

偿债洪峰将至 地方平台贷顶风冒进 局部债务风险凸显 新一轮排查山雨欲来

□本报记者 陈莹莹

今年初以来，受实体经济有效需求放缓等多重因素影响，不少商业银行发放地方融资平台贷款动力较强，规模呈现快速增长态势。据统计，3.49万亿元地方融资平台贷款将在未来三年内到期，而2013年和2014年将迎来还款高峰期。

近期监管层在多个场合表露出对地方融资平台风险的担忧：一方面银行信贷偿还压力没有减轻，另一方面非信贷“隐性”债务大量增加。而目前经济增长速度放缓，特别是在各地对房地产市场进行调控的背景下，地方政府还款能力难以明显改善，且不排除局部地区出现债务危机的可能。

行业内人士认为，目前商业银行对于地方融资平台贷款是“有保有压”，坚持投向资质优良的平台项目，尤其倾向于投向城镇化建设相关项目。也有部分人士担忧，一些地方融资公司打着城镇化的旗号，因盲目扩大融资而增加信贷风险。据了解，监管层可能正酝酿更大规模、更细化的地方政府债务“排查风暴”，出台更严厉的监管措施，最大程度控制风险。

“钻空”城镇化 20万亿投资需求涌动

银监会日前下发《中国银监会关于加强2013年地方融资平台贷款风险监管的指导意见》（以下简称“10号文”），收紧了地方融资平台公司的银行融资渠道，但一些商业银行从“10号文”中发现政策“松动”的迹象。

一位银行业业内人士透露，该行总行将地方融资平台贷款的2012年和2013年的监管口径进行对比，虽然没有明确全面放松，但在一些方面有所松动。最直接的是，今年不再给商业银行下达平台贷款压缩指标，而去年仅该行的全口径融资平台贷款余额就压缩超过百亿元。另外，总量控制中取消了“融资平台贷款余额较2011年末不得增加”的具体要求。

上述人士告诉中国证券报记者，监管层对于地方融资平台的动态调整风险定性，今年也出现明显变化。即地方融资平台项目究竟是全覆盖、基本覆盖、半覆盖还是无覆盖，这在去年由各地方银监局认定改为由各商业银行认定。虽然监管部门还是要求商业银行审慎合理测算融资平台自身现金流，并按季上报监管机构，但商业银行在客户选择、贷款投向方面的自由度已相对扩大。”

也有银行业业内人士发现，“10号文”中明确支持城镇化建设融资，对于具体投向和细则并没有进一步明确。一位国有大行信贷部人士坦言，

已逾20万亿元，其中四川省为4.3万亿元、贵州省为1.7万亿元、广西省为1.5万亿元、江西省为6694亿元、广东省为7869亿元、云南省为3770.55亿元。

对于商业银行态度的变化，交通银行首席经济学家连平表示，一方面，商业银行通过目前掌握的地方融资平台贷款数据发现，虽然平台存在风险隐患，但普遍情况比较乐观且不会引发系统性风险；另一方面，在城镇化建设推动的大背景下，各地方政府的投融资需求空前旺盛。

地方扩大投资无疑需要强大的资金支持。国家信息中心经济预测部宏观经济研究室主任牛犁表示，20万亿元地方投资规划，与为应对金融危机而实行的4万亿元投资计划有本质区别，该计划是各地进行基础设施建设、推进城镇化进程的长期规划。若后期出现资金链断裂，则有可能引发局部性金融风险，加剧地方债务风险。”

中国证券报记者了解到，最近两年在云南、四川等地已相继曝出融资平台贷款还款违约问题，某些公路、基建等项目难以还本付息。

忐忑“迎大考” 3.49万亿平台贷将到期

近期中央对融资平台风险的关注度有所提高，主要担忧地方债务扩张规模是源于换届效应带来的投资冲动。而今年我国20多个地区将经济增长目标定在10%及以上，而为了实现经济高增长，对地方政府而言，最直接有效的办法就是扩大投资。由于从银行获得贷款受到严格监管制约，导致融资平台的非信贷渠道债务总量增幅较大，这其中的风险不容忽视，甚至不排除局部地区出现债务危机的可能。

平台贷款风险监管依然面临较严峻挑战。”银监会主席尚福林在最近一次银监系统内部会议上表示，今年地方政府在换届完成后，极有可能产生新的投资冲动和较大规模投融资需求，从而使地方

先后下调了中国主权信用评级和展望。

北大光华管理学院名誉院长厉以宁认为，中国经济面临最大的风险在金融领域，而在城镇化过程中尤其要注意预防金融风险。城镇化过程中的过度借贷，将会促成金融方面危机的发生。

连平表示，虽然当前我国地方融资平台贷款风险整体可控，也不会引发系统性风险，但从短期看，地方政府偿债仍有压力，短期还款高峰还没过去，2013年和2014年将迎来还款高峰期。

