

LOCAL GOVERNMENT OF CHINA:

RISK CONTROL OF GOVERNMENT DEBT AND REFORM OF FINANCING PLATFORM CORPORATION

中国地方政府

投融资平台公司改革与 债务风险防控

董仕军◎著

探索：地方政府融资平台公司的改革路径

揭示：地方政府债务风险的警戒底线

创新：社会资本与公共需求的融合模式



经济管理出版社

中国博士后科学基金资助项目

LOCAL GOVERNMENT OF CHINA:

RISK CONTROL OF GOVERNMENT DEBT AND REFORM OF FINANCING PLATFORM CORPORATION

中国地方政府

投融资平台公司改革与
债务风险防控

董仕军◎著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国地方政府：投融资平台公司改革与债务风险防控/董仕军著. —北京：经济管理出版社，2015.7

ISBN 978-7-5096-3884-2

I. ①中… II. ①董… III. ①地方财政—债务管理—风险管理—研究—中国
②地方金融—投融资体制—体制改革—研究—中国 IV. ①F812.7 ②F832.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 169113 号

组稿编辑：宋 娜

责任编辑：宋 娜

责任印制：黄章平

责任校对：超 凡

出版发行：经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www.E-mp.com.cn

电 话：(010) 51915602

印 刷：三河市延风印装有限公司

经 销：新华书店

开 本：720mm×1000mm/16

印 张：10

字 数：163 千字

版 次：2015 年 9 月第 1 版 2015 年 9 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5096-3884-2

定 价：88.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

序

工业化、信息化、城镇化和农业现代化同步发展，促进城乡一体化，是一项伟大的变革。随着城镇化进程的加快，地方政府的融资压力将进一步加大，如何应对巨大的融资需求是地方政府面临的重要课题，也是地方政府面对的巨大难题。

我国法律明文规定地方政府不允许举债，但2008年以来地方政府以投融资平台公司为媒介大量融资从而满足地方经济建设的需要是不争的事实。本书分析了中外地方政府融资举债的理论依据，同时也分析了我国的现实依据。笔者认为，由于人际受益原则、辖区受益原则、时期受益原则的存在，使地方政府债务具有经济合理性。地方政府的职责范围要求地方政府必须向市民提供地方公共产品服务，决策责任和筹资责任的一致性财政分权原则，从理论上来说应该赋予地方政府应有的举债财权。

我国的地方政府融资具体实现途径大致可分为债权融资、股权融资、项目融资和资源融资等，这些融资的途径有的通过政府机关和事业单位直接实现融资，主要是债权融资，而创新的融资方式大多要通过投融资平台公司加以实现。我国是单一制的国家，财权相对集中，地方政府机关和资金补助事业单位的融资风险可以直接转嫁给我国政府；同时，由于我国地方政府通过平台公司的间接融资大部分来自国有银行，这类融资风险也会由国有银行向我国政府转嫁。因此，我国政府治理地方政府融资风险是分内之事，也责无旁贷。

目前，我国地方政府融资媒介的平台公司良莠不齐，省级平台公司相对质量较高，地市以下平台公司质量不高，因此需要下大力加以治理。我们需要对平台公司的性质进行分类处理和完善，其中承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，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；

要通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善融资平台公司的股权结构。本书提出了具体的完善办法。

地方政府的平台公司融资只是地方政府举债总量的一部分，要有效地控制地方债务风险还需要对全部举债进行总量控制。目前，国际比较流行的债务风险总量控制法是从赤字率和债务负担率来判断一个国家或地区是否存在风险，但这种判断存在技术方面的问题，与我国的国情相比有一定的差距。据此，笔者提出了自己的解决思路。

在对地方政府举债上限进行有效控制的前提下，要完全解决地方政府现阶段发展的融资问题，笔者认为应首先取消限制地方政府发行债券的法律条款，其次逐步规范地方国有公司的融资行为，允许符合条件的地方国有公司在满足市场条件的前提下发行城投债，再次将我国政府代地方发行债券改由地方政府自行发行市政债券，并逐步向自主发行市政债转变。这是推动地方经济将地方政府债务显性化，防范财政风险和金融风险的一条良好路径。

