



No. 2109

Working Paper

## 城投企业债务、政策与转型发展

王彬 宋欣

**【摘要】**

近年来，城投企业资产负债规模扩张较快，城投企业发展迅速，综合实力不断增强。当前城投企业继续保持以往资产规模高速扩张的模式难以为继，城投企业需要从单纯的城市基础设施建设向城市经营管理转型发展。地方债务情况对当地企业融资成本有一定影响。原因是地方债务率上升、财政收支缺口增加，都会间接影响当地企业融资的隐性担保定价，从而提高当地企业融资成本。今年地方债务率压力将会减缓，在今年社会融资增速回落的情况下，这有助于稳定城投企业融资成本。监管层面一直推动城投企业积极转型，推动平台公司市场化经营和自负盈亏，严控隐性债务增量和高企的债务压力。城投企业可通过股权改革（包括资产重组、划转/划入、引入战投等形式）和多元化投资的方式进行业务层面的转型探索；另一方面，城投企业拓宽原有融资渠道，创新融资模式成为化解债务的重要抓手。

**【关键词】**

城投企业；融资成本；企业债务

**【文章编号】**

IMI Working Paper No.2109



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆  网站

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 城投企业债务、政策与转型发展

王彬<sup>1</sup> 宋欣<sup>2</sup>

**【摘要】**近年来，城投企业资产负债规模扩张较快，城投企业发展迅速，综合实力不断增强。当前城投企业继续保持以往资产规模高速扩张的模式难以为继，城投企业需要从单纯的城市基础设施建设向城市经营管理转型发展。地方债务情况对当地企业融资成本有一定影响。原因是地方债务率上升、财政收支缺口增加，都会间接影响当地企业融资的隐性担保定价，从而提高当地企业融资成本。今年地方债务率压力将会减缓，在今年社会融资增速回落的情况下，这有助于稳定城投企业融资成本。监管层面一直推动城投企业积极转型，推动平台公司市场化经营和自负盈亏，严控隐性债务增量和高企的债务压力。城投企业可通过股权改革（包括资产重组、划转/划入、引入战投等形式）和多元化投资的方式进行业务层面的转型探索；另一方面，城投企业拓宽原有融资渠道，创新融资模式成为化解债务的重要抓手。

**【关键词】**城投企业；融资成本；企业债务

## 一、城投企业概况与融资监管形势

城投企业没有严格定义和统一标准，是一个相对宽泛的概念，一般认为城投企业主要包括从事公益性（基础设施代建、棚改、土地开发与整理等）和准公益性业务（水务、供热供电、高速交通等）的地方国企。城投企业是地方城市建设发展的重要主体，在中国城镇化进程中发挥了重要作用，为我国经济发展做出了重要贡献。当前，我国面临经济发展转型压力，宏观政策以“六稳”“六保”为主基调展开，加快推进“两新一重”的建设力度，这其中城投企业将继续扮演重要的投资主体角色。另一方面，城投企业也成为推升地方隐性债务的主要力量。近年来，城投企业资产负债规模扩张较快。从城投企业规模看，资产规模前50的企业大都在千亿以上。在10年前，大约只有前10的城投企业资产规模达到千亿。城投公司资产规模不断扩大，一方面说明城投企业发展迅速，综合实力不断增强，另一方面也说明当前城投企业继续保持以往资产规模高速扩张的模式难以为继，城投企业需要从单纯的城市基础设施建设向城市经营管理转型发展。

### （一）城投企业的资产规模与负债率情况

从城投企业的资产规模看，按照市场机构的统计，资产总额1000亿以上共计48个，资产总额9.97万亿，大部分为直辖市、省会城市或计划单列市。600亿-1000亿共计48个，资产总额3.81万亿，省会级6个，地市级42个。300亿-600亿共计70个，资产总额2.96万亿，300亿以下共计59个，资产总额1.08万亿。以上城投企业中，前端少数大型城投企业数量集中，资产规模远高于后端城投企业，后端企业分布相对分散。千亿级以上的城投企业资产总额占比达

<sup>1</sup> 王彬，中国人民大学国际货币研究所研究员，中国工商银行总行投资银行部研究中心宏观经济首席分析师

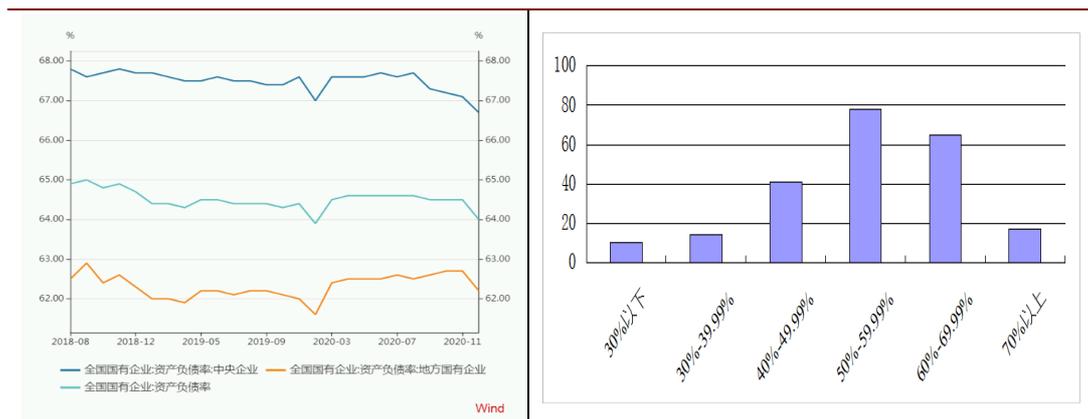
<sup>2</sup> 宋欣，中国工商银行总行投资银行部研究中心分析师

到55.96%，48个600亿-1000亿的公司资产比例为21.38%，300亿-600亿元级公司数量较多，资产占比却仅有16.59%，而其余59家小型城投公司资产总额占比仅为6.07%。

