

非标风险仍在持续暴露中

标普信评城投季度观察

2025年第三季度

工商企业评级部

城投信用季度点评

财政仍然承压



- 2025年1-8月，全国一般公共预算收入同比增长0.3%，全国政府性基金收入同比下降1.4%，尽管收入端较上半年边际改善，但2024年以来支出增速持续高于收入增速的局面并未改善，财政收支继续承压。
- 土地出让情况出现分化，1-9月，天津、北京、重庆、上海等地招拍挂土地成交金额出现增长，反映出核心城市土地市场韧性较强。
- 山西、内蒙古、陕西一般公共预算收入及土地成交金额仍呈现双降态势，财政压力仍然持续。

政策导向：从“转型”到“出清”



- 2025年7月底的政治局会议首次提出“有力有序有效推进地方融资平台出清”。这与过去常提的“转型”有显著差异：“转型”侧重于渐进调整，而“出清”意味着如果平台无法成功转型，将面临彻底退出的结局。这要求地方政府打破对“平台主体”存续的执念，将重心转移到其背后规模庞大的“债务处置”上。
- 我们认为，这预示着城投信用资质将加速分化，部分区域经济承载力弱、资产质量差、债务负担过重的平台，或将面临市场出清的结局。
- 出清的方式可能包括区域城投整合、关停等多种方式。也包括综合实力受限地区平台公司的非标、定融不断“暴雷”。

融资收紧与化债加速并存，非标风险事件仍在持续暴露



- 境内融资方面，三季度城投债券融资呈现小幅净流入，但预计年内城投债融资净流出局面不会改变。海外融资方面，三季度城投海外债延续净流出状态，考虑到美元债目前成本较高，海外融资收缩符合化债政策导向。
- 截至9月末，本年度隐债置换债券发行已完成99.3%，与此同时，财政部表态将提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务。
- 2025年以来，非标风险事件较以往年份有所减少，但仍然不时出现，涉及贵州、云南、山东、陕西等地。

三季度城投相关热点政策

国家金融监督管理总局：地方AMC不得违规为平台融资（2025.7）

- 7月13日，国家金融监督管理总局发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法》，当中明确，地方资产管理公司不得违反地方政府融资平台相关政策，为融资平台提供融资通道，以任何形式新增地方政府隐性债务。
- 我们认为，这一举措进一步健全了债务化解监管体系，有效堵住了融资平台通过地方资产管理公司（AMC）进行违规举债的漏洞。



中央政治局会议：有力有序有效推进地方融资平台出清（2025.7）

- 7月30日，中共中央政治局召开会议。会议指出，积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。
- 我们认为，“出清”一词在中央政治局会议层面的首次出现，标志着地方融资平台的治理进入了一个全新的、更为彻底的阶段，“有力有序有效”体现出系统性、渐进性和有选择性的化债思路，城投平台信用质量或加速分化。

财政部：可安排使用相关地方政府专项债券资金，有序处理PPP存量项目社会资本方垫付建设成本问题（2025.8）

- 8月20日，财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》。
- 我们认为，该文件为PPP项目建设运营中遇到的诸多问题提供了解决路径，为PPP项目长期稳定运营提供了保障，或利好城投企业流动性。对于地方政府来说，文件强调了其履约责任和监管责任，也提供了专项债等资金渠道缓解财政压力。对于社会资本方来说，文件的出台将有助于其回款时效的改善，也为进一步降低运营成本提供了政策支持。考虑到部分平台存在作为社会资本方参与PPP的情况，该文件的出台对于城投流动性存在一定利好。

财政部：将提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务（2025.9）

- 9月12日，财政部部长蓝佛安表示，“十五五”期间将加快建立政府债务管理机制，通过存量做减法、管理做加法、效益做乘法、风险做除法，多措并举化解隐性债务并防范新增风险。
- 我们认为，财政部此次表态锚定了“十五五”期间政府债务管理主线，即以“发展中化债、化债中发展”为导向，通过存量化解、管理强化、效益提升、风险防控四大支柱构建系统性长效机制，提前下达部分2026年新增地方政府债务限额则体现出化债加速趋势。

标普信评

S&P Global
China Ratings

三季度城投相关热点新闻

甘肃省设立100亿元省级应急周转资金池，支持重点企业及时偿付到期债务（2025.7）

- 7月10日，中国财经报发文《平凡的岗位 不凡的坚守——记甘肃省财政厅政府债务管理处》。文中提到，甘肃省财政厅政府债务管理处全力以赴“防爆雷”：优化完善应急保障机制，省级财政筹措资金20亿元，按照1:4出资比例撬动银行配套融资80亿元，设立规模100亿元的省级应急周转资金池，支持重点企业及时偿付到期债务；积极督促引导市县设立应急周转金，通过“过桥”转贷方式有效缓释到期债务风险。
- 我们关注到，政府债务余额、城投债务余额对一般公共预算收入及政府性基金收入的比重来看，甘肃省的债务压力较大。我们认为，应急资金池的设立能够为区域内平台提供流动性支持，有助于防范债务风险事件。



河南省财政厅：下半年重点做好315.6亿元清欠债券发行工作，支持地方稳妥有序清偿政府拖欠账款（2025.7）

- 7月19日，在河南省政府新闻发布会上，省财政厅厅长表示，在保障财政平稳运行方面，将兜牢兜住基层“三保”底线，有效缓释地方政府债务风险，加快推动清偿政府拖欠企业账款。
- 我们认为，其中省级财政采取直接支付债券资金至债权人的安排值得关注，这一举措不仅通过减少中间环节提升了资金流转效率，也有助于增强市场对于当地债务化解的信心。

财政部关于六起地方政府隐性债务问责典型案例的通报（2025.8）

- 8月1日，财政部通报了沈阳市、厦门市、德州市、武汉市、重庆市、成都市6起地方政府隐性债务问责案例。这些案例或涉及地方政府承诺用特定资金偿还债务、或涉及城投垫资建设应由财政资金保障的公益性项目、或涉及由城投代缴政府出资款。目前看，2024年以来被通报案例的共性为打破了“地方政府不得以任何方式承担偿债责任或提供担保”的底线。
- 我们认为，对违规举债的问责是遏制新增隐债的必要环节，随着更多问责案例被通报，我们也将持续关注中央对于违规举债的界定标准。

遵义市将全力保“刚兑”、推进涉众非标置换，同步采取“三资盘活”等措施推进“清零”（2025.9）

- 9月4日，遵义市财政局发布《遵义市人民政府关于2025年以来预算执行情况的报告》，当中提到，下一步工作将全力保利息、全力保“刚兑”、全力清非标。
- 我们认为，遵义市债务化解仍面临非标滚续难、融资环境紧、舆情压力大等问题，通过注资企业、设立投资基金、构建“三资盘活”资金池等方式缓解流动性压力的做法短期内有助于规避公开市场违约，但在涉众非标债务清零、资产真实变现、县区资金调度等方面，仍存在执行层面的挑战。

