

---

# 信用分析视角下我国城投债现状分析及对策<sup>1</sup>

罗钟泉

(交银国际控股有限公司 上海 200120)

**【摘要】**：地方政府是城投债信用分析的着眼点，对地方政府扶持城投平台的“能力”和“意愿”的评估是城投债信用分析的基础。地方政府没有直接的偿还责任，对其信用风险的分析，首先应着眼于该城投平台所能提供的产品是否为地方政府所需，即该地区未来经济发展是否还需要大量基础设施建设来推动；其次应分析地方政府是否有足够的财政资金来购买这些产品。

**【关键词】**： 城投债 城投平台 信用分析 地方财政

**【中图分类号】**： F832.39      **【文献标识码】**： A      **【文章编号】**： 1005-1309(2023)11-0020-010

受宏观经济、国家政策和内生发展动力的综合影响，城投债自 20 世纪末诞生后，经历不同发展阶段，其发行规模和余额快速提升，现已成为地方政府实现本地区经济发展和贯彻本地区发展政策的重要融资工具。同时，城投债经历了一系列政策的引导，也在不同时期引发了各界对其潜在风险的关注。

本文通过对城投债发展沿革的梳理及其特点与现状的分析，以企业债信用分析的视角，从省域层面对其开展信用分析。基于定性分析方法，以地方政府“能力”和“意愿”为出发点搭建城投债信用分析框架，并通过基于此框架的定量方法对我国 31 个省域城投债予以归类分析，最后从地方政府、城投平台和金融市场等不同角度提出对策建议。

## 一、 城投债的概念及其发展沿革

城投债自出现以来经历了一系列宏观市场变化和指导政策调整，不同市场主体在不同时期对其发挥的作用和意义也有着不同的定位，对城投债及其发行主体城投平台的定义也一直存在不同解释。基于以上背景，首先需要厘清城投债的相关定义，对其发展沿革进行梳理，这有助于理解其现状和特点的背后原因，为城投债的信用分析打好基础。

### (一)城投平台的定义

对于城投平台，不同的监管主体和部门有着不同的定义。具体地看，国务院、财政部、国家发改委、原银保监会和审计署根据自身工作的侧重点，分别对城投平台有着不同的关注点。其中，2010 年国务院发布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，一般被认为对城投平台作出了最基本的定义。

地方政府融资平台公司是指，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。以此为基础，结合其他部委的定义，可以看出城投平台的三大要素：政府出资、具有投融资功能和法人身份。其他要素中所包含的，如经营公益性项目、政府承担连带偿还责任等在实际过程中并无明确的界定。

---

<sup>1</sup> **作者简介**：罗钟泉，交银国际控股有限公司互联网与创新中心助理副总裁。

---

此外，市场业界机构一般以两大要素定义判断城投平台：一是按公司实控人的属性，即通过实控人来确认融资平台是否为地方国有企业；二是按公司业务是否是围绕落实地方政府的经济发展职能，即公司主营业务是否为基础设施建设、公用事业等落实地方政府经济发展要求的业务。

由于定义不同，不同口径下城投平台的数量有较大差异。原银保监会曾定期公布地方政府融资平台名单，截至 2018 年三季度，名单共列示 11737 家公司。2018 年 8 月国务院下发 27 号文后，原银保监会即停止了地方政府融资平台名单的编制和发布工作。审计署曾分别于 2010 年末、2013 年 6 月和 2018 年末完成了地方政府债务审计，其中 2018 年末的审计工作与财政部协同进行。根据 2013 年末公布的《全国政府性债务审计结果》，“见人、见账、见物，逐笔、逐项审核”的原则，全面核算地方政府负有偿还责任、负有担保责任以及可能承担一定救助责任的债务，共涉及城投平台 7170 家。

由于城投平台和城投债的统计口径并无公认的标准，因此，按照不同口径所认定出的城投债务数据并不一致。从余额角度看，根据 Wind 口径，截至 2023 年三季度末，全国城投债余额约 14.7 万亿元。从发行量看，城投债的发行量自 2009 年起显著增加，自 2009 年的 1896.3 亿元增长至 2022 年的 5.43 万亿元，14 年间发行规模增长 28.7 倍。

## (二)城投债政策发展沿革

### 1.探索阶段(1992—2007 年)

自 1992 年建立具有中国特色的社会主义市场经济体制以来，中央政府为了支持相关经济特区建设，在融资政策上给予地方一系列相应措施。目前，市场和学界普遍将 1992 年浦东新区建设债券的发行作为我国城投债出现的标志。自此，地方政府陆续开始尝试组建平台公司进行投融资活动，但这一阶段总体处在尝试摸索阶段，城投债规模体量有限。根据相关统计，截至 2008 年初，我国城投债共发行 66 支，累计规模约 781 亿元。

