



RESEARCH

研究报告

2011年第2期 总第9期

地方政府信用评级面临三个障碍
地方政府债务融资的结构性风险及改革建议
地方融资平台风险特征的变化及其对信用质量的影响



2011年第2期 总第9期
(内部刊物, 仅供参考)

主办:
上海新世纪资信评估投资服务有限公司

地址
上海市汉口路398号 华盛大厦14F

邮编
200001

电话
021-63501349

传真
021-63500872

联系人
鞠海龙

网址
<http://www.shxsj.com>

Email:
mail@shxsj.com

本刊编辑部声明:
本刊所刊载全部内容版权归新世纪所有, 非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。

前言

随着我国经济和资本市场的发展, 信用评级行业呈现出日新月异的变化。为了与广大投资者、发行方进行更深入的交流, 继专刊出版后, 新世纪公司推出专题研究——《研究报告》, 将我们的研究成果介绍给读者。期望在与大家共享、交流评级技术的同时, 能为促进我国评级行业的发展做出我们应有的贡献。

目录

地方政府信用评级面临三个障碍.....	01
地方政府债务融资的结构性风险及改革建议.....	03
地方融资平台风险特征的变化及其对信用质量的影响.....	12

地方政府信用评级面临三个障碍

曹明 / 文

近年来，基础设施和保障性住房建设资本支出所导致的融资需求，引致了地方政府债务筹资模式的制度创新。目前，中国市政债券的框架雏形业已显现，财政部代理发行地方政府债券（简称“地方债”）和地方政府融资平台公司债务（简称“融资平台债”）分别向一般责任型债券（简称“普通债”）和项目收益型债券（简称“收益债”）演化。在此过程中，开展地方政府信用评级，是建立地方政府公共融资的市场化约束和风险分担机制的重要基石。

目前，地方债由财政部代理发行并代办还本付息。国务院明确规定，地方政府作为发行和偿还主体，统筹安排综合财力以承担还本付息责任。对于未能按时偿付本息的，则按一定比例发行 1～5 年期新债券分年全部归还，或由中央财政在办理中央与地方财政结算时如数扣缴。换言之，中央财政不承担债券偿付的连带责任，完全由地方政府以自身财力承担偿付责任。因此，地方债属于普通债的范畴，地方政府信用评级自然是对其信用品质进行的预期。

2010 年以来，监管部门发布了规范融资平台公司的系列规定，从体制定位、公司治理、股东责任、投融资与运营的商业化原则以及债务的还款来源、债务统计等若干方面确定了融资平台公司债务风险内部化的基本特征：即地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任，融资平台公司以自身产生的经营性现金流偿还债务本息。因此，融资平台债属于项目债的范畴。

对于融资平台债的风险评价，地方政府信用仍然是重要的考察要素。第一，地方政府作为融资平台公司主要的商业客户，仍需对融资平台公司为其提供的产品承担支出义务。因此，地方政府信用评级是影响融资平台信用特征的关键要素。第二，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债义务的，仍需按照协议约定继续履行偿债责任。因此，在存量债务到期前，融资平台债仍在一定程度上具有普通债和收益债的混合特征，地方政府信用也需要作为重要因素予以考察。

中国债券市场尤其是融资平台债的快速发展，对地方政府信用评级提出了客观要求。国内主要的评级机构已初步具备了开展地方政府信用评级的执业能力和技术储备，但仍面临以下迫切需要解决的障碍：

首先，发展地方政府信用评级面临政策限制。国务院办公厅曾于 1995 年发布了《关于地方政府不得对外举债和进行信用评级的通知》，对地方政府举债和信用评级进行限制。但融资平台债的快速扩张，使得评级机构对地方政府信用评级进行研究成为当务之急，因此，应当对该项规定予以修订，允许国内评级机构开展地方政府信用评级。

其次，国内评级机构缺乏地方政府信用评级实务的业务机会。目前，财政部代发地方债时没有进行信用评级，这一方面不利于地方债的市场化发展，另一方面也令国内评级机构失去地方政府信用评级的业务机会，无法通过业务实践活动积累评级数据、验证评级技术、提高评级能力。因此，地方债发行应当引入地方政府信用评级，一方面为监管部门、债权人提供风险研判的参考，另一方面也有利于国内评级机构尽快完善评级方法、提高国际竞争水平、形成市场影响力。

最后，财政透明度目前尚无法满足地方政府信用评级的基本需要。由于预算公开仍需继续推进，不同层级、不同区域的地方政府进度不一，财政预算与执行、财政体制与管理、债务口径与统计等方面的透明度较低，信息披露的时效性也较弱，限制了评级机构评级依据的可靠性。同时，推动预算管理模式和财政会计核算体系由收付实现制向权责发生制的改革，区分经常性支出和资本性支出项目，也是增强地方政府信用评级可靠性的基础要件。（本文已发表于《当代金融家》2011年4月期）

地方政府债务融资的结构性风险及改革建议

曹明 王卢羨 / 文

摘要

近年来,基础设施和保障性住房建设资本支出导致的融资需求引致了地方政府的债务扩张。其中,融资平台公司成为地方政府债务融资的主要构成;国有企业(非融资平台公司)的运营投资缺口和地方政府财政经常性收支缺口,对地方政府债务规模的影响趋弱。

