

化债攻坚阶段，城投债审批趋严、存量收缩、期限拉长
——2026年三季度城投债市场分析与展望

公用评级四部 | 马玉丹 丁 晓

- 2026年三季度，政策层面保持化债定力并要求加快资金使用，同时配套增量宏观政策稳定经济发展预期。违规举债、化债问责升级并推进隐性债务与法定债务合并监管，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量。
- 城投债发行审批趋严，三季度发行规模同比延续下降、环比基本持平，净偿还规模明显扩大。交易所市场保持净融入，银行间市场净偿还规模较大，短融、超短融存量规模明显收缩。重点省份发行规模同比降幅超四成，净偿还力度有所加大。城投债发行期限全面拉长，发行利率及利差中枢继续下行。重点省份中贵州、云南发行利率和利差仍居高位且环比明显走阔，再融资环境有待改善；非重点省份区域利差分化继续收敛。
- 四季度城投债集中兑付压力整体改善，但付息压力与供给约束并存，兑付压力将更多体现为区域与层级的结构性分化，部分重点省份地市级平台流动性承压问题仍需持续关注。退平台进入关键窗口期，经营性债务风险成为下阶段地方政府债务风险化解的重点难点，需关注城投企业经营性业务盲目扩张、经营性债务快速累积带来的新增风险敞口。
- 化债政策到期后，部分城投债估值可能出现较大波动，点状信用风险事件发生概率有所上升，市场参与各方需加强预期管理和流动性管理，避免局部流动性压力向区域系统性信用风险传导、风险处置失当放大市场恐慌情绪。需关注区域风险处置机制运行情况、属地配套政策协同力度以及同类风险事件跨主体、跨区域的传导效应。

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

一、政策环境

2026 年三季度，政策层面保持化债定力并要求加快资金使用，同时配套增量宏观政策稳定经济发展预期；债务管控从严从紧，问责常态化并推进隐性债务与法定债务合并监管。

保持化债政策定力，兼顾防风险与稳增长。7 月 30 日，中共中央政治局召开会议部署下半年经济工作，指出宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，“实施好一揽子化债方案”，常态化解决企业账款拖欠问题。8 月 1 日，中国人民银行召开 2026 年下半年工作会议，提出将继续做好金融支持地方政府融资平台债务风险化解工作，推进融资平台市场化转型。截至 2026 年 9 月末，2026 年度特殊再融资债发行规模约 1.90 万亿元，全年发行进度完成约 95%，三年 6 万亿置换额度累计发行进度达 98%，本轮隐性债务置换接近收官。针对投资下行对经济增长形成的拖累，9 月 28 日国务院常务会议提出要加大宏观政策逆周期调节力度，努力完成全年经济社会发展目标任务。会后央行和财政部相关部署快速落地。财政端安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额，其中一般债务结存限额 3000 亿元全部分配至县区一级，强化县区一般公共预算保障能力；专项债务结存限额 2500 亿元重点向经济大省倾斜，优先保障在建项目资金需求，新建项目重点投向“六张网”[1]现代化基础设施体系。货币政策以结构性工具为主，新增再贷款额度共 7000 亿元，定向支持科技创新、农业和小微企业；下调抵押补充贷款（PSL）利率 25 个基点，并将“六张网”建设纳入 PSL 支持领域等。

债务管控从严从紧，问责常态化并推进隐性债务与法定债务合并监管。8 月 25 日，《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》明确，坚决遏制违规新增隐性债务，加快化解存量隐性债务，督促指导各地用好中央化债支持政策，同时支持融资平台及时有序退出和市场化转型；深化跨部门监管协作，对新增隐债、虚假化债等行为严厉查处、从重问责，推进隐性债务和法定债务合并监管、加强全口径地方债务监测，旨在严肃财经纪律、从制度层面封堵监管套利空间。9 月 11 日，中央纪委办公厅、财政部办公厅首次以联合名义公开通报六起地方政府隐性债务追责问责典型案例，涉及违规新增隐性债务、隐性债务化解不实等问题；两部门明确，下一步将持续强化隐性债务问题查处问责力度，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为做到“发现一起、查处一起、问责一起”，释放对地方债务化解的从严监管信号。

