

“35 号文名单”生效中，城投如何实现债务新增？

2024 年 7 月 19 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：

1. 名单制管控是否仍会持续？

“35 号文名单”的落地实施有充分的合理性和必要性。当前，化债已经处于深水区，破除“一边化解一边新增”的“魔咒”势在必行，否则地方债务风险将无法摆脱“滚雪球”模式，实现化债总目标更将变成空谈。对于市场上一些认为“35 号文名单”误伤不少主体的观点，本文认为可能存在这种情况，但这并不能推翻名单制管控的总体合理性。

2. 能否退名单？如何退名单？退名单=实现新增融资？

满足一定的条件，按照相关的规定操作，名单内主体可以退名单。具体来看，退名单最好达到以下标准：（1）隐债清零。（2）征得债权人的同意。（3）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；（4）具备市场化转型实质。这是最重要的要求，直接决定了名单内主体能否退出以及退出后能否实现债务新增。不过，即便满足了上述要求并实现了退名单，也不是一定能实现新增融资，尤其是发债情形下。目前，名单内外城投均遭遇新增债务的严苛限制，发债实现新增的难度极大。

3. 突破借新还旧的可能性？需要满足哪些条件？

突破借新还旧一定是有可能的。对于城投债务新增，“35 号文”的定调是“严控”，这意味着即便是名单内城投，理论上也并非“严禁”新增。突破借新还旧需要满足以下条件：（1）区域层面：确保不属于被“35 号文”划定的重点区域，亦不属于“14 号文”实施后 19 个非重点区域中被纳入化债试点的区域；同时，区域债务率颜色建议最好为“绿”或“黄”；（2）主体层面：首先，用来实现债务新增的主体及其重要关联方不能被列入“35 号文名单”和“财政部隐债名单”；其次，业务呈现出“非典型性城投”的特征，最好能将市场化收入占比提升至 70%及以上水平，净利润中政府补贴占比控制在 50%以下；再次，资产“合规”“干净”，可通过“向上争取”、“向外收购”等手段，做大经营性资产规模，实现对城建类资产占比的压降，但在收入、净利润达标的情况下可不必过于纠结是否满足“城建类资产占比<30%”。（3）项目层面：最好投向与科创、双碳、绿色、乡村振兴、产融发展、保障性租赁住房、异地扶贫搬迁、城市更新、与新兴产业培育、高新技术企业孵化相关的产业园等项目。

“一揽子化债”政策的制定实施已近一年，不少城投公司受益于特殊再融资债发行重启、2025年前标债保兑付等利好，借新还旧更为顺畅，短期流动性危机得到一定的缓解；不过，在严控新增的大基调之下，筹集增量资金用于项目建设、补流甚至是偿付利息的难度极大，因此大量城投公司“叫苦不迭”，迫切期望着政策放松。前段时间，市场传闻非隐债主体将大面积退出“35号文名单”，退出后城投平台可能不再受到严格的再融资限制，甚至声称这意味着中央对化债管控的思路有所松动，不排除名单制管理流于形式的可能，且不论这一“小作文”的可靠性如何，但它足以反映出三点：一是包括城投公司在内的各市场参与方均对政策放松抱有强烈的期待；二是“35号文名单”被认为存在一定的不合理性，“误伤”了一些不该被纳入名单的主体，如产业类国企、项目融资主体、商业担保机构等，影响了其正常开展经营、筹资、投资等活动，换言之当前的管控举措被认为可能有所失当，而这导致了风险的提前爆发甚至衍生出了新的风险；三是退名单被认为是实现新增融资非常重要的一环。鉴于此，本文将着重探讨以下几个问题：名单制管控是否仍会持续？能否退名单？如何退名单？退名单后能否实现新增融资？各地及其下辖城投公司突破借新还旧究竟需要满足哪些条件？事实上，这也正是市场普遍高度关注的几个问题，

一、名单制管控是否仍会持续？

名单制由来已久，其存在和实施有着充分逻辑支撑，目的在于有效管控城投债务风险。以（原）银保监会融资平台名单（以下简称“银保监会名单”）为例，其旨在从多个维度对融资平台进行分类监管（见表1），并根据其在各个维度的表现制定差异化政策，实现对融资平台贷款风险的有效管控，进而阻断上述风险无序扩张并诱发更为严重的金融风险、财政风险。

