

记者未能看出，重庆的八大国投模式和我以前发的赵启正“浦东逻辑”是精神一致的。这不是一般意义上的公共财政投资，而是“社会主义市场经济”的生动案例：靠公有资产的市场运作来建设重庆 -----崔之元注

裂变：重庆八大国投公司的“杠杆法”和“防火墙”

21 世纪经济报道 2008-10-25

吴红缨 姚伟 重庆报道

这是一座气象万千的城市：高山仰止，长河奔流，城市就在山水之间，层层叠叠。数年前，日本建筑设计大师黑川纪章站在朝天门广场上感慨，这是一座上帝钟爱的城市。

这座城市的变化，集中在短短数年之内。其速度之快，仿佛是一夜之间，推窗瞭望的人，忽然发现这座城市已经俨然具有了大都会的气派：纵横的道路上车水马龙，起伏的山岩上高楼林立。

神女应无恙，当惊世界殊。这需要一个令人满意的解释。我们知道裂变背后必然有不同的角度进行解读，答案也一定多姿多彩。

我们关心的是政府这有形之手在这裂变过程中到底是如何运作？这是一场关于方法论的探询；我们还好奇，为何发生在山城的秘笈不能被复制？

我们还深知，在上述答案的追寻中，我们的忧虑是，这是一个在经济上升通道中，借势顺势完成的图景。我们继续好奇，在全球萧条经济有卷土重来的微妙格局下，土地和股权的杠杆效果是否会沿着相反的方向急速运动。如是，重庆的方法论有应付之道吗？

这是典型的凯恩斯主义的做法。

10 月刚过，重庆市宣布，未来 5 年重庆将斥 700 亿至 800 亿巨资改造交通，以实现“畅通城市”的目标。领衔受命的，是重庆城市建设投资集团(以下称城投)。

城投是重庆八大投资集团之一。在六年前，800 亿的投资相当于四倍八大投资集团的总资产。如今仅一个城投即可领命短时间内如此巨大数额的投资计划，这需要一个解释。

相比 1998 年的扩张性财政，政府通过启动公共投资刺激经济，有一个更为微观的观察：政府之手已经可以娴熟地借道旗下国投公司运作。

股权、土地增值，正是这些国投公司运作的两大平台和杠杆。一个悖论是：在经济进入萧条地风险通道时，凯恩斯主义被证明有效。经济繁荣时期，股权和土地地资本魔方此时可能渐次失效。这是悖论也是风险所在。

至少我们踩在这轮经济的拐点，在如今土地储备是资产但未必顺利转变为资本的微妙时期，我们希望通过追寻过去六年隐藏在重庆的八大国投模式，寻找未来的答案。

告别“胡子工程”

“如果我们已经轰轰烈烈地发生，你们却没感觉到，你们就落伍了。”在一次重庆市国资工作会上，黄奇帆这样告诉重庆官员。

从数字上看，对于这座大西南的中心城市来说，已经上演了一个奇迹。至2007年底，八大集团总资产已由成立时的200多亿，迅猛发展到2300多亿。

来自中国投资协会国有投资公司专业委员会的估计，中国现有360家左右地方国有投资集团公司。

重庆八大集团最初为改革基础设施领域投资体制而产生。

以高等级公路建设为例，重庆的高等级公路建设采用国债资金及重庆市交委和公路沿线各区县自筹1/3的模式进行。这种模式在2001年启动的“8小时重庆”的规划中遇到困局。

“8小时重庆”是重庆市政府规划的，建立联系重庆辖区内四十几个县级行政区域的高等级公路网、将所有区县到主城区的时间缩短到8小时的工程。

至2002年10月，该工程工期已到2/3，工程量却只达到50%。因区县财政无力负担，各地工程款拖欠现象严重，各商业银行对区县一级的非高速公路也不愿贷款。因为这些路的车流稀少，还贷很难保证。

这种现象，在其他基础设施领域也非常普遍，被戏称为“胡子工程”。一个国债项目通常分散下发到几十个区县，再由各区县组织项目公司运作。例如有的区县拿到1亿国债，就会用于立项造桥、修路等。但要造好这个桥实际需要2亿多，等这1亿国债用完了就停工了。区县拿了1亿国债也借不到银行1亿贷款，区县又拿不出1亿来平衡，所以项目就变成了“胡子工程”或者拖欠工程款工程。

重庆市政府开始着手处理这一矛盾，推手便是黄奇帆。黄来自上海，在金融和商业管理方面具有深厚背景，他在上海任经委主任期间主管浦东新区开发，且是上海城投框架的主要设计师。

