



化债背景下山东城投企业票据逾期特征、成因与转型路径

工商部 | 王雅倩

2026 年 10 月 22 日

摘要：

近年来，山东省票据逾期余额规模持续增长，2026 年呈高位分化态势，主体数量下降但逾期余额仍处高位，风险向单户规模更大的主体集中。区域分布上，呈“青岛集中、层级下沉、评级缺失”格局。区域财政对逾期的影响主要通过债务存量压力和负债水平体现，融资端由扩张转为收缩，净融资规模下降，与票据逾期暴露高度同步。成因上，化债政策“挤出效应”、融资收紧与净融资收缩、区域财政持续承压、企业自身造血能力不足等多重因素叠加共同影响，本质是城投企业在融资环境收紧与转型期流动性矛盾的相对集中显现。展望未来，化解路径需短期纾困和长期治理协同推进。

关键词：山东城投；票据逾期；退平台；城投转型

正文：

一、山东城投企业票据逾期的现状特征

山东城投票据逾期是“青岛集中、区县下沉、余额集中”的局部流动性压力显性化，而非省级或地市级平台的系统性风险。

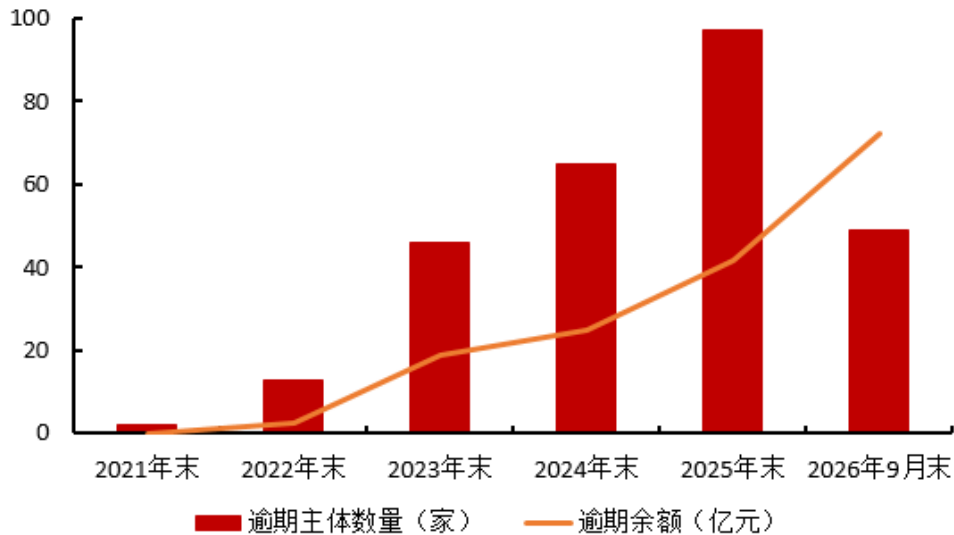
（一）规模与增长态势

山东省属于城投票据逾期案例相对集中的省份。从全国看，山东城投票据逾期主体数量长期排名靠前，截至 2026 年 9 月末，逾期主体数量约占全国 37%，逾期余额规模占比约 69%。近年来，山东省城投企业票据逾期规模持续增长，且在 2026 年高位分化。2021 年末仅个别主体存在逾期情况且逾期余额规模较小，随后逾期主体数量和逾期余额规模逐年增长，2025 年末接近一百家，逾期余额从 2021 年末的 0.08 亿元快速升至 2025 年末的 41.52 亿元，逾期规模增长较快；2026 年 9 月末逾期主体降至 49 家，但逾期余额增至 72.26 亿元，逾期主体数量与余额走势背离，表明退出逾期名单



的多为小额平台，存量逾期正向单户规模更大的主体集中。

图1 2021~2025年末以及2026年9月末山东省城投企业票据逾期主体数量及逾期余额情况¹



数据来源：企业预警通，大公国际整理

（二）区域分布与层级分化

山东省城投企业票据逾期的区域分布与层级分化特征极为鲜明，风险并非均匀散布于全省，而是高度集中于青岛市的区县级平台。从区域来看，截至2026年9月末，青岛占全省逾期余额的近九成、逾期主体数量的近六成；日照、潍坊、临沂等地虽有分布，但规模与青岛存在量级差距，枣庄、威海、济南等地仅个别主体涉及，几乎不构成全省性风险。

表1 截至2026年9月末山东省城投企业票据逾期主体数量及逾期余额分区域情况

区域	逾期主体数量（家）	逾期余额（亿元）
青岛市	29	64.57
日照市	7	2.06
潍坊市	5	2.53
临沂市	4	1.53
枣庄市	2	0.19
威海市	1	1.31
济南市	1	0.06
合计	49	72.26

