



经济管理学术文库·金融类

地方政府投融资平台风险管理

——基于重庆市投融资平台的实证研究

The Local Government Investment and Financing
Platform for Risk Management
—Empirical Study Based on Investment and
Financing Platform of Chongqing

周孝华 周 青 等 / 著



贵财图 1254981



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



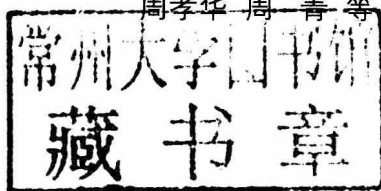
经济管理学术文库·金融类

地方政府投融资平台风险管理

——基于重庆市投融资平台的实证研究

The Local Government Investment and Financing
Platform for Risk Management
—Empirical Study Based on Investment and Financing
Platform of Chongqing

周孝华 周 青 等 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

地方政府投融资平台风险管理：基于重庆市投融资平台的实证研究/周孝华，周青等著. —北京：经济管理出版社，2011.12

ISBN 978-7-5096-1711-3

I. ①地… II. ①周… ②周… III. ①地方政府—投融资体制—风险管理—研究—重庆市 IV. ①F832.771.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 250480 号

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 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：邱永辉

责任编辑：邱永辉

责任印制：杨国强

责任校对：蒋 方

720mm×1000mm/16

15.25 印张 198 千字

2012 年 1 月第 1 版

2012 年 1 月第 1 次印刷

定价：38.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1711-3

·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

前 言

研究地方政府投融资平台风险管理与风险度量对中国经济具有重要的理论与现实意义。在地方政府投融资平台投资带动下，地方政府有效缓解了财力不足、建设资金短缺的发展“瓶颈”，并且带动了企业投资，活跃了市场，有力地推动了各地城市化和基础设施建设，在保增长、扩内需、调结构、促民生，以及迅速扭转经济下滑趋势方面发挥了重要的作用。然而，地方政府投融资平台在拉动中国经济迅速回升的同时，也埋下了很多隐患。地方政府投融资平台是借政府拥有的优质资源组建而成，是政府实现产业调整、解决发展难题、推动经济可持续发展的重要举措，投融资平台采用市场化的运作手段进行内部经营管理，同时得到政府的大力支持和政策指导。一方面，其主要职能受政府规范，也得到政府赋予的大量优质资源和经营性资产，在经营发展方面得到政府的大力支持；另一方面，其主要的投资决策遵循地方产业政策，如集中于基础设施建设、重大项目配套和先导产业投资等，在其职能定位上也充分显示政府的宏观调控意图。

本书首先阐述了风险及其管理的基本理论，对国内外地方政府投融资平台的发展模式进行了综述，在国外城市基础设施建设投融资模式分析方面，主要以英、美、法三国为例，同时从融资风险和投资风险两个方面对地方政府投融资平台的风险进行了分析。从经济学的角度分析了地方政府投融资平台过度投融资行为的动因，同时也从其他几个方面分析了投融资平台的风险机理，阐述



了投融资平台的风险传导路径。其次研究了地方政府投融资平台风险影响因素,从行业界定、投融资平台行业风险因素两方面探讨地方政府投融资平台风险特征,从宏观、中观、微观三方面分析投融资平台风险影响因素。建立了地方政府投融资平台风险预警模型。这部分内容包括建立投融资平台风险预警程序,分析风险预警研究方法。依据地方政府投融资平台风险影响因素分析,从宏观、中观、微观三方面提取指标构建投融资平台风险预警指标体系,选取模糊综合评价方法和层次分析法构建投融资平台风险预警模型,并对该模型进行了应用分析。建立了地方政府投融资平台投融资风险度量模型。投融资平台风险度量模型分为融资风险模型和投资风险模型,对于融资风险,采用传统的 Credit Metrics 模型并对其进行改进,使之更适合我国地方政府投融资平台的实际情况,以对融资做一维风险度量。对融资多维风险,考虑到多种融资间的相关关系,应用更为实用可行的 Copula 理论来进行度量。对于投资风险,结合随机波动模型与极值理论,提出基于 POT-SV-t 的动态 VaR 模型来进行一维投资风险度量,在此基础上采用 Copula 理论考察多维变量间的相关关系来进行多维风险度量。在地方政府投融资平台风险管理与度量的实证研究方面,分析了重庆市政府投融资平台现状,并结合地方政府投融资平台风险预警研究方法及模型,以重庆地产集团为研究对象,按照地方政府投融资平台风险预警模型,对其相关数据采用模糊层级分析法进行风险预警系统的实证分析,并对重庆交旅集团的融资债券采用 Credit Metrics 模型进行一维风险度量的实证计算。同时对江津区投融资平台的结构完善、提高投融资能力及风险控制能力等方面进行了探讨。最后得出研究结论,并提出相关的政策建议与未来展望。