表1 银保监会名单的分类管控

参照	分类	具体要求/规定
债务属性	只承担公益性项目融资任务，偿债资金70%以上（含）来源于财政资金	今后不得在承担融资任务，相关地方政府明确还债责任、落实还款措施后，对公司妥善处理
	承担公益性项目融资任务，同时承担公益性项目建设、运营任务	落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能
	承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务，偿债资金70%以上（含）来源于自身收益；承担非公益性项目融资任务	按《公司法》等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作；同时通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善其股权结构

是否退出	监管类-按平台管理	新增贷款需满足以下条件： <ol style="list-style-type: none"> 1. 现金流全覆盖¹； 2. 抵押担保符合现行规定，不存在地方政府及所属事业单位、社会团体直接或间接担保，且存量贷款已在抵押担保、贷款期限、还款方式等方面整改合格； 3. 存量贷款中需财政偿还部分已纳入地方财政预算管理并已落实预算资金来源； 4. 借款人为本地融资平台； 5. 资产负债率低于 80%； 6. 符合财预〔2012〕463 号文有关要求。
	监测类-退出为一般公司类	<ol style="list-style-type: none"> 1. 落实名单制管理的基础上，严格按商业化原则加强风险管控； 2. 新增贷款严格遵循产业政策、信贷政策和一般公司贷款条件； 3. 实施动态监测，对于退平台五项要求之一不达标和违背退出承诺的，重新纳入平台管理

资料来源：国发〔2010〕19号、银监发〔2012〕12号，中证鹏元整理

与银保监会名单一样，**“35号文名单”的落地实施也有其充分的合理性和必要性。**当前，化债已经处于深水区，破除“一边化解一边新增”的“魔咒”势在必行，否则地方债务风险将无法摆脱“滚雪球”模式，实现化债总目标更将变成空谈。这种背景下，及时梳理出一份更为全面且更符合实际情况的融资平台名单，对其新增融资加以约束，同时对其借新还旧提供必要支持，才能阻断地方债务风险持续累积的路径并确保不会出现风险的提前集中爆发。**对于市场上一些认为“35号文名单”误伤不少主体的观点，本文认为可能存在这种情况，但这并不能推翻名单制管控的总体合理性。**

根据“35号文”规定，名单内主体为2023年6月经各省级主官签字确认并报送国务院的融资平台；融资平台债务为名单内主体截至2023年3月末承担的贷款、债券、非标等金融债务，但不包括隐债和未纳入隐债但须由地方政府承担偿还责任的债务，该部分债务风险的化解须按财政部等相关部门的规定执行；同时，“35号文”还提出由金融管理部门依托征信系统搭建融资平台查询系统，对地方政府报送的融资平台主体和债项进行“贴标”，并提出构建融资平台金融债务监测系统（央行负总责、总牵头，会同金融监管总局、证监会、国家外汇局等，针对非隐债），并做好与全口径地方债务监测监管系统（财政部负总责、总牵头，针对隐债和未纳入隐债但须由地方政府承担偿还责任的债务）的衔接；除此之外，还提出要全面排查不在平台名单内的国企债务风险。由此可知，**虽然“35号文”着重化解的是平台金融债务风**

¹ 银监发〔2013〕10号要求各银行业金融机构遵循“总量控制、分类管理、区别对待、逐步化解”的总体原则，继续推进融资平台贷款风险管控，提出按平台自身现金流覆盖债务本息的情况，将融资平台分类为“全覆盖”-对自有现金流占其全部应还债务本息的比例为100%及以上、“基本覆盖”-覆盖比例为70%（含）至100%、“半覆盖”-覆盖比例为30%（含）至70%、“无覆盖”-覆盖比例为30%以下；要求银行审慎合理测算平台自身现金流并对分类结果进行动态调整，及时报送牵头行形成一致性意见，并按季上报监管机构。

请务必阅读正文之后的免责声明

险，但实际上更强调对地方债务的全口径统筹管理，目的在于确保守住不发生系统性风险的底线。那么，在全口径统筹管理的导向之下，哪些主体会受到“35号文”强监管的影响呢？

