

用数据还原2025：城投压力地图

标普信评
工商企业评级部

1、年内重磅政策



城投公司债券发行收紧——交易所债券发行新规（2025.3）

- 2025年3月28日，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2025年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——审核重点关注事项（2025年修订）》。
- 新规增加了城投类业务占比披露要求，增加了EBITDA利息覆盖要求，加强了对于账面存货及应收类款项变现能力的要求。
- 我们认为，上述规定主要针对城投企业，新规的发布意味着城投境内公司债券发行监管收紧。



城投境外债券发行收紧——《河南省国有企业境外债券管理暂行办法（征求意见稿）》（2025.4）

- 2025年4月，河南省发改委在《河南省国有企业境外债券管理暂行办法（征求意见稿）》明确提出：“未经出资人机构决策批准，国有企业不得向国家发展改革委申请中长期外债的审核登记程序，亦不得发行期限为一年（含）以内的境外债券”。
- 我们认为，此举实质上为河南省城投平台通过境外渠道融资设置了更为严格的限制，也体现了地方政府对于城投境外发债的监管态度，在化债背景下，城投境外发行高息债券将受到更加严格的管控。



城投信用或加速分化——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）

- 2025年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。

1、年内重磅政策

理顺政府债务管理机制——财政部债务司成立（2025.11）



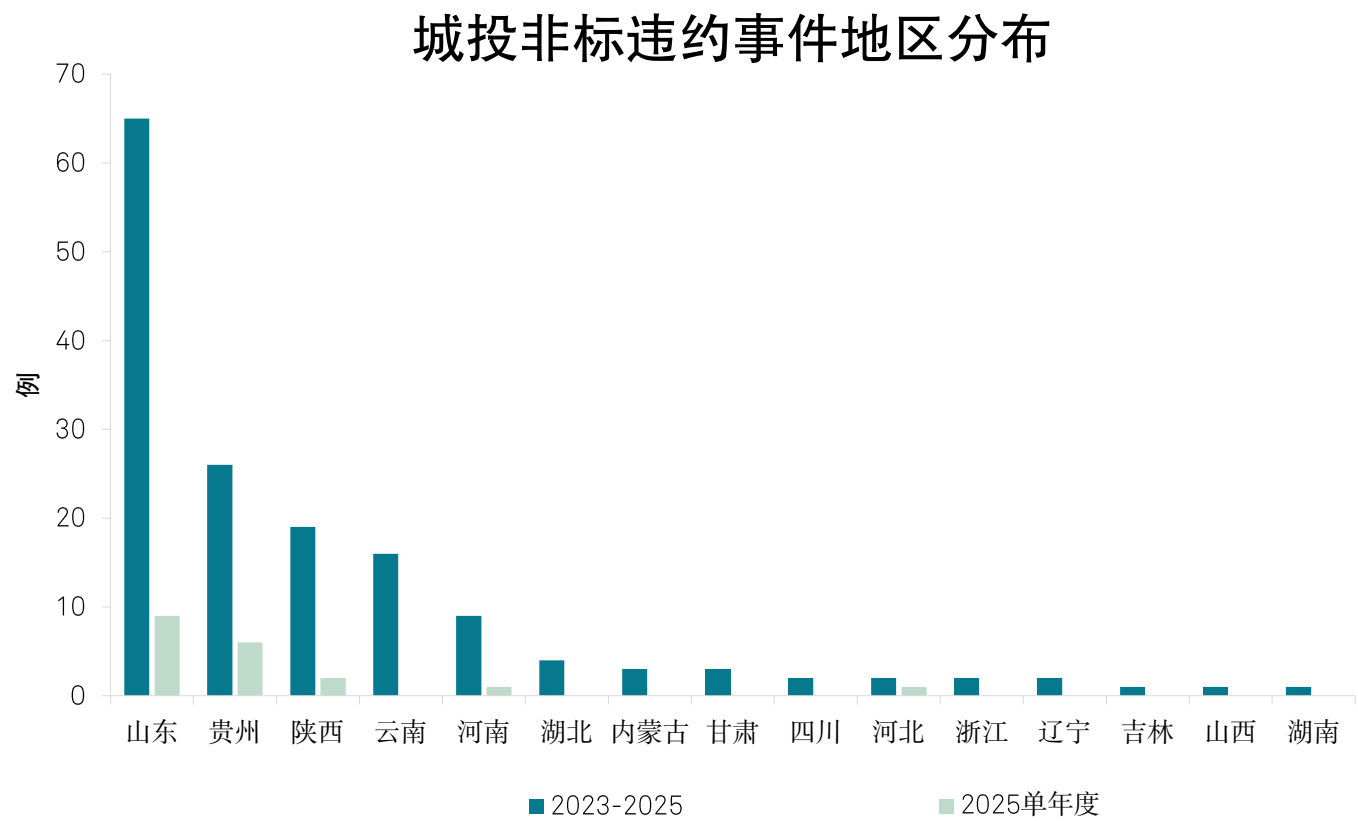
- 2025年11月3日，财政部官网“机构设置”栏目更新信息显示，财政部债务管理司（下称“债务司”）已正式列入机构名单。财政部债务管理司共设六个处，分别为综合处、中央债务处、地方债务一处、地方债务二处、发行兑付处、监测管理处。债务司的主要职责包括以下几个方面：拟订并执行政府国内债务管理制度和政策；拟订中央和地方政府债务管理制度和办法；编制国债和地方政府债余额限额计划；承担政府内债发行、兑付等有关管理工作；承担政府外债管理工作，拟订基本管理制度；加强政府债务监测监管，防范化解隐性债务风险。
- 我们认为，债务司的成立理顺了政府债务管理机制（此前中国政府债务由财政部内的多个司局分头管理），有助于提升债务管理效率，更好地防范地方政府债务风险。

