

“影响篇：银行

警惕风险敞口扩大 银行贷款大幅下降

■ 杨中华 报道

有助于“摸清家底”，控制系统风险的《全国政府性债务审计结果》终于发布，而与审计署2011年6月发布的数据相比，商业银行贷款余额在地方债务中的占比从79.01%下降到57%，截至2013年6月末，为10.12万亿。

风险似乎在下降，2013年下半年地方债务的偿债高峰已悄然而过。但警报远未解除：2014年偿债占比达到21.89%，为近年来偿债的高峰。而且在商业银行贷款下降的同时，表外融资则更加激进。从两次审计报告看，债券、信托、融资租赁等都成为了新的融资方式，反而更麻烦：不易于监管而且融资成本较银行贷款高。

面对地方债务问题，审计机构也建议规范政府举债融资机制以及政府性债务管理责任制。瑞银特约首席经济学家汪涛建议削减地方政府支出，逐步建立地方主体税种以及允许地方政府更多通过长期债券来缓和债务偿付压力。

银行贷款大幅下降

在市场关注中央和地方债务数据、投资方向以及债务偿还期限的同时，作为市场资金的最大融出方——商业银行，在此次全国债务审计中贷款余额的规模，在大幅下降。

根据2013年12月30日国家审计署公布《全国政府性债务审计结果》，截止到2013年6月末，地方各种债务中商业银行贷款余额共约10.12万亿，分为地方政府负有偿还责任的债务55252.45亿元，政府负有担保责任的债务19085.18亿元，政府可能承担一定救助责任的债务26849.76亿元。

而此次增加了乡镇一级之后的审计结果，更能够清晰地看到商业银行在整体地方债务中的模样。

在地方政府整体债务中，2013年6月末，商业银行贷款余额占比为57%。而在两年前，审计署通过对部分省市县等地审计结果显示，截止到2010年末地方政府三类债务银行贷款余额为84679.99亿元，占整体地方债务79.01%。

第一创业的一份研究报告认为，债务结构上，商业银行贷款的占比不断降低也符合市场预期。这说明近年来通过监管部门的严格监管，贷款规模的的确得到了有效的控制。

曾经迷雾笼罩的地方债务中银行贷款规模，除了国家审计署给出的审计结果外，作为商业银行监管部门——银监会公布的融资平台规模也提供了另外一个视角。



银监会的数据显示，截止到2013年6月末，监管部门统计的融资平台规模约9.7万亿。而从2013年起，监管部门对于融资平台规模的统计方法也有所改变。在2013年年初监管部门工作会议中，监管部门要求对于融资平台实施全口径统计。

一位银行人士认为，近些年，银监会一直执行“总量控制、分类管理、区别对待、逐步化解”的政策。使得地方融资规模总额得到了很好的有效控制，但是地方政府的融资需求确实存在，同时也导致了类似基础设施信托、理财产品、债券以及融资租赁等多种融资方式规模迅速扩大。

在12月16日，银监会主席尚福林指出，按照中央着力防控地方债务的要求，进一步健全对地方政府贷款的风险识别、评级与管理机制，确保平台贷款余额不增。

警惕风险敞口

监管层严守银行融资，新的主体、新的方式进行融资却层出不穷。

汪涛认为，从2010年底的10.7万亿到2013年6月17.9万亿，地方政府债务在仅仅两年半时间里大幅增加67%。即便剔除2011年审计未覆盖的乡镇级债务，较2010年增长64%，年复合增长率达21.8%，远超名义GDP增速。

“这意味着，尽管过去2-3年间银行平台贷款的监管趋严，但地方政府债务并未得到有效控制。这是因为地方融资平台通过各种途径从金融系统的庞大资金池中汲取资金，且融资方式‘日新月异’。正如审计报告中所披露的，地方政府正更多地利用债券市场和更为复杂的表外信贷来规避对地方融资平台贷款的监管收紧。”汪涛指出。

上述银行人士则认为，虽然融资平台总量控制较好，但是从审计报告中显示的信托、城投债等，都与商业银行的资金有着千丝万缕的联系。

从审计报告政府债务资金来源中可以看出，在地方政府负有偿还责任的债务中，发行债券额度为11658.67亿元，占比10.7%。信托融资7620.33亿元，占比7%。证券、保险业和其他金融机构融资2000.29亿元，融资租赁7511.7亿元。

对于地方债务中的债券融资，发改委有关负责人强调道，2014年是企业债券偿债高峰，预计将有1000亿元城投债券到期兑付。要求投融资平台公司按照约定落实偿债资金来源，切实防范风险。

