



2026 年山东省区域发展与债务风险分析（下篇）

——财政韧性、债务风险与增长前景展望

工商部 | 崔爱巧 范昱希 左宜卿 张绮含

2026 年 8 月 12 日

摘要：

为精准识别山东区域所处的发展阶段与竞争位势、预判增长动能转换的拐点与空间、区分信用资质分化情况，本文结合区域战略定位与总量分析、结构分析、金融分析、财政分析、债务分析维度对山东省的经济增长和融资环境进行了研判。山东省是北方地区经济发展的战略支点和重要的工业基地，在粮食安全与产业链安全领域具有独特定位；产业结构正从“量的扩张”转向“质的提升”，稳步从传统“能源消耗大省”向“新能源装备制造大省”迭代升级；山东省金融总量合理增长，全省社会融资规模增量居全国前列，金融机构体系整体较为齐全完备，中小银行风险稳步缓释，多层次资本市场持续完善，并围绕金融“五篇大文章”赋能实体经济；山东省财政收支矛盾仍较突出，紧平衡特征明显；山东省显性政府债务期限结构处于安全合理区间。但受存量债务规模较大影响，全省显性债务率仍高于警戒标准，城投结构性风险依旧突出。展望 2027 年，经济增长层面，区域产业底盘厚实，大概率维持稳步增长格局，增速中枢贴近全国均值，但投资疲软、人口外流、税源结构失衡等因素约束增长弹性，平稳基准情景为发展主线。融资环境层面，区域短期依托化债政策，债务兑付风险总体可控，将呈现融资平稳特征，然而债务负担较重、财政持续紧平衡，内生动力不足导致融资环境未形成趋势性改善。上述结论表明，山东省属于经济稳步增长型、融资平稳型省份，区域转型压力突出，信用资质能否边际修复由新旧动能转换落地成效、人口集聚持续性、国家级战略红利释放节奏、城投化债进度成效四大变量决定，相关核心指标有待持续跟踪。

关键词：山东省；区域发展；稳步增长型；债务风险；融资平稳型

正文：

四、财政分析

2025 年，山东省一般公共预算收入中税收占比中等，政府性基金预算收入有所下降，土地财政退潮对基建资金来源冲击明显，土地市场“国资化”趋势加剧；一般公共预算支出中财政自给率偏低，支出结构趋于固化，“三保”支出对建设性支出形成一定挤压。目前，山东省财政收支矛盾仍较突出，紧平衡特征明显：收入端财源同步承压；支出端存在刚性。破解这一局面的关键在于新旧动能转换提速培育高附加值税源，从根本上提升税收占比和收入弹性。

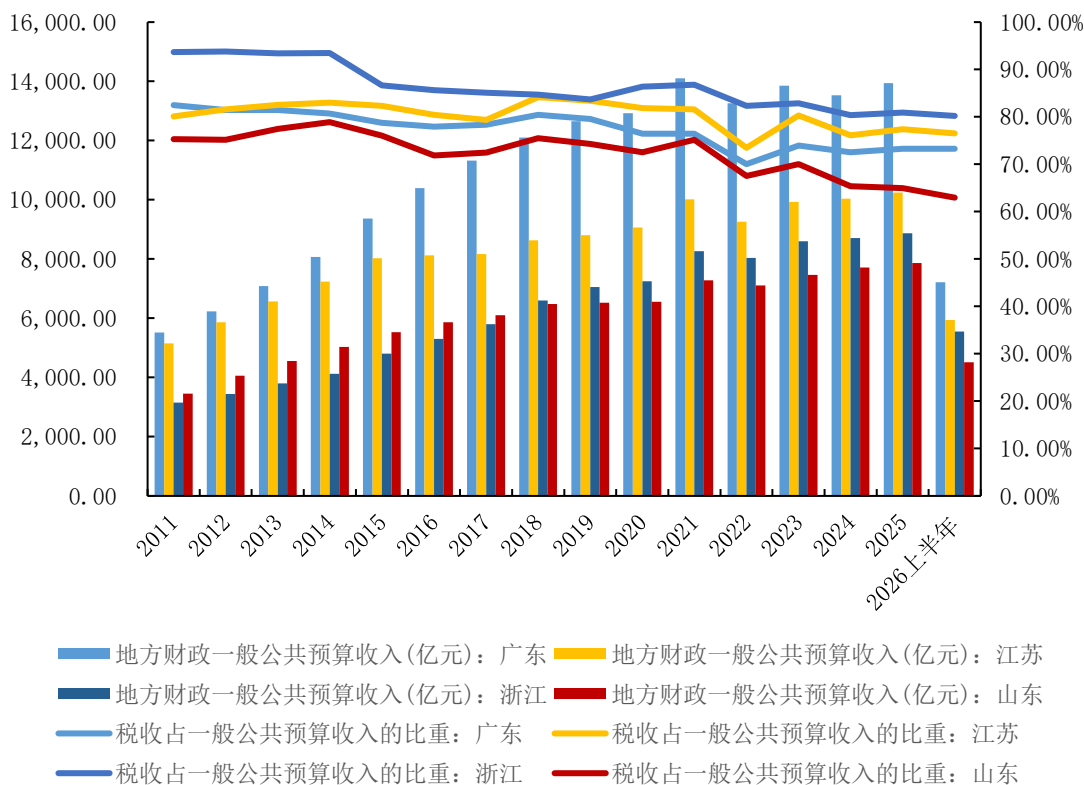
（一）一般公共预算收入的总量与质量

2025 年，山东全省一般公共预算收入完成 7,864.26 亿元，稳居全国第五位，完成预算的 100.3%。预算收入增速为 2%，不仅低于 GDP 的 5.5%，也在四大经济大省份中排名末位，反映出 PPI 持续下行和结构性减税背景下，企业利润向税收转化的传导机制存在阻滞。2026 年，山东省预算安排收入预计为 8,023 亿元，增速目标维持在 2% 的审慎水平，表明主管部门对收入端的恢复弹性持保守预期。

从收入质量来看，2025 年山东税收收入 5,109.71 亿元，增长 1.4%，显著低于非税收入的增速 3.1%。税收占一般公共预算收入的比重约为 65.0%，同比下降；同期广东、江苏、浙江的税收占比分别约为 73.3%、77.4% 和 80.9%，且均呈现上升趋势。2026 年上半年，山东省税收占一般公共预算收入的比重进一步下降，约 63.0%。横向对比来看，山东省税收占比中等，且存在结构恶化风险，意味着财政收入中可预期、可持续的部分相对薄弱，在经济下行周期中财政收入的下行弹性更大，需审慎判断其财政健康状况。从主体税种看，增值税 1,987.02 亿元，增长 5.9%，占税收收入的 38.9%，是财政收入的“压舱石”，但也暴露出山东财政对生产流通环节的高度依赖；企业所得税 744.61 亿元，仅增长 2.6%，显著低于工业增速，“增产不增利”现象在传统重化工领域较为突出；个人所得税 247.67 亿元，增长 5.8%，与居民收入增速基本同步。值得关注的是，房产税增长 9.9%、城镇土地使用税增长 8.4%，二者保持较快增速，显示出存量房相关财产税的抗周期韧性；但土地增值税下降 10.8%、契税下降 16.8%，二者与房地产开发投资同步深度下滑，房地产前端交易萎缩对税收的拖累仍在加深；此外，资源税 140.92 亿元，下降 11.6%，反映出能源价格回落对资源型税基的冲击；印花税 156.05 亿元，下降 2.1%，与市场交易活跃度下降相关。综合来看，山东财政的税源结构高度依赖重化工业和传统制造业，与当前服务业增加值占比超 50% 的产业结

