

深化地方政府投融资平台 改革创新研究

张苑¹

（上海市发展改革研究院 200032）

【摘要】：深化地方政府投融资平台改革创新，是全面深化经济体制改革的重要内容。本文从政府投融资平台的定义和理论基础入手，学习借鉴部分发达国家和我国部分省市地方政府投融资平台的成功模式，深入分析上海地方政府投融资平台发展情况和存在瓶颈，并在此基础上提出从体制机制改革和融资渠道创新两方面推进上海地方政府投融资平台新一轮发展。

【关键词】：上海 政府投融资平台 改革 创新

深化地方政府投融资平台改革创新，是全面深化经济体制改革的重要内容，是转变政府职能的关键环节，是推动科学发展、加快转变发展方式的有力保障。上海已经进入创新驱动、转型发展的关键时期。今后几年，围绕重大基础设施和郊区新城建设、现代服务业和战略性新兴产业发展、社会保障和公共服务等方面的资金投入将持续增长。

但另一方面，经济放缓导致政府财力增长放慢，加上“营改增”等政策性减收因素影响，预计未来几年上海资金结构性供求矛盾将逐步凸显。同时，随着上海国际金融中心建设步伐的加快，新的融资渠道、模式、手段和工具不断涌现，这为上海创新地方政府投融资平台融资理念和融资渠道、更多运用市场化手段满足经济社会发展的资金需求带来了难得契机。

一、地方政府投融资平台理论概述

地方政府投融资平台是一个具有中国特色的概念，也是我国政府投融资管理中的一大创新。研究地方政府投融资平台，必须对其定义、功能及理论基础有较为深刻的理解。

（一）地方政府投融资平台的定义

从学术层面来看，虽然目前我国学术界尚未对地方政府融资平台定义形成统一的认识，但大部分学者（如王晓曦、曹红辉、郭励弘、苏晓鹏、王兵、冯文丽等）认为地方政府投融资平台是地方政府或国有资产管理部门发起设立并授权从事城市基础设施建设或土地开发的投资公司。巴曙松（2009）进一步指出，融资平台广义上应包括由地方政府组建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。

从政府部门层面来看，国务院、中国人民银行、财政部、银监会等对地方政府融资平台在内容和范围上的界定并不一致。比如，国务院于2010年6月10日颁布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号）中对其定

¹本文获第四届上海市发展改革经济学论坛三等奖。

作者简介：张苑（1983-）：女，浙江杭州人，硕士，经济师，上海市发展改革研究院金融研究所研究人员。

义为“公司”，即“地方政府融资平台公司（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）”。

鉴于此，该文件强调以“公司”为对象展开清理工作。2010年7月30日，财政部、发改委、人民银行和银监会联合发出的《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》（简称“四部委文件”）中，对这一界定做了扩展性修改，指出地方政府融资平台包括“由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。”

2011年6月27日，审计署发布了《全国地方政府性债务审计结果》，指出此次审计的范围包括所有涉及债务的政府部门和机构、融资平台公司、经费补助事业单位、公用事业单位和其他单位。由此，“地方政府融资平台”的范围又进一步扩大到政府部门和机构、事业单位和其他单位。

本文认为“地方政府融资平台”定义涵盖的范围应较为全面，但也不应过度扩展，本文中的“地方政府融资平台”以“四部委文件”定义为准。

（二）地方政府投融资平台的理论基础

地方政府投融资平台以公共产品理论、财政分权理论为基础，逐步发展出新公共管理理论、项目区分理论等创新理论，并在实践中得到广泛应用。

1、公共产品理论

萨缪尔森（Samuelson, 1954）首次提出公共产品的概念。由于公共产品天然具有非排他性和非竞争性，使其难以按照有效的市场价格体系通过自发市场行为来完成公共产品的供给与消费。当公共产品市场中配置资源的价格体系缺失时，政府就变成这个市场的主要配置者，以非市场的方式提供公共产品，或者由政府的国营企业来垄断提供。

布坎南（Buchanan, 1965）指出，萨缪尔森所定义的公共产品是“纯公共产品”，然而在现实社会中，大量存在的是介于公共产品和私人产品之间的“准公共产品”或“混合商品”。此外，公共产品的“公共”特性也具有地域范畴性。根据受益范围的不同可以分为全国性公共产品和地方性公共产品，甚至区域性（如小区）公共产品。地方公共产品也有纯公共产品和准公共产品之分。

对于地方纯公共产品应当以税收等公共收入供应资金，而对于地方准公共产品则可以通过发行地方公债、地方政府国有资本投入或者民间资本投入等方式供应资金。

公共产品理论，特别是划分全国性公共产品和地方性公共产品的理论，明确了中央政府和地方政府的职责权限，为进一步界定市场经济条件下中央政府和地方政府提供公共产品的范围提供了依据，而纯公共产品与准公共产品的层次划分则为地方政府不同渠道方式筹集资金生产地方准公共产品提供了理论依据。

2、财政分权理论

马斯格雷夫（Musgrave, 1959）和奥茨（Oates, 1972）创立的财政分权理论认为，基于不同地区人们的偏好不同，让地方政府将

一个帕累托有效的产出量提供给该地区的居民，总是要比由中央政府向全体居民提供任何特定的并且一致的产出量有效率得多。特里西 (Tresch, 1981) 的偏好误识理论也认为，中央政府在实际中经济活动信息是不完全的和不确定的，地方政府更了解本地居民的偏好，不易发生“偏好误识”。在此情况下，厌恶风险的社会就会偏向于让地方政府来提供公共产品。

财政分权理论主要是针对财政的资源配置职能而言的，强调了地方政府在提供地方性公共物品上能提高资源配置效率、满足区域性的居民多样化的需求，进而弥补市场经济的不足。而地方政府通过各种融资方式来筹集地方提供公共物品所需的资金，将有助于提高地方公共物品的供给水平，因此，财政分权理论也为中央改革分税制、完善中央与地方之间的转移支付制度、地方政府进行各种形式融资提供了理论依据。