数据来源：企业预警通，大公国际整理

从层级来看，逾期主体和逾期余额基本集中在区县级平台，省级、地市级平台逾

¹ 数据口径包含城投子公司，下同。

期余额规模很小，呈“层级下沉”特征。总体来看，当前山东城投票据逾期问题本质上是青岛市区县级平台的局部流动性危机，而非省级或地市级平台的系统性风险。这一格局的根源在于区县级平台财政自给能力弱、融资渠道窄，在土地财政收缩和再融资收紧背景下，自身造血不足与债务偿付刚性之间的矛盾更早体现在票据等偿付顺位靠后的品种上。青岛部分区县平台承担大量基建任务，资金沉淀于在建项目，政府回款滞后，叠加平台整合与市场化转型期的融资接续断档，流动性压力持续累积。省级、地市级仅有个别平台逾期，目前没有明显向高层级平台扩散的迹象，高层级平台信用仍相对稳健。

表 2 截至 2026 年 9 月末山东省城投企业票据逾期主体层级分布情况

层级	逾期主体数量（家）	逾期余额（亿元）
省级	2	0.05
地市级	2	0.07
区县级	45	72.14
合计	49	72.26

数据来源：企业预警通，大公国际整理

截至 2026 年 9 月末，有公开评级的逾期主体仅 10 家，剩余大部分无公开主体级别。这一结构说明风险主体中相当部分为非发债、未评级或评级缺失的区县级平台，信息披露相对不足、市场化约束相对有限，风险更易在票据等偿付顺位靠后的债务上率先暴露，监测和化解难度较大。

综合来看，山东城投票据逾期呈“青岛集中、区县下沉、评级缺失”的格局，本质是青岛市区县级平台在转型期的局部流动性压力。

（三）区域财政与债务负担

山东省城投票据逾期的区域分布以债务规模主导，与财政自给率弱相关，债务规模大、债务率高的地区，即使财政自给率不低，仍可能出现集中逾期；债务规模小、债务率低的地区，即使财政自给率偏低，逾期压力也相对有限。从逾期余额与城投有息债务规模的关系看，有息债务规模最大的青岛，逾期余额和逾期主体数量均居全省首位；有息债务规模次之的潍坊、临沂，逾期规模也位居前列；而有息债务规模较小的枣庄，逾期余额明显偏低。债务存量越大的地区，票据逾期暴露的规模也越大。从逾期余额与债务率²的关系看，债务率最高的青岛逾期余额最大，债务率较高的潍坊、日照逾期规模相对有限，整体上高债务率地区更容易出现集中逾期，尤其是青岛的“高债务率-高逾期余额”特征相对明显。财政自给率与逾期分布并未呈现明显的负

² 债务率 = 地方政府债务余额 / （一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）×100%



相关，财政自给率最高的青岛逾期最严重，财政自给率最低的临沂逾期反而较少；政府性基金收入最高的青岛逾期最多，收入较低的日照、枣庄逾期较少。高自给率地区若债务存量过大、层级分布失衡，同样可能集中暴露风险；而低自给率地区若债务规模有限，逾期压力也相对可控。

表 3 2025 年山东省部分区域财政情况（亿元、%）

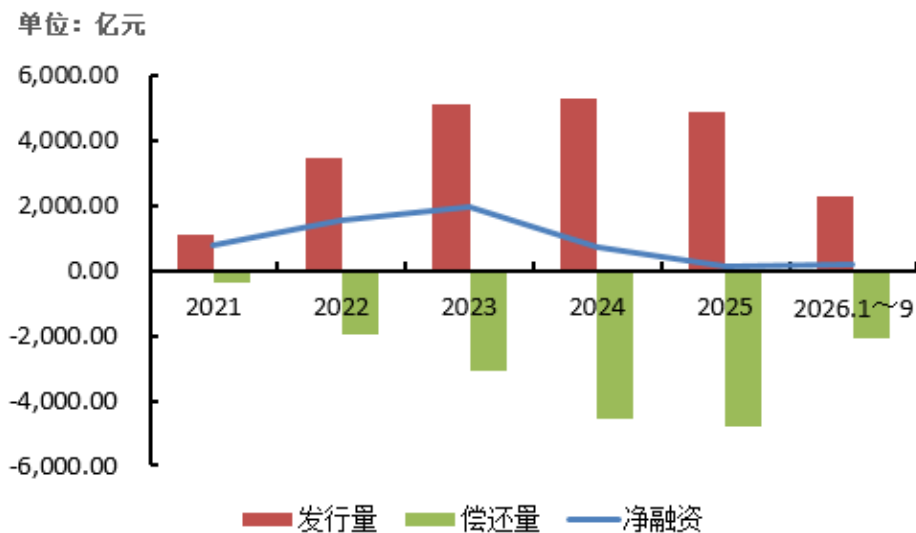
指标	青岛市	日照市	潍坊市	临沂市	枣庄市
一般公共预算收入	1,340.78	210.26	630.52	482.57	200.20
一般公共预算支出	1,718.52	317.76	909.02	1,011.00	369.33
政府性基金收入	324.65	179.29	413.14	292.19	287.24
城投平台有息债务	15,442.34	860.45	3,363.02	2,008.54	888.52
债务率	312.52	175.57	221.39	154.99	148.24
财政自给率	78.02	66.17	69.36	47.43	54.21