[1] 水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网

二、城投债[2]市场回顾

（一）债券发行

三季度，城投债发行审批趋严，发行规模同比延续下降、环比基本持平，净偿还规模明显扩大。交易所市场保持净融入，银行间市场净偿还规模较大。短融、超短融存量规模明显收缩，发行期限全面拉长，3 年以上债券发行规模占比超六成，超长期债券发行同比、环比双增。重点省份发行规模同比降幅超四成，净偿还力度有所加大，其中云南发行规模明显收缩，发行债券期限相对较短，净偿还量大幅增加。

三季度，城投债发行规模同比下降 14.35%至 10616.21 亿元，环比微增 0.06%；兑付规模 11773.10 亿元，同比下降 8.39%、环比增长 10.04%；受短期融资券和超短期融资券滚续受阻影响，三季度城投债净偿还 1156.88 亿元，同比扩大约 700 亿元、环比扩大约 1068 亿元。具体来看，7—9 月城投债发行规模同比降幅逐月扩大，环比连续三个月回落，8 月净融资-716.01 亿元，为 2025 年 10 月以来单月最大净流出，9 月仍延续净偿还状态，环比基本持平。从增量结构看，三季度，首次发债主体 80 家，发行规模 399.47 亿元，同比有所增长、环比明显回落[3]；同期，共有 109 家城投企业实现新增发行[4]，发行债券期数和规模分别为 144 期、728.57 亿元，主体数量、期数和发行规模环比均明显减少[5]，新增发行主体主要分布于四川、山东、广东、河南、北京、浙江等经济财政实力和产业优势较强的非重点省份，重点省份中辽宁、天津、广西、重庆亦实现新增发行。

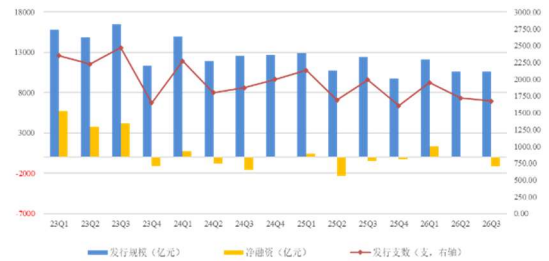
伴随城投企业市场化转型提速，三季度已声明市场化经营主体的城投企业债券发行规模 5321.14 亿元，占比升至 50.12%，同比提升 4.48 个百分点、环比提升 10.68 个百分点，占比首次过半；该部分主体净融资额为-581.65 亿元。随本轮隐债置换接近尾声，高息债务集中置换带来的提前偿还高峰已过，三季度，城投债提前偿还规模约 3265 亿元，同比下降 27.40%，环比增长 2.81%。其中，江苏和浙江提前偿还规模仍位居前二名，分别约 835 亿元和 615 亿元；四川、湖南、山东、重庆提前偿还规模亦较大，约 150~300 亿元。

[2] 本文所述城投企业以联合资信城投名单为基础进行筛选，包含适用于联合资信《城市基础设施投资企业信用评级方法》和《地方产业投资与运营企业信用评级方法》的主体

[3] 2026 年三季度，首次发债主体数量及发行规模环比分别下降 30.43%、42.55%

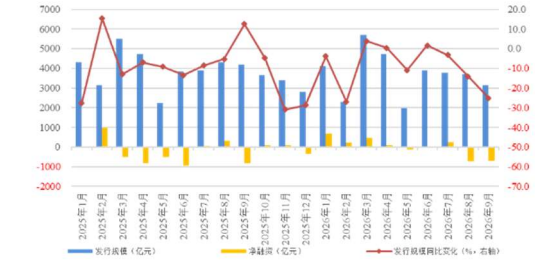
[4] 包括募集资金用途含补充流动资金、补充营运资金、用于项目建设及对外投资出资的情况，部分债券未获取到募集资金用途，未包含在内