### 2.快速起步阶段(2008—2009 年)

1994 年开始的分税制改革，在中央政府与地方政府之间进行了事权与财权的重新划分。按照分税制改革方案，中央将税收体制变为生产性的税收体制，通过征收增值税，将 75%的增值税收归中央，而地方只获得 25%的收益。但在旧预算法、担保法、贷款通则等的约束下，地方政府无法直接作为借贷主体融资。中央政府负责国防、外交、转移支付、战略性开发等预算开支，而地方政府则负责提供普通教育、医疗等公共服务。从改革的效果看，中央政府的财政实力得到极大增强，税收的绝大部分由中央政府支配，但与此同时也带来了新的问题。一方面，财权层层上收，重心上移；另一方面，事权层层下放，重心下移，由此导致地方政府尤其基层政府财力紧张。地方政府为保持本地区的经济发展，同时缓解大量公共基础设施投入的财政压力，产生了搭建融资平台的内部冲动。2008 年美国次贷危机爆发后，为保障我国经济持续发展的势头，中央提出了 4 万亿元投资计划，其中的 2.82 万亿元需要地方政府承担。受旧预算法、担保法、贷款通则等约束，地方政府无法直接作为借贷主体融资，为此 2009 年中国人民银行与原银监会联合颁布《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》，“支持有条件的地方政府组建投融资平台”，拓宽地方政府投资项目的配套资金融资渠道。这被视为对地方政府投融资平台发展的肯定和鼓励，地方政府融资平台迅速发展，城投债规模快速上升。2008—2009 年，城投债发行规模从 495 亿元增长至 1572 亿元，同比增长约 3 倍。

### 3.管理发展阶段(2010—2011 年)

2010 年，中央对于地方融资平台的迅速发展和城投债规模的快速上升给予了高度关注，出台一系列政策文件进行规范、监管和约束。最具代表性的是 2010 年 6 月国务院发布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，即上文提及的对地方政府融资平台的首次定义。随后，各部委发布了一系列政策文件和开展相关工作(表 1)。

表 1 2010 年城投债相关法律政策

时间	发文机构	文件名称	主要内容
2010 年 7 月	财政部 发改委 人民银行 原银监会	《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)	“抓紧清理核实并妥善处理融资平台债务”,新旧债务划断以 2010 年 6 月 30 日为准;制止地方政府违规担保承诺
2010 年 8—12 月	原银监会	《关于地方融资平台贷款清查工作的通知》(银监办发[2010]244 号) 《关于做好下一阶段地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(银监办发[2010]309 号) 《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》	要求进一步管控地方融资平台的借款行为,充分防范风险,同时对地方融资平台的相关融资进行风险分类管理

资料来源:作者整理。

2011 年 6 月,审计署公布《全国地方政府性债务审计结果》,公开全国地方融资平台的数量、涉及的地方政府债务余额等。其中,地方融资平台公司的政府性债务余额为 49710.68 亿元,占地方政府性债务余额的 46.38%。在上述监管环境下,叠加 2011 年城投债市场发生多笔城投平台风险事件,城投债的发行规模达 2000 亿元。

#### 4.二次快速发展阶段(2012—2014 年)

2012 年,一系列稳增长的政策推出,主要发力地方基础设施建设、棚户区改造、铁路建设等;同年 7 月,交易商协会对相应领域的可发债名单予以放松,同时国家发改委对企业债发行条件予以放松。在上述举措下,城投债市场再次快速发展。2012 年 8 月,城投债单月发行规模约 860 亿元,后续更是快速发展至 2014 年全年发行 1.5 万亿元的水平,是 2011 年的近 6 倍。

#### 5.有序发展阶段(2015 年至今)

2014 年 9 月,在经历多次审计之后,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(即“43 号文”)。2015 年 1 月 1 日,财政部开始实行新的预算法,通过一系列政策出台(表 2),要求剥离融资平台的政府融资职能;甄别鉴定存量城投债务,纳入政府债务;融资平台不能新增政府债务。“43 号文”前,地方政府对城投债存在隐形增信,同时在旧预算法下,城投企业基础设施建设投资所产生的债务能够纳入政府债务的范畴。但是,随着地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保,城投平台和城投债与地方政府的关系在中央层面彻底厘清。

