



李宗光：“狂飙”的城投债，会成为今年的黑天鹅吗？



意见领袖 | 李宗光

2023 年，随着经济复苏，城投风险将显著缓解。

年初，贵州遵义市最大城投——遵义道桥建设（集团）有限公司，约 156 亿元银行债务重整方案引发市场热议。其后，“地方城投欠债 60 多万亿元，每个人分摊约 5 万负债”的报道，让城投债务问题火出了圈。



一时间，大众对城投爆雷的担忧甚嚣尘上，就连投资圈内部对于城投债风险评估也出现分歧，一些认为城投面临巨大违约风险，另一些则坚持有政府兜底，城投债务没有什么好担心的。

那么当前城投债务风险到底有多大？城投债务是否会成为 2023 年的黑天鹅？

本文主要从地方政府与中央政府诉求，及城投平台起源和发展角度，来讨论城投平台债务风险。主要观点如下：

对地方政府而言，城投平台有多重要？

城投平台主要为地方政府进行市政建设和运营，如修缮道路、棚户区改造等关系到民生的公益性或准公益项目。这些项目往往资金投入较大、周期长、利润薄、周期长，很难吸引民间资本。并且，随着经济的发展，城市建设的资金需求也越大，需要地方政府财政资金支持。

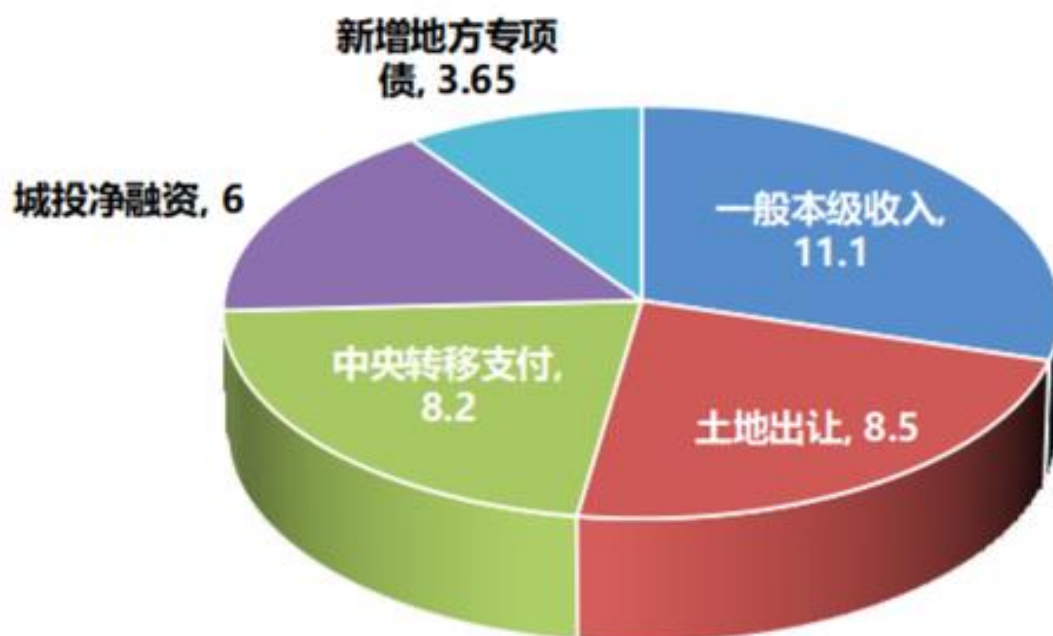
但与“以收定支”的传统认知不同，地方财政的收入远不及地方建设投入，地方政府有着很强的动力筹措资金，进行超前的投资与建设。这主要由于地方官员的升迁、生活等均与地方经济发展密切相关，同时也带动了地方经济的快速发展。

那么多出来的资金缺口地方政府如何筹措呢？一条路是“卖地”，即我们常说的“土地财政”。1994年分税制后，全国财政一盘棋，地方政府部分财权收归中央，转移支付成为地方政府重要收入来源，主要用于欠发达地区的建设，发达地区收入受到一定限制。以2021年为例，地方一般公共预算收入19.33万亿元，其中，中央对地方转移支付收入为8.2万亿元，占比约43%。而地方土地出让收入归地方政府所有，管理较为灵活，且与城市建设息息相关，成为地方政府拓展财路的重要手段。2021年，地方买地收入为8.5万亿元。

另一个重要途径是靠平台融资。据统计，2021年发债城投有息负债规模达56万亿元，新增（即2021年净融资）约6万亿元。城投融资形式也是多种多样，主要有银行贷款、债券融资、非标融资等。各类渠道占比相对稳定，银行贷款占比最大，约六成，城投债占比约两成。相对卖地而言，平台融资更为便捷，约束更少。

还有一些其他渠道，包括政府性基金融资等，规模相对较小。本质上说，城投平台是除了“卖地”以外，地方政府能握住的钱袋子。2022年城投净融资约9万亿元，远超当年6.7万亿元的土地出让金。

