城投转型专题（8）：存量资产盘活的信用释放效果与识别方法

公用二部|翟畅、马峥

2026 年 11 月 16 日

摘要

随着城投企业从增量扩张转向存量提质，盘活存量资产为其释放资产效能、提升经营能力、增强可持续发展韧性开辟了重要路径。然而，盘活规模并不等于信用改善，资产可能仅在集团内部转换形态，回款可能受限而不具备可支配性，资金到账也可能并未用于偿债。这三种情形在报表上均会留下盘活的痕迹，却不构成企业偿债能力的实质提升。据此，本文提出三个递进条件，以识别盘活的实质性效果：资产是否真正退出合并范围；资金是否真正到账且可自由支配；债务是否已清偿、依法转移或完成置换，且原主体不再承担偿还或担保责任。三个条件的满足共同决定盘活行为的信用贡献，三者同时满足，则为实质性改善；满足两个为有限改善；仅满足一个或完全不满足，则视为形态转换。基于上述判别框架，本文对基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称“基础设施 REITs”）、产权交易、特许经营权转让、资产证券化、作价出资入股和闲置土地再开发六类方式逐一进行评价，并结合案例给出判别结论。在此基础上，本文进一步分析权属瑕疵、收益定价、国资监管和公共服务责任四类约束对三个判别条件的作用，给出资产负债表、利润表和现金流量表上对应的验证路径，以期为评级实务区分“实质改善”与“形态转换”提供判别参考。

关键词：城投企业；存量资产盘活；信用改善；判别框架；评级实务

正文：

城投企业长期承担基础设施建设、公共服务和产业投资职能，在履行这些职能的过程中形成了土地、房产、基础设施、经营权和股权等大量存量资产。2022 年 5 月，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19 号），将盘活存量资产上升为国家层面的政策部署，明确了基础设施 REITs、政府和社会资本合作、产权规范交易、兼并重组和资产证券化等主要盘活方式，并支持国有企业借此防范债务风险、筹集建设资金、优化资产结构。此后，基础设施 REITs 常态化发行机制和特许经营管理等配套政策陆续落地，存量资产盘活的制度规范持续完善。与此同时，地方政府融资平台名单制管理和新增融资约束持续强化，城投企业依赖新增债务融资推动资产扩张的传统模式空间收窄，盘活存量资产由此成为其回收资金、优化资产负债结构、

培育持续经营收益的现实路径。

存量资产盘活的价值最终体现在信用资质上：这些资产能否转化为可支配现金、能否切实减轻债务负担并形成持续经营收益，直接关系企业的资产负债结构、现金流状况和经营质量。实务中，判断一项盘活是否构成实质性信用改善，可以归结为三个递进的问题：资产是否真正退出？资金是否真正到账且可支配？债务是否真正解除？三个问题的不同组合决定了资产盘活的不同信用贡献。

一、存量资产盘活方式的信用贡献

本文将“资产是否退出合并范围”作为条件一，“资金是否到账且可支配”作为条件二，“债务已清偿、依法转移或完成置换，且原主体不再承担偿还或担保责任”作为条件三，按照三个条件的满足结果，将六类盘活方式划分为三个信用贡献等级。第一等级为实质性改善，即三个条件同时满足。第二等级为有限改善，即两个条件实质满足、第三个条件部分满足或缺失。第三等级为形式转换或中长期改善，即仅一个及以下条件实质满足。六类方式在通常交易结构下的条件满足情况见表 1：

表 1　六类盘活方式对三条件框架的满足性评价

盘活方式	信用贡献	条件一	条件二	条件三	决定贡献变动的主要条件
基础设施 REITs	第一等级	√	√	√	控制权与合并范围；战略配售与监管账户对净回收资金的扣减
产权交易	第一/第二等级	√	△（按到账进度）	√（随股权移交）	分期付款进度、未收价款规模、受让方资信
特许经营权转让	第二等级/第三等级	√	△（视收款主体）	×或√（视债权人是否同意）	价款是否进入受评主体；债务承接文件是否齐备
资产证券化	第二/第三等级	×（多数情形）/ √（个别真实出售）	△（视募集资金用途与可支配性）	×或√（视是否用于偿债）	风险报酬转移判断；次级份额与差额补足安排
作价出资入股	第二/第三等级	×	△（视资产流动方向）	×	注入资产权属与收益能力、分红与退出安排
闲置土地再开发	第三等级	×	×（建设期净流出）	×	确权与规划进度、招商回款、新增投入