表 2 2014—2015 年城投债相关法律政策

时间	发文机构	文件名称	主要内容
2014 年 9 月	国务院	《关于加强地方政府性债务管理意见》(国发[2014]43 号)	赋予地方政府依法适度举债融资的权限； 剥离融资平台公司政府融资职能； 融资平台不得新增政府债务，制止地方政府违法违规举债
2014 年 10 月	财政部	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351 号)	以 2013 年政府性债务审计确定融资平台公司名单为基础，结合 2013 年 7 月 1 日—2014 年 12 月 31 日本级融资平台公司变化情况确定融资平台公司名录； 甄别确定 2013 年 6 月后新发生债务
2015 年 1 月	全国人大常委会	《中华人民共和国预算法(2014 年修订)》	预算中必需的建设投资的部分资金，地方政府可以在国务院确定的限额内通过发行地方政府债券来进行举借； 地方政府不得再为任何单位或个人以任何方式提供担保

资料来源：作者整理。

## 二、 城投债的特点与现状

通过对城投债相关定义和历史沿革的梳理，可以看出其发展经历了一系列政策、市场的影响，并随着 2014 年“43 号文”为代表的一系列政策发布走向规范成熟。基于城投债较为复杂的历史沿革，本文对城投债的特点与现状进行总结，剖析城投债发行主体的信用主体，明确城投债信用分析的对象。

### (一)城投债的特点

城投债最大的特点在于其发行主体缺乏运营和财务的独立性，具体体现在 3 个方面。

一是发行主体的实际控制人为地方政府。城投债自身与市场上的普通企业债存在区别。从发行主体看，城投债的发行人是企业主体，但从发行主体的股权关系分析，其实际控制人基本可认定为地方政府，即发行主体本质上是地方政府的“壳公司”，债券的发行有着很强的地方政府色彩。

二是发行主体的实际业务多贯彻地方政府意志。从业务上看，大多数城投平台的实际经营内容涵盖基础设施建设、土地开发、道路交通建设、公用事业、文化旅游和国有资本运营，上述业务的开展均具有较强的行政属性、基建属性和公共属性。因此，可认为城投债发行主体是地方政府进行当地发展建设的执行抓手，其实际业务与普通企业经营明显不同。

三是发行主体的财务运转较难靠自身维持。财务维度也能体现城投债与普通企业债的区别。城投平台的自身负债水平大幅超出自身现金流水平，换言之，城投平台难以依靠自身的经营来维持正常运转。

---

通过对城投平台年报的财务分析，上述情况更可见一斑：剔除未披露有效信息的城投平台，2795家地方城投平台在2022年度税息折旧及摊销前利润(EBITDA)数据中，EBITDA为负数的占28家。从偿债能力看，按照不同口径，2 负债与 EBITDA 比值的中位数分别为 19.7、20.5、20.6,均值分别为 1384.1、1384.9、1419.2。可见，城投平台公司的自身经营几乎不能满足其自身债务的偿付，现金流缺口较大。

## (二)城投债信用现状

从城投债的特点看，其信用的根本还是依赖地方政府。

一是城投债发行主体的自身财务状况无法承担债务的偿还或滚动，债务链条需要依靠其实控人即地方政府的信用背书才能够借新还旧、得以延续。2015年后，城投平台新增债务不再纳入政府债务，但城投平台与地方政府在股权、人事、业务上的紧密联系，使得市场认为地方政府对城投平台仍有隐形的兜底，即城投债市场投资人所称的“信仰”，本质上是对城投平台是地方政府融资“壳公司”的笃信。

二是城投债发行主体的营业收入从业务性质看也严重依赖地方政府的购买、补贴和优惠政策。2019—2022年，全国城投公司政府补助收入占利润总额从47.73%上升至63.07%。因此，地方政府作为实控人，不仅能够直接影响城投债发行主体资产负债表中的所有者权益部分，还能够影响其负债部分和利润表。因此，针对城投债的信用分析，仍需从业务属性和财务属性上围绕地方政府展开。

## 三、 城投债信用分析的基本思路

城投债本质上是企业债，依靠发行主体即城投平台自身的信用作为保障；但其发行主体缺乏运营和财务独立性的特点使得不能针对其信用水平来对城投债进行信用分析，地方政府在城投平台的运营和财务中实际起着决定性作用。因此，本文将从地方政府层面入手，明确城投债信用分析的根本对象并提出相应的分析思路。

