



城投再来

地方融资平台如何转型

李奇霖 王言峰 李云霏
| 著 |

转型焦虑中的城投公司，如何从债务危机中突围？

深剖国有资产经营模式创新
建言城投转型之道



华夏出版社
HUAXIA PUBLISHING HOUSE



城投再来

地方融资平台如何转型

李奇霖 王言峰 李云霏
| 著 |



华夏出版社
HUAXIA PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

城投再来：地方融资平台如何转型 / 李奇霖等著. -- 北京：华夏出版社, 2017. 2

ISBN 978 - 7 - 5080 - 9098 - 6

I. ①城… II. ①李… III. ①地方财政 - 融资 - 研究 - 中国 IV. ①F812. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 305912 号

城投再来：地方融资平台如何转型

著 者 李奇霖 王言峰 李云霏

策划编辑 张巧云

责任编辑 刘艳静

出版发行 华夏出版社

经 销 新华书店

印 刷 三河市少明印务有限公司

装 订 三河市少明印务有限公司

版 次 2017 年 2 月北京第 1 版
2017 年 2 月北京第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16 开

印 张 12.5

字 数 160 千字

定 价 42.00 元

华夏出版社 地址：北京市东直门外香河园北里 4 号 邮编：100028

网址：www.hxph.com.cn 电话：(010) 64663331 (转)

若发现本版图书有印装质量问题，请与我社营销中心联系调换。

城投转型，需要 we 做些什么？

管清友

民生证券副总裁、研究院院长

20 世纪 90 年代以来，我国改革汇率制度、设立经济特区、实施可持续发展战略、加入世界贸易组织，经济发生了翻天覆地的变化。在 1992~2010 年，我国 GDP 增速持续保持高增长，并于 2010 年第二季度超过日本，成为仅次于美国的世界第二大经济体。与宏观经济发展相对应的是，我国城镇化进程也以世界瞩目的速度向前推进，农村人口不断向城镇转移，二、三产业向地区经济中心聚集，其背后不仅是经济增长的原生推动，更与地方政府的全力支持密不可分。在严格控制赤字率、地方政府不得直接举债的制度环境下，城市发展衍生出大量基础设施资金需求，获得充足资金以支持地方经济发展成为各级政府发展的瓶颈。在制度约束与经济发展需求双重因素的催生下，城投公司应运而生。

城投公司的“功”与“罪”

自 20 世纪 90 年代发展以来，城投公司一方面“享受”地方政

府在城市建设方面对融资平台企业的依赖，另一方面却又承受着预算软约束、无度负债的“口诛笔伐”。

旧《预算法》规定之下，地方政府面临财权上移而事权下移的窘迫局面，但以政府名义举债是明令禁止的，通过建立城投公司为各类公益性项目融资，成为各级地方政府所默认而普遍的做法。可以说城投公司的出现及其融资职能的充分发挥，对于2008年之前我国的城镇化建设起到了不可否认的重要支撑作用。而社会关注点逐渐从企业对基础设施建设的支撑，转移到其造成的政府债务问题上。准确地说，是在2008年四万亿投资计划实施之后，积极财政所引导的基建创造出更加强烈的资金需求，城投公司的融资平台作用也在这波浪潮中发挥到了极致。

2010年的地方政府债务审计，首次将城投公司推上了风口浪尖，一时间“借用政府信用”、“预算软约束”等批评不绝于耳。城投公司从以前的默默无闻突然间转变成地方政府债务问题的始作俑者，债务整顿、融资收紧、政企分离一时间成为经济稳定之后的热点问题。然而，任何事情都应该辩证来看，在政府主导基建投融资的制度环境下，城投公司以融资平台的身份缓解了政府的资金问题，成为社会投资不容忽视的支撑力量，而其造成的政府债务规模过快增长、成本过高也是不能抹杀的。

究其原因，还是要回归到制度的不完善上来。

首先，预算软约束造成的债务规模过大、增长过快。城投公司最初均是通过财政资金注入、当地政府委派官员为企业高管的方式成立的，其实就是政府部分职能的延伸。实际运营中，企业需要承接部分现金流创造能力为零或者极弱的公益类项目建设，同时负责为政府其他资本性支出融资，从未进入市场化运营的轨道。其融资

