



中国农村金融论坛书系
CHINA RURAL FINANCE FORUM BOOKS

城镇化转型

融资创新与改革

中国金融四十人论坛课题组◎著



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

城镇化转型

融资创新与改革

中国金融四十人论坛课题组◎著

课题组名单：纪志宏、陆磊、王宇、纪敏、
李建强、牛慕鸿、唐滔、杨丰

附录翻译：戚子建、王晓

材料提供：中国人民银行南京分行

图书在版编目 (CIP) 数据

城镇化转型：融资创新与改革 / 中国金融四十人论坛课题组著；—北京：中信出版社，2015.7

ISBN 978-7-5086-5260-3

I. ①城… II. ①中… III. ①城市化—研究—中国 IV. ①F299.21

中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第 122284 号

城镇化转型：融资创新与改革

著 者：中国金融四十人论坛课题组

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm×1092mm 1/16

印 张：22.75 字 数：280 千字

版 次：2015 年 7 月第 1 版

印 次：2015 年 7 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-5260-3 / F · 3411

定 价：60.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com



CHINA RURAL FINANCE FORUM
中国农村金融论坛

致力于开展农村金融调查与研究，引领农村金融
理念突破与创新，推动中国农村金融改革与发展



序 言

加快健全规范透明可持续的城镇化融资机制

城镇化是现代化的必由之路，对全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化具有重大意义。党的十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出：“建立透明规范的城市建设投融资机制，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道，建立规范合理的中央和地方政府债务及风险管理预警机制。”2015年起执行的新《预算法》，也对地方政府债务管理做出了法律调整。这些规定既为城镇化融资开辟了新的渠道，也为健全城镇化融资机制和深化相关改革指明了方向。

城镇化融资问题的本质

市场经济下，任何融资问题都不能凭空产生，都要有稳定可持续的未来收入做保障。城镇化作为工业化的必然结果，其融资的未来收入保障，本质上是人口、产业在特定空间集聚所带来的土地增值、税收、使用者付费增多等城镇化红利。这样看所谓城镇化融资问题，无论是融资需求的规模大小、期限长短，还是融资供给的可得性和融资成本，最终都取决于特定地区城镇化质量高低所决定的未来收入规模及稳定性，具有很强的内生性。基于此，一个好的城镇化融资机制，应该能够在城镇化质量和融资可得性、融资成本之间建立起有效的内在联系，实现二者的良性互动，既不会因此增大财政金融



风险，也不会因过度融资助长粗放式的城镇化。

完善城镇化融资机制的紧迫性

与发达国家所经历的一二百年城镇化过程相比，我国城镇化起点低、发展快、人口转移规模大，亟须在基础设施、公共服务等方面进行大量投资。据有关方面估算，目前我国城镇化率为 53.6%，如果把户籍人口及相应的公共服务因素考虑进去，又远低于这一比例，预计 2020 年城镇化率达到 60%，由此带来的投资需求约为 42 万亿元。这么大的资金需求，单靠财政投入显然不行，必须要有规范可持续的多元化融资机制。

从实践看，我国城市基础设施等城镇化的资金筹措方式，是随经济金融体制改革逐步变化的。从 1979 年开始，国家开始在基建投资领域实施“拨改贷”试点；20 世纪 90 年代分税制改革和政策性银行设立，进一步推动了城市基础设施融资的市场化。经过多年改革发展，目前城镇化建设融资已大大突破了传统的单一财政投入模式，融资平台借款、城投债发行、公私合作、资产证券化等市场化融资渠道明显增多，对改善城市基础设施供给和稳定内需都发挥了积极作用；同时整体债务率尽管上升较快，但仍处于国际安全水平，并且平台债务主要用于投资而非消费支出，具有一定自偿能力。