化解城投经营性债务——中央经济工作会议：多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险（2025.12）



- 2025年12月的中央经济工作会议提出，要继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，重视解决地方财政困难。会议还提到，要积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务，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。
- 我们认为，随着隐债置换逐步完成，化解“经营性债务”或将成为下一步政策重点，未来针对这类兼具公益属性与市场特征的债务，或将通过债务期限拉长、融资成本压降、资产出售或发行REITs等多种方式进行分类处置与盘活。

2、非标违约：仍时有发生，但较化债加码前减少



注：统计口径为首次违约时间处于2023-2025年的城投非标违约事件。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

- 自2024年11月化债加码以来，城投非标违约事件显著减少，但仍时有发生。
- 2025年，山东、贵州、陕西、云南、河南、河北均有城投非标违约事件发生，出险主体基本为区县级平台，层级较低。
- 2025年，非标事件热点城市包括潍坊市、日照市、遵义市、咸阳市、黔西南布依族苗族自治州等城市。城市的经济实力决定了其应对非标风险事件时可调动的资源，例如青岛市年内虽有平台出险，但相关债务短期内即得到了偿还。

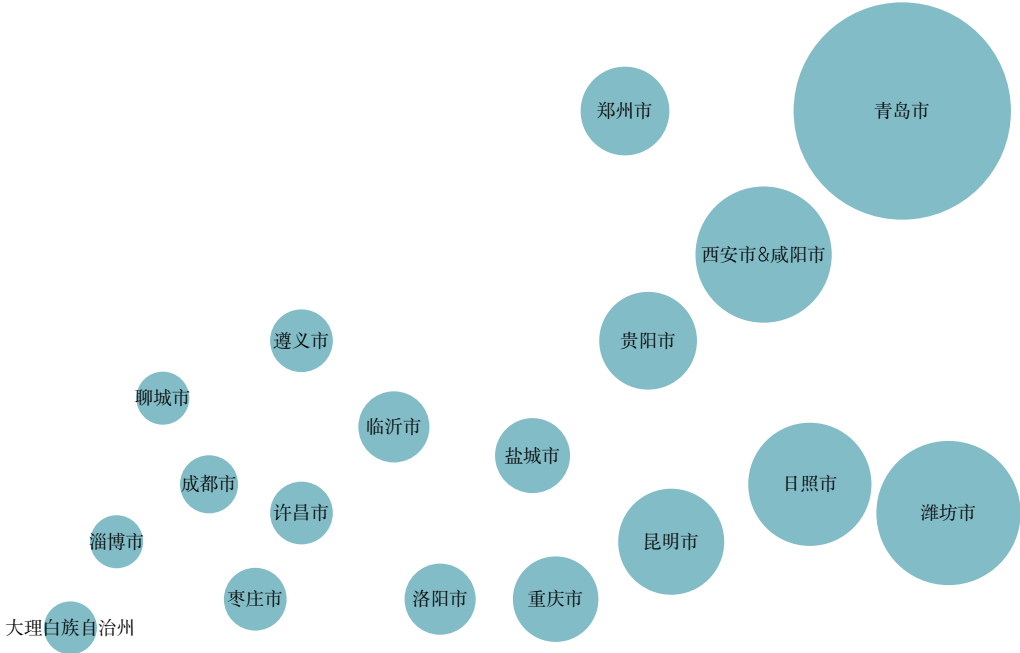
2、非标违约：2025年部分非标出险主体及所属区域

主体名称	所属省份/城市	所在区县/国家级园区	主体名称	所属省份/城市	所在区县/国家级园区
郟县建设投资发展有限公司	河南省平顶山市	郟县	陕西省西咸新区泾河新城投资发展有限公司	陕西省	西咸新区
赤水市禾润农业投资开发有限责任公司	贵州省遵义市	赤水市	西咸新区泾河新城城建开发有限公司	陕西省	西咸新区
贵州伟创资产运营管理有限公司	贵州省黔西南布依族苗族自治州	兴仁市	潍坊滨城投资开发有限公司	山东省潍坊市	寒亭区
贵州盘北经济开发区投资股份有限公司	贵州省六盘水市	盘州市	山东聊城昌元土地储备开发利用有限责任公司	山东省聊城市	东昌府区
日照市路达市政园林工程有限公司	山东省日照市	东港区	山东亭武城市建设发展股份有限公司	山东省菏泽市	成武县
遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	贵州省遵义市	汇川区	日照市新岚山财金投资集团有限公司	山东省日照市	岚山区
承德市双滦金源国控投资集团有限公司	河北省承德市	双滦区	贵州西南交通投资实业集团有限公司	贵州省黔南布依族苗族自治州	独山县
青岛海洋科技投资发展集团有限公司	山东省青岛市	蓝谷海洋经济示范区	潍坊滨城投资开发有限公司	山东省潍坊市	寒亭区
潍坊滨城建设集团有限公司	山东省潍坊市	滨海经济技术开发区	安顺黄铺开发投资集团有限公司	贵州省安顺市	/

注：统计范围为非标产品在2025年内被曝违约的城投平台。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。

