

地方政府债务融资的结构性风险及改革建议

曹明 王卢羨 / 文

摘要

近年来,基础设施和保障性住房建设资本支出导致的融资需求引致了地方政府的债务扩张。其中,融资平台公司成为地方政府债务融资的主要构成;国有企业(非融资平台公司)的运营投资缺口和地方政府财政经常性收支缺口,对地方政府债务规模的影响趋弱。

根据估算,地方政府债务余额约占全国 GDP 的 20% ~ 30%,土地出让收入大致可以使其获得 1.5 ~ 2.2 倍的利息保障倍数。下游房地产业的杠杆率仍处于可控水平,地方政府的资本支出能力尚未泡沫化。中国较低的城市化率和市政基础设施领域不良资产率持续的较低水平,反映了市政基础设施投资在整体上符合商业化原则,债务融资的经济可行性较高。

不过,在新一轮财政体制改革中应当针对地方政府公共融资的结构性风险进行制度性的改善:改革现行的以土地出让收入为主的筹资模式,使得地方政府基础设施和保障性住房建设的资本支出获得稳定的、跨周期的收入来源,并在短期内提高市政基建领域中的政府自有资金率;改革通过融资平台公司表外负债的地方政府债务管理模式,建立地方政府统一的、财政实力与债务规模相平衡的约束机制,为地方政府财政风险的控制与防范建立制度基础;依据基础设施和保障性住房建设财务平衡方式的不同,分别设置市政债和项目债的融资工具,建立公共融资的市场化约束机制、差异化的风险补偿机制。

本文主要内容已发表于《中国债券》2011年2月期。

基础设施和保障性住房建设资本支出所导致的融资需求引致了地方政府的债务扩张

中国经济的市场化与分权化改革，以及区域经济之间的竞争格局，迫使地方政府对市政基础设施投资具有高度的支出责任和投入动力。然而，1994年分税制改革并未就省以下政府的收入分配与公共服务的资本支出责任之间的匹配建立起规范的制度安排，地方政府通常没有资金或只有最低的流动性来满足公共物品庞大的资本支出需求。同时，中央政府对地方政府采取普遍禁止、特案批准的债务预算管理¹，限制了地方政府利用债务融资工具满足资本支出预算的范围和效率，从而导致地方政府通过设立融资平台公司以广泛、灵活地实现财政融资功能。

地方政府通常指示融资平台公司利用债务融资先行投资市政工程和公共服务，以满足经济和社会发展的客观需要。同时，为满足预算收支实现制和收支平衡原则的要求，地方政府依据公共财政预算相应领域的预算收入决定同期资本支出的预算纳入口径，更多的资本支出发生额则以融资平台公司资产的形式予以保留，等待后续年度的预算转入。地方政府的预算支出在弥补经常性支出后以政府补贴（补助）、项目回购款（BT或BOT等）、政府增资等形式流入融资平台公司用于其还本付息、或者调整资本结构（最终也是用于换本付息），从而维持其信贷（周转）能力甚至开始新一轮更大规模的债务融资活动。

另一方面，20世纪末以来，国有企业的市场化改革，强化了政府与国有企业尤其是从事经营性业务的国有企业（非融资平台公司）之间的预算约束，政府的出资人权利义务与国有企业（非融资平台公司）的运营投资活动得到了较为清晰的切割。同时，国有银行的商业化改革，也建立并强化了国有银行对国有企业信贷的商业化约束机制，基本形成了商业银行自主的信贷风险管理架构。因此，从事经营性业务的国有企业（非融资平台公司）应当被视为债务自偿、风险内部化的运营实体，政府的股东义务主要体现为通过国有资本预算为其补充资本。与之对应的是，融资平台公司的融资活动作为地方政府满足提供基础设施和保障性住房建设资本支出融资需求的主要途径，不仅是其债务融资的构成主体，也是刺激其债务扩张的主要成因。

此外，2004年以来，中央政府在财政实力快速提高的背景下，注意到政府间财力与事权匹配失衡对于地方政府提供均等化基本公共服务构成的限制及其衍生的债务风险，加大了对地方政府的转移支付力度²。整体而言，中央政府提供的转移支付，有效地补充了地方政府的财政支出能力，为地方财政保持经常性收支平衡设立了基本的财务机制³，并成为部分由于地方

