

地方融资平台 债务管理研究

宋 军 / 著

D IFANG RONGZI PINGTAI
ZHAIWU GUANLI YANJIU

 中国金融出版社

地方融资平台 债务管理研究

宋 军 / 著

D IFANG RONGZI PINGTAI
ZHAIWU GUANLI YANJIU

 中国金融出版社

责任编辑：丁 芊
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

地方融资平台债务管理研究（Difang Rongzi Pingtai Zhaiwu Guanli Yanjiu）/宋军著. —北京：中国金融出版社，2015. 8
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8055 - 7

I. ①地… II. ①宋… III. ①地方财政—融资—债务—管理—风险管理—研究—中国—文集 IV. F812. 7

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第162210号



出版 中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 17.75

字数 270 千

版次 2015 年 8 月第 1 版

印次 2015 年 8 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8055 - 7/F. 7615

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

目 录

1 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	3
1.1.3 研究意义	4
1.2 地方政府举债文献综述	4
1.2.1 地方政府债务的界定	4
1.2.2 政府债务问题研究现状	5
1.2.3 地方政府举债理论	5
1.2.4 发达经济体国有资本现状及作用	10
1.3 我国地方融资平台债务管理现状	12
1.3.1 地方政府举债的积极作用	12
1.3.2 地方融资平台债务管理存在的问题	14
2 地方政府债务管理国际比较	16
2.1 国外地方政府债务资金来源	16
2.1.1 发行市政债	16
2.1.2 银行贷款	17
2.1.3 政府公共资金贷款	18
2.1.4 设立专项基金	18
2.1.5 向国外政府和国际金融组织借款	18
2.2 地方政府债务融资的国别差异	19
2.2.1 美国	19
2.2.2 英国	20
2.2.3 法国	21

2 地方融资平台债务管理研究

2.2.4	日本	22
2.2.5	其他	23
2.3	国外地方政府债务管理架构	24
2.3.1	国外地方政府债务管理目标	24
2.3.2	国外政府债务管理机构	25
2.3.3	国外政府偿债资金来源	26
2.4	国外地方政府债务风险控制	27
2.4.1	预算硬约束	27
2.4.2	审慎的预算管理	28
2.4.3	债务规模控制	28
2.4.4	风险预警体系	30
2.4.5	政府担保管理	33
2.4.6	透明度要求	33
2.5	国外地方政府债务危机治理	37
2.5.1	坚持不救助原则	37
2.5.2	实行有条件救助	38
3	地方融资平台发展模式	43
3.1	历史回顾	43
3.1.1	发展背景	43
3.1.2	地方融资平台演进过程	45
3.2	地方融资平台模式及特征	47
3.2.1	按行政级别划分	47
3.2.2	按照股权结构划分	49
3.2.3	按照组建模式划分	49
3.2.4	其他划分方式	50
3.3	不同类型地方融资平台的比较	51
3.3.1	省级平台与省级以下平台比较	51
3.3.2	综合类平台与专业类平台	55
3.4	地方融资平台案例分析	55

3.4.1	省级大型综合性地方融资平台	55
3.4.2	东部发达区域地方融资平台	57
3.4.3	地方融资平台“1+N”经营模式	59
3.4.4	地方融资平台运行机制	60
4	地方融资平台对金融杠杆的运用	62
4.1	金融杠杆对地方融资平台的意义	62
4.2	地方融资平台运用金融杠杆的方式	63
4.2.1	资产注入是基础	63
4.2.2	实现金融杠杆效应	65
4.2.3	总体与分类杠杆比率	67
4.3	影响金融杠杆运用的因素分析	69
4.3.1	法律法规对资本金的规定	69
4.3.2	信贷管理和债券市场政策	70
4.3.3	资产负债率	72
4.3.4	抵贷比	72
4.3.5	政府债务和政府信用	73
4.3.6	影响因素的综合分析与排列组合	73
4.4	地方融资平台运用金融杠杆的优势	74
4.4.1	投融资机制的持续放大作用	75
4.4.2	与国有银行和金融市场能有效对接	76
4.4.3	土地注入形成金融杠杆和抵押双重效应	77
4.4.4	分散财政资金归集注入后金融杠杆效应	80
4.4.5	提供资本运用平台	83
4.5	金融杠杆运用效率的 DEA - Tobit 两阶段模型	84
4.5.1	DEA 模型方法简介	85
4.5.2	DEA 模型样本、指标选择与模型构建	86
4.5.3	DEA 模型结果	89
4.5.4	融资效率影响因素的 Tobit 模型分析	91
4.5.5	两阶段模型小结	93