[5] 2026 年二季度，共有 114 家城投企业实现新增发行，债券期数及发行规模分别为 212 期、1155.93 亿元



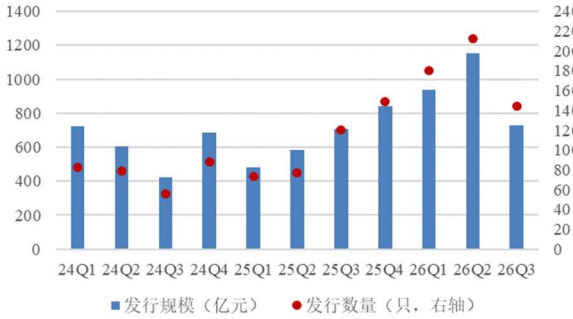
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1　城投债分季度发行和净融资情况



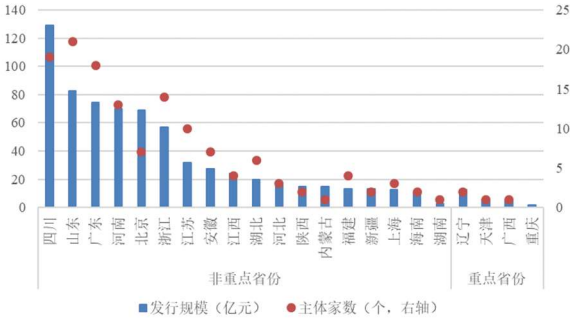
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2　城投债分月份发行和净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

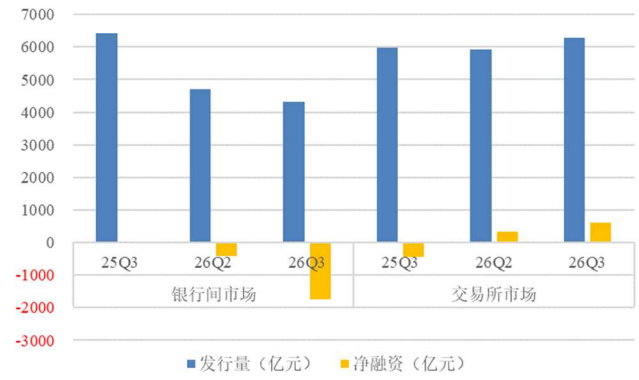
图 3　城投企业新增发行债券情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 4　三季度新增发行主体区域分布情况

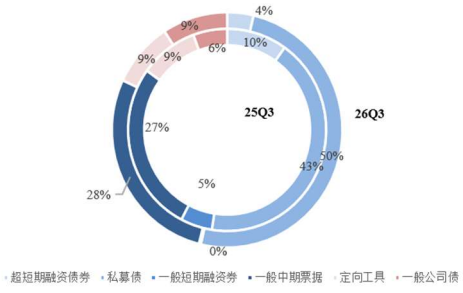
从发行品种来看，三季度交易所市场城投债发行规模同比、环比均有所增长；银行间市场发行规模同比下降 32.51%，短期限品种降幅突出，短期融资券及超短期融资券同比降幅分别约为 95%和 68%，一般中期票据和定向工具同比分别下降 12%和 20%。净融资方面，三季度交易所市场实现净融入 597.38 亿元，同比、环比均保持增长，其中私募债净融入约 1200 亿元，对冲企业债净偿还约 660 亿元；银行间市场城投债延续净偿还状态，且呈扩大态势，其中短期限品种净偿还规模约 1370 亿元。