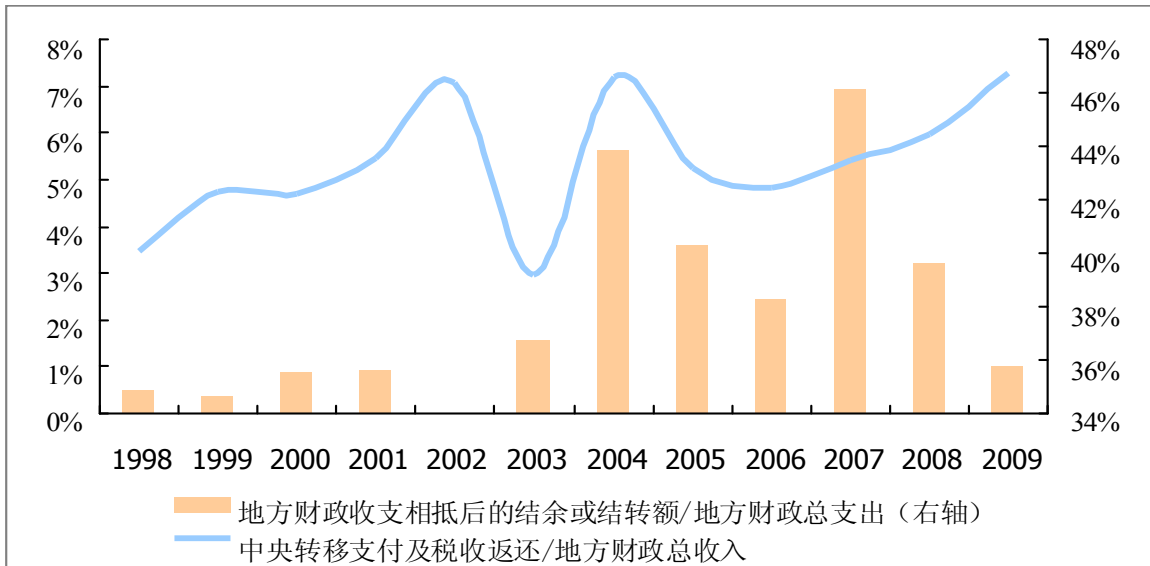
¹《中华人民共和国公路法》、《国务院关于加强国有土地资产管理的通知》（国发[2001]15号）等法律和国务院规定，允许地方政府可以利用贷款为公路建设、土地储备融资。此外，中央政府允许地方政府利用国债转贷、外债转贷、代发地方债等方式，满足已经国务院核准或审批的重大项目的融资需求。但是，中央政府提供国债转贷、代发地方债等融资方式，是基于特定经济形式下的非常规举措，例如1998年应对亚洲金融危机的国债转贷，2009年应对全球金融危机的代发地方债。

²地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出在2004年出现高值，主要是当年财政增收的超常规或一次性因素较多，中央政府决定财政超收部分主要用于解决历史欠账和增加经济社会统筹发展方面的支出，从而增加相应转移支付额所致。同时，当年为配合农业税、增值税和出口退税等改革，中央财政也相应增加有关转移支付额。2005年，上述因素消失后，地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出相应大幅降低。

³相对于2004年以后中央转移支付及税收返还/地方财政总收入的比例，2002年以前该比例的高值与同期较低的地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出的比例，更多地反映了2002年以前中央转移支付不足对于地方财政支出能力的限制。

政府财力与事权失衡而形成的历史债务的偿付途径。1998年以来，在地方财政支出复合增长率近20%的情况下，地方财政收支相抵后的结余或结转额/地方财政总支出在2004年以后出现显著提高，反映了地方政府预算在中央转移支付支持下获得的冗余度提升，财政经常性收支缺口对地方政府债务规模的影响日渐趋弱。

图表 1. 中央转移支付对地方财政收支平衡的支持



资料来源：财政部

地方政府债务余额约占全国 GDP 的 20% ~ 30%，融资平台公司债务是主体

限于统计数据的可得性，我们将市政基础设施领域固定资产投资⁴中的国有控股部分视为地方政府的投资额，其中，国家预算内资金视为地方政府的自有资金投入，两者差额则视为地方政府的债务融资投入。不过，电力、热力领域的国有投资中，中央企业是重要的投资主体；铁路领域的国有投资中，铁道部是主要的投资主体，因而应当剔除电力、热力的生产和供应业与铁路运输业中的中央投资额。