构形成结构错配，服务业“大而不强、大而不税”，税收贡献偏低，导致财政收入弹性不足。山东省从“生产型财政”向“创新型财政”转型的税基培育仍需时日。

图 1 2011 年以来四大经济大省财政收入情况（单位：亿元、%）



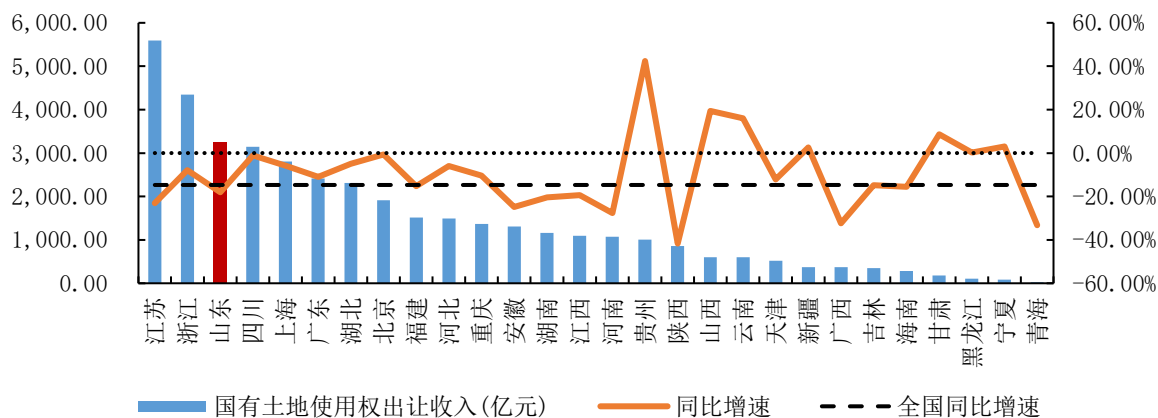
数据来源：国家统计局，公开资料，大公国际整理

（二）政府性基金收入与土地财政依赖度

2025 年，山东全省政府性基金预算收入完成 4,254.49 亿元，完成预算的 96.8%，比上年大幅下降 12%。这一降幅显著大于一般公共预算收入的波动，成为拉低山东综合财力的核心变量。下降主因是国有土地使用权出让收入的持续萎缩：2024 年山东省土地出让收入为 3,972.53 亿元，而 2025 年在房地产市场深度调整的延续下，全省土地出让收入进一步降至 3,258.36 亿元。这一趋势与全国大盘一致，2025 年全国国有土地使用权出让收入 41,518 亿元，同比下降 14.7%，已是连续第四年下滑。山东 12% 的降幅虽略好于全国均值，但考虑到其沿海大省的地位，土地财政退潮对其基建资金来源的冲击尤为严峻。从细分市场看，反映房地产开发前端热度的商住用地成交指标降幅更为显著：2025 年山东全省商住土地成交共计 1,421 宗，同比下降 31%；成交总用地面积 3,472.15 万平方米，同比下降 37%；成交金额 1,340.47 亿元，同比下降 41%。

成交宗数、面积、金额三项指标均呈两位数下滑，且金额降幅大于面积降幅，地价同步承压，土地市场“量价齐跌”的格局未获根本扭转。在此格局下，土地财政依赖度已直观下滑，拿地主体结构同步受到影响：民营房企拿地意愿持续下降，城投平台入场托底。

图 2 2025 年部分省市国有土地使用权出让收入变动情况（单位：亿元、%）¹



数据来源：公开资料，大公国际整理

土地财政依赖度的计算涉及多种口径。以国有土地使用权出让收入占一般公共预算收入与政府性基金收入合计的比重来衡量，2025 年山东省土地财政依赖度约为 26.9%，较上一年度下降 4.4 个百分点。虽未触及 40% 的警戒线，但这一判断需审慎对待。原因在于土地出让收入属于毛收入概念，征地和拆迁补偿、土地开发等成本性支出需优先从中列支，政府实际可用于经常性支出和基建投资的净收益远低于账面收入规模。近年来拆迁补偿标准提高、安置成本上升，成本性支出占比持续攀升，净收益对一般公共预算的补充能力已较土地财政高峰期大幅削弱。同时，土地市场持续低迷，土地财政从“锦上添花”变为“深度拖累”，过去依赖土地增值收益支撑的园区建设、城市更新等支出项面临刚性缺口，亟需通过专项债或预算内资金腾挪进行置换。

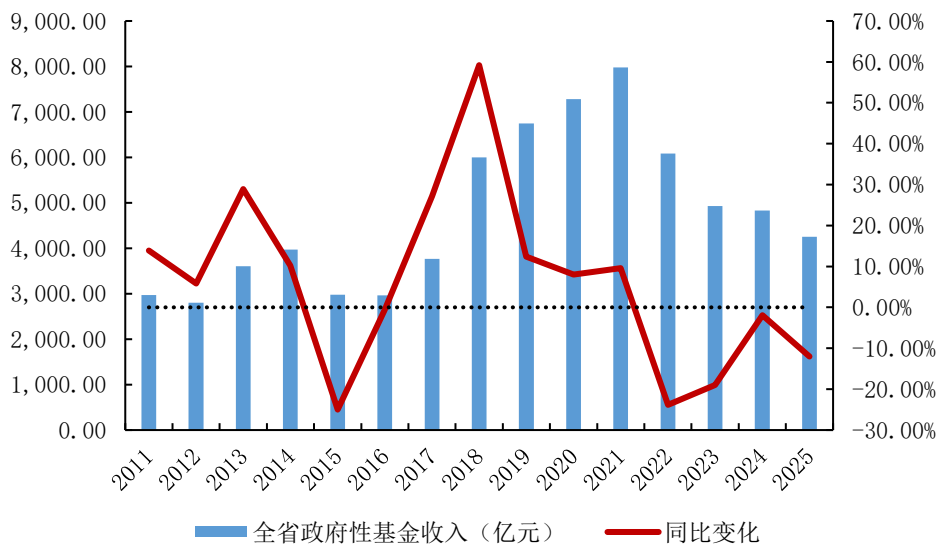
从拿地主体结构看，2025 年山东民营房企拿地意愿持续低迷，土地市场“国资化”趋势进一步加剧。从全省层面看，2025 年山东城投拿地金额超过 1,000 亿元，在全国各省中排名靠前。以省内城市济南为例，2025 年济南出让的城市建设用地（含居住、商业、社区服务等各类用地）共 87 宗，其中国资平台拿地 54 宗，面积合计 1,471 亩，占比约 61.5%，加上国资与央企联合拿地的 1 宗，合计占比约 63.8%。央企、国有控股、地方平台公司成为拿地主力军。在青岛西海岸新区，这一特征同样突出，全年 11

¹ 内蒙古、辽宁、西藏 2025 年国有土地使用权出让收入数据暂缺，未纳入统计。

宗成交土地中仅 1 宗为市场化拿地，其余均为国企内部流转。该主体结构反映出潜在风险：其一，城投平台拿地多为底价成交，对政府性基金收入的增量贡献有限；其二，城投平台大规模囤地加剧了其自身的债务负担和资金占用压力。在土地市场持续低迷的背景下，部分地块可能面临开发停滞或资产沉淀风险，进一步加重地方隐性债务隐忧；其三，民营房企持续缺席土地市场，表明市场对房地产行业中长期预期仍偏谨慎。土地市场的“国资化”本质上是市场化需求萎缩下的被动托底，而非市场活力的真实恢复。国资平台拿地多为行政性托底行为，其后续开发能力和周转效率与市场化房企存在显著差异，对土地市场的长期健康运行构成潜在挑战。

