

从“建”到“引”：政府债券资金投向调整研究
——政策、效能与城投转型的广东实践

联合资信 公用评级一部 |杨柳 |张英昊

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

一、规范政府债券资金投向领域的政策演进

政府债券资金作为重要的财政工具，其投向领域的调整经历了从框架性用途约束到分领域试点、限制性清单约束，再到系统性“负面清单”管理的渐进演化。国发〔2014〕43 号文确立了地方政府债务管理的基本框架，规定举借债务只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。2017 年和 2018 年先后在土地储备、政府收费公路和棚户区改造领域试点发行专项债券，初步建立了专项债券与项目收益相对应的制度安排。财预〔2020〕94 号文明确重点用于交通、能源、农林水利等七大领域，不安排土地储备、产业和房地产相关项目。国办发〔2024〕52 号文提出实行投向领域“负面清单”管理，扩大专项债券用作项目资本金范围并在此领域实行“正面清单”管理。上述政策演进与我国经济发展模式转换密切相关，体现了政府债券资金投向从传统基础设施建设领域逐步向风险化解、存量盘活和新动能培育领域拓展的制度逻辑。

图表 1.1　中央层面规范政府债券资金投向领域相关文件

政策文件	发布机构及发布时间	主要内容
《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）	国务院/2014 年	严格限定地方政府举债程序和资金用途。地方政府举借的债务，只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。
关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕62 号）	财政部及国土资源部/2017 年	2017 年先从土地储备领域开展试点，发行土地储备专项债券，规范土地储备融资行为，促进土地储备事业持续健康发展，今后逐步扩大范围。
关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕97 号）	财政部及交通运输部/2017 年	2017 年在政府收费公路领域开展试点，发行收费公路专项债券，规范政府收费公路融资行为，促进政府收费公路事业持续健康发展，今后逐步扩大范围。
关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知（财预〔2018〕28 号）	财政部及住房城乡建设部/2018 年	2018 年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度。
《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94 号）	财政部/2020 年	优化新增专项债券资金投向。坚持专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，融资规模与项目收益相平衡。重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域。
		严格新增专项债券使用负面清单。严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务，决不允许搞形象工程、面子工程。新增专项债券资金依法不得用于经常性支出。同时，坚持不安排土地储备项目、不安排产业项目、不安排房地产相关项目。

政策文件	发布机构及发布时间	主要内容
/	国务院常务会议/2020 年	为增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。
《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52 号）	国务院办公厅/2024 年	实行专项债券投向领域“负面清单”管理。将完全无收益的项目，楼堂馆所，形象工程和政绩工程，除保障性住房、土地储备以外的房地产开发，主题公园、仿古城（镇、村、街）等商业设施和一般竞争性产业项目纳入专项债券投向领域“负面清单”，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。
		扩大专项债券用作项目资本金范围。在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，将信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施，高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改造，以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等纳入专项债券用作项目资本金范围。
		提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的 25%提高至 30%。

注：“/”代表不涉及
资料来源：联合资信根据公开资料整理

在国家层面政策框架的引导下，地方政府结合各自经济发展阶段和财政状况，合理运用政府债券资金，政府债券资金在促进新旧产能衔接和切换过程中发挥了重要作用。从广东省政府工作报告相关表述来看，2021 年，广东省率先开展全省全域无隐性债务试点、如期实现存量隐性债务“清零”目标，但一些领域存在风险隐患，统筹发展和安全任务艰巨。在债券资金使用导向上，从“管好用好”到“积极争取并用足用好”“扩大投向领域和用作项目资本金范围”，相关表述的递进演变，体现了财政政策通过调整政府债券资金投向领域，服务“统筹高质量发展和高水平安全”这一长期目标的内在逻辑。

图表 1.2　2021 年以来广东省政府工作报告中与债务风险和政府债券相关的表述

发布时间	对上一年工作回顾	对本年工作部署
2021 年	政府隐性债务大幅压减，政府债务率保持较低水平。	加强政府债务管理，**管好用好地方政府专项债，**坚决遏制新增隐性债务。
2022 年	率先开展全省全域无隐性债务试点、如期实现存量隐性债务“清零”目标；稳妥推进恒大集团等房地产企业债务风险化解处置。	按照市场化法治化原则做好恒大集团等房地产企业债务风险处置工作。
2023 年	/	推动房地产业向新发展模式平稳过渡，稳妥处置房地产企业债务风险。

发布时间	对上一年工作回顾	对本年工作部署
2024 年	稳妥推进房地产企业风险化解，巩固中小金融机构改革化险成果，政府债务风险总体安全可控。	严格实施政府债务限额管理，坚决遏制新增隐性债务，稳慎推进中小金融机构风险化解和改革转型，持续有效防范化解重点领域风险。
2025 年	**争取并用好新增专项债券 5085 亿元，规模为历年之最。**	**积极争取并用足用好专项债券**、超长期特别国债、中央预算内投资等资金，**用好专项债券项目“自审自发”试点，扩大投向领域和用作项目资本金范围，运用好专项债券资金回收闲置存量土地、收购存量商品房用作保障性住房。**
		提升政府债务管理水平，健全防范化解隐性债务风险长效机制，强化全口径地方债务监测监管。
2026 年	**新增专项债券和新型政策性金融工具规模居全国首位。**	**完善专项债券“自审自发”工作机制，**加大债贷联动支持力度。
		加强全口径地方债务监测监管，坚决遏制新增隐性债务。

