

地方政府融资平台评级方法

2014年5月

目录

前言.....	3
一、 地方政府融资平台的运营模式	4
二、 地方政府融资平台的评级思路	7
三、 地方政府融资平台行业风险与信用要素	8
(一) 宏观与行业政策	8
1. 财税体制	9
2. 土地政策	10
3. 地方举债政策	11
4. 平台相关政策	12
(二) 地方经济发展	13
1. 经济规模	13
2. 产业结构	14
3. 城市建设	14
4. 资源禀赋	15
5. 区域地位	15
(三) 地方财政实力	16
1. 行政级别	16
2. 财政收入规模	17
3. 财政收入结构	17
4. 财政支出	19
5. 财政平衡	20
6. 政府债务	20
(四) 平台经营情况	23
1. 基础业务	23
2. 财务质量	24
3. 信息透明度	25
4. 债务负担	25
5. 债务期限	26
6. 偿债安排	27
(五) 外部信用支持	27
1. 平台地位	27
2. 区域经济与政治地位	28

前言

本评级方法是中证指数有限公司分析地方政府融资平台信用水平,并给予相应信用级别的文字说明。

地方政府融资平台,在《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》(国发[2010]19号)中被明确定义为:“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。”

具体来说,本评级方法所指地方政府融资平台,是指同时满足下列两项条件的公司:

- 1、 由地方政府及其部门和机构划拨资金或注入资产设立,并全资或控股持有;
- 2、 主要功能是为政府投资项目(城市基础设施建设、公益性项目、公用事业等)融资。

本评级方法更多地揭示我们在对地方政府融资平台信用评级时考虑的整体框架和其中的逻辑思路,更多着眼于中长期信用要素,以保持我们评级的一致性。

一、 地方政府融资平台的运营模式

本评级方法从分析地方融资平台的运营模式入手 ,主要在于揭示其有别于一般工商企业的特征 ,以便于更好的理解本信用评级方法的着眼点。

地方政府融资平台的成立与经营的目的是为城市基础设施、公益性项目、公用事业等承担投融资功能 ,并非盈利最大化 ,这是与一般工商企业最本质的区别。事实上 ,地方政府融资平台大多是地方政府组建的一个资产和现金大致可达到融资标准的经济实体 ,因此 ,其运营模式与一般工商企业有着显著性差异。其信用保障更多是来自背后的地方政府的隐性的支持 ,地方政府的信用资质分析至关重要。由于 ,企业财务数据难以反映其实质信用状况 ,平台的自身经营情况并不能依据普通的工商企业的逻辑来理解和分析 ,而是通过解读其中包括的信息 ,推论出公司在地区建设中的地位、作用和政府支持力度 ,从而判断公司的偿债能力。

地方融资平台的运营模式大体分为两个阶段 :

第一阶段 :企业设立。城投企业是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。

按照《证券法》规定 ,公司累计债券总额不得超过其净资产额的 40%¹ ,因此为大规模举债便利 ,地方政府有很强的做大城投企业账面资产的动机。土地使用权是地方政府最容易动用的资产 ,同时由于城市基础设施建设对土地财政的高度依赖 ,土地使用权成为城投企业最主要的资产。除去土地使用权 ,城投企业在设立时 ,地方政府还会将其拥有的地方国有企业股权、上市公司股权等注入城投企业。在早期监管比较宽松时 ,城投企业的操作难言规范 ,其资产可谓五花八门 ,

¹目前短融和超短融并不纳入净资产 40%的发债额度中。但由于城投企业发债类型以期限较长的企业债为主 ,因此该法规对城投企业仍然起到约束作用。

医院、学校、公园、政府办公楼等许多公益性资产并不鲜见。

第二阶段：企业经营。城投企业一般是当地基础设施建设和土地开发主体，同时承担当地投资、融资的职能。

1、业务运营

关于城市基础设施建设，这类业务通常以回购协议（即 BT 模式，Build-Transfer²）的模式开展。即城投企业自行筹集资金，垫资为当地政府代建项目，建成后由当地政府按照协议价格（协议价格一般采用成本加成法确定）分多年进行回购。

关于土地开发业务，包含一级开发³与二级开发⁴两种，城投企业以一级开发居多。土地开发完成后，城投企业将土地交由当地财政局进行土地拍卖，所得的土地出让金依照预先商定的比例进行返还。

2、资金结算与往来

关于基础设施建设，在项目交付前，以在建工程科目记入资产负债表；交付后，一般政府会支付少量现金，绝大部分收入以应收账款形式挂在资产负债表。

关于土地开发，在出让完成前，以土地使用权形式计入存货；出让后，政府一般会将开发成本的部分以现金形式支付给城投企业，绝大部分收入仍然以应收

² BT 是英文 Build（建设）和 Transfer（移交）缩写形式，意即“建设--移交”，是政府利用非政府资金来进行基础非经营性设施建设项目的一种融资模式。指一个项目的运作通过项目公司总承包，融资、建设验收合格后移交给业主，业主向投资方支付项目总投资加上合理回报的过程。目前采用 BT 模式筹集建设资金成了项目融资的一种新模式。

³土地一级开发，是指由政府或其授权委托的企业，对一定区域范围内的城市国有土地(毛地)或乡村集体土地(生地)进行统一的征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设，使该区域范围内的土地达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件(熟地)，再对熟地进行有偿出让或转让的过程。

