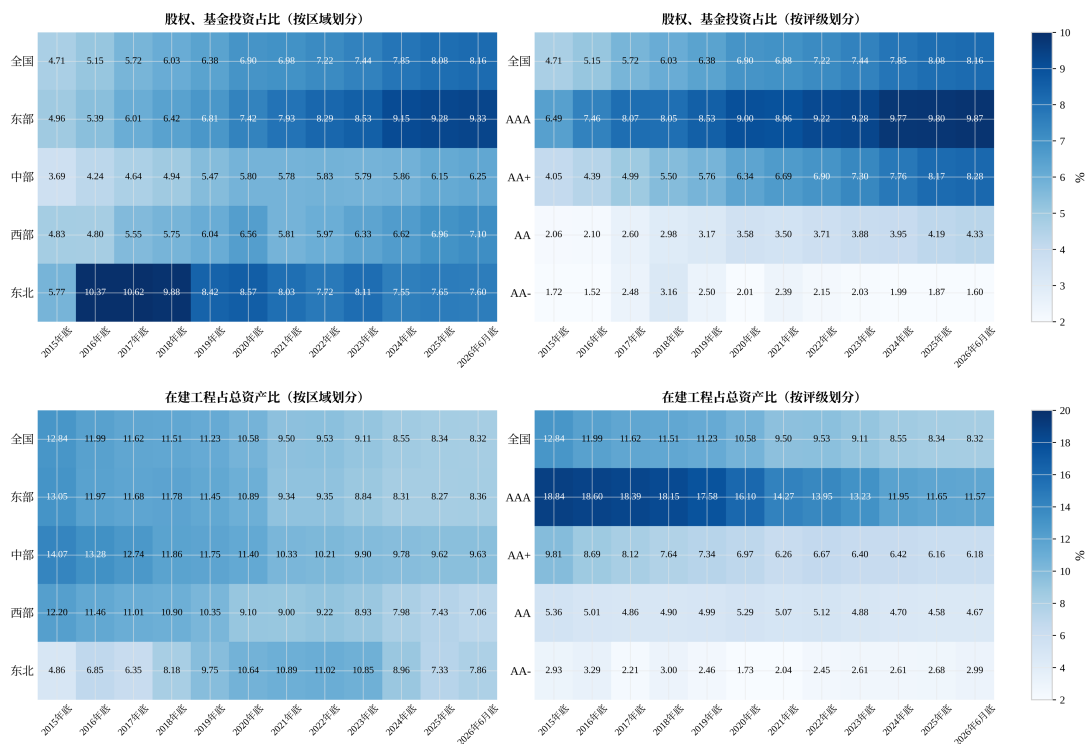
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.2 样本城投企业股权、基金投资增量以及在建工程增量变化情况

分区域和级别看，2015—2025 年底，东部地区股权、基金投资占比一路抬升，持续高于全国水平且增幅较大，归因于股权投资起步较早且产业资源禀赋较高；股权基金投资占比、在建工程占比均与样本城投企业信用级别呈正向关联。

³ 2021 年，以宁波市轨道交通集团有限公司、厦门轨道建设发展集团有限公司和南宁轨道交通集团有限责任公司为主的轨道交通类企业集中在在建工程转固。

⁴ 截至 2024 年底，天津城市基础设施建设投资集团有限公司在建工程较上年底减少 2610.76 亿元，主要系天津轨道交通集团有限公司出表后地铁工程随之减少；同期末，乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司在建工程较上年底减少 420.84 亿元，主要系机场改扩建项目随乌鲁木齐临空开发建设投资集团有限公司划出。



注：颜色越深代表占比越高

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.3 样本城投企业股权、基金投资占比以及在建工程占比变化情况

