

一揽子化债背景下城投企业财务表现

——“控增化存”初现成效，债务增速下降加剧

联合资信公用评级二部 谢晨 程畅威 卢奕

摘要：本文选取 2015—2023 年及 2024 年上半年财务数据完整的 1177 家样本城投企业，并对其盈利能力、融资缺口、流动性水平、投资活动、杠杆水平等方面展开分析，发现在化债背景下，样本城投企业指标表现受监管政策影响较为显著，且随着政策调控松紧程度的变化而相应改变，同时呈明显分化趋势。一揽子化债方案提出后，样本城投企业转型发展提速，但盈利水平在短期内回升乏力；2023 年净融资额同比变化情况在重点省份和非重点省份中首次出现分化，资金进一步向产业结构、资源禀赋更优的东部地区转移；受严控新增债务的相关政策影响，各地区净融资率低位运行，表现趋同；不同地区和信用级别的样本城投企业流动性水平亦趋同，短期内流动性将继续承压；2024 年上半年，随着一揽子化债政策持续推进，样本城投企业债务增速下降加剧。

一、重点化债政策梳理

地方债务持续积累下，部分地区债务压力加速凸显，信用风险事件频发。加强地方债务管理和防范化解地方债务风险，作为防风险工作的重中之重，与之匹配的各项政策及指导文件先后出台，以下对阶段性重点化债政策进行了梳理。

2010 年，国务院发布了《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号），要求对地方政府融资平台进行清理整顿，控制新增债务，对存量债务进行分类管理。

2014 年 8 月，全国人民代表大会常务委员会审议通过了《中华人民共和国预算法修正案》，允许地方政府依法适度举债。同年 10 月，国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），明确发行债券为地方政府融资的唯一途径。同年 12 月，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务可申请发行政府债券置换，以降低债务成本。

2017 年，中央政府加大了对地方政府债务的监管力度，出台了多项政策措施，防止通过各种形式变相增加地方政府债务，同年发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）对资产管理产品的杠杆水平、合规性和风险管理有了更多限制和要求，城投企业再融资能力受到明显制约。2018 年，财政部发布了《地方全口径债务清查统计填报说明》，列举了六种地方化债

方案；同年，国务院发布《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号文），明确了隐性债务的定义、风险管理及化解安排等。2019—2022年，我国陆续启动了建制县隐债化解试点及扩容、地方特殊再融资债券、全域无隐债试点等化债方案，通报隐性债务问责典型案例。

2023年7月，中央政治局会议明确指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。此后，《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（简称“35号文”）、《重点省份分类加强政府投资项目管理方法（试行）》（简称“47号文”）、《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（简称“14号文”）、“134号文”和“150号文”等化债文件及配套打补丁文件陆续出台。“控增”方面，相关政策要求和监管趋严，政府投资项目、新增融资收紧，尤其是12个重点化债省份（即天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）新增投融资面临更大限制。

“化存”方面，财政部在地方政府债务限额空间内安排一定规模的再融资政府债券，支持地方特别是高风险地区化解隐性债务和清理政府拖欠企业账款等，缓释到期债务集中偿还压力，降低利息支出负担；金融管理部门积极引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等市场化方式化解融资平台债务风险；各地按照“省负总责，市县尽全力化债”的原则，立足自身努力，统筹各类资源，制定化债方案，逐项明确具体措施。

2024年，政府工作报告提出“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险”，表明“一揽子化债”仍是2024年主要任务。一揽子化债方案的制定和实施是对地方政府债务化解的系统性、统筹性考虑，相关方案的出台有助于引导地方政府和城投企业丰富化债手段、因地制宜采取更加有效的化债措施。长期来看，地方政府及城投企业债务化解仍需依靠自身发展，推进新一轮财税体制改革、区域经济产业发展、加速推进城投企业改革转型、盘活存量资产等增强中长期“造血”能力的方式才是根本性解决办法。

二、样本城投企业财务表现

（一）样本城投企业获取及分布情况

考虑到已出台的各轮化债政策周期跨度较大，相关政策影响在城投企业财务表现上存在滞后，同时为保证样本数据可比性，本文根据联合资信行业分类标准筛选2015—2023年及2024年半年度财务数据完整的城投企业，并剔除存在母子关系的重复性样本，最终获得样本城投企业1177家。

从样本城投企业的分布来看，城投企业数量排名前五的省级行政区域分别为江苏、浙江、四川、山东和湖南，以上5省城投企业的数量合计超全国总数的

50.00%，且 AAA、AA⁺城投企业数量也相对较多；而内蒙古、甘肃、宁夏、青海、西藏、海南、黑龙江、吉林拥有城投企业数量均不足 10 家，且大部分为 AA 级别。

（二）样本城投企业分析指标选取及指标表现

1、盈利能力

（1）指标选取

净资产收益率是指净利润与所有者权益的比值，该指标反映了企业股东权益的收益水平。总资本收益率则反映了企业利用其拥有的全部资本（自有资本+借入资本）获取利润的能力。本文通过对样本整体及不同类型样本在时间轴的纵向比较，观察分析在化债背景下城投企业盈利水平的变化情况。

图表 1 城投企业盈利能力指标选取及含义

指标		经济含义	数据处理方式
净资产收益率	净利润/所有者权益	企业股东权益的收益水平	中位数
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）	反映企业利用全部资本获利能力	中位数

注：由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故净资产收益率和总资本收益率指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

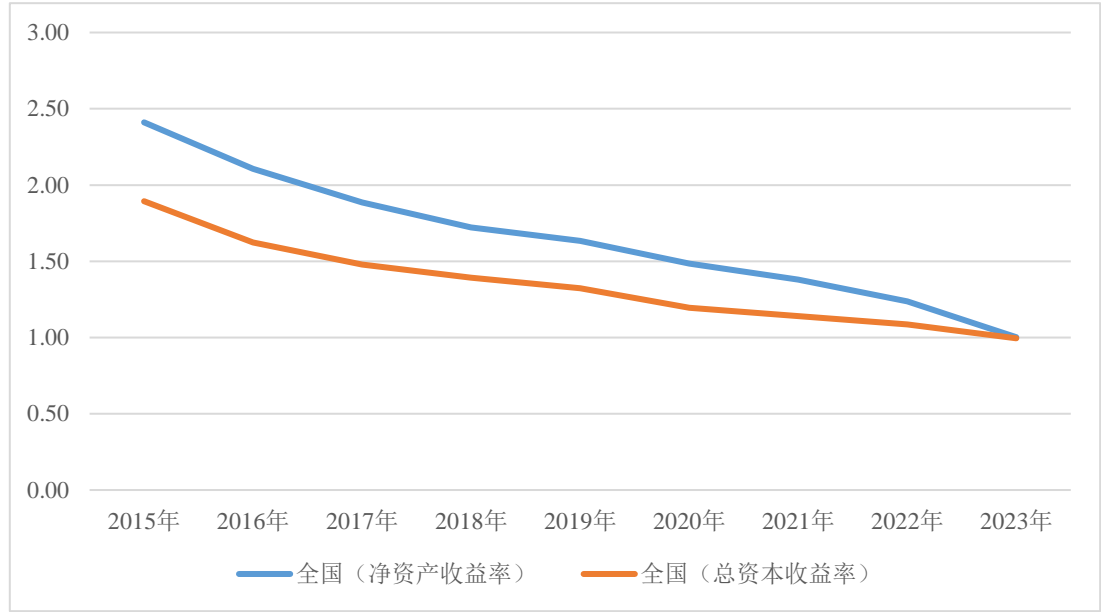
（2）样本指标表现

受经营性业务盈利状况不稳定、平台整合后所有者权益和全部债务规模加速扩张等因素的综合影响，2015 年以来，样本城投企业净资产收益率及总资本收益率均持续下行。不同地区样本城投企业的净资产收益率和总资本收益率整体变动趋势相近；高信用级别的样本城投企业盈利能力指标相对低位，但韧性更强。

2015—2023 年，在化债背景下，城投企业加速业务转型，依托自身禀赋拓展产品销售、房屋租赁和工程施工等经营性业务，同时部分地方政府通过资产注入或股权划拨的方式向城投企业注入经营性资产，增加经营性收入来源。尽管部分经营性业务可以适当扩充城投企业营业收入，但城投企业收入仍主要来自回报不高的公益性项目建设，且因注入资产质量参差不齐，城投企业经营性业务整体盈利状况不理想，样本城投企业净利润增速放缓或呈现下降的趋势。此外，2018 年以来，限制平台数量的政策陆续出台，平台整合的进程加快，部分城投企业规模迅速扩张，所有者权益和全部债务规模持续增长。在上述因素的影响下，样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均逐年下降，盈利指标表现持续弱化，2023

年下降至 2015 年以来的最低点。由于城投企业资产质量普遍不高且仍具有一定的公益性属性，在宏观经济下行压力加大和财政收支承压的背景下，样本城投企业盈利能力弱化导致净资产收益率和总资本收益率之间的差距不断收窄。