黄的解决之道，是“把四分八散的200多亿国债，归口到投资集团或新组建的投资集团。”

2002年12月20日重庆市成立了高等级公路建设投资有限公司(以下称高投)，将该项目余下的各区县资金共13.7亿集中注入，高投因此获得银行授信117亿，实际贷款13亿，9月后就完成全部工程。

从2002年底始，重庆八大国投陆续登场。高投和水务之外，城投、高速公路发展有限公司(以下称“高发司”)、建设投资公司(以下称“建投”)、水利投资有限公司、开发投资有限公司

(以下称“开投”)、地产集团一一走到前台。

经上述摸索调整之后，遂形成了现在八大投资集团的格局。具体来说，就是1+7的格局，一家地方金控集团，负责处置不良资产、金融控股、土地储备、参股国企；其它七家则分别负责高速公路、城建、旅游、城市交通、一体化供排水服务等。

2005年世界银行将之称为“重庆国有投资集团模式”。

### 资本魔方

对于八大集团，重庆市政府的定位，为政府拥有，授权经营，通过市场化方式运作，即作为独立的经济实体开展经营活动，基于其自身信用进行借贷从事基础设施建设投资。

要达成这个目的，须真枪实弹地增大投资集团的资本，以获得银行授信。这些或改制或新建而成立的国有集团，在成立之初，其财务状况是很难获得银行贷款的。例如城投，在改制之前，由于资产质量的关系，几乎是一个没有银行愿意为其提供贷款的公司。

政府的主要操作模式，是通过提供资本以及间接政策性援助，以增加投资公司的经营收入。这些资本和援助，加上投资公司的直接收入，构成公司的资本总额基数。

黄奇帆开始在多个场合对他的“五大注资”进行路演：

一是国债注入。将中央政府定期发行基础设施建设国债，重庆市政府每年获得数目为40亿—50亿元人民币，作为资本或股本配给投资集团。

二是规费注入。将路桥费、养路费、部分城维费等作为财政专项分别归口注入各集团公司。

三是土地储备收益权注入。赋予部分投资集团土地储备职能，将土地增值部分作为对投资集团的资本金注入。

四是存量资产注入。将过去几十年形成的上百亿元存量资产，比如路桥、隧道、水厂等等，划拨给各有关投资集团，成为投资集团的固定资产。

五是税收返还。通过对基础设施、公共设施投资实施施工营业税等方面的优惠或税收，作为资本金返还给投资集团。

作为负责重庆高速公路建设的主要机构，高发司就得到了重庆市政府的直接和间接支持。高发司前身是重庆高速公路建设管理处和重庆高级公路建设指挥部。公司的注册资本为20亿元人民币，总资产500亿元人民币。

世行的报告说，高发司的资本来自于政府投入的以下几类资金：公路养护费、商务车附加费、客车附加费、重点建设基金、市政府财政资金、土地转让收入、城市维护建设税，以及政府有关部门从国家开发银行所借且转贷给重庆高发司的“软贷款”。

“五大注入”如给这些一度负债累累的城市投资集团打了一针强心剂，企业的融资信用顿时咸鱼翻生。八大投资集团也就此带来了 700 多亿元的资本金，以及银行 2000 多亿元授信额度。

资本的魔方就此在重庆上空打开。黄奇帆表示，没有这五个注入，这些公司就不会有融资能力，没有融资能力，就无法完成市政府想要搞的重大项目，这是一个投桃报李、相互支持的一个辩证概念，我们一定要不余遗力，像爱护眼睛一样爱护十大投资集团的信用。

除了资本注入，由于所在领域的垄断地位，是银行对八大集团评级的重要支撑。如高发司，是重庆所有高等级公路的开发商和运营商。同时，高速公路、大学城等地产开发、路桥收费、污水处理、高等级公路等一大批项目，则都是建成之后现金流丰富的基础建设投资。

渝富董事长何智亚对本报表示，即使在去年到今年，国家宏观调控，银根紧缩的情况下，投资集团因为优良的资产背景，就比其他企业尤其受银行青睐。

来自重庆市国资委的统计，到 2007 年底，八大集团在 5 年间共实现投资额 1400 亿元，融资额 1700 亿元。

### 投融资秘笈

八大集团的剑一出鞘，便迅猛发展。从 2004 年，每一个年度的国资总结会，黄奇帆都会如数家珍地报出投资集团本年度令人眩晕的资产膨胀数据。

2005 年底，根据重庆市国资委的统计报表，全市国有资产总额已达到 3600 亿，大体翻了一番。翻番的主要来源来自八大投资集团。国资委成立时投资集团资产总额只有 300 亿-400 亿，这年年底达到 1560 多亿，多了 1000 多亿。在“国退民进”的大背景下，“重庆模式”首次引起了全国关注。