早在2012年银监会第三季度分析会中，监管部门就注意到融资平台通过城投债进行融资。根据统计数据，2012年，仅城投债融资规模就达到约6400亿元。

同时，监管部门警告道，由于城投债市场认可度不高，导致承销银行被动持有债券，使得平台债权风险仍大量留在银行体系内，风险并未得到有效分散。

除了城投债规模大幅增长之外，信托融资规模也有着显著地提高。而近两年，基础信托的发行数量有所增长，信托总规模也超过了10万亿，同时部分信托产品也出现了风险。

华泰证券研究报告认为，如果考虑到银行持有的债券资产、信托受益权中也存在较大部分的地方政府债务，因此虽然银行持有的资产类别有所变化，风险存在部分释放，但是实际上银行资产类别中关于地方政府债务的风险敞口仍然较大，假设按照40%的比重进行简单推算，地方政府债务中涉及到银行资产的比重将增加至74%。

汪涛则提醒道，随着越来越多的融资活

动在缺乏适当监管的银行表外发生，资产质量可能在恶化、潜在的信用风险有所上升。

多措施防范债务风险

在市场担忧地方债务风险的同时，市场也作出了自己的选择。

在香港上市以处理不良资产为主业的信达资产管理公司，受到市场热捧，上市首日涨幅为257%。而国内上市的16家银行股，股价跌破每股净资产的阵营逐步扩大。

中金研究报告则认为，市场对地方政府债务的担忧，以及由此衍生的对银行存量资产负债表的不信任是导致银行股破净的重要原因。

根据审计报告可以看出，在2013年7月至12月以及2014年到期需要偿还的政府负有偿还责任债务分别占22.92%和21.89%，到期偿还额度较大。而2014年如何解决地方债务快速增长以及融资方式更加隐蔽不易监管等诸多问题，也将会成为银行股修复估值的重要前提。

面对如何解决地方债务以及未来城镇化建设资金问题，央行行长周小川则多次提及市政债。在2013年9月9日，央行发布的周小川署名文章《资本市场的多层次特性》中讲道，市政债的操作原理与融资平台差别不大，但显然更规范，它则依赖未来合法的税收收入来源。

中金公司则建议道，重申化解存量债务的可能方案：包括建立省级资产管理公司进行债务重组；配合国企改革督促地方政府通过变卖资产偿还债务；注资政策性银行、加快处置地方性金融机构。“应该设法用期限较长的债券来置换地方政府的短期银行贷款和信托贷款。”美银美林经济学家陆挺建议道。

“方案篇：政府

中央解决地方债问题方案渐明

■ 李灵修 陈小因 报道

地方债务审计结果的公布，中央有关解决地方债问题的方案也渐趋明朗。除了发新债替换旧债、严控影子银行规模等治标举措外，亦正准备试点发行市政债，并从发债体制改革、地方政府职能转换等方面入手，建立长效解决问题机制。

事实上，监管层已注意到地方政府债务借短投长、期限错配情况的严峻性。国家发改委上周二发布声明称，地方政府成立期的融资平台公司可以发行新债，以便按时偿还到期债务，并确保融资平台继续平稳支持现有基建项目；同时还允许平台公司发行部分债券对“高利短期债务”进行置换。

北京大学国家发展研究院教授黄益平指出，地方债最根本的问题是地方政府的软预算约束，即借来的钱不一定要自己来还。这个问题导致的结果就是，不论是借钱的人还是借钱给他的人，都没有真正考虑借钱人的资产负债表。

他对此提出三点建议：首先，还是应该延续渐进改革的做法，避免一步把所有地方政府融资平台推落悬崖。其次，化解风险，关键是硬化地方政府的预算约束。以后市长、书记离任不但要做财务审计，更要做地方政府资产负债表审计。最后，需要同时推进配套的行政甚至政治改革。地方政府相对独立，甚至面对破产风险，投资者才会真正考虑投资风险，才有可能真正硬化地方政府的预算约束。

事实上，中央在淡化GDP考核方面多有举动。国务院总理李克强曾多次强调，不片面追求GDP，保持合理的增长速度。中组部上个月印发通知规定，政绩考核不以GDP论英雄，要把政府负债作为重要指标。

另有学者也在呼吁建立市场化透明度的发债机制。消息称，央行、财政部等部委已开展市政债相关的工作。

“影响篇：楼市

糊涂账风险高 部分地区楼市现崩溃式下跌

■ 刘德炳 报道

2013年6月，国家审计署公布的《36个地方政府本级政府性债务审计结果》显示：18个省会和直辖市，有17个承诺以土地出让收入来偿债，比例高达95%。2012年6000亿的土地出让净收入连支付地方债的年利率都不够。

