

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁斯 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东  
审稿：周景彤 李佩珈  
联系人：王静 刘佩忠  
电话：010 - 6659 6623

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 我国城投平台的发展历史、 风险分析及相关建议\*

城投平台是具有中国特色的融资制度创新，在支持地方基础设施建设、加快推动城镇化等方面起到了重要作用。但在地方收支压力增大背景下，不少城投平台相继出现了债务风险问题，经营压力明显增大。

本文对城投平台的经营现状进行解构后发现，城投平台的负债规模出现持续扩大。在资金周转能力下降的同时，城投平台的债务到期规模保持在较高水平，且盈利能力、偿债能力在持续走弱，融资难度上升。通过对城投平台的综合财务情况进行预警分析后发现，财务风险较大的城投平台数量在不断增多，部分平台存在财务危机的可能性，需要积极采取措施进行应对。

围绕城投平台的处置，建议分三步走：一是在新的历史阶段下，需要进一步明确城投平台的职责定位；二是全面摸排城投平台的资产及其商业属性，掌握城投平台的资产运营现状；三是针对不同类型城投平台，分门别类进行规范化处置。

## 我国城投平台的发展历史、风险分析及相关建议

城投平台是我国城镇化加速建设背景下的产物，其承担了不少基础设施建设投资任务，在地方城市建设中发挥着举足轻重的作用，是地方政府功能的进一步延伸。但近年来，随着地方政府债务形势日益严峻，作为隐性债务主要表现形式的城投平台成为整治重点。因此，既要看到其在经济快速发展中发挥的作用，也要充分认识到其对经济金融稳定的潜在负面影响。

### 一、城投平台的发展轨迹及监管政策回顾

金融危机爆发后，城投平台进入快速发展期。城投平台最早出现于 20 世纪 90 年代（1992 年，上海市城市建设投资开发总公司成立，为首家城投平台），但真正开始大规模发展是在 2008 年后。为应对 2008 年全球金融危机的负面冲击，我国推出了四万亿元的财政刺激计划。其中，1.18 万亿元由中央负担，剩余 2.82 万亿元由地方筹集配套资金。但地方政府受制于旧预算法、担保法及贷款通则等规定限制，无法直接举债筹集资金。为推动项目更好落地，人民银行、原银监会等监管部门联合发布《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》（银发〔2009〕92 号），提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。2009 年 10 月，财政部下发《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》（财建〔2009〕631 号），进一步明确了地方政府配套资金可利用政府融资平台筹措。在政策鼓励下，各地城投平台开始大规模成立，并进入加速扩张期。2009 年，城投债发行规模达到 4304.9 亿元，同比增幅达 274.3%。

在城投平台加速扩张的同时，违规融资等问题也开始逐步显现。在城投平台发展高歌猛进的同时，出现了不少违规融资的现象。例如，地方政府采取变相担保的方式为城投平台提供担保、一些金融机构对城投平台的贷款管理不到位等。为此，2010 年 6 月，国务院开始部署针对城投平台监管的政策框架，并随之发布了一系列针对平台信贷的措施，重点整治平台贷款。

在贷款渠道受限情况下，城投平台开始大规模转向非标、债券等融资渠道。本轮监管主要针对贷款，并未针对其他渠道出台相应的规范性措施。但与此同时，政策层面仍积极支持基础设施、保障房建设、棚户区改造等。一方面，这一阶段针对城投平台的监管“重堵不重疏”，主要目的是压降城投平台来自银行的资金规模。在监管趋严影响下，地方政府负有偿还责任债务构成中，商业银行贷款的比重由 2010 年的 74.8% 降至 2013 年的 50.8%。另一方面，由于银行贷款资金来源受到限制，城投平台开始积极拓展其他融资渠道支持地方政府项目建设。城投平台债券融资规模大幅上升。2010-2013 年城投债发行规模从 4062.5 亿元增长至 1.4 万亿元，年复合增长率达 50.3%。影子银行成为城投平台的重要资金来源。在传统贷款渠道受限情况下，城投平台、商业银行、证券公司及保险公司等非银机构搭建出新的资金供给链条，银行通过银银合作、银信合作、银证合作等方式，绕道为城投平台提供资金支持，这也成为以非标资产为代表的影子银行大幅扩张的重要原因。2013 年，地方政府负有偿还责任的债务、负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务与 2010 年相比分别大幅上涨了 62.2%、14.1% 和 159.9%。

为严控地方政府债务风险扩张，政策开始加快对城投平台的整治工作。2014 年 8 月，《新预算法》提出，在国务院确定的限额内，地方政府可以通过发行债券筹措预算中必须的建设投资的部分资金。同时，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）提出，剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还。财政部等部门联合下发规定，要求进一步厘清地方政府与融资平台公司的边界，再次强调地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券的方式。在严控地方政府债务扩张的同时，监管部门也通过政府与社会资本合作（PPP）、政府投资基金等方式拓展地方政府资金来源，并采用债务置换等办法缓解地方政府债务利息负担，优化债务期限结构、降低利息成本。根据审计署公布数据，2015-2018 年共计置换存量政府债务 12.2 万亿元。

严监管政策下地方政府债务风险仍在积累，中央明确提出要遏制“隐性债务”，

推动“控增化存”。虽然新预算法严格限制了地方政府各类不规范的变相举债行为，但以城投平台为代表、具有政府信用背书机构的融资规模仍然在持续扩张。为此，2017年7月，中央政治局会议强调，“要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”。此次会议首次明确提出了“隐性债务”这一概念。城投平台债务则是“隐性债务”重要的表现形式之一。此后，国务院先后下发多项针对隐性债务的管理和处置办法，加大对隐性债务的监管和处置工作。例如，2019年6月国务院办公厅下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函40号），指导地方、金融机构开展隐性债务置换。2019年末，推出建制县隐性债务化解试点，用于置换部分隐性债务。针对隐性债务的“控增化存”工作开始全面推进。

经济下行叠加疫情冲击，地方政府收支压力骤增，隐性债务风险抬头。在“控增化存”的监管要求下，隐性债务无序增长的现象得到有效缓解。但2020年新冠疫情暴发后，为应对疫情冲击，财政政策开始加速发力稳经济，地方政府的支出压力急剧增大。为切实做好“稳增长”工作，地方政府融资环境整体偏于宽松，城投平台融资规模也出现明显上升。

随着疫情形势好转，监管开始再次加大对隐性债务的处置力度。要求继续遏制隐性债务增量，并提出要“终身问责、倒查责任”。在政策再次趋严背景下，城投平台融资环境开始收紧，资金来源渠道也受到明显影响，关于城投平台的负面舆情开始陆续出现。

## 二、城投平台的经营现状分析

### （一）城投平台负债规模持续扩大，是地方政府隐性债务最为主要的表现形式

在规模快速扩张的同时，城投平台的资产负债率也出现持续上升。城投平台总资产、总负债分别由2010年的13.42万亿元、7.6万亿元飙升至2021年末的136.58万亿元和81.66万亿元，涨幅分别达到9倍和9.74倍，复合增长率为23%、24%，负债

