



宏观研究

【粤开宏观】城投化债的成效与挑战
——2025 年城投年报观察（一）

2026 年 09 月 06 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001

电话：010-83755575

邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】本轮新型政策性金融工具的支持方向》2026-09-04

《【粤开宏观】本轮新型政策性金融工具的特征与效果》2026-09-03

《【粤开宏观】如何看待 K 型分化：中美比较与启示》2026-08-31

《【粤开宏观】前瞻指引的进退之困——简评沃什杰克逊霍尔会议讲话》2026-08-29

《【粤开宏观】如何看待美债市场波动：共识与分歧》2026-08-28

摘要

城投平台是地方政府开展投资建设的重要载体，在支持基础设施建设、扩大有效投资方面发挥着重要作用；与此同时，城投也积累起了规模庞大的债务，包括地方隐性债务和经营性债务，债务风险化解备受关注。在此背景下，城投公司的财务报告可作为观察地方隐性债务化解进展的重要参考。本文梳理了 3055 家城投公司披露的 2025 年财务报表，重点分析城投化债取得了哪些阶段性成效？化债还面临哪些挑战？下一步如何优化城投化债政策？

一、城投化债取得积极成效，债务风险缓释

1、债务总量扩张速度明显放缓。一是全国城投公司有息债务增速降至近十年较低水平。2025 年末，全国城投公司有息债务总规模达 71.2 万亿元，较上年增长 6.0%，增速自 2016 年（当年增速 23.8%）以来大幅回落。在化债政策约束、基建投资增速下行的双重影响下，城投债务扩张速度放缓。**二是分省份看，经济大省城投承担投资建设任务，债务增速相对较快；重点化债省份债务增速低于全国。**2025 年，12 个重点化债省份城投有息债务合计仅增长 1.9%，低于全国增速 4.1 个百分点。其中，贵州、黑龙江、青海的城投有息债务余额分别下降 1.5%、2.9%、7.1%。

2、债务结构优化，高风险债务持续压降。一是非标债务规模和占比同时下降。非标债务因融资成本高、付息压力大，且容易滚续形成“利息本金化”问题，是城投债务风险的重要来源。2025 年末城投非标债务规模降至 5.4 万亿元，较 2024 年末下降 3.3%，非标债务占全部有息债务的比重为 7.6%；按照城投公司从高到低排列，非标占有息债务比重的中位数降至 6.1%，下降 1 个百分点。**二是重点化债省份非标债务压降成效显著。**2025 年末，12 个重点化债省份非标债务合计 4517 亿元，下降 18.3%，降幅高于全国 15 个百分点。其中，重庆、天津、云南、广西、宁夏的城投非标债务分别下降 9.9%、28.6%、36.4%、48.8%、63%，高风险债务化解成效明显。

3、融资成本压降效果明显，付息压力有所减轻。一是综合融资成本持续走低。城投平台平均融资成本连续三年下行。2025 年，城投平均年化融资成本已降至 4.23%，较 2024 年下降 0.45 个百分点。受益于市场利率走低、非标债务压降，城投付息支出压力得到一定缓解。**二是天津、甘肃、重庆等省份在化债政策支持下，融资成本降幅较大。**天津、甘肃、重庆等重点省份综合融资成本分别下降了 1.85、1.27、0.87 个百分点，降幅高于全国。

二、城投偿债面临诸多挑战，债务可持续性承压

1、城投债务存量规模依然庞大，隐性债务化解仍需攻坚。城投平台债务既包括已纳入政府债务管理的隐性债务，也包括企业自身经营性债务。即使剔除部分企业经营性债务，与政府信用关联度较高的债务规模仍有约 36 万亿元，风险有待化解。**城投杠杆率仍处于较高水平，资产负债率仍在上升。**虽然城投债务增速明显放缓，但城投负债增速仍高于资产增速，导致杠杆率继续上



升。2025 年末，城投资产负债率中位数达到 60.5%，较上年上升 0.8 个百分点。

2、城投债务短期化风险突出，流动性压力仍待缓解。一是短期债务占比持续上升。2025 年城投短期债务增长 9.8%，高于总负债增速，短期债务占全部有息债务的比重为 27.6%，较上年提高 1 个百分点；从中位数看，短期债务占有息债务比重的中位数达 28.4%，较上年提高 0.9 个百分点。由于城投公司举借长期债务面临不确定因素较多，融资难度较大，城投转向短期借款实现债务滚续，导致债务结构趋于短期化，偿付压力加大。二是现金短债比仍处低位。2025 年城投现金短债比的中位数仅 0.35，现金储备不足以覆盖短期债务，短期流动性风险仍需高度警惕。

3、内生造血能力持续弱化，盈利水平仍处于下行通道。一是城投净利润连续四年下滑。2025 年样本城投主营业务收入下降 1.6%，连续两年负增长；净利润下降 22.7%，自 2022 年以来连续四年下滑。二是资产收益率持续走低。城投净资产收益率(ROE)和总资产收益率(ROA)中位数分别降至 0.8%和 0.3%，盈利能力持续走弱。

4、外部融资能力尚未修复，经营性现金流不稳定。一是筹资现金流较多依赖政策支持。2025 年筹资活动现金净流入 3.5 万亿元，较 2024 年低基数回升 0.4 万亿元，但规模仅相当于 2023 年高点的 70%。当前筹资改善主要依赖银行信贷置换、展期降息等政策工具支持，市场化融资功能尚未恢复。城投债券净融资连续两年为负，2025 年为-5907 亿元。二是经营现金流边际改善主要源于支出收缩。2025 年城投经营活动现金流净流入规模扩大，但主要受土地平整和基建项目支出减少影响，而非经营收入增长驱动的内生性改善；城投融资购买商品、接受劳务支付的现金流出规模较上年减少 0.6 万亿元。三是投资活动现金净流出规模连续三年收缩，2025 年较上年减少 0.1 万亿元。

三、城投债务风险总结与建议

1、总体形势：城投债务风险正在缓释，但这一缓释更多体现为政策支持和自身投资经营活动收缩的共同结果，而非城投自身偿债能力的根本性修复。换言之，当前债务增速回落、现金流改善在相当程度上依赖城投“少投资、少举债、少花钱”，而非内生造血能力增强。中长期看，存量债务的最终消化，仍需依靠城投自身经营产生的稳定现金流和持续盈利能力。