展望中期趋势，土地市场的“新均衡”尚未达成。当前山东房地产库存去化周期仍处于较高水平，房企拿地能力和意愿的恢复依赖于销售端的实质性回暖。在人口达峰、城镇化增速放缓的大背景下，土地出让收入难以回到 2020~2021 年的峰值水平。2025 年政府性基金预算支出端的收缩，已直接映射为基础设施投资增速的放缓。展望未来 2~3 年，山东政府性基金收入预计将维持在 4,000~4,500 亿元的“新平台期”，与“十四五”前期 6,000 亿元以上的年收入规模相比下了一个台阶，土地财政形成的缺口需要通过提高一般公共预算的统筹能力和争取更多专项债额度来弥合。

图 3 2011 年以来山东省政府性基金收入变动情况（单位：亿元、%）



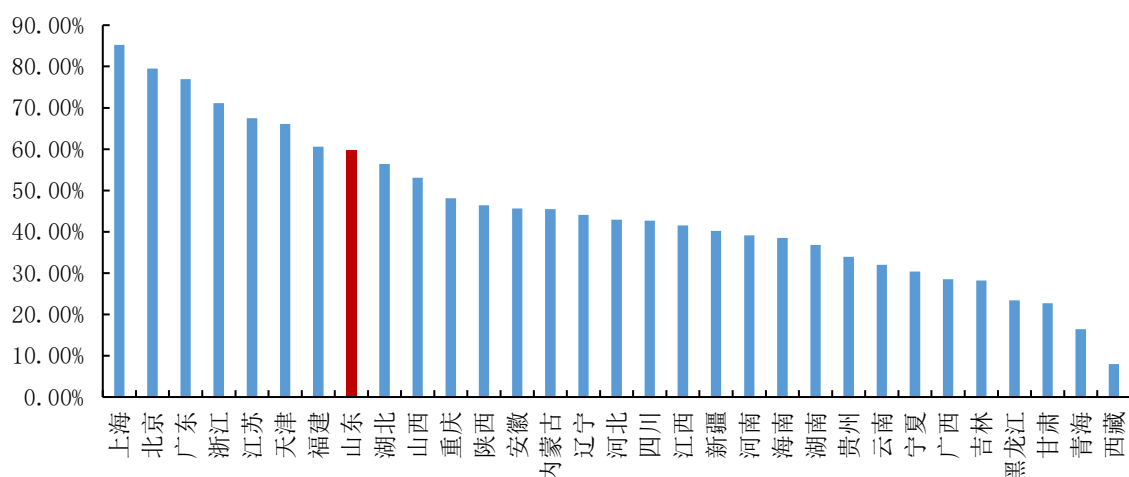
数据来源：公开资料，大公国际整理

（三）财政自给率与支出结构

2025 年，山东省一般公共预算支出 13,185.60 亿元，完成预算的 97.7%，增长 0.8%。财政自给率约为 59.64%，较 2024 年回升约 0.67 个百分点。横向对标，山东省

在全国排名中上，但与其他东部沿海省份相比仍有差距。约 40% 的支出依赖中央税收返还和转移支付弥补，意味着山东省虽为 GDP 第三大省，但在财政自主权上仍具有明显的“净受益者”特征，这固然与其承担粮食主产区、能源基地等国家功能有关，但也在一定程度上反映出地方税体系培育不足、自有财力难以覆盖刚性支出需求的深层矛盾。

图 4 2025 年各省市财政自给率排名（单位：%）²

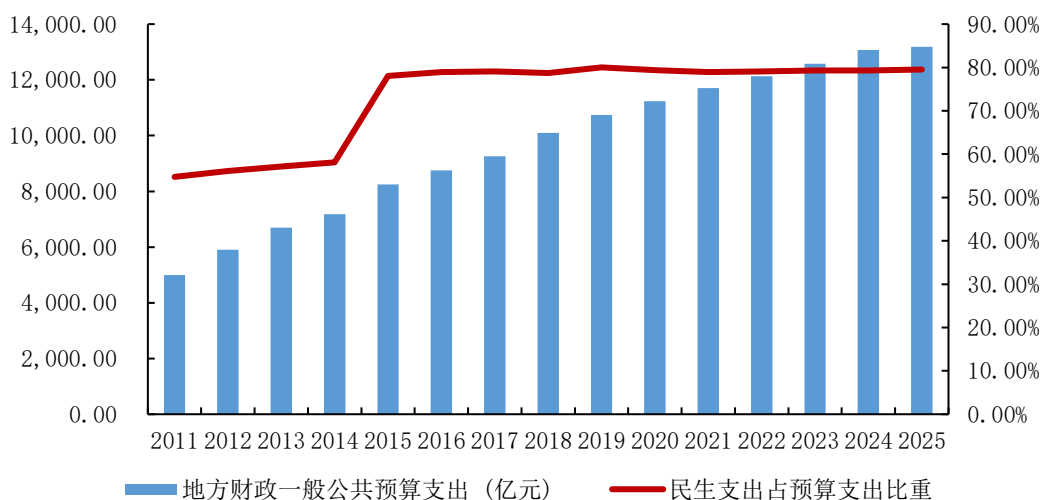


数据来源：公开资料，大公国际整理

从支出结构看，民生支出方面：2025 年山东全省民生支出达 10,491 亿元，占一般公共预算支出的 79.6%，“十四五”期间稳定保持在 80%左右的高位。民生支出中，教育支出 2,795 亿元，增长 1.7%；社会保障和就业支出 2,478 亿元，增长 6.5%；卫生健康支出 1,221 亿元，增长 3.7%。教育支出位列首位，主要与山东作为人口大省、学龄人口基数庞大直接相关，教育投入具有较强的刚性特征；社会保障和就业支出增速明显高于财政支出总体增速和 GDP 增速，则反映了人口老龄化加速背景下，社保待遇提标、医保基金补助等增支需求持续释放。两项支出合计占一般公共预算支出的 40%，构成了民生保障的坚实基本盘。民生支出占预算支出比重近 80%，一方面表明改革发展成果更多更公平地惠及全体人民，保障力度持续增强；另一方面也意味着财政支出结构趋于固化，在保工资、保运转、保基本民生的“三保”压力下，用于交通、水利、产业基础设施等建设性支出的占比相应受到一定约束。这一结构特征，既是社会建设进入较高水平后的常态表现，也客观反映出当前财政运行面临的多重平衡压力。

² 香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾省因财政统计口径不同，暂未纳入排名。

图5 2011年以来山东省财政支出结构（单位：亿元、%）³



数据来源：公开资料，大公国际整理

建设性支出方面，2025年山东城乡社区支出1,315.84亿元，下降4.4%，占一般公共预算支出的10.0%；农林水支出1,111.78亿元，下降4.8%，占总支出的8.4%；交通运输支出402.67亿元，增长9.2%，占总支出的3.1%。城乡社区和农林水支出同比有所下降，与民生支出的增长形成反差，反映出财政资源在民生保障与建设投入之间的再分配。在民生支出占比接近80%的支出结构下，建设性投入空间相应收窄，财政资金需在“当前民生保障”与“长远发展支撑”之间寻求更加精细的统筹平衡。

行政管理费用方面，2025年山东一般公共服务支出1,202.10亿元，增长6.1%，占一般公共预算支出的9.1%。省级层面，山东省已连续6年对日常公用经费定额标准统一压减至少10%，省直部门信息化项目预算下降47%，政府集中采购履职辅助服务减少4.7%，但全省一般公共服务支出仍保持正增长，意味着市县级行政运行成本扩张抵消了省级压减效果，基层“保运转”刚性支出难以压缩。经过多年持续压减，行政运行费用的腾挪空间已日益收窄，进一步压缩的边际效应递减。省以下基层财力与支出责任不匹配的问题亟待破解。

