城投转型专题（11）：城投布局金融板块的模式解析及信用风险分析要点

公用二部|王特佳

2026 年 11 月 25 日

摘要：

在区域招商及自身转型需求的双重驱动下，部分城投企业通过股权投资和金融服务业务逐步布局金融板块，其中股权投资主要包括产业投资类与财务投资类，城投企业主要作为有限合伙人（LP）参与设立基金，业务兼具政策性与市场化双重属性；金融服务业务运营主体根据发牌与监管主体的层级不同分为持牌金融机构和地方金融组织，根据机构类型的不同，城投企业参与方式不尽相同，政策性与市场化属性高低随业态的不同亦有差异。基于布局金融板块城投企业风险的双向传导路径，对此类企业的风险分析需同时关注业务运营端与内部治理端：在业务运营端，关注股权投资企业资金与投资期限的匹配性、资金来源的合规性、与社会资本的合作模式、风险缓释安排及资产流动性，关注金融服务平台关联交易、区域财政以及政策变化；内部治理端，则可重点关注考核体系与金融业务经营逻辑的适配性，以及内控体系的完备性与运行有效性，形成“外部环境—业务逻辑—内部治理”三位一体的分析框架。

关键词：城投企业；金融板块；信用风险；风险传导；内部控制

正文：

一、转型背景

（一）外部需求：区域招商模式转型，催生城投企业金融业务承接需求

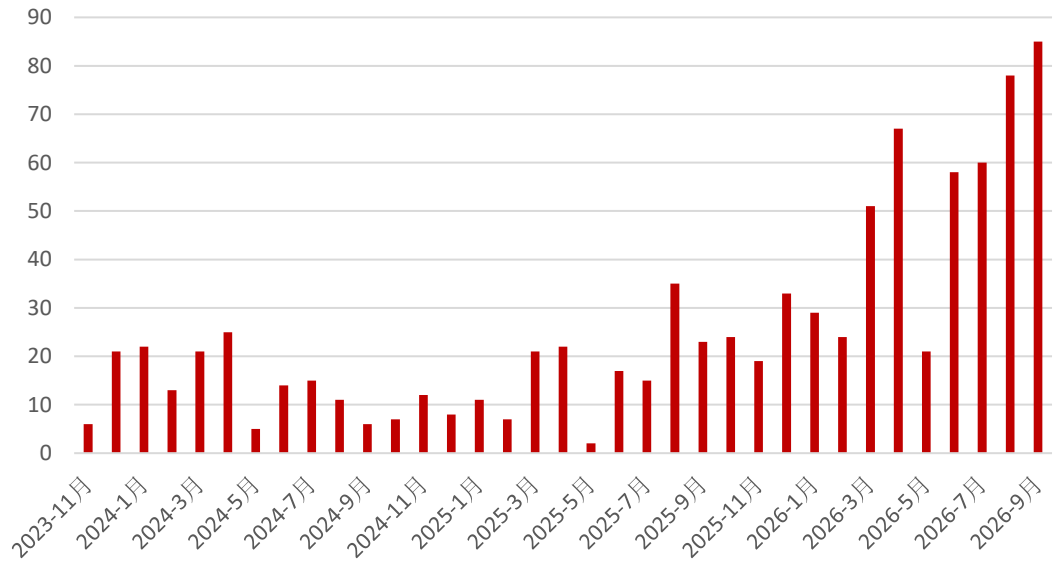
随着新一代信息技术、能源技术等不断发展，人工智能、新能源等战略性新兴产业逐渐成为各地产业布局中的重要组成部分。但此类新兴产业的发展更多依靠资本赋能、生态支撑等，传统以土地、财政补贴、税收返还等方式为主的招商模式与之匹配度较低。同时，2024 年颁布的《公平竞争审查条例》对税收优惠、选择性财政奖补等作出限制，收紧了传统招商模式的空间。在此背景下，以股权直投、基金投资为主的资本招商逐渐成为各地更为青睐的招商模式，也因此催生了各地对于本地股权投资、基金投资运营主体的需求，而城投企业作为区域资产与资源的主要运作平台，自然成为这一需求的首选承接主体。

与此同时，融资担保、商业保理、融资租赁等金融配套服务作为产业生态的重要支撑，能够以多元方式为产业发展提供流动性支持，助力完整产业链的培育，并在“构建产业生态”的招商逻辑中发挥重要作用。完善金融配套服务体系的任务，自然也主要落到长期承担区域配套基础设施建设任务的城投企业身上。