⁴土地二级开发，指土地使用者将达到规定可以转让的土地通过流通领域进行交易的过程。包括土地使用权的转让、租赁、抵押等。以房地产为例，房地产二级市场，是土地使用者经过开发建设，将新建成的房地产进行出售和出租的市场。即一般指商品城投企业房首次进入流通领域进行交易而形成的市场。

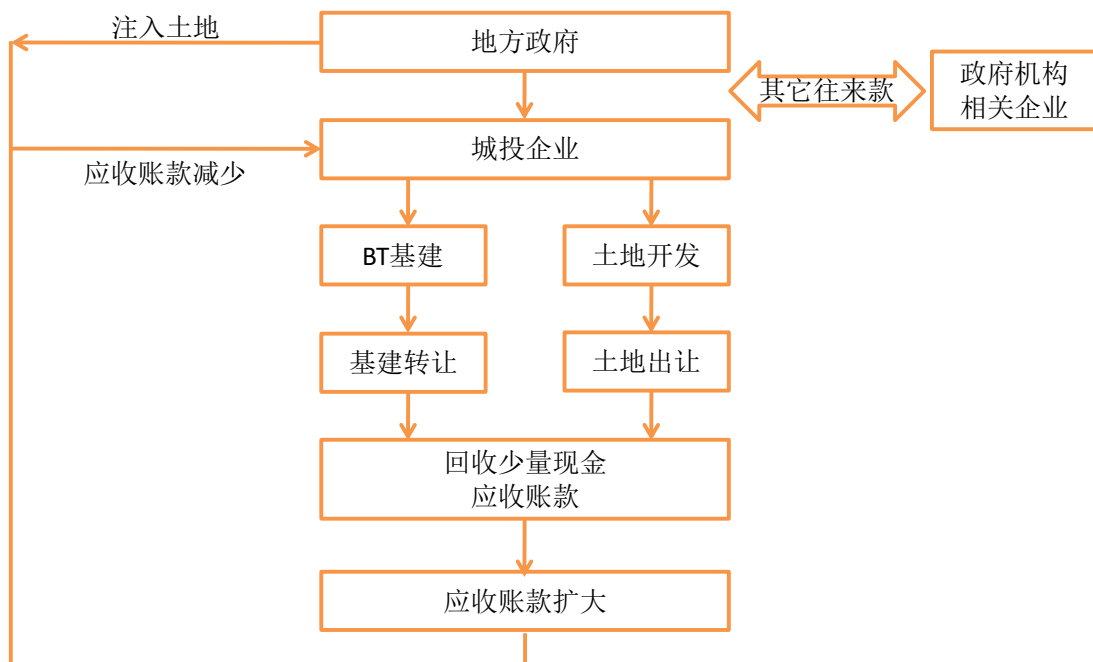
账款形式挂在资产负债表。

也就是说，不论是交付回购项目，还是完成土地出让，城投企业仅能收到少量的现金，绝大部分收入以应收账款的形式记在资产负债表中，后续通常政府会注入土地以抵销账款。

政府之所以支付少量现金，主要是为满足城投企业的日常运营与债务的利息支付。

由于城投企业还承担了当地投融资的功能，经常会将其经营或筹资获得的现金与政府及相关机构（如财政局、甚至卫生局、教育局）、其他城投企业、以及业务相关企业进行资金上的非经营活动往来同时。同时，在城投企业融资渠道受到限制时，地方政府甚至会违规借道其他国有企业进行贷款，再将贷款转给城投企业。这一类型的资金往来一般计入其他应收款和其他应付款。正是这种错综复杂的资金往来的存在，使得城投企业的实际债务规模更加难以统计。

图表 1：地方融资平台运营模式图示



二、 地方政府融资平台的评级思路

我们对融资平台的整体评级思路是，平衡考虑宏观与行业政策、地方经济和财政实力、融资平台自身经营情况，再考虑外部支持的可能性，综合得出融资平台的信用级别。

宏观与行业政策方面，我们主要关注：1) 财税体制的完善会对地方政府收支状况与投融资行为产生深远影响。2) 土地政策的调整对地方政府的收入来源和结构将发生重大改变。3) 《预算法》对地方政府举债的限制若得到突破，地方融资平台的发展路径将受到显著影响。4) 相关监管部门对平台的针对性政策，会对融资平台行的存量债务偿付、后续融资行为、持续经营发展三方面产生影响。

地方经济发展方面，我们主要关注：1) 经济规模是地方经济发展最直接的综合体现，经济规模越大、人均收入越高，则税基也相对较大，财政收入相对较高。2) 产业结构不但是决定地区整体经济运行效率和发展态势的重要因素，还直接影响税收。3) 城市基础设施建设是区域经济活动正常进行的根本保证，也是区域经济发展的重要物质条件。4) 资源禀赋综合影响着地区经济结构和经济增长潜力。5) 区域地位决定了国家给予的区域经济的政策以及支持的力度。

政府财政实力方面，我们主要关注：1) 在我国当前的财政收支划分机制下，级别越高的政府越有优势，财政收支状况也越好。2) 财政收入规模是地方政府财政实力最直接的综合体现。3) 地方财政收入的结构反映了地方财政收入的来源，能够更深入的解析财政收入的稳定性。4) 财政支出反映了地方政府的费用负担。5) 地方政府的财政平衡实际是财政收支状况的综合体现。6) 地方政府债务的规模、期限结构和债务管理制度对其信用品质密切相关。

