

# 地方政府投融资平台债务 风险问题研究

■ 文/鹏元资信评估有限公司 证券评级一部 刘洪芳

**摘要:** 伴随着地方政府投融资平台的迅猛发展,其债务风险也急剧上升。为控制债务风险,政府颁布了19号文及相关细则,要求从融资主体资格、融资主体资产构成、贷款融资及债券融资行为、债务融资担保行为等方面采取了应对措施。目前当务之急是全面贯彻落实各项政策,同时大力发展城投债市场。

**关键词:** 投融资平台 债务风险 19号文

**Abstract:** Along with a spurt growth of investing and financing platform, the debt risk rose sharply. For control the debt risk, government issued document No.19 and detailed rules, asked to take measures from issuer qualification, issuer assets composition, risk management of loan financing and bond financing, financing guarantee and so on. Our top priority is to implement the policies, and accelerate the development of the city construction investment bond market.

**Keyword:** Investing and Financing Platform Debt risk Document No.19

## 一、地方政府投融资平台发展现状

我国分税制财税体制下,中央和地方在事权和财权的分配上出现了事权的重心下移而财权的重心上移,进而导致了地方政府事权和财权的不对等,因此,在我国城市化加快发展阶段,导致大部分地方政府可支配财力远远无法满足庞大的资金需求,唯有寻求外部融资。然而,我国《预算法》明文规定地方政府不得发行地方政府债券,此外,《贷款通则》也规定地方政府不得作为借款人直接向银行借贷。为解决资金需求与供给矛盾的问题,各地方政府采取变通的方式,通过设立隶属于地方政府的投融资平台,或向银

行借款,或按照《企业债券管理条例》来发行债券,筹集资金用于市政建设。

虽然我国地方政府投融资平台的存在由来已久,但其快速发展以及风险的快速积聚主要从2008年下半年国际金融危机的爆发开始。2008年11月,为应对国际金融危机,我国政府实施了积极的财政政策,出台了4万亿元的投资刺激计划,其中,中央仅承担1.18万亿元,其余部分都要求地方政府给予配套资金支持和税收优惠。与此同时,2009年初,中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整,促进国民经济平稳较快发展的指导意见》,提出

“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”，受此影响，地方政府投融资平台如雨后春笋般涌现出来。根据审计署35号公告，截至2010年底，全国省、市、县三级政府共设立地方政府投融资平台6,576家，其中：省级165家、市级1,648家、县级4,763家；有3个省级、29个市级、44个县级政府设立的地方政府投融资平台均达10家以上。从这些公司的经营范围看，以政府建设项目融资功能为主的3,234家，兼有政府项目融资和投资建设功能的1,173家，还进行其他经营活动的2,169家。

## 二、地方政府投融资平台债务风险状况

地方政府投融资平台数量迅速增长的同时，其融资规模也增长迅猛。根据审计署35号公告的统计数据，截至2010年末，地方政府投融资平台政府性债务余额49,710.68亿元，占地方政府性债务余额的46.38%，其中：政府负有偿还责任的债务31,375.29亿元、政府负有担保责任的债务8,143.71亿元及其他相关债务10,191.68亿元，分别占63.12%、16.38%和20.50%。从层级看，省级8,826.67亿元、市级26,845.75亿元、县级14,038.26亿元，分别占17.76%、54%和28.24%。

地方政府投融资平台融资规模的迅猛增长尤其是贷款规模大幅增加，导致地方政府债务风险急剧上升。根据审计署2010年6月23日公布的数据，通过对18个省、16个市和36个县本级的审计，其中有7个省、10个市和14个县本级债务率超过100%，最高的达364.77%，在国外，债务率是反映地方政府负债压力的最重要指标之一，美国规定债务率（州或地方政府债务余额/州或地方政府年度总收入）为90%-120%；新西兰要求地方政府债务率小于150%；巴西规定借款额不得超过资本性预算的规模，州政府债务率（债务

