

# 金融支持城镇化：韩国经验与中国启示

胡滨 星焱；《国际金融研究》2015 年第 3 期

**摘要：**确保资金来源和高效使用，是韩国城镇化取得成功的首要环节。本文首先分析了韩国政府部门融资、私人部门融资和资本市场创新的演变历程，及其在城镇化不同时期的作用；其次，对比分析了中韩金融支持城镇化的主要方式。在此基础上，提出了中国即将进入金融支持城镇化的过渡时期，需要在完善立法、投资主体多元化、创新金融工具、加强财政与金融政策协调等方面借鉴韩国经验；对于韩国出现的部分项目投资过度、PPP 利益分配不合理等问题，中国要未雨绸缪、早作打算。

**关键词：**金融 城镇化 基础设施 韩国 经验借鉴

## 引 言

实证研究表明，金融深化有利于减小收入差距，促进城乡一体化进程（如：Beck, Levine and Levkov, 2009）。特别是，在日本、韩国和中国台湾在 20 世纪下半叶创造的经济持续增长、城镇化迅速提高的“东亚发展模式”中，政府积极干预金融体系、设立政策性金融和调控资金配置方向等措施起到了重要作用（龚明华，2004）。

一般而言，城镇化分为空间城镇化和人口城镇化（陶然、曹广忠，2008）。空间城镇化主要指市政公用基础设施和公共服务基础设施建设；人口城镇化主要指农村人口转移并融入到城市的工作和生活。在城乡二元户籍管理不断放开、人口城镇化制度障碍逐步消除的背景下，中国城镇化的核心问题更多体现在：如何提供充足的基础设施，以满足转移人口的生活需求，进而确保他们平等地享受社会福利，提高城镇化的质量内涵。金融对城镇化的支持，即通过金融体系的高效运行，为各类基础设施建设提供资金保障；同时通过促进产业结构升级创造更多的城市就业岗位，间接为人口城镇化做出贡献。

鉴于资本稀缺是当前的一个基本国情，中国城镇化所面临的第一个瓶颈问题就是：资金从哪里来？潘家华、魏后凯（2013）的研究显示，2030 年前，中国有 3.9 亿农民需要市民化，平均一个农民市民化的成本约为 13.1 万元，则市民化一共需要的资金约为 51 万亿元。若按到 2020 年实现城镇化率 60%测算，则有 1 亿多的农民需要市民化，市民化需要的短期资金约为 15 万亿元；如果再加上各类基建项目和公共服务投资，则城镇化的短期资金需求总额可能超过 40 万亿元（王保安，2014）<sup>①</sup>。另一方面，中国正处于城镇化的过渡阶段，需要融资的项目逐步由交通、水利等公共工程向污水处理等市政工程转变。与之对应，融资方式和投资方向也将会发生显著变化。由此可见，如何给基础设施建设和公共服务完善筹集巨额资金、探索出最适合投融资方式，是中国正在面对、亟待解决的重大课题。

与美国、印度等市场主导城镇化的国家不同，中国的城镇化主要是由政府主导。目前，中国地方政府的财政形势并不乐观。自 1994 年分税制改革后，地方政府开始面临资金不足问题，债务规模不断扩张。截至 2013 年 6 月，全国政府性债务余额已经达到 30.3 万亿元。其中，近 3 年的省

---

<sup>①</sup> 财政部网站：[http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/lingdaojianghua/201403/t20140320\\_1057693.html](http://jrs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/lingdaojianghua/201403/t20140320_1057693.html)。

市县三级地方政府债务余额,以年均 20%的增幅快速增加<sup>②</sup>。另一方面,近些年土地财政已经成为地方政府的主要收入来源。但是,可利用的土地资源越来越少,土地出让收入逐步缩水,这必然给财政预算带来较大压力。因此,在未来时期的城镇化建设中,除了政府的财政支持以外,更需要社会资本的不断融入。通过金融工具创新和金融制度完善来募集足够的资金,就成为城镇化建设的关键环节。

在金融支持城镇化方面,发达国家有着丰富的经验。特别是韩国等东亚国家,与中国有着相近的城镇化背景,包括思维方式、文化习俗、政府主导模式、紧张的人地关系和区域发展不均衡等方面。在 1960-1990 年 30 年间,借助政府融资和政策性金融支持,韩国城市人口占比由 27.7%迅速升至 73.8%,增加了 46 个百分点<sup>③</sup>,一举进入城镇化成熟阶段,创造了“汉江奇迹”。新世纪以来,韩国积极放开资本市场为基础设施建设融资,城镇化率稳定保持在 80%以上。但是,受限于研究视角或数据获取等方面,国内总结韩国金融支持城镇化经验的文献并不多。许江萍(1994)、石柱鲜和陈磊(1996)、赵从霞等(2007)等学者曾从不同角度对该领域问题进行了探讨。但总体而言,现有成果的研究体系尚不完整,研究内容主要集中于韩国城镇化中前期的财政融资阶段,对自 90 年代融资体系改革之后内容研究甚少。鉴于此,本文试图对该领域的研究做出贡献:第一,系统地分析私人部门融资(1994 年-今)和资本市场融资(1998 年-今)。对于中国而言,目前正处于开始引入民资进入城镇化和资本市场管制逐步放开的重要时期,这两个方面有很高的借鉴价值,但是现有文献鲜有详细分析;第二,通过中韩对比,归纳出相关的经验抑或教训,指出对中国新型城镇化建设的可供参考之处。