规模的快速增长很大一部分还是来自于地方政府资本性支出的扩大、增长加快，另一部分则在于企业本身缺乏实际偿债能力，只能通过不断借新还旧维持企业的正常运转。

其次，要谈一下企业带给地方政府的高成本债务。一直以来，城投公司处于企业与地方附属部门的中间地带，以企业名义奔赴资本市场融资，债务成本往往根据企业信用定价，但这部分资金却要用于无收益或者低收益、回收周期长的基建领域，债务与资产的错配——期限错配、成本收益错配自然存在矛盾之处，加上企业偿债能力依靠的是无法量化的地方政府支持，导致市场要求更高的信用溢价。这也说明，城投公司债务的高成本，根源还在于地方政府不得以通过企业债务的形式获得所需资金，失去了地方政府债务正确定价的途径，如果单从城投公司的角度出发，市场机制下债务成本与风险是成正比的。

说了这么多，并不是为城投公司正名。在实际操作中，城投公司本身缺乏预算约束、过分忽略成本控制，确实进一步加重了债务问题。但解决这个债务问题，是不是简单划清企业与地方政府的界限就可以解决？作为城投命运转折标志的国发〔2014〕43号文给出的答案没有这么简单：正如前文所提，制度的不完善才是造成目前地方政府债务问题的根源。如果没有适当的城市建设投融资体制顺利代替过去的城投融资、代建模式，城投公司就难以自然退出，PPP大概率成为这个新的投融资体制；同时政策层面也鼓励城投公司进行转型。

转型成为稳增长的重要环节

可以说，转型的提出以及实施又遇到一个较为特殊的经济环

境。2014年以来，人口周期拐点的负面影响通过房地产投资渗透到经济的各个层面，经济下行压力不断增加。对于地方政府而言，财政收入压力有增无减，即使有了举债融资的职能，收入基数降低的同时，支出规模因为基建扩张也会日益增加。而由过去的城投公司全权负责投融资，到未来的地方政府合理融资，新的体制建成和完善不是一蹴而就的。当前地方政府被动处在一个两难境地：是谨慎地以规范地方政府举债融资为出发点，新增赤字有限，用有限的资金去实现有限的政府性投资，而将经济增长放在第二位，还是继续发挥城投公司历年来形成的投资职能，在基建投资中发挥作用？对于这个问题，国办发〔2015〕40号文做出了回答。显然，任何层面的制度改革是需要以稳定的经济环境为基础的，城投公司转型的完成亦依赖于此。

以2015年5月为节点，城投公司的转型之路，要如何适应当前的经济下行压力？在国发〔2014〕43号文的引领之下，国务院、财政部以及发改委等为一贯听从于地方政府安排的城投公司做出了更为具体化的适应性措施，包括国办发〔2015〕40号文提出的“指导银行贷款为在建项目继续提供资金支持、地方政府债务置换的启动”，以及后续发改委针对特殊领域债券发行的配合措施等。国发〔2014〕43号文给了城投公司“非改即消”这样一个看似决绝的“二选一”境地，而这些后续的适应性政策安排，体现了在以基建投资为稳定经济主要手段的政策环境下，过渡式的城投转型本身也是稳增长的一个重要环节。

转型还需要“地利”与“人和”

有了上层设计，转型的实施还需要合适的金融环境以及有力的

实施力度。对于城投公司来说，需要解决的无非是做什么、怎么做的问题，尤其是后者，具体的投融资决策是企业市场化转型的直接反映。2015年以来，直接融资市场的迅速发展、扩容，其实为城投公司的融资转型提供了最大的“地利”条件，这是一个直接、高效并且置企业于各类投资者审视之下的融资工具。市场化的直接融资有助于企业摆脱银行贷款背后的行政管制，但原本弱化的企业本质在这个过渡期间要做好承受投资者层层拷问的准备。

在融资环境优化的支持下，城投公司的转型还需要“人和”。这里的“人”，不仅仅是企业自身，更事关一直以来影响城投公司运转的地方政府。实际上，作为地方政府“附属机构”的城投公司，其转型应该是一个自上而下的过程，只有在地方政府承认并且推动“去行政化”的前提下，首先获得自主决策的空间，才能说其转型实现了真正的开始。当前，地方政府是否真正实现了这一条件，情况可能还不够乐观。在2016年以来的基建实施中，城投公司为公益性项目大规模融资的情况似乎并没有明显改善，实体经济尤其是民间投资的快速下滑在短时间内只能通过基建投资来对冲，PPP还难以完全替代过去城投公司作为主流的投融资模式。在这样的环境下，人们无法预期地方政府能够完全减退对城投公司的“任务指派”，如果还是维持原来政企不分的思路，城投公司不仅难言转型，可能还会积累更多的债务问题。