标普信评

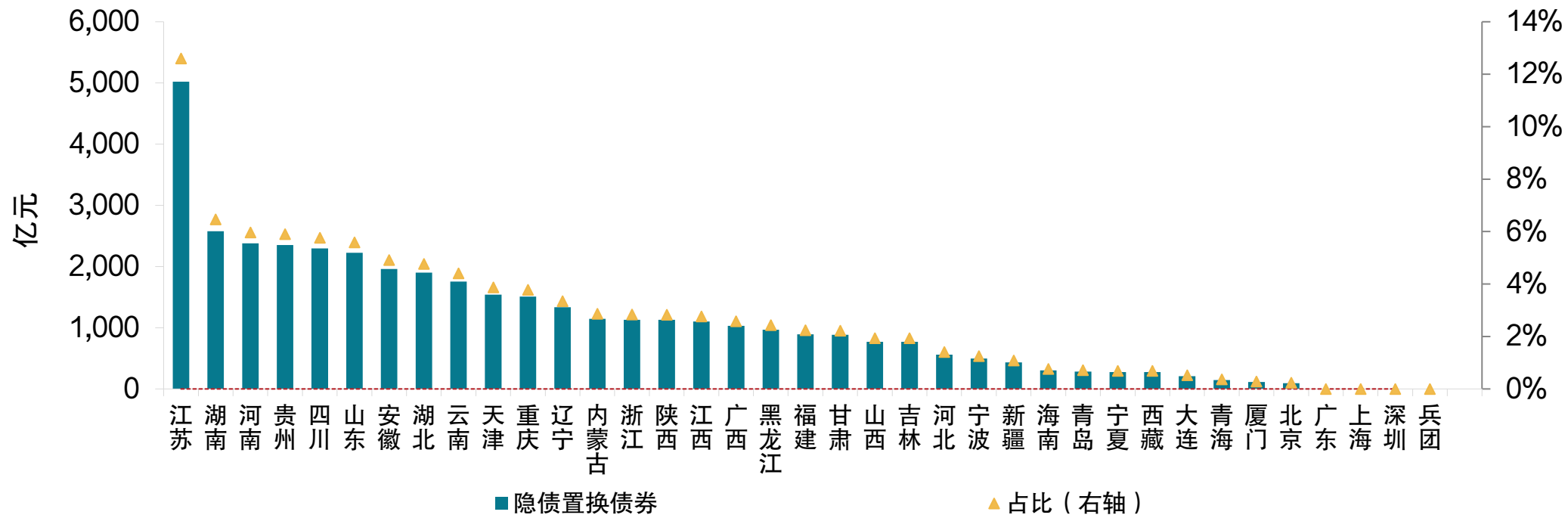
S&P Global

China Ratings

年内隐性债务置换债券发行接近尾声

- 截至2025年9月末，隐债置换债券累计发行3.99万亿元，占6万亿额度的66.4%，其中，2025年内已发行1.99万亿元，占2025年额度的99.3%。作为城投债务大省，江苏省隐债置换债券规模持续居全国前列，占目前全国总发行额的12.6%。
- 对于城投而言，隐债置换资金能够置换其高成本债务，有助于降低债务负担，缓解流动性压力。

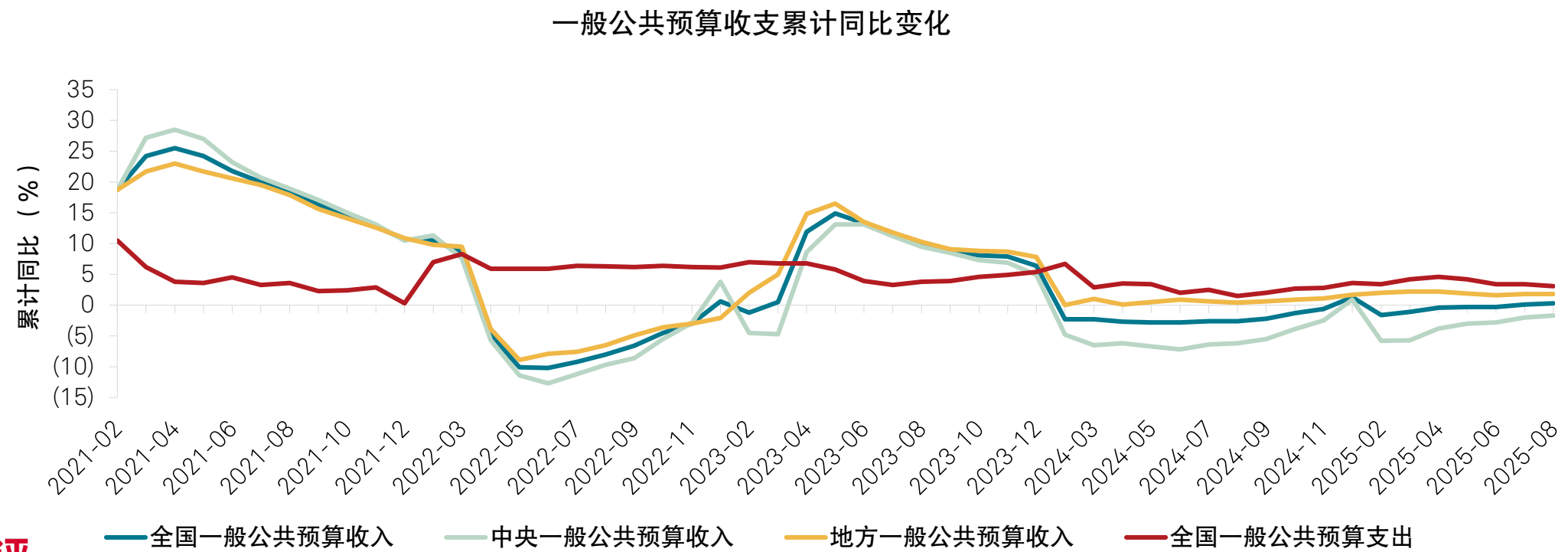
截至2025年9月末隐债置换债券发行情况



注：1. 隐债置换债券是指限定用途为隐性债务置换的地方政府再融资专项债券。
2. 计划单列市及兵团数据未包含在所在省及自治区中。
资料来源：DM，标普信评
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