根据估算,地方政府债务余额约占全国 GDP 的 20% ~ 30%,土地出让收入大致可以使其获得 1.5 ~ 2.2 倍的利息保障倍数。下游房地产业的杠杆率仍处于可控水平,地方政府的资本支出能力尚未泡沫化。中国较低的城市化率和市政基础设施领域不良资产率持续的较低水平,反映了市政基础设施投资在整体上符合商业化原则,债务融资的经济可行性较高。

不过,在新一轮财政体制改革中应当针对地方政府公共融资的结构性风险进行制度性的改善:改革现行的以土地出让收入为主的筹资模式,使得地方政府基础设施和保障性住房建设的资本支出获得稳定的、跨周期的收入来源,并在短期内提高市政基建领域中的政府自有资金率;改革通过融资平台公司表外负债的地方政府债务管理模式,建立地方政府统一的、财政实力与债务规模相平衡的约束机制,为地方政府财政风险的控制与防范建立制度基础;依据基础设施和保障性住房建设财务平衡方式的不同,分别设置市政债和项目债的融资工具,建立公共融资的市场化约束机制、差异化的风险补偿机制。

本文主要内容已发表于《中国债券》2011年2月期。

基础设施和保障性住房建设资本支出所导致的融资需求引致了地方政府的债务扩张

中国经济的市场化与分权化改革，以及区域经济之间的竞争格局，迫使地方政府对市政基础设施投资具有高度的支出责任和投入动力。然而，1994年分税制改革并未就省以下政府的收入分配与公共服务的资本支出责任之间的匹配建立起规范的制度安排，地方政府通常没有资金或只有最低的流动性来满足公共物品庞大的资本支出需求。同时，中央政府对地方政府采取普遍禁止、特案批准的债务预算管理机制¹，限制了地方政府利用债务融资工具满足资本支出预算的范围和效率，从而导致地方政府通过设立融资平台公司以广泛、灵活地实现财政融资功能。

地方政府通常指示融资平台公司利用债务融资先行投资市政工程和公共服务，以满足经济和社会发展的客观需要。同时，为满足预算收付实现制和收支平衡原则的要求，地方政府依据公共财政预算相应领域的预算收入决定同期资本支出的预算纳入口径，更多的资本支出发生额则以融资平台公司资产的形式予以保留，等待后续年度的预算转入。地方政府的预算支出在弥补经常性支出后以政府补贴（补助）、项目回购款（BT或BOT等）、政府增资等形式流入融资平台公司用于其还本付息、或者调整资本结构（最终也是用于换本付息），从而维持其信贷（周转）能力甚至开始新一轮更大规模的债务融资活动。

另一方面，20世纪末以来，国有企业的市场化改革，强化了政府与国有企业尤其是从事经营性业务的国有企业（非融资平台公司）之间的预算约束，政府的出资人权利义务与国有企业（非融资平台公司）的运营投资活动得到了较为清晰的切割。同时，国有银行的商业化改革，也建立并强化了国有银行对国有企业信贷的商业化约束机制，基本形成了商业银行自主的信贷风险管理架构。因此，从事经营性业务的国有企业（非融资平台公司）应当被视为债务自偿、风险内部化的运营实体，政府的股东义务主要体现为通过国有资本预算为其补充资本。与之对应的是，融资平台公司的融资活动作为地方政府满足提供基础设施和保障性住房建设资本支出融资需求的主要途径，不仅是其债务融资的构成主体，也是刺激其债务扩张的主要成因。

此外，2004年以来，中央政府在财政实力快速提高的背景下，注意到政府间财力与事权匹配失衡对于地方政府提供均等化基本公共服务构成的限制及其衍生的债务风险，加大了对地方政府的转移支付力度²。整体而言，中央政府提供的转移支付，有效地补充了地方政府的财政支出能力，为地方财政保持经常性收支平衡设立了基本的财务机制³，并成为部分由于地方

