

债务规模持续增长,无力偿还风险蔓延

# 地方融资平台 违约危机乍现

目前,湖南高速有35个在建高速公路项目,投资概算约为2254亿元,至2011年9月底已完成投资1041亿元左右,3年内仍需投资约1212亿元。债务压力像座大山一般压着这个在建项目居于全国第一、后续债务负担超过千亿元的高速公路融资平台。

见习记者 胡笛

最近不断爆出的地方债务违约事件引起了金融市场的众多关注,也激发了人们对于地方融资平台的诸多思考。公路开发平台背负千亿元贷款深陷违约风波困境,各类城投债转移优质资产,剩余资产市值骤贬,这些事例无不折射出我国不断膨胀的地方融资平台的种种漏洞。然而这样的悲剧没有结束,地方政府融资平台的违约风暴可能还没有真正到来。

## 巨额债务引爆违约地雷

2011年的4月份,地处南方的云南早已迎来了宜人的春天,然而来自某地方融资平台的一封通知函却把多家银行推进了惶恐的寒冬。

这家成立于2006年的融资平台全称为云南省公路开发投资有限公司(下称“滇公路”),是云南省人民政府出资成立的国有独资企业,属全省省属国有重要骨干企业之一,注册资本50亿元人民币。作为省政府授权的投资主体,滇公路在云南省交通运输厅的领导下,承担云南省高等级公路的投融资、建设、管理和公路沿线相关产业的经营开发任务。

“要想富,先修路。”云南省作为祖国西南边陲的旅游胜地,近几年来超速修建公路,如今已经成为拥有全国第三大公路里程的省份。“十一五”期间,云南省总里程已达20.67万公里,这超过其“十一五”原计划的一半。这一加速度在2009年和2010年达到高潮,仅2010年的新增投资就达到800亿元。

然而云南省的公路融资现状却不容乐观:云南地区多为山区,公路整体线路长、投资成本高、回收期长、交通流量小、收费收入低。国家对西部地区修建高速公路虽然给予15%的资金支持,但云南省修建1公里高速公路的平均建设成本为5000余万元,而东部或中原地区却只需要2000余万元。

这样的情况下,要想奔着发展旅游业的目的修建大量公路,唯有成立滇公路这样的融资平台,向银行伸出了巨额贷款的大手。

真正让债券银行感到惊悚的不是巨额债务的本身,而是去年4月份,各家债券银行收到滇公路派发的“即日起,只付息不还本”的通知函。

据统计,滇公路在建、国开行、工行等十几家银行贷款余额超过了900多亿元,再加上几十亿元的融资租赁,总额接近千亿元。其中,国开行以200亿元左右的贷款成为最大贷款行,建行和工行贷款余额也分别超过100亿元,建行还为公司发行了40亿元左右的理财产品。一位银行人士表示,这个数目比几大行的不良余额加起来都大。滇公路的这么一纸函件,意味着银行放出的大额贷款从此要被银行倒吸了一口凉气。

面对可能发生的巨大坏账,各家银行总部甚至连夜派人组队前往云南,希望能扭转恶性局面。在银行与政府、企业多方磋商之后,滇公路最终同意撤回通知函。即使云南省政府做了增资还款的承诺,也没有让债权银行的心踏实下来。银行心里都清楚,事情只是从台面上转到了台下,而本质的问题没有得到解决,地方融资平台的窟窿依然存在。



公路开发平台背负千亿元贷款深陷违约风波困境,各类城投债转移优质资产,剩余资产市值骤贬,这些事例无不折射出我国不断膨胀的地方融资平台的种种漏洞。 CFP供图

眼看着滇公路负责修建的几十条高等级公路集中竣工,不少贷款的还款期限将至,而企业却没有收入来源,政府的有关补贴落实得也不够到位,债券银行只能采取临时性的策略,对千亿元贷款做了展期处理。