（二）内在需要：市场化转型，驱动城投企业布局金融业务板块

2024 年 8 月，中国人民银行等四部委联合发布《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发【2024】150 号），进一步明确地方政府融资平台退出要求，并将 2027 年 6 月设为退出最后期限。随着期限临近，2026 年以来声明市场化运营的城投企业数量同比大幅增长，城投企业急需找到适合自身条件、能够产生持续现金流的市场化转型路径。金融板块业务市场化属性明显，成熟的业务体系可带来稳定经营性现金流，是城投企业在城市运营、园区运营路径之外的一个潜在转型方向。

图 1　声明市场化运营的城投企业数量分布情况（单位：家）



数据来源：企业预警通，大公国际整理

二、城投企业布局金融板块的业务模式

金融板块业务根据种类的不同可大体分为投资类以及金融服务类，其中城投企业在投资板块的布局以股权投资为主。

（一）股权投资

投资主体的设立方式、投资方向的选择以及资金来源构成了股权投资业务模式主体；城投系股权投资企业的业务运营兼具政策性与市场化属性。

股权投资是以取得上市公司或非上市公司股权为目的、通过多种方式配置资金的投资活动，其业务模式主要由主体设立方式、投资方向选择与资金来源三个要素构成。主体设立方面，城投系股权投资平台主要以有限合伙人（LP）的身份出资参与设立基金，由具备私募基金管理人资质的机构担任普通合伙人（GP）并负责基金的管理运营；少数城投企业下属子公司已登记为私募基金管理人，可直接作为 GP 发起并管理基金。基金的组织形式主要有两类：一是设立产业母基金，以出资方式参与市场上的各子基金；二是设立直投基金，直接开展项目投资。

投资方向方面，城投企业开展股权投资业务可分为产业投资类与财务投资类。产业投资类业务中，企业以区域产业布局为导向，承担产业引入、孵化、培育以及国有资本保值增值职能，具备较强的政策导向性，但具体的投资标的仍须依据市场化标准遴选；财务投资类业务中，企业主要借助资本市场运作，聚焦国有资本保值增值，市场化属性更为突出。

资金来源方面，除企业自筹外，产业投资类业务中，企业因承担一定的区域发展推动职能，部分资金来源于国有资本经营预算等财政性资金，具有明显的政策扶持性；就基金募集中社会资金部分而言，两类业务均须遵循自愿与市场化原则，面向合格投资者非公开进行，且不得向投资者承诺资本金不受损失或承诺最低收益。

整体来看，城投系股权投资业务运营兼具政策性与市场化双重属性。

表 1 产业投资类股权投资业务与财务投资类股权投资业务对比

项目	产业投资类	财务投资类
资金来源	企业自筹、面向合格投资者非公开募集、财政性资金	企业自筹、面向合格投资者非公开募集
考核导向	产业协同+财务回报	财务回报
投资导向	参考区域产业布局，可投早投小以及大比例参股或控股，倾向于中长期投资	无明确产业限制，以稳定、成熟的拟上市公司为主，也参与上市公司定增等，投资期限整体相对较短，以参股为主
退出偏好	可并入体系内产业集团，也可通过 IPO、股权转让等退出，流动性要求相对较低	主要通过资本市场运作，流动性要求相对较高

数据来源：公开资料，大公国际整理

（二）金融服务

金融服务业务主要指金融中介、融资服务、增信等服务工具型业务。金融服务类机构根据发牌与监管主体的层级不同，可分为两大类：一是由国务院金融管理部门发牌并监管的金融机构，即“持牌金融机构”，包括银行、信托、券商、

保险、金融租赁、消费金融及全国性金融资产管理公司（全国性 AMC）等；二是由省级地方金融管理部门发牌并监管的金融组织（以下简称“地方金融组织”），包括融资担保、融资租赁、商业保理、小额贷款、地方 AMC 以及典当等。

表 2 持牌金融机构与地方金融组织对比

项目	持牌金融机构	地方金融组织
展业区域	主要面向全国展业[1]	主要在所属区域内开展业务，部分业务类型明确限制跨区域展业
监管规则与标准	全国统一行业法规	国家层面制定监管框架，地方层面制定实施细则，不同区域间可能存在差异
业务特征	以国家宏观政策为导向，受地方政府政策影响较小，多数业务市场化属性较强[2]	服务地方企业，作为地方产业生态的组成部分，受地方政府政策影响较大，部分业务具备较强的地方政策导向性
经营目标	全国性 AMC 以及政策性银行以化解金融风险、维持金融稳定为目标；商业银行、信托等商业性持牌业务收益优先级较高	政策属性较强的业态（如政府性融资担保、地方 AMC）以区域政策目标优先；市场化业态（如融资租赁、商业保理）以收益导向为主，兼顾区域政策目标需要
规模	相对较大	相对较小
准入门槛	相对较高	相对较低

