城投转型专题（1）：十年城投转型的阶段性观察与信用格局演变

公用一部 |张　曦　　2026 年 11 月 2 日

摘要：

本文以 2014 年 43 号文出台至今为观察区间，梳理城投转型的政策演进脉络，分析区域与层级分化的梯度格局，并探讨信用格局的演变方向。十年间政策逻辑从“剥离融资职能”逐步演变为“寻求转型”，退平台时限的设定使转型进程逐步接近尾声。本文重点研究了 2025 年以来宣布退平台企业所在省份、层级及信用水平，发现区域与层级分化显著：区域重心正从“头部引领”向“扫尾收官”逐步过渡，退平台主体以区县级和无评级、AA 及以下等级为主。

关键词：城投转型；政策梳理；退平台

正文：

一、政策演进：从“剥离职能”到“寻求转型”

十年城投转型的政策逻辑经历了从“形式剥离”到“实质转型”的演变。2014—2017 年以制度框架确立为主，执行层面延续旧有格局；2017—2022 年严监管收紧推动分化萌芽，但转型多属被动应对；2023 年 7 月“制定实施一揽子化债方案”以来，退平台时间表的设定从根本上改变了博弈结构，转型进一步加快，并逐渐接近尾声。

（一）2014～2017 年：制度框架确立为主，执行进展待推进

43 号文确立的基本原则可以概括为“开正门、堵偏门”：一方面赋予地方政府依法适度举债权限，允许其通过发行政府债券融资；另一方面明确划清政府与企业界限，要求融资平台不得新增政府债务。从制度设计看，这一框架是清晰的。但在执行层面，仍需一段时间来解决“沉疴旧疾”。这主要是存量隐性债务的置换本身就需要时间来实现，根据公开信息，2015～2018 年间累计发行置换债券约 12.2 万亿元，本轮置换侧重于控制增量并化解显性债务，而这一过程本身即意味着旧有债务关系的延续；同时，地方政府在稳增长压力下，对城投平台的依赖并未因一纸文件而消失。城投平台继续承担着大量公益性项目建设任务，其债务虽然在名义上不再属于政府债务，但市场对政府兜底的预期依然强烈。

表 1　2014～2017 年主要政策

日期	文件/政策/会议	主要内容
2014/10	国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）	明确剥离融资平台公司政府融资职能，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还。
2015/01	全国人大新《预算法》	新《预算法》实施赋予地方政府依法适度举债权限，发行地方政府债券是一般债和专项债的唯一合法渠道。
2015/12	财政部《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225 号）	建立地方政府债务限额管理体系，对债务余额实行限额管理。
数据来源：公开资料，大公国际整理		

这一时期的城投转型，更多是“形式上的剥离”而非“实质性的转型”。平台公司的业务模式、收入结构、与政府的关系基本延续旧有格局，转型的内生动力明显不足。对城投债的信用判断仍以“政府支持”为核心变量，平台自身的经营能力尚不构成独立的分析维度。

（二）2017～2022 年：严监管收紧，分化开始萌芽

2017 年下半年是化债与城投转型的转折点。财政部等部委密集出台 50 号文、87 号文等文件，严禁以政府购买服务、PPP 等名义违法违规举债，对城投平台的融资渠道形成实质性收紧。2018 年中央开启新一轮隐性债务摸底，并定下十年化债计划，标志着政策重心从“增量管控”转向“存量化解”。

表 2　2017～2022 年主要政策

日期	文件/政策/会议	主要内容
2017/05	财政部等六部委《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号）	严禁地方政府以政府购买服务名义违法违规举债，规范 PPP 及政府出资的各类投资基金。
2017/06	财政部《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号）	严禁将建设工程和服务打包作为政府购买服务项目，严禁利用或虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债。
2017/08	发改委《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》（发改办财金〔2017〕1358 号）	在企业债券申报中严格防范地方政府债务风险，实现发债企业与政府信用严格隔离。
2018/02	发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194 号）	严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，严禁申报企业与政府信用挂钩。
2018/08	中共中央、国务院《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号）	首次系统性定义隐性债务，定下 5 至 10 年全面消除隐性债务的目标，化债重心从“显性债务规范”转向“隐性债务化解”。
2021/07	银保监会《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发〔2021〕15 号）	要求对承担隐性债务的客户不得新增流贷或专项债配套融资，不得以预期土地出让收入作为偿债来源.
数据来源：公开资料，大公国际整理		