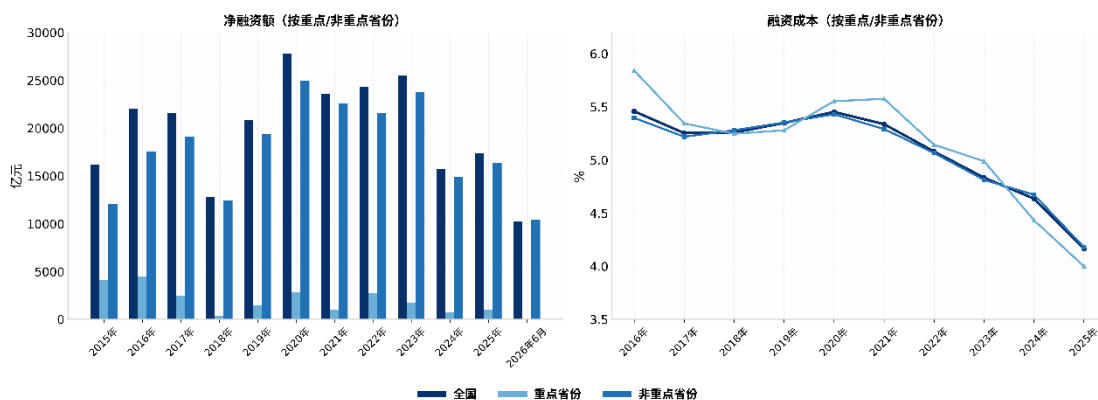
3、融资活动

2015 年以来，样本城投企业净融资大体上攀升后回落，“一揽子化债方案”提出后降幅显著，2026 年上半年重点省份净融资额首次转负；综合融资成本自 2020 年以后持续走低。

2015 年以来，全国样本城投企业净融资额由 2015 年 1.62 万亿元攀升至 2020 年峰值 2.78 万亿元，此后开始回落。2015 年作为地方债务管理改革元年，此后针对地方政府和城投企业债务管理的监管政策不断加码，2017 年 7 月全国金融工作会议、中央政治局会议首次公开提出“隐性债务”，要求积极稳妥化解，随后 2018 年进入政策密集落地期，叠加宏观去杠杆政策、资管新规出台等一系列影响，样本城投企业净融资额降至 2015 年以来最低点。2020 年，受不可抗力因素影响，宽信用环境推高净融资额。2023 年 7 月中央政治局会议提出“一揽子化债方案”，同年 9 月国办发(2023) 35 号文落地，2024 年“控增化存”全面落地，同年 11 月全国人大常委会批准“6+4+2”化债方案，高压政策下样本城投企业净融资额降幅显著。2025 年，样本城投企业净融资额同比增长 10.96%，主要系政策性外力支撑，资金来源主要体现在银行信贷端。长周期视角下，重点省份和非重点省份净融资额变化趋势与样本总体大体一致，重点

省份净融资额变化情况对政策敏感度更高；非重点省份净融资额在长周期内有所扩张，重点省份则反之。细分区域来看，2015—2025 年，除东部地区样本城投企业净融资额由 7588.29 亿元增长至 12702.62 亿元外，中部和西部地区样本城投企业净融资额均不同程度收窄，区域分化自“一揽子化债方案”以来逐步显现。2026 年上半年，样本城投企业净融资相当于 2025 年的 58.73%，值得注意的是重点省份净融资额首次转负，某种程度上表明区域分化在退平台过程中进一步加剧，弱区域市场化融资窗口或继续收窄。

2015—2025 年，样本城投企业综合融资成本整体走低。2017—2018 年，由于金融去杠杆与资管新规压缩非标通道，城投企业再融资渠道收窄、信用溢价抬升，融资成本阶段性上升。考虑到综合融资成本对应的是存量债务口径，对新增融资利率水平的反应存在滞后期，一定程度导致样本城投企业融资成本拐点变化无法与政策调控即刻同频。2020—2025 年，样本城投企业融资成本单边下行，主要受益于 2020 年宽信用环境、宏观利率中枢下行、资产荒及化债政策的驱动。2025 年，样本城投企业综合融资成本创新低，全年融资成本压降了 47bp，原因主要包括：2024 年 11 月启动的 6 万亿元特殊再融资债以低利率置换存量隐性债务；226 号文推动非标合规化置换，高息非标融资被低息银行贷款取代；广谱利率与 LPR 下行带动新增融资利率走低；名单制借新还旧使得新增融资集中于低成本银行贷款。2020 年高点至 2025 年，重点省份和非重点省份样本城投企业融资成本分别压降了 155bp 和 125bp。