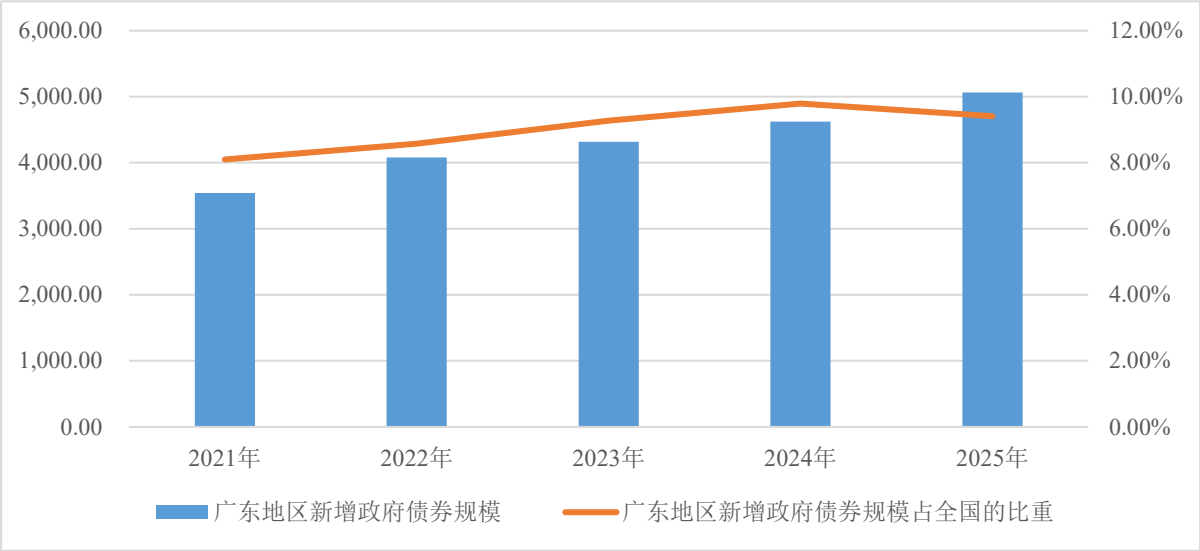
注：“/”代表不涉及
资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、广东省政府债券发行规模和资金投向结构分析

本文选取广东省作为省级观察样本，主要基于两方面考量：一是广东省率先实现全域隐性债务“清零”，为债券资金投向创新提供了制度空间；二是其新增债券发行规模连续五年居全国首位，投向覆盖收储存量土地、注资政府投资基金等新领域，结构变化具有典型性。

深圳市系计划单列市，根据相关文件[1]，经省政府批准，计划单列市政府可以自办发行一般债券和专项债券，债务限额由财政部单独下达、自行发行并纳入本级预算管理，不计入广东省转贷体系。为统一口径，本文作如下区分：发行规模分析（图表 2.1）采用广东地区口径，不含深圳市；受公开投向明细数据限制，投向规模与占比分析（图表 2.2、2.3）采用广东省口径，包含深圳市；涉房类城投企业采用广东地区口径，不含深圳市；其余之处如未特别说明，均为广东地区口径。

从发行规模来看，2021-2025 年，广东地区新增政府债券规模由 3540 亿元增至 5066 亿元，年均复合增长率约 9.4%，多年发行规模位列全国首位。广东省于 2021 年率先开展全省全域无隐性债务试点，存量隐性债务“清零”释放了较大的举债空间，使新增债券规模在总量扩张和结构优化方面均具备更强的配置弹性，为后续投向领域的结构性调整奠定了基础。



注：广东省政府发行债券口径未包含计划单列市深圳市
数据来源：联合资信根据财政部数据整理

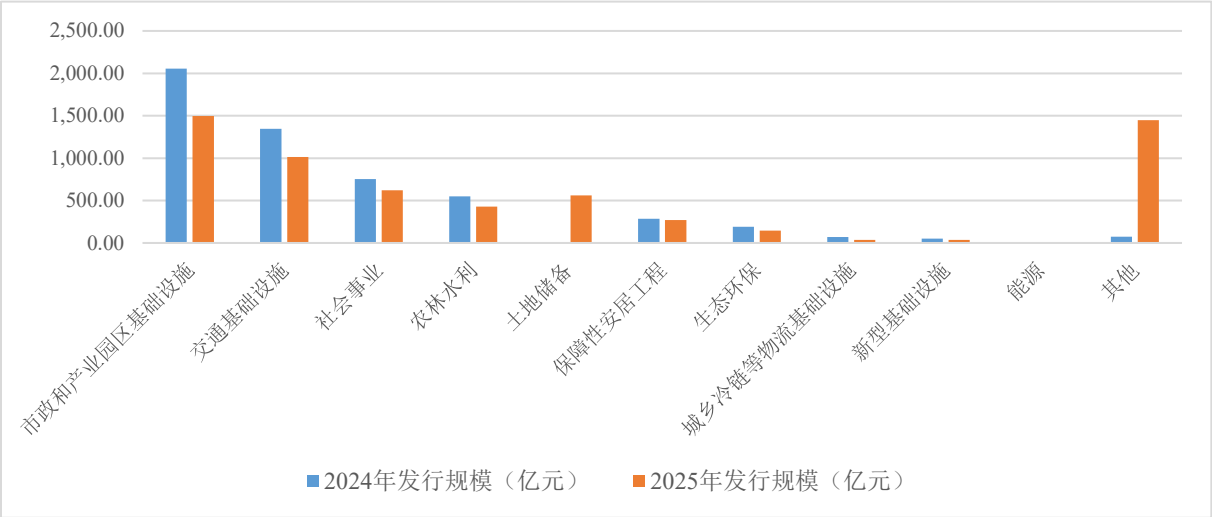
图表 2.1　2021-2025 年广东省新增政府债券发行规模及占比情况（单位：亿元）

从资金投向来看，国办发〔2024〕52 号文将专项债券投向领域实行“负面清单”管理，叠加广东省作为地方政府专项债券项目“自审自发”试点地区的制度优势，2025 年广东省政府债券资金投向结构随之发生调整。受广东省财政厅公开投向明细口径限制，本文以广东省（包含深圳市）口径作为替代，对广东地区新增政府债券资金投向进行分析。

从下表可以看出，2025 年新增政府债券投向主要体现以下特点：一是资金主要投向基础设施类领域，占比较高；二是用于其他领域资金规模由 2024 年的 72.94 亿元增至 1446.17 亿元，其中省级发行用于注资政府投资基金的专项债券规模 100 亿元（未包含深圳市）；三是新增收储土地资金投向，2025 年全省（含深圳市）和广东地区（不含深圳市）土地储备专项债券发行规模分别为 560.00 亿元和 493.47 亿元；四是土地储备、其他领域资金对部分基础设施建设类资金形成阶段性替代。

