

论文 NO. 2017 年 7

发表时间：2017 年 7 月 25 日

中央收紧地方债背后

国家金融与发展实验室银行研究中心 主任

曾刚

摘要：在推进地方政府债务置换的同时，进一步优化地方债的发行机制和交易机制，扩大地方债质押范围并适当上调抵质押率，以提高地方债的市场结构程度和流动性。在“堵旁门”的同时，不断完善地方债发行的正途，为规范地方政府融资控制债务风险创造条件。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

“去杆杠”、“防风险”的监管风潮中，与“影子银行”高度相关的地方政府债务问题再次成为关注的焦点之一。2015年以来，在投融资平台受限的背景下，地方政府大量通过PPP项目、政府引导基金以及违规担保等，变相扩大隐性债务规模。在资金供给端，则与各类“影子银行”对接，既没有在政府的负债中得以体现，也没有被纳入银行的资产负债表，风险敞口极不透明。一方面有可能造成地方政府的过度负债，加大财政风险；另一方面则可能造成银行体系风险的过度积累，影响金融体系的稳定。

正是在这种背景下，从2016年四季度起，中央对地方债务的管理开始逐步收紧，陆续出台了一系列政策：2016年11月，国务院办公厅发布《地方政府性债务风险应急处置预案》（88号文）；2016年12月，财政部发布《地方政府性债务风险分类处置指南》（152号文）；2017年5月，财政部、发改委、司法部以及“一行三会”联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50号文）；等等。

地方政府债务杠杆的趋势

对地方政府债务及隐性债务的范围，理论和实践中都存在分歧。为与官方口径保持一致，我们将其分为两个层面：一是直接负债，即符合中央规范并被纳入地方财政预算的各类融资；二是隐性负债，即现行法规明确不被承认为地方政府债务，但市场或交易对手认为地方政府承担偿付责任。这里主要关注近两年发展迅速的PPP（政府与社会资本合作）和产业引导基金等新融资工具。

直接债务

2014年《中华人民共和国预算法》规定，发行地方政府债券是地方政府举借债务的唯一合法形式，除此以外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。从零星公布的官方数据上，地方政府负有直接偿还责任的债务余额在2016年末为15.32万亿，地方政府债务率（债务余额/综合财力）为80.5%，2015年以来基本保持稳定。

从债务结构来看，根据全国人大2015年度的地方政府债务调研报告，2014年年末全国地方政府债务余额15.4万亿元中，借款形式主要为银行贷款、BT等应付款、信托、企业债券、中期票据和短期融资券等，其中银行贷款约占51%，地方政府债券仅占8%。经过2015、2016两年的置换工作，地方政府债务结构发生了重大变化。2015年，我国正式启动地方债置换工作，当年发行地方债置换债券3.2万亿元，2016年发行置换债4.87万亿元，两年累计置换8万余亿元，至2016年年末，地方政府债务余额中地方政府债券的比例已达68%左右，成为地方政府债务最主要的构成。2017年，地方债置换将进入最后一个完整置换年度，预计这一比例将会继续提高。

或有债务

在中央政府规范和约束地方政府债务融资行为的同时，由于部分地方政府投资冲动仍在，规范的融资路径难以满足其资金需求，加之银行业面临日益严峻的“资产荒”，迫切需要寻找能提供一定回报且风险可控的优质借款主体。供求两相契合，面对已有的政策约束（既有来自财政部门的规范，也有来自银行监管部门的限制），银行和政府融资模式上进行了诸多“创新”，以实现监管套利，由此成为“影子银行”的重要组成部分。应该说，地方政府实现隐性债务扩张的途径有很多，但就过去几年的实践来看，最值得关注的是PPP和政府产业引导基金的异化。

广义的 PPP 是指由政府（Public）和社会资本（Private）通过多种方式合作（Partnership）提供公共服务或公共基础设施（Public），BOT、BT 等简单的投融资模式都包括在内。狭义的 PPP 则在此基础上更强调社会资本参与项目的运营和管理。从统计数据看，PPP 的发展热潮始于 2014 年四季度，到 2015 年下半年开始明显加速。截至 2017 年一季度末，按照财政部相关要求审核纳入项目库的项目，共计 12287 个，累计投资额 14.6 万亿元，其中，已签约落地项目 1729 个，投资额 2.9 万亿元。

从国外的实践看，PPP 模式是一种公共产品的综合管理模式，而不仅仅是一种融资模式。但在我国目前的发展阶段，基本将其异化成为一种新的融资模式。在制度层面，政府对 PPP 可能产生的隐性债务有着严格的限制，但实践中，地方政府依然可以通过多重方式加杠杆：一是通过隐性的抽屉协议和财政安慰函提供变相担保，最后项目的债务风险依然集中在政府身上；二是通过产业基金优先劣后级的方式进行显性担保，以提高杠杆比例，一般杠杆比例在 1: 4，有些甚至更高。融资主要来自各类资管产品或其他资金；三是承诺回购，类似于之前的 BT 项目，随着大量项目建成或者进入回购期，回购压力增大可能带来地方政府财政风险的上升。

