

中国地方政府债务问题研究

俞 乔 范 为

(清华大学公共管理学院 北京 100084)

2013年10月20日

清华大学公共管理学院工作论文series20131020

摘要：本文探讨了中国地方政府债务的形成过程、规模及构成，并分析了地方政府包括财政收入、政府性基金收入、国有企业经营收益、国有企业净资产、国有非经营性资产以及资源性资产等各种可偿债资产的状况，得出地方政府出现资不抵债、破产清算风险的可能性不大；但由于许多项目投资收益低下，资产负债的期限错配，而存在着较大的流动性风险与支付风险。文章还研究了地方政府债务的形成根源及治理方式，提出提高地方债务透明度，量化债务指标、制定相关法规、以形成法律规定与市场约束的双重机制来控制债务总量；通过资产证券化、“售后返租”、公私合营（PPP）等方式来化解地方政府的债务风险。

关键词：地方债务，偿债能力，公共治理

1.前言

当前，中国地方政府债务风险问题已成为中国经济的主要系统性风险之一^①，国务院已就地方政府债务问题委托审计署进行全面摸底（含中央、省、市、县、乡五级政府，四万多个被审计单位）。就地方政府债务规模而言，各方有着不同的估计。例如中国银监会主席尚福林 2013 年 3 月在接受中国证券报记者采访时表示，“2012 年末，地方政府融资平台贷款余额为 9.3 万亿元，如果加上通过债券、信托等渠道融资的债务规模，这一比例会更高”。中国财政部原部长项怀诚在 2013 年 4 月 6 日博鳌论坛上称地方政府债务或超过 20 万亿元。而国外研究机构也发布了相应的研究报告：据摩根大通报告，截至 2012 年底，中国地方政府债务略高于 14 万亿元；2013 年 9 月 9 日高盛的报告估计中国地方政府债务总额为 15 万亿元；里昂证券在 2013 年 5 月 13 日发布会对地方政府债务的估计则更高，为 18 万亿元。

但以上信息都只提供了概况的数据，并没有分门别类的提供地方政府债务的构成，也未对偿债风险及债务治理进行详细的分析和探究。本文试图通过从各方获取的公开统计数据厘清地方政府债务的规模、具体构成，并分析地方政府的偿债能力，从而判断地方政府债务的风险程度，并提出自己的治理建议 and 对策。根据我们的研究，地方政府的债务总额近年来上升很快，截至 2012 年底达到了约为 19.41 万亿元的规模，与同年 GDP 的比例为 37.38%；但综合考虑地方政府的财政收入、政府性基金收入、国有企业经营收益、国有企业净资产、国有非经营性资产、资源性资产等偿债来源，以及中央政府“隐性”担保和部分补偿的状况，中国地方政府出现资不抵债风险的可能性不大，但由于许多项目投资收益低下，资产负债的期限错配，的确存在较大的流动性风险与支付风险。在特殊情况下，部分地方债务可能发生信用违约；如果处理失当，将引发系统性金融震荡。

本文的安排如下：第 1 部分对经济（金融）危机的表现形式进行归纳总结，提出债务风险是经济（金融）危机的最主要表现形式；第 2 部分对国内外相关研究文献进行回顾；第 3 部分主要回顾中国地方政府债务的形成过程，并分析目前中国地方政府债务的总额及构成状况；第 4 部分对地方政府的财政收入、政府性基金收入、国有企业经营收益、国有企业净资产、国有非经营性资产以及资源性资产等偿债来源的状况进行详细探讨，以得出地方政府的偿债能力及系统性债务风险爆发的可能性；第 5 部分探讨地方政府形成过高债务的根源及公共债务治理建议；最后部分为本文结论。

金融与经济危机是在不同社会经济环境下，实体和金融领域的多种负面因素交互作用的结果，其形成机理各不相同，但又存在共同之处。在此，可以归结将其为以下五类：1）银行业危机，包括银行挤兑造成的偿付危机，金融抑制下的银行业信心危机^②（参见 Bernanke

^① 笔者认为当前中国面临的五大系统性风险包括：1）地方政府债务过度膨胀导致的地方债务违约风险；2）实体经济产能严重过剩导致的企业破产风险；3）房地产泡沫持续升级导致的资产价格泡沫破灭风险；4）影子银行问题导致的金融系统风险；5）货币发行量过大引发通胀和汇率风险。对于相关风险，笔者在其他文章中有所阐述。

^② 此类危机通常是由于，起初国家通过金融抑制使得民众别无选择只能把钱存到银行，政府再通过命令或窗口指导让银行为政府投资提供资金，并再通过设置利率上限及制造通货膨胀来产生变相的税收效果。而当金融抑制结束后，银行业往往会面临民众的不信任或信心危机。

和 Gertler(1995), Bernanke 和 Gertler(2001)); 2) 资产价格泡沫危机, 主要是指房地产市场和股票市场价格泡沫破灭(参见 Reinhart 和 Rogoff(2012)); 3) 通货膨胀危机, 指持续的超过 10% 的恶性通货膨胀所引发的国内持币人对货币的信心危机(参见 Reinhart 和 Rogoff(1994)); 4) 汇率危机, 指年贬值率超过 25% 的货币危机(参见 Frankel 和 Rose(1996)); 5) 债务危机, 包括主权债务违约、内债违约(参见 MacDonald(2006)), 它是经济(金融)危机的最主要表现形式。