目 录

第一章 我国地方政府债务的理论分析	1
第一节 问题的提出	1
第二节 地方政府债务的理论依据	4
第二章 我国地方政府债务的风险	17
第一节 我国地方政府债务实现方法	17
第二节 我国地方政府债务的风险转嫁	20
第三章 我国地方政府债务快速增长的深层次分析	29
第一节 对当前几种流行观点的研究	29
第二节 本质性原因分析	35
第四章 我国地方政府投融资平台公司融资作用和 风险评价	43
第一节 地方政府投融资平台公司的产生和发展	43
第二节 地方政府投融资平台公司的意义和作用	45
第三节 地方政府投融资平台公司的风险分析	48
第五章 地方政府投融资平台公司的重塑和发展	51
第一节 地方政府投融资平台公司的良莠比较	51
第二节 我国政府对地方投融资平台公司治理的要求	56
第三节 地方政府投融资平台公司的重塑	60

第六章 地方政府债务风险的控制方法	71
第一节 国际上对地方政府债务风险控制的通行方法	71
第二节 对国际上债务风险控制指标应用的评价	74
第三节 我国地方政府债务总规模控制探析	77
第七章 城镇化建设与地方政府债务的改革建议	89
第一节 目前地方政府融资存在的问题和我国政府的 约束措施	90
第二节 继续鼓励地方政府出资的国有企业发行城投债	95
第三节 由我国政府代理地方政府发行债券向自行 发债转变	97
第四节 由地方政府的自行发债向自主发债转变	105
附 录	111
附录 1 国务院关于加强地方政府性债务管理的意见	111
附录 2 关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的 通知	116
附录 3 关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的 通知	121
附录 4 中国银监会关于完善银行理财业务组织管理体系有关 事项的通知	134
附录 5 关于印发《2015 年地方政府一般债券预算管理办法》的 通知	138
参考文献	143
后 记	151

第一章 我国地方政府债务的 理论分析

第一节 问题的提出

工业化、信息化、城镇化和农业现代化同步发展，促进城乡一体化，是一项伟大的变革。随着城镇化进程的加快，大量基建项目将陆续开工，地方政府的融资压力将进一步加大，如何应付巨大的融资需求是地方政府面临的重要课题，也是地方政府面对的巨大难题。2012 年底，国务院四部委又对制止地方政府违法违规融资行为进行了规定，并发布了限制性的措施和要求，旨在进一步规范地方政府融资行为。在地方政府融资平台激增、债务规模出现大幅度增长、融资方式不断多元化的趋势下，如何规范地方政府融资行为，又要促进地方经济社会的可持续发展是我国政府、地方政府、金融监管机构和金融机构共同需要解决的大问题。2012 年新一轮的融资中，地方政府融资的主要渠道由传统的银行信贷向信托融资、城投债等形式拓展，全年城投债净供给就达 7000 亿元左右，这些债务主要以市、县级平台为主。具体本轮的城镇化对象主要将是县镇一级，未来这一层面的城投债规模将继续扩大。但信用债发行主体资质下降、信息披露不及时和信用评级虚高等问题增加了金融和财政风险。地方政府投融资平台融资方式从银行转向发债并不能从根本上转移政府的财政风险和金融风险。现实情况是城镇化是未来很长时间我国经济社会发展的一条主线，是扩大内需的最大潜力，也是我国经济发展方式转型实现可持续发展的强劲动力。与此同时，新型城镇化建设既有“硬件”也有“软件”，硬件就是基础设施建设、保障房建设等，更重要的是“软件”，主要包括医疗、社

会保障、教育、文化、体育等民生项目。无论是硬件还是软件，都需要资金支撑。因此，未来地方政府对债务的操作、控制、发行、管理的能力是决定经济社会发展的重要内容，而债务管理中最关键的是要判断什么是财政风险，它的临界点是什么。今后相当长一段时间，我国必须高度重视财政金融领域存在的风险隐患，防止发生系统性和区域性的金融风险，进而进一步转化为财政风险。