国有银行经过 20 世纪末不良资产剥离之后，受商业化改革尤其是改制约束的影响，大约于 2003 年左右才开始规模化地向融资平台公司信贷开放。因此，我们统计了 2004-2009 年市政基础设施领域的地方政府债务投入总额⁵。在此基础上，对地方财政在此期间的还本付息额予以扣除，从而估算出地方政府 2009 年末的债务余额大约为 10 万亿元左右。

基础设施和保障性住房建设主要通过政府付费和使用者付费两种方式（兼有混合型）实现

⁴ 根据国家统计局国民经济行业分类标准，我们选取电力、燃气及水的生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；科学研究、技术服务和地质勘查业；水利、环境和公共设施管理业；教育；卫生、社会保障和社会福利业；公共管理和社会组织等 7 个行业作为主要的市政基础设施投资领域，将这些行业的固定投资额之和视为市政基础设施投资总额。受现行政府间事权划分的规定，这些领域中的政府投资以地方政府为主。

⁵ 2003 年未披露国民经济行业细分数据，无法统计市政基础设施领域的政府投资额。不过，相对于市政投资 2004-2009 年的总额，2003 年数据占比小，因此对结论影响不大。

财务平衡，其中使用者付费的基础设施和保障性住房建设可以折旧、摊销与盈利还本付息，政府付费的基础设施和保障性住房建设在现行预算体制下主要依赖土地出让收入还本付息。根据我们的了解，与公共财政预算中资本支出的处理方式相同，地方政府通常依据土地出让收入决定同期土地出让支出的预算纳入口径，当期地方政府性基金预算⁶中的土地出让支出预算反映的是历史发生额中的一部分（实践中，土地由储备到出让至少需要经历跨年度的时间），实际用途是流入融资平台公司用于还本付息。限于无法获得土地出让支出 2005 年以前的权威数据，我们将 2006-2009 年的全国土地出让支出视为地方政府的已还本付息额。限于数据的可得性，我们忽略了使用者付费的基础设施和保障性住房建设（例如水、电、煤等公用事业，收费公路以及公共文化场馆等）的折旧、摊销与盈利对还本付息的贡献，交通运输、仓储和邮政业中部分领域由中央企业或从事经营性业务的国有企业完成的投资额，地方政府组成部门及下属事业单位的借贷投资额，以及地方政府（融资平台公司）对供应商和承包商等欠付的商业信用等方面因素对估算结果的影响。

图表 2. 地方政府债务规模估算（2009 年末） （单位：亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
固定资产投资国有控股部分						
电力、燃气及水的生产和供应业	4480.0	5661.6	6425.5	7091.2	8156.5	10740.6
交通运输、仓储和邮政业	6627.9	8082.5	10143.6	11540.2	13795.4	20601.4
科学研究、技术服务和地质勘查业	268.5	356.7	360.7	381.3	470.9	721.9
水利、环境和公共设施管理业	4546.1	5557.5	6748.5	8157.7	10699.4	15459.8
卫生、社会保障和社会福利业	400.1	502.2	593.4	664.4	848.2	1381.0
教育	1619.1	1699.8	1818.3	1865.4	1933.1	2714.2
公共管理和社会组织	1908.4	2066.7	2247.9	2252.9	2452.7	3133.3
合计	19850.10	23927.00	28337.90	31953.10	38356.20	54752.20
地方政府财政投入 ^{注1}	2419.67	3192.319	3682.1433	4528.8613	6072.5	9224.7
铁道部投资额 ^{注2}	752.70	1121.80	1765.50	2239.50	3694.80	6059.20
中央电力企业投资额 ^{注3}	1699.10	2194.30	2661.80	3051.10	3909.90	4516.80
还本付息金额 ^{注4}	-	-	4022.0	7935.2	9563.3	12327.1
余额	14978.63	17418.58	16206.46	14198.44	15115.65	22624.40
余额总计				100542.16		