### (一)城投债信用分析应着眼于地方政府层面

“43号文”发布后，截至2014年12月31日，城投参与基建投资形成的存量债务中部分债务纳入地方政府债务；而从2015年1月1日起，城投参与基建投资新增债务不再纳入政府债务。因此，城投企业债务从这一时点起即分为两类：一类是被纳入政府债务的存量城投债；另一类是政府相关债务，主要是城投平台在“43号文”之前以地方基础设施建设平台的主体产生，但未被纳入政府债务的城投债存量和之后的新增债务。目前，市场上的城投债均属于第2类。

对于第1类债务，后续通过地方政府发行置换债的方式进行置换，将其逐步纳入地方政府债务的范畴。对于第2类债务，由于并未被纳入地方政府债务当中，因此理论上需要通过城投平台的经营收入来作为偿还保证。但如上文所述，从利润口径看，地方政府的补贴行为占城投平台的较高比例；从营业入口径看，城投平台主营业务性质基本着眼于城市发展建设和公共事业，收入来源很大程度上亦源于地方政府采购。由此可见，城投平台日后的财务保证仍然是地方政府的政府购买行为，需要通过分析地方政府当前的财政收入水平以及偿债意愿，来对城投债信用进行分析。

### (二)城投债信用分析的框架——“能力”与“意愿”

基于上述分析，城投债信用分析主要视地方政府对于城投平台的政府购买和补贴的力度，而这取决于地方政府扶持城投平台的“能力”和“意愿”，即“能力”角度下地方政府的财力空间，以及“意愿”角度下某一具体城投平台的存续对地方政府究竟有多大的意义，让其愿意大力“支持”，具体体现为政府购买和补贴等方式。因此，本文通过地方政府的“能力”和“意愿”两个方面来搭建城投债的信用分析框架。

在偿还责任上，地方政府已不再对城投债有偿还义务。尽管城投平台开展自身经营业务的要求在 2015 年就已经提出，但长期以来作为地方基础设施建设平台，其绝大部分业务还是集中在以政府意志为导向的基建领域。从数据看，城投平台建筑业占比 73.5%，其营业收入主要源于承包地方政府的工程建设；租赁与商业服务占比 9.3%，其主营业务也基本围绕城市基础设施建设和存量盘活；3 其余行业也基本紧密围绕地方政府的基建发展(图 1)。因此，尽管从债务属性看，城投债当前没有地方政府的直接背书，但其债务资金的投向还是基本贯彻地方政府的意愿，城投平台的日常业务收入还是通过地方政府购买来实现。

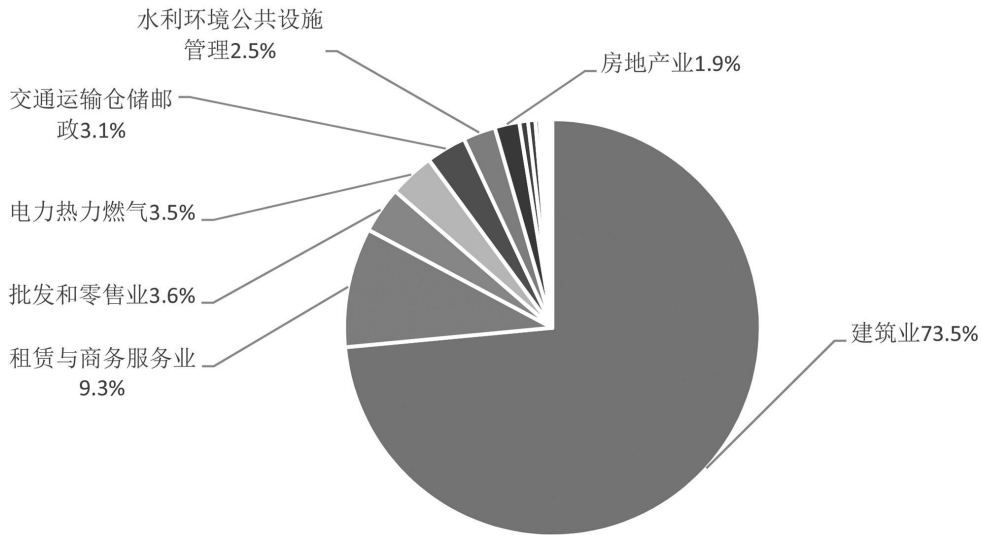


图 1 2795 家城投平台主营业务统计

资料来源：根据 Wind 数据整理。

因此，对城投债信用分析的逻辑为：地方政府没有直接的偿还责任，其信用风险的分析，首先应当着眼于该城投平台所能提供的“产品”是否能够为地方政府所需，也即该地区未来经济发展是否还需要大量的基础设施建设来推动；其次应分析地方政府是否有足够的财政基础来购买这些“产品”。