债务付息支出方面，截至2025年末，山东政府债务余额38,547.26亿元，其中一般债务余额8,328.12亿元，专项债务余额30,219.14亿元。2025年，山东债务付息支出251.86亿元，下降1.6%，占一般公共预算支出的1.9%。虽然略有下降，但债务结构存在潜在风险，专项债务余额远高于一般债务余额。由于专项债偿债资金主要

³ 山东省财政厅发布的财政预决算数据与国家统计局存在一定口径差异，此处选择山东省财政厅发布的历年数据。2026年民生支出情况尚未公开。

来源于政府性基金收入，在土地出让收入持续下滑的背景下，专项债务的流动性风险需予以关注。

从可持续性来看，山东财政收支矛盾仍较突出，紧平衡特征明显，自给率改善面临多重压力。收入端，一般公共预算收入增速低位运行，政府性基金收入受土地市场持续低迷影响有所下降，两项核心财源同步承压，预计这一格局在短期内难以显著改善；支出端，民生支出保持刚性增长，专项债务付息支出亦维持一定规模，两项合计占财政支出的较大比重。2026 年，山东省预算将收支增速同步设定为 2%，反映出财政腾挪空间已明显收窄的现实。破解这一局面的关键路径有三：通过新旧动能转换提速培育高附加值税源，从根本上提升税收占比和收入弹性；加快推进省以下财政体制改革，增强基层“三保”保障能力；稳妥推进存量债务化解，避免因土地出让收入下滑引发流动性风险。综合来看，山东财政正处于从规模扩张期向高质量发展期转型的关键阶段，其财政健康状况的根本改善，取决于产业升级的成效与土地财政软着陆的实现路径。

五、债务分析

2025 年，山东省宽窄口径债务率稳步抬升，但增幅显著低于全国平均水平，债务扩张节奏平缓。全省短期财政兑付压力小、流动性储备充足，还本付息现金流可控，显性债务期限结构整体安全。受存量债务规模偏大影响，区域债务率仍超警戒标准，城投结构性风险突出，债务率能否实质性下行，核心取决于城投转型、财政增收、隐性债务清零的落地效果。省内城投风险分化特征明显，呈现济青两市高压、其他地市压力偏弱的格局；区县城投债务负担普遍低于地市级。目前山东各评级城投利差处于历史低位，市场风险偏好整体乐观。本轮利差收敛主要依托化债政策带来的流动性改善，区域城投平台基本面的实质性分化并未消解，各主体在债务结构、经营能力、财政支持等方面存在明显差异，仍需持续跟踪研判。

（一）显性债务规模与债务率

基于近年来山东省内各地级市数据，本部分从债务规模、债务率、偿债率及期限结构四个维度进行对比分析。因数据缺失值较多或口径存在差异，为统一口径，债务率指标采用企业预警通债务率指标数据⁴。

在债务规模与债务率层面，截至 2025 年末，山东省债务率达 191.07%，大幅突破

⁴ 企业预警通地方政府综合财力指标计算中，转移性收入为一般公共预算口径，若综合财力中除一般公共预算收入外的其他 3 个指标未披露时或部分披露时，未披露的指标以 0 代替。

120%警戒上限，区域综合偿债压力客观存在且持续累积。结构层面，根据企业预警通披露的数据，2025 年末山东地方政府债务余额为 38,547.26 亿元，规模位居全国第二（仅低于广东），债务体量偏大，后续需统筹稳增长与债务风险防控。综合来看，山东省债务增速可控、优于全国多数省份，但显性债务存量规模大、债务率大幅突破警戒区间，叠加城投隐性债务带来的额外偿债压力，区域债务风险需持续跟踪管控。

山东省内 16 个地级市债务率均高于 120%，其中青岛(312.52%)、东营(275.77%)、济宁(260.08%)位列前三。青岛市债务率 312.52%为全省最高，宽口径债务率 1,244.37%，为全省唯一超过 1,000%的城市，核心原因是作为胶东经济圈核心，长期大规模举债开展新区、港口、产业园区建设，城投有息债务体量全省第一，叠加土地出让收入下滑，财力对广义债务的承载能力大幅下降，区域城投偿债压力突出；东营依托化工产业，但城市基建配套持续扩表、土地财政增量不足，杠杆持续走高；济宁下辖区县多、棚改与县域基建投入大，财政自给能力偏弱，推升全市债务水平。整体来看，山东省各地级市债务率分化明显，头部城市因重大基建、园区开发形成高杠杆，尾部城市虽债务总量偏低，但受土地财政下行、财政自给能力不足影响，债务率同样突破警戒线，区域债务结构分层根源在于城市建设任务、产业财力、土地财政依赖度的差异，需针对性关注各地债务分化风险。



表 1 2023~2025 年山东省内债务率情况（单位：%）

地区名称	2025 年		2024 年		2023 年	
	债务率	债务率 (宽口径)	债务率	债务率 (宽口径)	债务率	债务率 (宽口径)
山东省	191.07	440.10	159.66	382.72	136.64	345.71
济南市	180.07	601.14	157.00	521.32	142.33	477.94
青岛市	312.52	1,244.37	217.46	946.96	161.76	767.89
淄博市	171.55	432.86	140.31	365.52	132.88	356.33
枣庄市	148.24	266.88	123.00	224.29	102.87	189.54
东营市	275.77	392.60	241.84	345.52	212.52	311.11
烟台市	179.98	280.96	152.88	238.67	135.37	216.01
潍坊市	221.39	457.98	173.01	395.08	151.83	389.98
济宁市	260.08	548.37	137.96	298.14	120.19	270.27
泰安市	170.25	344.52	153.97	323.42	142.18	315.22
威海市	146.72	340.47	124.47	306.83	113.49	316.21
日照市	175.57	327.21	135.45	276.38	101.55	236.09
临沂市	154.99	292.76	137.01	266.30	124.65	252.42
德州市	206.35	321.57	160.23	258.66	123.17	205.63
聊城市	195.03	239.01	152.47	193.34	127.54	166.13
滨州市	212.90	307.30	148.01	218.91	140.88	211.55
菏泽市	178.20	262.90	291.32	433.59	113.93	179.06

注：2026 年数据尚未披露

资料来源：企业预警通、大公国际整理

在偿债率方面， $\text{偿债率} = \text{当年还本付息额} / \text{一般公共预算收入} * 100\%$ 。由企业预警通披露的数据计算出山东省 2025 年偿债率为 24.55%，在 28 个省⁵（含自治区、直辖市）中排第 24 名（由高到低），表明其短期财政兑付负担全国偏轻，财政流动性储备相对充裕。山东省经济体量、综合财力底盘较为扎实，财政收入规模较大，能够分摊债务刚性支出带来的资金消耗。但需注意该指标仅衡量法定显性政府债兑付压力，未涵盖规模庞大的城投隐性债务，不能完全反映区域整体广义偿债负担。从债务期限结构来看，山东政府债务到期节奏整体平稳，短期集中兑付风险较低。根据 2024 年末全省（含青岛）政府债务偿债台账，债务偿还现金流主要后置至 2029 年及以后；2026~2028 年三年到期债务合计占比不足两成，各年度到期额度分布均匀，不存在单一年份偿债高峰。债务期限错配风险得到有效缓释，短期还本付息现金流压力可控，全省显性政府债务期限结构处于安全合理区间。

⁵ 贵州省、陕西省和内蒙古自治区部分指标未披露，无法计算偿债率指标，未参与排名。



表 2 2024 年末山东省（含青岛）政府债务余额未来偿债情况表

偿债年度	政府债务	
	金额（亿元）	比重（%）
2025 年	891.96	2.72
2026 年	1,990.76	6.07
2027 年	1,116.64	3.40
2028 年	2,342.30	7.14
2029 年及以后	26,469.72	80.67
合计	32,811.38	100.00

