

## 聚焦中国

# 中国资产负债表中的“灰犀牛”——地方融资平台的巨额债务

梁红

hong.liang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513050005

SFC CE Ref: AJD293

刘葵

liu.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080512120001

SFC CE Ref: BEI881

中国持续上升的杠杆率水平一直是投资者和政策制定者关注的焦点。以非金融部门债务占 GDP 的比例衡量，2018 年中国的宏观杠杆率水平 2012 年来第一次与前一年持平，没有上升（图表 1）。但是对表外和地方融资的大幅收紧引发了金融条件的过度收缩，企业（尤其是民企）经营情况恶化，国内投资和消费数据明显下滑，宏观经济再次滑向通缩的边缘。今年开年以来，中国政府对于去年矫枉过正的政策组合做出了明显调整，债务（尤其是地方政府）融资增速回升，经济活动指标和工业品价格也随之出现企稳的迹象。然而，投资者对于用增加基建和给国有部门加杠杆的方法稳增长依然充满疑虑，对于经济是否可以持久企稳依然缺乏信心。

中国如何在稳增长、控风险、调结构的诸多政策目标中取得平衡？如何避免去杠杆的政策组合最终事与愿违？为回答这些问题，我们曾经对中国杠杆率居高不下的结构性原因做过一系列分析，指出中国奇高不下的储蓄率，叠加将储蓄转化为投资的投融资体制的制度性缺欠是问题的核心。<sup>1</sup>

在本篇报告中，我们聚焦地方融资平台——这一中国国有企业中的特殊群体，通过对他们发债时公布的资产负债表的分析，对其经营情况、偿债能力进行评估，并与其它非金融企业，包括民企和非城投的国企，进行对比，以便更深入地理解中国的债务风险和精准去杠杆的政策选项。

## 一、地方政府融资平台——中国国有企业中的特殊群体

相比于那些有明确盈利模式或盈利要求的国有及国有控股企业，地方政府融资平台是一类特殊的国企，他们是由地方政府创建、主要为其融资需求服务的企业。根据国务院 2010 年 6 月 10 日发布的《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》<sup>2</sup>，**地方政府融资平台是指“由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体”。**

审计署 2013 年审计结果显示，融资平台公司是当时地方政府债务最大的举债主体。迄今为止，有关地方政府债务最全面的数据来自 2013 年 12 月 30 日审计署公布的《全国政府性债务审计结果》。2013 年审计结果显示，截至 2013 年 6 月底，地方各级政府负有偿还责任的债务规模为 10.9 万亿元，政府或有债务 7 万亿元<sup>3</sup>。其中，以融资平台公司为举债主体的地方政府负有偿还责任的债务 4.1 万亿元，地方政府或有债务 2.9 万亿元，合计 7 万亿，约占地方政府债务和或有债务总量的 39%。（图表 2）

地方政府融资平台数目众多，哪些企业算作地方政府融资平台没有统一标准。2013 年审计署审计了 7170 个融资平台公司，但是没有公布名单。银监会每个季度披露地方政府融资平台的名单。最近一期融资平台名单包括 11566 家企业<sup>4</sup>。财政部 2014 年地方政府债务清查时对融资平台的认定主要基于审计署口径。2018 年 8 月财政部再次清查地方政府债务，采取了更为宽泛的口径，要求清查的融资平台包括但不限于：银监会认定的融资平台名录；财政部 2014 年清理甄别存量政府债务时认定的融资平台名录；2016 年以来统计地方政府承诺偿还或提供担保的融资平台债务、通过签订合同承担的财政支出事项时，地方自行上报的融资平台名录。

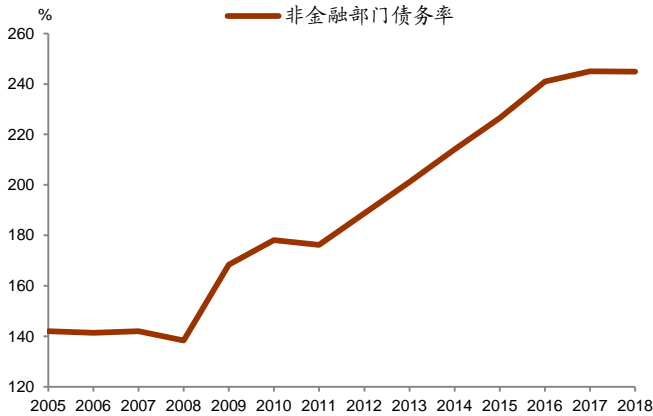
<sup>1</sup> 参见中金宏观研究报告：2018 年 11 月 11 日《用作“加法”的改革走出当前经济困境》和 2014 年 11 月 13 日《为什么近年来中国的杠杆率加速上升？》。

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/jzwgk/2010-06/13/content\\_1627195.htm](http://www.gov.cn/jzwgk/2010-06/13/content_1627195.htm)，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 年 6 月 10 日。