本书的特色在于紧密围绕中国地方政府投融资平台发展的现实,研究地方政府投融资平台的风险管理与度量,具有强烈的现实针对性,并在理论方法上作了创新。研究内容有深度,研究方法严

谨。本书的创新体现在如下几个方面：首先，在地方政府投融资平台的风险形成机理方面，从经济学的角度剖析了投融资平台过度投融资的动因。利用财政机会主义分析方法与模型对过度投融资行为的动因进行了分析；从“双向羊群效应”的相互作用、影响和强化出发，分析中国地方政府投融资平台数量和融资规模急剧增长以及风险迅速积聚的原因；从地方财政收支失衡、公共风险承担、平台运作等方面阐述了地方政府投融资的风险机理；从地方政府债务风险、中央或国家财政风险、投融资平台的先天性缺陷和运作不规范、宏观经济运行、平台融资主渠道单一及金融系统的脆弱性等方面分析了投融资平台的风险传导路径。其次，在地方政府投融资平台风险预警研究方面，从宏观、中观、微观三方面分析地方政府投融资平台风险影响因素，宏观方面主要从经济环境、经济政策、法律因素三方面寻找影响因素；中观方面主要从区域经济环境与地方政府的信用两方面进行探索；微观方面主要从投融资平台内部财务因素与非财务因素两方面分析影响因素；并据此确定地方政府投融资平台风险预警目标、风险预警程序、提取指标构建地方政府投融资平台风险预警指标体系，利用模糊综合评价法和层次分析法构建了地方政府投融资平台风险预警模型。最后，在地方政府投融资平台风险度量模型方面，从融资风险和投资风险两方面进行了研究。先深入分析已有投融资风险管理模型与方法的适应性与局限性，提出了基于 Credit Metrics 模型的投融资平台一维信用融资风险度量方法；通过分析地方政府投融资平台的融资结构与融资模式的多元性，通过构建信用曲线、选择合适的 Copula 函数及计算联合违约概率分布，提出并建立基于 Copula 函数的投融资平台多笔贷款的信用风险测度方法。在投资风险度量方面，从动态角度考虑 VaR 时间序列的特征，结合 SV-t 模型与极值理论拟合金融资产收益的尾部特征，建立了一种新的投资风险测度模型——基于 POT-SV-t 的动态 VaR 模型，以此进行一维投资风险度量，并结合 Copula 理



论来进行多维投资风险度量。另外，在实证研究方面，全面分析了重庆市级和区县级的投融资平台风险及影响因素并进行风险的相关定量测度。利用重庆地产集团的相关数据，对风险预警系统模型进行实证，计算并分析此投融资平台的宏观、中观、微观的风险指标预警阈值，设定各指标权重，计算出总体标准风险分数值，并参照预警信号表输出预警信号和风险状况评价。利用重庆交旅集团的实际数据，通过设定信用等级转移矩阵、估算未来不同信用等级下的贷款远期价值、推导贷款价值变动的远期分布，对此平台进行一维信用风险度量计算。对区级投融资平台的研究，以重庆市发展较快的江津区为例，分析了该区投融资平台目前存在的问题，提出了重新整合并完善该区投融资平台，提高投融资能力及风险控制能力的思路与方案，从政策支持、融资渠道、融资方法、战略投资者引进等方面提出了相应切实可行的建议。