#### 四、城投债信用分析

基于上文分析，地方政府才是城投债信用分析的着眼点，对地方政府扶持城投平台的“能力”和“意愿”的评估是城投债信用分析的基础。下文通过对“能力”和“意愿”的定量分析来构建城投债信用分析框架，并对全国 31 个省域的“能力”“意愿”进行分类。

##### (一)基于地方政府“能力”和“意愿”评价城投债信用

###### 1.经济实力和财政状况——“能力”的体现

经济实力和财政状况是最为根本的能力体现。经济实力是一区域内各产业运营发展的目标和结果，更进一步看是各种经济活动需求产生的源头。经济实力是作为城投债信用状况最重要因素之一的地方政府财政收入的源头，也是城投平台在“43 号文”发布后营业收入的重要来源；财政状况则是更直接体现区域内地方政府对城投平台进行政府购买和补贴的“能力”，财政状况的增速、发展和结构也是地方政府选择是否对城投债进行救助的重要因素。因此，通过分析经济实力和财政状况，能够最为根本地体现地方政府救助城投平台的“能力”这一分析城投债信用状况的重要因素。同时，经济实力和财政状况能够被准确地定量

---

表示，相关数据较为完整客观，便于获得和整理。

## 2.基础设施建设投资在经济发展中的重要程度——“意愿”的体现

由于城投平台一般用来进行基础设施建设和房地产投资，因此，这两项主营业务在地方经济中是否起到较大的作用也是日后城投平台能否维持主营业务的重要原因。“意愿”所体现的，就是地方政府为了支持地方经济发展而选择购买城投公司“服务”的意愿。

### (二)省域财政实力的评估——“能力”的分析

本文将财政状况分为3项：静态规模，用一般预算收入的水平来衡量；动态增长，用财政收入的增速及标准差来衡量；收入结构，包括一般预算收入支出比、税收占比和一般预算收入占比。

#### 1.静态规模

财政收入规模是分析的基础，是进行后续分析比较的重要参考。静态的规模指标是绝对值，财政收入对于地方政府的意义类似营业收入对于一般企业的意义，是地方政府的偿债资金的直接来源和保障，也是进行政府购买和政策补贴的重要来源。在地方财政实力评估当中，选取一般预算收入来作为定量的指标，主要考虑一般预算收入是更为内在的收入，相比基金预算收入和上级转移支付收入，更能反映一地区自身经济运行而带来的财政收入规模，同时也能从侧面反映该地区经济活动的规模与发展水平。

#### 2.动态增长

财政收入的动态增长是衡量该地区财政状况可持续性的重要基础。由于需要通过以往财政收入的变化趋势，来估计未来一段时间财政收入的水平，因此通过财政收入的增速和增速的标准差来衡量变化的幅度和波动性，能够较好地衡量财政收入的变化水平。

#### 3.收入结构

收入结构能够一定程度地体现财政收入的健康程度。首先，一般预算收入/财政支出可以体现地区财政支出的缺口和每年实现财政收支平衡的能力；其次，由于税收收入是一般预算收入中相对最稳定的部分，通过衡量税收收入在一般预算收入中的占比能够体现一般预算收入的质量；再次，通过一般预算收入占综合财力的比例，可得到地方政府全综合财力的质量。

#### 4.省域财政实力比较

通过将上述指标全部进行标准化，然后将静态规模、动态增长和收入增速3部分的权重分别定为0.4、0.2、0.4进行加权平均，再分别乘以100,得到各省域的财政实力评分(图2)。