从区域看，全国城投公司总资产排名榜单中有66家公司属于东部地区，有96家公司属于中部地区，有63家公司属于西部地区。总资产规模呈现东中西部梯次递减，资产占比分别为40.05%、38.27%、21.68%。从省际城投企业看，安徽省城投企业数量最多，达到18个，其后是江苏和四川。河南、湖北、湖南、江西、山东、广东、广西城投公司均达到10个以上。资产规模方面，安徽、江苏的城投企业资产规模最大，其次是江西、四川、湖北，资产规模接近或超过1万亿，天津城投资产总额最为庞大，湖南、山东、广东均超过7000亿，省级城投企业资产占比超过50%。我国各省、直辖市、自治区城投公司的规模大小分布不均衡。总的来看，华东、华中等地区城投企业资产规模相对庞大，数量众多，这与该地区基础设施建设投入规模在全国处于前列有密切关系。城投企业拉动了当地的基建投资与经济发展，同时也提高了城投企业的负债率，推动了地方债务规模的扩张。

从城投企业的负债率看，30%以下有10个，30%-39.99%的有14个，40%-49.99%的有41个，50%-59.99%的有78个，60%-69.99%的有65个，70%以上的有17个。2019年全国国有企业资产负债率63.9%，中央和地方国企分别为67%和61%。城投企业债务率均值基本与国有企业整体均值相当。2018年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，提出要促使高负债国有企业资产负债率尽快回归合理水平，推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右。在此之后到新冠疫情爆发之前，国有企业资产负债率整体呈现缓慢下降的趋势。城投企业融资持续收窄，负债率有所下降。2020年新冠疫情导致当年社会融资规模扩张，重新推升了企业债务率。但从去年下半年开始，货币融资条件逐季回归中性，企业债务开始放缓。城投企业债务率同样经历这一过程。去年上半年对基建投资的需求与货币融资条件放宽均推升了城投企业债务，但下半年以后城投企业债务率趋于稳定。实际上，从2018年7月国常会开始，随着当时我国经济下行和地方到期债务压力增大，对地方城投企业的融资监管已有所缓和，但主要是对存量债务融资的放宽，对地方新增债务仍保持着严格的监管约束。进入2019年，城投企业新增融资规模的监管整体依然偏紧。2020年疫情之后，城投债净融资额开始放量，全年达到近年来的新高。今年两会定调经济增长目标为6%，低于此前市场预期的9%，考虑到出口与地产投资对经济的拉动作用仍将持续，因此城投企业面临的融资条件将会延续去年下半年以来的态势，城投企业债务率在今年将保持相对稳定。

图 1：国有企业资产负债率与城投企业资产负债率分布



资料来源：Wind，工行投行研究中心

## （二）去年城投企业融资扩张明显，今年将有所放缓

从城投企业的相关政策来看，2020年以来的新冠疫情爆发使得基建投资的重要性进一步显现，这拉动了地方专项债与城投企业的投融资扩张。2020年政府工作报告提出财政赤字率3.6%以上，积极财政支出结构进一步优化，重点投向民生及新基建等领域；大幅提升新增专项债额度，提前下达部分专项债，强调按照资金跟着项目走的原则，为重大项目资金需求和重大民生工程提供保障。2020年7月国常会提出加快推进老旧小区改造，加大环保设施、社区公共服务、智能化改造、公共停车场等薄弱环节建设，提高城市发展质量；加大以县城为载体的城镇化建设，完善县城交通、垃圾污水处理等公共设施。另一方面，2020年受疫情影响，财政收支压力增加。城投企业承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目。这些项目收益低，一般难以覆盖企业负债，地方财政是城投偿还债务重要来源。但财政收支矛盾增加了城投企业的资金压力，因此在一定程度上城投企业融资比2019年有所放宽，但融资监管整体上仍较为严格，这也是去年基建投资增速低于预期的主要原因。

从今年的政府工作报告看，两会提出的6%增长目标低于市场预期，延续了疫情之前2019年对经济增速6-6.5%的目标要求。这表明我国持续注重经济发展质量与强化风险意识的连贯性。两会工作报告提出6%的经济增长目标，决定了今年经济工作的总基调。宏观政策上，今年赤字率拟按3.2%左右安排，低于去年的3.6%。排地方政府专项债券3.65万亿，规模略低于去年，主要优先用于在建工程领域。积极财政政策保持了适度支出强度，更加强调更可持续。今年随着经济增长形势的持续好转，货币政策保持稳健中性的定力将进一步增强。今年经济增速通胀目标决定了社会融资增速环比去年将会有3个百分点左右的下调，有助于稳定去年以来的债务扩张。社会融资投向上更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。去年下半年以来的强劲出口与相对稳定的地产投资仍会成为拉动今年经济增长的重要力量，经济对基建投资的依赖程度会降低，城投企业面临的融资条件将会有所收紧。去年我国宏观杠杆率上升较快，尤其是非金融企业，因此以城投企业为代表的地方政府隐性债务风险会受到持续关注。