本书由笔者和周青博士（现就职于重庆市政府）及我们的合作者与研究生们共同完成，他们是董耀武博士（现就职于重庆合川区政府）、姜婷博士、唐文秀博士、张保帅博士。没有他们的积极努力与认真钻研，本书不可能顺利完成，成果属于我们团队。书中尚存诸多不如人意之处，恳请读者批评指正。

周孝华

2012年1月

目 录

1	绪 论	1
1.1	选题背景及研究意义	1
1.2	研究方法及研究内容	3
1.3	相关文献综述	5
1.4	本书主要特色及创新	16
2	相关理论及模式概述	19
2.1	风险及其管理的基本理论综述	19
2.2	地方政府投融资平台发展模式述评	22
2.3	地方政府投融资平台风险及其特征简述	30
2.4	小结	42
3	地方政府投融资平台风险形成机理研究	45
3.1	地方政府投融资平台风险形成原因	45
3.2	地方政府投融资平台过度投融资行为及动因	46
3.3	地方政府投融资平台风险机理与传导机制	55
3.4	小结	61
4	地方政府投融资平台风险影响因素分析	63
4.1	地方政府投融资平台风险特征	64



4.2	宏观因素对地方政府投融资平台风险影响分析	66
4.3	中观因素对地方政府投融资平台风险影响分析	69
4.4	微观因素对地方政府投融资平台风险影响分析	76
4.5	小结	80
5	地方政府投融资平台风险预警模型	83
5.1	地方政府投融资平台风险预警程序	83
5.2	风险预警研究方法综述	88
5.3	地方政府投融资平台风险预警系统评价 指标体系的构建	89
5.4	地方政府投融资平台风险预警模型构建	94
5.5	小结	104
6	地方政府投融资平台投融资风险度量模型	107
6.1	投融资风险度量相关基础模型概述	107
6.2	地方政府投融资平台融资风险度量研究	122
6.3	地方政府投融资平台的投资风险度量模型	137
6.4	小结	147
7	重庆市政府投融资平台风险管理实证分析	149
7.1	重庆市投融资平台现状	149
7.2	重庆市投融资平台风险及其影响因素分析	155
7.3	重庆市地产集团风险预警系统实证分析	160
7.4	基于 Credit Metrics 模型一维信用风险 度量的实证研究	167
7.5	小结	175

8 重庆市江津区投融资平台重构及治理结构完善	177
8.1 江津区开发建设投融资现状及局限性	177
8.2 目前投融资平台治理结构及问题	179
8.3 平台定位及治理结构的完善	181
8.4 投融资平台公司的重构	184
8.5 战略投资者的分析与选择	188
9 江津区平台投融资方案与途径	193
9.1 直接融资分析及方案设计	195
9.2 间接融资分析及方案设计	199
9.3 公司投资与项目管理	203
9.4 投融资能力与承受力测算	204
9.5 投融资风险因素与风险对策	206
9.6 对区级投融资平台的相关建议	208
10 对策建议、研究结论及展望	213
10.1 对策建议	213
10.2 研究结论及展望	217
参考文献	223

1 绪 论

1.1 选题背景及研究意义

自 2008 年 11 月以来，受国际金融危机的深度影响，中国宏观经济形势呈现出诸多不正常现象，出口大幅下滑，消费不振，地方政府投融资平台项目成为拉动国内投资的强劲力量。2009 年初中国人民银行与中国银行业监督管理委员会联合发布《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”，这被地方政府视为对地方政府投融资平台的肯定和鼓励。为扭转经济下滑的趋势，地方政府加大了投融资的力度，从而导致投融资平台的数量和规模都出现了超常规的增长，更成为银行信贷的主要投放目标。央行的一项调研显示，截至 2009 年 5 月末，全国共有政府投融资平台 3800 多家，总资产近 9 万亿元，其中 70% 以上为县区级平台公司。而另据媒体转述来自银监会的数据，目前全国有 8000 多个融资平台，其中县一级的融资平台有 4000 多个。