在韩国城镇化发展的不同阶段,金融支持的方式不尽相同。比如,在城镇化率 30%-75%的中前期,主要依靠财政和政府融资;在城镇化率 75%之后,私人部门融资和资本市场融资的作用愈加明显。对韩国城镇化率达到 75%之前这个阶段的分析,对中国具有直接比较借鉴意义,因为长期以来中国金融支持城镇化也以财政和政府融资为主。对韩国私人部门融资和资本市场融资的分析,则对中国未来时期城镇化具有重要的启示作用。因此,下文将围绕财政与政府融资、私人部门融资、资本市场融资、中韩比较等几个方面展开论述。

## 一、财政与政府融资

财政支持和政府融资,是韩国城镇化中前期(城镇化率约 75%之前)高速发展的最主要资金来源,主要有地方税收、财政融资和政府债券证券发行等三种来源方式。

### (一) 财政收入与支出

在韩国早期的地方政府收入中,地方税收和中央政府转移支付占有最大的比重。在 20 世纪 90 年代以前,地方税收通常占到总收入的 50%以上,中央财政转移支付(包括一般性拨付、调节性拨付、专项拨付)比重也在 40%左右<sup>④</sup>。90 年代以后,地方政府所属企业数量增加,债券市场与证券市场融资工具不断创新,使得财政收入逐步多元化。以 2012 年为例,中央政府补贴和地方税收在总收入中的比重分别降为 33%和 26%<sup>⑤</sup>。近年来,地方政府的收入能力总体上略有提升,但由于 2008 年之后的减税政策、房市低迷和国有企业债务增长,部分地区仍然面临一定的财务困境。

在财政支出方面,自从 1960 年韩国推行城镇化开始,城乡一体化和城市公共事业一直是预算的重中之重(石柱鲜、陈磊,1999)。以 1970-1980 年的新村运动为例,投资总额达到 5 亿韩元,各级财政投入占 50%以上,累计增长 80 多倍,基础设施建设、农民增收和生态环境改善占比超过 90%(董向荣,2008)。新世纪以来,地方政府预算的年均增长率超过 7%,并在 2012 年突破 150 万亿韩元,社会福利服务和基础设施项目一直占据最大比重,分别达到了 20.5%和 18.7%,环境保护和公共管理支出占比也分别达到了 10.2%和 8.5%。

<sup>②</sup> 国家审计署 2013 年第 32 号《全国政府性债务审计结果》。此处,政府性债务余额=负有偿还责任债务+或有债务。

<sup>③</sup> 数据来源:联合国经济与社会事务部数据库。

<sup>④</sup> 数据来源:历年《韩国统计年鉴》。

<sup>⑤</sup> 数据来源:《韩国统计年鉴 2013》。

## （二）财政融资

财政融资是政府投融资体系的一个重要部分，在韩国城镇化发展中起到了重要作用。它主要是由财政部门主导，向需要资金的企业或项目进行出资的方式。财政投融资的代理机构通常是政策性金融机构，放贷具有低利率、长期性等特点。同时，针对城镇化的工业、农村、住房、中小企业等不同发展领域，政府分别设立了专门的政策性银行<sup>⑥</sup>。资金来源主要是向居民、法人及其他社会组织募集各类有偿贷款，融资的主要形式有政府基金、外国贷款、简易保险资金和投融资特别会计等方面。其中，在2000年以前，政府基金、外国贷款二者之和约占财政融资的70%-90%之间。政府基金是财政融资的最主要资金来源方式，在城镇化中前期，发挥作用最大的是国民投资基金和国民住宅基金。在城镇化中后期，政府基金在中小企业扶持和社会福利完善等方面依然扮演重要角色，1995-2005年间由36项不断增至57项，覆盖城镇化发展的诸多领域。国外贷款也是财政融资的重要方式，在城镇化率由30%提至75%的30年时间里，韩国从世界银行、美日欧等各国政府获得低息或无息贷款超过150亿美元（许江萍，1994）。这些外国贷款通过政策性银行和商业银行以较低的利率（7%左右）转贷给基建单位，同时，由财政向银行补贴利息。

财政融资的运用具有政策性，主要投向民间资本不愿涉足的公共物品和准公共物品，它们普遍具有经济收益低、社会效用大的特点。在城镇化初期，投资重点是公路、铁路和水利等交通物流体系，以及煤炭、电力等能源产业。比如，在1990年以前，首尔和釜山的地铁建设资金中，约有60%-70%来自财政融资；清江水电站、高亭水电站等一批重要电力项目，更是由财政融资全额资助（P. K. Kim, 2013）。1985年以后，财政融资逐步转向居民住房、土地开发、生态环境保护、社会福利完善和中小企业扶持等方面。值得指出的是，居民住房和中小企业发展并不属于公共物品，但是二者在促进就业、国民增收和社会稳定等方面具有重要意义。因此，中小企业扶持和居民住宅资助也被列为财政融资的重要内容。此外，为了缩小城乡差距，农田水利建设和农业科技推广等农村发展项目，同样是财政融资投入的重要领域。

## （三）政府发行债券和证券融资

在城镇化中前期，韩国债券市场有着浓郁的政府干预色彩。中央政府通过利率管制和信贷配给等措施，引导债券融资投向基础设施建设和重化工业。直到20世纪90年代，城镇化进入相对成熟阶段以后，政府才放松对债券市场的计划干预。在各种债券工具中，对城镇化发展作用较大的是政府债券，它的主要投资者为银行机构。2005年后，韩国政府开始挖掘资本市场，逐年增加政府证券融资。特别是2009年以来，债券融资不断减少，证券融资不断加大。