规模的扩张速度快于资产规模（图1）<sup>1</sup>。城投平台的总负债与GDP之比由2010年的32.56%一路上升至2020年历史最高的121.05%。在监管趋严背景下，2021年城投平台总负债与GDP之比略微降至118%，但资产负债率已上升至60%左右，比近十年最低点（2013年）上升近7个百分点（图2）。特别地，有250家城投平台负债率超过70%，有近20家超过90%。

图1：城投平台总资产、总负债及同比增速

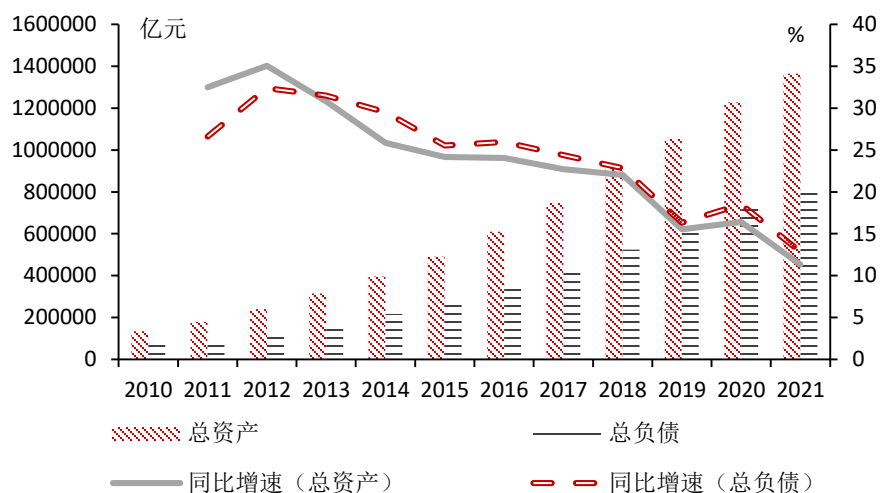
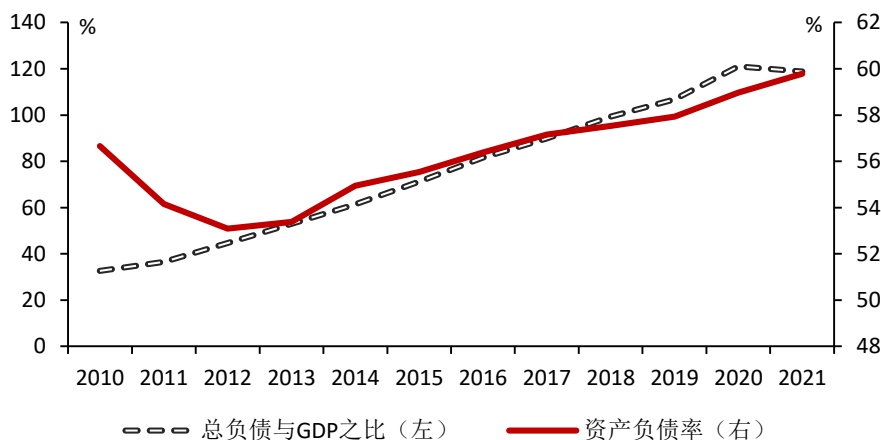


图2：城投平台总负债与GDP比重及资产负债率



资料来源：Wind，中国银行研究院

<sup>1</sup> 城投平台的财务数据使用 Wind 公布发行债券的城投平台公司倒推和相应计算得出。截至 2021 年末，共有 3049 家城投平台披露了相关数据。

城投平台加剧了地方政府的债务负担。一方面，地方政府显性债务负担持续上升，但整体处于可控区间。2021年末，我国地方政府债务率（债务余额/综合财力）达到105.8%，比近年低点（2017年）上升近9个百分点，负债率（债务余额/GDP）在2022年达到29.1%，比2017年上升近9个百分点（图3）。虽然地方政府显性负债率处于持续上行态势，但整体风险仍然可控，仅有个别省份风险相对较高。整体看，2021年，有8个省债务率超过120%，4个省超过150%，天津、贵州、内蒙古、云南排名前四，分别达到205.2%、157%、153.2%和152.3%（图4）。

图3：地方政府债务率及负债率变化

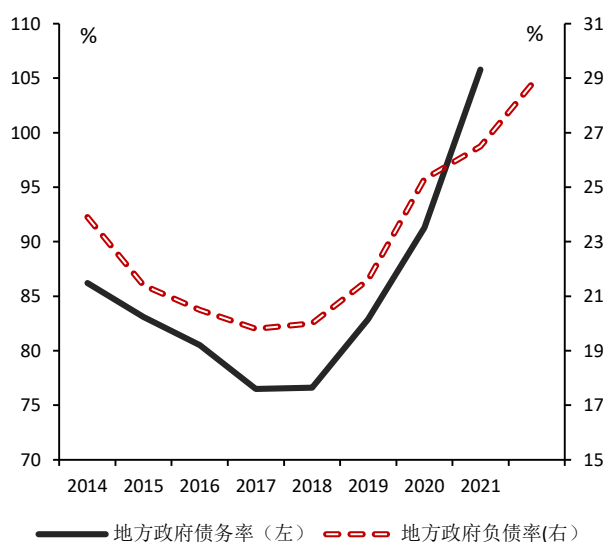
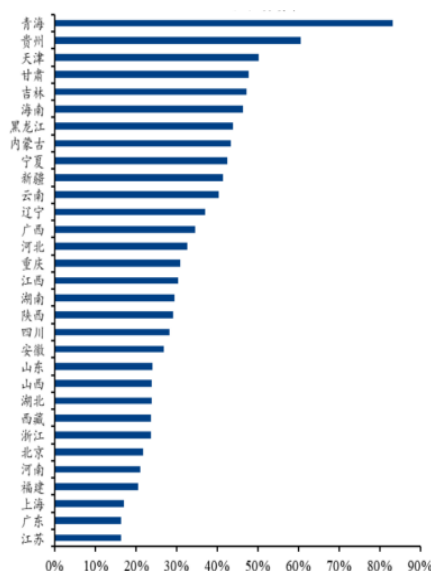


图4：2021年各省债务率情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

但另一方面，将城投债务纳入考虑后，地方政府债务率出现明显攀升。城投融资平台有息负债规模持续增大。城投平台负债中的有息债务规模由2010年的5.7万亿元持续上升至2021年的55.03万亿元，增长近9倍，年复合增长率达到22.8%（图5）。而2022年地方政府债务余额为35万亿元，城投平台的债务负担已远远超过地方政府显性债务规模。具体看，南方省份城投有息债务规模普遍大于北方省份，东部沿海部分经济强省（例如浙江、江苏等）以及中西部部分省份（如湖南、湖北、四川等）城投平台带息债务规模较大（图6）。

