城投转型专题（14）：隐性债务化解与经营性债务变化的关联观察

公用一部| 李旭华

2026 年 11 月 25 日

摘要：

城投转型期的信用状况同时受到存量隐性债务化解进度与经营性债务变化趋势的双重影响。隐性债务规模压降与经营性债务扩张同步发生，并非统计巧合，而是城投债务风险形态的迁移。经营性债务增长可拆分为主动市场化拓展、被动替代与报表层面规模扩展三条路径，其中被动替代因债务法律形式与偿债来源错配，是当前最值得关注的信用风险来源。化债进度与信用改善呈非线性关系，财政置换具有直接信用增强效应，金融化债以信用分层和时间后移为代价，资产盘活与平台整合依赖区域资源禀赋；财政置换成分下降后，化债边际改善减弱，信用结果更取决于区域自身资源与治理能力。评级锚点应从“是否隐债”转向“偿债现金流的性质与可验证性”，穿透政府依赖度、考察经营性现金流对利息的覆盖水平、评估期限结构与融资渠道匹配性。未来隐债清零将带来信用锚点切换，经营性债务转向重组式出清，转型进入实质化筛选，区域与主体信用分化将以大于隐债化解进度的幅度加速拉开。

关键词：城投转型；隐性债务化解；经营性债务；债务结构演变

正文：

一、两类债务的规模变化：隐性债务压降与经营性债务扩张的同步

隐性债务规模已大幅压降，其化解进度有较为清晰的数据支撑。以 2023 年末 14.3 万亿元的核定口径为基准，经过“6+4+2”一揽子方案的集中置换，根据《国务院关于 2025 年度政府债务管理情况的报告》，截至 2025 年末地方政府存量隐性债务余额降至 6.5 万亿元；截至 2026 年 7 月末，6 万亿元置换债券已累计发行 5.73 万亿元，累计节约利息支出约 6,000 亿元。特殊再融资债与特殊新增专项债的组合使用，使存量隐债的系统性风险得到实质性缓释。然而，城投报表上的债务并未以同等幅度收缩，城投有息债务增速虽有所下降，但绝对规模仍在扩张。更值得关注的是结构变化，在隐

债持续压降的同时，经营性债务成为债务增长的主要载体。

这一规模落差本身即表明，被政策工具直接覆盖的债务在快速出清，但更广泛意义上的城投经营性债务并未同步收缩，部分省份城投的有息债务仍呈增长态势。隐债压降与经营性债务扩张在同一时期并行，债务属性与偿债来源之间正在发生系统性错位，构成了观察当前城投信用状况的核心线索。

二、经营性债务的形成机制：主动拓展、被动替代与报表扩张

将经营性债务的增长一概视为转型的积极信号或风险的隐蔽积累，均不够客观。就形成机制加以区分，至少存在主动市场化拓展、被动替代隐债缺口、报表层面的规模扩张三种不同性质的路径；其中被动替代因其债务法律形式与偿债来源之间的错配，构成当前最值得关注的信用风险来源。

其一是主动的市场化业务拓展。部分城投在转型导向下进入城市运营、产业园区开发、公用事业、产业投资等领域，相应的项目贷款和权益投资形成了经营性债务。这类债务的合理性在于，其对应资产端具有产生经营收入的基础，无论收费机制是否成熟，至少存在一个可辨识的“收入—现金流”链条。但问题在于，大量此类业务的收入形成高度依赖政府定价或财政补贴，公用事业价格倒挂、园区租金优惠等安排均属常见，其“经营性”属性与现金流实质之间存在差距。

其二是被动替代。这是当前最值得关注的机制。隐债管控的硬约束，使原本可能通过隐债通道或财政付款消化的公益性项目资金缺口，转而以项目贷款、政府购买服务应收账款质押融资、贸易占款等形式进入经营性科目。城投收入收缩与债务增长之间的缺口，只能由融资性现金流填补，或由应付账款等无息负债暂时沉淀。这类债务的“经营性”仅体现在法律形式上，虽以企业名义举借，但对应资产无法产生可覆盖本息的独立现金流，偿债最终仍依赖地方财政的间接支持或再融资接续。

其三是报表层面的规模扩张。即通过贸易业务、股权划转并表和资产重估等方式，在不改变实质偿债能力的情况下推高报表中的收入和资产规模。大宗商品贸易的毛利率通常趋近于零，其作用主要在于做大收入规模、降低政府相关收入占比，而非形成利润与现金流积累。合并范围调整带来的子公司利润，若受分红限制或资金归集约束，亦不能自由用于偿还本部债务。此类操作在转型期较为普遍，其信用含义是中性的，通常不直接增强偿债能力，也不直接推高违约风险，但会干扰对真实债务结构和现金流的判断，既不应将其作为信用改善的依据，也不宜仅据此形成负面评价。评级中若仅观察合并报表的收入和利润改善，而不做本部层面的现金流分析，容易高估转型成

