自2008年四万亿[经济](http://www.chinairn.com/yjbg/moref15f18f72ff1.html)刺激政策以来，地方政府承担的债务迅速上升。受今年[房地产](http://www.chinairn.com/report/20140327/083504292.html)相关税收增幅明显回落等因素的影响，地方财政收入增速放缓，化解地方债务风险成为各方关注的焦点。

　　当前，我们面临着这样一个根本问题：未来的城市化如何又快又好地持续下去？这一问题又面临两个挑战：第一，现有的城市化模式还能持续吗？如果不能持续，如何化解其带来的债务风险；第二，构建新型的城市化发展模式，不仅需要寻找长效的、稳定的建设资金来源，更需要对地方政府的功能重新审视和定位。

　　如何看待融资平台和土地财政

　　复旦大学王永钦负责的课题对地方政府融资平台及345家城投债进行了理论与实证研究，认为融资平台实际上是受到流动性约束的地方政府在经济发展过程中进行的[金融](http://www.chinairn.com/report/20140327/112600526.html)创新。

　　用土地作抵押的项目以及用该项目作为抵押品的[证券](http://www.chinairn.com/report/20131211/134417367.html)化资产（ABS），实质性创造了安全资产，不仅为地方政府提供了城市化和经济增长的资金需求，也为企业和[投资](http://www.chinairn.com/yjbg/moref15f12f48ff1.html)者提供了足够的优良资产。地方融资平台在一定历史时期，是比较合适的融资安排。

　　但以土地及其衍生品作为抵押的金融体系过度依赖土地和住房，容易产生泡沫化和去工业化（挤出实业）的现象，且由于其顺周期性特点，会加剧经济波动。这严重制约了中国未来经济增长的潜力，是中国经济可持续发展的障碍。从长期看，中国需要对金融体系进行改革和重新设计。

[上海](http://www.chinairn.com/area/shanghai.html)[交通](http://www.chinairn.com/report/20140319/091151876.html)大学黄少卿与施浩对[基础设施](http://www.chinairn.com/report/20140308/10171576.html)投资的研究表明，基础设施与生产设施的投资存在一种"最优比例"。如果比例不当则会产生效率损失，如1997年，由于基础设施相对生产设施的投资不足，大约损失3.65%的GDP。其后因新增[基建](http://www.chinairn.com/report/20131106/150513127.html)投资，投资结构得到改善，至2003及2005年，由于基础设施相对生产设施投资不足导致的GDP损失收窄到0.67%。2008年开启的四万亿计划使得基础设施投资相对过剩，到2009年，这个损失又上升到1.05%。

　　从2008年经济刺激计划对地方财政风险的影响来看，以贴现率为10%计算未来30年收入的现值，发现大部分地方政府并未因此带来财政风险，但[青海](http://www.chinairn.com/area/qinghai.html)、[新疆](http://www.chinairn.com/area/xinjiang.html)、[云南](http://www.chinairn.com/area/yunnan.html)、[贵州](http://www.chinairn.com/area/guizhou.html)和[内蒙古](http://www.chinairn.com/area/neimenggu.html)等地的地方财政收入中额外增长的部分可能难以补偿投资成本，存在财政风险。

　　在未来的城镇化进程中，我们要注意到，为推动城市化而进行的短期过快基础设施投资，有可能影响两种资本的配置效率，加大地方财政风险。

　　地方债务规模上升的主要原因

　　有些学者将地方债务规模上升归结为中央地方财权和事权不对称，我们研究发现，央地财权和事权不对称固然促进了地方举借发债，但两者因果关系不明显。复旦大学傅勇负责的课题认为，要理解地方政府债务的产生，需要从中国整体经济发展模式、财政制度与金融体系的关系上来审视。

　　过往30多年，中央政府通过财政分权，形成了地方政府经济增长的激励，同时又通过金融集权保留了调控的抓手，以限制地方竞争的金融杠杆及其引发的经济过热。金融集权成为控制财政分权负面效应的配套制度安排。

　　当前地方政府形成的债务来源于2008年放松地方的金融融资约束。现有体制下，事权界定不清只不过是债务产生的必要条件，但并非根本原因。

　　上海交通大学黄韬负责的课题从制度的法律文本上梳理了中央与地方政府分别拥有的事权及其变革，发现法治化程度的缺失导致中央与地方的事权与财力不匹配，且这种不匹配关系一直处于拉锯状态。

　　在融资方式上，中国有别于以美国为代表的资本市场主导型融资，与欧洲、日韩有相近之处；人口规模与国土面积上，中国有别于东亚、欧洲，与美国有相近之处；发展阶段上，与巴西、印度有相近之处。

