TSINGHUA PBCSF 清华五道口 | IFR 金融科技研究院

研究报告

（2022 年 第 4 期 总第 108 期） 2022 年 4 月 10 日

加快城投公司转型 化解地方债务风险 维护地方金融安全

金融安全研究中心

PBCSF

【摘要】2022 年 4 月 6 日人民银行就《金融稳定法》公开征求意见，对中国金融稳定和风险防范进行顶层设计和统筹协调。《金融稳定法》的出台将为维护地方金融安全、地方政府债务化解和城投公司规范运作提供重要的制度保证。本报告从地方政府和金融机构的实际需求出发，深度挖掘城投公司和地方政府债务形成的历史沿革、原因和风险，提出“控制总量、盘活存量、保持流量、提高质量”的债务化解思路和 “重任思城投、化债需城投、发展靠城投”的新时代城投公司新定位。同时，将地方城投公司置于国企改革的视角下，提出城投公司以央企改革为榜样，坚持依法合规、市场化经营、政企分开三原则，践行在发展中化解债务、主体整合平稳淘汰弱体机构、依资源禀赋构建企业战略、引入社会资本完善法人治理结构、关键岗位市场化选人用人五项具体改革举措。

目录

一、地方政府债务形成的原因及风险分析 1

（一）地方政府融资平台产生的背景、定义和内涵 1

（二）城投公司取代融资平台承担重任 3

二、地方政府债务风险容易演变成地方金融风险 9

（一）地方治理风险和融资平台债务风险的相互传导 10

（二）融资平台债务风险向金融系统风险演变 12

三、城投公司在化解地方债务，维护金融安全的作用举足轻重 .. 15

（一）地方城投公司的优劣势分析 16

（二）城投公司在化解地方债务，维护金融安全的地位和作用 .. 18

四、地方城投公司转型发展思路建议 18

（一）一个榜样——以央企改革为榜样 19

（二）三个坚持——依法合规、市场化经营和政企分开 21

（三）五项举措 22

PBCSF

加快城投公司转型，化解地方债务风险，维护地方金融安全

周道许 陈旭 杨明豪

PBCSF

一、地方政府债务形成的原因及风险分析

（一）地方政府融资平台产生的背景、定义和内涵

对于融资平台的定义，首次出现在官方文件是 2009 年。中国人民银行调查统计司《关于开展政府融资平台贷款情况调查的通知》(银调发【2009】37 号)，在通知中提到“由各级政府出资设立通过划拨土地、股权、规费、国债等资产或以财政补贴、政府担保作为还款承诺，所组建的一个资产和现金流均可达到融资标准的，政府实际控制的企事业、机关法人”。随后，2010 年 6 月 10 日国务院发布《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发【2010】19 号）、2010 年 7 月 30 日财政部、发改委、央行和银监会快速响应国务院文件精神，联合发布《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预【2010】412 号）、2013 年 4 月 19 日银监会从业务监管的角度出台《关于加强中国银监会关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管

的指导意见》（银监发【2013】10 号））。这些文件均对地方政府融资平台进行了定义。不同的文件，措辞有所不同，但对融资平台的要素特征均有共同的描述：一是，资产由政府划拨形成；二是，收入主要由财政补贴和经营性收入共同构成；三是，将融入资金投入到公益性及半公益项目中。

很多学者，也从自身研究的角度对融资平台进行了定义。巴曙松认为“所谓地方政府投融资平台，实际上广泛包括地方政府组建的不同类型的城市建设投资公司、城建开发公司、城建资产经营公司等不同类型的公司，这些公司通过划拨土地等资产组建一个资产和现金流大致可以达到融资标准的公司，必要时再辅之以财政补贴等作为还款承诺，重点将融入的资金投入市政建设、公用事业等项目之中”。任蕊认为，“地方政府融资平台是指由地方政府发起，充分利用国家土地、股权、规费以及国债等资产，必要时再辅之财政补贴作为还款承诺所设立的各项资产符合融资标准的公司”。

我们认为，“融资平台”并非法律意义上的概念，其产生是在特殊的历史时期，地方政府在城市化和全球化的进程中、在地方官员晋升锦标赛的选拔体制、当时的中央-地方政府财政体制和金融分权的体制框架下，为满足交通、市政等基础设施建设，应对全球经济金融危机、疫情等非传统安全威胁所形成的外部性冲击，以及完成中央交付的政策性事务等需求，利用国有土地制度所形成的公共部门预算“软约束”这一由财政和金融制度所形成的事实，规避公共部门举债的法律和金融限制后所形成的历史产物。

PBCSF

这一特殊的组织形式首创于 1998 年，即国开行与安徽省政府为规避《预算法》、《担保法》和《贷款通则》的约束，形成的“地方融资平台、打捆贷款、先贷款后开发”的“芜湖模式”。后经历了大发展、严监管和政策徘徊期，其命运几经沉浮。期间，对地方政府融资平台具有标志性的事件是 2014 年 9 月，国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号），该文件明确政府和企业责任，规定政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁还、风险自担。2015 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国预算法》也规定，除发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。上述两个文件，已经明确了从 2015 年 1 月 1 日以后，地方国有企业（包括融资平台公司）举借的债务依法不属于政府债务，其举借的债务由国有企业负责偿还，地方政府不承担偿还责任。**即 2015 年 1 月 1 日以后，融资平台不再是地方政府合法的融资工具。**

