MOODY'S
INVESTORS SERVICE

本报告并非信用评级行动公告。对于本报告中涉及的任何信用评级，请参阅www.moodys.com发行人/实体专页上的评级索引，了解最新评级行动信息和评级历史。

地方政府融资平台 (LGFV)
- 运作模式和信用关注点

欧洲、中东及非洲高收益债券及新兴市场最佳信用评级机构: 2015年

美国最佳信用评级机构 2012、2013、2014 、2015年

亚洲最佳信用评级机构 2012、2013、2014年

最有影响力的信用评级机构 2013、2014年

美国最佳地方政府研究团队 2014年

澳大利亚最佳信用评级机构 2014年

钟汶权，高级副总裁 – 大中华区信用研究分析主管

2015年9月

议题

1. 平台公司简介
2. 信用挑战
3. 发展趋势
4. 要点回顾

1

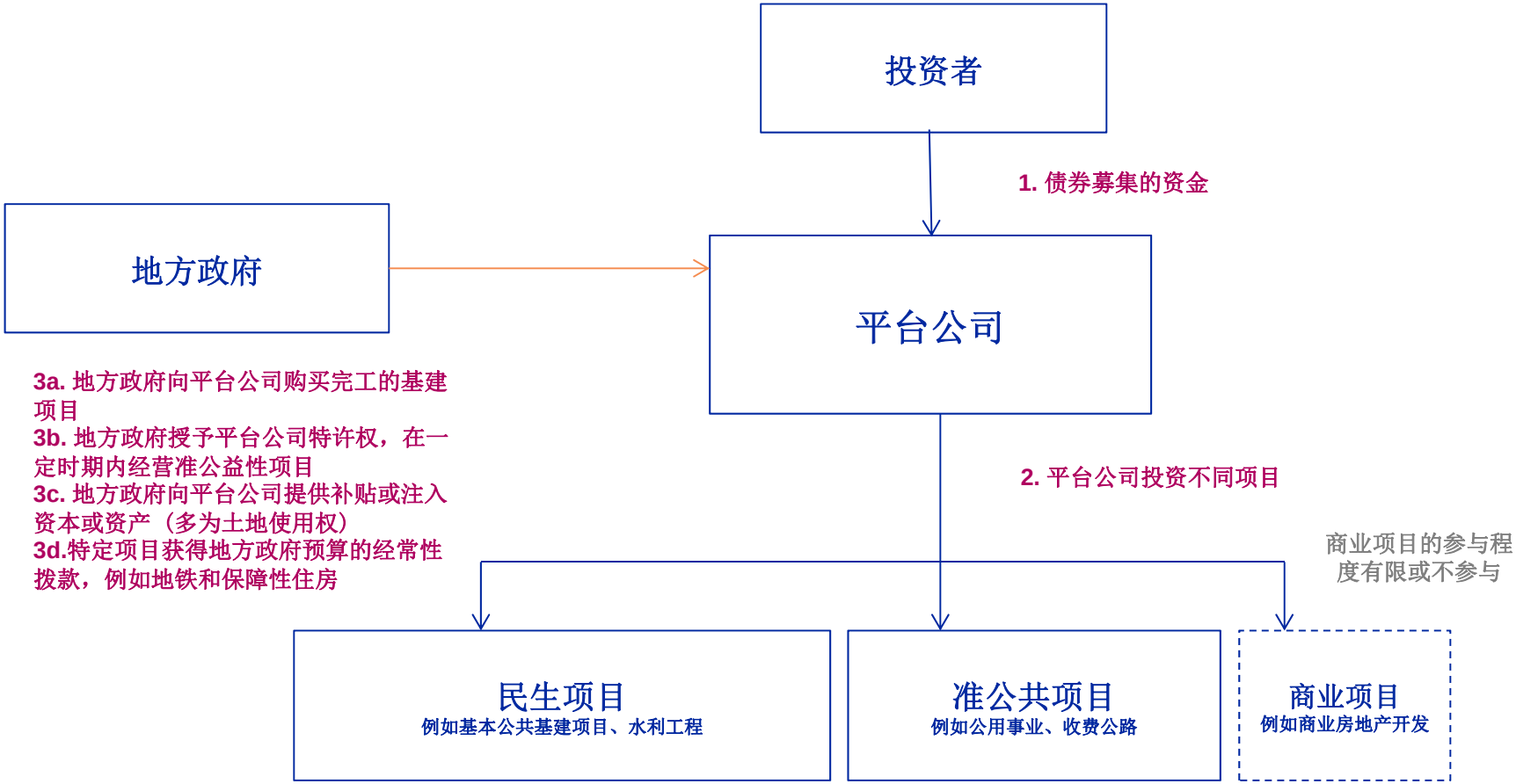
平台公司简介

平台公司的特点

- 预算法在2014年修改之前，地方政府难以通过发债融资，但地方政府收入和支出结构不平衡，所以地方政府通过建立融资平台公司，去支持基建项目投融资