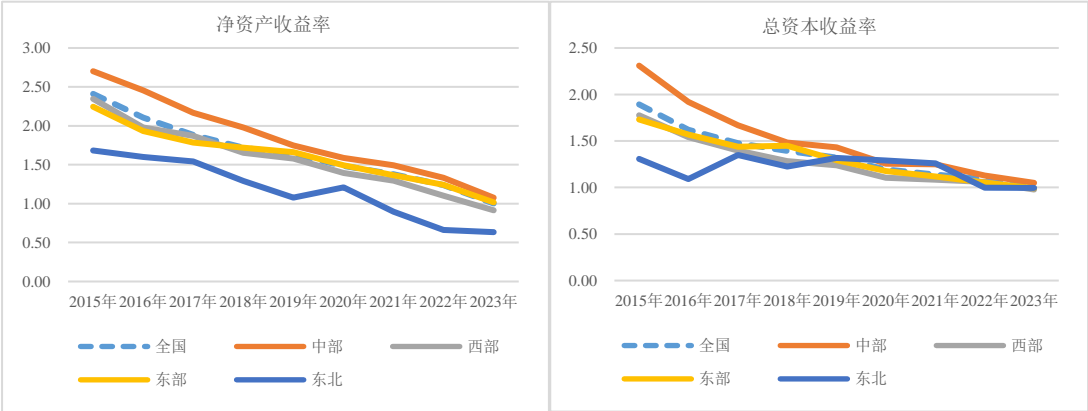
图表 2 全国样本城投企业净资产收益率和总资本收益率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2023 年，不同地区样本城投企业的净资产收益率和总资本收益率变动趋势相近，基本呈下降趋势。2023 年，东北地区样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均低于其他地区。

图表 3 全国各地区样本城投企业净资产收益率及总资本收益率情况（单位：%）



注：本文将全国 31 个省（直辖市及自治区）分为东部地区（北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南）、中部地区（山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南）、西部地区（内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）及东北地区（黑龙江、吉林、辽宁），下同

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015—2023 年，不同主体信用级别的样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均不同程度下降，且降幅与级别关联度高。其中，AA- 级别的样本城投企业降幅最大；受城投行业特征影响，AAA 级别的样本城投企业利润规模相对其所有者权益、全部债务规模偏小，整体盈利能力指标弱于 AA- 和 AA 级别的样本城投企业，但在长周期中展现出更强的韧性，降幅最为平缓。

图表 4 全国各级别样本城投企业净资产收益率和总资本收益率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2、融资活动

(1) 指标选取

本文对融资活动的分析仅考虑企业以债权形式获得的资金，并选取净融资额和融资率（剔除规模影响）为相应的分析指标。通过对样本整体及不同类型样本净融资额、融资率在时间轴的纵向比较，分析化债背景下城投企业融资缺口的变化情况。同时，本文进一步截取了重点省份的相关指标进行研究。

图表 5 城投企业净融资额指标选取及含义

指标		经济含义	数据处理方式
净融资额 (绝对值)	取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金 ¹	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况(绝对值形式展现的企业净融资表现)	合计数
融资率 (比值)	(取得借款收到的现金+发行债券收到的现金)/偿还债务所支付的现金	从银行信贷和债券市场角度反映公司的融资情况(剔除规模影响的企业净融资表现)	中位数

注：由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故融资率（比值）选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

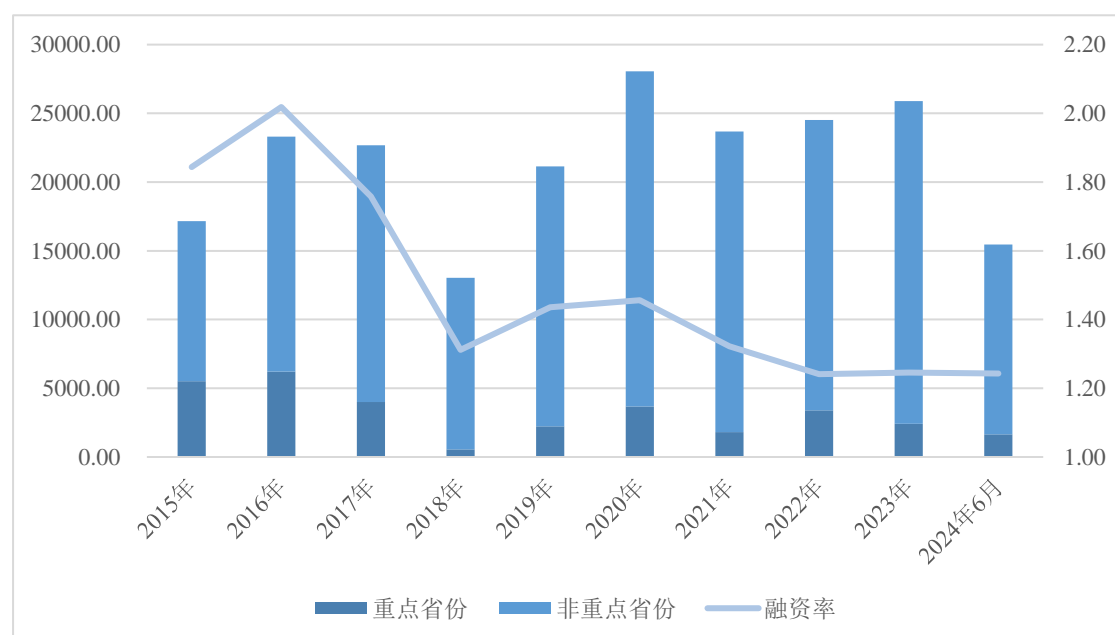
(2) 样本指标表现

¹ 本文假设银行借款、发行债券是主要的融资形式，未考虑非标融资；且为避免分配股利、利润因素扰动，未将分配股利、利润或偿付利息支付的现金纳入计算，具有一定的局限性。

2015年至2024年上半年，样本城投企业净融资情况在绝对值和比值的表现形式趋同。区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下韧性较强，在宽信用背景下融资渠道有所拓宽；所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业在监管政策趋紧时，外部融资难度上升，融资表现不佳。2023年，样本城投企业净融资额同比变化情况在重点省份和非重点省份中首次出现分化，资金进一步向产业结构、资源禀赋更优的东部地区转移；受严控新增债务相关政策影响，各区域净融资率低位运行，表现趋同。

受到“三去一降一补”、结构性去杠杆、资管新规及其他债务管理的监管政策加码的影响，2016—2018年，城投企业融资难度明显上升，2018年样本城投企业净融资额与融资率均降至2015年以来最低点，这一变化在重点省份表现得更为明显。2020年，受不可抗力因素影响，基础设施建设投资再次成为拉动经济增长的新动力，城投企业融资环境有所改善，样本城投企业净融资额达2015年以来最高点，融资率较2019年略有上升。2023年，全国样本城投企业净融资额保持增长，在不同区域首次出现分化，其中非重点省份样本城投企业筹资活跃，净融资额同比增长，主要系货币政策宽松、资金面逐步好转，叠加东部地区优质城投企业集中，在获取融资方面相对有优势，且债券到期兑付规模大等因素所致；重点省份样本城投企业受“控增”政策影响较大、区域负面舆情较多等因素影响，净融资额同比下降；同期融资率整体趋稳。2024年上半年，全国样本城投企业净融资相当于2023年的59.73%，融资率较2023年基本持平。

图表6 全国样本城投企业净融资额及融资率（单位：亿元、倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

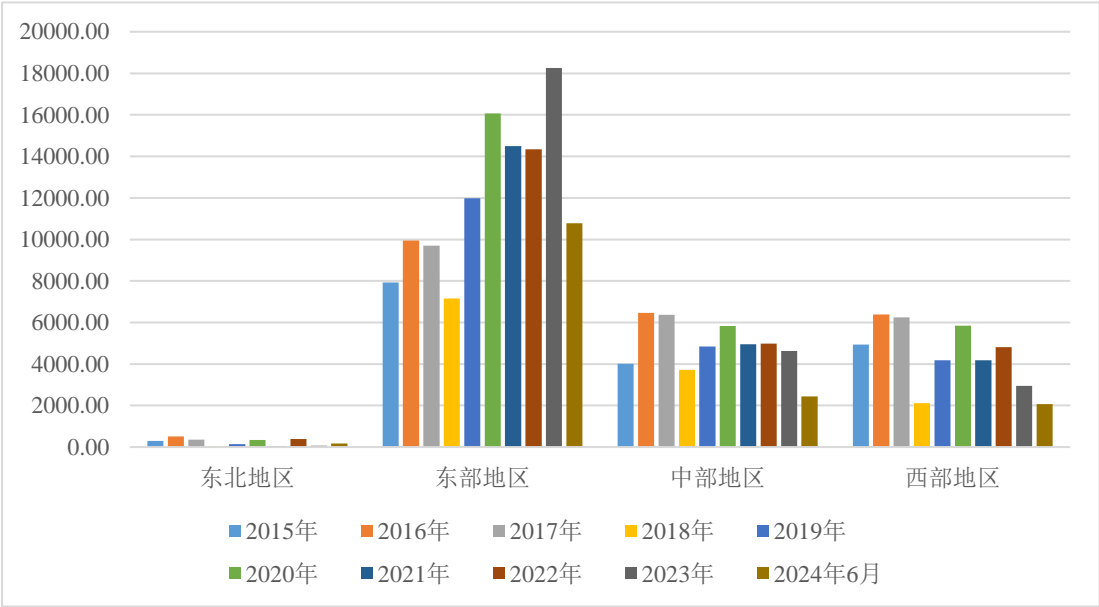
从区域分布来看，2015—2021 年，东部、中部和西部地区样本城投企业净融资额变动趋势与全国样本城投企业变动趋势大体一致。2022 年，西部地区样本城投企业净融资额增长主要系受到部分异常值扰动，剔除异常指标影响²后较 2021 年略有增长。