注：企业债纳入交易所市场产品统计，下同

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

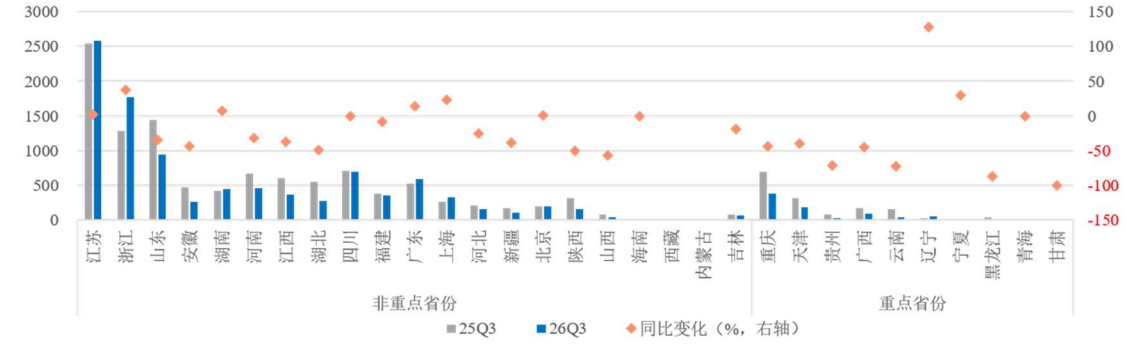
图 5　不同市场城投债发行及净融资情况



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

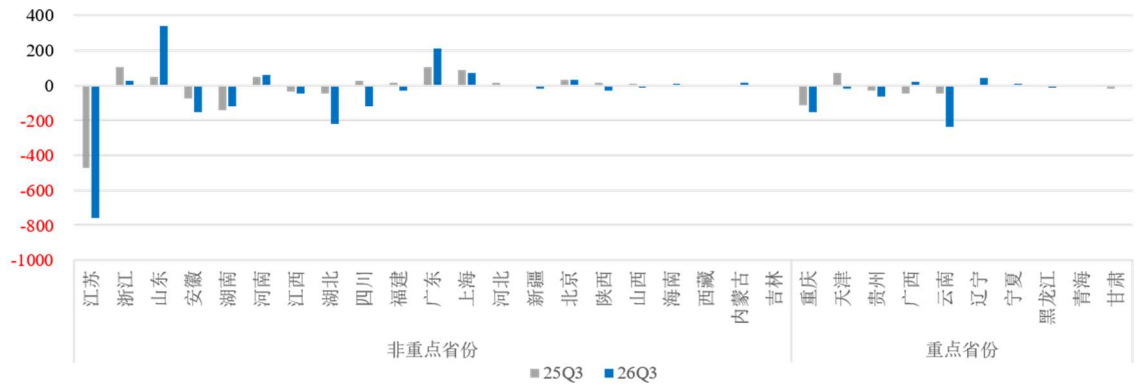
图 6　不同品种城投债发行情况

分区域来看，三季度非重点省份[6]城投债发行规模同比下降 9.97%，环比小幅增长；江苏、浙江和山东发行规模合计占非重点省份的比重约 53.9%，集中度仍高；浙江、广东、上海发行规模同比分别增长 37.78%、13.90%和 22.87%，山东、湖北、陕西、安徽、河南同比降幅较大，降幅分别约 35%、49%、50%、44%和 32%。重点省份发行规模则呈现同比及环比双降态势，降幅分别为 46.43%和 14.95%；重庆、天津发行规模居前（382.51 亿元、187.65 亿元），同比降幅约四成，云南、贵州发行规模同比降幅均超七成，辽宁、宁夏发行规模同比有所增长。净融资方面，三季度，山东、广东净融入规模居前，上海、河南、北京、浙江等亦呈净融入，江苏城投债净偿还规模最大，约 760 亿元，湖北、安徽、四川、湖南净偿还规模亦超过 100 亿元，其他大部分非重点省份城投债融资表现为紧平衡；重点省份城投债合计净偿还约 420 亿元，较上年同期明显走阔，仅辽宁、广西、宁夏小幅净融入，云南净偿还明显增加。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 7　三季度各省份城投债发行规模同比变化情况（单位：亿元）

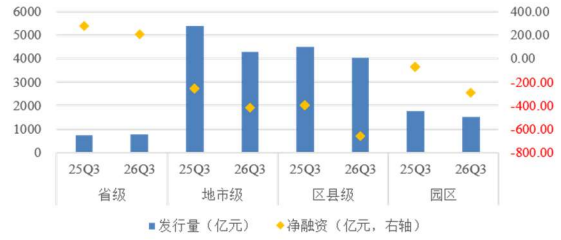


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 8　三季度各省份城投债净融资同比变化情况（单位：亿元）