（二）城投公司取代融资平台承担重任

虽然很多学者及金融机构从业人员将地方政府融资平台等同于城投公司。但在笔者看来，2014 年以前具备融资平台属性的地方国有企业，由于主要职能是为地方政府融资，可称为地方政府融资平台。但 2015 年后，融资平台不再是地方政府合法的融资工具，公司信用与地方政府信用切割。且从 2010 年 3 季度开始，原中国银监会对融资平台进行名单制管理，纳入名单的企业自 2015 年后融资受到严格

PBCSF

限制，融资平台基本退出了历史舞台。未纳入银监会融资平台名单内的企业（或新成立的地方国有企业）信用已经与地方政府信用在法律法规层面相切割，理论上不是地方政府的融资平台，仅为根据《公司法》成立的一般国有企业。但由于这些企业仍然具备本文前述的融资平台特性，且自身市场化水平有限，很难通过自身经营实现自负盈亏，该类企业又区别于一般产业类国有企业，笔者将**2015 年后继续为地方政府发挥融资功能（但名义上信用已经切割）且承担地方基础设施建设任务，不在银监会融资平台名单内的企业称为城投企业。**（由于城投公司和融资平台具有相同的特征，下文两个概念混同使用）据笔者了解，城投类企业和产业类国有企业在金融机构的内部立项审批流程和风控标准均有所不同。

2015 年，正值中国经济面临较大的下行压力，人民银行多次降息降准为经济注入流动性，这个阶段监管部门一方面对城投公司的融资有较大的容忍度，另一方面监管的标准也逐步清晰明确。在这样的背景下，虽然与政府的信用切割，但地方城投公司的融资规模却得到了大幅的提升，其中：

银监会主要对银行和信托公司进行监管，出台了各类监管办法，对纳入银监会名单内的融资平台贷款进行了严格限制，但未纳入名单内的城投公司只要符合相关的指标要求（比如现金流覆盖要求），即可实现从银行和信托公司的融资；

证监会（和交易所）主要对券商进行监管，2015 年 1 月中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，将公司债的发行主体范

PBCSF

围从上市公司扩大到非上市公司，为地方政府融资平台利用资本市场进行直接融资扩宽了重要的融资渠道。但办法中明确“本办法规定的发行人不包括地方政府融资平台”。因此，证监会和交易所在审批发行人的主体资质时，借鉴了银监会的融资平台名单，即名单内企业不符合发行公司债的要求。非名单内企业，再通过鉴别融资平台所属地方政府现金流和营业收入占总体的比例等指标来判断融资平台是否具备发行公司债的条件。

发改委主要负责企业债券的审批，2015 年 5 月，发改委发布《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金【2015】1327 号），鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资，放宽对满足特定领域的城投发展限制。

银行间交易商协会主要负责非金融企业债务融资工具的审批，2015 年 6 月，银行间交易商协会发布《关于进一步推动债务融资工具市场规范发展工作举措的通知》，鼓励发行人发行项目收益票据、资产支持票据等创新产品。

银行信贷融资、信托公司非标融资、资本市场三大债券平台齐发力，营造了规则相对明确，政策支持力度强劲的融资环境，加之地方政府和城投公司均有较强的融资和投资建设动力，这个阶段城投公司融资规模呈跨越式发展的趋势。据统计，城投公司在资本市场发行债券规模从 2015 年的 1.82 万亿上升到 2020 年的 4.08 万亿，年复合增长率达到 17.52%。

（三）城投信仰与地方政府隐性债务伴生发展

PBCSF

长期以来，地方城投公司由于在人权、事权、财权等方面与地方政府深度绑定，在与金融机构开展融资业务时获得了地方政府的信用背书，主要包括：地方政府党委、人大、政府或相关委办局为城投企业的股权融资或债权融资出具担保函承或诺函；协调机关事业单位资产为城投公司提供抵押或质押；直接协调财政资金为城投公司偿还负债本息等。即使没有这些明确、书面的增信手段，地方政府主要领导出于维护地方融资环境的考虑，也大都会为城投公司的融资进行个人背书。因此，形成了中国资本市场独特的“城投信仰”。即在各类资产类别中城投类资产属于相对安全的资产，受到金融机构的偏爱。

中央早在 2010 年中央经济工作会中就提出了“加强地方政府性债务管理”，并要求国家审计署于 2011 和 2013 年对地方政府债务进行了两轮审计。根据审计结果，截止到 2013 年 6 月底，政府负有偿还责任的债务余额 10.89 万亿，政府负有担保责任的债务 2.67 万亿，政府可能承担一定救助责任的债务 4.34 万亿，债务合计 17.89 万亿（资料来源：国家审计署），在这一阶段中央文件并未提到隐性债务的概念，但通过审计摸清了家底，基本确认了政府债务余额并安排了相应的债务化解资金。

如前文所述，2015 年后，非银监会融资平台名单内的城投企业登上了历史舞台，在宏观政策的刺激和地方政府的微观鼓励下，开始大规模举债融资。由于城投公司普遍缺乏市场化创造盈利能力，且缺乏足额、高质量资产，故而利用地方政府信用进行融资成为其主要的融资策略。在一段时间内，地方政府出具的各类“担保函”、“承诺函”、

