

名单收官，定价归真——重点省份退出跟踪与后化债时代展望

联合资信 公用评级一部 |张雪婷 |李思卓

2023 年 9 月，35 号文划定 12 个重点省份，围绕融资管控、投资约束与债务化解建立起差异化机制。随着内蒙古、吉林先后退出，叠加 99 号文最后一个申报窗口（2027 年 3 月）与 150 号文平台清零时限（2027 年 6 月），名单制度已进入收官阶段，重点省份的名义退出大概率于 2027 年上半年集中完成。本文从退出进程、退出后表现与政策退坡的接续安排三个层次展开分析。

退出进程方面，2025 年末，重点省份的隐性债务率已普遍满足退出要求，仅个别省份仍高于门槛；金融债务/GDP 是主要约束，多数重点省份距要求仍有明显缺口；平台压降进度整体领先。舆情数量在重点省份持续收敛，非重点省份反而小幅上行；票据逾期企业则集中于少数非重点省份，风险外化的重心已向名单外转移。

退出后表现方面，内蒙古、吉林的经验显示，退出解绑的是行政约束而非市场约束：融资端空间未实质释放，投资端目标回调尚待完成率验证，定价端未出现系统性收窄。名义退出已经完成，实质退出仍在途中。

展望 2027 年 6 月之后，政策退坡大概率以“名单退出＋指标监测”接续；云南、贵州等达标承压的重点省份，退出后的实际走势取决于省级统筹、债务结构调整、资产盘活与主体整合四条接续路径的落地程度；平台清零的目标接近完成，转型成效仍待经营数据检验。随着政策缓冲变薄，风险更易以点状、分散形式外化，跨区域传染的链条有限，但单体事件对同区域同层级主体再融资成本的冲击不可低估，区域与主体之间的利差离散度或将扩大。名单对区域定价的区分作用趋于弱化，“后化债时代”的区域分化将回归财政实力、金融资源与产业税源。

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

一、引言

2023 年 9 月，35 号文以名单方式划定 12 个债务压力较重的重点省份和区域[1]，围绕融资管控、投资约束与债务化解建立起差异化机制：融资端严控新增，投资端严控新建政府投资项目，化解端定向投放置换资源。三年运行期间，重点省份的隐性债务和融资平台数量压降显著，区域舆情同步收敛，名单本身在初期也成为市场定价的重要坐标。随着内蒙古、吉林先后于 2025 年 7 月和 2026 年 1 月官宣退出，重点省份名单制度进入收官阶段：根据 99 号文的申报安排，2027 年 3 月为最后一次报送时点，叠加 150 号文“2027 年 6 月底前融资平台全部退出”的硬约束，以及 35 号文、134 号文金融支持与债务重组窗口同于 2027 年 6 月到期，重点省份的名义退出大概率于 2027 年上半年集中完成。

99 号文设定的重点省份退出条件包含两项定量指标、一项定性评估与一套平台压降时间表，衡量的主要是账面达标情况；市场关心的则是其退出之后的偿付能力与再融资能力。从已退出地区的实际表现看，行政约束的解除并未同步带来融资空间的实质释放，投资目标回升尚未转化为实际完成率，利差亦未出现系统性收窄。与此同时，重点省份与非重点省份的边界正在模糊，名单对市场定价的区分作用趋于弱化，信用甄别开始回归财政实力、金融资源与平台经营能力。

本文按三个层次展开。首先梳理 99 号文设定的退出要求与各重点省份的达标情况，从隐性债务、金融债务、平台退出与区域舆情四个维度跟踪进程，并按达标程度划分梯队；其次观察内蒙古、吉林退出后在融资、投资与定价端的实际表现，检验“退出”这一事件的市场含义；最后以 2027 年 6 月为界向后推演，判断政策退坡的路径与制度接续形式，以云贵为例探讨重点省份名义退出后的应对路径，并研判平台转型成效与区域分化走向。

二、重点省份退出进程跟踪

（一）99 号文设定的退出要求

2024 年 12 月，“99 号文”作为 35 号文的第 6 个补丁文件出台，明确了重点省份退出的具体要求与路径，并对融资平台的退出时序及退出后的监管要求作出规定。

图表 2.1　99 号文设定的重点省份退出要求

类型	具体要求	核心内涵
定量指标 1	隐性债务率（地方政府隐性债务余额/地方综合财力）应不高于除北京、上海、广东外 16 个非重点省份中隐性债务率较高的 8 个省份的平均值（分子分母均为前一年数据，8 个省份平均值以财政部认定为准）	硬性门槛，将债务负担控制在相对安全的“水位线”以下
定量指标 2	本地区金融债务/GDP 低于 10%（分子分母均为前一年数据）	
定性指标	经评估，在不再享受重点省份专项化债政策支持的前提下，自身具备持续化债、防范债务风险的能力	评估在失去特殊政策支持后，地方政府是否有能力自主防范债务风险，实现区域可持续发展

[1] 包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海和宁夏。

融资平台退出进度	2025 年一季度申请退出时，最近一个月底融资平台数量较 2023 年 3 月底累计压降不低于 40%；2025 年底、2026 年底融资平台数量分别较 2023 年 3 月底累计压降不低于 75%、90%；2027 年 6 月底前实现融资平台全部退出	从根本上消除滋生隐性债务的隐患，改变地方政府依赖平台融资的发展模式

资料来源：公开资料，联合资信整理

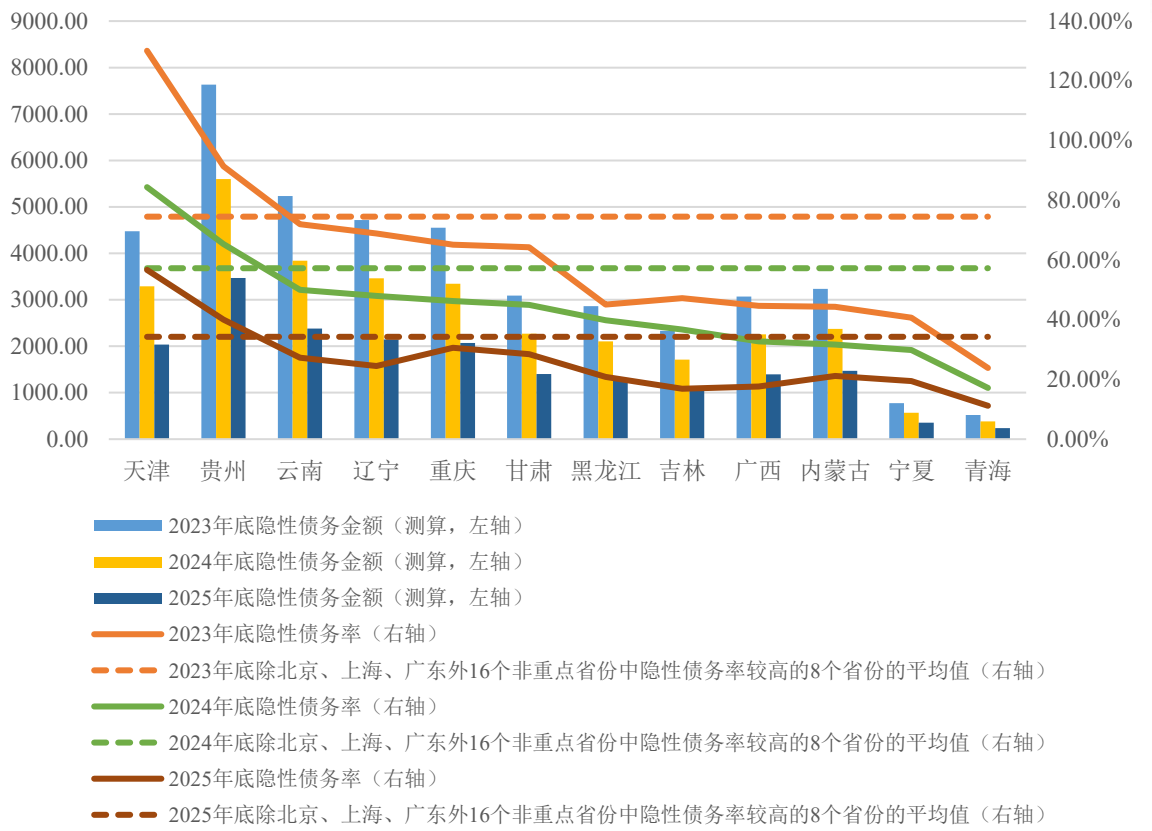
从指标设置来看，实现退出重点省份名单的目标，需要各地区达成由定量硬性约束、定性能力评估和结构性改革（即融资平台清退）共同构成的综合性要求，并非简单的债务压降，而是考量在借助政策化解债务后，地方政府自身是否能够具备持续“造血”和抗风险的能力。