4 地方融资平台债务管理研究

4.6 地方融资平台金融杠杆运用的规范性	94
4.6.1 金融杠杆总体比率的最优性	94
4.6.2 金融杠杆运用的充分性	95
4.6.3 金融杠杆运用的合理性	96
5 地方融资平台投资效率	98
5.1 地方融资平台投资效率度量	98
5.1.1 投资效率衡量标准	98
5.1.2 投资效率理论模型	98
5.2 投资效率实证分析	100
5.2.1 模型分析	101
5.2.2 ICOR 指标分析	105
5.3 分析地方融资平台投资效率的几个视角	105
5.3.1 经济人视角	105
5.3.2 委托代理视角	106
5.3.3 市场约束机制视角	106
5.3.4 经营管理视角	107
5.3.5 风险控制视角	107
6 地方融资平台债务与经济波动	109
6.1 地方融资平台债务对经济增长的作用机理	109
6.2 地方融资平台债务影响经济波动的渠道	112
6.3 地方融资平台债务对经济波动影响的实证分析	113
6.3.1 地方融资平台债务对投资波动的影响	113
6.3.2 地方融资平台债务对信贷波动的影响	116
6.3.3 地方融资平台债务对经济波动的关系	120
6.4 地方融资平台债务对宏观调控的影响	121
6.4.1 地方融资平台债务具有顺周期性	121
6.4.2 优化地方融资平台债务规模调控	124

7 地方融资平台债务稳健性	125
7.1 债务稳健性度量	125
7.1.1 债务管理风险	125
7.1.2 地方财政风险	126
7.1.3 金融风险	129
7.1.4 偿债能力分析	131
7.2 债务管控能力	133
7.2.1 再融资能力不足	133
7.2.2 融资渠道单一	133
7.2.3 地市、区县级平台融资成本偏高	136
7.3 债务管理机制建设	137
7.3.1 中央政府角度	137
7.3.2 地方政府角度	138
7.3.3 市场监管角度	139
7.3.4 金融机构角度	139
7.3.5 地方融资平台自身角度	141
7.4 地方债新政对地方融资平台债务管理的影响	142
7.4.1 地方政府融资管理的新机制	142
7.4.2 地方债新政对地方融资平台债务管理的影响	143
7.4.3 形成地方融资平台债务管理新机制	144
8 地方政府债券与地方融资平台债务管理	146
8.1 市政债概述	146
8.2 市政债券机制设计	147
8.2.1 发行市政债的总体原则	147
8.2.2 市政债与地方融资平台举债的关系	148
8.2.3 推进市政债发行的阶段性考虑	149
8.2.4 偿债保障机制	151
8.3 市政债发行配套机制	155
8.3.1 坚持立法先行	155