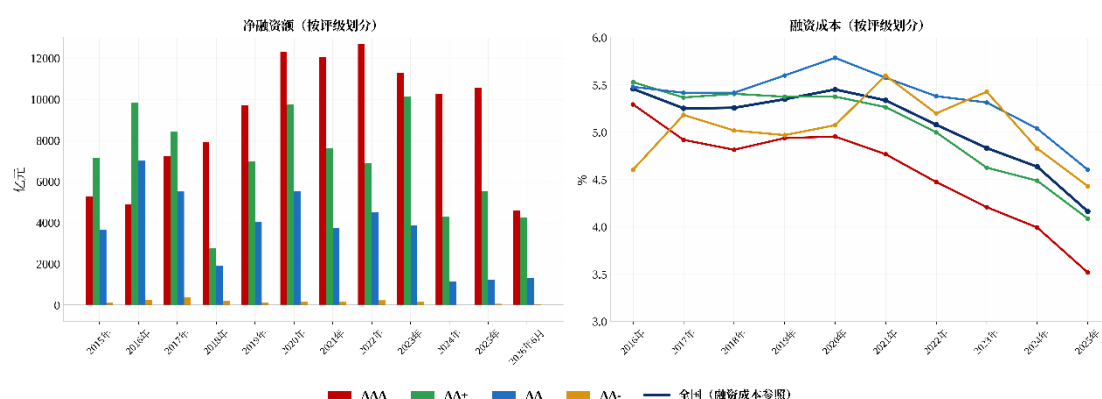
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.4 全国样本城投企业净融资额及融资成本变化情况

样本城投企业净融资额在信用级别维度的分化更为显著，同时也刻画出金融资源的再分配情况。2015—2025 年，AAA 级别样本城投企业净融资额接近翻倍，体现出“资产荒”下资金向高级别主体集中；其余级别样本城投企业净融资额均不同程度收缩，其中 AA-级别样本城投企业净融资额于 2024 年首次转负，并在风险得以缓释后

于 2025 年回正。不同信用级别样本城投企业的政策敏感度差异在 2018 年表现得尤为明显，高级别城投企业凭借更强的市场信用认可度、丰富多元的融资工具以及区域层面的资源支撑，在信用环境松紧切换的长周期中具备更突出的资金筹措韧性。

2020 年以来，不同级别样本融资成本同步下行，但降幅存在明显差异。自 2020 年高点至 2025 年，AAA、AA⁺、AA 和 AA⁻级别样本融资成本降幅分别为 144bp、129bp、118bp 和 64bp，降幅随级别下沉逐级收窄。这意味着“资产荒”与利率下行的红利主要由高级别主体享有，弱资质主体获益有限。



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.5 不同信用级别样本城投企业净融资额及融资成本变化情况

4、流动性压力

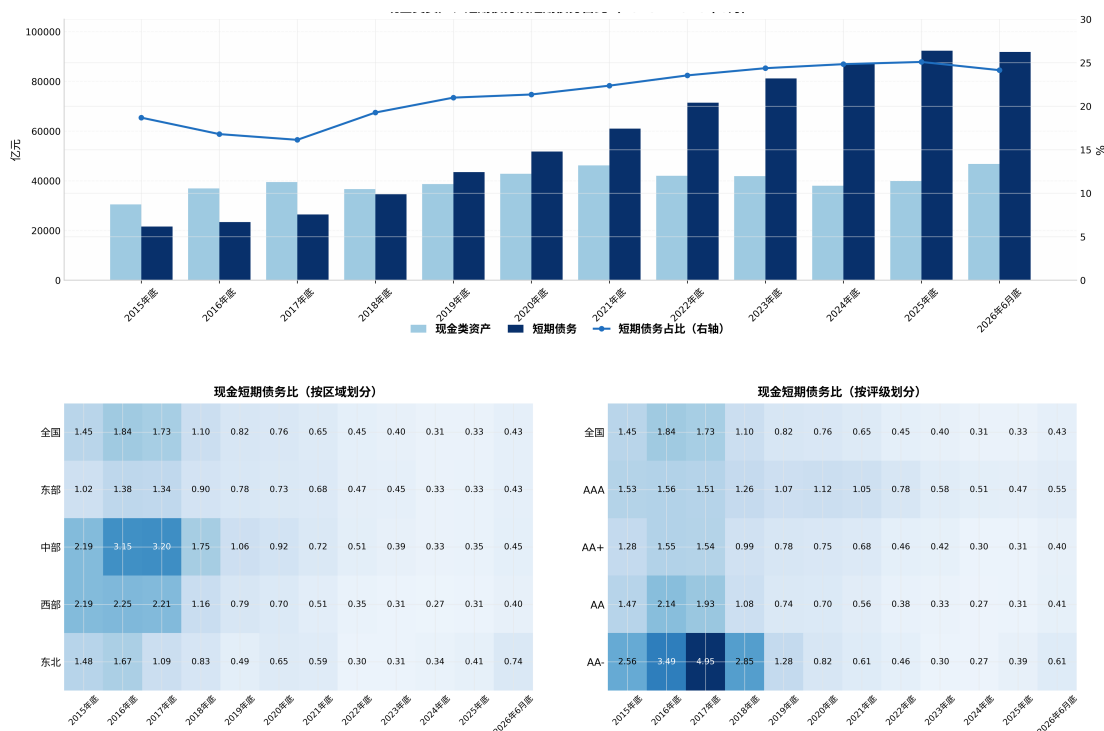
样本城投企业流动性压力呈“长期趋紧、近期弱修复”特征，不同区域和级别样本现金短期债务比均处低位且走势趋同，考虑到短期偿付能力高度依赖再融资，低级别、弱区域主体实际压力更大。