（二）退出指标达标情况跟踪[2]

1. 隐性债务：整体压降显著，仅天津、贵州尚未达标

隐性债务认定以来，各地区隐性债务认定规模以及化解进度并未公布。2024 年 11 月，财政部部长蓝佛安在十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上首次披露 2023 年末全国隐性债务余额为 14.3 万亿元，并明确 10 万亿元地方化债资源将根据地方政府隐性债务规模，按照全国统一比例进行分配。同时，根据国务院关于 2024 年度、2025 年度政府债务管理情况的报告，截至 2024 年底和 2025 年底，全国地方政府隐性债务余额分别为 10.5 万亿元和 6.5 万亿元。综合以上公开信息，本文根据各年度末全国地方政府隐性债务余额，以及 2024 年、2025 年各地区获得的用于置换存量隐性债务的再融资专项债券及特殊新增专项债券规模，对 2023－2025 年末各地区隐性债务余额进行测算，并以此计算各地区隐性债务率。

[2] 内蒙古和吉林已先后于 2025 年 7 月和 2026 年 1 月正式明确退出重点省份，本文仍将内蒙古和吉林纳入重点省份进行数据分析。



注：隐性债务余额为测算数据，测算结果与实际情况可能存在一定偏差；隐性债务率=隐性债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）
资料来源：公开资料，联合资信整理

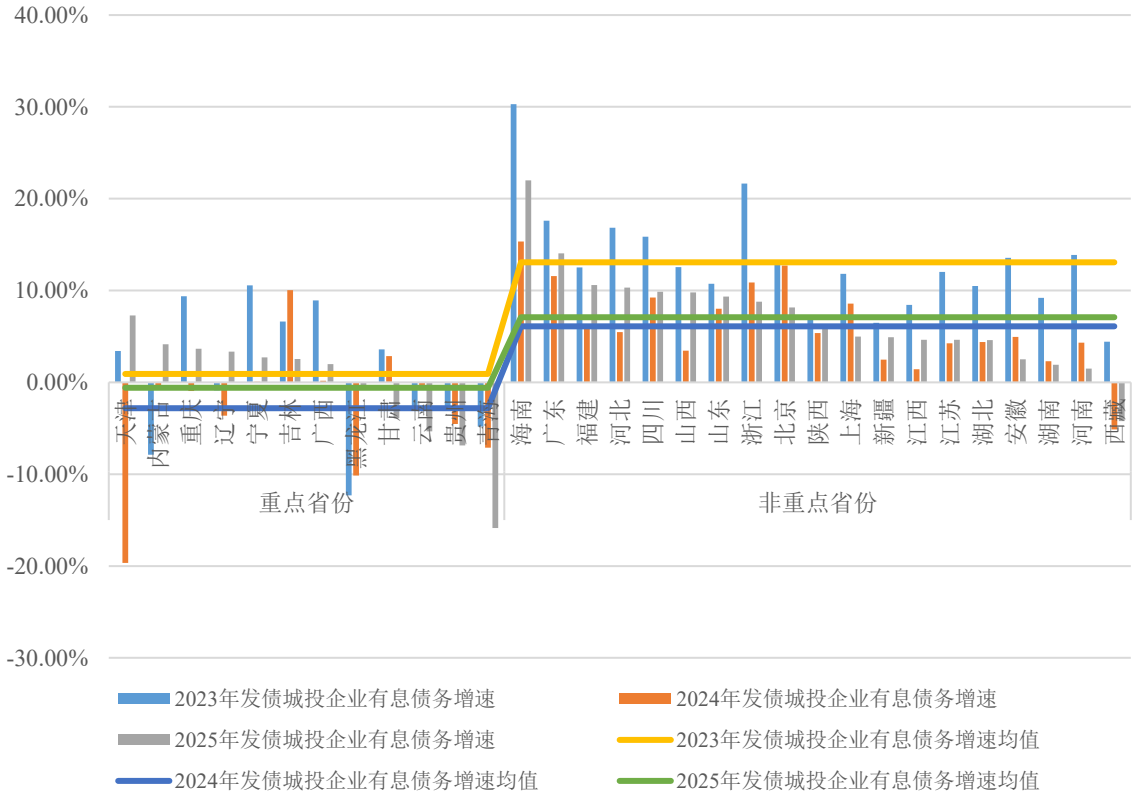
图表 2.2　2023－2025 年末重点省份隐性债务余额及隐性债务率情况（单位：亿元）

2023－2025 年末，各重点省份隐性债务余额和隐性债务率均持续下降。其中，天津和贵州隐性债务率降幅最大，分别累计下降 73.39 个百分点和 51.29 个百分点，但仍处于相对较高水平。截至 2025 年底，除天津和贵州以外，其余重点省份隐性债务率均低于除北京、上海、广东外 16 个非重点省份中隐性债务率较高的 8 个省份的平均值（34.27%），即满足 99 号文对隐性债务率的退出要求，其中吉林、广西、宁夏和青海隐性债务率均低于 20.00%。

2.　金融债务：增速回稳，达标面有限

根据公开信息，35 号文定义的融资平台债务是指“在 2023 年 6 月由各省份党政‘一把手’签字确认报送国务院的融资平台截至 2023 年 3 月末承担的贷款、债券、非标等**金融债务**，但不包括其中的隐性债务和须地方政府承担偿还责任而未纳入隐性债务的债务。”在后续出台的 14 号文、150 号文等文件内容中均有“金融债务”的表述出现，99 号文所指的“本地区金融债务”或与上述定义相关联。

本文以 2023－2025 年末全国各地区发债城投企业有息债务作为“金融债务”进行测算[3]。从增速看，2023 年下半年 35 号文和 47 号文先后出台，对重点省份实施严格的融资和投资限制，内蒙古、黑龙江、辽宁、云南和贵州等地区发债城投企业有息债务率先开始压降；2024 年化债政策在区域和债务类型两个层面同步扩围，叠加 12 万亿元化债方案集中落地，重点省份城投债务由“增速放缓”转为“余额净压降”，其中天津、黑龙江、辽宁、贵州、青海等地降幅明显，非重点省份城投债务增速均值亦由上年的 13.1%回落至 6.1%；2025 年政策基调逐渐转向“化债与发展并存”，非重点省份城投债务增速均值小幅回升，重点省份中六成以上省份增速回正，其中天津市城投债务增速 7.3%，高于半数非重点省份，一定程度上表明“重点区域”标签的影响力正在下降，市场预期逐渐向财政实力和金融资源等原生禀赋回归，这与 2025 年政府工作报告“动态调整债务高风险地区名单、支持打开新的投资空间”的转向一致。