与此同时，重庆的基础设施领域，也大为改变。在 2004 年，五座特大型桥梁同时开工，这是前所未有之事。八大集团通过投融资，成功地解决了建设中的资金问题。

在八大集团的运转中，除了银行贷款，土地被作为最常用的融资手段。

黄奇帆在 2006 年的投资集团工作会上解释说，地产集团是市政府土地储备的总储备公司，是真正的土地储备中心。地产集团土地储备产生的资金全部用于社会文化事业和社会公共事业。

城投属于政府的半个土地储备中心。“公司因为城市建设总体上投资巨大，但主城区的建设，各种道路交通中都不收费，不可能让它全部自己平衡。它的储备资金不去搞社会其它各个地方的事，只管它城投公司的长项。”

城投在土地运作方面比较有代表性的是 2004 年重庆朝天门长江大桥的修建，这个项目采取 BT 模式。三年工期，大桥建成以后，城投按照审核投资额度对其进行回购。三年后城投回购大桥的钱来自土地增值。在大桥开工之前，该公司已经在大桥连接的主要地区拥有 7000

多亩土地储备。这些土地的价格无疑随着大桥的修建而在原来的基础上获得不同程度的提高。

其他的操作则属市场交易。如高投司负责全市范围 40 个区县的千公里高等级公路修建，路修到那里，土地会升值。“他就圈了一点地，区县愿意给他。本来他修路，要区县拿钱，区县不拿钱，给他一块地，储备了，周转了，这也叫以地换路。”黄奇帆称。

以长寿区长江大桥的修建为例。其运作方式为，高投司负责大桥修建，长寿区则划出大桥附近土地 5000 亩给高投公司，高投司以土地为抵押向银行申请贷款，将桥建好后交长寿区。这时高投公司所有的 5000 亩地已经增值了将近 3 亿。

渝富土地储备多限于为环保搬迁、“退二进三”、破产的企业的土地。此前，重庆的多数企业搬迁遭遇到“是先有鸡还是先有蛋”的难题——要搬厂就要先投入，投入以后才能把老厂关闭，进而卖地，并用卖地资金搬厂，重庆渝富出资拿下土地，解决企业搬迁中急需的资金问题，待企业搬走后再将土地出让而退出。

所有储备用地在获得用地指标后，公开挂牌出售。

据不完全统计，目前重庆八大集团手里储备有土地超过 40 万亩。虽然坊间对土地经营模式有不同观点，但这些年通过这些投资集团的运作，重庆 75% 的基础设施项目的确得以顺利推进。这也坚定了重庆市政府的基础设施发展战略，即以国有投资集团公司为平台进行持续性投资。

渝富——地方金控样本

重庆渝富最初的运作带有“空手套白狼”的色彩。

在八大集团中，渝富作为金融类的投资集团而别于另外七大建设类投资集团。

从 2000 年起，重庆市政府开始通过处置烂尾楼、债转股等方式解决了重庆当地企业，尤其是国企遗留的不良资产，但在操作过程当中，重庆市政府“总感觉缺少一个工具”。

重庆市 2003 年萌发了成立一个专门处理这种不良资产的管理公司的念头——把分头分散进行的各种债务重组，统一到一个平台、一个系统上来集中运作。这与当初将国债项目集中，成立各类建类投资公司如出一辙。

基于上述考虑，渝富在 2004 年 3 月 18 日成立。之后便马不停蹄地开始处置工商银行重庆分行的一笔 107 亿元的资产包，并就此踏上扬名中国资本市场之路。

彼时，重庆市政府以市财政局持有的重庆市商业银行、上海长发集团和交通银行的国有股权计 3.18 亿元，以及经评估后的国有土地资产 7.02 亿元作为公司实收资本，共计 10.2 亿元组建重庆渝富，其后重庆渝富又将政府陆续注入的土地资产做为抵押，从重庆国开行处获得 21.7 亿元长期贷款，进而一举拿下重庆工行 107 亿的不良资产包，然后再由债务企业回购该公司持有的债权。