　　中国社科院何帆负责的课题着重考察了韩国和美国的案例。

　　中韩同处东亚[文化](http://www.chinairn.com/report/20140327/10561515.html)圈，习惯、文化较为接近；经济发展模式都是出口导向型经济，储蓄率较高；中央政府财政情况较好；发展阶段，韩国略超前于中国，可供学习的经验并不过时，且成功跨越"中等收入陷阱"，韩国还遭受亚洲金融危机的考验，恢复得也很快。所有这些都显示，韩国走过的路可能有借鉴和研究意义。

　　研究发现，亚洲金融危机后，韩国地方税改革基本停止，中央政府转移支付显著增加，这加强了中央对地方的控制能力，并取得良好效果。韩国地方债务流量和存量低，风险小，仍在循序渐进阶段，中央对地方债务严格[管理](http://www.chinairn.com/report/20140327/091422277.html)且程序化。地方[债券](http://www.chinairn.com/report/20130711/103755170.html)的购买方中，大部分来自于中央政府[基金](http://www.chinairn.com/report/20140321/102424910.html)，有转移支付的影子。市场化的地方债比例非常小。与城市建设相关的地[铁](http://www.chinairn.com/report/20140328/11511866.html)债和地域发展债采取"强制债券"的模式，即"谁受益谁融资"。

　　相比韩国，作为成熟的发达国家，美国当前的[基础设施建设](http://www.chinairn.com/report/20130831/102603810.html)为我们提供了另一制度下的图景，如借债方式是否恰当、债务开支是否得宜、债务规模是否可控、债务的风险如何评估和防范等等。

　　美国明尼苏达大学赵志荣负责的课题对明尼苏达州的交通设施投融资进行了研究，从政府和市场的职责分工、各级政府间的协作、现金流和债务融资的取舍、税费手段的选择和设施定价水平等五个维度深入"解剖一只麻雀"。

　　在美国，基础设施投融资的原则是User-Pay，即设施受益和财政责任相匹配。在税收的使用上，美国州政府将日常预算和资本预算分离，就交通设施融资单独进行预算和投资。在融资来源上，2010年明州的交通资金35%来自地方政府，25%来自州燃油税，15%来自联邦政府，15%来自州政府的机动车辆登记税，剩下10%是州政府的机动车销售税。

　　在资金划拨上，将交通设施分为三类，包括主干[公路](http://www.chinairn.com/report/20140322/100624209.html)系统、公交轨道系统和地方道路系统。州政府将交通经费的62%分配到州主干公路基金，29%补助给县公路，9%补助给城市街道。明州双城地区的公交运行费用和明州的公交轨道系统，资本性支出80%以上由联邦政府承担。在[运营](http://www.chinairn.com/yjbg/moref15f2f11ff1.html)方面，三分之一左右的资金来源于车票收入，其余需要依靠房产税和销售税补贴。联邦政府、州政府和县政府都有法律规定的补贴，其中三分之二的公路里程归于县政府的交通补贴系统。整个交通融资系统都被纳入极为精细的法治化体系中。

　　不只是明州，美国联邦政府和其他州政府也开始研究和实施新的手段，来支持交通财政，如尝试从燃油税向里程收费过渡，同时征收各种形式的拥堵费，并将因基础建设导致的各类溢价通过征税让受益者付费。

　　短期地方债务维稳很重要

　　从全局来看，化解存量的地方政府债务，设计未来地方政府融资的新渠道，是政策[技术](http://www.chinairn.com/yjbg/moref15f1f4ff1.html)层面需要面对的难题。

　　在这个过程中，要防止因为央地事权关系法治化而带来的新问题。为此，需要我们找到一种替代性机制，以控制地方政府的预算软约束。结合当下中国的实际情况，金融市场投资者的行为选择可以起到有效控制地方债务规模的作用。将地方政府的举债行为放在金融市场的外部约束中，可以有效制止地方政府过度举债的现象。要让这一机制发挥作用，一个必要前提就是修订预算法赋予地方政府独立的发债权限，促成地方政府隐性负债朝着显性化的方向转变。

　　以县及以上层级地方政府为单一信用主体，承接相应的债务，并发行地方债券，置换原有融资平台的信贷债务，可能是一个更有效的措施。因为在金融体系欠发达的情况下，最适合的金融工具是债券。在政府治理水平日渐提升之时，地方政府债券和融资平台的企业债券，是可以比拟土地的另一种相对安全的资产。

　　以地方政府信用来发行地方债券还可以解决更多的问题，例如房地产投资挤出实业。这方面中国应该借鉴德国和日本的经验教训。在允许储蓄系统的资金可以自由流向房地产业（此前是导向实业）后，日本的资产泡沫就达到了无以复加的地步，最终在1990年破灭了。

