

目前，“高水平建设产业园区，培育先进制造业集群，促动区域经济高质量发展”，是所有地方政府面前的一号工程，在这个卷帙浩繁的工程中，政府园区平台公司是十分重要的抓手和棋眼。这些以园区开发运营为主营业务的平台公司，在融资方面正面临着新时期的挑战与机遇。

挑战在于：《政府投资条例》、财政部“10号文”，一道道中央文件“急急如律令”，严厉问责，终身追责，坚决清理，无情打击，必须控制地方债风险和政府违规融资，“谁家的孩子谁抱”，甚至允许平台公司破产，打破了“刚性兑付”；限制政府投资行为、化解地方债务、严控金融风险已经被提升到了国家战略的高度，传统之路已经被堵死，寒风刺骨的“冬天”肯定还将持续很久。

机遇则是：如今从中央到地方政府都在大力扶持实体经济的核心载体——产业园区，开发运营园区的国资子弟兵们在符合条件的情况下，自然也应该是获得资本市场优先扶助的标的，以更好的发挥“三资功能”——杠杆化、平台化的融资功能，开发性、专业性的引资功能，节奏平衡、精细操盘的投资功能；和“三资抓手”资本引导+资源整合+资产管理，轻重结合地承接产业发展。

这类政府平台公司做园区，无论产品线如何，盈利机制如何，顶层架构如何，有一点至关重要，那就是必须善于借助资本市场的力量，去创新投融资体制，拓宽园区融资渠道和途径，达到园区建设政府引导、社会参与、多元投资、市场运作的目的，加快园区的建设和发展。

因此，在实践中，政府园区平台公司融资是个热点和难点问题，在整个产业地产行业层面也十分具有代表性和示范性。平台公司融资频频“爆雷”的背后折射出一个根深蒂固的行业痛点——短贷长投，银行和信托贷款只有两三年（政策性银行除外），投资者巴不得明天就把本息都收回来，但是一个园区或片区要产生收益至少要5-8年，这是一种明显的错配状况。

我们认为，在政策环境日益趋紧的大环境下，加上具有稳定现金流的经营性资产不多，一般还本付息压力较大，园区平台公司在扩大资金筹措能力方面，应回归“融资”的本质，秉承“分类策划、契约撬动；结构金融、基金操盘；债股双融、链式循环”的大原则，积极拓展融资对象，以开源节流，多用股性融资少从债性融资，降低负债率为主，从传统城投式的信贷债务依赖症转向多层次资本市场和多元化融资组合，向金融机构讲好政企契约关系和园区业务创新的新故事，搭建合理和持续的交易框架，未来时机成熟后可进入资本市场上市融资。

以下为梳理的政府园区平台公司30种常见融资模式，以供行业同仁在实践操作中借鉴运用。

## 01、IPO（首次公开募股上市）

上市，对于一个成规模、成体系、能够讲出完整故事的政府园区平台公司而言应该算是首选的融资方法，或者说，是一种最重要的退出方式，目前政策东风也打开了一个十分利好的窗口。

2019年5月28日，国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》，明确支持对有条件的经开区开发建设主体IPO上市。目前已经有不少开发区蠢蠢欲动，在联合很多券商与金融机构筹划平台公司IPO事宜，这也将是未来一段时间各方力量都虎视眈眈的“大金矿”。

我们认为这个大方向无疑是正确的，打造自己的上市平台是政府园区平台公司掌握资本市场“魔力”、倒逼自身规范管理和市场化创新的关键一步。通过上市平台在资本市场融资“造血”，再以开发区主战场纵深进行产业培育、产业孵化“输血”，形成开发区母体向上市公司输出优质产业项目，上市公司通过资本市场融资支持开发区产业培育的良性互动——只有这样，才能使团队更安心稳定，也能更好承担地方政府赋予的发展区域经济的任务。

预计，一波开发区类平台公司的IPO和借壳上市风潮即将揭开序幕，而且，趁热打铁，越早越有利。

从过往来看，我国一共有32只开发区类平台公司以IPO或重组上市的形式登陆过A股资本市场，但大都是上个世纪的事情，当时A股市场也刚刚诞生，这些公司基本都是以国家部委和省级政府推荐的名义上市，相比于专业化的资本运作，更像是一场政治任务秀。随后，这些公司很多或被借壳收购，或湮灭退市，或转型调整，只剩下张江高科、东湖高新、上海临港、市北高新、浦东金桥、外高桥、电子城、陆家嘴、空港股份、南京高科、苏州高新、长春经开、招商蛇口、海泰发展、武侯高新、天保基建这16家仅存的硕果，存活率仅有50%。