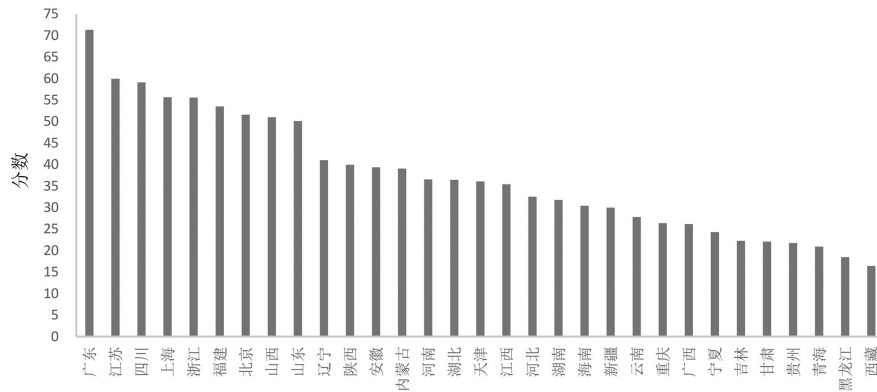


图2 省域财政实力评分

资料来源：作者整理。

根据此财政实力，通过与各省域所承担债务余额进行回归分析，可得到全国各省域信用状况(表3)。

表3 省域信用状况

项目	省域
整体财政状况高出均值的省域(14个)	广东、江苏、浙江、四川、福建、北京、辽宁、陕西、内蒙古、上海、天津、山西、海南、宁夏
整体财政状况低于均值的省域(17个)	河北、黑龙江、西藏、新疆、吉林、云南、贵州、广西、重庆、江西、河南、青海、山东、安徽、湖北、湖南、甘肃

资料来源：作者整理。

### (三)省域基础设施建设投资——“意愿”的分析

统计31个省域过去5年的GDP数据、投资率、固定资产投资完成额占据资本形成率的比重。统计以下项目完成额：(1)1住宅区、别墅、公寓等居住建筑项目；(2)2高档酒店、商场、写字楼、办公楼等办公商用建筑项目；(3)3石油、煤炭、天然气、电力等能源动力项目；(4)铁路、公路、航空、水运、道桥、隧道、港口等交通运输项目；(5)水库、大坝、污水处理、空气净化等环保水利项目；(6)电信、通信、信息网络等邮电通信所代表的基础设施建设。这就得到各省域基础设施建设完成额的数据。

对各省域 GDP 和基础设施建设完成额进行回归分析，可得到全国各省域基础设施建设对经济发展的作用(表 4)。

表 4 省域基础设施建设对经济发展的作用

项目	省域
基建对经济发展作用高出均值的省域(13个)	山东、浙江、河南、四川、湖北、福建、安徽、河北、陕西、江西、重庆、云南、广西
基建对经济发展作用低于均值的省域(18个)	甘肃、广东、海南、黑龙江、湖南、吉林、辽宁、宁夏、青海、天津、上海、西藏、北京、内蒙古、新疆、江苏、贵州、山西

资料来源：作者整理。

## 五、 结论与建议

综上，我们可得出全国省域财政状况的客观描述。同时，结合各省域经济增长的模式(固定资产投资额和基础设施建设占固定资产投资的比例)，可绘制如下矩阵，来对当前 31 个省域的经济、财政状况进行描述，从而对不同情况下地区的城投债投资策略进行研究(图 3)。

### (一)第一象限群组：四个省域

这类省域的财政政策空间较大，同时基建地产等占社会经济增长的贡献也较大。从地方政府、城投平台和金融市场角度，分别有如下建议：

#### 1.地方政府角度

积极推进经济发展结构优化。财政政策空间相对更大意味着可以借助当前有利形势进行一系列优化：

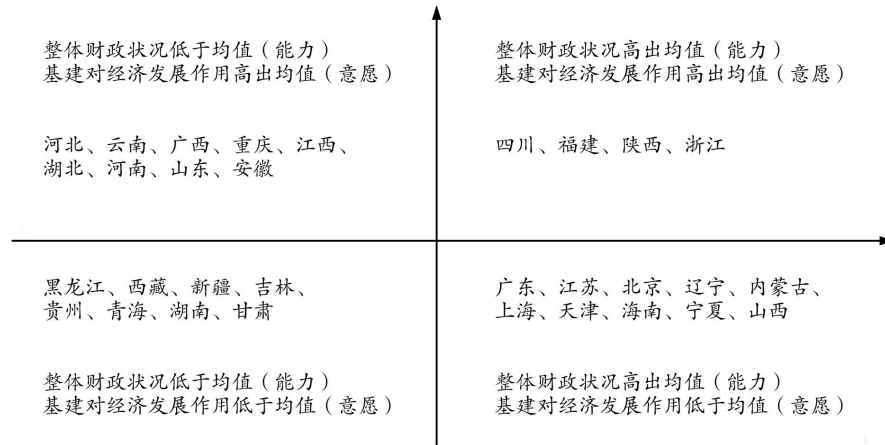


图3 省域城投债分类象限图

资料来源：作者整理。

(1) 在整体经济发展结构方面，可尝试将财政资金的发力点从短期拉动需求向中长期积蓄发展动能的角度逐步优化，如对于科技研发和人才引进实施更积极的鼓励与补贴政策，更好地实现社会经济发展动能的多元化、科技化和可持续化。