图 5：城投平台带息债务规模及同比增速

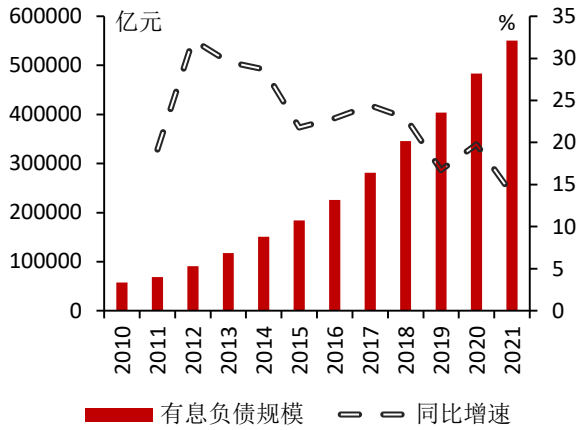
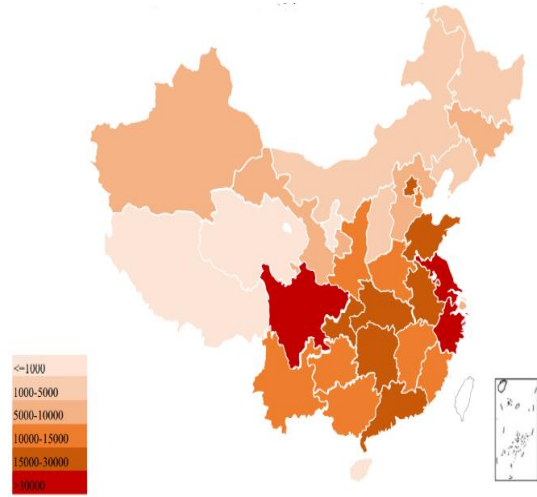


图 6：2021 年末各省城投债务余额



资料来源：Wind，中国银行研究院

城投债务的层级分布大体相当，但不同省份之间存在一定差异。从层级分布看，省、市、县城投债务三级占比差距不大，带息债务余额分布较为均衡（图 7）。但具体到各省份看，由于举债能力存在差异，浙江、江苏等省份城投债以县级为主，占比均在 60%以上，浙江县级城投债务占比更是高达 71.8%，省市级城投债务占比相对较小。而中西部以及东北地区，例如甘肃、西藏、吉林等县级城投平台举债能力相对较弱，占比较低，城投债务主要债务集中在省市级（图 8）。

图 7：城投平台带息债务的层级分布

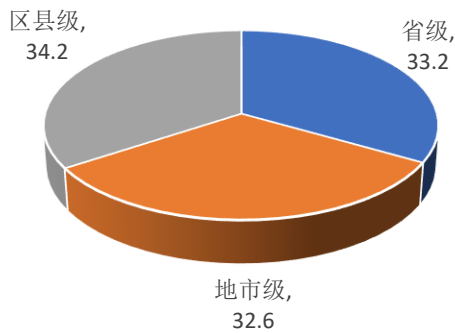
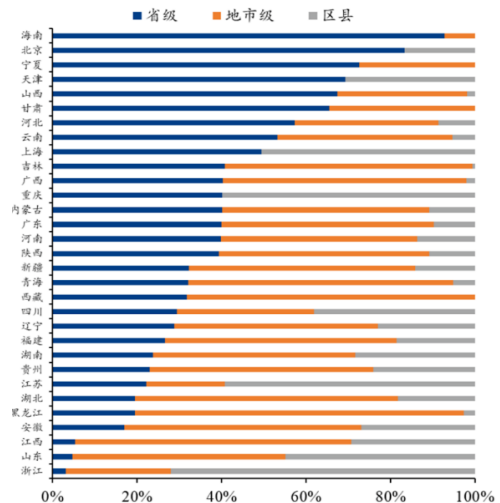


图 8：各省城投债务的层级分布情况



资料来源：根据公开资料整理

在加入城投平台债务后，地方政府债务负担出现大幅攀升。在将城投平台有息债务纳入后，地方政府广义债务率（政府债务余额/综合财力）和负债率（政府债务余额/GDP）大幅上升至259.5%和65.7%。其中，有9个省广义债务率超过300%，排名前三的分别为天津（530%）、北京（382.5%）和重庆（378.3%）（图9）；广义负债率排名前三的分别是天津（129.7%）、甘肃（120.2%）和贵州（118.3%）（图10）。从绝对规模看，隐性债务风险的严峻程度已超过了显性债务风险，且在部分省份较为突出。

图9：2021年各省广义负债率

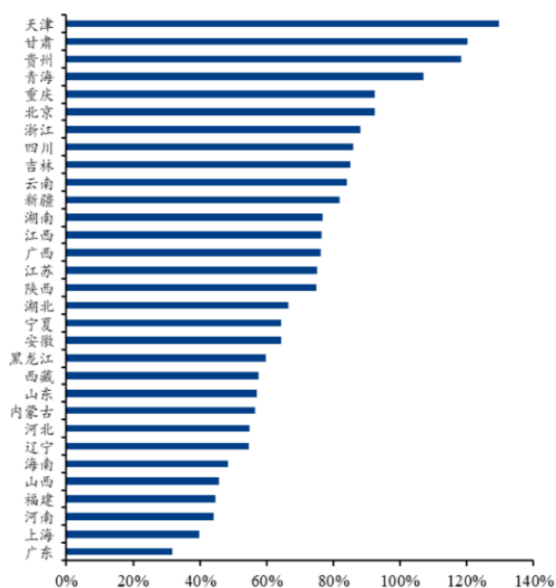
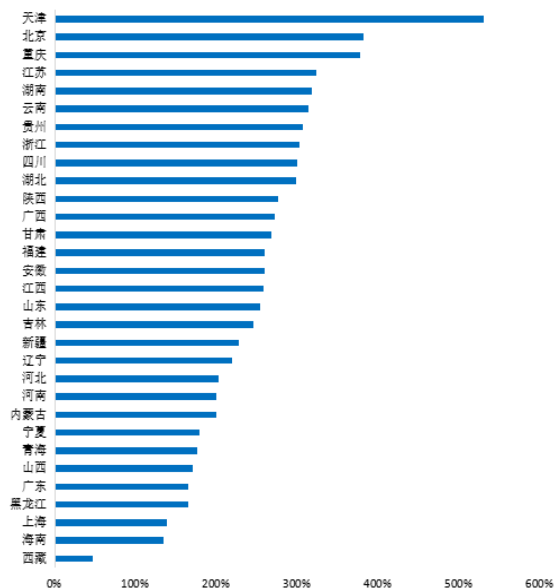


图10：2021年各省广义债务率



资料来源：Wind，粤开证券，中国银行研究院

## （二）资金周转能力下降，偿债压力不断上升

在地方财政收入吃紧及监管持续趋严等因素影响下，城投融资平台偿债压力有所上升。一方面，经济下行叠加疫情冲击，宏观税负持续下行，地方资金财政收入大幅下滑。疫情三年对经济发展带来巨大冲击，财政不断通过扩大支出、减免税负等方式助力稳增长，这也导致财政收入出现大幅度下滑（图11）。同时，疫情以来，房地产市场整体陷入低迷，叠加针对房地产调控政策持续趋严，地方政府土地出让金收入也出现大幅下降，地方政府资金来源渠道明显收窄（图12）。