就目前资本市场环境而言，国内外投资者对于产业地产的认知仍然不够，此前IPO上市的民营产业地产商的估值普遍较低，发行情况也并不算理想，融资额仍无法达到预期般良好。不过，这些平台公司的“金边效应”则有所不同，从此前开发区平台公司的债券发行受到投资者热捧来看，如果本身资质足够优秀，加上潜在政府信用的加持，其估值应有机会跻身不俗位置。

尤其是考虑到，A股上市不仅可以获得首发和增发的融资机会，在债券融资方面也会获得更高的评级。目前来看，开发区板块的国资上市企业一般都可以获得AA+的债券主体评级，融资成本也往往在3%-4%之间，张江高科发债利率甚至一度低至2.98%，这无疑可以低成本、大规模地获得更有利的资金支持。

同时，IPO本身就是帮助园区平台公司进行混改和规范的过程，而且受到业绩增长的要求，上市后的平台公司也有机会走出去进行全国化的重资产开发与轻资产运营服务扩张，比如东湖高新、市北高新和上海临港目前都不仅局限于起家之隅而走向外部拓展。另一方面，也更有利于政府平台公司进行业务的多元化尝试，探索更丰富多元的盈利模式。

## 02、借（买）壳上市

某种程度上，借（买）壳上市可以算是IPO的一种替补备选方案，但往往在现实中会比IPO更有优势。由于直接上市门槛很高，审批时间长，政府园区平台公司企业上市申请受到政策影响、宏观调控和自身特殊状况影响大，全军万马独木桥，不可能有大批企业一拥而上实现IPO。这样一来，就可以选择通过借壳上市来实现间接上市。所谓借壳上市，就是指非上市公司通过资本市场购买一家上市公司一定比例的股权来取得上市地位，然后通过反向收购的方式注入自己有关的资产和业务，实现间接上市的目的。

要实现借壳上市，或买壳上市，必须首先要选择壳公司，要结合自身的经营情况、资产情况、融资能力及发展计划。选择规模适宜的壳公司，壳公司要具备一定的质量，不能具有太多的债务和不良债权，具备一定的盈利能力和重组的可塑性。接下来，非上市公司通过并购，取得相对控股地位，要考虑壳公司的股本结构，只要达到控股地位就算并购成功。

## 03、定向增发（配股）

仅限于已经上市的政府园区平台公司的再融资策略，在目前中央政府严控房地产再融资、以及港股产业地产概念持续低迷的形势下，这种定向增发或配股途径并不容易操作，能够完成增发的大多是与商住项目关联较小的国资背景的产业地产上市公司，其定向增发的目的也不是为了拿地（现有政策也基本封死了这条路），更多是投向已经开发的园区项目，或者是符合混合所有制改革大背景的战略引资考虑。

## 04、境外债

2019年7月12日，针对房企美元债发行井喷的状况，发改委发布关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知，强调房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。这也是2019年国家层面针对房地产调控的进一步加码，即意味着房企海外发债不能用于拿地和项目开发用途了。

但由于政府平台公司在城市服务、基建开发、园区建设等领域所起的作用，这类企业境外发债融资显然是政策鼓励的方向。对于园区平台公司这类特殊的企业，无论是国际评级机构还是投资者，都存在很大认知差异，企业位于政府平台与市场化主体之间模棱两可的定位，难以让市场形成一致性判断。但发行结果表明，国际投资者或许更认可“以政府定城投”的思路。由此，便不难理解上述园区平台公司的境外债在海外投资者群体当中受到的热烈追捧。

另外，选择境外发债，对于这些政府平台公司而言有一定的便利性。因为在境内发行企业债以及公司债时，对于其公司组织形式、发行人资产及经营情况、资金使用用途以及信息披露等方面都有相对严格的规定，而境外发行规则相较国内更为宽松。

目前，政府平台公司发行的美元债通常遵循美国的证券法Rule 144A和Reg S两项条例。

美元债发行对象一般为（i）依据美国《1933年证券法》144A条例，只在美国境内向合格机构投资者提呈和发售，以及（ii）依据美国《1933年证券法》S条例即RegS条例，在美国境外向投资者提呈和发售。所以，美元债的发行必须符合上述条例的要求。

根据Reg S的发行标准，发行通函最少要有两年的业绩披露，而市场一般要求发行企业两年的业绩均有盈利记录，并且没有出现盈利倒退的情况，而面向美国本土机构投资者的144A发行标准，则需要三年业绩及详尽披露。这也是这些园区



平台公司大多选择Reg S的主要原因。

从发行模式来看，中资美元债的发行可以分为直接发行、间接发行和红筹架构发行。

直接发行是指境内企业直接在境外离岸市场发行中资美元债。

间接发行是境内企业通过其境外子公司发行美元债，主要包括担保发行和维好协议发行两种架构。担保发行由境外子公司发行美元债，而境内母公司担任发行主体担保人；维好协议发行是境内母公司与境外子公司签订维好协议，母公司为境外子公司提供支持，以保证发行主体保持适当的流动资金等，保障能够偿还债务。