3、新公共管理理论

新公共管理理论不仅是一种新的政府管理理论，而且也是一种新的政府管理模式。20 世纪 70 年代中后期，传统行政管理模式中的集权化、科层制已难以适应信息革命背景下的社会，加之全球性的金融危机对政府治理模式提出了新的挑战，在这一背景下，政府改革的实践与理论研究进入了一个新的领域，从英国撒切尔夫人的“私有化改革”逐步推广到美国、澳大利亚、加拿大、新西兰等国，改革成果较为明显，受到学术界的广泛关注。

与传统的行政管理理论不同，新公共管理理论以私营企业管理理论与方法作为自己的理论基础，主张在政府管理中采用私人企业中的管理方法和企业价值观提高管理效率，通过引入竞争机制来提高服务的质量和水平，倡导以企业精神改造和重塑政府部门，强调以市场和顾客为导向来改善行政绩效。

新公共管理的改革浪潮在西方国家已经普遍展开，并在相当程度上改善了西方国家的公共治理水平，促进了经济与社会的发展。尽管公共管理理论迄今并未形成统一成熟的管理框架及范式，且受到学术界的广泛争议，如忽视了公共部门管理与私人部门管理、政治过程与市场过程的差别，过分依赖于经济学途径，片面强调产出和绩效的精确计算等等。

但毫无疑问，西方国家的实践活动给我国地方政府治理模式提供大量案例，为我国地方性公共产品供给方式提供不同的视角，对我国地方政府绩效改革和政府投融资平台创新提供了借鉴参考。

4、项目区分理论

Christine Kessides 在《基础设施提供的制度选择》（1993 年）中提出将城市基础设施项目按可销售性进行分类，从而对不同项目区别融资。这一理论在 1994 年得到世界银行的认可，并得到广泛推广。项目区分理论指在现有制度体系条件下，按照是否有收费机制（资金流入）及其投资价值回报机制，将项目区分为经营性、准经营性和公益性，从而根据项目的属性决定项目的投资主体、管理模式、资金渠道及权益归属等（见表 1）。

表 1 城市基础设施项目分类表

基础设施项目性质	项目名称	投资运营主体
公益性项目	公共卫生、环境保护、园林绿化、城市防灾系统	政府提供资金和建设规划、财政融资计划，但生产经营可由民营机构进行，如政府回购、承包经营等
准经营性项目	供电、供气、供热、供水、污水处理、邮电、电信、绝大部分城市交通运输系统	市场提供与政府提供相结合

经营性项目	城市出租车、收费高速公路、收费桥梁	必须符合城市发展规划和产业导向，可市场提供
-------	-------------------	-----------------------

资料来源：《基础设施提供的制度选择》，1993

项目区分理论，以项目性质为原则，使政府、企业各尽所能、各司其职，有利于提高地方经济社会建设的效率和管理水平。使地方政府投融资平台公司以项目为界限，较为清晰地划清地方政府和平台公司之间的权责利关系，在拓展地方政府投融资渠道的基础上，既可以使有限的财政资源集中发挥作用，又可充分调动社会潜在资金，拓展投资空间，为地方政府更进一步推进地方经济、社会的发展作出重要贡献。

二、地方政府投融资平台的国外模式与我国实践

世界各国以及我国各省市地方政府在进行投融资活动中都积极探索出适应当地经济发展情况的各种模式，涌现出一系列经典范例，值得学习借鉴。

（一）地方政府投融资平台的国外模式

从各国政府投融资情况来看，美国、德国、法国的政府投融资平台较有借鉴价值。

1、美国模式

美国政府对经济奉行适当干预的策略，财政资金占全社会投资的比重不到两成，其余大部分的投资都来自民营资本。虽然美国政府不直接干预企业的运行和投资，但是在一些重点领域依然充分发挥政府投融资的导向作用，并存在一些类似中国政府投融资平台的财政投融资机构，其业务重点在于弥补并纠正市场失灵所带来的种种问题。政府根据不同领域的实际特点主要采用的形式有以下三种：

一是逆向 BOT 模式，即政府出资，逐步实行私有化模式（如美国各州的农业信贷机构）。这种政府建立民间合作经营的模式是美国所独创的，有助于调节市场投资方向，促进地区均衡发展。

二是复合模式。美国将全国划分为若干个信贷区，在每个信贷区都设立功能性的银行（如土地银行、房贷银行等）。这些银行在机构设置上均为复合模式，可有针对性地对本辖区内的情况开展业务，保持稳定和降低风险。

三是市场化模式。市场化模式一直是美国政府财政性融资平台的主要模式，主要的形式是股份制。由众多股东投资建立股份制公司，负责城市的基础设施融资建设和运营。这一类股份公司也可以发行公司债、股票、成立专门进行基础设施投资的基金用于筹集资金。

美国政府投融资平台的典型融资模式是市政债券模式，30%以上的城市建设融资来源于此。1990 年以来，市政债券的余额占 GDP 的 15%~20%，约占美国全部债务的 6%。市政债券包括两种类型：一是普通责任债券，这种债券以地方发行主体的税收和其他收入作为担保；二是专款专用的收入债券，这种债券专款用于某些指定基建工程，并依靠设施运行的收费来偿还本金和利息。

由于后一种债券的发行不以税收做担保，所以收益率相对较高，后一种债券发行形式占到总发行额度的 2/3 以上。由于美国的市政债券主要是为了长期公共投资计划提供必要的资金补贴，所以一般以发行期一年以上的中长期债券为主。另外美国法

律规定市政债券的利息免税，所以地方政府的债券融资成本相对较低。

美国市政债券的发行主体包括各级地方政府和政府授权机构，其中各级地方政府占一半，政府授权的机构约占 47%，债券使用机构约占 3%。投资美国市政债券的主要是基金、银行等机构投资者和个人投资者，其中家庭和各类基金约占大部分。美国的市政债券有严格的制度设计和法律监管，有效降低了市场风险。

2、德国模式

第二次世界大战以后，德国经济模式转变为“社会市场经济体制”为核心。德国政府投资中财政资金占主力。财政投资主要是直接投资和间接投资相结合。直接投资主要是公共性强的，建设周期长的项目，包括高速公路等。间接投资主要给予一些民间资金有兴趣的领域，政府以补贴的形式给予资金支持。德国政府投融资平台主要有以下特点：

