

面临近期难得的政策红利窗口期，地方政府应积极探索通过金融资产投资公司等实施机构对城投公司开展市场化债转股的降杠杆新模式。更为重要的是，地方政府通过国有资本投资、运营公司的改革试点及市场化债转股可重构城投公司治理，形成新型混合所有制结构，推动城投公司市场化转型，改善其经营性现金流、恢复“造血能力”，为股东创造合理盈利，并通过自身积累增厚资本实现真正降杠杆。

城投公司在2018年经历了“冰火两重天”！

自2017年国家的金融去杠杆政策趋严以来，城投公司所受影响甚大，融资难度显著变大，融资成本明显提高，面临着融资性现金流难以再平衡的短期困难。今年1月份云南资本延期兑付事件及4月天津市政建设集团的债务违约正是地方融资平台杠杆过高导致债务风险爆发的集中体现。城投债面临利差扩大，发行困难的窘境。

国家金融去杠杆的政策于7月份产生了重大转变。先是央行对商业银行进行窗口指导，额外提供中期借贷便利资金用于支持贷款投放和信用债投资。其后7月23日的国务院常务会议要求积极财政政策要更加积极，以及“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”。一时间，城投债再度成为债市交易员之间最抢手的品种，导致城投债利差、特别是中低评级的城投债利差迅速收窄。

城投公司似乎暂时度过了难关。然而，7月底召开的中央政治局会议表明态度，仍要坚定去杠杆。此外，财政部也称将继续加强城投融资监管，并坚定降低城投的杠杆率。那么，城投公司的去杠杆任务如何完成？

城投去杠杆窘境

城投公司作为地方政府“土地财政”模式的重要环节，长期以来承担了大量地方基建任务和政府公益性项目，全国的城投公司数目达上万家。2014年国发43号文明确剥离融资平台公司的政府融资职能以来，城投公司一直在探索市场化转型，但总体进展并不大。尽管部分城投公司退出了政府融资平台，但更多的是为了规避地方债务监管、拓宽融资渠道。近年来随着加大固定资产投资、稳增长的任务变重，城投公司的债务规模逐步上升，积累的风险也越来越大。

根据国海证券关于2017年城投公司财务数据的研报，我国城投发行人平均资产负债率最高的是山西省，达到73.5%。24%的省份中，城投发行人的平均资产负债率在60-70%之间，55%的省份在50%-60%之间。此外，部分城投公司的股东权益中包含大量不产生效益的公益性、准公益性资产，以及“明股实债”的国家专项建设基金等投入。也就是说，城投公司存在股东权益水分大，实际杠杆率被低估的问题

。

加杠杆后，城投公司却呈现着盈利能力较差、股东回报偏低特征。全国城投发行人平均净资产收益率最高的是上海，也才5.4%。国海证券研报显示，城投公司平均ROE在3%以上的省份占比38%，小于3%大于1%的省份占比45%，小于1%的省份占比17%。绝大多数城投公司的ROE低于债务融资的成本。

此外，不少城投公司的实际盈利能力堪忧，只是通过低估折旧、利息费用资本化、投资性房地产重估收益等会计手段保持利润总额为正，以维持信用评级。全国约有40%省份的城投公司平均经营活动净收益/利润总额为负数。城投公司还存在资产周转率过低，回款时间过长的问题。城投公司经营性净现金流/总负债平均水平为正值省份只有10个。

总的来说，城投公司的实际杠杆率偏高，实际盈利能力偏弱，经营性现金流回款过慢，造血能力不足，难以通过自身的盈利进行资本积累以降低杠杆，也缺乏吸引外部权益投资的能力，大多数公司只能依赖“借新还旧”的手段实现滚动平衡。

市场化债转股落地难

国务院于2016年10月发布了54号文《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，将市场化债转股作为供给侧改革中“去杠杆”任务的一个重要手段。多省市也明确表示将支持通过市场化债转股来降低企业杠杆率，将其列入2017年两会报告中的工作安排。

然而，国发54号文出台已近两年，市场化债转股在全国实施的进程较为缓慢。

市场化债转股难以大规模开展的主要原因有：

- 1) 债转股占用银行资本过高。
- 2) 债转股资金期限长，募集难度高。
- 3) 市场化定价推进难。
- 4) 市场缺乏优质股权项目。
- 5) 不少债转股方案的实质仍为“明股实债”。