PBCSF

“项目回购协议”、“收益补偿协议”甚至成为了各类金融机构风控的标配条件。但 2015 年后，法律法规已经明确将城投公司的信用和地方政府的信用切割，这一策略实质上。因此，笔者将 2015 年后，**地方政府在法定债务限额外，以各种形式，违规（违法）为城投公司提供信用增信，帮助城投公司举债所增加的债务，称为地方政府的隐性债务。**

由于城投公司债务规模和地方政府隐性债务规模增长过快，2017 年中央政治局会议首次用到了“地方政府隐性债务”的概念：“积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量”。财政部要求各地方政府将截止到 2018 年 8 月 31 日的隐性债务余额上报至财政部地方政府全口径债务监测平台，对全国地方政府的隐性债务余额进行摸底排查。据了解，各地方政府和城投公司一方面出于完成财政部任务要求的考虑，另一方面也出于期待政策性资金帮助化解城投债务的考虑，均积极上报了隐性债务的规模，本次摸底排查较为彻底充分。

财政部隐性债务名单出台后，隐性债务名单逐步取代了银监会的融资平台名单，成为监管机构对城投公司融资限制的重要抓手。由于 2014 年底后，纳入银监会统计的地方政府融资平台名单内企业基本丧失了融资功能，加之很多地方政府由于历史沿革原因，区域内平台公司大都存在“几块牌子，一套人马”的现象。当一个平台纳入银监会融资平台名单后，可以将该平台的人、财、物整体划入另一平台，从而规避银监会融资平台名单的限制。因此，2015 年后新增的债务

PBCSF

规模大都为非银监会融资平台内的城投企业。而这类企业融资又增加了地方政府的隐性债务规模。因此，从 2018 年 3 季度后，信贷、信托等非标融资及三大资本市场平台的发债融资不管是监管机构还是金融机构的风控审核，都将隐性债务作为合规性审核的重要标准，仅兼顾参考银监会的融资平台名单。涉及财政部隐性债务名单，特别是进一步增加地方政府隐性债务的城投公司融资受到了严格的限制。

2021 年 7 月中国银保监会出台《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》（银保监发【2021】15 号）要求，对于地方政府存量隐性债务要“妥善化解”，并“严禁新增地方政府隐性债务”，同时在 15 号文中采用了“打消财政兜底幻觉”的表述，进一步明确了 2015 年以来城投公司融资必须与地方政府信用切割的制度要求。

（四）小结

地方政府融资平台、城投公司及政府隐性债务均非法律层面的概念，对于定义和内涵进行讨论，应放在其产生的大背景下进行分析，并从城投公司和金融机构的实务操作中寻求应用场景和意义。

地方融资平台诞生于特殊的历史时期，为地方经济的发展起到了重要的推动作用，但也为地方政府带来了巨量显性和隐性的债务规模。人民银行、银监会、证监会、财政部、发改委均从各自职责的角度出台了相关的法律法规和监测标准，相关标准随着资本市场的发展逐步进行了规范和统一，为城投公司化解债务规模和可持续发展奠定了有利条件，城投公司的发展机遇与挑战并存。

PBCSF

二、地方政府债务风险容易演变成地方金融风险

如前文所述，地方政府债务包括：纳入预算管理的地方政府一般债务和专项债务，未纳入预算管理的地方政府隐性债务。对于政府隐性债务财政部已经于 2018 年三季度在全国范围内进行了较为彻底的摸底统计，并形成了隐债名单，各监管平台也均参考财政部的隐债名单制定各自的监管标准，各地方政府也均通过纳入财政预算、发行专项债券置换等方式将隐性债务转变为显性债务。除此以外，城投公司自身的债务，主要包括：在三大平台发行的债券、银行信贷融资、信托非标融资、地方金融资产交易所发行的债权融资计划、供应链融资、地方兄弟公司或地方政府往来款融资、股权类明股实债融资等。这部分债务，其中一部分在财政部统计的隐债范围内，未来视情况将逐步转化为政府显性债务，从而减轻城投公司债务负担。但笔者了解到，大量信托公司已经在排查自 2015 年后，向地方政府收取的各类违规担保函，一旦担保函被认定为无效，政府的隐性债务规模会进一步缩小，但城投公司的整体债务水平不会减少。同时，在笔者看来，城投公司自身的表内、表外负债（且未被纳入财政部隐债统计孔径内），虽然形式上与地方政府信用切割，但由于长期以来积累的“城投信仰”，金融机构均习惯于将城投公司信用与地方政府信用绑定，即使一个县级城投公司出现风险违约事件，都会对本县甚至本地级市、本

PBCSF

省的融资环境造成舆情影响，造成金融机构集体恐慌，轻则进一步提高本地区的融资成本，重则造成金融资源的踩踏挤兑，对地区经济造成不良影响，地方政府出于维护整体融资环境，也不得不承担在出资范围之外的责任。

因此，**城投公司自身的债务（且未被纳入财政部隐债统计孔径内），虽然不属于地方政府的隐性债务，但其规模大，隐蔽性高，与地方政府信用仍存在相当程度的绑定，且属于地方财政和金融重要的交汇点，与民生和发展又息息相关，仍属于需要化解的重大风险范畴。**下文将从地方治理风险和融资平台债务风险的相互传导、融资平台债务风险向金融系统风险扩散两个角度对地方政府债务与地方金融风险的关系进行分析。

