

债券金身不破，非标持续出险：城投 债务的弃车保帅之局——2026城投中 期回顾

标普信评

工商企业评级部

标普信评

S&P Global

China Ratings

目录

- 一、前言
- 二、近期热点
- 三、债务风险事件
- 四、财政压力情况
- 五、境内外净融资
- 六、利差走势

1、前言

- 2026年以来，城投行业面临的发债政策进一步收紧，交易所、银行间及国家发改委打出政策组合拳，旨在严控新增隐债、优化债务期限、压降综合融资成本，并倒逼城投企业进行实质性转型。在化债的持续推进下，城投债利差在上半年整体呈现下降趋势，但存在区域分化，境内债及海外债融资维持净流出趋势，特别是境外债发行出现结构性改变——期限拉长、高息债券占比降低。
- 从财政数据看，上半年，地方政府的财政压力仍未得到显著缓解，财政平衡高度依赖中央转移支付。2026年1-6月，地方政府一般公共预算及政府性基金预算收支缺口仅较上年同期收窄153亿元，改善幅度不足0.2%，边际改善极为有限。土地出让收入降幅继续扩大，土地财政的持续低迷不仅直接削减地方可用财力，还制约了地方政府对城投企业的回款能力。
- 从债务风险暴露看，上半年，陕西、山东、云南、贵州、河南等地存在较为集中的非标逾期/债务逾期。
- 本文梳理了2026年以来城投热点政策、风险暴露、利差、净融资、财政情况等全景数据，以飨读者。

2、近期热点



国务院办公厅：《关于深化投资审批制度改革的意见》（2026.4）

- 2026年4月，国务院办公厅印发《关于深化投资审批制度改革的意见》。文件提到，加强对重点地区和重点领域政府投资项目的提级论证管理，防范地方政府债务风险；规范实行审批管理的项目范围，对应由政府采取直接投资、资本金注入方式投资和实质性承担偿还责任的项目，严禁通过国有企业等以企业投资项目核准或备案形式规避政府投资项目审批；实行政府投资项目决策终身负责制，对违规决策造成重大损失、恶劣影响的领导人员和直接责任人员要严肃追究责任。
- 我们认为，本次政策延续了中央严控地方债务风险的一贯基调，通过对重点地区政府投资项目提级审批、严禁平台以企业名义新增隐债、压实人员责任制，夯实了地方债务风险长效防控体系。



西安曲江新区撤销管委会建制，整体转型为市级文旅产业集团（2026.4）

- 2026年4月，西安市人民政府发布《西安市国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》。根据文件，曲江新区深化管理机制改革，按照责权利和资源资产相匹配的原则，逐步转型为市级文旅产业集团，社会管理事务移交行政区管理。
- 我们预计，管委会撤销后，西安市或将按照“分类施策、资源赋能、专业化发展”的思路化解曲江存量债务，若实施成效显著，有望为全国高负债文旅类城投的化债与转型提供可复制的新范式。考虑到西安地区城投平台舆情多发的现实情况，对曲江拆分之后存量公益性债务的态度将成为决定区域城投信用质量的重要锚点，未来需重点关注。

2、近期热点

交易所窗口指导：城投三道红线（2026.5）



- 2026年5月，有媒体报导，交易所针对地方城投/产投公司债券发行出台新一轮窗口指导，明确三大要求：一是平均总资产报酬率（ROA）需高于1%；二是最近一个完整会计年度经营活动现金流量净额为正；三是债券申报前12个月内未发生重大资产重组。
- 目前，新设城投和产投平台的首发债券大多在交易所发行，新增融资高度集中，倒逼交易所收紧审核尺度。新规精准封堵了地方通过“财技包装”新设平台、为区域内其他平台输送资金的路径。新整合平台需至少12个月稳定运营期以证明其持续经营能力，短期拼凑达标的空间被大幅压缩。
- 窗口指导虽有短暂适应期，但审核标准已实质收紧。对新设立或首次亮相债市的平台而言，相对宽松的审核环境已终结，历史获批不代表后续可新增。我们梳理了2026年3月至6月首次发债的124家城投/产投平台，能够同时满足三项要求的仅28家，占比23%。
- 我们预计，随着“三道红线”深入执行，下半年起，弱资质、仅单项或两项达标的主体在交易所新增发债将面临实质性障碍，终止审核、撤回材料的案例或将增加，城投融资“扶优限劣”的格局将进一步明确。

银行间市场窗口指导：叫停城投2年期以内债券发行 & 城投债余额不得超过2023/3水平（2026.7）



- 近期，有媒体报导，银行间市场出台窗口指导，一是叫停城投类借新还旧主体2年期以内债券发行，要求新发债券期限拉长至2年以上；二是将城投发行人的债务融资工具余额上限锁定在2023年3月末水平，并明确名单内城投及其产投子公司不得新增发债。
- 我们认为，本次窗口指导旨在优化城投债期限结构、防止“边化边增”和通过其他主体规避新增融资管控，对经济财政实力强的区域城投以及头部城投影响可控，但对于弱区域、低层级平台或负面舆情多发区域的平台而言，其债券融资滚续难度或会增大，利差或有走阔。