税收收入增速回正，但一般公共预算收支仍然承压

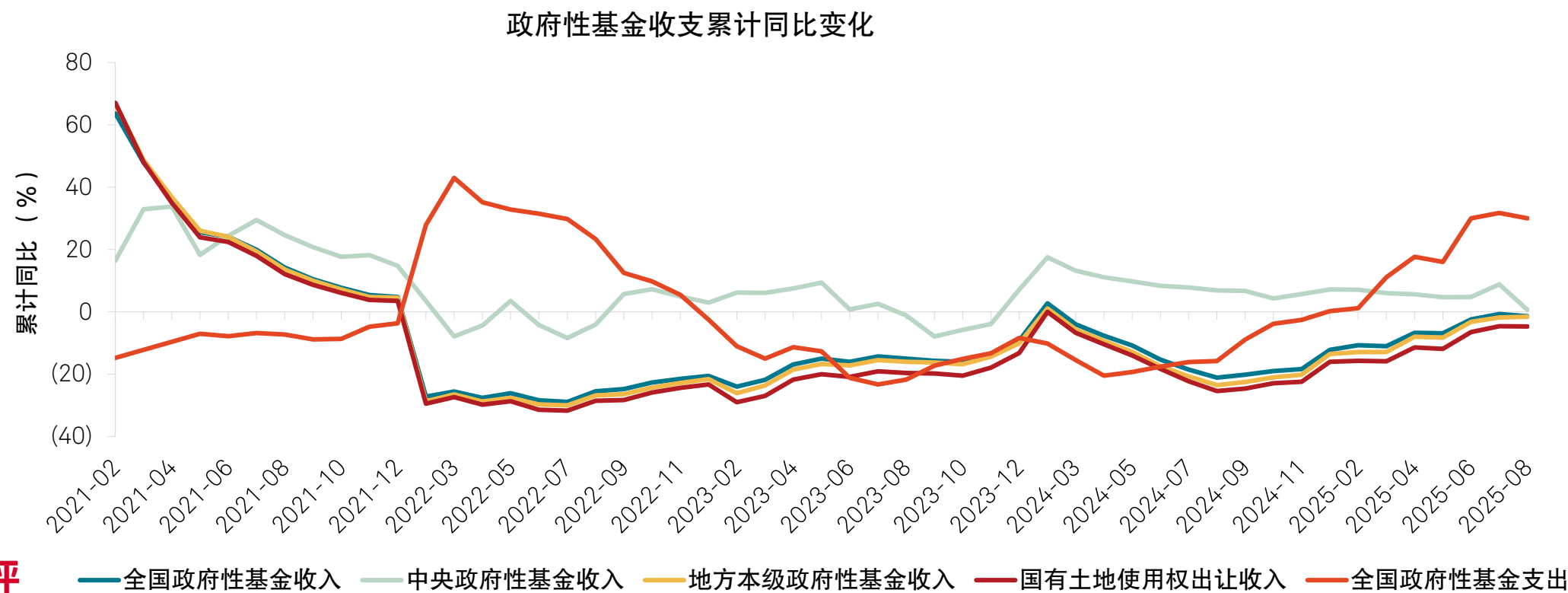
- 2025年1-8月，全国一般公共预算收入同比增长0.3%，其中，税收收入同比微增0.02%，扭转前7个月以来的税收下滑局面，非税收入同比增长1.5%；中央一般公共预算收入同比下降1.7%，地方一般公共预算收入同比增长1.8%。
- 尽管收入实现微增，但2024年以来，支出增速持续高于收入增速的局面并未改善，一般公共预算收支仍然承压。



资料来源：财政部官网，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

政府性基金收支仍承压

➤ 国有土地使用权出让收入仍领跌政府性基金收入，伴随支出的高速增长，政府性基金收支仍然承压。2025年1-8月，全国政府性基金收入同比下降1.4%，地方本级政府性基金收入同比下降1.6%，国有土地使用权出让收入同比下降4.7%。同期，随着政府大力发行债券用于化债及投资，全国政府性基金支出同比增长30%。