债务的本质是对未来信用的透支, 如果未来产生的现金流不足以支付债务本息就会产生违约; 如果未来产生的现金流不足以支付债务利息, 那么问题就更为严重, 因为债务规模就会“发散”, 即债务雪球越滚越大, 直至债务和资产价值崩溃, 出现“明斯基时刻”^③。在经济繁荣时期, 政府和私人部门都会以扩张性的心态预期未来, 在具体经济活动时表现为增加负债进行投资, 推高杠杆率; 当经济下滑时, 私人部门会降低预期, 进行“三去”(去库存、去产能和去杠杆), 但对于政府而言, 它需要发挥社会经济稳定器的作用, 必要时需通过增加自身债务来对冲经济的下滑。在一些极端情况中, 政府还不得不将私人部门的债务纳入政府的资产负债表, 以免出现社会经济崩溃。因此, 往往政府的债务在经济低迷时还不能有效的降低, 这就容易诱发政府的债务危机, 2010 年爆发的欧洲主权债务危机便是最典型的例子。

“次贷危机”后全球经济衰退, 企业纷纷去杠杆, 但政府却不得不继续增加杠杆以对冲经济的下滑, 进而引发了其自身的主权债务危机。当然从另一个角度而言, “欧猪五国”债务的迅速增加是在欧元区(特别是德国) 大伞保护下, 信息不对称(包装、产品创新) 的大规模融资形成的; 这点其实和当前中国地方政府在中央政府的隐形担保下, 进行包装融资有类似之处。当然两者也有不同之处, “欧猪五国”债务的增加主要用于维持与扩大社会福利开支; 而中国地方政府债务主要还是用于固定资产投资, 形成了生产性与非生产性政府资产。因此, 我们认为不能简单的认为中国地方政府的债务风险将必然引发危机的结论; 还需要综合分析地方政府的债务规模、构成, 地方政府可用于偿债的资源以及国内外的宏观经济环境, 这也是本文在接下来的部分重点研究的内容。

2. 文献回顾

国内外研究者一直对债务问题就有很高的关注度和兴趣。在政府债务中, 包括主权债务(中央政府直接债务) 与非主权债务(政府部门债务与地方政府债务)。花旗银行前董事长 Rishton^④曾有句名言“国家不会破产”, 这意味着国家不会像企业那样彻底破产, 一国债务的违约通常是在考虑社会、政治成本之后做出的选择, 大部分违约发生于该国可用资源完全枯竭之时。

^③“明斯基时刻”(Minsky Moment) 是指海曼 明斯基所描述的资产价值崩溃时刻。他的观点主要是经济长期稳定可能导致债务增加、杠杆比率上升, 进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。经济好的时候, 投资者倾向于承担更多风险, 随着经济向好的时间不断推移, 投资者承受的风险水平越大, 直到超过收支不平衡点而崩溃。

^④ Rishton 被认为是 20 世纪最杰出的 CEO 之一。

政府的债务风险既有外债风险，也有内债风险。Reinhart 和 Rogoff（2012）的研究表明：在 1800 年以来的历史记录中，全球各国内债违约的次数要低于外债违约的次数，这期间外债违约了 250 次左右，而内债违约的次数约为 70 次。但这并不意味着内债违约的风险小于外债违约，另一组数据可说明问题：在 1950 年-2007 年的“内债/政府总债务”指标一直高于 50%，最高达到约 80%，也就是说内债的规模远大于外债的规模，内债出现违约的负面影响将大于外债违约。

Agniar 和 Gopinath（2007）提出政府（特别是新兴市场国家的政府）往往把经济周期中复苏和繁荣的有利局面误认为是一种永久性的常态，从而无节制的借贷和进行公共支出，最终当经济走向下行周期时，债务问题都大量暴露出来，并以悲剧收场。Reinhart 等（2003）基于各国 1820 年-2002 年的数据研究了主权国家的“债务忍耐度”，认为新兴市场国家的债务违约时，往往其一些指标（如：外债/GNP）并不是很高，有的“外债/GNP”指标甚至只有 15%，这在成熟市场国家完全可以避免违约。因此，评估一国的债务违约概率，除了考虑债务比率之外，还需要充分考虑该国在历史上的“债务忍耐度”。Reinhart 和 Rogoff（2008）比较研究了 2007 年的美国“次贷危机”和此前一些债务危机的差异及相似之处，发现“次贷危机”发生前的政府（主权）债务及通货膨胀率等指标的确低于其它几次危机发生前的均值水平，但其经常账户赤字水平较正常值高，并能反映出一些危机信号，但不幸并未引起当时政府的足够重视。Serge（2011）研究了欧洲主权债务危机发生的原因，认为除了欧元区“财政货币不统一”的结构性矛盾之外，2008 年美国次贷危机导致的欧洲不少国家贸易逆差加剧、私人 and 政府的债务杠杆在短时间快速增加亦是重要原因。Calvo（1988）提出面对较重的国内债务负担或债务风险，政府（特别是新兴市场国家政府）总是倾向于采用金融抑制的方式，包括：制造较高的通货膨胀以及限制存款利息水平上限等，来变相减轻自身的债务负担，这本质上也是一种变相违约，是对居民财富的隐性掠夺。Jeanne 和 Guscina（2006）则使用 1980 年-2005 年 19 个重要新兴市场国家的国内债务数据进行实证研究，结果表明，越是不发达的国家越是无节制的采用金融抑制来缓解国内债务压力，甚至有些引发了汇率崩溃或超级通货膨胀。