2、化债建议：下阶段化债思路有必要从短期避免流动性风险、中期推动城投形成稳定的现金流、长期深化投融资体制机制等方面入手。短期以防风险为主，继续用好债务置换和清欠等手段，防止城投流动性风险反弹。中期以提升城投资产收益率为目标，推动城投形成可持续的经营性现金流和利润来源，逐步降低对政府的依赖。长期以制度建设为基础，从制度上将城投债务纳入地方债务统一监管体系，深化地方政府投融资体制改革，从源头上遏制新增隐债风险，真正实现城投债务的可持续。

风险提示：样本城投公司代表性不足，财务数据披露不及时，难以反映城投行业真实情况。



目 录

一、城投化债取得积极成效，债务风险缓释.....	4
二、城投化债仍面临诸多挑战，债务压力仍存.....	8
三、总结与建议.....	13

图表目录

图表 1： 2025 年城投公司有息债务余额增速继续放缓.....	4
图表 2： 2025 年各省份城投有息债务余额及其增速.....	5
图表 3： 2021—2025 年城投公司非标债务占有息债务的比重.....	6
图表 4： 2025 年分省份城投公司非标债务及其占有息债务的比重.....	6
图表 5： 2021—2025 年城投公司付息支出和综合融资成本下降.....	7
图表 6： 2025 年分省份城投公司综合融资成本与 2024 年对比.....	8
图表 7： 2021—2025 年城投公司资产负债率分布结构变化.....	9
图表 8： 2021—2025 年城投公司有息债务中的短期债务占比上升.....	9
图表 9： 2021—2025 年城投公司现金短债比持续下行.....	10
图表 10： 2021—2025 年城投公司净资产收益率（ROA）变化情况.....	10
图表 11： 2021—2025 年城投公司净资产收益率（ROE）变化情况.....	11
图表 12： 2021—2025 年城投公司三大现金流净额的变化.....	12
图表 13： 2025 年城投债净融资额连续两年为负.....	12
图表 14： 2021—2025 年城投公司经营性活动现金流入和流出金额.....	13



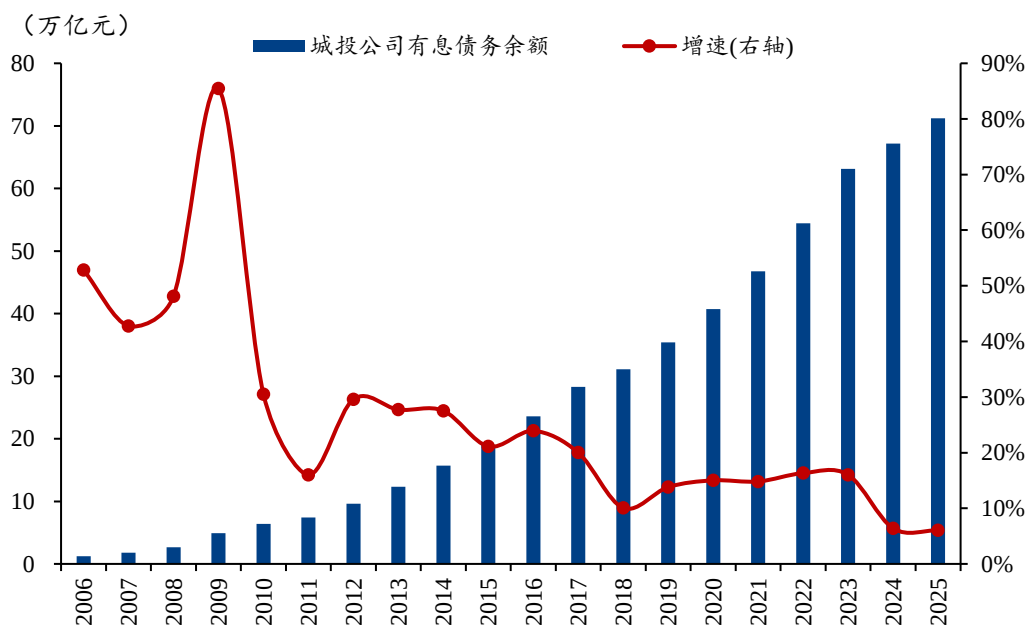
一、城投化债取得积极成效，债务风险缓释

城投公司财务报告可作为观察地方隐性债务化解进展与市场化转型成效的重要参考。据企业预警通统计，截至 2026 年 6 月底，已有 3055 家公开发过债的城投公司披露 2025 年财务报表。为保证数据的准确性与可比性，我们对城投公司做了筛选，一是剔除母公司同为发债城投的发债子公司，即母子公司同为城投公司的情况下，只保留母公司作为样本；二是为了数据可比，筛选出有同期可比数据的“样本城投”。经过上述数据处理后，共选择 2168 家城投公司数据。为避免不同年度样本城投公司数据缺失的影响，更多采用中位数进行跨年度比较。

总体来看，自一揽子化债政策实施以来，城投债务风险总体缓释，体现为三个方面：城投债务总量扩张速度趋缓、债务结构优化、成本压降效果明显。

第一，债务总量扩张速度放缓，城投公司有息债务增速降至近十年较低水平。城投有息债务涵盖银行贷款、债券融资、非标融资等主要融资渠道，对应财务报表中的短期借款、长期借款、应付债券、长期应付款、租赁负债等科目。根据企业预警通数据对公开发债城投公司的统计，2025 年末，全国城投公司有息债务（已剔除因母子公司合并财务报表而重复计算的部分）规模合计达到 71.2 万亿元，增长 6%，增速自 2016 年（当年增速为 23.8%）以来大幅回落。一方面，在化债政策约束和新增融资收紧的作用下，城投债务扩张势头明显趋缓。另一方面，基建投资增速放缓、项目融资需求减少，也带动债务增长放缓。