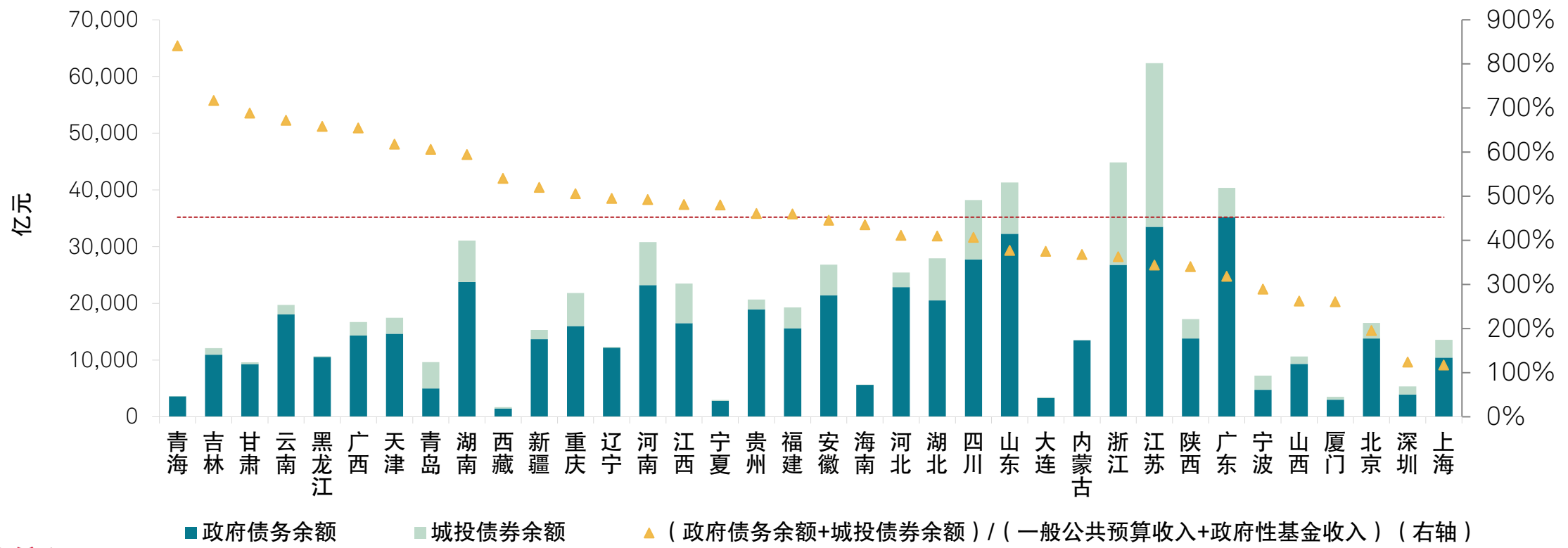


资料来源：财政部官网，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

地方政府债务风险——部分省份债务压力较大

➤ 从政府债券余额和城投债券余额对收入的比重看，2025年8月末，青海、吉林、甘肃、云南、黑龙江、广西、天津等地的债务负担较重。

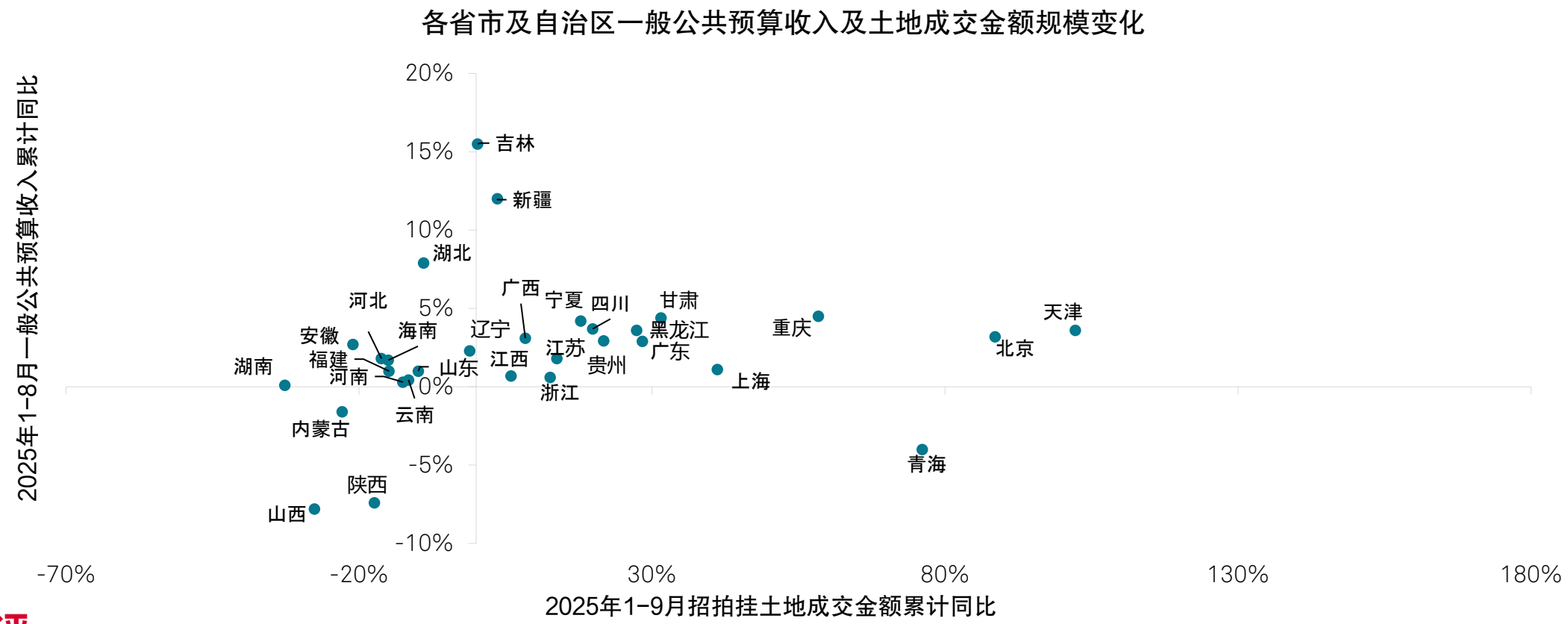
截至2025年8月末各地债务余额及债务收入比



注：1.省份数据剔除计划单列市。2.一般公共预算收入和政府性基金收入采用2024全年数。
资料来源：企业预警通，中国地方政府债券信息公开平台，标普信评
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

土地出让情况分化，部分省份财政仍然承压

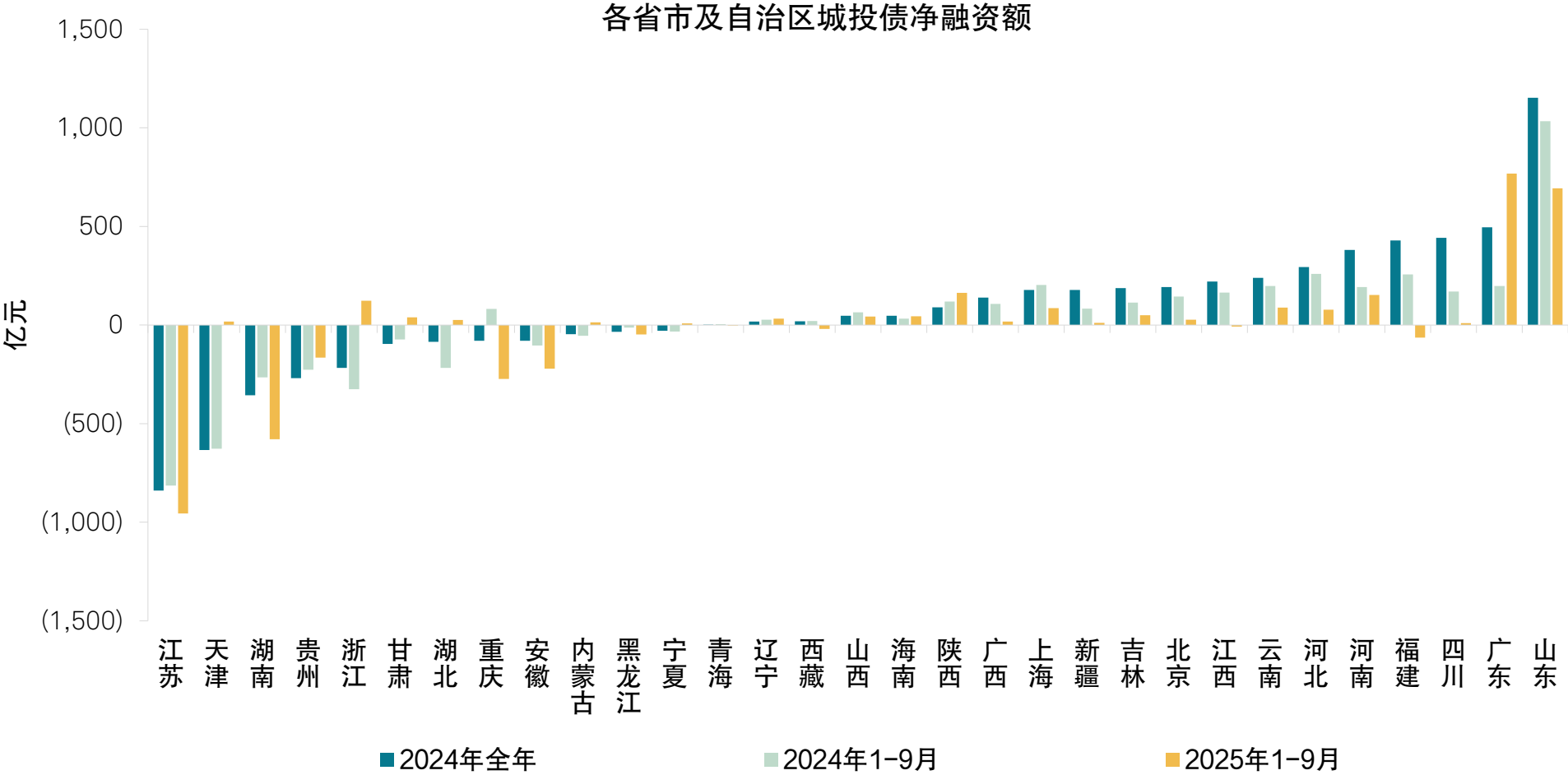
- 2025年1-9月，全国招拍挂土地成交总额2.06万亿元，其中，天津、北京、重庆、上海等地土地成交金额同比显著增长，一方面由于房地产商对核心城市新房回稳的看好，一方面由于地方政府增加优质地块供应。
- 吉林、新疆、湖北等地一般公共预算收入表现亮眼，其中，吉林的高增速主要受益于非税收入的快速增长。
- 山西、陕西、内蒙古一般公共预算收入及土地成交金额仍呈现双降态势，财政压力仍然持续。



注：因数据不可得，本图中不包含西藏自治区，浙江采用2025年1-7月一般公共预算收入累计同比增速，新疆采用2025年1-6月一般公共预算收入累计同比增速。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投债净融资收缩

