2026 年 11 月 18 日

化债背景下，城投企业的产业转型路径与信用展望

文/肖玮

关键要点

- 经过十余年的化债进程，中国地方政府与城投的债务界线逐步厘清，城投企业步入“退平台”与市场化转型冲刺阶段，面临着定位转型的普遍需求。
- 产业投资是城投企业最主要的市场化转型路径之一，具体方式包括产业园区建设、股权投资、产业基金投资等，城投企业在进行产业投资时面临着复杂的风险管理要求。
- 展望未来，债券市场对城投企业的定价逻辑正转向深度聚焦企业自身经营基本面与区域产业生态支撑度，不同区域及功能属性城投企业的信用质量将迎来深层次分化。

一、城投企业在化债进程中的定位变化

近十余年来，中国政府通过“开前门”，持续规范地方政府举债融资机制，不断提升地方政府发债自主性以及债券品种多样性，并通过提高地方政府债务限额、安排新增地方政府专项债专用于化债等方式加大化债力度；同时，进行“堵后门”，严禁新增地方政府隐性债务，逐步剥离城投企业的政府融资平台职能，并对城投企业实施分类差异化融资管控。根据政策计划，2027 年 6 月末为城投企业“退平台”的截止时点，达标主体移出监管名单后，将彻底剥离政府融资职能，逐步转型为市场化经营的国有企业。

图 1　中国政府化债进程概览



数据来源：公开信息，大公国际香港整理

2014 年及以前，中国地方政府债券发行经历了“代发代还”、“自发代还”、“自发自还”试点等模式，地方政府发债自主性逐步提升。2014 年，国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），明确了政府和企业的债务责任，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，以做到“谁借谁还、风险自担”，划清政府与企业债务界限；同时，提出加快建立规范的地方政府举债融资机制，赋予地方政府依法适度举债权限。2014 年，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还；2015 年，随着第一次修订后的《中华人民共和国预算法》生效，经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。自此，省级政府全面实现自主发债，城投企业也逐渐淡化其为地方公益性事业融资的职能定位。

2017 年 4 月，财政部发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号），全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，并要求融资平台公司在境内外举债融资时，应当向债权人主动书面声明不承

担政府融资职能，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务，进一步划清地方政府债务与企业债务界线。2017 年 7 月，中共中央政治局召开会议首次正式提出“隐性债务”概念，表示“坚决遏制隐性债务增量”，自此，“化解隐性债务”成为城投企业在经营与融资过程中必然面临的核心议题。同期，财政部联合相关部委先后发布《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号）、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号）、《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财预〔2018〕28 号），分别在土地储备、政府收费公路、棚户区改造领域开展专项债试点，以规范的地方政府债券替代原有的平台融资行为。

2018 年，《地方政府隐性债务问责办法》印发；同年，中国财政部全口径债务监测平台系统上线，全面摸底排查中国地方政府隐性债务规模。

2023 年，国务院办公厅向各地方政府印发《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35 号，以下简称“35 号文”），将地方国有企业分类为“地方政府融资平台”、“参照地方政府融资平台管理的国有企业”以及“普通国有企业”，对不同类别企业的融资实施严密的分类管控。

2024 年 8 月，央行、财政部、发改委、证监会联合发布《关于规范地方政府融资平台公司退出的通知》（银发〔2024〕150 号，以下简称“150 号文”），以 2027 年 6 月底为时限，要求所有地方政府融资平台完成退出清零，剥离政府投融资职能，转型为市场化经营主体。2024 年起，财政端工具发力，“6+4+2”化债方案开始实施：2024 年 11 月，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元（2024~2026 年，每年 2 万亿元）地方政府债务限额置换存量隐性债务；从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；同时，2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。上述“6+4+2”万亿元化债组合，使得中国地方政府在 2028 年之前需要消化的隐性债务总额从 2023 年末的 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，化债压力显著减轻。2024 年 12 月，国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，开展专项债券项目“自审自发”试点，对部分试点地区下放专项债券项目审核权限，并于 2026 年继续扩大“自审自发”试点范围。

