

论文 NO. 2017 年 5

发表时间：2017 年 5 月 9 日

中国的债务风险在可控范围之内

国家金融与发展实验室课题组

课题负责人 李扬 常欣 殷剑峰

课题组成员 刘学良 汤铎铎 张莹 张晓晶 范丽君

栾稀 彭兴韵 曾刚 蔡真 黎紫莹

摘要：2008 年开始的全球金融危机爆发后，多数国家相继发生主权债务危机或地方债务危机。出于各种原因，国内外开始关注中国的债务问题。随着中国经济持续下行压力加大、债务规模不断扩张，各方面对中国债务风险加剧的担忧趋于增大。

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》。

地方政府杠杆率为22.7%

2015年起实施的新《预算法》规定:除发行地方政府债券外,地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。同时,由财政部牵头对新《预算法》实施前截至2014年末的地方政府性债务存量进行了清理甄别,对属于政府债务的部分,纳入限额管理和预算管理范围,允许地方逐步发行地方政府债券进行置换。基于此,要估算地方政府债务,应主要考虑两个部分:一是地方政府债券。以新《预算法》出台为界,一部分涉及2009年以来发行的截至2014年底地方政府性债务存量中的地方政府债券;另一部分涉及2015年以来发行的地方政府一般债券和专项债券。根据Wind数据库,截至2016年末,地方政府债券余额为10.6万亿元。二是清理甄别认定的2014年末非政府债券形式存量政府债务。根据财政部提请全国人大常委会审议批准2015年地方政府债务限额的议案说明中披露的数据,截至2014年底,地方政府性债务总规模为24万亿元。具体来看,政府负有偿还责任的债务为15.4万亿元,或有债务(即政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务)为8.6万亿元。其中,只有前者是被锁定的地方存量债务。在这15.4万亿元中,有1.06万亿元是之前发行的地方政府债券部分,剩余14.34万亿元是通过银行贷款、BT(含拖欠工程款等应付工程款)、企业债券(含中期票据、短期融资券)、信托和个人借款(含面向个人的集资)等非(政府)债券方式举借的存量债务。

《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预[2015]225号)明确指出:地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分,经过三年左右的过渡期,由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。从置换债券的推进情况看,2015年发行了约3.2万亿元,2016年发行了约4.8万亿元。这就是说,截至2016年底,已累计发行置换债券约8万亿元,还剩余约6.3万亿元

存量债务需要置换。

将截至2016年末的地方政府债券余额和待置换的存量债务规模加总,得到地方政府债务余额为16.9万亿元。如此计算,地方政府杠杆率为22.7%。

以上估算,主要涉及的是法律意义上的政府债务。事实上,还有一在法律上不被认定为政府债务的部分。考虑到政府在其中的关系,也可能产生隐性“准财政”债务,同样应当给予关注。一是担保债务和救助债务。《地方政府性债务风险应急处置预案》和《地方政府性债务风险分类处置指南》对存量或有债务做了分类处置规定。存量或有债务,乃至新曾或有债务,都可能引致政府支出责任的扩大,可以视为准政府债务。至于财政资金的实际偿还规模,则需视政府代偿率的具体情况而定。我们认为,或有债务是基于特定事件发生,多属于底线责任。可能存有争议的方面是对风险程度的判定,以及相应的或有债务演变成确定债务的风险概率赋值问题。审计采用了经验值的处理方式,但历史与未来之间是否具有相关性,还值得进一步讨论。

二是2015年以来新增的地方融资平台债务。按照新修订的《预算法》和国发[2014]43号文的规定,融资平台公司举借的债务,将不再是地方政府法定必须要偿还的债务,或者说法律上负有偿还责任的债务。做出此种安排,本质上是为了切断地方融资平台依靠政府信用融资的渠道,明晰政府信用与企业信用的严格边界。但是,在当前形势下,地方政府融资平台的属性和定位依旧模糊不清,融资平台与地方政府的剥离并不彻底,两者的关系还处于“剪不断,理还乱”的状态。由此,相比于非城投公司的一般国有企业,城投公司还是在更大程度上依赖于政府信用的支撑,其信用独立性尚未实现。

中国政府负债率在37.8%~43.1%之间

虽然根据《地方政府性债务风险应急处置预案》的规定,2015年及以后发行的城投债不属于地方政府性债务,政府实行不救助原

则,但是考虑到其与地方政府的复杂关系,这里仍将其列为广义上的地方政府或有债务纳入讨论范围。因此,本报告在讨论地方政府债务时包括三个部分的债务:地方政府债券(含2017年置换债),2014年12月31日以前未偿付的城投债,2015年及以后发行的城投债。其中,在分析过程中将主要分为两个口径:包含2015~2016年发行的城投债计为宽口径,不包含的计为窄口径。

根据估算口径的不同,截至2016年底,全国地方政府债务总规模在16.9~21.3万亿之间。如严格依照财政部的定义(即窄口径)来计算,江苏、浙江、山东分别以1.57万亿、1.13万亿和1.11万亿的债务规模位列全国前三,分别比2015年上升了48.7%,24%和19.8%。如依宽口径计算,江苏的债务规模大幅升至2.27万亿、浙江的债务规模升至1.34万亿,湖南则以1.28万亿的债务总额超越山东位居第三。

