

防范化解地方债务风险背景下 城投企业财务表现

联合资信公用评级二部 谢晨 李晓晓 张英昊

摘要：地方债务风险主要来自显性债务和隐性债务两个方面，我国地方政府显性债务风险总体可控，防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理。在相关监管政策整体高压下，作为地方政府隐性债务重要承载主体的城投企业融资难度阶段性上升，整合步伐进一步加快，极力寻求从单一政府融资平台向实体化、市场化、产业化方向转型发展。本文选取 2015—2022 年及 2023 年上半年 1335 家样本城投企业的盈利能力、融资缺口、流动性水平、融资渠道、投资活动、杠杆水平六个方面展开分析，发现在防范化解地方债务风险背景下，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、防范化解地方债务风险的背景及政策梳理

我国地方政府显性债务风险总体可控，防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理；从政策导向上看，规范地方债务的相关政策整体趋于高压监管态势。

近年来，随着全国经济增速放缓和地方政府举债规模扩大，地方债务风险日益凸显。具体看，地方债务风险主要来自显性债务和隐性债务两个方面。

2014 年出台的《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国预算法〉的决定》（以下简称“新《预算法》”），正式赋予了地方政府发行地方政府债券的权力，同时规定发行债券作为地方政府融资的唯一途径。此后作为“前门”的地方政府债券持续扩容，截至 2023 年 9 月底，我国地方政府债券余额为 38.90 万亿元，其中一般债务 14.97 万亿元，专项债务 23.93 万亿元，均控制在全国人大批准的限额之内；2022 年底，我国地方政府负债率为 28.97%，低于国际通行警戒值 60%；地方政府债务率为 125.08%，仍然处于国际货币基金组织提出风险参考区间 90%~150%之内，同时考虑到地方政府债券举借规模由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准并由国务院财政部门实施严格监督管理，我国地方政府显性债务风险总体可控。

早期的隐性债务经历了从被动负债到主动举债的两个阶段，①被动负债阶段：1994 年分税制改革造成了地方财权事权不匹配，1995 年的《中华人民共和国预算法》《中华人民共和国担保法》及 1996 年的《中华人民共和国贷款通则》进一

步限制了地方政府合法融资的途径，但地方政府依旧承担着基础设施投资建设的重大任务，在此背景下，城投企业应运而生，承担了非市场化的社会公共职能及部分政府性融资职能；②主动负债阶段：2008 年全球金融危机爆发，我国政府为进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长，安排了总规模达 4 万亿元的中央投资资金，并允许地方政府组建融资平台拓宽融资渠道；房地产和土地市场的阶段性繁荣支撑了地方财政，隐性债务快速扩张。在新《预算法》出台后的债务置换期间（2015—2018 年），地方政府隐性债务规模仍不断攀升。2018 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内容。与地方政府显性债务相比，隐性债务多具有信息不透明性和风险隐蔽性，同时无明确的债务来源和还款计划，鉴于其特殊性，故防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理。

从政策导向上看，规范地方债务的相关政策整体趋于高压监管态势，2021 年以来各项政策/指导意见/通知的出台频率变得愈发密集。2017—2018 年，我国针对地方政府和城投企业的相关政策监管趋严，在防范化解地方债务风险的同时也逐步规范了地方政府及地方国有企业的投融资行为。2019—2020 年，在宏观经济下行的背景下，我国在防范风险的同时推行了适当的扩张政策拉动内需，稳定经济增长，各项结构性宽松的政策直接或间接地为城投企业提供了较好的再融资环境。2021 年以来，各项政策及指导文件将地方政府隐性债务风险管理提上新高度，相关防范化解工作持续实施且监管政策日渐趋严。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”，表明对于隐性债务化解问题的重视程度进一步提升。

表 1 规范地方债务的部分会议/意见/文件梳理

会议/文件名称	发布时间	发文字号	主要内容
《关于加强地方政府性债务管理的意见》	2014.10	国发〔2014〕43 号	针对地方政府性债务管理提出明确意见，提出加快建设规范的地方政府举债融资机制，并坚决制止地方政府违法违规举债。
《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	2017.4	财预〔2017〕50 号	进一步规范了融资平台公司融资管理、地方政府与社会资本方等合作行为及举债融资机制。
《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》	2017.5	财预〔2017〕87 号	对政府购买服务范围、预算、信息公开等进行了规范，提出地方政府及其相关部门不得利用、虚构政府购买服务合同为建设工程变相举债。
《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》	2017.11	财办金〔2017〕92 号	对 PPP 项目泛化滥用现象进行了纠正，推进 PPP 项目规范发展，制定了更为严格的新项目入库标准。
《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》	2017.11	国资发财管〔2017〕192 号	防范中央企业 PPP 项目经营风险，提出六大明确要求及八大禁止行为。

《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	2018.3	财金〔2018〕23号	对重点金融企业参与地方政府、国有企业、政府融资平台以及PPP项目投融资行为提出明确要求，强化了对项目资本金的监管并补充了适用范围；规范了地方政府及地方国有企业的投融资行为。
《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	2018.8	厅字〔2018〕75号	对国有企业的资产负债率、负债水平提出明确的要求，同时要求国有企业子公司负债情况需纳入集团公司考核体系，并设立资产负债率基准线、预警线及重点监管线。
《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》	2018.10	中发〔2018〕27号文	/
《地方政府隐性债务问责办法》	2018.10	中办发〔2018〕46号文	/
《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	2019.2	发改社会〔2019〕0160号	方案围绕补齐短板、补强弱项、创新机制等基本原则，提出到2020年使得公共服务供给结构更加合理、资源布局不断优化。27项行动任务当中，多次提及公共基础设施领域职能。
沪深交易所窗口指导意见	2019.3	--	对地方融资平台的甄别标准进行了修订，降低了地方融资平台发行公司债的申报条件，对于在六个月内到期的债务，以“借新还旧”为目的发行的公司债券，解除地方融资平台收入所来自政府占比50%的上限限制。
《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	2019.6	--	提出了地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的总体要求和基本原则。发挥专项债券带动作用 and 金融机构市场化融资优势，依法依规推进专项债券支持的重大项目建设。
国务院常务会议	2019.11	--	决定健全固定资产投资项目资本金管理，将部分基础设施项目初始资本金比例由25%调降至20%。
《关于打赢疫情防控阻击战强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》	2020.2	财金〔2020〕5号	通过专项再贷款支持金融机构加大信贷支持力度；中央财政安排贴息资金支持降低企业融资成本。
《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》	2020.2	发改办财金〔2020〕111号	出台多项措施支持疫情地区和疫情防控企业的债券融资需求，允许企业发行债券偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款；受疫情影响严重的企业允许申请发行新的企业债券专项用于偿还2020年内即将到期的企业债券本金及利息。
《关于梳理2021年新增专项债券项目资金需求的通知》	2021.2	--	2021年新增的专项债券不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，不安排一般房地产项目，不安排产业项目，资金必须用于建设项目，不得用于偿还债务。重点投向领域为交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目和保障性安居工程等领域。
《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	2021.4	国发〔2021〕5号	对预算编制、收支、执行管理统筹等做出要求，明确提出加强风险防控，增强财政可持续性，防范化解地方政府隐性债务风险。
《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》	2021.6	--	就推动完善政府预算决算草案和报告中有关政府债务的内容、规范人大审查监督政府债务的内容和程序、加强人大对政府债务风险管控的监督、加强组织保障等，做出了明确规定，提出了工作要求。
《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	2021.7	财预〔2021〕61号	坚持“举债必问效、无效必问责”，遵循项目支出绩效管理的基本要求，注重融资收益平衡与偿债风险。地方财政部门应当跟踪专项债券项目绩效目标实现程度，对严重偏离绩效目标的项目要暂缓或停止拨款，督促及时整改。突出绩效管理结果的激励

			约束作用，将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债券额度分配的重要测算因素，并与有关管理措施和政策试点等挂钩。
《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》	2021.7	银保监发〔2021〕15号	明确打消财政兜底幻觉，严禁新增或虚假化解地方政府隐性债务；明确不得提供以预期土地出让收入作为企业偿债资金来源的融资；明确对承担地方政府隐性债务的客户，银行保险机构不得新提供流动性贷款或流动资金贷款性质的融资，不得为其参与的专项债券项目提供配套融资。
中央经济工作会议	2021.12	--	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，其中积极的财政政策要提升效能，更加精准及可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力，同时明确指出坚决遏制新增地方政府隐性债务。
加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会	2021.12	--	针对防范化解地方政府隐性债务问题上，一是要完善常态化监测机制；二是要坚决遏制隐性债务增量，强化地方国有企事业单位债务融资管控，严禁违规为地方政府变相举债；三是要稳妥化解隐性债务存量；四是要推动平台公司市场化转型，规范融资平台公司融资管理，严禁新设融资平台公司。
《国家发展改革委办公厅关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知》	2022.3	发改办投资〔2022〕233号	开展投融资合作对接过程中，要切实加强项目把关，应主要选择投资回报机制明确、具有合理收益水平的重点项目进行推介，坚决避免一哄而上。项目落地实施过程中，要量力而行、尽力而为，加强政府信用履约建设，不做过头承诺，切实防范新增地方政府隐性债务。
《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	2022.5	国办发〔2022〕20号	坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，健全地方政府债务限额分配机制，一般债务限额应与一般公共预算收入相匹配，专项债务限额应与政府性基金预算收入及项目收益等相匹配，促进融资规模与项目收益相平衡，完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规使用专项债券处理处罚机制。
《国务院关于2021年中央决算的报告》	2022.6	--	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围。向项目准备充分地区倾斜。加强重点风险防范和化解，坚决遏制新增地方政府隐性债务，支持地方有序化解存量隐性债务。
《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》	2022.11	财金〔2022〕119号	加强项目合同审核，严禁在项目合同及相关补充协议中约定由政府方或政府方出资代表向社会资本方回购投资本金、承诺固定回报等兜底条款。加强项目执行信息复核，对于存在违反地方政府债务管理规定情形、社会资本方不符合资格条件的项目，不得纳入执行库。
《货币政策精准有利，金融服务大有可为》	2023.1	--	要积极配合化解地方政府隐性债务风险，督促金融机构增强风险管理能力，有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，降低利率负担。
《更加有利有效实施积极的财政政策》	2023.2	--	防范化解地方政府债务风险，坚持“开正门、堵旁门”，遏增量、化存量。
《2022年中国财政政策执行情况报告》	2023.3	--	合理安排地方政府专项债券规模，加快专项债券发行使用进度，带动扩大社会投资，推动经济运行整体好转。对新增隐性债务及隐性债务化解不实行行为，发现一起、查处一起、问责一起。加强部门间信息共享和协同监管，形成监管合力。推进地方政府债务信息公开，提高地方政府债务透明度。
《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报	2023.3	--	督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，立足自身努力，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务。

告》			
《国务院关于 2022 年中央决算的报告》	2023.7	--	将地方政府法定债务管理全面纳入预算管理一体化范围，对专项债券项目实施穿透式监测。保持高压监管态势，严肃查处违法违规举债融资行为，坚决遏制隐性债务增量。将督促地方统筹各类资源，稳妥化解存量隐性债务。
中央政治局会议	2023.7	--	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。央行、财政部、外管局、金融监管总局等部门密集表态防范化解地方政府债务风险，着重强调加强风险监测预警、加强跨部门联合监管、丰富防范化解系统性风险的工具和手段，以及压实地方和部门责任。
2023 年下半年工作会议	2023.8	--	统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。进一步完善金融风险监测、评估与防控体系，继续推动重点地区和机构风险处置，强化风险早期纠正，丰富防范化解系统性风险的工具和手段，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》	2023.8	--	合理安排新增地方政府债券，建立健全防范化解地方政府债务风险的制度体系；完善地方政府专项债券项目管理，严禁将专项债券用于非公益性资本支出项目，严格执行违规使用地方政府专项债券处理处罚机制。
证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	2023.8	--	强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行。
金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	2023.8	--	金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重点领域风险的精神，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
国务院政策例行吹风会	2023.9	--	指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化的融资平台金融债务监测机制。
国务院关于金融工作情况的报告	2023.10	--	支持防范化解地方融资平台债务风险，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法依规、分类施策化解存量债务风险。
2023 金融街论坛年会	2023.11	--	金融部门已会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险。必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。
财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报	2023.11	--	财政部在官网通报 2022 年以来查处的 8 起隐性债务问责典型案例。财政部将对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为，做到“发现一起，查处一起，问责一起”，持续强化隐性债务查处问责力度，有效防范化解隐性债务风险。