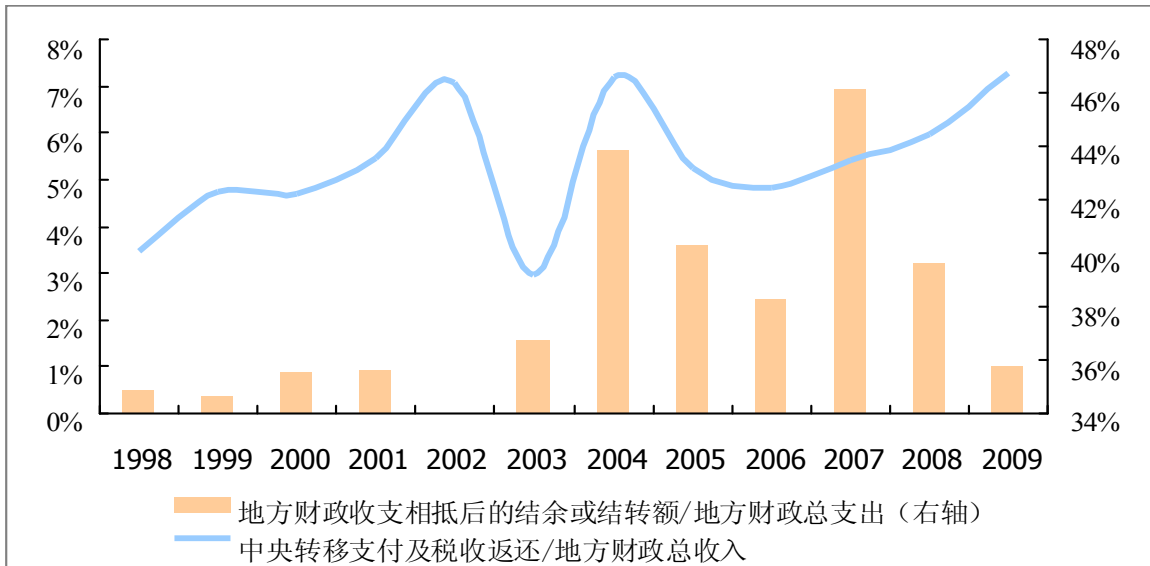
¹《中华人民共和国公路法》、《国务院关于加强国有土地资产管理的通知》（国发[2001]15号）等法律和国务院规定，允许地方政府可以利用贷款为公路建设、土地储备融资。此外，中央政府允许地方政府利用国债转贷、外债转贷、代发地方债等方式，满足已经国务院核准或审批的重大项目的融资需求。但是，中央政府提供国债转贷、代发地方债等融资方式，是基于特定经济形式下的非常规举措，例如1998年应对亚洲金融危机的国债转贷，2009年应对全球金融危机的代发地方债。

²地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出在2004年出现高值，主要是当年财政增收的超常规或一次性因素较多，中央政府决定财政超收部分主要用于解决历史欠账和增加经济社会统筹发展方面的支出，从而增加相应转移支付额所致。同时，当年为配合农业税、增值税和出口退税等改革，中央财政也相应增加有关转移支付额。2005年，上述因素消失后，地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出相应大幅降低。

³相对于2004年以后中央转移支付及税收返还/地方财政总收入的比例，2002年以前该比例的高值与同期较低的地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出的比例，更多地反映了2002年以前中央转移支付不足对于地方财政支出能力的限制。

政府财力与事权失衡而形成的历史债务的偿付途径。1998年以来，在地方财政支出复合增长率近20%的情况下，地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出在2004年以后出现显著提高，反映了地方政府预算在中央转移支付支持下获得的冗余度提升，财政经常性收支缺口对地方政府债务规模的影响日渐趋弱。

图表 1. 中央转移支付对地方财政收支平衡的支持



资料来源：财政部

地方政府债务余额约占全国 GDP 的 20% ~ 30%，融资平台公司债务是主体

限于统计数据的可得性，我们将市政基础设施领域固定资产投资⁴中的国有控股部分视为地方政府的投资额，其中，国家预算内资金视为地方政府的自有资金投入，两者差额则视为地方政府的债务融资投入。不过，电力、热力领域的国有投资中，中央企业是重要的投资主体；铁路领域的国有投资中，铁道部是主要的投资主体，因而应当剔除电力、热力的生产和供应业与铁路运输业中的中央投资额。

国有银行经过 20 世纪末不良资产剥离之后，受商业化改革尤其是改制约束的影响，大约于 2003 年左右才开始规模化地向融资平台公司信贷开放。因此，我们统计了 2004-2009 年市政基础设施领域的地方政府债务投入总额⁵。在此基础上，对地方财政在此期间的还本付息额予以扣除，从而估算出地方政府 2009 年末的债务余额大约为 10 万亿元左右。

基础设施和保障性住房建设主要通过政府付费和使用者付费两种方式（兼有混合型）实现

⁴ 根据国家统计局国民经济行业分类标准，我们选取电力、燃气及水的生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；科学研究、技术服务和地质勘查业；水利、环境和公共设施管理业；教育；卫生、社会保障和社会福利业；公共管理和社会组织等 7 个行业作为主要的市政基础设施投资领域，将这些行业的固定投资额之和视为市政基础设施投资总额。受现行政府间事权划分的规定，这些领域中的政府投资以地方政府为主。

⁵ 2003 年未披露国民经济行业细分数据，无法统计市政基础设施领域的政府投资额。不过，相对于市政投资 2004-2009 年的总额，2003 年数据占比小，因此对结论影响不大。