余额/州政府净收入）小于200%，市政府债务率（债务余额/市政府净收入）小于120%。我国少量地区债务率超过200%，反映了一些地方政府财政确实存在较大的风险。

此外，地方政府投融资平台债务风险还延伸到银行系统风险和城市化发展风险两方面。首先，地方政府投融资平台巨大的银行贷款规模可能导致银行产生大量的不良资产。2010年中国银监会已把地方政府投融资平台风险列为银行业三大风险之首。目前中国地方政府投融资平台总体上负债率都相当高，大部分成立时间较长的投融资平台负债率都超过80%，而虽然近两年新成立的投融资平台负债率相对较低，但由于其中很大一部分是地方政府为了迅速筹集资金，通过注入土地或者一些公益性资产如道路、桥梁、水利设施、管网以及行政办公楼等临时设立的，这些投融资平台主营业务及盈利能力一般较弱，且治理极不规范，潜在风险较大。此外，虽然贷款是由地方政府投融资平台公司统借统还，但由于贷款使用人是建设单位，大多数投融资平台对项目建设和资金使用都不实施管理，也不是项目的最终受益者，贷款资金实际上完全脱离借款人监控，如果出现偿还问题，银行实际上难以进行顺利追索，将会出现大量的不良贷款，引发银行系统风险。根据2010年7月20日中国银监会公布的数据，存在银行呆坏账风险的地方投融资平台贷款约为1.76万亿元。

其次，长期以来，我国城市基础设施建设投资比例严重偏低，与城市化水平的高速增长相比较，投资总量明显不足，导致我国城市基础设施建设投资与城市经济发展极不协调。从2001-2006年情况来看，虽然投资额逐年加大，但增长较为缓慢，年复合增长率仅为12.02%，远低于同时期财政收入20.02%以及财政支出20.78%的年复合增长速度。2001-2006年，各地区基础设施建设投资额占财政收入和财政支出的比重基本都呈现下降的趋势，2001年该比重分别为

21.11%和12.54%，而2006年该比重分别下降至15.88%和9.55%。可见各地方基础建设投资财政支持力度严重不足，阻碍了城市化的推进。虽然地方政府投融资平台的出现在一定程度上缓解了城市基础设施建设资金需求压力，但却也积累了巨大的债务风险，如果债务风险爆发，目前许多在建项目难免会半途而废，地方政府融资链条面临断裂，很多地方经济发展也可能面临停滞。

“十二五”时期，我国的城市化发展将进入新一轮建设高峰期，资金需求庞大，如果地方政府投融资平台的融资能力受到较大限制，其所蕴含的风险将可能提前暴露，对我国的城市化甚至经济发展产生重大影响。

### 三、19号文及相关细则对控制投融资平台债务风险的要求

虽然地方政府通过投融资平台筹集资金，在一定程度上弥补了基础设施建设资金缺口，有效扩大了内需，促进了经济平稳较快发展。但与此同时，由于地方政府投融资平台融资规模大、期限长以及用途监督存在一定困难，再加上部分投融资平台运作机制不健全，缺乏可持续发展能力，地方政府投融资平台债务风险日益加大。为防范和控制其债务风险，国务院于2010年6月10日颁布了《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，以下简称

表1：2001-2006年各地区基础设施建设投资情况（单位：亿元）

项目	区域	2001	2002	2003	2004	2005	2006
基础设施建设支出	华北地区	245.41	260.79	280.94	324.22	392.46	431.59
	东北地区	143.02	135.61	138.62	176.31	237.72	251.94
	华东地区	401.97	477.86	566.49	671.34	840.60	961.86
	中南地区	393.20	434.03	426.69	465.66	580.43	596.66
	西南地区	280.02	333.61	300.66	273.33	373.03	376.30
	西北地区	182.93	247.94	193.13	182.84	251.54	288.50
	地方总计	1,647.55	1,889.84	1,906.53	4,004.56	2,675.78	2,906.86
占财政收入比重	华北地区	21.65%	20.51%	19.27%	17.51%	16.27%	14.01%
	东北地区	20.28%	17.77%	16.31%	17.89%	19.80%	17.38%
	华东地区	14.08%	15.20%	14.91%	14.80%	14.25%	13.43%
	中南地区	18.83%	19.68%	17.51%	16.79%	16.74%	14.08%
	西南地区	41.52%	45.06%	34.97%	27.09%	29.99%	24.33%
	西北地区	52.53%	63.48%	43.18%	33.90%	38.07%	34.90%
	地方总计	21.11%	22.19%	19.36%	34.25%	17.98%	15.88%
占财政支出比重	华北地区	12.80%	11.87%	10.99%	10.32%	10.25%	9.09%
	东北地区	9.93%	8.55%	7.88%	8.25%	9.06%	8.10%
	华东地区	10.44%	10.55%	10.52%	10.30%	10.61%	10.15%
	中南地区	12.38%	11.71%	10.47%	9.84%	9.97%	8.51%
	西南地区	16.40%	16.77%	14.05%	10.90%	12.26%	10.32%
	西北地区	17.53%	19.47%	14.69%	11.76%	13.12%	11.83%
	地方总计	12.54%	12.37%	11.07%	19.45%	10.64%	9.55%