图表1：2025 年城投公司有息债务余额增速继续放缓



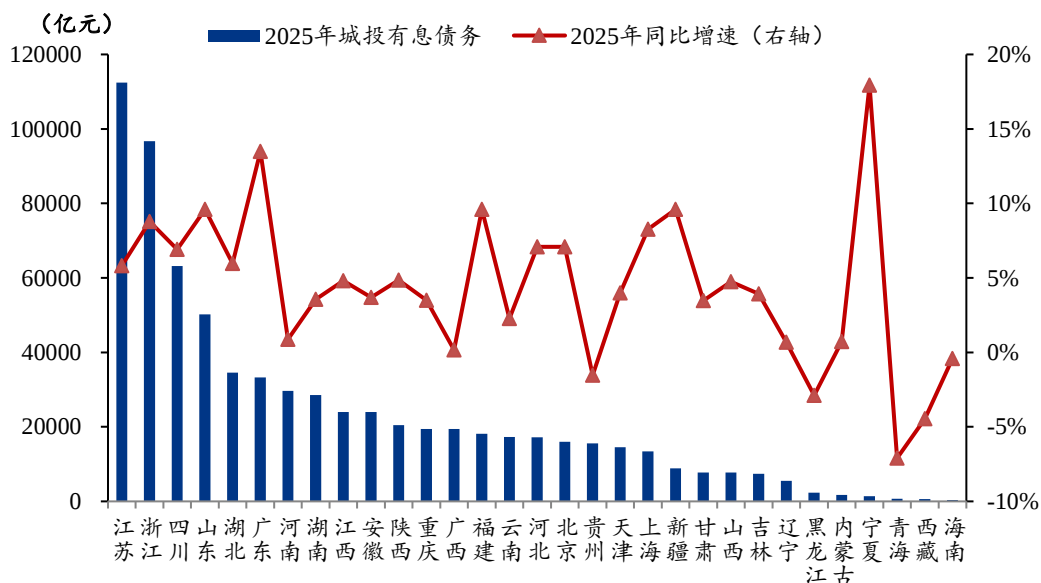
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

分省份看，经济大省的城投承担较多的投资建设任务，债务增速相对较快；而重点化债省份城投有息债务增速明显低于全国增速。2025 年末，江苏、浙江、四川、山东城投有息债务余额位居全国前四位，分别达 11.2、9.7、6.3、5.0 万亿元，增速分别为 5.8%、8.8%、6.9%、9.6%。经济大省依托经济实力和资源禀赋优势，继续承担城市基础设施投资和公共服务设施建设任务，同时开展更多市场化经营性项目。而在化债约束下，12 个重点化债省份城投有息债务合计增长 1.9%，低于全国增速 4.1 个百分点。其中，除了宁夏以外，多数重点化债省份增速均慢于全国；其中，贵州、黑龙江、青海的城投有息债



务余额分别下降 1.5%、2.9%、7.1%；宁夏城投有息债务余额增长 17.9%，主因省级平台加大国企战略性重组力度，国有资本运营集团债务增长较快。

图表2：2025 年各省份城投有息债务余额及其增速

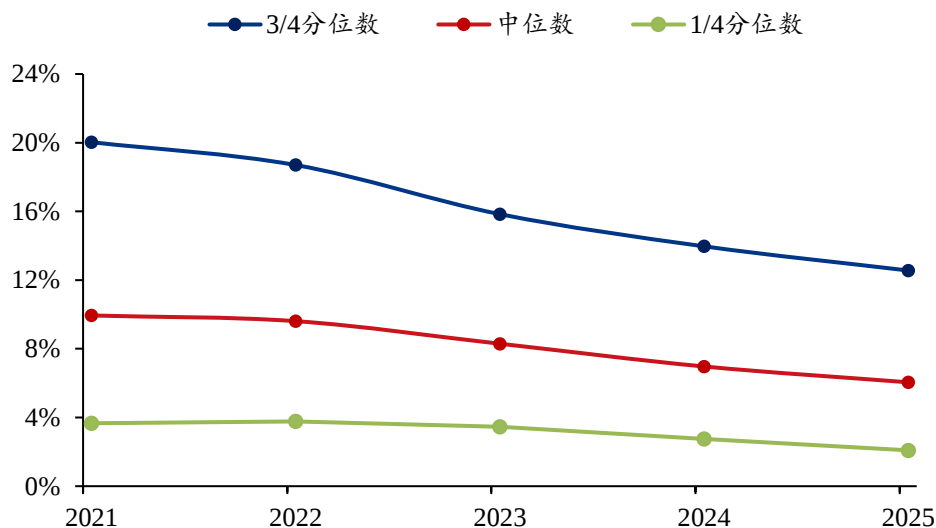


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第二，城投债务结构优化，有息债务中非标债务占比下降较快，高风险债务不断化解。从全国看，2025 年末，城投有息债务中，贷款占比为 65.7%，债券、非标、其他债务占比分别为 22.6%、7.6%、4.1%。与 2024 年末相比，债券、非标占比分别下降了 1.6 个百分点、1.2 个百分点，贷款占比上升了 1.9 个百分点。非标债务（主要是定向融资、信托计划等）因融资成本高、付息压力大，且容易滚续形成“利息本金化”问题，是城投债务风险的重要来源。2025 年末非标债务规模为 5.4 万亿元，较 2024 年末下降 3.3%；非标占有息债务比重的中位数降至 6.1%，下降 1 个百分点。在一揽子化债政策推动下，城投公司“疏堵结合”压降非标债务。一是严格控制平台新增高息债务融资，严控通过定向融资、信托计划等渠道新增融资；二是对存量高息非标债务进行置换，对纳入隐性债务的部分使用再融资专项债券进行置换，对未纳入隐性债务的非标债务通过银行贷款置换、债务重组、AMC 收购等方式实现风险缓释。