红筹架构方式是指控股公司（实际上是壳公司）在境外，业务和资产在境内的中国企业的一种发行方式，该境外控股公司可以直接发债，也可以作为担保人通过SPV发行美元债。

此外，政府平台公司还可以通过香港市场发行人民币点心债进行融资，根据香港联交所发布的《香港联合交易所上市规则》，虽然《规则》对发行人的资产总额、详细披露以及信用评级情况有一定要求，但是债券发行限制总体相对于内地而言较少。

由此来看，境外发债要求相对宽松，行政限制较少，园区平台公司只需满足基本财务要求、完成信息披露便可以发行境外城投债。

随着这几年国内平台公司与房地产企业的融资收紧，预计政府园区平台公司海外债券的发行规模会进一步提升。但另一方面，平台公司也要对自身的业务开展、现金流及还款能力有足够的把握，以防饮鸩止渴，比如2019年2月，青海省省级平台公司青海投资集团有限公司就成为20多年来首家海外债券违约的国有企业，引起海内外舆论一片哗然，值得警醒。

## 05、股权融资（财务性引资）

一般来讲是政府园区平台公司让渡自身一部分股权来吸引真金白银进入，财务性投资者不会参与到具体的经营管理之中，仅享受财务投资的收益，有“明股实债

“或“夹层融资”的属性，是一种债务性融资安排。当然，很多财务性投资者都是政策性扶持属性很强的，比如建信、国开、农发、平安、国寿系等基金，它们的政策背书、产业资源背景也会对融资方有更多的裨益。短期让渡自己的利益，当然是未来能够换回更多。

## 06、股权融资（战略性引资）

战略性引资，就不是简单的财务性股权融资了，入资方是要实实在在参与经营管理，并按照持股比例享受经营收益的。有的战略引资，往往在现金之外还有更深更广层面的战略互补性合作。

## 07、资产证券化

园区资产证券化是政府部门和产业地产行业下一步必须重点研判的发展道路。这对于园区运营商（尤其是积累了一大批经营性园区物业资产的国企和政府平台公司）是盘活存量资产、持续发挥园区运营经验、优化集团财务情况、实现城市及园区经济可持续发展的最优选择。

对于欠发达区域的开发区领导来说，巨大的借新还旧、还本付息压力和上级政府压下来的沉重建设开工任务，逼着他们只能“卖儿卖女”，把亲生孩子平台公司送到资本市场，承受“门口野蛮人”的入侵和监管层更加严格透明的监管，当然这对平台公司来说绝不是坏事，一方面倒逼更清晰规范的政企契约关系建立，另一方面也有利于锁定收益，引入更多的外部资本和撬动金融资源。

而发达区域的开发区领导不愿意从公司股权层面引入外部投资者，把平台公司变成公众公司，这就失去了予取予求的“钱袋子”功能，并且面对外部人的指手画脚，自己心里这道坎儿也过不去，因此可能更多会倾向于选择将区域内出租率、租金水平和净回报率相对比较拔尖的成熟资产拿出来做资产证券化，单独算账，重新评估，分拆融资，迎合央行、证监会和银保监会公募REITs的试点。

对这些政府平台公司而言，成熟存量资产的盘活与退出，将会带来现金的回笼和一个阶段盈利的实现，从而得以让这些国有园区运营方喘口气，卸下包袱轻松上阵，获得更好的投资机会与收益空间。

通过资产证券化这一路径，园区平台公司们也可以与更多市场投资者合作，借助资本力量，在扩大资产管理规模的同时，减轻自身财务负担；还可以助力自身向

实体经济的综合服务平台转变，改变以往单纯的销售与租赁模式，以园区为载体打造产业链条，构建资源平台，进行研发支撑，资金供给、人才供给、业务拓展等大平台的构建，从而服务于整个产业链条的企业群体。

## 08、园区开发基金

产业地产已经进入“产业引领+基金操盘”时代，这个时代将会改变整个行业以往资产很重、难以顺畅对接金融资本的窘境，让产业地产的轻资产、重运营属性发挥得更加淋漓尽致。

基金操盘主导下的产业地产发展，已经被海外经验（如美国黑石模式）证明是一种先进的模式，应该值得国内业界借鉴。由于基金能够最有效地聚合人力、资金、管理、土地等资源，而且经验固化效果也相当可观，其主导的产业园区将具备很强的竞争优势。

一直以来，很多产业地产商希望能够模仿黑石模式这种以社会资本杠杆撬动产业地产开发的模式，但苦于缺乏廉价长期的资金、发达的金融市场支撑、成熟的进退机制和期限收益可控的园区资产，虽然构思试水者众，却一直鲜有成行者。