从负债率来看,根据估算口径的不同,截至2016年底,全国地方政府债务规模约为GDP的22.7%~28%之间,如果加上中央政府负债率15.1%,则中国政府负债率在37.8%~43.1%之间。这不仅距离国际警戒线60%仍有较大空间,而且其均值距离穆迪A级主权政府2016年债务负担的中值(40.7%),仍有一定距离。故而我们认为,从总体来看,我国地方政府债务仍处于较为安全的范围,穆迪降低中国主权信用等级的依据并不充分。

新治理架构下的地方政府债务风险

近年来,中国不断规范地方政府举债融资机制,除了将地方政府债务纳入预算管理、对地方政府债务实行限额管理、建立地方政府债务风险预警及应急处置机制外,还推出了存量债务置换、PPP模式推广、融资平台公司市场化转型等具体举措,对化解地方政府债务风险起到了一定的作用。同时也应看到,在这一过程中,亦出现一些新动向、新问题,需要引起关注。

债务置换与流动性风险缓释。为降低地方政府债务偿还的流动性风险,自2015年5月开始,国家启动了地方政府债务置换工作。至2016年底,全国地方累计完成置换计划的55.8%。地方债务置换的实质,是在财政部甄别存量债务的基础上,把原来地方政府的短期、高成本债务(包括银行贷款、城投债、信托融资等)换成中长期、低成本的地方政府债券。以降低融资成本,延长债务久期,改善地方资产负债表。通过以时间换空间,缓解到期债务集中偿还压力,最终消化存量地方政府债务。

PPP模式的引入与债务压力的缓解。2014年以来,政府和社会资本合作模式(即PPP模式)在基础设施和公共服务领域受到关注并得到推广。PPP模式实施的过程中,投资者(或特别目的公司)可以通过银行贷款企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。政府对投资者(或特别目的公司)按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任,不承担投资者(或特别目的公司)的偿债责任。由此明确政府和企业的责任,做到谁借谁还、风险自担。通过加强政府公共投资与民间投资的合作,实现了政府风险向市场风险的部分转移,并相应减少了地方政府的举债需要,在一定程度上降低了地方政府的债务风险。

融资平台转型不畅以及新的替代性融资方案出现。在新《预算法》和43号文的治理框架下,要取消融资平台公司的政府融资职能,推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制。但从实际情况看,当稳增长的强烈诉求逐渐上升成为主导因素后,地方政府融资平台的属性重又变得模糊起来。在未来一段时间内,地方政府融资平台的尴尬定位或将持续,这是由稳增长所引致的系列逻辑推演的自然结果。一是稳定增长仍然依赖基建投资;二是基建投资尚需政府投入;三是政府投入仍然依赖债务融资;四是债务融资仍然依赖平台举债。总之,只要现行政府主导资源配置方式、投融资体制、财税体

制等制度环境不发生根本性调整,只要稳增长的终极目标依然发挥导向作用,融资平台与地方政府的剥离就难言彻底。

化解政府债务风险的思考与建议

深入探究政府债务特别是地方政府债务累积且屡禁不止的根源,体制性因素是绝对不能忽视的。下一步要防范和化解潜在的政府债务风险,从根本上说,需通过深层的体制性改革来有效控制债务增量。为此,可重点在以下三方面推出更多实质性举措。

进一步硬化地方政府的预算约束。这是化解地方政府债务风险的关键。事实上,2015年以来出台的一系列治理举措,如通过立法的形式规定地方政府的债务上限等,已经朝这个方向做了不少努力,未来还需要进行更深层次的改革。一是进一步推进市场化的地方政府债券发行机制,对地方政府的举债行为形成强大的市场约束。二是进一步健全信用评级体系,提高地方政府的财政透明度。目前在地方债发行过程中,仍然缺乏合理有效的信用评级机制。三是加大违约惩戒机制的实施力度,尝试引入地方政府财政破产制度。

进一步有效动员民间资本进入基础设施和公共服务领域。要进一步发挥PPP在地方资本性项目融资中的关键作用,还需在制度设计上对民间资本形成足够的吸引力,其要者:一是理顺价格管理体制。二是确保新进入企业和原有垄断企业(在位企业)之间的公平竞争。三是确保政府承诺的可信性以及政策的稳定性。

理顺中央与地方间的财政关系。为缓解因支出责任和收入权利非对称性分权而衍生的地方政府融资压力,除了事权划分方面,在继续充分发挥地方政府作用的同时,适当强化中央政府的支出责任外,还应在财权划分上,以设法增加地方自主性财政收入为核心目标,完善地方主体税种,合理划分共享税,改革税权过度集中的体制。我们认为,应结合土地、房产税制改革,通过开征物业税或不动产税来优化地方税结构,将其逐步培育成为地方政府的主要税源和地方税的主

体税种, 以此提高地方财政的自给率。另外, 除了财产税外, 从世界各国地方税体系的普遍特征看, 资源类税种, 以及目的和行为类的税种也是地方税的主体形式。为此, 应加快资源税的改革, 并尽快开征环境税、碳税, 作为地方主体收入来源的重要补充。