　　中国当前房地产的挤出效应和泡沫苗头已经显现。地方债的出现将为居民提供可以充当抵押品和保值手段的安全资产，此时将房地产承载的过量金融功能剥离，有利于化解房地产泡沫，"挤入"实业投资。

　　同时，放开地方政府的发债权限，提高地方债在地方政府融资中的比例。让[债券投资](http://www.chinairn.com/report/20130711/081348441.html)人自行去判断地方政府融资平台的投资效率，这样即使个别[投资项目](http://www.chinairn.com/hyzx/tzrd.html)有风险，也是风险自担，不会累及整个金融系统。

　　近几年内，地方政府债务的可持续性维持十分重要。对此，我们的建议如下：第一是省市县的财政体制在短期内不要发生重大变动，政策核心在于如何缓解债务的到期偿付；第二是解决目前地方政府债务的期限错配，将债务进行ABS再证券化，把[银行](http://www.chinairn.com/report/20140329/09261267.html)对地方政府的贷款打包成债券然后卖掉，拉长融资期限匹配项目期限；第三，为了保证前述目标的实现，需要全面梳理地方政府自主发债、推进金融市场化，比如权威高效的信用评级公司、利率市场化、消除基建项目的国家信用隐性[担保](http://www.chinairn.com/report/20140110/160010223.html)等。

　　可供选择的其他地方融资工具

　　借鉴国际经验，中国城市化发展过程中，除了地方政府自主发行债券以外，上海[财经](http://finance.chinairn.com/)大学王茵负责的课题参考国际经验，列举了中国未来地方政府可供选择的融资工具，如下：

　　房产税（PropertyTax）：针对房产价值征税，是在全球使用最广泛的一种价值捕获方式。当公共基础设施项目提高了土地价值时，该税就可捕捉到土地价值的增加。

　　税收增额融资(Taxincrementfinancing)：用在老城区的经济再发展项目上。地方政府发放债券，改进衰败地区的基础设施，促进本地区的[商业](http://www.chinairn.com/yjbg/moref15f10f40ff1.html)发展，提高本地房产价格。额外增加的房产税用于偿还该债券。债券还清后，房产税率回归正常水平。美国在芝加哥（地铁和地铁站）、波特兰（轨道车和[轻轨](http://www.chinairn.com/report/20140305/115336968.html)）、苏格兰（旧城改造）等地均大规模使用。

　　特别评估（SpecialAssessmentDistricts）：政府为提高某商业区的公共[服务](http://www.chinairn.com/report/20140327/110037871.html)而借债进行建设，并对该区的全部房产征收额外税收来偿债。[商业地产](http://www.chinairn.com/report/20140328/112925503.html)的价值会增加，来此消费的顾客会更多，带来增税的基础。在北美有1500个商业促进区（BusinessImprovementDistricts）。对该区商业征收特别的税费，提供更好的[公共服务](http://www.chinairn.com/report/20131205/133841904.html)。这种方式在中国[可行性](http://kybg.chinairn.com/)高，不涉及大范围的、制度层面的改革。

　　发展影响费（DevelopmentImpactFees）：对新发展区域内的开发商征收的一次性费用（计算公式以每一栋楼房为基础），支付该区内因[房屋](http://www.chinairn.com/report/20140110/163818405.html)开发而需额外提供的公共服务和设施。类似于捐税（Exaction），区别是可用于支付场地外的服务，比如地方道路、学校和公园。开发商付费，政府提供基础设施，土地开发带来的人群享受设施。在美国26个州推行，提供消防、警察、图书馆、政府管理、公园、下[水管](http://www.chinairn.com/report/20140319/1021027.html)道、[污水](http://www.chinairn.com/report/20140313/090115154.html)处理、学校和道路等服务。这种方式在中国可行性高：只针对开发商，一次性收费。

　　协商性捐税（NegotiatedExactions）：类似发展影响费，但没有正式计算公式，也不可用于场地外的基础设施建设。该税是开发商为场地内区域安装特定的基础设施，或者支付现金。在中国可行性高，已有类似做法，如开发商建小学、配套公共设施等。

　　联合开发（JointDevelopment）：建造一个交通设施（站台或[高速公路](http://www.chinairn.com/report/20140310/14142172.html)交汇口），由紧挨着的土地开发商或者商户们来建造或者出资。方式包括一次性付费、年度[租赁](http://www.chinairn.com/report/20140317/143053162.html)费用，或者直接建造交通枢纽设施。在中国可行性高，已有类似作法。

　　专门性税费（DedicatedTaxesandFees）：专款专用，在美国大量使用，覆盖如州际高速公路和大众交通(600611,股吧)等领域。

　　公私协作（Public-PrivatePartnerships）：中国财政部正在力推的措施，利用私有资源提供公共服务，从上世纪90年代初BOT，到最近的BT，已形成一揽子的具体办法。