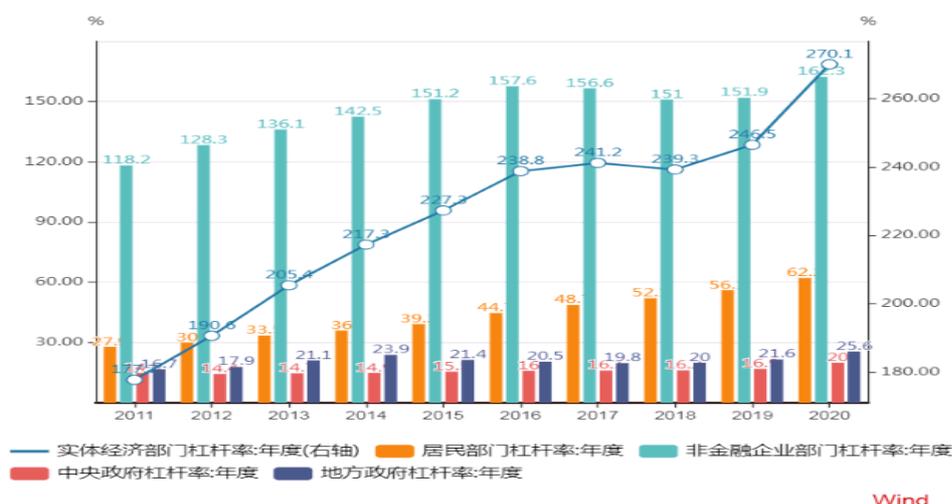
另一方面，城投企业仍然有着巨大的投资空间。今年政府工作报告提出要扩大有效投资，继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，提升县城公共服务水平。城投企业在地方基建投资、产业转型以及经济高质量发展中将继续发挥作用。

## 二、城投企业融资对地方债务的影响

### （一）去年地方政府债务出现了较快上升

2020年我国宏观杠杆率出现了较大幅度的上升。其中政府杠杆率上升7个百分点左右，地方债务率上升幅度高于中央。地方债务扩张主要体现在去年地方专项债发行的扩容，从2019年的2.19万亿扩大到去年的3.6万亿，且专项债应用范围相比之前有了显著改变，大幅增加了在基建投资领域的投放，以往占专项债使用一半以上规模的土储、棚改等明显下降。从区域看，各省发行规模相对均衡，基本与经济总量情况相一致，其中山东、广东、江苏、安徽等发行规模靠前。地方一般债发行规模相对稳定，去年为9506亿，比2019年的11328亿略有下降，这主要去年疫情导致地方财政收入压力增大，导致与一般公共预算收入相挂钩的一般债发行规模减少。

图 2：宏观杠杆率去年出现了较大幅度的上升



资料来源：Wind，工行投行研究中心

### （二）去年城投融资扩张推升了地方隐性债务

去年地方隐性债务规模同样出现了较大幅度的上升。一般认为，地方隐性债务主要包括贷款、城投债、非标融资、融资租赁、PPP项目、政府基金等。这其中城投企业是最主要的融资主体。城投债由于数据公开，成为观察地方隐性债务最为适合的指标。去年相对较为宽

松的货币融资条件带动了地方城投企业的融资增长，这增加了地方隐性债务。以城投债数据来看，去年城投债净融资达到 17171.85 亿，远高于 2019 年的 12041 亿，为历史新高。从发行节奏看，去年城投债发行主要集中在上半年，发行规模达 11897 亿。从区域看，江苏、浙江、四川、山东城投债发行规模居前，分别为 19.9%、9.84%、6.2%和 5.8%，经济大省广东只占 3.6%。此外，去年较低的 GDP 增速是地方政府杠杆率上升的另一个重要原因。去年中国 GDP 增速前低后高、逐季回升，这与宏观债务扩张幅度前高后低、逐季收窄形成对应，因此总体上宏观杠杆率在第一季度上升幅度最大、此后增幅逐季回落。其中，地方政府杠杆率还在四季度微降 0.1 个百分点。由此来看，城投等隐性债务融资扩张与较低的经济增速，共同推升了去年地方政府杠杆率的上升。从今年情况看，经济增速大幅回升与社融增速相对中性决定了地方政府杠杆率继续上升的空间有限。社会融资整体大环境决定了地方专项债规模预计与去年相当，城投等债务融资规模将会低于去年。