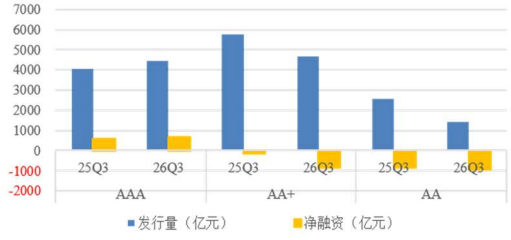
[6] 2025 年 7 月内蒙古公告已退出地方债务重点省份；2026 年 1 月吉林正式宣布成功退出地方债务重点省份

从行政层级和主体级别来看，三季度城投债发行仍以地市级和区县级主体为主，但发行规模同比回落，净偿还规模同比均有所扩大；省级主体发行规模同比上升，保持净融入；园区级主体发行规模同比略有下降，叠加兑付规模增长，净偿还量同比亦有所增加。发债主体级别仍以 AAA 级及 AA^{+}级为主，发行规模合计占比约 86%，AAA 级主体发行规模、净融资同比均有所增长，AA^{+}级及 AA 主体受短期债券滚续受限影响，发行规模均同比下降，净偿还规模均同比增长。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

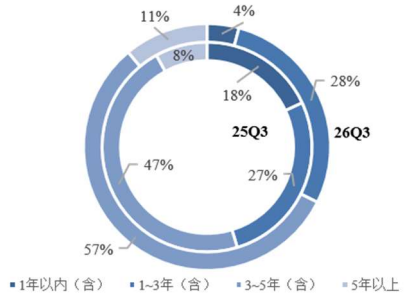
图 9 不同行政层级主体城投债发行及净融资情况

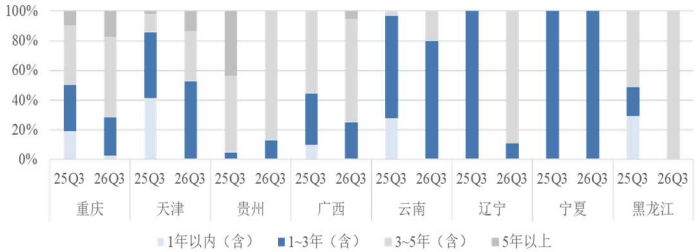


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 10 不同信用等级主体城投债发行及净融资情况

期限结构上，三季度城投债发行期限全面拉长，3 年以上债券发行规模占比超过 67%，同比、环比分别提升约 13 个和 11 个百分点；受短融、超短融发行规模大幅收缩影响，1 年以内短期债券发行占比约 4.2%，环比回落约 10.8 个百分点；超长期（10 年及以上）城投债共发行 114 期，规模约 804 亿元，期数和规模同比、环比均有所增长。区域层面，大部分重点省份城投债发行期限有所优化，重庆、天津和广西实现超长期债券发行，云南、宁夏发行城投债期限相对较短；非重点省份多数地区城投债发行期限有所拉长，超长期城投债发行规模约 717 亿元，同比、环比均明显增长，发行主体行政层级以地市级为主，主体级别主要为 AAA 级；广东、河北短期债券发行占比相对较高（分别为 26.4%和 23.4%）。



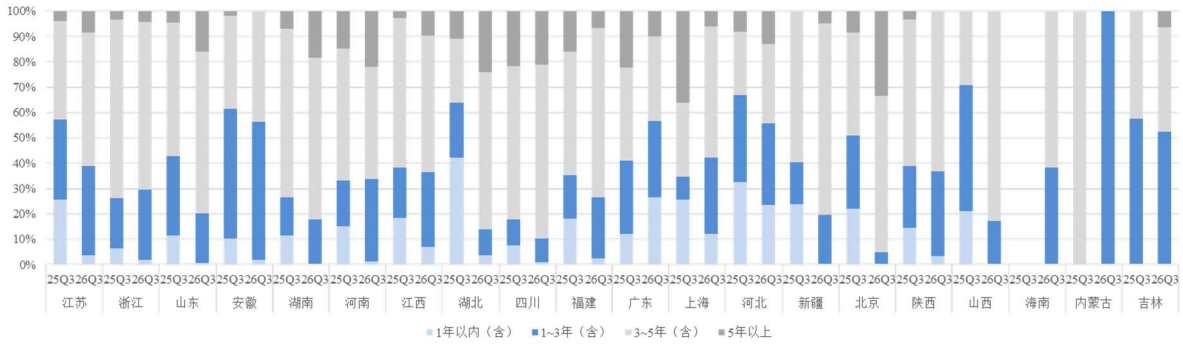


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 11　三季度城投债发行期限分布情况

注：2026Q3 甘肃无城投债发行，未在上图中列示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 12　三季度重点省份城投债发行期限分布情况



