



地方城投平台：历史脉络、特征事实与化解策略

梁斯 秦凡寒

摘要 2008 年全球金融危机爆发后，为配合四万亿元财政支出计划，地方政府纷纷设立城投平台进行融资，城投平台随之进入快速发展期，并逐步成为地方重要的资金来源渠道。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重要作用。但在地方财政收支压力加大背景下，部分城投平台在资金周转能力下降的同时，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。结合城投平台的发展现状，为建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，本文提出三步走的处置策略。

关键词 城投平台 有息债务 资金周转

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（伍凌骏，2023；孙珊，2023）。近年来，地方政府债务，特别是隐性债务成为业界和学术界高度关注的话题，而城投平台则是隐性债务风险的主要策源地（李亘，2023）。第六次中央金融工作会议指出，“做好金融工作必须坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”。当前防范化解金融风险任务依然艰巨，针对城投平台，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影响，在分析其经营现状及存在问题基础上，分

门别类采取处置措施。

一、城投平台的发展轨迹及监管政策^①

2008 年全球金融危机爆发后，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，更好推动经济企稳向上，监管部门提出了一系列配套性的方案。在政策鼓励下，

梁斯，中国银行研究院研究员；秦凡寒，对外经济贸易大学金融学院。

① 第一部分数据均来自国家审计署、安信证券。

各地城投平台开始大规模成立，并进入加速扩张期。

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。例如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的监管政策框架，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。这一时间监管主要针对平台贷款，并未对其他渠道出台相应的规范性措施。但基础设施、保障房建设、棚户区改造等仍是重点支持领域。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明显下降，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4 062.5亿元增长至1.4万亿元。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、银证合作等方式为城投平台提供资金支持，这也推动了以非标资产为代表的影子银行大幅扩张。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，对城投平台的整治工作开始加速。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需的建设投资的部分资金。同时，国务院提出，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减轻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（乔晓楠等，2023）。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。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，指导地方、金融机构开展隐性债务置换，针对隐性债务的“控增化存”工作开始全面推进。2018年，伴随遏制“隐性债务”的推进，城投有息债务增长出现明显放缓，同比增速从2017年的23%下滑至16%。

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。2023年，针对地方债务的一揽子化债方案推出，政策开始加紧推动地方债处置工作。在监管政策影响下，城投债的净融资规模出现收缩，城投平台开始加速推动债务偿还及转型工作，但受经济发展、市场环境等因素影响，各地平台发展可能呈分化态势。

二、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，这需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，这些项目大多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（赵扶扬和夏芊，2023）。

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，在加快基础设施建设、推动城镇化建设等方面起到重要作用，打造出了中国特色的“地产+基建”城市建设模式，在宏观上带来巨大的经济效益和社会效益（毛捷等，2023）。

（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关系更加紧密。

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。这类平台大多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“投资-建设-运营”的良性发展闭环。

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，大多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。且在早期粗放式发展阶段，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，相关问题逐步暴露。

虽然城投平台在从事各类公共品或者准公共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，而城投平台需要持续性现金流按期偿付债务。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”，需要积极采取措施进行应对和化解。

三、城投平台经营压力增大背景下债务偿付能力面临考验

（一）城投平台负债规模持续扩大，是地方政府隐性债务的主要表现形式

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 万亿元升至 2022 年末的 179.08 万亿元和 106.46 万亿元，涨幅分别达到 12 倍和 13 倍，负债规模的扩张速度快于资产规模^①。

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。2022 年中国政府法定负债率（政府债务余额与 GDP 之

① 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。



比)为50.4%,不仅低于国际通行的60%警戒线,也低于全球主要经济体及新兴市场。但另一方面,将城投债务纳入考虑后,地方政府债务负担有所加大。城投平台负债中的有息债务规模由2011年的11.9万亿元上升至2022年的70.87万亿元,增长近5倍(图1^①)。而2022年地方政府债务余额为35万亿元,城投平台带息债务超过了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)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。

(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下滑(图2)。同时,疫情以来,房地产市场运行逻辑发展变化,市场交易热情整体疲弱,地方政府土地出让金收入也出现下降,地方政府资金来源渠道收窄(图3)。

在防范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4)。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5)。

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有所增大。一方面,城投平台的还本能力下行。城投平台有形资产/带息债务的中位数由2013年的1.82降至2022年的1.0左右,呈持续下降态势。经营活动产生的现金流量净额、EBITDA^②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年最高的10.89%降至2022年的3.9%。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,2022年为0.65%,这意味着部分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。另一方面,城投平台的付息能力也面临一定压力。城投平台的利息保障倍数(EBIT/利息费用)出现下降,由2012年的8.1倍持续降至2022年的3.05倍。而现金流量利息保障倍数不少期间为负值,2022年上升至0.42。