图1、2021年地方政府主要收入情况（万亿元）



经济机器

“狂飙”的城投与挥之不去的城投信仰

遵义道桥债务重组方案公布之后不久，财政部部长便在采访中明确表

示，坚持中央不救助原则，“谁家的孩子谁抱走”。

中央政府如此态度，也是为地方政府收拾过烂摊子。这最早要追溯到城投野蛮生长的阶段。2008年，为了应对金融危机，政府提出“扩内需保增长”的十项措施，到2010年底新增投资4万亿元。其中，中央政府拨付1.18万亿元，其余配套部分需地方政府从当地财政和银行信贷等渠道筹措。

在此背景下，城投平台成为重点支持对象，从此开启了“狂飙”之路，成为地方政府重要的融资工具。2010到2014年，城投发债主体数量由180家增长至1048家，增加近5倍。城投债发行量从2010年的0.17万亿元增长至2014年的1.19万亿元。城投整体负债规模也迅速扩张，2010年还不足1万亿元，至2013年6月已接近7万亿元。

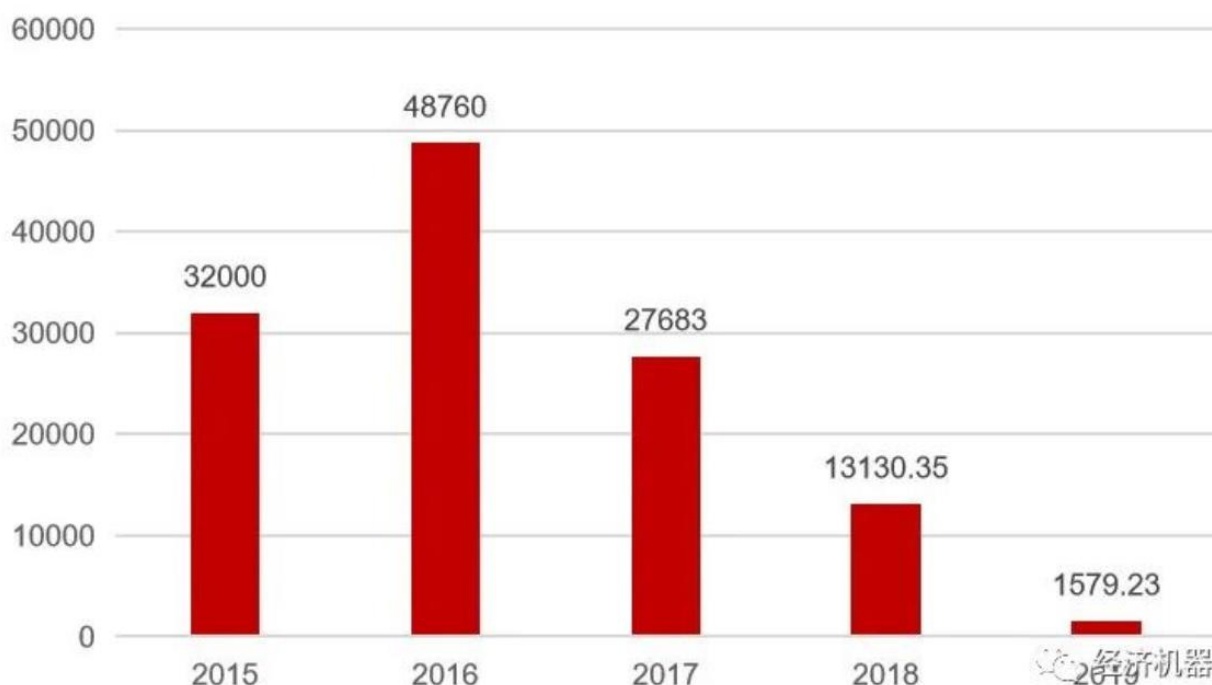
城投负债能迅速扩张，本质上还是有政府信用背书。在当时的金融机构眼中，城投业务是极具诱惑力的，不仅有政府信用兜底，利率也较国债高出数百个基点，这便是最初的“城投信仰”。

激增的债务加上平台运营管理混乱、资金使用不规范等问题频发，引起中央政府高度关注。但这部分城投债务是财政预算外的，当时的地方政府是否有清晰的账目仍未可知，中央政府更是无从管理。

为了有效对地方政府债务进行管理，2015年，国家实施新预算法，放开地方债发行，具体额度由中央政府审批下发。同时，开启大规模债务置

换，将政府债务转化为政府债券形式，纳入年度预算进行管理。5 年时间里置换近 12 万亿元债务，其中便包括大量平台债务。

图 3、地方政府置换债券发行情况（亿元）



经过地方举债权限的放松、债务置换以及对城投融资的严格管控，中央政府达到了强化监督管理，降低债务风险的目的。但城投至今仍发挥着重要的作用，特别是在经济下行压力较大的情况下，城投企业作为逆周期

经济下行压力较大，城投企业作为逆周期

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52107