2015—2025 年底，样本城投企业现金类资产增长有限，短期债务规模扩张逾 4 倍，短期债务占比自 2017 年以来单边上行升至 25.09%，主要系隐性债务监管政策加码下，城投企业项目贷、非标、长期债券的融资供给明显收缩，资管新规后金融机构偏好短久期资产，城投企业更多依靠短期资金实现债务滚续，导致债务短期化积重难返。分阶段来看，“一揽子化债方案”提出以来，各地政府通过特殊再融资债券资金置换短期高息债务，同时监管持续引导城投优化债务期限结构，压降短融、超短融等滚动融资占比，鼓励中长期资金对接存量项目，多重因素影响下，样本城投企业短期债务占比增幅有所放缓。

长周期视角下，样本城投企业流动性压力呈“长期趋紧、近期弱修复”的特征，现金短期债务比由 2015 年底的 1.45 倍波动降至 2024 年底的 0.31 倍历史低位，后于

2025 年底有所企稳，主要得益于化债资金落地与经营现金流修复的共振。2026 年 6 月底，样本城投企业现金短期债务比回升至 0.43 倍，主要受以下因素驱动：一是置换资金落地，截至 2026 年 6 月底全国特殊再融资债券累计发行 7.83 万亿元，当年 2.00 万亿元置换额度已完成约八成，置换资金经政府拨付后定向用于偿还高息短期债务，充实了流动性；二是上半年城投债发行相对前置，筹资活动现金流入集中。需关注的是，2026 年 6 月底现金短期债务比仍低于 0.50 倍，且具有明显的季节性特征（上半年发债集中、年末偿付集中），此外，账面部分资金可能为指定用于还本的专款，整体看，样本城投企业流动性依旧承压。

区域与级别上，2018 年以后，各区域和各级别样本现金短期债务比基本呈不同程度下降趋势，除 AAA 级别样本现金短期债务比相对突出，其他级别和各区域样本基本趋同（AA-级别和东北地区因样本较少，参考意义有限）。跨周期看，东部地区和 AAA 级别样本流动性压力在不同融资环境下变化均相对平缓。值得一提的是，城投企业短期偿付能力仍高度依赖再融资接续，置换驱动的流动性改善具有明显的窗口期特征，2026 年后接续性资金或有所下降，任何融资窗口收紧都会首先冲击低级别和弱经济地区主体，故其实际流动性压力相对更大。



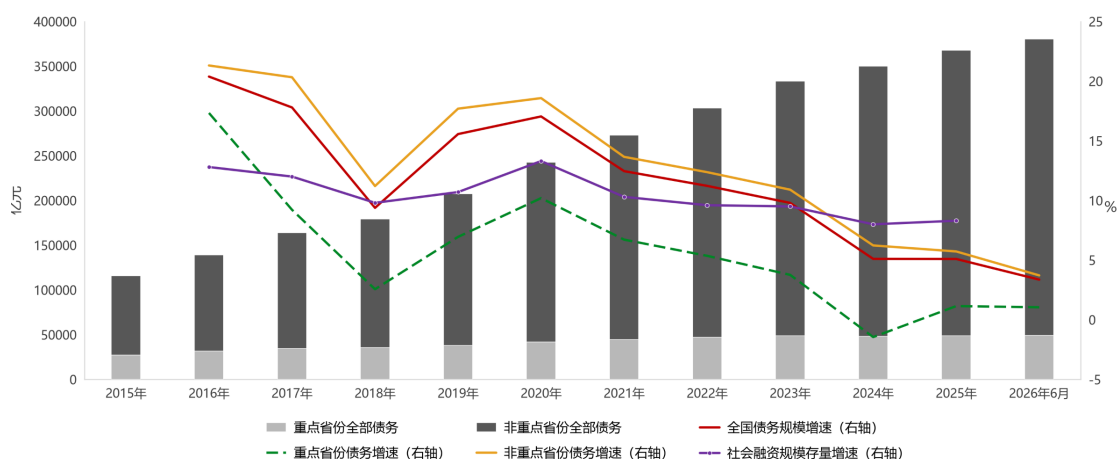
注：AA-级别样本城投企业现金短期债务比系剔除极端异常值后取中位数所得；颜色越深代表现金短期债务比越高
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.6 样本城投企业现金短期债务比及相关指标变化情况