平台的自身经营情况并不能依据普通的工商企业的逻辑来理解和分析,而是通过解读其中包括的信息,推论出公司在地区建设中的地位、作用和政府支持力度,从而判断公司的偿债能力。我们主要关注:1)基础业务的盈利能力,及该类业务在地方经济中的重要性和地方政府给予的政策支持等。2)融资平台的财务质量一般较差,我们需要密切关注政府支持,如补贴的可持续性。3)信息透明度较高的企业,其操作较为规范,偿债意愿也相对明确,隐含的不可见信用风险相对较少。4)融资平台的债务负担的轻重与其信用风险密切相关,需要关注其自身的直接负债和对外担保的或有负债。5)债务期限结构可以预判平台公司的资金压力的时间特征。6)偿债安排关系到债务能否如约兑付,目前融资平台项目多采用BT模式,需要密切关注投资项目是否签定有BT协议,回购款的时间结构安排,回购款来源和过往兑付情况。

在考察外部支持的可能性时,我们主要关注:1)融资平台的地位决定了政府对于其运营的常规支持力度和遇到危机时救助的可能性。2)平台所在区域的经济与政治地位决定了在危机时刻,上级政府对其实施求助的概率。

三、 地方政府融资平台行业风险与信用要素

(一) 宏观与行业政策

近年来,地方政府的债务风险已经引起中央的高度关注。2013年8月1日,中央政府启动建国以来最大规模的政府债务审计,审计范围包括中央、省、市、县、乡五级政府。此前国家审计署已经对地方债务进行过两次摸底审计⁵。

⁵第一次截至2010年底,全国省、市、县三级地方政府性债务余额共计10.7万亿元;第二次截至2012年底,36个地方政府本级政府性债务余额3.8万亿元,比2010年底增长12.94%;第三次截至2013年6月底,全国省、市、县、乡四级地方政府负有偿还责任的债务总额为10.9万亿,若包括或有债务则为17.9万亿元。

事实上，中央政策对地方融资平台政策的变化甚至反复，本质上是在融资平台促进地方经济和引发金融风险这两个角色间进行不断微调和平衡的过程。严格来说，地方融资平台的债务处于法律和政策的灰色地带，其发展还很不成熟，缺乏足够的法规法制环境对其进行科学的监控及评判，因此未来政策如何定调其发展方向就显得尤为重要。

1. 财税体制

我国自 1994 年实行分税制改革，明确了中央和地方、以及地方各级政府的财权与事权。分税制的主要特点是收入呈现相对集权，而支出相对分权。即增加中央财政收入比例，强化中央财政调控能力，但地方财政收入比例下降，而事权支出增加。在某种程度上，地方融资平台正是我国财政体制不完善，中央与地方政府之间的财权与事权不匹配的产物。

仅从本评级方法所关注的地方融资平台债务来看，1994 年分税制改革的重要影响在于将原本地方政府的主要税种（消费税和增值税）全部或者大部分划拨给中央财政，而城市建设主要由地方政府负责。目前国家正在全国范围内试行“营改增”⁶是当前财税改革的重头戏。按照目前的财政体制，增值税主要由国税机关征收⁷。营业税则主要为地税机关征收，归属也基本全部是地方，且营业税收入占地方税收收入的比重超过三分之一，是地方财政收入的重要稳定来源。尽管试点期间相关税收的收入归属保持不变，但仍需密切关注正式实行后正式的分配机制。未来中央与地方、地方各级政府间财政收入和支出的划分方法、转移支付政

⁶ 2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改征增值税试点方案。从 2012 年 1 月 1 日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点。自 2012 年 8 月 1 日起至年底，国务院将扩大营改增试点至 10 省市。截止 2013 年 8 月 1 日，“营改增”范围推广到全国试行。

⁷ 实行中央和地方按 75：25 的比例分享。

策等的调整，都将对地方政府的收支状况产生深远影响。

当前国家正在酝酿新一轮的财税体制改革。针对地方融资平台，我们需要重点关注各税种在中央和地方各级政府之间的分成比例及转移支付制度、各级政府之间财权和事权的匹配程度。

2. 土地政策

1994 年的财税体制改革，将土地出让收入划归地方政府的同时，也将城市建设交由地方政府承担。近年来，随着我国城市化进程的加快，土地价格快速上涨，土地出让收入成为地方政府财政收入的重要组成部分，也成为了地方政府进行基础设施建设最主要的资金来源。地方融资平台作为政府进行城市基础设施建设的代理人，其产生和运作高度依赖土地财政。土地出让收入也是其盈利与偿债的最终来源。

一般来说，绝大多数的融资平台在设立时会获得地方政府的土地使用权注入，这也是其最主要的资产构成⁸。融资平台成立后，绝大多数都具备土地整理和储备的职能。地方政府一般采取土地划拨和土地出让收益返还两种方式将土地出让收益作为平台的基础设施建设资金。由于平台的财务质量一般较差，其自身的盈利和偿债能力有限，在实际操作中，往往是政府根据其还本付息的情况来拨付资金，而该资金的来源大多是政府的土地出让收入。因此，融资平台在设立、经营运作、偿债的每一个环节，土地财政都扮演了重要的角色。

若土地政策出现调整，则地方政府的收入来源和结构将发生重大改变，政府的投资行为也会相应受到深远影响。长期来看，土地出让收入规模的稳定性存在

⁸在地方融资平台的资产负债表中，土地使用权一般记入存货（也有少量计入固定资产或无形资产）和资本公积。

不确定性，同时地方政府对其支配的自由度也在不断降低。

第一，长远来看，地方政府可用于出让的建设用地越来越少，东部一些省份建设用地规模更是相当稀缺。这种主要依靠土地财政建立的城市经济发展模式实质是将数十年后的公共财政收入提前征收，一旦大规模城市化进程结束，可供开发的土地减少，未来的公共财政状况将会面临严峻考验。