一是项目运作充分发挥市场机制。德国政府在公共投资的基础设施领域一般不直接参与管理，而是采用政府采购模式，招标投标选择市场中的企业全权委托建设，按照市场化的方式监管和制造，来提高建设的速度，同时最大化降低成本。

二是项目管理聘请专业化的机构。德国政府把项目的建设、设计等交给专业性的公司，促进了社会力量的发展，也减少了政府机构编制，降低了成本。

三是严格执行第三方审核机制。德国政府把重大项目的过程充分分解为设计、技术、审批、施工等多个阶段，分别聘请专业的第三方机构进行审核，并实行问责制度，有效降低了项目的风险。另外，德国政府在投资决策过程中还受到议会、工会等部门的监督 and 多重法律法规的约束，充分保证投资的合理和安全。

德国政府投融资平台的典型融资模式是租赁融资模式。融资租赁这一模式是 20 世纪 60 年代从美国传入德国，德国是欧洲最早产生融资租赁的国家，目前其规模也为欧洲最大。德国政府将这种模式主要用于环保基础设施领域。在该领域，项目一般先由民营企业投资兴建，然后再由政府部门租赁或以分期付款的方式逐步购买。该模式能有效降低融资成本、减少政府负债风险并精简政府机构和人员。

3、法国模式

法国的经济体制是“混合经济模式”，是“有计划调节的市场经济国家”，以市场自发调节为主，国家指令为辅，以实现各种社会资源的最优配置。法国把社会投资分为“公共投资”和“生产投资”两个部分，其中“生产投资”占主导。公共投资主要由政府负责，生产投资由企业完成。银行为上述两者提供必要的资金。政府、企业和银行在投资活动中分工明确。法国政府投融资平台的最大融资特点是充分体现对产业的扶持。

法国政府投融资平台的融资渠道十分广泛。对于公共属性不那么强的经营性质的项目，广泛引入 BOT、融资租赁等国际通行方式筹集资金。对于公共性强的项目，主要利用财政资金与社会资金相结合的方式多渠道筹措资金，包括税费收入、国家拨款、银行贷款、企业投资以及发行长期债券等基金投资。

法国政府投融资平台的典型融资模式是公用事业特许经营制度。法国法律规定，公用事业特许经营的发租者可以是政府或是其下属的公共部门，并且多个部门之间也可以联合发租。承租者的所有制性质不受局限，可以是民营也可以是国有。授权委托经营内容范围广泛，可以是一个项目也可以是该项目中的一部分，甚至可以是建造过程中的某一环节。法国政府在城市公用事业实行特许经营制度的实践已扩展到所有城市公用设施。法国的公共事业特许经营制度有三种方式：

一是全部风险模式。被授权的企业全权负责所从事事业的建设开发、日常运营维护等等，并且承担全部的风险，政府不予补贴也不投资。这种模式通常适用于相对开放的行业，并且企业通过整体开发可以获益，BOT 模式就是全部风险模式的一种。

二是共担风险模式。被授权企业只负责项目的建设和运营，初期的投入由政府负责。租赁模式就是共担风险模式的一种。共担风险模式和全部风险模式经常会结合起来一并使用。被授权企业只承担它所投入的部分资产的风险。

三是有限风险模式。这种模式适合那些单纯依靠项目的运营不能获得足够的收益，必须依靠政府财政补贴的形式，比如城市的公共交通项目。在这种模式下，被授权企业承担有限的风险。法国的地方公共交通事业每年政府财政会给予营业额一半的补助。

4、国外模式经验总结

美、德、法等发达国家的地方政府投融资平台都较发达，且各有特色，其地方政府投融资体制和模式具有较强借鉴意义，主要有以下几点经验可供借鉴：

一是财政体系较为健全。财政在地方政府融资管理中居于主体地位，建立起政府公债相应的预、决算编报制度和有效的监督管理系统；实行分级管理，中央对地方债务发行实行严格的审批制度，进行总量控制。

二是地方债是国家经济部门借入债务的重要支柱。地方政府以发行市政债券作为融资主渠道的优势明显：一方面满足了地方政府的公共产品配置职能；另一方面解决了大规模公共投资在代际之间的公平负担问题。但是地方政府债券的发行，必须要有完善的法制化管理体系作支撑。

国家财政法规和地方自治法赋予地方政府融资相应的地位，法律就其资金来源、资金管理、投放范围及偿还等有明确的规定。地方债主要用于城市基础设施建设，特别是市政设施建设。在保证中央政府国债优先的情况下，为促进地方债的发行和分销，各国分别从债券利率、税收政策等方面给予优惠。

三是鼓励私人部门参与公共基础设施建设。通过 PPP、PFI、融资租赁等模式，吸引私营部门涉足公共领域，提供以公共优质资产为基础的长期服务，私人投资部门每年从政府获得一定的费用以获得投资回报。这些举措拓展了地方政府筹措资金的范围，可以提高资金的利用率，有效缓解政府的财政税收压力。

四是建立较完善的信用风险监督管理体系。欧美发达国家一般都拥有比较发达的资本市场，包括良好的制度环境和专业的中介机构，地方政府根据各国特点，相应地成立特殊行政机构，用于监控地方政府融资风险。

（二）地方政府投融资平台的我国实践

我国地方政府投融资平台已有 30 年左右的历史，是我国经济发展特定阶段的产物，体现了各地政府对投融资体制改革的不断尝试，其发展主要经历了五个阶段：

第一阶段为模式探索阶段（20 世纪 80 年代～1994 年）：广东省在全国率先探索推行“贷款修路、收费还贷”政策，这种政府借钱发展当地基建的模式正是地方政府融资平台的前身。

第二阶段为各地探索阶段（1994 年～1997 年）：1994 年分税制改革后，为促进地方经济发展和基础设施建设，各地方政府纷纷成立类似于建设开发领导小组办公室的机构，统一规划和领导市政设施建设。

第三阶段为全面发展阶段（1997 年~2008 年）：1997 年，为应对亚洲金融危机，我国政府实行大规模基础设施建设刺激经济。中央允许地方政府通过变通手法进行对外融资以扩张投资规模，并为审批通过的基建项目提供一定的中央财政支持，地方政府安排配套资金。