在地方政府投融资平台投资带动下，地方政府有效缓解了财力不足、建设资金短缺的发展“瓶颈”，在一定程度上带动了企业投

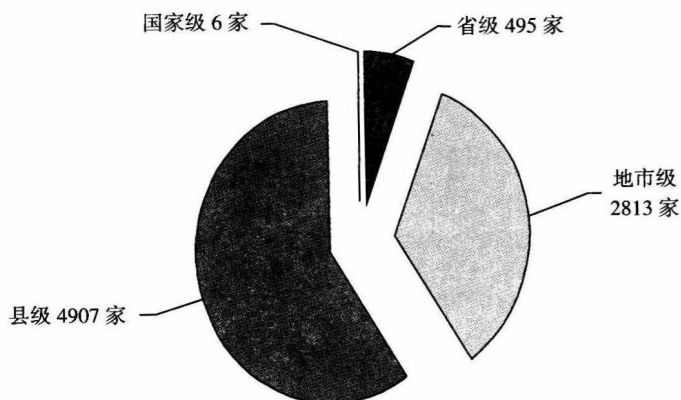


图 1.1 各级地方政府投融资平台数量情况

资，活跃了市场，有力地推动了各地城市化和基础设施建设，为保增长、扩内需、调结构、促民生，以及迅速扭转经济下滑趋势发挥了重要作用。地方政府投融资平台在拉动中国经济迅速回升的同时，也埋下了诸多隐患。地方政府投融资平台是借政府拥有的优质资源建立而成，是政府实现产业调整、解决发展难题、推动经济可持续发展的重要举措，投融资平台采用市场化的运作手段进行内部经营管理，同时将得到政府的大力支持和政策指导。一方面，其主要职能受政府规范，也将得到政府赋予的大量优质资源和经营性资产，在未来经营发展方面得到政府的大力支持；另一方面，其主要的投资决策将遵循地方产业政策集中于基础设施建设、重大项目配套和先导产业投资等，得到政府的指导，在其职能定位上也将充分显示政府的宏观调控意图。

但是，在实际的运行中，由于地方政府投融资平台法人治理结构不完善、责任主体不清晰、操作程序不规范等因素，地方政府投融资平台存在明显的风险。地方政府投融资平台运行所带来的风险是多方面的，在投融资运作过程中的各个环节，如资金筹集（融资）、资金投放（投资）、资金回收与偿还（偿债）等都可能出现风险；此外，由于政府的投融资行为还会影响整个国民经济的运行，



因而投融资运作中引发的风险还可能通过各种渠道传导、扩散到整个经济体系，由此产生更大的经济风险。

继 2010 年 6 月以来国务院已先后发布《加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》、《关于贯彻国务院〈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》、《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》，要求各地财政部门上报地方政府融资平台公司债务清理核实情况，直指地方政府投融资平台风险控制。截至 2009 年底，我国地方政府融资平台贷款余额已达 7.38 万亿元，同比增长了 70.4%。截至 2010 年 6 月底，我国商业银行地方政府融资平台贷款达 7.66 万亿元，截至 2010 年底贷款达 9.09 万亿元。当时有专家预测，若不及时治理的话，到 2011 年地方政府融资平台负债将会超过 12 万亿元，地方政府债务总额将至 15 万亿元。地方政府投融资平台的风险控制问题已经迫在眉睫，因此本书选择地方政府投融资平台风险管理为研究内容是具有重大现实意义的。对政府尽快出台相关的规定与措施，以有效防范和解决地方政府投融资平台的问题与风险具有一定的参考意义，对地方政府投融资平台本身的风险度量与控制也有针对性的参考价值。