<sup>3</sup> 政府或有债务包括：政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务。

<sup>4</sup> Wind 数据库收录。

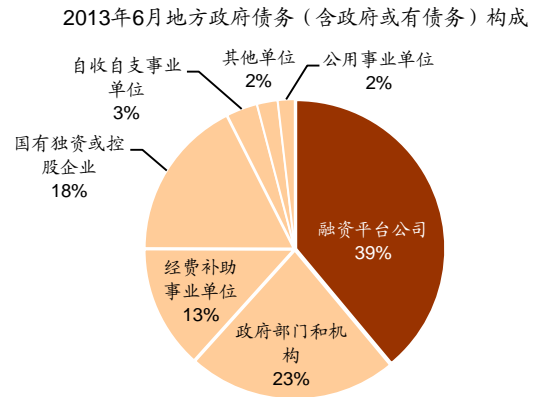
图表 1: 2018 年非金融部门债务率基本持平



注：参见图表 5 注

资料来源：财政部、审计署、CEIC、中金公司研究部

图表 2: 2013 年审计结果显示融资平台是地方政府最大的举债主体



资料来源：审计署、中金公司研究部

## 二、地方政府融资平台债务状况

城投债发行企业披露的资产负债表提供了一个分析地方政府融资平台债务情况的视角。地方政府融资平台发行的债券一般称作城投债，我们利用 Wind 数据库收集的城投债发行主体所公布的资产负债表<sup>5</sup>对地方政府融资平台的债务状况、偿债能力等指标进行评估。并且将这些地方政府融资平台企业的资产负债表和其他非金融企业进行对比。我们的分析显示，过去五年中（2014-2018 年）债务上升最快、投资回报最差、偿债能力最差的部门是地方融资平台：

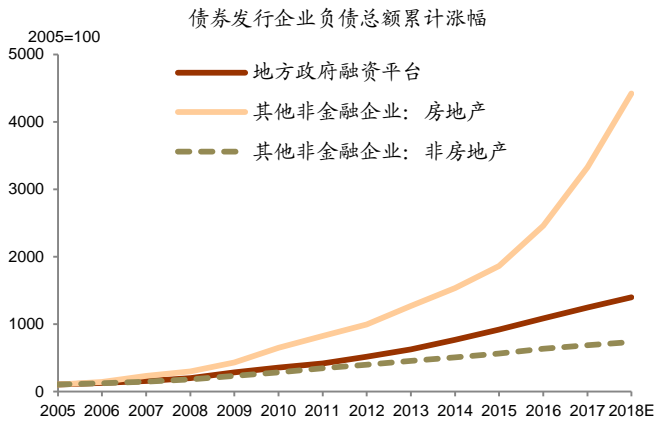
- 截至 2018 年底，地方融资平台的带息负债超过 30 万亿人民币，占 GDP 的比例为 34%。企业部门负债扩张最快的是房地产企业和地方政府融资平台。按可比增速计算<sup>6</sup>，2005 年以来，地方政府融资平台负债累计增长 14 倍，远高于其他非金融发债企业的 9 倍。其他非金融发债企业中，房地产企业负债累计增长 44 倍，剔除地方政府融资平台和房地产企业后的非金融企业负债只增长了 7 倍。（图表 3）
- 中国非金融部门债务占 GDP 的比率从 2014 年的 214% 上升至 2018 年的 245%，上升了 31 个百分点（图表 4 和 5）。其中：
  - 实体企业部门（民企加上非城投的国企）债务占 GDP 的比率下降了 7 个百分点；
  - 居民部门债务的比率上升了 17 个百分点；
  - 政府部门显性债务的比率（不含融资平台及企事业单位）上升了 15 个百分点；
  - 地方融资平台债务的比率上升了 6 个百分点。考虑到 16 万亿的地方债务置换已经基本完成，而地方融资平台债务比率却不降反升，其实际债务比率上升的幅度可能高达 19 个百分点，年化的增速在过去五年在 20% 以上，远高于社融或信贷的增速。

<sup>5</sup> Wind 数据库对城投债有三个划分标准，分别是 Wind 口径、银监会口径和中债口径。其中，银监会口径对应银监会公布的融资平台名单中发行债券的企业；中债口径是中央国债登记结算有限责任公司 2014 年 5 月 19 日推出“中债城投债收益率曲线”时设定的标准；Wind 口径自 2014 年 12 月 29 日期直接采用中债口径，在此之前 Wind 按照类似方法自己进行判定。从包含企业样本看，银监会口径包括 1000 家左右企业；Wind 口径和中债口径接近，都包括 2000 家左右企业，Wind 口径略多于中债口径。我们采用的是 Wind 口径。