关于中国的主权债务风险问题，李杨等（2012a，2012b）基于国民资产负债表的理论框架，编制了 2000—2010 年的中国主权资产负债表。其研究结果表明：中国各年主权资产净额均为正值且呈上升趋势，中国政府拥有足够的主权资产来覆盖其主权负债。因此，在短期内，中国发生主权债务危机的可能性极低。其对总债务水平与全社会杠杆率的分析显示：中国的全社会杠杆率虽高于金砖国家，但远低于所有的发达经济体，总体上处在温和、可控的阶段。黄芳娜（2011）针对中国地方政府债务规模已经十分庞大的现实，提出应加紧制定相应措施解决地方政府债务管理体系的问题，并认为我国在财政体制上和日本具有相似性，应该借鉴日本的经验在发行地方债时先实行审批制，待时机成熟后再实行协议制。俞乔（2013）采用大数据方法收集了全部地级市政府与四个直辖市的相关信息，根据全口径财政透明度指标体系对 289 个市政府进行了评价。实证结果表明，地方政府债务是地方政府财政状况中最不透明的部分。郑春荣（2012）提出虽然我国地方政府债务全面违约的风险较小，但比债务

违约更可怕的是，地方债务融资模式打乱了传统的财政管理模式，形成了新的风险，包括：政府介入微观企业经营，排挤了中国私人部门的投资，造成我国市场经济机制的倒退；地方政府在投资中存在盲目决策、工程腐败和资金浪费隐患；地方政府债务的存在还造成地方政府无法建立现代化的财政体制，破坏了财政预算的统一性等等。

此外，还有不少学者对我国的居民资产负债状况进行了探讨，尽管居民资产负债状况不直接影响政府的债务风险，但在一国经济体内，政府、企业、居民三部门是一个交互作用的有机体系，居民负债状况越健康，客观上有利于缓解政府债务风险。刘向耘等（2009）对我国居民 2004~2007 年的资产负债表进行了估计，研究表明：我国居民资产负债表的稳健性强，不会因国际金融危机的冲击而出现资产负债风险急剧扩大的情况。相反，居民部门仍具备较强的资金实力和消费能力，为我国应对国际金融危机提供了良好基础。许伟和傅雄广（2012）编制了 1978-2011 年期间我国居民部门的资产负债表，研究结果显示：截至 2011 年，中国居民总资产规模约 172 万亿元，其中金融资产 56 万亿元，实物资产 116 万亿元，中国居民总负债大约 13.6 万亿元。资产负债率不到 10%，处于相当低的水平。

针对债务风险问题，过去学者对国家主权债务风险及居民债务风险进行了细致的研究，但鉴于数据的可获得性及预测方法的争议，尚缺乏对中国地方政府债务风险的深入研究。因此，本文将估算地方政府的债务规模以及其可用于偿债的资源，进而对其债务风险爆发的可能性进行评估。此外，我们还将探讨地方政府债务的形成根源和相应的治理方式。

3. 地方政府债务规模及构成

本节将对地方政府债务的形成过程，债务的总规模及构成明细，各项债务的大致利息、期限，以及地方政府债务的主要投向进行详细的探讨。

3.1 地方政府债务形成过程

实际上，此轮债务问题并非中国首次面对的债务风险。在上世纪八九十年代和 2000 年前后，中国曾三次面对比较严重的债务风险。第一次是 80 年代全国普遍设立的农村合作基金会，至 90 年代各地普遍出现兑付问题，四川、河北等地甚至出现了较大规模的挤兑风波，并酿成了危及农村社会稳定的极端事件。第二次债务风险是 90 年代的“三角债”，当时的坏账规模约为 2000 亿元，严重影响了国民经济的健康运行和发展。第三次债务风险是本世纪初国有银行的不良贷款，占银行资产总额的三分之一以上；在银行改革中从四大国有商业银行剥离到资产管理公司的不良资产约有 1.4 万亿元。对于上述三次债务风险，中国政府通过财政补助、债务清算核销、剥离不良资产、国家注资、引入战略投资者、整体上市等方式处理并化解了债务危机。如今，中国再次面对类似困难，如何化解债务风险成为大家广泛探讨的问题。在中国已经融入了全球经济产业链的大背景下，需要考虑新的解决思路。

2008 年下半年美国金融危机爆发后，为应对国内经济的下滑，中国推出了“四万亿”政府投资刺激计划，并且实行积极的财政政策和宽松的货币政策，整个社会（包括政府部门、企业部门和居民部门）的杠杆率不断上升，债务规模迅速扩大。我们从供给方（各种融资工

具)和需求方(经济体各部门)的角度,对2007年以来的中国全社会的债务状况进行比较分析。

从供给方来看,债务方式主要体现为银行贷款(包含本币贷款和外币贷款)、银行理财、债券、信托产品等工具^⑤。从统计数据来看,债务总额从2007年的42.2万亿元扩张到2012年底的109.8万亿元。各种债务融资方式都出现快速增长,其中,本外币银行贷款余额从2007年的28.9万亿元增长到2012年的71.5万亿元,债券余额从12.3万亿元增长到23.8万亿元,而信托余额更是从不到1万亿元剧增到7.5万亿元。整体的杠杆率也从2007年金融危机前的158.7%上升到2012年底的211.4%。