同时，随着中央政府对于房地产业的调控政策效果逐步显现，过往土地价格快速上涨的势头也难以复制。

第二，我国土地相关收入的管理正在逐步规范，地方政府对土地收入支配的自由度会随之下降。2007 年之前，土地出让收入先纳入预算外专户管理，再将扣除征地补偿和拆迁费用以及土地开发支出等成本性支出后的余额缴入地方国库，纳入地方政府性基金预算管理。2007 年起，土地出让收入由预算外收入纳入政府性基金预算内进行管理，且规定土地出让收益支出，首先足额解决对农民的补偿和农村社会保障资金，其余部分逐步提高对农村土地开发和农村基础设施建设的比重、廉租房建设和完善国有土地使用功能的配套建设。在当前增加财政透明度的大趋势下，土地相关收支的管理将会逐步规范，地方政府对土地收入支配的自由度将会随之下降。

关于土地政策，我们重点关注国家政策对土地出让收入规模的影响、土地出让收入在中央和地方政府之间的分配关系变化、国家对地方使用土地出让收入的管理等。

3. 地方举债政策

我国于 1994 年颁布的《中华人民共和国预算法》中规定：“除法律和国务院

另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。这使得我国的地方政府直到 2010 年都无法像其它国家的地方政府一样，通过正规途径发债⁹来获得融资支持。在这样的矛盾局面下，地方政府融资平台应运而生。地方政府设立公司，将政府的资产注入其中，以这些公司为平台来向社会融资。这一政策约束是地方融资平台产生的最主要因素之一。

2009 年中央试行财政部代理地方政府发债。代理发行的地方政府债券，虽然明确以省、自治区、直辖市和计划单列市政府为发行和偿还主体，但本息的实际偿付都是由财政部统一代办，再在办理中央与地方财政结算时扣除。同时，财政部代办的地方债采取多地打包的形式，同一期发行的不同地区发行利率相同。因此投资者实际面对的是中央政府信用，而非地方政府信用。

长远来看，中央政府极可能考虑在完善现行的地方政府债券基础上，逐步探索推出真正意义上的地方政府债券（即由地方政府直接发行债券），使得地方政府融资更加多元化和透明，解决当前城投债的困局。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，在第 23 条中明确提出，“建立透明规范的城市建设投融资机制，允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”。

当前允许地方政府合法发债，政府债务阳光化管理的呼声不断，我们需要密切关注地方政府举债政策的走向，便于判断地方融资平台的未来发展路径。

4. 平台相关政策

此处相关政策主要是指针对融资平台的债务规范与管理的政策法规，该类政策出台的大背景是，地方政府融资平台相关风险日益受到各方关注。

⁹2011 年，中央政府开始代地方政府发行地方债。这打破了地方政府不能发债的坚冰。但是 2011 与 2012 年这两年地方债的发行总规模不足地方政府一年支出的 10%，无法根本性改变地方政府财力缺乏的局面。

当前中央对地方融资平台债务的管理总体思路可以概括为：分类管理、区别对待、逐步化解。首先，要规范发债，发行地方债只能用于建设性支出，不能用于经常性开支。其次，对地方举借债务应实行分类管理，公益性事业建设债务就以政府为主体，以后用公共财政收入来偿还；收益性项目债务加强管理，用取得的收益来还债。对两类债务都应有制度约束，中央适当加以控制。此外，要将地方政府债务收支纳入预算管理，逐步形成以地方政府债券为主体的、规范的地方政府举债融资机制，严格控制地方政府新增债务。

我们在考察这一因素时，主要关注相关监管政策对融资平台行为三方面的影响：1) 存量债务偿付，2) 后续融资行为，3) 持续经营发展。

(二) 地方经济发展

1. 经济规模

经济规模是地方经济发展最直接的综合体现。而且，经济规模是经济统计的基本内容，数据翔实、来源可靠。一般来说，经济规模大，人均收入水平高的地区，税基也相对较大，财政收入相对较高；经济增长速度快的区域，其财政收入增长速度也相对较快。

对于地方经济规模，我们既要关注衡量地方经济绝对规模的 GDP、工业增加值等指标，也要关注地区富裕程度的人均 GDP 等指标；同时要关注上述指标的增长率情况，并将上述指标与全国相同类型的地区进行比较，得出相对排序。

我们在考察这一因素时主要关注：地区 GDP、GDP 增长率、地区工业增加值、工业增长加增长率、人均 GDP 及以上指标在全国或同类型区域的排名。

2. 产业结构

产业结构是一个国家或地区内各产业部门之间互相关联、互相依存的模式，包括比例关系和聚集状态。产业结构不但是决定地区整体经济运行效率和发展态势的重要因素，还直接影响税收。

首先，合理的产业结构不仅为各产业部门提供良好的外部联系条件，有利于提高各产业的效率，而且还可以从整体上保证地区经济的持续、稳定、协调发展，产生良好的协同效应。三次产业分工的形成和产业结构的状况都与地区经济发展阶段和水平密切相关。我们需要了解地区经济构成中，重要行业和重要企业所占的比例以及它们面临的主要风险。行业集中度过高或严重依赖于少数大型企业的地区具有较高的财政风险，因为一旦这些行业或者企业遭遇不利因素，地方财政收入就可能大幅减少。