<sup>6</sup> 每年发行债券并公布资产负债表的企业样本不同，计算可比增速时选取前后两年都公布了资产负债表的企业，累计涨幅用计算的同比增速推算。

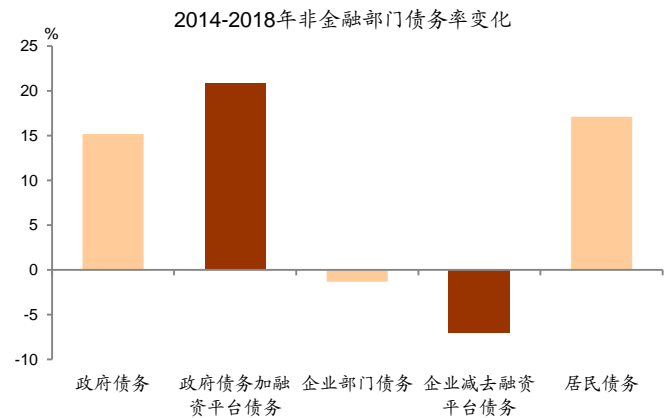
这个分析显示，2014年以来中国宏观债务率的上升是靠给居民、房地产企业、政府、融资平台加杠杆，而非房地产的实体企业（民企和非城投国企）显著降杠杆来实现的。这样的结果难言符合政策设计的初衷。

图表3：地方政府融资平台负债涨幅超过其他非金融企业



注：2018年数据根据上半年同比增速估计  
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表4：近五年政府和居民债务率上升，企业债务率下降



注：参见图表5注  
资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

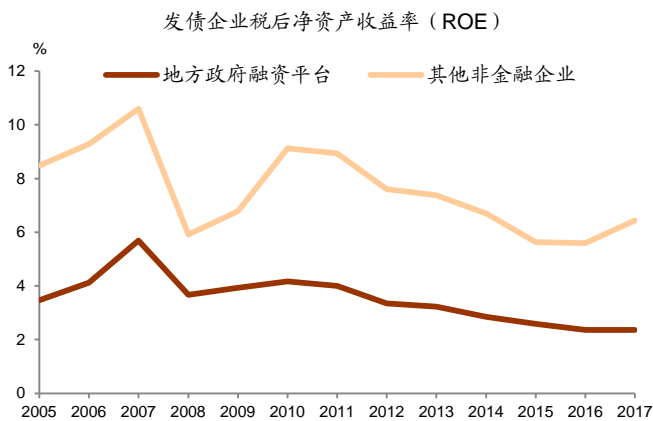
图表5：中国分部门债务率2014-2018

		2014	2015	2016	2017	2018	2014-2018	
							变化(百分点)	CAGR (%)
<b>分部门债务</b>								
政府债务(1)	万亿元	14	18	24	29	33		24.3
中央政府债务	万亿元	10	11	12	13	15		11.8
地方政府债务(1)	万亿元	4	7	12	15	18		43.4
企业部门债务(2)	万亿元	100	111	121	132	140		8.6
融资平台带息负债(3)	万亿元	18	21	24	28	31		13.9
融资平台带息负债+地方债置换累计	万亿元	18	24	32	38	43		23.6
居民部门债务	万亿元	23	27	33	41	48		19.9
非金融部门债务总量	万亿元	137	155	178	201	221		12.6
地方债置换量	万亿元		3.1	4.8	2.8	1.3		
地方债置换量累计	万亿元		3.1	7.9	10.6	11.9		
<b>分部门负债率(债务比GDP)</b>								
政府债务率	%	22	26	32	35	37		15
企业部门债务率	%	156	161	164	161	155		-1
融资平台带息负债	%	29	31	33	34	34		6
融资平台带息负债+地方债置换累计	%	29	36	44	47	47		19
居民部门债务率	%	36	39	45	49	53		17
非金融部门债务率	%	214	227	241	245	245		31
<b>融资平台调整后分部门债务</b>								
政府债务加融资平台债务	万亿元	32	39	48	56	64		18.7
企业部门减融资平台债务	万亿元	82	89	97	104	109		7.3
居民部门债务	万亿元	23	27	33	41	48		19.9
非金融部门债务总量	万亿元	137	155	178	201	221		12.6
<b>融资平台调整后分部门负债率</b>								
政府债务加融资平台债务	%	50	57	65	69	71		21
企业部门减融资平台债务	%	128	130	131	127	121		-7
居民部门债务	%	36	39	45	49	53		17
非金融部门债务率	%	214	227	241	245	245		31

注：(1)地方政府债务不包括企事业单位承担的债务；  
(2)企业部门债务=旧口径社会融资总量-股票融资-住户部门贷款+企业外债，其中外债为2018年3季度末数据；  
(3)地方政府融资平台债务2018年数据根据2018年上半年同比增速估计  
资料来源：财政部、审计署、CEIC、Wind、中金公司研究部