6 地方融资平台债务管理研究

8.3.2	建立市场化评级机制	156
8.3.3	提升金融市场约束的有效性	158
8.3.4	建立自律性管理组织	160
9	地方融资平台债务风险评估与预警	163
9.1	风险预警指标体系	163
9.2	地方融资平台风险评估多维评价框架	167
9.2.1	风险评估模型	167
9.2.2	将土地融资与地方融资平台债务统筹管理	172
9.3	地方融资平台债务的信用评级	174
9.4	信用风险全过程管理	180
9.4.1	事前管理	180
9.4.2	事中管理	181
9.4.3	事后管理	182
9.4.4	风险损失准备金规则	182
10	地方融资平台风险防范机制	185
10.1	风险防范机制设计的基本目标	185
10.2	债务应急重整机制设计	186
10.2.1	地方债务重整应把握的原则	186
10.2.2	债务重整机制：存量法与流量法	189
10.2.3	地方融资平台重整机制：多方参与视角	192
10.3	提升债务融资的透明度	195
10.3.1	地方融资平台透明度现状	195
10.3.2	提升地方融资平台透明度的中期举措	196
10.3.3	遵守地方融资平台中期举债规划	197
10.4	地方政府债务规模约束	199
10.4.1	我国地方债务规模偏高	199
10.4.2	我国地方债务最优规模	200

11 地方融资平台融资方式创新	203
11.1 地方融资平台资产证券化	203
11.1.1 我国资产证券化发展实践	203
11.1.2 地方融资平台开展资产证券化具备有利条件	204
11.1.3 资产证券化机制设计	207
11.2 地方融资平台公私合作 (PPP)	212
11.2.1 公私合作基本模式	212
11.2.2 公私合作的融资模式	213
11.3 地方融资平台信托融资	216
11.3.1 利用信托融资现状	216
11.3.2 信托支持地方融资平台存在的问题	217
11.3.3 完善地方融资平台信托融资方式	218
11.4 地方融资平台股权 (产业) 投资基金合作	218
11.4.1 与投资基金合作实践	219
11.4.2 与股权 (产业) 投资基金合作形式	220
11.4.3 与股权 (产业) 投资基金合作利弊	221
11.5 其他股权直接融资模式	222
11.5.1 上市融资	222
11.5.2 与外资合作	224
11.5.3 与民间资金合作	224
11.5.4 与中央企业合作	225
11.6 各种融资方式利弊比较	226
12 完善地方融资平台债务管理的保障措施	229
12.1 中央政府调控与监管角度	229
12.1.1 加强对地方政府举债的制度规范	230
12.1.2 对地方融资平台债务管理模式	232
12.1.3 对地方融资平台债务管理的原则	235
12.1.4 对地方融资平台的激励机制	237
12.2 地方政府管理角度	238

8 地方融资平台债务管理研究

12.2.1 构建对地方融资平台的综合评价激励机制	239
12.2.2 对地方融资平台债务监管规则	242
12.2.3 建立地方融资平台市场化退出机制	242
12.3 金融市场监管发展角度	244
12.3.1 建立充分竞争的信贷市场	245
12.3.2 大力发展市政债券市场	247
12.3.3 培育多样性的市政债投资者	248
12.3.4 构建更趋完善的金融市场监管体系	249
12.4 地方融资平台内部治理角度	251
12.4.1 发挥董事会的治理核心作用	252
12.4.2 建立科学高效的薪酬制度	254
12.4.3 构建审慎的财务系统	255
12.4.4 严格遵守中期财务预算	256
12.4.5 保持与债权人、投资者的友好沟通	257
12.5 规范地方融资平台对金融杠杆的运用	259
12.5.1 优化融资结构	259
12.5.2 提升融资效率	260
参考文献	262
后记	272

1 绪 论

1.1 问题的提出

1.1.1 研究背景

具有明显公共产品特性的基础设施建设、城市公共事业建设，是各国政府基本的经济职能。地方政府举债是实现这一职能的必要手段。在我国，地方融资平台受地方政府委托，承担着这一重要的经济职能。

综合国内外文献来看，尽管近年来出现了不少对地方融资平台质疑的声音，但我国中央政府及相关部委、世界银行等机构对地方融资平台制度设计的看法是比较正面的，主要体现在以下几个方面：一是 1994 年分税制改革后，地方财权上收、事权下放，但由于无法举债，地方融资平台成为重要的资金筹集来源。二是地方政府集中力量办大事的优越性，特别是在加快基础设施建设方面作用不可替代。三是欠发达地区地方融资平台的健康发展，有利于该地区通过基础设施的完善，形成良好的投资、税收、物流环境，减少企业发展的交易成本，形成民间资本流入的最优氛围。四是地方融资平台在重组改造地方国有企业、成为非金融企业的“最后拯救人”方面，有着特殊作用。五是地方融资平台在经济低迷时期，可以成为反周期调控的有力工具。