在看到改革成效的同时，存在的问题也不容忽视。首先，现行融资机制缺乏必要的风险约束。过去一个时期，一方面地方政府具有较强的融资动机，另一方面受《预算法》限制又不能直接发债，转而通过融资平台负债，债务主体和资金使用主体脱节，大量地方政府性债务游离于预算管理之外，信用主体模糊、偿债责任不清导致债务增长较快。两次审计（2010 年、2013 年 6 月底）间隔的短短两年半时间内，省市县三级地方政府负有偿还责任的债务余额就达到 105 789.05 亿元，比 2010 年底增加 38 679.54 亿元，年均增长 19.97%。从偿债资金来源看，也存在过度依赖一次性土地出让收益等问题，缺乏房产税等稳定的地方税收入，土地资源过度超前开发、高地价、高房价、“新官不理旧账”等问题不容忽视。近年来，随着融资平台向银行贷款受限，各类风险更隐蔽、成本更高的影子银行融资大量涌现，债务隐性化、融资不规范、刚性兑付等问题较为突出，金融市场正常的信用筛选机制受到扭曲。

其次，现行融资机制的不足已影响到城镇化质量。一方面，一些大城市和特大城市

基础设施供给、公共服务跟不上人口转移速度，各种“城市病”日益突出；另一方面，一些中小城市盲目扩大建成区面积，城市建设、住房建设过度超前，“鬼城”、“空城”频现，加之大量工业用地的廉价使用，耕地被大量占用，浪费严重。从融资机制角度看待上述问题，无论是大城市建设的供给不足，还是中小城市建设的供给过度，本质上都是目前城镇化融资机制市场化程度不足的反映。一个地区城市建设的融资可得性、融资成本，与其人口、产业集聚的内生融资需求有一定脱节，市场经济下融资机制本应具有的优化资源配置功能没有得到充分发挥。

市政债等是规范透明、约束力强的城镇化融资机制

从国际经验看，地方政府发债虽非唯一融资方式，但其公开性带来的市场约束，偿债来源和城镇化红利释放（土地房产增值、使用者付费和税收增多）形成的互动，以及对公共财政透明化、阳光化、健康化的推动，早已被实践广泛证明。

市政债的广泛应用并非偶然。首先，市政债融资的借、用、还主体统一，并主要用城市公共服务改善带来的财产税（房地产税）和使用者付费偿还，融资可得性、偿债资金来源和偿债激励保持一致，地方政府自身就有动力约束风险。其次，市政债期限通常较长，既能较好地满足城镇化建设的长期资金需求，也能在较长时间内分摊财务成本。相反，近年来我国地方政府性融资的债务期限远短于投资回收期，融资平台在金融市场上不断进行“融资倒腾”，不仅加剧了自身风险，也使全社会融资成本提高和影子银行膨胀。同时，市政债在二级市场交易的流动性强于贷款，有利于降低风险和吸引更多长期资金参与城镇化建设。

除了在融资效率和期限上具有优势外，市政债的最大好处是金融市场公开发债带来的市场约束。信息披露、信用评级、债券价格可以及时反映地方财力的稳健状况，而债券违约也会损害地方政府声誉。这些市场信号都有助于激励地方政府改善信用状况，降低融资成本。同时，允许地方发债的国家大都有较强的财政纪律约束，也有助于强化地方政府的财政责任和隔离风险。

正因为市政债在风险约束上具有相对优势，尽管其发展过程中有过一些波折，但总体而言，违约风险明显低于公司债和银行贷款。特别是，20世纪80~90年代以来，不少国家



通过出台一系列强化财政纪律和提高透明度的法案，清晰界定了市政债的偿债主体、偿债来源和违约处置责任，尤其是在制度设计上有效隔离了地方债风险向中央财政的传递，市政债违约率大幅下降。比如说，美国、日本等通常不超过 1%。在 2007~2009 年的国际金融危机中，市政债发行和价格所受到的冲击也明显小于一般公司债券甚至国债。

地方政府“阳光发债”能对推动相关改革和提升城镇化质量发挥重要作用

按照疏堵结合的改革思路，2014 年通过的《深化财税体制改革总体方案》和新的《中华人民共和国预算法》，都明确赋予了地方政府发债权。尽管未来地方政府发债还有待完善制度和接受市场检验，但法律上的突破对健全城镇化融资机制的标志性意义毋庸置疑；同时以此为突破口，对推动相关改革深化的意义也值得期待。

从与政府职能转变的关联性看，地方政府发债有助于强化当地信用状况和融资可得性及利率的内在联系，激励地方政府改善金融生态环境和推动信用体系建设；地方政府在发债、管理和偿还过程中，还会涉及诸如财政纪律、人大、民意监督等多重约束，有助于调动各方面积极性参与公共项目治理，推动国家治理体系现代化。