2、票据逾期：高发区域与非标出险区域高度重合

2025年城投票据逾期较多的城市

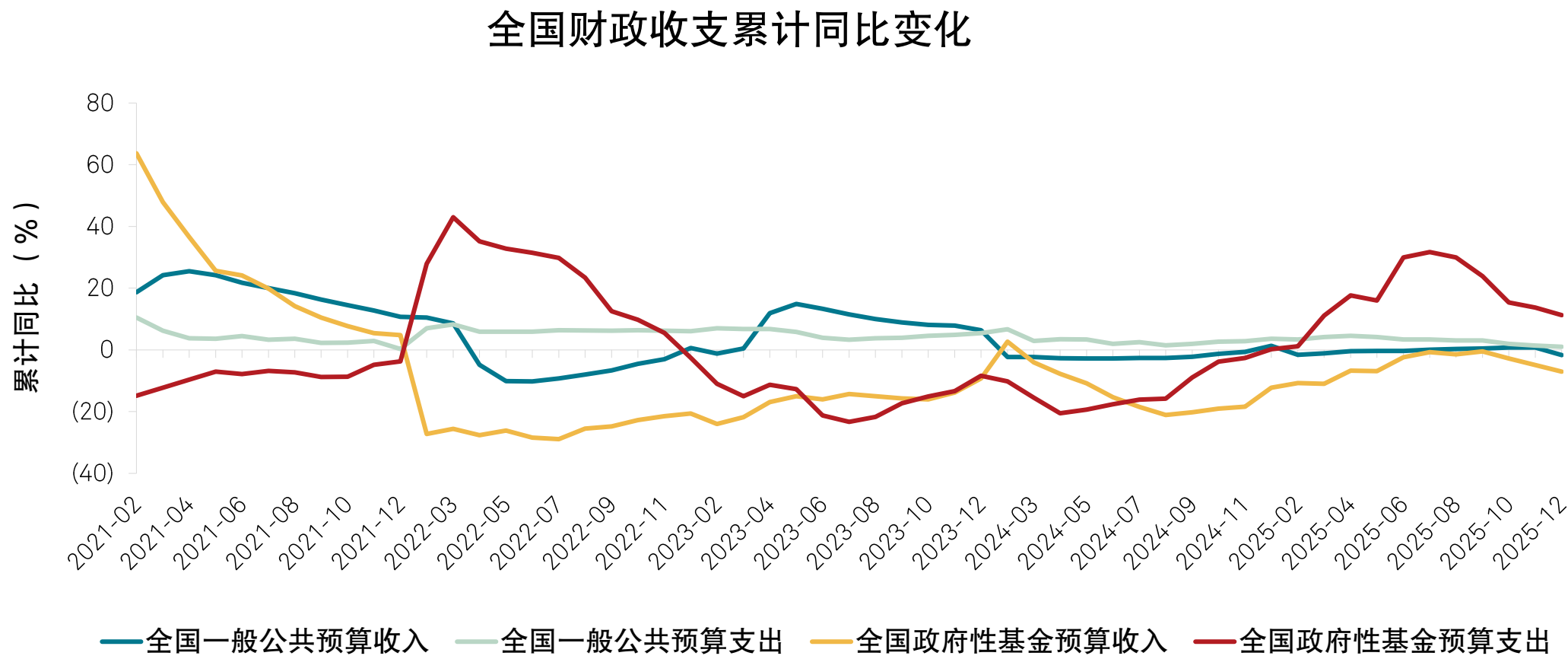


资料来源：企业预警通，标普信评整理
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

- 我们梳理了2025年城投票据逾期情况，左图展示了年内票据逾期多发的区域，气泡越大代表票据逾期主体数量越多。
- 