他指出，在现有的融资平台上，地市级以下的平台（县或县以下）偿债能力较弱。尤其是中西部地区，一方面经济结构单一，收入来源有限；另一方面，国家对房地

产市场进行调控，未来三四线城市房价有可能会出现一定程度回落，地方政府财政收入未来增长空间有限，从而可能引发偿债困难，尤其是县级以下新的地方融资平台有这方面苗头。

连平认为，在新型城镇化发展趋势下，一些地方为了获得更多融资，以新型城镇化为由，包括县级以下开发区、镇等也希望通过建立这种平台来扩大融资。但由于较低层级政府的管理水平低、经济基础弱、收入来源少、风险相对较大等，这可能会对某个地区本已不小的偿债负担带来新的压力，从而增加这一地区的平台债务违约风险。另外，在目前的存量平台上，有一部分融资主体的资产负债率在明显上升，有的地区已达到80%以上。

监管“出严招” 全口径排查山雨欲来

应该在15万亿元至18万亿元左右，而目前我国GDP为50多万亿元。”由此推算，目前我国地方政府债务约占GDP总量的35%左右。但是，财政部原部长项怀诚不久前透露，地方政府负债估计超过20万亿元。

专家表示，地方融资平台的非信贷融资方式迅速发展，而这些债务规模目前并未有官方统计，未来更严格、更细化的全口径排查或“山雨欲来”，并不排除推出更严厉监管措施的可能。

德意志银行大中华区首席经济学家马骏认为，2009年以来，中国地方平台债务上升到GDP的

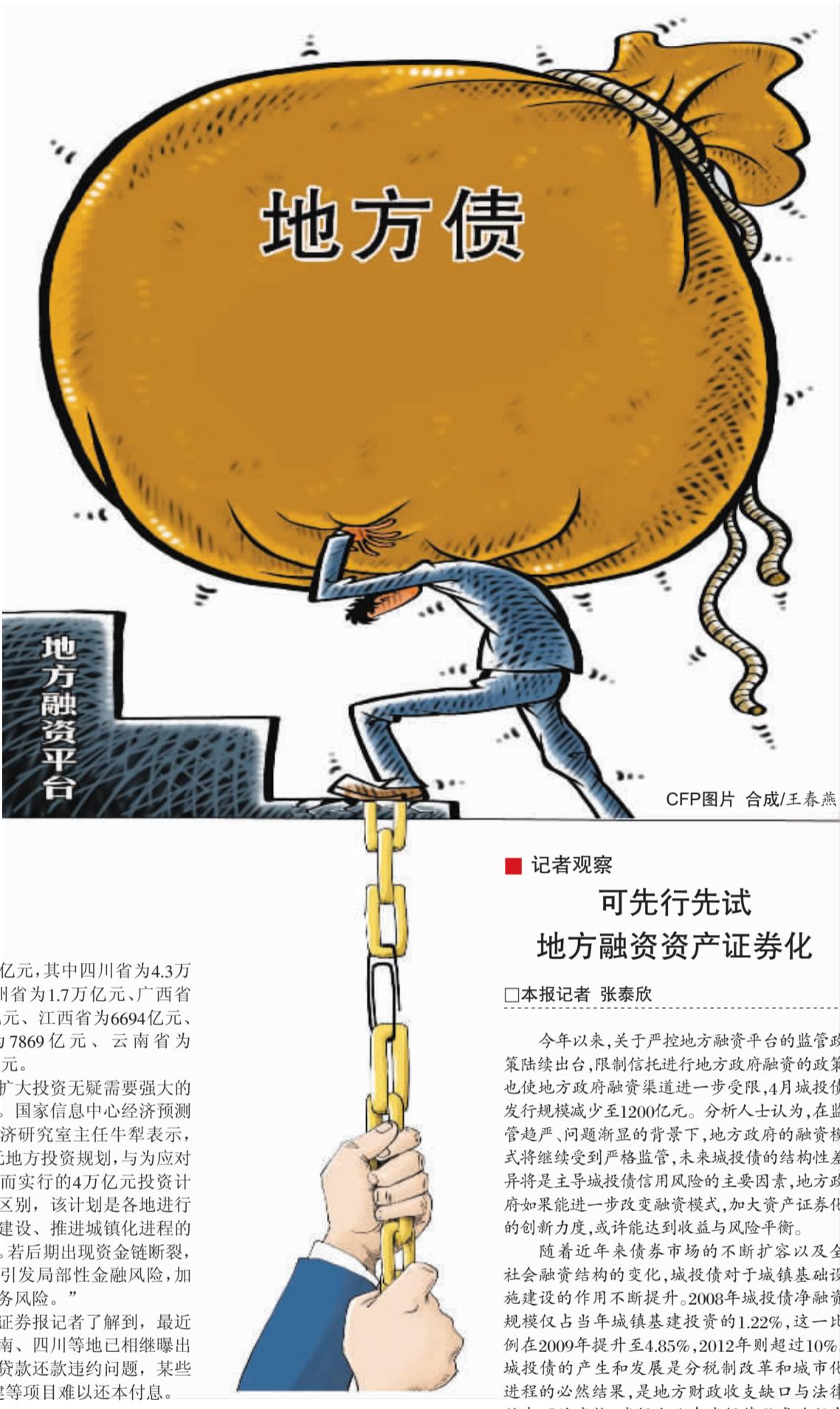
20%左右，一些地方出现偿债风险。随着监管层收紧银行对平台贷款，从2012年开始，地方平台转向以信托贷款等方式的融资，地方债务风险开始以新的形式得到体现。“中国地方债反复出现风险的原因，是由于大规模的地方融资需求与阳光融资渠道‘地方政府债和城投债’的严重错配。”