短期来看，中国地方政府的化债进程通过拉长债务期限、降低债务成本，缓释了政府债务集中偿付的压力；长期而言，通过适度放开地方政府举债权限，甄别、置换以及严控新增隐性债务，厘清政企债务边界，“开前门”与“堵后门”双管齐下，推动建立起权责清晰的地方债务管理长效机制。在化债大背景下，城投企业过往依赖地方政府信用背书、替政府承担公益性项目融资的模式已难以为继，剥离政府融资职能、向市场化主体转型成为必然出路；但同时，受限于自主经营的经验积累及区域产业生态等客观条件，城投企业在转型过程中也不可避免地面临新的经营挑战与风险管理阵痛。

二、产业投资主要路径与风险识别

在过去，城投企业的传统业务高度集中于基础设施代建、土地开发整理等板块，主要依靠与政府部门签订委托代建协议、政府购买服务协议以及获取财政补贴实现账面收入与利润。中国国有土地使用权出让收入自 2021 年达到 8.71 万亿元[1]峰值后持续下行，2025 年降至 4.15 万亿元[2]，地方政府依靠土地出让收入拨付城投代建、土地整理等项目款项的资金空间显著压缩；在“35 号文”与“150 号文”的监管框架下，城投企业完成退平台验收有明确的债务整改要求，后续进一步打通新增融资渠道，还须满足城建类收入与资产占比、政府补助占净利润比重等财务约束指标。传统城建业务规模收缩与融资监管指标促使城投企业迫切需要培育市场化经营性业务。在实践中，围绕地方产业链布局开展产业投资是最为常见的转型路径，具体方式包括产业园区建设、股权投资、产业基金投资等。城投企业往往会综合应用多种方式，而不同方式也伴随着差异化的财务与经营风险。

（一）产业园区建设

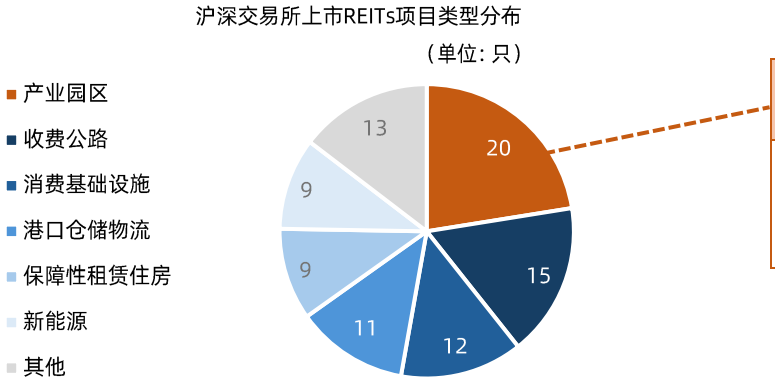
产业园区建设是各地方推动产业升级、开展招商引资的重要载体。由于产业园区前期开发与传统城投业务具有一定相似性，同样涉及土地开发整理、厂房及配套工程建设等环节，因此，城投企业以产业园区开发运营作为转型切入点，具备较高的业务延续性与可行性。转型后的产投或园区运营主体一般结合地方产业规划建设园区，并通过厂房租赁与销售、物业管理、人才公寓或投融资服务等多元化运营手段获取市场化的收入。头部产业园区运营主体的业务甚至突破属地限制，实现跨省市的园区建设，例如武汉东湖高新集团与省外企业合作建设的重庆两江新区半导体产业园、上海湾区东湖国际创新中心等。目前，城投转型企业已逐步迈入中国产业园区建设与运营的主力梯队。在 2023 年火花 S-Park 中国产业园区排名中，前 10 名有 9 名均为地方国有企业；2026 年，中指研究院发布的中国产业园区运营

[1] 数据来源：中国财政部，https://gks.mof.gov.cn/tongjishuju/202201/t20220128_3785692.htm
[2] 数据来源：中国财政部，https://gks.mof.gov.cn/tongjishuju/202601/t20260130_3982923.htm