图 3：城投债与专项债的融资扩张



资料来源：Wind，工行投行研究中心

### （三）包括城投融资的广义地方债务仍处于相对低位

疫情之后，原本相对稳定的地方债务形势出现了一定的变化。中央+地方政府杠杆率（地方债务与 GDP 的比例）当前为 45%，如果计入城投企业融资、PPP、政府购买服务等隐性债务后，政府债务率可能在 80-90%。从政府综合财力（一般公共预算收入+转移支付收入+政府性基金收入）看，疫情冲击下，地方政府债务余额在年末预计将达 26 万亿。去年地方综合财力大致在 26 万亿左右，地方政府债务率（地方债务与综合财力的比例）可能接近 100%，处于国际通行警戒区间 100%-120%的下限。由此来看，尽管今年地方债务扩张规模在边际上会有所回落，但地方债务率仍有较大压力。

需指出的是，尽管去年疫情导致中国地方债务压力增加，但横向与其它主要经济体相比，

地方政府杠杆率处于低位。以美国的政府杠杆率为例，BIS 的数据是，2020 年 6 月美国政府杠杆率为 116.9%，这里只是美国联邦政府债务，美国州地方政府债务实际是没有计算进去的，这部分“隐性”债务规模大约是 6-7 万亿美元，因此计入后美国联邦+州地方政府的杠杆率已经达到 140%。因此，考虑到隐性债务后的中国政府杠杆率仍处于相对低位。当然，这不是意味着政府可以继续无限制的加杠杆，实际上中国近年来一直在努力积极处理地方债务问题，包括债务置换、合理规划地方债券发行、地方平台债务管理等。实际上，非金融企业过高的杠杆率才是中国宏观债务最为突出的问题所在，这其中地方城投公司是一个重要的企业债务管理领域。

### 三、地方经济金融条件对城投企业融资的影响

#### （一）地方基建需求与城投企业融资规模

去年疫情之后，基建投资的重要性进一步上升，但去年基建增速上升幅度不大，全年仅为 4%。这其中主要有三个方面的原因。第一，从传统基建项目发展空间看，我国广东、江苏、浙江、山东等经济较为发达省区单位面积的公路里程、高铁里程、运营铁路里程和移动基站建设数量均已超过美国。近来以 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网为代表的新基建，在当前应对疫情影响与经济转型升级被提升到更为重要的位置。预计今年新基建的整体规模在 1-2 万亿元，规模相对较小，不足以带动整体基建投资。第二，从基建项目收益看，基建各行业对财政资金的依赖程度差异显著，其中电力、信息服务等收益类基建行业对财政依赖较低；交通、公共设施、水利等公益类基建行业则相对较高，投资占比大约 20%与 80%。有收益类行业的信息服务业、燃气供应发展空间较大；电力、热力生产和供应发展相对缓慢，但该行业是收益类行业的主要投资领域。去年受疫情影响，地方普遍面临较大的财政收支压力，这限制了财政对基建投资的支持力度，相应的城投企业融资也受到间接影响。第三，从基建项目资金来源看，基建资金的来源渠道包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资、各类自筹资金和其他资金等。去年上半年由于社会融资条件大幅放宽，基建融资随之扩张，城投债扩容，地方专项债向基建领域的使用大幅度提高，但去年下半年政策开始回归中性，基建资金来源开始边际收紧，城投企业融资从去年下半年开始放缓。

#### （二）地方债务与城投企业融资成本

地方债务情况对当地企业融资成本有一定影响。从地方债务率与城投债、产业债信用利差的数据看，产业债、城投债利差均与地方债务率呈现正向关系，地方债务率高一般会抬升当地企业信用债市场的融资成本。原因是地方债务率上升、财政收支缺口增加，都会间接影响当地企业融资的隐性担保定价，从而提高当地企业融资成本。产业债与地方债务率的正向关系高于城投企业，显示出地方财政债务状况对当地企业一些隐性担保的差异化定价。从城投与地方财政的关系看，相比于产业类企业，城投企业与地方财政、债务率的关系更为密切，城投企业融资往往会推升地方隐性债务，但城投企业获得的地方隐性担保往往会高于当地

产业类企业，因此在信用利差溢价上要低于产业债。

从疫情之后的地方财政与债务情况看，首先，疫情导致地方财政收支缺口增大。受去年以来的疫情影响，我国财政赤字达到 3.6%，远高于 2019 年的 2.8%。去年我国财政收入受到疫情冲击导致经济增速大幅下降和全年新增减税降费规模近 2.5 万亿等因素的影响，财政收支压力明显加大。去年全国一般公共预算累计收入 182895 亿，同比下降 3.9%，2019 年同期增速为 3.8%。全国一般公共预算支出 245588 亿元，同比增长 2.8%。今年财政情况仍不乐观，财政在保障民生、卫生等重点领域的支出将继续保持较大规模，财政收入会随着经济增速的回升出现改善，预计今年财政赤字率将会小幅下降，略低于去年，整体上今年财政收支情况将会好于去年，尤其是财政收入方面的改善。其次，去年地方债务扩张加速，地方专项债、城投企业债务等相比往年均有明显增加。从今年情况看，由于经济增速目标是 6% 以上，低于此前的市场预期。因此在地方债务融资扩张上将会有所收敛。综合来看，今年地方债务率压力将会减缓，在今年社会融资增速回落的情况下，这有助于稳定城投企业融资成本。