从国际来看，自 2008 年美国金融危机以来，西方发达国家政府债务负担普遍快速上升，尤其是欧洲主权债务危机的发酵蔓延，给全球经济复苏带来巨大的不确定性。对全球主要国家和地区债务负担情况进行研究分析后，我们发现政府债务居高不下，发达国家债务负担率快速上升，普遍超过或接近国内生产总值（GDP）85%的危险临界点。如图 1-1 所示，2008~2011 年，发达国家债务负担率（即占 GDP 比重）由 81.02% 上升至 104.79%，其中，七大工业国（G7）由 91.79% 上升至 120.12%，明显高于其他国家。债务负担率最高的是日本，为 229.77%；次之是“欧洲 5 国”，如图 1-2 所示，除西班牙为 68.47% 外，其余国家均超过 104%；再次之是美国，达到 102.94%；法国、加拿大、德国紧随其后，分别为 86.26%、84.95%、81.51%。国际研究显示，一国债务负担达到 GDP 的 85% 以上，将导致经济增长速度放缓，发生经济危机的概率大幅上升。可见，主要发达国家大多已超过或接近这一水平。

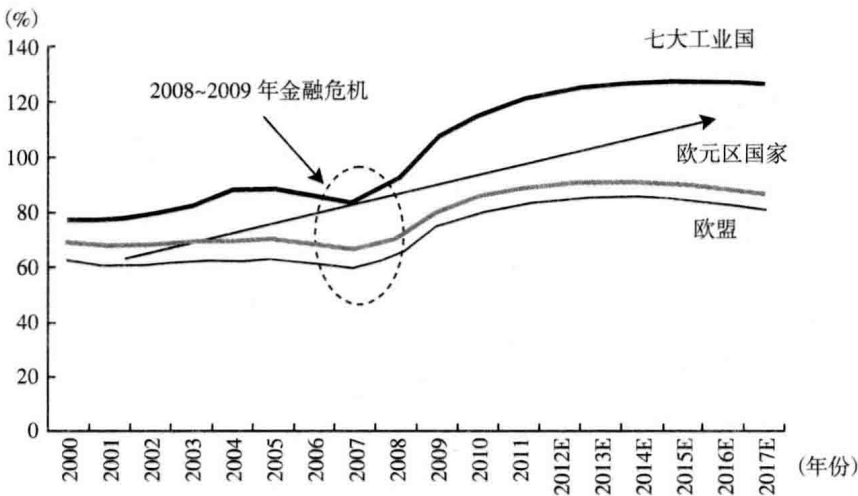


图 1-1 发达经济体政府债务占 GDP 比重

资料来源：IMF。

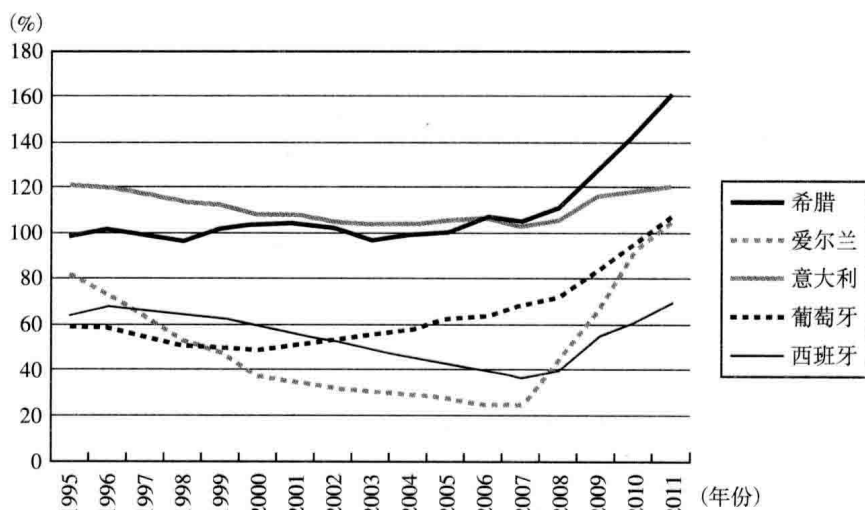


图 1-2 欧洲五国历年政府总负债与 GDP 之比

资料来源：IMF。

债务负担沉重给财政政策带来了较大的挑战，财政紧缩无法从根本扭转这一状况。根据 IMF 于 2012 年 4 月进行的监测，发达经济体必须从现在起到 2020 年将其周期调整性的财政收支平衡（Cyclically-Adjusted Budget Balance）平均提升至 GDP 的 8%，整体公共债务才能降至 GDP 的 60% 并保持这一水平。其中，日本、美国和爱尔兰需要每年实现 CAPB 两位数的增长。但是，财政紧缩时间越长、幅度越大，对于经济增长和社会稳定的不利影响也就越大，意味着经济持续停滞不前，或者陷入彻底衰退，从而导致还债更加困难。在这种情况下，财政紧缩最终会导致债务陷阱，即负债高、经济增长低。