数据来源：公开资料，大公国际整理

1.持牌金融机构：以财务性投资参股为主，业务参与度较低，商业性持牌业务市场化属性较强

持牌金融机构由于其展业范围较广、业务模式复杂、体量较大，且在全国金融体系中的重要性较高，监管层面对其股东资本实力与管理能力的要求相应较高，牌照资源因此较为稀缺，机构数量有限。因此，城投企业的参与呈现明显分层：多数城投企业仅以财务性投资的方式参股持牌金融机构，获取投资收益；仅少数省级以及强地市平台能够实现控股，且即便控股，也基本不参与业务的实际运营，业务运营由专业团队负责，商业性持牌业务遵循以资产质量、收益水平及可持续发展为导向的市场化运营逻辑，市场化属性较强。

2.地方金融组织：以控股运营为主，业务参与度较高，属性定位因业态而异

相较于持牌金融机构，地方金融组织由于其相对较低的准入门槛以及相对充裕的牌照资源，是城投企业控股运营金融板块业务更为常见且容易的方向。同时，此类城投系地方金融组织作为地方产业生态以及普惠金融体系的重要组成部分，业务范围主要集中在公司所在地，根据业态的不同，带有不同程度的政策性与市场化属性。具体来看，融资租赁、商业保理、小贷公司以及市场化融资担保的运营模式主要架构在市场化运营的基础之上，并不直接承担区域政策性任务，但需要配合区域招商以及产业扶持政策，在监管允许范围内，以及满足自身业务可持续性的前提下，对本土企业提供一定程度的政策性扶持。政府性融资担保主要承

[1] 城商行、农商行等地方性银行展业区域集中度相对较高。
[2] 政策性银行以及全国性 AMC 的政策性及功能性相对较高。

担区域支农支小的普惠金融与公共服务职能，地方性 AMC 主要负责区域不良资产处置以及化解区域金融风险，二者政策性较强而市场化属性较弱。

三、业务风险传导路径

布局金融板块的城投企业所面临的风险具有双向传导性。

持牌金融机构经营管理制度严格统一，业务防火墙体系较为完善，风险传导的潜在可能性相对较低；同时，多数城投企业仅以财务性投资方式参股此类机构，风险主要体现为参股企业经营不善带来的投资亏损或资产减值，扩散的可能性较低。而城投企业对于地方金融组织的参与程度更深，叠加此类业务监管强度相对较低，业务风险在不同板块之间传导扩散的可能性明显更高。具体来看，风险传导主要包括“自下而上”以及“自上而下”两条路径。

“自下而上”的传导路径当中，风险主要来源于业务运营端。经营不善或是投资决策失误导致的融资担保机构大额代偿、商业保理公司大额坏账，以及投资标的资产减值和投资亏损均会对母公司以及集团整体财务情况造成负面影响。此外，监管实践通常要求主要股东具备与业务规模相匹配的资本补充能力，加之维护区域金融稳定、营造良好产业环境的考量，金融子公司出险后，城投企业存在被动增资、提供流动性支持乃至代偿的可能，直接消耗母公司自有现金流，进而影响母公司以及集团的信用状况。另外，金融板块出险引发的社会负面影响，还会一定程度上损害母公司以及集团的声誉。

“自上而下”的传导路径中，风险主要来源于母公司或是集团其他业务板块。一方面，母公司由于自身资金短缺等原因造成的出资不及时或是不足，会影响金融子公司的资本与流动性水平，降低其抗风险能力；另一方面，内控方面不完善，如资金占用、行政指令干预以及缺乏商业实质的关联交易等，可能会造成母公司或是集团其他业务板块的经营风险向金融板块扩散。

降低风险传导的可能性及影响，需根据传导方向分类施策。对于“自下而上”的传导路径，业务实体须严格在风控指标内展业，母公司则应在依法合规前提下，以股权比例为基础对业务实体提供流动性等支持，避免无条件兜底放大风险；对于“自上而下”的传导路径，则重点在于完善并有效运行金融板块与母公司及其他业务板块间的风险“防火墙”机制，切实防范母公司对金融业务实体的越权干预。总体而言，金融板块与母公司以及其他业务板块间的风险传导路径是否贯通，关键取决于业务开展的合规性与内部治理的有效性。