财务平衡，其中使用者付费的基础设施和保障性住房建设可以折旧、摊销与盈利还本付息，政府付费的基础设施和保障性住房建设在现行预算体制下主要依赖土地出让收入还本付息。根据我们的了解，与公共财政预算中资本支出的处理方式相同，地方政府通常依据土地出让收入决定同期土地出让支出的预算纳入口径，当期地方政府性基金预算⁶中的土地出让支出预算反映的是历史发生额中的一部分（实践中，土地由储备到出让至少需要经历跨年度的时间），实际用途是流入融资平台公司用于还本付息。限于无法获得土地出让支出 2005 年以前的权威数据，我们将 2006-2009 年的全国土地出让支出视为地方政府的已还本付息额。限于数据的可得性，我们忽略了使用者付费的基础设施和保障性住房建设（例如水、电、煤等公用事业，收费公路以及公共文化场馆等）的折旧、摊销与盈利对还本付息的贡献，交通运输、仓储和邮政业中部分领域由中央企业或从事经营性业务的国有企业完成的投资额，地方政府组成部门及下属事业单位的借贷投资额，以及地方政府（融资平台公司）对供应商和承包商等欠付的商业信用等方面因素对估算结果的影响。

图表 2. 地方政府债务规模估算（2009 年末） （单位：亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
固定资产投资国有控股部分						
电力、燃气及水的生产和供应业	4480.0	5661.6	6425.5	7091.2	8156.5	10740.6
交通运输、仓储和邮政业	6627.9	8082.5	10143.6	11540.2	13795.4	20601.4
科学研究、技术服务和地质勘查业	268.5	356.7	360.7	381.3	470.9	721.9
水利、环境和公共设施管理业	4546.1	5557.5	6748.5	8157.7	10699.4	15459.8
卫生、社会保障和社会福利业	400.1	502.2	593.4	664.4	848.2	1381.0
教育	1619.1	1699.8	1818.3	1865.4	1933.1	2714.2
公共管理和社会组织	1908.4	2066.7	2247.9	2252.9	2452.7	3133.3
合计	19850.10	23927.00	28337.90	31953.10	38356.20	54752.20
地方政府财政投入 ^{注1}	2419.67	3192.319	3682.1433	4528.8613	6072.5	9224.7
铁道部投资额 ^{注2}	752.70	1121.80	1765.50	2239.50	3694.80	6059.20
中央电力企业投资额 ^{注3}	1699.10	2194.30	2661.80	3051.10	3909.90	4516.80
还本付息金额 ^{注4}	-	-	4022.0	7935.2	9563.3	12327.1
余额	14978.63	17418.58	16206.46	14198.44	15115.65	22624.40
余额总计				100542.16		

注1：以固定资产投资中的国家预算内资金代替

注2：以铁路运输业固定资产投资中的中央投资额代替

注3：以电力、热力的生产和供应业固定资产中的中央投资额代替

注4：以土地出让支出额代替

资料来源：中国统计年鉴

另一方面，我们在合理估算的基础上，统计了见诸于公开资料的地方政府债务规模，得到 8.64 万亿元的结论。这一统计口径与 10 万亿元的差额，除了疏漏因素以外，也与 10 万亿统计口径中的忽略因素相关。

⁶2007 年之前，土地出让收入先纳入财政预算外专户管理，再将扣除征地补偿和拆迁费用以及土地开发支出等成本性支出后的余额缴入地方国库，纳入地方政府性基金预算管理。2007 年开始，国家对土地出让收入管理制度进行了改革，将全部土地出让收入缴入地方国库，纳入地方政府性基金预算管理，与公共财政预算分开核算，专款专用。

根据银监会的数据，8.64万亿元中约有1.84万亿元属于提供使用者付费基础设施和保障性住房建设的融资平台公司借款⁷，因此，可将1.84万亿元归为项目收益型债务，并至少另有6.8万亿元属于需要地方政府以财政收入作为偿债来源的税收支持型债务。综合而言，2009年末，地方政府债务的狭义口径为6.8万亿元，广义口径为8.6~10万亿元，大致约占全国GDP的20%~30%。

图表 3. 已披露的地方政府债务类别与金额

构成	金额（亿元）
长期建设国债转贷地方 ^{注1}	720
金融稳定再贷款 ^{注2}	705
外债转贷 ^{注3}	4176
地方融资平台借款 ^{注4}	73800
地方融资平台债券 ^{注5}	2000
地方债	2000
银信证 ^{注6}	3000
合计	86401

^{注1}：为应对亚洲金融危机，1998年开始由国家增发一定数量的国债，通过财政部转贷给省级政府，用于地方经济和社会发展建设项目。1998-2003年，地方政府分别获得500、500、500、400、250、250亿元，合计2400亿元。其中，转贷给沿海发达地区国债的资金还贷期限为6年，含宽限期2年，年利率为5.5%；转贷给中西部地区的还贷期限为10年，含宽限期2年，年利率为5%。限于数据的可得性，按70%计算已还本金额。

^{注2}：1998年以来，在对中小金融机构进行市场整顿或市场退出过程中，为解决兑付缺口问题，26个省级政府以财政担保向中国人民银行申请了1411亿元的再贷款。央行再贷款利率为2.25%，本息支付包括三种形式：一是借款期限为3至10年，每年等额归还本金，按季付息，绝大部分地区采用该方式；二是借款期限为13年，借期内按季付息，前5年不归还本金，后8年每年等额偿还本金，四川和海南省采用该方式；三是借款期限8年，实行“先还本、后付息，不计复利”，每年等额归还本金，利随本清，广东省采取该方式。然而，由于金融机构资产清理的清偿率低，地方政府还本付息情况不佳。截至2002年上半年，有19个省（区）不同程度存在欠还本息的问题，占借款地区总数的73.1%，只有广东省能够提前还款。鉴于此，财政部于2002年末规定，从中央对省的转移支付和税收返还资金中，按每年应还未还专项借款本金的50%扣还，借款利息全部扣还。限于数据的可得性，按50%计算已还本金额。

