

中诚信国际信用评级有限责任公司

毛振华 闫衍 | 主编

中国地方政府与融资平台 债务分析报告

DEBT ANALYSIS

OF

CHINA'S LOCAL GOVERNMENT
AND IT'S FINANCING VEHICLES



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

毛振华

中诚信集团创始人、董事长，中诚信国际信用评级有限责任公司首席经济学家。1979年考入武汉大学经济系，先后在湖北省统计局、湖北省委政策研究室、海南省政府研究中心、国务院政策研究室等单位从事经济研究工作。1992年创办国内首家全国性信用评级机构——中国诚信证券评估有限公司。在宏观经济、资本市场、信用评级理论方法等方面有较多研究成果，出版了《资本化企业制度论》《十年宏观、十年理论》《“一带一路”沿线国家主权信用风险报告》《国家负债能力与主权评级研究》《企业扩张与融资》等著作。

担任国务院医改领导小组专家委员、国家大数据发展专家委员会会员、中国企业家论坛理事、中国工业经济联合会常务理事。受聘为中国人民大学和武汉大学教授、博士生导师，中国社会科学院研究生院和南开大学兼职教授，并担任中国人民大学经济研究所联席所长、武汉大学董辅初经济社会发展研究院院长。

闫衍

中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、研究院院长。兼任中国人民大学经济研究所联席副所长、中国社会科学院研究生院 MBA 教育中心特聘导师。曾任中诚信财务顾问有限公司常务副总裁、中国诚信信用管理有限公司执行副总裁、中诚信证券评估有限公司副董事长等职务。主要研究方向为宏观经济和债券市场。出版了《“一带一路”沿线国家主权信用风险报告》《“债务—通缩”压力与债务风险化解》《供给侧结构性改革下的中国宏观经济》等著作。同时，作为主要作者，闫衍在《宏观经济管理》《中国金融》《改革》等学术刊物发表了数十篇有关宏观经济、金融市场发展的学术论文。

中国地方政府与融资 平台债务分析报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

毛振华 闫 衍 / 主编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

编 委 会

主 编 毛振华 闫 衍

常务编委 刘先云 袁海霞

编委会成员 (按姓氏拼音首字母排序, 排名不分先后)

曹 闰	仇 芑	丁 宸	段晋璇	方华东
付东阳	付一歌	桂兰杰	郭静静	何 川
贺文俊	黄 菲	黄 伟	黄 臻	姜 玲
揭晓小	李傲颜	李春辉	李家其	李 颖
李玉平	李转波	刘心荷	刘鑫鑫	刘逸青
陆静怡	吕修磊	骆传伟	马淑芳	梅 莹
齐 晨	齐 芯	盛 蕾	石 清	孙向东
汪莹莹	汪苑晖	王 冲	王 娟	王梦璇
王秋凤	王少强	王新策	魏 荣	夏 远
鄢 红	杨晨晖	杨 锐	杨小静	尹梦芳
袁 野	袁雨晴	张 敏	张双钰	赵珊迪
赵晓曦	赵艳艳	周 蒙		

序言一

从20世纪以来全球发生的历次经济危机的历史经验来看，危机的发生与金融和债务的关系日趋紧密，甚至可以说，在一定意义上，经济危机的本质是金融危机，而金融危机实质上是债务危机。2008年，随着美国次贷危机蔓延为全球性的金融危机，我国开始了以稳增长为核心的宏观调控，刺激政策下“债务-投资”驱动模式对中国经济增长发挥了主导作用，但同时也带来了资产泡沫、债务激增等问题；随着对风险问题的重视，我个人在2016年提出双底线思维^①，即以稳增长和防风险为双底线，两者皆为政策目标，但不同时期，政策优先次序可以调整。实际上，2016年下半年以来，我国宏观调控重心由稳增长转向防风险，中央高规格会议多次强调“守住不发生系统性风险的底线”，2017年12月中央经济工作会议将防风险列为“三大攻坚战”之首，提出“要使宏观杠杆率得到有效控制”，2018年4月中央财经委首次会议明确“结构性降杠杆”的思路，“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”，尤其是随着中美关系发生重大变化，7月以来的宏观政策发生微调，无一不充分体现了“防风险、守底线”的原则和双底线思维。