注：最新年度数据未公开披露

资料来源：山东省财政厅及公开资料

区域化债政策层面，山东省持续完善债务治理制度体系，围绕控新增、化存量、厘清政企债务、风险预警出台多项配套政策。2024 年出台省级化债一揽子方案，实施政府债、隐性债、城投债“三债统管”，严控增量、有序压降存量；同步搭建省、市、县三级风险监测体系，债务收支全额纳入预算，从严约束违规举债并强化审计监督。依托债务置换、降息、流动性扶持等举措，短期偿债压力得到缓解，为高风险区域预留化债窗口期。但受巨额存量债务拖累，全省显性债务率仍高于警戒标准，城投结构性风险依旧突出，后续能否实质性降低区域债务率，关键取决于城投转型、财政增收、隐性债务清零三大核心工作推进成效。

（二）城投平台负债规模、结构与期限

从山东省城投平台负债规模来看，根据企业预警通披露的有息负债和区域 GDP 数据计算城投债务负担率，山东地区城投平台负债率第一梯队为青岛市（89.33%）和济南市（72.89%），两市城投有息负债合计达 26,045.13 亿元，占全省城投有息负债总额的 51.84%。作为山东省经济总量前两位的城市，两地承担新区开发、都市圈建设、城市更新、重大产业园区等大量基建任务，城投平台持续举债配套项目，债务扩张速度显著快于当地 GDP 承载能力的提升，城投债务负担率远超省内均值（48.68%），需重点关注两市平台债务的可持续性 & 化债进展。第二梯队包括淄博市、威海市、济宁市和潍坊市，城投债务负担率处于 40%~60% 区间，略高于或接近省内均值，债务负担处于合理偏高区间。上述城市工业园区、县域交通、棚改配套投入体量较大，土地出让收入支撑融资需求，需结合短期债务结构进一步判断流动性风险。



表 3 2023~2025 年山东省内城投债务负担率情况（单位：亿元、%）

地区名称	城投有息负债总额	区域 GDP	城投债务负担率
山东省	50,237.40	103,197.50	48.68
青岛市	15,687.14	17,560.67	89.33
济南市	10,357.99	14,210.00	72.89
潍坊市	3,588.94	8,587.36	41.79
济宁市	2,619.49	6,128.10	42.75
淄博市	2,548.50	5,088.89	50.08
临沂市	2,008.54	6,862.20	29.27
威海市	1,917.06	3,896.09	49.20
烟台市	1,649.88	11,350.98	14.54
泰安市	1,339.91	3,803.50	35.23
菏泽市	1,023.41	4,937.40	20.73
德州市	1,010.99	4,214.61	23.99
枣庄市	888.52	2,502.52	35.51
日照市	860.45	2,689.96	31.99
滨州市	770.40	3,558.17	21.65
东营市	526.05	4,502.73	11.68
聊城市	365.37	3,304.15	11.06
地市级	44,640.37	103197.33	43.26
区县级	21,530.95	72,609.08	29.65

资料来源：企业预警通、大公国际整理

第三梯队涵盖枣庄市、泰安市、日照市、临沂市、德州市、滨州市和菏泽市，七市城投债务负担率低于省内均值，城投债务规模相对于本地经济产出处于可承受区间。第四梯队为烟台市、东营市和聊城市，三市城投债务负担率不足 15%，显著低于省内均值，债务负担极轻，融资弹性较好。其中烟台市 GDP 达 11,350.98 亿元（全省第三），依托优质制造业形成稳定财政底盘，城投有息负债仅 1,649.88 亿元，大幅控制平台举债规模，经济产出对城投债务的承载能力较强；东营市依靠石化产业自有现金流充足，聊城新增城建投资规模有限，共同维持低负债水平。

整体来看，山东省城投债务风险呈现明显的“济青两市高压、其余地市压力偏弱”的非均衡特征：全省城投杠杆高企主要由青岛、济南两大核心城市拉动，剔除两市后其余 14 市城投债务负担率仅 31.39%，较全省 48.68% 的平均水平大幅回落，债务负担整体可控。

区县级城投数据存在较多缺失值，剔除缺失值后剩余的 92 个区县级地区城投有息负债合计 21,530.95 亿元，城投债务负担率为 29.65%，较地市级（43.26%）整体低约 13.6 个百分点，表明区县级城投债务负担整体轻于地市级。但需注意，区县级内



部同样存在分化，部分区县（如寒亭区、任城区、李沧区、胶州区、福山区等）城投债务负担率可能显著高于区县级均值。

根据截至 2026 年 7 月 16 日企业预警通披露的数据，山东省有存续债的城投企业共 266 家。其中，省本级城投企业 3 家，地级市本级城投企业 84 家，地级市下辖区级及县级（含县级市）城投企业 179 家；其中，主体级别为 AAA 的城投企业 22 家，主体级别为 AA+的城投企业 120 家，主体级别为 AA 的城投企业 119 家，无级别的城投企业 5 家。

在负债结构方面，山东省本级有存续债的 3 家城投企业⁶非标融资占比均低于 3%，非标敞口极小，流动性风险极低；地级市本级 84 家存续债城投企业中，非标融资占比超过 20%的有 8 家，主要集中在济南市和菏泽市；区县级的 179 家城投企业中非标融资占比超过 20%的共 17 家，主要位于济宁市、济南市和潍坊市，超过 30%的有 8 家，超过 50%的 1 家。非标依赖度偏高将直接推高综合融资成本，且非标债务到期后往往难以同等规模续作，可能引发阶段性资金缺口，需重点关注其流动性风险。

期限方面，根据截至 2026 年 7 月 16 日企业预警通披露的数据，山东省 266 家存续债城投企业的短期有息债务合计为 16,623.92 亿元，总有息债务合计为 56,425.69 亿元，短期有息债务占比为 29.46%；其中短期债务占比超过 40%的企业共 31 家（省本级 1 家、地市级 19 家、区县级 11 家），部分企业短期接续压力较为突出。现金短债比方面，全省中位数为 36.05%，其中超过 100%的企业共 15 家，该部分企业账面资金能够完全覆盖短期到期债务。

图 6 山东省 2026~2029 年城投债到期情况

年份	总偿还		到期		回售		赎回		提前偿还	
	金额（亿元）	数量（只）	金额（亿元）	数量（只）	金额（亿元）	数量（只）	金额（亿元）	数量（只）	金额（亿元）	数量（只）
2026	2,067.60	329	2,027.87	297	-	-	-	-	39.73	32
2027	2,398.82	388	2,302.40	312	-	-	-	-	96.42	76
2028	1,836.65	340	1,730.97	257	-	-	-	-	105.68	83
2029	1,166.68	200	1,042.59	146	58.02	10	15.70	2	50.36	42
合计	7,469.75	1,257.00	7,103.83	1,012.00	58.02	10.00	15.70	2.00	292.19	233.00

数据来源：企业预警通，大公国际整理

到期债务方面，根据企业预警通 2026 年 7 月 16 日披露的城投债到期统计数据，山东省 2026~2029 年城投债总偿还量为 7,469.75 亿元，占 2025 年末总有息债务的 14.87%，债务到期分布较为均匀，不存在单一年份的集中偿付高峰。