政府产业引导基金是近两年发展较快的另一种新融资模式。2014 年 12 月，国务院发布《关于清理规范税收等优惠政策的通知》（62 号文），明确指出不允许地方政府通过补贴、税收优惠等方式来直接扶持企业。此后，各地政府将原来的政府补贴改为产业引导基金，本意是通过市场化运作来提高财政资金的使用效率。表面上，产业基金从表面上看不增加政府债务，但在实践中，地方政府对其他的 LP（有限合伙人）一般都有隐性的担保条款，并提供抵质押物，实际形成了地方政府的或有负债。

清科研究中心的统计数据显示，截至 2016 年末，各级政府共设立了 1013 只产业基金，目标投资规模为 53316.5 亿元，已到位资金 19074.24，其中，PPP 引导基金（国家级加地方投资基金）112 只，目标规模 21089.37 亿元，已到位资金 7700 亿元，占比约在 40%。

在实践中，PPP 政府引导基金有多种层级、多种运作模式，对推进 PPP 项目和提升融资杠杆发挥了重要的作用。当然，从另一个角度讲，PPP 引导基金在融资过程中提供的各种直接担保或间接担保，在一定程度上也扩大了“影子债务”规模，在扩大地方隐性债务的同时，也形成了新的风险。

风险评估与政策应对

从前面的分析，对地方政府债务的新趋势，有如下几个判断：

其一，政府债务的总体风险仍然可控。新预算法实施后，地方政府规范的举债融资机制得到了一定程度的规范，政府债务规模加速增长的势头得到了控制。截至 2016 年末，地方政府债务余额，加上纳入预算管理的中央国债余额 12.01 万亿元，两项合计，我国政府债务总额为 27.33 万亿元。按照国家统计局公布的 GDP 核算数 74.41 万亿元计算，2016 年我国政府债务的负债率（债务余额/GDP）为 36.7%，低于欧盟 60%的警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平。而且，随着地方债进入常态发行，地方政府债务结构得到优化，总体融资成本显著下降，政府部门总体债务风险依然在可控范围。

其二，新形式的隐性负债值得关注。2015 年以来，一些地方政府将部分 PPP 项目和产业引导基金异化成为新的融资和加杠杆手段。尽管从存量规模而言，这些隐形负债尚不会显著改变政府（中央和地方）负债率水平，但考虑到其在两年左右时间内的快速扩张，潜在风险仍需高度警惕。特别值得注意的是，这些债务对接的

资金往往来自各种资管工具，其“影子银行”的特征使风险敞口难以被准确评估并得到恰当的管理。

其三，隐性债务成因具有系统性，化解之道，也应多管齐下、有序推进。具体而言，造成隐性债务继续发展的原因有几个方面，一是 2015 年开始规范地方政府融资行为，已经开展的一些项目存在后续融资需求，在不能发行地方债的情况下，需要探索其他途径加以解决。二是在化解“融资难、融资贵”的政策背景下，货币环境偏宽松，政府类主体融资成本大幅下降，一定程度上也刺激了地方政府的资金需求。三是银行对政府融资的偏好。经济结构调整过程中，企业信用风险显著上升、有效信贷需求下降，“资产荒”挑战越来越严峻。银行利用“投贷联动”以及资管产品对接政府融资需求的操作，既能完成资金的投放，又能降低监管成本（减少拨备计提和风险资产）。此外，还能通过对政府资源的利用（如吸收财政存款以及参与其他政府相关的业务）来提高综合收益率。多方权衡之下，具有强烈融资需求的地方政府成为商业银行竞相争夺的优质客户资源。

针对上述背景，政策上也应统筹规划、多方入手：

首先是继续规范地方政府债务融资行为。在推进地方政府债务置换的同时，进一步优化地方债的发行机制和交易机制，扩大地方债质押范围并适当上调抵质押率，以提高地方债的市场结构程度和流动性。在“堵旁门”的同时，不断完善地方债发行的正途，为规范地方政府融资控制债务风险创造条件。

其次是逐步清理不规范行为，控制隐性债务的过快增长。2016 年末以来的诸多政策（88 号文、152 号文和 50 号文），在不断重申地方政府责任范围，并明确各类政府性债务处置原则的同时，针对地方政府隐性债务的新趋势，还提出了禁止地方政府违规担保，严

禁地方利用 PPP、产业基金等变相举债；不得以任何方式向社会资本方承诺回购投资本金、承担投资本金损失、承诺最低收益，以及不得对有限合伙基金等任何股权投资方式附加额外条款变相举债，等等要求。预计随着这些政策的落地，相关风险将会得到一定的控制。

最后是完善监管政策，压缩监管套利空间。针对银行利用许多创新业务和产品（主要是投贷联动、资管产品以及同业业务等）来为地方政府融资加杠杆的情况，需要根据现有法规的要求，实施严格的穿透。按照实质重于形式的原则，对银行最终承担风险的部分，需要纳入银行全面风险管理框架，在按规定计提拨备和风险资产的同时，还要特别关注此类融资可能给银行带来的流动性风险。此外，由于此类融资往往还涉及到不同类型和不同机构产品的嵌套，长远来看，还需要尽快出台跨部门的统一监管规则，并强化监管协调，以降低跨行业套利的空间。