注1：以固定资产投资中的国家预算内资金代替

注2：以铁路运输业固定资产投资中的中央投资额代替

注3：以电力、热力的生产和供应业固定资产中的中央投资额代替

注4：以土地出让支出额代替

资料来源：中国统计年鉴

另一方面，我们在合理估算的基础上，统计了见诸于公开资料的地方政府债务规模，得到 8.64 万亿元的结论。这一统计口径与 10 万亿元的差额，除了疏漏因素以外，也与 10 万亿统计口径中的忽略因素相关。

⁶2007 年之前，土地出让收入先纳入财政预算外专户管理，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 年开始，国家对土地出让收入管理制度进行了改革，将全部土地出让收入缴入地方国库，纳入地方政府性基金预算管理，与公共财政预算分开核算，专款专用。

根据银监会的数据，8.64万亿元中约有1.84万亿元属于提供使用者付费基础设施和保障性住房建设的融资平台公司借款⁷，因此，可将1.84万亿元归为项目收益型债务，并至少另有6.8万亿元属于需要地方政府以财政收入作为偿债来源的税收支持型债务。综合而言，2009年末，地方政府债务的狭义口径为6.8万亿元，广义口径为8.6~10万亿元，大致约占全国GDP的20%~30%。

图表 3. 已披露的地方政府债务类别与金额

构成	金额 (亿元)
长期建设国债转贷地方 ^{注1}	720
金融稳定再贷款 ^{注2}	705
外债转贷 ^{注3}	4176
地方融资平台借款 ^{注4}	73800
地方融资平台债券 ^{注5}	2000
地方债	2000
银信证 ^{注6}	3000
合计	86401

^{注1}：为应对亚洲金融危机，1998年开始由国家增发一定数量的国债，通过财政部转贷给省级政府，用于地方经济和社会发展建设项目。1998-2003年，地方政府分别获得500、500、500、400、250、250亿元，合计2400亿元。其中，转贷给沿海发达地区国债的资金还贷期限为6年，含宽限期2年，年利率为5.5%；转贷给中西部地区的还贷期限为10年，含宽限期2年，年利率为5%。限于数据的可得性，按70%计算已还本金额。

^{注2}：1998年以来，在对中小金融机构进行市场整顿或市场退出过程中，为解决兑付缺口问题，26个省级政府以财政担保向中国人民银行申请了1411亿元的再贷款。央行再贷款利率为2.25%，本息支付包括三种形式：一是借款期限为3至10年，每年等额归还本金，按季付息，绝大部分地区采用该方式；二是借款期限为13年，借期内按季付息，前5年不归还本金，后8年每年等额偿还本金，四川和海南省采用该方式；三是借款期限8年，实行“先还本、后付息，不计复利”，每年等额归还本金，利随本清，广东省采取该方式。然而，由于金融机构资产清理的清偿率低，地方政府还本付息情况不佳。截至2002年上半年，有19个省（区）不同程度存在欠还本息的问题，占借款地区总数的73.1%，只有广东省能够提前还款。鉴于此，财政部于2002年末规定，从中央对省的转移支付和税收返还资金中，按每年应还未还专项借款本金的50%扣还，借款利息全部扣还。限于数据的可得性，按50%计算已还本金额。

^{注3}：财政部代表我国政府对外举借的债务，包括国际金融组织贷款、外国政府贷款和境外发行本外币债券3种形式，可分为中央财政统借统还和统借自还两类。其中，地方政府获得的外债转贷属于统借自还部分，即由财政部统一借入、由实际使用贷款的部门或项目单位负责最终偿还，不计入国债余额。截至2009年底，我国政府债务外债余额684.95亿美元，折合人民币4677亿元。其中，中央财政统借统还余额为501亿元（计入国债），因此统借自还的余额应为4176亿元。鉴于统借自还通常需要地方政府财政担保，因此按该部分余额全部计入地方政府债务。

^{注4}：媒体信息，银监会人士披露2009年末地方政府融资平台贷款余额7.38万亿，同比增长70.4%；银监会2010年第三次经济金融形势通报会议披露，截止2010年6月末商业银行地方融资平台贷款7.66万亿元。

^{注5}：由于各方对城投债的统计口径不一，我们取估算数2000亿元。

^{注6}：银信证指银行（委托人）委托信托公司（受托人）设立单一资金信托计划，募集资金用于公益性（基础性）基础设施建设，并将信托计划分卖给投资者的金融合作模式，实际上是地方政府利用信托融资的方式。这方面的统计数据非常不透明，媒体曾披露2009年1季度政信银的募集资金超过1000亿元。鉴于该产品于2008年7月出现，2009年5月银监会下发《关于信托公司信政合作业务风险提示的通知》后迅速萎缩，2009年1季度处于该产品的高发期，我们大致估算其余额不超过3000亿元。