（一）地方治理风险和融资平台债务风险的相互传导

地方财政支出缺口是融资平台长期存在且不断发展的根本原因。一方面，地方财政支出缺口由地方财政收入规模和支出规模决定，支大于收，财政缺口呈扩大趋势是地方财政难以摆脱的现状。人民群众对美好生活的向往，尤其是随着经济的发展而不断形成的对社会公共服务的需要使得政府的支出规模将不断上升。另一方面，我国经济仍处于从计划经济向市场经济转型的过程中，部分地区民生就业、经济发展仍严重依赖于以政府为核心的过渡型经济模式之中，财政支出同当地就业民生直接挂钩，且随着时间的推移不断加强，一旦财政支出力度减弱，当地民生就会受到较大的冲击，严重的会造成地方治理危

PBCSF

机。

1. 城投公司是地方民生保障的重要承载者

在以城市建设为核心的城镇化过程中，大多数的地方政府基本不可能仅依靠税收快速推进城市的建设，基于国有土地出让收入的土地财政，或者更贴切说，土地金融是地方政府获得城市建设资金的核心源泉。在这一快速推进的过程中，我国形成了房地产+土地+金融的财政金融三角循环模式，通过土地金融实现城市建设，再由房地产完成资金的回收，并投入下一轮循环。这一循环实现了人口、土地和产业向城市的聚集，向工业和服务业的聚集，从而实现了经济的快速增长。当然，这一循环同时也推高了城市房地产价格，房价收入比在这一时期飞跃式上升，在 2019 年达到了 28.4，远高于世界主要经济体平均水平。这一三角循环在促进产业和人口向城市集中的过程中，也通过极高房价和较低的社会公共服务水平不断滋生着抑制人口和产业发展的因素，社会矛盾在这一过程中不断积聚，治理风险也不断累积。为了应对这些问题，地方政府又不得不依赖财政支出推动经济增长来缓解这些风险带来的影响，并在长期以房地产为产业支柱的经济结构下形成了路径依赖，依靠大量建设公益性项目等一次性投入解决当地长期的民生就业问题，从而积累了大量的地方性债务。融资平台则在这一过程中成为了债务的主要受体和当地民生保障的具体承载者。基于公益性项目和准公益性项目所形成的融资平台债务，可以说既有政府的“发展债”，也有政府的“民生债”。

2. 城投公司直接成为地方百姓的债务人

PBCSF

按照我国金融集中监管要求，个人资金主要通过银行、信托、证券等金融牌照向有产业竞争力的实体经济流动。在一段时间内，地方政府从金融创新、先行先试的角度，设立了地方金融资产交易所。地方金交所成为了地方城投公司，特别是信用等级较低的城投公司重要的融资平台。在该平台下，地方城投公司将自身的应收账款（或收益权）打包直接向地方老百姓出售，发行“定向融资计划”。由于应收款实现了“出表”，城投公司既实现了融资又未扩大债务规模，但实质上仍承担刚性兑付义务。此模式无金融机构参与，老百姓的风险意识差，专业能力低，仅凭借对地方政府的“信任”进行投资理财。一旦出现兑付风险，将直接影响地方百姓的钱袋子，进而加大地方政府的治理难度。

因此，化解融资平台债务和化解地方政府治理风险往往像是在坐“跷跷板”，在主力化解融资平台等地方债务时，“三保”等地方民生治理的保障力度不免会受到影响。

PBCSF

（二）融资平台债务风险向金融系统风险演变

1. 金融机构从自身的利益出发，愿意向城投公司投放资金

在大资管时代，金融机构一方面依靠自身的信用进行表内融资，另一方面通过资产管理，汇集社会资金，巨量的表内和表外资金需要寻求确定性高、收益高、风险低的资产进行配置。具有政府显性和隐性背书的城投类资产成为大类资产配置中最为重要的一类资产。另一方面，由于城投公司资产规模大，资金成本敏感度低，金融机构与城

投公司的合作，除信贷层面外还可拓展到储蓄存款、中收业务、投行业务、托管业务等全方面合作，进一步增加了金融机构与城投公司的合作动力。即便在 2010 年国家相关部门对融资平台进行管控时，在实现经营目标和防止融资平台业务风险暴露的驱动下，金融机构依旧愿意同融资平台进行合作，通过表外业务层层嵌套形成融资通道，也即各类“金融创新”的手段避开监管，为融资平台不断输送金融资源。2017 年金融工作会召开，将强化监管作为重点，防范系统性风险作为底线，拉开了金融强监管的序幕。穿透式监管、表内表外业务统一考核和“影子银行”的相关监管政策使得银行为代表的金融机构在客观因素的倒逼下难以继续维系对融资平台的支持力度，这才使得融资平台债务的扩张在金融层面有了较强的遏制。但是，在融资平台的存量债务已经形成的情况下，监管力度的加强及再融资渠道不断收紧客观上会进一步加重其债务偿还压力，也使其不得不寻求更加隐蔽且成本高昂的融资渠道。这一方面形成债务“滚雪球”的恶性循环，另一方面也通过金融市场的定价机制引发利率上升、资产价格下降，银行资产质量恶化，加剧金融机构资产负债表、收入和资产负债率压力。