在城镇化进程中，韩国逐步形成了地方政府发行债券、中央政府规范监管的制度安排。韩国政府债券形式多样，主要有国库券、市政债券、政策性金融债券、特别法债券等，其中，后三者对城镇化的支持作用更为直接。（1）市政债券，是地方政府为了城市建设筹集资金，由金融机构代理承销的债券。在这类融资中，地方政府主要通过所属企业来发行债券，筹集的资金用于本地的交通、通讯、住宅、教育、医疗和水资源管理等基础设施建设。其中，对于教育、卫生、治安和污水治理等项目的债券，政府通过税收或土地资产提供担保；对于具有收入功能（如收费道路）的项目债券，政府通常不提供担保，这类债券的本息支付主要来源于筹资项目建成后的经营收入，其收益和风险有时略高于前者。（2）政策性金融债券，主要是韩国产业银行（KDB）发行的工业金融债券和韩国中小企业银行（IBK）发行的中小企业金融债券，二者分别为工业化和城镇化提供长期和短期贷款。（3）特别法债券，是针对某些特别项目而专设的债券工具，主要包括基础设施项目债券、外汇平衡债券和货币稳定债券等。其中，基础设施项目债券在城镇化初期作用十分明显，比如：1980年之前，为支持工业技术开发与普及的电话债券，为支持交通物流体系建设的公路债券；1980年之后，为平衡不动产市场价格的国民住房债券。

除了债券之外，近些年来，地方政府也通过所属企业在交易所发行证券，以此筹集中央政府、

---

<sup>⑥</sup> 如：产业银行、农协银行、住宅银行、中小企业银行等。这些政策性银行在20世纪90年代、韩国城镇化相对成熟后，逐步走向了商业化道路。

公众、或海外企业的资金。这种类型证券的发行意味着资金通过资本市场获得，其中政府的资金份额相对较低。在 2006-2012 年间，韩国地方政府债券发行规模一直在 160 万亿韩元以上，2009 年规模最大、达到了 225 万亿韩元，此后逐年减少。在 2009 年以前，政府证券发行规模也在逐年增长，但都在 30 万亿韩元以下；在 2009 年地方政府增加资本市场融资后，证券发行量快速增长，2010 年的增幅达到了 230%，此后一直稳定在 100 万亿韩元以上。在融资用途上，以债券为例，主要的方向仍是基础设施建设、资源开发和环境治理等方面。

## 二、私人部门融资

在城镇化进程中，韩国推行了一系列制度安排，合理利用 PPP 模式（公私合作），为各类基础设施项目带来大量的私人资金。从结果来看，私人部门的融资和管理，大幅提升了部分基建项目的效率，确保了城镇化的不断深入。

### （一）私人部门融资支持城镇化的演进历程

在不同时期、针对不同的建设内容，政府引导私人部门融资、参与城镇化建设的政策和力度在逐步调整，大体分为如下四个阶段：

第一阶段（1968~1993 年），间歇性融资阶段。在此期间，政府主要根据公路法、港口法等法规，对交通运输等行业的基础设施项目，间歇性地引导民间资本进入。引入民间资本包括直接方式和间接方式。前文提到的国民投资基金（成立于 1973 年），就是以较低成本将民间资本用于城镇化建设的一种间接方式，政府会以低于市场利率的价格将其出售给金融机构。1983 年，国民投资基金规模达到了约 1.6 万亿韩元，此后逐年缩减，至 1991 年只有 2000 亿韩元左右。

第二阶段（1994~1998 年），法制化阶段。在 1994 年，政府颁布了促进私人投资的社会间接融资法案（PPI）和实施细则。该法案界定了 BTO、BOT、BOO 三种私人融资参与城镇化基础设施建设的模式，并规定交通运输、供水、通讯等 10 类重要的或公共性强的项目须用 BTO 模式；燃气、公交车站、仓库等 18 类次要的或经营性强的项目，可用 BOT 和 BOO 模式，并且给予私人投资优惠政策，包括去除投资额度限制、加大商业信贷规模、减轻项目税负等。

第三阶段（1999~2004 年），积极支持阶段。亚洲金融危机以后，为了提振国内经济、巩固城镇化进程，韩国全面修缮了促进私人投资的社会间接融资法案，并明确该法案具有优先效力；废除了对基础设施的分类，以及交通运输等公共项目必须采取 BTO 模式的规定；提供积极的保障措施和一系列优惠政策，转变政府职能，通过“国退民进”来鼓励私人投资；设立了民间参与基础设施投资中心（PICKO），对私人部门融资进行统一的管理和服务，包括项目可行性分析、资格审查、专业技术支持和行政管理等方面。这些法规政策，使私人融资在亚洲金融危机后的城镇化建设中发挥了重要作用。

第四阶段（2005~今），公私合作多元化阶段。2005 年 1 月，政府进一步加强 PPI 法案的执行力度；在 PPP 项目中引入全新的 BTL 模式并广泛推行，主要用于医院、住宅、学校和环保企业等可经营性或准经营性基础设施建设，租赁期限一般为 10~30 年；加强对 PPP 项目的可行性研究，国会要预先审核，并废除有争议的项目最低收入保障（MRG）；促进公募基础设施基金的发行；2011 年，调整后的 PPI 法案被引入到韩国担保基金的担保计划，以保证资产支撑证券化融资模式（ABS）在基础设施项目贷款中发挥作用。

### （二）近年来私人部门融资项目的变化趋势

在韩国利用私人部门融资支持城镇化时，起初并不顺利。1994 年，国会出台促进私人投资的社会间接融资法案后，同时公布了 452 个基础设施建设项目。但是，由于收益保障措施不健全等因素，导致私人部门愿意投资的项目只有三分之一左右，进入实施阶段后，项目能顺利完成的更是屈指可数。而在 1999~2004 年间全面修缮 PPI 法案、健全民资参与机制、实施一系列收益保障措施后，私人融资支持城镇化才进入相对成熟阶段。比如，2000 年韩国环境部开展了污水治理的 PPP 合作项目，资金来源是 46% 的酒税和海内外的私人部门融资，但起初效果并不佳。2005 年，韩国通过