四、城投企业布局金融板块的风险分析要点

如前文所述，城投企业布局金融板块业务的风险传导主要包括“自下而上”以及“自上而下”两条路径，风险的根本来源以及关注重心在于业务运营端以及

内部治理端，同时还需结合不同发展阶段分析对城投企业的信用影响方向。

（一）业务运营端

1.股权投资

对于产业投资类业务，需要关注运营主体资金与投资的期限匹配性、资金来源的合规性、与社会资本的合作模式以及风险缓释安排的设置情况。

产业投资类业务是城投系股权投资业务中占比最高的类型。对此类业务的运营主体，第一，需要关注资金与投资的期限匹配性。城投系产业投资业务的首要投资目的在于产业落地本地形成规模化产出，但项目落地到规模化产出的时间跨度较长，短债长投等期限错配情况发生的潜在可能性较大，一旦发生，大概率会增加股权投资机构的资金压力，造成流动性风险，同时可能会发生让步于偿债压力，被迫提前退出投资项目，造成产业培育失败以及亏损的情况。第二，需要关注资金来源的合规性以及与社会资本的合作模式，重点关注是否存在通过名股实债、收益承诺、损失补偿等方式新增地方政府隐性债务的可能性。第三，需要关注是否设置风险缓释安排。城投系产业投资平台属于国资运营主体，承担国有资本保值增值职能，是否配套有效的风险缓释安排，会显著影响主体最终的风险暴露程度。

对于财务投资类业务，需要重点关注运营主体资产流动性。

以资本市场运作为主的财务投资类业务虽不是城投系股权投资业务的主流，但其相较于产业投资业务来说较短的投资周期能够为城投企业带来一定的收益以及现金流补充。对于此类投资业务的风险分析，则主要集中在资产流动性。产业投资类业务是通过投资培育，创造资产的流动性，而财务投资类业务则直接将资产流动性作为投资参考依据，风险分析可重点关注此类业务运营主体所持资产的种类占比，关注上市企业股权、现金、拟上市企业股权等流动性较强资产所占比重，以判断企业资产及收益的变现能力及偿债能力。此外，部分国有资本投资运营企业同时从事股权直投业务，接收了政府划拨的大量各类型地方企业股权，部分被持股企业经营状况较差，股权处置变现难度较高，同时可能存在资产减值造成利润侵蚀的情况。因此，在对城投系股权投资企业进行信用分析时，需要着重剔除此类低效甚至无效资产对公司资产负债表的虚增，正确认识城投企业的资产及资本情况。

2.金融服务

加强对金融服务业务关联交易的分析，提高对业务政策性强弱的关注。

对于金融服务业务运营主体的风险研判，无论是持牌金融机构还是地方金融组织，目前多数已具备成熟的信用风险评价体系，但对于城投系地方金融组织的

分析，尤其是对于除政府性融资担保企业和地方性 AMC 之外原则上应完全市场化运营的金融服务业务运营主体，由于其业务具有一定政策性，需要着重关注其政策性的强弱。具体来看，可通过交易对象、相关资产质量等重点关注城投金融服务业务的合理性，尤其加强对于关联交易的分析，包括与集团内部企业以及外部兄弟公司间的交易。比重过高且缺乏商业实质的关联交易能够直接反映出股东或是地方政府对于金融服务业务运营主体较强的行政干预程度，会占用其可用资源，限制其对外运营的空间，大大提升其对风险的敏感性。

加强对所在区域财政状况的细化分析以及区域产业布局的关注，同时提高政策关注度，防范政策导向变化引发的合规及运营风险。

由于城投金融服务业务多数主要集中在所属区域本地，区域集中度以及产业集中度均普遍较高，也意味着金融服务业务运营主体与区域企业间的关联度较高，风险跨主体传导的效应较强。一旦区域产业景气度下降或者区域平台出现财务压力，风险极易快速传导至业务运营主体，并形成风险共振，放大整体损失。因此，对于布局金融服务业务的城投企业，需要加强对其所在区域财政状况的细化分析，充分了解地方财政的抗风险能力与稳定性，同时提高对区域产业布局的关注及了解，捕捉产业动态对企业的潜在影响。此外，金融服务业务的运营以及合规性均具有较强的政策敏感性，尤其在当前地方金融服务体系有待完善，相关制度条例有所欠缺的情况下，地方金融服务业务未来的发展方向以及监管模式等不确定性较高。因此对于城投企业金融服务业务的风险分析需提高政策关注度，防范政策导向变化引发的合规及运营风险。

（二）内部治理端

内部治理体系往往是城投企业信用分析中易被忽视的点，但却是金融业务分析中至关重要的方面，对于城投系金融板块的内部治理端分析可重点关注城投企业传统管理模式与金融业务的适配性。