如今，时机和条件已经日渐成熟，国内已经有不少基金模式的产业地产投资主体，这些企业正在尝试一种全新的园区运作模式，即政府机构牵头、基金主导、开发商介入、实体产业对接。基金主导下，充分调动了各方积极性——政府把握产业门槛和方向、开发商负责园区的建设运营、实体企业则构建产业生态圈，形成了良好的正向循环，最终形成共赢局面。可以想见，这种模式将会成为产业地产“产业引领、基金操盘”时代中的最大亮点。

## 09、基础设施投资基金

基础设施投资基金是指金融机构通过与政府共同设立基金的形式，采用债权、股权以及“债+股”混合等多种方式投资于基础设施项目建设的一种融资服务。基金可采用有限合伙或契约型基金的法律形式，相比传统融资模式，基础设施投资基金具有期限长，资金交付方式灵活的特点。

## 10、优质主体企业债

为进一步发挥企业债券直接融资功能，引导资金流向，更好地服务实体经济发展，国家发展改革委于2017年年底着手开展支持优质企业发行企业债券的相关试点工作。

优质主体发行企业债券融资试点是从事前审批向事中事后监管的一个重要转变，是顺应企业融资需求的一项重要改革。通过明确债券资金使用领域（即正面清单）以及严禁资金投向（即负面清单，如房地产、过剩产能、股票期货投资、金融板块业务投资等），在给予资金使用灵活度的同时，有效引导资金流向，确保债券资金的募集投向符合国家产业政策的实体经济。

这项企业债券领域的“放管服”改革具体表现为宽严相济两大特点：

“宽”在于前端做“减法”，具体体现在企业申报时不再提供具体的项目合法性文件，只需提供符合国家产业政策的债券募集资金的用途领域，发行前由发行人公开披露募集资金拟投资的项目清单和偿债保障措施；

“严”则着重于中端后端做好“加法”，即事中事后监管变得更加严格。要求在债券存续期内，发行人和主承销商在每年4月30日前向国家发展改革委报送上一年度募集资金使用和项目的进展情况，以及本年度债券本息兑付和偿债风险排查情况，由律师事务所对项目合规性发表法律意见。对发行人在债券发行和债券资金使用中违反相关规定的，国家发展改革委将采取相应惩戒措施。

与此相关的一系列创新举措释放出更多的改革红利：精简了优质发行人发行企业债券的申报流程，提升了企业债市场整体的监督管理效率水平。

## 11、双创债务融资工具（银行间市场）

2016年底，中国银行间市场交易商协会决定以创新创业资源集聚区域内的园区经营企业为依托，试点以募集资金通过投债联动的模式直接用于支持双创企业发展的债务融资工具，以支持双创企业的发展，推动金融支持实体，通过债市输血双创，在银行间市场开启了一条加速探索与自身创新的通道。

试点期间，发行主体主要集中在高评级（外部主体评级AA+含以上）以园区开发和运营为主的企业，包括17个双创示范基地、国家级经济技术开发区、国家级高新技术产业园区、国家级保税区、国家级边境经济合作区、国家出口加工区、其他国家级园区内的主要开发主体。



也就是说，双创债的发行主体确定无疑，就是产业地产商，但门槛比较高，依然还是集中于高评级、国有属性且集中于国家级产业园区的平台公司身上。但不可否认，双创专项债是目前国内少有的产业园区专属融资利器，由此亦可看出国家对于产业园区承载经济转型发展和双创事业的强烈重视与鼎力支持。

按照规定，双创专项债募集资金用途包括四个方面，可用于偿还银行贷款、补充企业运营资金、园区项目建设等常规用途，同时可按照一定比例的资金以股权投资或委托贷款的形式投入园区内的科技型、创新型企业。

双创企业一般经营规模较小、技术水平低、抵押品缺乏、较难获得银行信贷和债券市场投资人的认可，而园区运营主体则更加相对了解这些企业的日常运营、未来前景和风险水平，可以间接地利用双创专项债来进行更有针对性的扶持和投资。

双创债募集资金的发行主体，应当为外部评级在AA级以上、自身或下属企业长期支持双创企业融资，且中小企业风险控制能力较强的园区经营建设企业，由此决定了发行主体的信誉度高、了解双创工作融资模式，能够确保资金切实用于支持双创企业发展。

相比于其他融资方式，双创专项债务融资工具有三大特点：

一是发挥园区经营企业引领辐射作用。双创专项债务融资工具通过融资模式和机制创新，探索大中小企业融合发展的新路子，依托资金投入，吸引众多双创企业成为创新共同体，促使创新创业资源集聚区域形成优势互补、相互服务、利益共享的产业生态。

