

融资平台限时退出，城投债务问题将何去何从？

2024年9月29日

中证鹏元资信评估股份有限公司

袁荃荃

yuanqq@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

近来，网传央行、财政部、发改委、证监会四部委于8月27日联合发布“150号文”，要求融资平台退平台不晚于2027年6月末，在市场上引起强烈反响，不过各方看法存在分歧。鉴于此，本文将重点围绕几个市场普遍关心的问题作出解答，以飨读者。

1. 要求退的是哪个名单？

“35号文名单”是目前监管部门对全国范围内融资平台最新、最全的摸底结果，是“一揽子化债”背景下名单制管控的重要依据，这决定了名单内主体的退出进度是检验化债成果的重要证据。因此，要求“退名单”是指退出覆盖面最广的“35号文名单”。

2. 融资平台真的能清零吗？

“150号文”通过“不同意请举证”、“举证由地方政府最终判定”的制度设计，减轻了债权人对融资平台退名单制造的阻力，预计退名单将迎来提速。此外，“150号文”对退名单并未提及“具备市场化转型”的要求，从近日就退名单征求意见的相关主体来看，并不满足“335指标”等条件，反映出只要隐债清零、所属政府公告退平台且征得2/3债权人同意，即可完成退名单，据此预计：2027年6月末，“35号文名单”内的融资平台大概率将完成清零。

3. 融资平台清零对城投债务端产生什么影响？

融资平台清零的过程中，伴随着债务形势的持续变化。一方面，融资平台体内隐债将限时清零，相当于针对2018年提出的化债10年计划提前“交作业”。另一方面，融资平台清零的过程必然伴随着城投金融债务（非隐债）的逐步化解，但依目前形势，若化债支持政策不加码，预计该部分债务余额较难实现显著的压降。原因在于：置换、重组等举措在实施的过程中，伴随着城投、原债权人机构/债券持有人、接盘银行之间的复杂博弈，利息率下调是确定性事件，本金打折则为未知数。

4. 融资平台的债务问题将何去何从？

融资平台限时清零本质上是中央层面强化“打破兜底幻想”的再次努力，其目的在于更有效地推动城投金融债务（非隐债）与地方政府之间的脱钩，从而进一步打破城投刚兑预期，为通过让金融机构、债权人、投资者等承担更多损失的方式（甚至是违约）进行风险出清做铺垫。预计“150号文”之后，城投行业很可能将逐步迎来一波更大力度的债务重组浪潮，而且不局限于非标、银行贷款，甚至连债券也可能被涉及；这种情况大概率最早出现在部分高风险区域的弱资质城投，之后逐步蔓延至更大范围。

近来，网传央行、财政部、发改委、证监会四部委于8月27日联合发布“150号文”，要求融资平台退平台不晚于2027年6月末，在市场上引起强烈反响，不过各方看法存在分歧。鉴于此，本文将重点围绕几个市场普遍关心的问题作出解答，以飨读者。

一、要求退的是哪个名单？

从“150号文”的表述来看，“退平台不晚于2027年6月末，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单”，其前后两处分别提到了“退平台”与“退名单”，实际上两者是同一含义的不同表达，均是指退出“35号文名单”，原因在于“35号文名单”是目前监管部门对全国范围内融资平台最新、最全的摸底结果，是“一揽子化债”背景下名单制管控的重要依据，这决定了名单内主体的退出进度是检验化债成果的重要证据。

在以往的报告中，笔者曾分析过“35号文名单”与财政部隐债名单、原银保监会名单之间既互补又交叠，至少包括以下几类主体：（1）财政部隐债名单内的涉隐主体，包括融资平台和具备平台属性的地方国企；（2）未在财政部隐债名单内但2023年6月经省级主管签字确认并被报送给国务院的非隐债主体，属性均被监管认定为融资平台，因近年来各地国有资产重组、整合等运作频繁，因此该部分主体中会出现大量“新面孔”；（3）未在财政部隐债名单内，2023年6月亦未被报送给国务院，但有非隐债被纳入央行融资平台金融债务监测系统的非隐债主体，该部分主体在政策待遇上与被报送给国务院的融资平台基本无差别，属于参照融资平台管理的国企。由此可知，“35号文名单”在覆盖范围上确实远超之前的旧名单，据传所涉主体数量或达到1.8万家，其中有三千多家发债主体（Wind口径：3569家；iFinD口径：3870家），还有大量未曾发行过债券的主体。

