

地方政府投融资平台资金来源及偿债能力研究

安融信用评级有限公司

摘要：地方投融资平台对地方经济发展有着重要意义，在推动城市化建设进程中发挥了重要作用。但随着地方融资的快速扩张，庞大的债务规模和潜在的风险隐患也越来越受到社会的广泛关注。本文通过对地方政府投融资平台各个级别的主要资金来源、债务偿还能力及其对政府财政状况的影响进行实证分析，从而对我国地方政府投融资平台的发展状况进行全面了解。

关键词：地方政府投融资平台；资金来源；债务偿还能力；财政状况

一、引言

近年来，地方投融资平台成为地方政府大规模融资的主要手段，在推动城市化建设进程中发挥了重要作用。但随着地方融资的快速扩张，庞大的债务规模和潜在的风险隐患也越来越受到人们的关注。地方投融资平台面临的风险威胁着我国金融机构的健康发展，甚至对整个宏观经济的平稳发展带来影响。由于地方政府级别和财政实力存在很大差异，不同级别的投融资平台的偿债能力和风险也存在较大差距。本文以过去两年 2017 年 6 月-2019 年 6 月间 246 家地方政府投

融资平台发行过的 260 只债券作为样本,对我国地方政府投融资平台各个级别的主要资金来源、债务偿还能力及其对财政状况的影响进行实证分析,从而对我国地方政府投融资平台在各个级别的发展情况和存在的隐忧进行全面了解。

二、地方政府投融资平台主要资金来源

(一) 企业资金来源渠道理论分析

一般来说,企业资金来源分为两种,一种是初始资金,一类是后续资金。初始资金主要是成立之初,公司的注册资本,也叫法定资本,是公司制企业章程规定的全体股东或发起人认缴的出资额或认购的股本总额,并在公司登记机关依法登记,主要来源于发起人的初始投入。后续资金,主要是指公司成立运行后,所获得的资金。后续资金从企业筹集资金的来源的角度看,又可以分为内部融资和外部融资。内部融资是企业依靠其自身盈利能力进行内部积累,将自身税后利润转增资本金的筹资方式。外部融资是指企业通过从企业自身以外的经济主体获取自身所需资金的融资方式,主要吸收其他经济主体的储蓄,使之转化为自己投资的过程,主要包括银行贷款、股权融资、债券融资、租赁融资、商业信用以及财政投入或补贴等来源。

(二) 地方投融资平台资金来源实证分析

以下通过对最近两年的 246 家地方政府投融资平台发行过的 260 只债券进行分析,来详细说明地方政府投融资平台的主要资金来源状况。通过分析发现,对于地方投融资平台来说,资金主要依赖于外部

借贷，其中又以长期借款为主要形式，占到外部负债的 50%以上。由于自身盈利能力有限，融资平台很难依靠自身来进行积累，一方面地方政府通过地方财政给予补贴来维持地方融资平台的正常运营，另一方面作为实际控制人，又不断通过各种途径给予追加投资，来增强其自身实力。此外，商业信用同样对地方融资平台调节资金需求起到了一定作用。

1. 注册资金

地方政府投融资平台是由相应级别的地方政府或者部门设立的，相应的，受到这些级别的地方政府或部门管理，并给予其财政支持。具体来说，可以分为五个层次：第一、直辖市层次，这个主要是由直辖市的政府或国资委设立控制。第二、省级，这主要是由省级人民政府或者其部门发起设立，并直接管理的。第三、省会城市级。主要是一些省会城市的政府或国资委发起设立的，受到这些省会城市的直接管理。第四、地市级，是由市一级的地方政府或者部门设立并管理的。最后，区（县）级，主要是由区（县）一级政府或者部门设立并管理的。一般来说，地方政府经济实力和财政实力越强，对本地区投融资平台的发展的支持能力也就越强，相应的地方投融资平台的实力也就越强，因此，直辖市级和省级地方投融资平台最强，区（县）级和地市级地方投融资平台最弱。这点从下表可以清楚地看到。

