城投企业经营性债务的风险透视

公用二部|赵婧

2026 年 11 月 12 日

摘要：

随着化债工作进入攻坚收尾阶段，城投企业债务格局发生结构性转变：隐性债务逐步清零，债务管理重心平稳转向经营性债务的规范与发展。退平台后，城投企业逐步剥离政府信用背书，以市场化主体身份独立参与债务管理，发展动能加快重塑；然而企业的盈利能力、现金流水平尚不足以完全匹配现有的债务规模，正处于转型发展的关键窗口期。从应对策略来看，短期内企业需多措并举优化债务结构，降低融资成本，守住流动性安全边际；中期应深耕资产运营，培育可持续的经营性现金流；长期则需健全市场化治理机制，打造真实的市场竞争力。本文从城投企业退平台的背景出发，分析其经营性债务面临的多重风险，并结合地方化债实践提出分阶段、分类别的应对路径。

关键词：城投企业；经营性债务；债务化解；应对路径

正文：

一、经营性债务的界定

2024 年，中国人民银行等部门联合印发《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发〔2024〕150 号），明确了融资平台退出的三项标准：一是隐债清零；二是剥离政府融资功能，转型成为自主经营、自担风险的市场化经营主体；三是经营性金融债务清零，或虽存有经营性金融债务，但已征得占金融债务三分之二以上份额的金融债权人同意退出；同时明确以 2027 年 6 月为退出时限，为各地统筹推进融资平台退出提供了清晰的制度框架和时间表。2025 年 3 月发布的《2025 年政府工作报告》进一步强调“加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型和债务风险化解”。2025 年 7 月 30 日中央政治局会议提出“有力有序有效推进地方融资平台出清”，对平台退出和城投企业转型工作提出了更高要求。

退出融资平台名单后，城投企业的政府融资职能正式剥离，新增融资须按市场化原则开展，意味着存量已认定隐性债务的化解仍按原有政策安排推进，但政府信用背

书不再延伸至新增债务。2025 年 3 月，上海证券交易所发布《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）》（以下简称“上交所 3 号指引”）和深圳证券交易所发布《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）》（以下简称“深交所 2 号指引”），均针对“特定情形发行人”提出审核规则，要求相应发行人应当充分披露：一是总资产构成中拟开发土地、待结算的基础设施代建项目、应收和预付地方政府或与政府相关联的企事业单位款项的金额和占比，二是主营业务收入中市政基础设施建设和土地开发整理、公益性住房建设等业务收入的金额和占比，及贸易业务和来自上市公司子公司的收入金额和占比，三是净利润构成中地方政府补贴的金额和占比；且不得新增地方政府债务。将审核重心转为对企业真实经营能力与市场化转型成效的穿透式核查，成为现阶段城投企业债券申报与审核的重要标准，也意在引导推动城投企业实现高质量实质性转型。

平台公司剥离政府融资职能、退出平台名单后，债务属性的认定基础随之改变，偿债责任不再以是否代政府举借划分，而以企业是否依靠自身经营现金流独立偿债为界定标准。本文讨论的经营性债务，是指城投企业退出融资平台名单后，在市场化经营活动中形成、理论上应依靠自身经营现金流偿还、且政府不承担偿还或救助责任的有息债务。从构成看，既包括退平台时保留的经营性金融债务，也包括转型过程中新形成的市场化融资债务。按举债用途，可分为三类：一是经营性项目债务，即公用事业（如供水、供热、燃气、污水处理等）、收费公路、轨道交通、产业园区等具有稳定经营性现金流项目的举借形成的债务；二是市场化业务债务，即开展投资、贸易、工程施工等完全市场化业务形成的债务；三是流动性债务，即流动资金贷款、应付工程款及应付票据等运转性债务。

需强调的是，上述三类债务的共同边界是：项目非纯公益性、偿债资金不主要来源于财政性资金、政府不承担偿债责任。城投企业因承担纯公益性项目举借的债务，无论其偿债来源如何，均不属于经营性债务；属于政府性债务的部分，应依据 2010 年发布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号）及同期财政部配套发布《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预〔2010〕412 号）等政策文件甄别处置，并按财政部于 2014 年发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）要求剥离政府融资职能、纳入政府债务限额管理或隐性债务化解范围。