总之，我们认为：网传“150号文”所指的“退名单”是退出覆盖面最广的“35号文名单”，而退名单的进度直接反映化债成效。若名单内主体的数量持续压降直至清零，虽不能等同于城投/地方债务风险的彻底解决，但至少反映出化债攻坚取得了积极成效；若名单内主体的数量始终保持当前水平甚至有所增加，则反映出此一轮化债未见收效，城投/地方债务风险仍在不断累积。

二、融资平台真的能清零吗？

对于“150号文”的退名单时点，有不少市场人士表示要求所有融资平台“不晚于2027年6月末”完成退名单不太现实，普遍认为融资平台数量很难在这一时间点之前实现清零。之所以持上述观点，主因是在“150号文”传出之前，退名单的条件、标准、程序等均不明晰，“35号文”仅有一句笼统表述：“融请务必阅读正文之后的免责声明

资平台应严格按照有关规定退出，退出时仍有金融债务的，应征得债权人同意”。在严格的名单制管控之下，这种颇具“神秘感”的表述导致市场一度认为退名单的要求很高，退出难度很大。

在之前的研究报告中，笔者曾建议退名单最好达到以下标准：(1) 隐债清零，即城投及其重要关联方（如母公司、重要子公司、担保方）最好均不涉及隐债；(2) 所属政府发布公告声明其退出平台，不再承担政府融资职能；明确退平台后，其依法开展市场化经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任，其所举借债务由自身承担偿债责任，无政府兜底；(3) 征得债权人同意。按“35号文”的表述来看，应征得全部债权人同意，与退出原银保监会名单的要求类似；但实操中，很难征得100%债权人的一致同意，所以多数地方要求征得2/3债权人同意即可；(4) 具备市场化转型实质，最好能满足交易所“335指标”要求，满足交易商协会对收入、政府性现金流的要求等。由于转型受辖区财政实力、产业发展水平、市场环境、专业能力等多个因素影响，在较短时间内获得成功的难度较大，因此“具备市场化转型实质”被市场公认为是“退名单”最具挑战性的要求。综上可知：若监管部门对于相关主体“退名单”严格执行以上四个标准，则基本可确定融资平台数量无法在2027年6月末之前清零。

不过，从“150号文”的表述来看，并未提及“具备市场化转型”，而是仅仅聚焦“35号文”关于“征得债权人同意”的表述，并明确了不低于2/3的比例要求，虽然这点基本与预期相符，但在执行层面却发生了博弈方地位的“反转”：对债权人而言，同意退平台不用举证；一段时间内不回复是否同意，视同同意；不同意则需要举证，要么证明企业还有隐债，要么证明企业还承担政府融资职能，而且举证要“由地方政府审核证据、给出判定意见”；这实际上赋予了地方政府对债权人意见的裁判权，也即相关主体到底是否为融资平台的最终解释权在于地方政府，很大程度上不再取决于债权人。综合以上分析，我们发现：退名单的重要阻力点“具备市场化转型实质”在“150号文”中未被提及，反映相关标准有所弱化；“征得债权人同意”方面，通过“不同意请举证”、“举证由地方政府最终判定”的制度设计，实际上减轻了来自于债权人的阻力；由此可以推断融资平台退名单将迎来提速，而2027年6月末之前清零的目标也并非不切实际。加之“150号文”明确提出“若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单”，这意味着此次监管要求融资平台“退名单”是“认真”的，态度尤为坚决，没有拖延转圜的可能。