当前，债务问题是一个世界性的难题，从国际上看，国家整体存在债务问题，中国地方政府债务的管理是在现实中存在，而在法律上又未能有合法的地位，因此中国地方政府债务问题是发展地方经济，推进城镇化等“四化”工作中绕不开的“坎”。

第二节 地方政府债务的理论依据

一、政府债务解析

债在法律上是指按照约定的条件，在当事人之间产生的特定的权利和义务关系，享有权利的人是债权人，负有义务的人是债务人。债务是指在债的关系中，一方按约定的条件向另一方承担为或不为一定行为的义务。政府债务是指政府作为债务人，与债权人发生的权利义务关系。政府债务是政府为履行其职能需要，依据信用原则，有偿、灵活地取得收入的一种形式，作为财政范畴，政府债务的产生晚于税收。国际会计师联合会公共部门委员会在其发布的《2006 公共部门会计准则第 1 号——财务报告的表述》中认为，政府债务是指政府由于过去事项引起的现时义务，此项义务的履行预期会导致政府资源的流出，这种资源的流出既可以是经济利益也可以是服务形式。我国的《企业会计准则》对企业负债的定义是企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务。现时义务是指企业在现行条件下已承担的义务。未来发生的交易或者事项形成的义务，不属于现时义务，不应当确认为债务。同时规定，符合负债定义的义务同时满足以下两条：①与该义务有关的经济利益很可能流出企业；②未来流出的经济利益的金额能够可靠地计量，这项义务就可以确认为负债。

根据会计学对债务的定义，我们可以理解政府债务的实质就是过去事项引起的现时义务；义务的履行将导致政府经济资源的流出。政府债务包括以下几个要素：一是政府债务是由过去的交易或者事项形成的；二是政府债务是现时义务，即在现行条件下政府已经承担的义务；三是政府债务的履行，会导致政府资源的流出，能够可靠地计量；四是政府的资源包括经济利益和服务两种形式。

而从宏观经济社会的角度来理解政府债务则有不同的结果。政府性债务是政府机关、事业单位、企业或其他经济组织以政府名义向国内外或境内外承借或担保，政府负有直接或间接偿还责任的债务，需要政府以货币

或其他经济资源偿还。由于公共风险是由社会公众共同承担的风险，具有很强的外部性，政府是公共风险的承担者。而公共风险的化解具有受益上的非排他性和消费上的非竞争性等公共产品的特征，因此，化解公共风险需要政府提供公共产品，而政府在化解公共风险时必然会导致财政资源的流出，不管这种流出是现时的还是未来可能会产生的义务，作为承担和化解公共风险的必然结果，政府债务得以产生。政府承担的现时义务体现为政府的直接债务，这种债务在其得到履行前是始终存在的，不会因为外界的变化而发生改变；政府承担的未来义务体现为间接债务，亦称或有债务，这是在特定条件下可能会产生的债务。

1998年实施积极财政政策时，结合中国国情，中国财政部门与世界银行对中国政府的分类进行了研究，奠定了政府债务分类的基本规范，对我国政府和地方政府研究债务问题有一定的参考价值。其主要内容是将政府债务分为显性直接债务、显性或有债务、隐性直接债务、隐性或有债务四类。这种分类基本奠定了政府债务分类的基本框架，涉及具体项目时还存在不少争议。显性直接债务主要包括各级政府的协议借款和发行的债务，应支未支的法定支出，法定公务员养老金。显性或有债务主要包括对下级政府债务的担保，对公共或私人部门实体所发行债务的担保，对政策性贷款的担保，政府提供的贸易和汇率担保，对私人部门投资的政府担保；政府保险体系。隐性直接债务包括公共投资项目未来的资本性和经常性支出，非法定的未来公共养老金，非法定的其他社会保障计划，非法定的未来医疗保健融资。隐性或有债务包括下级政府对于非担保债务的违约，公共或私人部门对非担保债务的违约，政府保险体系以外的金融危机成本，国有部门在私有化过程中的债务清理，非担保社会保障基金的破产，中央银行可能出现的亏损或者不能履行其职责，自然灾害等突发公共事件。