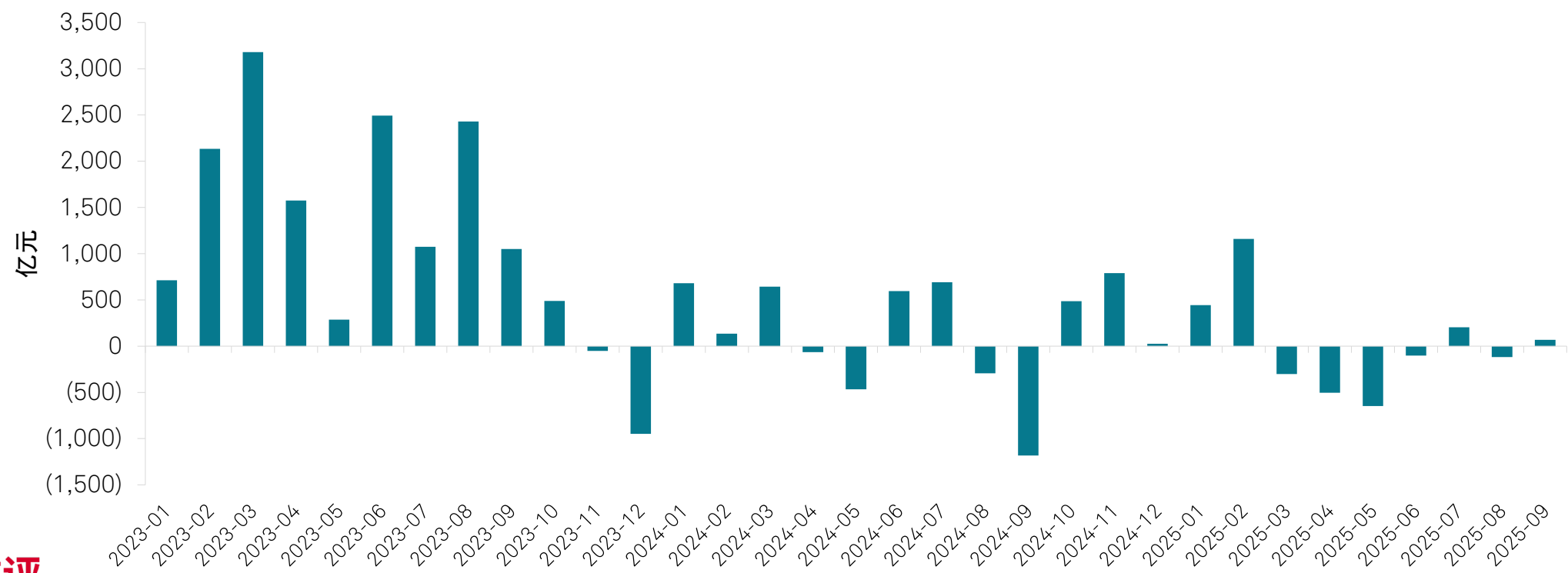
➤ 2025年1-9月，全国绝大部分省、自治区、直辖市的城投债净融资均较上年同期收缩。其中，江苏、湖南、安徽净流出规模明显扩大，重庆、福建、江西由上年同期的净流入转变为净流出。