表 1：2019 年全国各省（自治区、直辖市）财政实力和债务情况

	一般公共预算收入（亿元）	政府性基金收入（亿元）	狭义财力（亿元）	地方政府债务余额（亿元）	发债平台有息债务（亿元）	地方债务合计（亿元）	地方债务率
安徽	3182.54	3374.20	6556.74	7936.40	11955.48	19891.88	303.38%
北京	5817.10	2216.30	8033.40	4964.06	12865.32	17829.38	221.94%
福建	3052.72	2569.68	5622.40	7033.91	8819.83	15853.74	281.97%
甘肃	850.20	519.20	1369.40	3116.60	6165.39	9281.99	677.81%
广东	12651.46	6111.99	18763.45	11948.95	9642.94	21591.89	115.07%
广西	1811.89	1699.29	3511.18	6328.42	8707.98	15036.40	428.24%
贵州	1767.36	1710.93	3478.29	9673.38	14552.40	24225.78	696.49%
海南	814.13	455.80	1269.93	2230.40	197.06	2427.46	191.15%
河北	3742.70	3328.80	7071.50	8753.87	6154.25	14908.12	210.82%
河南	4041.60	4080.20	8121.80	7910.10	12450.38	20360.48	250.69%
黑龙江	1262.60	377.90	1640.50	4748.60	1754.38	6502.98	396.40%

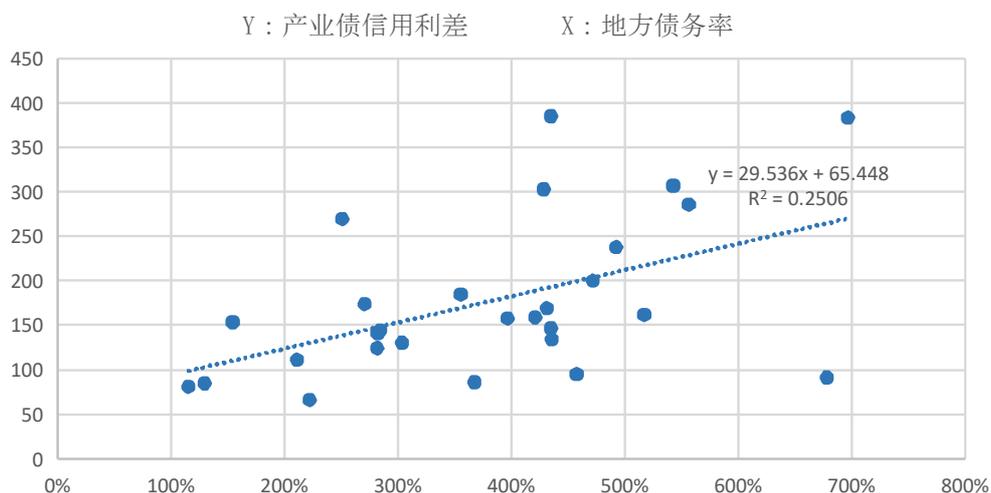
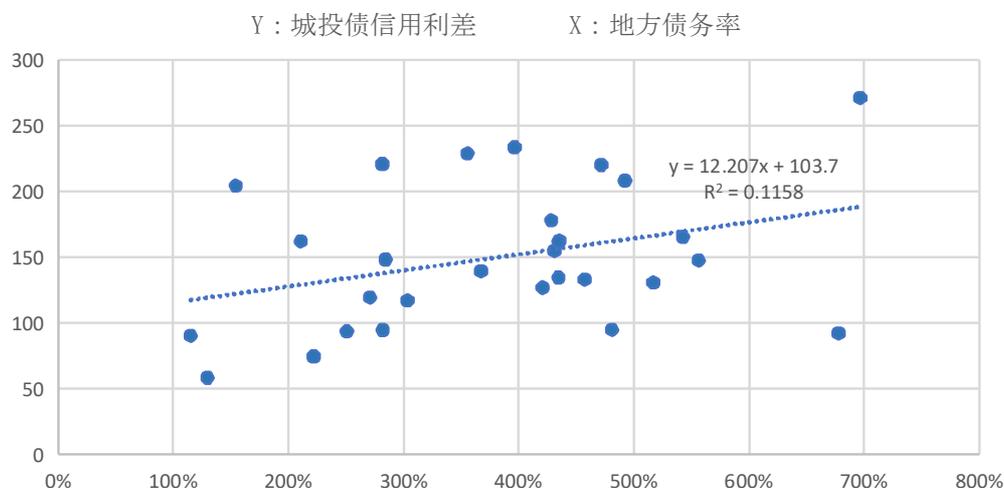
湖北	3388.39	3474.90	6863.29	8039.98	20836.53	28876.51	420.74 %
湖南	3007.00	2993.90	6000.90	10174.50	18133.35	28307.85	471.73 %
吉林	1116.86	665.30	1782.16	4344.83	5567.11	9911.94	556.18 %
江苏	8802.40	9249.59	18051.99	14878.38	63725.94	78604.32	435.43 %
江西	2486.50	2537.40	5023.90	5351.00	13095.25	18446.25	367.17 %
辽宁	2652.00	1241.50	3893.50	8885.09	2076.15	10961.24	281.53 %
内蒙古	2059.70	474.60	2534.30	7307.45	1697.78	9005.23	355.33 %
宁夏	423.60	118.40	542.00	1658.63	947.40	2606.03	480.82 %
青海	282.14	245.20	527.34	2102.00	759.01	2861.01	542.54 %
山东	6526.60	5537.57	12064.17	13127.50	21185.07	34312.57	284.42 %
山西	2347.60	1186.31	3533.91	3511.89	1936.79	5448.68	154.18 %
陕西	2287.73	1859.60	4147.33	6532.00	12434.71	18966.71	457.32 %
上海	7165.10	2418.10	9583.20	5722.10	6691.85	12413.95	129.54 %
四川	4070.70	4181.20	8251.90	10577.00	25286.14	35863.14	434.60 %
天津	2410.25	1431.00	3841.25	4959.30	14897.52	19856.82	516.94 %
西藏	221.90	75.40	297.30	251.39	470.58	721.97	242.84 %
新疆	1577.60	527.50	2105.10	4972.43	4102.31	9074.74	431.08 %
云南	2073.53	1590.70	3664.23	8108.00	9928.11	18036.11	492.22 %
浙江	7048.00	10607.82	17655.82	10387.81	37400.75	47788.56	270.67 %
重庆	2135.00	2248.00	4383.00	5603.70	13447.39	19051.09	434.66 %