今后相当长一段时间，我国城镇化和道路交网络化仍将处于快速发展阶

段,由此产生的投资与消费需求十分巨大^①。在城镇化进程中,还存在许多投资规模大、周期长、经济效益低、资金回收慢的领域,地方融资平台在解决我国城镇化资金来源问题上还将继续发挥重要作用。即使中国未来城镇化进程有所放缓,从国际经验特别是发达经济体的数十年经验来看,持续为社会提供优质高效的交通运营服务和能源供应等主要的公共服务,也是地方政府应尽之责。纵观 20 世纪 80 年代以来的全球多次国有企业私有化浪潮,以能源供应、交通运营为主体的国有企业始终大量存在。OECD (2011) 发表研究报告表明,总体来看,OECD 国家接近一半的国有企业都主要分布在能源和交通领域,充分体现了这些领域具有的公共服务特征。

众所周知,地方融资平台是我国财政分权、地方政府竞争、地方不能直接举债、公共资金整合运用等因素的综合产物,其产生与发展难免出现一些机制、体制性缺陷。特别是在应对金融危机中,虽然地方融资平台在政府一揽子刺激计划中发挥了主力作用,但也出现了举债规模迅速膨胀、地方政府违规或变相提供担保、部分银行信贷管理缺失等多种弊端,积聚的风险已不容忽视。一是部分地区和行业偿债能力弱。根据审计署公报结果,2012 年底,负有偿还责任债务的债务率高于 100% 的市、县级政府分别占两级政府总数的 25.3% 和 7%。部分地区的高速公路处于建设期和运营初期,其收费收入不足以偿还债务本息。由于偿债能力不足,部分地方政府特别是市、县级政府只能通过借新还旧方式偿还融资平台政府性债务。二是部分地方的债务偿还对土地出让收入的依赖较大。2012 年底,地方政府负有偿还责任的债务余额中,承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为 3.5 万亿元。三是短期偿债压力较大。政府负有偿还责任的债务中,2015 年至 2017 年到期需偿还的分别占 17%、11% 和 8%,2018 年以后到期需偿还的占 19%。2011 年,出现了“川高速”事件,在地方融资平台举债额度用尽,擅自划转核心资产注入新平台,以供贷款和发新债之用;“滇公路”也宣布只付息不还本。

针对上述问题,国务院出台的《关于加强地方政府融资平台公司管理有

^① 我国城镇化率由 2002 年的 39.1% 提高到 2014 年的 54.8%,基本上每年提高 1.2 个百分点。居民收入水平较高的发达国家,城镇化率一般达到 80%。如果城镇化率以每年 1.2 个百分点的速度增加,达到发达国家的水平还需要 20 年。国家统计局 2011 年“城镇化进程对扩大内需影响”课题组则预测,到 2020 年,我国城镇固定资产投资额将达到 132.6 万亿元。

关问题的通知》(国发〔2010〕19号)提出,“研究建立地方政府债务规模管理和风险预警机制,将地方政府债务收支纳入预算管理”。2014年国务院又出台了《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),发布了地方政府债券发行原则性规定,进一步规范地方融资平台债务管理。国家“十二五”规划纲要明确提出“深化城市建设投融资体制改革”。要抓紧清理规范地方融资平台公司,实施全口径监管,严格控制增量,逐步消化存量,有效化解风险。要按照分类管理、区别对待的原则,妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题。金融机构要切实加强风险识别和风险管理,遵循商业化原则,审慎评估借款人财务能力和还款来源。坚决禁止政府违规担保承诺行为。同时,要研究建立规范的地方政府举债融资机制。由此可见,中央已将地方融资平台举债的规范性和长效风险防范机制提到了重要议程。