二是投债联动的资金使用方式。

三是多措并举做好风险防范。通过开立资金监管专户、增加专项信息披露等方式，严格管理募集资金投向，提高用款情况透明度，确保专款专用，精准支持双创企业发展，坚持“促发展”与“防风险”并重。

## 12、双创孵化专项债（发改委）

国家发改委在2016年底推出的双创孵化专项债与上述的银行间市场双创债非常接近，具体用途是——提供“双创孵化”服务的产业类企业或园区经营公司发行双创孵化专项债券，募集资金用于涉及双创孵化服务的新建基础设施、扩容改造

、系统提升、建立分园、收购现有设施并改造等，包括但不限于纳入中央预算内资金引导范围的“双创”示范基地、国家级孵化园区、省级孵化园区以及经国务院科技和教育行政管理部门认定的大学科技园中的项目建设。

也就是说，银行间市场双创专项债与发改委“双创孵化专项债”的发行主体都是产业地产商，而且主要是国有背景的政府园区平台公司，都能够用于产业园区和双创孵化载体的建设，以及补充流动资金。

但前者显然在门槛方面更高，对发行主体的级别和评级水平要求严格，利率相对也更高，原因是一部分募集资金用来投资于园区内的中小双创企业——这必然要求发行主体本身的资产、担保以及承担风险损失能力要强，同时园区内的被投资企业总体水平要更高；而后者则门槛相对更低一些，主体信用级别在AA-以上即可，利率也基本在4%-5%左右，是目前最适合地方园区平台公司的融资工具，现在全国各地公募发行的公司债中这类双创孵化债数量最多，规模占比也最大。

当然，双创孵化专项债仅仅是政府平台公司可以发行的众多专项债的一种，2015年以来，国家发改委为积极发挥企业债券融资对促进相关领域发展的支持，共推出11类专项债券，如城市地下综合管廊建设专项债券、战略性新兴产业专项债券、城市停车场建设专项债券、养老产业专项债券、配电网建设改造专项债券、PPP专项债券、农村产业融合发展专项债券、社会领域产业专项债券等，这些都是政府平台公司可以根据自身业务和情况去尝试的。

## 13、绿色债券

绿色债券作为一种新型金融工具，本质上是属于固定收益债券的一种，在国际市场上发展迅速，发行与募集都与正常债券无异，创新之处无非是资金用途均与环境议题有关，如支持绿能、节能减碳计划等。近年来随着气候变化加剧，也带动了绿色债券市场的高速扩张，据测算，过去5年全球绿色债券市场平均每年以80%的速度成长。

绿色债券在我国起步较晚，但发展势头较猛，而且政策支持力度很大。与海外“自下而上”的实施标准不同，我国绿色债券在国情约束下，一直采用的是“自上而下”的实施标准，具有鲜明的“顶层设计”特征。2017年12月底，央行和证监会联合制定发布了《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》，从机构资质，业务承接，业务实施，报告出具，以及监督管理等方面作出了具体的规范和要求。

截至2019年上半年，我国以人民币计价的绿色债券（包括绿色金融债、绿色公司债、绿色企业债、绿色债务融资工具、绿色资产支持债券和绿色资产支持票据、地方政府绿色市政专项债等）市场总体发行规模累计已超过7000亿元，预计到2019年底将达到9000亿元的累计规模总量。

目前，中国产业园区在绿色节能方面做得并不理想，高能耗、高污染等状况非常普遍，在问题重重的同时，也意味着有很大的市场空间。“低碳、生态、智能、宜居、循环”，将成为新一代产城融合式产业园区的标配特征。

我们认为，作为中国经济发展和产业转型升级的主战场，“产业进园区”的同时，也应该“绿色进园区”。在十九大“践行绿色发展理念，加快发展绿色金融”精神的倡导下，产业地产将成为中国绿色经济和绿色金融的主要阵地，园区的绿色、集约、智慧、全生命周期可持续发展将会引领一个崭新的时代。

因此我们必须认识到这样一个趋势，那就是绿色园区、生态园区、循环园区越来越成为基础性配置，未来以差别化金融等手段来激励园区“绿化”将成为一种常态，或者说，“绿色”也是一种生产力，一种降低成本、提升估值、撬动资源的核心竞争力。

## 14、城投债（公司债+企业债+中期票据）

城投债，又称“准市政债”，是地方投融资平台作为发行主体，公开发行或非公开发行的公司债、企业债和中期票据等统称，其主业多为地方基础设施建设或公益性项目，具有公共服务产品属性的产业园区也可以纳入其中。目前作为中国债券市场上的特有品种和最具影响力的压舱石，城投债的发行情况一言难尽，好的产品遭到机构闭着眼睛疯抢，行情火爆，但一些欠发达区域已经开始呈现违约前兆，风险不容乐观。