2. 金融监管的显性集权和隐性分权模式，使地方财政与金融深度绑定

财政分权是在两级或多级政府体系下，依企业行政隶属关系形成财政收入组织方式、控制方式的行政性分权和以分税制为基础的经济性分权。金融分权是指中央与地方在金融监管权、金融稳定权、金融资源配置权和金融公司治理权等方面的权力划分。我国当前财政分权

PBCSF

结构不匹配是地方政府支出缺口较大的根本原因，而金融分权结构不一致所导致的金融显性集权和隐性分权，监管权集中于中央，但对各地金融机构的干预和影响力又分散于各个部门和地方政府。这种分权结构的不匹配使得金融风险和财政风险通过地方政府预算软约束机制相互转化，从而加剧系统性金融风险，处置不当的话还会沿国家金融风险路径最终转化为政府救助责任并形成国家财政风险。同时，随着经济下行、全国统一市场建设带来的要素流动自由程度上升和区域间转移支付制度改革的相对滞后，区域间发展资源和民生资源的分化将进一步加速，地方政府间的发展竞争也将进入到新的高峰，地方政府将有更大的动机通过融资平台等手段集中区域内的金融资源以满足其区域竞争的需要。在缺乏相应协调机制下，财政分权结构和金融分权结构在其自身和两者间的不一致将加深金融机构和融资平台间风险共振程度。这个现象在 2017 年 4 月财政部、发改委、司法部和一行两会联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50 号）进一步收紧地方城投公司的融资环境后变得更加突出。从金融机构的角度，以信托公司为代表的非标融资，受到严格限制，很多信托公司甚至“一刀切”的停止了城投公司的非标融资；对于债券等标准化融资，银行（除本地企业外）、保险、公募基金都从控制风险的角度不愿意下沉信用，风险偏好要求提高，信托从非标到标准化资产的转型尚有很长的路要走，私募的资金规模有限，导致大量地市级及区县级弱主体平台公司手拿监管批文无法顺利完成融资，只能进一步借助地方行政的力量影响地方城商行、农商行等

PBCSF

本地金融机构投资本级政府债券，地方财政和金融深度绑定现象进一步加剧。

三、城投公司在化解地方债务，维护金融安全的作用举足轻重

如前文所述，地方政府融资平台的债务问题牵一发而动全身，不仅仅影响到平台公司和地方政府的财政安全，也进一步会影响到国家金融系统的稳定和百姓的生活稳定与改善。党的十九大报告指出，要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。防控系统性金融风险是防范化解金融风险的重中之重，而地方债务风险的防控则是防控系统性金融风险的关键。作为地方债务风险中的薄弱环节，融资平台通过转型实现风险防范和健康发展成为今后一段时间中国社会必须要解决的重要任务之一。

地方政府的债务问题需要整个国家自上而下进行统筹协调和推进改革，2022 年 4 月 6 日人民银行就《中华人民共和国金融稳定法（草稿征求意见稿)》公开征求意见，对金融稳定进行顶层设计和统筹协调，特别强调要压实地方政府的属地和维稳责任，压实金融监管部门的监管责任。在学术讨论方面，有的学者提出以财政赤字货币化的方式解决地方政府的总体债务。涉及国家财税和金融方面的顶层设计不是本文研究的重点，本文认为在今后相当长一段时间，地方城投公司仍将成为地方政府债务化解的主要力量，城投公司需在发展谋转

PBCSF

型，继续在地方政府债务化解、保证地方民生等方面发挥积极作用。

（一）地方城投公司的优劣势分析

1. 优势分析

体制优势：城投公司为地方国有企业，党委的集中统一领导在企业中发挥重要作用。在现有的宏观形势下，城投公司仍然肩负着区域经济发展、改善民生和化解债务的重要任务，在相当长的一段时间仍有存在的必要性与合理性。

资源优势：城投公司与地方政府深度绑定，可以低成本甚至无成本获取地方政府的各种优势资源的支持（包括金融资源）；

规模优势：每家城投公司的规模都至少在百亿元以上，公司规模大，意味着公司承担的任务多，对接的资源多，业务的发展机会多；

市场优势：城投公司由于均为地方国有企业，主要领导大都来自地方政府，对地方市场需求的了解具有不可比拟的优势。

2. 劣势分析

债务压力巨大：由于多年的过度举债，地方城投公司债务负担巨大，大部分城投公司的债务率均超过 40%（甚至更高），有价值资产大多用来抵押和质押融资。融资环境进一步恶化，与地方政府信用切割，金融机构投资标准提高等因素进一步加大了城投公司的债务负担。

与地方政府权责不清：长期以来城投公司在内部管理上同政府部门难以实现有效的分割，现代企业制度迟迟不能建立导致的公司运营

PBCSF

不独立，人员任免行政化和绩效考核激励不足，主要表现在如下三方面：一是在公司管理上，大多数城投公司只具备了形式上的独立法人结构，但未建立完整的法人治理结构，主要经营管理层多为地方政府部门领导兼任，虽然逐步建立专门的经营管理层，但仍由地方政府指派，经营上并未获得有效授权；二是，在公司经营上，由于管理上的不独立，公司的经营大都为分担政府的基础设施建设职能及融资职能，公司盈利水平低；三是，在人员任命上，城投公司的主要负责人和财务人员主要由地方政府指派，人员变动采取任期制且变动相对频繁。这一方面使得融资平台的决策层在双重兼任甚至多重职务的情形下，负责人受干部管理制度约束，受实现融资平台功能影响，以完成政府交办任务为目标，并不考虑公司自身发展和经济效益。绩效考核和奖惩制度缺失，对员工激励不足，且新业务拓展压力较小，平台内也缺乏系统的培训和晋升通道。同时，行政化的人员来源也使得转型中建立市场化的人力资源体系建立受到一定的阻碍，如何处理转型阶段已有人员归属是可能是城投转型最难以解决的问题。