1.1.2 研究目的

本书针对地方融资平台债务管理问题,提出系统性政策框架,促进地方政府债务规范、健康、可持续发展。这不但关系到我国金融和地方财政的安全,也与我国新型城镇化平稳发展密切相关,对经济社会可持续发展有着重要作用。

一是完善地方政府债务管理机制。在确保地方政府对基础设施建设的一定强度的投资同时,确保地方债务增长的可持续,具有稳定的还款来源,形成合理的债务风险分担机制。

二是规范地方融资平台融资行为。地方融资平台是地方政府债务的重要承接主体,今后还将发挥重要作用。要改善内部治理,避免融资平台债务过度膨胀、过于依赖贷款和土地抵押,形成多元化、具有混合所有制特征的融资结构。

三是防范系统性金融风险。地方政府债务一旦出现大规模违约,将导致地方基础设施停滞和固定资产投资萎缩,这对于中国经济的影响是巨大的。因此,要未雨绸缪,稳妥推进地方融资平台债务重整,引导部分地方政府走出债务困境。

四是注重理论与实践的结合。要在结合国际经验和中国国情的基础上,提出地方融资平台债务管理政策框架,建立科学的激励约束机制,有效降低经营

管理活动中的道德风险，为工作实践提供有益参考。

1.1.3 研究意义

一是目前关于化解地方政府债务及融资平台风险的举措、建议较多，是学术界的热点话题。就笔者掌握的情况来看，国内有关系统全面的地方融资平台债务管理研究较少。尤其开展地方融资平台的债务运行机理、运用金融杠杆、融资工具创新、风险管理及防范机制等方面研究，对完善其债务管理机制有着较强的理论与实践价值。

二是对地方债务风险防范机制的国际经验进行了全方位梳理，并注重国内外差异性分析。以往文献主要以对国外地方债务融资风险防范机制的经验介绍，本书全面梳理和总结地方债务风险防范机制的发展脉络，特别强调从国际经验中找出共同点、规律性；同时，注重对比国内外经济金融环境、管理模式、法律环境等外部因素的差异性，在机制设计时更多地结合我国国情。

三是具有现实指导价值。虽然 2010 年国发 19 号文件对地方融资平台债务风险出台了针对性举措，2014 年国发 43 号文件发布地方债新规，但现实中仍然存在地方融资平台债务风险突出的问题。根据国家中长期规划精神，开展前瞻性、对策性研究，深入探讨如何解决可持续发展的体制机制性问题。地方融资平台债务管理框架的建立，有助于其可持续健康发展，推进地方融资平台市场化改革，有利于地方政府特别是我国中西部广大的欠发达地区继续有效推动城镇化及基础设施建设，为中国经济稳健转型提供有力支撑。

1.2 地方政府举债文献综述

1.2.1 地方政府债务的界定

地方政府债务指地方政府作为债务人，向债权人按照约定的条件承担为或不为的义务。具体来说，地方政府债务有四层含义：第一，地方政府债务的主要形式是债券，即政府发行具有一定票面价值的债券。第二，地方政府债务包括通过信用手段取得的财政收入，也包括由其担保的部分债务。第三，地方政府债务还包括政府的某些欠款，如拖欠行政单位员工的工资等应付而未付款项。第四，地方政府债务还包括三个方面内容：地方政府的所有部门债务、地

方政府所有部门隶属的机构的债务、下级地方政府的各种债务。

1.2.2 政府债务问题研究现状

就西方政府债务理论的发展而言,以20世纪30年代为界限,学者们对政府举债的观点大致可以分为两类:反对和赞成。古典经济学派对政府债务基本上持否定态度,认为国家举借债务有害。以凯恩斯为代表的学者普遍相信,政府债务对于一国经济发展有益。

古典经济学派国债有害的理论是在资本主义发展初期的特定环境下产生的,当时经济中最主要的矛盾是如何增加产量来满足不断增长的需求。尽管古典经济学家们认识到政府债务有损于生产资本和自由资本主义发展,却没有看到政府债务同时也能调节国民收入再分配。主张和赞同政府举债的学派是随着自由资本主义向垄断资本主义的过渡而发展起来的,时值商品经济高度发展,社会资金较为充裕的历史时期,当时资本主义国家频发经济危机,相机干预国家经济的政策盛行一时,各国经常运用财政货币政策调控经济运行,正是在这样的背景下,产生了认为政府债务对经济生活具有正效应的观点。