年内，票据逾期主体数量较多的城市包括：青岛市、潍坊市、日照市、昆明市、贵阳市、郑州市、重庆市、盐城市、西安市和咸阳市（西咸新区逾期主体较多，由于地跨两市，此处将两市合并统计）。
- 我们认为，区域内主体票据逾期多发可作为区域主体实质出险的先兆信号，左图所列区域可重点关注。

3、财政压力：收入下降，支出增速高于收入增速，压力仍存

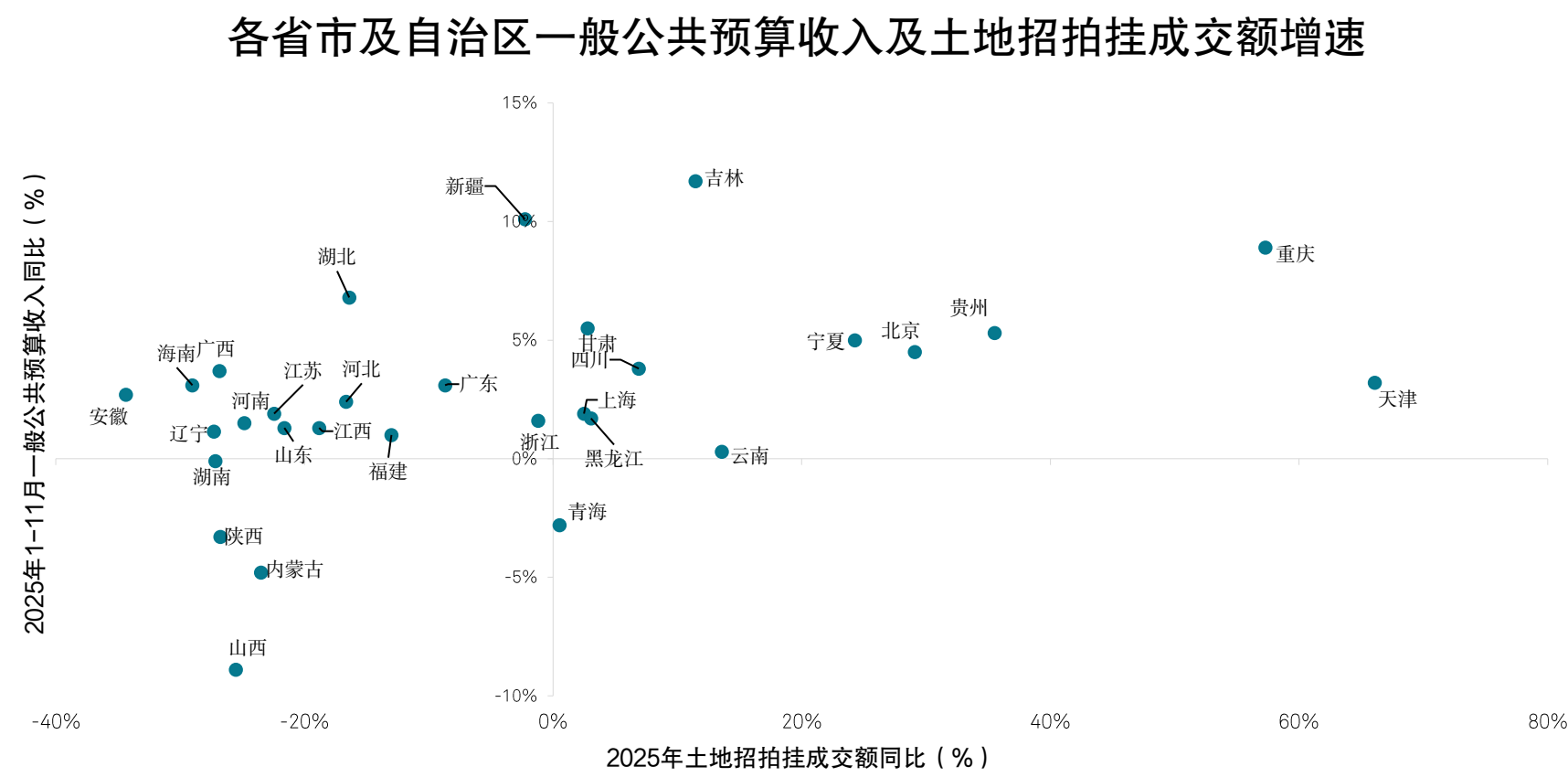
- 2025年，全国一般公共预算收入同比下降1.7%，全国一般公共预算支出同比增长1%，全国政府性基金收入同比下降7%，全国政府性基金支出同比增长11.3%。