注：由于与以往年份相比，2007年财政收支科目发生了较大改革，特别是财政支出项目口径变化很大，与往年数据不可比，因此，在此不列出2007年以后的数据。

数据来源：2002-2007年中国统计年鉴。

“19号文”），要求加强对投融资平台及其债务的管理。为贯彻落实19号文的实施，财政部、国家发改委、中国人民银行和中国银监会于2010年7月30日联合颁布了《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，以下简称“412号文”）。为进一步规范投融资平台的债券融资行为，有效防范投融资平台和地方政府债务风险，更好地发挥债券融资对地方基础设施建设的积极作用，国家发改委于2010年11月20日颁布了《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题》（发改办财金〔2010〕2881号，简称“2881号文”）。为有效防范融资平台公司贷款风险，中国银监会于2010年12月26日颁布了《关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见》（银监发〔2010〕110号，简称“110号文”），并于2011年4月2日颁发了《关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》（银监发〔2011〕34号，简称“34号文”）。

从内容上来看，412号文主要是对19号文相关条款的详细解释，2881号文主要是对投融资平台债券融资的规范，而110号文和34号文主要是对投融资平台贷款的管理。总体来看，19号文及相关细则对地方政府投融资平台债务风险控制的要求主要体现在以下几个方面：

### 1、对投融资平台及其债务实施分类管理

要求将截至2010年6月30日的地方政府投融资平台的债务分为三类进行全面清理：第一类是投融资平台因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；第二类是投融资平台因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务；第三类是投融资平台因承担非公益性项目建设举借的债务。

将投融资平台分为三类：第一类是只承担公益性项目融资任务且主要依靠财政性资金偿还

债务的投融资平台。这类投融资平台偿债资金的70%以上（含70%）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<sup>1</sup>的债务。这类投融资平台今后不得再承担融资任务。

第二类是承担公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设、运营任务的投融资平台。对于这类投融资平台要在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留其融资平台职能。

第三类是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的，以及承担非公益性项目融资任务的城投公司。这类投融资平台虽承担公益性项目融资任务举借，但偿债资金70%以上（含70%）来源于公司自身收益<sup>2</sup>。对于这类投融资平台要按照《中华人民共和国公司法》等有关规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作。

总体来看，对投融资平台进行分类管理有利于控制其债务风险，尤其是将临时搭建的、主营业务薄弱以及偿债能力弱的投融资平台都排除在融资门槛之外，提高了投融资平台的整体质量，同时也规范了其发展。

## 2、限制投融资平台无效资产的注入

我国投融资平台普遍存在经营性资产不足的问题。由于我国《证券法》第十六条规定企业累计债券余额不超过其净资产的百分之四十，因此，很多地方政府为了多筹集资金，将大量的土地使用权等无形资产以及市政道路、桥梁和公园等公益性资产注入投融资平台，这虽然在很大程度上增强了投融资平台的融资能力，但由于这类

1 这里所指的财政性资金暂不包括已注入投融资平台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和车辆通行费等专项收费收入。