国家发改委窗口指导：中资投行不得承销高息城投海外债（2026.7）



- 2026年7月，彭博社报导，国家发改委要求部分中资投行不得承销收益率高于4%的离岸人民币债券和收益率高于5%的美元债。
- 我们认为，此举旨在遏制城投平台境外高息举债。

3、债务风险事件

➤ 期内城投非标逾期事件仍不时发生。据统计，以下平台在2026年1-6月被曝新增非标产品逾期：

主体名称	所属省份/城市	所在区县/国家级园区	出险产品
山东泰丰控股集团有限公司	泰安市	新泰市	山东泰丰控股集团有限公司2025债权资产
西安沣东地产有限公司	陕西省	西咸新区	长安宁·沣东高质量发展1号财富管理服务信托
青岛胶州城市发展投资有限公司	青岛市	胶州市	金谷·汇融246号集合资金信托计划
青岛上合控股发展集团有限公司	青岛市	上合示范区	信托融资
淄博博山孝水源农业科技发展有限公司	淄博市	博山区	淄博博山孝水源农业科技发展有限公司租赁资产项目
陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	陕西省	西咸新区	长安宁·空港集团抵押贷款集合资金信托计划 陕国投·星石2453006号空港集团集合资金信托计划

资料来源：企业预警通，标普信评整理。

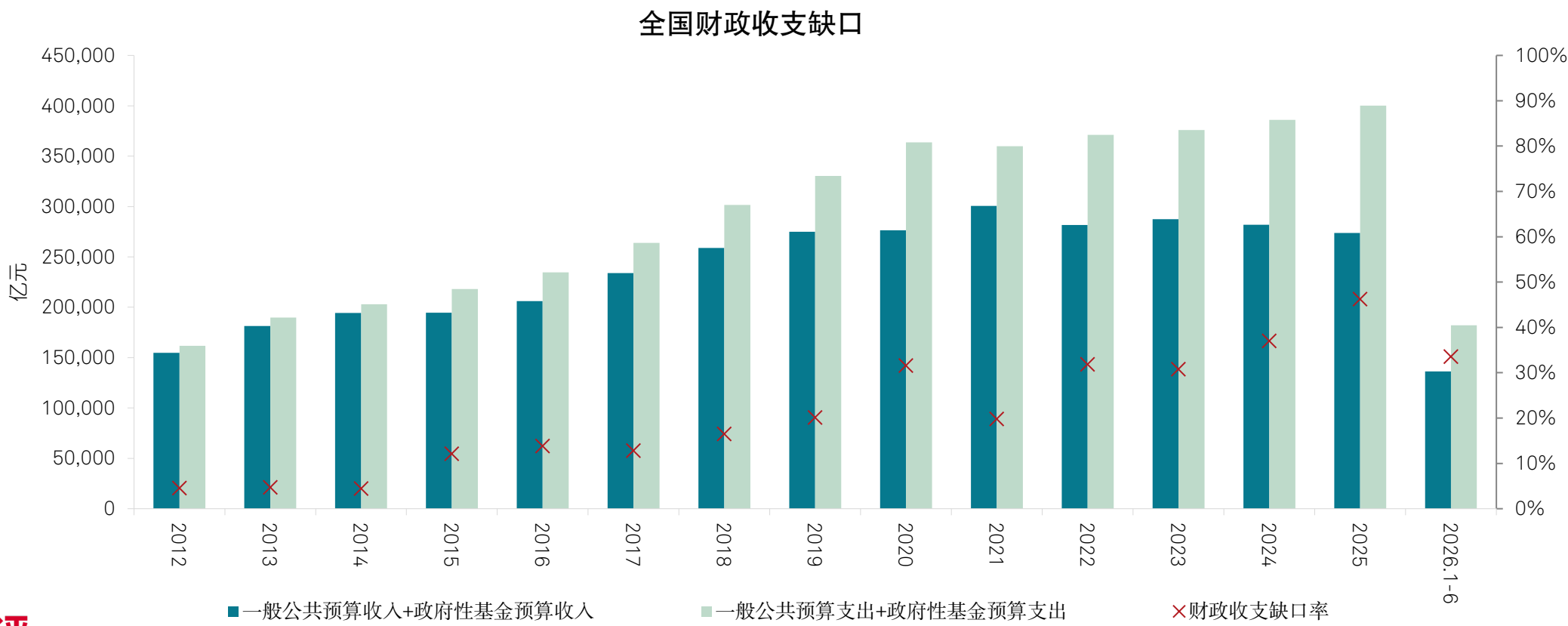
3、债务风险事件

➤ 从债务逾期看，云南、贵州、陕西及河南出险较为集中。以下平台在2026年1-6月披露公司或子公司存在债务逾期：

主体名称	所在城市	主体名称	所在城市
临沧市国有资本投资运营集团有限公司	云南省临沧市	贵阳白云城市建设投资集团有限公司	贵州省贵阳市
昆明交通产业股份有限公司	云南省昆明市	遵义和平投资建设有限责任公司	贵州省遵义市
昆明市交通投资集团有限责任公司	云南省昆明市	遵义市播州区交通建设投资有限公司	贵州省遵义市
普洱交通建设集团有限责任公司	云南省普洱市	贵州省凯里城镇建设投资有限公司	贵州省黔东南苗族侗族自治州
蒙自新型城镇化开发投资有限责任公司	云南省红河哈尼族彝族自治州	黔东南州交通旅游建设投资(集团)有限责任公司	贵州省黔东南苗族侗族自治州
桂林新城投资开发集团有限公司	广西壮族自治区桂林市	黔东南州开发投资(集团)有限责任公司	贵州省黔东南苗族侗族自治州