注：西藏 26 年 Q3 无城投债发行，未在上图中列示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

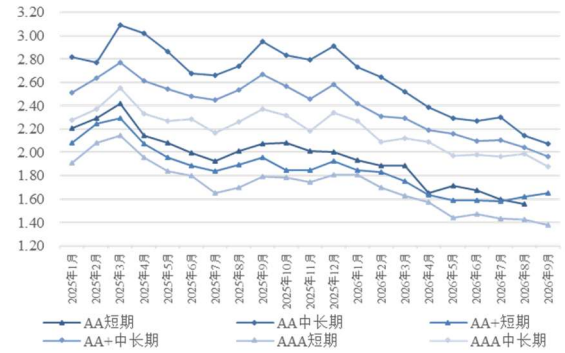
图 13　三季度非重点省份城投债发行期限分布情况

（二）利率利差

三季度，城投债发行利率及利差中枢继续下行。重点省份中贵州、云南发行利率和利差仍居高位且环比明显走阔；非重点省份区域利差分化继续收敛，陕西、吉林、山东、新疆、河南发行利差相对较高。

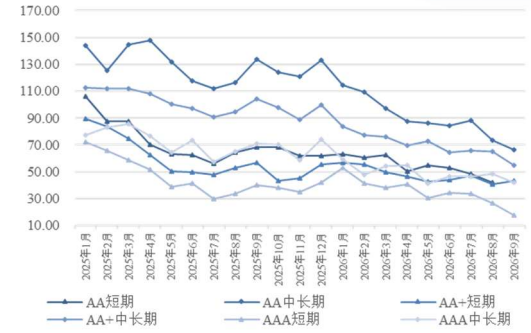
发行成本方面，随化债政策的深入实施，宽货币政策下投资“资产荒”效应延续，三季度城投债发行利率及利差中枢继续下行，全国城投债平均发行利率 2.03%，平均发行利差 58.67BP，同比分别下行约 48BP 和 34BP。重点省份平均发行利率、平均发行利差同比分别下行约 56BP 和 42BP；重庆、广西、辽宁、宁夏发行利差同比、环比均有不同程度压降，其中广西、宁夏环比降幅超 30BP；贵州、云南平均发行利率和利差仍居高位，且利差环比明显走阔，再融资环境仍有待改善。非重点省份平均发行利率、平均发行利差同比分别下行约 46BP 和 32BP，绝大多数地区均有所收窄，陕西、吉林、山东、新疆、河南发行利差相对较高，超过 70BP。区域发行利差最高值与最低值之差收窄[7]至 66BP，区域定价分化持续收敛。分级别看，三季度 AAA 级、AA^{+}级、AA 级中长期债券月度平均发行利率及利差均明显下行。