从与财税改革的关联性看，允许地方政府发债，其债务责任承担必然涉及上、下级政府财政关系的厘清，对打破中央财政兜底风险的传统，加快健全财力与事权相适应的财税体制以及提升财政透明度都不无裨益。同时，地方政府发债必然要求有一个稳定可持续的收入来源，对深化分税制改革、培育稳定的地方税收入、加快公共品价格改革也会起到推动作用。

从与土地制度改革的关联性看，地方政府发债所对应的偿债收入的稳定性、可持续性要求，必然涉及城镇化发展过程中土地增值收益的获取、分配和使用方式的改革；对落实党的十八届三中全会提出的建立城乡统一的建设用地市场，建立兼顾国家、集体、个人的土地增值收益分配机制，完善土地租赁、转让、抵押二级市场等举措具有重要意义。

从与金融改革的关联性看，我国作为一个大国经济体，地方政府发债虽然总量潜力大，但是不同地区的地方政府信用状况差异较大。地方政府发债对健全金融市场信用分层的定价体系、满足不同投资者需求能起到重要作用，是健全多层次资本市场的重要组成部分。

从与城镇化质量提升的关联性看，地方政府阳光发债能否成功，归根到底取决于一

个地区人口、产业集聚规模带来的土地增值红利以及税收、使用者付费等未来收入。未来无论是满足城镇化建设的新增融资需求，还是化解存量债务风险的紧迫性，都需要尽快扩大地方政府发债规模和深化相关改革，并以此遏制粗放型城镇化的盲目扩张。

健全发债融资的风险约束机制

市政债本身虽然具有自我约束债务膨胀的内在机制，但无论是国际经验，还是我国相关实践都表明，市政债市场的健康发展离不开一个健全的风险约束机制。

强化财政纪律约束。国际上允许地方政府发债的国家大都有程度不同的财政纪律约束。比如曾爆发债务危机的巴西、哥伦比亚等拉美国家，就通过立法明确规定地方政府债务上限，以及公共债务（包括或有债务）的口径和报告、审计以及违规处置等制度。同时，地方政府发债须分离资本预算和经常预算，防止因地方债出问题影响基本公共服务支出，倒逼中央政府兜底风险；债务预算也应按期限连续滚动编制，防止“新官不理旧账”。

我国新《预算法》在赋予地方政府发债融资权利的同时，也从举债主体、用途、规模、方式、监督制约机制和法律责任等多方面，对地方政府发债做出了全面规范：一是限制主体，经国务院批准的省级政府可以举借债务；二是限制用途，举借债务只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出；三是限制规模，举借规模由国务院报全国人大或者全国人大常委会批准，省级政府在国务院下达的限额内举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人大常委会批准；四是限制方式，举借债务只能采取发行地方政府债券的方式，不能采取其他方式筹措，除法律另有规定外，不能为任何单位和个人债务以任何方式提供担保；五是控制风险，举借债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源。国务院建立了地方政府债务风险评估和预警机制、应急处置机制以及责任追究制度等。这些制度从法律上解决了地方政府债务怎么借、怎么管、怎么还的问题，奠定了未来地方政府举借债务以及城镇化融资的制度框架。

从中长期看，债券发行、使用、偿还主体应保持统一。总体看，新《预算法》对地方政府债务管理的相关规定，是与我国现阶段发展状况、体制背景和金融市场成熟程度相对应的制度安排，有助于防范债务风险。但从中长期看，债券发行、使用和偿还主体



的统一，是金融市场内生约束机制发挥作用的前提。目前实践中无论是地方政府通过平台公司融资，还是地方债由中央代发以及省级政府自借自还试点，债务主体和资金使用主体都存在不同程度的脱节，实际都隐含着政府对企业、上级政府对下级政府不同程度的信用背书，由此带来的偿债责任不清和债务缺乏约束等问题不同程度存在，不利于金融市场准确评估债务主体和债务信用。从国际经验看，地方债的发行主体，主要还是作为资金最终使用者的市政当局——市、县政府。从建立权责清晰、激励相容的内生风险约束机制出发，应扩大市级政府直接发债试点，对确需由上级政府代发的，也应明确资金使用主体的偿债责任，真正做到自用自发自还。