具体来看，“35号文名单”与银保监会名单（2010年3季度至2018年3季度，2018年4季度停更）、财政部隐债名单（自2015年财政部主导第一轮隐债甄别至今，财政部不定期向交易所、交易商协会下发）之间的关系是：既互补又交叠。“互补”体现在：“35号文名单”主要由非隐债监测系统形成，而财政部隐债名单则主要针对隐债及须由地方政府承担偿还责任的债务；“交叠”体现在：若融资平台仍有存量隐债，则会同时被列入财政部隐债名单和“35号文名单”内；（原）银保监会融资平台名单内的老城投若未能在市场化转型方面取得明显效果，大概率也会被纳入“35号文名单”。同时，还存在一个问题：理论上，此次央行牵头构建的融资平台金融债务监测系统中的债项，其对应债务人应仅包括被纳入“35号文名单”的主体；不过实际上，有的地方政府会基于某些考虑进行不同程度的错报（比如“瞒报”“漏报”“虚报”等），导致一些本应纳入名单的主体却未被纳入，但其相关非隐债性质的债项被上述系统监测到（原因在于该系统的数据不仅来源于地方政府报送，还来源于国家金融基础数据库从金融机构采集，所以即便未被报送，也有可能被监测到），这种情况下监管部门仍将对其参照融资平台进行管理。

鉴于以上分析，本文推测“35号文名单”应包括以下几类主体：（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此次经省级主官签字确认并被报送给国务院的非隐债主体（融资平台，会包含很多近几年才出现的“新面孔”）；（3）未在财政部隐债名单内，此次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（参照融资平台管理的地方国企）。由此可见，“35号文名单”所管控的主体范围确实远大于以往的旧名单（据说大概在1.8万家），其目的在于：尽可能全面地对“融资平台”及其债务进行摸底；债务增量端进行严控，杜绝“一边化解一边新增”；债务存量端，一方面通过借新还旧、展期降息、统借统还等机制缓解短期流动性压力，另一方面通过积极推动市场化转型、盘活存量国有资产等手段进行实质性化解；最终，实现化债总目标。

综上所述，本文认为：名单制管控具备合理性和充分的逻辑支撑，“严控新增”、“全口径”、“精细化”的大原则、大方向预计不会发生转变，将一直持续到地方债务风险出现显著好转。至于可能发生哪些放松，本文认为：经过核查，确认自身无隐债、基本实现市场化运营、所从事的各类经济活动不会造成隐债新增的主体，可以允许其退名单（如无特殊说明，均指退出“35号文名单”，下同），减少监管政策对其正常经营发展的限制。

请务必阅读正文之后的免责声明

二、能否退名单？如何退名单？退名单=实现新增融资？

上一小节阐释了为什么名单制管控仍将持续，本小节将着重探讨退名单的可能性及其影响。根据“35号文”的规定，“融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”，除了这一较为笼统的阐述，并未有更多的细节。不过，至少从中可得出两个确定性信息：一是，满足一定的条件，按照相关的规定操作，名单内主体可以退名单；二是，退名单的重要前提是得到债权人的同意，否则即便是满足条件、符合规定，也难以成行。对于“严格按照有关规定退出”，本文认为：**“35号文”之所以未明确指出具体是哪些规定，亦未列出具体退出的条件、标准、程序，大概率是因为各地在债务风险上的差异性较大，难以针对退名单制定统一的要求。**从市场传闻来看，不同地方制定的退名单标准确实不尽相同，共同点是都要求隐债清零，也即隐债已化解完毕；多数地方要求相关主体所属政府发布公告声明其不再承担政府融资职能；部分地方要求超过一定比例（比如2/3及以上）的债权人同意；还有一些地方要求公开市场债券余额清零。那么，在没有统一规定或明确指引的情况下，城投想要退名单到底应做哪些准备工作呢？考虑到此前的监管文件对于城投如何退出（原）银保监会融资平台名单有较为详细的规定（见表2），本文将结合相关内容给出围绕退名单的一些建议。

表2 退出（原）银保监会融资平台名单的相关规定

	序号	具体要求/规定
退出名单应满足的条件	(1)	符合现代公司治理要求，属于按照商业化原则运作的企业法人
	(2)	资产负债率在70%以下，财务报告经过会计师事务所审计
	(3)	自身现金流100%覆盖贷款本息，且各债权银行对融资平台的风险定性均为全覆盖
	(4)	存量贷款中需要财政偿还的部分已纳入地方财政预算管理并已落实预算资金来源，且存量贷款的质押担保、贷款期限、还款方式等已整改合格
	(5)	诚信经营，无违约记录，可持续独立发展
退出名单应履行的程序	(1)	由牵头行发起，各债权银行审核并形成一致性退出意见
	(2)	各债权银行分支机构将退出申请报总行审批
	(3)	总行审批通过后，各债权银行、地方政府、平台公司进行沟通协商并三方签字确认
	(4)	地方政府及相关部门承诺不再为退出平台新增贷款提供担保；银行承诺按审慎信贷原则进行贷款管理，独立承担新增贷款风险
	(5)	牵头行向平台属地银监部门报备，监管部门在平台报表中标识退出