1.2 研究方法及研究内容

本书包括以下 10 章。

第 1 章是绪论部分，主要对选题的背景及研究意义、研究方法及内容、相关概念和主要创新点等进行了说明。

第 2 章是相关理论与实证研究综述。这部分对风险及其管理的基本理论进行了阐述，对国内外地方政府投融资平台的发展模式进



行了综述，同时从融资风险和投资风险两方面对地方政府投融资平台的风险展开剖析。

第3章是地方政府投融资平台风险机理研究。这部分从经济学的角度分析了地方政府投融资平台过度投融资行为的动因，同时也从其他几个方面分析了投融资平台的风险机理，最后阐述了投融资平台的风险传导路径。

第4章是地方政府投融资平台风险影响因素研究。这部分先从行业界定、地方政府投融资平台行业风险因素两方面探讨地方政府投融资平台风险特征，然后从宏观、中观、微观三方面分析地方政府投融资平台风险影响因素。

第5章是地方政府投融资平台风险预警研究。这部分具体内容阐述了地方政府投融资平台风险预警程序，分析了风险预警研究方法，然后依据地方政府投融资平台风险影响因素，从宏观、中观、微观三方面提取指标，构建地方政府投融资平台风险预警指标体系，选取模糊综合评价方法和层次分析法构建地方政府投融资平台风险预警模型，并进行了该模型的应用分析。

第6章是地方政府投融资平台投融资风险度量模型。投融资平台风险度量模型分为融资风险模型和投资风险模型。对于融资风险，采用传统的 Credit Metrics 模型并对其进行改进，使之更适合我国地方政府投融资平台的实际情况以对融资做一维风险度量。对融资多维风险，考虑到多种融资间的相关关系，应用更为实用可行的 Copula 理论来度量。对于投资风险，结合随机波动模型与极值理论，提出基于 POT-SV-t 的动态 VaR 模型来进行一维投资风险度量，并在此基础上，采用 Copula 理论考察多维变量间的相关关系来进行多维风险度量。

第7章是地方政府投融资平台风险管理实证分析。这部分分析了重庆市政府投融资平台现状，并结合地方投融资平台风险预警研究成果，以重庆地产集团为研究对象，按照地方投融资平台风险预



警模型，对其相关数据采用模糊层级分析法进行风险预警系统的实证研究，还对重庆交旅集团的融资债券采用 Credit Metrics 模型进行一维风险度量。

第 8、第 9 章对区级投融资平台进行研究，以重庆市发展较快的江津区为例，分析了该区投融资平台目前存在的问题，提出了重新整合并完善该区投融资平台，提高投融资能力及风险控制能力的思路与方案，从政策支持、融资渠道、融资方法、战略投资者引进等方面提出了相应的建议。

第 10 章是结论部分。总结以上研究，提出结论。

1.3 相关文献综述

地方政府投融资平台是指省、市、县各级地方政府出于城市开发、公共设施、交通运输等地方基础设施建设资金需要而组建的各类公司，通常冠以投资公司、开发公司等名称。地方政府通过划拨土地、股权、相关资产等手段，整合运作各类资源或新成立一家资本金和资产等指标可以达到银行融资标准的公司，将其作为承贷主体，以投资项目经营性收入或者财政收入作为质押或还款收入，向银行取得贷款用于市政建设、公共事业等政府项目。按照所从事的行业不同，可分为城建投融资平台、公路投融资平台、农牧业投融资平台、水务投融资平台等。按照地方政府的层级不同，又有省级政府投融资平台、地市级政府投融资平台、县区政府投融资平台的区别。我国各地具有代表性的投融资平台模式如：“上海多元模式”、“天津分散分级管理模式”、“重庆‘八大股’模式”、“湖南‘五类型’模式”、“河南金融控股模式”、“四川‘1+N’模式”等。