健全债务偿还的正向激励机制。债务风险约束既要强化财政纪律等责任机制，也要有正向激励。未来可探索将地方政府政绩考核、自主发债规模、地方税扩权等与债务风险挂钩，正向激励地方政府强化信用意识、改善地方金融生态。

强化金融市场约束。从近年来市场实践看，城投债等市场化程度较高的债券，其风险和利率变化对发行人和投资者的影响正逐渐增强。应加快健全地方政府资产负债表制度，强化发债主体信息披露，使各种债务可见、可控。加快发展多层次资本市场，吸引养老基金、保险公司、主权财富基金等长期投资者入市；借鉴国际经验，通过税收优惠等措施，鼓励当地居民投资本地市政债，发挥投资者约束作用和拓宽居民财产性收入渠道；积极探索投资人付费评级和投资者分级制度，打破刚性兑付，强化投资者风险自担意识。

积极稳妥地推进新型城镇化，涉及多方面的改革和创新。其中，一个健全的市场化融资机制不仅有助于防范化解财政金融风险，更能以融资机制转型带动城镇化发展方式转型，对提升城镇化质量能够发挥重要作用。正是基于这一认识，中国人民银行研究机构承担了中国金融四十人论坛内部课题，着重从融资视角对新型城镇化问题做了较为系统的研究梳理，书中既有对城镇化融资基本原理的探讨，也不乏对相关国际经验和中国实践的分析、建议。相信本书的出版，能够为相关部门、机构和广大读者探讨新型城镇化及融资问题提供一些有益帮助。