虽然国家审计署在6月10日公布的《36个地方政府本级政府性债务审计结果》下称“《审计结果》”中谈到土地财政时言简意赅，但与2010年审计署对全国地方债的全面审计对比，最新数据表明了几个现实：2010年底，政府性债务大约有40%要靠土地收益来偿还，而现在，部分地区这一比例已经超过一半，地方政府债务偿还高度依赖于土地收益；但与此同时，土地出让收入增幅在下降，部分地方政府的土地收入越来越不能满足偿债需求，偿债压力正进一步加大。

95%省会、直辖市靠土地偿债

《审计结果》虽然不是我国地方债的全貌，但该审计调查抽取样本为15个省、3个直辖市本级及其所属的15个省会城市本级、3个市辖区，覆盖了全国一半以上的省级地区和省会城市，采集样本较广泛，具有代表性。

审计署“抽查”发现，部分地方以土地出让收入为偿债来源的债务余额增长。2012年底，4个省级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额7746.97亿元，占这

些地方政府负有偿还责任债务余额的54.64%，比2010年增长1183.97亿元，占比提高361个百分点。换言之，不少地方都以土地出让收入来偿债。

值得警惕的是，审计报告中的18个省会和直辖市，有17个承诺以土地出让收入来偿债，比例高达95%。

记者采访发现，今年上半年，在楼市调控重压之下，地方政府依然掀起了一轮卖地高潮，各地“地王”频出，据知情人士透露，原因就在于部分地方政府偿债压力增大，而不得不多卖地。从宏观面来看，最近几年，土地出让收入都占到了全国财政收入的1/4-1/3；而对于很多三四线城市而言，其土地出让收入能占到地方财政的一半。

过度依赖土地财政 使高房价更难破

这就是最近十余年来愈演愈烈的土地财政。有人称之为美酒、有人称之为毒药，无论如何，土地财政已经如滚雪球般越滚越大，从数年前的千亿元级滚到了如今的3万亿元级。

据国土资源部公开数据显示，2012年全国出让国有建设用地面积32.28万公顷，出让合同价款(即土地出让总收入)1269.9亿元，同比分别减少33%和14.7%。其中，招标、拍卖、挂牌出让土地面积29.30万公顷，占出让总面积的90.8%；出让合同价款255.7亿元，占出让合同总价款的94.8%。

上海易居房地产研究院研究员严跃进向记者表示，地方政府依赖于土地财政，一是还债渠道过于狭窄，对于部分产业经济发展不顺畅、地方财政收

入机制不健全的地方，土地资源成为最后的一根救命稻草；二是目前土地收入较易获得，由于地方政府是地方土地的唯一供给者，因此在获取土地出让金方面并非难事；三是目前对于地方债的运作仍未成熟，地方政府容易钻制度的漏洞，从而可以实现以土地收入作为偿还担保的目的。

中国社会科学院工业经济研究所研究员曹建海向记者表示，一大半的债务要靠土地财政来偿还，充分表明地方政府财政状况已经被土地财政绑架了，而这显然给中国经济带来了一系列不利影响。最典型的就是当前房价泡沫越吹越大，但地方政府并没有刺破泡沫的决心，结果房价越调越高。

近年来，中央屡次出手调控楼市，2008年甚至一度抑制住了房价上涨的势头，但2008年底，多个地方政府迅速出台了一系列救市政策，分析人士指出，就是因为土地财政作祟。

严跃进指出，由于依赖土地财政，无疑会带来一系列危害。第一，土地财政造成了地方政府的惰性和腐败。在无需求大的成本时，过于依赖土地收入，而不会在其他收入方面寻求突破。

第二，地方政府会将自己逼入进退两难的境地。依靠土地财政固然能提高地方政府的收入，但是在目前控制房价与打压地王的情况下，“面粉贵于面包”又会增加控制房价的难度。第三，土地财政滋生出的风险，最终会转嫁到普通老百姓身上。从地方政府到开发商，再到普通百姓，实际上有环环相扣的利益关系。这种模式下，最终会

把老百姓、便宜了开发商，却苦了百姓。

“影响篇：信托

政信合作资金规模不降反升

监管政策的一再收紧并没有阻挡“极度缺钱”的地方政府通过信托机构融资的脚步，中国信托业协会2013年5月份发布的数据显示，政信合作业务在一季度井喷，资金余额冲破6500亿元，达到近三年以来最高水平。