马骏表示，在不进行改革的情况下，中国政府的债务占GDP的比重，在2050年将超过100%。在一系列中央和地方的财政与金融关系，包括事权划分、财权划分、转移支付、地方债务等问题中，地方债务最可能构成系统性和宏观

风险问题。

连平指出，去年以来，城投债、信托计划、短期融资券、中期票据等发行规模快速增长。相对商业银行来说，实施非信贷融资的非银行金融机构规模相对较小，大多数机构的发展才刚刚起步，风险管理能力相对银行较弱，非信贷融资过快发展有可能使风险快速累积并向银行机构转移。

他预计，相关部门可能已经着手开始新一轮全口径排查，而且会从两个方面着手，一是以地区为主体的债务规模，二是以平台公司为主体的债务规模，监管层一定要对规模大小做到心中有数。



■ 记者观察

可先行先试 地方融资资产证券化

□本报记者 张泰欣

今年以来，关于严控地方融资平台的监管政策陆续出台，限制信托进行地方政府融资的政策也使地方政府融资渠道进一步受限。4月城投债发行规模减少至1200亿元。分析人士认为，在监管趋严、问题渐显的背景下，地方政府的融资模式将继续受到严格监管，未来城投债的结构性差异将是主导城投债信用风险的主要因素，地方政府如果能进一步改变融资模式，加大资产证券化的创新力度，或许能达到收益与风险平衡。

随着近年来债券市场的不断扩容以及全社会融资结构的变化，城投债对于城镇基础设施建设的作用不断提升。2008年城投债净融资规模仅占当年城镇基建投资的1.22%，这一比例在2009年提升至4.85%，2012年则超过10%。城投债的产生和发展是分税制改革和城市化进程的必然结果，是地方财政收支缺口与法律约束下的产物。城投企业在城投债融资过程中存在假借保障房建设名义融资，政府随意注入资产，资产、营收质量存在水分，评级、担保虚高等多种问题。自2012年11月以来，多部委相继发文，从募集资金用途、政府资产注入、自身资质、外部评级以及债券增信等多个方面形成立体性约束。

虽然目前尚未出现系统性风险，但过去几年不正常的融资规模和发展路径，使得未来这些偿债主体的财务能力不断恶化。

目前我国地方政府的融资模式较单一，多数还是通过间接融资的模式，如银行贷款、信托渠道、上下级的财政转移等，真正依靠地方政府直接融资的方式还受到较大约束。虽然城投债的发行在一定程度上弥补了这一短板，但在具体运作过程中存在很多不规范行为，累积的市场风险不容小觑。有分析预测，从监管和发债空间两个角度来看，预计2013年城投债发行规模在7500亿至11000亿元区间，净融资规模在5700亿至9200亿元区间。由于不同地区政府财务支付能力差异，未来城投债的风险将体现出结构性分化的特征。

要改变目前的地方债融资模式，需要大力加强制度建设，尤其是加强金融创新力度。对于城投债的发行不应更多地看地区，而应侧重于项目好坏，改变过去单一的政府主导模式，转为以市场和项目为主导的方式。具体而言，如果能进一步加大资产证券化的创新力度，则对于地方债的风险管控和收益将起到积极功效。

在融资模式上，资产证券化可以以相关项目的收益为依托，同时附属于地方政府的授信，从而有较强的安全边际。在具体的产品设计上，可以更好地保证不同投资人的需求。此外，在资产隔离上，应该做好防控，避免政府把资金挪作他用，在具体的收益分配上，要根据项目和条款的规定，实施公平公正的分配，这样单独依靠项目而非行政的手段进行融资，可以更好地发挥市场主体的积极性，改变过去由政府主导，而风险由其它机构托底的方式，从而使得融资的效率和效果得到更大提升。