表 1 地方政府投融资平台注册资本情况

所属级别	注册资本（亿元）
省级	131.50
直辖市	60.40

省会城市	52.34
区（县）	24.22
地市级	12.32
总计	28.71

2. 内部融资

由于地方融资平台主要从事基础设施建设方面，所以普遍盈利能力较弱，自身内部产生的现金流较弱，而城市基础设施建设投资金额又比较大，单靠自身积累很难满足需求。从下表可以看出，地方政府投融资平台的总体资产收益率和净资产收益率仅为 2.54%和 4.43%。具体来说，直辖市级投融资平台的盈利能力最弱，资产收益率和净资产收益率只有 1.23%和 2.45%。其次是，区（县）级的投融资平台，资产收益率和净资产收益率为 1.95%和 3.73%。省级投融资平台的盈利能力相对最好，但是两个指标也只不过为 3.97%和 8.06%。因此，对于地方政府投融资平台来说，内部资金来源有限，主要依靠外部融资。

表 2 地方政府投融资平台收益率情况

所属级别	资产收益率（%）	净资产收益率（%）
区（县）	1.95	3.73
地市级	2.93	4.65
省会城市	2.24	4.63
省级	3.97	8.06
直辖市	1.23	2.56
总计	2.54	4.43

同注册资本相同，融资平台的净资产和其所属级别成正相关。级别越高，净资产也就越高，级别越低，净资产越低。具体来说，直辖

市投融资平台净资产最高，平均为 293.5 亿，其次是省级，平均净资产为 192.62 亿。区（县）和地市级投融资平台净资产较小，略高于 60 亿。

表 3 地方政府投融资平台平均净资产规模

所属级别	净资产（亿元）
直辖市	293.50
省级	192.62
省会城市	108.99
区（县）	63.22
地市级	61.25
总计	92.07

从纵向来看，注册资本代表企业设立时或者变更时的资本金额，而净资产表示当期企业权益金额。两者之间的差额可以表示企业从成立到目前为止，企业净权益增加值。它主要来源于两方面，一个是企业成立后的净利润，另一就是外部股东（也就是地方政府）对企业的增加投入，包括增资扩股、捐赠以及其他外部投入。由于地方政府投融资平台盈利能力普遍较弱，因此，资产增加更多的来源于地方政府的追加投入了。从不同级别的投融资平台来看，地市级投融资平台外部投入最高，净资产与注册资本比，达到 4.91。省级投融资平台净资产与注册资本比最小，只有 1.46。区（县）级投融资平台为 2.61。这主要是由于地市级和区县一级的地区，经济发展水平相对较弱，单靠自身实力来经营发展，很难满足监管机构的发行债券要求，甚至是自身运营都难以维持，因此必须依靠地方政府的各种投入来满发债要求。直辖市级投融资平台的净资产与注册资本比也达到 4.86，远

远高于同级别的省级。这其中一个是直辖市级投融资平台成立时间相对较长，政府给予的投入也较多的原因。

表 4 地方政府投融资平台注册资本与净资产情况

所属级别	注册资本（亿元）	净资产（亿元）	净资产与注册资本比
地市级	12.32	60.44	4.91
区（县）	24.22	63.22	2.61
省会城市	52.34	108.99	2.08
省级	131.50	192.62	1.46
直辖市	60.40	293.50	4.86
总计	28.71	91.75	3.20

3. 外部融资分析

从投融资平台所属级别来看，直辖市的负债规模最大，平均负债规模达到 443.46 亿元，其次是省级地方融资平台为 301.93 亿，而区（县）级和地市级负债规模最少，分别为 81.71 亿和 54.92 亿。