^{注3}：财政部代表我国政府对外举借的债务，包括国际金融组织贷款、外国政府贷款和境外发行本外币债券3种形式，可分为中央财政统借统还和统借自还两类。其中，地方政府获得的外债转贷属于统借自还部分，即由财政部统一借入、由实际使用贷款的部门或项目单位负责最终偿还，不计入国债余额。截至2009年底，我国政府债务外债余额684.95亿美元，折合人民币4677亿元。其中，中央财政统借统还余额为501亿元（计入国债），因此统借自还的余额应为4176亿元。鉴于统借自还通常需要地方政府财政担保，因此按该部分余额全部计入地方政府债务。

^{注4}：媒体信息，银监会人士披露2009年末地方政府融资平台贷款余额7.38万亿，同比增长70.4%；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。

^{注5}：由于各方对城投债的统计口径不一，我们取估算数2000亿元。

^{注6}：银信证指银行（委托人）委托信托公司（受托人）设立单一资金信托计划，募集资金用于公益性（基础性）基础设施建设，并将信托计划分卖给投资者的金融合作模式，实际上是地方政府利用信托融资的方式。这方面的统计数据非常不透明，媒体曾披露2009年1季度政信银的募集资金超过1000亿元。鉴于该产品于2008年7月出现，2009年5月银监会下发《关于信托公司信政合作业务风险提示的通知》后迅速萎缩，2009年1季度处于该产品的高发期，我们大致估算其余额不超过3000亿元。

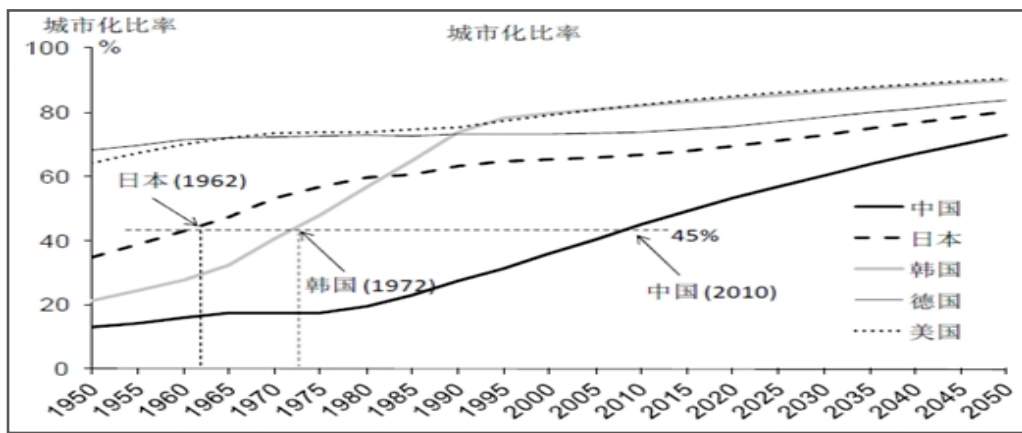
资料来源：新世纪依据公开资料整理

⁷ 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%。

整体而言，地方政府债务融资具有较高的经济可行性和偿付安全性

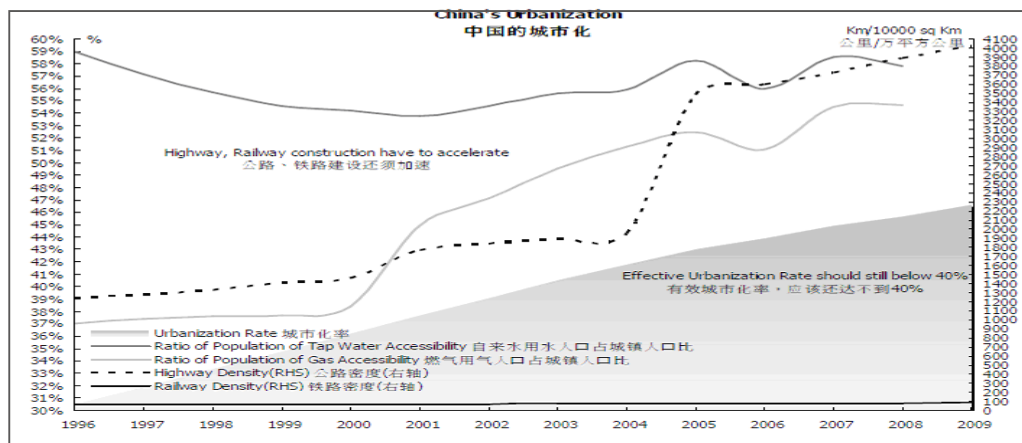
中国较低的城市化率，意味着市政基础设施大规模投资的合理性以及投资效益的保障预期。目前，中国 45% 左右的城市化率与 70% 这一先进水准还有相当大的距离。而且，城镇基础设施领域中的人均指标，显示了中国已城市化地区对基础设施的需求仍存在很大空间。例如，目前自来水用水人口只占城镇人口的 58%；燃气用气人口只占城镇人口的 55%，等等。20 世纪 90 年代中期收紧信贷繁荣期以后的商业银行不良资产率也显示，市政基础设施领域的不良资产率相对于其他行业，不仅历史波动性更小，而且绝对值也处于较低水平。这反映了在庞大需求的支撑下，中国的市政基础设施投资及其债务融资在整体上符合商业化决策和信贷原则。