2023 年，经济实力强的江苏和浙江样本城投企业市场认可度提升，融资渠道有所拓宽，净融资额显著增长，达到 2015 年以来的最高点；中部地区样本城投企业净融资额同比下降 7.17%；同期，西部地区样本城投企业受到负面舆情及一系列化债政策出台后融资端受阻、项目投资放缓等因素的综合影响，净融资额同比下降 38.81%。

2024 年 1—6 月，东部、中部和西部地区样本城投企业净融资额分别为 2023 年的 59.07%、52.75%和 70.34%。

2015 年以来，东北地区样本城投企业净融资额远低于其他区域且波动较大。将样本城投企业利息支付情况纳入考虑范畴后³，东部、中部和西部地区净融资额指标趋势与原指标基本保持一致，差异主要系西部区域 2023 年融资收缩明显，银行及债券渠道资金双双净流出，向资质更优的区域转移；东北区域指标变动较大，2018 年、2019 年、2021 年和 2023 年区域内样本城投企业净融资额均为负。

图表 7 各地区样本城投企业净融资额（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图表 8 各地区样本城投企业净融资额变动率

区域	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

² 2022 年，桂林市交通投资控股集团有限公司发行债券收到的现金 626.80 亿元，因会计处理问题其对应流出项当年计入支付其他与筹资活动有关的现金，使得当年西部区域净融资额（绝对值）大于实际值。

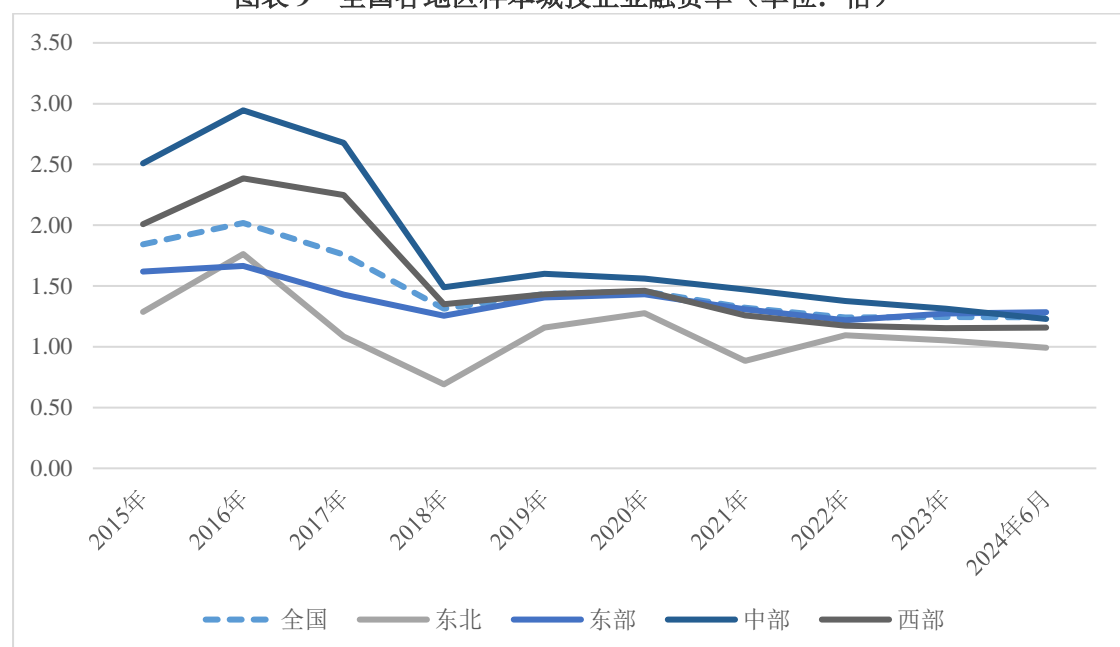
³ 即分析取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务所支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金

东北地区	71.11%	-30.74%	-89.59%	297.77%	130.97%	-84.21%	618.75%	-84.27%
东部地区	25.52%	-2.43%	-26.25%	67.36%	34.05%	-9.73%	-1.10%	27.33%
中部地区	61.29%	-1.28%	-41.72%	30.47%	20.26%	-15.02%	0.47%	-7.17%
西部地区	29.34%	-2.17%	-66.12%	97.38%	39.84%	-28.50%	15.38%	-38.81%

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年，各地区融资率以 2016 年和 2018 年为拐点呈波动下降趋势。其中，东部区域样本城投企业融资率指标表现较为平稳；中部与西部区域样本城投企业早期净融入规模大，2018 年融资率快速下降，与全国样本指标趋同；东北区域样本城投企业维持低位波动。2021 年以来，防范化解债务风险工作持续实施且监管政策日渐趋严，各区域样本城投企业融资率自 2022 年开始企稳，均在 1.50 倍以下。

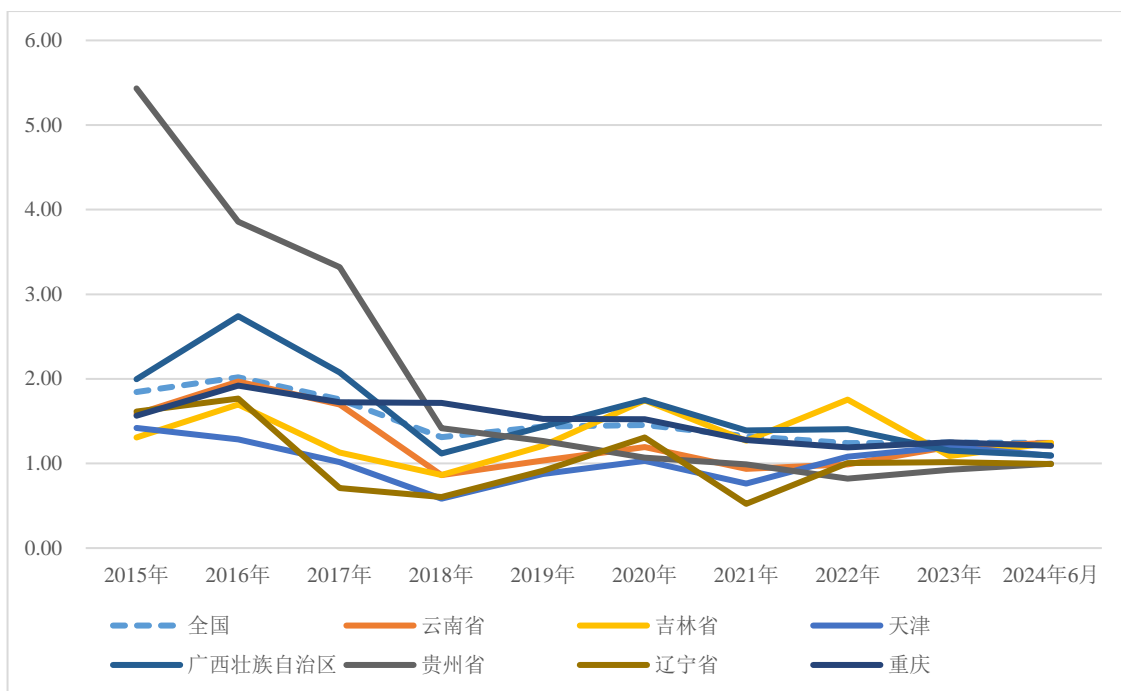
图表 9 全国各地区样本城投企业融资率（单位：倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年，多数重点省份样本城投企业融资率波动下降，各区域融资率与全国水平的差距持续收窄。2023 年，重点省份样本城投企业融资率除重庆外，其余地区指标均低于全国水平（1.25 倍），其中贵州样本城投企业自 2021 年以来资金融入量小于偿还量。2024 年上半年，重点省份样本城投企业融资率趋同，其中贵州和辽宁融资率低于 1 倍。

图表 10 部分重点省份样本城投企业融资率（单位：倍）



注：已剔除样本数量极少且存在极端值的省份，包括内蒙古、黑龙江省、青海省、宁夏和甘肃

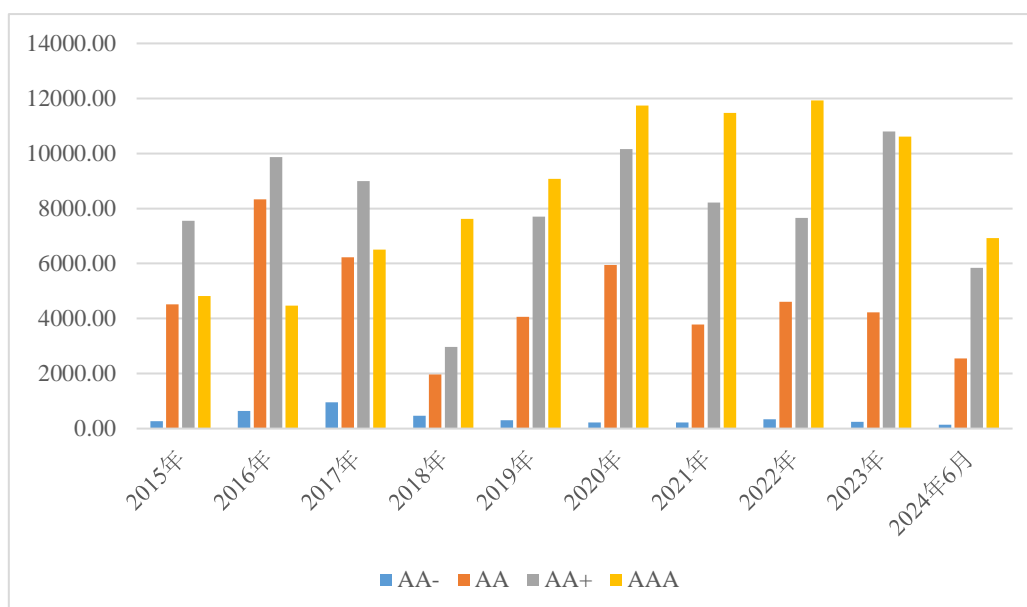
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年，主体信用级别为 AA⁺及 AA 的样本城投企业净融资额（绝对值）变动趋势基本一致。2018 年，AA⁺及 AA 级别的样本城投企业净融资额降至 2015 年以来最低值；2021 年，银保监会 15 号文等强监管政策文件的发布对 AA⁺及 AA 级别的样本城投企业融资影响较大，当年净融资额降幅明显。2023 年，AA 级别的样本城投企业净融资额略有下降，但 AA⁺主体在严监管环境下筹资活动仍较活跃，其直接融资规模维持稳定，间接融资渠道快速拓宽，AA⁺级别的样本城投企业净融资额同比增长 41.15%，超过同期 AAA 级别的样本城投企业净融资额。