事实上，“150号文”传出之后已有多家城投宣布退名单，相关公告在表述上大同小异，均称“根据上级关于融资平台转型退出工作相关规定，对隐性债务已清零但经营性金融债务尚有存续，且已剥离政府融资功能、完成市场化转型的平台，征得三分之二金融债权人同意后，可申请退出融资平台名录”，据此请务必阅读正文之后的免责声明

就本公司退名单征求债权人意见，并要求债权人于9月30日之前反馈书面意见，明确了“逾期未反馈视为同意”，“如不同意，需提供涉地方政府隐性债务、承担政府融资功能等方面的具体情况或线索”。梳理相关主体的收入数据及业务开展模式，可以明确几乎所有城投的收入均主要来源于土地开发整理、市政工程代建、安置房销售等传统城投业务，以上板块收入在总收入中的占比均在8成左右的高水平（见表1），难言“具备市场化转型实质”。**由此可知，“150号文”之后，即便是申请退出时相关主体并未实现高质量的市场化转型，甚至不满足“335指标”等条件，但只要隐债清零、所属政府公告退平台且征得2/3债权人同意，即可完成退名单，据此我们预计：2027年6月末，“35号文名单”内的融资平台大概率将完成清零。**

表1 发布退名单公告城投公司2023年收入情况（单位：亿元；%）

城投名称	土地开发整理		工程代建		安置房销售		合计	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
PTJT	2.85	10.83	0.77	2.91	17.04	64.71	20.66	78.45
KQCT	4.87	27.13	3.49	19.45	7.52	41.90	15.88	88.48
SXGT	4.27	20.83	7.24	35.30	6.37	31.07	17.88	87.20

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

三、融资平台清零对城投债务端产生什么影响？

融资平台清零的过程中，伴随着城投转型进程的提速，也伴随着因“使命终结”而带来的历史性退出，更伴随着债务形势的持续变化。

一方面，融资平台体内隐债将限时清零，相当于针对2018年提出的化债10年计划提前“交作业”。

2018年8月下旬，国家审计署开展新一轮地方政府隐性债务清理工作，甄别截至2018年8月底前的隐性债务，要求各省2018年10月31日前上报财政部地方政府隐性债务情况，在5-10年内化解隐性债务，由此可推算出隐债清零的最终时限在2028年8月底。“150号文”要求退名单不晚于2027年6月末，而隐债清零又是退名单必须满足的条件，因此融资平台清零必然伴随着其体内隐债的清零。至于如何清零，我们认为：从债务属性的角度看，城投体内的隐债最适宜采用财政化债的途径进行化解，具体方式包括安排年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等偿还以及出让政府持有的股权及经营性国有资产权益偿还等。除此之外，还有另外一个重要手段——由省级政府发行特殊再融资债，将募集资金用于城投化债，本质上是以省级政府信用融资并支持低层级政府化债。不过，上述化解路径受到地方财政增收乏力、可用于出让的国有资产/资源不足、发行额度有“天花板”等因素的制约，或仅能为城投提供部分用于隐债偿还或请务必阅读正文之后的免责声明

置换的资金，剩下的部分可能需要另寻他法：比如，可依法合规转化为城投的经营性债务，进而由经营收益来偿还，不过这要求债务所对应的资产/项目具备财务可持续性（即项目能通过自身运营产生持续稳定的现金流，能通过各种渠道获得必要的资金以保障项目的持续运营，运营期间能合理控制成本并预期能达到一定的收益水平等），考虑到目前城投的大部分项目较难达到以上要求，因此债务转化只能在有限的范围内适用并实施；鉴于此，我们认为融资平台体内隐债的限时清零或必须依赖更大力度的支持性政策，比如中央适度加杠杆。