资料来源：银监发〔2012〕12号，中证鹏元整理

具体而言，本文认为名单内主体想要退名单最好达到以下标准：**(1) 隐债清零。**一旦城投依然涉及隐债，退名单就绝无可能。出于谨慎性考虑，建议其重要关联方（如母公司、重要子公司、担保方）均不请务必阅读正文之后的免责声明

涉及隐债；(2) 征得债权人的同意。从“35号文”的表述来看，要求征得全部债权人的同意，与此前退出银保监会平台名单的要求类似；但实操中，很难征得100%债权人的一致同意，所以有的地方仅要求超过一定比例（比如2/3）即可。考虑到“35号文名单”系由省级主官签字确认后上报国务院而形成，因此各省级政府对于退名单的要求比如须征得多大比例债权人的同意，具备较大的决策权，建议各地将该比例设定为：至少不低于2/3；(3) 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；(4) 具备市场化转型实质。这是最重要的要求，直接决定了名单内主体能否退出以及退出后能否实现债务新增。当地方政府公告一家城投公司退平台时，往往被市场认为其可能只是在业务重心上有所转变，比如从以往的市政工程建设、土地整理开发等更多地向非城建类领域倾斜，但距离真正的市场化经营还很远，未能做到责权清晰、独立决策、不依赖政府补贴；更有甚者，可能会被市场认为这只是一纸公告，政府此举只是为了方便融资开展的程序性工作，相关平台在业务层面大概率未有任何实质性变化。换言之，政府公告退平台在证明相关主体的市场化转型“成色”上并不具有很强的说服力，这决定了以公告退平台作为理由去向省级主官和监管部门申请退名单将难以通过。因此，退平台是退名单的前置条件，退平台不代表能退出名单。以重庆市万州区某城投公司的相关声明为例，其中有两段表述：一是“为深入贯彻落实党中央、国务院、市委、市政府关于加强地方债务风险防范化解和加快推动融资平台公司退出平台名单及市场化转型……”；二是“经万州区人民政府研究决定，……公司，自本声明公告之日起，不再承担政府融资职能”。显然，第二段的“行为”是服务于第一段的“目标”，也就是说公告退平台的目标之一是退名单，也侧面印证了退名单还需要满足更多、更高的要求，尤其是要具备市场化转型实质，也即在市场化转型上有所作为，而且有显著收效。考虑到退名单的核心目标是实现债务新增、为地方经济发展引入资金活水，本文建议以债券主管部门对申报产业化主体的相关要求作为是否市场化转型实质的判断标准，比如满足交易所“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。

不过，需要重点提醒的是，即便是满足了上述要求并实现了退名单，也不代表一定能够实现新增融资，尤其是发债情形下。2024年以来，市场上实现项目建设、股权投资、补流等新增用途的城投债极少，基本均为与项目挂钩的企业债；根据本文的统计梳理，今年2季度共有16只企业债实现上述新增用途，合计规模仅为89.64亿元，且拿到批文的时间均未在政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”的时点（2023年7月24日）之后（见表3），反映出化债攻坚背景下城投发债实现新增的难度极大，无论名单内外均遭遇新增债务的严苛限制。因此，城投公司更应以债券主管部门设定的指标要求为参照，扎扎实实请务必阅读正文之后的免责声明