保障投资收益以吸引更多民资，大幅增加了城乡覆盖率，全国污水处理率一举超过了 80%（苏文曼，2005）。另一方面，随着 2005 年成功引入 BTL 合作模式，PPP 基础设施项目出现了显著增加。在 2007 年达到顶峰之后，BTO 项目的数量和相关投资都出现了下滑。BTL 项目在 2005 年后快速增长，但在 2010 年后开始下滑。

从管理模式上划分，这些 PPP 项目主要分为三类：中央政府管理、地方政府管理、中央政府补贴-地方政府管理。从项目总量和投资总额上来看，在 2007 年，由各级政府主导的 PPP 大型基建项目达到了 120 个，创下了 11.5 万亿韩元的投资总额。2007 年后，受国际金融危机影响，项目总数和投资总额逐年减少，至 2012 年只有 30 个和 5.5 万亿韩元。

在各类项目的横向比较中，中央政府管理的 PPP 项目数量并不多，但是投资额要比地方政府管理的、或中央政府补贴-地方政府管理的项目大很多。地方政府管理的项目数量最多，但是投资总额最小，主要原因是地方项目大多是区域性的，建设规模一般较小。从投资数额上看，中央政府管理的项目在不同年份较为稳定，地方政府管理、或中央政府补贴-地方政府管理的项目则有较大的波动。特别是 2010 年以后，后两类项目的数量和投资额都出现了大幅度减少。

### 三、资本市场融资

2000 年以来，随着经济市场化程度的提高，韩国政府逐步实现利用资本市场融资为城镇化提供资金。资本市场融资具有中长期性，可以借助市场价格自动调节资金的需求与供给，将资金引导到更加高效的建设项目上，在支持城镇化建设的同时，增进国民经济财富。

#### （一）基础设施基金

基础设施基金是一种以资本市场为融资平台，对交通、能源、电力等基础设施领域的企业直接提供资金的新型集合投融资工具。基础设施基金通常采取股权投资或权益投资的方式，因此企业没有还本付息压力，会集中精力于项目建设和运营管理。因此，这种融资模式十分有利于城镇化的长期稳定发展。2005 年，韩国政府颁布了修缮后的 PPI 法案，对民间参与基础设施基金做出了更为详尽的规定，并明确了基金的用途、操作、清算等细节。此后，韩国基础设施基金开始规范运行。通过发展基础设施基金，韩国的基建企业可以从不同的项目投资者（包括 PPP 项目）获得大量资金，包括政府资金（如国家主权基金）、机构资金、民间资金和海外资金等。另一方面，这也增进了投资者的经济收入。2009 年，韩国将资本市场上六个法案合并为一个，形成统一的金融投资和资本市场服务法案（FSCMA）。基础设施基金也在 FSCMA 框架下运行，除非 PPI 法案另有规定。

韩国主要有三个基础设施基金管理者：韩国产业银行基础设施投资资产管理公司（KIAMCO），麦格理（Macquarie）新韩基建资产管理公司，达比韩亚（Darby Hana）基建基金管理公司。KIAMCO 现为韩国最大资产管理公司，政府持有 80% 以上股份，成立之初仅为处理 KDB 的不良资产，后来调整为投资能源电力、交通物流等基础设施领域。截至 2013 年，KIAMCO 下设 20 档基金，共计约 50 亿美元<sup>⑦</sup>；麦格理银行与新韩银行于 1999 年合资成立基建资产管理公司，2002 年发起麦格理韩国基础设施基金（MKIF），2003 年帮助韩国政府出台《间接投资资产管理业务法案》，构建了基金管理的法律框架。MKIF 专营于道路建设，在成立之初的 5 年内兴建了 13 条公路和 1 条地铁（蔡子洲等，2007）。在 2006 年，该公司发行了韩国首款公开上市的基础设施基金（收费公路项目，融资 13 亿美元），于首尔和伦敦同时上市，美林证券承销国外股票发行，三星证券和早安证券承销本国股票发行；达比韩亚基建基金管理公司为达比海外投资公司与韩亚金融集团共设，二者持股比例为 7:3，旗下的韩国新兴基础设施基金（KEIF）于 2006 年完成募集，融资金额约为 6.1 亿美元<sup>⑧</sup>。KEIF 主要为愿意涉足基础设施建设的民间资本提供私募股权投资融资服务，并将达比的专长——夹层基金引入其中。与 KIAMCO 相近，KEIF 的投资范围广泛，包括交通、电力、环保、供水、通讯和可再生能源等多个方面。

<sup>⑦</sup> 数据来源：<http://www.kdbasset.co.kr/english/ceo.aspx?menuDep1=0>。

<sup>⑧</sup> 数据来源：<http://www.darbyoverseas.com/darby/index.jsp>。



目前，韩国现有的基础设施基金主要是私人“专项资产基金”（Special Asset Funds），投资项目的经营模式通常是 BTO 和 BTL。在 2006-2012 年间，基础设施基金规模迅速扩大，年均增长率达到了 60%。在 2006 年基础设施基金的起步阶段，规模只有 0.21 万亿韩元；截至 2012 年 12 月 31 日，韩国共有 16 支基础设施投资基金，一共募集了 3.52 万亿韩元，若包括投资于海外基础设施的资金，则基金总额达到了 5.54 万亿韩元。