年内城投债融资预计仍将收缩

- 三季度，城投债融资净流入状态，但规模较小。
- 我们预计，2025年城投债融资整体将呈现收缩态势，城投债进入存量时代。

全国城投债净融资额

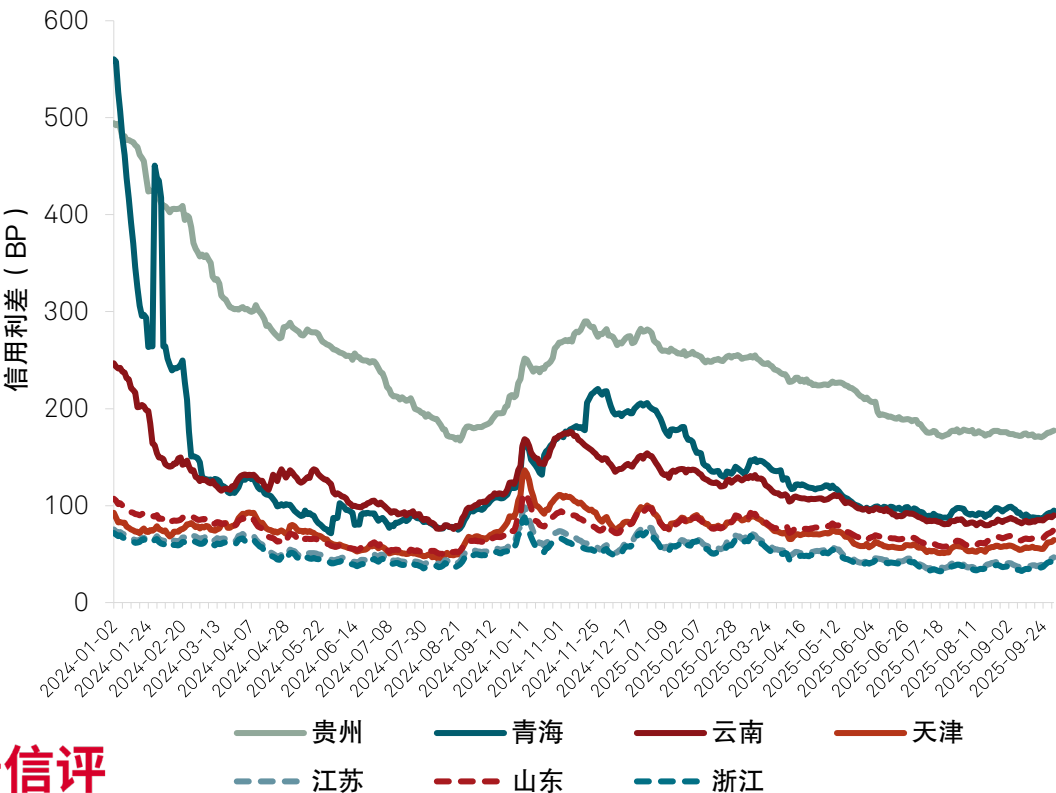


资料来源：iFind，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

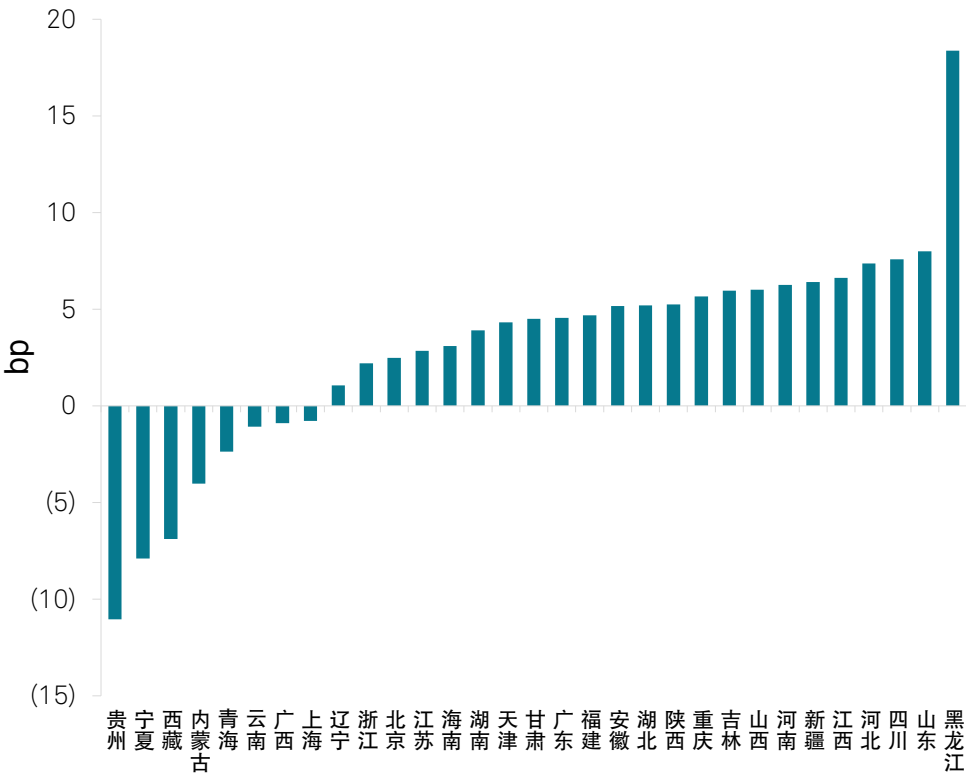
城投债利差小幅上升

- 三季度，城投债利差整体小幅上行，全国城投债利差整体上升2.46个基点，但部分高风险省份如贵州、宁夏、青海、云南的利差在化债政策的支持下仍呈现下行趋势。

部分省市城投利差变化



三季度城投债利差整体小幅上行

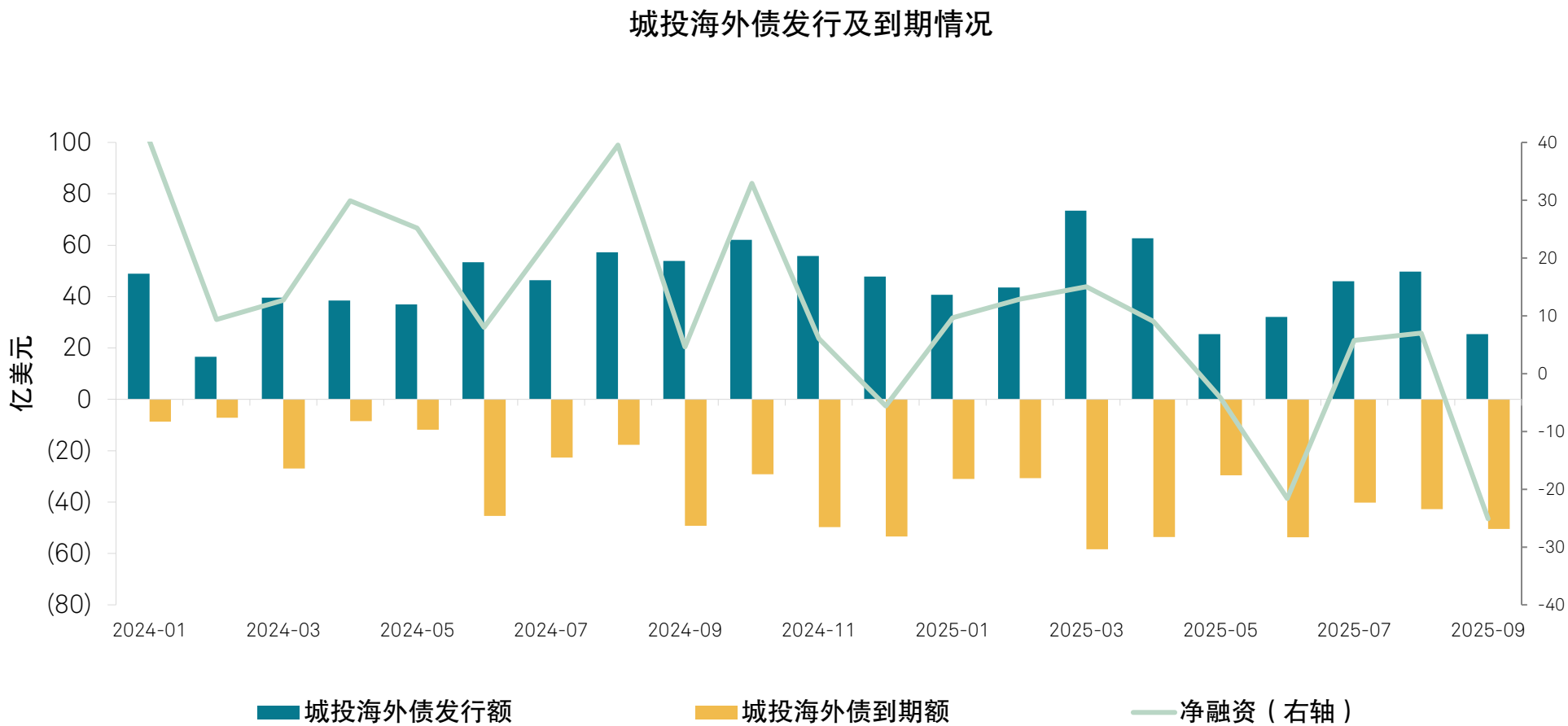


注：截至9月30日。选取各省份中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该省份的城投债利差。
个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

注：时间点为2025年9月30日。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投海外债延续融资净流出趋势