商综合实力排名前 10 中，有 5 家是地方国有企业。在这些地方国有企业中，不乏依托原有城投业务基础转型的典型代表，包括济高控股、苏高新集团等。

然而，城投企业在进行产业园区建设时，直接面临资金投入规模大、回报周期长、招商及收益不确定性高等痛点。一方面，产业园土地整理、配套基建等前期工程需要大额资本开支，而园区建成后，租金与服务费等现金流的培育周期漫长。相比之下，城投企业债务多为 3~5 年期的银行贷款或信用债，短债长投造成的期限错配突出，使得大量园区项目需要依赖外部滚续融资。只有少量运营成熟、现金流充沛的优质产业园区能够通过发行公募 REITs 实现资产盘活和债务结构优化。截至 2026 年 10 月 5 日，在沪深交易所上市的 89 只公募 REITs 中，底层资产为产业园区的 REITs 共计 20 只，总规模约 329.85 亿元，相对于全国庞大的园区存量资产而言，可通过 REITs 实现退出的比例仍然十分有限。另一方面，地方政府往往对产业园设定企业入驻数量、产值、税收等考核指标，但园区招商引资受制于区域区位、交通物流、上下游配套及营商环境等客观因素；部分欠发达区域或同质化竞争严重的园区建成后入驻率偏低，厂房空置率高，实际租金水平低于可研测算水平，直接导致项目内部收益率大幅下修，甚至沦为低效闲置资产。

图 2　沪深交易所上市 REITs 情况



项目	只数	规模（亿元）
产业园区 REITs	20	329.85

数据来源：Choice，截至 2026 年 10 月 5 日，大公国际香港整理

（二）股权投资

在产业股权投资领域，城投企业转型产投的实践主要分为两类路径：一是，在一级市场上对未上市主体的产业直投；二是，在二级市场上对上市公司的股权并购，两类模式的战略目标、业务特征存在显著差异，均会面临跨界投资的管理风险，同时投资行为也会改变报表结构，对财务指标形成扰动。

在一级市场产业直投方面，城投企业主要围绕地方重点培育的战略性新兴产业，直接向未上市科技型、成长型企业注资，践行“以投带引”模式。近年来，国有资本通过股权直投实现产业导入与财务丰厚回报的案例持续涌现，例如合肥产投投资的长鑫科技、武汉高科投资的禾元生物等，为城投企业向产投转型提供了示范效应。直投模式的优势在于决策链条较短、响应速度快，能够精准支持地方重点招商项目并博取较高资本溢价。但相较于组合投资的产业基金，单一项目早期直投的风险分散度低，对城投企业自身的产业研判、尽职调查及专业投后赋能能力要求极高。不少城投企业缺乏风险投资团队，为完成招商任务盲目投资技术路线尚未成熟或市场竞争激烈的标的，一旦企业经营恶化便面临本金大额损失风险。典型如哪吒汽车，多个地方国有资金通过直投等方式先后对其投入共计近百亿元资金，最终因标的企业经营不善，投资面临难以回收的局面。

在二级市场上市公司股权并购方面，城投企业的核心诉求除了产业协同、获取投资回报外，往往还在于通过并表成熟上市企业，迅速做大市场化营业收入与资产规模，以优化财务指标、满足公开市场发债的监管要求。但与产业直投类似，跨行业并购极易因城投企业缺乏实业管理经验而出现投后整合失败与内部控制盲区，被收购方潜藏的历史财务造假、违规对外担保及未决诉讼均可能转化为城投企业的或有负债风险。此外，由于上市公司受到严格监管，其账面资金独立运作，城投企业母公司难以随意拆借或归集上市公司资金，极易出现合并报表层面的账面资金充裕但母公司流动性吃紧的现象，掩盖真实的流动性风险。