注：√为满足，△为部分满足，×为不满足，括号内体现三个条件满足或不满足的原因
数据来源：大公国际整理

不同信用贡献的意义在于判断不同盘活方式的信用释放效果。需要说明的是，分组依据是各类方式在通常交易结构下的信用贡献，但同一方式在不同条款安排下可能落入相邻等级。

二、六类盘活方式下的案例分析

（一）基础设施 REITs

基础设施 REITs 的信用释放效果主要有两方面的影响因素：项目是否真正退出合并范围，以及原始权益人拿到净回收资金的规模。2024 年以来，REITs 进入常态化发行阶段，根据 Wind 数据，截至 2026 年 10 月末，沪深交易所累计挂牌 94 单、总市值 2,376 亿元，REITs 已成为城投盘活成熟基础设施的主要途径。《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014 号）和《国家发展改革委办公厅关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》（发改办投资〔2025〕782 号）将权属清晰、收益良好、回收资金用途明确列为申报和监管重点，并鼓励提高项目净回收资金规模。REITs 的信用贡献可以按三个时点确认：项目退出合并范围后，按实际退出的有息债务确认减少资产负债表中的债务；回款后，按可自由支配的净额确认流动性资金增量；回收资金完成偿债后，按还款凭证确认债务和利息支出的下降。

案例一：A 公司基础设施证券投资基金实际发售基金总额为 30.50 亿元。基金发行后，募集资金用于完成底层项目收购并清偿项目公司相关外部债务；扣除外部债务清偿、税费和原始权益人战略配售认购款后，A 公司形成净回收资金 4.60 亿元。

该案例中，底层资产随基金发行退出合并范围，条件一成立；4.60 亿元净回收资金中 90%纳入监管范围，主要用于保障性租赁住房项目建设和其他存量资产盘活项目，用于补充流动资金的比例不超过 10%，当期可自由支配部分有限，条件二部分满足；A 公司外部债务已清偿，条件三成立。按定级规则，该案例处于第二等级，其债务端已具备第一等级特征，缺口在于资金的可支配性。值得注意的是，2024 年 12 月，原始权益人变更回收资金用途，将占监管资金 90%的 4.14 亿元用于收购某保障性租赁住房项目，这在一定程度上佐证了回收资金可自由支配部分有限的结论。

（二）产权交易

产权交易对报表的影响较为直接：《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、财政部令第 32 号）要求国有产权交易履行内部决策、审计评估、信息披露和公开征集受让方等程序，公开挂牌形成市场化价格。2025 年 2 月，国务院国资委修订印发《企业国有资产交易操作规则》（国资发产权规〔2025〕17 号），细化了企业增资、实物资产转让等操作流程。资产或股权完成交割后账面价值转出，成交价款与账面价值的差额形成处置损益，实际收到的价款形成投资活动现金流入，被处置企业退出合并范围后其资产负债不再纳入转让方合并报表；分期付款安排则使回款延后，未收部分形成应收款项及受让方信用风险。

案例二：B 公司 2018 年通过产权交易中心整体转让房地产板块股权及债权资产包，同年 11 月交割退出合并范围，价款按 30%、20%、30%、20%分四期支付。

该案例中，资产退出合并范围，条件一成立；价款分四期支付，条件二部分满足；债务随股权移交，条件三成立。按定级规则，该案例处于第二等级，随后续两期价款到账可上移至第一等级。其信用贡献主要是债务压降和风险出清，流动性贡献取决于后续到账进度和受让方资信。