(2) 在基础设施领域投资建设方面，在坚持基础设施投入的原则上，一是从建设领域上可开始向新型基础设施建设进一步转型，二是从项目建设思路上从着重短期建设向考虑项目全周期发展效应转变，三是从资金来源上利用自身当前经济和财政优势更多撬动社会资金参与。

(3) 引导当前城投平台良性转型。从城投平台、城投债的发展历程看，结合上文分析，当前城投平台业务模式的可持续性不足。因此，在目前经济转型的契机下，引导城投公司抓住机遇进行转型正当其时。一是业务类型逐步转型多元化。选择财务、业务、人员状态良性具备优势的城投平台，尝试向高端制造、半导体、新能源领域进行探索性尝试，建议从城投平台擅长的基建土地领域切入，在具备区位和配套优势的地区结合当地产业特点，发力科技孵化园或产业园区，匹配补贴政策，在吸引优质科技创新企业落地的同时，获得这类企业行业发展的第一手数据与信息，为城投平台下一步向资本运营或产业转型提供一定基础。二是经营思路更加精细化自主化。引导城投平台经营思路优化，旨在提升其自身业务能力和造血能力，向着能够利用自身经营反哺地方财政的思路发展。

## 2. 城投平台角度

可充分利用当前所在地区财政表现较好这一优势，从业务层面积极实现自身业务转型，挖掘现有业务可能的商业机遇；从财务层面结合自身业务情况和股东要求，审慎增加杠杆，尽可能优化财务状况；从发展思路上积极争取实控人即地方政府的政策、资金和信息支持，优先与所在地的优质地方国有企业进行接洽，寻找潜在合作机遇，逐步探索新的业务增长点。

## 3. 金融市场角度

城投平台是地区基础设施建设的最主要主体，其进行基础设施建设能否获得良好的经营业绩，即政府是否购买城投平台的基础设施建设服务，是分析的要点。位于第一象限的省域财政状况良好，体现了其政府购买的能力，同时投资拉动型经济发展模式也使地方政府对城投平台所提供的服务有需求。换言之，第一象限省域的城投平台有很大的存在价值，可结合具体平台的财务状况考虑进行投资。

---

## (二)第二象限群组：九个省域

这类省域财政空间有限，其基础设施建设投资对于社会经济发展的比重较高。从地方政府、城投平台和金融市场角度，分别有如下建议：

### 1.地方政府角度

#### (1) 充分利用金融工具优化政府债务问题。

利用专项债、债务重组等金融工具对自身债务问题进行优化，扩大财政政策空间。一是从期限结构上尽快进行优化，避免债务集中到期带来的偿付风险。二是通过拉长长期限、一揽子重组等方式尽量降低资金成本，减少财务压力。三是选择优质地方国有资产进行组合搭配，引导债权人债转股。

#### (2) 要求城投平台更多考虑引入社会资金推进地区内基础设施建设投资。

基础设施建设投资对这些省域的经济影响较大，如果受财政水平约束而减少基建投入，会陷入经济发展减速——财政收入下降的负面循环。但同时这些省域也不宜再增加城投平台债务。因此，应当要求甚至考核城投平台更多通过 PPP 等模式引入社会资金来参与基建投资。

### 2.城投平台角度

建议在积极考虑上文所提及 PPP 模式外，充分盘点自身基础设施资产，使用 REITS 等工具加速资金回流，改善现金流，保障自身债务链条。

### 3.金融市场角度

由于作为真正偿债资金来源的地方政府财政状况偏弱，在对这类城投债进行投资时，一方面须严格关注所在地区的财政状况，另一方面还要关注具体的城投平台的经营状况及流动性。若为一级市场投资，考虑到城投平台背后的地方财政状况，可适当压低发行估值。

## (三)第三象限群组：八个省域

这类省域财政空间相对有限，同时基础设施建设投资对于社会经济发展的比重较小。从地方政府、城投平台和金融市场角度，分别有如下建议：

### 1.地方政府

尽快针对经济发展动能进行研判，明确经济发展增长点。由于财政空间有限，对于经济发展的促进引导更需精准高效。不同省域的区位条件、自然特点、产业构成各异，单纯通过基建投资拉动效率有限，因此需要针对所在地区的潜在经济增长动能尽快进行梳理，避免盲目继续投入基建带来低效投资，使地方经济发展陷入更大困境。同时，应充分利用金融工具优化政府债务问题。

### 2.城投平台

---

可从业务发展层面主动寻找可能的业务增长点，同时做好市场沟通，避免市场过于悲观形成误判。城投债余额更高的确增加了偿债压力，但同时也是市场曾经看好和信任借债主体的体现。当偿付压力更大时，更应做好与市场的沟通，尽量保证市场的研判情绪稳定，尽可能确保债务和现金流的平稳。