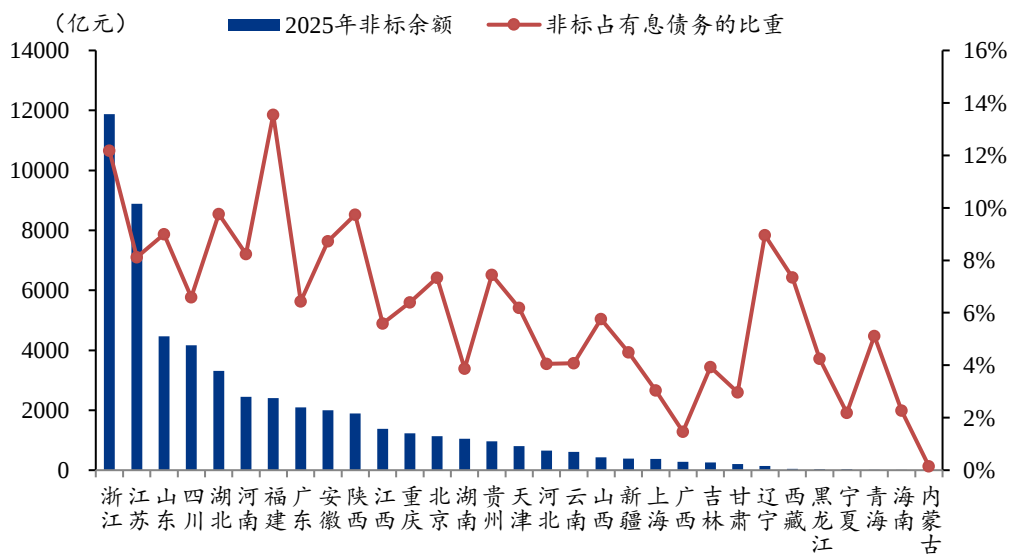
图表3：2021—2025 年城投公司非标债务占有息债务的比重



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

分省份看，2025 年多数省份的城投非标债务实现压降，有 23 个省份城投非标债务余额负增长。经济大省城投非标债务规模较高，东部部分经济大省非标债务逆势增长。2025 年浙江、福建非标债务规模分别增长 24.7%、10.3%，占有息债务的比重达 12.2%、13.5%，在全国处于较高水平。这是由于经济大省财政实力稳健，城投经营效益尚可，非标债务虽然成本相对较高，但投资者认可度较高；非标融资相较于银行贷款，资金审批快、使用限制少，经济大省区县级城投更加倾向于非标融资。化债重点省份非标债务化解成效显著，天津、云南、广西、宁夏城投非标降幅较大。2025 年末，12 个重点化债省份的非标债务合计 4517 亿元，下降 18.3%，降幅高于全国 15 个百分点。其中，重庆、天津、云南、广西、宁夏的城投非标债务压降幅度较大，分别较 2024 年下降 9.9%、28.6%、36.4%、48.8%、63%；非标债务占有息债务的比重分别较 2024 年下降了 0.5 个、2.9 个、2.8 个、1.4 个、4.8 个百分点，存量高风险债务化解成效明显。

图表4：2025 年分省份城投公司非标债务及其占有息债务的比重



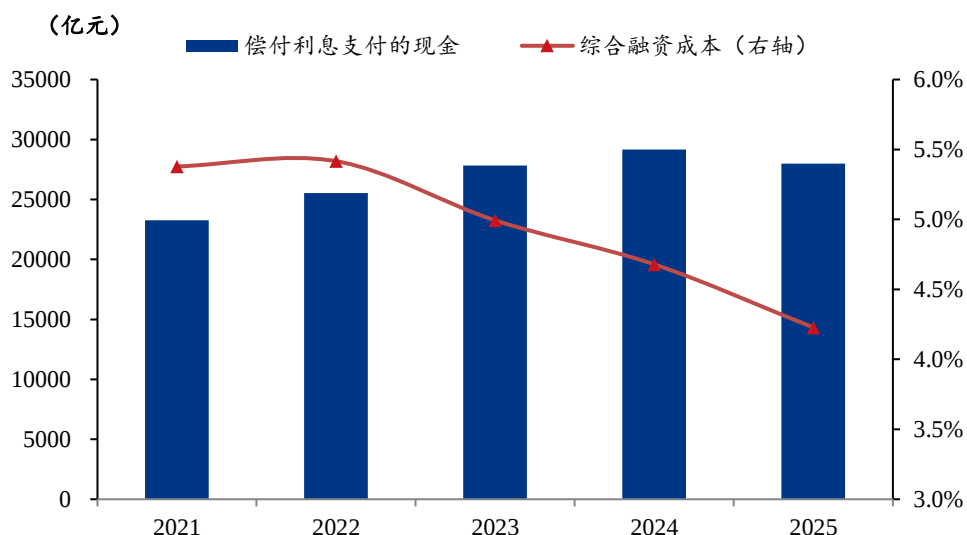
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



第三，融资成本压降效果明显，付息压力有所减轻。考虑到城投公司盈利水平不高，股东分红规模很小，现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”主要计量的是城投债务利息支出规模，可计算其与有息债务余额的比值估算城投平台综合融资成本。从全国看，城投平台平均融资成本连续三年下行。2025 年，样本城投的平均年化融资成本已降至 4.23%，较 2024 年下降了 0.45 个百分点，较 2022 年下降了 1.19 个百分点。融资成本下降受益于市场利率走低、非标债务压降，城投付息支出压力得到一定缓解。

分省份看，天津、甘肃、重庆等重点化债省份融资成本降幅较大。2025 年，重庆的城投综合融资成本居全国首位，达 4.85%，高于全国 0.62 个百分点。除了西藏以外，各省份城投综合融资成本都有所下降。天津、甘肃、重庆等地城投综合融资成本降幅较高，降幅分别达 1.85、1.27、0.87 个百分点；上述地区城投高成本融资较为集中，在金融机构化债政策支持下，融资成本降幅更为明显。而吉林、贵州、云南等省份城投融资成本改善幅度有限，原因在于：一方面是地方城投资产质量不佳，存量债务融资成本较高，而且非标违约风险频发，非标接续困难；另一方面是地方金融机构抗风险能力不足，对城投公司债务置换的支持有限，融资成本居高不下。

