

论文 NO. 2017 年 5

发表时间：2017 年 5 月 10 日

地方债不存在显著的违约风险

中国社会科学院经济研究所国家金融与发展实验室 刘学良

国家烟草专卖局 焦晓娇

摘要： 地方政府债务问题是广受各界关注的中国经济热点问题之一。近年来，由于中国经济增长速度下滑和地方政府债务规模的急剧增长，中国版政府债务危机的言论甚嚣尘上。但是，在笔者看来，许多观点可能是似是而非，特别是有的讨论为中国的地方债问题找到了不恰当的比较对象，忽视了中国与其他国家在某些方面的巨大差异，从而有可能错误地判断了中国地方债的问题，夸大了中国地方政府债务的风险。

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》。

中国地方政府债务是本币债务和对内债务

中国的地方政府债务是本币债务和对内债务，不存在欧洲的统一货币和分散财政体系的弊端，不能用欧洲或底特律的情况简单类推中国的地方债务问题。

中国的地方政府债务主要集中于本国内部的金融体系，特别是银行和债券市场，是一种对内债务。同时，债务都是本币债务，因此不存在主权债务的问题。而欧洲债务危机主要是以主权债务危机的形式出现，中国的情况与欧洲债务危机的情况是完全不同的。在一些观点看来，欧元区的各成员国就好比中国的各个省或地市。诚然，在欧洲一体化的背景下，欧洲正越来越像一个“合众国”，各个成员国就好像是它的州省一样。

但从经济制度上看，欧洲各国的财政仍然是各自独立的，这是关键的不同。正如克鲁格曼所指出的，欧洲的统一货币制度与各自独立的财政体系的矛盾，是导致欧债危机出现的根本原因。而中国显然不存在这一问题，上级政府与下级政府之间密切的财政关联使得当下级政府出现财政困难以至于偿债危机时，上级政府不会坐视不管，而会采取转移支付等多种方式来为下级政府纾困。同时，我们是单一制国家，与美国这样的联邦制国家有很大的不同，上级政府特别是中央政府是我国地方政府债务的最后责任人。在中国目前的财政体制下，由于事权的下放和财力的上收，下级政府经常收不抵支，需要依靠上级政府的转移支付。同时，为了避免地方政府债务危机向不同地区和其他债务的传导从而酿成更大的危机，各级政府特别是中央政府也不会允许大规模的债务违约发生。

但是，上级政府兜底则自然会引起人们对预算软约束问题的担忧。既然有上级政府兜底，地方政府可能就会缺乏足够的约束和财政纪律，导致他们支出过多、借债过多。这当然是一个可能的问题，不过，国有企业的预算软约束问题与地方政府是不同的。企业

理论上应是一个自主经营、自负盈亏的市场主体，其经营目的应是最大可能地赚取利润，但产权缺位和预算软约束使得国有企业的成本过高、绩效低下。而地方政府从本质上并不具有自主经营、自负盈亏的性质，政府运作的基本准则是平衡财政。在中国的政治体制下，我们的预算约束或许也没有想象中那么“软”，因为地方的主政官员要为地方债务的违约承担政治责任，被上级政府问责。

有充足的偿还债务资源

如审计署 2013 年《全国政府性债务审计报告》中所述，与一些国家的政府债务主要用于消费性支出不同，我国的政府性债务主要用于市政基础设施、土地收储开发、交通运输等项目建设，大多有相应的资产和收入作为偿债保障。此外，中国的地方政府还持有大量的行政事业单位、国有企业权益、基础设施、国土资源等可供交易的资源，这也确保了地方政府的清偿能力。根据笔者所在的社科院“中国国家资产负债表研究”课题组的测算，2013 年我国地方政府的负债合计为 27.56 万亿元，资产合计为 97.58 万亿元，两者相减得到地方政府持有 70.02 万亿元的净资产。因此，我国的地方政府手中持有大量的净资产可供变现偿还债务，即使资产缺乏流动性不能较快速出售，许多资产也可以产生现金流，或者用以抵押。