截至2018年末，全国存续期城投债共8424只，涉及2098家城投公司（包括很多园区平台公司），余额总量为77109.28亿元，相比2017年末增加5425.5亿元，增长7.57%。虽然中央一直要严控城投债，降低风险，但是城投债总量仍在不断上涨。

## 15、PPN（非公开定向债务融资工具）

非公开定向债务融资工具，简称“PPN”，是指具有法人资格的非金融企业，向银行间市场特定机构投资人发行债务融资工具。

PPN的优势在于只需向定向投资人披露信息，无需履行公开披露信息义务，披露方式可协商约定，更为灵活和个性化，是一种更高层次的市场开放和市场约束；同时，发行规模可突破《证券法》中“不超过净资产40%”的限制；也更能发挥市场主体自主协商的契约意识，减少事前管制，不再强制要求信用评级，把风险防范的部分微观职责交给投资人自主决定。

## 16、永续债

国家银根紧缩的环境下，被称为“债券里的股票”的永续债开始活跃，受到企业追捧。由于永续债不设还款期限，同时可不计入公司债务，企业可在进行高额融资的同时规避负债率被拉高的风险；对于投资者来说，利息较高的永续债可为其提供长期而稳定的现金收益，堪称双赢。

永续债发行期限以3+N和5+N为主，还有少量2+N、9+N、20+N期限的永续债。永续债都含有延期选择权，发行人可以选择延长债券到期日，大多数债券都含有调整票面利率的权利。

选择永续债续期的发行主体主要可以分为两类：信用资质好、融资渠道畅通、主体资质稳定的发行人；在债券存续期间主体资质有所下滑，再融资能力有所下降或者是流动性已经较为紧张的发行人。一般意义上，永续债被认定为一种低成本的融资方式，但对于企业来说，永续债是良方还是毒药，将考验相关公司的把控力。永续债往往是前2~3年利息成本相对较低，此后则会大幅上涨，如果企业能够在“低息期”内偿尽债务还是可以实现的；反之，一旦永续债被计入负债，企业的实际负债率将大幅提高。

因此，尽管“债券之名，权益之实”是永续债产品的灵魂，但在当前管制条件下，永续债不过是银行与企业结盟绕开监管的一个资本工具，其产生与存在固然有



其合理性，但其中的风险也不容小觑。

## 17、FT账户人民币贷款

FT账户是指银行等金融机构为客户在自贸区分账核算单元开立的规则统一的本外币账户，该账户体系打通了自贸区与离岸市场之间的通道，为区内企业涉足海外市场、满足实体经济所需的贸易结算和跨境投融资汇兑便利提供了更有效的方式。

## 18、不动产基础设施股权投资计划

园区或者片区开发建设中都有大量的不动产和基础设施资产，其存续期长，收益稳定的特征与保险资金特别是首先资金可以做到良好的匹配，与其他投资品种相关性较低，有助于平滑首先投资组合的收益波动，因此历来是保险资金偏爱的一种投资模式，也是综合性园区发展商可以去尝试的融资渠道。不过，由于经常存在“明股实债”的擦边球行为，从2017年下半年开始，银保监会已经在不断收紧和规范这一类融资行为。

## 19、不动产及基础设施债权投资计划

不动产及基础设施债权投资计划，指资金以债权方式投资不动产及基础设施项目，按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品，这种债券投资计划主要特点为限定了债权计划主要是用于社会基础设施与不动产建设。同样是深受保险资金欢迎的一种投资模式，比上面的股权投资计划应用更广泛。

数据显示，2018年全年保险公司基础设施债权投资计划同比增长19.23%，是所有投资计划产品中表现最好的。从行业情况看，保险资金在基础设施领域积累了比较丰富的投资经验，且基础设施投资需求量较大，合作方往往都是地方政府、平台公司和国有企业，投资标的资质相对优良，比较适合保险资金的配置需求，尤其是2018年10月国务院办公厅《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》发布后，这类融资是获得政府政策强力背书的。

## 20、短期融资券

短期融资券是由企业发行的无担保短期本票。在中国，短期融资券是指企业依照《短期融资券管理办法》的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券，是企业筹措短期（1年以内）资金的直接融资方式。短期融资券和银行承兑一样，都是短期融资的利器，其优点主要有：1、筹资成本较低；2、筹资数额比较大；3、可以提高企业信誉和知名度。其缺点主要有：1、发行风险比较大；2、发行弹性比较小；3、发行条件比较严格。

## 21、上市公司纾困私募基金（债）

2018年10月，为了帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难，国家层面倡导各地国资系公司推出私募纾困基金和纾困债。

