

# 地方债务风险隐藏何处：冰冻三尺非一日之寒

# “地方举债” 或出更细规定

■ 刘利刚/文

随着近期出现的超日债和兴润置业等违约个案，中国的债务问题再次被推向风口浪尖，尤其是规模已经达到 17.9 万亿元的地方政府债务。去年 12 月中央经济工作会议提出的 2014 年六项任务把控制和化解地方政府性债务风险列在第三项。中国的地方债务，从发债主体、债券评级到风险定价，都有其特殊性，因此让这枚“定时炸弹”隐藏得更深，更容易引发系统性风险。

由于中国的现行财政预算法并不允许地方政府直接发债，地方债很大一部分由地方政府融资平台公司发放，也就是我们常说的“城投债”，这使得“不透明”成了地方债的首要特点。除了去年底国家审计署公布的最新地方债务审计数字，鲜有地方债务数据的系统发布和分析。笔者尝试利用审计署早前公布的地方债务数据进行宏观分析，也整理了一组从 2000 年 4 月到 2014 年 1 月地方政府融资平台发行的共 2569 个城投债，进行微观层面的分析，希望能较准确地找出地方债的风险究竟隐藏在何处。

## 债务违约风险大

从区域看，在国家审计署对于中国 30 个省市（除西藏）债务状况的审计数字显示，债务总量位居前三位的是：江苏、广东和四川。江苏的债务水平最高，达到 14770 亿元（包括或有负债），其次是广东 10170 亿元和四川 9230 亿元。当然，债务水平的绝对值高，并不意味着违约风险高。如果将各省市的债务与当地政府的财政收入比较（不论是否包括中央政府转移支付），可以明显发现，中西部的地方政府将面临最大的财政风险。其中，贵州的负债总量超过当地财政收入的 5 倍，甘肃、青海和重庆的负债均超过当地财政收入的 4 倍。而从城投债的数据中发现，青海未偿还的城投债相对当地财政收入和相对当地 GDP 的比率都最高，分别达到 130% 和 14%。重



庆和甘肃的这两个比率也相当高。另外，天津和北京的负债率也相当高。

尽管欠发达的中西部地区债务违约风险较大，这并不意味着高收入或沿海地区的地方债就没有违约风险。事实上，我们发现近几年，城投债的票息利率持续上升，有些达到了近 10%。由于中国的经济增长将持续放缓至 7%，而地方省市的经济增速在未来几年也将放缓至低于 8%，这些高收益的地方融资平台债务因此可能会出现更多问题。例如，作为收入较高的省份，江苏从 2012 年以来发行了 12 个票息在 9% 以上的城投债，而江苏省也将其经济增长速度下调至 9%。此外，江苏省还有 45 个城投债的票息在 8% 以上，远超过其他省市。此外，辽宁有 19 个城投债的票息在 8% 以上，湖南 12 个，湖北 11 个。总体而言，有 207 个城投债的票息在 8% 或以上，占到全部地方融资平台债券的 7%，我们认为，随着地方经济增长放缓和所预期的投资回报出现下降，这类型的高收益地方债可能面临较高的违约风险。

再从债务到期时间来看，尽管国家审计署的数据显示，地方债的偿还高峰将出现在 2014 年，之后呈现下降趋势。城投债的数据却反映出不一样的状况：2014 年和 2015 年到期的城投债将分别为 3250 亿元和

2020 亿元，这主要是因为 2013 年发行了大量的短期债务，而在 2015 年之后，到期的城投债的总额将开始上升，在 2019 年将有 4570 亿元到期，达到顶峰。这意味着，尚需偿还的城投债在未来几年整体将出现上升，2019 年将是地方债的偿还高峰。

笔者以上对于地方债风险的分析，基于的是债券发行的基本信息，但其中地方债的票面利率多大程度反映了债务的真实风险，是一个值得商榷的问题。目前，大部分的城投债由中国国内的评级机构来进行评级，例如中诚信（评级 650 个），联合（388 个），大公（544 个），鹏元（373 个）和上海新世纪（281 个），而国际信用评级机构还并不被允许开展中国国内的评级业务。