另一方面，融资平台清零的过程必然伴随着城投金融债务（非隐债）的逐步化解，但依目前形势，预计该部分债务余额较难实现显著的压降。按照“35号文”、“134号文”的相关规定，城投金融债务的主流化解路径仍然集中在置换、重组等层面，比如债券类债务的化解手段包括“发债借新还旧”+“银行置换”+“央行SPV”，非标债务的化解手段包括“自接自盘”+“银行接盘”+“央行SPV”，银行贷款类债务的化解手段为“参照40号文、45号文进行债务置换/重组”，“双非债务”的化解手段为“银行置换/重组”，而这反映出两个不容忽视的重大信号：一是现阶段及未来较长一段时间内，依靠经营收益来化解城投金融债务仍属美好愿景，两者的体量不可同日而语。截至2023年末，城投有息债务余额为396,945.70亿元，可与地方政府债券余额相匹敌，体量可谓巨大，个体角度看绝大多数城投的有息债务动辄数亿、数十亿，甚至上百亿，而经营性净现金流和营业利润则多处负值区间，即便是大力推动转型，造血机制也难以短期内培育起来，无法快速弥补债务和经营收益之间的巨大鸿沟；二是银行（尤其是开发性、政策性银行和国有大行）在城投金融债务的化解中被监管层赋予了最重要的地位，因此其在“提高政治站位”的思想指导下，将在“保本微利”的基础上作出更多让利，从而在助力城投化债的过程中发挥更大积极作用。由此可推断，城投的一些债券和非标债务正在并将持续转化为利息更低、期限更长的银行贷款。综上所述，在2027年6月末之前，甚至在该时间节点之后的更长时间内，城投金融债务的化解将主要仍依赖于置换、重组等手段，市场化转型带来的经营收益对城投化债的贡献度或较为有限。

那么，在以上所述的情况下，2027年6月末城投金融债务能否实现显著压降呢？我们认为：如果化债支持政策不再加码，则城投金融债务很难得到显著压降。原因在于：置换、重组等举措在实施的过程中，伴随着城投、原债权人机构/债券持有人、接盘银行之间的复杂博弈，利息率下调是确定性事件，本金打折则为未知数。若经过谈判，本金得以打折，则城投金融债务的规模相应减少；反之，本金只是换个形式存续，未来到期时依然要全部偿付，城投金融债务实际上并未减少。自2023年7月24日中央政治局会议提出制定实施“一揽子化债”方案至2024年9月25日（共计14个月），城投债净融资为-2,384.02亿元，请务必阅读正文之后的免责声明

非标净融资为-9,258.36 亿元；若不考虑债券和非标债务转化为银行贷款的情况，也就是假设以上两类债务的减少均为正常的到期兑付，并未转化为银行贷款，同时假设银行贷款在 2027 年 6 月末之前不再增长，经过粗略测算：截至上述时点，城投有息债务的规模仅能压降约 2.74 万亿元，测算过程为：[（已知的城投债净偿还+已知的非标净偿还）/已知的月份]*截至 2027 年 6 月末的剩余月份，也即 [（2,384.02+9,258.36）/14]*33，进而城投有息债务余额减少至 369,526.53 亿元，与截至 2022 年末的 361,808.63 亿元余额相比仍高出 7,717.90 亿元，这意味着按照上述债务化解速度，到 2027 年 6 月末城投债务风险形势仍十分严峻，况且这还是在非常积极友好的假设条件下的测算结果。

四、融资平台的债务问题将何去何从？

虽然化解城投债务风险的目标并非是消灭掉所有债务或绝大多数债务，但至少要将债务的绝对规模降低到合适的水平，以确保城投及其所属政府能够承受。假如到 2027 年 6 月末，城投有息债务的规模仍然居于近 37 万亿元的高位，那么我们认为确实超出城投及地方政府的可承受范围，因为在这一时点城投化债所面临的外部环境可能还不及债务体量相当的 2022 年。尽管近期中央推出一揽子超预期的重磅政策以提振经济，但中长期来看，新旧动能转换下的经济增长态势存在不确定性，地方财力紧张局面存在加剧的可能，城投转型提速但造血机制能否真正构建起来并发挥作用亦是未知，这种情况下城投有息债务比“一揽子化债方案”落地前的 2022 年还要高，彼时城投债务风险对我国财政、金融系统的威胁无疑更大。那么，到底融资平台的债务问题该何去何从呢？