- 平台公司主要的目标是执行地方的基建项目的融资、投资和运营，往往盈利能力差、负债高、自身的流动性弱
- 平台公司可持续经营的能力不足，主要依赖政策和“隐性政府支持”来融资
- 自2009年起，平台公司的融资活动大幅上升，由于这些融资没有直接的监管，带来了地方政府的债务问题

平台公司的典型业务模式

» 偿债主要依靠地方政府的土地出让金或项目回购，这些因素均有一定的不确定性



平台公司与典型国企不同

	平台公司	地方国企
政府所有权	地方政府全资所有或持有大部分权益	地方政府全资所有或持有大部分权益
管理层	高级管理层及董事会成员由地方政府国有资产监督管理委员会任命	高级管理层及董事会成员由地方政府国有资产监督管理委员会任命
国资委的行业分类	公益或准公益行业	准公益或竞争性行业
自主权	较低。其战略与地方政府政策目标非常一致	中等到高。只要战略符合国企的行业权限，管理层通常对此有更大的自主权
业务	集中于融资、投资和运营公共基建项目，并非以盈利为目的	从事多种业务，并可能承担公共基建项目。但多数项目以盈利为目的
客户基础	地方政府是服务的主要买方	客户基础多元化；地方政府往往不是主要客户
政府资金	高度依赖政府补贴；注资对支持其财务状况至关重要	财务状况对政府拨款和补贴的依赖性较低