资料来源：YY评级、Wind，工行投行研究中心

注：本文用一般公共预算收入与政府性基金收入之和衡量地方政府狭义财力，地方债务包括地方政府

债务余额和发债平台有息债务两部分，地方债务与狭义财力之比为地方债务率。

图 4：地方债务率与城投债、产业债信用利差（2019 年数据）



资料来源：YY 评级、Wind，工行投行研究中心

注：城投债、产业债信用利差为兴业研究利差数据的余额加权值取算数平均得到。

#### 四、城投企业转型路径与模式

从外部监管政策角度看，自 2014 年 43 号文以来，监管层面一直强调城投平台要剥离政府融资职能，推动城投平台积极转型，推动平台公司市场化经营和自负盈亏，严控隐性债务增量和高企的债务压力。从城投自身角度看，政府为提升城投企业融资能力向其注入大量资产，地方政府需要盘活存量资产以缓解化债过程中的财政压力，但是大量的资产目前都在城投企业账面，难以简单划出。城投企业由于在政府关系及项目经验方面拥有优势，成为未来存量资产盘活过程的主要参与者。

回顾国内城投企业的转型案例，一方面，城投平台通过股权改革（包括资产重组、划转

/划入、引入战投等形式)和多元化投资的方式进行业务层面的转型探索;另一方面,城投企业拓宽原有融资渠道,创新融资模式成为化解债务的重要抓手。

### (一) 股权改革与多元化布局

#### 1. 对业务进行整合重组

在涉及业务的转型过程中,按照经营业务类型,依据经营性现金流来源,可将城投企业分为公益类、准公益类、市场化经营三类。公益类企业的主营业务包括环保、开发、基础设施建设等公益项目,其经营性现金流来源主要依靠政府回购、政府购买、政府补贴等,企业多在某领域具有一定的垄断地位或拥有特许经营权。准公益类企业既包括经营准公益类业务的企业,如公共交通建设运营、棚改、保障房、供水电热气、垃圾处理、污水处理等,还包括既有公益性业务又有经营性业务的企业,其收入来源有准公益类项目的经营收入、政务购买、政府补贴等,也包括经营性业务的正常收入。市场化经营的城投企业属于转型较为彻底的一类平台,其已基本实现市场化运行,自主经营、自负盈亏,如贸易、产品销售、房地产、融资租赁等。根据各地发布的文件,转贷型(空壳类)城投将依法清理注销,其它从事具体业务的城投,未来需要向公益类国有企业、商业类国有企业/一般企业转型。

在城投企业的业务整合重组中,具体方式包括但不限于:一是对于辖区内拥有较多城投企业且业务比较分散的地区,可将多家城投企业合并,组建新的综合性城投集团,在集团内部进行业务重整,通过重组合并提高城投竞争力和融资能力,并减少企业数;二是依托现有大型城投为基础,通过股权划拨等方式,将其它城投吸收合并在内,以大并小;三是对于辖区内有多家城投企业,且不同企业有业务重叠的地区,可通过股权划拨等方式,将业务相同、相似或互补性强的板块重组整合,成立一批新的城投企业。

重庆城投体系在“一分八、八改五”的变化过程中,“八大投”向“五大投”的格局转型就有借鉴意义。重庆城投始于“1+8”的“渝富模式”(渝富集团+城投、地产、高发司、高投、开投、建投、水务和水利),通过五大注资(国债、土地储备收入、规费收入、固定资产、税收返还)增强平台信用,整合当时现有资源大兴基建。2012年,时任重庆市长黄奇帆整合八大投为五大投(建投划归到工业产业集群中,高投转型做旅游,水利和水务合并)。在此过程中,重庆市交通旅游投资集团有限公司、重庆市能源投资集团成功由城投企业转为经营性国企。

再以兰州市城投改革为例,2016年兰州市政府同意兰州市城市发展投资有限公司与兰州国资投资(控股)建设集团有限公司合并成立兰州建设投资有限公司,2017年6月整合完成。兰州城投公益性较强,是兰州市基建项目主要投资主体;兰州国投偏重经营性业务,主业包括制药、粮油等,也在市内开展少量的基建及保障房开发。由于兰州城投及兰州国投均同时开展公益性业务和经营性业务,单纯剥离公益性/经营性资产难度较大,因此将二者整合为一家大平台,在内部逐渐实现各类主体的业务重整。