其次，三次产业创造税收的能力也有较大差异。通常来说，农业对税收的直接贡献很小，发达的第二和第三产业将直接增加税源，从而有效增强地区财政实力。

我们在分析地区产业构成时着重关注：GDP 中三次产业的占比、三次产业对 GDP 增长率的贡献、地区经济对单一或几个产业的依赖性（比如地方是否是典型资源性城市、资源枯竭型城市），主要大行业所处的景气周期阶段等。

3. 城市建设

城市基础设施建设是区域经济活动正常进行的根本保证，也是区域经济发展的重要物质条件。同时，也是政府融资平台的主要投资和经营领域。

基础设施越发达完善，则区域经济发展的后劲越足；反之，落后和不完善的基础设施建设将制约地区经济的长远发展。

我们在考察这一因素时，主要关注影响地区经济发展基础设施的存量规模和未来规划，这类基础设施主要包括：公路、铁路、机场、港口、电力、水利以及城市基础设施和公用事业等。

4. 资源禀赋

资源禀赋对地区发展起到重要的决定作用，综合影响着地区经济结构和经济增长潜力。资源禀赋包括但不限于矿产资源（煤炭、石油、天然气、黑色金属、有色金属、非金属等）、水资源、林业资源等自然资源。

一般来说，自然资源丰富的地区，不存在资源发展瓶颈问题，经济发展的先天条件好。但是自然资源对经济发展的影响也需要综合考虑。地区资源丰富的地区往往过于依赖当地资源，造成产业结构单一，对于经济的长远发展不利，后劲不足；一旦资源枯竭或者该产业进入景气下行周期，对地区经济的负面影响也会相当重大。

我们在考察这一因素时主要关注：区域内矿产资源（煤炭、石油、天然气、黑色金属、有色金属、非金属等）、水资源、林业资源等储量、可开采年限等。

5. 区域地位

区域地位主要指地方的地理位置和经济地位。区域地理位置是决定区域经济发展的重要先天条件，也是形成区域经济地位的先决因素之一。

地理位置是否优越主要指是否靠近区域经济发展中心，比如是否毗邻北京、

上海、南京、杭州等区域经济中心，可以借助中心的辐射作用，带动当地经济快速增长；反之，地理位置上远离经济中心，则享有的正面外部效用小，经济发展的外部条件较弱。

同时，地区在国家或区域经济社会发展战略中的地位决定了国家给予地区经济发展的政策优惠以及支持的力度，包括所处地理位置、地区经济社会发展潜力、与周边经济交往情况以及对周边地区的辐射带动作用、在国家或区域发展规划中的地位和作用等。

我们在考察这一因素时主要关注：地理位置、和经济中心城市的距离、经济中心城市对其的辐射和带动作用、区域经济重要性等

(三) 地方财政实力

1. 行政级别

在我国当前的财政收支划分机制下，级别越高的政府越有优势，财政收支状况也越好。

目前我国是中央、省、市、县、乡 5 级财政的体制。《预算法》只明确划分了中央和地方财政之间的收入和支出范围，省及省以下各级财政之间的收入和支出范围由省政府确定，或者由省政府授权下级财政决定。因此，这客观上造成级别越高的政府越有优势，财政收支状况也越好，当然，不同区域的情况会有所差别。区域行政级别一般包括省级（直辖市）、省会城市、副省级城市、地级、副地级城市、县（区）等。

2. 财政收入规模

财政收入规模是地方政府财政实力最直接的综合体现。一般来说，一个地方政府的财政收入规模越大，其财政实力就越强。我们既要关注地方政府财政收入的绝对规模，也要将其放在全国范围内考察，比较与其行政级别相当的其它地方政府的财政收入情况。

根据我国预算法，“国家实行一级政府一级预算”，地方政府财政收入统计口径分为全地区汇总数和本级政府财政收入。由于上级政府对下级政府财政资金具有一定的调配权或调节权（主要调节手段包括下级政府的转移支付、和税收收入分成比例等），因此，在评价地方政府财政收入规模时，其辖区的全地区财政收入状况也是需要综合考虑的。本级财政收入占本地财政收入（本级和以下各级财政收入之和）的比重代表了本级政府获得当地财政收入的能力，反映了本级政府对财政资源的控制能力。

其中，本级财政收入是本级政府财政实力的直接反映，是信用分析的重点。我们在考察这一因素时主要关注：本级财政收入的绝对规模和在全国的排位情况、地方政府收入的增长变动情况、人均地方财政收入、地方财政收入/GDP等。

3. 财政收入结构

地方财政收入的结构反映了地方财政收入的来源，能够更深入的解析当地财政实力，进而分析其财政收入的稳定性。财政收入的结构合理，来源多样化，则地方财政收入根基稳固，增长可以持续；反之，若财政收入结构单一，过度依赖上级政府转移支付，则其增长将会面临不确定性。

一般来说，财政收入分为四部分：一般预算收入、上级补助收入、基金预算收入和预算外财政专户收入。

一般预算收入分为税收收入与非税收收入。一般预算收入中的税收收入有国家法律作保障，随着地方经济的发展将稳定增长，该部分收入是财政收入中最可靠的部分。非税收入主要有行政性收费收入、国有资产经营收益、专项收入等，主要取决于地区经济发展水平和地方政府的财政政策。对于非税收入占比较大的地区，对该部分收入的稳定性和增长性需作另作分析。非税收收入虽然也会随经济增长而增长，但该部分收入取决于政府的政策法规，具有一定的不确定性。同时，若行政性收入费过多，说明经济运行的成本高，地方经济的长远发展会受到制约。