在分析上述问题之前，我们首先要理清融资平台清零的监管意图到底是什么。有不少观点认为，此次要求融资平台在 2027 年 6 月末之前完成退名单旨在为放开城投新增融资做铺垫。客观而言，退名单确实有可能增加城投新增融资的成功概率，但从“35 号文”以来名单外城投新增发债的困难程度来看，这一概率恐怕也不高。而且，当前化债已经进入了真正意义上的攻坚期，大幅放松城投新增融资的行为与化债的目标是相悖的，因此可以很明确：融资平台限时清零的意图并不是酝酿放松城投新增融资。综合考虑我国经济发展态势、地方财政状况及债务风险形势、城投转型进度等因素，我们认为：融资平台限时清零本质上是中央层面强化“打破兜底幻想”的再次努力，其目的在于更有效地推动城投金融债务（非隐债）与地方政府之间的脱钩，从而进一步打破城投刚兑预期，为通过让金融机构、债权人、投资者等承担更多损失的方式（甚至是违约）进行风险出清做铺垫。“150 号文”之后，越来越多的融资平台将从“35 号文名单”中退出并变成市场化经营主体（至少是名义上），其新增融资面临的约束有可能发生松绑，但同时其

债务的属性也将被顺理成章地贴上“市场化融资”的标签，存量债务的“城投属性”虽弱化但仍有所保留，但新增融资的“城投属性”则显著弱化。这种情况下，相应债务出现偿付风险时，将有充分的依据和理由以市场化的原则去做处置，债权人、投资者等可能要承担更多的实质性损失（见图1）。

图1 融资平台限时清零的监管意图



注：城投债务问题的化解需财政、金融、转型“三剑齐发”；融资平台退名单后，至少名义上变成市场化经营主体，此时若充分运用多种手段仍无法阻止债务风险暴露，不排除通过违约实现风险出清的可能。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

为了避免上述情况对我国财政、金融体系造成过大冲击，我们认为：在2027年6月末之前，监管在推动融资平台退名单的同时，必须要加大债务置换/重组的力度，争取将各类债务的利息调整至更低水平（原则上不低于银行平均综合成本），以最大限度地减轻城投的利息支出压力和整体的债务压力，帮助其轻装上阵促转型，在发展中逐步解决债务问题。因此，政策上应给予银行尤其是政策行、国有大行、全国性股份行等更多实质性的支持，引导其更积极、更大力度地“替他接盘”，以切实减轻城投的债务“包袱”。此外，对于市场最敏感的部分——债务的利息是否可以豁免、本金是否可以打折兑付，我们认为这种对投资者极为不利的方案在落地实施的过程中一定阻力重重，但却并非不可能发生。事实上，目前非标领域已出现多例本金打折兑付；也许市场至今仍笃定上述情况不会蔓延至标债市场，但我们认为：相比于大面积债务违约发生之后再被动应对，倒不如在更早时候主动面对、积极谋划，推动城投与债权人/投资者更深入地进行谈判，以摆事实、讲道理的方式尽最大可能说服债权人/投资者接受力度更大的债务重组方案。于城投而言，可从债务泥淖中脱身，专注于自身转型；与债权人/投资者而言，能在更早的时间

点、以更高的债务回收率拿回部分本金，也好过于发生实质性违约后的漫长煎熬，而且还可能到最后“血本无归”。

综合以上分析，我们预计：**“150号文”之后，城投行业很可能将逐步迎来一波更大力度的债务重组浪潮，而且不局限于非标、银行贷款，甚至连债券也可能被涉及；这种情况大概率最早出现在部分高风险区域的弱资质城投，之后逐步蔓延至更大范围。**这一背景之下，建议投资者高度重视城投行业信用分化再次加剧的态势，尤其是对于声明“退名单”的城投，应密切关注其各类债务的到期偿付情况，对负面舆情要及时跟踪，尽可能准确地判断其自身及所属政府的资源协调能力是何水平，同时对于其新发债券等新增债务，投资决策时应更看重公司的基本面，比如经营竞争力、财务健康程度等，将投前准备工作做得更细、更扎实，以更精准地“避雷”。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南 路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140