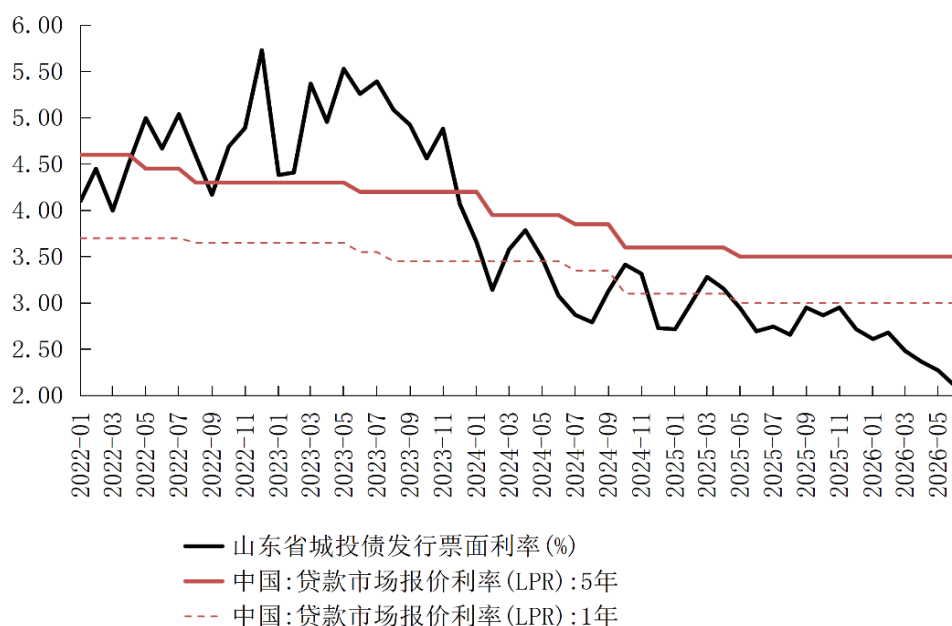
⁶ 根据截至 2026 年 7 月 16 日企业预警通数据，山东省（含地市级和区县级）全部城投平台中，剔除 2025 年度城投平台有息债务指标和 GDP（亿元）为空白值的平台企业，剩余有公开可查询数据的共 265 家。

（三）城投平台融资成本和信用利差分析

1. 城投平台融资成本分析

以 2022 年以来山东省月度全品类城投债加权平均票面利率表征城投平台债券一级融资成本，以同期 5 年期以上 LPR 作为城投中长期银行贷款的基准参考利率，通过城投直接融资成本偏离度=（城投票面利率-5 年期 LPR）×100，衡量债券相对贷款的融资溢价。偏离度为正，代表城投发债成本高于银行信贷，数值越大、债务融资相对信贷越贵；偏离度为负，则债券融资相较银行信贷具备成本优势。囿于公开数据可得性，本次测算仅使用债券票面利率、官方挂牌 LPR 数据，未计入债券承销、评级等发行综合成本，同时亦未考虑商业银行针对城投主体实际贷款的加点幅度，测算结果为基准层面的相对成本差值，并非真实综合融资成本差值。

图 7 2022 年以来山东省城投债融资成本情况⁷（单位：%）



数据来源: Wind, 大公国际整理

以 2022 年 1 月至 2026 年 6 月山东省全品种城投债月度加权票面利率为观测指标，匹配同期 5 年期以上 LPR 测算一级发行相对中长期信贷的基点偏离度，可将区域城投融资成本演变划分为三个阶段：

⁷ 考虑到城投平台的银行贷款普遍以中长期项目贷为主，其期限结构与 5 年期以上 LPR 的锚定关系更强，若使用 1 年期 LPR，会因基准期限过短，系统性低估城投平台的真实长期债务成本，且 5 年期以上 LPR 蕴含了更长的期限溢价和信用风险预期；1 年期 LPR 仅供对比参考未参与计算。

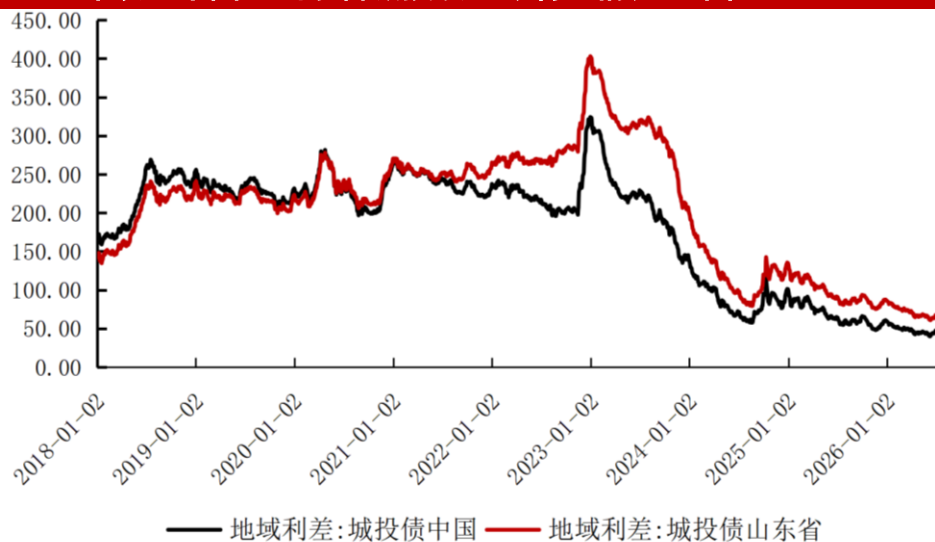
2022 年初至 2023 年 6 月，受隐性债务监管收紧、区域债务压力凸显影响，市场对山东城投风险定价持续走高，2022 年 5 月后城投发行利率持续高于 LPR，2022 年 12 月偏离度升至 142.97BP，城投债券融资相较银行贷款承担高额风险溢价，与同期省内城投二级利差持续走阔的走势相互印证。

2023 年 7 月中央出台一揽子化债方案后，市场城投刚兑预期显著修复，省内城投加权票面利率持续下行，偏离度快速收窄并于 2023 年末转为负值，债券融资逐步具备成本优势；2024 年 LPR 连续下调，但城投利率下行弹性更强，相对信贷折价持续扩大。2024 年 10 月至 2026 年 6 月，5 年期 LPR 降至 3.50%后维持不变，山东城投发行利率进入持续下行通道，2026 年 6 月加权票面利率仅 2.11%，相对 LPR 偏离度达到-138.94BP，债券融资相较中长期贷款的成本优势达到样本区间峰值。

整体来看，2022 年中至 2024 年初山东城投一级发行利率显著高于 LPR，一级市场风险定价整体偏高。化债政策落地后，一级发行成本逐步修复，评级对应的融资成本分化明显收敛。但本轮融资成本下行主要由政策与流动性驱动，区域内平台债务压力、财政实力的基本面分化仍未消除，若弱资质主体集中发行，债券的相对成本优势或将出现阶段性弱化⁸。