图 11：地方本级财政收入及增速

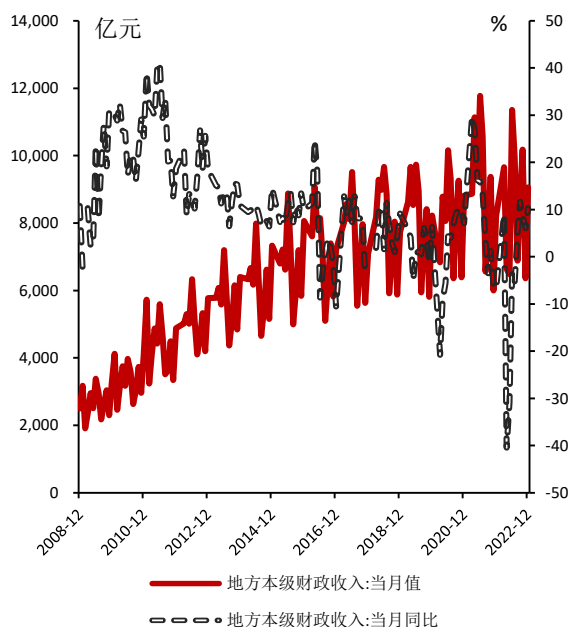
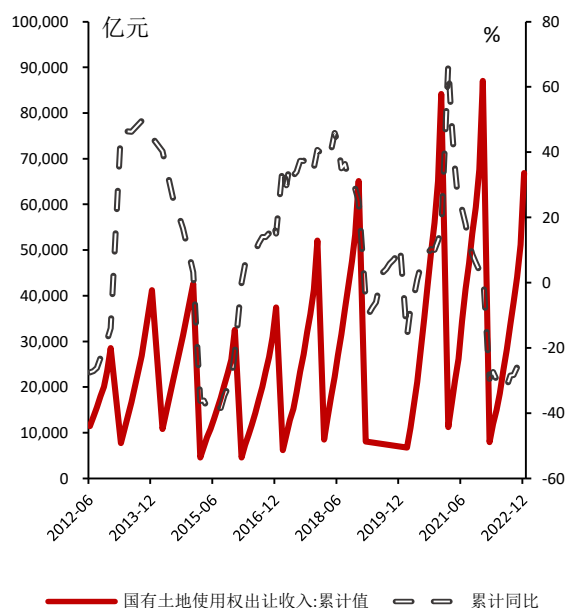


图 12：地方土地出让金收入及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

在严堵地方债务扩张政策导向下，城投平台融资能力受限。在中央持续强调“控增化存”，严防隐性债务扩张等政策影响下，城投平台资金筹措能力受到影响。从城投债余额及增速变化看，经济下行压力加大时，城投债融资规模会有所上行。但在经济企稳后，针对城投平台政策监管会有所趋严，城投平台融资能力同步受到影响。截至 2022 年末，城投债余额为 13.48 万亿元，同比增速为 8.89%，近十年来仅高于 2018 年（图 13）。此外，2022 年全年城投债共计发行 4.86 万亿元，同比下降 12.8%（图 14）。

在资金来源受限的同时，城投融资平台债务还本付息压力也在持续增大。一方面，城投平台的还本能力持续下行。城投平台有形资产/带息债务的中位数由 2013 年的 1.82 降至 2021 年的 1.04，呈持续下降态势，这意味着城投平台变卖所有有形资产才勉强能够偿还所有带息债务（图 15）。经营活动产生的现金流量净额、EBITDA<sup>2</sup>对带息债务的覆盖能力也出现持续下行。其中，EBITDA/带息债务的比例中位数由 2012 年

<sup>2</sup> 利息折旧及摊销前利润，简称 EBITDA，即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润。

最高的 10.89% 降至 2021 年的 4.29%。而经营活动产生的现金流量净额/带息债务自 2013 年起便降至 0 以下，2021 年仅为 0.48%。这意味着不少城投平台正常经营活动产生的现金流量已无法覆盖其债务，只能通过不断的借新还旧来维持日常运营（图 16）。

图 13：城投债余额及同比增速

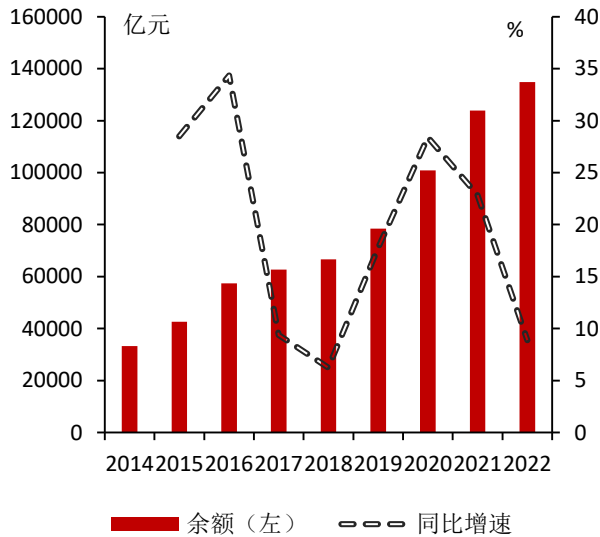


图 14：城投债当年发行规模

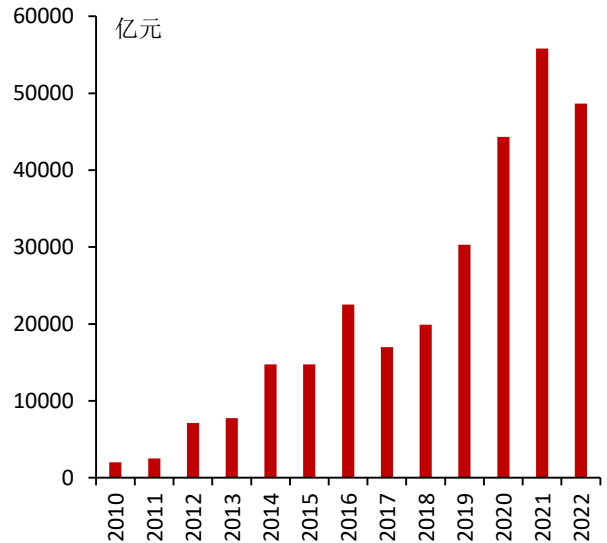
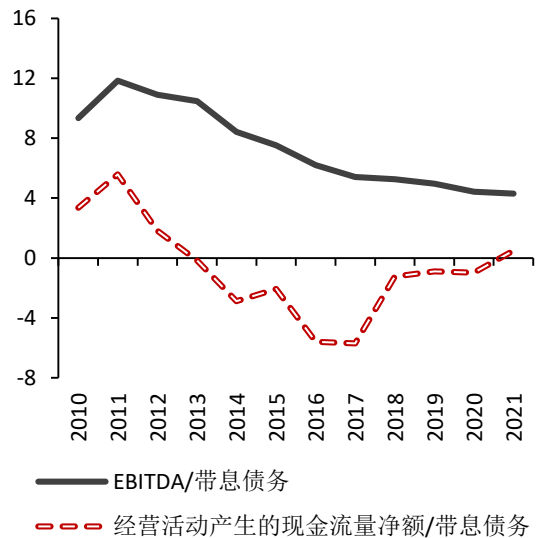