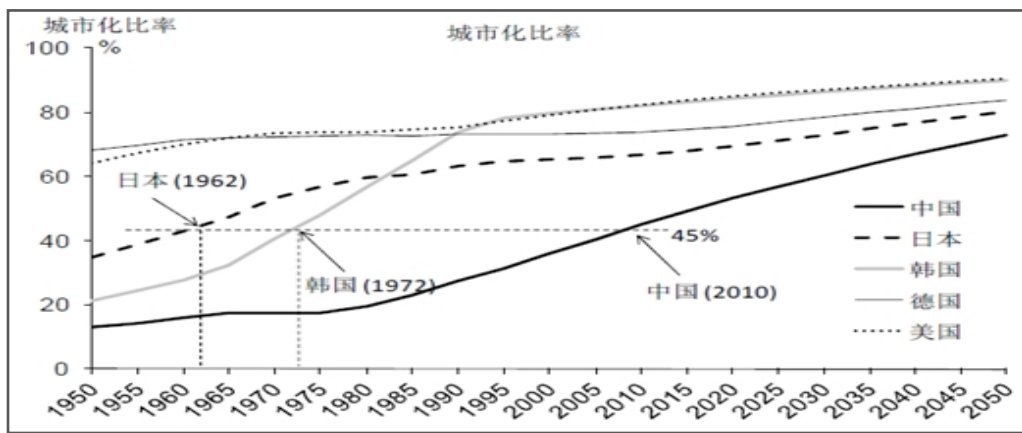
资料来源：新世纪依据公开资料整理

⁷ 银监会2010年第三次经济金融形势通报会议披露，截止2010年6月末商业银行地方融资平台贷款7.66万亿元。其中，能够依靠项目现金流偿还本息的融资平台贷款规模占全部贷款余额的24%；第一还款来源不足、必须依靠第二还款来源覆盖本息的贷款，有4万亿元左右，占比约50%；贷款项目借款主体不合规，财政担保不合规，或本期偿还有严重风险，例如贷款挪用和贷款做资本金的，占比约26%。

整体而言，地方政府债务融资具有较高的经济可行性和偿付安全性

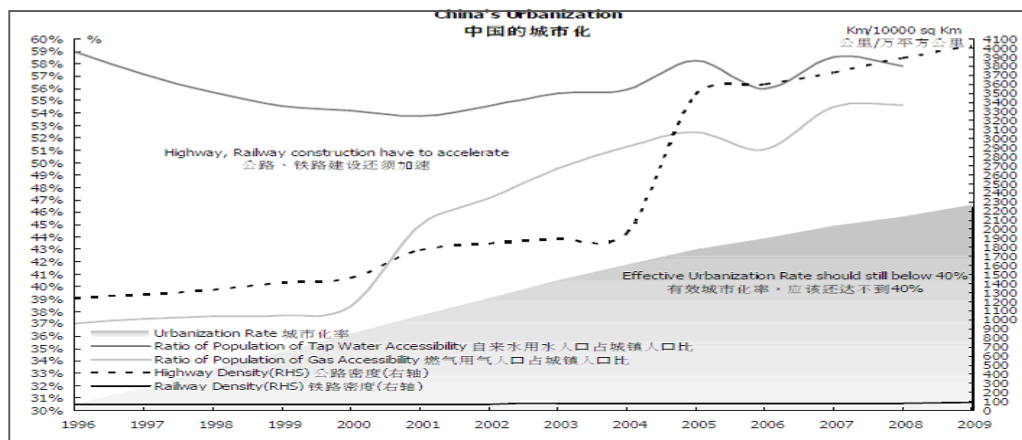
中国较低的城市化率，意味着市政基础设施大规模投资的合理性以及投资效益的保障预期。目前，中国 45% 左右的城市化率与 70% 这一先进水准还有相当大的距离。而且，城镇基础设施领域中的人均指标，显示了中国已城市化地区对基础设施的需求仍存在很大空间。例如，目前自来水用水人口只占城镇人口的 58%；燃气用气人口只占城镇人口的 55%，等等。20 世纪 90 年代中期收紧信贷繁荣期以后的商业银行不良资产率也显示，市政基础设施领域的不良资产率相对于其他行业，不仅历史波动性更小，而且绝对值也处于较低水平。这反映了在庞大需求的支撑下，中国的市政基础设施投资及其债务融资在整体上符合商业化决策和信贷原则。