（三）特许经营权转让

特许经营权转让适用于供水、供热、污水处理等有明确收费安排和运营期限的公共服务项目，《基础设施和公用事业特许经营管理办法》（2024 年修订，国家发展改革委等六部门令第 17 号）要求通过公开竞争方式选择特许经营者。根据全国投资项目在线审批监管平台 PPP 项目信息系统，截至 2025 年末，已公开的新机制特许经营项目达 386 个[1]，其中以“转让—运营—移交（TOT）”方式实施的有 109 个，占比 28.24%，存量资产盘活已成为特许经营的主要用途之一。此类交易的信用释放效果取决于三方面因素：转让价款是否实际回收、项目债务是否依法移交以及原主体保留多少后续义务。

案例三：2026 年 10 月，某区城市管理局通过公开招标，将全区 5 座城区供水厂、9 个乡镇供水中心、3 座污水处理厂及配套管网、加压泵站等存量资产 40 年特许经营权转让给 C 公司，成交价格 10.53 亿元，特许经营期满后资产无偿移交政府方。

该案例中，转让标的为特许经营权而非资产所有权，条件一不成立；10.53 亿元转让价款的到账情况及其在财政、国资与受评主体之间的归属，决定条件二能否成立，若价款沉淀于国资体系而未回流受评主体，则条件二不成立；项目债务不因经营权转让而解除，条件三不成立。按照定级规则，该案例属于第三等级。需要注意的是，该项目回报依赖售水收入与由政府统筹支付的污水处理服务费，设施维护更新责任转由特许经营者承担，评级时应核实价款的支付节奏、原主体保留的义务以及期满移交安排对账面资产的影响。由此，特许经营权转让需逐案判断。

（四）资产证券化

资产证券化将租金收入和基础设施收费收益权等能够产生未来现金流的资产提前变现，实现资金的提前回收。其信用释放效果取决于底层资产的风险与报酬是否真正转移：若合同权利、主要风险报酬和控制权均完成转移，则构成真实的资产处置（出表）；若原始权益人持有较高比例的次级份额，并承担差额补足、回购或流动性支持等义务，则实质是以未来收入作为偿还来源的融资行为。实务中，城投类资产证券化基础资产多为特许经营收费收益权，普遍设置差额补足、担保或回购安排，风险报酬通常不转移，多数情形应按融资行为分析，仅个别完全真实出售的方可确认出表。

案例四：D 公司设立百水一期保障房资产支持专项计划，发行规模 28.00 亿元，其

[1] 数据来源：全国投资项目在线审批监管平台 PPP 项目信息系统。

中优先级 27.00 亿元、次级 1.00 亿元，优先级分设一年、两年、三年不同期限，使保障房销售尾款提前回收，但集团承担优先级差额支付义务、子公司提供流动性支持，主要信用风险仍在集团内部。募集资金作为融资现金流计入有息债务，并同步考虑未来销售回款占用和差额支付责任。

该案例中，底层资产的风险报酬未真正转移，条件一不成立；条件二在保障房销售尾款提前回收，即资金到账且可自由支配时成立；债务总额未因证券化而下降，条件三不成立。该案例应按融资行为分析，其效果限于期限和成本优化，处于第三等级。

（五）作价出资入股

作价出资入股包含两种资产流动方向：股东将土地、房产或股权投入城投，增加实收资本和资产；城投将自身资产投入子公司、合资企业或产业基金，原资产转化为母公司账面上的长期股权投资。两个方向都可改善账面资本结构，但偿债现金流要等租金、分红或处置款实际形成。

案例五：E 公司 2024 年将其持有的临空金融总部大楼及 459 亩土地经评估作价约 10 亿元出资入股，合资组建一家航空公司，国企持股 28.74%、民企持股 71.26%，依托合资公司打造覆盖航空培训、发动机维修、飞机维修拆解、飞机租赁、无人机研发运营等业态的航空全产业链。