从财务报表准则来看，城投企业开展股权直接投资，需根据对被投资方的影响程度及持有意图，分别计入金融资产、长期股权投资或进行并表，进而对财务表现产生差异化影响。参股型投资方面，若计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，标的估值下跌将直接造成公允价值变动损失；若作为具有重大影响的联营企业计入长期股权投资并采用权益法核算，标的企业经营亏损将直接侵蚀城投企业的当期投资收益。控股型并购方面，被收购方的收入与利润虽能直接增厚城投企业的合并报表规模，但溢价并购往往伴随巨额商誉；若收购后标的业绩变差或未达业绩承诺，大额商誉减值将严重吞噬城投企业合并报表利润。

表 1　城投企业跨界并购上市公司股权典型案例

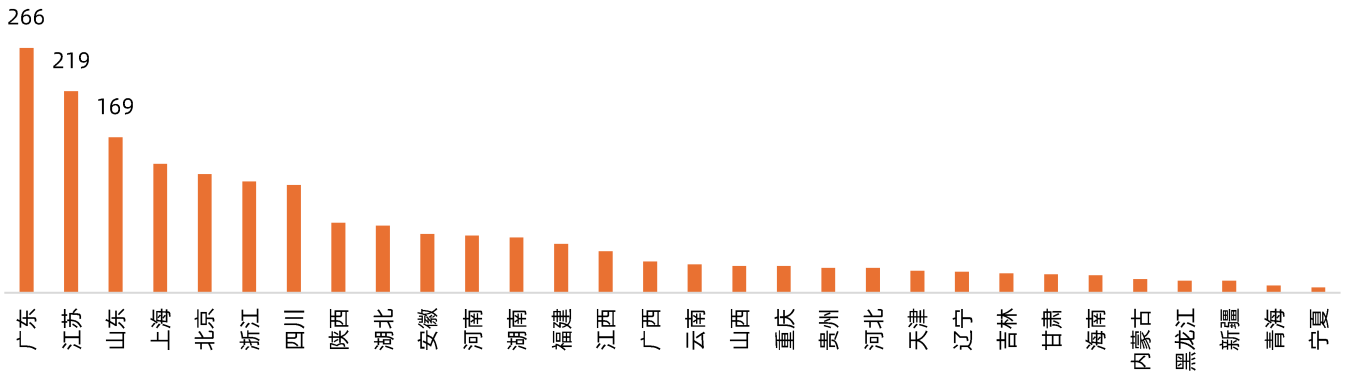
买方	收购标的	标的公司 主营业务	收购年份	标的对价 (亿元)	形成商誉 （亿元）	并购后关注事项
湖北某城投	易事特	UPS 等功率电子装置的研发、生产、销售和服务	2026 年	24.37	未披露	收购标的近年营业收入和净利润存在较大波动；由于年度报告虚假记载事项，面临较大金额诉讼纠纷
广东某城投	世运电路	各类印制电路板的研发、生产及销售	2024 年	33.94	23.19	收购标的涉及领域与买方原主营业务板块行业跨度较大，买方存在一定管控压力
江苏某城投	康欣新材	集装箱底板等木质复合材料以及营林造林和种苗培育、销售	2019 年	10.60	4.67	2026 年 4 月，康欣新材及相关责任人员收到监管警示函，公司 2016 年至 2021 年期间存在虚增营业收入、利润总额的情形，反映出股权收购后的内部控制盲区

数据来源：公开信息，大公国际香港整理

（三）产业基金投资

国资背景在私募基金投资领域举足轻重。根据清科研究中心统计，在 2025 年新募人民币基金中，国资背景有限合伙人（LP）披露的出资金额占比高达 85.5%，是中国股权募资市场重要支撑；在中国证券投资基金业协会登记的股权投资基金管理人中，国资控股、参股管理人的基金管理规模占比已从 2014 年的超五成上升至 2025 年的超八成，其中，国资控股管理人的管理规模占比由 2014 年的 20%以上大幅上涨至 2025 年的 60%以上。从区域集中度来看，地方国有私募基金管理人主要集中在广东、江苏、山东、上海、北京、浙江等经济与产业发达地区。

