

地方融资平台风险特征的变化及其对信用质量的影响

曹明 袁旭 / 文

摘要

中央政府 2010 年 6 月以来推行的规制政策，通过对地方融资平台债务风险内部化原则的确认，以及限制地方融资平台的债权人对地方政府（财政）追索权的设置，实现了地方融资平台与地方政府（财政）的风险隔离。受此决定，地方融资平台债务的风险特征形成了由税收支持型债务与项目收益型债务的混合体、以税收支持型债务为主向项目收益型债务的重大转化。因此，地方融资平台投融资业务的项目质量，成为影响其债务自偿能力的主要因素。

由于地方融资平台融资债务自偿性的满足，是地方政府通过将特定来源收入与地方融资平台投融资业务的财务平衡和资金循环相衔接的交易结构，使公益性项目的经济外部性得以内部化所致。因此，地方政府作为地方融资平台投融资业务交易对手的信用风险，是评价项目质量的基础因素；投融资业务（与地方政府）交易结构的设计及其具体内容，是评价项目质量的关键因素；随着商业化运作和经营性业务的发展，地方融资平台的运营管理和风险控制能力，在项目质量以至于整体自偿能力评估中的重要性程度将提升。

相对于税收支持型债务，项目收益型债务由于偿债来源单一性的限制，具有更高的风险。但是，受益于存量债务的税收支持型特征，在一段时期内地方融资平台的信用质量仍可获得有效支撑。

地方融资平台债务是税收支持型债务与项目收益型债务的混合体

根据《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发 [2010]19 号）及《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》（财预 [2010]412 号）的定义，地方政府融资平台公司（以下简称“地方融资平台”）指由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体。

我们倾向于认为，地方融资平台是地方政府为实现财政融资（主要为债务融资）功能、以企业（公司）为组织形式设立的特殊目的载体（SPV）。地方政府通过财政拨款（包括资本金、财政补贴等）或注入土地、股权（通常是公用事业类企业的股权）等资产，优化地方融资平台的资产负债表与利润表，使之具备可行的融资条件，从而放大财政性资金的融资规模、进而维

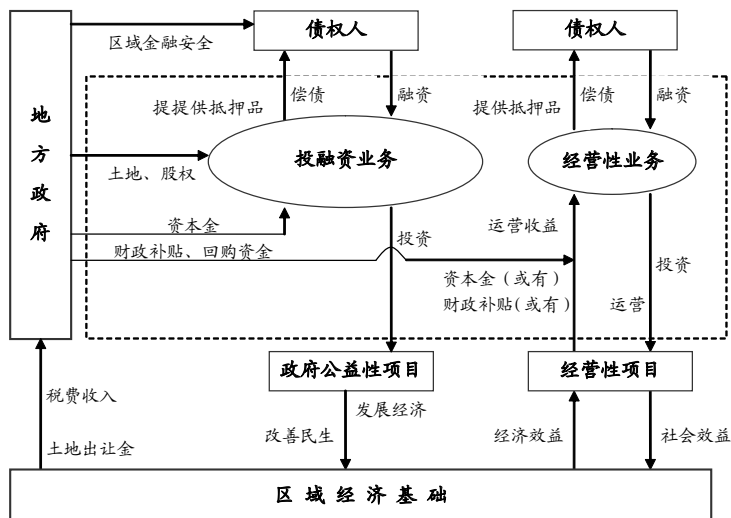
持信贷循环。由此，一般而言，地方融资平台形成了以经营性业务（通常为公用事业）为基础、以政府公益性项目投融资（以下简称“投融资业务”）为主体的运营模式，体现为其拥有超出经营性业务偿还能力的债务负担¹特征。

根据我们的经验，地方融资平台投融资业务与经营性业务具有不同的财务平衡方式：投融资业务依赖政府付费；经营性业务则依赖使用者付费（包括使用者与政府共同付费）。因此，地方融资平台的业务构成分别对应着彼此独立、体系封闭的资金循环与偿付保障²，即投融资业务的融资（主要）以地方政府的财政实力为偿债来源，经营性业务的融资（主要）以特定基础设施有偿使用产生的收益为偿债来源。换言之，地方融资平台业务构成的混合性，导致了债务构成风险特征的混合性。一般而言，投融资业务形成的债务大多属于税收支持型债务的范畴，经营性业务形成的债务属于项目收益型债务的范畴。