截止今年5月底，五大国有商业银行债转股项目签约金额共计约1.6万亿元，落地金

额共计约2300亿元，落地率仅为14%。已签约的债转股项目集中于煤炭、钢铁、有色、交运等重资产领域的大型国有企业，山西、陕西等资源类省份签约项目规模较大。

其中，城投类的企业也是市场化债转股的重要实施对象。五大银行的债转股子公司通过设立基金等方式吸纳社会资本，对广州交投、重庆建工、云南城投、浙江建投、甘肃建投等企业采用参股子公司或增资扩股进行股权投资，用以归还集团体系的存量有息负债。

金融资产投资公司杠杆高

针对市场化债转股在实施过程中难以落地的问题，今年1月26日国家发改委等七部门联合印发《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》。

6月24日，央行宣布进行定向降准，释放了5000亿元资金指定用于支持五大国有商业银行和12家股份制银行的“债转股”工作，同时撬动相同规模的社会资金参与。

紧接着，银保监会于6月29日发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》，允许商业银行作为主要股东发起金融资产投资公司，主要从事银行债转股及配套支持业务，以推动提高债转股效率。

按照新政规定，无论是正常类、关注类、还是不良类贷款均可受让转股，且其他类型银行债权和非银行金融机构债权也纳入转股范围，为非标债权退出开辟了政策通道。

金融资产投资公司的注册资本为100亿元起，一次性实缴，且金融资产投资公司的资本充足率、杠杆率和财务杠杆率水平参照金融资产管理公司的资本管理相关规定执行，其中资本充足率不得低于12.5%，单个市场化债转股项目的信用风险权重为150%。

金融资产投资公司新政的最大特点是注册资本投入可实施债转股规模达10倍左右。成立一家注册资本为100亿元的金融资产投资公司，按照12.5%的资本充足率保守测算，其风险加权资产的上限为800亿元，由于债转股项目的信用风险权重为150%，可以得出仅100亿元自有资金即可支持开展500亿元以上规模的债转股项目。此外，还可以使用发行私募资管产品及私募股权投资基金等方式，按照不低于1:1的比例撬动社会资金参与债转股项目。以此测算，为金融资产投资公司投入100亿元的注册资本理论上将可支撑约1000亿元规模的债转股项目。

以建行旗下的建信金融资产投资公司为例，公司成立于2017年7月，注册资本为120亿元。建行的2017年年报显示，截至2017年底建信投资债转股的落地金额为1008亿元，净资产为120.2亿元，债转股杠杆约为9倍。但总资产仅为122.2亿，说明债转股项目全部通过基金投放实现出表。

可以预期，此次市场化债转股的政策红利将对地方国有企业的投融资产生巨大影响，可进一步降低城投杠杆率及政府隐性负债。

国有资本投资、运营公司转杠杆效果强

国有资本投资、运营公司不从事具体生产经营活动，是国有资本市场化运作的专业平台。国有资本投资公司定位是提升国有资本控制力、影响力，以战略性核心业务控股为主；而国有资本运营公司主要则以提高国有资本回报为目标，以财务性持股为主。

国有资本投资、运营公司试点工作从2014年开始分别在中央和地方进行，也取得了一定的成效。2018年7月30日，国务院印发23号文《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》。而近期，中国石化集团和中铁工等央企均公告拟将其持有的小部分上市公司股份无偿划转给作为国有资本运营公司试点企业的诚通金控及国新投资。

可以预期，地方政府将会加快调整国有资本布局，转变国资监管职能。以此模式，地方政府可将仍在国资委名下持有的巨量国有企业股权进行重构，将优质企业的控股权放在国有资本投资公司持有，由国有资产投资公司对控股企业进行并表；而将部分股权拆出置于国有资本运营公司持有，这样可以隔离负债，以这些股权为基础进行资本运作。

作为市场化债转股实施机构，地方国有资本投资、运营公司在盘活沉淀在国资委名下的巨量国有资产充实资本金后，将具有较充裕的空间来筹集资金并撬动社会资金参与当地城投公司等国有企业的市场化债转股。

国有企业的股权由国资委拆分划拨至国有资本投资、运营公司会导致其企业性质由“国有独资”改变为“其它有限公司”，可能会影响金融机构对企业的信心。近期城投公司面临的融资环境相对宽松，国发23号文的出台为地方加快国有资本投资和运营公司的试点提供了难得的政策机遇。省一级地方政府往往直接持有数千亿乃至上万亿的国有企业股东权益，重构持股结构后转杠杆空间较大。