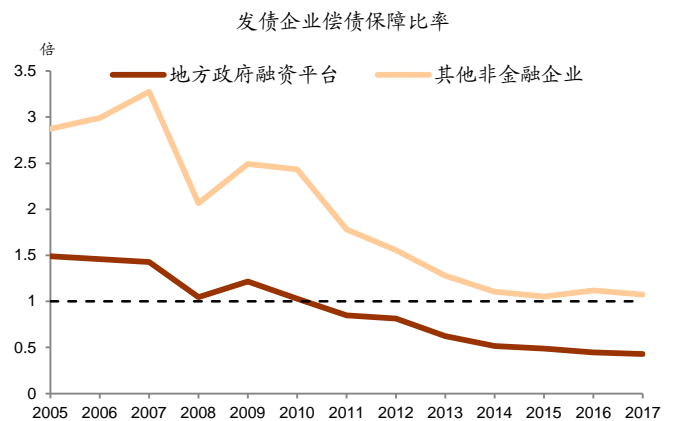
- 2017年地方政府融资平台税后的净资产收益率约为2.4%，远低于其他非金融发债企业的6.4%（图表6），或其本身的发债成本。
- 但最令人担忧的是，平台公司的偿债保障比率<sup>7</sup>只有0.4倍，（图表7）即这些企业的经营性现金流无法支付当年到期的债务和利息。偿债保障比率不到1倍意味着融资平台企业经营性现金流无法支付当年到期的债务加利息，如果不能借新还旧，将面临流动性风险。此外，地方政府融资平台利息覆盖率<sup>8</sup>2017年约为2.9倍，也显著低于其他非金融发债企业的4.8倍（图表8）。
- 平台公司主要承担当地政府的基础设施投资，资金回收期较长，但其融资工具的久期大多少于三年（图表9），久期错配严重。很多项目资金成本在6%以上，甚至在8%以上（图表10）。同时，2017年地方政府融资平台存货约占总资产27%，远高于其他非金融企业的15%（图表11）。融资平台的存货资产中有不少土地储备——地方政府用土地储备给融资平台注资，获得抵押贷款。房地产价格和地方债务之间的正反馈机制加大了土地财政的系统性风险。

图表6：地方政府融资平台缺乏盈利能力



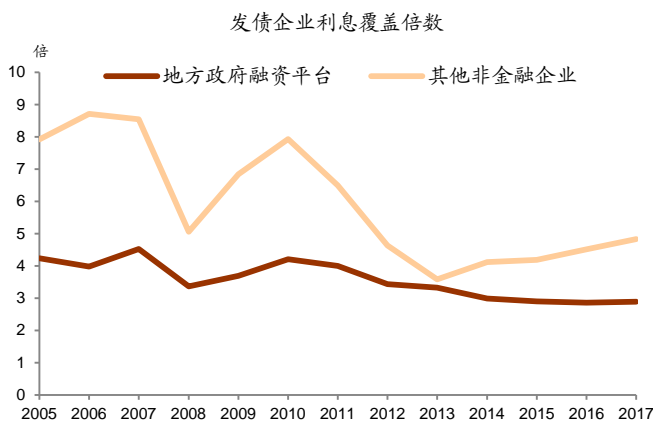
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表7：地方政府融资平台偿债保障比率低于1倍



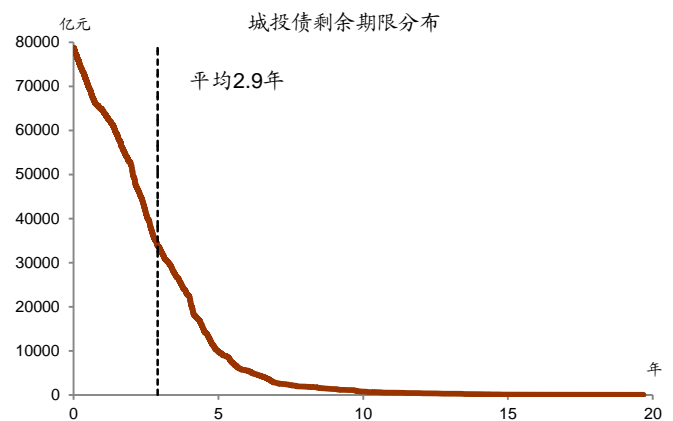
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表8：地方政府融资平台利息覆盖率低



资料来源：Wind、中金公司研究部

图表9：城投债平均久期不到3年

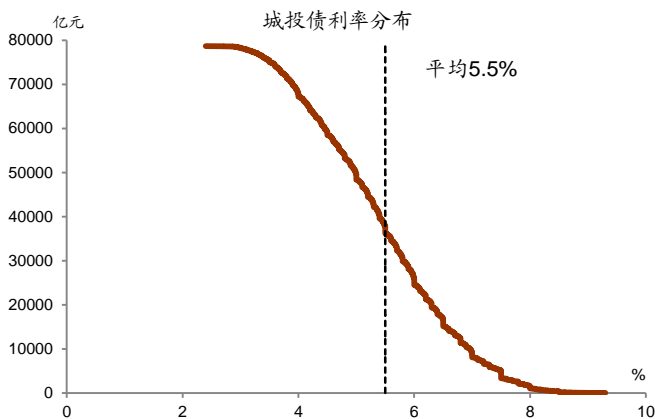


注：截至2019年3月11日  
资料来源：Wind、中金公司研究部

<sup>7</sup> 偿债保障比率 (Debt Service Coverage Ratio, DSCR) = 税息折旧及摊销前利润 / (一年内到期的非流动负债 + 利息支出)