资料来源：财政部官网，企业预警通，标普信评。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3、财政压力：部分省份一般公共预算收入及土地招拍挂成交额双下滑

- 山西、陕西、内蒙古、湖南一般公共预算收入及土地成交金额呈现双降态势，需关注财政压力对当地平台流动性的影响。

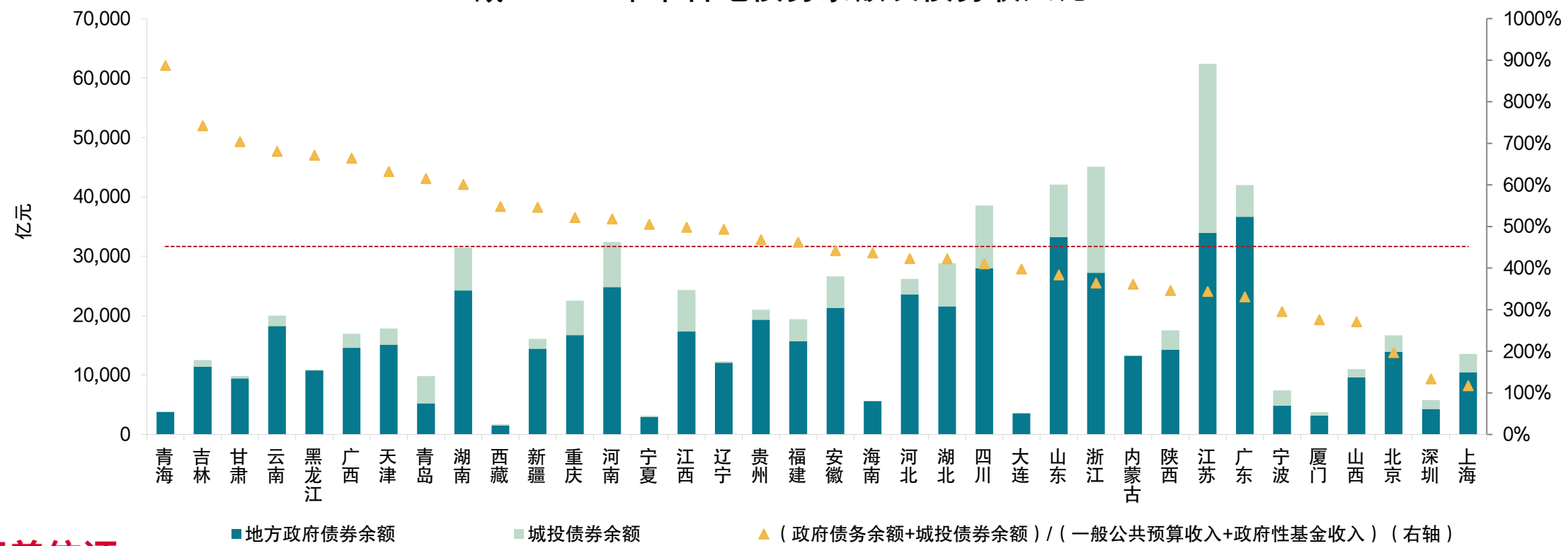


注：浙江、天津的1-11月一般公共预算收入同比增速不可得，采用1-10月同比增速代替；西藏土地招拍挂增速不可得，图中不展示。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