5、杠杆水平

2021 年以来样本城投企业债务增速持续回落，2025 年低位企稳；2023 年以后杠杆水平近乎走平，当前化债重在优化存量债务，考虑到城投企业资产质量难以快速改善，内生造血能力弱化，短期难以建立足以覆盖债务本息的经营性现金流，部分利息支出转为新增债务，转型发展亦可能推升杠杆水平，预计短期内城投企业杠杆水平无法有效降低，中长期内有赖其转型成效。

2015—2025 年底，样本城投企业全部债务持续扩张，但自 2021 年起增速不断下降，“一揽子化债方案”提出后的 2024 年增速下降加剧，2025 年增速则低位企稳。将全部债务增速与社融增速结合观察，能够发现两者关系呈现清晰的“剪刀差”走势，2015—2020 年，样本城投企业债务增速显著高于社融增速（除 2018 年）；2021 年以后，两者差值不断收窄并于 2024 年起反向走阔，表明城投债务扩张已系统性慢于全社会信用扩张，在社融增量中的份额明显收缩。基于目前的政策视角，未来三年增量受控依旧是硬约束，城投全部债务增速大概率维持在社融增速以下。区域维度上，非重点省份全部债务占比由 76.61% 升至 86.76%，重点省份则由 23.39% 持续压缩至 13.24%，债务增量集中于浙江、江苏、山东、四川和广东省；非重点和重点省份样本增速与全国样本同趋势变化，2024 年底重点省份样本实现自 2015 年以来的首次负增长，2025 年增速小幅回正至 1.14%，化债成效主要集中在控增量。2026 年 6 月底，样本城投企业全部债务较上年底增长 3.36%。