贵阳南明投资(集团)有限责任公司	贵州省贵阳市	贵州东湖新城市建设投资有限公司	贵州省黔西南布依族苗族自治州
宝丰县发展投资有限公司	河南省平顶山市	锦州市国有资本投资运营(集团)有限公司	辽宁省锦州市
登封市建设投资集团有限公司	河南省郑州市	陕西省西咸新区泾河新城开发建设(集团)有限公司	陕西省西咸新区
六盘水市水城区城市投资开发有限责任公司	贵州省六盘水市	陕西西咸新区发展集团有限公司	陕西省西咸新区
贵州宏财投资集团有限责任公司	贵州省六盘水市	陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	陕西省西咸新区
贵州盘州旅游文化投资有限责任公司	贵州省六盘水市	陕西省西咸新区秦汉新城开发建设集团有限责任公司	陕西省西咸新区
六盘水市民生产业投资集团有限责任公司	贵州省六盘水市	西安沣东控股有限公司	陕西省西咸新区
六盘水市钟山区城市建设投资有限公司	贵州省六盘水市	陕西省西咸新区沣西新城开发建设(集团)有限公司	陕西省西咸新区
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	贵州省安顺市	西安沣东发展集团有限公司	陕西省西咸新区
毕节市国有资本投资运营集团有限公司	贵州省毕节市	西安城墙投资(集团)有限公司	陕西省西安市

4、财政压力：地方财政仍然承压，对转移支付依赖度高

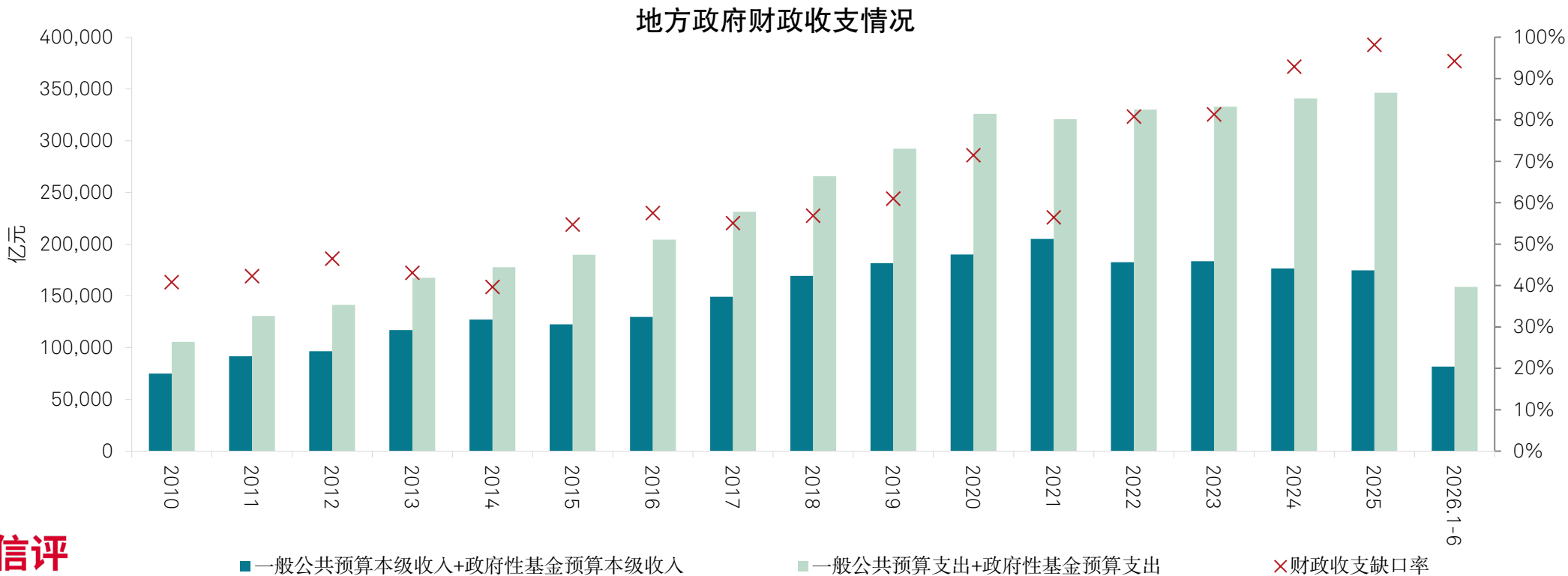
- 2026年1-6月，全国一般公共预算收入同比增长4.7%，全国一般公共预算支出同比增长1.5%，全国政府性基金收入同比下降21.6%，全国政府性基金支出同比下降16.4%。
- 得益于一般公共预算收支的改善，全国财政收支缺口率有所回落，但收支改善在中央和地方政府层面存在结构性差异。



注：1、数据口径为全国口径。2、财政收支缺口率=（一般公共预算支出+政府性基金预算支出—一般公共预算收入—政府性基金预算收入）/（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）
资料来源：中国财政部，iFinD
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