推动市场化转型，想方设法扩大市场化收入增量，争取尽快取得被监管认可的产业化主体身份，以加大实现更多新增债务的可能。

表 3 今年 2 季度实现新增用途的企业债

债券简称	规模	获批时间	文号	募集资金用途
24 新锦债 01	7.00	20230106	发改企业债券（2023）5 号	4.2 亿-人才租赁用房+2.8 亿-补流
24 高淳慢城债 01	4.00	20221109	发改企业债券（2022）238 号	4 亿-慢城农旅产融发展项目
24 浦江集团债 01	10.00	20230106	发改企业债券（2023）25 号	7.7 亿-彭州 2022 年度保障房+2.3 亿-补流
24 良渚文化债	7.70	20220922	发改企业债券（2022）206 号	7.7 亿-良渚新城杜甫村农民高层公寓
24 龙游债	5.28	20230724	证监许可（2023）1611 号	5.28 亿-共同富裕异地搬迁安置小区建设
24 雄安集团 01	5.00	-	证监许可（2023）1220 号	5 亿-收购公租房
24 嘉睦债 01	6.00	20230423	证监许可（2023）936 号	1 亿-新盛水岸安置房+5 亿-观音桥安置房
24 兴宁永业债 01	1.00	20221207	发改企业债券（2022）259 号	0.6 亿-南部新城棚改三期+0.4 亿-补充
24 萧山交投绿色债 01	10.50	20230725	证监许可（2023）1607 号	10.5 亿-城厢街道南门社区城中村改造
24 遂河投债	5.80	-	证监许可（2023）944 号	5.00 亿-河东新区马田棚改+0.80 亿-补流
24 瑞国控 01	2.66	20230423	证监许可（2023）940 号	2.66 亿-2018 年棚改安置房红都·新康园
24 瑞国控 02	2.50	20230423	证监许可（2023）940 号	2.50 亿-经开区安置房五工坑项目
24 上虞经控债 01	5.00	20220419	发改企业债券（2022）111 号	3.70 亿-上虞人才创业园+1.30 亿-补流
24 库停车债 01	3.20	20220412	发改企业债券（2022）90 号	1.92 亿-库尔勒市停车场+1.28 亿-补流
24 济南高新债 01	4.00	20220507	发改企业债券（2022）132 号	3 亿-算谷产业园项目+1 亿-补流
24 钟投小微债	10.00	-	证监许可（2023）925 号	发放委托贷款和补充营运资金

资料来源：wind，中证鹏元整理

三、突破借新还旧的可能性？需要满足哪些条件？

通过以上两个小节分析可知，以名单制为代表的城投融资严监管将长期延续，受此影响城投新增债务将持续承压。对于名单内城投而言，可以通过一系列操作实现退名单；但退名单也不意味着一定能突破借新还旧，这导致很多地方政府及城投公司陷入困惑：突破借新还旧到底有无可能性？实现债务新增到底需要满足哪些条件？本小节将围绕这些疑问进行解析。

首先，突破借新还旧一定是有可能的。对于城投债务新增，“35 号文”的定调是“严控”，这意味着即便是名单内城投，理论上也并非“严禁”新增。根据监管规定，不同融资渠道对于城投债务新增的限制程度、情形存在差异。（1）银行信贷。除农村中小银行外，其他金融机构可严格按照“市场化”、“法治化”原则向城投提供新增融资。其中，“市场化”的要求主要体现在：自担风险、自负盈亏，尤其

是提供融资不得依赖地方政府信用，“法治化”的要求主要体现为：不得为地方政府违规举债、变相举债、虚假化债等提供融资支持；“严控”主要通过两种手段来实现：一是上收审批权限。非重点省份，要求提级审批；重点省份，要求审批权限上收至总行或总部，二是限制融资增速，原则上不得超过所属省市各项贷款平均增速。（2）债券。要求合理把握债券新增注册发行额度，引导债券存量规模逐步调整至与当地经济发展和财力水平相匹配；严控新增自贸区债券和境外债。若为重点省份，申请发行新增债券则需省级政府出具明确意见，债券管理部门审慎予以发行，但不允许赴境外或自贸区发债新增融资；（3）非标。“严控”的力度远大于银行信贷和债券。明确提出融资平台确有新增融资需求的，应优先通过贷款、债券融资，非标最为劣后；同时，不同的非标融资渠道在“严控”力度上也有分化，通过信托、资管、融资租赁、私募基金、民间借贷等渠道新增融资采取“严控”，通过地方金融类资产交易场所新增融资则“严禁”。