图表 4. 中国城市化率的比较



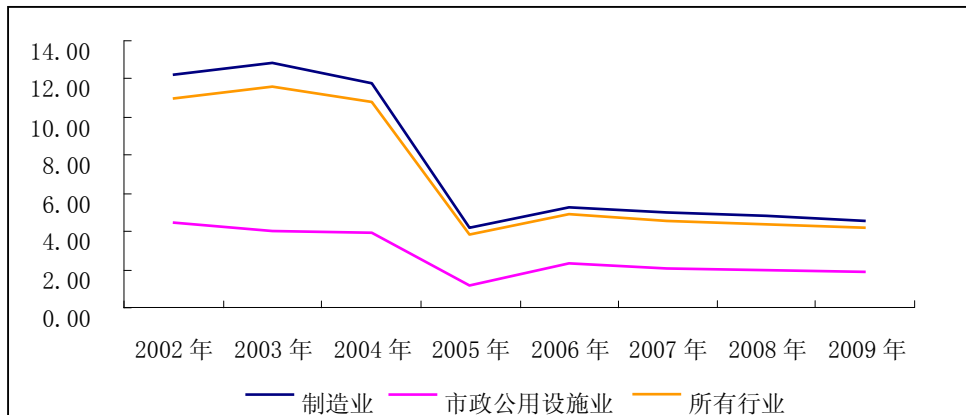
资料来源：CEIC, Haver Analytics, Goldman Sachs

图表 5. 中国的有效城市化率



资料来源：CEIC, CEIC derives

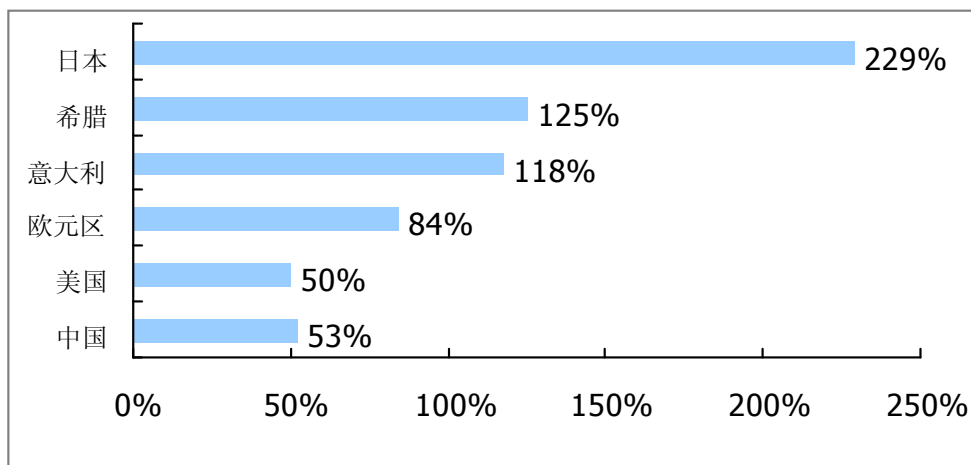
图表 6. 市政基础设施领域的不良资产率保持了持续的低水平（单位：%）



资料来源：wind

同时，市政基础设施投资额与 GDP 的比例（近年来一直维持在 12%，2009 年跃至 16.33%）和地方政府债务余额与 GDP 的比例（广义口径为 30%），反映了地方政府债务融资的较大潜力。这相对于以“地方财政收入（一般预算收入）/ 地方政府债务”的指标衡量地方政府偿债能力更为可靠，因为政府预算现行的收付实现制原则无法区分经常项目和资本项目，经常性收入（税收收入主要为经常性收入）与资本性支出的比值是不具有任何的指示意义的。“土地出让收入（支出）/ 地方政府债务”的指标则在一定程度上反映了地方政府债务的利息保障程度（无法反映当期的还本能力，因为当期的债务尚作为存货反映在融资平台公司的资产科目之中）。2009 年，地方政府债务按年利率 8% 计算，需要支付 5500 ~ 8000 亿元的利息支出，从而获得 1.5 ~ 2.2 倍的利息保障倍数。