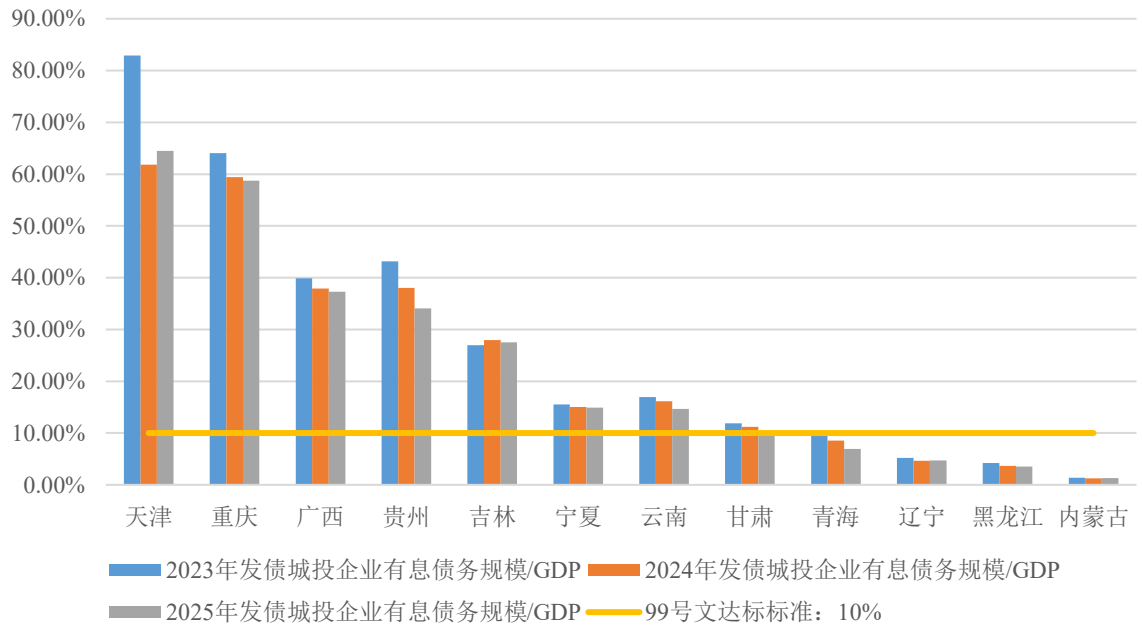
注：2023－2025 年末发债城投企业有息债务增速均值按照重点省份和非重点省份分类计算
资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.3　2023－2025 年末全国各省市区发债城投企业有息债务增速情况

重点省份发债城投企业有息债务规模/GDP 方面，2024 年末，除吉林外，其他重点省份该指

[3] 本文以剔除合并范围内子公司并且 2023－2025 年财务数据齐全的 2132 家发债城投企业为样本进行测算分析。发债城投企业有息债务的计算口径为资产负债表中“短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款+租赁负债”。

标均有不同程度的下降；2025 年末，天津、辽宁和内蒙古该指标出现不同程度的回升，其余重点省份发债城投企业有息债务规模/GDP 仍有不同程度的下降，但平均降幅较 2024 年末的-3.01%收窄至-0.61%。按照退出重点省份的定量指标标准（本地区金融债务/GDP 低于 10%）来看，截至 2025 年底，重点省份中仅有内蒙古、黑龙江、辽宁和青海发债城投企业有息债务规模/GDP 低于 10%，甘肃、云南和宁夏分别略高出 0.19 个、4.68 个和 4.92 个百分点，其余 5 个地区均远高于 10%，天津和重庆发债城投企业有息债务规模/GDP 超过 50%。考虑到内蒙古、青海、宁夏等地区未发债城投企业比例较高，以及近年来部分地区城投企业依托化债支持加速出清等因素，可能导致以发债城投企业口径计算的金融债务规模被低估，占 GDP 的比值偏乐观，故基于该指标得出的相关结论具有一定局限性。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.4　2023－2025 年末重点省份发债城投企业有息债务规模/GDP 情况

从发债利差变动情况来看，2024 年至 2026 年 10 月，31 个省级区域发债城投企业利差整体呈压缩态势。利差水平方面，重点省份系统性高于非重点省份，2026 年 10 月末，重点省份利差分布在 58~145bp 区间，贵州、云南、甘肃居高；非重点省份则集中于 40~91bp，上海、北京、广东最低，组间利差均值差已由 2024 年末的约 78bp 收窄至 2026 年 10 月末的 26bp 左右，两组区间大面积重叠，名单溢价的区分度明显下降，但并未归零。压缩节奏上，2025 年是重点省份利差修复的关键窗口，重点省份平均利差收窄 28bp，而非重点省份同期反而小幅走阔 3bp，其中甘肃、云南、贵州、黑龙江、宁夏等高利差区域压缩幅度领先，该分化是政策红利、定价逻辑与样本结构共同作用的结果：重点省份前期因 35 号文管控形成较高的风险溢价，伴随 99 号文退出通道明

确、存量债务重组落地，尾部风险溢价集中收窄，叠加低评级弱平台退出发债样本，推动平均利差明显修复；非重点省份缺少专项化债工具支持，定价转向区域基本面，省内弱资质区县城投溢价上行，对冲了发达地市的利差压缩，最终表现为均值小幅走阔。值得注意的是，进入 2026 年以后，随着内蒙古、吉林等地区陆续退出重点名单、化债资源边际退坡，重点省份利差进一步压缩的空间有所收窄，贵州、云南、甘肃等高基数省份利差仍居高位，风险定价的分化逐步从“名单标签”转向区域基本面。