该案例中，标的资产过户至合资公司且 E 公司仅持股 28.74%、不纳入合并范围，资产已实际离开合并报表体系，条件一成立；交易引入合作方股权对价及货币资金，合资公司获得真实现金与资产支撑，且 2025 年各运营主体已实际形成营收 235.4 亿元、利润 9.08 亿元，偿债资源由账面价值转化为实际经营现金流，条件二成立；但城投自身存量债务未因本次交易直接减少，偿债贡献仍需待分红、处置款等实际归集后确认，条件三不成立，处于第二等级。

（六）闲置土地再开发

闲置土地再开发通过确权、规划调整、收储整理和招商运营提高土地利用效率，需要新增资本投入，其信用释放效果在建设期和运营期分段形成：建设期表现为资金流出、在建工程增加和融资需求上升；销售、出租或产业运营落地后现金流入才逐步形成。

案例六：F 公司采用协议有偿收回（收储）后重新出让的方式盘活低效工业用地，2024 年 3 月重新出让给项目公司，总投资约 6.00 亿元，截至 2025 年 6 月末在建工程账面价值 5,277.84 万元。

该案例目前只能证明项目进入实质开发阶段，招商与回款数据尚待披露，暂不足以确认信用释放效果已经形成：低效工业用地完成重新出让并进入开发，土地仍在项目公司体内开发，条件一不成立；建设期资金净流出，条件二不成立；新增投资伴随融资需

求上升，条件三反向变化。该案例属于中长期改善，需要跟踪招商合同签订、实际回款和项目投产后的净现金流，不宜按当期信用改善处理。

需要说明的是，并非所有盘活都能形成实质改善：部分交易仅改变资产形态，合并范围、可支配资金与债务均未发生变化，识别这类“形式转换”正是三个条件的意义所在。前述案例中闲置土地再开发即属此类，其信用改善需待租金、回款等现金流实际形成后方能确认。下文进一步分析约束条件对三个条件的影响。

三、存量资产盘活约束条件的作用机理

存量资产从进入盘活程序到形成信用改善，需要完成确权、定价、交易、回款和后续运营等环节。权属基础、资产收益、国有资产交易程序以及公共服务责任四类约束，分别作用于三个条件的相关环节：权属决定资产能否退出，收益与定价决定资金能够回收多少，国资监管决定交易能否合规成立，公共服务责任决定债务解除能否彻底。

（一）权属与处置约束：决定条件一能否成立

土地、房产、基础设施和经营权等资产，须具备清晰的权属主体和处分依据。抵押、查封、划拨限制以及历史手续缺失，不仅会延长评估、挂牌和过户时间，还会影响资产交易和融资安排的落地。权属不清的资产即便完成评估和挂牌，也难以完成交割和合并范围变更，条件一因此无法成立。实务中可结合权证取得、解押、审批和争议解决进度，判断资产交割及资金回收的可实现程度。

（二）收益与定价约束：决定条件二的满足金额

供水、供热、污水处理和园区租赁等项目的交易价值，取决于收费标准、实际收缴率、补贴到账、运营成本和必要资本支出。稳定的净现金流有助于形成市场化定价；收益波动大、补贴回款慢或持续亏损则会压低交易价格，并推高担保、差额补足等增信安排的使用。定价水平直接决定成交金额，进而决定条件二的满足金额。

（三）国资监管约束：决定条件一与条件二共同的前置程序

国有资产转让通常需要履行内部决策、审计评估、审批备案、信息披露、公开征集受让方、价款支付和权属变更等程序。这些环节共同决定交易能否依法完成，也影响成交时间和回款进度。需要说明的是，国资监管本身不构成第四个判别条件，而是条件一和条件二共同的前置程序：程序未完成，交割与回款都无法确认。实务中应对审批、挂牌、成交、交割和回款各节点分别观察，并结合受让方数量、报价情况、付款安排和履约保障，判断资产的市场接受程度。

（四）公共服务责任约束：决定条件三的完整性

供水、供热和保障性住房等资产同时承担公共服务职能，收费机制、服务标准、政府补贴和应急保障责任不仅影响受让方的经营安排，还可能使原企业在交易后继续承担补贴、维护或追加投资支出。这类义务使资产虽已退出、债务名义上已随交易移交，但相关支出仍由原主体承担，条件三只能部分成立。因此，相关责任须在交易协议中明确划分，并纳入盘活后的现金流和风险分析。