第四阶段为爆发式增长阶段（2008 年~2010 年）：2008 年，中央推出 4 万亿经济刺激计划。为解决地方配套资金的缺口问题，2009 年 3 月央行和银监会联合发布《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》。各级地方政府积极打造出更大规模的新型投融资平台，数量和融资规模飞速发展。同时也为地方政府投融资平台风险爆发埋下了伏笔。

第五阶段为风险暴露及治理阶段（2010 年以来）：地方政府投融资平台的迅猛扩张，及其高负债率、低收益水平、政府信用担保等特征，使得其风险问题开始暴露。中央及各有关部门连续下发一系列文件，对各地方政府投融资平台进行清理整顿。

近年来，我国各地方政府在积极探索投融资平台运作模式创新实践中，形成了值得借鉴的几种模式：

1、重庆“八大投”模式

2002 年，重庆整合各类分散的政府资源，组建了重庆“八大投”，即重庆市水利投资（集团）有限公司（水投集团）、重庆市地产集团、重庆渝富资产经营管理公司、重庆交通旅游投资集团有限公司、重庆市城市建设投资公司、重庆市水务控股（集团）有限公司、重庆高速公路发展有限公司、重庆市开发投资有限公司。

“八大投”由重庆政府拥有、授权经营，成为基础设施、城市建设等重要的投融资平台。其运作模式为：政府把城市资产无偿划拨给投资公司，使公司的资产规模达到一定的贷款条件，公司根据政府建设的要求筹措资金后再将资金转借给项目法人。重庆城投模式的关键技巧是“储地—融资—建设”循环，保证城市基础设施建设投资，也保证投资公司自身投融资能力。

2、北京“公建私营、网运分离”模式

北京公建私营模式主要运用于城市轨道交通，在政府的主导下积极进行投融资主体多元化改革，实现政府主导的公建私营网运分离模式。政府与企业签订特许经营协议，由政府负责车站、轨道和洞体等土建工程投资，企业通过私人投资、向公众投资者募集或举债等方式筹集资金，负责车辆、信号和一些流动资产的投资、运营和维护。

项目建成后，政府将其投资所形成的资产无偿或以象征性的价格租赁给企业，政府对其投入资产享有所有权而无对等的收益权，企业对政府投资享有使用权和收益权。

3、天津“市场运作、政府支持”模式

2004 年，天津城市基础设施建设投资集团有限公司（天津城投）挂牌成立。其运作涉及两个方面：一是通过天津城投发行建设债券；二是天津市政府通过与投资者签署“特许权协议”的方式，利用公开招标方式来选择投资者，对缺乏现金流量的城市基础设施项目给予投资者现金流量补贴。

4、四川“1+N”模式

四川省按照“1+N”的模式，筹建四川发展控股公司（即“1+N”中的“1”）搭建省级综合投融资平台，并适时组建几个专业性产业投资公司（即“1+N”中的“N”）整合优质资源和专项资金，吸引信贷资金、民间资金等投入重大基础设施建设。按照“1+N 模式”，整合了 22 家国有大企业的“巨无霸”四川发展控股公司，承担起了充分发挥政府性资金的引导作用和乘数效

应。

三、上海地方政府投融资平台发展情况及瓶颈分析

改革开放以来，上海紧紧抓住浦东开发开放的历史机遇，围绕“四个中心”建设的战略目标，积极探索投融资体制改革，规范促进各类地方政府投融资平台发展，积累了不少有益的经验。

（一）上海地方政府投融资平台发展历程

上海政府投融资平台发展历程主要可分为五个阶段：

第一阶段为萌芽阶段（1989 年之前）：1986 年，上海向中央提出举债建设还欠账的融资思路，得到党中央、国务院的大力支持。1987 年，中央同意上海以自借自用自还的方式到国际金融市场贷款 32 亿美元，并成立久事公司统借统还，即“94”专项政策。由此迈出了上海政府投融资平台发展的第一步。

第二阶段为起步阶段（1989 年～1992 年）：1989 年，上海久事公司举债修建了南浦大桥等重大工程，开启了以建立举债机制为重点、通过政府性投资公司举债融资的新阶段。1992 年，为拓展建设资金渠道，市委、市政府决定在各大口建立融资机制，相继成立了工业、农业、商业、城建、交通、科技、体育等十多个政府性投资公司作为融资主体，保障了内环线、地铁一号线等重大基础设施建设。

第三阶段为发展阶段（1992 年～1997 年）：1992 年起，上海土地批租大规模展开，资金源源不断注入几大融资平台，开启了以土地批租为重点、大规模挖掘资源性资金的新阶段。上海通过土地批租筹措资金，大大加快了城市建设特别是旧区改造的步伐，使历史欠账严重的居民住房问题得到缓解，还改造建设了一批现代商业设施群，弥补了一批文化建设项目财力资金缺口。

第四阶段为调整阶段（1997 年～2010 年）：1997 年亚洲金融危机爆发之后，上海的土地批租大量减少，但居民储蓄和社会富余资金不断增长，证券市场规模迅速扩大。在这种情况下，上海开始大力推进以上市公司为重点的资产重组和资本运作。通过将已经建成使用的能源、水厂、地铁等项目包装上市或“借壳”上市，上海地方政府融资平台从国内资本市场每年直接融资 100 多亿元，其中以上海申通地铁股份有限公司为代表的一批基础设施项目建设公司总共筹资 100 多亿元。

第五阶段为规范发展阶段（2010 年以来）：上海在根据各监管部门要求及上海政府投融资平台情况进行清理整顿的同时，提出以政策引导为重点，充分发挥政府投融资平台公司综合功能，多渠道筹集社会资金。上海政府投融资平台围绕经济社会发展和世博会举办，通过财政投入、市场融资、吸引外资和利用民间资金等多渠道并举，确保一批重大交通基础设施投资和市政配套设施如期完成。

（二）上海地方政府投融资平台发展内部制度瓶颈分析

2011 年上海银监局、上海市银行同业公会和上海银行业机构依据银监会明确的平台定义，确定了上海市、区（县）、镇三级融资平台共 193 家。其中，市级融资性平台公司 6 家，占总量的 0.3%；区（县）、镇级政府投融资平台 187 家，占总量的 99.7%。从 2012 年全国主要省市城投公司资产负债率（见图 1）和城投公司负债占地方财政收入比重（见图 2）来看，全国范围内上海政府投融资平台整体债务风险仍处在可控范围之内；但从城投公司负债占地方财政广义收入比重来看，上海已超过 200%，存在一定债务风险。