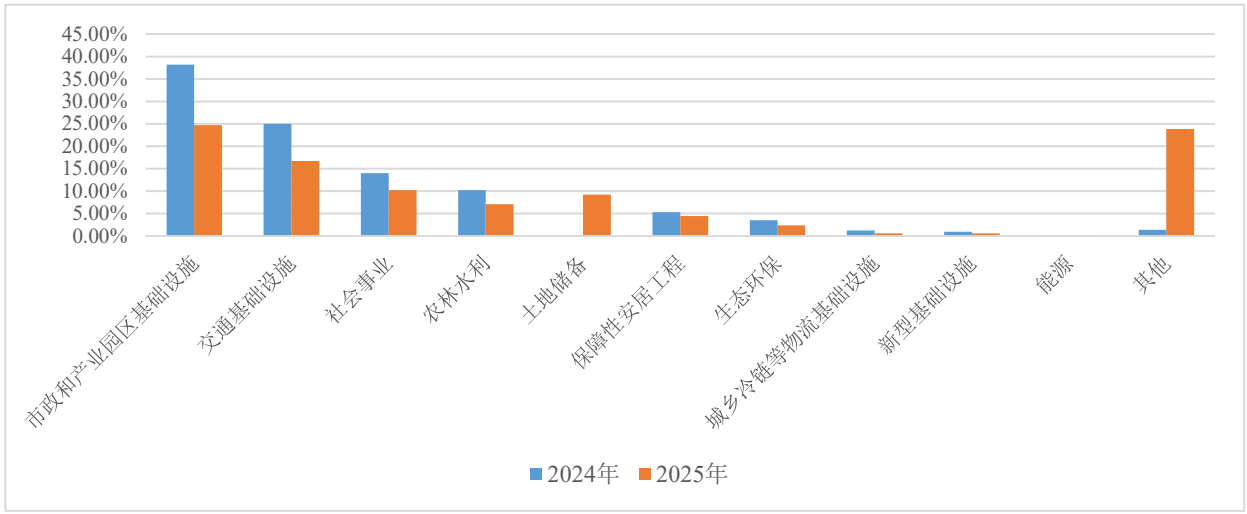
上述资金投向特征均体现了“广东省新增债券资金着力保障重点领域和重大项目建设”“优化债券资金使用投向，坚持促发展与防风险并举”“统筹专项债券支持土地储备、存量政府投资项目、消化政府拖欠企业账款等，保障财政平稳运行，畅通微观经济

循环”[2]的政策取向。



注：1.上表口径包含计划单列市深圳市；2.2025 年投向领域分类中，将“产业园区基础设施”调整为“市政和产业园区基础设施”
数据来源：联合资信根据广东省财政厅数据进行整理

图表 2.2　2024-2025 年广东省新增政府债券投向各领域规模情况



注：上表口径包含计划单列市深圳市
数据来源：联合资信根据广东省财政厅数据进行整理

图表 2.3　2024-2025 年广东省新增政府债券投向各领域占比情况

上述分析表明，在额度充裕的前提下，广东省政府债券资金投向结构从传统基础设施建设领域向风险化解、存量盘活和新动能培育等领域进行调整，资金的方向性引导作用和宏观调控属性有所增强。基于上述投向调整特征，下文将进一步分析其在经济发展模式转变过程中所发挥的作用。

三、广东省政府债券资金赋能区域经济发展的中长期效能性分析

广东省政府债券资金的投向围绕本省经济发展目标展开。在发展模式转换的过程中，政府债券资金需兼顾“投资工具”和“调控工具”双重职能，服务于区域存量风险化解处置和新动能培育，并围绕核心发展目标对土地、资本等关键生产要素实施定向配置，以推动经济结构的有序调整。本章从收储存量土地、注资政府投资基金两条实践路径，分析政府债券资金在风险化解与新动能培育中发挥的中长期作用。

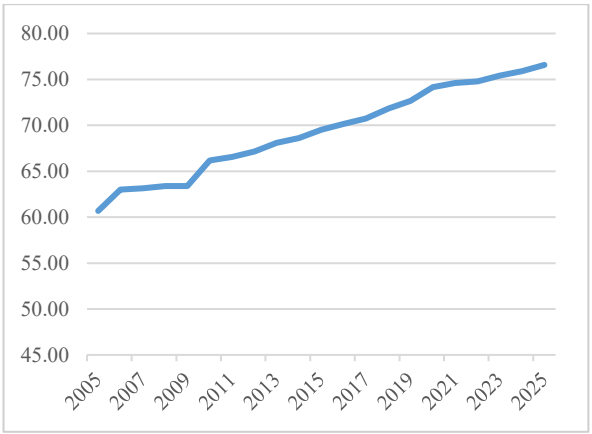
图表 3.1　广东省政府债券化解风险、培育产业的主要实践路径

资金投向领域	效能性	宏观调控路径	广东省主要典型实践
收储存量土地	调节土地市场供求关系、土地资源再配置	化解房地产风险，通过财政资金介入实现存量资源的盘活与再配置，调节市场供求关系以及改善城投企业资产负债表，降低资源闲置导致的紧缩效应和对其偿债能力的拖累。	2025 年广东省土储专项债发行规模居全国前列，覆盖广州、珠海、惠州等地市。
注资政府投资基金	培育“耐心资本”	填补长周期、高不确定性新兴产业的资金缺口，提升区域长期潜在经济增长率。	2025 年，广东省发行 100 亿元专项债券注资政府投资基金，期限为 30 年，与科技创新项目投资周期形成较好匹配。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

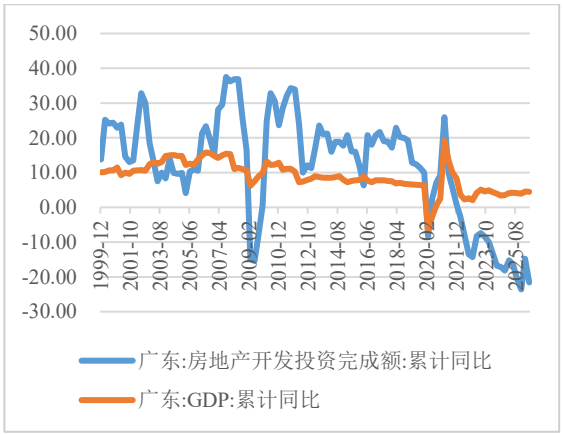
（一）收储存量土地：化解房地产风险与推动土地要素再配置

广东省地方生产总值长期居于全国前列，离不开改革开放以来工业化、城镇化与全球化等因素的叠加红利。伴随这一进程，广东省房地产行业快速发展。2020 年，广东省城镇化率突破 74%，进入城镇化发展成熟期后增速放缓，以人口增量和空间扩张为支撑的住房需求高峰期已过。



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图表 3.2 2005 年以来广东省城镇化率情况（单位：%）