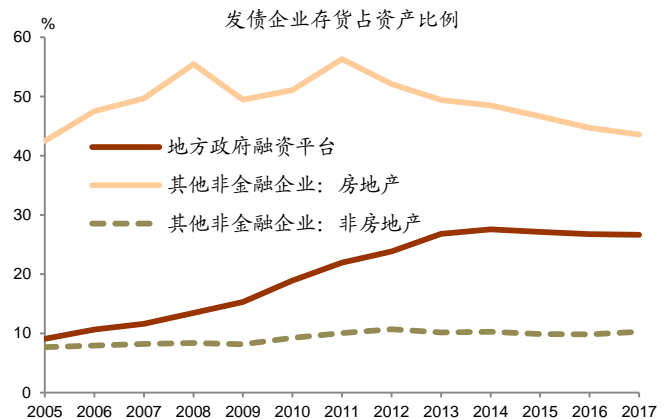
<sup>8</sup> 利息覆盖率 (Interest Coverage Ratio) = 税息折旧及摊销前利润 / 利息支出

图表 10: 城投债平均利率 5.5% 左右



注：截至 2019 年 3 月 11 日  
资料来源：Wind、中金公司研究部

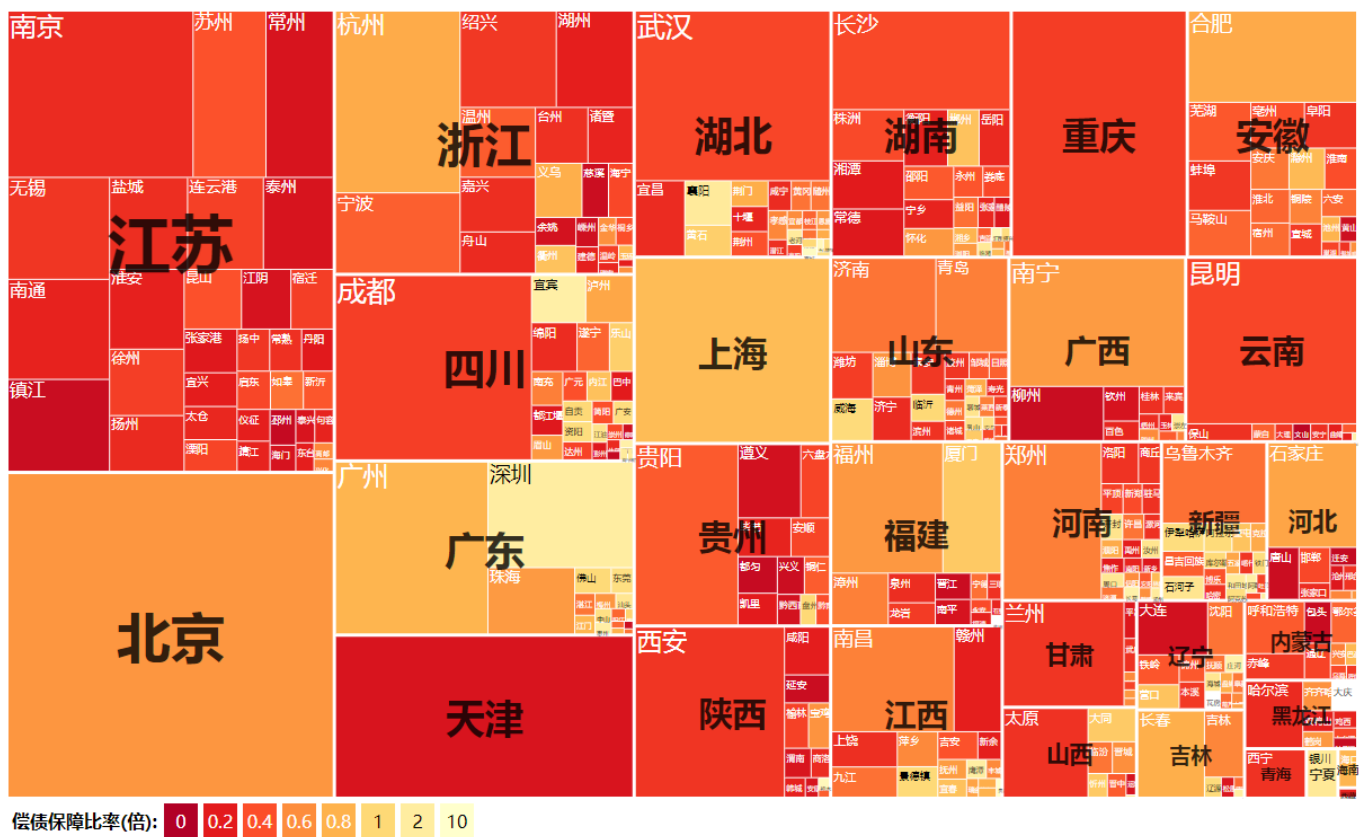
图表 11: 房地产和融资平台存货占比高于其他非金融企业



资料来源：Wind、中金公司研究部

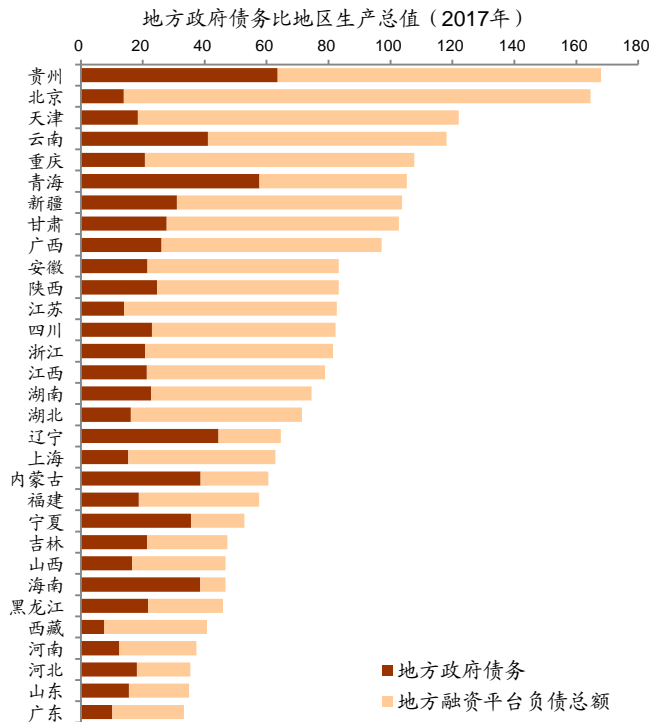
6. 虽然只有 8 个省份地方显性债务加平台负债超过当地 GDP 的 100%，但有 23 个省份加总债务相对与地方财政收入比例超过 300%，有 10 个省份超过 500%。综合分析显示，贵州、云南、天津、江苏等省的债务风险较高：
- 从绝对量看，江苏、北京、浙江、四川、广东等地融资平台负债规模较大。江苏省融资平台负债总量最大，2017 年接近 6 万亿。北京、浙江、四川、广东融资平台负债都超过 2 万亿元。上述五省加上湖北、天津，七个省区地方政府融资平台负债约占全国的一半。（图表 12）