[7] 2025 年 Q3、2026 年 Q2 同口径差值分别为 85BP 和 88BP



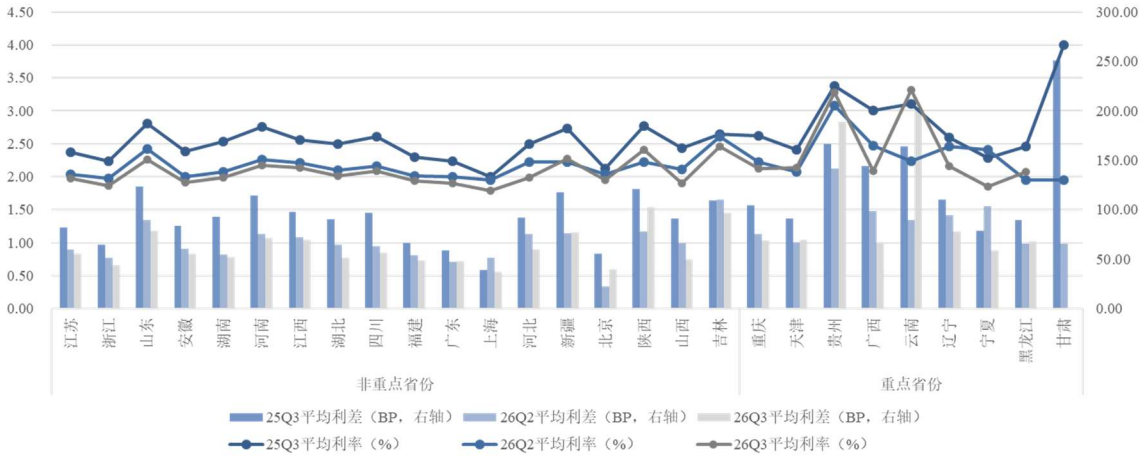
注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 14　发行利率走势（单位：%）



注：短期包括一年及以下，中长期为一年以上
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 15　发行利差走势（单位：BP）



注：海南、西藏、内蒙古、青海、甘肃因 2025 年 Q3、2026 年 Q2 或 2026 年 Q3 未发行城投债而未纳入对比
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

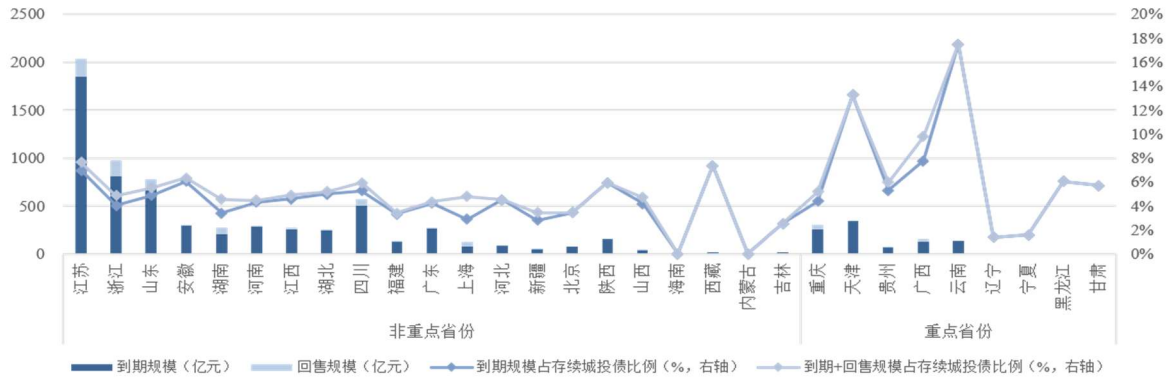
图 16　各省份城投债发行利率和发行利差变化情况

三、展望

四季度城投债集中兑付压力整体改善，但付息压力与供给约束并存，兑付压力将更多体现为区域与层级的结构性分化，部分重点省份地市级平台流动性承压问题仍需持续关注。截至 2026 年 9 月底，存续城投债规模约 13.44 万亿元。假设含权债券[8]全部选择行权，2026 年四季度城投债到期规模合计约 0.81 万亿元，较 2025 年四季度兑付规模下降约 19%，考虑到城投企业债务总量仍较大，付息压力依然严峻，以及发行端期限约束、增量债券额度收缩，四季度城投债兑付压力结构性分化特征或将更加凸显。从区域到期分布来看，江苏到期城投债规模最大，约 2032 亿元，约占全国到期规模的 25%；浙江和山东位列第二梯队，到期规模分别约为 977 亿元和 776 亿元；除天津、云南外[9]，其余地区四季度到期城投债规模占各地区全部存量债券余额比重

[8] 含权债券包括回售、提前偿还等各类特殊条款
[9] 天津、云南四季度到期债务规模分别为 340.78 亿元和 139.03 亿元，占存量债券余额比重约 13%和 17%