二、地方政府债务的理论依据

首先，支持地方政府债务的理论主要有公共产品理论和财政分权理论。按照公共产品理论将公共产品分为公共产品与准公共产品，由于大多数公共产品只具有有限的非竞争性或有限的非排他性，介于纯公共产品和私人物品，因而叫准公共产品，而对于准公共产品，需要以政府和市场共同分担为原则，这是地方政府举债的一个重要理论依据。财政分权理论则

是从公共产品按受益范围可分为全国性公共产品和区域性公共产品，分别应由我国政府和地方政府来提供，中央和地方政府在依靠财政收入提供公共产品不能满足供给的情况下，可以通过举债进行建设。

其次，公共基础设施服务项目的建设资金需求与地方财政收入的期限结构不匹配。在从项目建设运行直至废止的整个生命周期过程当中，公共基础设施服务项目一般具有初始建设投资资金规模相对较大、后期运行维护费用相对较低的特征，这种现金流支出的期限结构通常都会显著不同于地方财政的现金流收入的期限结构；后者通常相对较为稳定，而且在扣除地方经常性服务项目的支出（包括现有基础设施项目的运行维护费用）之后，通常都难以覆盖新建公共基础设施项目所需要的初始建设资金。在我国，许多地方公共基础设施供给极为匮乏，地方财政预算资金更不可能承担在较短时期内密集投建大量基础设施项目的庞大资金需求压力。

最后，资本性的公共产品的成本—收益在时间上存在的非一致性，不符合代际公平原则，举债就是将这类产品成本在各代之间公平、合理分担的有效工具，也是地方政府举债的重要理论依据。公共基础设施项目通常运行寿命较长，由于初始投资大、受益期限长，因此如果采用类似于现收现付制（Pay As You Go）的项目融资机制，完全利用当期地方财政收入进行融资，不仅会对当期地方财政造成极大的资金需求压力，而且会使成本和收益在当代人与后代人之间的分布失衡，进而造成代际之间的分配不公问题。不少发达国家和巴西、南非等一些发展中国家均采用发行市政债券等债务融资的方式为基础设施服务项目筹集资金。

总之，人际受益原则、辖区受益原则、时期受益原则的存在使地方政府债务具有经济合理性，由于地方政府的职责范围要求地方政府必须向市民提供地方公共产品服务，由于决策责任和筹资责任的一致性财政分权原则，从理论上来说应该赋予地方政府应有的举债财权。

知识链接

企业债券的发行

城建类的平台公司是城市基础设施建设的主要投融资及建设主体，通过发行企业债券可以充实城市建设资金、壮大公司实力、有利于公司和城市基础设施建设的可持续发展。

一、企业债券发行的必要性

(1) 加快基础设施建设对于改善城市投资环境、发展地区经济有着重要的意义,也是提高城市品位、改善人民群众生产生活环境所面临的重大课题。近年来,城市建设项目投资较快,形成了较大的财政性资金缺口。为保持城市建设速度,急需解决融资问题。发行企业债券募集城市建设资金是缓解城市建设资金不足的有效手段。

(2) 财政部、银监会、审计署都加强了对地方政府投融资平台贷款的风险管理,在此背景下,公司通过银行贷款融资的难度将进一步加大,进一步制约公司的可持续发展。

(3) 企业债券是企业依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。与银行贷款等其他融资方式相比,企业债券融资具有“融资规模大、使用期限长、融资成本低”等优势。

(4) 公司发行企业债券,有利于推进公司市场化运作,拓宽融资渠道,更大限度地发挥公司的战略功能,促进地区基础设施建设和地方经济发展。

二、企业债券发行的可行性

1. 国家发改委的政策支持

国家发改委认为城投债券沿着企业债券渠道发行和交易,利用既有市场资源和专业机构,构成了债券市场独特的债券品种,拓展了市政基础设施建设的融资渠道,实现了基础设施建设投融资主体的多元化,是适合中国国情的市政债券。