表1 中国主要债务构成及杠杆率(单位:亿元人民币)

年份	银行贷款 余额	银行理财 产品余额	债券余额	信托余额	债务总额	GDP	杠杆率
2007	288946		123339	9600	421885	265810	158.7%
2008	333626		151102	12200	496928	314045	158.2%
2009	446792	17000	175295	20000	659087	340903	193.3%
2010	535417	28000	201748	30404	795569	401513	198.1%
2011	614745	45900	213576	48114	922335	473104	195.0%
2012	714676	71000	237569	74705	1097950	519322	211.4%

注:数据来源于 WIND 数据库。

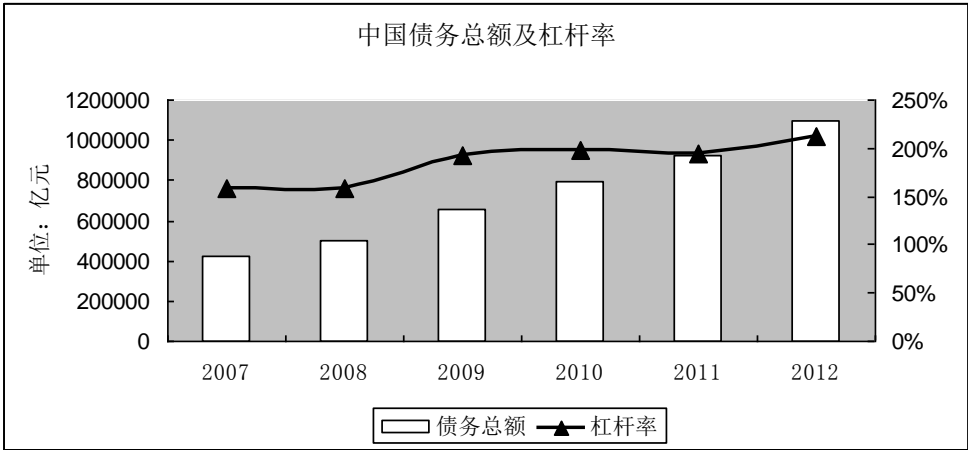


图1 中国债务总额及杠杆率

^⑤ 部分债务余额不高的融资方式没有列入统计,因此统计出的“资金供给方的债务余额”小于“资金需求方的债务余额”。

而从需求方来看，债务形成主要包括政府部门负债、企业部门负债和居民部门负债。渣打银行的马德威等（2013）对其进行了详细的研究，我们在此借用其结论：2012 年底中国的整体杠杆率达到 214%，低于日本（400%）、英国（293%）等国的杠杆率，接近美国（264%、法国（254%）、新加坡（255%）的杠杆率，远高于印度（138%）、印尼（58%）等发展中国家的杠杆率。

其中，我们认为杠杆率上升较为明显的是地方政府的各种显性及隐性债务。由于中国《预算法》规定地方财政预算不得开列赤字，在全球金融危机以前地方政府的债务不算太高，中国财政部财科所的统计数据显示：2004 年地方政府债务余额约 10800-12000 亿元；2007 年地方政府债务余额在 4 万亿元左右。但金融危机发生后，各地方政府纷纷成立了总数约 11000 家的各类平台公司，作为独立公司法人，绕开地方政府不得开列赤字的限制，为当地基础设施项目及工业投资筹措资金。起初这些公司依赖银行贷款，后来则开始通过发行债券、信托产品甚至建设-移交（Build-Transfer, BT）、融资租赁、城市发展基金等多种方式融资。这使得地方政府的债务构成越来越复杂，并且难以准确统计和有效管控。

3.2 地方政府债务规模及构成

中国地方政府债务的构成主要有五个部分：银行贷款、地方政府债^⑥、融资平台债券（包括城投企业债和城投中票）、地方政府信托融资和地方政府 BT 融资。从我们收集到的数据来看：截至 2012 年底，地方政府的银行信贷仍是其债务最大的构成部分，达到 9.3 万亿元；财政部代地方政府发行的地方债余额为 0.65 万亿元；地方融资平台发行的债券和中期票据合计约 1.95 万亿元；而近年来快速增长的信托融资约有 2.11 万亿元；地方政府通过 BT 方式吸收社会资金的量也比较大，但这部分数据无法取得，我们通过地方基础设施投资额及草根调研匡算^⑦得出，约有 5.26 万亿元。因此，按我们的数据估算，中国地方政府的债务总额应该在 19.41 万亿元左右。从我们对各种融资成本的保守估算，每年需要的利息开支超过 1 万亿元。

表 2 中国地方政府债务余额（单位：亿元人民币）

	银行贷款	地方政府债	融资平台债券（企业债、中票）	地方政府信托融资	地方政府 BT 融资	合计
债务额	93000	6500	19500	21100	约 52600	194100
债务利率	约 6.5%	约 4%	约 6.5%	至少 10%	无	
利息开支	6050	260	1270	2110		9710
平均期限	3-5 年	3-5 年	5-7 年	1-3 年		3-5 年

^⑥ 目前，地方政府债主要由中国财政部代发，浙江、上海、深圳等部分省市可自主发行。

^⑦ 大致匡算方法为：BT 项目一般期限在 3 年，笔者先根据国家统计局的数据统计出 2010-2012 年地方项目总投资额约为 84.20 万亿元，其中基础设施建设约占 25%，即 21.05 万亿元；根据我们的调研，大致有 1/4 的地方政府项目是通过 BT 方式进行建设，因此我们判断约有 5.26 万亿元。