各国中央政府、地方政府举借债务已经成为客观事实,举债已成为现代市场经济中政府融资和调节经济的重要手段。地方政府通过发行地方债券进行融资是发达经济体中成熟的政府融资制度,其用途主要是为满足地方政府进行基础设施建设,提供公共产品中的资金需求。地方政府在当前收入不能为大型支出项目及时提供充足资金时,借款通常就会成为首选。第二次世界大战后,各国地方政府财政支出膨胀。20世纪七八十年代的美国,联邦政府、州政府、地方政府支出的比例分别为33%、23%和44%。20世纪80年代初,日本财政支出的格局为中央占1/3,地方占2/3。世界银行《1988年世界发展报告》表明,1974—1986年印度的地方开支平均占政府总开支的50%以上。巴西、哥伦比亚、韩国、菲律宾等新兴市场经济体的地方财政支出占比也呈现长期增加的趋势。

1.2.3 地方政府举债理论

1. 财政分权与机会主义理论

Tiebout (1956) 的“公共支出理论”和 Oates (1972) 的“第一代财政联

邦主义理论”是研究财政分权问题的基础性文献，其特点是中央应当赋予地方政府提供相关公共物品的财政收支权力。20世纪90年代以来，第二代财政联邦主义的思想兴起，这些研究更加强调财政分权对维护市场改革、改善效率、促进经济增长的影响研究（Qian 和 Weingast, 1997；Qian 和 Roland, 1998, Cao、Qian 和 Weingast, 1999）。我国1994年以来改革的一个最重要特征是经济分权，并集中体现在财税改革上，具有经济联邦主义^①特点。在对我国的评价上，大部分主流研究如 Blanchard 和 Shleifer（2000）、林毅夫和刘志强（2000）、张晏等（2005）、张军等（2007）、周黎安（2004，2007）、方红生等（2009）都对我国财政分权作用予以充分肯定。不过，我国的财政分权改革并没有导致地方政府的预算硬约束机制形成，主要有以下几种分析思路：

一是分权后地方事权与财力不匹配现象突出。分权后中央财力相对增强，地方财政收入占比基本稳定，但地方政府承担的公共事务职能不断增加，这一现象越往基层越发明显，特别是县、乡政府压力较大。我国在分权中的一个特点就是中央政府对地方官员建立了严格的奖励机制，为了在“GDP 锦标赛”中胜出，地方政府普遍高度偏好于基础设施、城镇化建设和吸引外商直接投资等，举债成了重要资金来源，冲击了现有的财政预算机制。

二是各地方政府举债“搭便车”（Free Rider）的机会成本较低。在我国统一的宏观经济背景下，出于上述地方官员的政绩观考虑，各地方政府具有加大投资和举债的动机。如果出现财政风险，中央很有可能救助，地方政府只承担部分成本；但如果冒险成功，地方政府将享有全部收益。所有地方政府都如此考虑，会形成了明显的“搭便车”行为。

三是分权不可避免伴生的财政援助（Bail Out）问题。不管是在发达经济体的美国、德国，还是新兴市场经济体的巴西、南非、阿根廷等，都有不少案例。实施财政联邦制度的发达经济体已相当完善，财政援助问题依然存在，其原因主要是：实力相对较弱的地区以全国公共服务均等化为由，加大财政开支和举债力度。金融市场下调评级的风险逼迫中央政府援助。宏观经济环境恶化导致高福利、高社保体系的难以维系，也是重要因素。新兴市场经济体的救助

^① 与一些分权较为典型的发达经济体相比，在我国，地方政府只是拥有许多公共职能的事实处置权，没有获得相对独立的税权，所以还没有被称为“财政联邦主义”。