AAA 级别的样本城投企业因自身信用水平高，市场认可度较高，融资环境相对宽松，2015—2020 年其净融资额呈持续上升趋势。2021—2023 年，其净融资额波动下降，降幅不大。

主体信用级别为 AA⁻的样本城投企业信用水平相对较低，净融资额远低于其他级别样本城投企业。

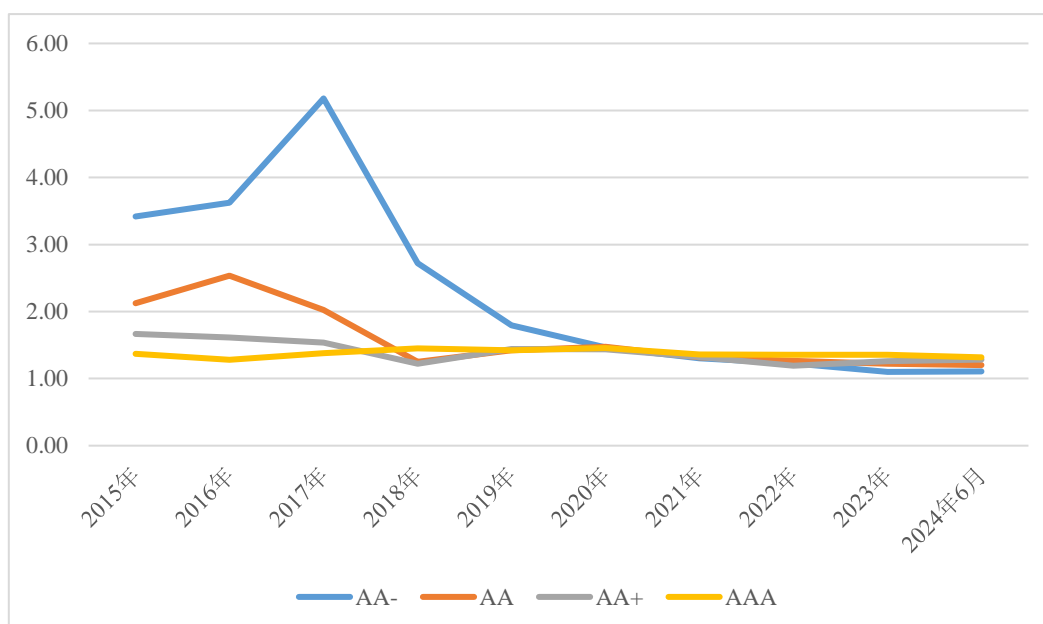
图表 11 全国各级别样本城投企业净融资额（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

融资率方面，不同级别样本城投企业对于政策变化的反应程度有所不同，样本城投企业级别越高，受政策及宏观经济环境的影响越小，表现为融资率波动区间越小。随着政府对城投企业隐性债务增量的管控趋严，2020 年开始各级别样本城投企业融资率指标趋同；一揽子化债方案提出后，政府对新增项目投资的审核力度进一步收紧，低级别样本城投企业融资率指标进一步下降。

图表 12 全国各级别样本城投企业融资率



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

3、流动性水平

（1）指标选取

现金短期债务比是指企业现金类资产对即将到期的短期债务的保障倍数，该指标能够较好反映企业短期偿债压力及流动性情况。本文通过对样本整体及不同类型样本在时间轴的纵向比较，分析化债背景下城投企业流动性水平的变化情况。

图表 13 城投企业流动性指标选取及含义

指标		经济含义	数据处理方式
现金短期债务比	现金类资产/短期债务	反映企业短期偿债压力及流动性水平	中位数

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据；由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故现金短期债务比和短期债务占比两项指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

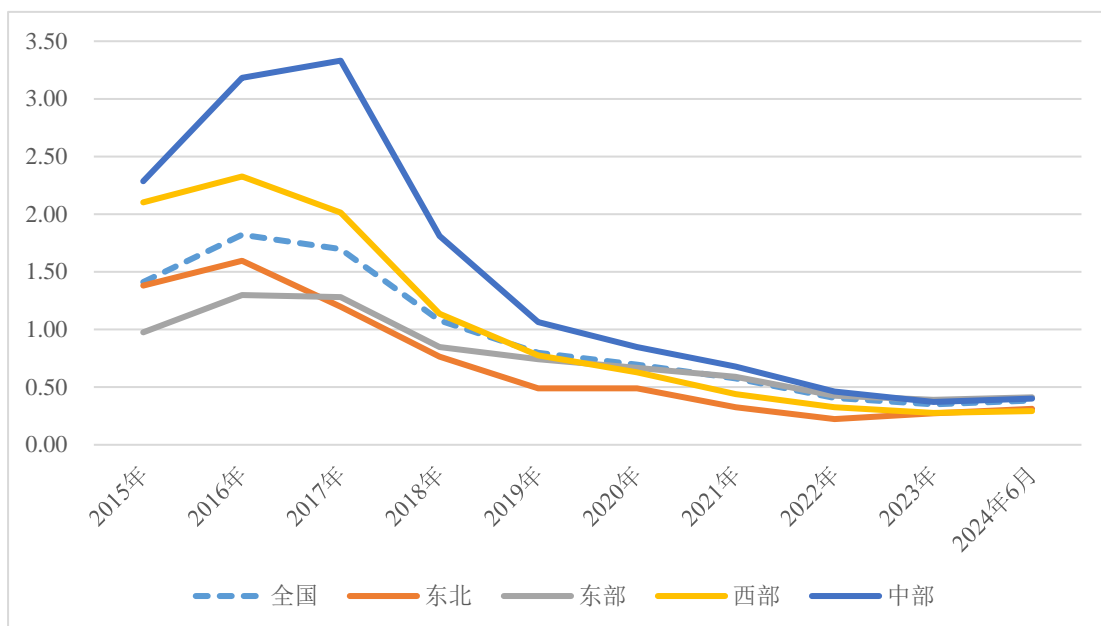
（2）样本指标表现

2015 年以来，样本城投企业现金短期债务比波动下降，整体流动性趋紧；短期债务占比以 2017 年为拐点呈持续上升态势，城投企业获得较长期限债务融资的难度上升。2023 年以来，不同区域和信用级别的样本城投企业流动性水平趋同，短期内城投企业流动性或将继续承压。

2015—2016 年底，城投行业融资环境相对宽松，整体流动性水平尚可。在地方债务风险管控加强、化债政策频出的背景下，2017—2023 年底，样本城投企业现金短期债务比呈逐年下降趋势，其中 2018 年样本城投企业现金短期债务比降幅显著。2022 年和 2023 年，全国样本城投企业现金短期债务比均位于 0.50 倍以下，主要由于政策监管力度持续加强，严格遏制新增政府隐性债务，城投企业再融资活动受限，流动性持续趋紧，但 2023 年降幅开始趋缓。截至 2024 年 6 月底，样本城投企业现金短期债务比较 2023 年底略有回升，但仍低于 0.50 倍。

从区域分布来看，2017 年以后，四大区域的样本城投企业现金短期债务比基本呈不同程度下降趋势。其中，东部区域经济发达程度相对较高，区域内城投企业数量众多，流动性承压，但其现金短期债务比变动较小且与全国水平的差距持续收窄，表现出较强韧性，在信用环境收紧时期仍能维持相对较强的流动性；中部区域样本城投企业现金短期债务比降幅较大，但其现金短期债务比指标表现在 2015—2023 年期间均优于全国水平；东北区域样本城投企业受限于区域融资环境，短期偿债指标表现较弱；2019 年以后，东北与西部区域样本城投企业现金短期债务比均位于全国水平以下。2023 年，四大地区样本城投企业流动性压力均较大，其中经济发达程度相对落后的东北和西部区域城投企业面临的流动性风险相对更为严峻，但东部和中部的流动性压力亦不容小觑。