江西上饶的城投平台整合开始于2015年,新成立上饶投资控股集团有限公司并将其他城投平台逐步装入,后续新平台也基本都由上饶投资出资设立。截至2020年6月底,上饶

投资的总资产规模已达 2571.88 亿元，区域主要平台都在合并范围内。

## 2. 混合所有制改革

城投企业可以引入其它投资者进行混改，采取相对控股或参股形式吸收国有和非国有资本进入，实现股权多元化，包括引入公众股东并为上市做准备、引入战略投资者、员工持股等。

但值得关注的是，城投企业因盈利能力弱、债务规模大、非市场化制度、资产定价困难、员工构成复杂等因素而导致混改难度较大。即便是在政府推动力度大、混改进展较快的天津，城投成功混改的案例也仅 1 家。2018 年 12 月，天津城投置地混改落地，华润置地增资 79.34 亿元，获得天津城投置地 49% 股权，天津城市基础设施建设持股 51%。而失败案例则更多，比如云南省政府于 2019 年 7 月与保利签署战略合作协议，正式宣告保利计划参与云南城投混改，但 2020 年 4 月混改搁浅。

相比较而言，引入战略投资者对于城投企业更具可行性。据统计，自 2014 年上海城投混改成功以来，约有 8 家城投企业通过引入投资者进行混改。总结可得，成功混改的城投企业多具有以下特质：一是土地资源优质；二是从事业务与战略投资者具有较强的相关性，投资者可快速强化业务或拓展区域；三是混改标的以城投子公司为主。

表 2：城投企业混改成功案例

时间	城投企业	实施主体	主体层级	行业	引入战投	引入方式	持股比例
2009.04	上海城投	环境集团	二级子集团	垃圾处理	美国废物管理公司	股权转让	40%
2014.01	上海城投	城投控股	二级子集团	环保产业	弘毅基金	股权转让	10%
2017.04	云南文投	云南文投	母公司	文化旅游	华侨城	增资扩股	51%
2018.02	洛阳城投	天健资管	二级子公司	物业管理	建信资本	增资扩股	9.1%
2018.02	杭州城投	热电集团	二级子集团	电力能源	浙江华视	增资扩股	5%
2018.08	哈尔滨城投	大生实业	二级子公司	建材销售	瑞盈信融	增资扩股	59%
2018.11	天津城投	城投置业	二级子公司	地产开发	华润置地	增资扩股	49%
2018.12	哈尔滨城投	城投物业	二级子公司	物业管理	福顺尚都	增资扩股	60%
2018.12	哈尔滨城投	城投地产	二级子公司	地产开发	乾顺坤房地产	股权转让	33%
2019.01	河南交投	公路工程局	二级子集团	工程建筑	绿地城投	股权转让	70%
2019.04	漯河城投	惠达物业	二级子公司	物业管理	索克物业	股权转让	60%

资料来源：万文清、张奇文章，工行投行研究中心

### 3. 多元化投资布局

在市场化转型过程中，城投企业还需根据具体情况拓展新业务。不少城投企业为增强造血能力，会在原有主业的基础上进行多元化拓展，转型后的企业除了承担地区公益类、准公益类建设项目和国有资产运营任务外，也通过投资并购成为控股型集团，或是设立产业基金，以基金管理人的身份布局区域重点产业和区域外有发展前景的产业。

近年来，城投企业入股上市公司的消息频频出现，据统计，仅 2018 和 2019 年的两年时间内，就有 16 家城投平台入主 19 家上市公司。其目的可能存在营利的考虑，业务关联的协同或不同业务的拓展，可能存在融资的考虑，上市公司作为股权融资主体达到扩大融资却不增加资产负债率的作用，当然也可能存在纾困的考虑，应地方政府要求挽救上市公司。一般而言，城投企业入股上市公司的众多事件中，上市公司具备城投企业战略发展需要的产业概念、业务布局，城投企业则具备政府支持、区域资源等一系列优势，通过控股上市公司，城投企业可以增加融资渠道，向着资源整合、独立市场化运作的方向更进一步。

此外，有城投企业结合财政资金、自有资金，通过设立各类母基金、政府引导基金等，撬动社会资本，积极布局战略性新兴产业和重点发展产业，发挥资金的引导作用及乘数效应，一方面服务区域内的产业发展，另一方面为平台业务多元化和新的利润增长点奠定基础。

以盐城东方投资开发集团有限公司为例，其是盐城经开区核心投融资主体，2016 年以来外购上海多宗物业，投资的澜起科技、中微半导体等企业在科创板上市，收购上市公司立霸股份股权成为其第二大股东，对政府的依赖程度逐渐降低。截至 2020 年 6 月末，母公司对联营企业长投余额 51.58 亿元，其中一是股权投资基金，包括盐城悦善产业投资基金 19.99 亿元、山南嘉实弘盛创业投资合伙企业 7.64 亿元、嘉兴君邦投资管理合伙企业 1.15 亿元、上海临港东方君和股权投资管理有限公司 0.14 亿元；二是出于招商引资目的入股企业，主要是新能源汽车研发、制造和配件生产合计投资 12.11 亿元，基建、房地产开发 1.30 亿元投资，妇幼保健医院 2.67 亿元和立霸股份 6.58 亿元投资。同时，公司可供出售金融资产余额 47 亿元，其中，区内投资约 7 亿元，主要是新能源、汽车、光伏等行业公司，区外投资约 31 亿元，主要是悦达资本和股权投资基金，投向电子信息、微电子、半导体、医疗、消费等行业。