  - 北京、贵州、天津等地区融资平台负债相对于 GDP 比例超过 100%，债务负担较重。如果将融资平台负债和地方政府债务加总，贵州、北京地方政府债务和融资平台负债相对于 GDP 比例超过 160%，天津、云南、重庆、青海、新疆、甘肃也超过 100%（图表 13）。贵州、青海、云南等省区地方政府债务加上融资平台债务总量相对于地方政府收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）比例高（图表 14）。
  - 天津、江苏等地融资平台面临较大的流动性压力。除了西藏、宁夏、广东，其余大部分省区融资平台偿债保障比率都不到 1 倍，其中，天津、江苏、黑龙江偿债保障比率不到 0.3 倍。（图表 12、15）

图表 12: 各地融资平台负债规模和偿债保障比率



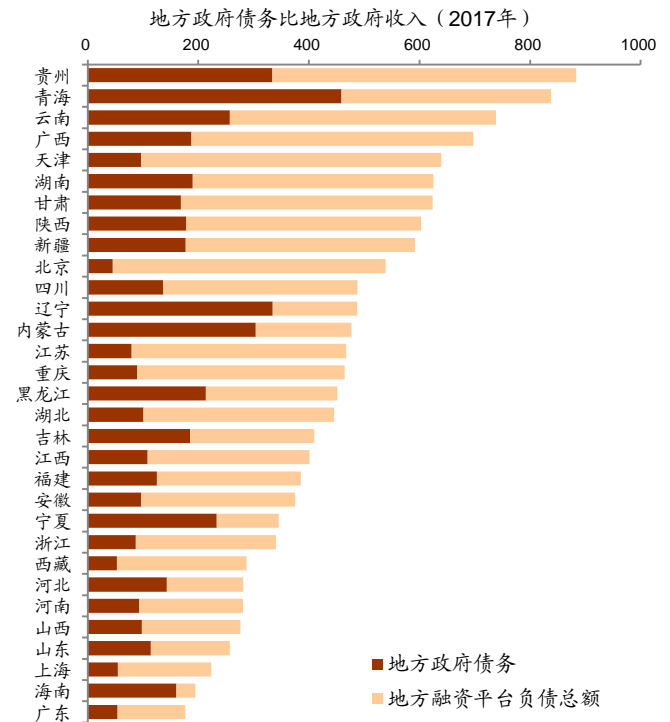
注：矩形面积大小代表地方政府融资平台负债相对规模；颜色深浅代表偿债保障比率，颜色越深偿债保障比率越低  
资料来源：Wind、中金公司研究部