图 15：城投有形资产/带息债务变动



图 16：城投 EBITDA、现金净流量与带息债务比

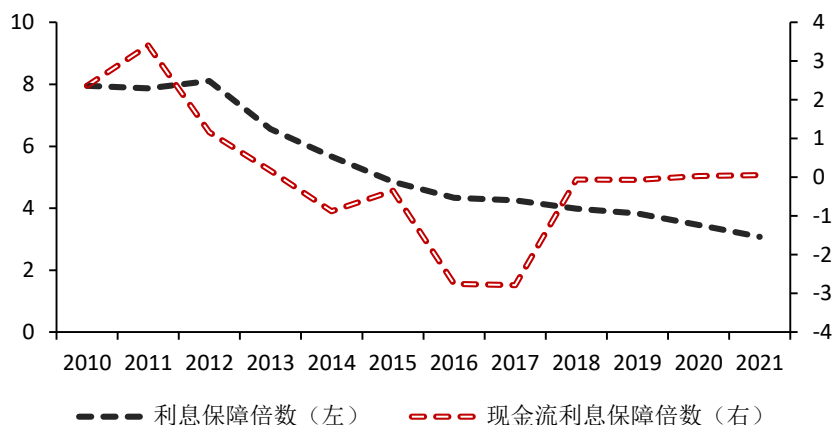


资料来源：Wind，中国银行研究院

另一方面，城投平台的付息能力也面临严峻挑战。城投平台的利息保障倍数

（EBIT/利息费用）出现持续下降，由2012年的8.1倍持续降至2021年的3.08倍。而现金流量利息保障倍数更是长期为负，2021年略微上升至0.05（图17）。

图17：城投融资平台利息保障（现金流）倍数变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

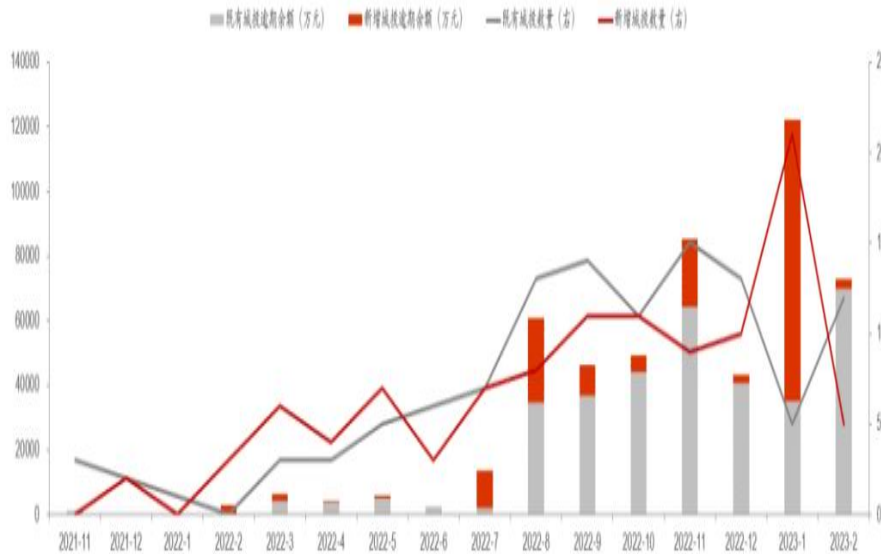
### （三）信用风险有所抬头，且债务集中到期规模较大

一方面，城投融资平台信用风险有上行趋势。公开数据显示，近六年来共发生6家城投债违约事件，且仅有1家发生实质性违约（内蒙古呼和浩特经济开发区投资集团）。虽然城投债尚未出现大面积实质性违约，但近年来出现票据逾期的城投平台数量和规模有所上升，城投平台信用风险已开始逐步显现。根据上海票交所数据，截至2023年4月末，共计104家发债城投曾出现承兑人逾期，最新累计逾期发生额70.4亿元（图18）。另从披露次数看，在全部104家发债城投中，有44家主体被披露次数在1次以上，其中9家主体被披露次数达到5次及以上；从逾期金额来看，30家城投最新累计逾期金额达到1亿元或以上，另有17家城投累计逾期金额超过3000万元。

另一方面，城投债到期规模保持在较高水平，债务偿付压力较大。从城投债到期规模看，未来3-4年是城投债的到期高峰。2023-2026年城投债到期规模均在2万亿元以上，2023年到期规模最大，为3.43万亿元（图19）。在到期债务规模保持高位的背后，城投平台债务活期化态势也愈发突出，短期债务占比有所上升。2010年以来，城投平台流动负债占比呈“先降后升”态势，平均数和中位数由2012年一季度接近50%

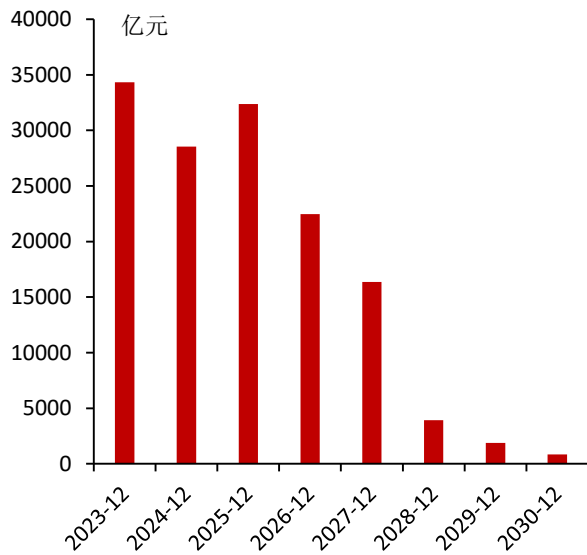
降至 2017 年的 35%左右，但随后又持续上升至 2021 年的 42%左右（图 20）。