再以北京亦庄国际投资发展有限公司为例，亦庄国投下设亦庄产投、亦庄汽车、亦庄香港、亦庄担保、亦庄租赁、亦庄小额贷款、通明湖信息城、集电控股等子公司。在产业投资方面，亦庄国投重点支持中芯国际、京东方、北汽股份等企业发展，积极参与耐世特汽车、ISSI、Mattson 等海外并购。亦庄国投搭建起母基金体系，投资领域涵盖经开区四大主导产业，基金类型包括天使、VC、PE、并购等模式。截至 2021 年 1 月底，亦庄国投累计完成投资项目 160 个、投资额超 680 亿元，其中亦庄国投母基金共累计参与设立基金 71 支，基金总规模超 6480 亿元，亦庄国投认缴规模超 590 亿元，实缴规模超 350 亿元。

此外，在近期热度极高的擅长产业投资的深圳国资、合肥国资的一系列资本动作中，也

不乏旗下城投企业的身影。比如，合肥城投企业——合肥市建设投资控股（集团）有限公司就通过合肥建恒新能源汽车投资基金合伙企业（有限合伙）投资了蔚来，通过合肥芯屏产业投资基金（有限合伙）控股合肥京东方等等。

## （二）融资模式创新

过去，城投企业常用的融资途径主要有银行贷款、债券融资、信托融资、融资租赁及 PPP 融资等，银行贷款占据主导地位，非标融资面临着融资成本高的风险。当上述模式已达到高存量、难新增的阶段，创新融资模式便迫在眉睫。

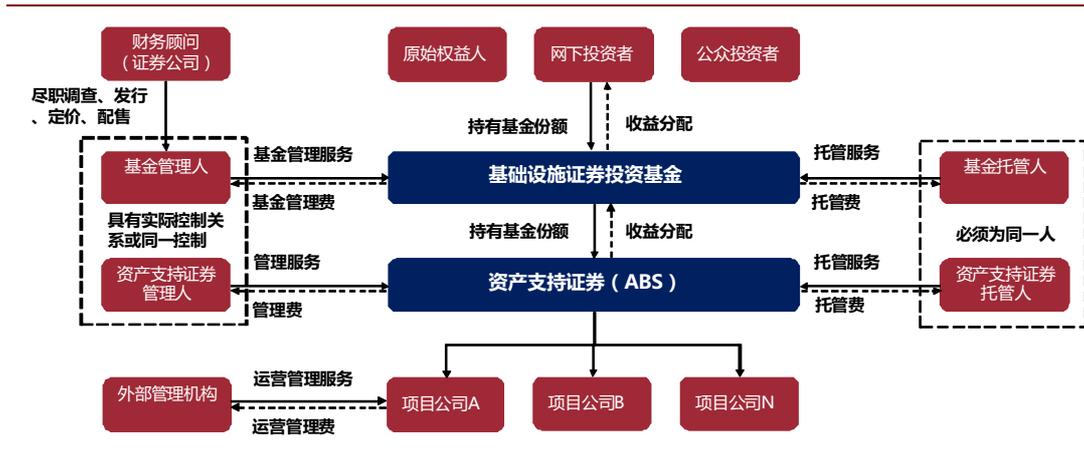
在严控隐性债务和债务压力高企的背景下，融资端可以期待、积极探索的新方式主要包括以下几种：

表 3：城投企业融资模式创新

方式	具体内容
债务置换优化结构	银行介入进行置换化债，具体分为商业银行和国开行化债两种，通过金融机构介入对债务进行平滑化处理，实现三个转变，即刚性债务变柔性债务、短期债务变长期债务、高成本债务变低成本债务。
专项债资本金+市场化融资	2019 年 6 月，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出专项债可作重大项目资本金，金融机构可提供配套融资。
ABS/ABN	基础资产稳定的现金流和结构化设计使证券化产品能够获得比发起人本身更高的信用评级；发行利率明显低于同期银行贷款利率、企业债券融资利率。基础资产主要包含债权类资产和收益权类资产，城投企业主要依赖于基础设施收费权作为标的资产。
基础设施类 REITs	于发行人而言，较好盘活存量资产、加快市场化转型功能，有效降低资产负债水平；于投资者而言，周期长、项目增信等导致的“风险低、收益稳定”，应对监管计提的风险准备权重较低，降低风险资本占用；于监管机构而言，有效降低地方政府债务压力，政策支持导向较为明确。
基础设施公募 REITs	2020 年 4 月，《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》发布，标志境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。公募 REITs 是权益性股权投资，投资收益主要依靠基础资产可分配现金流，退出主要依靠二级市场交易。

资料来源：YY 评级，工行投行研究中心

图 5：基础设施公募 REITs 交易结构



资料来源：工行投行研究中心



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn