

前天，媒体不约而同的发表了一篇非常有分量的文章，即，《65万亿城投债会不会爆雷？》。人们关心的是，这个雷爆了以后，会不会引发金融海啸，金融业系统性风险会不会引爆；另外，我国疫情刚刚放开，复工复产正在加班加点往前推进。在这种情况下，这个雷如果爆了后，会不会对我国正在向前发展的经济产生负面的影响。



这个数量是一个什么概念？去年恒大负债达2万亿，就是相当于30多个恒大。光一个恒大，把深圳和广州地方政府搞的焦头烂额。由于其规模大，其它各地的地方政府也是如此。

如果65万亿再爆了，那会形成什么样的结果，不堪想象！首先，城市建设将会受到重大的冲击！其次，金融机构也将会受到重大的冲击！

另一个数据比较是，2022年我国的GDP是121万亿，光城投债就65万亿，我国GDP的一半以上。所以，这是一个非常吓人的数据。所以城投债在去年下半年，已经成为吃瓜群众茶前饭后的谈资了。

关于城投债，我给大家讲三个案例：

贵州的遵义市有一个最大的城投公司，叫道桥城投公司（光遵义市就有20个城投公司）。这个公司在去年的12月30日这一天，有一笔银行贷款到期了，共计155.94亿。当时还款有困难。怎么办？因贵州是西南地区，中央对西南地区各省开发建设有优惠政策，即，如果到期无法偿还债务，可以和债权人通过谈判的方式展期。然后再回到正常的流动周转过程当中，

以此循环推动当地的经济建设。遵义的道桥公司，就利用了优惠政策，和债权人进行谈判。债权人有的：招商银行、农业银行、交通银行、贵州银行和贵阳银行，通过谈判达成协议：一是展期20年；二是利息砍了一半，原来的7%~8%（年利率），现在降到3%~4.5%；三是20年又分两个阶段，第一个10年只还利息不还本金，第二个10年本金利息一块还。这种优惠政策可以说中国第一份。



原因2：91年我们国家开始提出了城市建设，当时上海出现了第一间城市投资建设公司。1994年出现了第一笔城市投资建设债券。这两件事发生以后，全国各地地级以上，城投公司雨后春笋般的发展起来。

接着房地产在1998年的时候，作为一个重大的政策改革。分配房去消了，完全变成商品房了。由于商品房这种制度的出现，导致房地产产业，从1998年开始到2022年，24年的时间可以说高速发展。房地产的土地出让所得到的收入的完全归地方政府。这样一来地方政府大规模的，开始城市建设就有了钱了。当年，从大连到沈阳高速公路是第一条高速公路，第二条高速公路是从广州到深圳的高速公路，都是靠城投公司通过融资来建设起来的。



### 三、65万亿城投债会不会大面积出现爆雷？

最近国家财政部部长刘昆在接受新华社记者采访时说了这么一番话：总体上来说，从宏观来看，我国的负债率和发达国家和新兴市场国家比较，应该说比他们低。低于国际的警戒线60%以下。我们国家的负债率，仅是国内生产总值的47%，美国是133%，所以说美国比我们高多了。我们对比一下中国的整个城投债，是在可控范围之内。这是刘昆财政部长说的，

听了这个话，你觉得应该说心里有点安慰。中国虽然有65万亿的城投债，但是在可控范围之内。从这一点看，看不到大面积暴雷的可能性。





这种情况下，地方政府还要维持自身正常支出，根本没有钱还已有债务。这样一来城投公司的城投债，就越积越多形成一个大坑。现在的问题是，一个是债务期限到了；二是你还款能力越来越差。城投公司想借新还旧，可能投资人不认这个账了，你再融资根本融不进来。

这里，有人说，65万亿城投债地方政府好解决。怎么解决？一是非标转标（即发行公司债券）；二是低息转换高息；二是借新还旧。这叫说起来容易做起来难。现在房地产的大势已经变，你发公司债券难度非常大。因为，投资人（多数是机构）非常清楚现在的形势，不敢随便投资了。尽管是政府背景的债券，他们也要思量思量。低息置换高息，更是有难度。虽然有了遵义道桥公司这个案例，但它是一个非常特殊的案例，它的条件多数城投债不具备。借新还旧，更是难上加难。前面的债还不上，你怎么能再借后面的呢？投资人没有信心。当然，如果有非常手段，那也可以。如，以政府的信誉来影响金融机构，如同遵义道桥公司一样利用政府的力量来影响金融机构。但，具体这样条件的城投债并不多。

现在关键的问题是土地出让金的来源发生重大变化了，即房地产产业顶到天花板，出现的不是周期性变化，而是到产业生命周期末端了。这样就提出一个重大问题：

谁来替代财政收入占比非常大的资金来源——土地出让金。

有人想到了，房产税。有人做了一个测算：如果收1.5%（美国是1.81%），所形成的收入规模完成可以替代土地出让金。这个方法既然这么好，为什么国家迟迟没有征收呢？看来这里面有问题。什么问题？我的观点：如果过早地征房产税，可能会打击房地产产业的发展（此问题另文再论）。至于何时征收房产税那不是我们考虑的问题。但，65万亿的城投债的解决是一个重大的现实问题。现实的还款来源——土地出让金出现锐减，谁来替代？如果没有替代者，问题怎么解决。这是问题的关键。



2023年达沃斯世界经济论坛刘鹤副总理讲话，特别提到房地产企业。提到要商业银行为房企担保，使房地产企业恢复造血功能。放松管控限制。让房地产重新焕发生机。让我们对2023年充满希望！