4、财政压力：地方财政仍然承压，对转移支付依赖度高

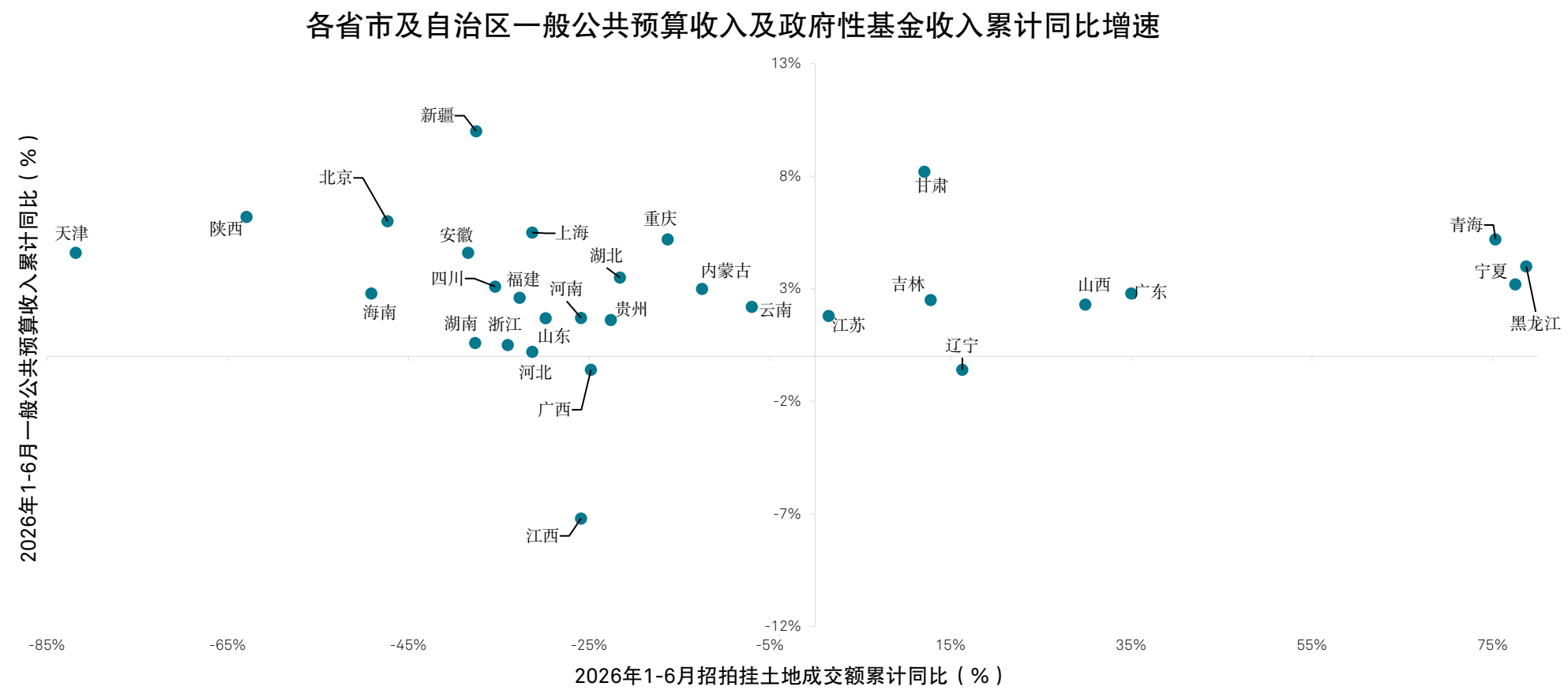
- 中央政府层面的收支改善程度高于地方政府层面，地方财政压力仍将较大。从一般公共预算和政府性基金预算两本账看，地方政府目前的收支缺口率仍然处于历史高位。
- 2026年1-6月，地方政府一般公共预算及政府性基金预算合计收支缺口为76,923亿元，仅较上年同期收窄153亿元，改善幅度不足0.2%，边际改善极为有限。结构上，地方政府一般公共预算收入同比增长2.7%至68,807亿元，支出同比微增0.6%至122,111亿元；而地方政府性基金预算本级收入同比大幅下降25.6%，其中土地出让收入同比下降31.5%，降幅较上年同期的6.5%显著扩大，政府性基金收支缺口扩大923亿元。



注：1、数据口径均为地方政府层面的收支。2、财政收支缺口率=（一般公共预算支出+政府性基金预算支出—一般公共预算本级收入-政府性基金预算本级收入）/（一般公共预算本级收入+政府性基金预算本级收入）
资料来源：中国财政部，iFinD
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