从债务角度来看，在居民、企业、政府三大部门中，政府债务尤其是地方政府债务的作用和性质具有其特殊性。政府举债实质是政府及其代理人运用政府信用进行扩张的过程。在正常的经济运行条件下，政府可以充分运用政府信用来筹集经济建设和发展资金，为公众及时提供便捷的公共产品和公共服务。但是，对政府信用不当使用或过度使用，往往会带来一系列的问题。2008年金融危机后，在“四万亿”经济政策刺激、国家政策支持、地方政府资金缺口等多重因素推动下，我国地方政府债务尤其是隐性债务依托

^① 见毛振华、刘元春、袁海霞、张英杰《稳增长与防风险双底线下的中国经济》，《经济理论与经济管理》2017年第1期。

融资平台快速扩张，虽然带动我国经济在全球率先企稳，但也导致一些地方政府债务水平快速攀升，债务风险隐患持续积聚。

本人曾多次到美国即全球市政债的发源地调研其市政债券的发展，经过200多年的发展，美国市政债已经成为美国州和各级政府的主要融资渠道。美国市政债发行主体主要是州政府、地方政府和各级公共机构。债券类型主要分为一般责任债券和收益债券，前者由政府的“完全信用”和“信用抵押”作为保障，由地方政府的税收作为主要偿债来源；后者主要由提供服务的市政设施或项目所产生的收益作为偿债资金来源。经过上百年的发展，美国的市政债已经建立起发债偿债机制明确、适应其财税体制的相对完备的管理体系。相对而言，中国的地方政府债券市场的发展相对起步较晚，虽然目前地方债管理和风险控制等方面在逐步迈向规范，但仍存在一定的问题，比如由于不规范的融资方式导致债务规模的快速发展实际上也是地方政府资源配置能力的扩大，也会对民企等主体资源获取产生挤出效应等；这些都为地方政府债务管理和风险控制带来不确定性。

从我国的情况来看，以2014年新《预算法》与43号文出台为标志，地方政府债务进入规范管理轨道。一方面“开前门”，赋予地方政府举债权，并纳入全口径预算管理实行规模控制，并以2013年政府性债务审计结果为基础，对于企事业单位举借的政府负有偿还责任债务，通过发行地方政府债券进行置换；另一方面“堵后门”，明确政府与企业的责任边界，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还。但是，在地方政府财权事权不匹配及债务限额约束下，地方政府实际资金需求难以满足，融资平台及部分国企所承担的地方公益类项目融资功能难以真正剥离，中央关于划清地方政府与企业界限的政策要求在财政压力较大的地方难以落地，一些地方仍通过隐性背书方式通过政府引导基金、PPP等渠道举债，地方债务隐性扩张成为需要关注的重要问题。

厘清统计口径及范围，并对债务规模进行具体测算是客观认识地方政府债务问题、防范地方政府债务风险的基础。但是，我国现有的各部门地方政府债务口径并不统一：从横向上来看，财政部、发改委、审计署以及各地地方政府的统计口径并不完全统一；从纵向上来看，地方政府不同时期披露的债务数据具有较大随意性，没有统一方式。这种统计口径的不统一导致在研究地方政府债务及区域性风险时难以实现有效可比。中诚信国际信用评级有