图表 4. 中国城市化率的比较



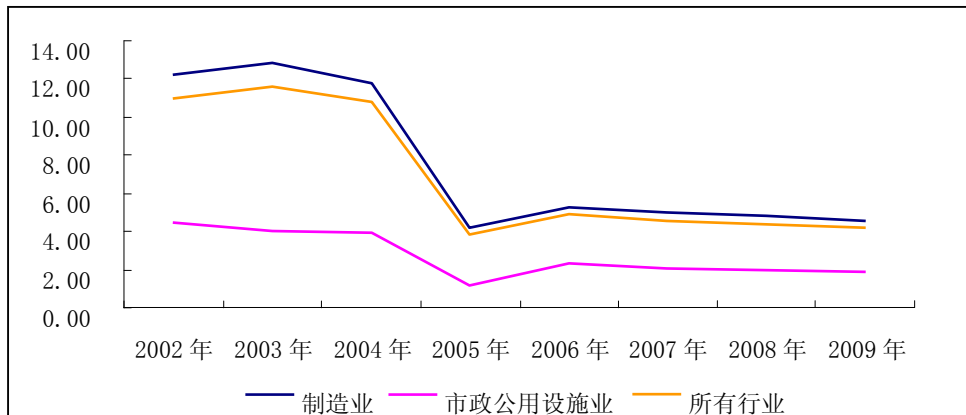
资料来源：CEIC, Haver Analytics, Goldman Sachs

图表 5. 中国的有效城市化率



资料来源：CEIC, CEIC derives

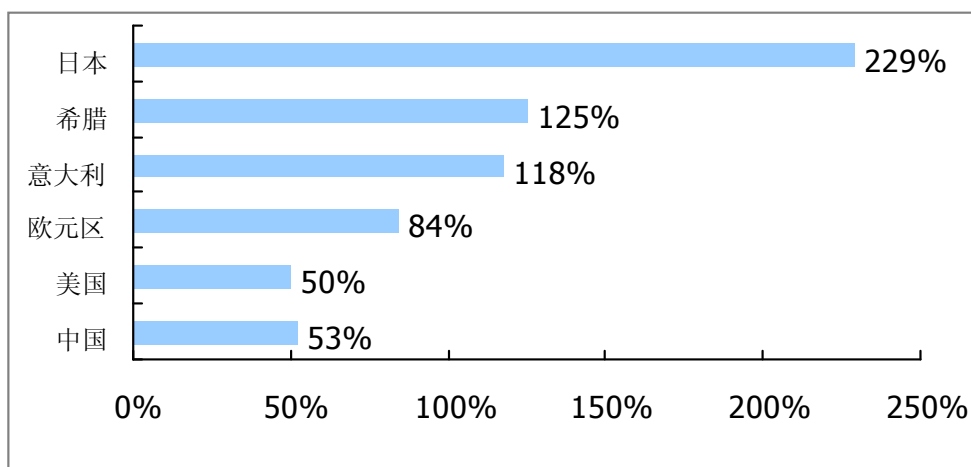
图表 6. 市政基础设施领域的不良资产率保持了持续的低水平（单位：%）



资料来源：wind

同时，市政基础设施投资额与 GDP 的比例（近年来一直维持在 12%，2009 年跃至 16.33%）和地方政府债务余额与 GDP 的比例（广义口径为 30%），反映了地方政府债务融资的较大潜力。这相对于以“地方财政收入（一般预算收入）/ 地方政府债务”的指标衡量地方政府偿债能力更为可靠，因为政府预算现行的收付实现制原则无法区分经常项目和资本项目，经常性收入（税收收入主要为经常性收入）与资本性支出的比值是不具有任何的指示意义的。“土地出让收入（支出）/ 地方政府债务”的指标则在一定程度上反映了地方政府债务的利息保障程度（无法反映当期的还本能力，因为当期的债务尚作为存货反映在融资平台公司的资产科目之中）。2009 年，地方政府债务按年利率 8% 计算，需要支付 5500 ~ 8000 亿元的利息支出，从而获得 1.5 ~ 2.2 倍的利息保障倍数。