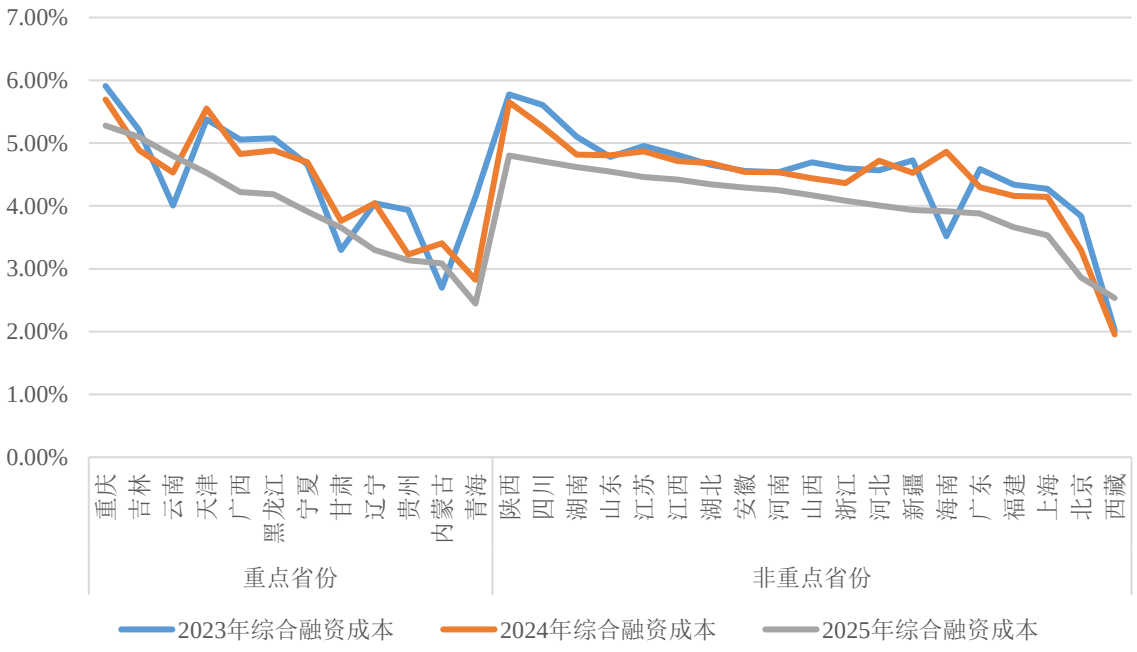


注：青海省 2026 年 1—10 月无城投债发行，利差留空
资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.5　2024—2026 年 10 月全国各省市区发债城投企业利差变动情况

从综合融资成本来看，其走势与利差并不一致，部分区域甚至出现反向变化。2024—2025 年，重点省份平均利差收窄 28bp，非重点省份反而小幅走阔 3bp，两者相差 31bp；但同期两组综合融资成本的平均降幅分别为 0.39 个和 0.40 个百分点，2023—2025 年的累计降幅亦处于同档水平，分别为 0.48 个和 0.47 个百分点。需要指出的是，部分省份（内蒙古、青海、宁夏等）样本数量少且以省级或高级别主体为主，区域均值易受少数主体影响；而部分非重点省份发债主体数量多、层级下沉，样本中大量区县级主体拉高了区域平均成本。因此，综合融资成本的省际横截面比较须结合样本数量及结构，不宜直接读作区域风险排序。从同一区域自身的时间序列变化来看，31 个省级区域中有 16 个出现利差变动与综合融资成本变动方向背离，且呈现明显的组别特征：利差走阔而融资成本下降的 13 个省份全部为非重点省份，融资成本上行而利差收窄则集中于云南、

吉林两个重点省份。云南是反差最大的样本，其综合融资成本上行 0.27 个百分点，同期利差由 180bp 收窄至 133bp，降幅 47bp。出现上述背离现象的根源主要在于政策覆盖程度和定价机制的不同。利差反映的是市场对化债政策的反应，35 号文以来的置换资源直接作用于隐性债务和公开债券，兑付确定性改善最为直接，债券定价对政策信号与市场情绪的反应更为灵敏，重点省份因政策资源集中，利差收窄更为明显；对于银行贷款和非标债务的化债思路以协调展期降息和置换重组为主，银团展期、非标置换需逐户谈判，重定价明显滞后，其成本仍主要由主体自身的现金流与再融资能力决定。由此看，相比利差，综合融资成本更能反映区域与主体的实质偿债风险，两者背离越大，说明政策改善与基本面改善之间的落差越大，判断信用修复的真实进度，宜以综合融资成本为主、利差为辅，避免将政策驱动的估值改善误读为信用基本面的修复。



注：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]；已对部分异常值进行修正

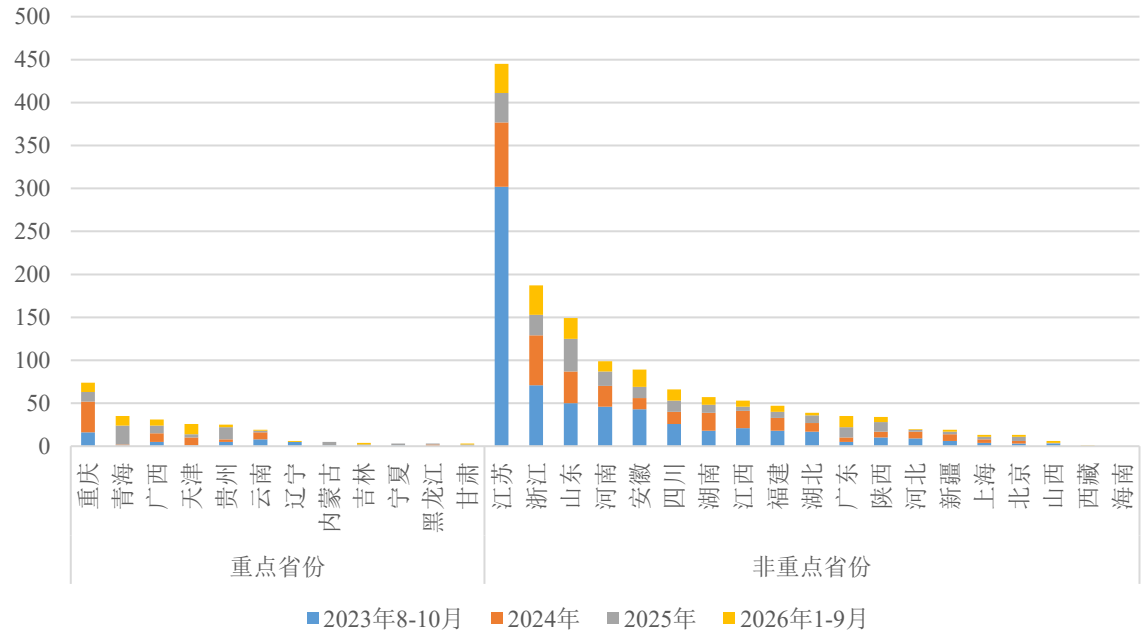
资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.6　2023－2025 年全国各省市区发债城投企业综合融资成本变化情况

3.　平台退出：整体进度领先，区域分布不均

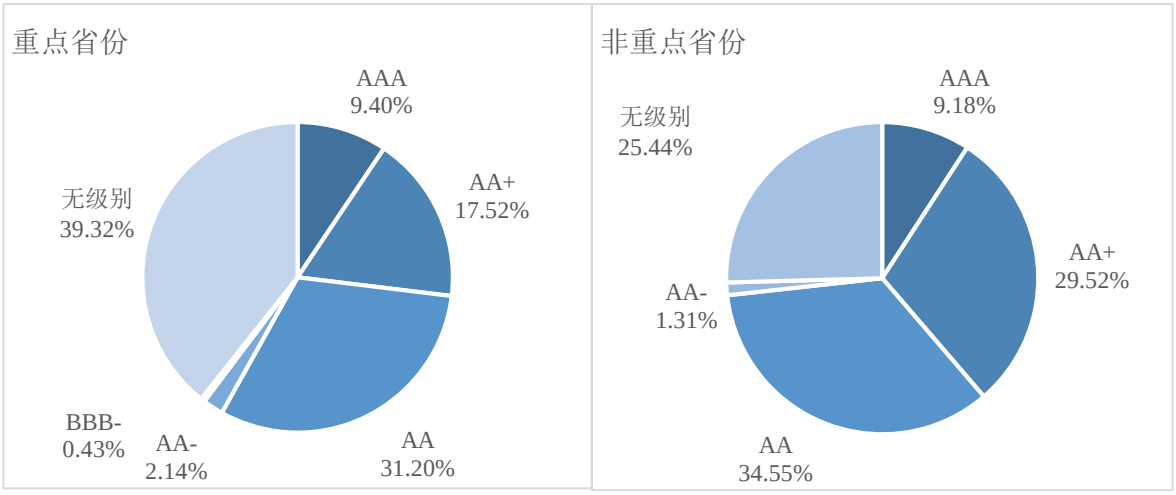
融资平台退出进度是判断化债进程的重要考量因素之一。根据公开数据统计，2023 年 8 月至 2026 年 9 月，共有 1606 家城投企业通过官方公告或企业公告等方式声明“不属于融资平台公司名单范围”“不再承担政府融资职能”或“退出融资平台名单”等。分区域看，重点省份中共有 234 家企业披露上述相关信息，其中重庆最多为 74 家，广西、青海、天津、云南均超 20 家；非重点省份中共有 1372 家企业披露相关信息，其中江苏退出数量最高为 445 家，浙江、山东等经济较