限责任公司作为国内领先的信用评级机构，始终是资本市场上最为专业和可靠的信用意见提供者。在本书中，中诚信评级基于公开市场数据，基于公司从事信用评级尤其是地方政府和融资平台评级的实践，对地方政府信用风险进行了测算，同时考虑到国企以及地方政府的资产，最终得出了“我国地方政府债务风险总体可控但隐性债务风险较为突出”的独立结论。同时，中诚信评级还分区域测算了国内30个省份（西藏暂未测算）的区域性信用风险状况，以翔实的数据提示读者和投资者关注区域性信用风险。中诚信评级所做的这一系列工作，虽然还是研究地方债务的初步工作，但在当前不失为向监管机构、资本市场投资者、地方政府债务风险的研究者提供的一个重要参考。

从2008年以来我国地方政府债务风险的发展历程来看，融资平台是地方政府隐性债务的主要载体，化解地方政府债务风险与融资平台转型是“一体两面”。在防范地方政府债务风险的同时，融资平台的市场化转型是不可忽视的硬币的另一面。在本书中，中诚信评级对新形势下融资平台转型所面临的环境、转型路径都进行了具体分析，并提出了防范地方政府债务风险与推动融资平台转型的对策建议。

中国地方政府债务发展以及债务风险是市场关注的重点之一，在2012年我曾提出“地方政府仍有发债空间”^①，呼吁地方政府发债主体的合法化，同时规范操作、严格管理，避免风险积累。近几年地方债务不断增长，风险持续累积，本书正是我们跟踪地方债务风险的阶段性成果，也是中诚信分析师团队集体智慧的结晶，共收录了34份报告。其中，《当前中国地方政府隐性债务风险研究》《新形势下地方融资平台的发展转型》《中国地方政府债务风险预警研究》《中国地方政府债务风险指数研究》四篇报告放眼全国，一方面对全国的总体债务水平和区域性债务风险进行了详细测算，另一方面结合防范地方政府债务风险对地方融资平台的发展转型进行了深入研究。其余30份为全国30个省份的信用风险分析结果。由于数据可得性差、时间仓促、分析师水平有限等原因，全书难免存在疏漏之处，恳请专家、学者及读者批评指正。

毛振华

2018年10月

^① 毛振华：《中国地方政府还有发债空间》，《财经》2012年3月18日。

序言二

习近平总书记在十九大报告中强调“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，凸显了新时代下“把防控风险放在更加突出位置”的忧患意识与底线思维。在此背景下，中诚信国际信用评级有限责任公司作为我国领先的评级机构，依托其在信用评级市场多年实践经验及对债务风险的深入研究，写作出版了《中国地方政府与融资平台债务分析报告》，聚焦我国地方债务风险研究，恰逢其时。

我作为中国财政金融改革 30 余年来的参与者、亲历者以及见证者，深知我国财政金融改革任务的重大与改革过程的艰巨。历经 30 余年发展，我国财税体制改革逐步完善，地方债务管理体系日趋成熟，地方债务风险总体可控，但是仍面临隐性债务风险增长过快、地方政府债券市场化水平有待提高、地方违法违规举债屡有发生等诸多问题，而由此衍生积聚的地方债务风险，已成为影响系统性金融风险的重要隐患。

防范化解地方债务风险涉及多个方面，难以一蹴而就，但对债务风险的“可知”，是“可防”“可控”的基础所在。中诚信国际信用评级有限公司在《中国地方政府与融资平台债务分析报告》中，从我国地方债务演变形式出发，对全国 30 个省份的债务情况进行全面梳理，为市场各方了解当前我国地方债务风险水平、区域债务分布情况等提供了重要借鉴。在地方政府债务测算基础上，中诚信国际在书中同时发布自主研发的基于 AHP 地方政府风险指数模型与基于 KMV 模型的地方政府债务风险预警模型，为地方政府债务风险管理实践提供了新的工具与思路。

在从理论层面测算当前我国地方债务水平的同时，本书结合中诚信国际在债券市场评级业务实践，对我国当前隐性债务的主要载体——地方融资平台的债务风险进行了深入研究，对其债务风险演变特点、转型发展路径进行