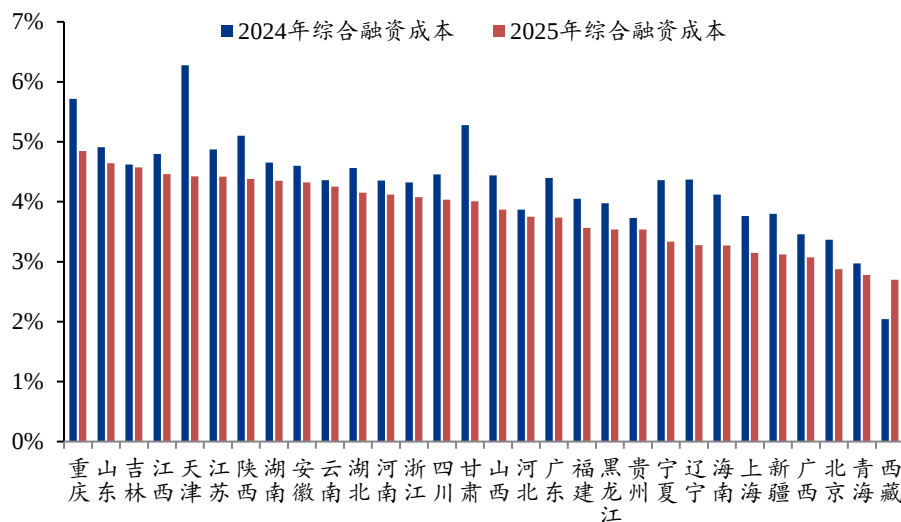
图表5：2021—2025 年城投公司付息支出和综合融资成本下降



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表6：2025 年分省份城投公司综合融资成本与 2024 年对比



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院（注：内蒙古披露数据的城投公司数量较少，未计算指标）

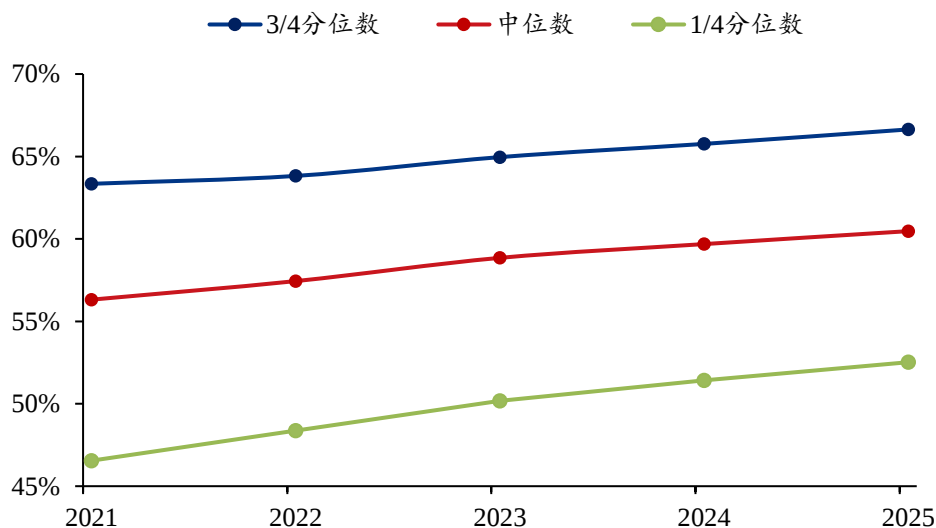
二、城投化债仍面临诸多挑战，债务压力仍存

自一揽子化债政策实施以来，城投债务扩张速度明显放缓，高风险债务逐步得到化解。但当前城投偿债仍面临多重挑战：**城投存量债务规模居高不下、债务短期化风险突出**，加大了债务偿还压力；而**外部融资渠道偏紧、内部造血能力偏弱**，导致了偿债资金来源不足，债务压力仍存。

第一，城投债务存量规模依然庞大，城投隐性债务化解仍需攻坚。城投平台长期承担地方政府投资建设和融资功能，是地方隐性债务的重要载体。而城投平台债务既包括已纳入政府债务管理的隐性债务，也包括企业市场化转型后的经营性债务。为更加准确地测算隐性债务的规模，本文以公益性和准公益性业务在城投公司主营业务收入中的占比作为城投公司有息债务中隐性债务占比的估计值。据此测算，2025 年末，剔除部分经营性债务后，与政府信用关联度较高的债务规模仍有约 36 万亿元（包括已经被认定的隐性债务），仍存在较大的风险敞口。当前城投债务风险已由过去快速扩张风险转向存量债务风险，从风险趋势看有所收敛。**但城投杠杆率仍处于较高水平，资产负债率仍在上升。**2025 年，城投公司债务增速明显放缓，但总负债增速仍高于总资产增速，导致城投杠杆率继续上升。2025 年城投公司资产负债率中位数为 60.5%，较上年上升 0.8 个百分点。



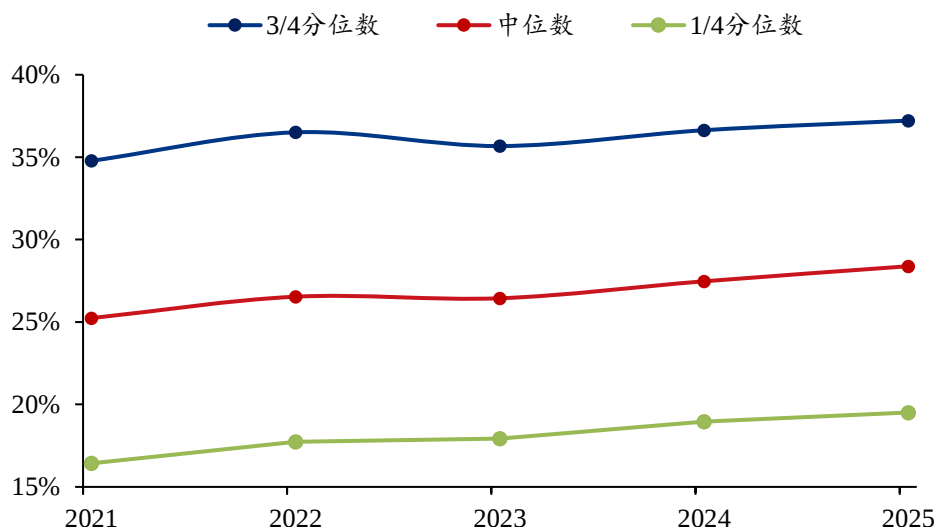
图表7：2021—2025 年城投公司资产负债率分布结构变化



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第二，城投债务短期化风险突出，流动性压力仍待缓解。其一，短期债务占比持续上升。2025 年样本城投短期债务增长 9.8%，高于总负债增速，短期债务占全部有息债务的比重为 27.6%，较上年提高 1 个百分点；从中位数看，短期债务占有息债务比重的中位数达 28.4%，较上年提高 0.9 个百分点。债务结构趋于短期化，加大短期偿债压力。在监管趋严背景下，城投公司举借长期债务面临不确定因素较多，融资难度较大，因此城投公司转向短期借款实现债务滚续，导致有息债务中的短期债务占比逐年上升。其二，城投公司现金短债比下滑。2025 年城投现金短债比中位数仅 0.35，仍处于相对偏低的水平。城投公司现金储备远不足以覆盖短期债务，短期流动性风险仍需警惕。债务短期化使得城投可能面临更为频繁的债务集中到期压力，加大偿付压力。