战略方向不清晰：虽然城投公司已经失去了地方政府的融资平台功能，但公司经营内容和发展方向上的抉择取舍，其市场定位必须重新调整和明确。然而，转型前形成的资产管理制度同市场化管理的要求并不适应，对资产盈利能力和资金来源与使用并不敏感，风险预警管理机制普遍缺失，不熟悉新增业务和新开拓市场，这些都导致城投公司尚未形成清晰的战略转型方向。

PBCSF

（二）城投公司在化解地方债务，维护地方金融安全的地位和作用

虽然形势已经非常明确，地方城投公司的政府色彩将逐渐消退，越来越等同于本级国有企业。但由于城投公司债务短期仍具化解压力，地方城投市场化改革仍需要较长的过渡期，在“财政紧平衡”的状态下，地方城投仍是调节地方投资不可或缺的重要一环。特别在疫情时期，很多城投公司都承担了疫情防控的任务，承接了与疫情防控相关的债务。

正所谓，重任思城投、化债需城投、发展靠城投。笔者认为地方城投公司在相当长一段时期内，在市场化转型发展的大背景下，仍将在化解地方债务，维护地方金融安全稳定、发展地方经济等方面发挥重要作用。

PBCSF

四、地方城投公司转型发展思路建议

讨论城投公司的转型发展，本质上是在讨论一个依据《公司法》注册的公司在一定的约束条件下如何盈利的问题，每个企业情况千差万别，没有固定的模式可以照搬照抄。因此，本文仅提出城投公司债务化解和转型发展的基本思路。各城投公司需根据自身实际情况，具体进行分析。

结合对地方城投公司的优劣势分析，笔者提出城投公司的转型发

展的基本思路为：一个榜样、三个坚持、五项举措。即：

一个榜样：以央企改革为榜样；

三个坚持：坚持依法合规、市场化经营和政企分开的原则；

五项举措：一是着力在发展中化解债务；二是主体整合平稳淘汰弱体机构；三是依资源禀赋构建企业战略；四是引入社会资本完善法人治理结构、五是关键岗位市场化选人用人等五个方面举措入手，深化改革，完成市场化转型。

（一）一个榜样——以央企改革为榜样

我国实行的是社会主义市场经济体制，国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，特别是在关系到国计民生的城建、交通、水务等领域都离不开国有企业的担当和市场化经营。同时，按照国有资产管理权限划分，国有企业又可分为中央企业和地方国企。国务院国资委成立于 2003 年，成立之初共有 196 家央企，经过近 20 年的发展与合并重组，央企数量调整为 97 家，2021 年中央企业实现营业收入 36.3 万亿元，同比增长 19.5%，两年平均增长 8.2%；实现利润总额 2.4 万亿元，净利润 1.8 万亿元，央企在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱。

央企的发展也经历了从经营惨淡到政企分开，不断突破创新，逐步建立市场化体制机制，优胜劣汰兼并重组的改革之路。期间，国务院国资委在发挥顶层设计，主导改革方面发挥了重要的作用。

PBCSF

从 2013 年开始，国资委推进央企混合所有制改革，关注三大问题：一是激发民营企业参加混改动力；二是选择合适的战略投资者和合作伙伴；三是混改要加强各类投资者在文化、管理与技术上的深度融合。

2015 年，在混改的基础上，国资委推出 1+N 顶层设计制度体系。其中，“1”为《关于深化国有企业改革的指导意见》（22 号文）。“N”包括了总体要求、分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的指导、为国有企业改革创造良好环境条件等八方面几十条政策措施，具体指导央企改革。

2016 年，在 1+N 政策体系的框架下，国资委决定开展“十项改革试点”，包括落实董事会职权试点、市场化选聘经营者管理试点；推行职业经理人制度试点；企业薪酬分配差异化改革试点；国有资本投资、运营公司试点、中央企业兼并重组试点、部分重要领域混合所有制改革试点、混合所有制企业员工持股试点；国有企业信息公开工作试点；剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。

2018 年，国资委选择百家中央企业资企业和百家地方国有骨干企业在 2018 年至 2020 年间实施“国企改革双百行动”，被纳入名单的企业将明确具体改革目标、改革措施、责任分工等内容，制定工作计划和目标，并履行相应申报、审批程序。

应该说央企的改革试点一直在路上，一直由由国务院国资委统筹协调，自上而下以点带面，进而全面铺开，系统规划、分步实施，形

PBCSF

成了我国中央企业改革的范本性文件，积累了大量的实践案例和经验。

而地方城投企业，数量众多，面临很多具体的问题和困难，没有统一的改革范本可以照搬照抄。但城投公司在组织形态、体制机制、政企关系等方面与央企最为类似。央企已经走过的改革之路，值得所有基层地方政府的国资委（财政局）系统学习，再结合本级政府和城投公司的实际情况，出台本级城投公司改革的纲领性文件，试点突破，在本区域树立改革典型，最终带动地方城投公司转变成为自主经营、自负盈亏、有担当、有责任的地方国有企业。