综上，名单制管控并未“一刀切”式地杜绝城投债务新增，主基调是“严控”而非“严禁”；从“严控”力度看，银行信贷弱于债券和非标，反映出此轮监管有意确立银行在金融化债中不可替代的重要性地位；非标“严控”力度最大，原因在于多数非标债务呈现出高成本、期限错配等特征，长远来看此类“高危融资”继续新增无疑会加大化债的压力和阻力；债券“严控”力度理论上居于银行信贷和非标之间，但由于其公开市场属性，一旦出现管控不力导致债务无序扩容，很可能会加剧地方债务风险甚至诱发系统性风险，所以在落地执行环节，严控债券新增的力度非常大。梳理 2024 年以来所发城投债的募集资金用途可知，不考虑挂钩项目的企业债，非金融企业债务融资工具和公司债中仅有极少数非重点区域、未被列入“35 号文名单”内且符合 35 指标的产业类主体才能实现新增，而且新增用途大多集中在偿还非债券形式的有息债务，并非用于项目建设、股权投资、补流等更高阶的新增用途。这种情况下，部分流动性压力较大的城投公司无奈之下再次将非标作为“救命稻草”，但这种“饮鸩止渴”式的操作无疑违背化债精神且拖累化债进程，必须及时纠正。前段时间，市场传闻部分信托公司收到监管机构窗口指导，要求其在开展融资平台相关业务时应严格落实“35 号文”，必须通过“融资平台查询系统”（已于 2024 年 3 月上线）确认相关平台是否被列入名单；若在名单内，则无论是作为融资主体还是担保主体，相关债务只减不增，这充分反映出当前监管对于持续压降高息非标融资、防范新增非标债务破坏化债进程的决心。不过，除了在债务增量端施加压力外，监管也应审慎思考是否有必要对现有政策进行适度放松，比如企业债的发行门槛是否酌情降低，以帮助地方弥补项目建设资金缺口，防止出现“半拉子”工程；再比如交易所是否可以允许城投借新还旧覆盖利息，避免城投提前爆发违约风险并伤害区域信用环境。

请务必阅读正文之后的免责声明

在确认了突破借新还旧具备可能性的基础上，本小节进一步探讨实现债务新增到底需要满足哪些条件？目前，市场上有不少研究以 2024 年以来发行的 wind 口径城投债为基础，通过梳理其募集资金用途，筛选出用于偿还非债券形式有息债务、项目建设、股权投资、补流等新增用途的债券样本，从信用级别、行政层级、区域属性、业务结构等多个维度对其进行分析，试图总结出实现债券新增的城投具备哪些共性，以期为各地的城投公司提供参考。不过，这一研究思路存在明显的不足之处：“35 号文”之后，各地都在通过资产的整合、重组、收购等手段打造新的符合“335 指标”等监管要求的主体，以加大实现债务新增的概率；这些“新面孔”未被列入“35 号文名单”，也未在“银保监会名单”、“财政部隐债名单”内，从业务运营及收入、资产、现金流等财务指标进行判断时亦不会被认定为城投，因此很可能被排除在 wind 口径城投债的样本之外；这种情况下，按照上述研究思路推导出的结论难言准确，进而也无法给地方政府及城投提供有价值的参考建议。综上，本文将根据笔者对政策的理解并依托代表性案例，对如何实现债务新增提出可行性建议。

案例 1：某省水利投资集团

新增情形：

所发多期债券的募集资金用于偿还非债券形式的银行贷款，债权人包括光大银行、浦发银行、渤海银行、中行、交行、民生银行、招行、工行、邮储银行等，可认为实现了债券新增。

基本情况：

公司定位为某省唯一的省级水资源综合开发和水利基础设施建设主体；

Wind 分类为城投，外部评级采用城投行业的方法及模型；

主体级别为 AAA 级；

行政层级为省级；所属区域为非重点区域，广义债务率处于全国中上游水平，与可支配财力基本匹配，区域内城投的债务以银行、债券为主，非标较少，债券发行利差处于各省市中下游位置，发债主体未出现过债务违约，地方债务风险总体可控；

从业务层面来看，该公司的收入主要来源于工程施工、安装业务、供水、发电、PPP 项目政府付费，各业务板块的市场化程度均较强。以收入占比最高的工程施工为例，该业务板块由子公司水投建设承担，水投建设具备水利水电工程施工总承包一级资质和市政公用工程总承包二级资质，主要通过公开招标方式承揽项目，业务模式主要采取自营以及 PPP，其中自营模式下无需交付，由公司自持运营，PPP 模式下则以施工总承包为主，工程竣工验收合格后 15-20 年运营期，运营期结束后项目交付给业主单位。公司不请务必阅读正文之后的免责声明