地方政府注入的土地、股权等资产，是否可以成为地方融资平台投融资业务债务（以下简称“融资债务”）的自偿性来源，从而改变其税收支持型债务的性质呢？我们认为，仍然需要依据其财务平衡方式和资金循环模式进行判定。在实践中，地方融资平台大多对注入资产不具有独立、自主的处置权，投融资业务的财务平衡与资金循环从属于地方政府财政预算的整体安排，地方政府也相应地以整体财力承担了其融资债务的偿债责任。因此，在此种交易结构下，注入资产的本质是地方政府为实现财政融资而透过地方融资平台为债权人提供的抵押品。

另一方面，地方政府也会为地方融资平台投融资业务（或者部分项目）设计“资产换项目”的交易结构，即以注入资产的变现增值预期替代财政性资金直接注入。此种交易结构所形成的地方融资平台投融资业务（或者部分项目）的财务平衡与资金循环，实质上是以注入资产未来的变现收入（包括增值收益）充当了资本金与融资债务的自偿性来源，地方政府则以注入资产为限对地方融资平台对债权人承担有限责任，其债务的风险内部化特征较为突出，因而属于（广义上的）项目收益型债务范畴。因此，地方融资平台投融资业务（与地方政府）交易结构的混合性，也是导致其债务构成风险特征混合性的重要原因。

图表 1：地方融资平台业务构成的资金循环模式



风险内部化原则的确认，强化了地方融资平台债务的项目收益型债务特征

2010年6月以来，中央政府陆续发布了规范地方融资平台的系列规定，从功能定位、公司治理、投融资与运营的商业化、风险隔离等方面确认了地方融资平台债务风险内部化的原则。即，中央政府通过对地方政府仅以出资额为限承担有限责任原则的重申，以及限制地方融资平台的债权人对地方政府（财政）追索权的设置，明确了地方融资平台债务的不可追溯性（Non-recourse）和自偿性（Self-liquidated），实现地方融资平台与地方政府（财政）的风险隔离。同时，中央政府对地方融资平台投融资商业化运作的强调，也突显了融资债务的项目收益型债务特征：地方融资平台作为市场主体，融资用于项目；金融机构的借款与项目直接一一对应，按照商业贷款审查标准³履行信贷管理。因此，地方融资平台投融资业务的项目质量（即项目整体收益对债务的保障程度），成为影响其融资债务以至于整体债务自偿能力的主要因素。

图表 2：中央政府对于地方融资平台债务风险内部化原则的确认

	具体规定	备注
功能定位	承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务；不再承担主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目融资任务（偿债资金70%以上来源于一般预算资金、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入、预算外收入等财政性资金）。	公益性项目指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目。
公司治理	按照《公司法》等规定，充实资本金，完善治理结构，实现商业运作；通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善股权结构。	
投融资与运营的商业化	融资项目必须符合国家产业政策、土地政策、环境保护政策、信贷审慎管理规定及宏观调控政策等要求，履行项目审批、核准或备案手续，按照规定用途使用资金，讲求效益，稳健经营。金融机构按商业化原则履行信贷审批程序，没有稳定现金流作为还款来源的，不得发放贷款。	
风险隔离	公益性资产不得作为资本注入融资平台公司；地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任；除法律和国务院另有规定外，地方政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保。	公益性资产是指为社会公共利益服务，且依据有关法律、法规规定不能或不宜变现的资产，以及不能带来经营性收入的基础设施等。