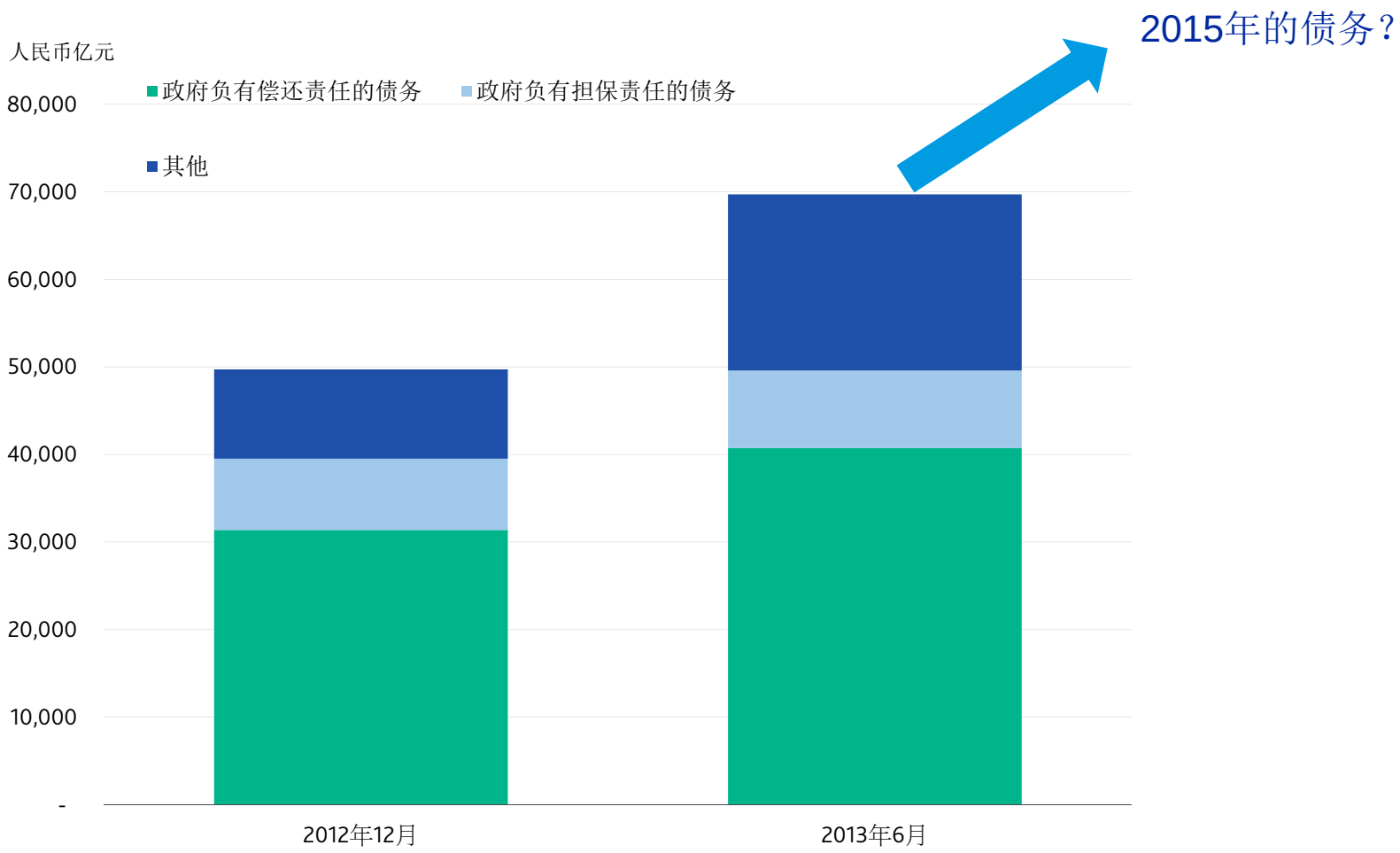
2

平台公司的信用挑战

平台公司的内在信用问题

- 自身盈利能力和流动性仅仅够甚至不足以还利息
- 地方政府的财政支持往往不是来自预算的经常性拨款，而是依赖土地出让金，不确定性较大
- 地方政府的还贷义务和范围不明确
- 地方政府在极端情况下能给予平台公司的财务支持不透明（如地方政府可动用的资金）
- 过往对平台公司的监管较宽松，导致有些平台公司把资金投放到风险较高而且与政策目标没有关联的商业项目，如贸易、商品房开发项目

平台公司的债务问题给地方政府带来债务压力



资料来源：国家审计署

43号文针对了地方政府的债务问题

2014年9月底出台的“国务院关于加强地方政府性债务管理的意见”国发[2014]43号（43号文）

- 疏堵结合：修明渠、堵暗道，赋予地方政府依法适度举债融资权限，加快建立规范的地方政府举债融资机制。
- 分清责任：明确政府和企业的责任，政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁还、风险自担。
- 规范管理：对地方政府债务实行规模控制，严格限定政府举债程序和资金用途，把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理，实现“借、用、还”相统一。
- 防范风险：牢牢守住不发生区域性和系统性风险的底线，切实防范和化解财政金融风险。
- 稳步推进：加强债务管理，既要积极推进，又要谨慎稳健。在规范管理的同时，要妥善处理存量债务，确保在建项目有序推进。

43号文推动了平台公司信用状况的转型

- 43号文表明中央政府要以受监管的地方债去取代平台公司在公益性项目的融资功能，剥离融资平台公司政府融资职能，同时限制地方政府对非公益性项目的财政支持。**其中地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则**
- 政策阐明了地方政府支持的范围 – 对平台公司债务的责任只限于公益性项目
- 政策推动了平台公司从政府融资平台转型为商业成分更高的国企，或是提供公共服务但有明确地方财政预算支持的国有基建公司，如北京基础设施投资公司（A1稳定）