3、债务负担：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年末，青海、吉林、甘肃、云南、黑龙江、广西、天津、青岛等地的债务负担较重。
- 目前，内蒙古、吉林已经官宣退出化债重点省份序列，而宁夏财政厅长也曾公开表示宁夏已符合退出条件。

截至2025年末各地债务余额及债务收入比

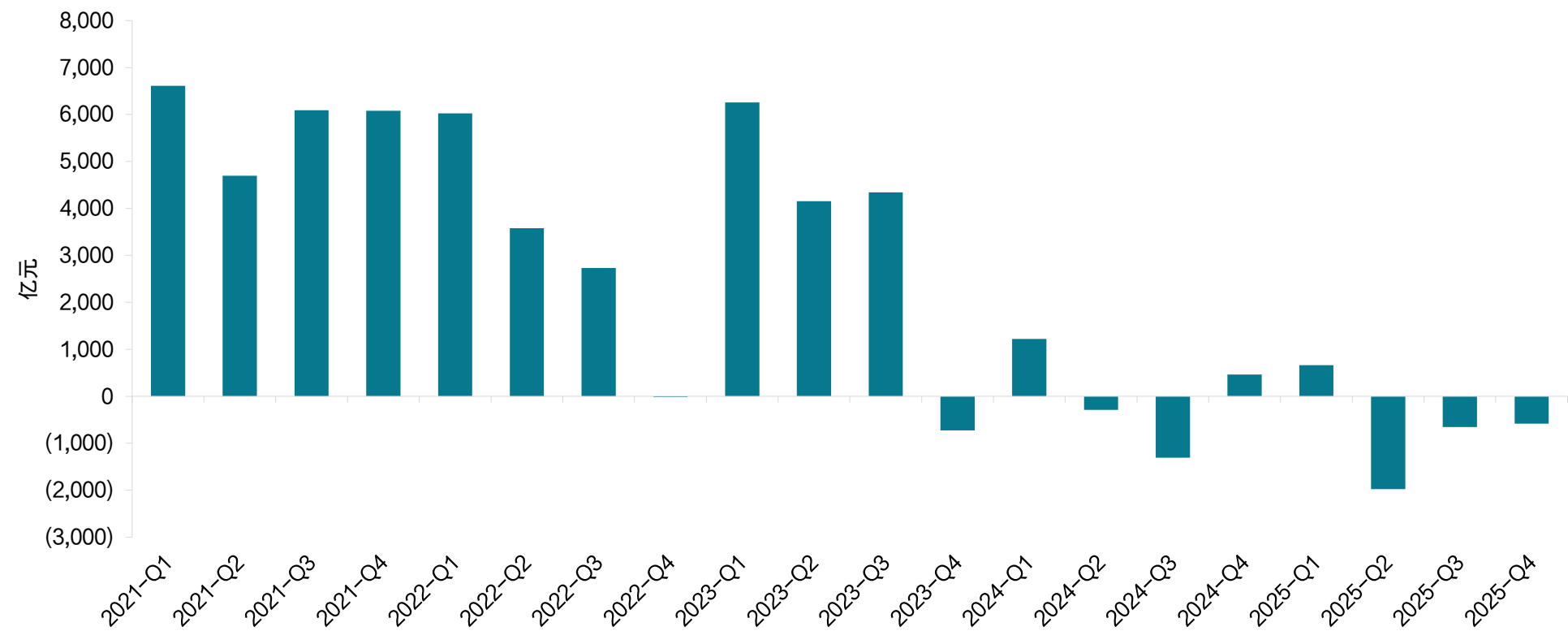


注：1.省份数据剔除计划单列市。2.一般公共预算收入和政府性基金收入采用2024全年数。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