城市基础设施的内涵在学术界一直没有明确的界定，被广泛接



受且沿用至今的分类方法是由经济学家 Hansen N.在 1965 年提出,将基础设施界定为广义上的和狭义上的。具体来说,广义上的城市基础设施包括经济性基础设施和社会性基础设施。其中,经济性基础设施是指那些直接参与、支持城市物质生产过程的基础设施部门,其核心包括城市能源供应系统、水源与供排水系统、交通运输系统和邮电通信系统。而社会性基础设施则是那些旨在提高城市社会福利水平、间接影响城市物质生产过程的基础设施部门,包括文化、教育、卫生、福利、环保等系统。在城市基础设施的理论研究和管理实践中,一般采用狭义的城市基础设施概念,即那些直接参与、支持城市物质生产过程的基础设施,也即经济性基础设施。世界银行在《1994 年世界发展报告》中,将城市基础设施的内容分为以下三方面:①公共设施,如电力、电信、自来水、卫生设施与排污、固体废弃物的收集与处理及煤气管道。②公共工程,如公路、大坝和灌溉及排水用的渠道工程。③其他交通部门,如城市与城市间铁路、城市交通、港口和水路以及机场。随着经济理论研究的深入,城市基础设施的内涵体系得到进一步完善。从经济性基础设施的概念出发,可形成城市基础设施“六大系统”的完整体系,即城市能源动力系统、水资源和供排水系统、道路交通系统、邮电通信系统、生态环境系统和防灾系统。

现有关于地方政府投融资平台风险管理的研究主要有:过文俊(2010)《防范地方政府投融资平台风险的近虑远谋》通过分析投融资平台潜在风险,在此基础上提出了投融资平台产生风险的原因,最后提出了应对地方政府投融资平台风险的短期措施与长期策略。李侠(2010)《地方政府投融资平台的风险成因与规范建设》运用大量数据和事实对地方政府投融资平台的当前现状进行了深入分析,在此基础上,提出了要从约束政府投融资平台、改变政府信息披露不透明、规范投融资平台的融资行为等方面对地方政府投融资平台进行规范性建设的建议。刘煜辉(2010)《高度关注地方投融资平



台的“宏观风险”》指出地方政府通过地方投融资平台进行融资有其内在必然性，地方投融资平台大量借贷本质上是一个体制性问题，需要高度关注其产生的“宏观风险”。路军伟（2010）《中国地方政府投融资平台风险及其防范》研究指出中国地方投融资平台在短期内迅速积聚巨大风险，并可能从不同路径传导至中央政府和宏观经济运行层面，为防范这一风险，除应多管齐下克服双向羊群效应，迅速遏制地方政府利用投融资平台的过度融资冲动之外，也应建立克服地方政府财政机会主义的长效机制。

常友玲等（2010）《我国地方政府投融资平台存在的问题及对策》指出地方政府投融资平台由于缺乏统一的法律规范和投融资风险约束机制及运作机构不健全等问题，使地方政府投融资平台建设出现了很多问题，导致地方政府债务风险急剧扩大。潘文轩（2010）《地方政府投融资平台运行风险及其化解》指出地方政府投融资平台的构建具有非规范性特征，隐藏着以债务偿还风险为中心的一系列财政、金融与经济风险，在此基础上提出以化解地方债务偿还风险为重点，及时建立并完善地方政府投融资平台运行的风险监控与应对机制。封北麟（2010）《地方政府投融资平台的财政风险研究》深入剖析了地方政府投融资平台财政风险的现状、形成原因和危害，揭示了地方政府投融资平台的无序发展导致地方政府债务的过度扩张，对财政调控和管理形成巨大压力，诱发财政风险，并就此提出完善投融资平台建设、控制财政风险的对策建议。周轶强等（2009）《政府投融资平台的财务风险分析与控制》通过对我国地方政府投融资平台的分析，认为投融资平台在运行过程所面临的财务风险必须引起有关方面的高度重视，并提出了防范与控制政府投融资平台财务风险的路径。

苏晓鹏等（2009）《地方政府投融资平台风险预警与化解对策》对我国地方政府投融资平台的经济贡献和潜在风险进行系统分析，提出了相应的风险化解对策。巴曙松（2009）《地方政府投融资平