1.关注城投企业金融板块考核体系是否适配金融业务的经营逻辑

传统城投业务以项目完成情况为考核基础，以规模为考核导向，且对于投资损失的容忍度较低，更多关注短期回报。城投系金融板块业务具有一定的政策性，但盈利性仍然是多数业务运营的重点目标。因此，对于股权投资业务运营主体，需要关注集团是否给予足够的损失容忍度，并建立以长期回报率为导向的考核机制；对于金融服务业务运营主体，需要关注以风控为基础、以收益为导向的考核评价体系的建设完善情况。

2.关注集团内部控制体系是否完善并有效运行

城投企业长期以来的一大特点在于内部隔离不充分，人员混同、资金混同等

内控缺陷在城投企业中并不少见。因此首先需要识别城投金融板块人员与其他板块人员是否实现了有效隔离：一方面，由于城投企业普遍存在“一套班子，多块牌子”的运营模式，需要关注是否存在董监高等重要人员在金融板块与其他板块中重复任职的情况，这是金融板块独立性的基础；另一方面，需要关注内部决策体系是否制定了关联方利益冲突审查与隔离制度，以判断是否存在决策独立性缺失的潜在可能。

其次，需要了解布局金融板块的城投企业资金管理制度。现金流往往是企业经营风险最直接的来源，资金池等资金归集制度一定程度上提高了资金使用效率，但也提高了金融板块与其他板块间资金混同的风险，加大了母公司以及其他板块违规占用金融板块资金或是向金融板块违规输送资金形成政府隐性债务的可能性，也为风险在金融板块与其他板块之间传导建立了路径。

（三）不同发展阶段的信用影响方向

城投企业金融板块业务所处发展阶段不同，对集团整体信用的影响方向与程度存在差异，风险分析在业务运营端与内部治理端的权重设置也需要随之动态调整。具体而言：培育期（1～3 年）[3]由于业务体系与管理体系尚未健全，风险事件相对高发且缺乏缓冲，对集团整体信用影响偏负面；成长期（3～5 年）业务已初步形成规模，对集团财务表现有初步正向贡献，但板块间协同效应尚未充分释放，对集团整体信用影响偏中性；成熟期（5 年以上）业务体系与管理体系趋于成熟稳定，业务协同效应显现，对集团整体信用影响偏正向。相应的，对于城投系金融板块业务培育期的风险分析应更侧重于内部治理端，重点考察治理架构以及内部“防火墙”等内控体系的建立情况；随着业务成熟度提高并进入成长期与成熟期，对于内部治理的关注应逐渐向制度运行的有效性方面转变，分析重心逐渐向业务运营端风险倾斜，更多关注资产质量、盈利水平、风险抵补能力以及可持续发展水平。

[3] 时间跨度为预计需要，不同主体由于自身资源、能力等方面不同，所需时间有所差异。

表 3 城投企业金融业务板块不同发展阶段的特征对比

项目	培育期（1～3 年）	成长期（3～5 年）	成熟期（5 年以上）
阶段特点	业务体系、内控体系尚未完善	业务体系、内控体系初步建立，业务初步形成规模	业务体系、内控体系完善有效
财务表现	亏损、资金占用等情况发生概率较高	产生一定盈利及经营性现金流	能够产生稳定盈利及经营性现金流
业务协同	尚未建立	业务协同尚未充分释放	业务协同效应显现
阶段目标	初步建立内控体系，完成业务布局，实现业务盈利与经营性现金流流入	保持业务盈利，同时寻求建立金融业务与其他业务的协同效应	保持业务整体稳定，择机寻求业务拓展
风险分析关注点	重点关注内控体系建立情况	重点关注内控体系的有效性，预防产业协同建立过程中自上而下的风险传导	业务开展及内部治理成熟，重点关注外部风险事件对业务的冲击与业务扩张风险，预防自下而上的风险传导

数据来源：公开资料，大公国际整理

五、总结

城投企业布局金融板块是外部需求与内部需要共同驱动的结果。基于业务特点与企业自身条件，其布局方向已延伸至股权投资与金融服务等多元领域，不同业态在资金来源、参与主体及政策性与市场化属性的强弱上特征各异。同时，城投企业布局金融板块业务的风险具有双向传导性，这决定了风险分析须同时覆盖业务运营端与内部治理端。业务运营端，股权投资平台应结合具体投资目的，重点关注资金与投资期限的匹配性、资金来源的合规性、与社会资本的合作模式、风险缓释安排及资产流动性，并识别低效以及无效股权对资产负债表的虚增；金融服务平台则需重点关注关联交易、区域财政以及政策变化。内部治理端，则可重点关注考核体系与金融业务经营逻辑的适配性，以及内控体系的完备性与运行有效性。此外，两端分析的权重设置还应根据城投企业金融业务所处发展阶段进行动态调整。

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。