了详细剖析，并结合全国各省份的情况，对各省份融资平台企业财务状况、债务水平、偿债能力等进行了梳理。本书全面扎实的数据统计分析，既是投资者开展债券投资的重要资料，也是当前监管层进一步完善地方政府隐性债务管理、加强融资平台违法违规举债监管、推动融资平台转型、提升监管政策有效性的重要参考。

在与中诚信国际写作团队交流中得知，本书初稿年初即已完成，此后他们对书中所涉及的公开数据及相关资料反复核校，并持续跟进相关监管政策、市场情况的最新变化，反复修改几易其稿，展现出了严谨的研究作风。在此过程中，国债协会恰与中诚信国际就我国地方政府债券评级方面存在的问题及对策研究合作开展课题研究，目前合作课题已顺利完成，中诚信国际在债券评级、信用风险研究方面的专业实力和扎实分析的沉淀积累亦给我留下深刻印象。中诚信国际不仅有着优良的工作作风，而且为此书的出版做了精心地准备，相信读者定能从此书中受益并得到启发。

当前国内外形势正在发生深刻而复杂的变化，我国经济运行内外部环境不确定性加大，财政金融体系在严守防风险底线的同时，将持续面临新问题、新挑战、新任务，需要包括监管部门、自律组织、市场各类参与主体等不同机构群策群力，立足于新时代基本国情，发挥自身专业优势，加强热点问题研究，凝聚智慧，既助力于打好当前防范化解重大风险的攻坚战，亦为持续推进我国财政金融体系改革贡献力量。再次感谢中诚信国际写作团队精心打造的《中国地方政府与融资平台债务分析报告》，为我国地方政府债务管理、风险防范与化解提供理论支持、政策研究与实证分析，期待未来有更多更好的研究成果！

孙晓霞

2018年10月

孙晓霞，现任中国国债协会会长，曾任财政部金融司司长，兼任财政部PPP工作领导小组副组长。毕业于东北财经大学，曾在财政部商贸司外贸处、财政部金融司金融二处工作，是我国财政金融改革、PPP推广的重要参与者。

序言三

近年来，规范地方政府举债行为、防范债务风险成为守住不发生系统性金融风险 and 区域性金融风险底线的关键，也自然是防范和化解重大风险的重要内容。为此，从中央到地方出台了一系列制度和措施，重点在于显性化地方政府债务、多元化融资渠道和打击违法违规融资等，这有效地促进了地方政府举债模式的转换和融资方式的创新，也为防范地方政府债务风险奠定了较好的基础。不容否认的是，目前地方政府债务风险管控的形势依然不能令人乐观，隐性债务风险的防范成为焦点；但也存在着在“拆弹”过程中因操之过急而引发流动性风险的危险。尤其是自 2017 年以来，随着金融监管的加强和金融“去杠杆”的加速，以及对地方政府融资行为规范力度的强化，信用紧缩趋势明显，正处于转型中的地方政府融资平台的再融资出现了政策性困境，流动性风险陡然加剧，有可能成为触发系统性风险的“扳机”。

从可持续发展的角度看，防范地方政府债务风险，首要的就是摸清地方政府债务风险的现状，顺藤摸瓜厘清债务风险的发生机理。这是遏制隐性债务增长和控制债务风险的基础。其次，要充分认识到：地方政府债务和隐性债务是多因素导致的综合性结果，债务风险的防范不能仅局限于就债务论债务，就融资平台论融资平台，应该从提升地方政府投融资管理能力、强化财政和金融协调、深化经济体制改革和实现经济稳定发展等方面进行系统性筹划。我认为，一是提高投资的有效性，这是管控地方政府债务风险的前提。有效的投资主要是投资方向合理、资金使用高效、产出效益明显的投资。提高投资的有效性就意味着政府的投资能够与经济发展、民生改善形成良性互动，这样债务融资的偿还就有可靠的物质基础。2016 年 7 月中共中央国务院《关于深化投融资体制改革的意见》就明确提出要就政府投资体