2 投融资平台自身收益除项目本身经营性收益外，还包括已注入投融资平台的土地的出让金收入和车辆通行费等其他经营性收入。

资产往往难以产生收入和经营性现金流，且资产变现能力较差，往往难以对债务形成较好的保障。

对此，19号文及相关细则明确规定：2010年7月1日以后（含7月1日），地方政府设立投融资平台需要注入足额的资本金，依据有关法律法规规定不能或不宜变现的资产，如学校、医院、公园、广场、党政机关及经费补助事业单位办公楼等，以及市政道路、水利设施、非收费管网设施等不能带来经营性收入的基础设施等不得作为资本金注入投融资平台。

虽然公益性资产不得注入投融资平台将限制其融资能力，但却有利于遏制地方政府无序的举债行为，降低债务风险。

### 3、限制投融资平台融资担保的方式

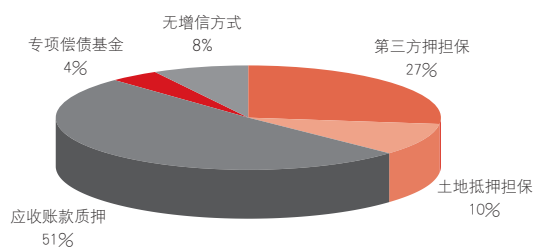
伴随着投融资平台的疯狂融资，市场上出现了企业担保、互保、担保公司担保、应收账款质押、土地抵押、政府偿债基金和政府承诺等多种债务担保方式。

19号文及相关细则规定：除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、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、间接形式为投融资平台融资行为提供担保。主要包括：不得为投融资平台融资行为出具担保函；不得承诺在投融资平台偿债出现困难时，给予流动性支持，提供临时性偿债资金；不得承诺当投融资平台不能偿付债务时，承担部分偿债责任；不得承诺将投融资平台的偿债资金安排纳入政府预算。同时，以资产抵（质）押方式为投融资平台发债提供担保的，其抵（质）押资产必须是可依法合规变现的非公益性有效资产。

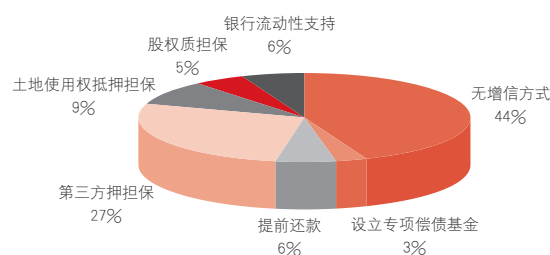
19号文及相关细则对投融资平台融资担保方式的限制遏制了同一地区投融资平台之间互保、BT应收账款质押和政府承诺这类高风险担保方式的蔓延，保障了债务的安全性，同时也在一定程度上控制了投融资平台债务风险向地方财政转嫁。但由于其他担保方式的不成熟，导致目前市场上众多投融资平台债券（亦称“城投债”）都未采取担保措施。

图1：19号文出台前城投债增信方式分布



注：统计日期为2010年1月1日至2010年6月10日

图2：19号文出台后城投债增信方式分布



注：统计日期为2010年6月11日至2010年12月31日

#### 4、加强投融资平台贷款风险管理

19号文及相关细则对投融资平台贷款的管理可分为两个方面，一是过去已形成的贷款，即存量贷款；另一方面是新发贷款。

对于存量贷款，要求银行业金融机构按照“逐包打开、逐笔核对、重新评估、整改保全”的原则进行全面清理，及时采取补救措施，确保信贷资产安全。

对于新发贷款，要求银行业金融机构严格落实借款人准入条件。经清理整合后保留的投融资平台，其融资行为必须规范，且向银行业金融机构申请贷款须落实到项目，以项目法人公司作为承贷主体，并符合有关贷款条件的规定。同时要求银行业金融机构按商业化原则履行审批程序，审慎评估借款人财务能力和还款来源。凡是自身没有稳定经营性现金流或者没有可靠偿债资金来源的投融资平台，银行业金融机构等不得对其发放贷款。此外，银行业金融机构向投融资平台新发贷款要直接对应项目，并严格执行国家有关项目资本金的规定。

贷款风险是地方政府投融资平台债务风险的主要来源，19号文及相关细则通过对存量贷款进行分类管理，可真实反映和评价贷款风险状况，有利于对投融资平台债务风险的监管与控制。同时，对新发贷款设立了严格的审批原则，有利于控制新发贷款的风险。