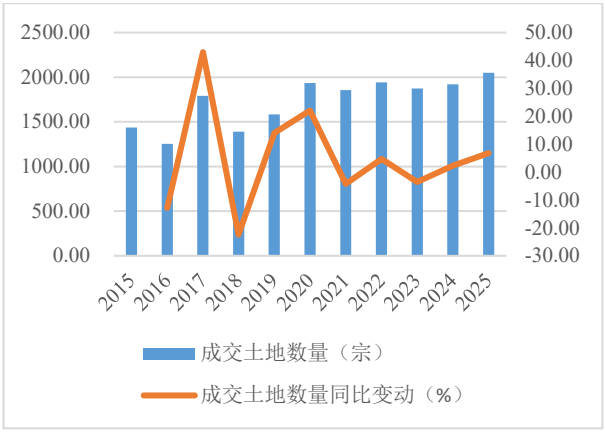
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

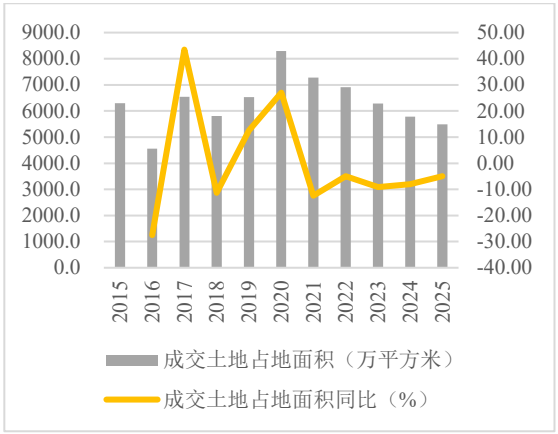
图表 3.3　广东省 GDP 增速和房地产开发投资完成额增速情况（单位：%）

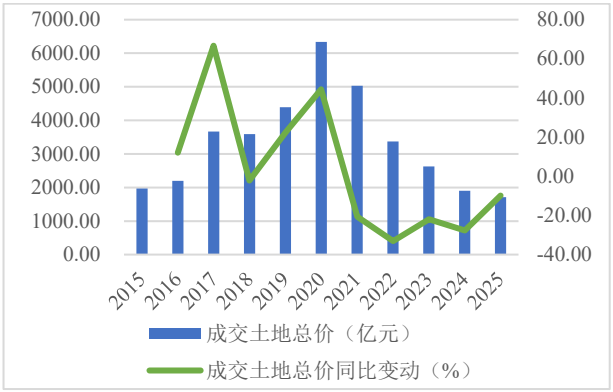
需求转变随之在投资端显现。2020 年一季度，广东省 GDP 增速和房地产开发投资

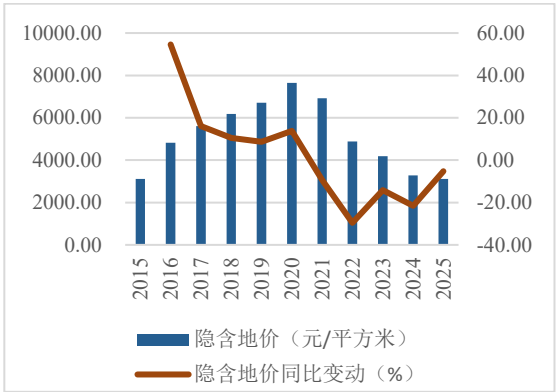
增速由正转负，2021 年房地产开发投资增速短暂回升后再度转负，此后持续低于 2019 年水平。2022 年广东省政府工作报告回顾上一年工作时提到“稳妥推进恒大集团等房地产企业债务风险化解处置”，表明房地产领域风险已开始显性化。房地产市场的持续调整逐步向土地市场、地方财政和城投企业债务风险领域传导。

土地市场方面，受房企拿地意愿明显萎缩影响，土地市场需求端承压，2021 年广东省样本城市成交土地数量、面积、总价及隐含地价分别同比下滑 4.2%、12.4%、20.6%和 9.4%，而后成交土地面积、成交总价和隐含地价均进入持续下行区间。





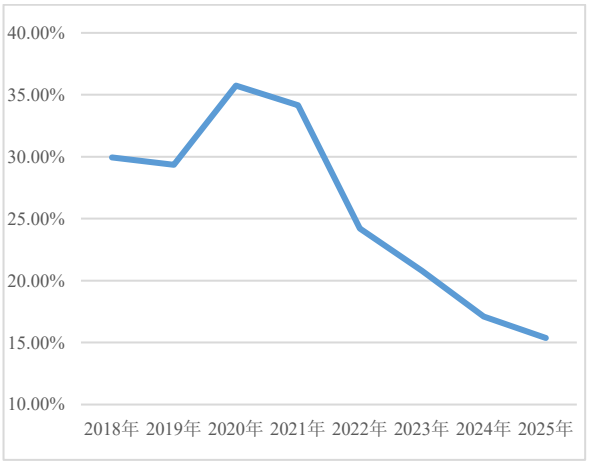




注：1.样本包含广州、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、湛江、肇庆、汕头、韶关 11 个地级市数据，考虑获取资料有限性，以上述 11 个地级市数据代表广东省情况；2.隐含地价=成交土地总价÷成交土地占地面积（元/平方米）
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

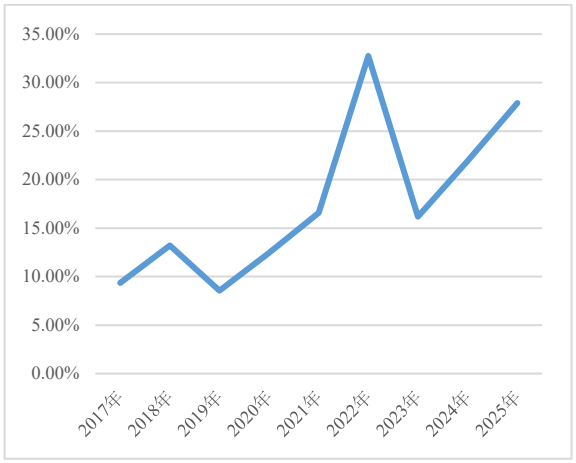
图表 3.4 至图表 3.7　2015 年以来广东省样本城市成交土地数量、成交土地占地面积、土地总价及隐含地价情况及同比变动趋势

政府性基金收入方面，2021 年以来，广东省政府性基金收入占综合财力比重自高点持续回落，对综合财力的支撑作用逐步减弱，核心源于土地出让市场走弱导致政府性基金收入持续下滑。区域内城投企业偿债压力方面，土地出让收益为部分片区开发项目回款来源，土地资产也是城投企业用于抵押融资的重要资产，土地市场走弱使其面临资金回流受阻、资产减值风险增加等风险，叠加部分城投企业拿地金额占比增加、入股房企或自身从事商品房开发规模较大，多重因素影响下偿债压力有所增加。