制、投资范围、投资安排、投资管理等方进行完善和优化，要求扩大投资决策的科学性和较为广泛的民主参与。循此而行，就能够显著提高投资的有效性。二是要不断创新融资机制，规范政府举债行为。地方政府融资方式可以是多样化的，不能仅局限于债务融资，放大债务风险。一般来说，要根据所投资的项目的性质有针对性地设计融资的方式。比如，一些市场空间预期稳定、周期较长、现金流覆盖率较大的项目就可以采取股权融资的方式（如 PPP 模式）来吸引社会资本投资运营；一些收益群体明确、项目折旧期限和折旧方式明确且有一定现金流的项目可以采取融资租赁的方式进行融资；那些纯公益项目且缺乏社会资本进入热情的项目可以采取政府举债融资的方式进行投资，而且在发债期限方面要尽可能与项目生命周期相匹配。这样，就可以最大限度地减少政府债务融资的压力，为减控政府债务风险提供较大的空间。在此基础上，要不断规范政府举债行为，注重举债的合规性，杜绝“借道融资”“明股实债”等行为，实行阳光举债，防范隐性债务的蔓延。三是要充分注重财政与金融的协调。地方政府债务风险的防范既要注重流动性风险的缓释，也要加强债务清偿力度。化解地方政府债务不能以牺牲“保民生、保运转”的刚性需求为代价，也不能引发新的流动性风险，否则，欲速而不达。这就要求不断提高财政和金融协调的精准度和有效性。四是适时加快体制改革，构建地方政府债务融资可持续发展的长效机制。从现实情况看，进一步深化相关体制改革是防范地方政府债务风险的治本之策。地方政府投资责任过大是导致风险防范形势日益严峻的主要原因，需要通过体制改革进行投资责任的“横向”和“纵向”分担。“横向分担”的路径是不断转变政府职能，通过简政放权，该市场承担的投资责任就让位于市场，该社会承担的投资责任就需要不断培育社会组织让位于社会；“纵向分担”的路径是适度提高上级政府（包括中央政府）的投资事权，将一些外溢性强的、涉及范围广的项目投资责任进行适时上移。投资责任合理分担机制的构建核心是有效减轻地方政府的投资事权，在既定的财力分配格局下，相应的增强财政能力，减少外源融资的需求，从而为防范债务风险构建起长效机制。

中诚信国际信用评级有限责任公司作为我国从事信用评级的机构长期致力于我国地方政府债务的研究和债信评级，近年来不断推出有关地方政府债务及其风险防范的研究成果，在推动该领域的理论研究和现实评估方面做出

中国地方政府与融资平台债务分析报告

了积极的贡献。我曾数次参与中诚信国际组织的相关研讨活动，受益匪浅。承蒙袁海霞女士的邀请为中诚信国际的新作《中国地方政府与融资平台债务分析报告》作序，我倍感荣幸，通过认真拜读新作内容，我深感本书的分析扎实有力、蕴意丰富，足以引领研发的方向。我借此机会，不揣浅陋，谈了谈自己的一些相关感受。

是为序。

赵全厚

2018年9月

赵全厚，现任财政部科研所金融研究室主任，研究员，博士研究生导师。1982年9月至1986年7月，在北方交通大学材料系材料学专业学习，获得工学学士学位；1988年9月至1991年7月，在财政部科研所研究生部攻读硕士研究生学位，获得经济学硕士学位；1997年9月至2000年7月，在财政部科研所研究生部在职攻读博士研究生学位，获得经济学博士学位；2002年9月至2003年9月，在美国密歇根大学做访问学者。1991年8月开始，在财政部科研所综合政策研究室从事财政科研工作。一直从事经济研究工作，先后参与社科基金和其他国家级重大课题和省部级、所级课题30多项。主要研究领域：国债规模及其宏观管理、科技创新的财政税收政策、地方财政管理、资本市场调控制等。