对于经济发展较为落后的中西部地区，上级补助收入在本级财政收入中占有较大比重。一般来说，上级转移支付不会出现大幅变动，但仍应关注上级财政状况和财政政策，对转移支付的变化趋势以及这种变化对当地财政状况的影响作进一步分析。

政府基金预算收入占比对地方政府财政收入稳定性影响较大。政府性基金主要来自于土地出让收入，土地出让收入同区域房地产市场景气度高度相关，波动性大，且土地资源具有稀缺性，长期看不具有持续性，且当前我国正在实行严格的房地产调控政策，土地出让收入的稳定性难以预测。

我们在考察这一因素时主要关注：一般预算收入/财政收入、税收收入/一般预算收入、税收收入行业集中度、政府性基金收入/地方可支配收入、地区可供出让的土地储备、政府土地出让计划、地区土地供求形势、土地和房地产价格以

及国家土地政策的变化趋势等。

4. 财政支出

由于各地区经济发展水平和各级政府财政支出分配的差异,财政支出结构有很大不同,直接影响政府的信用水平。财政支出的结构主要分析财政支出的灵活程度,即财政支出中刚性支出占比越低,地方政府的财政支出可调节性越大,可灵活支配的资源越多,对债务的保障能力越强。

根据我国财政量入为出的原则,财政支出与财政收入要保持平衡。本级财政总支出包括一般预算总支出、基金预算支出和预算外支出,分别与一般预算总收入、基金预算总收入和预算外收入保持平衡,因此财政支出分析的重点是一般预算总支出和基金预算支出的结构。

一般预算支出按其经济属性大致可分为两部分:经常性支出和建设性支出¹⁰。经常性支出是用于政府机关、科教文卫等事业单位,以及社会保障等方面的支出。这部分用于维持地方经济社会正常运行的支出具有较强的刚性,在财政支出中的占比越大,财政固定费用的负担就越重,财政支出弹性就越小,对债务的保障能力也越弱。建设性支出不但对地区经济增长有直接的推动作用,而且与经常性支出相比有较大的灵活性,在财政支出中占比越高,对债务的保障能力也越强。

2007年开始地方政府的土地出让收入纳入基金预算管理,而该部分收入是地方政府进行基础设施建设的主要来源之一,因此土地出让金用于基础设施建设的支出的规模和比例是衡量财政支出弹性和债务保障能力的重要指标。

¹⁰建设性支出=基本建设支出+企业挖潜改造资金+地质勘探费+科技三项费用+流动资金+农业支出+林业支出+水利和气象支出+城市维护费+政策性补贴支出+支援不发达地区支出+海域开发建设和场地使用费支出+债务利息支出+专项支出。

我们在考察这一因素时主要关注：财政支出中各类支出的绝对规模和增长率、建设性支出/一般预算支出等。

5. 财政平衡

地方政府的财政平衡实际是财政收支状况的综合体现。目前我国仍处于全面的城市化进程中，基础设施建设、社会保障体系、环境治理和节能减排等都需要大量的财政投入，即使在经济发达、财政实力较强的东部地区，也面临一定的财政收支不平衡的压力。

影响财政收支平衡的因素有许多，在此我们主要关注收支平衡的表征，即收支平衡率。一般而言，政府自身财政收入和支出缺口越小，则说明地方财政的自我平衡能力越强。尽管，目前地方政府债务收入和支出并未纳入财政预算管理，现行的财政预算收支报表无法真实反映地方政府财政收支缺口。但通过分析便于获得的几个大财政科目，还是能够得到地方财政平衡能力的相关信息。

我们在考察这一因素时主要关注：一般预算支出/一般预算收入，财政支出/财政收入，上级转移支付/地方财政收入等。

6. 政府债务

1) 债务规模

地方政府的负债规模直接决定了其信用风险的大小。目前我国法律和政策规定地方政府不得向金融机构借款或发行债券，也不能成为担保主体。地方政府融资平台，增加的是政府的隐性赤字，最初并未被人们察觉。因此，我国大多数地方政府，尤其是县级以上政府的显性直接债务负担并不重。

按照 2011 年审计署对于地方政府债务统计的口径，地方债务的分类界定主要按照三个层次：1) 偿还债务的资金来源、2) 举借或担保债务的主体以及 3) 债务资金的投向，将债务主要分为三大类：1) 地方政府负有偿还责任的债务；2) 地方政府负有担保责任的债务；3) 其他相关债务。地方政府负有偿还责任的债务是指地方政府(含政府部门和机构)、经费补助事业单位、公用事业单位、政府融资平台公司和其他相关单位的举借，确定由财政资金偿还，政府负有直接偿债责任。地方政府负有担保责任的债务，是指因地方政府(含政府部门和机构)提供直接或间接担保，当债务人无法偿还债务时，政府负有连带偿债责任的债务。其他相关债务，是指政府融资平台、经费补助事业单位和公用事业单位为公益项目举借，由非财政资金偿还，且地方政府(含政府部门机构)未提供担保的债务(不含拖欠其他单位个人的债务)。政府在法律上对该类债务不承担偿债责任，但当债务人出现债务危机时，政府可能需要承担救助责任。

图表 2：财政部下发《地方政府债务余额及综合财力统计表》

地方债务	地方财力
(一) 直接债务余额	(一) 地方一般预算本级收入
(二) 担保债务余额	(二) 转移支付和税收返还收入
	(三) 国有土地使用权出让收入
	(四) 预算外财政专户收入
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%	