## （二）基础设施债券

与前文政府债券的间接融资（金融机构购买）不同，基础设施债券主要是营运商通过在资本市场上的债券发行，为城镇化项目直接融资。韩国基础设施债券发行，主要是以 1998 年 12 月修订后的 PPI 法案为依据的，该法案第 58 条对债券发行的特许权人和金融机构进行了规范。1998 年前，韩国政府通过控制债券市场利率和债券发行的强制性银行担保，来引导资金投向城镇化和工业化领域。亚洲金融危机中，这种过度依赖银行融资和担保的模式陷入极大的困境（张明，2010），大量企业倒闭和银行不良资产居高不下并存。因此，政府放开利率管制、禁止银行担保，项目融资（包括城镇化项目）进入“金融脱媒”时期。至 2001 年，无担保企业债券增至市场份额的 98%，而在 1996 年只有 8%（吴腾华，2005）。

在 1999 年韩国仁川国际机场公司成立之前，其建设资金主要来源于财政资金；而 1999-2001 年间，基础设施债券和国债份额约占 70%，财政资金只占 25%。其中，仁川机场能源在 1999 年就发行了 1000 亿韩元的基础设施债券。新世纪以来，在韩国能源部门私有化计划的进程中，政府把安阳和富川的热电厂出售给了民营企业 LG 能源。LG 能源的投资成本总计接近 9000 亿韩元，其中，通过金融机构融资的数额为 1250 亿韩元，通过基础设施债券融资的数额为 4040 亿韩元，3548 亿韩元来自于企业的主权资本。在釜谷混合循环能源电厂的建设资金中，同样发行了大量的基础设施债券，并将短期债券改为中长期债券。该项目的总投资成本约为 4000 亿韩元，其中债务资本 2815 亿韩元，包括 1720 亿韩元的基础设施债券，其余的 1185 亿韩元为主权资本<sup>⑨</sup>。

另一方面，基础设施债券的发行期限与经济形势密切相关。在 1997 年、2008 年两次金融危机后的衰退期，基础设施债券的平均到期日都在 3 年以下。而在衰退期后的恢复期，债券发行期限均出现延长，如 2000 年后 LG 能源和釜谷电厂债券的最长期限分别为 13 年和 12 年；2011 年后，浦项制铁、韩国电信、东西发电等机构发行的基础设施债券期限均在 7-20 年之间。

## （三）基础设施证券

基础设施证券是将基础设施的相关权益作为标的资产证券化，并在资本市场上交易的一种投融资工具。它是韩国金融支持城镇化的重要手段之一，其优点在于可以获得稳定的中长期建设资金。根据标的资产不同，基础设施证券的发行方式主要分为债权证券化和股权证券化。债权证券化是将基础设施贷款的本金及利息收益证券化，股权证券化是将基础设施股权及派生收益证券化。基础设施证券的设计方案，主要参照了相对成熟的资产支撑证券（ABS）和住房抵押贷款证券（MBS），其法律基础是颁布于 1998 年的《资产证券化法》和 1999 年的《住房抵押债权证券化公司法》（金亨泰、金弼圭，2003）。在韩国，ABS、MBS 及相关法案最初是为了处理 1997 年金融危机之后的大量不良债权（胡滨、任炳翼，2005），在取得成功后，逐步推广至交通、能源、住房、环保等城镇化发展领域，从企业筹资扩展至项目融资。自从 2012 年，韩国信贷担保基金开始向基础设施项目提供担保后，BTO 建设项目贷款也在担保下开始证券化。

在韩国利用基础设施证券融资的过程中，债权证券化和股权证券化都得到了广泛运用，尤其是在道路建设方面，在资本市场上获得了较多的资金。道路基础设施债权证券化最早是由韩国产业银行发起的。2001 年，KDB 将天安论山高速公路 7300 亿韩元的应收贷款证券化，开创了道路建设债权证券化的先河。此后，麦格理韩国基建基金、韩国教保生命保险、韩国三星生命保险等机构，也分别将不同道路建设的债权作为标的资产证券化。

道路基础设施的股权证券化，主要是抵押公路资产的经营管理权和过路费收益权，并将其做成

---

<sup>⑨</sup> 数据来源请见 P. K. Kim (2013)。

不同的证券产品进行交易。在韩国的道路建设股权证券化中，韩国道路公社（KEC）发行的证券产品最多，发行规模也最大。在 2003-2007 年间，KEC 分别对首尔外环高速、西海岸高速、岭东高速、中部高速、中央高速等高速公路建设项目进行股权证券化融资，融资总额超过 2.5 万亿韩元。

## 四、中韩金融支持城镇化的比较分析

中韩两国的城镇化均由政府主导，政府投融资是城镇化的最重要资金来源方式。当前，中国仍处于金融支持城镇化的初级阶段，投融资渠道单一，主要依靠政府，这与韩国 1990 年之前的情况相同（当时韩国城镇化率已经达到 73.8%）。可以预见，在城镇化率达到 60%、甚至 70% 以前，中国很可能仍以政府投融资为“绝对主力”。因此，各类政府投融资工具，是此处中韩比较分析的重点内容。

### （一）政府基金的比较

中韩的财政收支体系存在较大差异，简单比较财政支出中城镇化项目占比的意义不大。在中国，政府性基金是财政为城镇化项目投融资的重要部分。同时，它在两国均是计划安排、专款专用，为基础设施建设和重大民生工程的项目融资发挥了积极作用。但是，中韩对政府基金的运营和管理具有较大差异：