注：“/”表示文件未公开

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、防范化解地方债务风险对城投企业经营发展的影响

在监管政策整体高压下，城投企业融资难度阶段性上升，整合步伐进一步加快，隐债化解压力倒逼着城投企业加速多途径寻求从单一政府融资平台向实体

化、市场化、产业化方向转型发展。

严控地方债务风险的核心在于隐性债务的防范化解，而城投企业是地方政府隐性债务的重要承载主体，也是化解地方政府隐性债务的主力军。2018年8月财政部印发的《地方全口径债务清查统计填报说明》提出了6种隐性债务化解方式：①安排财政资金来偿还；②出让经营性国有产权权益偿还；③利用项目结转资金、经营收入偿还；④转化为企业经营性债务来偿还；⑤通过债务置换或展期等方式；⑥采取破产重整或清算方式。以上方式可归结为实质化解、债务转化、债务置换或展期及风险出清等路径。其中风险出清即对严重资不抵债的城投企业依法实施破产重整或清算，由于对地方政府信用影响较大，并非隐债化解主流方式。债务转化即通过将隐性债务显性化或转为企业经营性债务等方式进行化债，改变了债务性质或偿债主体。债务置换不能将隐性债务消除，只是通过拉长期限、降低成本的方式，以时间换空间，减轻当期的偿债压力，缓释债务风险。实质化债包括安排财政资金来偿还，出让经营性国有产权权益偿还，利用项目结转资金、经营收入偿还。大部分城投企业回款高度依赖于政府财政资金安排，但由于近年来宏观经济下行压力较大，各地政府财政状况有所收紧，不同地区化债进程明显分化。在监管政策整体高压下，涉及隐债的城投企业在新增融资及募集资金用途方面受到较多限制，整体看城投企业融资难度阶段性上升。

隐债化解压力倒逼着城投企业加速多途径寻求从单一政府融资平台向实体化、市场化、产业化方向转型发展，同时同一区域内城投企业数量进一步压减。目前，城投企业转型路径大致分为以下几类：（1）平台整合，即地方政府通过资产运作的方式，对城投平台进行资源整合、层级提升等操作。平台整合可以将资源集中，产生协同效应。2018年起，随着隐债监管趋严、城投融资限制增多、部分区域加强债务集中管控以及各地政府陆续出台城投整合相关政策，城投整合的数量迅速增多。2022年以来，在城投融资监管持续加码等的背景下，城投整合的步伐进一步加快，城投整合最活跃的地区是经济较发达的江浙地区。整合方式方面，通过新成立城投公司作为母公司，将原有平台公司的股权划转至新平台成为近年相对主流的方式。（2）向上下游产业链延伸。委托代建和土地开发整理是城投企业最传统的业务，也是城投企业受地方政府财力影响最大的两类业务。委托代建业务中城投企业往往担任业主方角色将工程项目分包给建筑施工企业，为降低对政府的依赖，城投企业可以通过并购等方式取得建筑施工相关资质，自己承接政府及市场化的施工项目，增加收入来源。另外，城投平台一般在成立之初会获得政府注入的一些土地资产，鉴于城投企业土地整理的主业，其拿地更具优势，可从土地一级整理向房地产开发方向延伸，实现一二级联动。（3）向公用事业企业转型。供水电热气、公共交通等公用事业具有较高的准入门槛和较强的规模效应，民营企业很难获得专营权进入相关领域经营，但城投企业在经营公用事业上

具有天然优势，也可为自身提供相对稳定的现金流。（4）向商业、产业类转型。部分城投企业已涉及经营性业务的可将这部分业务发展壮大，提升经营性业务占比；未开展经营性业务的城投企业也可以通过收购或地方政府划转的方式，获得优质的产业公司股权，进入相关业务领域，增加市场化业务收入，提升自我造血能力。（5）向投资类企业转型。一方面，城投企业可以通过直接或间接控股的方式成为控股型集团；另一方面，城投企业可以通过参股（股权投资）的方式获取投资收益和积攒目标业务的经营管理经验，或通过设立产业引导基金，布局符合当地发展规划的重点产业和战略性新兴产业。

三、2015—2022 年及 2023 年 1—6 月样本城投企业财务表现

（一）样本城投企业获取及分布情况

为观察防范化解地方债务风险相关政策的影响及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—2022 年及 2023 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 1335 家。

从样本城投企业的分布来看，拥有城投企业数量排名前五的省级行政区域分别为江苏、浙江、湖南、山东、安徽，以上 5 省城投企业的数量合计约占全国总数的 48%，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。整体看，经济较为发达、地方政府财政实力较强的区域城投企业数量较多，信用级别也相对较高。

（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，观察分析在防范化解地方债务风险背景下城投企业盈利水平的变化情况。

表 2 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	$(\text{净利润} + \text{费用化利息支出}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务})$	反映企业利用全部资本获利能力	中位数
--------	--	----------------	-----

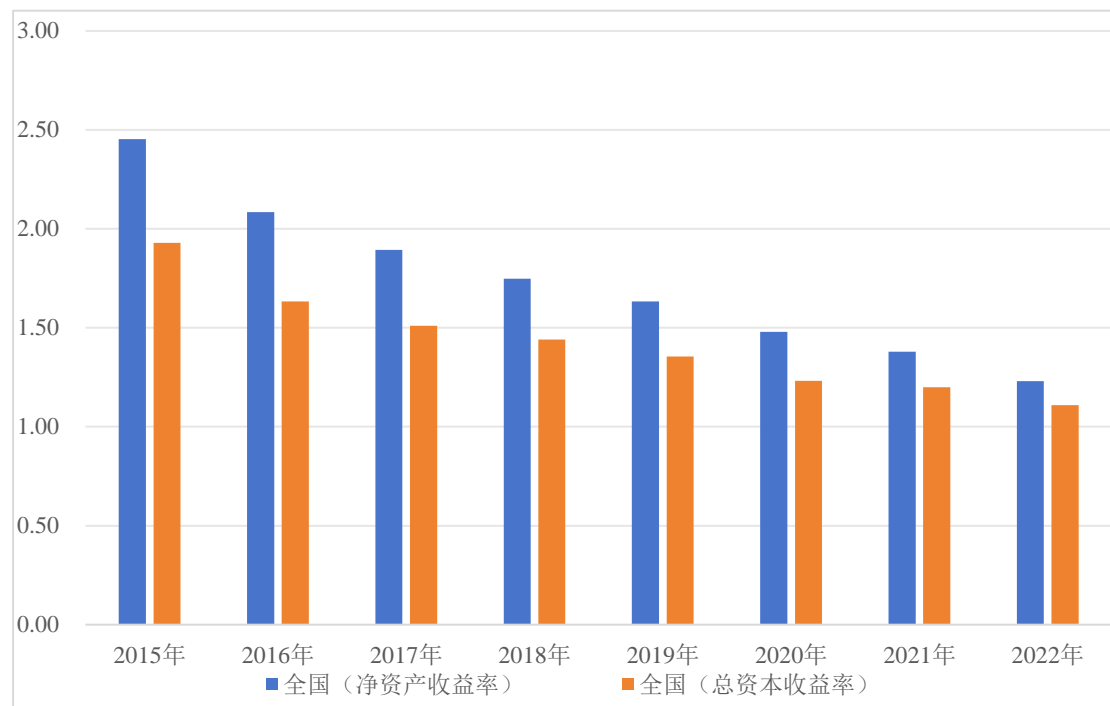
注：由于样本数据存在两侧数据分布不均匀的情况，极端值对平均数影响较大，故净资产收益率和总资本收益率指标均选择样本总体的中位数，可有效避免极端值的影响

（2）样本指标表现

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降，主要受经营性业务盈利状况不稳定与平台规模加速扩张的综合影响。除个别高度发达的地区外，不同省市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；信用级别较高的样本城投企业盈利能力表现出较强韧性。

2015—2022 年，在防范化解地方债务风险的背景下，城投企业加速业务转型，增加经营性收入来源，积极拓展产品销售、对外贸易、房屋租赁等经营性业务，该类业务占比逐年提升。虽然部分经营性业务可以扩充城投企业营业收入，但较低的利润水平难以助力企业盈利增长，部分地方政府通过股权划拨的方式向城投企业注入经营性资产，但因注入资产质量参差不齐，城投企业经营性业务盈利状况并不理想，使得样本城投企业净利润增速放缓或呈现下降的趋势。此外，在限制平台数量的政策陆续出台的背景下，平台整合的进程加快，部分城投企业规模迅速扩张，所有者权益增速较快。在利润增速下滑和企业规模快速扩张的双重影响下，样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均呈逐年下降的趋势，净资产收益率由 2015 年的 2.45% 降至 2022 年的 1.23%，总资本收益率由 2015 年的 1.93% 降至 2022 年的 1.11%，盈利能力不断下降。

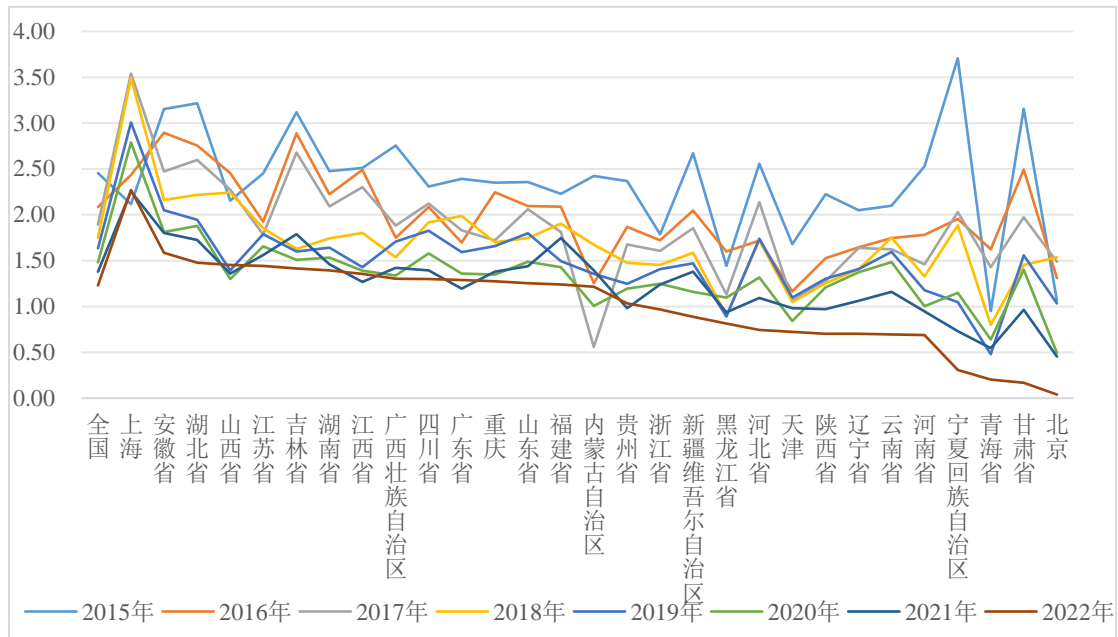
图1 全国样本城投企业净资产收益率和总资本收益率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