图 3　地方国有私募基金管理人数量分布（单位：家）



数据来源：Choice，截至 2026 年 10 月 5 日，大公国际香港整理

参照成熟国资基金的运作经验，城投企业在进行产业基金投资时，一般有以下三种方式：一是作为 LP 对基金进行投资，获得投资收益，投资资金来源一般包括城投企业自有资金、财政引导资金等；二是作为普通合伙人（GP）对基金进行管理，城投企业能获取管理费及业绩报酬收入；三是通过参股基金管理公司，获得收益。以上三种基金投资方式，各有其优劣势。

作为 LP 出资基金，能够有效撬动社会资本，并借助市场化基金管理人的投研能力实现分散投资，但城投企业作为 LP 在具体项目投资决策中的话语权一般较弱，需平衡财务回报与产业落地等多重目标，且需承担一定的管理费成本。

作为 GP 直接管理基金，城投企业能够掌握投资决策权，更好地贯彻地方产业导向，并通过收取管理费和业绩报酬增厚业务收入，但需对基金债务承担无限连带责任，且部分城投自建团队的专业能力与市场化要求有时存在差距，失败项目也更容易引发问责风险。

通过参股市场化基金管理公司的方式，则有助于城投企业绑定优质管理团队，间接分享管理收益并提升长期专业化能力，同时避免直接承担基金无限责任，但影响力相对间接，治理协调成本较高，收益相对稳定但上限有限。

在实践中，城投企业往往根据自身资金实力、人才储备和风险偏好，混合运用多种方式，以实现产业引导、风险控制与保值增值的平衡。但同时，城投企业进行私募基金投资，通常股权结构复杂，难以及时识别底层投资标的，具有透明度较低的风险。在项目退出环节，资金的回笼受到投资标的业绩完成情况、境内外 IPO 政策、市场资金活跃度等多重因素影响，对城投企业的风险管理能力形成了更加复杂的考验。

三、信用展望

随着存量隐性债务置换工作步入尾声，以及“150 号文”划定的 2027 年 6 月末融资平台退出监管名单时限日益临近，城投企业的政府融资职能将全面剥离，保留并强化其作为独立市场主体的市场化融资职能。在这一历史性变革下，近年来债券市场持续演进的“城投信仰”重估进程将进一步深化。市场对转型城投企业的信用定价逻辑，将告别过去单纯锚定行政层级、属地身份、博弈政府无条件兜底的粗放模式，全面转向企业自身经营基本面与差异化政企支持的评估框架，不同区域、不同转型成效城投企业的信用资质将迎来显著分化。

真正的市场化转型，核心在于降低城投企业对地方财政补贴和政府信用托底的依赖，建立起独立自主的商业模式与经营性现金流。但这并不意味着城投企业的转型成效可以脱离区域基本面而独立存在；恰恰相反，地方经济与产业生态的优劣，直接决定了城投企业的产业转型是否具备真实的市场化业务场景。

在经济发达、产业链完备、民营经济活跃的核心都市圈及强二线城市，区域内本身具备深厚的科研资源、成熟的上下游配套与旺盛的企业扩张需求。属地城投企业建设的产业园区能够获得真实的优质企业入驻与稳定租金回报，开展的股权投资与基金投资也更容易对接高成长性的科创标的并通过资本市场顺利实现退出闭环。此类区域的城投企业更有条件在剥离政府融资职能后，培育出充沛的内生经营性现金流，主体信用质量将保持稳健甚至提升。相反，在经济体量偏小、人口持续流出、缺乏高附加值支柱产业的欠发达区域，由于区域内缺乏真实的产业导入需求与上下游配套生态，城投企业的市场化转型将面临严峻挑战。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，大公国际香港有限公司（以下简称“大公国际香港”或“本公司”）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。大公国际香港已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的任何大公国际香港发布的信用评级，请参阅 hk.dagongcredit.com 了解最新评级行动信息和评级历史。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际香港，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。