2010年底,国家发改委发布《国家发展改革委办公厅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》(发改办财金[2010]2881号)(以下简称“2881号文”),继续支持符合条件的投融资平台发行企业债券,支持地方政府通过城投债融资推动城市基础设施建设和公用事业发展,为政府投融资平台发行企业债券创造了有利的政策环境。

2. 市场环境仍利于发行企业债券

从目前来看,由于通胀压力较大,市场加息预期较高。2010年底及2011年以来的四次加息,使市场利率水平优势已经不再明显。如果2011年全年CPI维持在3.5%附近,则至少需要通过数次加息才能使得一年期存款利率达到CPI的水平,以抵御通胀。目前的市场利率仍处于相对合适

的水平，发行中长期固定利率企业债券有利于锁定资金成本，规避利率波动风险。

3. 公司发行满足

企业债券应满足《企业债券管理条例》及《国家发展改革委关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》的有关要求，具体来说需要满足以下三点要求：

要求一：“累计债券余额不超过净资产的 40%”。根据公司 2010 年财务报表初稿，归属母公司的权益为 124.42 亿元，按照“累计债券余额不超过净资产的 40%”计算，公司最多可发行 49 亿元，扣除已发行的 15 亿元，本次最多可发行 34 亿元，而此次公司计划只发行 20 亿元企业债，满足要求一。

要求二：“最近三年连续盈利且年均净利润不低于企业债券一年的利息”。由于公司 2010 年底发行了第一期企业债券，截至目前还未兑付利息，根据发改委要求，2008~2010 年三年的平均净利润需满足第一期和本次拟发行的合计 35 亿元企业债券一年的利息，利率按照每年 8% 测算，2008~2010 年三年净利润需达到 8.4 亿元，根据 2008~2010 年公司财务情况，三年净利润已达到 8.43 亿元，满足要求二。

要求三：当前发改委规定：2010 年主营业务收入：2010 年补贴收入 $\geq 7:3$ 。公司将出售给国银租赁公司的城市机场高速路项目 5.2 亿元计入主营业务收入，从而 2010 年实现的主营业务收入共计 7.8 亿元，2010 年政府对公司补贴收入共计 3.29 元，满足要求三（主营业务收入：补贴收入 $\geq 7:3$ ）。

因此，通过盘点资产和利润，简单调整账目，公司完全可以满足发行 20 亿元企业债的要求。

4. 合格证券中介机构为发行债券提供服务

城投发行企业债券聘请合格证券从业机构作为主承销商，聘请实力较强银行作为监管银行，资信评估有限公司作为评级机构，同时，聘请会计师事务所和律师事务所，分别为债券发行进行审计和法律协助。以上机构皆具有相关业务资质，且在业内处于领先地位，有效确保此次债券的成功发行。

三、企业债券发行流程及工作进度

1. 企业债券整体发行流程

按照国家发改委的相关规定和企业债券发行上市的要求，企业债券的发行工作可细分为以下四个主要阶段：前期准备阶段、材料制作阶段、申报核准阶段和发行上市阶段。主承销商将配合发行人全面负责债券发行的组织工作。

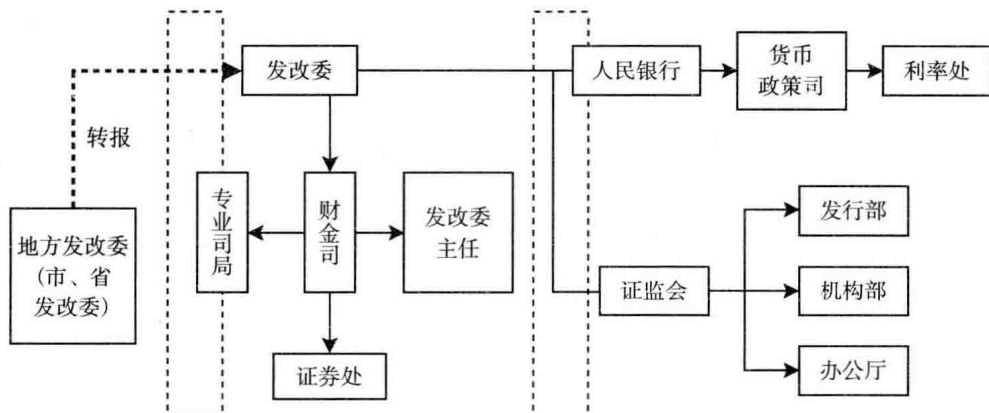
(1) 前期准备阶段：协助发行人完成相关资产整合与利润调整方案；协助发行人完成相关可行性论证过程；协助发行人选择会计师事务所、信用评级机构、律师事务所等与发债有关的中介机构，签署相关协议，并组织召开中介机构协调会，明确工作安排。