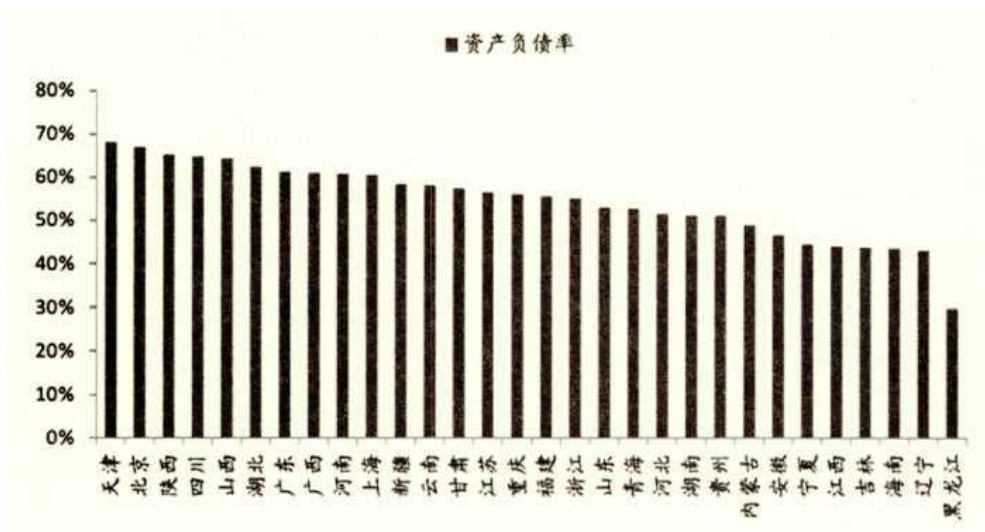
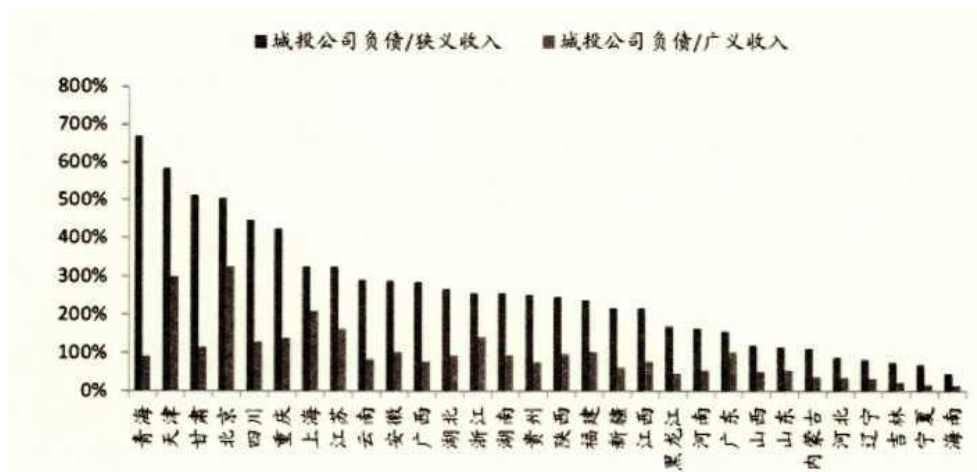


图 1 2012 年全国主要省市城投公司负债率



资料来源：各省市财政预算报告，WIND 资讯

图 2 2012 年全国主要省市城投公司负债占地方财政收入比重

当前，上海地方政府投融资平台面临的发展瓶颈主要表现在以下几个方面：一是投资压力较大。由于承担大量的基础性投资项目，部分地方政府投融资平台投资规模较大，已经远超其资本金，超过其实际偿付能力。据估算未来两年，上海“十二五”重大建设项目建设和重点功能区域发展进入收官阶段，任务重、数量多、投入大，预计融资需求存在 3000 万元左右的缺口^②，亟需以政府投融资平台改革创新吸纳大量社会资金参与到上海创新驱动、转型发展中来。

二是公益性项目融资难度较大。公益性项目投资需求较大，其中一些如城市道路、干线公路、越江设施等项目又没有收费机制，在目前对政府融资平台的监管框架下，无法通过银行贷款融资，也不能向非金融机构和个人借款或向金融机构中的财务公司、信托公司、基金公司、金融租赁公司、保险公司等直接或间接融资，亟待建立新的融资机制解决融资难题。

^②①数据来源于上海市发展改革研究院金融研究所课题组《推进社会融资渠道创新研究》，未公开发表。

三是资产负债率较高。目前上海市级投融资平台平均资产负债率在 60%左右，仍属于较高水平。资产负债率偏高的主要有两类平台公司：一类是成立时间不长的平台公司，另一类是区（县）、镇政府投融资平台公司。按照国际同行的政府债务考察标准（负债率超过 150%即高于警戒线）来看，奉贤（296%）、杨浦（174%）、闸北（173%）、黄浦（143%）、金山（141%）已超过或接近警戒线水平，后续融资面临困难。

四是融资结构不尽合理。上海地方政府投融资平台公司已基本形成“政府财政补贴+土地出让收入+银行贷款+发行债券、票据”的多元融资模式。但现有融资结构有待改进，银行贷款占比仍然较高，土地出让金收入不可持续，直接融资占比较低。许多地方政府投融资平台公司虽有较大资产规模，但主要以土地、设备、厂房等难以变现的固定资产形式存在，资产盘活和运作能力普遍缺乏。

五是融资期限不相匹配。主要表现为部分融资债务的到期期限短和长期投资项目回收期之间的不匹配。比如，在融资资金中占比较高的市政建设、交通运输及土地收储支出等债务，均不能短期能够带来现金流。据统计，上海城投、久事等市级融资平台在“十二五”期间需要偿还的债务已达到 1000 亿元左右，未来三年两家公司需偿还的到期债务分别为 500 亿元和 160 亿元左右，融资压力较大。