根据滇公路的规划,到了“十二五”结束的时候,公司能够实现10亿元的利润和3.7亿元以上的沿线经营收入。可是滇公路面对的是千亿元的巨额贷款,这些所谓的盈利能力对于还本付息而言只能是杯水车薪。

根据《中国科学发展报告2011》,在对各地区GDP质量进行的排名中,云南省位于全国倒数第六。2011年,云南省实现国民生产总值(GDP)7002亿元,同比增长12.2%,位于全国31个省份中的第24位。2011年全省地方财政一般公共预算收入完成1110.8亿元,全省地方财政一般公共预算支出完成2929.6亿元。相比其他省份,云南省的收支平衡问题令人堪忧。

当我们再次登陆滇公路的官方网站,在其披露的基本信息中,我们发现公司的注册信息仍然是成立之初的50亿元人民币,政府做出的增资等承诺实现起来是否依然遥遥无期?

时过一年,曾经轰动一时的滇公路千亿元贷款违约风波已经渐渐平息,然而故事却还没有结束。

## 融资平台资金链条脆弱

湖南省高速公路建设开发总公司(下称“湘高速”)是号称位居全国第一的省级高速平台,连续多年发行债务票据且被各类评级机构排在最优质信用等级之列。

令人没有想到的是,2011年12月中旬,权威评级机构中诚信国际在新发布的评级报告中,维持湘高速主体信用等级为AA,但是将评级展望由稳定调整为负面。

下调原因是2011年以来湘高速正在急剧恶化的现金流状况以及持续增大的债务规模,特别是2011年第三季度以来,现金流大幅下滑,债务规模和被占用资金均大幅上升。

中诚信在报告中称,2011年以来,湘高速现金流状况急剧恶

化,2011年1—9月经营活动净现金流为-72亿元,其中,短期负债约360多亿元,长期负债约970多亿元;其他应收款大幅增长,2011年的应收款是2010年底的5倍还多;货币资金大幅下降,流动性趋紧;债务规模持续增大,截至2011年9月底公司总债务高达1334亿元;大量在建项目的后续投资超过千亿元,公司的负债水平将进一步提高。

根据湘高速于2011年12月发布的2011年第二期短期融资券募集说明书,其中约1181亿元债务将于2013年底到期。湘高速2011年三季报显示,其总债务已达1334亿元左右,负债率高达75%。这样高居不下的负债率让人看到后忍不住打一个冷战。

目前,湘高速有35个在建高速公路项目,投资概算约为2254亿元,至2011年9月底已完成投资1041亿元左右,3年内仍需投资约1212亿元。债务压力像座大山一般压着这个在建项目居于全国第一、后续债务负担超过千亿元的高速公路融资平台。

正因如此,湘高速才不得不想出法子来降低负债压力、美化财务报表,渡过融资难关。这么一来,湘高速的子公司现代投资就险些成为这场融资盛宴的牺牲品。

2011年12月底,湘高速开始实施重组计划。根据子公司现代投资公布的“重大资产购买暨关联交易报告书”,现代投资将收购湘高速持有的“长湘高速公路”和“醴茶高速公路”100%股权。现代投资还在本次重大资产重组交易报告书中指出,作为湖南高速公路业务板块的资本运作平台、湖南省交通系统唯一的上市公司,将不断整合吸收控股股东的资产。

湘高速其实早已打好了自己的如意算盘。倘若重组得以实现,那么“长湘高速”和“醴茶高速”所背负的全部债务将被转移到现代投资身上,并且未来需要再追加140亿元投资,现代投资的资产负债率也将大幅度提高到70%。根据现代投资提供的财务公开信息,该公司2010年归属于上市公司股东的净利润还不到8亿元,完全不足以支付所有债务每年产生的9亿元的高