数据来源：联合资信根据公开数据整理

图表 3.8 广东省政府性基金收入/综合财力[3]情况



数据来源：联合资信根据公开数据整理

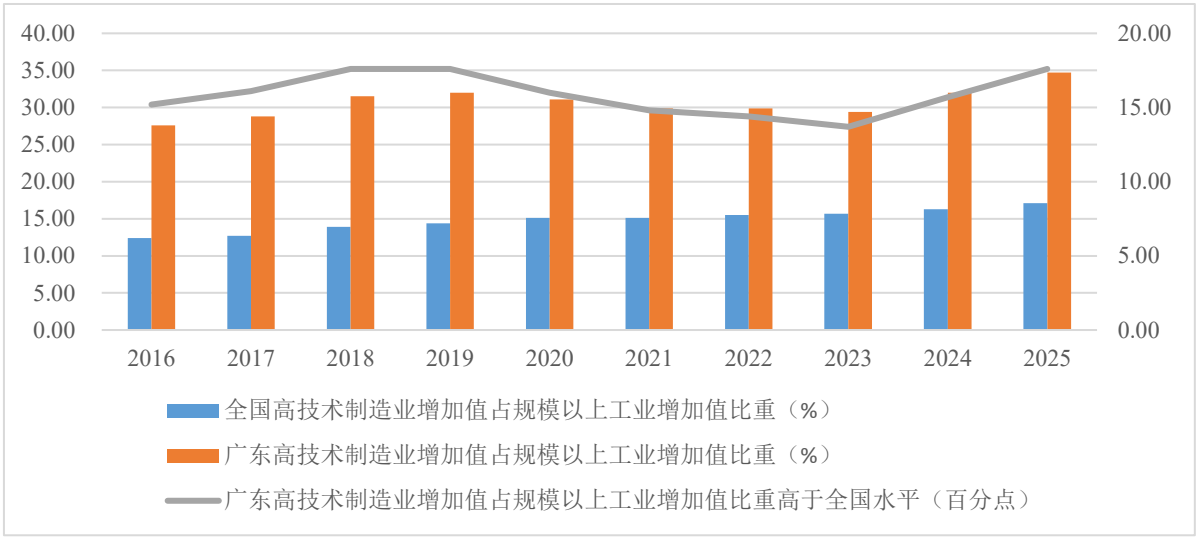
图表 3.9 广东省城投企业拿地金额占比情况

2021 年，广东省在全国率先开展全省全域无隐性债务试点，既压降了存量风险，也重塑了举债融资的规范框架，为后续政府债券资金投向的先行先试奠定了制度基础。2024 年，专项债券资金重新允许用于土地储备，叠加专项债券投向领域“负面清单”管理以及广东作为“自审自发”试点地区的灵活性，广东省成为土储债首批落地且发行规模居全国前列的省份。**这一投向安排具有双重功能：**一方面以政府信用承接无力或无意开发的闲置土地，缓释房企流动性压力和涉房城投企业债务压力，阻断“土地流拍—财政收缩—城投偿债压力”的负反馈链条；另一方面收储土地二次供应时可定向配置给先进制造、科创产业使用，推动土地要素从房地产领域向实体经济领域有序流动，实现土地资源的再配置与产业结构的协同升级。

（二）注资政府投资基金：以耐心资本培育新质生产力

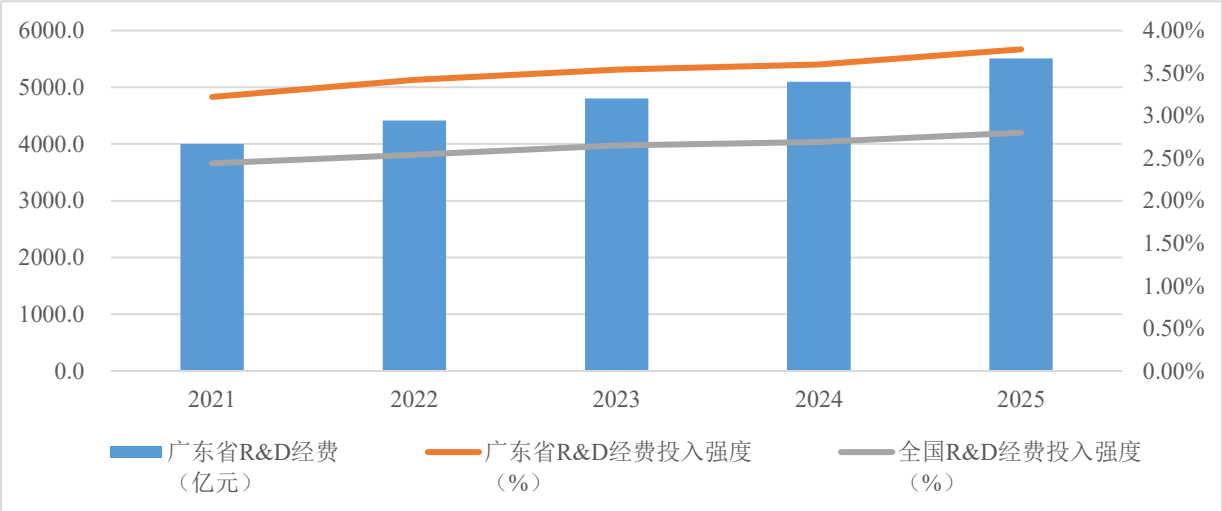
广东省始终将推进产业科技创新、发展新质生产力作为中长期战略目标。根据《广东省加快培育发展新赛道引领现代化产业体系建设行动规划（2026-2035 年）》（粤办函〔2026〕24 号），到 2030 年，全省力争培育形成万亿元级赛道 3 个以上、五千亿元级赛道 5 个以上、千亿元级赛道 10 个以上，到 2035 年新赛道产业及市场规模突破 10 万亿元。实现这一目标离不开长期限、低成本“耐心资本”的支持。然而，新兴产业普遍具有投资周期长、不确定性高、抵押品不足的特征，私人资本往往因风险厌恶和期限错配而不愿进入。在此背景下，政府债券资金凭借其长期限、低成本和逆周期属性，成为填补新兴产业资金缺口的关键力量，具体实现路径包括使用政府债券资金建设产业载