应逐步开放地方金融资产投资公司牌照

海通证券研报从地方融资平台的有息负债出发，估计我国地方政府的隐性债务规模约为30.6万亿元。假设平均将城投公司的资产负债率从60%降至50%的，需要的债转股规模约为5万亿元。近期获批的大量地方资产管理公司注册资金规模小，融资成本高，难以完成此任务。而金融资产投资公司注册资金高达百亿，且融资渠道包括金融债券和债券回购、同业拆借、同业借款等同业负债，成本较低，将成为降低城投公司杠杆的利器。

目前，仅有五大行成立了金融资产投资公司，但注册资本金为100-120亿元，规模尚为不足。就建信投资的债转股业务规模来看，如不运用更高的杠杆引入社会资金就需要进一步增加资本金才能大规模开展新业务。

根据6月央行定向降准的安排，预计12家股份制银行的金融资产投资公司成立在即。以这17家金融资产投资公司各120亿元的规模测算，共可开展约2万亿规模的债转股业务。但现有的金融资产投资公司债转股业务仅有小部分覆盖优质城投公司，光是允许5+12成立还远远无法满足地方政府对城投公司去杠杆的需求。

因此，监管层可逐步考虑开放规模较大的城商行申请设立金融资产投资公司，参与地方城投公司债转股业务。根据新规，金融资产投资公司的资本金在出资商业银行计算风险权重时的信用风险权重系数为250%。以100亿元的注册资本金来计算，银行自营资金可开展业务的风险加权资产上限为250亿元，按资本充足率要求对应的资本占用约为30亿元。一旦监管层放松牌照申请，而大多城商行均面临资本金不足的压力，地方政府可推动现有股东增资或引入战投等方式补足其资本金缺口。

积极探索城投公司债转股模式

城投公司大规模实施债转股的核心障碍是盈利能力太差。全国来看，城投发行人的ROE平均大约在2%左右，因此金融机构在大多数情况下均缺乏持有其普通股的意愿，以净资产为转股价来持有普通股更是无法获利。

城投公司盈利能力差的原因较为复杂，既有治理机制的问题，也有激励不足的原因，还有为政府承担了大量费用却无法确认收入的情况。以2018年违约的天津市政建设集团为例，2016年公司有50%以上的营业收入来自房地产开发，综合毛利率为28.6%，但由于期间费用率过高导致ROA仅为2.4%；公司的存货周转天数为3190天，经营活动现金流净额只有6亿，而对应的却是高达91.2%的负债率和500多亿元有息负债。

因此，在城投公司涉及的国有资本重组过程中，可探索盘活政府、机关建筑与用地

、合理利用资产评估增值、理清政府历史欠帐、落实投资权益等模式，增厚城投公司股东权益、降低杠杆率。

现有的债转股模式往往实质上还是“明股实债”，新规下金融资产投资公司不允许使用。对于城投公司来说，以试点方式探索开展非上市非公众股份公司债转优先股具有重要意义。此外，对于具有上市公司平台的城投公司，债转股实施方的退出途径更丰富，较有利于债转股的实施。因此，地方国资应利用近期股票市场低迷的机会并购“壳”公司，增加国有资产证券化的比例。

完善治理、改善盈利是根本

从短期来看，近期政策红利的落地或将助推城投公司完成去杠杆任务，但将城投债务转至金融资产投资公司或国有资本投资、运营公司仅能实现会计报表层面的降杠杆，并不能从本质上减少整个国有体系的负债，也绝非是这些政策的初衷。

更重要的是，城投公司在股东层面引入各类债转股实施机构形成新型混合所有制结构，可借助此契机推动公司形成下一步市场化转型需要的经营机制

。城投公司需要进行深层次改造，建立现代企业制度和制衡有效的法人治理结构，改革用人机制及薪酬分配制度，平衡与政府的关系，按照市场化、法治化原则建立自身债务约束的长效机制。“债转股”相关实施主体也应真正参与其公司治理，促进其经营效率的提高。

7月以来，在经济下行压力加大的背景下，国家再一次提出要加大基础设施领域补短板的力度，特别是加快中西部基础设施建设

。在此次政策红利为改革争取的数年缓冲期过后，城投公司能否实现较为充沛的经营性现金流、恢复“造血能力”，为股东创造实际盈利，并通过自身利润积累资本实现真正降低杠杆？如若不能，下一次出现债务危机时城投公司的杠杆再往哪儿转？

来源：意见领袖

作者：陈欣（上海交大上海高级金融学院会计学教授、博士生导师）