额利息,更别说创造其他利润了。

而且,“长湘高速公路”和“醴茶高速公路”预计分别于2013年1月和2014年1月正式通车,届时经营情况还不得而知,能否盈利更是一个大大的未知数。

2012年1月13日,现代投资对上述两条湘高速拥有的高速公路的重大资产重组方案是否被否决而告终。根据票决的结果,赞成票仅占51.25%,未达规定的2/3以上,告示这场小把戏的失败。分析人士指出,虽然此次重组方案被否决,但并不见得股东放弃重组。由于公司高管增持了公司股票,构成相关利益人,按照相关规定,预计公司会在6个月之后再次推出重大资产重组方案。

通过分析湘高速的另一个子公司——湖南省长湘高速公路建设开发有限公司(下称“长湘高速”)2011年的财务报表,记者发现,在“长期应付款”条目中,长湘高速称该公司长湘高速公路(复线)项目处于建设期,项目建设所需资金全部由本公司的母公司湘高速筹集,除按照项目投资额的35%作为项目资本金由湘高速投入本公司外,其余作为对本公司的借款,这部分借款所发生的利息由湘高速据实支付,由本公司在长湘高速公路建设期间予以资本化。

可见,湘高速“缺钱”的症状无从消除,仍然在想方设法找寻暂时的出路。融资渠道狭窄、融资门槛高一直是各级地方融资平台疾声而呼的内容,湘高速这样企图借道上市公司的“魔术”是各级城投公司热衷的游戏。资产资本化和资本证券化相结合一直是平台公司们不断思考的问题,也曾成为地方融资平台迅速扩张的“左膀右臂”,如今只能沦为粉饰债务的“羔羊”。

在银根持续紧缩的背景之下,2011年末陕西高速、安徽高速等多家中西部高速公路平台资产负债率已飙升到85%以上左右。目前中国债台高筑的地方融资平台为数众多,滇公路和湘高速只是两个典型。分析人士表示,华丽的盛宴过后,只剩下需要清扫的残羹冷炙,但愿无力还债的裂痕不要继续蔓延。

观点

## 警惕地方融资平台 “绑架”国家经济

胡笛

地方融资平台还债高峰渐至,各级政府财政捉襟见肘。自去年以来,云南省公路开发投资有限公司千亿贷款违约等案例频频爆发,触目惊心。面对濒临“垮台”的地方融资平台,着急的是各级政府,受惊的是银行,真正痛心的是老百姓。一旦引爆地方债务这颗炸弹,最终买单的恐怕还是中央财政。

### 博弈的各方关系 与各种版本的统计数据

如雨后春笋般出现的地方融资平台虽然是最近几年才蓬勃发展,但是其实质与中国分税制的现行财政制度密不可分。一方面,中国的分税制加强了中央政府的财力,让国家得以从宏观层面上集中力量办大事;另一方面,地方政府的财力被分税制大大削弱,办事资金来源更加吃紧。转移支付制度的不完善以及大量的公共事务支出压榨着地方政府不多的税收留存,逼迫着地方政府纷纷绞尽脑汁寻找财源。

由于现行的分税制未能很好地解决省与省级以下财政的分配问题,导致中央财政充足,省级财政平稳,到市级财政就开始紧张,地市级政府就把县乡财政税收“统管”,从而使得县乡一级的财政力量被大大削弱,许多公共产品到县、乡一级就无法正常提供。这就导致了在财政上地方政府和中央政府的博弈关系。

一些本应由中央和省级政府投入的医疗保障支出、兴修水利支出、公路建设支出等都由县级财政承担。此外,收入比重下降和支出比重增加的逆向变化给地方财政支出带来巨大的压力,导致地方各级财政日益困难。

尤其是2008年全球金融危机爆发以来,中国为了抵御这波风暴的冲击,保持较快的增长,出手4万亿的投资,其中的3万亿由各级政府设法承担,而地方政府的钱从何处来?答案就在地方融资平台上。

地方融资平台虽然名义上都由当地政府作为后盾,但是实质上不少地方融资平台的设立和运作都不规范,包括资金来源、资产的组成以及贷款的使用很多都不符合要求。从实际情况来看,受到政府财政能力的制约,越地方的融资平台,运作越不规范,潜在风险也越大。