体以及注资政府投资基金两大类。



注：上述广东省口径包含计划单列市深圳市
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

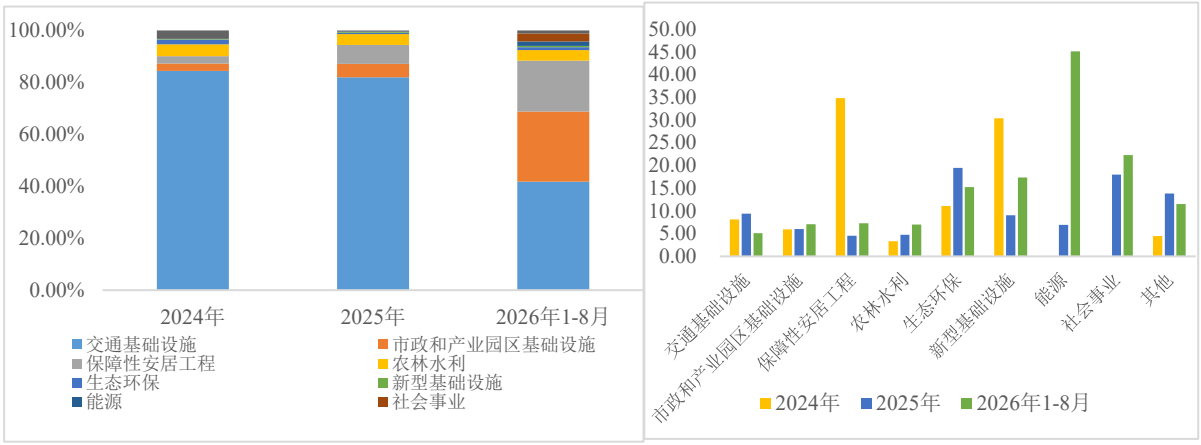
图表 3.10　全国和广东省高技术制造业增加值占规模以上工业增加值情况



注：1.上述广东省口径包含计划单列市深圳市；2.R&D 经费投入强度=R&D 经费投入/地区生产总值
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图表 3.11　全国和广东省 R&D 经费投入情况

产业载体建设方面，广东省产业园区众多，拥有国家级新区 1 个、国家级经济技术开发区 8 个、国家级高新技术产业开发区 14 个，主要集中在珠三角核心区，区域间产业发展不均衡。专项债券资金既可投向新型基础设施，也可通过市政和产业园区基础设施项目的资本金安排，完善产业园区标准化厂房等配套设施建设，推动珠三角先进制造园区和粤东西北产业转移园区能级提升，加速产业链上下游企业集聚。从资金投放的实际情况看，专项债资金通过资本金渠道向市政和产业园区基础设施、新型基础设施等领域集中（详见下图）。



数据来源：联合资信根据公开数据整理

图表 3.12 至图表 3.13　广东省专项债券用作项目资本金投向领域分布和分行业专项债券资金占项目总资本金比重情况（右图，单位：%）

注资政府投资基金方面，国办发〔2024〕52 号文对专项债券投向领域实行“负面清单”管理，政府投资基金未被纳入负面清单，由此突破了此前“不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源”的限制。2025 年 11 月，广东省发行 100 亿元专项债券注资政府投资基金，与北京、上海等共同成为该领域发行规模居全国前列的省份（直辖市）。从期限结构看，该笔债券期限为 30 年，长于科技创新项目通常 7~10 年的投资周期，可覆盖政府投资基金长存续期内多轮出资、投后接续与基金滚动安排，缓解“短钱长投”的期限错配矛盾，以“耐心资本”为 2026 年以及“十五五”项目储备提供了重要的中长期资金支持。就功能定位而言，专项债券注资政府投资基金是引导补充新兴产业资金缺口、撬动社会资本投入的重要政策工具，而非替代市场化股权资本的主力资金。

值得关注的是，政府债券资金中用于政府投资基金领域并非单一政策措施，而是与多项国家级和省级政策形成**联动效应**。从资金来源层级来看，“耐心资本”资金来源集中于省级和国家级层面，这一制度安排既为培育新质生产力提供长期稳定的资金支持，又避免市县层面因出资压力而新增隐性债务风险，在制度设计层面实现了“促发展”与“防风险”的统筹兼顾。

图表 3.14　广东省培育新质生产力“耐心资本”多项政策联动情况

政策措施	时间	核心内容
广东省政府债券注资政府投资基金	2025 年 11 月	“25 广东债 75”发行规模 100.00 亿元，期限 30 年，投向领域为政府投资基金。

政策措施	时间	核心内容
股份制银行系金融资产投资公司开业运营	2025 年 11 月	继 2017 年五大国有银行系金融资产投资公司落地后，2025 年 3 家股份制银行系金融资产投资公司再度获批，其中招银金融资产投资有限公司和信银金融资产投资有限公司 2 家在广东省开业运营，以市场化债转股为核心牌照业务，同步开展科创领域股权投资试点，服务企业降杠杆与新质生产力培育。
国家创业投资引导基金在大湾区设立区域基金	2025 年 12 月	该基金目标规模 504.5 亿元，存续期最长可达 20 年，与京津冀、长三角基金同步正式宣告成立并启动运作，为广东省承接管理的首只国家级创投母基金。
广东省战略性新兴产业投资引导基金正式注册成立	2025 年 12 月	首期注册规模 500 亿元，目标规模 1000 亿元，为广东首只永续经营的公司制省级政府投资基金，由省财政厅全资设立，搭建“引导基金—母基金—子基金”三级架构。预计撬动社会资本数千亿元，形成总规模超万亿元的母子基金集群，聚焦新一代信息技术、新能源、新材料、生物医药、航空航天等战略赛道，助力打造万亿级产业集群。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、广东省政府债券资金投向调整对城投企业债务化解与转型发展的影响

广东省率先开展全省全域无隐性债务试点，释放了财政举债空间，使广东省得以在后续年度争取更大额度的新增债券，并将资金更灵活地配置到土储债、政府投资基金等具有战略意义的领域。在第三章分析中长期效能基础上，本章从城投企业主体出发，梳理土地储备专项债券、政府投资基金两条投向路径在债务化解与转型发展两个维度的传导机制以及短期效果。中长周期下，政府债券资金投向对城投企业的影响路径如下表所示。