4、财政压力：大部分省份招拍挂金额同比下滑

➤ 上半年，大部分省份土地招拍挂金额同比下滑，显示土地市场仍未回暖。江西、广西一般公共预算收入及土地招拍挂金额均呈现同比下降趋势。

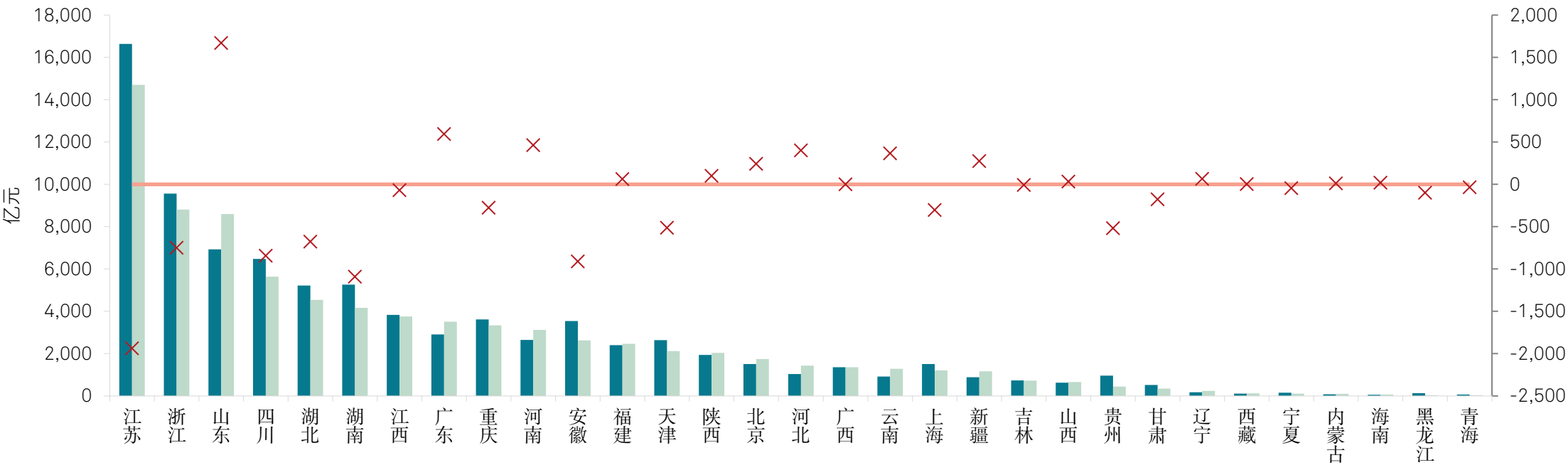


注：1、截至2026/7/30，广东、新疆、河南、福建尚未披露2026年1-6月一般公共预算收入累计同比增速，采用2026年1-5月数据代替；2、西藏数据波动过大，不在图中列示。
资料来源：企业预警通，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

5、净融资：哪些地区可能受到银行间市场城投债调控影响更大？

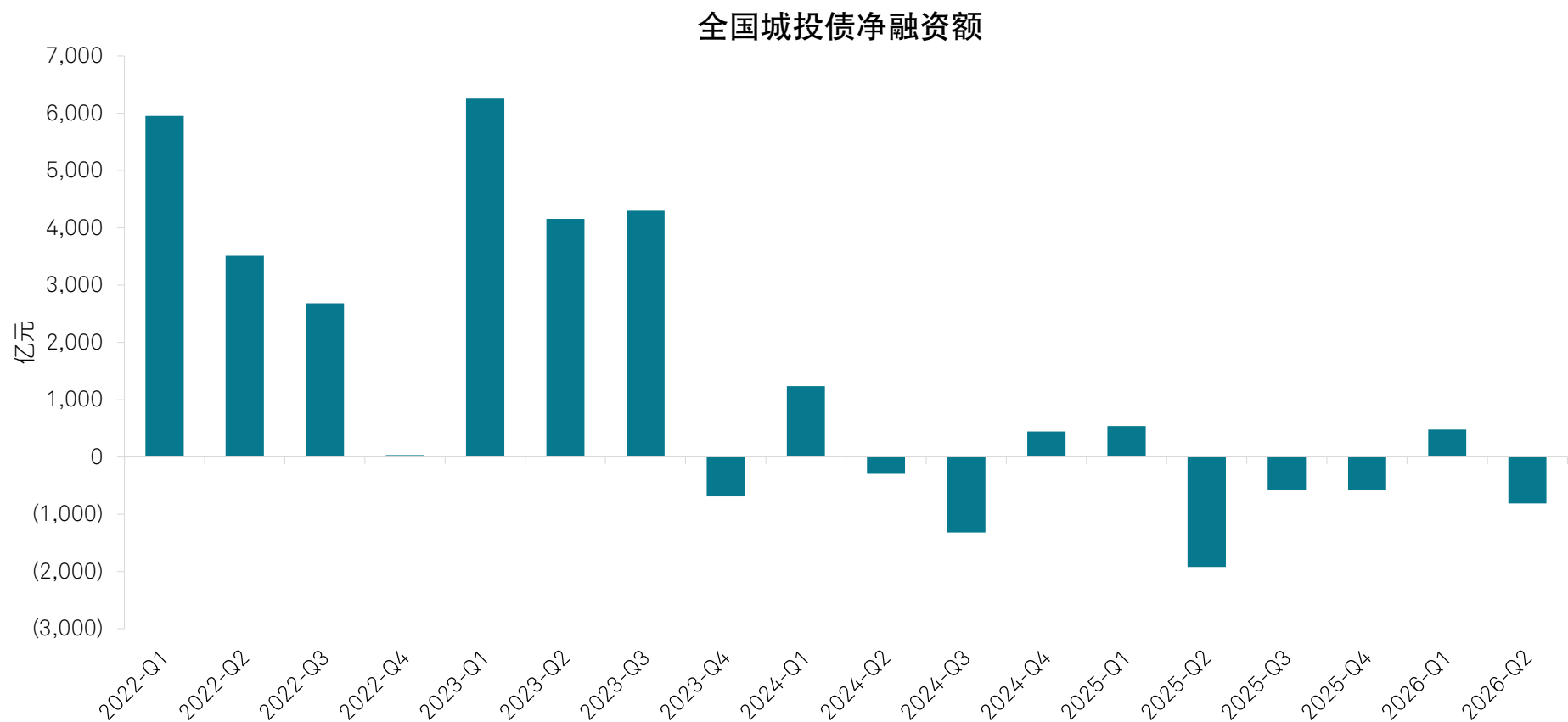
- 2026年6月末，银行间市场城投债余额约8.05万亿元，较2023年3月末的8.45万亿元下降约0.4万亿元。
- 余额方面，江苏、浙江、山东、四川、湖北余额排名前五；压降量方面，江苏、湖南、安徽、四川、浙江压降金额排名前五，而山东、广东、河南、河北、云南则表现欠佳，在银行间市场的城投债余额不降反增，且增额在各省份中较大，这些区域在本轮窗口指导实施后或将受到更大影响。