其一，中国政府基金的资金来源，是向公民或社会组织无偿征收的、与税收本质相近的非税财政收入。韩国政府基金中借款和发债约占 70%，其余为财政出资和运营收入，因此，公民或社会组织等持债者拥有债权收益。其二，中国的政府性基金规模很大，2013 年基金收入达到 52239 亿元，占全国财政收入逾 40%。韩国政府基金来源主要为借入资金，财政出资只占 15% 左右，因此占财政收入的比重很小。其三，中国没有相关的法律制度框架，政府基金的设立和废止缺少立法程序。目前，中国共有政府基金近 500 项，纳入政府预算管理的只有 30 项（其余为地方政府或其他部门私自设立）<sup>⑩</sup>，其中仅有 6 项具有法律依据。韩国对政府基金的立法十分重视，先后出台了《政府基金管理法》、《财政投融资法》等法案（任会中，1996），以规范其设立和运行。其四，近年来中国政府基金过度依赖于土地出让金，2013 年，该项收入达到 41250 亿元，分别占全国和地方政府基金收入的 79% 和 86%<sup>11</sup>。韩国政府基金则强调妥善经营、还本付息，依靠自身投资收益确保基金发展的可持续性。

### （二）政府债券的比较

中国的地方政府债券，主要分为市政债券和城投债券，后者是对前者的补充。在中韩两国，地方政府债券都是发展城镇化的重要间接融资方式，债券持有者以银行为主。中国的市政债券在 1990 年前后曾有较大发行，在 1993-2009 年间因还债能力不足被国务院制止，2009 年后由财政部“代办还本付息”，2014 年后“自发自还”并在上海、浙江、广东等 10 个地区试点运行。中国地方政府投融资平台，是由地方政府组建并管理的、以借款和发行债券等方式为城镇化建设投融资的各类公司。最初在 1988 年国务院颁布《关于投资管理体制的近期改革方案》后成立，在 1994 年分税制改革后得到了一定的发展，直至 2008 年以前负债规模始终处于 1 万亿以下，但在 2009 年末迅速扩大至 7.38 万亿，出现了超常规发展。在资金来源上，2007 年前中国地方政府投融资平台主要借款于开发银行，2008 年后商业银行大量介入，各类银行资金来源约占 80%，其余融资来源于信托等金融机构。

总体来讲，受经济发展阶段和债券市场化程度等因素影响，中国以政府债券为城镇化融资的方式较为单一，目前尚处于探索性和调整性阶段。韩国传统的政府债券间接融资已经十分成熟，并在 1998 年后开始利用资本市场直接融资。近些年，韩国地方政府所属企业的基础设施证券发行规模大幅增加，并对政府债券形成了替代效应。与韩国对比可知，中国通过政府债券为城镇化融资，在未来仍有广阔的空间，可能会经历（与韩国类似的发展道路）：正规市政债券增大发行、地方投融

<sup>⑩</sup> 国家审计署：<http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992576/3307605.html>。

<sup>11</sup> 财政部：[http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201401/t20140123\\_1038541.html](http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/tongjishuju/201401/t20140123_1038541.html)。

资平台在资本市场上扩大融资、债权和股权证券化等阶段。

### （三）政策性金融的比较

在中国政策性金融中，最重要是 1994 年成立的 国家开发银行，在“两基一支”和改善民生领域发挥了积极作用。同年成立的农业发展银行，长期以来主要负责粮棉油收储工作，对于农村城镇化或城乡一体化的作用有限。韩国的政策性金融成立时间很早，与开行职能相近的产业银行成立于 1954 年。韩国政策性金融的立法和监管较为严格，比如 KDB 是根据《韩国产业银行法》成立，中国则缺少相关的法律规范。韩国政策性金融的专业性较强，20 世纪 60 年代后相继成立的农协银行、住宅银行、企业银行、水协银行等政策性金融均在城乡一体化、居民住房、中小企业发展和水利建设等领域均发挥了重要作用。相比之下，中国政策性金融支持城镇化的力量相对薄弱，韩国相对多元化和专业化。另一方面，韩国政策性金融是在城镇化进入成熟阶段之后才开始商业化改革，中国则在城镇化加速期便开始商业化改革（比如，国开行和产业银行同在 2008 年后开始转型）。

在资金来源方面，国家开发银行与韩国产业银行较为相似。比如，成立初期都是由中央财政全额支持；在发展中期主要依靠在国内外市场发行政策性金融债券，并由国家提供信用担保；2009 年进入转型期以后，二者融资结构则出现了较大差异。在 2011 年韩国产业银行的融资结构中，债券融资占 30%、政策性资金仅占 4%<sup>12</sup>，其他主要来自同业拆借、客户存款、经营收益、资本金与存留收益等方面，融资结构开始多元化，同时政府只对与基建领域相关的债券担保。这种多元化的融资模式，有利于降低融资成本。目前，国家开发银行仍明显依赖金融债券，资金来源相对单一。

### （四）金融支持城镇化的阶段比较

韩国在私人部门融资、利用资本市场融资两个方面已经较为成熟。中国的私人部门融资支持城镇化则处于探索性、尝试性阶段，与韩国 1994 年前的间歇性私人部门融资相近；另一方面，企业债券市场和资产证券化在中国并未放开，资本市场融资与韩国也不具有可比性。虽然北京城建、新疆城建等个别城投平台已经上市发行股票，但可推广性不高。

综上所述，针对中、韩金融支持城镇化的发展路径，本文将划分为两个阶段：初级阶段，政府主导；高级阶段，政府调控、市场主导。根据韩国经验，高级阶段主要是在完善立法的基础上，充分发挥私人部门和资本市场的融资作用。如图 1，韩国进入高级阶段是在城镇化率达到约 80% 以后，75~80% 为过渡时期。本文认为，目前中国正逐步进入金融支持城镇化的过渡时期，起点在城镇化率达到 55% 左右。一方面，从城镇化本身来看，中国已经完成了 30%-50% 的前半段加速期，城镇化的重点开始转移，呈现出“由大到精”的趋势。比如，从东部优先转向区域均衡，从做强大城市转向发展中小城市群，建设项目从高铁、机场、水利转向污水处理、地铁、水气电供给等。另一方面，项目的融资方式也在相应变化，各级政府积极探索各种 PPP 公私合作模式，利率市场化、资本账户开放和金融脱媒等政策也正在稳步实施。但是，过渡时期结束的时点尚难确定，这要取决于金融市场化改革的总体进程。本文初步预计在城镇化率达到 65% 左右，中国将结束过渡时期，进入金融支持城镇化的高级阶段。