均低于 10%，集中兑付压力整体改善。从行政层级看，四季度到期区县级及地市级城投债占比均约 40%；江宁区（南京）、黄埔区（广州）、溧水区（南京）的区县级主体到期规模相对较大，约 60~80 亿元；泰州（江苏）、青岛（山东）、盐城（江苏）、淮安（江苏）的地市级主体到期规模较大，约 120~130 亿元；此外，昆明（云南）的地市级主体到期也相对集中，约 95 亿元，考虑到云南的发行利差仍居高位且发行端明显缩量、净偿还扩大，需关注昆明地市级主体集中兑付压力。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 17　2026 年四季度城投债到期区域分布情况

警惕债务处置节奏与市场化融资衔接不畅带来的阶段性流动性冲击。 随本轮中央主导下化债政策逐步落地实施，后续地方或需更多依托资产盘活、资源统筹及自主财力腾挪推进化债，但债务风险防控底线不变，防范单点风险发酵扰动市场、维护平稳的融资环境仍是政策核心目标。根据 2026 年 11 月 3 日国务院关于金融工作情况的报告，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%。按照 2027 年 6 月末的退平台时限要求，2026 年四季度至 2027 年上半年退平台与隐性债务清零工作将同步提速，需警惕债务处置节奏与市场化融资衔接不畅带来的阶段性流动性冲击。

一揽子化债方案、地方债务管理长效机制及配套政策稳步实施，地方债务风险整体缓释，经营性债务风险将成为下一阶段地方债务治理的重点难点，需关注城投企业经营性业务盲目扩张、经营性债务快速累积带来的新增风险敞口。经过持续化债攻坚，多省份隐性债务规模有序压降，高息债务置换成效明显，地方债务流动性压力得到阶段性缓解。在经济结构转型、财政收支矛盾突出的背景下，部分地区城投企业票据逾期、非标逾期、债务展期重组等舆情仍有发生，区域信用修复尚需时日。同时，现有

化债政策对城投企业整体债务的覆盖有限，城投企业经营性债务到期接续、分类管控与风险缓释将成为下一阶段地方债务治理的重点难点。需关注城投企业经营性业务盲目扩张、经营性债务快速累积所形成的新的风险敞口，防范经营性债务风险对区域整体信用生态形成的负面影响。

化债政策到期后，点状信用风险事件发生概率有所上升，市场参与各方需加强预期管理和流动性管理，避免局部流动性压力向区域系统性信用风险传导、风险处置失当放大市场恐慌情绪。在发债审核标准趋严背景下，城投企业再融资能力更趋分化，融资资源进一步向高层级、高评级、强经营性主体集中，尾部主体公开市场再融资能力或将弱化。此外，10 月 16 日中国人民银行就《银行间债券市场债券发行管理规则》公开征求意见，明确禁止以返费干扰定价、低价承销及虚假投标，债券发行定价回归市场化，弱资质主体的融资难度与真实信用利差或将有所显性化。需重点关注几类主体的再融资接续压力：一是短期融资占比高、转型进展不畅、高度依赖借新还旧维持流动性的弱资质平台；二是经营持续承压、资金回笼受阻、存在非标及票据逾期尚未化解、已有风险外溢迹象的主体；三是债务集中到期、财力修复偏慢的弱区域平台，其再融资更依赖区域整体信用修复情况。从风险显现形式看，城投债公开市场违约的概率仍较低，但在政策支持力度边际减弱、市场主体内生造血能力尚未充分建立的情况下，上述主体债券估值可能出现较大波动，点状信用风险事件发生概率有所上升，或引发同区域、同类型主体的信用风险重估与再融资条件收紧，对市场情绪形成阶段性扰动。相关风险处置方案落地节奏、兑付安排以及区域配套资金筹措能力，将决定风险缓释效果与市场情绪走向。市场参与各方需加强预期管理和流动性管理，避免局部流动性压力向区域系统性信用风险传导、风险处置失当放大市场恐慌情绪。需关注区域风险处置机制运行情况、属地配套政策协同力度以及同类风险事件跨主体、跨区域的传导效应。

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。