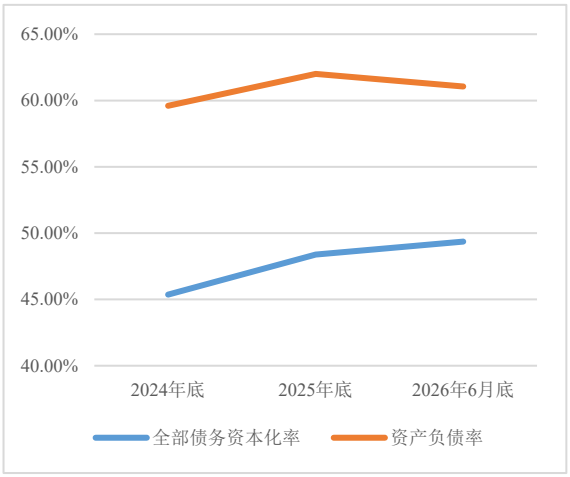
图表 4.1　中长周期下广东省政府债券资金投向对城投企业债务化解和转型发展的影响路径

投向领域	债务化解	转型发展
收储存量土地	涉房城投企业获得现金流，土地资产减值压力有所改善，“土地流拍—财政收缩—城投偿债压力加大”的负反馈链条被打断	收储土地二次供应可定向配置给先进制造、科创等实体产业，为城投企业从土地整理主体向产业运营商转型提供了要素基础。具备园区运营经验的城投企业可依托存量土地资源，构建“园区建设-运营平衡-产业导入”的经营闭环
政府投资基金	若所投产业项目培育成功，可为参与其中的城投企业带来投资回报和经营性收入，但该收益具有较大的不确定性和时滞性	对于具备一定产业运营基础的城投企业，可作为子基金管理人或跟投主体参与政府投资基金体系，逐步从园区物业管理者向产业投资运营载体过渡，将园区经营中积累的产业认知和资源整合能力转化为市场化投资能力

资料来源：联合资信根据公开资料整理

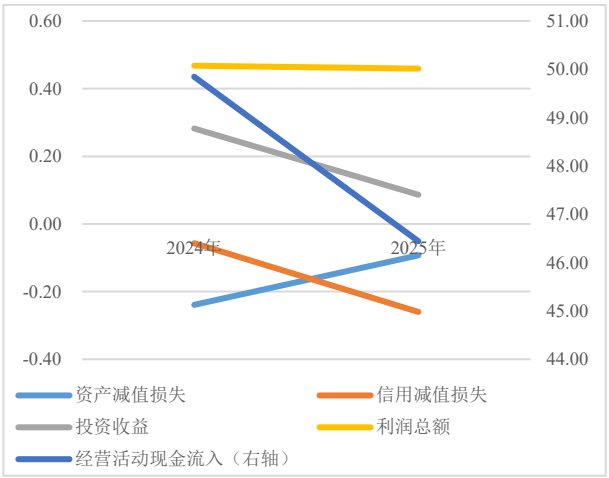
（一）对债务化解的影响：债务负担、现金流与减值压力的边际改善有限

在图表 4.1 路径框架分析的基础上，本节重点分析政府债券资金投向调整后，短期内城投企业债务负担、债务结构、现金流、减值压力等指标变动情况。2025 年广东省（未含深圳市，下同）土地储备专项债券发行规模约为 493.47 亿元，与区域内“涉房类城投企业”[4]（未含深圳市，下同）全部债务（2025 年底约为 6285.05 亿元）相比规模较小，对城投企业债务压力的缓释效果有限，效能性更多体现在向市场传导调节土地供求关系的政策信号，而非债务规模的即时压降。从涉房类城投企业全口径样本表现来看，如图表 4.2 和图表 4.3 所示，广东省涉房类城投企业债务负担指标、现金流、减值压力和投资收益未明显改善，边际改善有限。



数据来源：联合资信根据公开数据整理

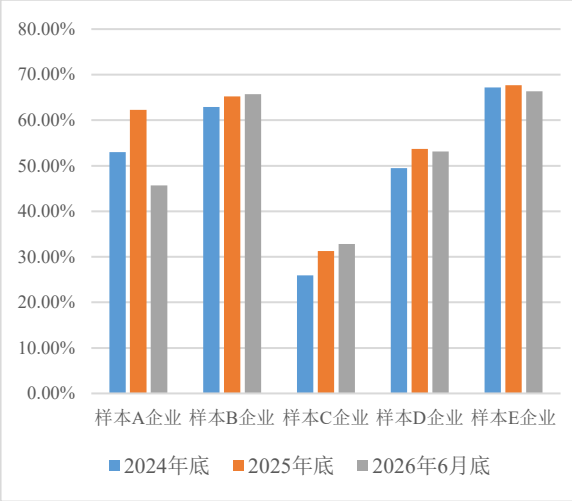
图表 4.2　全口径样本企业债务比率情况



数据来源：联合资信根据公开数据整理

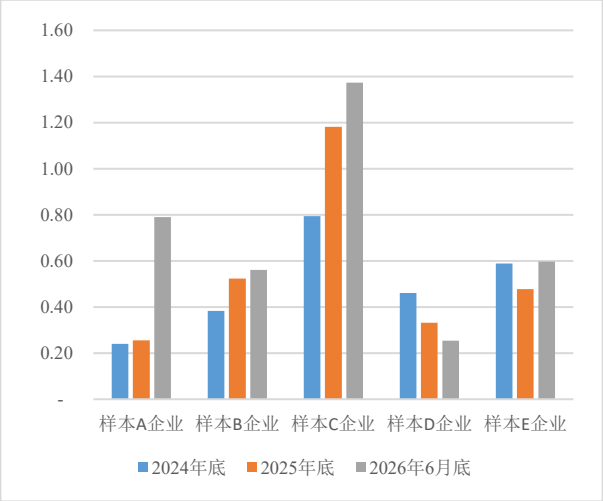
图表 4.3　全口径样本企业减值损失、投资收益与经营现金流入情况（单位：亿元）

分区域来看，受减值损失和投资收益下滑影响，利润总额为负的样本主要集中在广州市、珠海市、佛山市和中山市，其对利息支出的保障能力较弱；但相关压力尚未从利润表传导至资产负债表端，利润总额为负的样本企业全部债务资本化比率和现金类资产/短期债务等指标未出现明显恶化，但仍需关注部分企业短期债务占比较高、集中兑付压力较大等问题。