从资产负债率来看，地方融资平台的平均资产负债率为 47%，说明这些地方融资平台的杠杆率水平较高，公司一半以上的资产来源于负债经营。从所属级别来看，只有地市级投融资平台平均资产负债率低于 50%，其余级别的都高于 50%。其中，省级投融资平台资产负债率最高，达到 57.79%，其次是直辖市级，为 57.18%。最低的地市级投融资平台也达到了 41.99%。从具体分布来看，资产负债率介于 40%-60%最多，将近占了一半。其次，是 20%-40%，约占 27%。资产负债率高于 80%的占 1%。

表 5 地方政府投融资平台负债规模及资产负债率情况

所属级别	负债规模（亿元）	资产负债率（%）
省级	301.93	57.79
直辖市	443.46	57.18
省会城市	179.59	52.38
区（县）	81.71	50.65
地市级	54.92	41.99%
总计	118.42	47.00

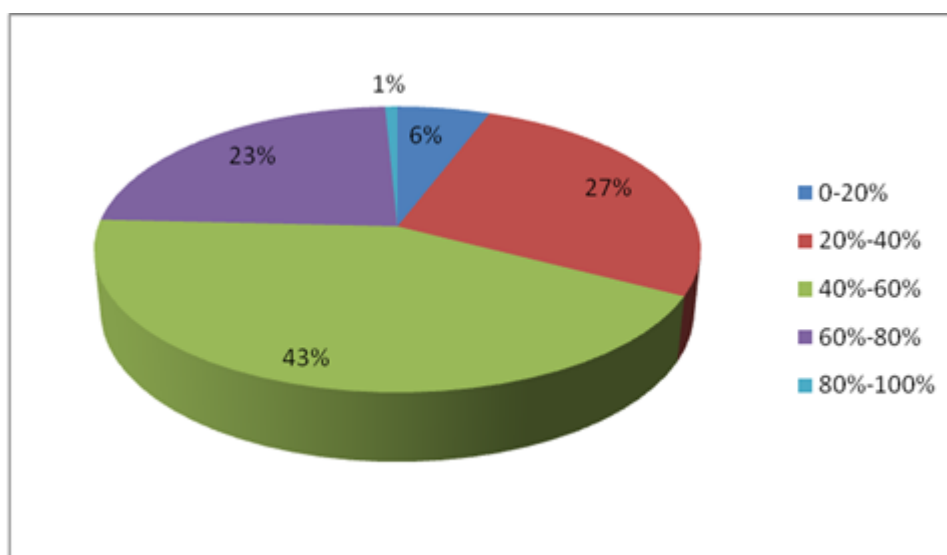


图 1 地方政府投融资平台资产负债率分布情况

从负债具体方式来看，主要有应付账款、短期借款、长期借款和应付债券。应付账款主要是企业经营活动自行产生的，属于商业信用资金。从应收账款占总负债的比重来看，平均只有 4.44%，这说明商业信用对企业调节资金方面的作用很有限。短期借款、长期借款和债券融资主要是企业外部融资的主要方式，三者总和占到地方政府投融资平台总负债的 85.44%，其中长期借款对企业外部融资尤为重要，

占比超过了 50%。

表 6 地方政府投融资平台外部融资来源

所属级别	应付账款占总 负债比 (%)	短期借款占总 负债比 (%)	长期借款占总 负债比 (%)	债券融资占总 负债比 (%)
地市级	4.44	10.17	52.35	27.64
区（县）	4.22	9.34	48.26	19.40
省会城市	4.94	13.39	54.28	19.14
省级	6.41	9.23	53.21	13.77
直辖市	3.23	19.38	43.23	14.15
总计	4.44	11.15	51.10	23.19

（1）商业信用

总体来说，商业信用对地方政府投融资平台资金贡献作用相对较小，应付账款平均规模为 6.09 亿元，占总负债的比为 4.44%。具体来说，直辖市投融资平台应付账款规模最高，达到了 26.61 亿，其次是省级投融资平台为 17.70 亿元，最低的是地市级投融资平台为 3.03 亿。从应付账款所占总负债比重来看，省级投融资平台应收账款占总负债的比重最高，达到 6.41%，其次为省会城市级投融资平台，占比为 4.94%。地市级和区（县）级投融资平台商业信用占比相差不大，分别为 4.44%和 4.22%；直辖市投融资平台的比重最低，为 3.23%。