资金来源	银行	绝大部分来自	大部分来自银行	大部分来自	社会资金
		银行		银行	

注：银行贷款数据截止到 2012 年底，数据来自银监会主席发言；地方政府债余额截止到 2012 年底，数据来自财政部，2009 年-2012 年地方政府债合计发行 8500 亿，到期 2000 亿，余额 6500 亿；融资平台债券余额截止到 2012 年底，数据来自 WIND 数据库；地方政府信托余额截止到 2013 年 3 月底，数据来自中国信托业协会；地方政府 BT 融资余额来自笔者估算。

而从各种融资渠道取得资金的来源来看，最后大部分仍来源于银行系统，这使得中国银行业出现系统性风险的概率大幅度上升。美国次贷危机的根源是本世纪初联邦储备当局过度宽松的货币政策与金融业自我创新结合所造成的金融体系过度杠杆化；而中国发生债务危机的风险并非来自金融系统的自我膨胀，而是来源于中国特色的“政府+金融”的增长方式。中国宽松的货币政策和政府对于金融资源的绝对控制相结合的必然结果是，金融资源投入到政府主导的领域，而不是最能产生经济效益和社会效益的领域，这使得借债投资往往变得不可持续。具体而言，全球金融危机后，大量的地方政府负债被用于进行铁路、公路、城市基础设施（“铁公基”）项目及钢铁、太阳能、光伏等一些产业投资。

投资作为 GDP 的组成部分，当然能够带动经济增长。但投资分为有效投资和无效投资，不能取得合理投资回报率的投资被定义为无效投资。无效投资可以增加当期 GDP，却无法推升生产可能性边界，而以过剩产能的形式形成经济中的肿瘤。通过我们的调研发现，政府主导的投资中相当部分为低效及无效投资，“铁公基”项目的投资收益率本身就非常低，有的甚至是公益性的；而很多产业投资由于各行业的产能严重过剩（根据世界银行的相关研究报告，中国的产能利用率目前只有 60% 多，远低于金融危机前的 80%），使得利润率下滑非常明显，甚至亏损。通过分析，我们在表 3 中列出了地方政府主导投资的几大方向及其可能的盈利情况，从列出的情况来看，大部分的投资收益都无法覆盖债务及其利息支出，这的确会大大增加地方政府债务到期的偿还压力。

表 3 地方政府主导投资方向及盈利情况

地方政府主导投资方向	可能的盈利情况
一级土地开发	盈利
保障房	微利或无利
产业园区、新城区	不确定
路桥、污水处理、垃圾处理等市政配套	亏损
地铁、城铁	亏损
楼堂馆所	无产出

在这种情况下，地方政府债务的风险有多大，如何通过合理的措施保障不发生系统性债务风险的确值得我们深入分析和探究。接下来的第 4 部分，我们将详细分析地方政府有哪些资产可以用于偿还债务，进而评估中国地方政府的债务风险。

4 地方政府偿债能力分析

关于地方政府的偿债能力，市场普遍认为地方政府财政收入、地方政府性基金（主要是土地出让金）收入是其最直接、最主要的偿债资金来源。但除了上述部分外，还需要考虑国有企业经营收益、国有企业净资产、国有非经营性资产以及资源性资产等方面的状况，因为政府债务用于投资也形成了一定的资产，尽管其流动性弱，变现能力较差，但在最终还债时，它还是会增强政府的偿债能力。因此，在本文中地方债务的可偿债资产包括：1）地方政府财政收入，2）地方政府性基金收入，3）地方国有企业经营收益，4）地方国有企业净资产，5）国有非经营性资产，6）资源性资产六个方面。

1）地方政府财政收入：主要包括税收收入、非税收入和中央税收返还和转移支付，其中税收收入主要包括国内增值税、营业税、所得税等，非税收入主要包括行政事业性收费收入、专项收入、罚没收入等。根据我们此前的相关研究（俞乔，2013），2012 年地方政府财政收入合计约为 106439 亿元。但考虑到财政收入很多是必要的公共支出、其需要做到收支平衡，因此实际上能用于偿还债务的额度不大，例如 2012 年地方政府财政支出约为 106974 亿元，支出规模略大于其收入。

表 4 2012 年地方政府财政收入及构成

收入类别	税收收入	非税收入	中央税收返还和转移支付	合计
金额（单位：亿元）	47319	13759	45361	106439

2）地方政府性基金收入：是指地方政府及其所属部门根据法律、行政法规和中共中央、国务院文件规定，通过向社会征收基金、收费，以及出让土地、发行彩票等方式取得的收入，其中土地使用权出让收入是最主要的构成。2012 年的地方政府性基金收入为 35396 亿元，其中土地使用权出让收入占到了 26652 亿元。

3）地方国有企业经营收益：是指地方政府持有股权的实体经济企业及金融机构的收益，2012 年地方政府国有资产经营收益为 525 亿元。

4）地方国有企业净资产：是指地方政府持有的国有企业总资产减去其负债。尽管正常情况下偿债不会用到该部分资产，但也不排除在必要的时候通过出让地方政府持有的国有企业股权来进行偿还债务。根据国务院发展研究中心的数据，截止 2010 年底，国有企业总资产为 64.02 万亿元，国有资产总量[®]为 18.54 万亿元，其中地方政府持有的国有企业净资产为