目 录

第一篇 地方债务风险与融资平台研究

当前中国地方政府隐性债务风险研究·····	003
中国地方政府债务风险预警研究·····	029
中国地方政府债务风险指数研究·····	051
新形势下地方融资平台的发展转型·····	072

第二篇 各区域地方政府与融资平台债务分析报告

北京地方政府与融资平台债务分析报告·····	093
天津地方政府与融资平台债务分析报告·····	113
河北地方政府与融资平台债务分析报告·····	130
山西地方政府与融资平台债务分析报告·····	146
内蒙古地方政府与融资平台债务分析报告·····	159
辽宁地方政府与融资平台债务分析报告·····	172
吉林地方政府与融资平台债务分析报告·····	191
黑龙江地方政府与融资平台债务分析报告·····	208
上海地方政府与融资平台债务分析报告·····	219
江苏地方政府与融资平台债务分析报告·····	236
浙江地方政府与融资平台债务分析报告·····	252
安徽地方政府与融资平台债务分析报告·····	265
福建地方政府与融资平台债务分析报告·····	284

中国地方政府与融资平台债务分析报告

江西地方政府与融资平台债务分析报告·····	294
山东地方政府与融资平台债务分析报告·····	308
河南地方政府与融资平台债务分析报告·····	325
湖北地方政府与融资平台债务分析报告·····	340
湖南地方政府与融资平台债务分析报告·····	357
广东地方政府与融资平台债务分析报告·····	370
广西地方政府与融资平台债务分析报告·····	383
海南地方政府与融资平台债务分析报告·····	395
重庆地方政府与融资平台债务分析报告·····	408
四川地方政府与融资平台债务分析报告·····	427
贵州地方政府与融资平台债务分析报告·····	447
云南地方政府与融资平台债务分析报告·····	459
陕西地方政府与融资平台债务分析报告·····	474
甘肃地方政府与融资平台债务分析报告·····	489
青海地方政府与融资平台债务分析报告·····	501
宁夏地方政府与融资平台债务分析报告·····	509
新疆地方政府与融资平台债务分析报告·····	526
后 记·····	541

第一篇
地方债务风险与融资平台研究

当前中国地方政府隐性债务风险研究

袁海霞 刘心荷 汪苑晖 王秋凤*

要 点

• 最近 20 年来，融资平台在中国地方政府债务扩张中扮演了重要角色。1994 年《预算法》颁布及分税制改革后，融资平台成为地方政府财政收支矛盾下的融资代理人；2008 年金融危机后，在“四万亿”政策的推动下，融资平台实现第一轮扩张，地方政府债务快速增长；2011 年后影子银行快速发展，融资平台第二轮快速扩张，继续推动地方政府债务增长；2014 年以来，对地方政府举债的监管加强，但地方政府债务隐性化问题加剧。2018 年政府工作报告提出，坚决打好三大攻坚战，推动重大风险防范化解取得明显进展。在防风险背景下，防范地方政府债务风险是牢牢守住不发生系统性风险底线的必然要求，必须高度关注地方政府债务尤其是隐性债务所蕴含的风险。考虑到我国政府及国有企业雄厚的资产规模，当前地方政府债务风险总体可控，但需警惕部分地区地方政府债务处置不当或引发的市场预期及信心失控，应及时采取债务防范及处置措施，避免债务风险向债务危机转化。

• 当前，各方对地方政府显性债务与隐性债务口径的界定并不一致。从法律的角度来看，显性债务是特定的法律或者合同所带来的负债，而隐性债务则是基于市场预期、政治压力的政府责任。从现实的角度来看，地方政府隐性债务也是地方政府可能承担偿还、

* 袁海霞，中诚信国际首席宏观分析师，研究院宏观金融研究部总经理；刘心荷，研究院宏观金融研究部高级分析师/项目经理；汪苑晖，研究院宏观金融研究部分析师；王秋凤，研究院宏观金融研究部高级分析师/高级项目经理。