因此，城投公司转型成功与否，不仅仅是一个体制改革的问题，更关键的还是其中“人和”能不能实现，包括政府和企业在内。政府和企业要想转型成功，从管理理念、运营目标到实际操作的方方面面，都需要从过去的行政化管理向市场化运营转变。在这一过程中，地方政府的积极推动与企业自身运营管理的主动转变，

二者缺一不可。

转型也是新型投融资体制的重要组成

在整体信用风险担忧提升的环境下，仅仅依靠货币政策降低企业融资成本，而不形成一个有效的风险定价机制，社会资本主动加杠杆、进入基建领域参与 PPP 的动力是不足的。在这样的环境下，政府单方面努力吸引私人资本，反而会增加未来的财政支出压力。何不发挥城投公司的优良“历史传统”？

一方面，城投公司长期承接公益性政府项目，对投资收益要求低，与政府供给领域的公益性契合度高。另一方面，城投公司以地方国有的身份与地方政府各个部门沟通的成本低，更容易接受企业投资服务于民生建设的统筹规划。

在国发〔2014〕43号文的强约束下，城投公司完成市场化转型是真命题，但挑战中也有机遇：政府部门供给重点转变，引领城投公司由基建主体转型成为公共服务提供主体，包括养老、医疗、教育、旅游等，以市场化管理的方式，改变过去完全依赖财政资金的政企不分状态，以较低的收益要求、简化的合作沟通流程，助力稳增长政策的实施。

城投公司的重新定位，有助于其完成市场化转型，从而获得更长久的生命力。国发〔2014〕43号文框架重构了城投公司的投融资职能，逐渐厘清了城投公司与地方政府之间的信用关联，有效实现了公司与政府信用隔离。

城投公司转型是促进城市建设新型投融资体制的重要组成部分。一方面有助于发挥国有资产的经营优势，在地方财政赤字压力增大、现有存量资金作用时限短的情况下，盘活存量资产，缓解短

期的财政压力；另一方面也有助于引导城投公司在新的经营管理模式下逐步走向自主经营、自负盈亏，在供给侧改革背景下发挥融资优势与低改革阻力优势，实现主营业务从公益性项目到公共投资项目的转移。在此过程中，政府由直接投资者向市场监管者转变，逐步放开市场垄断、营造公平市场环境，通过多元化的投资主体、投资模式实现供给侧改革。

前 言

政府投融资平台伴随 20 世纪政府投融资体制改革、分税制改革出现，受 2008 年金融危机催化大规模兴起，以“城市建设投资公司（城投公司）”的形式成为全国各省、市城市化建设的绝对主体。20 多年的发展历程，可谓“城市兴，城投起”。2014 年，国发〔2014〕43 号文带动舆论各界纷纷唱起“城投公司即将退出历史舞台”的悲歌，关于城投公司融资收紧、市场化转型等等的话题讨论不绝于耳。想一想这二十余载的发展历程，在浩浩荡荡的城镇化进程中，城投公司所扮演的角色如果只是个简单的融资平台，并以此为理由来否认其存在的必要性，未免有失偏颇。

我们先来说一说 20 多年来城投公司是怎样的一种存在。

初起：体制改革路上的必然产物

城投公司出现于 20 世纪 90 年代我国由计划经济向市场经济过渡的大背景之下，其发展主要经历了三个时期：

（1）投资体制改革：投资主体的去政府化

20 世纪 90 年代起，地方政府负责区域性基础设施建设的职能逐渐确定。1988 年国务院公布《关于投资管理体制的近期改革方案》，明确“区域性的重点建设工程和一般性的建设工程，由地方承担”，地方可以建立城市投资公司负责政府项目的投融资。这也是城投公司发展的最初的形态。注意，这里企业要负责的是政府项

目的投融资，从建立初衷来看，企业并不是简单的一个平台，融资职能更多是配合投资而存在。

(2) 财税体制改革：地方政府收入的先天不足

中央、地方投资职能再分配后，过去与财政包干制配套的财税体制显然不合时宜，最大的问题在于中央财政严重短缺。紧接着，1994年“分税制”改革，将中央和地方的事权与财权重新做了分配，地方政府财权上移，很大程度上解决了中央的权责不平衡。但是，事权分配模糊，中央政府的事权不断下移，地方政府不能举债融资的限制加上有限的财政收入，成了地方政府长时间的难题。