[®] 国有资产总量是指属于国家所有的净资产部分。

99001 亿元（赵昌文，2013）。经过过去两年的增长，该部分资产应在 10 万亿元以上。

5) 国有非经营性资产：是指行政事业单位所持有的资产，如政府行政大楼、教育机构、医疗机构等所持有的资产。我国的这部分资产规模较大，当然不到迫不得已之时，绝大部分国有非经营性资产不会用于偿还债务。但近年来通过借债兴建的一些超标、超规定的楼堂馆所、办事机构场所等应该按照相关规定出售，以用于偿债。近来已有人提出这类观点^⑨。国有非经营性资产的估计数据来自《中国会计年鉴》，据其统计这部分资产规模约为 8 万亿元左右。

6) 资源性资产：这一部分资产主要是指根据国家法律规定属于国家所有的经济资源，如：国有土地、森林、矿产等。李杨等（2012）对中国资源性资产中的国土资源总价值进行了估算，认为这一部分价值大致约 44.3 万亿元，这是地方政府未来卖地可得到收入的最大值。

表 5 地方政府可偿债资源及构成

可偿债资源	价值（单位：亿元）
地方政府财政收入	106439
地方政府性基金收入	35396
地方国有企业经营收益	525
地方国有企业资产	约 100000
国有非经营性资产	约 80000
资源性资产	约 443000
合计	约 765360

在厘清了地方政府各种可偿债资产价值后，我们将这六个方面相加，可得出地方政府的最大偿债能力，约 76.5 万亿元。从这个角度讲，地方政府的资产负债率约为 25.4%，在理论上地方政府债务还没有达到资不抵债的风险临界点。

但是，资源性资产存在变现能力及流动性的难题，而国有非经营性资产的出卖也不单单是一种经济行为，如果扣除这两者，地方政府的资产负债率就会迅速上升至 80% 左右，当还债高峰来临时，将出现严重的流动性风险与支付风险。

如果再进一步看“负债/收入”指标，可以算出 2012 年地方政府的总收入（包括财政收入、基金收入和国有企业经营收益）为 142356 亿元，因此其“负债/收入”指标高达 136.4%。从这个角度来看，当短期地方政府债务大量到期，其债务偿还存在着巨大的期限错配风险。

由于地方政府的债务大部分属于中短期负债，当地方政府收入不足以偿还全部债务，而资产的处置和变卖又需要一定的时间周期。因此中央和地方政府应当高度重视这一问题，以

^⑨ 2013 年 8 月，许小年对《财经网》记者表示：“目前来看地方债务问题很严重，地方政府花钱没有约束，导致债务过重，而短期来看通过出售地方政府的国有资产还债不失为一种解决办法。”

避免出现债务偿还的流动性风险、资产错配风险、部分地区违约风险等叠加效应导致的地方政府债务支付危机。

5.地方债务形成根源及治理

从以上分析来看，地方政府出现资不抵债风险的可能性不大，但其债务偿还的确存在流动性风险和部分地区的违约风险，蕴藏着较大的地方债务信用危机。对此，我们将分析过去几年地方政府债务快速扩张的根源以及对公共债务进行治理的政策建议。

5.1 地方政府债务形成根源

我国地方政府债务迅速攀升既有宏观经济环境变化的外部因素，也有公共治理缺陷的内在原因。我们将其归结为以下几点：

第一，在全球金融危机的大环境下，主要市场经济体的政府均扮演了最后拯救者的功能，特别是主要央行的非常规宽松货币政策与危机时期对部分金融机构暂时国有化举措，这种非常态的政府行为加强与激发了中国各级政府进一步直接影响和参与经济活动的冲动。过去几年宽松的货币政策提供了巨额流动性，从源头上起到了推动超规模投资的效用，而投资的资金大部分来源于银行贷款、企业债券、信托等债务融资方式，这势必造成地方债务的迅速攀升。因此，近年来资产负债率上升最快的便是政府及国有企业。此外，我国政府和国有企业已经扮演了过重的经济角色，严重削弱了市场机制的建设；政府与国企投资还严重挤压了私人部门的投入。

第二，过去几年快速增长的财政收入，特别是土地价格快速上涨使地方政府形成了“扩张性心态”。过去的五年里，政府财政收入每年都保持了 20% 以上的增速，部分地方甚至高达 30-40% 的增长幅度。这使得地方政府养成了“敢于花钱、勇于花钱”的习惯。但随着经济增长水平的下行，地方政府并未及时调整思路，仍试图通过举债来维持 GDP 政绩，这也是在 2010 年国务院发布地方政府债务总量为 10.4 万亿元后，地方政府债务扩张仍未得到有效遏制的原因。

第三，中国政府结构的制度安排也是地方政府过度负债的一个根源。由于我国是单一制的政府体制，地方政府是中央政府的“分公司”，并非财务独立的“法人单位”。因此，当前的地方政府存在极为严重的预算软约束。对于地方主官而言，他们扮演着典型的“政治企业代理人”的角色，其目标往往是当前政绩的最大化，而高负债则是推动 GDP 增长、立即见效的不二方法；对于债权人而言，他们则认为地方政府债务隐含了中央政府的背书，中央政府不会坐视地方政府破产。实际上，地方债务的迅速扩张也是在透支中央政府信用。这一点需引起中央政府的高度重视。而且，现有银行体制也是其中一个重要原因，银行几乎全为国有，在中国极强的“政治经济学”环境下，银行自然对国有企业、地方平台公司全力支持，而不愿对以中小企业为主的民营企业发放贷款。