2. 信用利差分析

图 8 2018 年以来中国、山东省城投债地域利差情况（单位：BP）

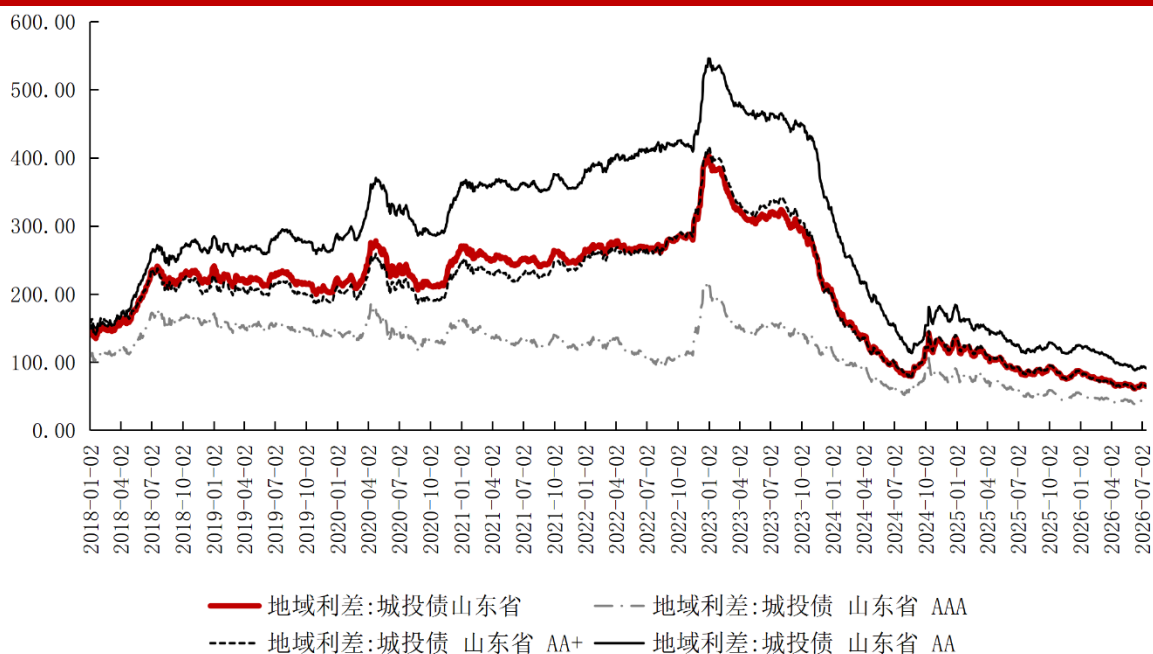


数据来源：Wind，大公国际整理

⁸ 鉴于数据客观限制，本文仅采用公开可查的城投债月度加权票面利率开展对比测算，所得偏离度仅衡量债券渠道相较于基准 LPR 的成本差异，仅用于研判债券融资渠道的周期变化，不可等同于城投全部债务的综合融资溢价水平；本章利差数据均取自 Wind。

从横向维度对比山东与全国城投债信用利差水平，2020 年 5 月是省内利差相对全国均值的分水岭，在此之前山东省城投债利差持续低于全国平均水平；2020 年 5 月后区域利差反超全国均值，且二者差值持续走阔。2022 年 6 月中旬至 2024 年 2 月初，山东城投整体利差较全国均值持续高出 50BP 以上，反映市场对山东省城投板块赋予了更高的信用风险溢价。从在全国的位次来看，2023~2025 年山东城投地域利差全国排名依次为第 9 位、第 9 位、第 8 位（利差数值越高排名越靠前），横向对比可见，山东省城投整体信用资质在全国各省份中仍处于偏弱梯队，市场对区域债务风险的定价相对更高。

图 9 2018 年以来山东省分评级城投债地域利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，大公国际整理

纵向梳理山东省各主体评级城投债信用利差运行轨迹，其波动特征可划分为三大阶段：

第一阶段为 2018 年初至 2023 年初的震荡走阔周期。各评级信用利差持续上行，区域整体利差由约 150BP 震荡攀升至 300BP 附近；其中 AA+级利差自 120BP 上行至 200BP，AA 级利差由 250BP 大幅走高至 480BP。本阶段多重利空因素共振：城投监管框架持续收紧（代表政策为银保监发〔2021〕15 号《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》）、区域债务偿付压力逐步显现、市场整体风险偏好持续下行。AA 级利差上行幅度显著高于 AA+级，低资质平台信用溢价持续抬升，体现出投资者对弱资质城投主体的定价趋于谨慎。

第二阶段为 2023 年下半年至 2024 年末的政策驱动利差快速收敛阶段。2023 年 7 月中央政治局会议部署一揽子化债举措后，市场对城投刚性兑付预期显著修复，区域信用环境快速改善。整体利差自 300BP 快速回落至 150BP，AA+级收窄至 110BP，AA 级回落至 220BP；AA 级利差压缩弹性更强，印证本轮化债政策对中低评级主体的信心提振效果更为突出。

第三阶段为 2025 年初至 2026 年中的低位持续收窄、企稳运行阶段。区域整体城投利差进一步下行至 50BP 左右，AA+级、AA 级分别回落至 35BP、80BP，全评级利差均落入历史极低区间，波动中枢趋于平稳。

从历史分位数维度观察，当前省内各评级城投利差均处于历史极低位，显著低于 80%分位，反映市场整体风险偏好偏乐观。但从信用分层结构来看，AA 级与 AAA 级主体的等级利差由峰值 280BP 大幅收窄至 45BP，已远低于 100BP 风险预警阈值，意味着山东省城投债跨评级信用定价差异明显弱化，流动性折价、信用分层现象得到显著缓释。需客观区分驱动逻辑：本轮等级利差收敛主要源于化债政策带来的流动性溢价下行，区域内城投平台基本面的实质性分化并未根本消除，各主体在债务结构、可持续经营能力、财政支持力度等维度的个体差异，仍需持续跟踪研判。

六、潜力分析

本章结合前五章经济、产业、财政、金融、债务数据，从经济增长、融资环境两大维度，对山东省 2027 年信用前景开展前瞻性研判。区域经济增长层面：山东省具备稳步增长基础，增长中枢大概率贴近全国平均水平；但仍存在多重矛盾持续压制增长弹性，平稳基准情景或将成为主要演化路径。区域融资环境层面，山东具备融资平稳运行基础，短期到期债务偿付压力总体可控；但融资环境难以自发形成趋势性改善。整体来看，山东省区域信用风险持续存在，转型约束较为突出。区域信用资质能否实现边际修复，核心取决于新旧动能转换落地成效、城市人口集聚持续性、国家级战略红利释放节奏、城投化债进度成效四大核心变量，后续需要持续跟踪固定资产投资、财政运行、城投接续融资等关键指标变化。

（一）区域经济增长研判

1. 基于多维基础研判经济增长类型

综合研判，依托现有发展基础，2027 年山东经济大概率维持稳步增长特征，较难迈入快速增长区间，整体将沿着平稳提质路径演进。

2027 年，山东省产业结构具备持续优化空间，当前第三产业经济贡献率接近六成，高新技术产业产值占比较 2020 年提升 10.2 个百分点；但装备制造业、高技术制造业增速尚未持续显著高于规上工业平均水平，预计新兴产业难以独立形成持续高速增长拉动动能。投资层面，总量承压态势仍将延续，2025 年固定资产投资同比下降 8.6%，但设备购置、工业技改投资保持较快增长，结构持续优化，2027 年或将延续“总量偏弱、结构优化”格局。人口层面，全省总量面临微幅净流出压力，但济南、青岛城市人口吸纳能力较强，青年人才、高技能人才规模有望持续扩容；对比粤苏浙头部省份，高端科研平台、顶尖人才储备短板短期难以补齐，区域创新能力大概率维持全国中游水平。创新载体数量优势突出，但研发经费投入强度尚未达到全国均值，创新转化效能存在提升空间。依托现有发展基础，预判 2027 年增长中枢将与全国大体持平，较难获得超额增长动能，大概率维持稳步增长特征，较难迈入快速增长区间，整体将沿着平稳提质路径演进。

2. 三大增长源泉演变分析

第一，资本形成：预判将呈现总量收缩、存量提质的主线趋势。

2025 年固定资产投资同比下滑 8.6%，拖累主要来自房地产开发投资、基础设施投资，传统投资板块增长乏力；但第二产业投资具备韧性，工业技改投资占工业总投资比重突破 50%。依托“万项技改、万企转型”行动，存量制造业智能化、绿色化改造有望持续释放增量。

展望 2027 年，投资结构分化特征将进一步凸显：地产、传统基建投资难以快速修复；制造业设备更新、新能源配套、数字产业项目将成为投资增量核心支撑。省内“十五五”规划每年统筹推进省级重点产业项目，技改对经济的托底作用有望持续显现；但土地财政逐步退潮、地方财政长期紧平衡，持续制约基建配套资金供给，“制造业投资偏强、基建与地产投资偏弱”的结构性格局短期内难以扭转。