地方政府为了获取更多的资金,往往同时利用好几个地方融资平台从不同的银行取得贷款。由于缺乏资金借贷和使用上的统一安排和部署,这种“多头融资、多头授信”的格局使得地方政府的总体负债和财政担保情况纷繁复杂,反映出地方政府债务管理的混乱局面。

据悉,地方融资平台的贷款总量数据总是有好几个不同的版本,而且不同统计数据之间的差别不可小觑,让人一头雾水不知道相信哪个好。银监会与央行对地方融资平台的统计口径一直存在差异,两者相差近5万亿元。在地方核查的时候,部分银行对现金流计算口径理解有误,甚至将没有办理土地所有权证的土地收入返还计入现金流收入。

此外,不少地方融资平台还虚报注册资本金额、资产变现能力和债务总量。以辽宁省为例,辽宁省审计厅的报告显示,该省近200家的地方融资平台公司中,有1/3存在注册资本不实的问题。85%的融资平台公司的收入不足以偿还当期债务本息,偿债能力极低。还有一些平台公司存在通过重复立项套取贷款、利用其它单位贷款或者擅自改变债券资金用途的情况。

### 地方建设千疮百孔 银行坏账风险加剧

曾经的刺激计划和信贷敞口鼓励了多少地方政府撩起袖子搞建设。然而,大规模的项目上马使得地方政府债台高筑,仅靠财政收入难以支付高额负债所产生的利息。而地方项目未来的可持续性才更令人担忧。融资渠道的收缩和平台政策的调控使得地方融资立刻陷入困境。当初争先进开工的各种项目面临的是贷款来源的封口。在地方上,数量众多的已开工项目就像大海里被抽干了水的鱼儿,面临着衰竭的危险。一摊子“烂尾”的项目不仅让借来的贷款归还遥遥无期,更是将地方建设伤害得千疮百孔。拆也不是,建也不是的开工项目困扰着各级地方政府。

一方面,居高不下的负债率逼着地方政府的还款能力,另一方面信贷还在高速扩张,其背后隐藏的是巨大的信贷违约风险。不少地方融资平台都存在违规担保的现象,更是有着项目投资难以收回成本的风险,可能会让银行的不良贷款率飙升。随着房地产调控的深入以及地方融资平台高峰期的即将到来,地方政府将面临严峻还款压力,而同时,这也将直接或间接地传导至银行贷款资产,甚至直接由银行来承担最后风险。

中国特色的财政体制在于中央把控了绝大多数资源,包括连年高于GDP增速的财政收入、庞大的国企资产和国有土地、行政把控的经济动员能力等等。中央政府对此轮地方债危局有逃脱不了的干系。上级政府对下级政府实际上承担着无限责任,由财政或有债务形成的财政压力,会由基层政府向上层传递,压力最终势必汇聚到中央政府。没有人相信中央政府面对地方债的重重困境只会袖手旁观。

从国际经验看,地方政府,特别是大的省、市债务违约风险往往会演化为区域性、甚至是全国性金融恐慌。为防止事态恶化,损害国家信誉,中央政府不得不对其进行救助。被救助的地方政府将部分或者全部债务成本成功转嫁给中央政府。地方政府的债务最终或者通过财政上担保资产变现清偿,或者通过资产剥离和财政赤字货币化,中央银行在二级市场上购买国债或者发行票据,制造通货膨胀来化解。实际上不管地方债结局如何,没有悬念的是国家财政最后兜底。

地方融资平台乍看上去是地方政府脱离实际、盲目借贷,实质上反映的是中国目前不合理的财政体制和不可持续的国家发展大计。各级政府蛮打蛮干,出了问题国家买单,这样的不可持续性发展不仅是老百姓不想看到的灾难,而且是一个民族的悲哀。眼下的当务之急就是探讨如何根除地方融资平台市场风险,推进国家财政体制改革,让各级政府有饭吃、有歌唱,不激进、不落后,换祖国各级疆土以碧水蓝天。