图表 7. 各国政府债务占 GDP 的比例

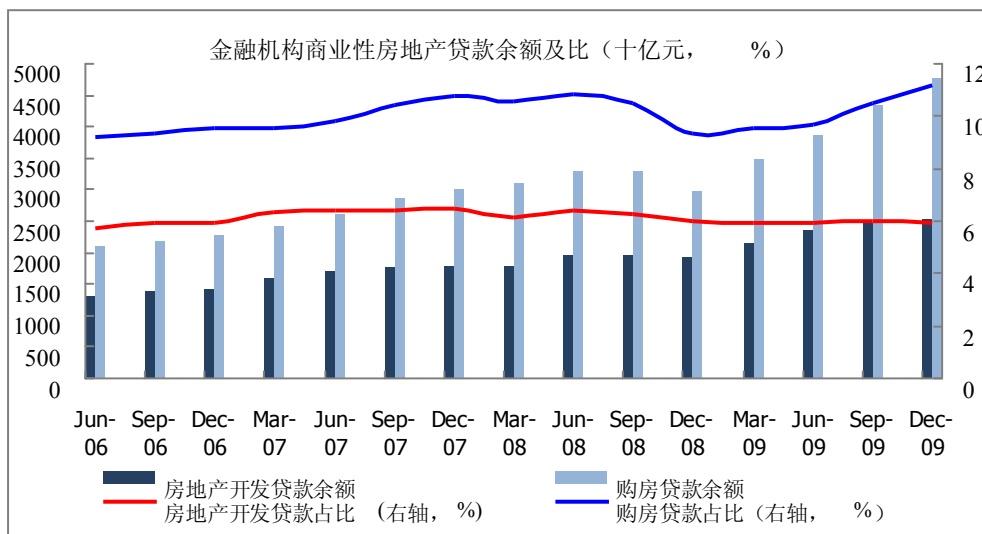


注：中国中央政府 2009 年末实际国债余额为 60238 亿元，占 GDP 的 17.7%；2000-2001 年期间商业银行剥离但仍体现在资产管理公司账面上的不良贷款总额为 1.6 万亿元，接近 2009 年 GDP 的 4.8%；地方政府债务约占 2009 年 GDP 的 30%。三者合计，大约 53%。

资料来源：CEIC, Haver Analytics, Goldman Sachs

实际上，土地出让收入主要支持资本支出、与经常项目支出相分离的预算模式，给予了地方政府决定资本支出预算较高的弹性。并且，下游房地产业的杠杆率仍处于可控水平，显示现阶段地方政府的资本支出能力尚未泡沫化。整体而言，地方政府为提供基础设施和保障性住房建设的资本支出而进行的债务融资具有较高的经济可行性，2009年启动的全国性、大规模基建有助于为中国下一阶段的经济转型和产业升级创造具有效率优势和世界级竞争力的基础设施网络。

图表 8. 房地产业的杠杆率仍处于可控水平



资料来源：中国人民银行

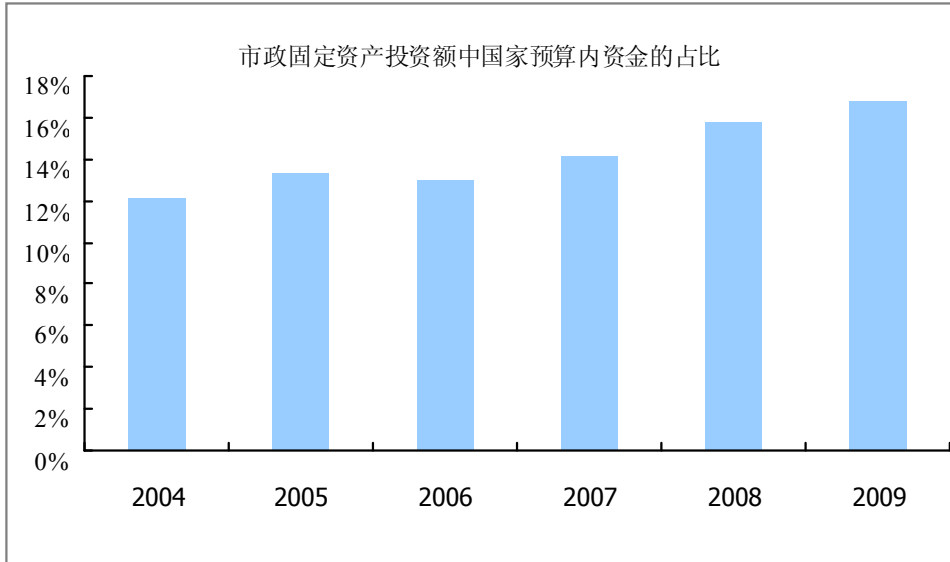
结构性风险不容忽视，需要针对性地改革地方政府公共融资模式

地方政府债务融资整体上的经济可行性，并不意味着对个案化、结构性风险的否定，新一轮财政体制改革应当对其进行制度性的改善。

首先，地方政府资本支出的整体杠杆率高，偿付能力对信贷周期的敏感度高。地方政府通过对融资平台公司注入资产等方式优化资产负债表与利润表，使之具备以存量资金放大信贷、进而维持信贷周转的能力。这种方式扩张了地方政府融资的杠杆率，尽管在2009年出现明显提高，但市政基础设施固定资产投资额中的政府自有资金率仍低于17%，远远落后于基建行业中企业固定资产投资的自有资金率。同时，地方政府缺乏足够的、与资本支出相匹配的支出预算，主要依赖于土地出让收入支持债务融资能力，不仅导致地方政府的流动性和偿付能力对信贷周期的敏感度高，而且难以形成稳定的资本支出预算，从而对其管理城市化进程和保持投资决策的长期效率构成挑战。因此，应当改革现行的以土地出让收入为主的资本支出筹资模式，使房产税成为地方政府稳定的主体税种，从而为基础设施和保障性住房建设的资本支出提供稳定的、跨周期的收入来源，建立基础设施和保障性住房建设的年度折旧与（扩大）再生产的财务平衡机制，并在短期内提高市政基建领域中的政府自有资金率。同时，推动政府预算管理模