效。

三条路径的信用含义存在实质差异。主动拓展是转型的必要成本，其风险在于“经营性”成色不足；被动替代是隐债管控的溢出效应，其风险在于债务性质与偿债来源的错配；报表扩张则带来信号失真，其风险在于评级判断被表面数据误导。当前经营性债务的净增长中三条路径各占多大比例，尚缺乏精确的拆分数据；但从收入下滑与债务增长并存的格局推断，被动替代与报表扩张的贡献不宜低估。

三、化债方式的信用效应：财政置换、金融重组与资产盘活的差异

一揽子化债在不同区域、不同主体之间的落地方式差异显著，其对信用资质的影响难以用“化债进度”这一单一指标衡量。财政置换具有最直接的信用增强效应，金融化债以信用分层和时间后移为代价，资产盘活与平台整合则高度依赖区域资源禀赋；随着财政置换在化债组合中的成分系统性下降，化债对信用资质的边际改善正在减弱，信用结果越来越取决于区域自身资源与治理能力。

财政置换具有最直接的信用增强效应。特殊再融资债和置换债将城投的高息隐债置换为地方政府低息法定债务，直接降低了城投报表的债务规模、利息支出和短期偿付压力。这一改善在会计与现金流层面均有较为明确的体现，且不依赖后续经营假设。但需指出，财政置换的信用增强主要作用于被置换的那部分债务，对城投经营性债务的信用资质并无直接提升作用。当隐债置换收官，城投与政府信用之间的直接债务纽带被切断，剩余经营性债务的信用基础需要独立评估。

金融化债的信用含义更为复杂。银行贷款展期、非标债务重组、降息置换等操作缓解了当期流动性压力，但本质上是将信用风险的时间分布后移，而非消除风险。更关键的是，金融化债的可得性高度分化。强区域可调动省内银行和金融资源进行市场化接续，弱区域则往往需要更高层级政府介入，通过债务上移将资产和债务向省级平台集中，但这一改善的前提是省级信用对市级债务的统筹介入，其可持续性取决于省级资源统筹的纵深，而非城投自身造血能力的提升。就此而言，金融化债推进越深，城投对区域金融资源和政府协调能力的依赖越强，而非越弱。

资产盘活和平台整合处于中间地带。注入优质资产、REITs 出表、平台合并可以改善报表和融资条件，但其效果取决于资产质量与现金流的可归集性。注入收费公路、水务、产业园区等具有稳定现金流的资产，属于实质性改善；注入无收益的公益性资产或仅做股权划转，则更接近报表优化。2026 年上半年沪深交易所对市场化属性城投债发行设置的总资产报酬率要求，明确将财政补贴和卖地收入排除在息税前利润之外，

可视为对这一区别的制度性回应。

综合而言，化债方式的信用含义大致可形成如下排序：财政置换优于优质资产注入，优质资产注入优于金融重组展期，金融重组展期优于报表性整合。当前各区域的化债组合中，财政置换的成分正在系统性下降，金融化债和资产盘活的权重上升。这意味着化债对信用资质的边际改善效应在减弱，而信用结果对区域自身资源禀赋和治理能力的敏感度在上升。

四、评级方法的调整方向：从隐债属性判断转向现金流可验证性

“政府支持”在传统城投评级中重要性较高，隐性债务的规模与化解进度是政府支持意愿和能力的一大变量。当隐债趋于清零，这一锚点的有效性下降，评级锚点应从“是否隐债”转向“偿债现金流的性质与可验证性”；对隐债及其置换部分，核心变量是置换进度与财政纪律；对经营性债务，则需穿透政府依赖度、考察经营性现金流对利息的覆盖水平、评估期限结构与融资渠道的匹配性，并按真实现金流情况评定级别。

对隐性债务及其置换部分，核心观察变量是置换进度与财政纪律。在置换尚未完成的过渡期，需关注主体名下剩余隐债的规模、置换资金的到位节奏以及是否存在虚假清零或漏报风险。监管层在2026年已通报多起隐性债务化解不实和虚假退出案例，说明这一风险并非仅具理论意义。这部分债务的评级关注具有阶段性，在置换尚未完成的过渡期，需重点关注；一旦置换完成，这部分债务从城投报表中退出，其信用影响随之终结，不宜再作为评级分析的持续变量。

对经营性债务，评级逻辑需要从属性判断转向现金流判断。关键问题不再是“这笔债务是否被认定为隐债”，而是“对应资产产生多少可归集现金流、覆盖多少利息支出”。具体而言，可关注三个层次。

第一，收入端的政府依赖度穿透。政府委托代建收入、财政补贴、政府购买服务付款在营收中的占比，决定了经营性收入的市场化成色。城投转型的实质转变之一，是从财政主导的被动收入转向自主经营、市场化定价的可持续收入。若剔除政府相关付款后自主收入占比极低，则无论债务的名义属性如何，其偿债基础仍然是财政而非经营。