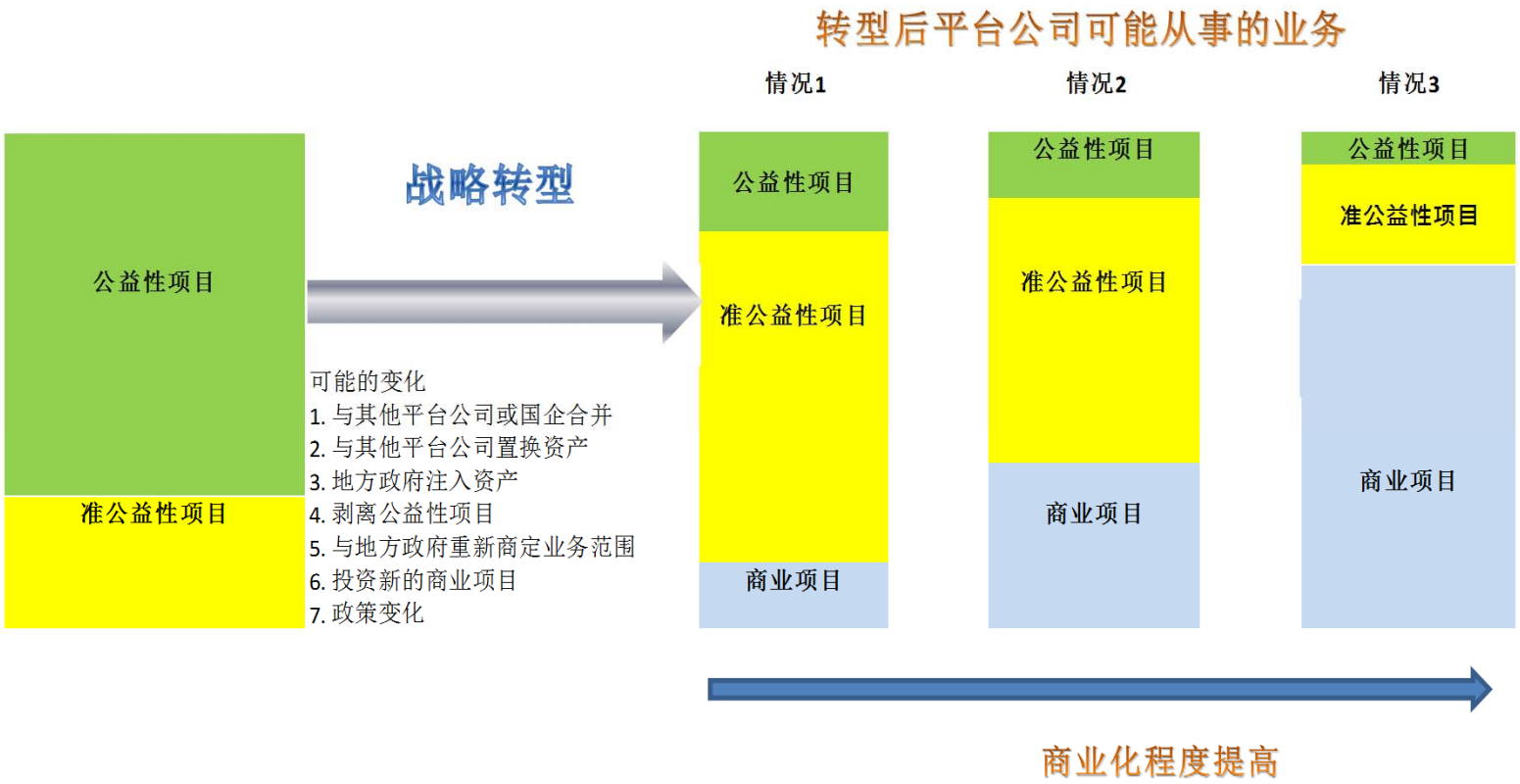
43号文后，过渡期间的信用挑战

- 至少人民币7万亿元的存量平台公司债务，以地方政府债券置换至少需要2-3年；在此期间，平台公司的存量项目仍有融资需求
- 个别平台公司能否在过渡期间转型成功及能否持续得到政府支持具有不确定性
- 当地方债券市场成熟，平台公司存量债务减少，中央政府对平台公司的系统性支持会否继续
- 大量平台公司属于低级别的政府，这些地方政府能注入其平台公司的资产有限，同时不能直接发债，需要依赖相关的高级别政府（31个省、直辖市和5个计划单列市）发债后才往下分配