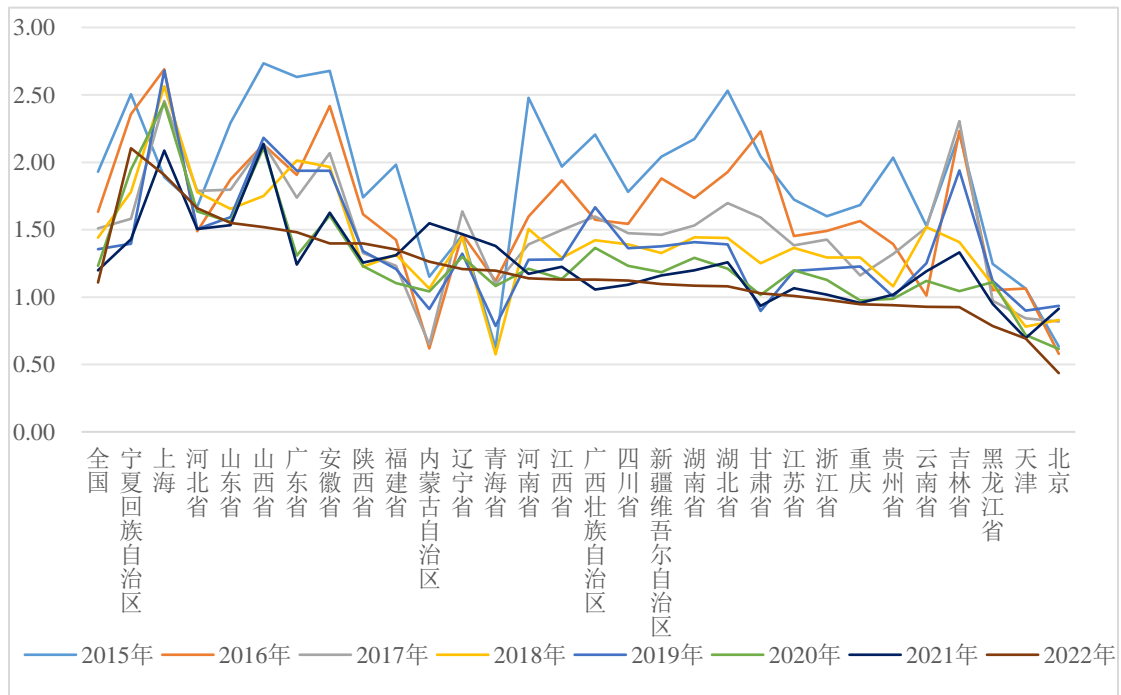
从区域分布来看，2015—2022 年，不同省市样本城投企业的净资产收益率和总资本收益率变动趋势相近，大部分地区样本城投企业净资产收益率和总资本收益率均呈显著下降趋势。而在高度发达的上海地区，城投企业盈利能力指标保持较高水平且呈现波动上升的趋势，反映出该地区城投企业较强的发展韧性。江苏、浙江等城投企业数量众多的区域，平台整合情况十分密集，城投企业的净资产增长速度较快，是导致净资产收益率及总资本收益率波动下降的重要因素。在黑龙江、辽宁、云南等经济欠发达地区，虽城投平台整合力度相对较小，样本城投企业净资产增速较低，但其城投企业发展韧性较低，经营性业务利润水平波动带来的净利润下降趋势更为明显，使得盈利能力指标显著下滑。北京、天津地区样本城投企业也表现出较低的盈利水平，2021 年以来，北京地区部分样本城投企业受经营性业务亏损的影响，营业收入大幅降低，导致净利润为负，使得盈利能力指标严重下滑。2015—2022 年，天津地区总资本收益率水平较低，主要受到样本城投企业全部债务常年保持较高水平以及净利润增长乏力的影响。

图2 全国各省市样本城投企业净资产收益率情况（单位：%）



注：该指标区域分析已剔除包含样本极少且存在极端值的省份，包括海南省和西藏自治区
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图3 全国各省市样本城投企业总资本收益率情况（单位：%）

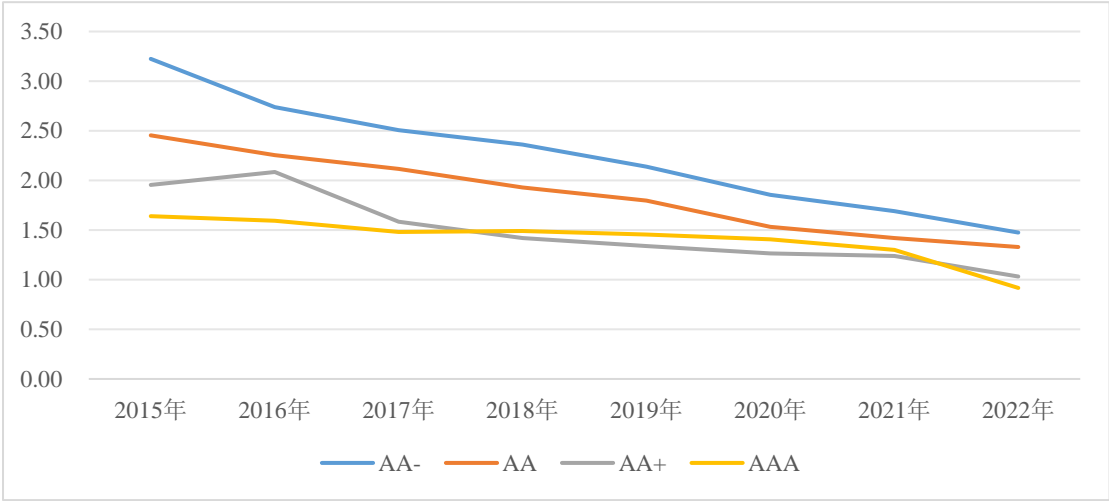


注：该指标区域分析已剔除包含样本极少且存在极端值的省份，包括海南省和西藏自治区
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从级别分布来看，2015—2022 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呈现不同程度的下降。AA 级别的样本城投企业 2022 年底净资产收益率较 2015 年下降了 1.75 个百分点，总资本收益率较 2015 年下

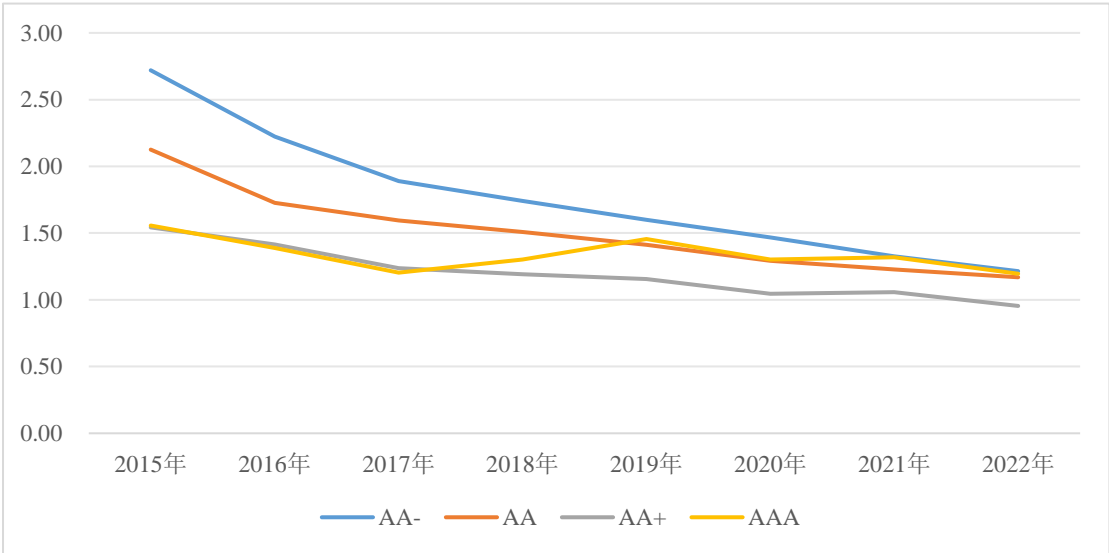
降 1.51 个百分点，降幅最大；AA 级别的样本城投企业 2022 年净资产收益率较 2015 年下降 1.13 个百分点，总资本收益率较 2015 年下降 0.96 个百分点；在财政收紧与业务转型的大趋势下，上述级别城投企业盈利能力面临极大挑战；AA⁺、AAA 级别的样本城投企业则展现出更强的发展韧性，AA⁺、AAA 级别的样本城投企业净资产收益率和总资本收益率在 2015 至 2022 年呈波动下降趋势，但下降幅度相对较小。

图 4 全国各级别样本城投企业净资产收益率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 5 全国各级别样本城投企业总资本收益率情况（单位：%）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2、融资缺口

(1) 指标选取

本文对融资缺口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在时间轴的纵向比较，分析防范化解地方债务风险背景下城投企业融资缺口的变化情况。

城投企业以银行借款、债券发行等为主要融资形式，资金流入对应体现在现金流量表中的“取得借款收到的现金”和“发行债券收到的现金”两个科目¹，资金流出对应体现在现金流量表中的“偿还债务所支付的现金”科目。本文选取绝对值、比值两类指标，体现城投企业的融资缺口情况。对于净融资额（绝对值）指标而言，零值是一个很重要的分界点，当指标为正时表示企业债权形式融资资金流入量大于流出量；当指标为负时表示企业债权形式融资资金流入量小于流出量。融资率（比值）指标在分母设置“偿还债务所支付的现金”，主要考虑了企业规模对净融资额的影响，1 是该指标的重要分界点，当指标大于 1 时表示企业债权形式资金融入量大于偿还量，小于 1 时表示企业债权形式资金偿还量大于融入量。

表 3 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	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

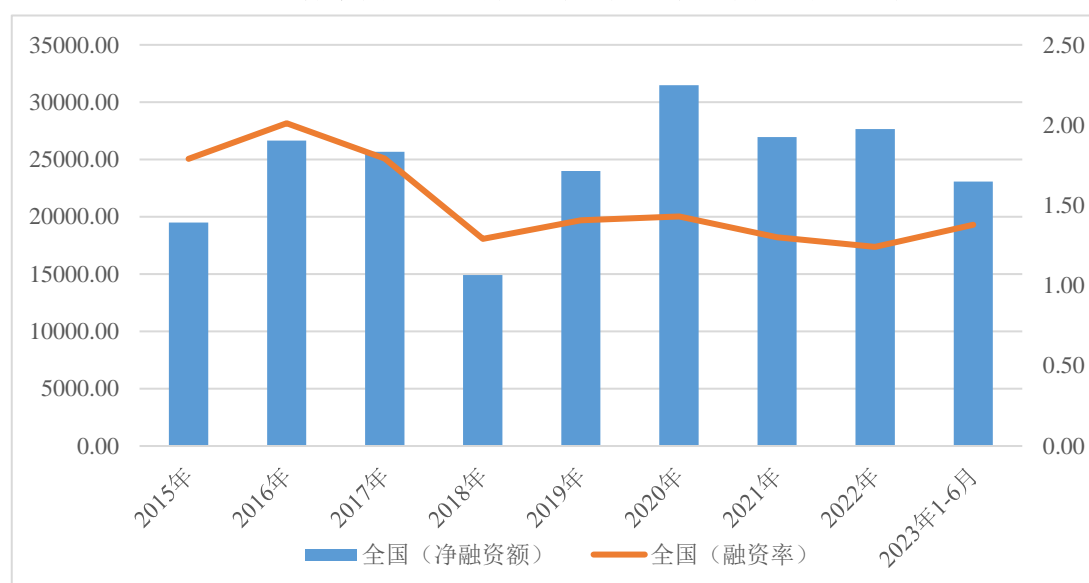
2015 年至 2023 年上半年，样本城投企业净融资情况在绝对值和比值的表现形式下呈相同走势。不同区域、信用级别样本城投企业净融资情况对监管政策宽松程度的敏感性及响应速度有所不同，其中所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业在监管政策趋紧时，外部融资难度上升，融资表现不佳；区域经济相对较强、信用级别较高的样本城投企业在严监管下韧性较强。

受到“三去一降一补”、结构性去杠杆等政策的影响，2017 年无论是以绝对值形式还是比值形式表现的净融资情况均较 2016 年有所下降。2017 年和 2018 年财政部陆续发布 92 号文等政策文件，加强对 PPP 项目及政府购买服务的监管；

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，具有一定的局限性。

2018 年，中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，要求规范非标债务的运行、限制债务规模的快速扩张。在各项针对地方政府和城投企业债务管理的监管政策加码下，2018 年样本城投企业净融资额（绝对值）与融资率（比值）均降至 2015 年以来最低点，融资难度明显上升。2019 年我国宏观经济下行压力上升，政府逆周期调节力度加大，城投企业紧张的融资环境有所缓解，净融资额（绝对值）和融资率（比值）两个指标均较 2018 年有所回升。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，城投企业融资环境进一步改善，净融资额（绝对值）达 2015 年以来最高点，融资率（比值）较 2019 年略有上升。2021 年，银保监会 15 号文发布，城投企业融资环境全面趋紧，全国样本城投企业净融资较 2020 年下降，2022 年略有回升。2023 年上半年，国内经济明显复苏，样本城投企业融资活动加快，净融资额规模较大，相当于 2022 年的 83.42%，融资率较 2022 年全年有所上升。

图 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—2020 年，华东、华南、西南地区样本城投企业净融资额（绝对值）变动趋势与全国样本城投企业变动趋势大体一致。2017 年，进一步规范地方政府举债以及规范城投企业融资的相关政策出台后，上述三个地区纷纷响应，2017 年净融资额（绝对值）均较 2016 年有所减少，2018 年受监管政策持续收紧的影响，净融资额（绝对值）分别降至 2016 年以来最低点；此后两年，我国加大逆周期调节力度，城投企业融资环境向好，华东、华南、西南地区样本城投企业净融资额（绝对值）保持增长。2021 年以来，我国对城投企业融资管控进一步加强，华南和西南地区净融资额（绝对值）呈波动下降的趋势，华南地区