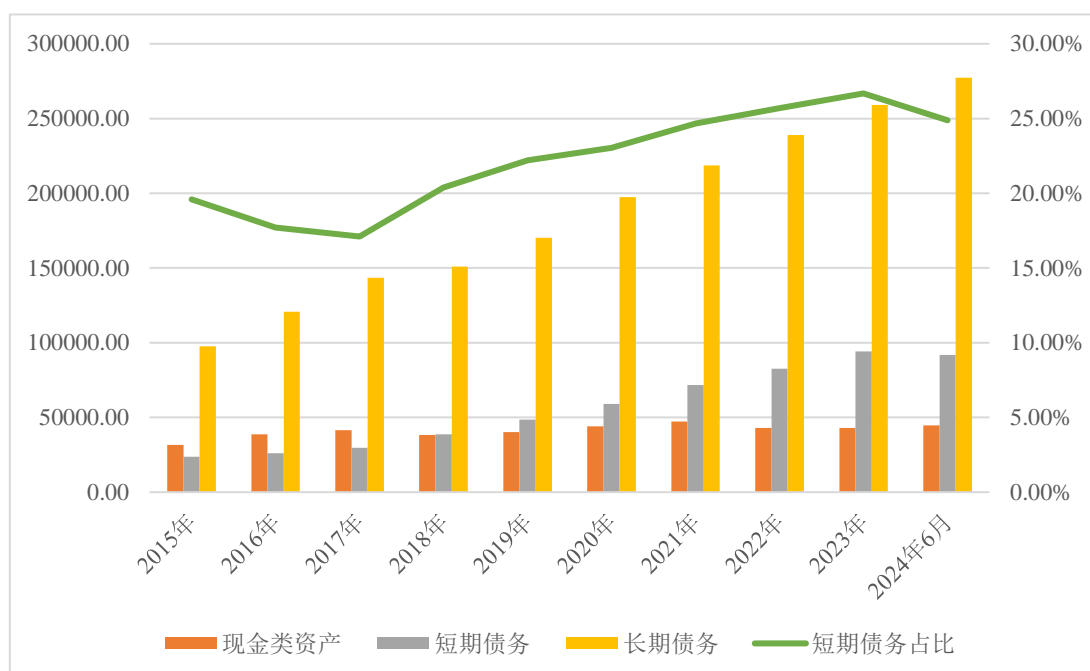
图表 14 全国及各地区样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年底，样本城投企业整体现金类资产增长较为平稳；短期债务增速较快，主要原因为城投企业陆续进入偿债高峰期且部分渠道融资呈短期化，从而导致城投企业短期偿债压力不断攀升。从样本城投企业整体债务结构看，2015—2023 年底，样本城投企业短期债务占比以 2017 年底为拐点呈持续上升态势，反映出城投企业新融资获得的资金期限有所缩短。从指标表现看，各类金融机构及债券投资者对给予城投企业长周期资金支持的态度仍较为谨慎，同时考虑到化债背景下再融资环境收紧，短期内城投企业流动性或将继续承压。

图表 15 全国样本城投企业整体现金类资产及短期债务占比情况（单位：亿元）

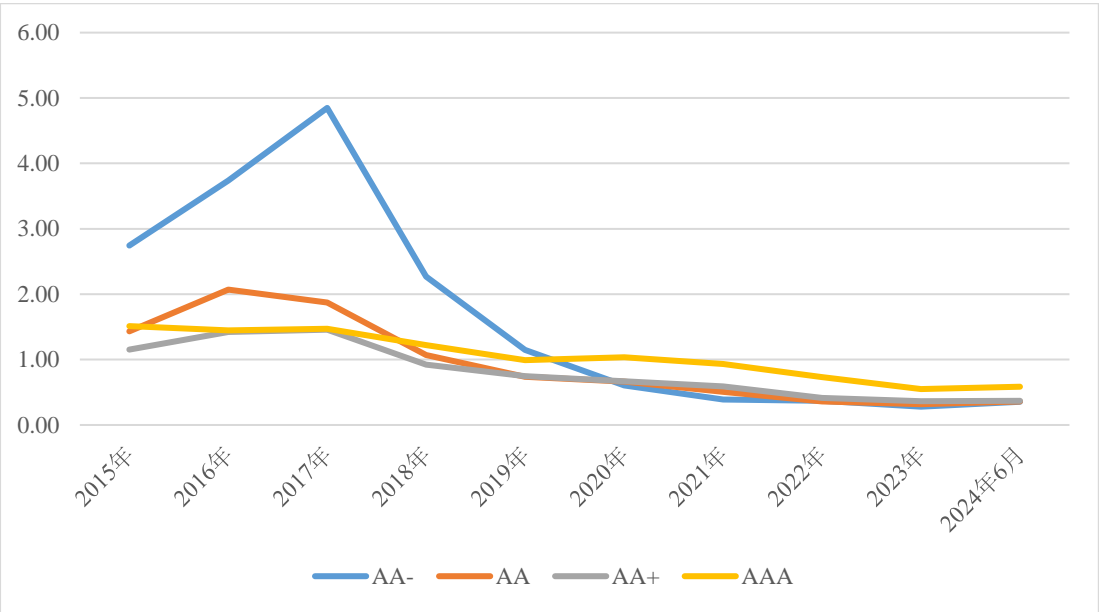


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015—2016 年底，AA⁻、AA 和 AA⁺信用级别的样本城投企业现金短期债务比均呈现不同程度的上升态势。2015—2017 年，AA⁻级别样本城投企业能够获得相对较大规模的中长期融资，带动现金类资金较快上升，现金短期债务比处于较高水平；自 2018 年起低级别城投企业融资渠道持续收缩，整体债务短期化速度较快，导致短期债务比降幅最大。AA 和 AA⁺级别的样本城投企业现金短期债务比呈持续下降趋势，伴随着债务的集中到期和融资难度上升，上述级别城投企业流动性压力逐年加大。

AAA 级别的样本城投企业融资渠道相对通畅，2015—2023 年底，其现金短期债务比降幅有限，短期偿债压力较小。整体看，融资环境变化对低级别样本城投企业流动性水平影响更为显著，高级别样本城投企业流动性水平在不同融资环境下变化则相对平缓。

图表 16 全国各级别样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

4、投资活动

（1）指标选取

近年来，随着城市建设的持续推进和城镇化水平的不断提高，部分区域城市基础设施建设业务空间不断缩小，加之宏观经济增速放缓，各地方政府财政普遍趋紧及地方债务监管趋严，城投企业的公益性业务量呈现下降趋势。在政策倒逼和城投公司自身发展需求的综合影响下，城投企业谋求转型已成为其实现高质量发展的核心要务，其中向商业、产业类企业转型和向投资类企业转型是目前城投企业转型的两条重要途径。为增加经营性收入，城投公司在传统代建业务及现有资源基础上开展自建自营项目；为拓展业务领域，增强自身造血功能，同时配合

政府招商需求，促进地方产业经济转型升级，城投公司也加快了股权、基金投资步伐。

图表 17 城投企业投资活动相关指标

指标		经济含义	数据处理方式
股权、基金投资占比	(可供出售金融资产+其他权益工具投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 ⁴)/资产总额×100%	反映企业股权、基金投资力度	样本合计数
在建工程占比	在建工程/资产总额×100%	反映企业自营项目投入力度	样本合计数
在建工程增量	本年末在建工程-上年末在建工程		样本合计数

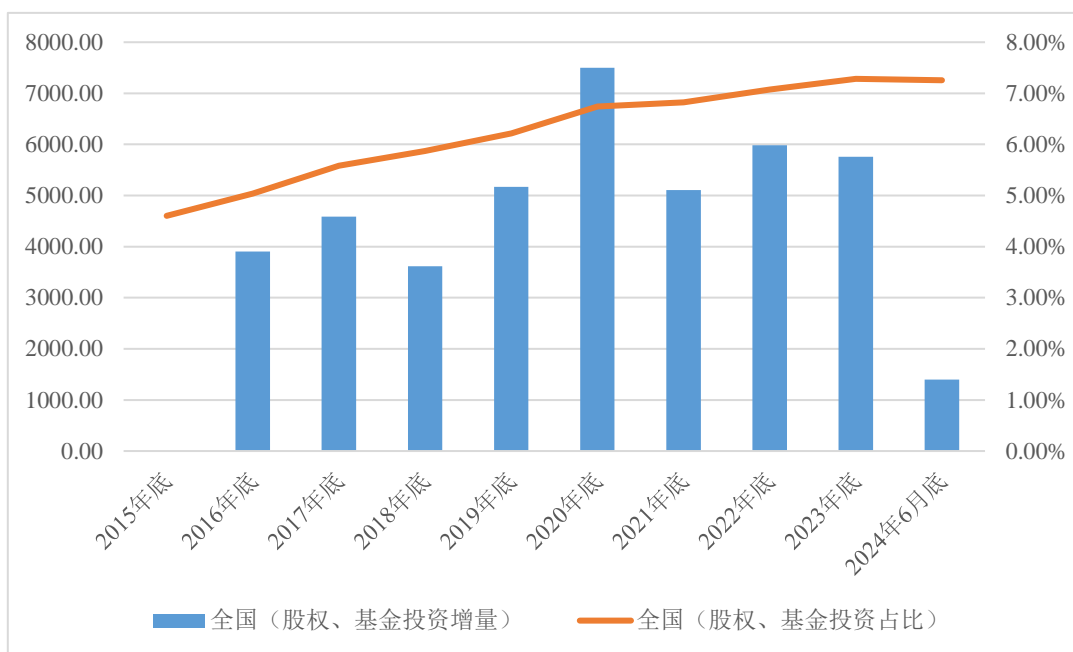
(2) 样本指标表现

2015 年以来，随着转型发展不断深入，样本城投企业在建工程和股权、基金投资规模均持续增长，其中股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。2023 年以来，基于一揽子化债方案及后续出台的政策，仅 2024 年上半年样本城投企业在建工程增量已超 2019 年全年水平的八成。从区域来看，各省市经济发展水平及区域城投数量的差异，使得指标分化明显，东部地区样本城投企业受益于区域内产业资源优势，市场化股权投资进程较早，其对外投资规模明显突出；从级别来看，级别越高的样本城投企业由于资本实力更雄厚，其业务类型更为多元化，政府支持意愿更强，其在建工程占比和股权、基金投资占比更高，平台转型速度更快。