（二）三个坚持——依法合规、市场化经营和政企分开

1. 依法合规是基础

依法合规是各项事业长久发展的基础和保障。城投公司应熟悉掌握各类政策法规，对于政策明确禁止的设立行为禁区，严格落实决策责任。对于政策鼓励的，需积极尝试，大胆推进。由于城投公司的改革问题复杂、没有成熟的模式可以借鉴，对于政策尚不明确，也未明令禁止的事项，建议地方政府设立较高的容忍度，坚持集体决策和杜绝个人寻租行为的前提下，保护创新，试点突破。特别是在债务化解环节，地方政府和城投公司要敢于决策，承担责任，确保不能发生地区系统性风险的底线。

2. 市场化经营是手段

企业必须坚持市场化经营，否则就不能称之为企业。但由于城投

PBCSF

公司的特殊定位，特别是承担了大量区域发展和民生保障的任务。城投公司的市场化经营又具有一定的特殊性。建议每个城投公司在公司内部要设立投资决策机制，对于项目的投资，坚持进行必要的投资回收测算，允许投资回收期长，在有地方政府财政临时性支持的前提下允许一定的资金错配，但坚决杜绝没有收益的项目，公益类项目可以以代建的方式参与。投资决策依照公司章程，履行必要的程序，文件留档、决策留痕，项目投资亏损相关的决策者承担相应责任。

3.政企分开是前提

城投公司当前的困境，很大程度上源自于政企不分。从 2015 年开始，城投公司信用与政府信用已经严格切开，地方政府不再为城投公司的债务承担兜底责任，也就不再应该对城投公司投资等重大事权进行主导决策，即权利与责任需匹配。但不可否认，地方政府又是城投公司的出资人，依照《公司法》履行股东的权利和义务。因此，地方政府要从城投公司事无巨细的管理者，变成积极的股东，在法律法规允许的框架下，作为股东理所应当的帮助企业协调各种可能的资源，甚至依法合规提供短期拆解资金支持，提供工程代建等业务机会，帮助企业化解债务，助力企业做大做强。政企分开坚持的核心原则即政府和企业所有决策需在现行法律法规框架下，且所有业务往来有依据、有合同、市场化结算。

（三）五项举措

1.着力在发展中化解债务

PBCSF

化解存量债务是城投公司和地方政府当前面临的重中之重，需稳妥解决，不容有失。所有的存量债务需在发展中解决，没有业务的转型发展支撑，仅仅依靠借新还旧以时间换空间可作为短期权宜之计，但不可持续。在此提出几点化债思路：

（1）控制债务总量。但不搞“一刀切”，对于那些有明确的还款来源的市场化项目，在合理论证的基础上，允许城投公司继续举债，借助财务杠杆获得超额收益；对于没有收益来源的项目，坚决杜绝增加债务规模，仅允许城投公司借新还旧，并鼓励城投公司以市场化的方式，与融资能力强的证券公司、信托公司合作，深度研究现有资本市场和银监会各类非标政策，与金融机构密切配合，开拓除本地银行外的非银金融机构渠道，且债务期限的重要性大于债务成本，合理调整债务期限结构，为城投公司的转型发展赢得充分的时间。

（2）盘活资产存量。城投公司现有资产需系统梳理（特许经营权资产、供应链资产、保障房资产等），充分利用资本市场现有工具、reits、类 reits、Abs、Abn、Cmbs 等工具，盘活存量资产，真正以资产未来的现金流而非主体信用进行融资，在不增加企业债务规模的前提下，增加现金流，缓解资金压力。

（3）保持现金流量。现金流是企业生存的基础，企业短期可以没有利润，但不能没有现金流。企业在坚持市场化经营的前提下，对应收账款、存货等流动性差的资产需系统梳理，提出增加资产流动性的办法和措施。对于继续新增的应收账款等流动性较差资产，依照会计准则计提坏账，并追究相关决策人责任。对于短期资金紧张的情形，

PBCSF

在坚持依法合规的基础上，允许地方政府主导，在风险可控的企业间进行拆借，保持企业的现金流入。

2. 主体整合，平稳淘汰弱体机构

如前所述，中央企业从 2013 年国资委成立时的 196 家，整合为当前的 97 家。目前地方城投公司存在主体较多，各自为政，缺乏有效的资源整合等问题。建议各地方政府根据实际情况对辖区内各种类型的城投公司进行必要的整合。其中，可以借鉴的模式推荐为：设立一级地方持股平台，该平台承担实际的出资义务、承担融资责任，依据实际情况对下属二级企业实行战略管控、财务管控或运营管控。在总部层面总体进行协调管理，包括设置考核目标，二级公司核心人员的选聘任免，定期的市场分析和政策研究，各子公司的业务协同，对政府部门的对接协同等；各二级公司仅为业务单元，负责具体的市场化运营接受一级集团的管控，二级公司人员主要为业务型人才，避免麻雀虽小五脏俱全，最大程度减少运营成本。 在整合过程中，通过强强联合，做大城投公司资产规模，提高债项评级，降低融资成本，提高业务协同度；通过强弱联合，逐步将无市场化盈利能力的企业淘汰，且平稳化解弱体机构的债务。