资料来源：国发[2010]19号及财预[2010]412号文

需要指出的是，在此背景下，地方融资平台融资债务自偿性的满足，是基于其投融资业务（与地方政府）交易结构的设计所致，而非直接以特定基础设施有偿使用产生的收益作为偿债

¹ 地方政府基于政治考虑，通常将公用事业的收费标准保持在仅能维持其日常营运的水平，换言之，公用事业的营收基本以覆盖其成本费用为限。尽管，折旧与摊销并不消耗现金流入，但是维持营运所需的必要的资本性支出，限制了其对公用事业营运实体自由现金流产生的贡献。这意味着，公用事业向投融资业务提供额外的资本补充的能力极其有限。

² 这并不否定地方融资平台投融资业务与经营性业务之间发生暂时性的资金往来的可能，但资金往来不会成为某项业务稳定的、主要的偿付保障来源。

³ 主要包括项目的合规性和可行性，项目的效益性以及还款来源的充足性和持续性，项目资本金的可靠性，项目融资需求的合理性，项目资金使用的真实性等方面的内容。

来源。针对公益性项目自偿性的不足，地方政府通过将特定来源收入与地方融资平台投融资业务的财务平衡和资金循环相衔接的交易结构⁴，使公益性项目的经济外部性得以内部化，从而构建起地方融资平台融资债务的自偿性机制。例如，地方融资平台投资的市政道路、公共交通等基础设施建设项目通过促进产业集聚或者产业转移为区域发展贡献了经济外部性，地方政府则将由此产生的土地增值收益（级差地租）按照约定的一定比例以土地使用权出让收入返还（分成）、基础设施代建（回购）收入等形式的对价支付（补偿）给地方融资平台。因此，地方融资平台投融资业务（与地方政府）交易结构的设计及其具体内容，是评价其项目质量的关键因素。另一方面，基于规模经济的考虑，地方融资平台投融资业务通常同时拥有多个项目，使其融资债务相应地具有了项目收益型债务之集合体的特点，因此交易结构的逐案化（case by case）评价成为必要。

经济外部性内部化的交易结构，决定了（在普遍情况下）地方政府是地方融资平台投融资业务唯一的交易对手（商业客户）。地方政府负有依据交易结构的约定、向地方融资平台为其提供的经济利益支付对价（补偿）的义务，基于双方交易活动所创造出来的债权债务关系（商业信用）也是地方融资平台资产的重要构成。即使是暂不纳入财政性资金范畴、源于地方融资平台自有资产的收入（例如已注入融资平台的土地使用权出让收入、车辆通行费等专项收费收入等），也需经由地方政府（财政）征收、计提之后再给予支付返还，其回收预期高度依赖于地方政府（财政）的信用能力。同时，地方政府通常承诺给予地方融资平台投融资业务相应的财政补贴，以降低项目发起人的进入成本、增强投资的经济可行性。因此，地方政府的履约情况，直接影响项目整体收益对债务的保障程度。综合而言，地方政府作为交易对手的信用风险，是评价地方融资平台投融资业务项目质量的基础因素。

此外，债务风险内部化原则的确认，意味着地方融资平台需要以（由交易结构决定的）固定的现金流入应对投融资业务中对应项目所面临的不确定的不确定性。因此，地方融资平台投融资业务的运营绩效，是其抵御不确定性冲击的弹性和缓冲的有效指示。同时，地方融资平台业务构成的混合性和投融资业务的项目集合体特征，也进一步增强了对其运营管理和风险控制能力进行评估的必要性。随着商业化运作的进化和经营性业务的发展，地方融资平台的运营管理和风险控制能力，在投融资业务的项目质量以至于整体自偿能力评估中的重要性程度将得以提升。

税收支持型债务的过渡性特征，是现阶段维持地方融资平台信用质量的有效支撑

中央政府 2010 年 6 月以来推行的规制政策，实现了地方融资平台与地方政府（财政）之间的风险隔离，导致其债务性质由税收支持型债务向项目收益型债务的转化。在无外部经营实

⁴ 即财预 [2010]412 号文所指的“已注入融资平台公司的土地使用权出让收入、因承担政府公益性项目建设获得的土地使用权出让收入返还、车辆通行费等专项收费收入”。