第四，地方政府融资的决策机制问题也是造成地方政府过度负债的重要原因。当前，地

方政府融资行为基本上是书记、市（县）长拍脑袋决定，国内市场有形象的说法“书记是董事长、市长是总经理”，本应具有监督、问责权利的地方人大却形同虚设，整个决策流程被主官的意志左右，这使得很多地方政府的融资行为并没有、也难以进行事前充分论证。

最后，地方政府财政状况的不透明极大的助长了各利益相关方的道德风险，从而加剧了地方当局的过度负债。地方债务的不透明直接导致多方面的信息不对称：中央政府不了解地方政府的真实负债规模，地方政府主官难以掌握所有下属部门的债务负担与结构，市场投资者与金融机构不能确定地方债务的总体风险，负债机构不了解内部人的败德行为。这些因素综合效用大大恶化了地方政府的真实负债情况。

5.2 治理思路

尽管我们判断中国短期内应该不会出现资不抵债、破产清算的风险，但债务的流动性风险、资产错配风险依然需要高度重视，并及时采取有力措施加以化解。在此，我们从中央政府、地方政府、金融机构、私人部门等几个方面提出意见和建议，供决策者参考和研究者探讨。

首先，中央政府不能再通过超发货币、用隐性的通货膨胀税来加以化解未来可能的债务风险，再用此法可能会将债务风险传递为汇率风险。因为，无论是人民币的绝对发行量（广义货币发行量 M_2 ），还是相对发行量（马歇尔 K 值）在全球所有主要经济体中都是高居榜首，人民币本身也存在着一定的汇率风险。此法乃是饮鸩止渴之举，同时也是对全社会财富的侵蚀。中央政府应明确地方政府的偿债主体责任，不能大包大揽；在逐一调查厘清真实债务和地方政府已尽全力的基础上，通过中央政府建立偿债基金作为一种补充，其目的是缓解部分地区的流动性短缺出现的信用违约，为地方政府逐渐弥补资金缺口“购买时间”。与此同时，必须硬化地方政府的预算约束机制；偿债基金的使用不能无偿，需计算相应的成本。

而且，应及时控制债务存量水平并使其透明化，就目前的债务规模而言，尽管有较大的利息及本金偿付压力，但总体而言，地方政府尚有足够的资产和资源用于偿还债务。随着经济的平稳增长，通过“政府-企业-居民”三部门体内循环，实现地方政府的退出和居民部门的进入，其债务风险还是可以得到化解，但断然不可再大幅增加负债。鉴于地方政府融资方式的多样化及隐蔽化，债务总额的透明化是控制地方债务规模的必要条件。中央政府可建立一些类似于“债务总额/GDP”、“债务总额/一般预算收入”的刚性量化指标，通过法律法规要求地方政府公布各类债务，同时还必须对地方债务形成刚性市场约束机制。

第二，地方政府不能一直过无约束的“好日子”，一定需要削减支出，降低效益低下的各类投资，在覆盖未来利息支出的同时，逐步降低债务存量水平。引进社会资金，进行债务重组，实行公私合作模式（public-private-partnership）是一个重要的解决路径。一方面，过去在“四万亿投资”期间，“国进民退”现象非常明显，政府和国有企业通过借贷主导大规模的投资，大量民间投资被挤出，但事实已经证明这种方式效率非常低下，未来必须将民间资金有效地引导到实体经济中来，借以提高实体经济不断下滑的全要素生产率。另一方面，当前整

个经济已经背上了沉重的债务枷锁，而在“债权-债务”结构中，政府和企业部门是债务人，居民部门是债权人，只有通过资产剥离重组、引入社会资本，将“债权-债务”结构转换为股权结构，才能有效降低整个经济体的债务包袱，重新轻装上路。

另外，国外一些有效的偿债创新也可以参考。例如，对债务负担严重的地方政府来说，可借鉴意大利政府近年应对欧洲主权债务危机的“售后返租”方式，将政府的非经营类资产出售，以获取资金偿还债务，同时只需花一小部分资金租赁使用售出资产，从而缓解政府短期的偿债压力。

第三，银行体系是地方债务的主要提供者，当前监管当局公布的低水平银行贷款不良率很可能是信息失真的结果，这将造成对潜在债务风险的严重误判。通过信贷、理财产品及其它间接流向地方债务的银行资金等估计占银行总信贷额的 25%-30%之间，银行需对理财产品和其它渠道流向地方债务的资金分类清理，对于已形成的、或可能形成的呆坏帐，应该借鉴过往的成功经验进行及时、有效的处置。例如 90 年代比较成功的“债转股”，有效地将债权人的债权转化为股权；又如资产证券化，将过去投资中形成的固定资产进行证券化；再比如通过已有的不良资产管理方法解决债务问题。

另外，融资方式方面也应该“开正门、关后门”。回顾过去 5 年的地方政府债务扩张史，我们发现其举债方式在中央不断出台限制政策后，越来越多样化，越来越隐蔽化。从最初的信贷、债券，到后来的信托、融资租赁、各种形式的发展基金。融资方式的复杂化、隐蔽化带来了更多的寻租空间，也使得地方政府的债务成本不断上升。信贷、债券 7% 以内的利息成本尚可持续，而 10% 以上利息率的信托资金、融资租赁必将把地方政府债务带入绝境。因此，在控制总量的前提下，放开银行信贷和市政债券融资，而限制信托、融资租赁等利率奇高的融资模式，有效降低地方政府债务的利息成本。