二、经营性债务面临的多重风险

企业预警通数据显示，截至 2026 年 10 月末，已有 1,330 家城投公司公开宣布不再承担政府融资职能，完成退平台。退平台完成不等于风险随之化解，城投企业刚从融资平台身份转为市场化地方国有企业，尚未建立起独立的市场化业务和可持续盈利能力，身份转换可能带来一定的风险敞口。另外，隐性债务有明确的化解通道和财政资源支撑，而退平台后的经营性债务，在法律上属于企业有息债务，政府不承担兜底责任，将成为地方债务风险的关注重点。

（一）流动性风险的显性化

流动性水平与到期债务规模的结构性错配。退平台后，城投企业最直接的变化是流动性管理的精细化要求开始显性化。长期以来，城投企业依托“借新还旧”维持债务循环，此模式的有效性建立在政府隐性信用支持和融资渠道相对通畅两个前提之上。退平台后，上述支撑条件发生调整，客观上促使企业加快摆脱对外部信用的单一依赖，积极构建多元化融资渠道和动态化流动性管理机制，夯实短期偿付的安全边际。

（二）盈利能力的结构性弱化

收入重塑与盈利周期的阶段性错位。退平台后，城投企业需要在市场化环境中重塑收入来源。基于城投企业传统业务的特殊属性，其盈利改善客观上需要经历培育周期。以水务企业为例，此类主体用户基础稳定、现金流可预期，是城投企业转型中相对优质的标的；但供水实行“准许成本加合理收益”的政府定价机制，价格与成本的联动机制有待完善，传统业务转化为实际盈利能力仍有较大提升空间。总体来看，市场化收入的培育需经历一定周期，且具有明显的区域分化特征，区位条件较好、财政实力较强地区的城投企业转型后有望率先形成可持续的盈利模式，发挥示范引领作用。

（三）融资渠道的双重收紧

债券市场准入标准提高与银行信贷审慎化。退平台后，城投企业融资面临债券市场和银行信贷双向挤压。债券市场方面，上交所 3 号指引和深交所 2 号指引等政策文件已成为发债资格的重要标准。银行信贷方面，退平台企业通常不再适用隐性债务置换的政策通道，新增贷款须按市场化原则审批。不同区域的融资环境正加速分化。江苏、浙江等经济发达地区的退平台企业，相对更容易通过省内金融资源协调获得融资接续；对于资产收益率低、现金流不稳定的弱资质主体，银行的风险偏好趋于审慎，企业被动转向信托、融资租赁等非标渠道，可能进一步推高融资成本。

（四）资产质量的潜在劣化

应收类款项的资金占用与受限资产的双重压力。城投企业的资产结构中，应收账款和其他应收款占比相对较高，且交易对手多为地方政府及关联国有企业。退平台后，上述应收类款项的回收面临政府信用隐含支撑弱化的影响，回收的不确定性有所上升，应收类款项规模高企且回收周期拉长对企业营运资金形成占用压力。同时，受限资产规模相对较大，大量资产被抵质押，受限比例较高，进一步削弱了企业的资产流动性和再融资能力。

（五）政企关系的重构压力

支持职能的市场化让渡与政企边界重构。城投企业与地方政府之间的隐性契约是理解其信用基础的关键。退平台在很大程度上弱化了这一隐性契约的形式基础，但政企关系的实质性重构仍需经历一个过程。目前，地方政府对城投企业的支持正呈现差异化、精准化特征：承担重要政策性或社会职能、或处于行业龙头的企业，获得持续支持的可预期性较高；市场化程度较高、但自身运营基础相对薄弱的企业，则更加依赖自身经营能力的培育；支持机制总体上向市场化方向演进。退平台后，城投企业将面临双重转换期，一方面，融资平台身份所附带的优先支持机制逐步淡出；另一方面，市场化竞争力的培育尚需时日，新旧动能的有效衔接构成转型期的主要课题。

另外，仍需关注退平台过程中个别主体名义退出而实质经营未变所带来的潜在风险。根据财政部 2025 年 8 月 1 日通报的六起地方政府隐性债务问责典型案例，实质上是借市场化操作包装政府融资，若相关情形被揭示，企业信用可能受到明显影响。