纾困基金排解上市公司质押风险的投资策略主要有：（1）协议受让上市公司股份；（2）参与上市公司定增；（3）重组上市公司控股股东；（4）通过向实控人借款、受让股票质押债权等方式为公司或实控人纾困；（5）债转股、债权债务重组、授信担保等其他纾困方式。尽管这种基金的政策性色彩十分浓厚，但也不失为地方平台公司介入上市公司投资时的一种特殊融资手段，随着政府部门解决上市公司及民营企业融资难工作的推进，可以预计，将会有越来越多的纾困私募投资基金开始投资运作。

## 22、应收账款收益权融资

这是一种较为常见的融资形式，形式与信托相似，即将自己享有的资产收益权（应收账款）以一定现金作价卖给第三方，相当于以一定的成本提前回收了这部分现金，加快了债权盘活和资金周转速度，很多处于快速扩张期的公司都会倾向于采取这种融资方式。

## 23、信托融资

作为银行常规融资之外的重要替补力量，非标融资的代表，声势浩大，规模可观，尽管比银行贷款的利息要高很多，但由于审核方面没有银行那么苛刻，也比较

受一些偏远地区、信用等级相对较低、财力较差又有大量短期建设任务的政府平台公司欢迎。当然，因此也累计了大量的风险，未来可能进入集中的风险释放爆发期，目前也是政策最严厉监管的领域。火花S-Park建议，这种“短贷长投”的融资手段还是尽量少用为妙，一旦非用不可，一定要有充分的财务筹划和回款保障，毕竟，未来政府买单和兜底的可能性越来越低，刚性兑付之下，平台公司也是被国家允许破产的，后果很严重，必须三思而后行。

总体来看，信托融资主要分为如下两种：

1、贷款型信托框架：以信托贷款形式运作，贷款期限较短，对资金安全性要求高，单纯依靠信托资金，开发规模会受到一定限制，融资成本高于银行贷款。

2、股权回购型信托框架：信托资金用以收购开发商部分股权，到期后开发商回购，回报率在合同中固定。本方式可以帮助开发商补足自有资金，提供信用等级，有益于其后的银行融资。

## 24、银行贷款

银行贷款当然是政府园区平台公司最常规的融资渠道。作为典型的重资产园区业务开发运营主体，政府园区平台公司对于银行贷款的依赖度较大，

但是和传统房地产不同，产业地产多是偏远的工业用地，在银行贷款抵押方面几乎没有太多价值，银行也很难对此进行估值和冒险贷款。同时，产业园区的实际资金需求与银行各类资金在期限上存在一定的错配，且银行对项目资本金比例要求较高并需提供担保，融资成本较高；银行对园区贷款也是基于未来有现金流的进行贷款，且贷款要经过风险评估、贷款审批等一系列流程，对贷款的还款来源、现金流等有相关要求。而现在很多产业园区早期只能产生较少的现金流或者不产生现金流，难以覆盖贷款本息，就难以获得银行贷款。

不过，以往由于背后有政府的隐形背书，政府园区平台公司也往往是银行最青睐的优质客户，靠着一张政府安慰函和白条闭着眼贷的情况也是大行其道。但是近几年随着政策不断趋严，打破刚性兑付，银行的态度也逐渐有所变化，还是倾向

于回归正式的经营数字与报表上。当然，临港集团、张江高科、东湖高新、苏高新集团这类发达一二线城市的品牌龙头类平台公司还是能够获得不菲的贷款。

另外，从单体主题园区而言，如果属于国家扶持的产业，如三农产业、流通行业、生物医疗、环保科技及高新技术产业，由于符合国家的产业政策，往往相对容易获得金融企业以及相关政策性银行的特殊信贷政策支持，所以对国家产业政策和信贷政策扶持的有关规定，要进行深入的理解和分析，以在具体融资中区别对待。

除了开发贷款，还有所谓的“经营性物业抵押贷款”。产业地产在未来一定要走向资产运营和自持阶段，尤其是很多政府园区平台手中有大量只租不售的经营物业，因此经营性物业抵押贷款也会是未来政府园区平台公司常用的一种融资形式。

总体来看，银行目前对产业地产领域比较感兴趣，因为风险积累相对少，又是政府大力扶持的市场，不少银行被赋予“扶持实体经济和中小企业”的政治任务，园区当然是最好的资金投入载体。不过，由于这个市场缺乏标准，很难比较精准的估值和评估风险，因此其态度较为慎重，但不排除未来会有一些创新型的政策和产品出来。

## 25、融资租赁

在条件成熟时，尤其是有片区综合开发业务的政府园区平台公司，可以选择将拥有的部分基础设施和公共服务配套设施，以售后回租方式向金融租赁公司融资：即将设施卖给融资租赁公司，该公司再把设施回租给平台公司，平台公司每年付给该公司租金，并在每隔半年不等额的偿还本金，直到在约定的N年后相当于以约定好的总价格回购这些设施。