发达的地区退出数量相对较高，分别为 187 家和 149 家，四川、安徽、江西、湖南和河南均超 50 家，福建、陕西、湖北、广东均超 30 家。从退名单主体信用级别分布来看，重点省份中无级别主体占比近四成，非重点省份中退平台企业以 AA 级和 AA⁺级主体为主。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.7　2023 年 8 月至 2026 年 9 月公告退平台企业数量分区域统计（单位：家）



资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.8　2023 年 8 月至 2026 年 9 月公告退平台企业信用级别分布

从退平台进度来看，本轮化债政策要求于 2027 年 6 月底前实现融资平台全部退出，99 号文进一步明确“2025 年一季度申请退出时，最近一个月底融资平台数量较 2023 年 3 月底累计压降

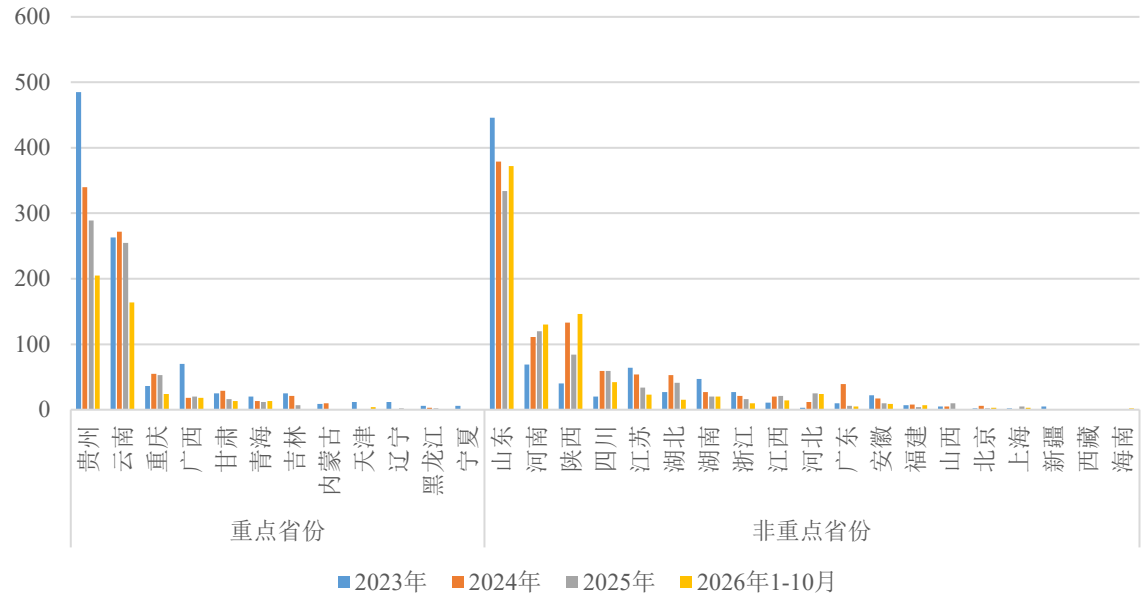
不低于 40%，2025 年底、2026 年底融资平台数量分别较 2023 年 3 月底累计压降不低于 75%、90%”。根据各重点省份政府工作报告及财政预决算报告披露信息，宁夏、内蒙古、吉林、辽宁和甘肃 2024 年末融资平台数量压降比例分别为 76.0%、66.5%、56.7%、55.9%和 35.9%，内蒙古、辽宁、甘肃 2025 年末压降比例进一步升至 87.0%、85.2%、81.3%，上述五省均已满足 99 号文提出的压降要求；此外，天津市 2024 年和 2025 年分别实现融资平台转型或退出 75 家和 53 家，压降比例预计已达标；其余重点省份政府工作报告及财政预决算报告中基本均有关于“隐性债务化解、融资平台退出”等相关表述，但未披露具体的压降比例。

2026 年 11 月 3 日，中国人民银行行长潘功胜在十四届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议上，向全国人大常务委员会报告 2025 年 10 月以来金融工作情况时指出，“2026 年 9 月末，全国剩余融资平台数量较 2023 年 3 月末下降 92%；2026 年 6 月末，存量经营性金融债务较 2023 年 3 月末减少 79%”，中央及地方支持融资平台债务风险化解取得明显成效。

4. 区域舆情：重点省份收敛，非重点省份分化

除了上述两项定量指标及融资平台退出进度要求，99 号文对于重点省份退出还提出一项定性要求，旨在评估重点省份相关化债政策支持不再适用后，地方政府是否有能力自主防范债务风险，实现区域可持续发展。本文主要通过区域舆情情况来反映地方政府的债务风险管控能力。

2023 年至 2026 年 10 月，重点省份公开可查询的舆情数量整体呈收敛态势，且收敛幅度较非重点省份更加显著。该分化可主要归因为以下三点。其一，化债资源的定向投放。重点省份早期舆情暴露相对充分，在获得中央特别关注及较大力度的化债资源倾斜后，各类舆情源头被实质性削弱。其二，样本基数收缩的统计效应。重点省份融资平台在本轮化债政策中被大规模出清，部分“收敛”实为统计样本收缩所致，而非风险实质出清。其三，部分非重点省份的高债务负担区域在未获得化债资源倾斜的情况下，再融资渠道压缩导致其资金流动性紧张，舆情更易外化。此外，根据上海票据交易所披露信息，2023－2026 年 10 月，发生票据逾期的城投企业主要集中于山东、河南、云南和贵州等区域。其中，涉及票据逾期风险频次最高的地区是山东，涉及城投企业 67 家，多家城投企业因持续逾期未承兑而长期被列入上海票据交易所公布的持续逾期名单；河南次之，涉及城投企业 20 家；上述两个省份均属于非重点省份。贵州、云南和江苏分别涉及城投企业 17 家、13 家和 13 家。



分组	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—10 月	变化率（2023→2026.10）
12 个重点省份	965	758	654	439	-54.5%
19 个非重点省份	804	939	787	820	+2.0%
重点省份占比	54.6%	44.7%	45.4%	34.9%	-19.7pct