(3) 1994~2008年：城投公司群体逐渐扩大

这期间，地方政府发现，既然可以通过地方投资公司实现建设领域的“市场化”，那么项目对应的资金募集由企业实现也是理所应当的了，同时也可解决财政资金困难。自此，以地方投资公司为模板，各级政府纷纷成立“城市建设投资公司”。伴随1990~2008年我国城镇化率由26%一路提高至46%，城投公司为城市发展的基础设施建设提供了大量支持。

发展：饱受争议的基建先锋

2008年对于城投公司来说是一个重要的时间节点。当时，金融危机爆发，中央及时出台四万亿投资计划，一度为城投公司的兴起创造了“天时、地利、人和”。

具体而言，金融危机冲击出口需求，给城投公司创造了莫大的“天时”。2008~2010年，连续两次的发达经济体经济危机，一再挫伤全球经济的增长潜力。虽然资本管制一定程度上缓冲了金融途径的冲击，但全球需求疲弱，我国出口连年负增长，拖累GDP增速由2007年的14.2%降至2009年的9.2%。对出口对经济的拖

累，投资往往是最快速、有效的“替代马车”。2008年年底，政府提出四万亿投资计划，部署2009~2010年完成，投资领域集中于“铁公基”、保障房、农村基础设施等规模大、上下游拉动明显的领域。如此集中的政府项目投资，财政资金能够投入的规模更显乏力，通过城投公司加“隐性杠杆”也就成了一种默认的做法。

而在过去多年的经济快速增长、居民财富快速累积的基础上，城市基础设施建设尚显不足，这又为城投公司快速扩大提供了“地利”条件。四万亿计划出台之际，国内的基础设施建设依旧存在很大空间。过去十几年城镇化加速实现，造成配套的跨区域以及区域内的基础设施供给不足，四万亿的投资也主要投向“铁公基”等大型建筑项目。具体到各个市级地方政府，新城市建造运动也是此起彼伏。

在监管机构的支持下，地方政府顺利完成加杠杆，这是“人和”。四万亿投资计划配套实施减税计划，使得财力不足的地方政府得以缓解危机。2009年3月，银监会、央行联合公布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，明确“支持有条件的地方政府组建投融资平台”，城投公司的融资功能得到充分放大，仅2009年地方政府融资平台的贷款余额就同比增长70.4%，达到7.38万亿。

当然，政企难分也让城投公司发展备受争议。介于市场主体与政府平台之间的模糊定位，加上缺乏约束的融资行为，使城投公司的扩张饱受争议。2010年底，地方政府性债务中城投公司形成的债务占比47%。这其实侧面反映了财力缺乏的地方政府对城投公司同样存在强烈依赖，因而城投公司长期从事政府投资形成的债务已然等同于政府债务，本质上也是有事实基础的。这就不难解释城投公司信用等同于地方政府信用这一市场预期。

国发〔2010〕19号文印发之后，银行贷款收紧，出于对政府信用担保的信任，社会资金继续通过债券、信托产品、证券和保险业金融机构融资工具等途径，源源不断投向城投公司。显然，只要地方政府不能正规融资，只要财政收支缺口存在，市场对于城投公司债务的“政府化”就存在坚定的信仰。也难怪各路资金不遗余力地追捧城投公司。不过企业在种种建设任务的重压下也有急切的融资需求，一方愿意借，一方愿意贷，从这个角度来说，市场也算是一种均衡。到了2013年6月，地方政府债务第二次审计时，地方政府性债务中通过城投负有的高息债务占比仍然超过35%。

现状：国发〔2014〕43号文并非“终结者”

2014年新《预算法》落实，国发〔2014〕43号文为城投公司充满争议的高速扩张之路画上句号，未来城投公司何去何从，一时间成为舆论热点：是继续存在还是退出历史舞台？要回答这个问题，需要重新审视曾经创造“城投兴”的三因素发生了怎样的变化？客观环境是否已经决定城投公司没有存在的价值？在笔者看来，答案应该是否定的。

首先，经济增长压力更多是在内部。危机之后发达经济体持续宽松政策刺激全球经济弱企稳，外需逐渐稳定，真正的风险因素由外转内：制造业深陷产能过剩泥沼、房地产结构性拐点确定，基建因为过去的四万亿投资空间大幅缩减，经济增长需要通过结构调整找到新的发力点。在实体经济疲弱之际，政府投资不能跟着熄火。实际上，2016年的宏观政策也确实由积极的货币政策转向积极财政为主，稳健的货币政策为辅。