表 7 地方政府投融资平台应付账款情况

所属级别	应付账款（亿元）	应付债券占总负债比 (%)
地市级	3.03	4.44
区（县）	3.07	4.22
省会城市	6.96	4.94

省级	17.70	6.41
直辖市	26.61	3.23
总计	6.09	4.44

（2）短期借款

短期借款对于地方政府投融资平台起着较为重要的作用，特别是在缓解短期流动性方面尤为重要。地方政府投融资平台的短期借款平均规模为 15.54 亿元，占总负债的比重为 11.15%。具体来说，直辖市投融资平台的短期借款，无论是平均规模还是占总负债的比重都远远高于其他级别的投融资平台，平均达到了 79.22 亿元，占比达到了 19.38%，高出平均值 8.23 个百分点。省级投融资平台，从规模来看，短期借款规模为 28.93 亿，仅次于直辖市级，但是从短期借款占总负债的比来看，却是最低的，只有 9.34%。省会城市的投融资平台短期借款平均规模为 23.70 亿，所占比重为 13.39%。而区（县）和地市级相对较小，分别为 7.44 亿和 5.82 亿元，所占比重也分别为 9.34% 和 10.17%。

表 8 地方政府投融资平台短期借款情况

所属级别	短期借款（亿元）	短期借款所占总负债比（%）
地市级	5.82	10.17
区（县）	7.44	9.34
省会城市	23.70	13.39
省级	28.93	9.23
直辖市	79.22	19.38
总计	15.54	11.15

（3）长期借款

地方政府投融资平台的长期借款平均达到 60.08 亿，所占总负债的比重也超过 50%。这充分说明地方政府投融资平台主要依靠长期借款来筹集资金，长期借款对地方融资平台的重要性不言而喻。从平均规模来看，直辖市级投融资平台的平均规模最高，达到了 186.76 亿，但是从长期借款所占总负债的比重来看，直辖市投融资平台却是最低的，这反映出直辖投融资平台对长期借款的依赖程度相比其他级别要小。省会城市投融资平台长期借款平均规模为 106.97 亿元，所占总负债比重为 54.28%，在所有级别中最高。地市级投融资平台的长期借款平均规模最小，只有 28.4 亿，但是所占比重却达到 52.35%，仅次于省会城市投融资平台。

表 9 地方政府投融资平台长期借款情况

所属级别	长期借款（亿元）	长期借款所占比（%）
地市级	28.40	52.35
区（县）	40.22	48.26
省会城市	106.97	54.28
省级	166.87	53.21
直辖市	186.76	43.23
总计	60.08	51.10

（4）债券融资

长期以来，由于中国债券市场整体发展较为滞后，因此，08 年之前地方政府投融资平台债券融资规模较小，债券融资对地方政府投融资平台的作用也就没有体现出来。08 年后，在政府的大力推动和宽松的货币政策的共同作用下，我国债券市场快速发展，地方融资平

台通过债券融资的规模也大幅增加，平均债券融资规模达到了 18.53 亿元，占总负债的比重为 23.19%。具体来说，直辖市投融资平台债券融资规模最高，达到 51 亿元，远远高于其他级别的投融资平台。这主要是由于直辖市投融资平台实力较强，净资产规模最大，而目前法律又规定债券融资累计规模不得超过净资产的 40%，因而也就限制了净资产规模较小的融资平台的债券融资规模。其次是省级投融资平台为 33.40 亿。而从债券融资所占总负债比来看，地市级投融资平台最高，为 27.64%，这说明相比其他级别的投融资平台，地市级投融资平台对债券融资的依赖程度较高。相比之下，省级投融资平台债券融资占总负债的比重最低，为 13.77%，其次是直辖市投融资平台为 14.15%。