至于为何中国进入过渡时期的时点要快于韩国，后发优势是一个重要原因。具体而言，相对于城镇化进程，中国金融改革进程与国际接轨更快，韩国则相对滞后。在城镇化率达到 75%（1994 年左右）之前，韩国对民营资本参与基建项目和资本市场的管制非常严格。而中国在《国家新型城镇化规划（2014-2020）》中已经明确提出，要建立多元化的城镇化融资机制。

---

<sup>12</sup> 数据来源：<https://www.kdb.co.kr>。





图 1 中、韩金融支持城镇化的阶段划分

## 五、主要经验的总结与借鉴

### （一）金融支持城镇化的成功经验

第一，制定长期规划，完善法律支持。金融支持城镇化的高效性，需要与时俱进的、不断修缮的法律法规作为基础。在韩国金融支持城镇化过程中，每个阶段都有重要法案对其支撑。这些法案覆盖金融支持工业优先发展、金融支持地方项目、引导民间资本参与建设、创新资本市场融资等不同时期。就中国的情况来看，通过立法确保金融支持城镇化的制度安排尚不健全，包括政府基金、政策性金融以及引导私人部门融资等多个领域。立法缺失，很容易滋生资金使用不透明、利益分配不均衡等问题，这在中国政府基金和 BOT 项目融资中已经出现。另一方面，中国企业发行债券虽然有法可依，但由于行政干预，在现实经济中却很难普及。因此，建立金融支持城镇化的长效机制，需要学习韩国的法制经验。

第二，实现融资主体多元化，项目投资合理化。在韩国城镇化的进程中，中央政府、地方政府、私人部门、国有企业等行为主体都发挥了重要的作用，并在一定程度上有效利用了海外资金。目前，中国在国际金融市场发行基建债券的规模较小，从世界银行和其他开发性金融获取的低息建设资金也不多。从国外获取城镇化所需资金，将是中国未来时期获得城镇化所需资金的一个重要渠道。另一方面，政府要以稳健的投资来支持地方城镇化项目，并严格评估项目的合理性。近年来，中国部分地方政府的盲目投资导致一些行业产能过剩、另一些行业则供不应求。因此，地方政府主导的城镇化投资项目，亟待加强合理性评估，切实提高资金的配置效率。

第三，进一步引导私人部门投资。在城镇化建设上鼓励私人投资，可以很好地弥补财政预算不足，又可以同时利用私人部门的创造力和高效管理。特别是在市场主导城镇化的发达国家，90%的长期资金都来自私人部门。在韩国，民间资本已经进入大多数的基建领域，比如，电力部门有一半的发电量来自于私营企业，并且其市场敏感度和资金运行效率更高。中国在公路、邮政等领域已经成功引进了民间资本，2014 年来，更计划在石化、港口、金融等基础设施行业增加私人部门参与力度。但从总体上讲，中国利用民资支持城镇化仍处于探索性阶段，在 PPP 立法、各类形式界定与规范、成立 PPP 管理中心等方面，亟需借鉴韩国经验。其中的核心环节，是处理好不同建设主体的利益分配机制；在短期内，吸引民资的重要举措，是建立民资参与建设的最低收入保障机制。

第四，有效利用资本市场，实现融资工具多元化。城镇化建设，需要在完善现有金融体系的基础上构建一个高效的资本市场，进而创新出不同的投资工具来促进融资。在这个过程中，市场化改革和有效监管是两个重要方面。就市场化改革而言，韩国于 1981 年就开始利率市场化改革，前后反复经历 17 年，最终在亚洲金融危机的冲击下“不破不立”。而在此前，债券市场发行的主体、方向、规模、利率都由政府计划控制，以企业为发行主体的基础设施基金、基础设施证券也几近空白。目前，中国的债券市场与改革前的韩国非常相似，除了政府监管严格之外，还存在债市基础设施不

健全 (World Bank, 2004)、第三方信用评级不足、企业债市规模过小等问题。因此, 中国要借鉴韩国经验, 加快债券、证券等领域的市场化改革, 通过资本市场的金融创新和多元化工具, 来支持城镇化的长期可持续发展。

第五, 强化金融支持城镇化过渡时期的政策协调。目前, 中国即将进入金融支持城镇化的过渡时期, 这个时期尤为关键, 需要各项财政政策和金融政策紧密协调。财政部门需要加快完善 PPP 的利益共享、风险共担机制, 对 PPP 的总体设计、项目储备、招投标管理、争议协商等方面出台法规和具体实施方案。“一行三会”则要在“金融脱媒”、债市放开和利率市场化等方面, 与财政部门 PPP 创新和地方政府发债机制改革的步伐相协调。韩国金融支持城镇化的过渡时期大概用了 7 年 (1994-2000), 期间, PPP 规范化与金融市场化改革同步完成。如果中国也能用 7 年 (2014-2020) 走完过渡时期, 则将为高级阶段的发展奠定坚实基础。