由于融资租赁的租金不计入企业借款，相当于降低了企业的资产负债率，优化了其资产负债结构，便于进一步用其他方式融资；另外，不考虑其他因素，采用售后回租业务可能更节税，也调节了利润。

## 26、质押融资

在一些片区综合开发PPP当中，在基于合同约定的项目收益权完成质押登记之后，可以质押项目收益权获得银行或金融机构融资，但按照规定时限不得超过合同



约定的开发运营期限，用途也只能限制在项目开发、工程建设本身；运营公司有现金流后，可采取股权质押贷款融资。

## 27、PPP融资

PPP本质上也是一种融资模式。在这方面，政府平台公司既可以作为本地政府的出资主体，也可以作为社会资本方，PPP模式是公共基础设施建设中发展起来的一种优化的项目融资与实施模式，这是一种以各参与方的“双赢”或“多赢”为合作理念的现代融资模式。其典型的结构为：

政府部门或地方政府通过政府采购形式与中标单位组成的特殊目的公司（SPV）签订特许经营合同（SPV一般由中标的建筑公司、服务经营公司或对项目进行投资的第三方组成的股份有限公司），由SPV负责筹资、建设及经营。政府通常与提供贷款的金融机构达成一个直接协议，这个协议不是对项目进行担保的协议，而是一个向借贷机构承诺将按与特殊目的公司签定的合同支付有关费用的协定，这个协议使SPV能比较顺利地获得金融机构的贷款。采用这种融资形式的实质是：政府通过给予私营公司长期的特许经营权和收益权来换取基础设施加快建设及有效运营。

如果政府和园区平台公司能够灵活运用PPP模式，双方都能够从这种融资模式中大为获益。

## 28、合股经营

通过引入外来资方共同进行二级开发，以合股经营模式解决资金问题，我们可以参考2019年8月23日东湖高新与重庆两江新区政府启动合资开发重庆两江半导体产业园——“重庆芯中心”的案例。

双方通过项目层面的股权合作（东湖高新占股67%，重庆两江新区产业发展集团占股33%）与共同开发，既充分发挥各自政府平台公司背书优势和市场化招商引资能力，又减轻了独自进行产业园区开发的资金压力——两江新区平台公司负责协调本地政商关系，获取政策资源支持，东湖高新负责提供专业的园区开发与运营能力，以及通过东湖高新等全国众多园区资产运营项目和产业研究服务所积累的产业资源为项目招商。

未来政府园区平台公司需要扮演的就是重庆政府园区平台公司在两江新区项目中

的角色，做好外来产业资源方的“地陪”和端口，共同助力区域主导产业项目起航和多元化融资渠道的打通。

## 29、众筹式基金操盘（份额融资）

这个众筹式基金操盘模式为了更好的调动社会资本参与积极性和发挥各自的资源与专业优势而设定，从而更好的解决项目前期大量的工程建设资金来源问题。

基金为7年期：“3（投资）+3（管理）+2（退出）”周期

开发公司（SPV）股权：采取“1（政府园区平台公司）+2（政府产业引导基金）+7（社会资本）”，政府园区平台公司和政府产业引导基金出资为劣后级LP，70%的社会资本吸引险资、券商、银行，以及上市公司、建筑工程公司（央企为宜，其主体信用评级高，增信效果更好）、战略合作伙伴，以基础设施及公共配套社会的工程施工份额、建设任务换股权份额，因此我们也把这种“类众筹”的基金合作模式叫作“份额融资”，从而实现战略性引资，解决前期开发资金压力和工程进度问题。

运营公司（GP）：政府园区平台公司70%：其余基金合伙方30%的股权比例。

## 30、住宅销售输血

虽然我们并不特别推荐这种融资模式，但不可否认住宅销售的现金流补充是整个园区开发过程中最方便也是最可控的融资利器。这种输血模式其实类似于万达模式的“现金流滚资产”，是从整个企业经营的维度去讨论融资模式的可行性架构。原因很简单，园区工业物业资产在形成稳定经营状态之前，很难贡献现金流，也难以进行有效融资，因此，很多政府园区平台仍处于销售型阶段，利用子弟兵获取土地的便利性优势，能卖掉的住宅统统卖掉，保留一部分园区优质物业持有，以回笼现金来补贴产业部分，在政策允许、行为合规的基础上和“产城融合”的客观需求下，倒也不失为一种选择。

尤其是做片区开发的时候，定然面临着产与住需求如何满足的问题。产业带动人口集聚，人口集聚必然有大量居住需求，但是做一个新区，早期配套环境很不成熟，没人愿意来投，作为国资片区开发商最开始的居住配套只能自己做，即使想拉合作伙伴进来开发，你不入股也是没办法打动别人的。