2015 年以来，样本城投企业股权、基金投资规模逐年扩大，样本城投企业股权、基金投资占比总体呈上升趋势。从股权、基金投资规模增量来看，2016 年以来，样本城投企业股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。2018 年，由于对城投平台企业举债限制增加，全国样本城投企业净融资规模降幅明显，因此其对股权、基金投资的规模增量也随之降至 2016 年以来的最低点。随着融资环境的阶段性调整，2020 年，样本城投企业净融资额达到 2016 年以来的最高点，受此影响，城投企业有较充裕资金进行股权、基金投资，同年样本城投企业股权、基金投资增量亦达到 2016 年以来的最高点。2021 年，市场不确定性加大，样本城投企业股权、基金投资增量规模有所下降；2022—2023 年底，随着宏观经济下行压力加大，债务管控趋严，样本城投企业转型速度加快，股权、基金投资增量规模保持较快增长。

图表 18 全国样本城投企业股权、基金投资增量及占资产总额情况（单位：亿元）

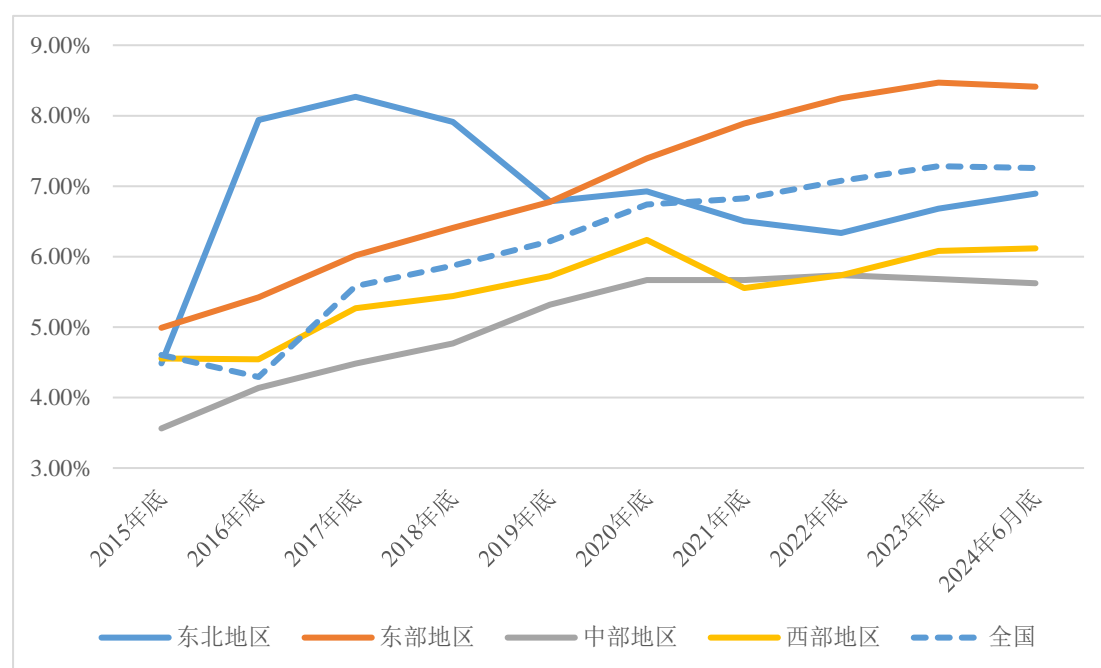
⁴ 样本城投企业长期股权投资可能包含较大规模的对区域内其他城投企业的参股投资，导致该指标具有一定局限性



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2023 年底，东部、中部、西部地区样本城投企业股权、基金投资占比均总体呈上升趋势。具体来看，2023 年底，吉林、广东、河北三省股权、基金投资占比较 2015 年底增幅位于全国省市前列，此外山西、云南、海南股权、基金投资占比幅位均超 5 个百分点。内蒙古、青海、西藏、甘肃等地经济发展水平较低，城投平台转型较慢，对股权、基金投资力度小，导致其股权、基金投资占比下降。整体而言，东部地区受益于产业资源优势，城投企业较早参与市场化股权投资，故转型步伐较快，股权、基金投资占比增幅较大；黑龙江、吉林等东北地区城投平台较少，样本城投企业股权、基金投资占比增幅较大，但指标代表性可能有所不足。

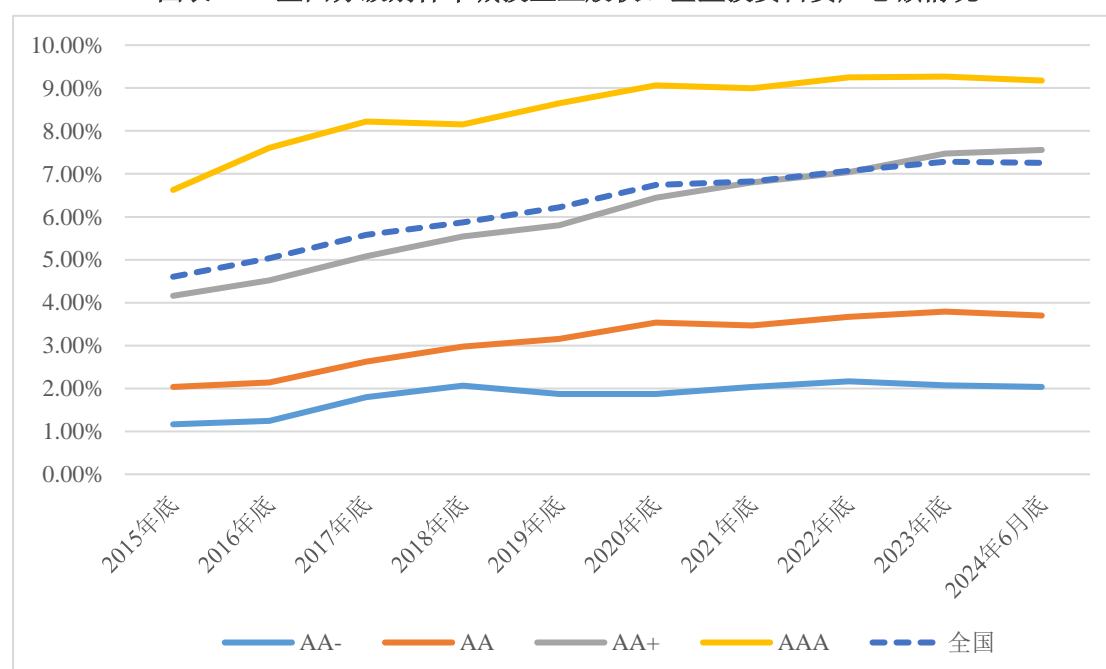
图表 19 全国各地区样本城投企业股权、基金投资占资产总额情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布情况来看，2015 年以来，各级别样本城投企业股权、基金投资占比均呈上升趋势，自 2020 年底趋于稳定。此外，样本城投企业表现出信用级别越高，其股权、基金投资占比越高的特点。

图表 20 全国分级别样本城投企业股权、基金投资占资产总额情况

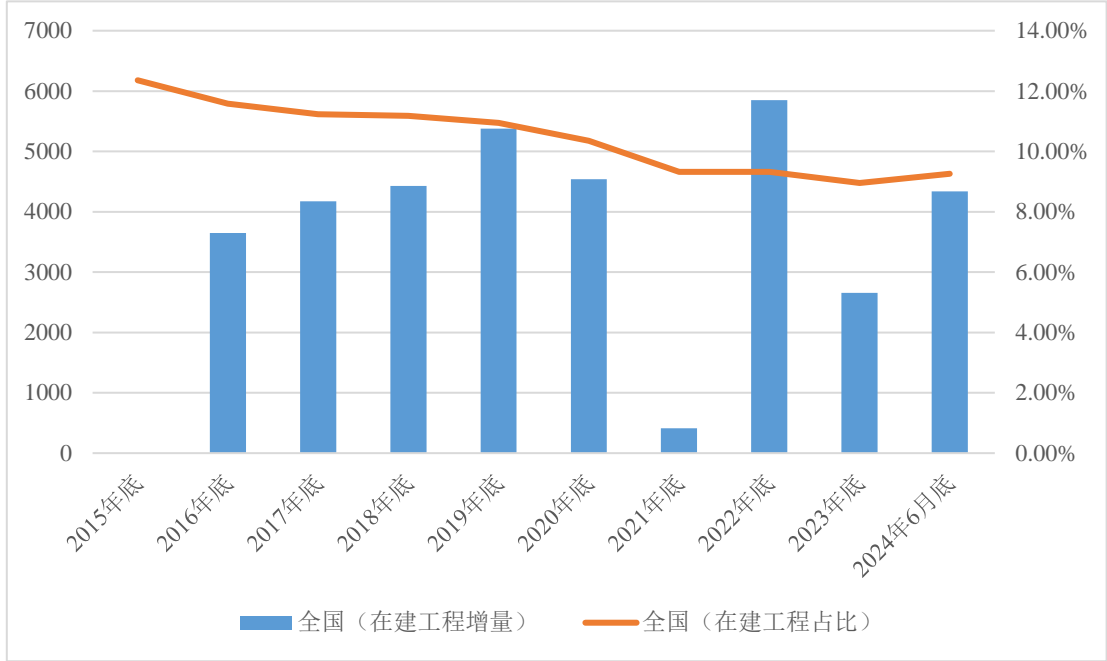


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015 年以来，随着自营项目的持续投入，全国样本城投企业建设工程逐年增长，在建工程占比呈下降趋势，与股权、投资基金占比走势相反。从在建工程