数据来源：企业预警通，大公国际整理

（四）融资收缩与净融资变化

山东省城投企业融资端已由扩张转为收缩，且收缩过程与票据逾期暴露高度同步。2021~2025 年，山东省城投企业发行量在前期扩张后趋于平稳并回落，偿还量则持续刚性上升，最终基本接近发行量，融资净流入规模很低。2026 年 1~9 月，净融资规模接近零，逾期主体数量有所下降，但逾期余额仍处高位，呈现“主体减少、余额集中”的分化特征。

图 2 2021~2025 年以及 2026 年 1~9 月山东省城投企业融资情况



数据来源：企业预警通，大公国际整理

发行端增长乏力，偿还端压力不断累积，净融资曲线由高位回落至零轴附近，说明平台整体资金链已从“增量补充”转向“存量消耗”。与这一过程相伴，票据逾期呈现明显的阶段性特征，净融资规模增长阶段，逾期主体和余额均较少；净融资规模开始下降，逾期主体数量与逾期余额加速上升，并在退平台集中期达到高峰，说明净融资变化是票据逾期暴露的同步乃至领先信号，票据逾期则是融资收缩最敏感的映射，在净融资增长阶段逾期少，在净融资下降阶段逾期多，票据作为兑付优先级较低的品种，率先反映平台流动性松紧。

二、票据逾期的成因机制分析

山东省城投企业票据逾期风险的相对集中暴露，并非单一因素所致，而是多重因素相互叠加、彼此强化的结果，本质上是城投企业在融资环境收紧与转型阵痛期流动性矛盾集中显现的反映。

一是化债政策的“挤出效应”。化债政策的“精准滴灌”特征在一定程度上加剧了票据逾期风险，地方政府和金融机构在化债政策框架下，优先将资源集中用于保障公开债券的兑付，而将有限的流动性从票据等债务中抽离，导致票据兑付顺位后移。票据持有人在城投企业的偿付序列中处于相对滞后地位，当企业面临流动性约束时，票据在流动性分配中优先级较低。从山东的具体情况来看，这一“挤出效应”表现得尤为突出，根源在于山东省债务体量庞大且高度集中于区县，区县级城投平台对上级转移支付和土地出让收入的依赖度极高，自身没有足够的财政资金来缓冲化债资源分配中的优先级差异，当省级化债资源有限时，区县平台在“保公开债”之后能够用于其他债务的流动性安排十分有限，因此票据被最先搁置。

二是融资收紧与净融资收缩。山东省城投债净融资规模在 2025 年大幅下降，部分地市甚至出现净偿还。融资端的持续收缩使得城投企业可用于日常运营和债务周转的现金流捉襟见肘，票据作为流动性管理的重要手段被频繁使用，一旦回款不及预期便容易触发逾期，形成了“融资越紧-票据越用-逾期越多-再融资越难”的负反馈循环。此外，在境内标准化融资渠道收窄的背景下，山东省城投被迫转向高成本渠道，进一步加重了债务负担。对于票据逾期集中的区域青岛，虽然发行规模和净融资在全省处于较高水平，但融资资源高度集中于市级平台和强区，较弱的区县平台获得的新增融资极为有限。

三是财政持续承压。票据逾期集中的地区，其所在区域的地方政府债务负担相对较重、债务偿付压力较大。对于区县级城投平台而言，其收入来源高度依赖土地出让和上级转移支付，在房地产行业深度调整的背景下，土地出让收入的不确定性显著增