我们在考察这一因素时主要关注：地方政府三类债务规模、债务率(债务余额与地方政府综合财力的比率，为衡量债务规模大小的指标)、偿债率(当年还本付息额与地方政府综合财力的比率，为衡量当期偿债压力的指标)、逾期债务率(逾期债务额占债务余额的比重)等，事实上这也是国家审计署在做第二次地方政府债务审计时重点关注的债务指标。

2) 期限结构

债务的期限结构决定了地方政府偿债压力的时点分布和出现债务危机可能性。如果地方政府对债务偿还的时间安排不够合理，短期债务过大或者债务到期时间过于集中，将可能导致信用事件。而用短期债务的滚动来代替长期债务的做法，在绝大多数情况下都将被认为是财政状况恶化的先兆。对债务偿还结构与地方政府可用于偿债的财政资金规模及财务灵活度作对比，可以判断和预测地方政府的偿债压力。

我们在考察这一因素时主要关注：债务的期限结构、一年到期债务占比等。

3) 债务管理

我国地方政府债务透明度低，也没有完善的债务管理和预警机制，政府债务负担是否超出财政的承受能力，不但投资者难以识别，地方政府自身也难以进行有效控制，是地方政府信用出现危机的重要原因之一。

如若地方政府下属机关、事业单位、投融资平台的债务没有统一的管理，缺乏对债务规模的统一控制和到期还本付息的周密安排，则期债务的还本付息很可能出现问题。

同时，上届政府过度负债、或者本届政府不再支持某些上届政府重点投资的领域或企业，有可能使本届政府拒绝履行上届政府对相关债务偿还作出的承诺。此外，新上任的政府官员对于某些债务工具或债务责任缺乏了解，或者债务偿还日期正处于政府换届和交接时期，也会加大债务不能如期偿还的风险。

我们在考察这一因素时主要关注：地方政府是否出台地方政府性债务管理制

度、偿债准备金制度、是否有举借债务的管理(比如地方政府本级要求政府负有偿还责任债务的举借需经财政部门或政府批准)、是否有对债务资金的监管制度、政府换届等。

(四) 平台经营情况

地方融资平台的特殊性质决定了其业务经营和债务偿还与一般工商企业有本质区别,其偿债能力主要取决于政府的财政实力和支持力度。因此平台的自身经营情况并不能依据普通的工商企业的逻辑来理解和分析,而是通过解读其中包括的信息,推论出公司在地区建设中的地位、作用和政府支持力度,从而判断公司的偿债能力。

1. 基础业务

融资平台的基础业务依其盈利能力可以分为两类:一类是有较明显的外部效用,但盈利能力弱,包括城市基础设施、公益项目和公用事业运营等;另一类是有一定的自我盈利能力的经营性项目。

地方政府成立投融资平台的主要目的是用市场化的投融资方式缓解财政短期投入不足的问题,以加快地区基础设施建设的步伐。因此,融资平台的最主要的业务是第一类。其中,土地整理和储备的业务最为普遍。绝大多数融资平台均从事该项业务。地方政府一般采取土地划拨和土地出让收益返还两种方式将土地出让收益作为公司的基础设施建设资金或偿债资金。

保障房和城市基础设施建设,如道路、桥梁等是融资平台的另一大主要业务。其中,城市道路、桥梁等基础设施项目不能产生收入和经营性净现金流;保障房的盈利也非常有限。整体来看,其投融资产生的债务偿还仍然主要靠财政资金。

为了提升公司的融资能力，达到债券发行要求，地方政府往往将供排水、供热、供气、公交等公用事业，户外广告、综合管沟、商铺出租、文化旅游、行政收费等城建资产划拨给公司。依托土地资源的优势，公司往往还有房地产开发等业务。但整体来看，这类业务的盈利能力都较弱。

关于经营性项目，其分析可参照工商企业的相应分析方法。但事实上，拥有此类业务的融资平台数量极少。分析的重点仍在第一类业务，关于第一类业务，我们主要关注该类业务在地方经济中的重要性和地方政府给予的政策支持等。

2. 财务质量

地方融资平台的财务质地较差主要来自两方面原因：第一是由于其承担的项目本身盈利能力较弱，第二是由于其收入的现金结算比例较低。

地方融资平台承担的主要是城市基础设施建设、公益性项目、公用事业运营等。城市基础设施和公益性项目，尽管有着显著的外部效用，但是其显性的经济效益并不明显，甚至并不产生现金流；公用事业的盈利能力大多也相当有限，往往处于亏损运营状态。因此，融资平台的盈利能力较一般工商企业弱。

在实际操作中，融资平台的收入结算大多是以应收账款形式记在资产负债表，地方政府再以土地划拨、置换等形式来抵消掉应收账款，期间仅发生少量的现金流入或不发生。因此，融资平台的现金流状况一般较差。

同时，由于大多数融资平台的管理带有一定的行政色彩，与一般的经营性企业相比专业性难免偏弱，进一步弱化了平台的财务质地。

我们分析其财务质量时，主要考虑：第一，该平台企业的自我造血能力；第

二，地方政府支持的历史变迁和未来的可持续性。

3. 信息透明度

地方融资平台的信息透明度低实质上是我国地方政府债务低透明度的一种表现。我国地方政府债务的低透明性，一是由于政府债务问题本身具有高度的敏感性，各级政府主动披露的意愿较低；二由于政府的许多隐性负债处于法律监管的灰色地带，并没有相应的机制来约束和管理。