各地银行间市场城投债余额



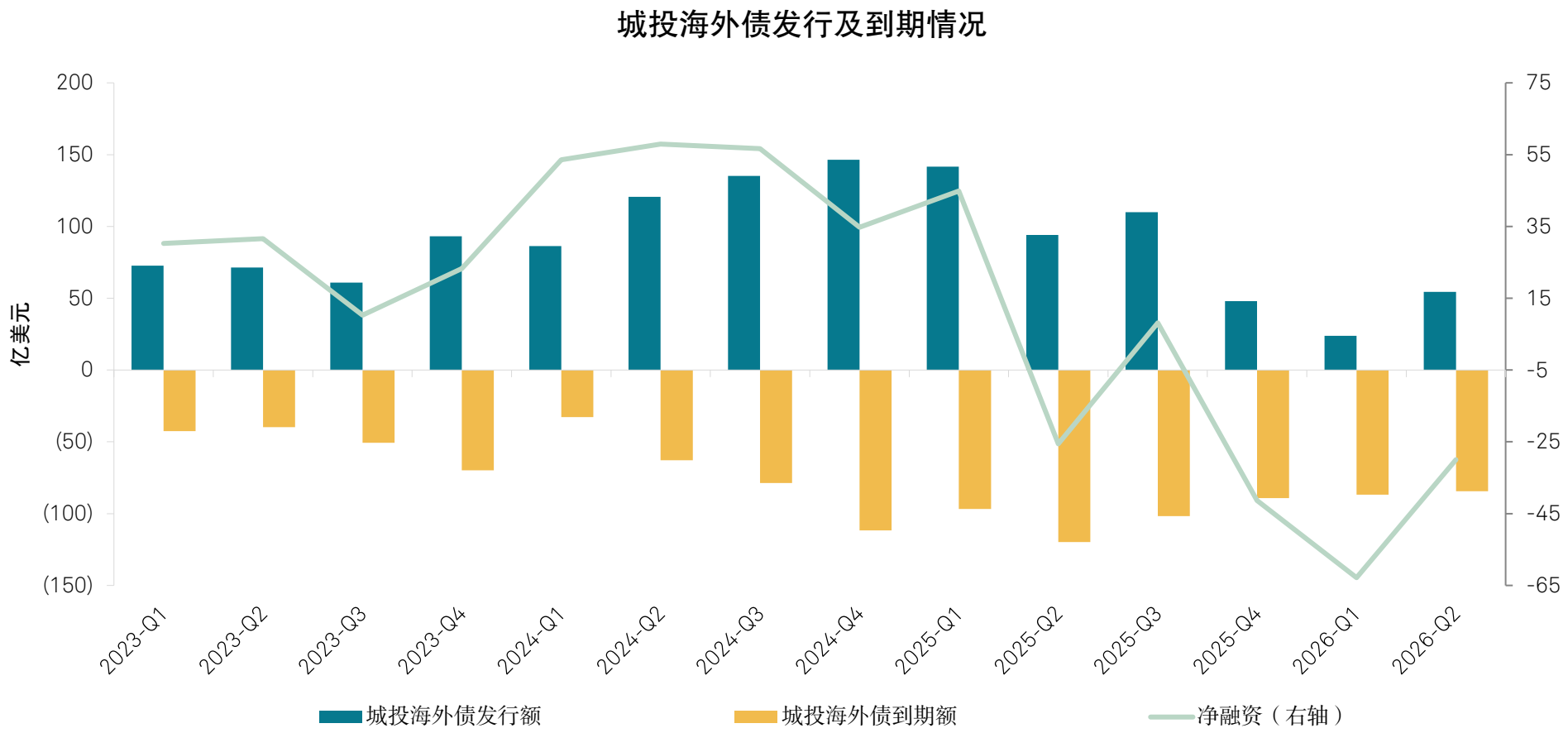
5、净融资：上半年城投境内债继续净流出

- 2026年二季度，城投境内债净流出规模超过800亿元，扭转了一季度城投小幅净流入的趋势。
- 2026年上半年，城投境内债整体呈现净流出趋势。



5、净融资：城投海外债继续融资净流出

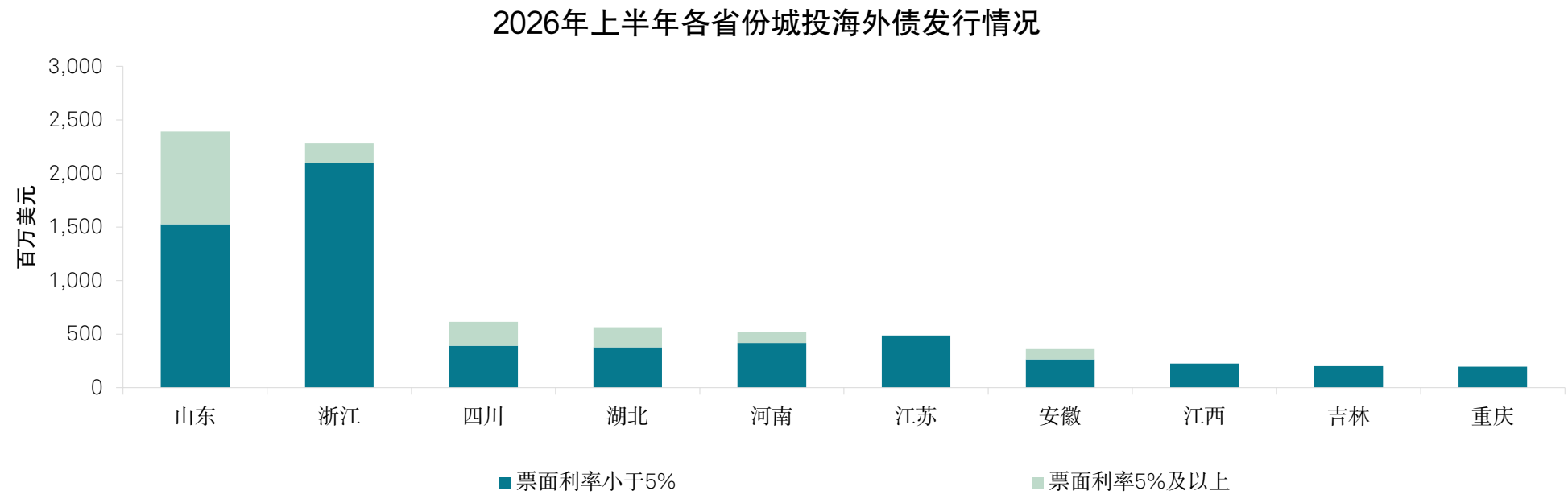
➤ 海外债融资方面，二季度延续了2025年以来的净流出趋势。上半年，城投海外债净流出规模约93亿美元。考虑到目前美元债仍处于利率高位，城投海外债净融资的收缩符合化债政策导向。



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。