其次，城镇化的进度放慢，但累积的公共服务需求具有极大投资空间。过去的政府投资映射了大量农村人口向城市转移过程中硬

性基础设施的不足，随着城镇化过程的放缓，稳定的城镇居民人口对于公共服务的需求开始凸显，城市基础设施的需求只是由“硬件”转向了“软件”，但并没有终止。

再次，财税改革、土地出让减收，地方政府财力还在减弱。赤字率的约束下新增债务对支出计划的支持力度有限，同时存量债务累计 15.4 万亿（截至 2014 年），债务本金可以置换，但利息支出以及负有救助责任的二、三类债务仍会进一步侵蚀地方政府的支出空间，地方政府依然面临严峻的资金压力。

最后，私人资本在公共服务领域的参与度有限。国发〔2014〕43 号文确定，未来的投资通过地方政府债或者 PPP 的形式引入社会资本实现，但私人资本参与公共服务领域 PPP 的空间并不大。如教育、医疗、养老等这些在城市发展中从未被满足却一直被忽略的领域，在发展初期大概率是公益性为主而营利性缺乏，一般企业不得不忍受风险溢价抬高的融资成本，对其参与度自然不能抱有太高的期望。

公共服务产品依然属于低收益投资领域，而私人资本的经营收益目标是参考竞争市场的水平，后者显然高于政府项目能够创造的收益，导致私人资本对政府政策、财政补贴提出更为苛刻的要求。经济下行、私人资本的信用资质整体下沉，相比于地方国企的城投公司，其在融资成本、融资途径方面不具备优势，企业的财务成本将进一步转嫁给地方政府。另外，如果地方政府出于政策压力，以高收益吸引私人资本进入 PPP，本身又构成了对市场资源的挤占。

由此看来，未来退出历史舞台并不是城投公司的最终归宿，而应该是转型走进一个新的时代，告别“空心”的平台性质，在被动政策约束和主动谋求出路过程中，继续在城市建设投资中寻找合适的定位。

转型：准定位、立信用、化债务

整体上，城投公司要完成市场化转型，主要面临的阻力来自于以下三个方面：

(1) 企业定位的转变：过去的城投公司是政府投资体制的产物，公司的投融资决策均体现了政府意志。当退去政府平台的角色，必须改变过去的管理思维，在投资项目、融资途径、企业经营各个层面实现市场化思考。

(2) 企业信用的建立：城投公司盈利能力有限，稳增长压力下，还存在政府任务摊派的现象，新增公益性项目无异于雪上加霜，以现有企业资质建立起企业信用是一个难题及要题。进一步享受资本市场发展的红利，不再凌驾于市场之上，不断完善企业的信息公开、接受市场化的企业信用定价，也是企业市场化转型的必要步骤。

(3) 企业债务的化解：城投公司存量债务未来需要以企业现金流偿还，与政府信用脱钩，偿债资金从何而来是最大难题，即便采用借新还旧也需要以良好的企业信用为前提。从目前地方政府债务置换、融资环境相对“宽容”的情况看，城投公司的偿债压力通过借新还旧、债务置换顺利地实现了“以时间换空间”。

其实，上述三个问题中的债务问题，已经在2015年启动的地方政府债务置换、融资环境适度放松中得到了有效缓解，既然倒逼企业短时间还清债务不现实，选择“以时间换空间”也是有效方式之一，同时也可实现对过去债务期限错配的“拨乱反正”。

那么，剩余的两个问题有怎样的解决方案？如何在第三个问题缓解的基础上加快另外两个难题的化解？这正是本书试图探讨的内容。

目 录

第 1 章 城投公司的前世今生	(1)
历史激荡的必然产物	(3)
城投公司职能随时代变更	(9)
国发〔2014〕43 号文的重新定位	(14)
第 2 章 探究城投公司的弱点	(17)
地方政府的“义子”	(19)
新定位：融资职能的最大化	(21)
政策风险是最大变数	(27)
转型之路漫漫	(30)
第 3 章 城投公司的涅槃	(37)
城市建设的投融资“主角”	(40)
国有资产经营先锋	(42)
准市场化特征不断呈现	(49)
第 4 章 新型投融资主体重塑	(53)
政府投资职能的国际经验	(55)
投资领域的重新洗牌	(59)
投资模式的规范与创新	(69)
第 5 章 规范中谋求融资创新	(81)
间接融资占据重要地位	(83)
直接融资成为后起之秀	(85)
基金类产品蓬勃发展	(100)
海外融资异常突起	(107)