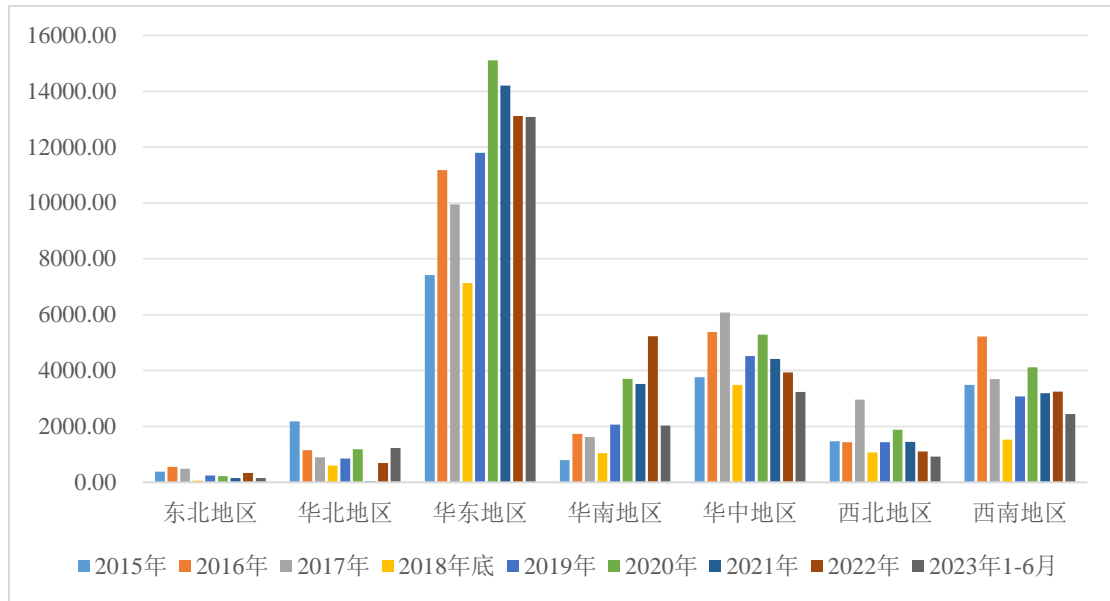
2022 年净融资额（绝对值）较 2021 年增长 48.80%，达到 2015 年以来的最高点，主要由于福建、广东等地区整体债务负担有所减轻，区域内城投企业面临的融资限制减少，债券发行额显著增长。而华东地区净融资额（绝对值）自 2021 年以来呈持续下降趋势。

2017 年，西北地区和华中地区净融资额（绝对值）较 2016 年有所增长，2018 年，净融资额（绝对值）较 2017 年开始大幅下降，西北地区降幅为 63.76%、华中地区降幅为 42.72%；2019 年受到宽松政策的利好影响，上述地区净融资额（绝对值）开始回升；2020 年，西北、华中地区净融资额（绝对值）均大幅增加。2021 年以来，受政策监管力度加强的影响，以上两地的净融资额（绝对值）均持续下降。

2015 年以来，东北地区受制于经济实力薄弱、国企债务违约等因素导致城投债券市场认可度不佳，叠加政策影响，东北地区样本城投企业净融资额（绝对值）远低于其他区域；2018 年区域内样本城投企业受到民企信用违约事件的连带影响，净融资额下降至 57.50 亿元，较 2017 年下降 88.22%；2019 年，东北地区净融资额（绝对值）受利好政策刺激大幅回升，同比增长 330.52%；2021 年，受监管政策持续加码的影响，东北地区净融资额（绝对值）进一步下降；2022 年，东北地区净融资额（绝对值）较 2021 年底有所增长，但净融资规模受监管政策影响大且整体规模依然有限。

2015—2018 年，华北地区样本城投企业的净融资额（绝对值）呈持续下降的趋势，主要受制于区域内部分省市财政风险较高以及政策紧缩的影响。2019—2020 年，在整体宏观政策较为宽松的背景下，华北地区样本城投企业的融资环境相对稳定，净融资额（绝对值）实现增长。2021 年，区域内样本城投企业受到部分城投非标违约事件的影响，净融资额下降至 35.40 亿元，较 2020 年下降 97.02%；2022 年，非标违约事件的负面影响在政府、金融机构等多方的支持下得到缓解，华北地区样本城投企业净融资额（绝对值）迎来显著增长。2023 年 1—6 月，华北地区净融资额（绝对值）较 2022 年底显著增长，达到 1230.95 亿元，主要系华北地区部分省份经济增速逐步恢复、新发行债券额增长所致。

图 7 全国各地区样本城投企业净融资额（绝对值）（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

表 4 全国各地区样本城投企业净融资额（绝对值）变动率

区域	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
东北地区	44.26%	-11.62%	-88.22%	330.52%	-11.62%	-31.32%	125.37%
华北地区	-47.59%	-22.00%	-33.20%	41.90%	40.38%	-97.02%	1856.16%
华东地区	50.84%	-11.01%	-28.34%	65.44%	28.05%	-6.01%	-7.61%
华南地区	118.78%	-6.37%	-35.75%	98.25%	79.33%	-5.00%	48.80%
华中地区	42.78%	13.16%	-42.72%	29.76%	17.02%	-16.57%	-10.70%
西北地区	-2.26%	105.61%	-63.76%	34.22%	30.66%	-22.96%	-24.11%
西南地区	49.64%	-29.18%	-58.73%	101.45%	33.90%	-22.34%	1.49%

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

2016 年，除东北地区外，其余地区融资率（比值）均较 2015 年有所增长，且保持在 1.5 倍以上；2017 年，除西北地区融资率（比值）上升外，其余地区融资率（比值）均较 2016 年有不同程度的下降。2018 年，各省地区融资率（比值）均显著下降，其中东北地区和西北地区因经济相对薄弱，在监管政策收紧阶段，降幅最为明显；华南地区融资率（比值）则表现出较强韧性，降幅最小。2019 年 6 月《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》出台，释放基建项目融资利好消息，除了西南地区融资率（比值）略有下降外，其余地区样本城投企业融资率（比值）均有所回升。2020 年，突发公共卫生事件对出口与消费均造成不同程度的影响，我国经济增速放缓，基础设施建设发挥托底效应，城投企业融资环境有所放松，除华中地区外的其他地区融资率（比值）较 2019 年均不同程度增长，但基本在 1.50 倍以下。2021 年，各项政策对城投的监管持续加码，各地区融资率（比值）均不同程度下降。2022 年，强监管政策延续，各

区域融资率（比值）较 2021 年整体变化不大。2023 年 1—6 月，各地区样本城投企业的融资率（比值）均处于 1.50 倍以下。

表 5 全国各地区样本城投企业融资率（比值）（单位：倍）

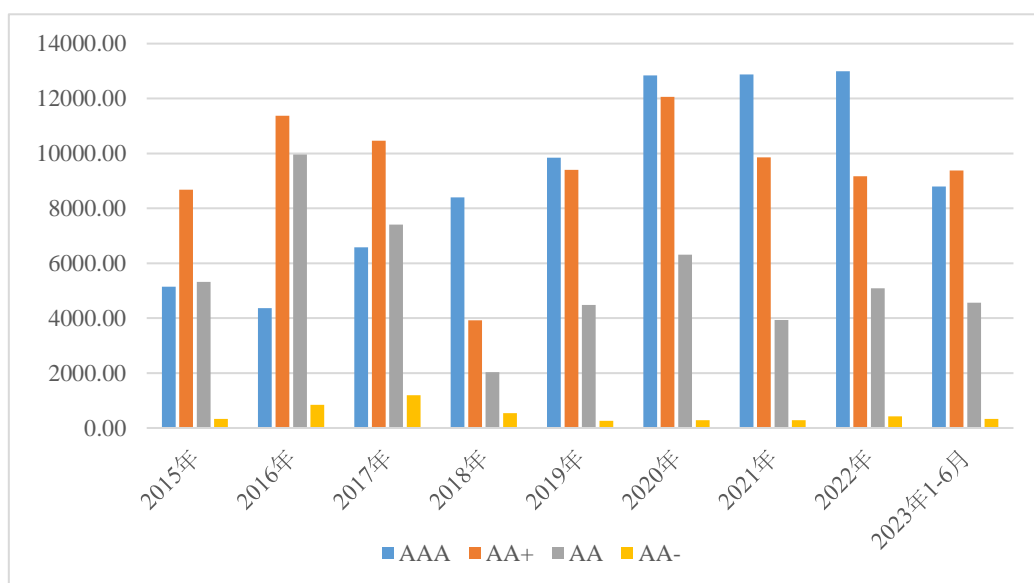
区域 指标	全国		东北地区		华北地区		华东地区		华南地区		华中地区		西北地区		西南地区	
	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率	融资率 (比值)	变动率
2015年	1.79		1.78		1.45		1.67		1.46		2.47		1.71		2.08	
2016年	2.01	12.42%	1.77	-0.15%	1.62	11.66%	1.76	5.13%	1.68	15.55%	3.17	28.23%	2.01	17.61%	2.53	21.46%
2017年	1.79	-10.88%	1.45	-18.43%	1.24	-23.71%	1.55	-11.59%	1.46	-13.12%	3.07	-2.97%	2.53	25.79%	2.15	-14.98%
2018年	1.29	-27.96%	0.66	-54.03%	0.92	-25.99%	1.26	-18.64%	1.20	-17.60%	1.60	-47.80%	1.03	-59.08%	1.45	-32.70%
2019年	1.41	8.94%	1.21	81.37%	1.13	23.13%	1.40	10.99%	1.35	11.82%	1.62	1.17%	1.32	27.84%	1.39	-3.88%
2020年	1.43	1.66%	1.24	2.90%	1.18	4.52%	1.41	0.59%	1.58	17.38%	1.55	-4.22%	1.39	4.99%	1.41	1.54%
2021年	1.30	-9.01%	0.90	-27.40%	1.04	-11.83%	1.31	-7.25%	1.37	-13.03%	1.39	-10.67%	1.22	-11.90%	1.24	-11.99%
2022年	1.24	-4.64%	1.00	11.32%	1.10	6.22%	1.24	-5.20%	1.55	13.02%	1.34	-3.25%	1.18	-3.46%	1.16	-6.37%
2023年1-6月	1.38	11.02%	0.89	-11.20%	1.27	14.81%	1.47	18.66%	1.46	-5.83%	1.47	9.70%	1.21	2.63%	1.25	7.24%

注：上表将各地区融资率（比值）变动率小于 0 的数据进行标黄处理

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

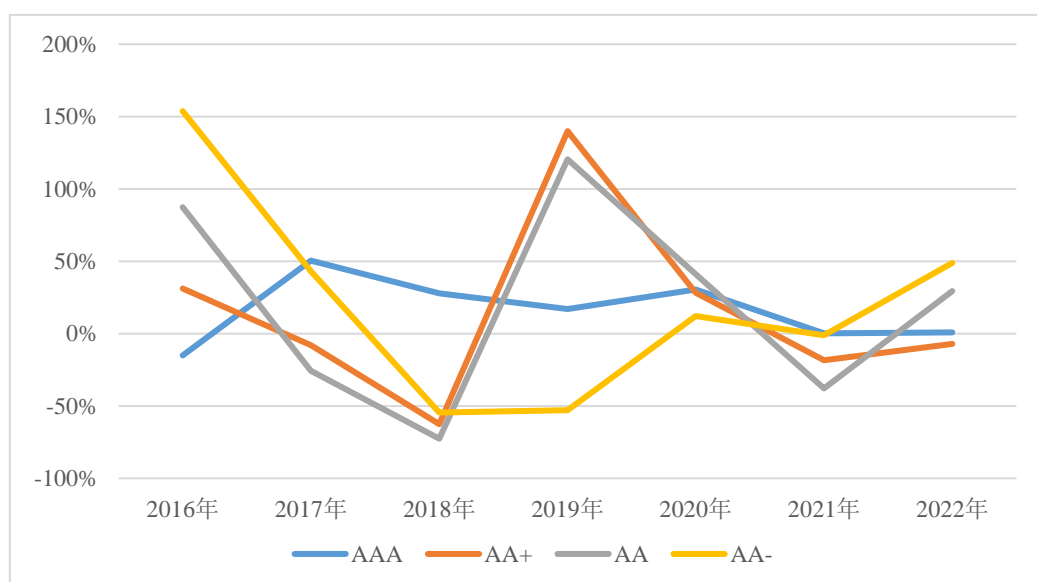
2015—2022 年，主体信用级别为 AA⁺及 AA 的样本城投企业净融资额（绝对值）变动趋势基本一致。2016—2018 年，受政府债务及 PPP 项目监管政策趋严的影响，AA⁺及 AA 级别的样本城投企业净融资额（绝对值）呈逐年下降趋势，2018 年分别降至 3918.90 亿元和 2030.15 亿元，为 2015 年以来最低值；2019 年和 2020 年净融资额（绝对值）持续恢复；2021 年，15 号文等强监管政策文件的发布对 AA⁺及 AA 级别的样本城投企业融资影响较大，当年净融资额较 2020 年降幅明显。AAA 级别的样本城投企业因自身信用水平高，市场认可度较高，融资环境相对宽松，除 2016 年净融资额（绝对值）同比略有下降外，其余年份均持续上升，但自 2021 年开始净融资额增速明显放缓。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（绝对值）远低于其他级别样本城投企业。2023 年 1—6 月，AA⁺级别的样本城投企业筹资活动较为活跃，净融资额超过 AAA 样本城投企业。