4、净融资：城投境内债迎来5年内首次融资净流出

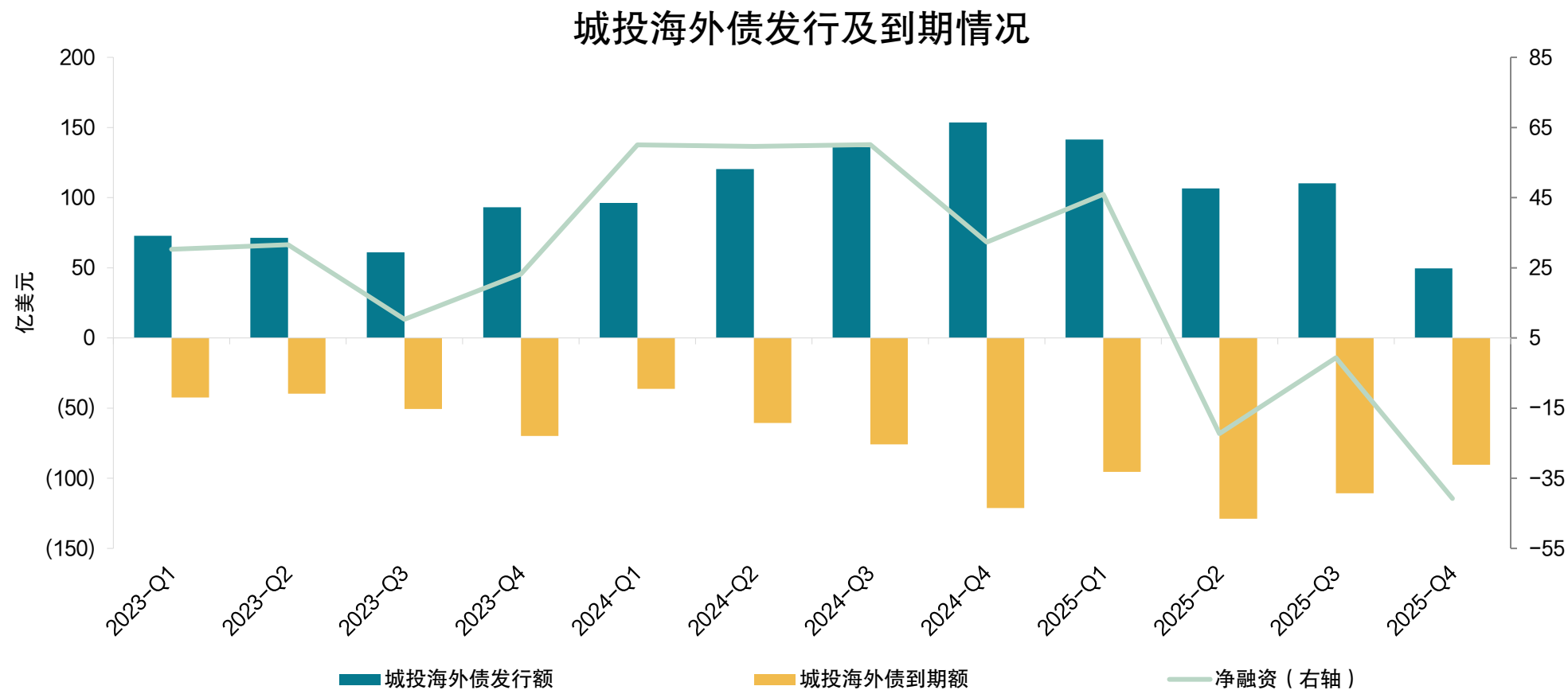
➤ 2025年3月底，交易所新规发布标志着城投公司债券发行的收紧。年内，在严格的融资监管和有利的化债措施支持下，境内城投债最终录得融资净流出，这标志着城投债规模进入收缩元年。