➤ 2025年三季度，城投企业海外债延续第二季度的融资净流出趋势，净流出规模为12.36亿美元。

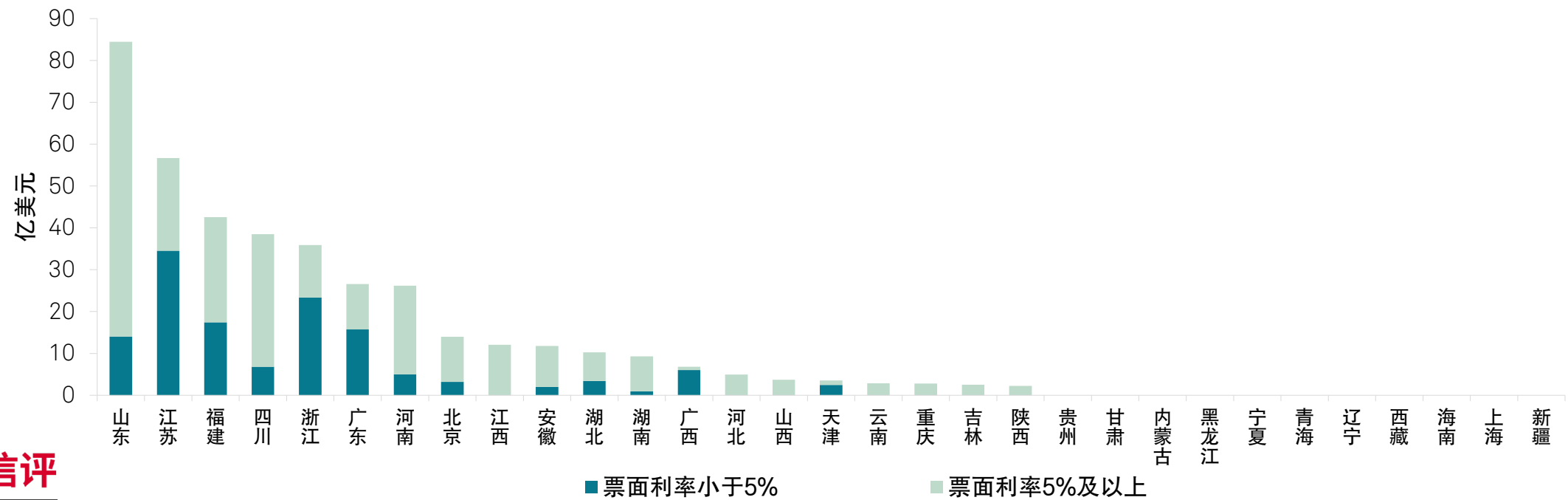


注：1. 含自贸区债。2. 到期额用负值表示，以便区分。
资料来源：DM，标普信评。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投海外债发行票息仍较高

➤ 2025年1-9月，城投海外债共发行323笔，发行总额折合398亿美元，山东、江苏、福建、四川、浙江发行总额较高；发行利率仍然较高，票面利率在5%及以上的占比超过6成；发行期限仍以3年期及以上为主，364天期债券虽占比低，但存在共性——发行人多为河南、山东和福建的区县级/园区平台，层级一般，票面利率绝大部分超过6%，发行币种多为人民币，反映出这些区域融资压力较大。