式和财政会计核算体系由收付实现制向权责发生制的改革，区分政府财政的经常项目和资本项目，从而为市政基础设施资本支出的投资决策和财务平衡（偿债能力）提供评估基础。

图表 9. 市政投资领域中政府的自有资金比例



资料来源：中国统计年鉴

其次，地方政府债务以表外负债的形式体现于融资平台公司的资产负债表上，妨碍了政府债务管理的预算约束，不利于财政风险的制度化防范。尽管中央政府于近期再次强调地方政府仅在出资范围内对融资平台公司承担有限责任，融资平台公司的债务风险内部化，禁止地方政府为融资平台公司融资行为提供担保，然而，地方政府仍需作为商业客户对融资平台公司为其提供的经济利益承担支出义务（例如 BT 回购收入、土地出让金和车辆通行费收入返还等）。换言之，禁止担保仅限制了融资平台公司债权人对地方政府的追索权，但并没有切割融资平台公司与地方政府之间的（商业信用）债权债务关系。因此，应当建立地方政府统一的、财政实力与债务规模相平衡的约束机制，包括地方政府债务计量（确认）、预算、预警、管理、监督、信息披露等制度体系，为地方政府财政风险的控制与防范建立制度基础。

第三，地方政府预算缺乏制度化的债务融资工具，过度依赖融资平台公司实现资本支出融资，不仅限制了地方政府市政基础设施投资的灵活性和支出效率，而且不利于建立地方政府公共融资的市场化约束机制。地方政府利用融资平台公司同时为政府付费和使用者付费的基础设施和保障性住房建设进行融资，导致监管部门、债权人（包括银行、债券投资者等）无法区分税收支持型和项目收益型债务及其之间风险暴露的差异，难以进行具体化、分层化的风险控制（风险定价），从而出现宏观调控中的“一放就乱，一管就死”的体制性弊端。因此，依据基础设施和保障性住房建设财务平衡方式的不同，分别设置市政债和项目债的融资工具，建立公共融资的市场化约束机制、差异化的风险补偿机制，不仅有利于增强经济体的弹性，增进社会总福利、总效率的提升，同时也有利于明确公共融资的风险暴露及其差异化程度，发挥金融体系风险定价机制对于财政平衡的制约功能。

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

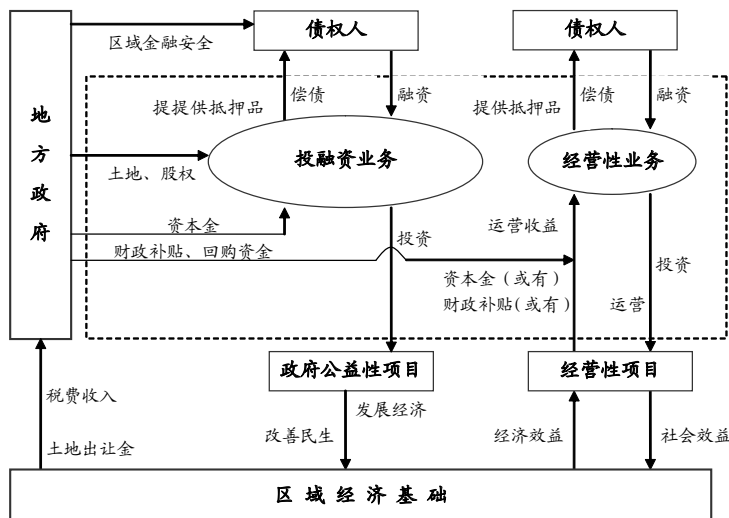
持信贷循环。由此，一般而言，地方融资平台形成了以经营性业务（通常为公用事业）为基础、以政府公益性项目投融资（以下简称“投融资业务”）为主体的运营模式，体现为其拥有超出经营性业务偿还能力的债务负担¹特征。

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%。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理
等信用服务的机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

公司业务

债项评级：企业债券、公司债券、可转换公司债券 / 分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、
资产证券化等。

主体评级：借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。

其他业务：企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格
中国人民银行总行认定的银行间债券评级资格
中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质
中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质
中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资格

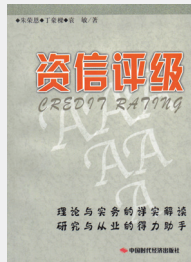
书籍系列



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



专刊



研究报告



季刊



年刊



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>