六是长效偿债机制缺乏。目前，上海投融资平台公司还本付息资金主要来自政府补贴、土地出让金和经营性项目收益，但前两块均存在不确定情况。大部分平台公司缺乏长效的还本付息机制。

四、深化上海投融资平台改革创新的政策建议

当前，上海进入创新驱动、转型发展的关键时期，“四个中心”建设进入决定性阶段，社会融资需求也出现新特征。同时，信贷等传统融资渠道的地位和作用逐步弱化。

为满足上海投融资结构性缺口，保障上海经济社会发展资金需求，未来上海应以中国（上海）自由贸易试验区试点建设为契机，以深化政府投融资平台改革创新为重点，先行先试、聚焦突破，着力破解制约政府投融资渠道拓展创新的瓶颈问题，进一步提升社会融资参与度和规模，着力构建资金来源多样化、融资机制市场化、融资主体多元化、融资平台多层化的新型政府投融资体制，大力推进证券化、股权化、资本化、国际化的政府融资渠道创新，着力优化融资结构，提升融资能级，完善融资环境，更好地满足未来几年上海经济社会发展的融资需求。具体来看要从加快推进上海地方政府投融资平台体制机制改革和融资渠道创新两方面进行推进：

（一）加快推进上海地方政府投融资平台体制机制改革

1、放宽民间资本准入，降低融资平台的债务压力

一要支持民间资本进入可以实行市场化运作的基础设施、市政工程和其他公共服务领域，重点鼓励民间资本进入上海重点产业领域和投身功能区域建设。建立民间投资开放项目库，分批发布。积极探索利用 BOT（建设-运营-移交）、BOO（建设-拥有-运营）、PPP（公私合营）等多种形式吸引民间投资。

二要适当扶持，增强民资信心。在可市场化的建设项目中，遵循“政策倾斜、经济激励、资金扶持”的思路，半经营性和经营性的建设项目政府除了全盘规划设计和支付承诺，尽可能配备少量的启动资金作为诚意金，增强民间资本进入的信心。

三要推进引入民间资本与融资平台自身的转型相结合。注入优质资产和资源，加快“壳”平台“去壳化”，转型为具有政府背景、从事实体业务的国有资产经营管理，然后以项目为单元与民间资本进行股权联姻。对于投资集团型的融资平台，由于

国资委绝对国有控股，可以在“孙公司”的层级引入民间资本，减少来自国有资产管理体制性阻力。

2、健全政府投融资管理体制，构建透明化融资需求控制指标

从政府投融资平台管理体制来看，目前主要表现市、区（县）、镇三级“封闭运行、各自为政”，缺乏自上而下、整体有效的管理体系，对控制地方政府投融资行为、统一政府债务风险监管造成一定困难。

应尽快建立市、区（县）、镇三级联动的政府投融资管理创新体制，在融资需求总量管理上可以参考国际国内经验，建立公开透明的融资总量控制指标（见表 2），进一步细化分工、强化协作、完善监管。尤其是负债情况较好的市级政府投融资平台，一方面应利用自身融资优势，以担保的形式，在合理的范围内，帮助区（县）、镇级平台解决资金困境；另一方面应利用区（县）、镇级项目多优势，加大对区（县）、镇级的投资力度，从而形成多层次投融资格局，从而稀释风险、降低危机发生率。

表 2 融资需求总量控制指标

指标	公式	警戒线规定
债务负担率	年末政府债务余额/当年地方 GDP	该指标值越大，说明风险越高。通常对一国政府的外债，国际公认的债务负担率警戒线为 20%，但对地方政府举借的内债，各国基于其特定的国情，指标口径不同，警戒线备不相同。如美国规定债务负担率警戒线在 13%到 16%之间；而加拿大限制债务负担率不得超过 25%
债务率	年末政府债务余额/当年财政收入	目前国际上对各国地方政府债务率没有统一标准，但从各国实践看，该指标大多在 100%左右。如美国规定债务率为 90%到 120%；新西兰要求地方政府债务率小于 150%
新增债务率	当年新增债务额/当年财政收入增量	如巴西规定新增债务率小于 18%，日本规定新增债务率不得超过 9%
偿债率	当年债务还本付息额/当年财政收入	国际经验表明偿债率的警戒线是 10%
利息支出率	当年利息支出额/当年财政收入	如美国马萨诸塞州规定，州政府一般责任债券的还本付息支出不得超过财政支出的 10%
债务依存度	当年举借债务数额/当年财政支出+当年债务还本付息额	国际上一般认为债务依存度的警戒线是 20%
资产负债率	年末政府债务额/年末政府资产额	如美国北卡罗莱那州的法律规定，该州地方政府的资产负债率要小于 8%，新西兰规定资产负债率不得超过 10%
担保债务比重	年末担保债务余额/当年财政收入	巴西规定担保债务比重（政府担保余额/经常性净收入）必须低于 22%

资料来源：《国外地方政府债务的规模控制与风险预警》，《经济研究参考》，2008（22）

3、健全偿债机制，进一步加强投融资平台债务管理

一要提高投融资平台债务透明度。应定期对地方政府负债规模进行统计，以便对投融资平台的债务规模、资金使用情况、偿债能力进行全面评估、动态跟踪。同时，建立完善地方政府投融资平台信息披露制度，通过信息披露强化投资者及贷款银行

的监督管理。

二要建立平台债务预警机制。要根据本地实际情况，设立平台公司资产负债警戒线，严格控制平台负债规模。并建立由人大、财政、审计、人民银行等部门联合组成的投融资平台风险监控联席会议制度，定期对平台资产负债规模进行评估核算，以防止平台公司突破警戒线，造成债务危机。

三要建立平台偿债机制。明确以平台公司为主体的偿债机制，债务在平台公司内封闭运行，由平台以土地出让收入及经营收益对债务负主要责任。同时，建立以财政资金为基础的偿债准备金制度，通过预算安排的方式，定期拨付资金，以弥补平台公司偿债资金差额。

4、优化投融资环境，进一步完善地方政府投融资法律法规体系

一要加快转变政府职能，将政府职能转到为企业和各种市场主体提供发展环境和平等竞争的条件上来。通过逐步建立现代企业制度、新收入分配制度、区域经济调控体系、市场体系和社会保障体系，逐步完善政府投融资管理制度，全面清理含有行政垄断和行业垄断的政策文件，废除不合理的审批和收费，实现投资行为的法制化、规范化和程序化，精简投融资审批程序。