分析人士建议，监管部门可在部分地区、部分机构先行试点地方政府融资的资产证券化方式，在取得一定的经验和教训后，再进一步完善发展，这样不仅对金融创新有益，而且对于城镇化和地方政府的金融发展水平也有积极作用。

专家观点

北大光华管理学院名誉院长 厉以宁：“中国经济面临最大的风险在金融领域，城镇化过程中尤其要注意预防金融风险。金融风险主要来自于城镇化过程中，地方投资的过剩和产能过剩所带来的债务风险。城镇化过程中的过度借贷，将会促成金融方面危机的发生。”

交通银行首席经济学家 连平：“对融资平台要长期保持清醒的头脑和稳健的政策，尤其是在新的城镇化发展和政府换届后的一段时期，应避免由于政策松动，导致平台规模再次迅速增大，以审慎的态度始终注意控制总量的增长。应清醒地认识到，如同欧盟财政问题是由于其基本政治经济制度所造成的一样，融资平台在中国也有其深刻的制度背景，从而有着强大的持续发展冲动，只要环境稍有改善就容易获得迅速发展。”

财政部财科所所长 贾康：“除了对信托理财产品加以规范约束等等之外，还要更积极地推进金融综合配套改革，使金融产品更多样化，使金融的生态环境和市场的竞争更健康化。另外也必须肯定地方政府层面的融资是市场经济环境之下必然产生的需要，这些融资需要的满足，必须得到相对应的阳光渠道和方式的回应。从中长期来看堵不如疏，制度建设、阳光融资这方面的工作要更加重视。”

德意志银行大中华区首席经济学家 马骏：“应该逐步建立以透明地方债为主体的、有自我约束机制的地方融资体系。将许多隐性负债，比如平台债，转化为公开的政府直接负债，以便早期就能识别和化解风险。而风险较大的地方融资平台，债券市场会以比较高的乃至惩罚性的利率抑制其融资能力。应该首先由财政部对地方政府风险指标进行详细分析，选择一批偿债能力达到标准的城市，允许发行市政债，从刚开始的十几个城市，五年内逐步扩大到近百个城市。”

清华大学中国与世界经济研究中心主任 李稻葵：“中国地方债务问题应引起重视，要让地方政府亮出家底，关键是让地方政府编制资产负债表。如果要求所有地方政府马上公开负债表难度较大，要一步一步来，关键要开始建立一个机制，从有条件的、经营规范的地方开始进行。其最大的意义在于，让地方政府明白，发展是可持续的，今天的发展不能以吃明天的午餐为代价。”

机构看法

信达证券：尽管10号文在边际上并未收紧融资平台贷款，但隔离风险条款中对城投债和融资平台贷款的同时限制，将导致信托融资缺口无法填补，基建融资拐点或出现在二季度。根据基建投资的资金供给领先于投资数据1至2个季度的判断，下半年或将出现基建投资的拐点。”

光大证券：地方政府融资平台（包括城投债）对中国经济增长的贡献功不可没，在过去一段时间内，地方政府投资总额是中央政府投资总额的10倍以上，而投资是中国经济增长最重要的推动力。”

长城证券：监管层对地方政府投资和平台贷款政策进入更加严格的整顿规范周期，但主要着眼于优化贷款投向结构，控制平台的总负债水平，而非刻意打压总量，政策对地方政府投资的抑制和清理力度呈继续加强趋势。”

申银万国：2013年银监会对平台‘差异化管理’和‘全口径负债统计’的新监管思路，给信用债带来需求和供应两方面的隐忧，长期看会构成信用市场的中期调整压力。平台的差异化管理方式可能使未来的融资平台信用资质也出现相应分化，市场也可以根据现金流覆盖程度、负债率等综合指标进行区分对待。”

华泰证券：从债务来源的角度测算2010年以后的地方政府债务组成情况，主要有平台贷款、城投债、中央代发地方债、信托公司的政信合作余额、保险资金基础设施债权投资、券商资管和私募合作的BT代建债务融资、上级财政借款、其他借款等。2013年地方政府债务金额预计在16.3万亿元左右，地方政府债务余额占GDP比重大约是29%的水平。”

国海证券：“我国城投债暂无系统性风险，经济较发达、财政收入较高的区域有较强的信用保障能力。出于信用风险考虑，我们在甄选城投债时，应选取发行主体为经济较发达的地区。”

国信证券：“10号文要求压缩县区级平台的贷款规模，同时加大贷款的清收力度，这将加大该类债券发行人的融资难度，最终增加债券的信用风险。从估值上看，当前县区级城投与地级城投的信用利差在80bp左右，显著低于2012年全年均值（15bp）和中位数（100bp）。我们认为，在估值偏离的状态下，银监会对于县区级平台政策的改变将有可能成为县区级平台与高行政级别平台间利差扩大的催化剂。”

（资料整理 陈莹莹）