(2) 材料制作阶段：组织协调各中介机构通力合作，制订发行方案，并围绕发行方案，统筹安排各中介机构工作时间，高效率、高质量完成材料制作工作。

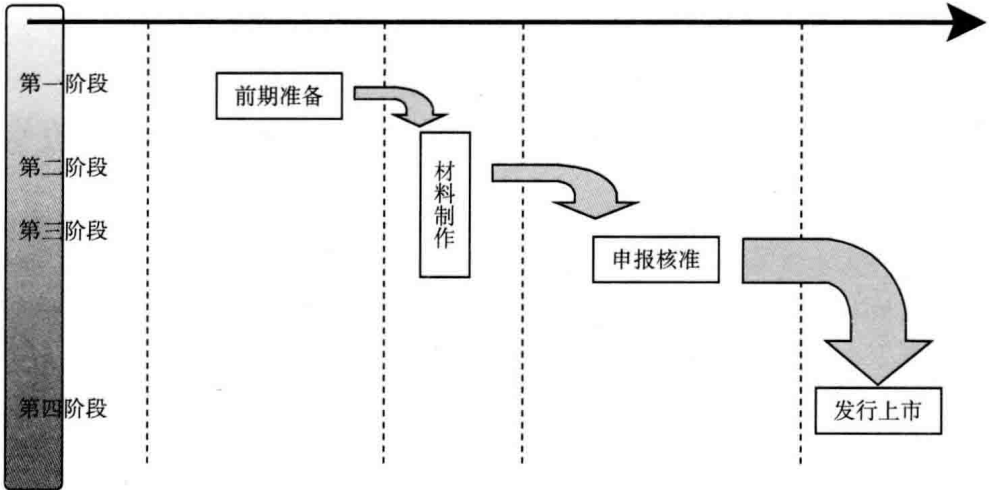
(3) 申报核准阶段：与国家发改委等审批机关保持密切联系，及时获取政策及审批信息，组织有关单位制作反馈材料，制订沟通方案、尽量缩短审批周期。

(4) 发行上市阶段：开展债券市场研究，组织路演活动，选择发行时机，与发行人确定发行利率，处理债券发行信息披露与登记托管等有关事务，保证债券发行上市工作有序进行。

2. 报批流程



3. 整体工作进度



四、债券发行方案建议

在主承销商的指导下，公司草拟了本期债券的发行方案，该方案以符合国家发改委对城投债的最新指导思想、满足公司的融资需求、最大限度降低融资成本、符合债券市场实际情况、得到投资者的接受和认可，并确保成功发行为原则而进行设计。

发行人	城市建设投资发展总公司	
发行规模	不超过 20 亿元人民币	
募集资金投向	80%用于城市基础设施建设；20%用于补充营运资金	
期限结构	方案一：7 年期，提前还本	方案二：10 年（5p+5）
选择权设计	无	发行人上调票面利率选择权，投资者回售选择权
还本付息方式	每年付息一次，分次还本。分别于债券存续期的后三年末按照 30%：30%：40%的比例偿还本金	每年付息一次，到期一次还本。发行人可选择在债券存续期内第 5 个计息年度末上调票面利率 0~100BP，之后，投资者有权将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期债券。同时设置提前偿还本金机制，第 5 年末未回售部分，从第 6、7、8、9、10 年开始，每年年末按照未回售部分 20%的比例偿还本金
担保方式	无担保	
承销方式	证券公司组织承销团余额包销	