二要完善上海投融资相关规定，出台适应上海情况、体现上海特色的政府投融资相关规定。加快制定和修改市政公用事业法律法规，进一步以法律形式明确投资者、经营者和管理者的权利、义务和责任，明确政府及其主管部门与投资者、经营者之间的法律关系。对于改革中的一些关键问题，如市场准入、产品和服务标准、产权界定、价格收费机制、税收优惠政策、土地使用方式、项目经营期限、应急管理机制等问题，也应以法律法规的形式加以明确。

探索在制订全国性、统一性、规范性投融资法律法规方面先行先试，进一步明确地方政府投融资行为、细分政府债务类型、限制政府债务规模，使政府投融资及其管理在合法、合理、合情的环境下有序运转。

（二）加快推进上海地方政府投融资平台融资渠道创新

1、创新债券融资机制，积极探索市政债券

一要用好上海发行地方政府债券资金。2011 年国务院批准上海等城市首批开展地方政府自行发债试点。上海地方债新募集资金主要用于本市公益性、民生保障性项目建设等。有剩余的债券资金，可用于地方融资平台公司主要依靠财政性资金偿还债务的公益性在建项目。

二要大力发展公司债。加快“行政化”的企业债向“市场化”的公司债转型，着力扩大公司债市场融资规模。在原有担保债券、资产抵押债券的基础上，对于规模大、实力强、前景好、知名度高的平台公司，可以允许其发行无担保信用债券。

长远来看，上海可率先探索构建以市政债券市场为基础的地方政府公共资本融资模式，市政债券因其利用地方政府的信用作担保，能有效为城市建设筹集资金，已经被美国、日本等国家广泛采用。目前上海已经具备发行市政债券的经济实力和制度保障。要在积极探索改革中央和地方的财权事权划分、推进《预算法》和《担保法》等相关法律条款的修改、建立信用评级披露和政府负债指标体系等基础上，完善债券市场化发行机制、市场约束、风险分担机制、评估偿债能力，建立合理的地方政府债务管理体制和发债机制。

对于具有稳定经营性收入的公益性项目，允许相关的经营机构通过发行市政收益债券（revenue bonds）进行融资；对于主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目，应该允许地方政府发行一般责任债券（General Obligation Bonds）进行融资。在

中央有关部门指导下，可在中国（上海）自由贸易试验区、临港等区域率先探索推出市政债券。

2、创新股权融资渠道，提升直接融资规模和比重

一要推进符合条件的地方政府投融资平台到资本市场上市融资。积极推动一批资产优良、收益稳定的地方政府投融资平台公司经营性资产、核心资产或下属企业、参股企业，以首次公开募股（IPO）、定向增发、买壳上市等形式到资本市场上市融资。着力提升地方政府投融资平台公司治理能力，规范市国资委与地方政府投融资平台国资管理方式，完善地方政府投融资平台上市融资的相关税收、土地等政策。

二要推动有条件的投融资平台公司到境外资本市场融资。对商业模式清晰、发展潜力大、适宜在境外资本市场融资的地方政府投融资平台公司，推动其到境外资本市场发行股票。抓住人民币国际化机遇，推动有条件的投融资平台公司到香港、新加坡等资本市场发行人民币债券。

三要大力发展股权融资。对具有长期回报的经营性资产项目，积极探索开展股权融资，通过国际市场的招标转让项目经营权，吸引境内外资本参与本市基础设施建设。同时，鼓励私募股权基金以合作、联营、参股、特许经营等方式参与城镇供水、供气、供热、公共交通、污水垃圾处理等市政公用事业和基础设施投资。

四要推动优质资产划转投融资平台公司。可根据需要，将部分优质营利性国有资产，以行政手段划转至投融资平台公司，提高投融资平台公司的资产质量，增强其盈利能力和可持续融资能力。五要加快地方政府投融资平台资源整合。根据各平台公司发展情况，对一些规模较小、实力较弱、发展潜力有限的地方政府投融资平台公司进行整合，鼓励优质投融资平台公司进行兼并、重组，整合优质资源，为资本市场融资打下基础。目前，要加大整合兼并力度，壮大单个平台公司规模，为未来上市、发债创造条件。同时，要将一些公益性强、与人民群众关系密切的资产回归公益属性，退出资本市场，由地方政府补贴运营。

3、创新项目融资渠道，积极引入公私合作机制（PPP）

创新应用多种 PPP 模式，包括在改扩建方面，采用租赁—建设—经营或购买—建设—经营方式；在新建方面，采用建设—经营—转让方式或建设—转让等方式，鼓励民间资本进入。

比如，在水务领域，可利用财政资金建立水污染防治基金，对污水处理厂建设给予投资补助或者贴息。对企业投资水务项目的，给予税收优惠。积极尝试以转让—经营—转让（TOT）的方式对现有的水务设施出售或者是租赁，获取现金支持新设施的建设。对于改扩建项目推荐使用租赁建设经营（LBO）或购买建设经营（BBO）方式。

具体来说，就是企业租用或收购政府已有的治污设施，然后自行改造、扩建，并可以根据政府的特许经营安排向用户收取费用，以弥补运营费用。在这一过程中，政府可以向企业收取一定的费用。新建治污设施方面，可采取建设—经营—转让（BOT）等方式。具体来说就是企业出资建设治污设施，然后在政府授权下取得该设施的若干时间的使用权，同时通过向用户收取费用来弥补建设和运营成本，然后将该设施再交还政府部门。

比如，在保障房领域，对不同类型的保障房可以采用不同类型的模式来拉动民间资本进入。根据现有的政策导向，未来一段时间保障房的供给主要以公租房和廉租房为主，带有产权的经济适用房和限价房将逐步退出历史舞台。廉租房是政府向低收入家庭提供的租用房。由于房租低，不可能由市场自行提供，必须政府提供特定政策支持来建设这种住房，但引导非政府资金参与建设仍是必要和可能的。