仅积极拓展省内业务，还积极扩展外埠项目，外埠项目占比逐步提升，业务稳定性和可持续性较强。工程施工业务板块的收益较为可观，主要包括两大部分，其中一部分是一般工程施工合同带来的工程施工收入，近两年收入均值达到 17.49 亿元，毛利率均值高达 15.14%，另一部分是 PPP 项目政府付费收入，近两年收入均值达到 5.51 亿元，毛利率均值高达 47.04%，且公司承接的 PPP 项目均为非本级政企合作项目，按目前监管规定该部分收入可被认定为市场化收入。进一步分析其他业务板块可知，供水业务以特许经营方式运作，与供水相关的安装业务实现了市场化运作，毛利率均较高；发电业务通过与当地电力公司签订购售电合同并将可再生能源发电项目所发电量并入指定网电以实现电量销售，电价按国家能源价格主管部门确定的标杆电价或参照特许权电价确定，近两年毛利率均值高达 59.98%；房地产业务采用自建自营和参股形式运作两种模式；招标代理具备专业资质，毛利率较高，成本较少，收入稳步增长。综上可知，该公司在业务层面基本上实现了市场化转型，收入具备较强的市场化属性，可被认为具备市场化转型实质。

表 4 某省水利投资集团收入情况（单位：亿元，%）

业务类型	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	15.65	24.86	17.51	19.32	25.17	12.77
安装业务	11.95	18.99	50.75	13.80	17.97	48.40
供水	10.57	16.80	21.28	11.82	15.39	26.32
发电	7.58	12.05	61.04	8.29	10.80	58.92
PPP 项目政府付费	3.45	5.49	49.37	7.56	9.84	44.71
信息服务	2.93	4.65	-1.07	2.60	3.39	-1.07
其他	10.80	17.16	27.84	13.40	17.45	26.51
合计	62.93	100.00	32.35	76.78	100	31.31

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

案例 2：佛山市某市辖区城建集团

新增情形：

所发私募公司债券的募集资金用途为偿还有息债务和补充营运资金。虽然无法确认其所偿还的有息债务是何种形式，但部分用于补充营运资金，足可认为其实现了债券新增。

基本情况：

公司定位为某市辖区城市运营服务平台；

主体级别为 AA 级；

请务必阅读正文之后的免责声明

Wind 分类为非城投，外部评级采用城投行业的方法及模型；

行政层级为区县级；所属区域为非重点区域，财政自给率较高，近 3 年均值在 85% 以上，广义债务率处于全省中下游水平，区域内城投的债务以银行、债券为主，非标较少，地方债务风险总体可控；

从业务层面来看，该公司的收入主要来源于两大板块：一是民生保障，主要包括生猪屠宰和粮油销售。前者是公司最重要的营收来源，但受制于行业特性，毛利率较低，后者受全球经济下行压力加大、俄乌冲突引发国际粮价飙升、生产及物流成本持续高企等因素影响，业务有所收缩，收入规模随之下降；二是公用事业，主要包括清洁综合服务、保安派驻及押运，前者经营总体稳定，后者面临激烈的行业内部竞争，收入规模较小，但后者毛利率更高。此外，公司还从事市政基建、资产管理、城市更新等板块的业务。不过，市政基建板块的项目推进高度依赖当地财政资金安排及区域城市建设发展需求，近年来收入很小，对公司盈利贡献有限；资产管理板块主要是运营产业园升级改造，目前相关项目一期的入驻单位主要为政府单位，二期尚在建设初期，未到招商阶段，无法给公司创造可观收益；城市更新板块主要是房地产开发建设，项目多处在规划或建设初期，公司面临较大资本支出压力，后续销售情况存在不确定性。综上所述可知，该公司在业务层面的多元化程度较强，虽然核心业务围绕着城市运营服务和民生保障，但运作模式上更偏市场化，所带来的收入可被认定为市场化属性，因此该公司被认为具备市场化转型实质。

表 5 佛山市某市辖区城建集团收入情况（单位：万元，%）

业务类型	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生猪屠宰	123930.64	56.41	-	127638.08	54.29	-
清洁综合服务	29451.18	13.41	-	35036.55	14.90	-
粮油销售	19954.38	9.08	-	17786.80	7.57	-
押运服务	16129.62	7.34	-	17102.76	7.28	-
保安派驻	10224.81	4.65	-	10170.99	4.33	-
绿化养护	10045.71	4.57	-	7119.68	3.03	-
绿化工程	3118.30	1.42	-	1822.47	0.78	-
物业租赁与管理	2588.51	1.18	-	3167.11	1.35	-
工程施工	-	-	-	11345.83	4.83	-
其他	4234.22	1.94	-	3896.04	1.64	-
合计	219677.37	100.00	-	235086.31	100.00	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