3

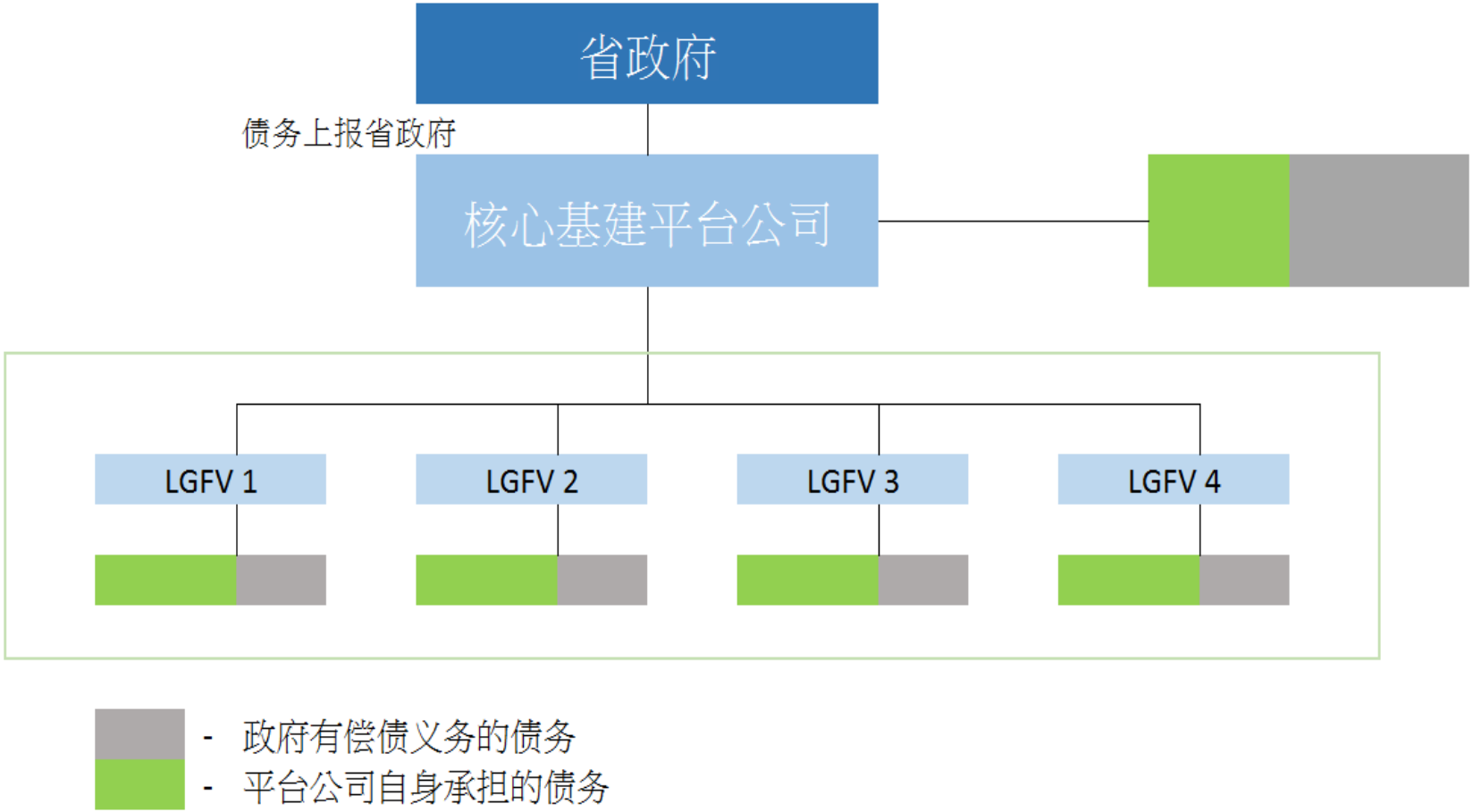
平台公司的发展趋势

微观：平台公司战略转型



作为所有者的地方政府在转型期间支持平台公司的能力和意愿对后者的信用质量十分重要

宏观：同省平台公司的整合



4 要点回顾

总结

- 平台公司债务风险源自于一方面此类公司是政府融资平台，但另一方面却没有明确政府的支持责任（如担保）和支持机制（如还款计划纳入政府财政预算）
- 2014年以来的公共财政改革有利于加强地方政府债务管理和提高透明度，建立规范和更有效率的公益性项目融资市场
- 但平台公司存量债务庞大，处理需要至少2-3年，过渡期间仍有不少信用挑战
- 平台公司从主要依赖“隐性政府支持”转型为有稳定自身信用实力的个体存有很大不确定性，政府支持能否持续，是维持信用状况的关键因素