这似乎是一笔划算的买卖，21.7 亿元消化掉 107 亿元的不良资产，实际偿付率仅为 20.28%。

虽然很多时候遵循的是“不赚不赔”的思路，但重庆渝富在大多数运作当中赚得盆满钵溢却是眼见的事实。

“渝富集团赚来的钱就是要在国资委下属的产业集团发展中需要投入时进行投入，比如技术改造的投入、新的良好前景的项目投入，甚至包括技术开发研究开发中的风险项目的投入。”重庆渝富董事长何智亚说道。

四年下来，正如重庆这座最年轻的直辖市，一股向上生长的力量，让渝富急速但却能够娴熟地进行变脸。资本运作、储备地产、不良资产处置，甚至发动大量现金资本直接进行投资发展已经成为常态。

在不良资产面前，它以资产管理公司身份出现；坐拥大量土地储备，则近似一家地产集团；随后对金融资本领域大举进入，则又现回金控真面目。

但“善变”的渝富，对自己的定位是“重庆市国资委的一个工具”。渝富的“操盘手”黄奇帆则将渝富定位于投资的“野战军”。在渝富提供给本报记者的材料中，对黄的“野战军”定位有这样的描述：帮助各大集团(包括其它重庆市属国企)，他们是打阵地战的。当他们在进行攻坚、遇上好的机会而资金不足时，渝富如果有钱就可以往里投资，助他们发展抓住机遇。

四年多时间下来，渝富在“帮助”众多市属国企的时候，亦让自己变得强大。

重庆国资委提供的数据显示，自渝富成立以来累计为国企改革、改制、重组提供周转资金 181 亿元。到 2007 年末，重庆渝富资产规模已达到 240 亿元，资产负债率下降到 67.3%，实现报表利润 2.66 亿元。土地储备总量亦达到了 37052 亩之巨。

### 政府之手——地方国投演进

黄奇帆反驳说，这话说反了。“因为没有投资集团，中小企业能否借到钱这与其自身的信用有关，但是由于有投资集团存在，把银行本来既不借给中小企业，甚至会流到上海、北京去的钱截流下来了。”

“组建八大国有投资集团，也许不是最优的选择，比如有观点认为，更应该扶持产业集团，但无论如何，它在当下的环境下，其存在是合理的，且具有成效性。”重庆大学教授蒲勇健说。

地方国有投资集团公司成立于 20 世纪 90 年代初期，当时各地方政府既要进行城市基础设施建设，又要转变政府在基础设施建设中的职能，在法律不允许地方政府从市场借贷的情况下，地方国有投资集团公司就为地方政府向市场借贷提供了有效通道，并同样通过这只看得见的手快速推进基础设施。

这类投资公司与政府又保持了脐带关系。重庆市政府对各大投资集团的支持表明，基础设施建设是重庆市政府工作的一项重要工作，而完成这一任务也是投资集团应有的责任。例如高发司规划的规模与范围，包括非常重要的工程项目建设时间表由市政府确定，再交由高发司实施。

几乎所有投资公司都必须承担不定期分配给他们的额外任务。如重庆高发司目前正同时进行 20 多条高速公路项目的建设，其中大多数是连接三峡和少数民族聚居区等欠发达地区与渝中市区的公路，并无太多收益。

重庆政府相信，这些收益会在以后显现，通过改善重庆交通等基础设施，成为西部的交通枢纽，重庆在中国的经济地位也会有新的变化。

世行报告指出，“地方国有投资集团公司为地方政府继续进行基础设施建设投资提供了少数几个剩余途径之一。”

1997 年，重庆直辖之初，仅有一条 144 公里 1994 年通车的成渝高速。重庆市国资委一位官员称，重庆要完成需要巨量资金的市政建设项目，仅仅依靠财政是难以完成——重庆市包括中央转移支付等资金和市级、各区县(自治县、市)财政资金在内的政府性投资只占 15% 左右。

这位官员说，“若单靠地方财政解决基础建设资金的话，重庆再过 10 年也建不成现在这样。”

2001 年 10 月，带着上海城投的经验，黄奇帆空降重庆。上海的方法论开始在重庆复制。黄当时对重庆的官员做报告时表示，如果没有八大投资集团，政府又想搞这些项目，就可能搞个项目公司，财政作担保，财政直接拿钱，直接融资，这样第一是规模搞不大，一年搞个 20-30 个亿了不起；第二，即使这么搞，财政每年担保 20-30 个亿，5 年一过 100 亿，200 亿，300 亿就出来了，就会出现大问题。