增量⁵来看，2016—2019 年，样本城投企业的在建工程增量逐年扩大；受突发公共卫生事件影响，样本城投企业的在建工程项目进度有所推迟，2020 年底全国样本城投企业的在建工程增量首次下降；2021 年底和 2023 年底，样本城投企业在建工程增幅均较上年底明显下降，主要受轨道交通、铁路类项目集中“转固”、执行新会计准则等因素影响；2023 年以来，基于一揽子化债方案及后续出台的政策，仅 2024 年上半年在建工程增量已超 2019 年全年水平的八成。

图表 21 全国样本城投企业在建工程增量及占资产总额情况（单位：亿元）

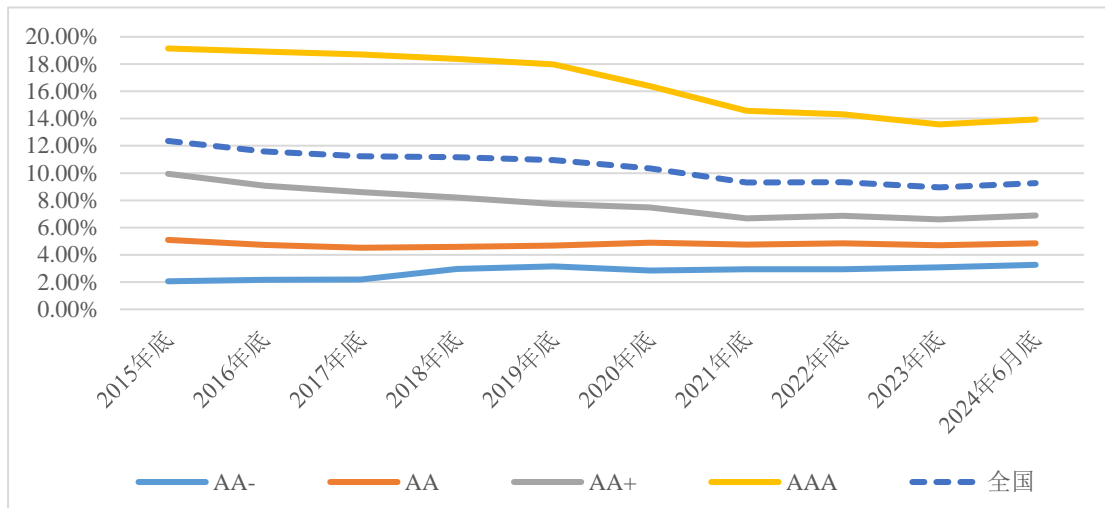


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015 年底以来，AAA 和 AA⁺级别样本城投企业在建工程占比与全国样本城投企业变动基本一致，呈下降趋势；AA 级别样本城投企业在建工程占比变动相对平缓；AA⁻级别样本城投企业在建工程占比在 2018 年底有小幅上升后趋于稳定。各级别样本城投企业在建工程占比分化明显，但整体呈现出级别越高，在建工程占比越高的特点。信用级别越高的城投企业本身资本实力较为雄厚，加之政府支持意愿较强，其业务转型更快也相对更容易，自营项目投入力度更大。

图表 22 全国各级别样本城投企业在建工程占资产总额情况

⁵ 从财务角度看，在建工程属于一个过渡性科目，在建工程完工后会转入固定资产，此外许多城投企业账务处理不够规范，将自营项目投入计入存货的情况比较常见，因此在建工程占比指标不能够完全体现样本城投企业对自营项目的投入情况，本文着重分析在建工程增量。



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

5、全部债务及杠杆水平

全部债务

(1) 指标选取

通过对样本整体及不同类型样本的全部债务在时间轴的纵向比较，分析化债背景下城投企业有息债务的变化情况。同时，本文进一步截取了重点省份的债务情况进行研究。

图表 23 城投企业全部债务计算方式及含义

指标		经济含义	数据处理方式
全部债务	短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+长期借款+应付债券+租赁负债+其他有息负债	各渠道获得的有息债务规模合计	合计数

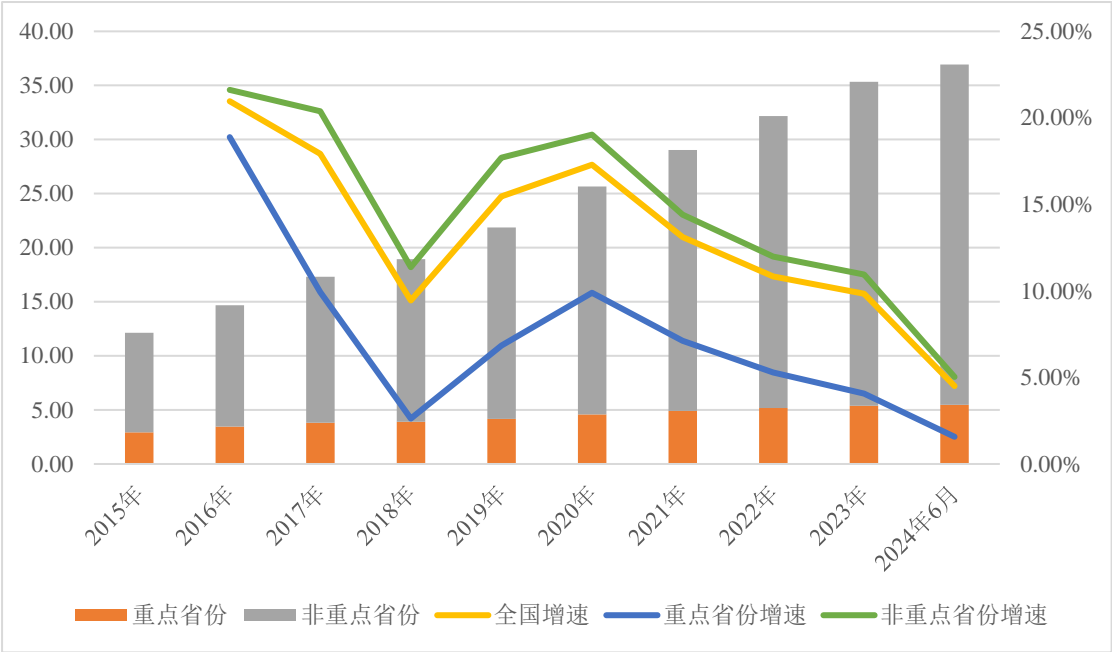
(2) 样本指标表现

2015 年至 2024 年上半年，样本城投企业全部债务持续增长，重点省份样本城投企业全部债务占全国比重不断下降。2020 年以来，在防范化解地方债务风险背景下，城投企业全部债务增速持续放缓；2024 年上半年，随着一揽子化债方案的持续推进，样本城投企业债务增速下降加剧。

2015—2023 年，样本城投企业全部债务规模不断增长，增速变化受监管政策及融资环境影响较为显著，与净融资额变化趋势大体一致。2020 年以后，银保监会 15 号文发布，城投企业融资环境全面趋紧，样本城投企业全部债务增速在随后几年呈明显下降趋势，化债政策的不断出台对城投企业债务增速压降作用明显。2024 年上半年，一揽子化债政策持续推进，样本城投企业全部债务增速下降加剧。

2023 年，国务院下发 35 号文等系列文件，支持 12 个重点省份债务存量化解，引导债务规模与地方经济发展和地方财力匹配。上述重点省份主要位于中部和西部区域，整体经济发展偏弱，样本城投企业数量少（共 211 家）；从全部债务规模看，位于重点省份样本城投企业全部债务占总样本比重较小，且在 2015—2023 年期间占比逐年下降。截至 2024 年 6 月底，全国样本城投企业全部债务中，重点省份样本城投企业全部债务仅占 14.81%。

图表 24 全国样本城投企业全部债务及增速（单位：万亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2015—2023 年，重点省份样本城投企业全部债务规模持续增长，债务增速变化情况与全国样本城投企业表现趋同，以 2018 年和 2020 年为拐点波动下行，增速明显低于全国水平。截至 2024 年 6 月底，重点省份样本城投企业全部债务较 2023 年底增长 1.57%，全年债务增速或进一步放缓。

杠杆水平

（1）指标选取

资产负债率是指企业负债总额占资产总额的百分比，该指标不仅反映了企业举债经营的能力，还体现了企业的杠杆水平。但因未考虑往来款等扰动因素，故对资产负债率指标的分析存在一定的局限性。全部债务资本化比率是仅考虑企业有息债务对应的杠杆水平，该指标相比资产负债率更好地反映了企业刚性债务负担。本文采用资产负债率、全部债务资本化比率指标以纵向时间、横向级别和区域等方面多层次进行对比分析，对化债背景下样本城投企业的资本结构、杠杆水平进行研究。