体给予增信措施的情况下，地方融资平台的自有资产是其债务的唯一支持保障，投资项目交易结构决定的现金流入是其偿还债务的唯一资金来源，债权人在地方融资平台出现违约之后无权要求股东（地方政府）承担（补充）清偿责任。相对于税收支持型债务，项目收益型债务由于偿债来源单一性的限制，导致其面临更高的风险暴露。

另外，监管层通过严格地方融资平台贷款的风险分类标准和拨备计提标准⁵、直接信贷管制⁶等政策工具，抑制金融机构给予地方融资平台信贷支持的动机和空间，也使其面临相应的再融资风险⁷。

不过，根据中央政府的规定，地方政府对融资平台公司 2010 年 6 月 30 日之前的存量债务负有偿付义务的，仍需继续履行偿债责任⁸。以能否依靠项目现金流偿还贷款本息为界，约有 3/4 以上的存量债务需由地方政府提供（最终）偿付保障⁹。因此，在一段时期内，地方融资平台债务仍然具有较为鲜明的税收支持型债务的过渡性特征。在地方融资平台的商业化进程中，税收支持型债务（换言之，即税收支持型的投融资业务的反映）是吸收其融资债务自偿性与经营性业务扩张所推升的风险暴露的有效缓冲、维持其信用质量的有效支撑。当然，随着存量债务占比的逐步下降，税收支持型债务的过渡性特征对于地方融资平台信用质量的支撑效用也相应衰退。

需要指出的是，中央政府的规制政策在一定程度上对地方融资平台的信用质量也产生了积极影响。首先，风险内部化原则的确认以及地方政府（财政）与地方融资平台公益性项目债务核算、统计、确认制度的完善，有利于增强金融体系对地方政府（财政）和地方融资平台的市场化约束力度，降低系统性风险的累积；其次，风险内部化原则促进了地方政府（财政）与地方融资平台投融资业务的交易结构的规范性与透明度，从而增强了地方融资平台投融资业务财务平衡与资金循环的确定性；第三，金融机构的借款与地方融资平台投融资业务的项目直接一一对应，有利于避免不同项目（法人）之间的风险混同与风险传导，提高地方融资平台投融资业务的透明度，充分发挥其作为项目集合体的优势。

⁵2010 年末，监管层要求金融机构应按现金流覆盖比例划分的全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖融资平台贷款计算资本充足率贷款风险权重，四种情况下的风险权重分别为 100%、140%、250% 和 300%。同时，规定项目自身经营性现金流不足、需主要依靠担保和抵质押品作为还款来源的贷款，如贷款项目自身现金流、担保及抵质押品折现价值合计不足贷款本息 120% 的融资平台贷款，应至少归为次级类；不足 80% 的，应至少归为可疑类。

⁶2011 年初，监管层要求商业银行严格控制对地方融资平台贷款的增量，仅允许平台贷款在有偿还能力的保障性住房建设领域（公租房、廉租房、棚户区改造）适度新增。对已发放的和 2009 年及以前所签项目合约下的分期贷款，要重新统筹融资平台整体偿债能力和贷款项目本身还本付息能力。对于到期的平台贷款本息，不得展期和贷新还旧。

⁷不过，纳入一般公司类贷款管理的融资平台贷款，以及金融机构向融资平台按照商业化原则发放的贷款，不受影响。

⁸国发[2010]19 号及财预[2010]412 号文规定，对融资平台公司存量债务，要按照协议约定偿还，不得单方面改变原有债权债务关系，不得转嫁偿债责任和逃废债务。另外，经国务院核准或审批的重大项目，如城市快速轨道交通项目等，可暂继续执行既定融资计划。

⁹银监会 2010 年第三次经济金融形势通报会议披露，截止 2010 年 6 月末商业银行地方融资平台贷款 7.66 万亿元。其中，能够依靠项目现金流偿还本息的融资平台贷款规模占全部贷款余额的 24%；第一还款来源不足、必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款，有 4 万亿元左右，占比约 50%；贷款项目借款主体不合规，财政担保不合规，或本期偿还有严重风险，例如贷款挪用和贷款做资本金的，占比约 26%。