3. 依资源禀赋构建企业战略

地方城投公司普遍存在战略不清的现象。建议城投公司详细梳理各自的资源禀赋，本着“因地制宜，因城施策”的原则，有条件的可聘请专业咨询公司，共同谋划企业的发展战略并制定相应的落地措施。战略大师德鲁克认为战略规划不是规划“未来做什么”，而是规

PBCSF

划“当前必须做什么才能准备好迎接不确定的未来。”每个城投公司要制定清晰的战略，并以此为基础向政府要资源向市场要效益。

4.引入社会资本完善法人治理结构

引入社会资本完善法人治理结构并非单纯的口号，从央企改革成果来看，社会资本的引入不仅可以改变国有企业一股独大的局面，形成董事会、股东会等现代治理结构，改变政府在重大问题上一言堂的局面，还会进一步引资本、引资源，放大国资的控制力和影响力。同时，社会资本的引入，相当于以股权的形式解决了地方城投公司的融资问题，可以进一步帮助城投公司化解存量债务。在城投公司推进混改中有两点需要特别注意：一是国企与社会资本的股权合作要在法律法规允许的框架下市场化运作，避免滋生腐败寻租；二是社会资本都是逐利的，这就需要城投公司将优质资产作为混改标的，本着与社会资本合作共赢的心态，而并非请社会资本入局接盘或明股实债融资。

5.关键岗位市场化选人用人

企业竞争归根到底是人才竞争，对城投公司而言，脱离政府融资职能后，理论上公司人员已经与政府人员相分离。但考虑到城投公司的特殊性，建议城投公司的董事长和党委书记仍由政府派出，履行公司治理聘任程序，负责公司的战略方向，强化党委在“三重一大”方面的重要决策作用。但公司总裁、重要业务部门负责人可由市场化选聘，设立市场化考核机制，并建立一级管理总部和二级业务公司的人才流动机制。

PBCSF

总之，地方政府融资平台（城投公司）为我国特定时期的历史产物，对解决地方经济发展和百姓民生发挥了重要的作用，同时也积累的大量的债务风险。当前及今后一段时期，城投公司仍将长期存在并继续发挥作用，但需要地方政府、城投公司共同努力，充分利用自身的资源禀赋，在发展中化解债务，在发展中进行市场化改革，逐步成为自主决策、自负盈亏的市场化主体，成为中国经济的中坚力量，为地方经济的发展和民生的改善做出长久贡献。

PBCSF

主要参考文献

[1]陈共等.财政学（第十版）[M].北京：中国人民大学出版社，2018

[2]林毅夫,李志赟.政策性负担、道德风险与预算软约束[J].经济研究，2004（02）

[3]巴曙松.地方政府投融资平台的发展及其风险评估[J].西南金融，2009（9）：9~10.

[4]陈诚.地方融资平台转型对策研究[D].南昌：江西财经大学 2021

[5]王平.供给侧改革背景下地方融资平台转型发展研究[D]北京对外经济贸易大学 2018

[6]邓海虹等主编.政府投融资平台转型实操[M].北京 中国经济出版社 2019

[7]李一花,乔栋.金融分权、保增长压力与地方政府隐性债务[J].现代财经(天津财经大学学报),2020,40(08)

[8]杨璐霞.金融分权对地方融资平台债务规模与结构影响的实证研究[J].华北金融,2022(01)

[9]任蕊.论当前地方政府融资平台贷款存在的风险及防控措施[J].中国集体经济，2017（1）

[10]倪志良,高正斌,张开志.政策性负担与国有企业杠杆率:预算软约束的中介效应[J].产经评论,2019,10(03)

PBCSF

[11]刘斯佳.国家治理的“具象化”逻辑——基于地方债治理视角[J].财政研究,2022(02)

[12]徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].管理世界,2020,36(09)

[13]郑忠良,王琳婷,李想.供给侧改革背景下地方融资平台转型研究[J].宏观经济管理,2016(10)

[14]缪小林，伏润民.权责分离、政绩利益环境与地方政府债务超常规增长[J]财贸经济 2015（04）

[15]粟勤,熊毅.债务压力下我国地方政府融资平台转型[J].江西社会科学,2021,41(07)

[16]朱军,李建强,张淑翠.财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择[J].中国工业经济,2018(08)

[17]李桂君,田宗博,白彦锋.财政分权与金融分权的协同性及其对地方政府举债行为的影响研究[J].财政研究,2022(02)

[18]何德旭,苗文龙.财政分权、金融分权与宏观经济治理[J].中国社会科学,2021(07)

[19]傅勇,李良松.金融分权的逻辑:地方干预与中央集中的视角[J].上海金融,2015(10)

[20]钟强. 地方政府投融资平台转型研究[D].江西财经大学,2020

PBCSF

作者简介

周道许 清华大学金融科技研究院金融安全研究中心主任

陈 旭 恒泰证券战略客户总部副总经理、中关村软件和信息服务产业创新联盟金融专业委员会副秘书长

杨明豪 中国财政科学研究院硕士研究生

PBCSF