资料来源：公开资料，联合资信整理

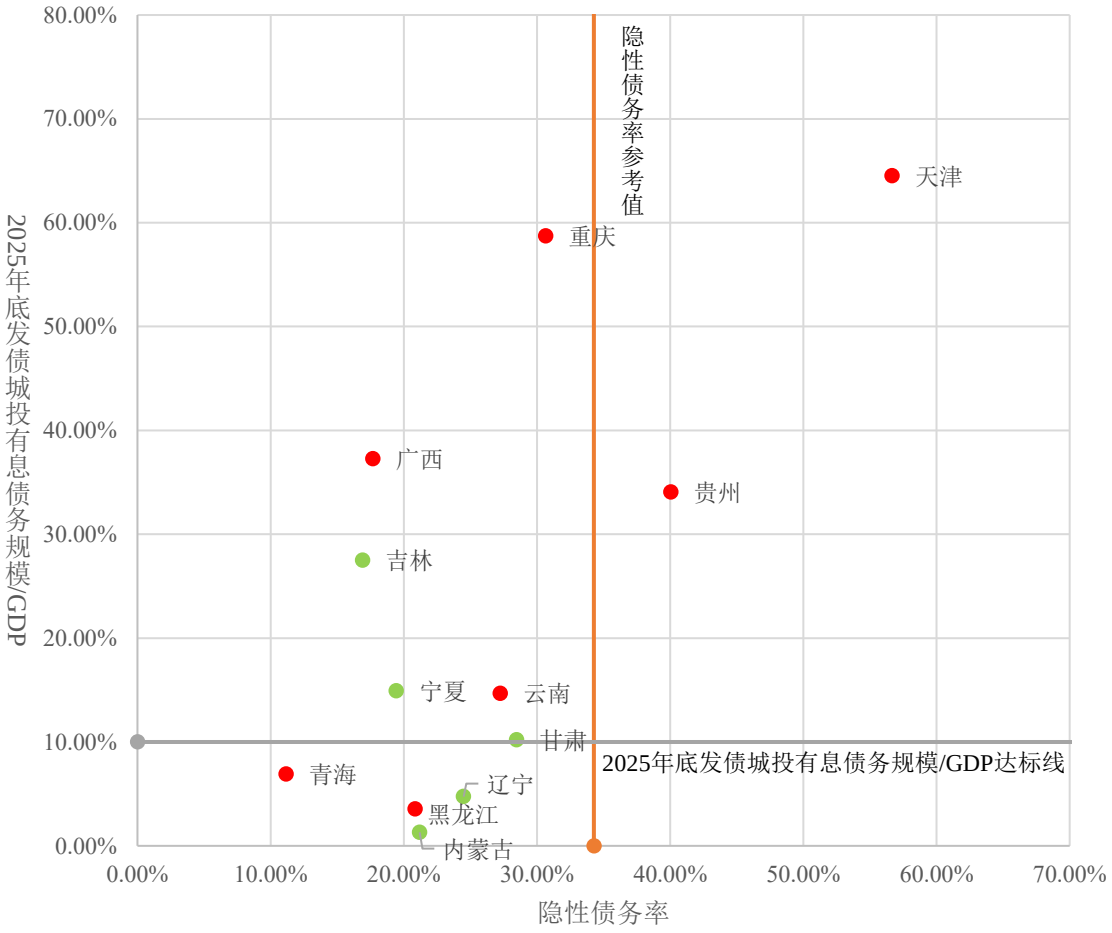
图表 2.9　城投企业舆情数量分区域及分组统计情况（单位：条）

（三）退出进程：三个梯队与地方自主权衡

截至 2026 年 10 月底，内蒙古和吉林先后于 2025 年 7 月和 2026 年 1 月正式明确退出重点省份，剩余 10 个省份的退出节奏呈现出清晰的梯队分布。按照 99 号文“每年 3 月底前按程序向国务院报送请示”的安排，2025－2027 年各有一个申报窗口，其中 2027 年 3 月为最后一个窗口；叠加“2027 年 6 月底前实现融资平台全部退出”的硬约束，重点省份的名义退出大概率将在 2027 年上半年集中完成。这意味着，“重点省份”作为一个政策身份，其存续期已进入倒计时，名单在定价中的区分作用将进一步弱化。

从 99 号文设定的两项定量指标及融资平台压降进度看，剩余 10 个重点省份的达标情况可分为三个梯队。第一梯队为青海、宁夏、甘肃、辽宁和黑龙江，其共性在于债务负担相对较轻、化债指标修复较快，退出意愿亦相对明确。辽宁三项指标全部达标，是账面条件最为充分的省份；青海、宁夏、甘肃、黑龙江四地各满足两项条件，2026 年青海省政府工作报告明确提出“确保退出地方债务重点省份”，甘肃省兰州市将“助力全省退出高风险省份”写入 2026 年兰州市政府工作报告，宁夏在《关于 2024 年全区及区本级预算执行情况和 2025 年全区及区本级预算草案的报告》中即提出将“积极推动我区退出债务高风险省份”作为 2025 年财政改革发展工作之一。第二

梯队为广西，其隐性债务率已达标但金融债务/GDP 仍偏高，且未披露融资平台压降进度，较第一梯队达标水平仍有差距。第三梯队的天津、重庆、云南和贵州则距离标准较远，天津和重庆金融债务/GDP 均超过 50%，而云南和贵州在信用环境修复和地方债务风险管控方面仍面临较大压力。



注：绿色代表明确披露融资平台压降比例且比例已达标，红色代表未明确披露融资平台压降比例
资料来源：公开资料，联合资信整理

图表 2.10　2025 年末重点省份化债进程矩阵

值得关注的是，重点省份的退出次序并未严格依照达标程度排定。已退出的吉林金融债务/GDP 仍高于达标线，账面条件最充分的辽宁至今未正式申报退出，反而是经济体量更小、财政自给率更低的宁夏、甘肃和青海表现出更加积极的退出意愿，这说明退出与否并不完全取决于指标达标，还取决于地方政府的自主权衡——退出意味着投资与融资空间的打开，同时也意味着中央化债资源与政策倾斜的退坡。99 号文将“评估具备化债能力”设为定性条件，正是把这一权衡交由地方自行判断。此外，市场定价的变化同样值得关注，天津和重庆是 12 个重点省份中财政

实力、金融资源与产业基础相对较好的两个地区，其金融债务规模远高于其他重点省份，金融债务/GDP 均高于 50%，短期内不具备账面退出条件，但天津和重庆在城投债务增速回调和城投债利差表现方面均优于大部分重点省份，一定程度表明随着化债推进，“名单标签”在定价中的权重逐步让位于“基本面与资源禀赋”，退出指标衡量的是存量债务的相对规模，市场定价关注的则是未来的偿付能力与再融资能力。

（四）退出后表现：行政约束解除，实质退出待检验

35 号文和 47 号文对重点省份的约束主要体现在融资限制和投资管控，本节主要从融资端、投资端和市场定价端三个维度对内蒙古和吉林退出后的表现进行观察。

融资端：退出解绑的是行政约束，融资空间并未实质释放。从实际表现看，内蒙古 2025 年及 2026 年上半年城投债发行规模分别为 5.40 亿元和 10.00 亿元，均为借新还旧债券，区域内仅存 3 家发债城投企业，2026 年 9 月鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司发行 15.00 亿元公司债券用于偿还有息债务及对子公司增资；吉林 2025 年发债城投企业债券净融资为-24.27 亿元，2026 年 1－2 月净融资同环比均明显改善，长春新区国有平台长春新区产业投资集团有限公司于 2026 年 5 月实现债券首发，募集资金投向科技创新领域。需要关注的是，退出改变的是审批环节的便利程度，而非举债资质，2026 年以来城投债审核进一步趋严，1－10 月全国城投债近八成募集资金用于借新还旧，新增融资的关键并不取决于是否退出重点省份，而在于项目合规性、市场化条件与城投企业是否具备经营性偿债来源。