图 8 全国各级别样本城投企业净融资额（绝对值）（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图9 全国各级别样本城投企业净融资额（绝对值）变动率

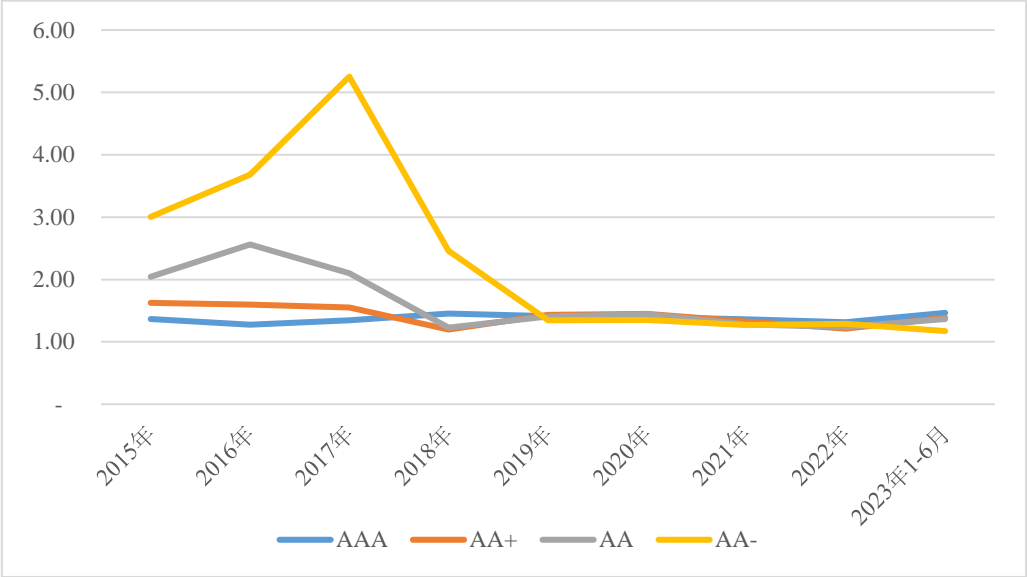


资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

剔除企业规模对净融资额的影响，以融资率（比值）的表现形式来分析不同级别样本城投企业的融资情况。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；随着政府对城投平台隐性债务增量的管控趋严，2019 年开始各级别样本城投企业融资率（比值）指标趋同。具体来看，2015—2022 年及 2023 年上半年，AAA 级别的样本城投企业融资率（比值）在 1.28~1.46 倍之间波动，表现更为平稳；AA⁺级别的样本城投企业融资率（比值）在 1.20~1.63 倍之间波动；AA 级别的样本城投企业融资率（比值）从 2016 年开始下降，2018 年

降至最低，随后开始波动反弹；2015—2018 年，AA-级别的样本城投企业融资率（比值）明显高于其他级别，2019 年开始趋缓。

图 10 全国各级别样本城投企业融资率（比值）



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，分析防范化解地方债务风险背景下城投企业流动性水平的变化情况。

表 6 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

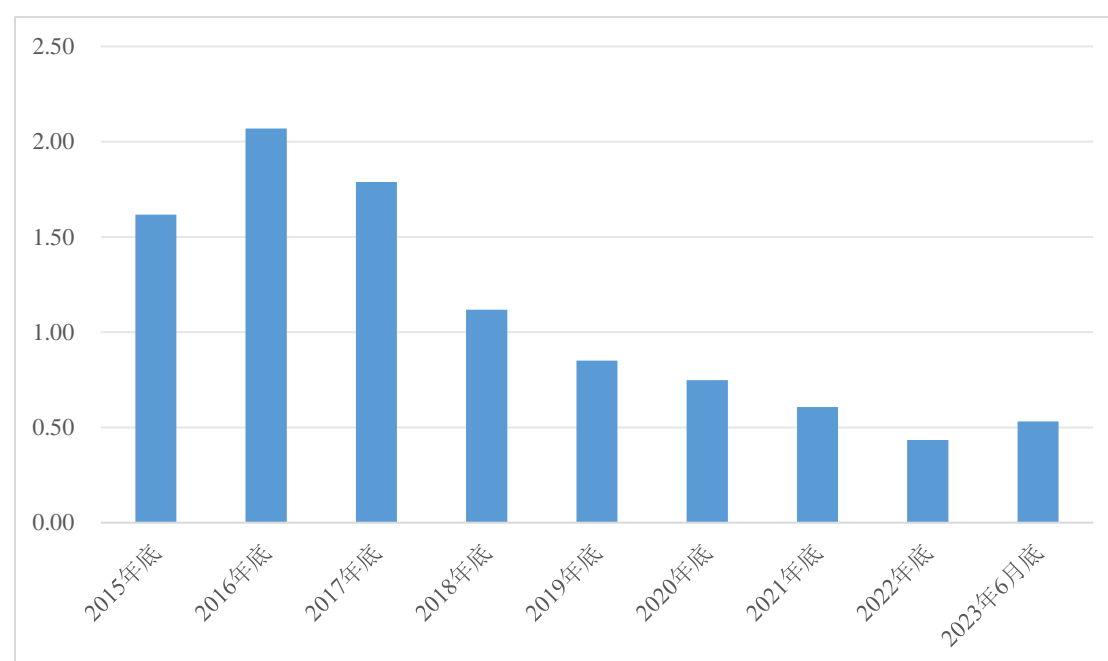
（2）样本指标表现

2015 年以来，样本城投企业现金短期债务比呈波动下降趋势，整体流动性趋紧；短期债务占比以 2017 年为拐点呈上升态势，城投企业获得较长期限债务融资的难度上升，预计短期内城投企业流动性持续承压，各类金融机构以及投资者对城投企业长期投资更加审慎。所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本

城投企业普遍面临更为严峻的流动性风险，流动性水平受政策影响波动较大；所在区域经济相对较强、化债进程较快、信用级别较高的样本城投企业流动性水平表现出较强韧性或处于较高水平。

2015—2016 年，城投行业融资环境相对宽松，2015 年底和 2016 年底样本城投企业现金短期债务比分别为 1.62 倍和 2.07 倍，整体流动性水平尚可。2017—2022 年底，在加强地方债务风险管控的背景下，样本城投企业现金短期债务比呈逐年下降趋势，由 2017 年底的 1.79 倍降至 2022 年底的 0.43 倍，其中 2018 年样本城投企业现金短期债务比降幅显著，主要受到对地方政府和城投企业债务管理加强监管的影响。2022 年，全国样本城投企业现金短期债务比降至 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，城投企业融资压力增大，流动性持续趋紧。2023 年 6 月底，样本城投企业现金短期债务比较 2022 年底略有回升，但仍存在较大的流动性压力。

图 11 全国样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



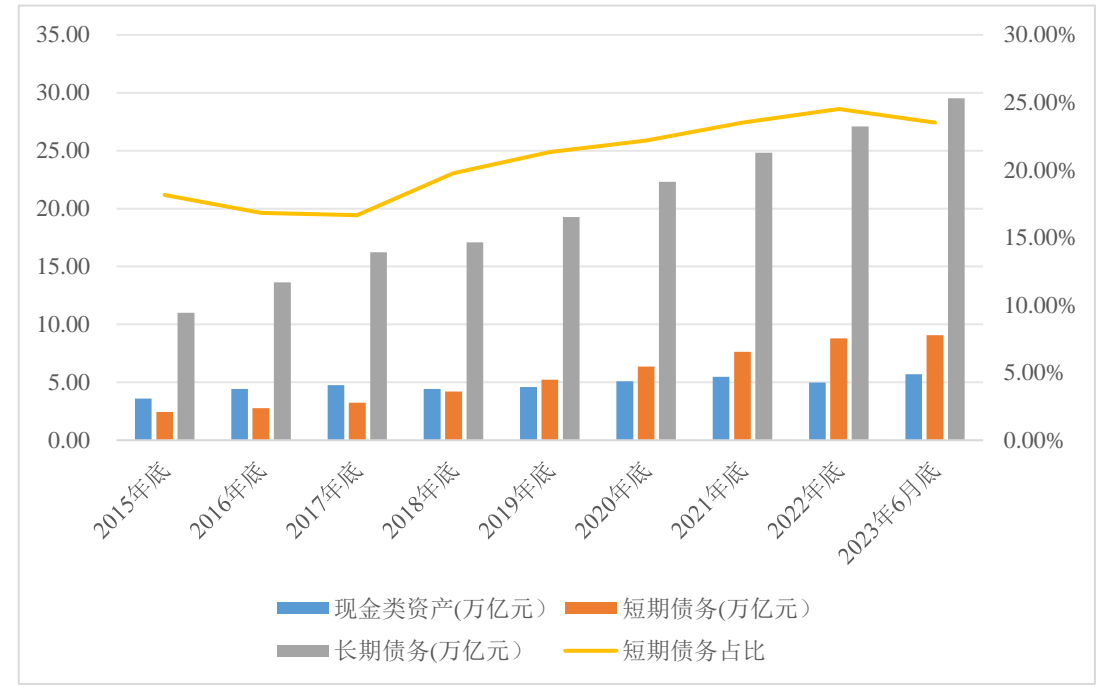
注：上图现金短期债务比为各年底全国样本城投企业现金短期债务比中位数

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

样本城投企业整体现金类资产由 2015 年底的 3.61 万亿元波动增长至 2022 年底的 4.97 万亿元，年均复合增长 4.70%，增长较为平稳；短期债务由 2015 年底的 2.44 万亿元增至 2022 年底的 8.80 万亿元，年均复合增长 20.09%，增速较快，主要原因为城投企业陆续进入偿债高峰期，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—2022 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，由 2017 年底的 16.66% 上升至

2022 年底的 24.51%，反映出城投企业新融资获得的资金期限有所缩短。在宏观审慎、严格遏制新增地方政府隐性债务以及部分地区非标、票据逾期等负面舆情频发的大背景下，各类金融机构及债券投资者对城投企业整体持观望态度，对给予城投企业长期限资金支持的态度更加谨慎，预计短期内城投企业流动性将持续承压。