图 18：城投平台票据逾期情况



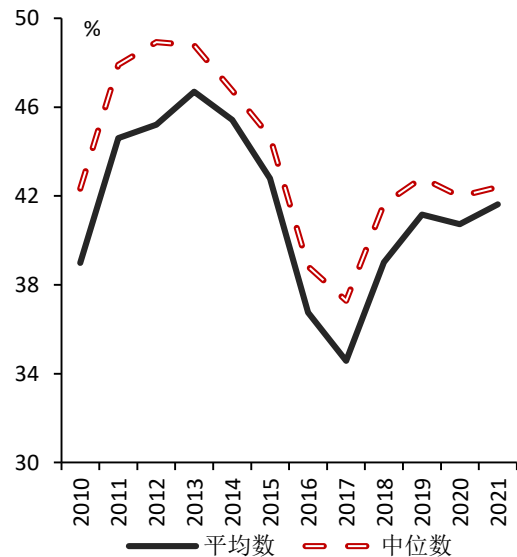
资料来源：上海票交所，中国银行研究院

图 19：城投债到期情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

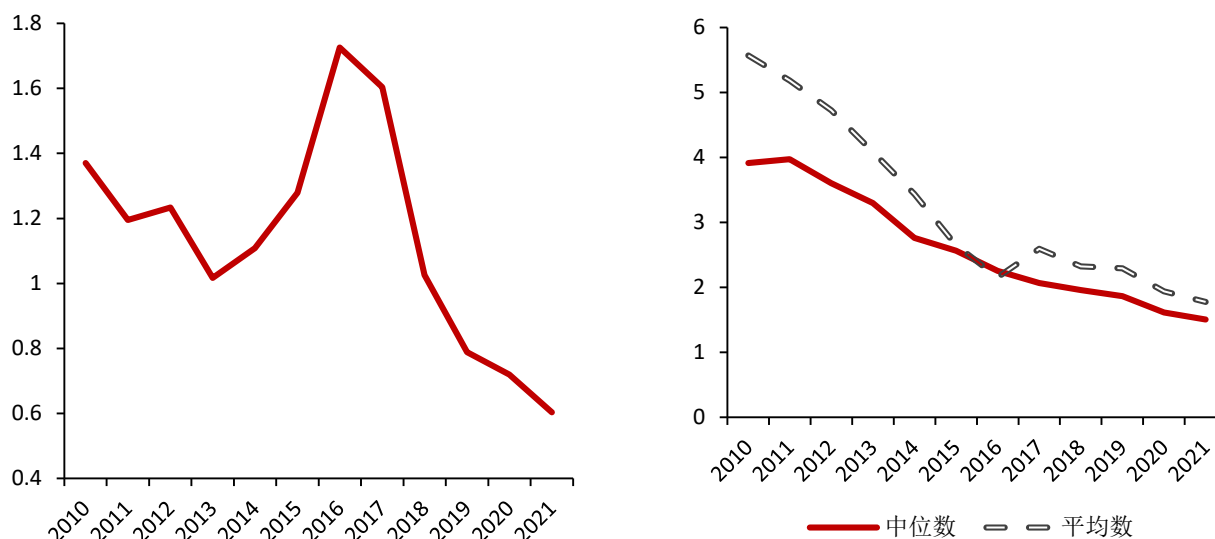
图 20：城投平台流动负债占比



在短期债务偿付压力增大同时，城投平台的盈利能力、短期债务偿付也面临较大考验。2016 年以来，城投平台的货币资金与短期债务之比也出现一路走低，由 2016

年的 1.72 持续降至 2021 年的 0.6，为近十年最低（图 21）。值得关注的是，城投平台的盈利能力也在持续下行，ROE 中位数和平均数由 2010 年的 3.91% 和 5.57% 持续降至 2021 年的 1.5%、1.78%（图 22）。在严堵隐性债务扩张的背景下，城投平台的偿债能力、盈利能力均在持续走弱，但到期债务规模却保持在较高水平。

图 21：城投平台货币资金/短期债务情况 图 22：城投平台 ROE 中位数及平均数变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

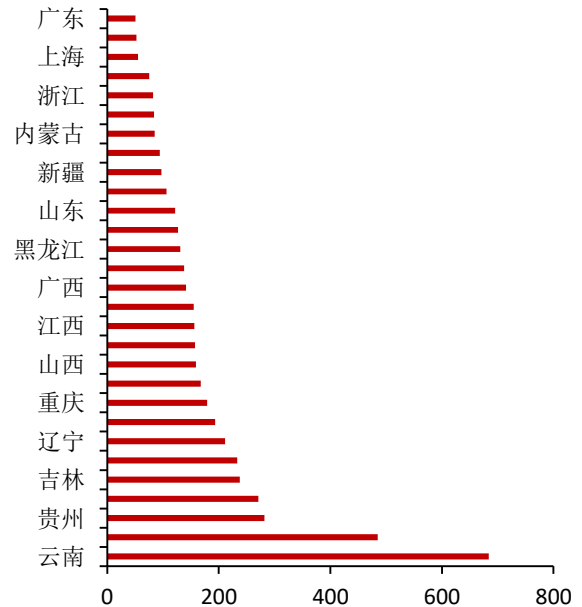
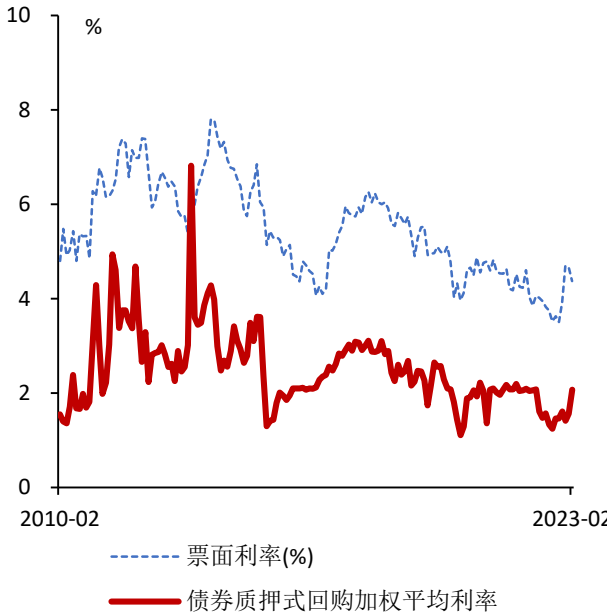
#### （四）城投债发行利率延续下行态势，但地区分化特征明显

一方面，在利率中枢整体下行背景下，城投债发行利率出现同步下降。城投债发行利率主要受货币市场流动性供求影响，与货币市场利率变动关系密切。可以发现，城投债发行利率基本与货币市场利率走势同向变动。特别是近年来，在经济下行压力加大背景下，货币政策持续发力稳经济，主要政策利率已调降至新世纪以来最低，城投债发行利率也出现同步下行（图 23）。但另一方面，城投债发行利率呈现出明显的区域差异特征。在城投债发行利率稳步下行的背后，是区域城投债发行利率的冷热不均，特别是中西部地区利差水平较高。截至 2023 年 3 月末，地域信用利差排名前十位中仅有天津 1 个东部省份，其余均分布在中西部及东北地区。从数值看，排名前三位的云南、天津和贵州地域利差分别为 584.4BPs、440.18BPs、263.58BPs，其余均为

250BPs 以下。

图 23：城投债发行利率走势

图 24：各省地域利差情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

### （五）融资紧张叠加经营压力加大，财务风险持续上升

为综合评估城投平台的财务风险，构建 Z 值对城投平台出现财务失败或者破产的可能性进行分析。Z 值的计算过程如下：

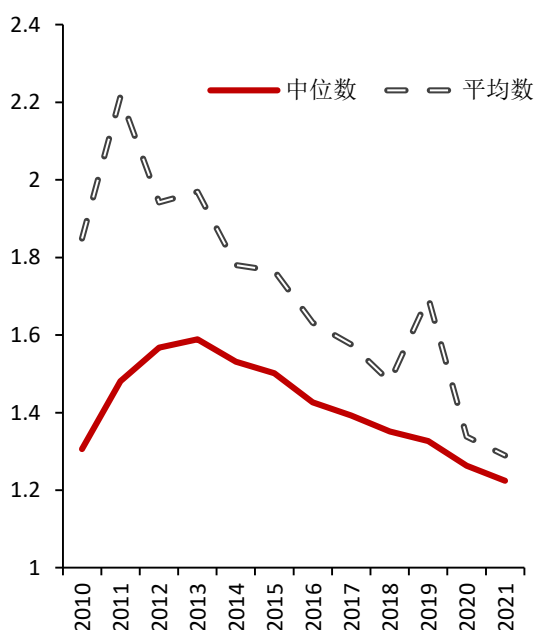
$$Z=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+0.999X5。$$

各项含义如下：X1 代表营运资本/总资产；X2 代表留存收益/总资产；X3 代表息税前利润/总资产；X4 代表总市值 2/负债总计（当总市值 2 数据不可得时，用股东权益合计代替）；X5 代表营业收入/总资产。Z 值越低，企业财务风险越高，越有可能出现破产。当 Z 值大于 2.675 时，表明企业的财务状况良好，发生破产的可能性就小；当 Z 值小于 1.81 时，表明企业潜伏着财务危机；当 Z 值介于 1.81 和 2.675 之间时被称之为“灰色地带”，说明企业的财务状况极不稳定。