最后，由于我国私人部门的资产负债状况比较好，因此未来通过“政府部门-私人部门”的资产与资金交易，应当是消化地方政府债务的有效方法。但这个过程需要进行若干相关制度的完善：1) 坚持公开与透明的原则，杜绝私下进行幕后交易，以防止可能出现的道德风险；2) 鼓励本地社保、养老基金参与，为这部分资金提高收益拓宽投资渠道；3) 优先组织本地居民募集基金和信托资金投资自来水、污水处理、垃圾处理、地方电力、收费交通等有长期稳定现金预期、并有较大价格调整空间的项目上，使本地普通居民能够享受优质资产带来的长期收益，而不是向少数暴富群体倾斜；4) 在此基础上建立本地公众作为投资人广泛参与的良好公司治理结构，解决地方国有企业长期以来难以解决的治理缺陷。

6. 结语

本文研究了中国地方政府债务的形成过程、规模及构成，通过细致统计包括银行贷款、地方政府债、融资平台债券、信托融资、BT 融资等形式在内的债务融资方式，得出中国地方政府当前的债务总量约为 19.41 万亿元。笔者一并分析了地方政府的各种可偿债资产，包括财政收入、政府性基金收入、国有企业经营收益、国有企业净资产、国有非经营性资产以

及资源性资产等，得出地方政府的可偿债资源最大值有 76.54 万亿元，出现资不抵债风险的可能性不大，但其债务偿还的确存在流动性风险和期限错配风险。文章还探讨了地方政府债务的形成根源及治理方式，指出投资驱动的经济增长方式、地方政府的扩张性心态、我国单一制的政府体制下地方政府预算软约束、融资决策的代理人问题和管理层面的道德风险都是地方政府债务扩张过快的深层次根源。我们提出了一些控制和化解债务风险的举措，它们包括：通过提高地方债务透明度，量化债务指标、制定相关法规、以形成法律规定与市场约束的双重机制来控制债务总量；通过资产证券化、“售后返租”、公私合营（PPP）等方式来化解债务风险。

参考文献:

- [1] Agniar, M., G. Gopinath. Emerging Market Business Cycle: The Cycle is the Trend, *Journal of Political Economy*, 2007, 115(1):69-102.
- [2] Bernanke, B., M. Gertler. The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspective*, 1995, 9(3):27-48.
- [3] Bernanke, B., M. Gertler. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review*, 2001, 91(2):253-257.
- [4] Calvo, G., Servicing the Public Debt: The Role of Expectations, *American Economic Review*, 1988, 78(4): 647-661.
- [5] Frankel, J., A. Rose. Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, *Journal of International Economics*, 1996, 41(11):351-368.
- [6] Goldman Sachs, China's Credit Conundrum: Local Government Debt Deep Dive, Sept. 2013.
- [7] Jeanne, O., A. Guscina. Government Debt in Emerging Market Countries: a New Dataset, IMF Working paper, 2006.
- [8] MacDonald, J. A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy. [M] Prentice Hall, New Jersey, 2006.
- [9] Reinhart, M., K. Rogoff. This Time is Different, China Machine Press, Beijing, 2012.
- [10] Reinhart, M., The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 119(1):1-48.
- [11] Reinhart, M., K. Rogoff, and M Savastano. Debt Intolerance, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2003, 1-74.
- [12] Reinhart, M., K. Rogoff. Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, *American Economic Review*, 2008, 98(2):339-344.
- [13] Serge, W., Eurozone Sovereign Debt Crisis, working paper, New York University, 2011.
- [14] O Jeanne, A Guscina. Government Debt in Emerging Market Countries: a New Dataset, IMF Working paper, 2006.
- [15] 陈莹莹. 尚福林: 地方融资平台贷款规模为 9.3 万亿, 中国证券报-中证网, 2013-3-7.
- [16] 董冠洋. 前财长项怀诚称中国地方政府债务或超 20 万亿, 中国新闻网, 2013-4-6.
- [17] 李扬, 张晓晶, 常欣, 汤铎铎, 李成. 中国主权资产负债表及其风险评估(上), 《经济研究》, 2012, 533(6):4-19.
- [18] 李扬, 张晓晶, 常欣, 汤铎铎, 李成. 中国主权资产负债表及其风险评估(下), 《经济研究》, 2012, 534 (7):4-21.
- [19] 黄芳娜. 中国地方政府债务管理研究, 财政部财政科学研究所博士论文, 2011.
- [20] 郑春荣. 中国地方政府债务的真正风险: 违约风险之外的风险, 《公共行政评论》, 2012, 12(4):52-76.

- [21] 刘向耘,牛慕鸿,杨婷. 中国居民资产负债表分析,《金融研究》,2009,10:111-121.
- [22] 许伟,傅雄广. 中国居民资产负债表估计: 1978-2011.国务院发展研究中心工作论文, 2012.
- [23] 马德威,齐丹,王志浩,李炜,刘健恒,符铭财. 亚洲债务大起底. 渣打银行工作论文, 2013.
- [24] 俞乔.《2013 年中国市级政府财政透明度研究报告》,清华大学出版社,北京,2013.
- [25] 赵昌文.《中国企业发展报告 2013》,中国发展出版社,北京,2013.