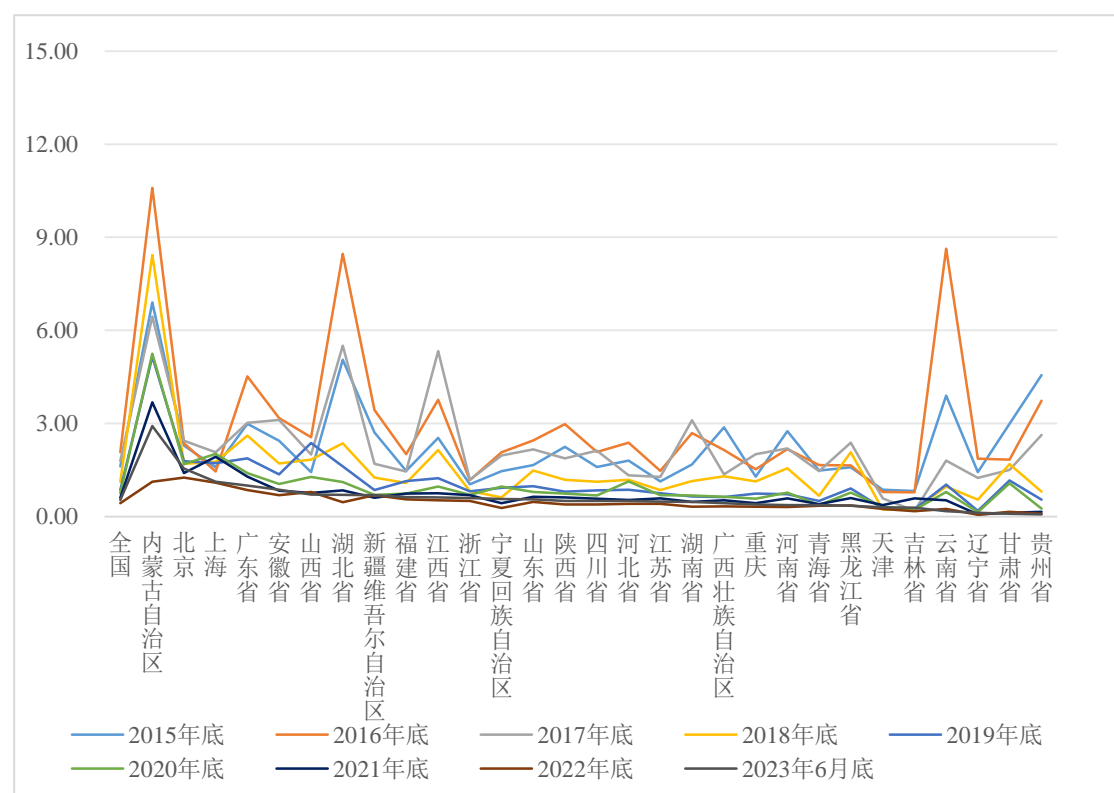
图 12 全国样本城投企业整体现金类资产及短期债务占比情况



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—2016 年，大部分省份样本城投企业现金短债比呈上升趋势。2017 年以来，不同省市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，经济发达程度相对较高的上海、北京、广东等区域因化债进程较快，城投企业在信用环境收紧时期仍能维持较强的流动性；江苏及浙江区域内城投企业数量众多，流动性承压，但上述区域现金短期债务比与全国水平的差距持续收窄，表现出较强韧性；经济发达程度相对落后的贵州、甘肃、辽宁、云南、吉林等区域城投企业现金短期债务比下降显著，2022 年底上述地区现金短期债务比在 0.06 倍~0.25 倍之间，面临较为严峻的流动性风险。天津地区样本城投企业受融资限制政策的影响，现金短债比水平较低，2022 年仅为 0.24 倍，流动性压力较大。

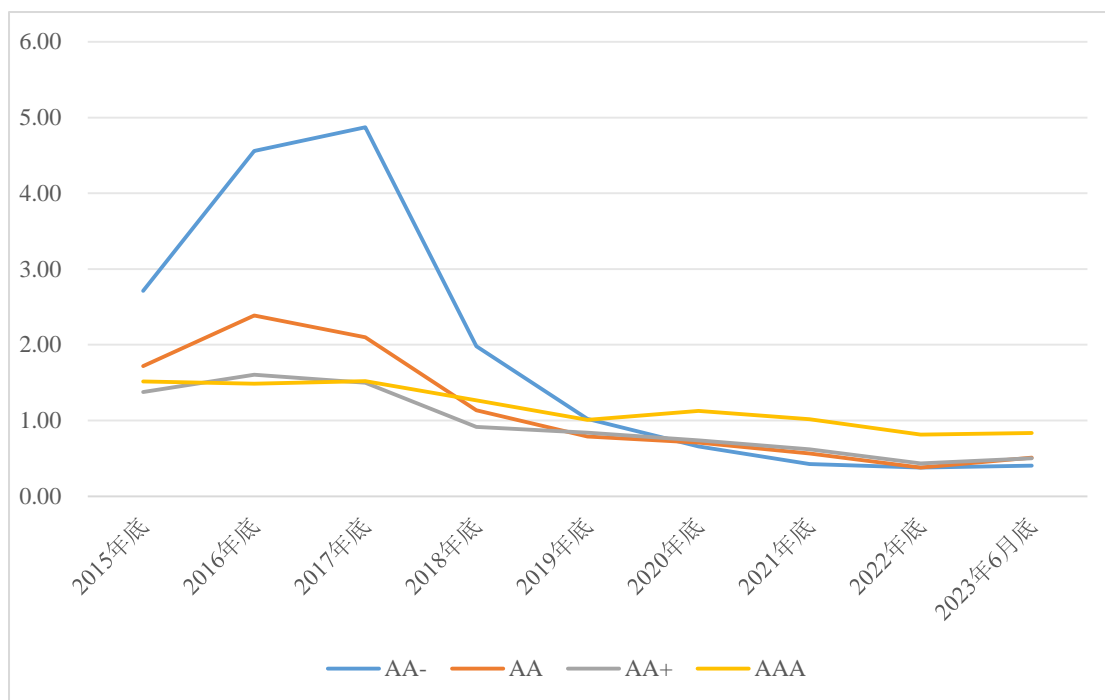
图 13 全国各省市样本城投企业现金短期债务比情况（单位：倍）



注：该指标区域分析已剔除包含样本极少且存在极端值的省份，包括海南省和西藏自治区
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，AAA 级别的样本城投企业现金短期债务比基本维持稳定。2017—2022 年底，AA⁻级别的样本城投企业现金短期债务比由 2017 年底的 4.87 倍下降至 2022 年底的 0.38 倍，降幅最大，主要系自 2018 年起融资渠道持续收缩所致；AA 和 AA⁺级别的样本城投企业现金短期债务比分别由 2017 年底的 2.10 倍、1.50 倍降至 2022 年底的 0.38 倍、0.43 倍，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，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 14 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率的不断提高，部分区域城市基础设施建设业务空间不断缩小，加之宏观经济下行压力加大，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纷纷开展自建自营项目；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，促进地方产业转型升级，城投公司也加快了股权、基金投资步伐。本文选取（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）占比来衡量样本城投企业对股权、基金投资的投入情况，选取在建工程增量及在建工程占比两个指标衡量样本城投企业转型过程中自营项目（一般计入“在建工程”科目）的投入情况；通过纵向时间、横向级别和区域等方面多层次进行对比分析，对样本城投企业转型中投资活动变化情况进行研究。

表 7 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	反映企业股权、基金投资力度	样本合计数

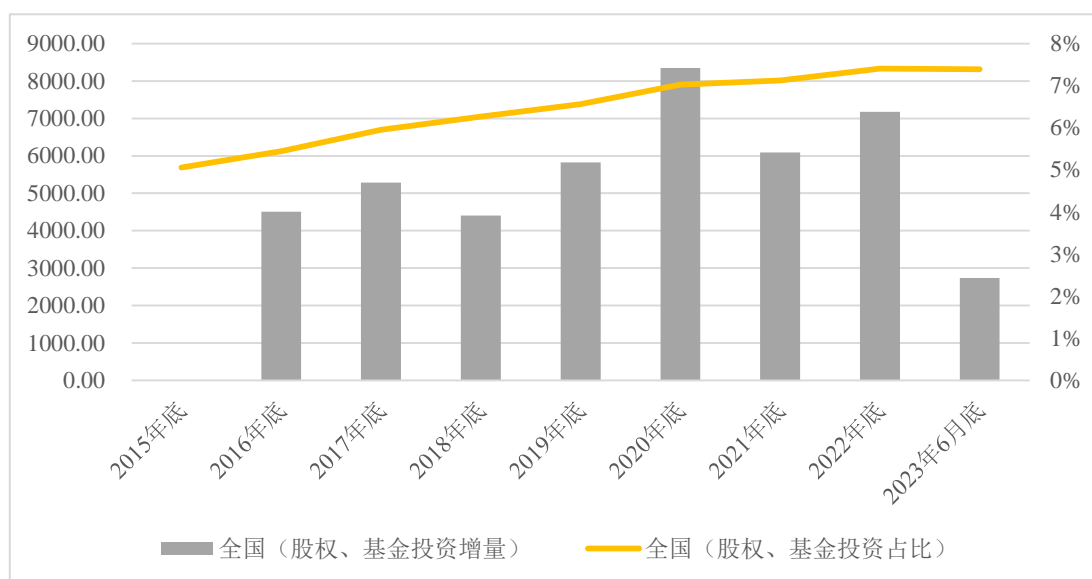
	流动资产+长期股权投资)/资产总额*100%		
在建工程占比	在建工程/资产总额×100%	反映企业自营项目投入力度	样本合计数
在建工程增量	本年末在建工程-上年末在建工程		样本合计数

（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；增量指标在不同年份呈波动态势，其中股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。从区域来看，各省市经济发展水平不同，区域城投数量不同，使得指标分化明显；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、基金投资占比持续上升。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。2017 年，财预〔2017〕50 号文提出“进一步规范融资平台公司融资行为管理，推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资”，样本城投企业股权、基金投资力度加大，规模增量较 2016 年有所扩大；2018 年，由于政府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，2019 年样本城投企业股权、基金投资增量回升；2020 年，城投企业融资环境进一步改善，样本城投企业净融资额达到 2016 年以来的最高点，但受不可抗力因素影响工程项目进度有所延迟，城投企业有较充裕资金进行股权、基金投资，当期样本城投企业股权、基金投资增量亦达到 2016 年以来的最高点；2021 年，受不可抗力因素的持续影响，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，但仍高于 2019 年水平；2022 年，随着宏观经济下行压力加大，政府债务管控趋严，样本城投企业转型速度加快，股权、基金投资增量规模同比增长。

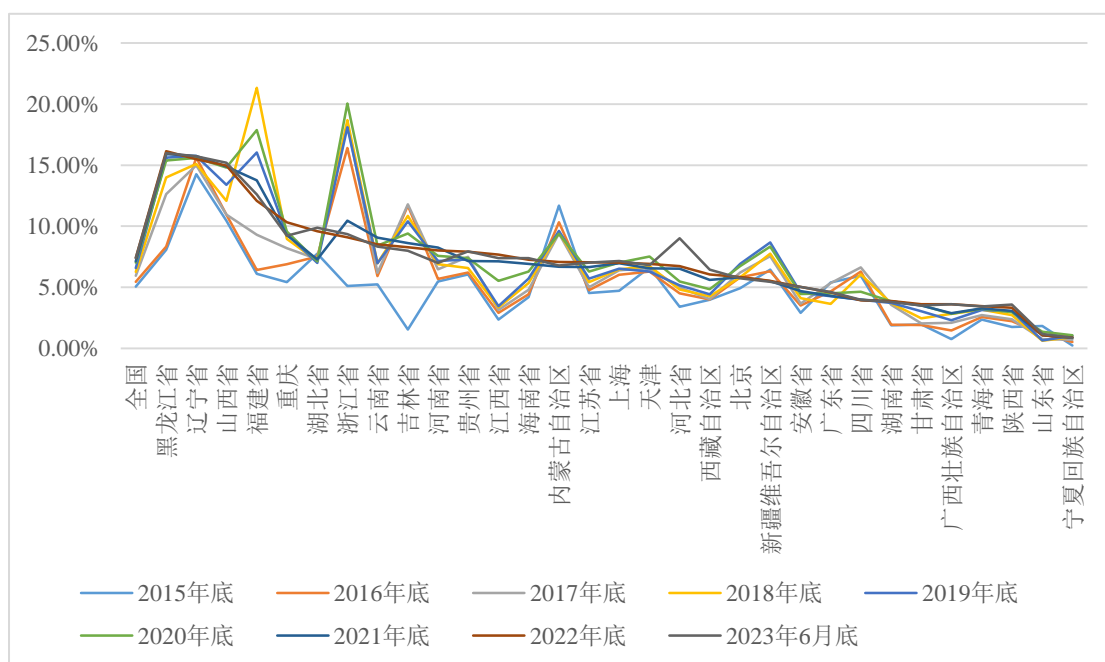
图 15 全国样本城投企业股权、基金投资变动情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，2015—2022 年底，除内蒙古、新疆、广东、四川、山东五省样本城投企业股权、基金投资占比有所下降外，其余各省市均呈上升趋势，其中黑龙江、福建、吉林、江西 2022 年底较 2015 年底增幅均超 5 个百分点。具体来看，内蒙古、新疆经济发展水平较低，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；四川、山东股权、基金投资占比下降，主要系其地方债务压力较大，区域平台整合较频繁，资产规模增速较大所致。福建系东部沿海城市，区域经济发达，区域样本城投转型步伐较快，股权、基金投资占比增幅较大；黑龙江、吉林样本城投企业股权、基金投资占比增幅较大，主要系区域经济相对落后，区域内城投平台少，指标代表性较差。