投资端：目标回调反映申报空间恢复，实际完成率尚待验证。47 号文要求重点省份在债务风险降至中低水平之前严控新建政府投资项目，退出后这一行政性限制相应松绑，地方投资意愿率先恢复。内蒙古将 2026 年固定资产投资增速目标定为 8%（2025 年目标 10%、实际完成 4%），在已公布增速目标的省份中仅次于西藏、与新疆并列；吉林目标定为 3%，较 2025 年-13.1%的实际增速修复明显，止跌回稳的指向清晰，但 3%的绝对水平与辽宁、重庆、贵州同处已公布目标的最低档。两地重大项目数量与年度完成投资额目标亦呈增长态势，根据两地政府工作报告，内蒙古 2026 年拟实施重大项目 3600 个左右、完成投资 1 万亿元以上，主要聚焦交通、能源、水利、信息等重点领域；吉林 2026 年拟实施亿元以上项目 2000 个以上，重点投向交通、水利、新能源、新型基础设施等领域。政府投资项目恢复，一方面可通过基建投资拉动 GDP 与税收，改善长期偿债基础；另一方面可为平台提供合规的项目来源，是平台从“融资主体”转向“建设运营主体”的载体。但投资修复受财力约束，重点省份一般公共预算收入与政府性基金收入修复缓慢，土地出让收入仍在筑底，项目资本金来源有限。从实际运行看，2026 年前三季度，全国 31 个省级区域中，仅宁夏（+6.3%）、上海（+4.3%）、北京（+3.9%）固定资产投资实现正增长，内蒙古和吉林增速分别为-7.4%和-22.0%，其余重点省份固定资产投资增速中位数为-13.0%，低于非重点省份中位数（-9.2%）约 3.8 个百分点，投资修复明显滞后于政策松绑的节奏，投资目标的实现程度仍

需观察全年的实际完成率。

市场定价端：未出现系统性收窄。2026 年 10 月末，内蒙古城投债利差约 60bp，已低于非重点省份中的陕西（91bp）、海南（81bp）、山东（77bp）和河南（72bp）等，但考虑到内蒙古存续发债主体仅 3 家，利差样本过少，难以代表全省定价水平；吉林城投债 AAA 级利差 32bp、AA 级 104bp，同期天津城投债 AAA 级 31bp、AA 级 48bp，江苏城投债 AAA 级 29bp、AA 级 39bp，吉林高等级主体利差与天津、江苏同处 30bp 档位，低等级主体却高出 55~65bp。市场并未按“是否退名单”给出统一的折价或溢价，而是按主体层级、区域财力与金融资源等分别定价。退出未触发重定价，原因可归结为三点：其一，退出验收的是前一年存量指标，市场定价的却是未来的偿付能力与再融资能力，两者并不同步；其二，退出同时意味着化债资源与政策倾斜的退坡，名单内弱资质平台的缓冲变薄，“摘帽”并非绝对利好；其三，市场定价已细化至地市与平台层级，临近 2027 年 6 月，市场信用下沉意愿整体回落，省级层面的退出利好不足以对冲整体避险情绪，亦难以传导至决定偿付能力的地市与平台层级。

综合来看，退出解除的是行政约束，而市场约束依然存在。平台能否真正实现自我造血、区域融资能力能否恢复、化债成果能否经受完整偿付周期的检验，才是判定实质退出的关键。对内蒙古、吉林而言，名义退出已经完成，实质退出仍在途中。

三、2027 年 6 月之后：制度接续、区域应对与平台转型

2027 年 6 月并非单一政策的到期日，而是三项安排的共同节点：35 号文及 134 号文确定的金融支持与债务重组窗口延至 2027 年 6 月；150 号文要求 2027 年 6 月底前实现融资平台全部退出；按照 99 号文的安排，2027 年 3 月是重点省份退出申报的最后一个窗口。按此时间表，全国融资平台清零将不晚于 2027 年 6 月，重点省份的名义退出大概率在 2027 年上半年集中完成。本章从这一节点向后推演，先厘清政策退坡的路径与节奏，判断制度接续的形式；再以贵州、云南等风险未出清区域为例，探讨重点省份退名单后的应对路径；最后落脚于融资平台退出后的转型成效检验与区域分化走向。

（一）化债资源投放接近尾声，制度接续转向指标监测

本轮政策退坡的路径已基本清晰。从资源端看，2026 年 10 月末，6 万亿置换债额度已累计使用约 98.6%，4 万亿特殊新增专项债已使用 84%，化债资金投放已接近尾声；从机制端看，化债重心将从隐性债务置换转向融资平台经营性债务化解与市场化转型，2025 年 12 月中央经济工作会议提出“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”，国家“十五五”规划明确提出“加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制”，要求“分类推进融资平台市场化转型”。退坡留下的资金缺口部分由增量工具填补。根据 2026 年政府工作报告，2026 年拟安排中央预算内投资 7550 亿元，安排 8000 亿元超长期特别国债用于“两重”建

设，发行新型政策性金融工具规模 8000 亿元，新增专项债额度 4.4 万亿元，全国经济增长预期目标为 4.5%~5.0%。增量工具的投放以项目为主导，对于已退出名单的地区而言，能否取得增量资金，取决于项目储备与收益设计，这一定程度也解释了两地退出后首先恢复的是项目申报与投资目标，而非债务规模的扩张。

从以往政策的周期经验看，期限届满往往不等于约束即时解除，多以观察期或过渡期承接，把调整压力分散到若干年度。本轮政策未就名单退出单独设置观察期，退出后的约束接续主要体现在三个方面。一是 2025 年政府工作报告提出“动态调整债务高风险地区名单”，名单管理由此前的集中认定转为依指标调整的动态清单；二是 99 号文的定性条件要求“评估具备化债能力”，本身就带有观察检验的目的；三是隐性债务终身问责与审计倒查，构成对退出地区的持续约束。由此推断，2027 年 6 月之后更可能落地的接续方案是“名单退出+指标监测”并行，而非单独设立观察期。观察期的设立会形成名单之外的又一层身份标识，与动态调整的政策导向相悖；以年度指标复评承接监测职能，既能延续对重点地区的跟踪，又不必重新赋予其身份属性。复评指标可与退出条件对应，即隐性债务率、金融债务/GDP、平台转型进度及化债能力评估等。对市场而言，统一的制度信号随之弱化，定价的颗粒度进一步下沉至地市与单体平台，识别成本上升。

（二）云南、贵州：达标承压，以省级统筹与结构调优换取修复空间

云南、贵州处于退出进程的第三梯队，其困境集中在三个层面。其一，指标缺口仍然明显。2025 年末，贵州是除天津外唯一隐性债务率仍高于 99 号文阈值的重点省份，金融债务/GDP 亦明显偏高；从市场定价看，2026 年 10 月末贵州、云南城投债利差分别为 144bp、117bp，虽较 2024 年末已收窄超三成，仍居全国高位，与同处第三梯队的天津（60bp）、重庆（69bp）分化显著。其二，省级资源禀赋偏弱。置换资源退坡后，化债接续将转向省级统筹、金融协调与资产盘活，云贵省级可统筹的金融与国资资源有限，财政端收支矛盾突出，土地出让收入仍处于筑底阶段，可支配空间有限。其三，存量结构与转型资源双重约束。两地发债平台以地市级、区县级为主，平台数量多、单体资质弱，平台清零的行政成本高；可供转型的经营性资产（特许经营权、产业资源等）相对匮乏，平台从融资主体转向运营主体的路径选择相对偏少。2025 年以来两地固定资产投资持续负增长，也压缩了“以发展促化债”的空间。