表 10 地方政府投融资平台债券融资情况

所属级别	债券融资额（亿元）	债券融资所占比例（%）
地市级	13.80	27.64
区（县）	14.70	19.40
省会城市	19.51	19.14
省级	33.40	13.77
直辖市	51.00	14.15
总计	18.53	23.19

（5）财政补贴收入

由于地方政府投融资平台自身盈利能力较弱，单靠自身很难满足企业正常运作，更不要说是满足发行债券要求。为了能够满足监管机构的发债要求，地方政府不得不给予地方融资平台很多补贴。从政府补贴收入与利润总额的比例来看，地方政府投融资平台的平均值为

89%，也就是说，企业利润总额有 89%来自于政府补贴。分级别来看，级别越低，地方政府投融资平台越依赖地方政府补贴。其中，区（县）级和地市级投融资平台尤为严重，基本达到了 100%。省会城市级别，也比较严重达到了 85%。相比而言省级和直辖市级别总体稍好，但是直辖市投融资平台的政府补贴占利润总额 47%，只有省级投融资平台情况较好，只有 21%。

表 11 地方政府投融资平台补贴收入情况

所处级别	补贴收入占比（%）
区（县）	100
地市级	97
省会城市	85
省级	21
直辖市	47
总计	89

三、地方政府投融资平台债务偿还能力分析

（一）短期偿债能力

从流动比率和速动比率来看，地方政府投融资平台整体还是不错的。就均值来看，分别达到了 8.51 和 3.63，均高于一般要求的 2 和 1。具体来说，市级投融资平台最好，两个指标都是最高的，而直辖市融资平台则最差，分别只有 2.02 和 1.13，但也超过了安全零界值。区（县）级投融资平台表现也较好，分别达到 3.64 和 1.52。

但不容忽视的一个细节是，地方政府投融资平台之间的差异很大。从各级别投融资平台流动和速动比率位于安全值以上的占比来

看，并不理想。约有一半企业位于安全值之下，特别是省级投融资平台，仅仅 20%的发行主体符合流动比率安全值要求。这也说明了我国投融资平台的流动性较为吃紧，短期偿债压力较大。但速动比率位于安全值以上的企业占比还是较高的，速动资产的变现能力，也一定程度上提高了短期偿债能力。但不可否认，地方政府投融资平台短期偿债压力已然较大。

表 12 地方政府投融资平台的流动比率和速动比率状况表

所属级别	流动比率	安全值以上占比 (%)	速动比率	安全值以上占比 (%)
区(县)	3.64	54.90	1.52	72.55
地市级	12.23	68.09	4.42	80.14
省会城市	6.35	50.00	5.38	77.78
省级	2.58	20.00	2.42	70.00
直辖市	2.02	47.62	1.13	57.14
总计	8.51	59.46	3.63	76.06

进一步对比分析流动比率和速动比率可以看出，流动比率远远高于速动比率。特别是地市级和区(县)级投融资平台，两者相差 176.7%和 139.5%。最低的是省级和省会城市投融资平台，两者相差 6.6%和 18%。从这个层面来看，说明地方政府投融资平台大部分流动资产主要是周转较慢的存货。这也和投融资平台的资产特征较为吻合，就区(县)级以及地市级投融资平台，其主要的存货资产为划拨或者收储的土地以及替政府建设的各种基础设施项目。因此地方政府投融资平台偿债能力的分析因视其存货的特征和质量而定。就当前我国土地市场的现状而言，土地资产的价值较稳定，因此其变现能力是其偿债能力的主要考量基础。而为政府代建和自行建设的各种基础设施项目，