这一阶段，部分地区的城投平台开始感受到融资压力，传统的“滚动发债”模式遭遇挑战，分化在这一时期开始萌芽。经济发达地区、层级较高的城投平台，凭借较好的资产质量和区域财力支撑，仍具备较强的融资能力；而财力薄弱地区、区县级的平台，则逐渐面临较大的压力。但总体而言，2022 年之前的城投转型，在多数地区仍处于“被动应对”阶段，转型的驱动力主要来自融资端的压力，而非内在的经营能力提升需求。部分平台通过拓展贸易业务、注入经营性资产等方式“美化”报表，但实质性的市场化经营能力并未显著增强。同一区域内主体利差分化开始出现苗头，但市场整体仍以区域信仰为主导，主体层面的信用差异尚未被充分考虑。

（三）2023 年至今：寻求机制形成，转型加速推进

2023 年是化债与城投转型进程中具有标志性意义的一年。当年 7 月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，随后“6+4+2”万亿元化债组合拳出台，化债力度前所未有。更为关键的是，2024 年银发 150 号文明确要求：2027 年 6 月末前实现融资平台清零、隐性债务清零，城投公司退出融资平台名单、剥离政府投融资职能。这一时间表的设定，从根本上改变了转型的博弈结构。此前，城投转型思考的更多是“要不要转”；此后，“何时转”“怎么转”，以及如何在发展中化债、在化债中发展成为必须在限定时间内完成的考卷。退出名单的条件包括隐性债务清零、征得三分之二以上金融债权人同意、剥离政府融资功能，且退出后地方政府需进行至少 1 年风险监测，具有明确的要求，为城投公司当前工作重点指明方向。

表 3　2023 年以来主要政策

日期	文件/政策/会议	主要内容
2023/07	中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”	中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”。随后特殊再融资债券重启发行，用于置换存量隐性债务。
2023/09	国务院《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国发〔2023〕35 号）	构建了金融支持融资平台债务风险化解的政策框架，明确重点省份差异化管控。
2024/07	党的二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	明确要求“完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型”。
2024/08	央行、财政部、金融监管总局、证监会联合发布《关于规范退出融资平台公司的通知》（银发〔2024〕150 号）	明确平台退出需满足三个条件：隐性债务清零、剥离政府融资功能、征得三分之二以上金融债权人同意，设定 2027 年 6 月末为最后时限。
2024/11	全国人大常委会公布 12 万亿元化债方案	6 万亿元债务限额置换存量隐债，连续五年每年 8,000 亿元专项债用于化债，2 万亿元棚改隐债按原合同偿还
2025/01	《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（国办发〔2025〕1 号）	加强政府投资基金风险防范，严禁地方政府通过违法违规举债融资进行出资，不得新增地方政府隐性债务，不得强制要求国有企业、金融机构出资或垫资。县级政府应严格控制新设基金，财力较好、具备资源禀赋的县区如确需发起设立基金，应提级报上级政府审批。
2025/03	2025 年《政府工作报告》	坚持在发展中化债、在化债中发展。
2025/03	《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）》和《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）》	明确公益性业务范畴，限制以公益性业务为主营的城投公司发行公司债，严禁新增政府隐性债务。
2025/07	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	首次以“有力有序有效”三重标准进行定调的领域是地方融资平台出清。
2026/03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	建立健全全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务，优化中央和地方政府债务结构，加快推动地方政府融资平台改革转型。
数据来源：公开资料，大公国际整理		

从“剥离职能”到“寻求转型”，政策逻辑的演变意味着城投平台与政府信用“脱钩”不再是远期愿景，而是具有明确时限的政策目标。当“政府信仰”的制度基础被逐步拆除，市场对城投债的定价逻辑需要重新校准，信用分析的重心也将从“平台地位”转向“经营能力”。