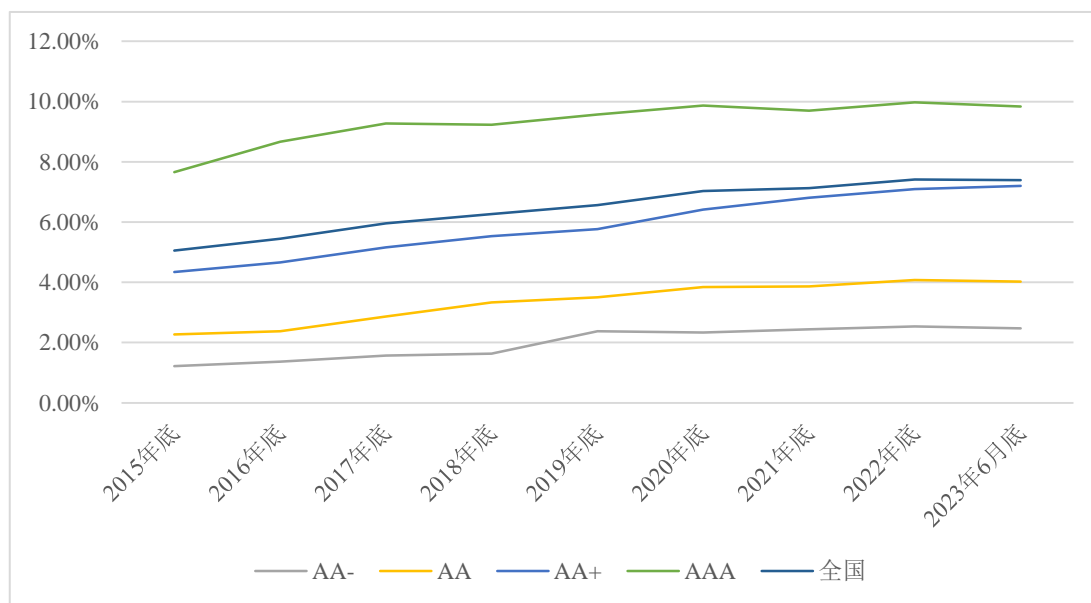
图 16 全国各省市样本城投企业股权、基金投资占比情况



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。样本城投企业表现出级别越高，其股权、基金投资占比越高的特点。结合在建工程占比指标来看，级别越高的城投企业其资本实力越雄厚，其本身业务类型较多元，平台转型有一定基础，转型更快，也相对更容易。

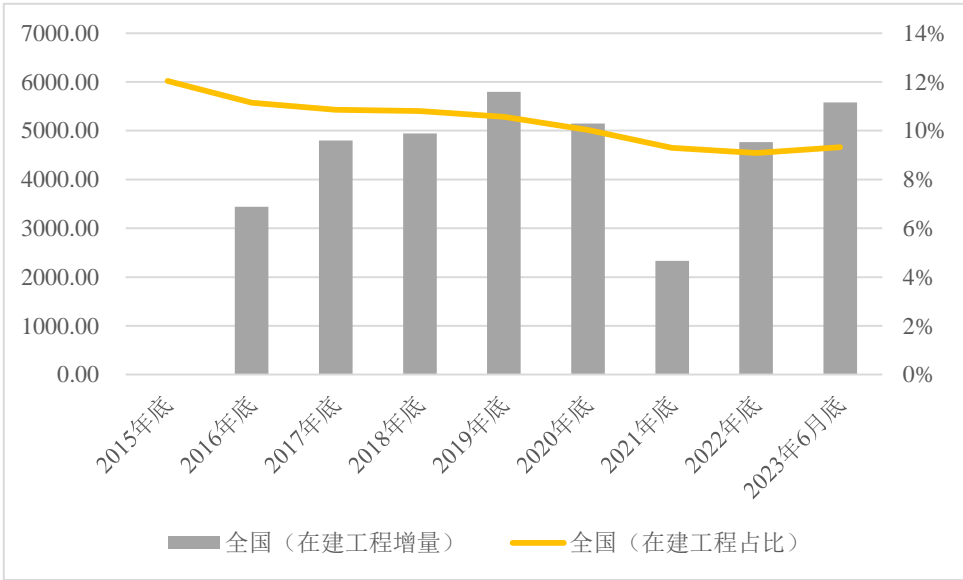
图 17 全国分级别样本城投企业股权、基金投资占比变动情况



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，全国样本城投企业在建工程逐年增长，在建工程占比呈下降趋势，与股权、投资基金占比走势相反。在建工程是一过渡性科目，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。从在建工程增量来看，2016—2019 年，样本城投企业的在建工程增量逐年扩大；2020—2021 年，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 年继续下降且降幅较大；2022 年以来随着复工复产的逐步推进，在建工程增量显著增长；2023 年以来，管控措施解除，国内经济明显复苏，城投企业进一步加快项目建设进度，仅 2023 年上半年在建工程增量已接近 2019 年水平。

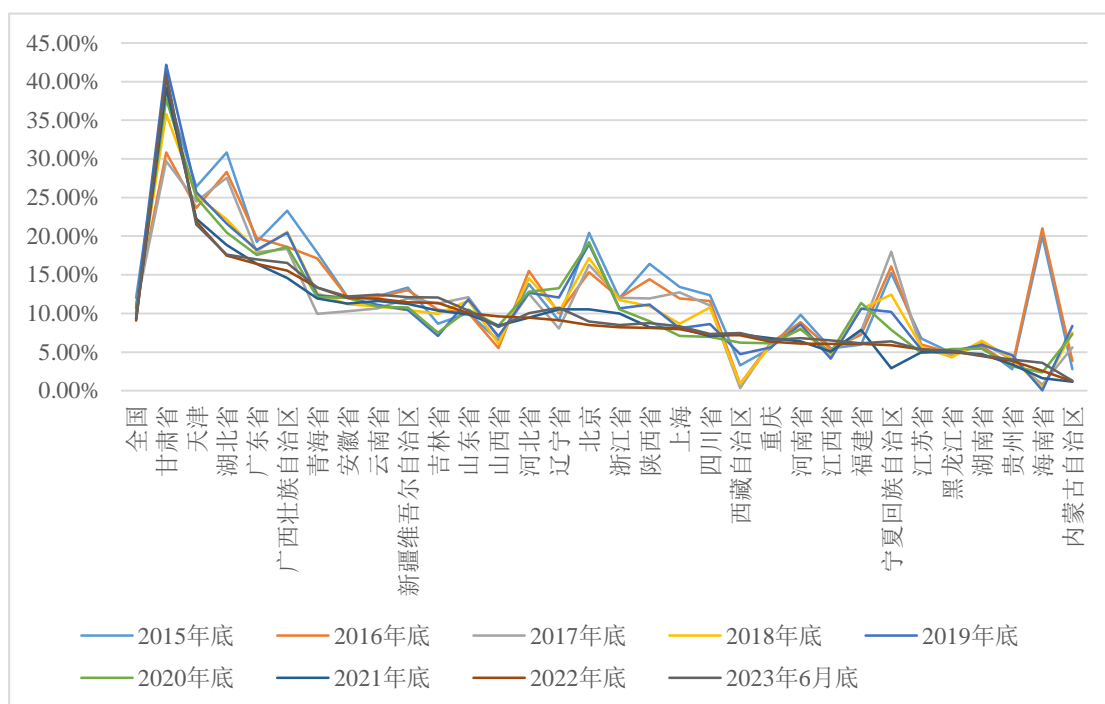
图 18 全国样本城投企业在建工程增量及占比情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

从区域分布来看，甘肃、西藏、吉林、辽宁、黑龙江、贵州等经济欠发达地区，样本城投数量较少，基础设施建设相对薄弱，2015—2022 年底上述区域在建工程占比与全国样本城投在建工程占比变动趋势不同，呈波动上升态势。经济发达的区域，如广东、江苏、浙江、山东等地，其样本城投企业在建工程占比变动趋势与全国基本保持一致。甘肃省样本城投企业在建工程占比较高，主要系当地交通基础设施薄弱，城投企业在收费公路、轨道交通等方面投入规模较大所致；海南样本城投企业仅 1 家，其在建工程占比在 2017 年底开始骤降处于较低水平，主要系前期在建工程转固，未新增大规模项目投入所致。

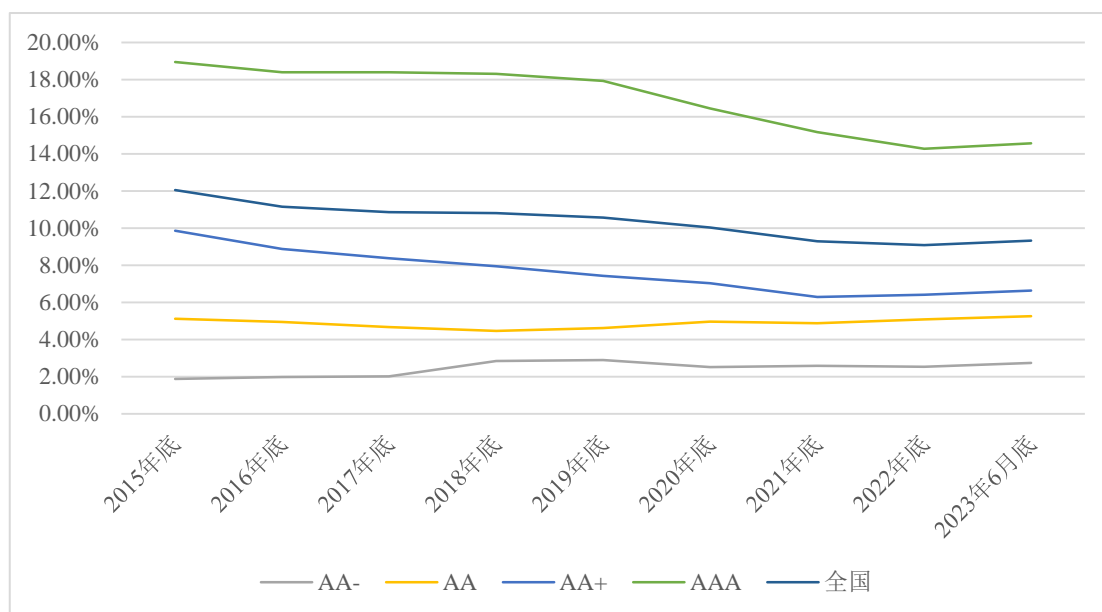
图 19 全国各省市样本城投企业在建工程占比情况



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，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。2019 年开始，AAA 和 AA⁺级别样本城投企业在建工程占比有所下降，并趋于稳定。

图 20 全国各级别样本城投企业在建工程占比情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

5、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，对严控地方债务风险背景下样本城投企业的资本结构、杠杆水平进行研究。

表 8 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	$(\text{负债总额} / \text{资产总额}) \times 100\%$	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	$\frac{\text{全部债务}}{(\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益})} \times 100\%$	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

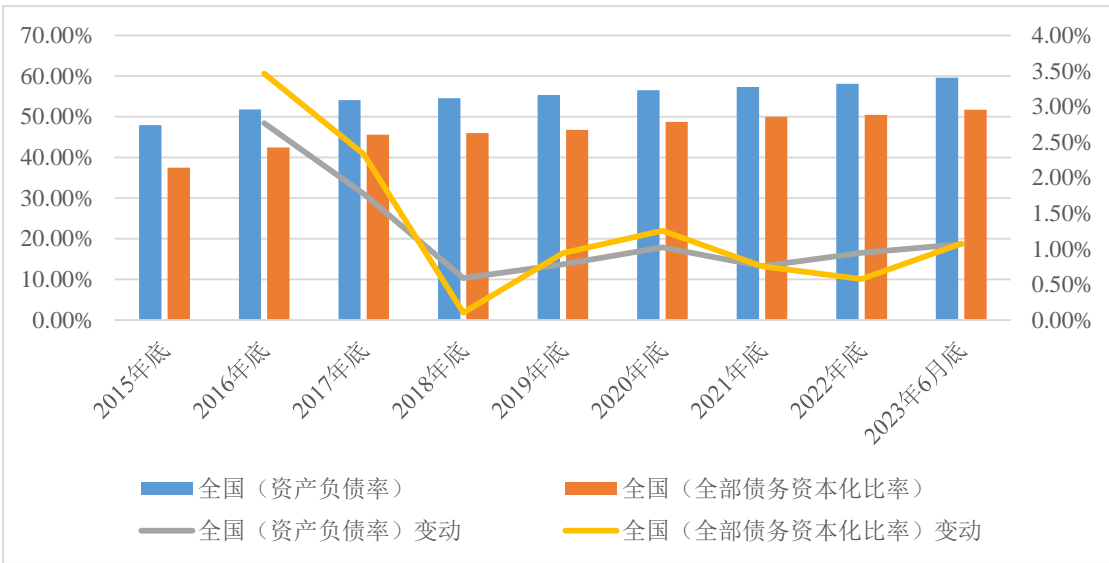
(2) 样本指标表现

2015 年以来，样本城投企业资产负债率及全部债务资本化比率均呈上升趋势，但增速自 2018 年开始十年化债进程后逐步趋缓；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；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，资产负债率、全部债务资本化比率相对越高。