5、净融资：城投海外债发行迎来结构性改变

- 2026年上半年，城投海外债共发行62笔，发行总额折合78.4亿美元；高息债券占比明显下降，票面利率在5%及以上的债券金额占比从2025年的6成以上降低至21%；期内发行债券均为3年期及以上，无364天期债券。
- 发行总额较高的省份包括山东、浙江、四川、河南、江苏。同为高频发行省份，这些区域的发行特点存在显著差异。特别值得关注的是，在这些省份中，山东省票面利率高于5%的新发债券占比36%，这或与当地非标和票据负面舆情频发有关。

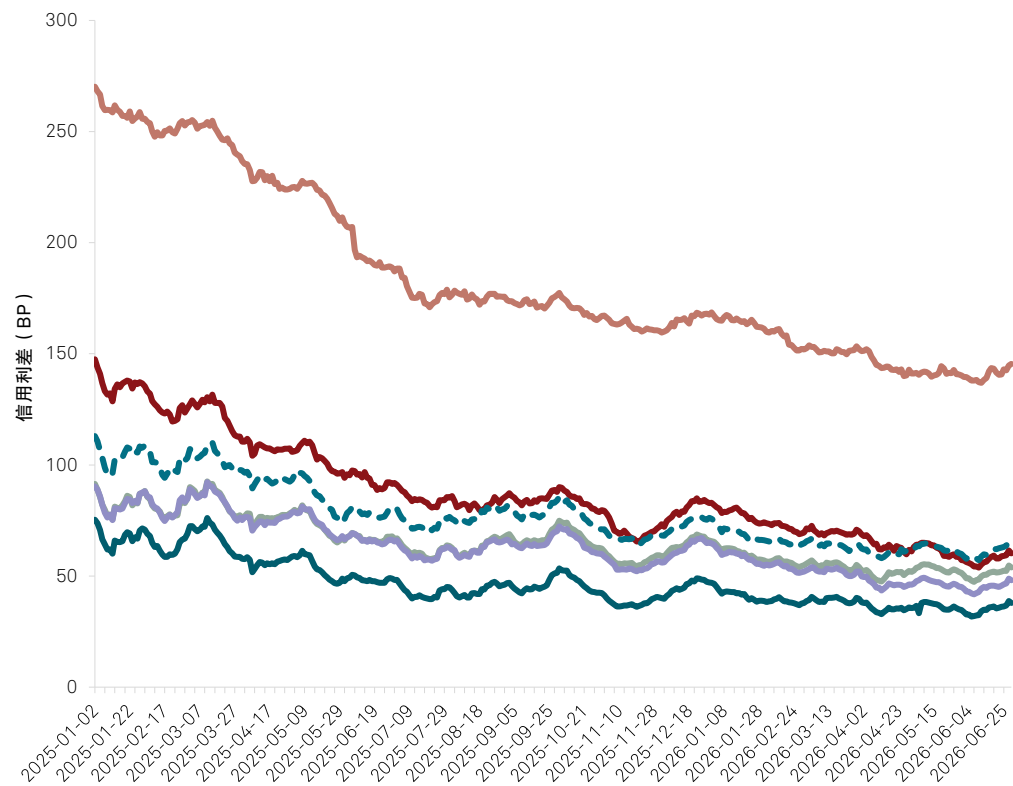


注：其他省份期内未发行城投海外债，此处不再列示。
资料来源：DM，标普信评整理。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