则取决于项目建成后政府的回购协议以及建成后该片区域的招商引资条件是否得到绝对的提升。

（二）盈利能力

我们主要从以下三个指标来分析地方政府投融资平台的盈利能力：主营业务利润率、资产收益率与净资产收益率。

从表中可以看出，这三个比率中，主营业务利润率较高，而其他两项比较低。特别是净资产收益率远远低于稳健经营的公司的股东权益收益率。

就主营业务利润率来看，地方政府投融资平台主营业务利润率均值达 25.74%，说明地方政府投融资平台主营业务的盈利能力较强。特别是省会城市投融资平台，其平均值高达 37.98%。与此对比，直辖市投融资平台主营业务利润率最低，仅为 19.54%，说明其在控制成本上仍存在较大的空间。就同一级别的投融资平台而言，可以看出，绝大部分企业都位于均值以上，特别是省会城市投融资平台 92%的企业均超过均值水平，最低的省级投融资平台也有 66.67%的超过均值水平，这也凸显了地方政府投融资平台整体的主营业务盈利能力还是较为可观的。这也与其经营范围和业务密切相关，地方政府投融资平台经营的大都为水务、交通以及电网等业务。这些业务的收现能力都非常强，几乎很少存在长期应收款和坏账损失，因此成本控制较为简单。其次，承担基础设施建设的城投公司，其项目建设后也大都由地方政府在适当的成本利润率下进行回购，因此，对利润率的控制也较强。

就资产收益率和净资产收益率来看，省级投融资平台的最好，远远高于其他级别的地方政府投融资平台。而区（县）级的地方政府投融资平台资产收益和净资产收益率是最低，只有 3.73%和 1.95%。直辖市和省会城市投融资平台居中，地市级投融资平台资产收益率和净资产收益率则仅次于省级投融资平台。由于地市级以及区（县）级投融资平台的规模相对其他级别的投融资平台而言要小，资产运营覆盖人群要窄，相对于资产规模而言，主营业务收入过低。

表 13 地方政府投融资平台盈利情况表（单位：%）

所属级别	主营业务利润率	均值以上占比	净资产收益率	均值以上占比	资产收益率	均值以上占比
区（县）	28.02	92.31	3.73	28.85	1.95	25.00
地市级	22.14	87.21	4.65	31.91	2.93	70.92
省会城市	37.98	92.00	4.63	38.89	2.24	33.33
省级	26.00	66.67	8.06	40.00	3.97	40.00
直辖市	19.54	85.71	2.56	42.86	1.23	28.57
总计	25.74	88.24	4.43	33.46	2.54	51.92

值得关注的是，尽管地方政府投融资平台的资产收益率和净资产收益率很低，但是，各个级别的投融资平台位于均值以上的比例并不多。数据显示，净资产收益率这个指标，地方政府投融资平台的过往表现超过均值水平的刚过 1/3。即便是资产收益率，各个级别的地方政府投融资平台除了地市级外，有一半以上的企业未达到均值水平。这也反映出同一级别的地方政府投融资平台，其资产盈利能力差异非常大。

从收入构成来看，地方政府投融资平台业务收入的优势并不明

显，绝大多数企业凭借营业外收入以及补贴收入来满足资金持续运转的需求。具体来说，区（县）级的投融资平台依靠政府补贴最为严重，接近 100%，可以说，区（县）级投融资平台的收益几乎都是来自于政府补贴，地方政府对投融资平台的财政支持力度直接关系到投融资平台能否正常经营。其次，是市级投融资平台，其补贴也达到 97%。而最少的省级投融资平台，政府补贴占利润总额的比率只有 21%。这说明，地方政府投融资平台本身的经营利润较小，甚至为负，没有政府的补贴，这些企业自身很难产生足够经营利润。