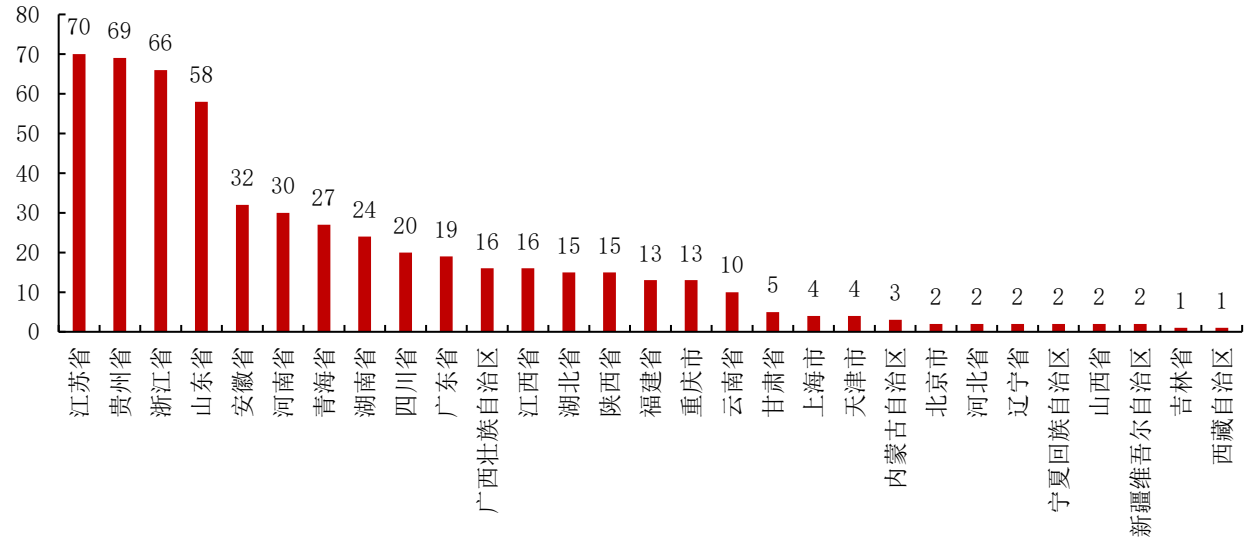
二、区域与层级：主体信用梯度分化

城投转型进程呈现显著分化。区域层面，退平台重心从东部城投大省向重点化债省份扩散，江苏、浙江、山东领先推进，贵州、青海等重点区域加速追赶，内蒙古和吉林已率先退出重点省份名单。层级层面，省级平台向资本运作和产业投资转型，市级平台侧重城市运营和公共服务，区县级平台面临最大的转型压力。层级分化的加剧意味着，城投信用评估需要更加注重主体可获取的资源边界和行政层级约束。

（一）退平台进度：从“头部引领”向“扫尾收官”过渡

根据公开信息统计，2025 年 1 月至 2026 年 10 月初，全国共 543 家城投平台宣布退出政府融资序列。从区域分布来看，12 个重点化债省份合计退出 152 家，占总量的 27.99%，其中贵州已退出 69 家位居榜首，青海和广西分别完成 27 家和 16 家城投平台退出工作，值得注意的是，吉林的化债工作被财政部作为首批典型案例推广，2025 年 11 月其已成功退出地方债务重点省份，部分重点省份在化债与转型的协同推进上已取得一定成果；17 个非重点化债省份合计退出 391 家，东部省份主导推进，包括浙江、江苏、山东等省，退平台区域重心正从“头部引领”向“扫尾收官”逐步过渡：江苏、浙江、山东等城投大省领先，贵州、青海等重点区域后续发力，并陆续退出重点省份名单，步入扫尾收官阶段。

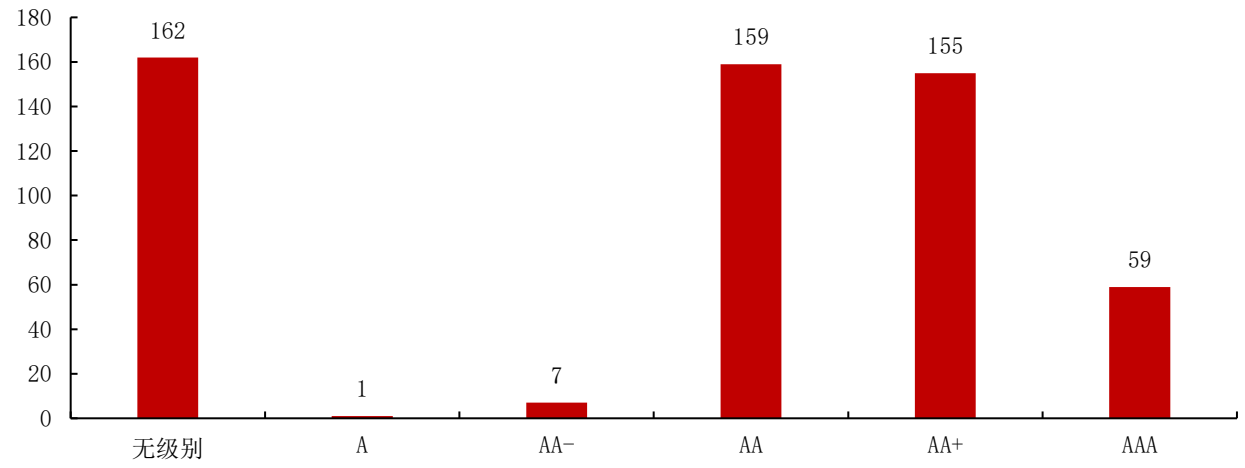
图 1　2025 年 1 月至 2026 年 10 月初全国分省份退平台进展



数据来源：企业预警通，大公国际整理

从退出主体的信用等级看，低信用等级主体和无评级主体是退出的“主力军”，在 543 家实现退出的平台中，无评级主体 162 家、AA 及以下主体 167 家，两者合计占比约 60.59%，超过六成。