6、利差走势

- 2025年及2026年上半年，城投债信用利差整体仍呈现下降趋势。负面舆情多发的省份/城市城投信用利差明显高于行业平均水平。

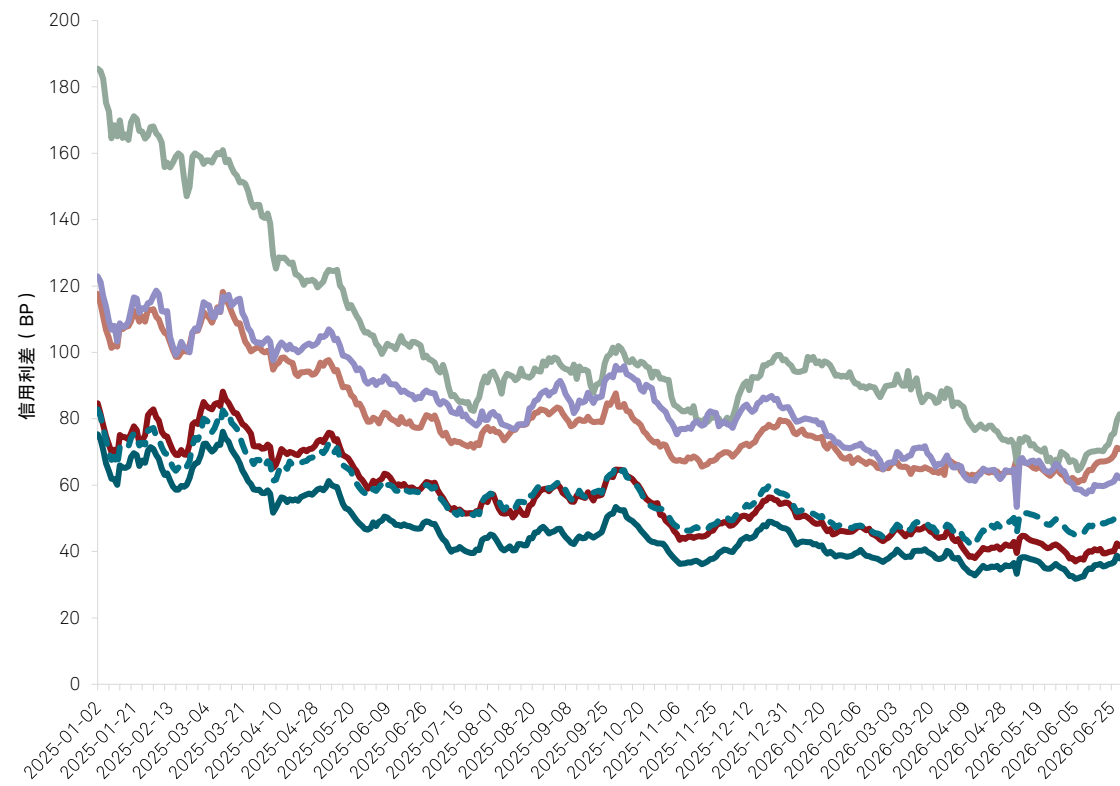
部分省份城投利差变化



标普信评
S&P Global
China Ratings

注：截至2026/6/30。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©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

部分热点城市城投利差变化



注：截至2026/6/30。选取各城市中的全部城投、剩余期限为6个月到6年的个券利差中位数代表该城市的城投债利差。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©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

- 我们预计，2026年下半年，地方政府财政压力仍将持续，城投企业基本面难以出现显著改善，城投融资政策仍将延续偏紧基调，监管机构对新增融资的限制不会放松，城投债融资仍将呈净流出态势，弱资质平台的再融资压力将进一步凸显。
- 我们认为，2026年下半年，城投企业发生债券信用风险事件的概率低，但非标风险仍有持续暴露。债券违约的市场影响面大，地方政府出于维护区域融资环境和防范系统性风险的考虑，在化债资源有限的情况下，优先确保公开市场债券按期兑付。从山东、陕西等非标风险频发区域债券仍能正常兑付来看，这一优先次序已得到充分印证。叠加中央层面持续强调“牢牢守住不发生系统性风险的底线”，城投债券在短期内具有较强安全边际，预计存量城投债券违约风险不高。然而，尾部平台的非标风险或持续暴露。本轮监管政策收紧后，自身造血能力薄弱、支付利息依赖融资滚动的尾部城投，将面临融资渠道收窄与债务到期的双重挤压，非标类债务或将作为力保债券兑付的“缓冲垫”被优先放弃。

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。