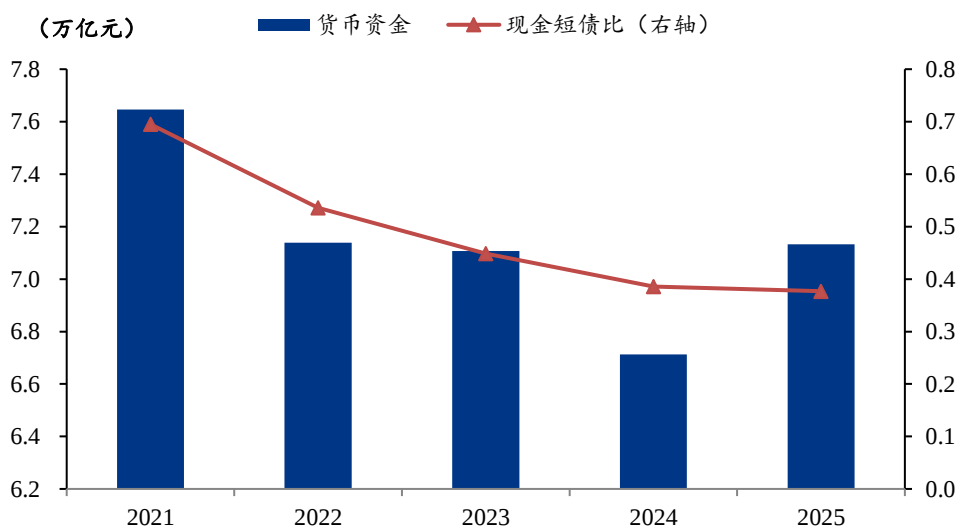
图表8：2021—2025 年城投公司有息债务中的短期债务占比上升



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



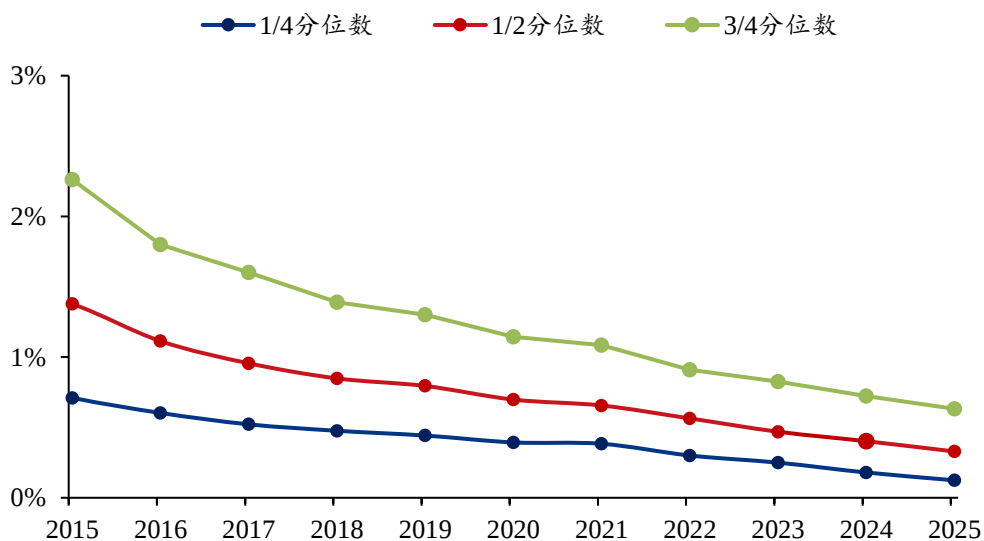
图表9：2021—2025 年城投公司现金短债比持续下行



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第三，城投内生造血能力持续弱化，盈利水平仍处于下行通道。一是城投净利润连续四年下滑。2025 年样本城投主营业务收入下降 1.6%，连续两年负增长；净利润下降 22.7%，自 2022 年以来已连续四年下滑。城投实现账面盈利主要依靠政府补助，若剔除政府补助，样本城投企业已连续四年亏损。近年来部分城投企业净利润持续下滑甚至出现账面亏损，直接侵蚀净资产，削弱了债务的安全垫。其二，城投资产收益率持续走低。2025 年，城投净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）中位数分别降至 0.8% 和 0.3%，盈利能力持续走弱。每百元资产仅能产生不足一元的净利润，存量资产回报水平极低，远不足以支撑庞大的债务付息需求。

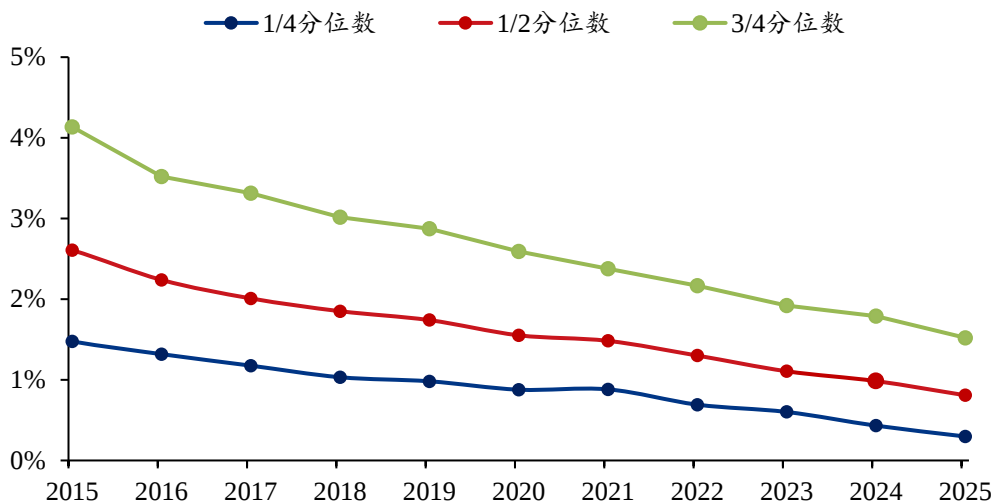
图表10：2021—2025 年城投公司净资产收益率（ROA）变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院