由于地方融资平台是一种规避相关政策的产物，该属性决定了其天然的低透明性。在实际操作中，融资平台不仅仅承担了政府项目的投融资功能，还是当地机关、事业单位进行资金往来的中介平台。相比一般的工商企业，融资平台的其他应收款和其他应付款体量巨大，这两个科目涉及的主要就是当地机关、事业单位间的资金往来。这种错综复杂的资金往来关系更使其债务的准确性难以把握。

一般来说，我们认为信息透明度较高的企业，其操作较为规范，偿债意愿也相对明确，隐含的不可见信用风险相对较少。

4. 债务负担

融资平台的债务负担的轻重与其信用风险密切相关。融资平台的债务大体分为两类：自身的直接负债和对外担保的或有负债。

融资平台的直接负债相对信息比较透明，在分析时主要关注其最终的信用主体和期限结构。

关于信用主体，需要明确该债务在政府三类债务中的归属：1) 地方政府负有偿还责任的债务；2) 地方政府负有担保责任的债务；3) 其他相关债务。由

于一般来说融资平台的财务质地较差,因此政府对债务的责任程度对其信用保障至关重要。

融资平台的或有负债信息透明度很低,需要保持关注。由于投融资平台与政府保持密切联系,往往会在政府安排下为当地国有企业或事业单位等作担保。需要对担保金额和比率、被担保单位的偿债能力和担保风险进行分析,判断公司面临的代偿风险。

另外,作为地方政府的投融资平台,公司承接的银行贷款(尤其是国开行贷款)往往有很大一部分转给地区其它国有企业或事业单位使用,在资产科目下体现为其它应收款,需要关注这部分款项的用途和还款安排,地方财政是否有确切的还款保证。

5. 债务期限

关于期限结构,需要关注债务偿还时间结构与相应项目可用于偿债的现金流的匹配程度,判断和预测平台公司的资金压力。关于城投债,过往其期限一般为5~10年,普遍采取到期一次还本,使得“本届政府发债、下届政府还钱”成为常态。为防范此类现象,保证兑付,自2012年起,发改委开始要求融资平台建立提前还款的偿债分摊机制,该措施显著缩短了融资平台的债务久期。

同时,审计署最新公布的2013年《全国政府债务审计报告》所披露的未来各年份偿债余额显示,地方政府债务久期存在缩短的趋势。债务整体久期变短,预示着以短期资金滚动支撑长期债务的倾向有所加剧。

6. 偿债安排

偿债安排关系到债务能否如约兑付。我国《预算法》中明确规定：“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。同时，我国《担保法》也规定政府不能作为担保人。因此地方政府是没有法律责任去保障地方融资平台的债务偿还。

目前融资平台的项目运作模式基本都是其获得政府项目后，自行筹资建设，待建成后再移交政府。政府根据其成本，给予一定的利润加成，即 BT 模式，也俗称交钥匙工程。尽管模式类似，但却并非所有项目都签定有 BT 协议。签定了 BT 协议，政府的回购承诺才具有法律效应。因此，我们需要密切关注投资项目是否签定有 BT 协议，回购款的时间结构安排，回购款来源和过往兑付情况。

(五) 外部信用支持

需要特别说明的是，本处的外部信用支持，更多的是考虑在极端情况下，当地政府和上级政府对平台求助的可能性。一般情况下，地方政府对平台的常规的持作用，比如每年的政府补贴收入，已经在地方财政实力、平台经营情况中予以综合考虑。

1. 平台地位

融资平台的地位决定了当地政府对于其遇到危机时救助的可能性，是其信用品质的重要决定因素。考察这一因素时，我们主要关注平台在当地城市建设中的重要性和与政府关系的紧密程度。

平台在城市建设中的重要性。如果地区主要的道路、桥梁、环境整治等基础

设施投资项目和供排水、供热、燃气、公交等公用事业都由公司进行投融资建设和管理运营，公司的正常运行对地区经济社会的稳定发展具有重要意义，则可以认为地方政府对其债务还本付息的保障程度相对较高。

平台与政府关系的紧密程度。这一因素我们主要考察平台的股东背景和管理层的履历。考察公司的政府主管部门，是否直属当地政府（如市政府）、主要领导（如市长、副市长）、或财政局等强势部门管辖；其次考察公司的董事长、总经理等主要领导的背景和素质，是否兼任或者曾担任过政府重要领导岗位等等。通过这些方面的考察来分析公司与政府的关系和公司利用政府资源的能力，从而判断财政对公司债务的保障程度。

2. 区域经济与政治地位

平台所在区域的经济与政治地位决定了在危机时刻，上级政府对其实施求助的概率。上级政府决策是否对下级政府融资平台采取援助或支持时，主要是在救助中发生的成本、救助所应发的道德风险以及不救助所引发的地区经济和政治的负面冲击两者之间进行有效权衡。

区域经济地位。地方政府在当地经济发展中的作用、当地经济对其他地区经济的辐射效应是上级政府权衡的主要考虑因素。一般而言，区域性或全国金融和经济中心经济地位高，一旦违约其影响面相对较大。

区域政治地位。少数民族地区、边疆地区的政治重要性较高，其政府违约的冲击和影响会较大。同时，行政级别也是衡量区域政治地位的重要因素，一般而言，行政级别越高，政治重要性越高。

我们在考察这一因素时主要关注：地区是否是区域性或全国的金融经济中心、

属于少数民族地区、连续地区、地区行政级别等。