中国人民银行副行长

2015年3月



目 录

序 言 加快健全规范透明可持续的城镇化融资机制 // XI

第一章 城镇化与新型城镇化

我国城镇化进程的历史回顾与挑战 // 003

我国城镇化发展的历史进程回顾 // 003

以往的城镇化模式难以持续 // 004

新型城镇化的发展动力 // 006

新型城镇化与经济社会发展转型 // 009

城镇化和经济社会转型发展的互动 // 009

城镇化发展是推动我国经济社会转型发展的重要途径 // 012

新型城镇化的主要任务 // 016

有序推进农业转移人口市民化 // 016

优化城镇化布局和形态 // 018

第二章 新型城镇化融资需求与挑战

我国城镇化水平与未来潜力 // 023

我国城镇化发展速度和水平 // 023

我国城镇化发展潜力分析 // 027



新型城镇化的融资需求 // 031

公共设施融资需求 // 033

公共服务融资需求 // 035

城镇化融资需求规模估算 // 036

新型城镇化融资面临的挑战 // 045

现有城镇化融资问题日益凸显 // 045

新型城镇化迫切需要深化融资机制改革 // 047

第三章 城镇化融资问题的基本原理

城镇化融资问题的理论基础 // 051

公共物品理论 // 051

项目分区理论 // 053

城镇化融资的基础要素 // 056

为谁融资（融资对象） // 056

谁来融资（融资主体） // 058

如何融资（融资方式） // 060

城镇化融资机制有效性的标准 // 063

融资效率上的激励相容 // 063

融资成本负担上的代际公平 // 064

融资风险外部性的有效隔离 // 064

城镇化融资机制构建的基本原则 // 066

多元化 // 066

市场化 // 067

可持续 // 067

第四章 城镇化融资的国际经验——融资方式和偿债收入

财政投入 // 071

银行信贷 // 074

市政债券 // 076

市政债的类型与特点 // 076

市政债发展历史和优势 // 077

不同国家市政债融资的主要做法 // 079

资产证券化 // 084

公私合作 // 086

公私合作的类型与特点 // 086

公私合作在城镇化建设中的应用 // 089

公私合作成功运作的保障机制 // 092

偿债收入来源 // 096

一般性税收收入和转移支付 // 096

房地产税收收入 // 098

使用者付费 // 100

土地价值捕获 // 103

第五章 城镇化融资的国际经验——风险约束和违约处理

财政纪律约束 // 109

市场约束 // 116

违约处理 // 120

协商解决 // 120



上级政府介入及接管人制度 // 121

破产处置 // 123

地方政府破产的概念及内涵 // 123

地方政府破产后的债务偿付 // 125

地方政府性债务可持续性比较 // 128

地方政府债务可持续的条件 // 128

地方政府债务可持续的国际比较 // 129

第六章 我国城镇化融资的历史和现状

城镇化融资方式的历史变迁和现状 // 133

以地方政府为主体的融资方式 // 136

国债转贷 // 136

地方政府债券 // 137

国际金融组织和外国政府贷款 // 140

以地方政府融资平台为主体的融资方式 // 141

银行贷款是地方融资平台的主要融资来源 // 141

融资平台债券——城投债 // 143

信托融资 // 146

资产证券化 // 148

对现有城镇化融资方式的评价 // 150

现有城镇化融资模式取得的成效 // 150

现有融资模式存在的主要问题 // 154

现有融资模式存在问题的体制根源 // 159

新时期我国城镇化融资面临的新问题 // 164

债务存量水平较高 // 164

潜在经济增长率下降 // 165

储蓄率逐渐下降 // 166

融资成本上升压力 // 167

第七章 新型城镇化融资机制的构建

新型城镇化融资机制的基本框架 // 171

总体思路：城镇化融资机制和质量提升的良性互动 // 171

基本原则：市场化、多元化、可持续 // 172

基本框架 // 173

规范地方政府性债务管理 // 175

规范地方政府债务管理的基本原则 // 175

落实新《预算法》，构建规范的地方政府举债融资机制 // 176

地方政府性存量债务风险的化解 // 181

将地方政府性债务分门别类纳入全口径预算管理 // 181

逐步剥离融资平台的政府融资职能 // 182

妥善处理存量债务和在建项目后续融资 // 182

有序推进地方政府融资平台贷款证券化 // 183

推进多种形式的公私合作 // 185

加强和完善法制法规建设 // 185

强化契约精神和市场意识 // 186

积极稳妥推广PPP模式 // 186

完善机制建设和监管框架 // 187



第八章 新型城镇化融资与财税制度改革

理顺不同层级的政府间财政关系 // 191

理顺中央与地方的财政关系 // 191

理顺省以下地方政府的财政关系 // 192

完善转移支付制度 // 193

改进预算管理制度 // 194

完善政府预算体系，健全透明预算制度 // 195

改进预算控制方式，建立跨年度预算平衡机制 // 195

硬化地方财政预算约束 // 197

规范地方政府债务管理 // 198

新老预算法有关地方政府债务管理规定的对比 // 198

新《预算法》下如何控制债务风险——怎么借？ // 199

新《预算法》下如何健全偿债机制——怎么还？ // 200

新《预算法》下如何处置债务风险——怎么管？ // 201

完善财政管理和治理 // 203

第九章 新型城镇化融资与土地制度改革

新型城镇化融资机制呼唤土地制度改革 // 209

土地税制不合理，城市建设用地利用效率不高 // 209

宅基地相关制度不完善，影响农村土地利用效率 // 211

土地征用过程中的增值收益分配不甚合理 // 211

现行土地征收与转让制度不完善的影响 // 214

耕地数量与质量下降威胁粮食安全 // 214

地方政府垄断土地供应导致地价居高不下 // 215

“土地财政”问题突出 // 215

城镇土地供应制度的市场化改革 // 221

合理规划城镇建设用地是基础 // 221

缩小征地规模，农村经营性建设用地直接入市 // 222

合理分配土地增值收益，改革土地财政与创新土地金融 // 228

改革土地财政 // 228

创新土地金融 // 231

第十章 新型城镇化融资与金融制度改革**新型城镇化融资需要金融体系功能的深化 // 237****完善金融市场定价和筛选机制 // 241**

健全国债收益率曲线 // 241

完善信用评级制度 // 243

提高金融机构的定价和风险识别能力 // 244

丰富金融市场层次和产品 // 245

构建多层次金融组织 // 245

扩大政策性金融供给 // 246

创新直接融资工具 // 248

优化金融服务体系 // 248

优化金融生态环境 // 250

参考文献 // 253

附录一 《美国法典》第九章 地方政府债务的重整 // 257

附录二 巴西财政责任法 // 265

附录三 美国肯塔基州高速公路债券发行公告 // 295

附录四 2014年《预算法》修改前后对照表 // 311

附录五 关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知 // 331

附录六 财政部关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的通知 // 345