5 问答环节

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

moodys.com

大中华区信用研究分析团队

钟汶权 (Ivan Chung)
高级副总裁
大中华区信用研究分析
香港
+852 3758 1399
ivan.chung@moodys.com

张俊 (Michelle Zhang)
副总裁 – 高级分析师
大中华区信用研究分析
北京
+86 10 6319 6563
michelle.zhang@moodys.com

杜宁轶 (Amanda Du)
副总裁 – 高级分析师
大中华区信用研究分析
上海
+86 21 6101 0361
amanda.du@moodys.com

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

moodys.com

地方政府与公共机构部

伦敦
David Rubinoff
董事总经理 – 全球部门主管
地方政府与公共机构部
+44.20.7772.1398
david.rubinoff@moodys.com

悉尼
Debra Roane
副总裁 – 高级信用评级主任
地方政府与公共机构部
+61.2.9270.8145
debra.roane@moodys.com

北京
诸蜀宁
副总裁 – 高级分析师
地方政府与公共机构部
+86.10.6319.6538
nicholas.zhu@moodys.com

穆迪投资者服务公司

全球公认的信用评级、研究及风险分析领先机构

GlobalCapital Bond Awards

欧洲、中东及非洲高收益债券及新兴市场最佳信用评级机构: 2015年

ASIAMONEY FIXED INCOME POLL 2014

亚洲最佳信用评级机构
2012、2013、2014年

FIXED INCOME POLL 2014 FinanceAsia

最有影响力的信用评级机构
2013、2014年

Institutional Investor

美国最佳信用评级机构
2012、2013、2014 、2015年

SMITH'S 2014 Municipal All-Star Team

美国最佳地方政府研究团队
2014年

KANGANEWS AWARDS 2014

澳大利亚最佳信用评级机构
2014年

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

© 2015，穆迪公司 (Moody's Corporation) 、穆迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service, Inc.) 、Moody's Analytics, Inc.和/或其许可人及关联公司(统称“穆迪”) 。版权所有，翻印必究。

穆迪投资者服务公司及其评级关联公司(“MIS”)所发布的信用评级是穆迪对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见，穆迪发布的信用评级及研究报告 (“穆迪出版物”) 可能包括穆迪对实体、信用承诺、债务或债务证券的相对未来信用风险的当前意见。穆迪将信用风险定义为某实体可能无法履行其到期的合同、财务义务的风险，以及在发生违约事件时的预计财务损失。信用评级并不针对任何其他风险，包括但不限于：流动性风险、市场价值风险或价格波动。信用评级及穆迪出版物中包括的穆迪意见并非对当前或历史事实的陈述。穆迪出版物也可能包括由Moody's Analytics, Inc发布的以量化模型为基础的信用风险预测以及相关的意见或评论。信用评级及穆迪出版物并不构成或提供投资或财务建议，信用评级及穆迪出版物亦非关于购买、出售或持有特定证券的推荐意见，也不能提供该等意见。信用评级和穆迪出版物均不会评论某项投资是否适合任何特定投资者。穆迪发布信用评级及穆迪出版物之时预期并理解每位投资者将以应有的谨慎态度自主研究和评估其考虑购买、持有或出售的每项证券。

穆迪信用评级和穆迪出版物不适于零售投资者的使用，如零售投资者在做任何投资决定时参考穆迪信用评级或穆迪出版物，将是草率的。如有疑问，您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

本文所载所有信息均受法律 (包括但不限于版权法) 保护，未经穆迪事先书面许可，任何人均不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售，或存储供日后任何上述目的使用。