退出节奏上，名单退出以省为单位统一申报，省内则按市州分解任务、分类推进：具备条件的市州先行完成平台清零与债务压降，缺口较大的市州集中化解高息非标、加快平台整合，以全省口径达标为前提，避免个别市州拖累整体进程。退出之后的接续安排则更为重要——置换资源退坡后，化债工具将从中央置换转向省级统筹、金融协调与资产盘活，其成效取决于以下四个方面。一是省级统筹与统借统还。由省级平台承接弱资质市县平台的存量债务，以省级信用换取展期降息的谈判空间，贵州已有实践基础；省级化债资金池应集中用于压降高息非标，而非均匀铺开。二是债务结构调整先于规模压降。推进非标转标、短债转长、高息转低，争取政策性银行长

期资金与银团展期支持，先将流动性风险与偿付风险分离，再谈规模收敛——对云贵而言，到期不失控比余额下降更优先。三是资产盘活。贵州可依托白酒产业链（省级国资划转上市公司股权已有先例）与磷矿资源，云南可依托有色金属与文旅资源，通过国资证券化、基础设施 REITs 补充偿债来源。四是主体整合优先于数量压降。以市州为单位将平台整合为少数几家主体，以数量收缩换取单体资质，同时为申报产业类主体预留“335”指标的达标空间；空壳平台按期注销，保留主体向产业投资与公用事业运营集中。

综合判断，对达标承压的重点省份，退出之后的实际走势不取决于名义退出本身，而取决于接续安排的落地程度。省级统筹、债务结构调整、资产盘活与主体整合四条路径，核心是把有限的化债资源集中用于压降高息非标、把流动性风险与偿付风险先行分离，以换取信用修复的空间。云贵是重点省份中达标压力最大的样本，其利差与融资功能的修复预计滞后于名义退出，实质改善仍需时日。

（三）转型成效待检验，区域分化看产业与税源

平台退出的数量目标已接近完成，质量检验则刚刚开始。2026 年 9 月末，全国剩余融资平台数量较 2023 年 3 月末下降 92%；2026 年 6 月末，存量经营性金融债务较 2023 年 3 月末压降 79%。从各地实践来看，退出后的平台大致有三条去向：一是转型为市场化经营主体，聚焦公用事业、园区运营、产业投资等具备稳定现金流的领域；二是整合归并，由高层级平台吸收合并低层级平台，压降管理层级与融资主体数量；三是出清注销，主要针对空壳类、无实质经营的平台。150 号文设定的退出条件（隐性债务清零、剥离政府融资职能、经营性金融债务清零或取得三分之二以上金融债权人同意）说明退出解决的是监管身份与债务口径问题，并不能证明经营能力的形成。

平台退出的政策要求亦在同步加码。2026 年 2 月，国务院批转财政部、国资委《关于加快推进融资平台实质性转型的指导意见》，重申 2027 年 6 月末前全部退出的时限要求，明确坚决剥离政府融资功能、严禁新设或异化平台，并按注销、重组、资产注入、市场化转型等路径分类推进。2026 年 3 月，沈阳一家区级空壳平台进入破产清算程序，成为一揽子化债以来首例平台依法破产案例，个案的信号意义大于其规模：出清路径从行政注销拓展至司法破产，空壳平台借退出程序规避后续转型与监管义务的空间持续压缩。融资端的审核标准同步收紧，交易所对城投及产投类主体发债的审核在资产结构要求之外新增总资产报酬率与现金流指标，根据联合资信统计，2026 年 5 月以来新增发债的样本企业经营性资产占比更高，盈利及现金流表现更优，政策正向引导作用开始显现，具备实质经营能力的主体更易获得新增融资。需要关注的是，名单退出与平台清零推进过程中，弱资质主体的政策缓冲变薄，风险更易以点状、分散的形式外化：一是非标债务的展期降息难以续接，部分区域可能出现非标违约与债务重组个案；二是票据逾期、商票拒付等流动性风险继续在财力偏弱的地市、区县平台中显现；三是空壳平台注销与低效资产出清过程中，个别主体可能进入破产清算或司法重整程序。上述事件单体性、区域性特征明显，跨区域传染的

链条有限，演化为系统性风险的概率不高，但一旦发生单体违约，同区域同层级平台的再融资成本往往同步上行，局部冲击不可低估。对市场而言，利差对政策信号的敏感度下降、对区域财力与个体事件的敏感度上升，区域与主体之间的利差离散度或将扩大；在负面事件冲击下，区域利差阶段性走阔的概率上升，且修复所需时间长于化债政策密集期。

对区域发展而言，47 号文对新建政府投资项目的管控随名单退出相应解除，重点省份重新获得投资拓展空间，但其增长逻辑已由“平台融资驱动”转向“财政资金、市场化融资与社会资本”协同发力的多元模式。化债期压降的平台与债务所腾挪出的财政空间，能否与市场化融资、社会资本形成合力，转化为产业投资与税源培育，将很大程度影响“后化债时代”区域分化的格局。

四、总结与展望

重点省份退出已进入收尾阶段，重点省份的名义退出大概率将在 2027 年上半年集中完成。但退出本身并不等于风险出清，实际效果仍待检验。本文的结论与展望可归纳为以下四点。

第一，退出解绑的是行政约束，市场约束依然存在。内蒙古、吉林的经验显示，退出后融资空间并未实质释放，投资目标回升更多体现为申报意愿的恢复，城投债利差亦未出现系统性收窄。判定实质退出，仍需看平台能否自我造血、区域融资能力能否恢复、化债成果能否经受完整偿付周期的检验。

第二，达标衡量的是存量，定价反映的是预期。99 号文设定的两项定量指标均以存量相对规模为检验口径，而利差、舆情与融资行为反映的是对未来偿付能力的判断。部分区域利差与综合融资成本变化走势的背离反映出政策改善无法直接转化为基本面改善，银行和非标等债务成本仍主要由主体自身的现金流与再融资能力决定。判断信用修复的真实进度，宜以综合融资成本为主、利差为辅，避免将政策驱动的估值改善误读为信用基本面的修复。

第三，政策退坡大概率以“名单退出＋指标监测”的形式接续。动态调整名单、化债能力的观察评估、隐性债务终身问责与审计倒查，已构成退出后的约束框架；以年度指标复评承接监测职能，既可延续跟踪，又不必重新制造身份标签。其代价是统一的制度信号弱化，定价的颗粒度进一步下沉至地市与单体平台，识别成本上升。

第四，区域与主体的分化将回归基本面。云南、贵州等达标承压的重点省份，退出后的实际走势取决于省级统筹、债务结构调整、资产盘活与主体整合四条路径的落地程度，其利差与融资功能的修复预计滞后于名义退出。平台清零接近完成，转型成效则需待经营数据检验。政策缓冲变薄后，非标违约、票据逾期、平台破产清算等个案预计增多，风险外化呈点状、分散特征，跨区域传染有限，但单体事件会推高同区域同层级主体的再融资成本，区域与主体之间的利差离散度或将扩大。区域层面，化债腾挪出的财政空间、市场化融资与社会资本能否形成合力，共同转化为产业投资与税源培育，是影响“后化债时代”区域分化格局的重要变量。

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。