2025年1-9月各区域城投企业海外发债情况

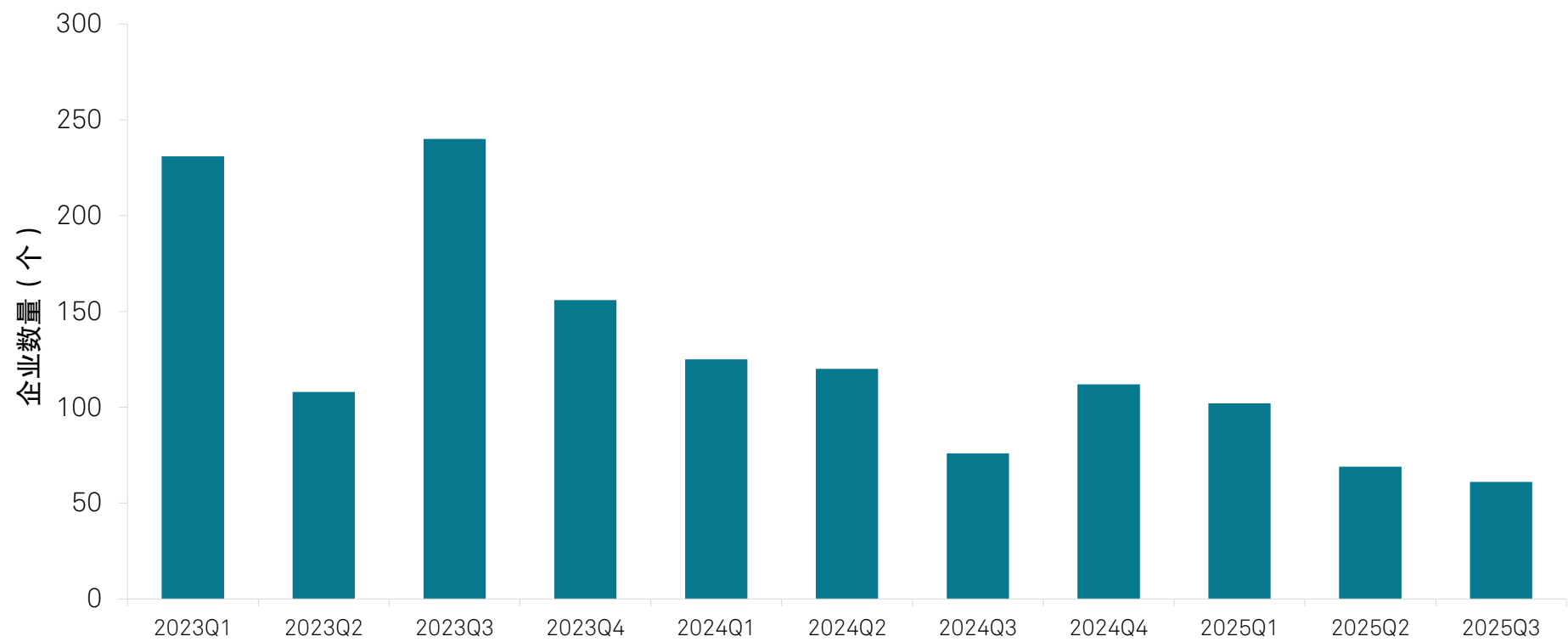


资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城投持续退出平台名单

- 2023年以来，全国共有超过1400家城投宣布退出地方政府融资平台名单或不再承担政府融资职能，其中，2025年三季度有超过60家。

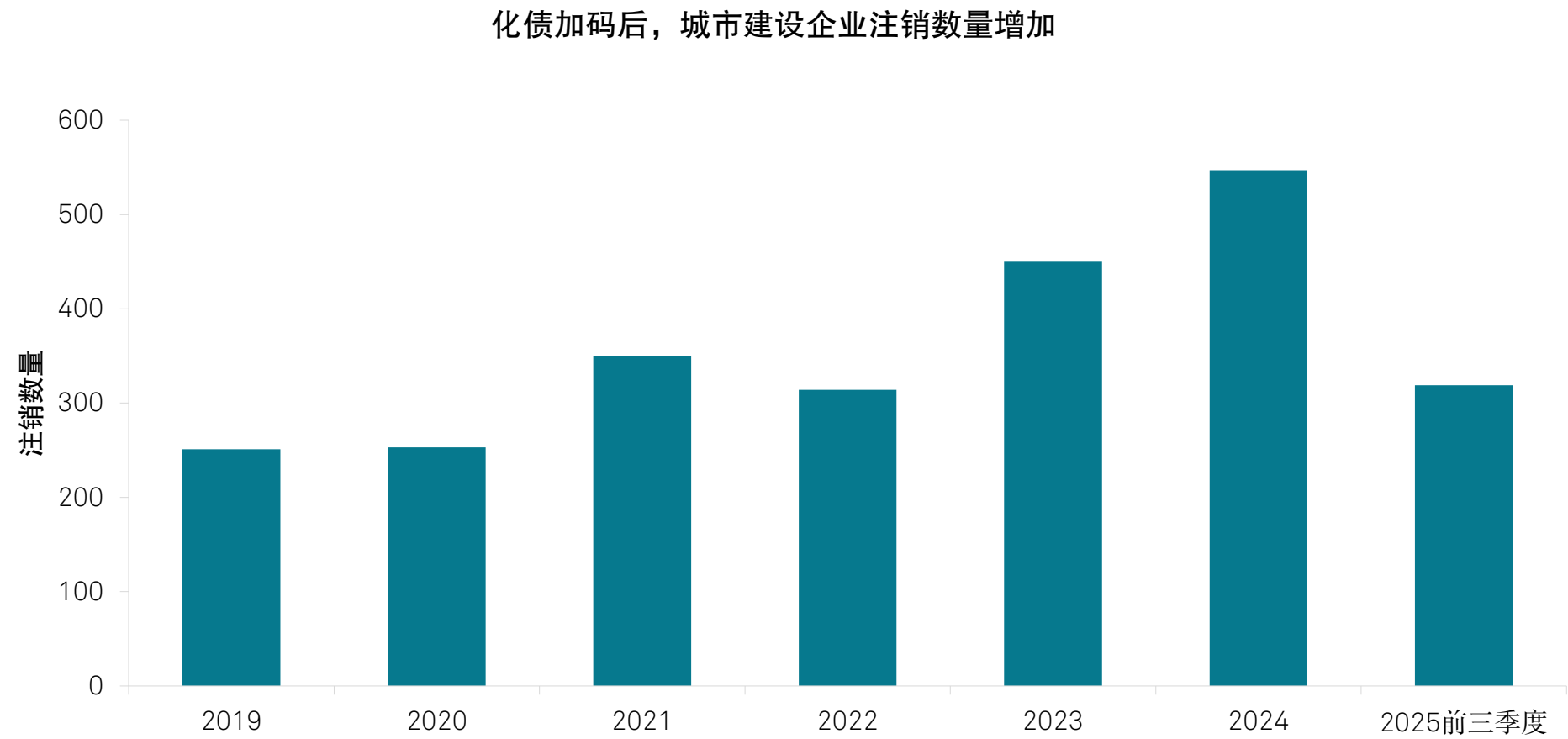
城投企业退出平台名单情况



资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

城市建设企业注销数量增加

➤ 我们注意到，化债加码以来，城市建设企业注销数量增加。

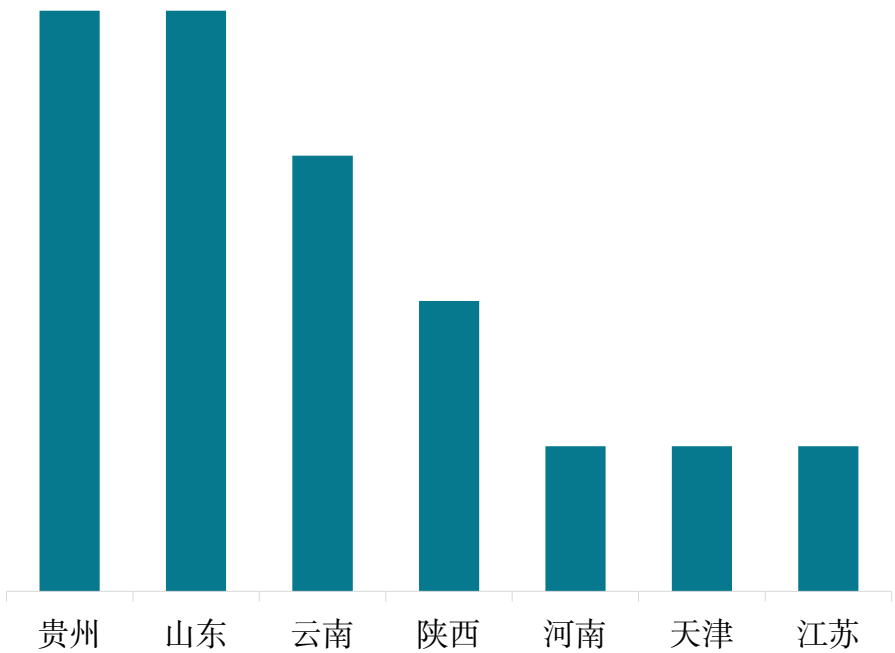


注：统计口径为名称中含有“城市建设”的注销企业。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

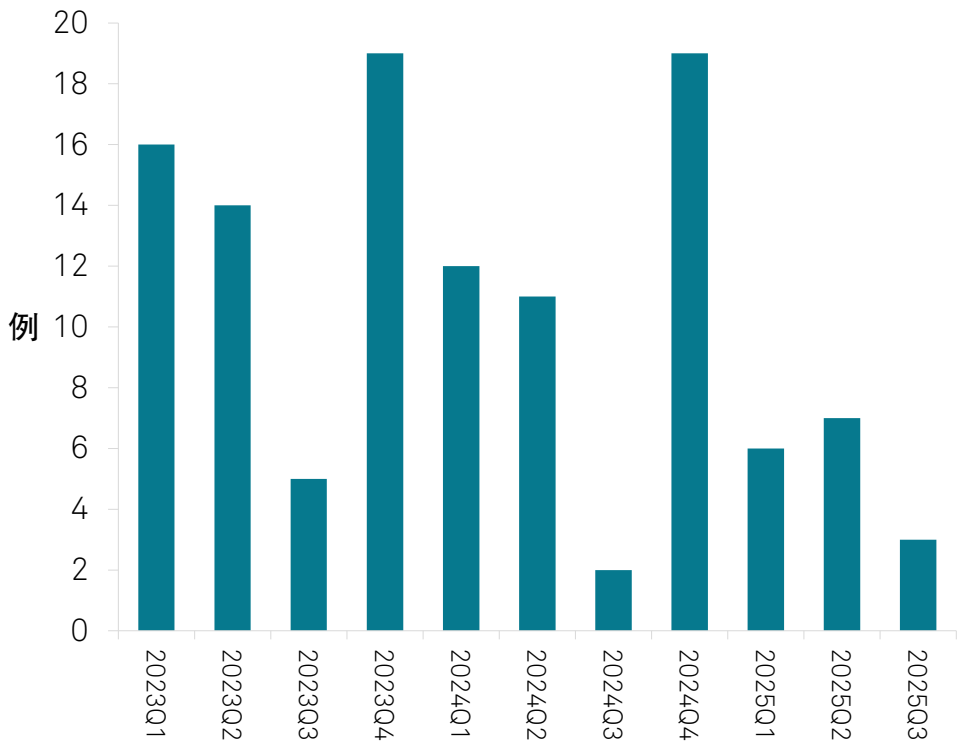
非标风险仍在持续暴露

➤ 我们注意到，2025年以来，非标风险事件有所减少，但仍不时出现，涉及贵州、山东、云南、陕西等多地。

2025年以来城投非标风险事件统计



2023年以来城投非标风险事件统计



注：1、统计口径包括融资人为城投企业或城投子公司，或担保人为城投企业的非标风险事件。2、以披露时间统计，或存在一定时间滞后。3、左图柱子高低代表事件频次
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨, CFA, FRM

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

©版权所有2025标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。