在地方政府持有的净资产头寸中，土地资产和国有企业权益是最主要的两种形式。根据社科院课题组的数字，2013 年地方政府持有的土地资产价值 62 万亿元，国有企业权益 19.3 万亿元，两者相加超过 80 万亿元。并且，这两种资产均具有相对更高的流动性和变现能力。诚然，当经济形势下滑、地方政府面临债务危机时，这些资产的价格可能会明显缩水。但同时，地方政府所控制的国土资源的价值也可能被低估了，比如土地资源主要计算已经被地方政府收储的土地，但由于我国特定的城乡土地制度和国土自然资源制

度，实际上地方政府潜在控制的土地资源数量要明显高于已经收储的土地规模。因此，在资产和负债的存量意义上，我国政府部门所掌握的资产完全足以覆盖政府债务，因此资不抵债的清偿风险可能性很小。

地方政府债务的期限错配问题或被高估

中国地方政府债务的期限错配问题或被高估，不能用美国的情况简单类推中国。

实际上，在前面讨论的两个问题上，多数研究者对此保持着清醒的认识，因此不存在大的争议。很多学者认为，中国地方政府债务风险的主要问题“在于短期而非长期，在于流量而非存量”，风险往往更容易滋生于“现金流量表”危机，而非“资产负债表”危机。而流动性风险的核心问题是地方政府债务的负债方和资产收益方的期限错配。地方政府的主要债务融资来源是银行贷款、发行债券等，债务以中短期债务为主，平均期限不足5年，而地方债的主要资金投向多是中长期的城市基础设施建设项目，项目的回报或存续期可能长达10几年，这就造成了收入现金流和偿债现金流明显的期限错配。特别是，众多学者指出，在发达国家如美国、加拿大等成熟的融资模式下，地方政府债务的期限一般在10年以上，他们以此为据来证明中国地方政府债务的期限过短，存在严重的期限错配问题。

那么，真的又是因为中国的融资模式不合理、中国的金融市场不成熟吗？笔者不这么认为，恰恰相反，在期限错配的问题上，很多学者的认识或许存在一些问题，错误地寻找了比较对象，忽视了中国和美国等的明显差异。

在美国等国家，地方债的主要偿债资金来源有两个：一是政府投资形成的基础设施的使用者费用，比如公路收费；二是税收收入，特别是房产税收入。其中，在使用者费用方面，中国和他们没

有太大的系统性差别，但在后者，中国和他们是完全不同的。在美国等征收房产税的国家，政府支出形成的公共基础设施和公共服务会通过房价资本化效应使得社区的房价提高，并进而提高房产税收入，每年占房价 1%-3%的房产税收入逐步用以偿还债务。举个例子，政府花费 100 万元修建一所学校，惠及周边社区的 500 套房屋，使得他们的房价每套平均提升了 1 万元，整个社区的房价总值提升了 500 万元，每年 1%的房产税就带来 5 万元收入。那么，用 20 年的时间，政府就将收回投资的成本并可以偿还债务。

与美国不同，我国地方政府公共投资和服务的回报途径不是靠房产税的涓涓细流，而是靠国有土地的增值和出让收入。而土地价格的资本化效应实际是很快的，一条地铁、一所学校即使只是规划修建、在建而尚未建成投入使用，就足以令附近的地价有巨大的增值，土地增值或增加政府和融资平台的借贷能力，或直接增加土地出让收入以偿还债务，土地出让制度使得政府投资的回报期限大大小于项目的存续期限。2012 年年底，在审计署抽查的 11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺的以土地出让收入偿还的债务余额为 34865.24 亿元，占省市县三级政府负有偿还责任债务余额的比例为 37.23%。并且，由于审计署的调查限定为“政府承诺以土地出让收入偿还”，没有涵盖那些没有做出承诺但实际仍以土地出让收入作为潜在还款来源的债务，因此可能仍低估了土地开发和出让在地方政府债务偿还中的作用。

所以，土地增值和出让收益是我国与美国等其他国家在城市开发建设和融资中的重要不同之处。他们没有中国这种土地出让收益的直接回报方式，反过来中国也没有他们那种房产税收入的长期回报方式。因此，不能简单地以美国等国家的地方政府债务期限作为中国债务期限的衡量标准，目前关于地方政府债务期限错配的问题或许被大大高估了。