政信合作资金规模不降反升

政信合作业务由于直指地方政府融资平台而备受市场关切，而有关我国地方政府债务的问题早已引发国内国际市场持续聚焦，一度成为境外机构做空中国的理由之一。

2012年12月底，财政部等四部门《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》发布，被认为是政信合作业务踩了“点刹”。然而，中国信托业协会2013年5月8日发布的数据表明，政信合作业务不降反升。

截至2013年一季度末，信托对政府主导的基础资产配置比例为25.78%，即在8.73万亿元信托资产规模中占据了2.11万亿元；配置比例同比提高3.93个百分点，环比提高2.16个百分点。

直接的政信合作业务2013年一季度末余额为6548.14亿元，同比增长1608.5%，环比增长30.56%，远远超过近几年平均两三千亿元的水平。

政信合作业务为何不降反升？在中国信托业协会理事周小明看来，主要原因在于地方政府的持续性融资需求。我国经济发展在相当长的时间内离不开政府主导投资，而传统融资渠道收缩，导致地方政府将信托公司视为十分有效的融资渠道。同时，四部门本身并非直接禁止而是规范政信合作业务，信托公司涉足其中并无障碍。

“借新偿旧”还能撑多久

与监管政策之间的博弈，或许也是金融机构业务创新的动力之一。更何况，地方政府的一些基建项目已经开工，不可能就此停下。地方政府与逐利的信托公司一拍即合，尝试各种“绕道”监管的方式。

比如中信信托2013年2月发行的“延安新区投建应收账款流动化信托项目”直接采用无抵押物担保，增信方式为债权回购承诺和保证担保。再比如陆家嘴信托2013年3月发行的“南京江宁交通集团应收账款收益权投资集合资金信托计划”，增信方式包括：区财政局专项资金安排；区人大将信托还款资金纳入财政预算；国资公司提供连带责任保证担保。

新债不停发，旧债还未偿。值得关注的是，6500亿元的政信合作余额中，很大一部分是去年发行的产品，考虑到其平均2年左右的信托产品期限，2013年底将迎来一波政信合作产品兑付高峰，加上动辄10%以上的资金成本，产品能否如期兑付以及可能的违约风险值得各方密切关注。

信托专家刘警告告诉记者：“单从成本分析，发行债券要优于信托，一般融资成本能低3%左右，而且对于投资者而言，债券的信息披露远远比信托产品充分。假定市场有效、信息充分，基建、政信类信托产品应该在某些方面存在瑕疵，无法顺利发行债券才转而求道信托。”

更值得警惕的是，去年以来，一些极度缺钱的县级融资平台也纷纷借道信托融资，其中不乏一些很小很穷的县，发信托融资动辄几亿元，毫不手软。记者查阅信托产品信息显示，山东、安徽两省均有多个县此前进行了信托融资。

债务或不可怕，可怕的是投到没有效益的项目上。不论是公路、区域开发工程还是保障房，这类项目都很难或者不能在规定期限内产生足以偿付本息的高额收益，只有“借新偿旧”才能缓解流动性风险。不少业内人士说，实际上多数新发的信托都是“换个包装”为各种旧债“擦屁股”。

这种滚雪球式的借债能撑多久，没人能给出答案。可以肯定的是，一旦资金“滚”不下去，以县级为代表的那些缺乏持续造血以及融资能力的地方平台，将是最先倒下的一批。

预算制度改革提上日程

政信合作业务只是庞大地方债的“冰山一角”，横亘在地方平台投融资冲动与举债风险之间的矛盾已日趋锐化。地方政府融资缺口这个根本性问题不解决，以政信合作为代表的高成本融资就停不下来。

中国社科院金融所专家安国俊建议，应允许地方政府发行更容易监管、更为规范的地方政府债券，将隐性债务显性化、阳光化。前提条件是预算制度的改革。

2013年4月25日，中共中央政治局常务委员会会议明确要求“抓紧建立规范的地方政府举债融资机制”；5月6日，国务院常务会议再次强调，今年要“下力气推动建立公开、透明、规范、完整的预算体制，形成深化预算制度改革总体方案，完善地方政府债务风险防控措施”。

业界普遍认为，决策层的表态，说明预算法修改有望提上日程，市政债的发行也将渐行渐近。兴业银行首席经济学家鲁政委表示，只有从财权事权匹配的角度改革中央和地方的财政分享及资源配给机制，改革当前的预算制度，增强预算和决算的透明度，大幅度提升地方人大、政协对预算执行情况的否决、质询和问责机制，才能从源头上剪除地方债务风险的劣根。