图表 13: 贵州、北京、天津等债务相对于 GDP 规模大



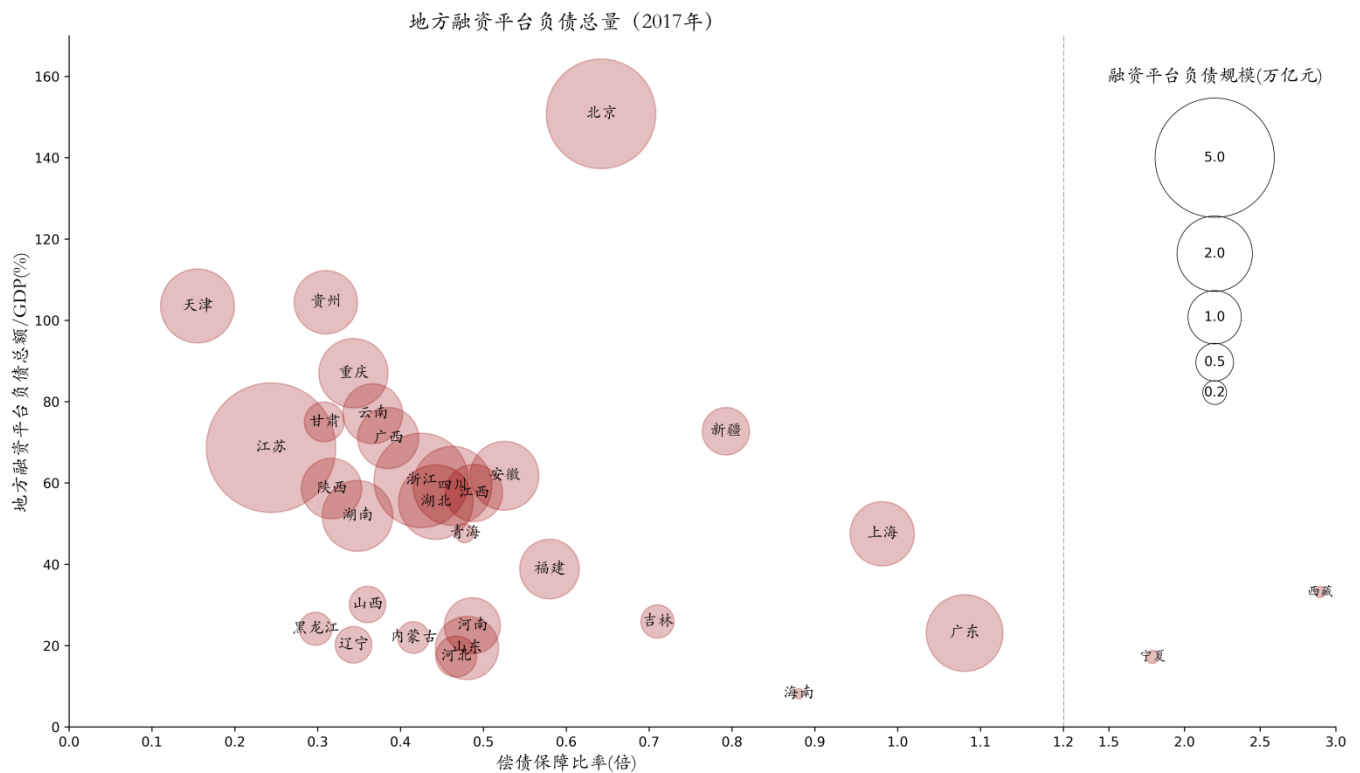
资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 14: 贵州、青海、云南等债务相对于政府收入规模大



注：地方政府收入=一般公共预算收入+政府性基金收入  
资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

图表 15：地方政府融资平台负债绝对规模，相对于 GDP 规模，偿债保障比率



资料来源：CEIC、Wind、中金公司研究部

### 三、精准去杠杆要求解决好融资平台债务的存量和增量

通过对政府、居民、各类企业资产负债表在 2014-2018 年期间变迁的分析，我们认为精准去杠杆的政策设计需要聚焦地方融资平台债务存量的化解和增量的控制，并注意缓解在处理这一风险时对其他经营性企业，以及居民部门带来的次生影响。

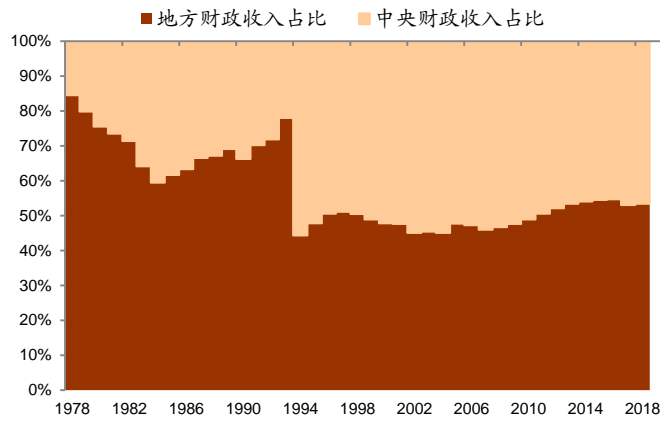
为了更好地应对金融业进一步对外开放的挑战，可能需要通过一定方式对融资平台债务进行再一次置换，切除这个货币政策传导机制中的“梗阻”，让中国的银行体系可以重新轻装上阵，更好地为实体经济服务。对融资平台债务存量进行置换不但可以降低地方政府的负债成本、延长债务的久期使之与投资项目的久期更加匹配，同时也可以为商业银行释放资本金，有利于商业银行为包括民营企业在内的其他非金融部门提供更多融资支持。