## (二) 需要关注的问题

从 1960 年-今, 高效持续的金融支持在韩国“汉江奇迹”中居功至伟。但是, 其间也出现过一些明显的问题, 有些问题甚至至今仍未解决, 需要重点关注。

第一, 过度的基础设施投资, 在一定程度上导致了政府资源浪费。在韩国城镇化中前期, 政府对建设资金干预过多, 造成了部分项目的过度投资和资源浪费。同时, 政府干预过多产生了“国进民退”的效应, 导致私人部门的依赖性很强、参与建设的积极性不高。

第二, 地方政府与中央政府的财政关系有待理顺。在韩国城镇化的区域平衡战略中, 地方财政受中央财政控制较多。一方面中央财政在各个地区的拨款比例存在争议; 另一方面地方财政在“开源节流”上的主观能动性不高, 甚至出现了地方主义思维 (Hashiya, 1996)。这也是韩国区域间城镇化水平差距较大的一个重要原因。

第三, 首尔地区的信贷规模占全国的 60-70%, 金融活动高度集中。这会导致地方城镇化水平与首尔的差距逐步拉大 (Kim I.K., 2010)。虽然韩国历届政府都将区域发展平衡作为一项重要工作, 但改善的效果并不明显。

第四, 公私合作的利益分配不合理, 导致引入私人投资十分困难。特别是在早期的 BTO 模式中, PPP 项目的预期收益很低, 经常导致项目招标时私人部门无人问津。2005 年后, 最低收入保障 (MRG) 废除所带来的风险增加, 也明显影响了私人投资的积极性。

第五, 投资者对基础设施投资项目缺乏了解。由于政府对城镇化投融资项目的宣传和推介工作不到位, 多数投资者对项目的运营和收益模式不甚了解, 这是扩大投资者人数的一个重要障碍。

第六, 在韩国, 养老基金、保险公司和国家福利基金拥有大量的长期资金。但是, 鉴于基础设施的低流动性, 它们投资于基建领域的数额极少。如果能将这部分长期资金引入基建领域, 将为城镇化的深入推进带来重要保障。

第七, 几个资本市场的融资工具 (如: 债券和证券发行) 已经引入, 但是, 其范围和目标仍然受限。

在上述问题中, 问题一、二、三源于政府早期规划和财税分配制度上的不足; 问题四、五源于公私合作初期的利益保障和市场宣传机制不健全; 问题六、七则是由金融监管政策和资本市场放开程度决定的。在中国, 中央与地方、地方与地方之间的财政协调关系, 公私合作利益平衡机制等问题, 已经开始面临。而韩国资本市场的现存问题, 在未来时期的中国也很可能出现, 更需要未雨绸缪、早作打算。

## 参考文献

- [1] 蔡子洲, 胡腾鹤, 刘霄. 澳大利亚基础设施产业基金考察报告 [R]. 国家发改委财政金融司, 2007
- [2] 董向荣. 韩国新村运动经验的局限性与启示 [J]. 国际经济评论, 2008 (4): 60-62
- [3] 龚明华. 当代金融发展理论. 演进及前沿, 国际金融研究 [J]. 2004 (4): 4-11
- [4] 胡滨, 任炳翼. 韩国资产证券化制度研究 [J]. 财贸经济, 2005 (2): 87-92
- [5] 金亨泰, 金弼圭. ABS 市场发展方向研究 [R]. 韩国证券研究院, 2002

- [6] 潘家华, 魏后凯. 中国城市发展报告:NO.6 农业转移人口的市民化[M]. 社会科学文献出版社, 2013
- [7] 任会中. 韩国的财政投融资体制[J]. 外国经济与管理, 1996 (8): 20-22
- [8] 石柱鲜, 陈磊. 论政府财政支出对韩国经济的影响[J]. 世界经济, 1999 (11): 27-30
- [9] 苏文曼. 赴韩专题研究: 污水下水道 BOT 机制之研究[R]. 台北行政院经济建设委员会, 2005
- [10] 陶然, 曹广忠. “空间城镇化”、“人口城镇化”的不匹配与政策组合应对[J]. 改革, 2008 (10): 83-88
- [11] 许江萍. 韩国基础产业建设资金的筹措及启示[J]. 管理世界, 1994 (1): 108-115
- [12] 张明. 亚洲债券市场的发展与中国地位的提升[J]. 国际金融研究, 2010 (10): 27-36
- [13] 赵从霞, 金广君, 周鹏光. 首尔的扩张与韩国的城市发展政策[J]. 城市问题, 2007 (1): 90-96
- [14] Beck, Torsten, Ross Levine and Alexey Levkow. Big bad banks? The impact of U. S. branch deregulation on income distribution[R]. NBER Working Paper, No. 13299, 2009
- [15] Hiroshi Hashiya. Urbanization in the Republic of Korea and Taiwan: a NIEs Pattern[J]. The Developing Economies, 1996(12): 447-469
- [16] Ik Ki Kim. Socioeconomic Concentration in the Seoul Metropolitan Area and its Implications in the Urbanization Process of Korea[J]. Korean Journal of Sociology, 2010(6): 111-128.
- [17] Pil Kyu Kim. Financing Regional Development: The Korean Case and Its Implications[R]. Korea Capital Market Institute, 2013.
- [18] World Bank. Study on Korea' s Corporate Bond Market and Its Implications on China' s Bond Market Development[R]. World Bank Country Study Paper, 2004.

**Abstract:** Stable source of funding is the primary link of the success of South Korea's urbanization. In this paper, the Korean experience of financial support on urbanization are studied deeply. Firstly, we analyze the evolution of Korea's urbanization policy and the different projects of financial support. Secondly, We analyze the respective roles of government and private sector in financial support on urbanization. Thirdly, the role of capital market in Korea's urbanization are researched. What's more, we sum up the experience of Korea's urbanization, and some policy suggestions are given to the development of China's new urbanization.

**Key words:** Finance, Urbanization, Infrastructure, Korea