对于国投公司的高调运作，当时也有一个教科书式的辩论：因为有投资集团，银行本来想借给小企业的钱被挤掉了，即所谓的政府投资挤出效应。

黄奇帆反驳说，这话说反了。“因为没有投资集团，中小企业能否借到钱这与其自身的信用有关，但是由于有投资集团存在，把银行本来既不借给中小企业，甚至会流到上海、北京去的钱截流下来了。”

## 风险防控

对于资产规模已经达到 2300 亿元的八大集团来说，风险防控尤为重要。

早在 2003 年重庆市政府就同时开始为国有投资公司制定综合性经营和财务风险管理政策，这在全国还算是最早之一。

这个国投风险管控模式，就是黄奇帆为八大集团量身定制的“三不政策”。

重庆市政府明确表示，如果这些公司打算向银行借贷，应基于公司信用在没有市政府担保的

前提下贷款。“市政府在任何情况下都不会把为八大集团提供担保放到首位”已经作为信号强化给八大投资集团。

“政府绝不担保，财政局要守住这个阵脚，发改委也要守住这个阵脚，国资委也要统一认识，不要认为是自己人，就要帮企业担保。这一担保，企业和政府的界限就破了，企业没有信用，政府来买单就更乱了阵脚，所以这件事绝不可以。”与当初推销黄式方法论一样，在八大集团雏形渐立之后，黄奇帆也开始在众多场合反复讲这个容易懂但未必容易做的道理。

在一次国资会上黄列举了这样一个细节。2005年前后，重庆市开发投资有限公司想发行债券，当时跟银行也沟通好了，手续也办得差不多了，但银行说开投公司还缺少一个财政担保。为此，按惯例，发改委主任跑到市政府，向黄奇帆汇报说，只要黄签字，债券就发出去了。黄坚决不同意这个惯例。最后还是通过注资的方式提高了开投公司的信用，银行进而同意了发债的请求。

三不政策的二不是八大投资集团之间不得相互提供担保也顺利成章。因为这样可能会导致系统性财务风险。因为如此如果八大集团相互担保，等有一天发现问题，就有崩盘之险。

此外，八大集团自己的专项资金也不能用于担保，即三不。譬如城投公司有路桥收费专项，今年收了6亿，扣除运行成本1亿多，还有4.5亿就可以还本付息。这4.5亿什么概念呢，它至少会支撑起50亿的贷款。如果准时付息，信用就可以滚续。而一旦挪用就会出大问题。

除了“三不政策”，重庆市政府针对八大投资集团的风险管理提出“三大平衡”：一是长期资产与负债之间的平衡，即重庆市国资委要求八大投资集团保持约50%的长期资产负债比率，二是现金流入与流出之间的平衡；三是投入产出之间的平衡。

三不政策和三大平衡成为重庆八大国投的制度保障。短短5年，重庆八大集团崛起成为奇迹。重庆市国资委的统计显示，2007年底，重庆市属国有重点企业资产总额为5850亿元，是2003年9月重庆市国资委成立时的3倍多，所有者权益达到1585亿元，是市国资委成立时的近4倍。

同时，八大集团的职能也在不断演化，如渝富开始涉足工业，以扶持政府希望树立的产业。随着一些项目的结束，一些投资集团也面临转型。高发司承担的“二环八射”高速公路三年内将全部建成，高发司届时将由以建设为中心向以管理为中心转型，并面临建设期集聚的大批建设管理人才的妥善安置问题。

对于重庆市政府而言，他们强烈希望降低投集集团对市政府的依赖性，以降低政府的压力。最好的途径是走整体上市之路，这既可解决企业融资，也可实现资源的优化配置。这一设想已开始付诸实施。

重庆的秘笈看起来很美也很简单，但就是没法复制。虽然每年都有诸多省市到重庆取经，但无一复制成功。这里头或许还有更多的不易观察的秘笈。

虽然风险控制，在重庆模式中被多次提到。但如果注意到这是发生在经济上升通道里的故事，风险的漏洞在哪里，还是需要谨慎追寻。



政府资金作为种子资金投入,通过政府信用的隐形担保实现杠杆化,撬动整个模式的形式.正如前述三不里面所说的,这其实是环环相扣的一个过程,只要一个环节断裂,就会形成恶性的骨牌效应和恶性债务负担。这一点其实在以前也多次验证。因此包括主标题和具体的标题要把这些因素考验进去。

重庆渝富董事何智亚长在接受本报记者专访时表示,投资集团如果操作不成功,往往需要政府最后埋单,这就要求有一位精通金融,敢于承担责任的"操盘手"。这也是风险的悖论,当个人的作用大于制度的激励和约束的时候。