(三) 信用风险有抬头倾向, 债务集中到期规模保持在较高水平

一方面,城投融资平台信用风险有上行

① 图1~7见增强出版,中国知网—《金融市场研究》。

② 息税前利润及摊销前利润,简称EBITDA,即未计利息、税项、折旧及摊销前的利润。

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逐步显现。数据显示，2021 年 8 月—2023 年 8 月，共有 142 家发债城投公司出现了承兑人逾期情况，累计逾期发生达 114.2 亿元。

另一方面，城投债到期规模保持在较高水平，债务偿付压力上升。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 6）。在到期债务规模保持高位的同时，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，中位数由 2012 年一度接近 50% 降至 2017 年的 35% 左右，但随后上升至 2022 年的 40% 左右。可以发现，针对地方债务监管趋严并未对城投债发行带来显著影响，城投平台发债需求仍然较大。有研究发现，地方政府债券规模的扩张并未抑制城投债券的融资需求，反而为偿债风险较高的城投债券提供了增信支持（钱一蕾等，2023）。这可能客观上也使得城投债的发行仍保持在较高水平，继而也抬升了到期偿付压力。

在短期债务偿付压力增大的同时，城投平台的盈利能力也面临考验。2016 年以来，城投平台的货币资金与短期债务

之比有所下行，由 2016 年的 1.72 持续降至 2022 年的 0.43；净资产收益率（ROE）中位数和平均数则由 2010 年的 3.91% 和 5.57% 持续降至 2022 年的 1.46% 和 1.66%。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。

（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 21 世纪以来最低，城投债发行利率也出现同步下行。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、贵州和宁夏，地域利差分别为 250.43bps、244.14bps 和 214.31bps（图 7）。

监管部门已多次强调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，可能会影响城投平台的正常经营。因此，有效规范和引导城投平台经营、持续推动城投平台转型已是当务之急。

四、政策建议

针对城投平台的处置工作，要坚持稳中求进的工作总基调，统筹发展和安全，既要在市场化、法治化轨道上化解隐性债务，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，建立防范化解城投债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。

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，厘清政府与市场的边界，把握好权和责的关系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制。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，更好地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，建立存量资产台账，掌握城投平台的资产运营现状，盘活存量资产，扩大有效投资。当前各界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，以便于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，灵活采取多种方式，分门别类进行规范化处置，扎实稳妥化解地方债务风险。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。而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，考虑财政注资、资产处置，或者寻求新的资产注入，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，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，通过将准公益性、经营性项目打包等方式，提升资产吸引力，确保及时做好风险隔离和快速处置工作。但另一方面，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，分门别类进行风险处置。

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，可能导致信用环境整体恶化，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，江浙地区虽然经济实力较强，但也有部分地区城投债务压力较大。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，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，更好地偿还债务。[\[N\]](#)

学术编辑：韦燕春

参考文献

- [1] 康书隆,董剑峰.新型货币政策与地方经济增长:隐性债务渠道[J].经济管理,2023,45(06):44-61.
- [2] 李亘.城投平台债务风险的现状与对策研究[J].中国物价,2023(08):16-19.
- [3] 毛捷,王梓旭,缪小林.地方债、房价与收入分配[J].金融市场研究,2023(02):36-46.
- [4] 钱一蕾,陈姗姗,钟宁桦,等.地方政府债券对城投债券发行规模与定价的影响[J].财贸经济,2023,44(07):22-38.
- [5] 乔晓楠,张文劲,瞿王城.城市蔓延与城投债规模——一个空间政治经济学的视角[J].金融市场研究,2023(09):1-17.

- [6] 孙珊.新发展阶段城投公司转型浅析[J].中国信息界,2023(03):86-89.
- [7] 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(07):100-107.
- [8] 赵扶扬,夏芊.土地财政及其金融化:可持续性、部门间风险关联与政策应对[J].金融市场研究,2023(03):94-105.

LGFVs and the Need for a Debt Management Mechanism

LIANG Si¹ QIN Fanhan²

(1. Research Institute, Bank of China; 2. School of Finance, University of International Business and Economics)

Abstract Since the rollout of a four trillion yuan fiscal spending plan designed to address the challenges of the 2008 global financial crisis, local governments have set up numerous financing vehicles in coordination with the central government's policy response. These platforms have undergone rapid development and become an important source of funds for localities. Local government financing vehicles (LGFVs) are now an important financing innovation supporting local infrastructure construction and accelerating urbanization. However, under the background of increasing pressure on local financial revenue and expenditure, some LGFVs have seen their working capital capacity decline while debt levels remain high and profitability weakens. This hinders debt servicing and makes obtaining fresh financing more difficult. This paper proposes a three-step debt disposal strategy in order to establish a long-term mechanism for addressing local debt risks. It also calls for the establishment of a government debt management mechanism compatible with the nation's high-quality economic development.

Keywords Local Government Financial Vehicles, Interest-Bearing Debt, Capital Turnover

JEL Classification H63 H76 L88