#### 5、规范投融资平台债券融资行为

对投融资平台债券融资行为的规范意见主要体现在2881号文中，首先，2881号文明确继续支持符合19号文规定及符合企业债券发行条件的投融资平台通过债券市场直接融资。

同时，为防范投融资平台债券融资风险，2881号文还对债券融资的准入门槛、发行规模及募集资金用途等方面进行了详细规定。首先，凡是申请发行企业债券的投融资平台，其偿债资

金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台发行企业债券，必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息。如果该类投融资平台所在地政府负债水平超过100%，其发行企业债券的申请将不予受理。其次，对于已注入公益性资产的投融资平台，在计算其发债规模时，必须将公益性资产从净资产规模中予以扣除。第三，投融资平台发行企业债券所募集资金投资项目必须符合国家产业政策和宏观调控要求，符合固定资产投资管理有关规定。对于发债资金主要用于节能减排、生态环保、保障性住房、城市轨道交通、新疆和藏区发展、重大自然灾害灾区重建，以及其他国家产业政策鼓励发展领域项目建设的，可在同等条件下优先获得核准。投融资平台应按照核准的投向使用企业债券募集资金，不得擅自改变资金用途。

### 四、防范地方政府投融资平台债务风险的政策建议

#### 1、切实贯彻落实19号文及相关细则

19号文及相关细则不仅要求对存量债务进行全面清理，控制存量债务的风险，同时还对未来投融资平台增量债务风险的控制提出了具体要求。例如，限制融资主体资格、规范融资主体资产构成、规范贷款融资及债券融资行为、规范债务融资担保行为等，可以说是对地方政府投融资平台债务风险进行管理和控制的较为全面的指导意见。因此，现阶段当务之急是全面贯彻落实19号文及相关细则。

#### 2、大力发展直接融资市场尤其是城投债市场

目前，地方政府投融资平台融资渠道较为单一，主要以银行贷款的间接融资方式为主，直接融资占比非常低，仅为5%左右。以间接融资为主

的融资结构不仅导致债务风险过度集中于银行体系，还导致了投融资平台资金来源单一、结构不合理和抗风险能力差等问题。19号文颁布后，银行长时间暂停了对投融资平台的贷款，导致部分市政项目资金断流。

因此，现阶段应大力发展直接融资市场，尝试市场化水平较高的债券融资、股权融资以及产权交易等方式多渠道筹集资金，尤其是应大力发展城投债市场。首先，经过多年的发展，城投债市场的审批、发行、流通以及监管等各方面都日趋成熟，且已得到市场的广泛认可，投资者尤其是机构投资者对城投债的热情非常高，城投债刚发行就被认购一空，经常出现抢购的现象，而在一级半市场上需求也很旺盛，溢价往往达到30-40个基点。其次，城投债风险相对较小，能够在债券市场上进行融资的投融资平台质量一般都比较高，且盈利能力和偿债能力一般也都比较强；此外，投融资平台通过债券市场进行融资，需要披露更为详细的业务信息、财务信息和地方财政信息，有利于监管部门、中介机构及投资者的监督。第三，相对于银行贷款，城投债期限一般是根据基础设施建设项目周期的长短来设计的，往往能够与项目周期较好地匹配，而由于银行由于其资金来源大多为短期存款，因此更倾向于提供短期借款，往往导致项目建设周期和负债期限严重错配，不利于项目的后续建设。

### 参考文献：

[1] 巴曙松. 地方政府投融资平台的发展及其风险评估[J], 西南金融, 2009, (9): 9-10

[2] 财政部, 国家发改委, 中国人民银行, 中国银监会. 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, 2010-07-30

[3] 国家发改委. 关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知, 2010-11-20

[4] 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, 2010-06-10

[5] 中国银监会. 关于加强融资平台贷款风险管理的指导意见, 2010-12-26

[6] 中国银监会. 关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知, 2011-04-02

[7] 张丽恒. 我国地方政府投融资平台的债务风险研究[J], 经济纵横, 2011, (4): 81-85