近年来，城投平台 Z 值整体延续下行态势，由 2013 年的 1.58 和 1.99 持续降至

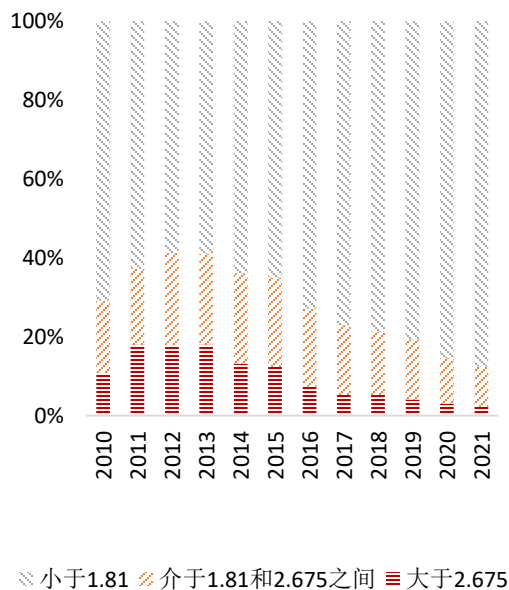
2021年的1.22和1.3，城投平台发生财务风险的可能性明显提升（图25）。从内部分类看，处于安全边界（ $Z > 2.675$ ）和灰色地带（ $1.81 \leq Z \leq 2.675$ ）城投平台占比由2013年的18%、23%持续降至2021年的2.25%和10.19%，分别下降15.75和7.81个百分点；与之相对应，存在发生财务风险可能性的城投平台（ $Z < 1.81$ ）占比由59%持续上升至87.5%，数量达到2567家（图26）。在经济下行、资金来源受限、转型压力较大等多重因素叠加作用影响下，城投平台综合财务状况已十分不容乐观，部分城投平台存在爆发风险的可能性，需要持续关注相关城投平台的运营情况。

图 25：Z 值平均数和中位数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 26：处于不同区间城投平台占比



虽然监管部门已多次强调针对城投平台要坚持中央不救助原则，“谁家的孩子谁抱走”，同时要打破政府兜底预期，分类推进城投平台的市场化转型，推动政府和企业实现界限清晰。但在历史关系难以完全厘清的情况下，城投违约等于政府违约的预期仍然持续存在。在缺乏稳定现金流的背景下，一旦信贷或者债券融资渠道受阻，可能会出现资金断裂风险。因此，有效防范城投债务风险、持续推动城投平台转型已经迫在眉睫。

### 三、如何看待城投平台的功能和作用

考虑到城投平台产生的背景及其特殊职能，需要客观评价城投平台在我国经济增长、改善民生等任务中所发挥的重要作用。但现金流短缺、流动性不足也是城投平台面临的现实困难，这要对城投平台的情况进行全面摸排和梳理。

#### （一）城投融资平台是特定历史时期投融资创新模式的产物，有力推动了地方经济发展

在我国城镇化加速推进进程中，地方财政资金难以满足城市建设巨额的资金需求，而城投平台正是地方政府面临严峻资金建设缺口约束下的特色创新。由于与地方政府存在密切关系，城投平台往往从事基础设施建设、土地整理、公用事业、保障房等业务，协助地方政府推动地方经济发展，这些项目大都具有一定的公益性或者准公益性，存在投入大、周期长、利润低等特征，因此很难吸引民间资本介入。

在地方政府面临实质性的资金来源约束背景下，城投平台以自有资产、政府背书和未来现金流收益为依托，充分利用财务杠杆的撬动作用为地方建设募集资金，这部分缓解了地方政府财权事权不匹配的矛盾。对加快基础设施建设、推动城镇化建设等方面起到了重要作用，打造出了中国特色的“地产+基建”城市建设模式，这在宏观上带来了巨大的经济效益和社会效益。

#### （二）城投平台发展迥异，部分平台转型成效明显，已基本实现可持续发展。但不少城投平台债务负担过重、缺乏稳定现金流收入，经营面临现实困难

城投平台与地方政府之间在持股、补贴、回款等方面存在密切联系。在城投平台持续扩张中，各类违规融资现象时有发生（例如政府或相关部门以承诺函等形式以国有资产为城投平台融资提供担保），这在助推城投规模持续扩张的同时，也导致城投平台与地方政府成为关系更加紧密的利益共同体。

但债务本身并不是风险，关键是债务的使用是否形成优质资产和稳定的现金流、



债务期限结构与现金流是否匹配、债务支出结构和使用效率是否匹配。一方面，部分城投平台盈利能力强、市场化程度高、业务发展明确，已经实现自主经营、自负盈亏，成为推动地方经济发展的重要驱动力。这类平台大都处于经济发达或者开放程度较高的地区，在设立之初的功能定位相对明确，且逐步形成了相对清晰的发展思路。除从事地方政府传统基础设施、资产管理及运营业务外，也在同步推动自身转型，逐步成为横跨多板块产业投资、有着稳定的现金流收益的综合性国有资本运营公司，实现了投贷平衡，打造出了“投资-建设-运营”的良性发展闭环。

### 城投平台转型的经典案例—以合肥建投集团为例

合肥建投集团成立于2006年，时至今日经历两次成功转型。

2008年，合肥建投经历了第一次转型。标志性事件是参与投资了“京东方”项目。因投资京东方项目需要地方国资以股权投资的方式参与，这为合肥建投带来机遇，能够以股权投资的方式参与战新产业的重大项目。自参与项目以来，合肥建投已累计参与投资约3200亿元，这为打造合肥“芯屏汽合、急终生智”战新产业集群打下了坚实的基础。

2019年以来，合肥建投开启了第二次转型。主要手段是通过市场化的方式转型为国有资本投资公司，并取得了较好成效。截至2022年9月，合肥建投资产总额已突破6000亿，净资产2000多亿，经营收入和利润总额不断创下新高。具体来看，合肥建投的主要做法可以概括为如下方面：

**一是强化参与城市建设的市场化能力。**发挥各业务板块在建设管理方面的优势，持续推进政府项目代建，在拓展招商项目产房代建及定制业务的同时，积极推动综合管廊建设，带动勘察检测等工程业务的发展。

**二是着力布局城市运营领域实体业务。**积极参与承担国家政策及政府引导的新兴业务，推动其快速增长，并将其打造为重要的业务板块。例如，花费千亿级资金打造了新型显示产业链，实现安徽大规模集成电路制造项目零的突破。

**三是优化战新产业投资结构。**在产业转型过程中，做好京东方、晶合等已投资项目

的管理服务工作，助力企业做强做大；抢抓重大优质项目，例如完成投资实施蔚来汽车、神州数码等项目；以市场化方式围绕落地龙头企业上下游、供应链进行投资，打造良性的产业投资结构；寻求市场合作伙伴，通过组建、参与基金等方式，实现协同、互补投资。

**四是构建内部协同发展的企业生态。**搭建各领域之间协同发展平台，形成各主体相互配合、优势互补的工作机制；围绕国资平台的投资职能，打造出各种专业化投资公司，以实现重资产投资+轻资产服务；以政府投资和自主投资等项目为引领，为工程管理、停车充电、综合管廊、勘察检测、租赁住房等业务创造更多的市场机遇。