建议廉租房可以通过政府与房地产商合作，通过土地“拼盘开发”方式提供廉租房，可省去许多中间环节，等于将廉租房

的成本内化于土地出让金当中。建议公共租赁住房可以采用 BOT 方式提供。与廉租房相比，公共租赁住房的房租相对较高，且征收稳定，可以通过房租部分收回，如果政府再给予适当的补贴或政策优惠条件，经营者则可以通过对其建成后的经营管理，收回成本并获得一定的利润。

比如，在轨道交通领域，轨道交通的土建工程是公益性的，应由政府承担，而运营则有一定的营利性。虽然轨道交通运营收益较低，短期内难以收回成本并实现盈利，但是轨道交通收益稳定且随着网络的扩大收益不断上升，最终可以实现赢利。轨道交通产品投资周期长，但是运营成本相对较低，现金流相对稳定，并且可以在轨道交通内开通广告等多种业务，且随着轨道交通的开通附近的物业价格大幅上涨，这些都可以成为对轨道交通建设和运营费用的补贴，是非常适合引入 PPP 模式的领域（见表 3）。

建议上海进一步构建市场化的投融资模式，可探索捆绑“地铁+物业”的香港模式，可通过财政、法律等间接转换支付手段，给予轨道交通企业充分的土地、广告、通讯、商铺等经营性的业务特许权，使其具备可持续发展的基本条件。这样可以一方面防止过度社会化的倾向，过分强调经营性；另一方面，有利于减轻政府的财政负担和创新企业的体制机制。

表 3 部分国家和城市地铁典型投融资模式

投融资模式	典型国家和地区
政府投融资及政府经营模式	北京地铁 1 号线、复八线、广州地铁 2 号线、德国地铁
政府投资下的市场化运作模式	首尔地铁、巴黎地铁、上海轨道 1 号线 2 号线
政府主导投资+政府补偿	东京地铁、香港地铁
地铁+物业	广州地铁
项目融资模式多元化	北京地铁 4 号线、伦敦地铁、深圳地铁二期 3 号线 4 号线、香港地铁

资料来源：《城市轨道交通建设投融资模式初探》，人民公交，2012 年第 2 期

4、创新国资融资渠道，加快国资存量盘活

一要加快推进经营领域相同、经营模式相似的国有上市公司资源整合，腾出上市公司壳资源。

二要积极推进新兴产业领域的国有企业到境外上市融资，提高企业国际竞争力。增强国有上市公司持续融资能力，鼓励符合条件的公司通过配股、增发等方式实现再融资。

三要鼓励和引导未能达到上市条件的国有企业进入产权市场进行资源配置，通过产权交易进行融资。鼓励民资、外资等各类市场主体进入产权市场，通过参股、控股、资产收购等多种形式参与国有资产产权交易，参与国有企业的改制改组。鼓励有技术、管理和资金优势的国有投资企业在在外地组建新机构、新园区，利用新资产融资，调度使用资金。

5、积极探索资产证券化新渠道

一要探索试点平台存量债务证券化。探索建立平台债务转移平台、债务交易中心等资本市场，盘活现有债务，并利用债券

市场来识别、分散和防范投融资平台贷款的信用风险，降低贷款的集中度。鼓励政府综合性开发经营性资产与非经营性资产，充分利用公益性项目较好的外部效应，合理开发商业设施，使公益项目与政府税收实现共赢。

二要积极探索政府投融资平台项目贷款和项目收益资产证券化，试点推出住房抵押贷款证券化（MBS）和资产支持证券化（ABS）。建议将地方政府投融资平台中能够产生按期支付的、可预见的、稳定的资产组合打包，通过设立特殊目的公司（SPV），由平台公司将资产出售给 SPV，并进行信用评级（增级），通过证券市场进行融资。如公路、桥梁、水、电、煤气等基础设施资产等都可作为证券化资产。

对投融资平台银行贷款增量，可以购买地方市政债、企业债以及企业中期票据的形式发放。对存量可发债进行置换，也可将项目融资的贷款打包做成资产池，以其项目未来现金流收益，经过评级增级，按标准化合约销售给各种投资者（包括自然人），实现项目融资信贷资产支持证券化。

参考文献：

- 1、(美)萨瓦斯，民营化与公私部门的伙伴关系 [M]，北京：中国人民大学出版社，2002
- 2、国家开发银行、财政部财政科学研究所联合课题组，开发性金融与健康财政的和谐发展 [M]，经济科学出版社，2010
- 3、王保安，科学发展：理论研究、指标构建与体制保障 [M]，人民出版社，2011
- 4、贾康，中国政策性金融向何处去 [M]，中国经济出版社，2010
- 5、丁伯康，城市建设投融资战略、模式及案例分析 [M]，北京：中国商务出版社，2008
- 6、张启智，严存宝，城市公共基础设施投融资方式选择基于 BOT、TOT、PPP、PFI、ABS 方式研究 [M]，中国金融出版社，2008
- 7、(美)萨缪尔森，公共支出的纯理论 [J]，经济学与统计学评论，1954(11):121-125
- 8、纪慧松等，主要发达国家地方债制度比较 [J]，货币市场和债券市场，2010，(03):33-34
- 9、曹红辉，地方融资平台的风险成因及其对策 [J]，金融论坛，2010，(29):1-2
- 10、安国俊，关于地方政府融资平台风险的若干思考 [J]，金融论坛，2010，(13):6-7
- 11、肖耿等，采取组合措施化解地方政府融资平台贷款风险 [J]，中国金融，2009，(20):15-17
- 12、苏晓鹏、王兵、冯文丽，地方政府投融资平台风险预警与化解对策 [J]，农村金融研究，2009，(12):29-32
- 13、郭励弘，实施债权人对融资平台的信用评级 [J]，中国金融 2009，(20):38-39。
- 14、王晓曦：我国政府融资平台的制度缺陷和风险机理研究 [J]，财政研究，2010，(6):59-61
- 15、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

-
- 16、郭明杰、王燕，城市保障房建设中的融资模式探析 [J]，财政研究, 2011, (11): 37-39
 - 17、贾康，地方债务应逐步透明化 [J]，中国金融, 2010, (16): 11-13
 - 18、贾康，政策性金融改革与浙江民间资本对接 [J]，浙江金融, 2011, (2): 13-17