三、经营性债务的应对路径

（一）短期：多措并举优化债务结构，降低融资成本，守住流动性安全边际

把握政策窗口期，运用金融工具化解存量债务。地方债务治理的关注点从存量隐性债务延伸至退平台后的经营性债务。财政置换资金原则上仅覆盖纳入隐性债务名单的存量债务，经营性债务的化解主要依靠市场化金融工具，其成效取决于企业与金融机构的协商效率，企业与金融机构能否就优化债务结构的条件达成一致，直接影响化债进度和降息续接幅度。企业应积极与主要金融债权人沟通，争取贷款期限优化、利率下调、债务结构置换等安排，以时间换空间。强区域主体可依托省内银行体系和省级金融资源协同，对高成本非标债务进行置换；弱区域主体或需争取更多外部统筹协调与政策支持，形成多层次的风险化解合力。

建立流动性预警与应急机制。参照国务院国有资产监督管理委员会于 2021 年发布《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规〔2021〕18 号）相关要求，健全地方国有企业债务风险监测预警体系，对短期偿债缺口开展逐月滚动测算，提前识别风险节点；对指标触及预警线的企业，制定“一企一策”处置预案，做到风险早发现、早处置。

审慎管理对外担保。实践中部分城投企业因对外担保代偿引发流动性风险，若担保管理缺位可能成为风险交叉传导的触发因素。应严格控制担保规模，按照持股比例对具备产权关系的企业提供担保，原则上不对无产权关系的企业提供担保，防范风险沿担保链条传导扩散。

（二）中期：深耕资产运营，培育可持续的经营性现金流

聚焦主业边界，培育真实经营性现金流。城投企业转型的方向已趋于清晰，主要聚焦城市综合运营商、产业投资主体、国有资本运营公司等。转型成效的关键在于将战略定位转化为可验证、可持续的经营能力。

盘活存量资产，提升资产流动性。存量资产盘活是退平台后城投企业改善现金流最直接的路径，大部分城投企业拥有停车场、污水处理、绿化养护等能产生收入的资产，但部分资产运营效率相对不足。盘活的内涵需进一步升级，不应简单出售资产回笼资金，而应通过运营提升资产的现金流生成能力。

优化应收账款管理，降低政府关联度。应收账款质量是衡量城投企业转型实质进展的重要指标。城投企业应建立应收账款的分类管理和催收机制，对于政府类应收款项，积极配合地方清欠工作，推动符合条件的欠款纳入清偿台账；对于市场化应收款项，强化合同管理和信用评估。

（三）长期：健全市场化治理机制，打造真实的市场竞争力

建立真正的市场化治理机制。退平台的制度意义在于切断政企之间的隐性担保链条。企业需在人事、决策、激励等层面建立市场化机制，使经营决策真正以效益为导向，而非以完成政府任务为目标。

培育专业化的产业运营能力。退平台后，城投企业能否真正化解经营性债务风险，最终取决于能否在市场竞争中建立可持续的盈利能力。结合市场上城投企业转型案例，转型的方向已趋于清晰，将政府资源禀赋转化为可持续的市场竞争力，而非依赖政府补贴维持生存。

构建多元化的融资体系。在传统银行信贷和债券融资之外，探索股权融资、资产

证券化、产业基金等多元化渠道。可通过股权+债权组合模式，在不增加负债率的前提下引入权益性资金，优化财务结构。

四、结论

退平台后，城投企业的经营性债务风险源自制度转轨中存在的阶段性矛盾。隐性债务有明确的风险化解通道和财政资源支撑，经营性债务的风险化解则依赖于企业自身经营能力的重建，这个过程既需要时间，也需要正确的路径选择。因此，经营性债务的风险化解仍需审慎，避免出现部分企业存在退出程序化而实质转型滞后的情况。同时，风险化解同样存在清晰的政策指引：市场化化解机制的完善、债券发行审核标准的规范化，以及地方化债从依靠外部支持向培育内生发展动力的路径转换，为真正具备经营能力的企业提供了机遇。

城投企业的转型分化是市场化进程中的必然阶段，也是资源配置优化的体现。具备真实业务基础和市场化运营能力的城投企业，通过聚焦主业、盘活资产、优化治理，有望率先完成向市场化地方国有企业的转型；内生发展动力不足的主体，则将在市场约束强化的过程中加快调整步伐。这一分化过程，正是地方债务治理从规模管控向质量提升转变的重要体现。

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。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，需注明出处为大公资信，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。