### 3.金融市场

需要结合具体微观信息仔细研判城投债，具体研判可能出现的债务问题，本质上是流动性问题，还是深层发展动力不足，同时对于可能出现的重整需要抱有客观态度。

#### (四)第四象限群组：十个省域

这类省域相对较多，其财政状况相对较好，基础设施建设投资对于社会经济发展的比重较小。具体地看，这类省域的经济增长较好，增长动能的结构更加丰富，第三产业和消费对经济发展的贡献水平更高。从地方政府、城投平台和金融市场角度，分别有如下建议：

##### 1.地方政府

根据自身发展动力和承债能力，可选择适度扩张城投债规模，用于新型基础设施的投资建设。一方面，经济发展水平不断上升的一个重要体现是产业结构和经济增长模式的调整——第三产业和消费比重越来越高，尤其以上海为典型：虽然固定资产投资额仍然可观，但多为第三产业的固定资产投资。另一方面，从中长期看，必要的基础设施投资，尤其是新型基础设施投资，是地方经济发展的更长久动力。因此，可考虑选择合适的城投平台发行城投债融资，针对新型基础设施建设进行投入。

##### 2.城投平台

从基础设施建设方积极转型为基础设施资产持有方。一是这些地区传统基础设施建设的规模很难再出现大幅提升，即使进行基础设施投资，也将以新型基础设施为主，从事传统基础设施建设的城投平台客观上需要转型。二是这些地区经济发展阶段更高，地区内的基础设施资产有望转为持续产生稳定收入的“现金奶牛”，城投平台作为地方政府实际控制的基础设施建设抓手，适宜对这类基础设施资产继续持有。这既能改善城投平台的财务状况和公司独立性，同时也有利于城投平台更好地维护、翻新和运营基础设施资产。

##### 3.金融市场

这类省域财政状况相对较好，其经济发展对于基础设施建设的倚赖不强，因此需要针对不同城投平台进行分析。如果该城投平台随着地方经济的发展，可通过基础设施的运营获得稳定收入，不再单纯是地方政府的融资“壳公司”，那么这类城投平台的城投债具备较好的信用水平，应深入研判其内在价值；如果该城投平台本身的主要业务是传统的基础设施建设等，那么就与该地区经济发展的主要动力不符，存在地位不断弱化甚至被淘汰的风险，其内在价值较为有限。

#### 参考文献：

[1] 马金华. 地方政府债务：现状、成因与对策[J]. 中国行政管理，2011(4):90-94.

[2] 何杨，满燕云. 地方政府债务融资的风险控制——基于土地财政视角的分析[J]. 财贸经济，2012(5):45-50.

- 
- [3]钟辉勇, 钟宁桦, 朱小能. 城投债的担保可信吗?  $\sigma\sigma\sigma$  来自债券评级和发行定价的证据[J]. 金融研究, 2016(4):66-82.
- [4]罗荣华, 刘劲劲. 地方政府的隐性担保真的有效吗? ——基于城投债发行定价的检验[J]. 金融研究, 2016(4):83-98.
- [5]张莉, 年永威, 刘京军. 土地市场波动与地方债 ——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(3):1103-1126.
- [6]李升. 地方政府投融资方式的选择与地方政府债务风险[J]. 中央财经大学学报, 2019(2):3-12.
- [7]张路. 地方债务扩张的政府策略 ——来自融资平台“城投债”发行的证据[J]. 中国工业经济, 2020(2):44-62.
- [8]钟宁桦, 陈姗姗, 马惠娴, 等. 地方融资平台债务风险的演化 ——基于对“隐性担保”预期的测度[J]. 中国工业经济, 2021(04):5-23.
- [9]王允贵, 冯星亮. 改革与监管并举化解城投债风险[J]. 中国改革, 2023(4):42-46.
- [10]刘炳辰. 财政政策不确定性与城投债发行[J]. 财政监督, 2023(17):76-83.
- [11]伍凌骏. “波澜各自起”, 投资机构如何择优避险? ——城投债务风险与风控策略研究[J]. 金融市场研究, 2023(7):100-107.
- [12]罗杰. 城投债务优化与突围[J]. 清华金融评论, 2023(7):56-58.
- [13]李娜, 冯美乐, 刘蓉. 政策脱钩与市场信念: 来自隐债清零事件的证据[J/OL]. 财贸经济: 1-18[2023-10-16].