四、财务结果的交叉验证

在实务中，三个条件通常会在企业财务报表中留下会计痕迹。以下先明确三项指标的计量口径，再以三张报表交叉验证，说明如何用财务数据印证条件判断。

（一）三个条件的计量口径

三个条件在计量上分别对应三项指标：条件一对应合并范围变化与资产终止确认金额；条件二对应净回收资金；条件三对应已清偿、依法转移或完成置换的债务金额，及由此形成的利息支出下降。偿还资金转化为债务本金减少和利息支出下降的效果，在条件三中另行确认，不重复计入可用流动性，以避免同一笔资金被双重计算。确认时点须与计量口径保持一致：资产交割完成权属、控制权和风险报酬的转移，条件一自此具备确认基础；价款到账形成实际资金回收，条件二自此具备确认基础；回收资金用于偿债后，条件三才最终成立。处于方案、审批或挂牌阶段的项目，目前仅体现为资产资源和项目储备；已签订合同的项目，可结合付款安排和交易对手资信分析未来回款情况，但不宜提前确认条件二。此外，回购、担保、差额补足和追加投资等后续义务可能形成未来资金支出，应根据合同约定、触发条件和预计支出规模，将其纳入盘活后的风险评估。

（二）财务报表的交叉验证

同一项盘活在三个条件上的成立情况，可以在三张报表上分别找到对应证据：资产交割体现为资产负债表中资产及相关债务的调整，价款到账体现为现金流量表中的资金流入，处置损益在利润表中与资产账面价值、成交价格和交易税费相互印证，回收资金用于偿债后则进一步体现为债务余额和利息支出下降。三个条件的核验内容见表 2：

表 2　三个条件对应的财务验证

判别条件	主要核验内容	信用结果
条件一	资产终止确认、合并范围变化、所有者权益变动	资产是否真正出表、风险是否转移
条件二	交易价款流入、监管账户与资金用途、期末资金留存	可支配资金规模及其最终去向
条件三	有息债务余额、期限与成本、利息支出、处置损益性质	债务压降幅度与持续偿债能力

数据来源：大公国际整理

需要说明的是，三张报表不能互相替代，也不能因相互印证即视为条件成立：报表

反映的是会计结果，而条件衡量的是经济实质。资产仍在合并范围内、报表仅列示为长期股权投资的，科目转换并不能使条件一成立；资金进入监管账户、报表虽列示为货币资金的，余额增加并不能使条件二成立；处置收益计入当期利润、债务未相应下降的，利润改善同样不能使条件三成立。报表验证的作用在于发现三张报表之间无法相互解释的差异，而不是用报表替代实质判断。

五、结论与评级启示

存量资产盘活的信用价值取决于三个条件的满足结果。六类盘活方式在三个信用贡献上的分布并不均衡：能够同时满足三个条件的只有基础设施 REITs 和产权交易两类，且需以价款全额到账、交易完整完成为前提；特许经营权转让和资产证券化通常落在有限改善区间，能否向更高等级上移，取决于资金归集主体、债务承接安排和风险报酬转移程度等具体条款；作价出资入股和闲置土地再开发则更多表现为形式转换，或需中长期方能形成实质改善。

判别标准的作用，是把盘活从“事项”还原为“结果”。对评级而言，需要重点关注三项可核验的事实——合并范围是否变化、资金是否到账且可支配、债务是否随之下降，以及它们在三张报表上留下的痕迹。三者同时成立的，可以确认实质性改善；部分成立的，应按缺口逐项说明，并明确等级上移或下移所需满足的条件。需要说明的是，本文的判别标准建立在公开信息可得的基础上，交易条款、债权人安排、资金监管细节等非公开信息可能改变个案信用贡献，使用时可结合尽调资料复核；对处于建设期或运营初期的项目，等级将会随回款和现金流形成而上移，须持续跟踪并动态评估，而非一次判定。

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。