第二，经营性现金流对利息的覆盖水平。这是区分实质转型与报表转型的核心指标。传统城投的经营性现金流净额偏低甚至为负，债务本息偿付高度依赖筹资现金流。转型实质推进的主体，应表现出经营性现金流净额对利息支出覆盖能力的趋势性改善，

而非仅依赖资产处置或政府补助实现账面盈利。需要强调的是，覆盖利息与覆盖本息是两个不同的门槛。当前多数城投即使实现了对利息的经营性覆盖，本金偿付仍高度依赖再融资，这意味着经营性债务的信用质量在相当长时期内仍与再融资环境深度绑定。

第三，债务期限结构与融资渠道的匹配性。短期债务占比高、非标占比高、对间接融资依赖强的主体，在退平台后失去政府信用背书的情况下，面临的主要是流动性风险而非偿债能力风险；但流动性风险在信用事件触发上往往更为直接。2026 年以来交易所对短期融资的限制和交易商协会对短端发行的收紧，正在系统性地抬高短债依赖型主体的再融资门槛。

在评级映射上，可形成一个初步的区分框架：隐债占比高、置换进度明确的主体，短期信用风险较低，但置换完成后评级逻辑需重新锚定；经营性债务占比高、但对应资产现金流可验证且覆盖趋势改善的主体，具备信用独立的潜力，可给予相对积极的调整倾向；经营性债务占比高、但收入端财政依赖深、经营性现金流对利息覆盖持续薄弱的主体，其“经营性”标签不构成信用支撑，应按其真实现金流状况而非债务名义属性评定级别。

五、债务结构演变的趋势：信用锚点切换、债务出清与转型筛选

展望未来，隐债清零将带来后隐债时代的信用锚点切换，经营性债务将从规模扩张转向重组式出清，转型将进入实质化筛选阶段；城投债务结构将沿着三个方向继续演变，三个方向共同指向同一结果，即区域与主体之间的信用分化将以大于隐债化解进度的幅度加速拉开。

第一个方向是隐债清零的完成与后隐债时代信用锚点的切换。按照当前进度，隐性债务清零是 2028 年底前必须完成的既定目标，2027 年 6 月的退平台时限则构成更紧迫的制度节点。退平台之后，城投与政府之间的信用关系从债务关联转向业务关联与救助预期，后者远比前者模糊。对于财政自给率高、金融资源充沛的强区域，信用锚点的切换相对平滑，因为市场对其业务关联和救助预期的定价本身并不依赖隐债标签。对于弱区域，隐债清零反而可能暴露出一个信用真空：政府不再有明确的债务责任，而企业的经营性现金流又不足以独立支撑债务滚续，再融资的接续将更多依赖省级协调和金融机构的非市场化支持，这种支持的稳定性低于法定债务置换。

第二个方向是经营性债务从规模扩张转向结构出清的节奏。政策口径下经营性金融债务是当前明确的化解标的，但市场口径下的城投有息债务中，大量未被纳入政策

口径的经营性债务才是信用风险的真实载体。这部分债务的出清没有中央资金对应，只能依靠经营回款、资产处置、债务重组和再融资接续。在城投主营业务收入连续负增长、剔除补助后持续亏损的背景下，经营性债务的自然出清在多数主体上难以实现，更可能呈现为重组式出清，即展期、降息、债转股、资产抵债的组合。重组式出清对信用资质的影响并非中性：它避免了违约，但以债权人让利和信用层级下移为代价。不同区域获取重组资源的能力差异，将直接转化为信用利差的分化。

第三个方向是转型的实质化筛选。过去两年，转型在相当程度上是一个合规动作，表现为声明市场化经营主体、压降平台数量、调整收入结构。2026 年之后，转型进入实质检验阶段：经营性现金流能否独立覆盖利息，市场化收入能否在不依赖财政补贴的情况下形成利润，资产周转效率能否趋势性改善。通过这些检验的主体，其经营性债务可获得接近产业类国企的信用定价；未通过检验的主体，其债务的名义属性将不再提供信用溢价，市场将按其真实现金流状况重新定价。城投债定价从政策驱动的同质化逻辑转向基本面驱动的差异化逻辑，在 2026 年已显现端倪。

六、结语

隐性债务化解与经营性债务变化的关系，本质上是城投信用从政府信用延伸向企业信用重构的过渡。隐债压降的进展是明确的，但它同时移除了城投报表上最明确的政府信用信号；经营性债务的增长中蕴含着转型的积极尝试，但也混杂着被动替代和报表扩张的成分。对于评级与信用分析而言，需要避免的两种倾向是：在隐债清零的叙事下将经营性债务的增长自动解读为转型成效，或者将一切经营性债务增长视为风险的隐蔽转移。更具分析价值的判断，不在于债务被归入哪一类科目，而在于偿债的现金流从哪里来、是否可持续、是否可验证。在这个意义上，两类债务的关联观察最终指向同一个问题：当政府信用逐步退出城投报表之后，城投还剩下多少依靠自身偿债的能力。这一问题的答案，正在并将继续以大于隐债化解进度的幅度，拉开不同区域、不同主体之间的信用差距。

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。