综上，本文认为区域及下辖城投能否实现债务新增，主要取决于是否满足以下条件：

先看区域层面。

确保不属于被“35号文”划定的重点区域，亦不属于“14号文”实施后19个非重点区域中被纳入化债试点的区域；同时，按照财政部推行的地方政府债务风险等级评定制度，不同区域以债务率²高低为标准，被划分为“红”“橙”“黄”“绿”四档，分别对应的债务率为“300%以上”“200%至300%”“120%至200%”“120%以下”，要实现新增则区域债务率颜色不能为“红”，“橙”尚有可能实现较低层次的新增（比如发债用于偿还非债券形式的有息债务），建议最好为“绿”或“黄”，可实现项目建设、股权投资、补流等高层次的新增；

再看主体层面。

首先，用来实现债务新增的主体及其重要关联方不能被列入“35号文名单”和“财政部隐债名单”。一旦相关主体及关联方涉及名单，则债务新增的渠道可能被全面封堵。

其次，业务层面呈现出“非典型性城投”的特征，也即收入来源多元化，不再过度依赖在所属区域内开展的市政工程建设、土地开发整理等传统城建类业务，而是能够通过业务模式重塑、专业素质提升、市场拓展能力增强等手段，从城建领域的业务板块挖掘出市场化收入增量，同时还可能涉足较多种类的经营性业务，比如房地产开发销售、物业管理、资产租赁、园区运营服务、类金融服务、信息服务、贸易等，能有效扩大市场化收入规模。本文建议：最好能将市场化收入占比提升至70%及以上水平，也即城建类收入/总收入<30%；同时，净利润中政府补贴占比最好低于50%，该占比越低，越能证明其经营的独立性和市场化运营的真实性，越有利于加大实现债务新增的概率。对于前段时间网传“335”将进一步收紧至“891”（非政府补贴在净利润中的占比≥80%；市场化收入占比≥90%；城建类资产占比<10%），虽然后来被辟谣，但我们认为在市场化收入占比、净利润中政府补贴占比这两个指标上，应尽最大可能超标准完成“任务”，因为实操中监管层明显更倾向于通过这两个指标来对相关主体的市场化转型“成色”进行鉴定并据此给出能否新增债务的审核意见。

再次，资产层面做到“合规”“干净”，将储备土地、纯公益性资产等监管明确不得注入城投的资产予以剥离，对未缴纳土地出让金的土地使用权、无证土地及房屋等重点资产进行及时整改。在此基础上，可以通过“向上争取”、“向外收购”等手段，尽可能地做大经营性资产规模，实现对城建类资产占比的

² 债务率=（地方政府债务余额+隐性债务）/综合财力
请务必阅读正文之后的免责声明

压降。不过，需要提示一点：在城投转产投的过程中，将大量城建类资产剥离出去也不太现实，可能导致资产规模严重缩水，以至于影响到相关主体的信用资质（评级），而且产投本身也没有必要在资产层面完全脱离城建属性，需要做的是培育专业技能、提升运营效率，让城建类资产得以有效盘活并创造更多收益。实际上，我们从一些案例也可以看到，监管对上述观点基本认同，确实并不会特别死扣“城建类资产占比<30%”这一指标，尤其是对一些优质主体（比如信用级别达到 AAA 级，且为所属区域核心一级平台；再比如信用级别虽未达到 AAA 级，但所属区域地方政府将大量优质经营性资产注入且明确将其作为最重要的产投平台进行打造），更不会死扣指标。

最后看项目层面。

确保项目符合国家宏观调控政策、产业政策和规定资产管理法规制度有关规定。具体来看，不得直接或间接用于购置土地；不得用于土地一级开发；不得直接或简单用于商品住宅地产开发项目或偿还相关项目贷款；不得投向还款来源主要依靠财政性资金的非经营性项目（比如各类公益性楼堂馆所）；不得直接用于参股公司、开展上市公司二级市场股票投资等金融投资。本文建议：资金最好能投向与科创、双碳、绿色、乡村振兴、产融发展、保障性租赁住房、异地扶贫搬迁、城市更新、与新兴产业培育、高新技术企业孵化相关的产业园等项目，依托此类项目实现债务新增的概率更高。需要提示的是，若相关主体选择通过发行债券实现项目融资，应注意不同债券品种对于募集资金投向的要求存在差异，比如交易商协会品种不允许将募集资金用于保障房（含棚户区改造）项目建设或偿还相关项目贷款，但交易所主管的企业债、公司债是允许的，建议拟发债主体及其所属区域对此给予必要关注。

总体来说，满足以上条件的区域及相关城投，实现债务新增将具备较高的成功概率。

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