第二，劳动力供给：预判总量承压、双核集聚格局延续，人才质量短板仍待补齐。

人口基本面呈现全省总量收缩、核心城市分化特征：2025 年全省人口净减少 37 万，老龄化水平高于全国均值，老龄化持续加深将推高社保、养老刚性支出，持续约

束财政收支与居民消费能力；济南、青岛依托产业与公共资源优势保持人口净流入，将成为全省劳动力供给稳定基本盘。

人力资本方面，青年人才、高技能人才引进规模有望继续提升，但顶尖科研人才、高端创新平台供给不足、科研成果本地转化效率偏低等问题改善偏慢，人力资本拉动全要素生产率提升仍存在较大空间。

第三，全要素生产率：依托产业转型寻求提升，但税源结构形成长期硬性约束。

技术创新是提升全要素生产率的核心路径。当前高新技术企业总量突破 3.5 万家，高新技术产业产值占比超 55.3%，发明专利、技术合同成交额稳步增长，数字经济占 GDP 比重突破 50%，智能制造、新能源装备赛道技术迭代持续提速。

但同时存在结构性制约：服务业增加值占比已经超过 54%，但税收贡献不足，税源依旧高度依赖重化工、传统制造业，形成“产业结构服务化、税基工业化”错配。预判从生产型财政向创新型财政转型周期较长，技术进步向经济产出、财政收入的传导效率短期内难以快速改善。

3. 多情景增长预判

结合全球外贸波动、国内宏观政策等外生变量，设置基准、乐观、保守三类情景，对山东省 2027 年增长中枢与区域信用演化方向开展预判：

基准情景：全球贸易温和复苏，国内稳投资、促消费政策持续落地。预判山东省 2027 年 GDP 增速维持 5% 左右，装备制造、数字经济、新能源持续释放增长动能；固定资产投资缓慢筑底修复，居民预防性储蓄意愿逐步回落、消费信心温和改善。区域信用资质保持平稳，难以出现明显边际改善或恶化。

乐观情景：海外终端需求超预期回暖，中央增量产业扶持、化债政策集中落地见效。预判山东省 2027 年 GDP 增速提升至 5.5% 以上，高技术制造、战略性新兴产业增速持续拉开与传统产业差距；固定资产投资由降转升，消费、外贸双向走强。区域信用资质迎来边际改善，存在向快速增长型梯队靠拢的潜在可能性。

保守情景：全球贸易保护主义加剧，外需持续走弱；国内房地产调整、地方财政压力进一步加大。预判山东省 2027 年 GDP 增速回落至 4.5% 以下，地产、基建持续形成拖累，外贸动能弱化，财政收支平衡压力明显上行。区域信用资质承压，需要重点警惕新旧动能转换不及预期带来的下行风险。

综合多情景推演，基准情景最有可能成为山东省 2027 年发展主导路径，预判山东经济维持稳步增长态势，增速中枢与全国大体持平，区域信用保持相对稳定。

（二）区域融资环境研判

1. 基于多维基础研判区域融资环境类型

预判区域到期债务再融资能力基本可以覆盖偿付需求，短期信用风险可控，但内生增长动能不足，难以支撑融资环境出现持续向好行情，2027 年将维持融资平稳型特征。

山东省具备一定再融资基础，到期债务接续能力整体充足，且区域债务扩张速度低于同类区域、到期债务分布相对均衡，偿债压力尚可承受，预判短期不会迈入融资收紧区间。化债政策落地带动城投发行利差持续收窄，但红利更多来源于外部政策驱动；宽窄两类口径债务率均已突破警戒线，且财政自给水平偏低，济南、青岛城投债务规模偏大，区域内基本面分化问题持续存在，尚不满足融资持续改善的前提条件。金融体系运行总体稳定，银行业不良率低于全国水平，城商行、农商行经营指标整体优于同业，仅少数中小机构存在压力。人口层面，济青持续人口流入形成支撑，产业底盘扎实，但新旧动能转换推进平缓，新兴产业集群培育尚需时间，政策红利传导存在滞后。

2. 前瞻性指标演化趋势研判

第一，产业转型传导效应：新动能增长快慢，将决定融资环境改善空间。展望 2027 年，若战略性新兴产业增速持续拉开差距，产业税基、企业盈利同步修复，区域融资环境有望迎来边际改善；反之，如果转型进度不及预期，市场对区域信用定价将长期维持中性，很难形成持续性利好。

第二，上市公司资本吸引力具备支撑作用，仍需持续巩固。截至 2025 年末，省内境内上市公司 311 家，总市值 4.94 万亿元，占 GDP 比重 47.90%；“十四五”期间新增上市企业 65 家，其中 92% 为战略新兴、高新技术、专精特新主体。国有上市企业依托重化、基建资源形成底盘，民营上市企业聚焦信息技术、高端制造赛道，形成互补产业矩阵。预判上市公司群体仍将是吸引长期产业资本、股权资金的重要载体，持续对区域融资形成正向支撑。

第三，地方法人银行资产质量是预判融资环境变化的先行观测指标。省内城商行、农商行经营整体稳健，但个别中小机构不良率偏高、资本补充存在压力。后续需要持续跟踪银行主体评级与展望调整，若出现批量下调情形，大概率预示区域授信政策收紧，是融资环境转弱的前置信号。

第四，人口流动演化趋势对后续融资存在潜在约束。倘若 2026~2027 年人口收

缩态势延续，金融机构或将系统性下调区域授信总量，压制长期资本流入；当前济南、青岛人口集聚效应能够形成对冲，短期内不会直接触发融资环境明显恶化。

第五，全国产业链地位稳步抬升，但供应链短板制约估值上限。省内拥有 6 个国家先进制造业集群、7 个国家战略性新兴产业集群，国家级制造业单项冠军数量居全国首位，在全国产业链分工地位持续提升，相对更容易争取政策性信贷、产业专项债等资源倾斜。但省内 19 条标志性产业链中超七成属于新兴赛道，高端零部件、核心工业软件对外依存度较高，供应链自主可控短板限制产业盈利上限，进而约束区域融资估值持续上行空间。

3. 综合融资前景总结

综合研判，2027 年山东省融资环境大概率维持平稳运行格局。短期化债政策释放的流动性红利已基本兑现，城投融资成本处于历史相对低位；但区域平台债务分化、财政长期紧平衡、产业转型进度存在不确定性等基本面约束难以快速消除。融资环境能否由平稳转向持续改善，核心取决于新旧动能转换落地成效、人口集聚持续性、国家级战略红利释放节奏、城投化债进度成效。总体来看，区域短期信用风险可控，但融资环境边际改善空间相对有限。

附件 1 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
上半年人均地区生产总值	上半年名义地区生产总值总量/当期平均常住人口
增量资本产出比	当年固定资本形成总额/当年 GDP 实际增量（按不变价计算）
不变价固定资本形成总额	现价固定资本形成总额/当年 CPI 指数（居住类-建房及装修材料）*100
财政自给率	一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%
土地财政依赖度	国有土地使用权出让收入/（一般公共预算收入+政府性基金收入）*100%
债务率	地方政府债务余额*100%/地方政府综合财力
地方政府债务余额	一般债务余额+专项债务余额
宽口径债务率	（地方政府显性债务余额+城投平台有息债务）*100%/地方政府综合财力
地方政府综合财力	一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入
偿债率	当年还本付息额/一般公共预算收入*100%
当年还本付息额	地方政府债券还本额+地方政府债券付息额
城投债务负担率	城投有息负债总额/区域 GDP*100%
城投直接融资成本偏离度	（城投票面利率-5 年期 LPR）×100

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。