加，直接冲击了平台的偿债现金流。对于财政实力较弱的地区，地方政府偿债能力对土地市场依赖度较高，而城投企业主要依赖政府回款，政府性基金收入下降进一步加大该区域城投企业偿债压力。山东是全国土地出让收入体量较大的省份，2025 年土地出让收入同比降幅较大，这一降幅传导至政府性基金预算，导致区县财政可拨付城投平台的回款规模减少。

四是企业自身造血能力不足。部分城投企业在扩张期大量依赖银行贷款、债券和票据等工具进行“滚动补血”，一旦项目回款不及预期，流动性压力便会迅速暴露。大部分城投企业经营活动现金流净额持续为负，项目投资及债务本息偿付所需资金仍主要依赖对外筹资。当外部融资环境收紧时，这一结构性短板难以通过“借新还旧”加以缓释。

三、化解路径与未来展望

山东城投票据逾期的化解，短期靠省级统筹与聚焦青岛区县的精准纾困稳住流动性，长期则取决于化债政策能否向票据等经营性债务延伸覆盖、城投能否真正建立独立于政府信用的经营造血能力。

短期应对层面，对于已发生票据逾期的城投企业，应优先通过盘活存量资产、协调金融机构续贷、争取地方政府应急资金支持等方式尽快完成逾期票据兑付，避免因持续逾期触发交叉违约。山东省已建立“省级统筹、分类施策、多元协同”的化债模式，省级层面设立山东财金企业联盟，计划发起百亿元规模的互助增信基金；部分地市作为化债试点获得较大置换债额度，并成功发行“统借统还”城投债。这些机制可为票据逾期集中区域的流动性纾困提供支撑。此外，风险化解需精准聚焦票据逾期集中的青岛市区县。以城阳区为例，在出现票据逾期情况后，城阳区政府迅速成立了化债专班，并得到省级债务平滑基金的支持，先压降最侵蚀现金流的债务，把高息债务置换或清偿，在有限的流动性中释放可用于偿付票据的空间。此外，青岛市级财政将负担较重的企业纳入纾困名单，形成一定程度的“市直管”模式，城阳区作为债务率相对较高的区域，处于这一机制的覆盖范围之内。

长期治理层面，主要依赖化债政策和城投转型。从化债政策来看，应进一步完善化债政策对不同类型债务的覆盖机制。当前化债资源更多集中于公开债券，对票据、非标等经营性债务的覆盖不足。中央经济工作会议已首次明确将地方政府融资平台经营性债务纳入重点化解范围，提出“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”。未来需在政策执行层面细化经营性债务的化解路径，避免票据持有人成为城投流动性风险的最终承担者。随着化债推进，存量债务处置政



策红利趋于收窄，化债重心转向经营性债务化解、拖欠清理及城投转型，在增量支持减弱的背景下，城投企业需更加注重自身流动性管理能力的提升。

从城投转型来看，退平台有三项条件，隐性债务清零、剥离政府融资职能、转为自主经营自担风险的市场化主体，前两项可靠置换和行政程序较快完成，而第三项难度较大。当前城投企业的短板是缺乏可独立运营的经营性资产、市场化收入来源和运营管理能力，实质转型的核心，是把运营能力植入企业组织，使资产从“持有”转向“经营”，收入从“结算”转向“创造”。具体路径包括：一是对供水、供暖、垃圾处理、停车场、公交等存量公用事业和城市服务资产进行市场化运营改造，在不改变公共服务属性的前提下，把效率提升转化为可计量现金流；二是培育“投-融-建-管-营”全周期管理能力，项目策划阶段前置运营思维，以运营收益倒推投资决策；三是资产注入必须与运营能力匹配，否则优质资产难自动变成优质现金流；四是推进治理扁平化和市场化激励，建立以经营性现金流覆盖债务本息为核心的财务约束。目前，山东省已明确“一企一策”制定融资平台改革转型方案，2025年山东省以43家城投平台退出数量位居全国前列，平台出清进程加速。但退平台不应仅是名义上的脱离，更需实质性地建立与现代企业制度相适应的治理结构和财务约束机制。

展望未来，山东省城投票据逾期的演化将取决于三个关键变量：一是化债资源的到位节奏和分配结构能否向区县级薄弱环节倾斜；二是能否培育形成替代土地出让收入的可持续财力来源，增强区县级财政的稳定性，从而改善区县级财政的基本面；三是城投企业转型的实质性进展，能否真正建立起独立于政府信用支持的可持续经营能力。在“2028年底前存量隐性债务清零”的目标约束下，山东省城投企业票据逾期风险的化解仍处于攻坚期，需要政策资源、金融机构和市场主体的协同推进。



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，本公司对这些信息的合法性、真实性、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。我们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或决策依据。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，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。