图表 7. 各国政府债务占 GDP 的比例

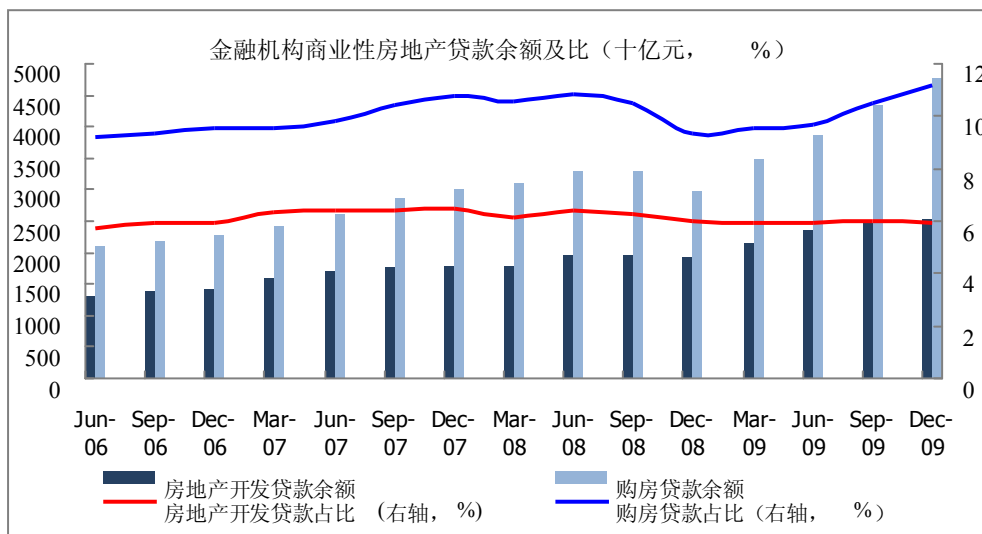


注：中国中央政府 2009 年末实际国债余额为 60238 亿元，占 GDP 的 17.7%；2000-2001 年期间商业银行剥离但仍体现在资产管理公司账面上的不良贷款总额为 1.6 万亿元，接近 2009 年 GDP 的 4.8%；地方政府债务约占 2009 年 GDP 的 30%。三者合计，大约 53%。

资料来源：CEIC, Haver Analytics, Goldman Sachs

实际上，土地出让收入主要支持资本支出、与经常项目支出相分离的预算模式，给予了地方政府决定资本支出预算较高的弹性。并且，下游房地产业的杠杆率仍处于可控水平，显示现阶段地方政府的资本支出能力尚未泡沫化。整体而言，地方政府为提供基础设施和保障性住房建设的资本支出而进行的债务融资具有较高的经济可行性，2009年启动的全国性、大规模基建有助于为中国下一阶段的经济转型和产业升级创造具有效率优势和世界级竞争力的基础设施网络。