图表 25 城投企业杠杆水平指标

指标		经济含义	数据处理方式
资产负债率	(负债总额/资产总额) ×100%	反映企业负债水平及风险程度	中位数
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%	反映企业刚性债务水平及偿债风险	中位数

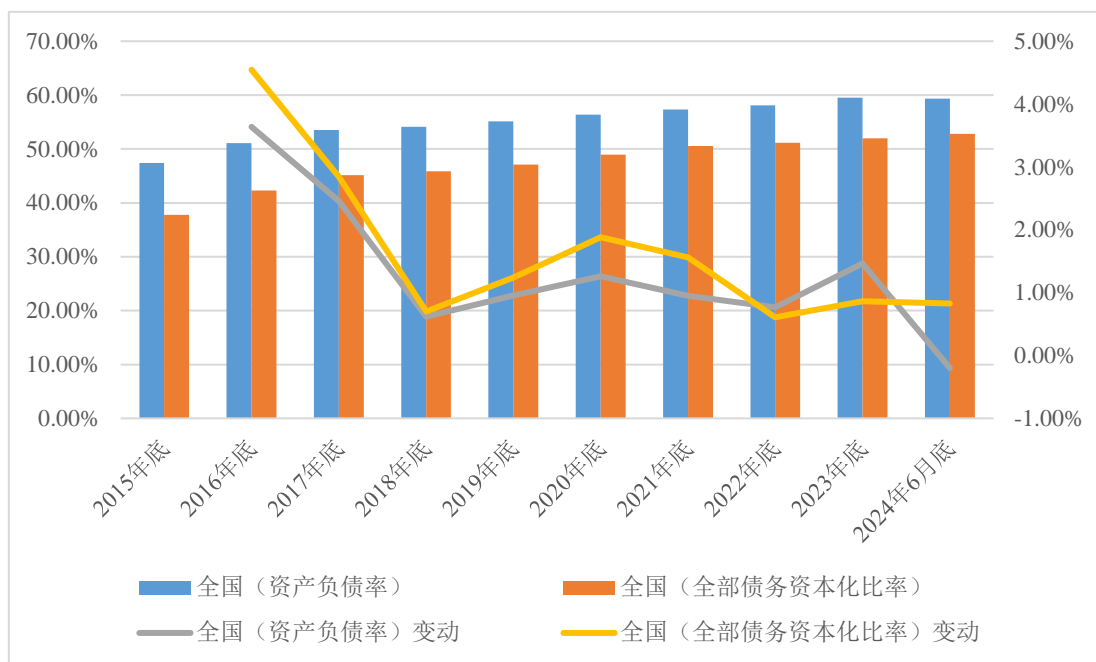
注：由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故资产负债率及全部债务资本化比率两个指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

(2) 样本指标表现

2015 年以来，样本城投企业加杠杆仍在持续，但增速自 2018 年开始十年化债进程后逐步趋缓，部分重点化债省份资产负债率有所下降，区域分化较明显；经济发达地区资产负债率和全部债务资本化比率波动较小，维持较高水平；信用评级越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持较强韧性，资产负债率、全部债务资本化比率相对较高。

2015 年底以来，样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率变化趋势基本一致，均持续攀升。2016—2017 年底，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增长幅度相对较大，杠杠水平上升较快；2018 年，我国完成隐债认定工作，十年化债计划开始，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率的增幅较 2017 年底明显下降，杠杠水平增长放缓。2019—2020 年底，受国际贸易冲突加剧、突发公共卫生事件等因素影响，逆周期调节力度加大，融资环境相对宽松，样本城投企业杠杠指标增幅有所回升。2021 年以来，随着银保监会 15 号文发布，城投企业融资环境全面趋紧，样本城投企业杠杠指标增幅总体呈走弱态势，资产负债率、全部债务资本化比率增幅保持在 0.5~2.0 个百分点之间。2024 年 6 月底，样本城投企业资产负债率首次出现小幅负增长，同期末，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率分别为 59.34% 和 52.83%。

图表 26 全国样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况

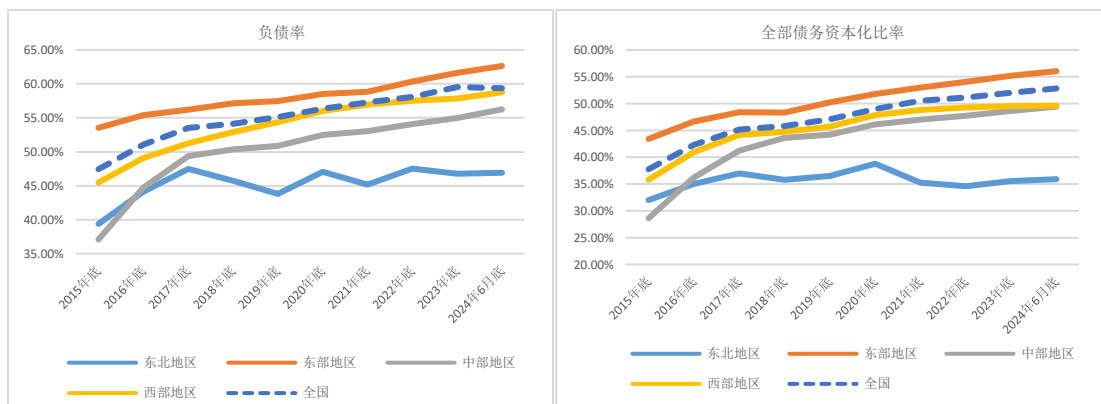


注：资产负债率、全部债务资本化比率的变动是指两个指标分别较上年底变动的绝对量

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015 年底以来，东、中、西部地区样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变化趋势相近，大部分省市呈上升趋势，但在化债推进过程中增速开始走缓。截至 2023 年底，西藏、天津、青海、内蒙、辽宁等重点化债省份资产负债率相较 2015 年底有所下降。湖北、湖南、四川、山西等中、西部地区的资产负债率和全部债务资本化比率增幅较大，2023 年底较 2015 年底增幅均在 15 个百分点以上；经济相对发达的东部地区，如上海、北京、江苏、浙江等地样本城投企业信用资质较好，债券市场认可度较高，其资产负债率和全部债务资本化比率处于较高水平，且波动相对较小。

图表 27 全国各地区样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，各级别样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变动趋势基本一致，且呈现出信用级别越高的样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率也相对越高的特点，整体看，信用级别越高的样本城投企业在政策周期变动下能够保持较强韧性。

图表 28 全国各级别样本城投企业杠杆水平指标情况

级别	指标	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年 6 月底
AAA	资产负债率	60.05%	59.53%	60.99%	61.13%	61.38%	62.58%	61.97%	63.39%	64.07%	64.47%
	全部债务资本化比率	51.08%	51.92%	53.93%	54.66%	54.63%	55.45%	55.88%	57.22%	58.25%	59.93%
AA ⁺	资产负债率	54.72%	55.98%	57.52%	57.69%	58.01%	58.50%	59.64%	60.31%	61.96%	61.95%
	全部债务资本化比率	46.43%	47.43%	49.28%	48.67%	50.01%	52.08%	54.31%	54.67%	56.31%	57.02%
AA	资产负债率	41.18%	46.90%	50.36%	50.58%	52.54%	54.46%	55.30%	55.98%	57.43%	57.03%
	全部债务资本化比率	31.39%	38.20%	42.40%	42.96%	44.24%	46.25%	47.43%	48.17%	49.47%	49.98%
AA ⁻	资产负债率	27.38%	35.66%	44.82%	48.80%	50.16%	49.20%	48.14%	50.63%	52.01%	51.10%
	全部债务资本化比率	17.12%	24.94%	35.32%	38.79%	40.23%	39.19%	37.89%	39.47%	39.72%	39.98%

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

三、小结

从盈利能力指标来看，化债背景下，样本城投企业净资产收益率及总资本收益率均持续下降，这一趋势在一揽子化债方案提出后依旧延续，且短期内城投企业盈利水平回升乏力。从融资活动来看，区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下韧性较强，反之则融资表现不佳。值得关注的是，2023 年样本城投企业净融资额同比变化情况在重点省份和非重点省份中首次出现分化，资金进一步向产业结构、资源禀赋更优的东部地区转移；受严控新增债务的相关政策影响，各地区净融资率低位运行，表现趋同。从流动性水平来看，样本城投企业整体流动性趋紧，获得较长期限债务融资的难度仍较大。2023 年以来，不同区域和信用级别的样本城投企业流动性水平趋同，预计短期内城投企业流动性将继续承压。从投资活动来看，随着转型发展不断深入，样本城投企业在建工程和股权、基金投资规模均保持增长。分区域看，经济较发达的东部地区样本城投企业受益于区域内产业资源优势，参与市场化股权、基金投资进程较早，投资占比较为突出，与其他区域指标明显分化；信用级别越高的样本城投企业由于资本实力更雄厚，业务类型更为多元化，政府支持意愿更强，其在建工程占比和股权、基金投资占比更高。从全部债务及杠杆水平来看，2024 年上半年，随着一揽子化债方案的持续推进，样本城投企业债务增速下降加剧。长周期看，化债背景之下，样本城投企业加杠杆仍在持续，但增速自 2018 年开始十年化债进程后逐步趋缓。