但从各级别投融资平台内部考察，省级投融资平台营业收入占比大于补贴收入的企业远远高于其他级别的投融资平台。这也说明省级投融资平台在集中省内优质资产以及优质项目上具有绝对优势，其次是直辖市。值得肯定的是，区（县）级投融资平台也有半数营业收入占利润总额的比重高于补贴收入。这与区（县）级投融资平台的收入规模非常相关，一般而言，区（县）投融资平台的资产规模并不大，但集中了整个片区的基础设施的运营，因而营业收入的优势可能会凸显。应该引起关注的是，地市级投融资平台，仅仅 9%的企业其营业收入占比高出补贴收入，并且补贴收入占利润总额比重的均值也达到了 97%的水平。这说明地市级投融资平台对政府的补贴收入严重依赖，自身的盈利能力并不明显，这说明其偿债来源非常单一，偿债能力具有很大的脆弱性。

表 14 地方政府投融资平台的政府补贴占利润总额比情况表(单位：%)

所处级别	营业收入占利润总额比	补贴收入占利润总额比	营业收入占比大于补贴收入的比 例
区（县）	-2.57	100.17	21.15
地市级	-0.77	97.33	14.89
省会城市	3.76	84.90	30.56
省级	66.92	21.29	60.00
直辖市	24.14	47.11	42.86
总计	4.12	89.19	22.31

注：区（县）和地市级营业收入占利润总额比为负是由于部分投融资平台利润总额为负值的原因。

整体来看，与一般企业相比，我国已发债地方政府投融资平台的自身盈利能力较弱。对于偿债能力而言，很明显，自身盈利能力对于公司的可持续性有着重大影响。外部资金支持以及政府的补贴收入具有很大的波动性和不确定性。如果依靠其自身的造血功能，显然其偿债能力十分有限，必须依靠政府的补贴收入以及营业外收入来获取可持续发展的机会。因此，政府财政收入的水平以及政府对投融资平台的财政支持力度是决定地方政府投融资平台偿债能力的关键。

四、投融资平台对地方政府财政状况的影响

就地方政府投融资平台对地方经济财政的影响来看，地方政府投融资平台的债务规模已经很大，这点可以从地方政府投融资平台总负债和流动负债占地方财政收入的比重可以看出。地方政府投融资平台

的总负债额已经占到财政收入达到 82.73%，流动负债比重也达到 29.01%，整体形势不容乐观。但是从政府对投融资平台的补贴所占财政收入的比重来看，略高于 3%，这说明地方政府投融资平台的负债规模虽然很大，但是由于投融资平台本身资产规模也较大，自身的经营可以在一定程度应对其负债负担。而政府对投融资平台的补贴对于地方财政收入来说比较小，政府补贴基本不会影响到地方财政状况，地方政府仍然有较大空间来对融资平台给予财政支持。具体来说，区（县）级投融资平台最为严重，总负债额占财政收入比例超过 100%，流动负债占财政收入的比也超过 50%，财政补贴占财政收入的比达到 4.08%。其次是地市级投融资平台，三项指标分别为 72.9%、24.2%和 3.31%。相比，省会城市级投融资平台状况最好，总负债额占财政收入比例为 46 %，流动负债占财政收入的比为 13.85%，财政补贴占财政收入的比也只有 1.85%。省级和直辖市投融资平台总负债占财政收入的比都超过了 70%，流动负债占财政收入也在 30%左右，但是由于其财政实力较为充分，对投融资平台的财政补贴只占到财政收入的 1%左右，因此这两个级别的融资平台的运行对其财政状况影响较弱。

表 15 地方政府投融资平台对地方政府的财政的影响力度表(单位：%)

所处级别	总负债占财政收入比	流动债务占财政收入	政府补贴占财政收入比
地市级	72.90	24.20	3.31
区（县）	140.07	52.08	4.08
省会城市	46.00	13.85	1.85
省级	75.72	35.16	1.16

直辖市	70.11	28.02	0.65
总计	82.73	29.01	3.01

从以上分析可以看出，相对于地方政府的财政收入规模而言，地方政府投融资平台的债务规模已经相对较高了。因此如果地方政府财政收入的下降以及给予的补贴收入降低，会显著影响地方政府投融资平台的偿债能力。具体来说，行政级别越低的投融资平台，其受到的冲击将越大。