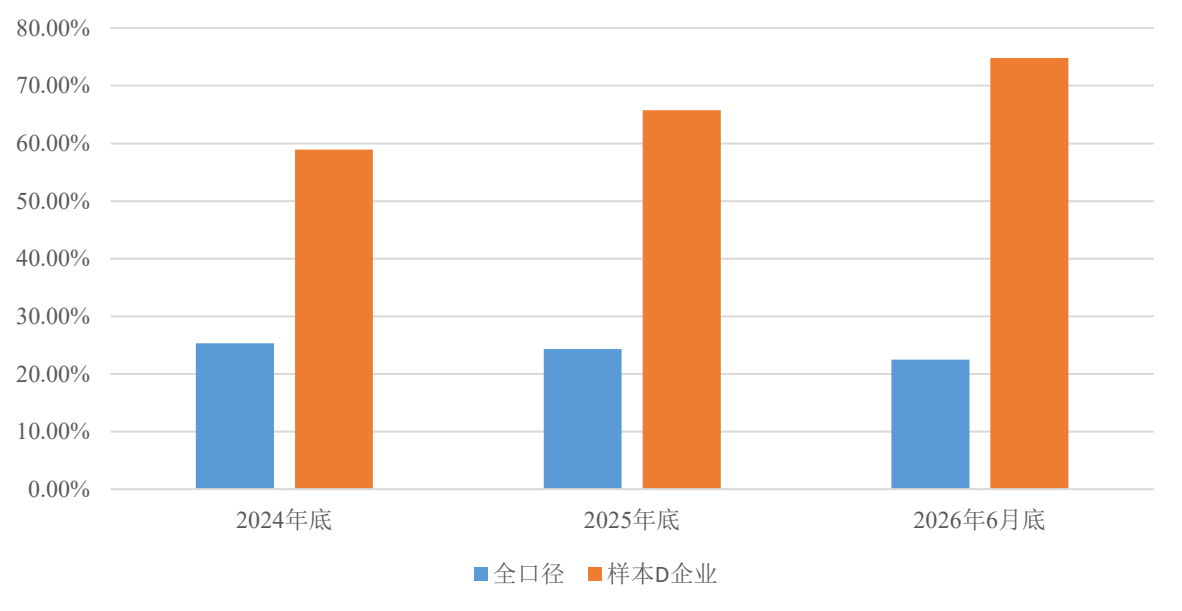
数据来源：联合资信根据公开数据整理

图表 4.4　利润总额为负的样本企业全部债务资本化比率情况



数据来源：联合资信根据公开数据整理

图表 4.5　利润总额为负的样本企业现金类资产/短期债务情况（单位：倍）



数据来源：联合资信根据公开数据整理

图表 4.6　全口径样本和利润总额为负的部分样本企业短期债务占比对比情况

（二）对转型发展的影响：区域分化与约束条件

如图表 4.1“转型发展”列所示，政府债券资金投向调整背景下，城投企业转型发展的方式主要表现为产业运营商和产业投资商两类。目前转型发展维度的政策效果更多表现为中长期的潜在空间，短期内尚难以从城投企业的财务数据中得到显著验证。

政府债券资金投向调整对城投企业的影响并非在所有区域均匀显现，其约束条件与区域禀赋高度相关。需要特别关注的是，广东省各地级市经济发展水平差距较大，区域间的不均衡特征显著。经济实力和财政实力较强地市的城投企业依托区域内较为成熟的产业集群和要素市场，在转型为产业运营商或产业投资商方面具备更有利的起点；而经

济实力和财政实力相对较弱区域的城投企业受制于产业基础相对薄弱和财政资源相对有限，政府债券资金投向调整对其影响更多体现在短期债务压力的边际缓解上，中长期转型空间的打开仍面临较大约束。

五、结论与展望

综合前文分析，从城投企业主体层面看，政府债券资金投向调整的影响可归纳为两条路径：一是土地储备专项债券，以化解存量风险、缓释流动性压力为核心，为城投企业修复资产负债表、推进转型创造必要的时间窗口和财务条件；二是政府投资基金，以注入增量动能、搭建产业平台为载体，为其转型提供方向和要素支撑。两条路径共同服务于“统筹高质量发展和高水平安全”的政策目标。更为根本的是，两条路径的有效性，均建立在存量隐性债务清零所释放的规范举债空间之上。总体看，两条路径在短期内主要体现为风险缓释与预期引导，债务化解的边际改善有限；转型发展的成效属于中长期潜在空间，尚需结合后续财务数据持续验证。在全口径地方债务监测监管持续强化的政策约束下，广东省为其他省份在促进城投企业债务风险化解和转型发展方面提供了可供参考的实践样本。

政府债券资金投向调整作为政策工具，其功能在于短期缓释房企及涉房城投企业的流动性压力、中长期引导土地与资本等要素配置方向，但并不能替代城投企业自身经营能力的提升和市场化转型的实质推进。城投企业债务的可持续性，最终仍有赖于区域经济发展基本面的改善和企业自身造血能力的增强。在长周期视角下，只有形成“风险出清—要素再配置—产业升级—财力增强—债务可持续”的正向循环，才能真正实现高质量发展和高水平安全的动态平衡。与此同时，考虑到广东省各地级市经济发展水平和产业基础差异较大，上述正向循环在不同区域的形成速度快慢不一，路径选择也可能有所不同。

后续跟踪中，宜重点观察以下方面：一是土地储备专项债的接续发行规模、收储土地二次供应进度，以及收储安排对区域内房企和涉房城投企业流动性、资产减值的持续影响；二是政府投资基金所投产业项目的培育进展与收益兑现情况，判断其对城投企业经营性收入和市场化转型的实际支撑；三是经济和财政实力较弱地区在产业基础约束下的转型进展，关注区域分化是否拉大；四是土地市场、政府性基金收入与城投企业债务风险之间反馈链条的演变，以及全口径地方债务监测监管政策变化对政府债券资金投向和城投企业融资行为的约束作用。

[1] 关于印发《地方政府一般债务预算管理办法》的通知（财预〔2016〕154 号）和《地方政府专项债务预算管理办法》的通知（财预〔2016〕155 号）对一般债券和专项债券的发行主体进行规定。

[2] 详见《广东省 2025 年预算执行情况和 2026 年预算草案附件》。

[3] 综合财力=一般公共预算收入+一般公共预算收入上级补助收入+政府性基金收入+政府性基金收入上级补助收入。

[4] 此处引用联合资信“涉房类城投企业”名单，是指承担商品房开发、商业及工业地产、保障房、城市更新等泛地产类业务，且 2023-2025 年任一年度涉房业务收入或涉房类资产占比不低于 30%的地方政府融资平台公司，具体名单以联合资信内部筛选口径为准。考虑到粤西、粤北地级市样本较少，对数据分析结果干扰性较大，本文选取联合资信“涉房类城投企业”名单中广东省珠三角核心区地级市企业进行分析。

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。