2015 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，均持续上升。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，杠杆水平增长放缓。2019 年以来，上述指标增幅保持在 1 个百分点左右。2023 年 6 月底，样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率分别为 59.61% 和 51.74%。

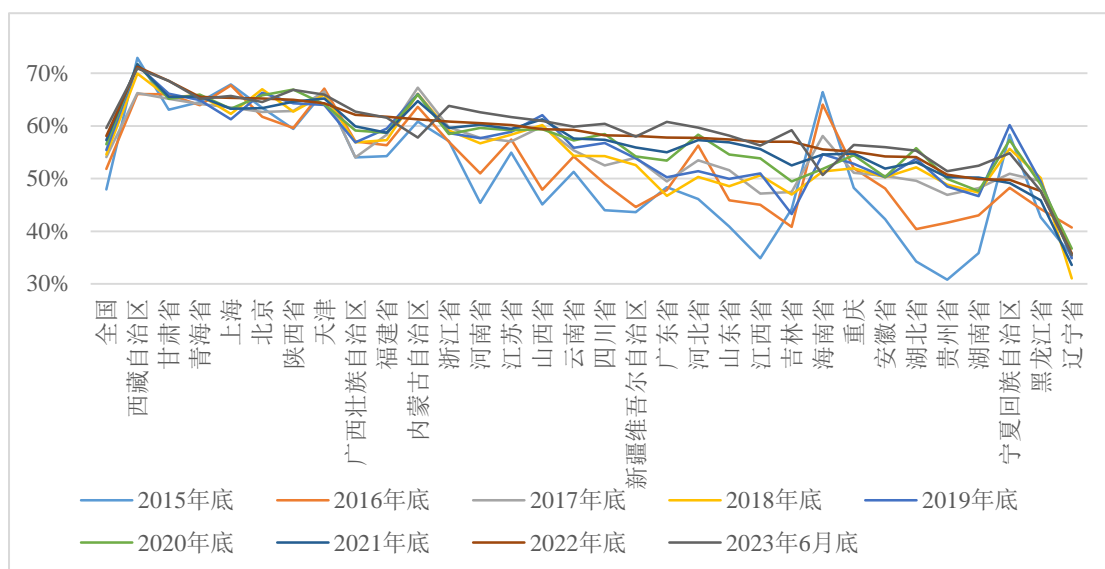
图 21 全国样本城投企业资产负债率和全部债务资本化比率情况



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一年同期变动的绝对量
资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

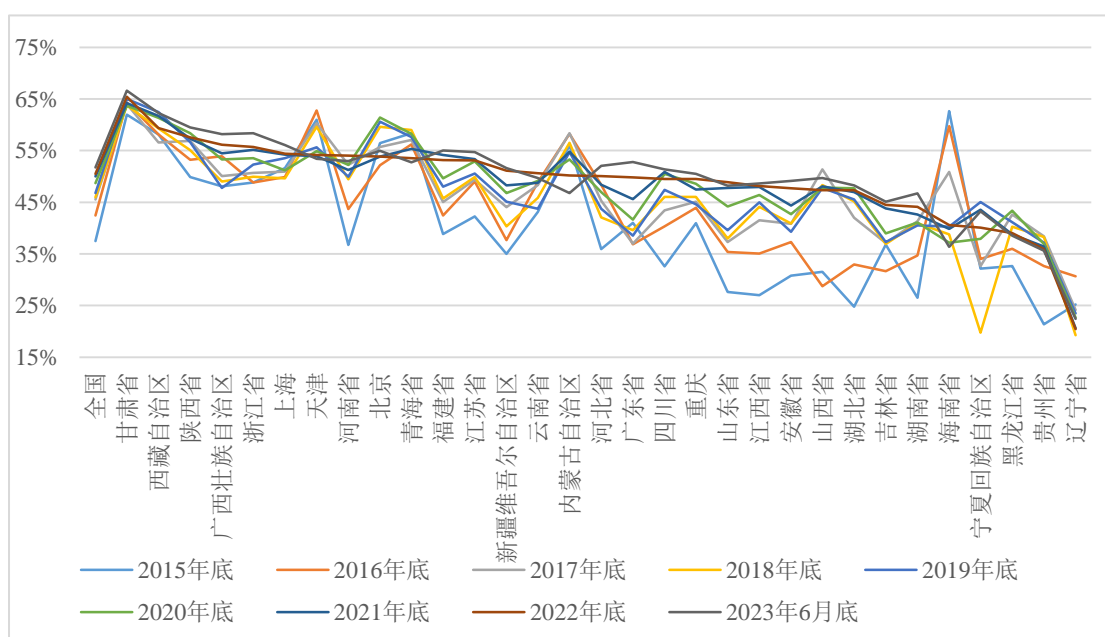
从区域分布来看，2015 年底以来，各省市样本城投企业资产负债率、全部债务资本化比率变化趋势相近，大部分省市呈上升趋势，但在隐债化解推进过程中增速开始走缓。其中，天津和海南两地资产负债率和全部债务资本化比率均呈下降趋势。天津降幅较小，但资产负债率和全部债务资本化比率处于较高水平；海南资产负债率降幅不大，全部债务资本化比率降幅明显，主要系海南自 2017 年开始工程项目投入需求大幅减少，存续债务逐步减少所致。河南、山东、江西、湖北等地的资产负债率和全部债务资本化比率增幅较大，2022 年底较 2015 年底增幅均在 15 个百分点以上；经济发达的地区，如上海、北京、江苏、浙江等地城投企业资质较好，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 22 全国各省市样本城投企业资产负债率情况



资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

图 23 全国各省市样本城投企业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

表 9 2022 年底及 2023 年 6 月底全国各省市样本城投企业全部债务资本化比率及资产负债率情况

区域	全部债务资本化比率		资产负债率	
	2022 年底	2023 年 6 月底	2022 年底	2023 年 6 月底
甘肃省	65.45%	66.62%	68.57%	68.54%
西藏自治区	59.36%	62.28%	71.24%	70.94%
陕西省	57.58%	59.48%	64.98%	66.85%
广西壮族自治区	56.12%	58.17%	62.10%	62.70%
浙江省	55.72%	58.40%	60.86%	63.81%

上海	54.41%	56.06%	65.36%	65.67%
天津	54.14%	53.40%	64.28%	65.95%
河南省	54.05%	53.00%	60.52%	62.57%
北京	53.85%	54.97%	65.22%	64.55%
青海省	53.55%	52.74%	65.51%	65.15%
福建省	53.15%	55.02%	61.72%	61.59%
江苏省	53.09%	54.69%	60.18%	61.67%
新疆维吾尔自治区	51.12%	51.59%	58.07%	57.94%
云南省	50.60%	49.68%	59.23%	59.88%
全国	50.49%	51.74%	58.07%	59.61%
内蒙古自治区	50.19%	46.78%	61.29%	57.79%
河北省	50.07%	52.02%	57.73%	59.69%
广东省	49.80%	52.79%	57.82%	60.75%
四川省	49.53%	51.35%	58.22%	60.38%
重庆	49.52%	50.51%	55.14%	56.42%
山东省	48.87%	48.19%	57.44%	58.17%
江西省	48.14%	48.62%	57.03%	56.29%
安徽省	47.71%	49.16%	54.22%	55.94%
山西省	47.35%	49.70%	59.37%	60.98%
湖北省	47.31%	48.25%	54.09%	55.31%
吉林省	44.51%	45.12%	57.02%	59.18%
湖南省	44.11%	46.70%	49.87%	52.47%
海南省	40.59%	36.39%	55.54%	50.67%
宁夏回族自治区	40.07%	43.28%	49.74%	54.81%
黑龙江省	39.05%	38.55%	47.66%	47.64%
贵州省	35.95%	35.63%	50.73%	51.38%
辽宁省	20.44%	22.40%	35.80%	35.48%

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。2015 底以来，各级别的样本城投企业的资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，但 2018 年开始趋于平稳；AAA、AA⁺级别的样本城投企业的资产负债率、全部债务资本化比率在个别年份略有下降外，基本保持平稳增长趋势，在政策周期变动下保持较强韧性；AA-级别的样本城投企业两个指标整体呈现上升趋势，但波动较为明显；AA 级别的样本城投企业两个指标整体波动较小。

表 10 全国各级别样本城投企业资产负债率情况

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 6 月底
----	----	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	-------------

AAA	资产负债率	60.56%	60.68%	61.30%	61.98%	61.58%	62.61%	63.55%	63.93%	64.84%
	全部债务资本化比率	51.74%	52.36%	54.57%	54.43%	54.32%	55.44%	56.84%	57.40%	58.53%
AA ⁺	资产负债率	55.03%	56.67%	57.89%	57.90%	58.85%	58.98%	60.35%	60.90%	62.50%
	全部债务资本化比率	46.12%	47.56%	50.33%	49.32%	50.41%	52.54%	55.10%	55.33%	56.54%
AA	资产负债率	42.54%	47.91%	51.18%	51.25%	52.63%	54.28%	54.94%	55.79%	57.41%
	全部债务资本化比率	30.51%	38.46%	42.74%	42.57%	43.79%	45.51%	46.88%	47.35%	48.84%
AA ⁻	资产负债率	27.45%	36.24%	45.64%	48.59%	49.28%	48.76%	47.54%	49.31%	51.70%
	全部债务资本化比率	17.72%	24.86%	35.52%	38.58%	38.78%	38.65%	36.96%	38.38%	39.00%

资料来源：联合资信根据 wind 等公开数据整理

四、小结

我国地方政府显性债务风险总体可控，防范化解地方债务风险的核心在于隐性债务的化解和管理；从政策导向上看，规范地方债务的相关政策整体趋于高压监管态势。在此背景下，城投企业融资难度阶段性上升，整合步伐进一步加快，隐债化解压力倒逼着城投企业加速多途径寻求从单一政府融资平台向实体化、市场化、产业化方向转型发展，上述影响在城投企业的财务表现上也得以体现。

从盈利能力指标来看，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降，主要受经营性业务盈利状况不稳定、平台规模加速扩张等综合影响。除个别高度发达的地区外，不同省市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；信用级别较高的样本城投企业盈利能力表现出较强韧性。**从融资缺口来看**，2015 年至 2023 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下呈相同走势。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；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融资韧性较强。**从流动性水平来看**，2015 年以来，样本城投企业现金短期债务比呈波动下降趋势，整体流动性趋紧；短期债务占比以 2017 年为拐点呈上升态势，城投企业获得较长期限债务融资的难度上升，预计短期内城投企业流动性持续承压，各类金融机构以及投资者对城投企业长期投资更加审慎。所在区域经济相对较弱、信用级别较低的样本城投企业普遍面临更为严峻的流动性风险，流动性水平受政策影响波动较大；所在区域经济相对较强、化债进程较快、信用级别较高的样本城投企业流动性水平表现出较强韧性或处于较高水平。**从投资活动来看**，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、基金投资规模均保持增长；增量指标在不同年份呈波动态势，其中股权、基金投资增量与净融资额走势大致相同。各省市因经济发展水平和区域内城投企业数量不同，使得指标明显分化；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，平台转型速度更快。

从杠杆水平来看，2015 年以来，样本城投企业资产负债率及全部债务资本化比率均呈上升趋势，但增速自 2018 年开始十年化债进程后逐步趋缓；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；信用级别越高的样本城投企业在政策影响下能够保持更强韧性。