本文所载所有信息均系穆迪从其相信为准确和可靠的来源获得。然而，由于可能会出现人为或机械错误以及其他因素，本文所载所有信息均按“原样”提供，不附带任何形式的保证。穆迪会采取所有必要措施，使其在授予信用评级时采用的信息具备足够质量，并来自穆迪认为是可靠的来源，包括独立的第三方来源 (如适当) 。但穆迪并非审计机构，亦不能对评级过程或准备穆迪出版物时收到的信息在每个情况下均独立地进行核实或确认。

在法律允许的范围内，就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任，即便穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商被事前告知该等损失或损害的可能性，包括但不限于： (a) 任何当前或未来的利润损失或 (b) 因并非穆迪特定信用评级的评级对象的金融工具引起的任何损失或损害。

在法律允许的范围内，就因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的或与之相关的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害，穆迪及其董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人和供应商均不承担任何责任，包括但不限于由穆迪或其任何董事、高级管理人员、员工、代理、代表、许可人或供应商的疏忽 (为避免疑问，不包括法律规定不得排除的欺诈、故意不当作为或任何其他类型责任) 、或其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而导致的任何个人或实体的直接或补偿性损失或损害。

穆迪不以任何形式或方式对任何此类评级或其他意见或信息的准确性、及时性、完整性、适销性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

穆迪公司 (“MCO”) 全资拥有的信用评级子公司穆迪投资者服务公司谨此披露：多数穆迪投资者服务公司评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人，在授予任何评级之前已同意向穆迪投资者服务公司支付1,500美元至约 2,500,000美元不等的评估和评级服务费用。

MCO及MIS亦执行政策及程序以便保持MIS评级及评级过程的独立性。关于MCO董事与被评级实体之间，及获MIS评级并已向美国证券交易委员会公开报告其在MCO持股5% 以上的各实体之间可能存在某种关联的信息每年会在www.moodys.com “投资者关系—公司治理—董事及股东关联政策”栏内刊登。

下文仅针对澳大利亚：任何出版到澳大利亚的本文件均依据下述穆迪关联公司的澳大利亚金融服务牌照发布：Moody's Investors Service Pty Limited，澳大利亚商业注册号码 (ABN) ：61 003 399 657，澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL) ：336969；及/或Moody's Analytics Australia Pty Ltd，澳大利亚商业注册号码 (ABN) ：94 105 136 972，澳大利亚金融服务牌照号码 (AFSL) ：383569 (视情形而定) 。本文件仅向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“批发客户”提供。如您继续在澳大利亚境内浏览本文件，即代表您向穆迪表示您为“批发客户”或代表“批发客户”浏览本文件，您或您代表的实体均不会直接或间接向2001年公司法 (Corporations Act 2001) 第761G条所定义的“零售客户”发布本文件或其内容。穆迪信用评级是针对发行人债务的信用度的意见，并非对零售客户可获取的发行人股票证券或任何形式的证券的意见。如零售客户根据穆迪信用评级作出任何投资决定，将是危险的。如有疑问，您应与您的财务顾问或其他专业顾问联系。

下文仅针对日本：Moody's Japan K.K. (“MJKK”) 是Moody's Group Japan G.K.的全资信用评级子公司，而后者由穆迪公司的全资子公司Moody's Overseas Holdings Inc.全资所有。Moody's SF Japan K.K. (“MSFJ”) 是MJKK的全资信用评级子公司。MSFJ不属于美国全国认定的评级组织 (“NRSRO”) 。因此，MSFJ授予的信用评级是非NRSRO信用评级。非NRSRO信用评级由非NRSRO的实体授予，因而受评债务无资格享受美国法律项下的某些待遇。MJKK和MSFJ是日本金融服务厅注册的信用评级机构，其注册号分别为FSA Commissioner (Ratings) 2号和3号。

MJKK或MSFJ (视情形而定) 谨此披露：多数MJKK或MSFJ (视情形而定) 评级的债务证券 (包括公司债和市政债、债券、票据和商业票据) 和优先股的发行人，在授予任何评级之前已同意向MJKK或MSFJ (视情形而定) 支付200,000日元至约350,000,000日元不等的评估和评级服务费用。

MJKK和MSFJ亦执行相关政策及程序，以遵守日本监管要求。