图表 8. 房地产业的杠杆率仍处于可控水平



资料来源：中国人民银行

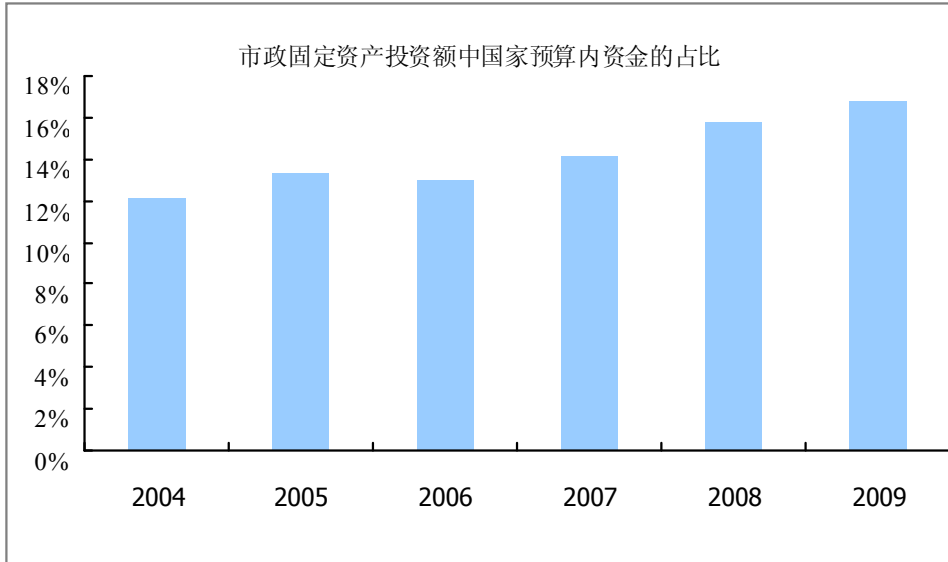
结构性风险不容忽视，需要针对性地改革地方政府公共融资模式

地方政府债务融资整体上的经济可行性，并不意味着对个案化、结构性风险的否定，新一轮财政体制改革应当对其进行制度性的改善。

首先，地方政府资本支出的整体杠杆率高，偿付能力对信贷周期的敏感度高。地方政府通过对融资平台公司注入资产等方式优化资产负债表与利润表，使之具备以存量资金放大信贷、进而维持信贷周转的能力。这种方式扩张了地方政府融资的杠杆率，尽管在2009年出现明显提高，但市政基础设施固定资产投资额中的政府自有资金率仍低于17%，远远落后于基建行业中企业固定资产投资的自有资金率。同时，地方政府缺乏足够的、与资本支出相匹配的支出预算，主要依赖于土地出让收入支持债务融资能力，不仅导致地方政府的流动性和偿付能力对信贷周期的敏感度高，而且难以形成稳定的资本支出预算，从而对其管理城市化进程和保持投资决策的长期效率构成挑战。因此，应当改革现行的以土地出让收入为主的资本支出筹资模式，使房产税成为地方政府稳定的主体税种，从而为基础设施和保障性住房建设的资本支出提供稳定的、跨周期的收入来源，建立基础设施和保障性住房建设的年度折旧与（扩大）再生产的财务平衡机制，并在短期内提高市政基建领域中的政府自有资金率。同时，推动政府预算管理模

式和财政会计核算体系由收付实现制向权责发生制的改革，区分政府财政的经常项目和资本项目，从而为市政基础设施资本支出的投资决策和财务平衡（偿债能力）提供评估基础。

图表 9. 市政投资领域中政府的自有资金比例



资料来源：中国统计年鉴

其次，地方政府债务以表外负债的形式体现于融资平台公司的资产负债表上，妨碍了政府债务管理的预算约束，不利于财政风险的制度化防范。尽管中央政府于近期再次强调地方政府仅在出资范围内对融资平台公司承担有限责任，融资平台公司的债务风险内部化，禁止地方政府为融资平台公司融资行为提供担保，然而，地方政府仍需作为商业客户对融资平台公司为其提供的经济利益承担支出义务（例如 BT 回购收入、土地出让金和车辆通行费收入返还等）。换言之，禁止担保仅限制了融资平台公司债权人对地方政府的追索权，但并没有切割融资平台公司与地方政府之间的（商业信用）债权债务关系。因此，应当建立地方政府统一的、财政实力与债务规模相平衡的约束机制，包括地方政府债务计量（确认）、预算、预警、管理、监督、信息披露等制度体系，为地方政府财政风险的控制与防范建立制度基础。

第三，地方政府预算缺乏制度化的债务融资工具，过度依赖融资平台公司实现资本支出融资，不仅限制了地方政府市政基础设施投资的灵活性和支出效率，而且不利于建立地方政府公共融资的市场化约束机制。地方政府利用融资平台公司同时为政府付费和使用者付费的基础设施和保障性住房建设进行融资，导致监管部门、债权人（包括银行、债券投资者等）无法区分税收支持型和项目收益型债务及其之间风险暴露的差异，难以进行具体化、分层化的风险控制（风险定价），从而出现宏观调控中的“一放就乱，一管就死”的体制性弊端。因此，依据基础设施和保障性住房建设财务平衡方式的不同，分别设置市政债和项目债的融资工具，建立公共融资的市场化约束机制、差异化的风险补偿机制，不仅有利于增强经济体的弹性，增进社会总福利、总效率的提升，同时也有利于明确公共融资的风险暴露及其差异化程度，发挥金融体系风险定价机制对于财政平衡的制约功能。