图表11：2021—2025 年城投公司净资产收益率（ROE）变化情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第四，城投外部融资能力尚未修复，经营现金流净额边际改善主要源于支出收缩。从整体看，2025 年城投公司现金流净额由负转正，城投公司三大现金流净额合计从 2024 年的-0.6 万亿元回升至 2025 年的 0.3 万亿元，现金流净额自 2022 年以来首次实现由负转正。

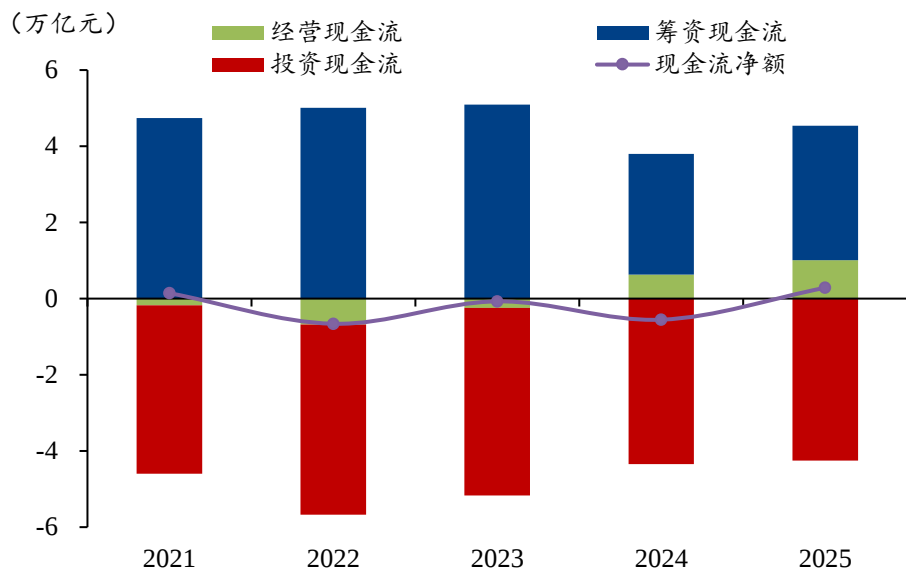
其一，筹资现金流较多依赖政策支持，外部融资功能尚未恢复。2025 年筹资活动现金净流入 3.5 万亿元，较 2024 年低基数回升 0.4 万亿元，但规模仅相当于 2023 年高点的 70%。当前城投融资主要依靠金融机构债务置换、展期降息等化债政策工具推动，属于政策性外力支撑，而非城投自身市场化融资能力的恢复。从公开市场看，城投市场化融资渠道仍未恢复，城投债券净融资连续两年为负。2025 年城投债券净融资为-5907 亿元，主要源于监管趋严下城投公司外部融资依然偏紧。一旦政策支持力度减弱，城投再融资压力或将加剧。

其二，经营现金流净流入边际改善，主要源于支出收缩。2025 年城投经营活动现金流净额达 1.0 万亿元，净流入规模较 2024 年扩大 0.4 万亿元，主要源自经营活动支出减少，而非经营收入增长驱动的内生性改善，即“少花钱”而非“多赚钱”。从流入看，城投公司销售商品、提供劳务收到的现金流入规模基本持平。从流出看，城投公司购买商品、接受劳务支付的现金流出规模减少 0.6 万亿元，主要受土地平整和基建项目支出减少影响；支付职工现金等其他经营活动现金流出略有增加。

其三，投资活动现金净流出规模连续三年收缩。城投公司投资现金净流出 4.25 万亿元，规模较 2024 年减少 0.1 万亿元。自 2023 年以来，投资活动现金净流出规模连续三年出现收缩，与公益性项目投资、房地产投资强度大幅下降有关，还与部分城投企业大力处置资产回收现金有关。