**五是灵活使用多样化的金融手段参与产业投资。**例如，采用直接股权投资、上市公司间接投资（参与定增）、委托运营（通过协议、章程约定各方责权，按市场化方式委托运营，设置必要的对赌机制）、组建产业基金实现投资（例如组建“政府引导母基金+天使+种子+专业基金”等，吸引社会资本参与）等方式参与产业投资。此外，打造出“募-投-管-退”的良性循环投资结构，形成可持续发展的资本积累。合肥建投转型以来累计退出资金 667 亿元，并实现了 328 亿元的收益。

但另一方面，不少仍然以公共品或者准公共服务为主要经营范围的城投平台，面临业务发展缓慢、债务负担过重、转型成效不突出等问题，经营现状不容乐观。这类城投平台成立目的主要是为地方政府融资，经营项目较为集中，大都以建设运营公益性项目及准公益性项目为主，即传统基础设施建设和资金运营等，融资主要依靠国家项目或者专项债项目资金拉动，业务模式单一、收入不稳定，运营经费也主要依靠财政资金，缺乏市场化的经营能力。且在早期粗狂式发展阶段，不少城投平台普遍存在注资不实、治理松散、违规负债等问题，在地方收支压力持续加大背景下，相关问题已开始逐步暴露。据媒体披露，近年来已有不少城投平台高管被查，政企不分、公司治理不规范、经营风险持续上升等问题持续凸显。

虽然城投平台在从事各类公共品或者准公共品服务建设中发挥了重要作用，有效支持了地方城市建设。但不少城市建设项目资产项目周期长、无法带来稳定的现金流收入，而城投平台债务需要实际的现金流进行债务偿付。因此，虽然宏观上城投平台

带来了巨大的社会效益，但微观上面临着还本付息的财务“硬约束”，在资产收益无法有效偿付债务负担情况下，不少城投平台的财务风险在持续上升。且不少平台同时存在经营转型压力大、发展方向不明确等问题。加之地方政府收支压力仍然较大，一些地方财力已经捉襟见肘，显性债务偿还也已十分困难，更无法为城投平台提供资金支持。例如，贵州省政府发展研究中心调研显示，受制于地方财力水平有限，化债工作推进异常艰难，仅依靠自身能力已无法得到有效解决。

#### 四、政策建议

考虑到城投平台与地方政府的特殊关系，且从体量上看城投平台已是能够与房地产比肩的“灰犀牛”，对经济金融稳定具有系统性影响，因此，针对城投平台的处置工作，既要坚持市场化、法制化的主基调，也要根据各地情况的不同、条件的差异，采取适应性的举措进行有序处理，避免采取“一刀切”式的处置方式。

**第一，在新的历史阶段下，需要进一步明确城投平台的职责定位。**城投平台因城市建设融资而生，由于与地方政府存在的密切关系，多年来一直缺乏明确的身份“认证”。在经济发展模式转型、产业升级速度加快等新的历史阶段下，需要进一步明确各类城投平台的职能定位，更好为经济的高质量发展服务。对于单独从事商业性业务的，可考虑将公共服务职能剥离，将其定义为以利润最大化为目标的商业性企业；针对剥离的公共服务职能，可组建成为专门从事公共服务的平台公司（可考虑确定为事业单位）；对于两者兼而有之的企业，在进一步明确业务范围基础上，可考虑定义为具有地方政府背景的国有企业（例如国有资本投资公司）。

**第二，全面摸排城投平台的资产及其商业属性，掌握城投平台的资产运营现状。**当前各界针对城投平台的关注点主要集中于数量庞大的债务，但城投平台实质上也有很多优质资产。例如，能够带来稳定收益的基础设施投资、能够用于商业性活动的土地资产等。特别地，很多城投平台在成立之初由地方政府注入了大量货币资金、厂房及地方国有企业股权等各种形式的资产。因此，需要全面摸排城投平台拥有的资产情况，进一步分门别类，特别是要厘清能够带来稳定现金流、商业可持续的资产，以

便在确定自身职能定位基础上，方便后续更好地开展资产重组或者债务处置等工作。

### 第三，针对不同类型城投平台，分门别类进行规范化处置。

在明确城投平台的功能地位、资产运营现状基础上，根据具体情况分门别类进行管理，稳步推动城投平台转型。针对债务问题突出的城投平台，可借鉴相关案例经验进行处置。

针对能够实现商业可持续性的平台，例如发展方向明确、战略清晰、管理完善、具有竞争性业务，且符合市场化运营逻辑的，可逐步引导其转向独立的生产性经营实体，通过进一步完善公司治理机制（特别是激励机制），推动其向独立法人治理公司转型，实现自负盈亏。

针对主要承担公共服务职能的城投平台，可由地方政府主导，通过财政注资、资产处置，或者考虑寻求新的资产注入，通过引入投资人、优化业务组合等方式改善资产质量、提升管理质效，建立能够有效运营的业务模式，更好发挥其公共服务职能。

针对债务负担沉重的城投平台，一方面，如果经营压力过大，债务已确定无法化解的城投平台，可考虑进入破产清算程序。但要制定详细的过渡性方案，完善相应的政策框架体系，确保及时做好风险隔离和快速处置工作，避免风险在区域内或者更大范围内蔓延，切实维护经济金融环境稳定。另一方面，针对仍有回旋余地，特别是具有较大区域性影响的城投平台，可根据其实际经营情况，分别门类进行风险处置。

近年来各地陆续推出了一些针对城投债务的处置办法，可积极借鉴相关经验，划分风险类别，采取针对性的处置策略。一是及时推动问题企业退出债券市场。部分省份城投债务规模并不大，一旦具有代表性的城投平台出现问题可能会导致信用环境的整体恶化，增大省内城投平台债务负担。因此，针对可能存在问题、影响较大的城投平台，可积极采取措施帮助其退出债券市场，优化债务结构。例如，在云南国资委、云南康旅集团和金融机构协同合作下，云南康旅在2022年9月回购了所有存续发行的债券和ABS，兑付债券金额达86.53亿元，债务只剩下银行贷款，债务风险逐步更加可控，同时也避免一旦出现实质性违约波及云南所有城投主体。其中，云南省国资委

的支持是康旅集团成功化债的重要因素。这对部分经济较弱省份的国企或城投化解债务有较大的借鉴意义。二是采取债务展期或者重组方式实现债务可持续。例如，贵州以遵义道桥为试点，通过与银行谈判、降低成本等方式缓解债务压力，确保债务的滚续。针对非标的化解工作也采取类似做法。三是采取吸收兼并的方式将风险内部化。可通过吸收或者兼并的方式，合并尾部城投，推动行业洗牌，增强集中度，提升信用环境。例如，江浙地区虽然是经济大省，但也有部分地区债务压力较大。这些地区针对部分债务压力较大的城投采取了直接兼并的办法，这在避免出现风险的同时也维护了当地信用环境的稳定。四是采取存量资产盘活等方式偿还债务。全面梳理各资产类别，区分核心、辅助及可剥离资产，及时处置可剥离资产用以偿债。在完善优质资产产权关系的同时，持续提升管理水平，形成稳定的现金流收入，更好偿还债务。