图 2　2025 年 1 月至 2026 年 10 月初退出主体信用等级情况



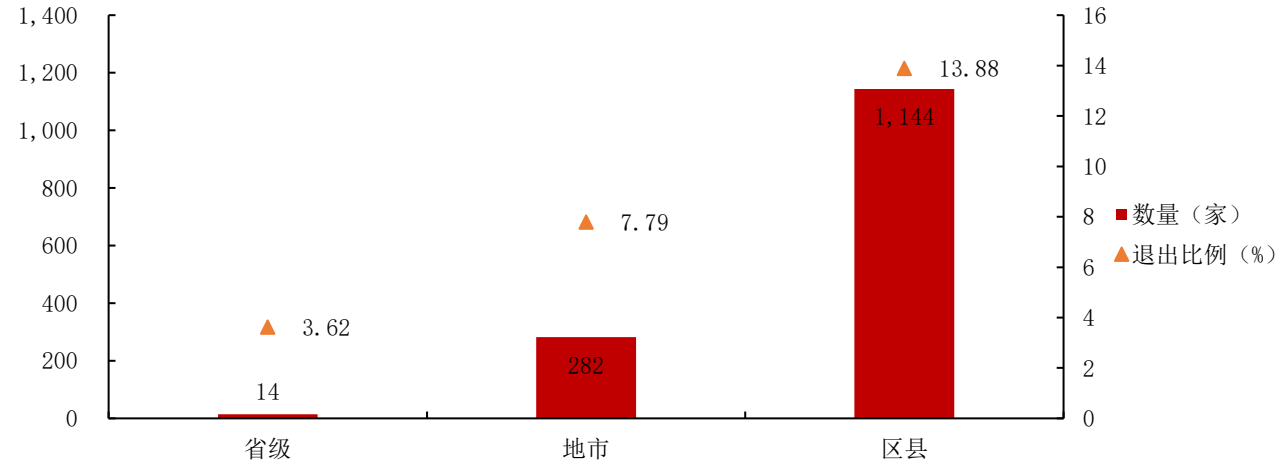
数据来源：企业预警通，大公国际整理

（二）层级分化：省级、市级与区县级的差异化路径

行政层级对转型路径的影响同样显著。省级平台通常拥有更大的资产规模和更优质的资源禀赋，转型方向多聚焦于产业投资、资本运作和战略性业务布局，部分省级平台已逐步演变为地方国有资本投资运营公司，其信用逻辑与纯粹的市场化主体相似度在上升。市级平台的转型路径更为多元，核心市级平台往往承担着城市运营和公共服务职能，转型方向侧重于公用事业的市场化运营和城市资源的综合开发；非核心平台则面临更迫切的“找方向”压力，部分平台通过整合进入核心平台或转型为专业化子公司。

区县级平台是转型压力最大、分化最显著的群体。一揽子化债以来（2023 年 8 月以来），共有 1,440 家主体实现退平台，其中江苏省退平台数量 286 家，浙江、山东、河南、贵州和安徽退平台数量分别为 160 家、133 家、96 家、76 家和 75 家，居第二梯队。从退平台主体的行政级别看，以区县级（含开发区）城投为主，约 1,144 家。这类平台普遍面临资产规模小、业务单一、区域财力有限等约束，转型的可行路径相对狭窄。部分区位条件较好、产业基础扎实的区县级平台，通过融入市级平台体系或聚焦特定产业服务实现转型。

图 3　退出主体层级情况



数据来源：企业预警通，大公国际整理

层级分化的加剧意味着，未来影响城投信用评估的因素，除了现阶段的经营财务表现，还需要注重主体所处的行政层级及其可获取的资源边界，因为上述外部条件会持续影响其未来信用表现。省级平台与区县级平台之间的信用差距，可能在未来数年内进一步拉大。

三、结语

十年城投转型，政策逻辑经历了从“形式剥离”到“实质转型”的演变。转型进程的区域分化层面，退平台重心从东部城投大省向重点化债省份扩散；层级分化层面，省级平台向资本运作转型，区县级平台面临最大压力。2027 年退平台期限临近，随着政企切割逐步落地，城投信用格局将从“区域信仰主导”转向“主体分化主导”。退平台进度、融资结构变化和收入结构改善，将成为观察这一格局演变的核心维度。信用定价锚点向经营能力迁移的方向已经明确，迁移的速度和节奏，取决于转型的实际落地成效。

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。