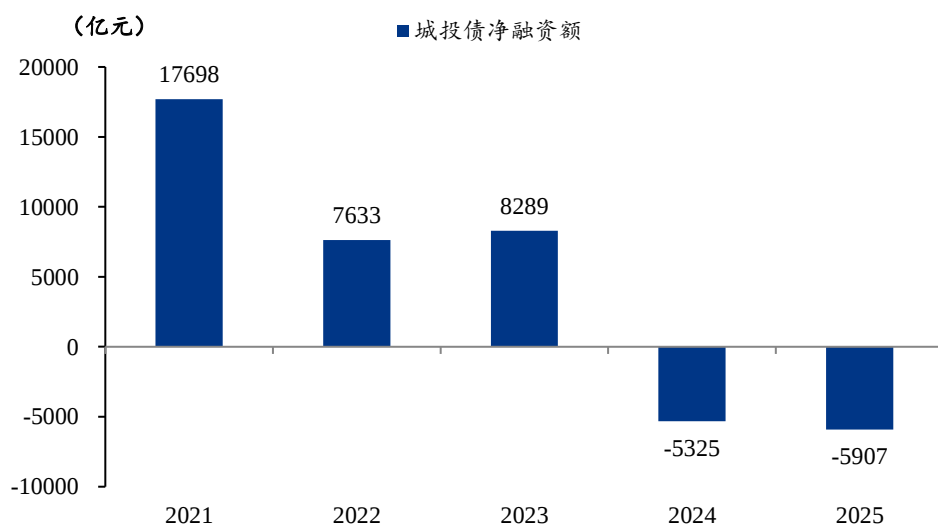


图表12：2021—2025 年城投公司三大现金流净额的变化



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

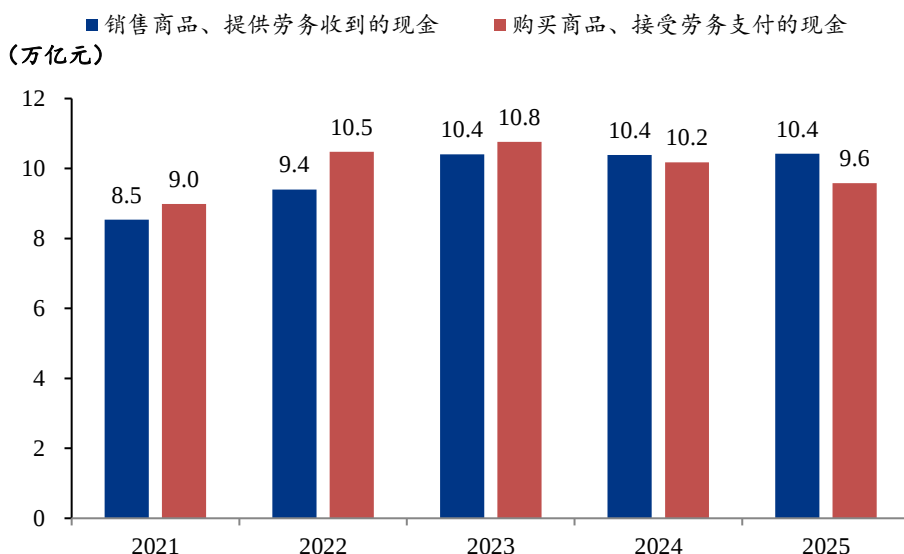
图表13：2025 年城投债净融资额连续两年为负



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表14：2021—2025 年城投公司经营性活动现金流入和流出金额



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

三、总结与建议

当前城投债务风险正在缓释，但这一缓释更多体现为政策支持和自身投资经营活动收缩的共同结果，而非城投自身偿债能力的根本性修复。一方面，化债政策持续推进，城投非标债务加快压降、债务结构明显优化、融资成本稳步下行，高风险债务集中兑付压力得到一定缓解，化债政策效果较为显著。另一方面，也要看到，城投投资活动和经营活动同步收缩，是当前债务增速回落、现金流边际改善的重要原因。换言之，风险缓释在相当程度上依赖城投“少投资、少举债、少花钱”，而非经营性现金流的内生性增强。若城投自身长期缺乏稳定的造血能力，未来偿债基础仍不牢固。中长期看，存量债务的最终消化，仍需依靠城投自身经营产生的稳定现金流和持续盈利能力，而非单纯的展期和置换所能解决。

下一阶段城投化债思路有必要从短期避免流动性风险、中期推动城投形成稳定的现金流、长期深化投融资体制机制等方面入手。短期以防风险为主，继续用好债务置换和清欠等手段，防止城投流动性风险反弹。中期以提升城投资产收益率为目标，推动城投形成可持续的经营性现金流和利润来源，逐步降低对政府的依赖。长期以制度建设为基础，将城投债务纳入地方债务统一监管体系，深化地方政府投融资体制改革，从源头上遏制新增隐债风险，真正实现城投债务的可持续。

一是分类推进存量城投债务重组，降低高成本债务压力。对银行贷款，支持金融机构通过展期、调整还款计划等方式缓解城投的短期偿债压力；对非标债务，推动通过银行贷款置换、金融资产管理公司（AMC）通过债务重组等方式逐步压降高风险债务。地方政府应结合债务风险状况，将金融债务压降、高息债务压降、“双非”债务（主要是非持牌金融机构的非标准化债务）压降等任务分解到具体平台和年度计划，避免简单展期掩盖风险。

二是加快推进政府拖欠账款清理，释放城投被占用的经营现金流。当前地方政府拖欠城投工程款和代建款问题仍未系统性解决，不仅直接挤占了城投的现金流，还容易传导至城投供应商形成连环拖欠。应抓住专项债券用于清欠账款的政策窗口期，建立城投拖欠账款清单，优先利用化债腾挪出的财政空间和债券资金，集中清偿或置换历史拖欠



工程款和代建款。对已纳入隐性债务化解范围的项目，确保化债资金优先拨付至对应城投企业；对已完工的存量政府投资项目，积极争取专项债券清欠额度，加快推进项目竣工决算和财务决算，加快资金拨付进度，避免“项目完工、账款悬空”；对在建项目，严格按照合同约定和工程进度及时拨付工程款，防止形成新的拖欠。

三是提高存量资产经营效率，增强自主偿债能力。加快推动优质经营性资产注入，将公用事业、产业园区运营、特许经营权等具有稳定现金流的资产依法注入城投，完善市场化业务布局。全面梳理土地、园区、厂房、保障性住房、市政设施、特许经营权等存量资产，建立可经营资产清单，综合运用资产证券化、基础设施 REITs、资产出租、股权合作、市场化转让等多种方式，提高资产流动性和收益水平，巩固偿债能力基础。

四是健全城投债务和国有企业债务管理长效机制。建立财政、国资、金融监管、发改等部门协同管理机制，将政府债务、城投债务和国有企业债务三类债务纳入统一监测和风险评估体系，实现数据共享、风险共判、处置协同。完善重大融资事项联合审核制度，对城投企业重大融资行为实行前置审核和穿透式监管，防止风险跨主体、跨市场、跨区域传导。“一企一策”制定债务风险应急处置预案，明确风险触发条件、处置流程和资金来源，确保风险早发现、早报告、早处置。

五是深化地方政府投融资体制改革，根据项目的收益特征和投资周期匹配相应的资金来源，形成国债、地方一般债、地方专项债、城投债各司其职的格局。对于纯公益性项目，使用财政资金予以保障，其中全国性、跨区域项目由国债保障，对于地方无收益的项目由地方一般债保障、对于地方有一定收益的项目由地方专项债保障（鉴于合格专项债项目越来越少，该部分从长期看宜控制新增规模）。城投企业原则上不再承担纯公益性项目建设，重点参与具有一定经营收益但社会资本参与不足的经营性项目，采取市场化融资方式，从源头减少政府隐性债务形成。对于城投参与的有一定经营收入但收益偏低的准公益性项目，要完善参与机制，包括明确政府出资比例与偿债责任、提供投资补助或运营补贴资金的方式等问题。此外，地方政府加大力度开展城投战略重组，打造高能级的投融资主体，将分散的城投、交投等国有资产归总组建综合型国有资本运营公司，提高信用评级和融资能力。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，CFA，FRM，2021 年 4 月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com