全国城投债净融资额



4、净融资：城投海外债年内融资净流出

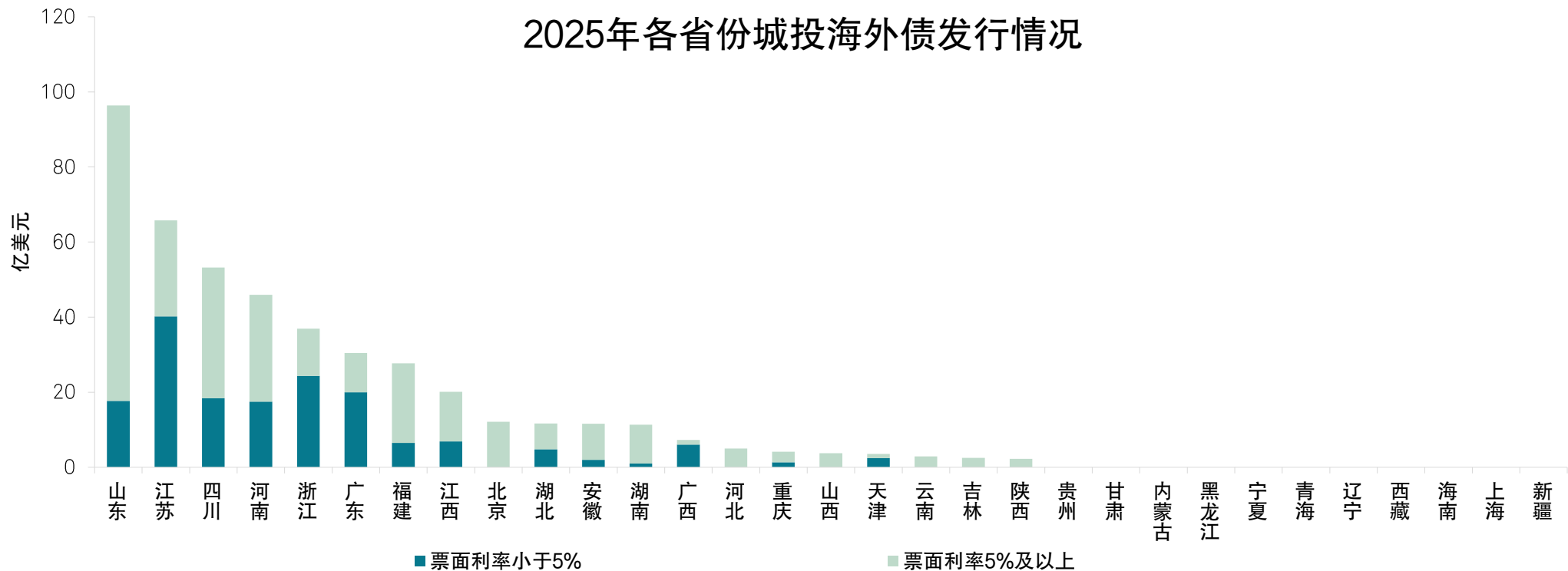
➤ 与境内债融资趋势一致，城投海外债也在2025年迎来融资净流出。2025年四季度，城投海外债融资净流出金额超过40亿美元。目前美元债仍处于利率高位，城投海外债净融资的收缩符合化债政策导向。



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©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

4、净融资：城投海外债发行票息仍较高，364天期发行人资质普遍较弱

- 2025年，城投海外债共发行384笔，发行总额折合454亿美元，山东、江苏、四川、河南、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，债券均无国际评级，反映出这些区域融资压力较大。



5、展望

- 我们判断，2026年城投行业的再融资环境整体仍将偏紧，在此背景下，部分平台的流动性压力可能加剧，或导致非标违约等风险事件持续出现。债务负担重、且债务管理能力不足的区域，其信用风险将更为突出，值得市场重点关注。
- 我们认为，受限于平台公司产业资源获取、人才配备和梯队建设等客观因素，平台公司转型为全面参与市场竞争的产业化企业难度很大，较为现实的转型路线目前为两类：一类是转型成区域运营商，从区域建设变为运营资产，另一类是转型为以服务区域经济发展、推动产业落地为主要目的产业投资平台。考虑到区域内资源的稀缺性，资源获取能力将会直接决定转型的成功与否，这也是未来城投平台信用分化的主要来源之一。
- 我们预计，未来同一区域内最终保留的平台数量将会大幅缩减，兼并重组是主旋律，层级低、业务缺乏独特性和可持续性的平台将逐步退出历史舞台。

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2026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。