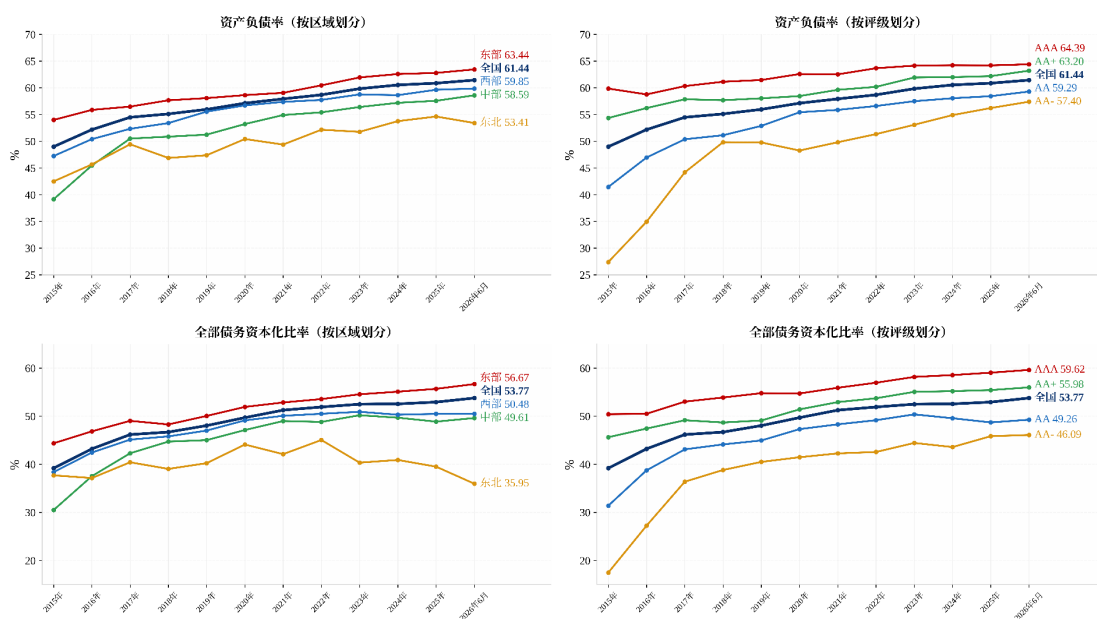


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.7 样本城投企业全部债务及增速变化情况

2015—2025 年底，样本城投企业杠杆水平整体抬升，但扩张节奏随政策明显分化，可划分为四个阶段：2015—2017 年稳增长背景下杠杆快速上行，2017—2020 年隐性债务管控落地，外加不可抗力冲击带来阶段性扰动，杠杆增速放缓；2020—2023 年化债试点推进，杠杆继续温和抬升；2023 年“一揽子化债方案”提出后，资产负债率和全部债务资本化比率近乎走平。现阶段的化债成效主要聚焦调整存量债务（非标压降、债务期限结构企稳、融资成本下行）而非杠杆绝对水平，中长期来看，城投企业真正的杠杆下行取决于其转型成效与经营性现金流修复情况。

区域与级别上，东部地区杠杆水平相对更高，但其资产质量与再融资能力更优，杠杆上行并未伴随明显的流动性恶化，且跨周期的指标波动相对更小。同样的，信用评级越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持更强韧性，杠杆增幅更小。AAA 级别样本城投企业多为省市级核心主体，融资渠道通畅、承担大量基建任务，导致账面杠杆水平处于相对高位。



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 3.8 样本城投企业杠杆水平变化情况

四、总结

样本城投企业长周期财务演变与政策周期高度耦合，政策松紧直接影响城投企业资产投向、融资行为与债务规模变化。从历史财务表现看，2015 年以来，样本城投企业资产扩张主要来自存货与应收类款项增加，投资性房地产增速更快但盈利性有待培育，整体资产质量改善有限；投资资金更多用于资本运作，体现出“股权财政”的发展思路；净融资额大体上攀升后回落，综合融资成本自 2020 年以后持续下行，2026

年上半年重点省份净融资额首次转负；流动性压力呈“长期趋紧、近期弱修复”特征，不同地区和级别样本现金短期债务比低位收敛，考虑到短期偿付能力高度依赖再融资，低级别、弱区域主体实际短期偿付压力更大；债务增速自 2021 年以来持续回落，2025 年低位企稳，但当前化债重在优化存量债务，短期内整体杠杆水平难以系统性下行。

附件 1:

图表 1 指标选取及含义

指标			经济含义	数据处理方式
资产质量	应收类款项占比	$(\text{应收账款} + \text{其他应收款}) / \text{资产总额} \times 100\%$	反映企业资金占用情况	样本合计数
	存货占比	$\text{存货} / \text{资产总额} \times 100\%$	反映企业待变现资产情况	样本合计数
	投资性房地产占比	$\text{投资性房地产} / \text{资产总额} \times 100\%$	反映企业经营性资产情况	样本合计数
投资活动	股权、基金投资占比	$(\text{可供出售金融资产} + \text{其他权益工具投资} + \text{其他非流动金融资产} + \text{长期股权投资}^5) / \text{资产总额} \times 100\%$	反映企业股权、基金投资力度	样本合计数
	在建工程占比	$\text{在建工程} / \text{资产总额} \times 100\%$	反映企业自营项目投入力度	样本合计数
盈利能力	净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$	企业股东权益的收益水平	中位数
	总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{费用化利息支出}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$	反映企业利用全部资本获利能力	中位数
融资缺口	净融资额	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金 ⁶	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况	样本合计数
流动性压力	现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$	反映企业短期偿债压力及流动性水平	中位数
杠杆水平	全部债务	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+其他有息负债	各渠道获得的有息债务规模合计	样本合计数
	资产负债率	$(\text{负债总额} / \text{资产总额}) \times 100\%$	反映企业负债水平及风险程度	中位数
	全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$	反映企业刚性债务水平及偿债风险	中位数

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据；由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故部分指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

⁵ 样本城投企业长期股权投资可能包含较大规模的对区域内其他城投企业的参股投资，导致该指标具有一定局限性。

⁶ 本文假设银行借款、发行债券是主要的融资形式，未考虑非标融资；且为避免分配股利、利润因素扰动，未将分配股利、利润或偿付利息支付的现金纳入计算，具有一定的局限性。

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。