上世纪末以“广国投”破产和粤海重组为标志化解广东金融风险的经验今天仍然值得借鉴。上世纪 80-90 年代，广东省凭借沿海优势和临近港澳、东南亚的便利获取大量国际资本。然而，当亚洲金融危机来临后，广东省因为对外经济依赖度高遭受了更为严厉的冲击，面临严重的支付危机。在中央政府支持下，广东省政府对当时中国第二大信托投资公司广东国际信托投资公司（即“广国投”）进行破产清算，但是对同样陷入危机的粤海集团，在与债权人“共同承担经济损失”的前提下，通过注入优质资产来对其进行全面重组。在广国投破产和粤海重组的同时，广东省政府对上千家中小金融机构全部实施停业整顿，最终退出市场的金融机构约 400 家，避免危机向更大范围蔓延。

避免融资平台债务再度膨胀仍须在真正意义上推进财税体制改革。一再实施债务置换会加剧道德风险，激励金融机构无视偿债能力为融资平台提供资金支持的行为，导致风险进一步积聚。从过去几年经验看，简单实施债务置换并不能约束地方政府融资平台增量债务扩张。地方政府一再通过融资平台举债的根本原因之一是地方财权和事权的不匹配。2018 年一般公共预算收入中，地方政府收入占 53.4%，地方政府支出占 85.2%（图表 16、

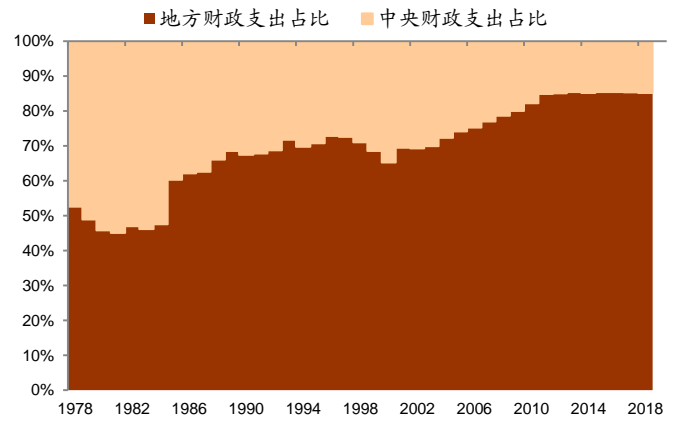
17)。地方政府财政收支平衡要靠中央政府转移支付和税收返还实现。过去几年虽然增加了地方政府专项债券发行规模，仍未满足地方政府基础设施建设的资金需求。限制地方政府违规举债的同时，也要平衡地方政府收支，为地方政府增加新的授予来源，同时让中央政府承担更多社会保障、民生相关事务的支出责任。

图表 16: 地方政府收入占比略高于一半



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 17: 地方政府支出占比超过 80%



资料来源: Wind、中金公司研究部

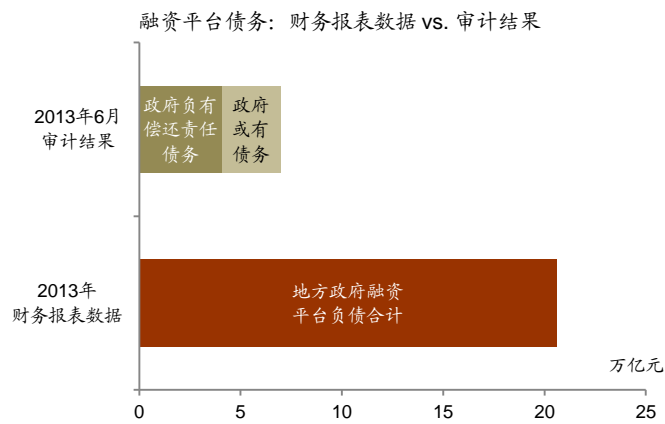


附录：地方融资平台负债规模的统计口径

城投债发行企业负债规模远超过审计署认定的地方政府融资平台承担的债务。Wind 数据库包括 2000 家左右城投债发行企业，数目远少于银监会披露的 1 万多家融资平台企业，但是资产负债表规模庞大。2013 年底这些城投债发行企业负债总额 21 万亿，远高于 2013 年审计署公布的地方政府融资平台债务总量 7 万亿元。（图表 18）

需要说明的一点是，利用财务报表数据只能看到表内债务，并不包括地方政府融资平台表外债务情况。央行在 2018 年《中国金融稳定报告》中总结了地方政府隐性债务的复杂性，“（地方政府）隐性举债方式多样，地方政府通过平台公司、购买服务、PPP、各类发展基金和引导基金等进行融资，资金来源除传统的表内贷款，以及保理、银票保函等表外授信外，还包括资管计划等表外类信贷融资，其中部分涉及明股实债、抽屉协议、承诺回购等违规方式，导致隐性债务规模快速增长。”<sup>9</sup>

图表 18: 2013 年发债的地方政府融资平台负债总额远高于审计署认定的地方政府债务



资料来源：审计署、Wind、中金公司研究部

<sup>9</sup> 中国人民银行金融稳定分析小组，《中国金融稳定报告 2018》，第 30 页。