大部分地方融资平台发行的债券都获得了投资级别或更高的评级，我们选取的样本中，超过 99% 的债券都至少是 AA- 或以上。笔者发现，收入较高省市的票息较低，这表明在某种程度上，市场根据发行这些债券的省市的经济发展水平，来判断地方债券的风险。另外，由于城投债多为地方政府融资平台发行，市场普遍认为这些债务都有地方政府进行隐性担保，因此国内评级机构也主要是依据是否有政府担保来给予评级。但需要指出的是，城投债在法律上并没有政府担保，它们都

是企业债券。从这个角度来说，地方政府融资平台债务的风险可能比想象的高。

## 改革债券市场

由于地方债的高水平和潜在高风险，一些债务违约的个案可能难以避免。需要指出的是，违约个案并不可怕，笔者反而认为，有序的违约事实上可以促进地方债市场的健康发展。中国政府需要高度重视的，是如何防止地方融资平台的违约扩散，演变成系统性风险。当然，政府有责任也有足够的方法来规避地方债违约的系统性风险。

首先，如果允许私有化和所有制多元化，也可以降低地方政府的流动性风险。事实上，地方政府的资产负债表上拥有大量的资产，它们以国有企业和城市商业银行的形式存在，而地方政府的债务很大程度上与基础设施建设融资有关。地方政府债务的风险大部分是流动性的问题，而不是偿还能力的问题。

第二，允许地方政府直接进入债市发债，也可以降低地方政府的流动性风险。建立一个省级的债务市场，将帮助创造一个有法可依的财政制度。为了防止过度发债，地方政府需要遵循一系列的财政纪律。允许地方政府直接从债市融资，不仅可以降低它们的融资成本，也可以使它们的融资行为更加透明。

第三，中国可以允许地方政府或者高质量的城投公司在香港发债，充分利用香港所拥有的世界级的金融基础设施和国际投资者群体，让香港成为地方政府为其融资平台再融资的试验场。如果允许城投公司或者地方政府在香港发债，国际评级机构将可以参与到对这些债务的评级之中，这也将让市场更好地为风险定价。

冰冻三尺，非一日之寒。要化解地方债的系统性风险，需持续不断地推进改革，变危机为契机，让中国的债券乃至金融市场更加公开透明，成熟开放。

（作者为澳新银行大中华区首席经济师）

■ 张静 报道

本周将重启审议的预算法修正草案，有望对地方政府举债作出更明确的规定。

十二届全国人大常委会第八次会议将于 4 月 21 日至 24 日在北京举行。预算法修正案草案将在此次会议上审议。

预算法有“经济宪法”之称，关系着政府如何管理巨额资金。预算法修正案自 2005 年启动修订，修订工作已经跨越三届人大。

草案二审稿曾在 2012 年 7、8 月公开征集意见，19 万人参与，共征集到 33 万条意见。但二审后停滞，至今已搁置近两年，根据《立法法》相关规定，如果今年再不审议将作废，这也是学界普遍认为今年重启三审的重要原因。

## 或对“地方举债”作更细规定

预算法修正草案有多高关注度？

在目前公开征集意见的 60 部法律中，预算法征集到的意见在数量上位居第二，参与人数位居第四。

去年有消息称，全国人大常委会原计划在去年 8 月份三审预算法修正案草案，但逾期未见。媒体报道称，主要是由于十八届三中全会对下一步全面改革作出了新的部署，内容需要进一步修改。但也有观点认为，二审草案缺乏共识，有太大分歧，一旦通过审议将对未来数十年产生重要影响，不成熟不如先搁置。

现行《预算法》第 28 条规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”

在地方债务风险高企的情况下，预算法草案二审稿第 31 条重申上述规定，改变一审稿的文字表述，完全退回到要与修改的现行《预算法》一字不差的状态，这一直令学界乃至监管部门感到不满意，认为二审稿是一种“倒退”。

十八届三中全会明确提出，建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制，并明确提出“允许地方政府通过发债拓宽城建融资渠道”。

此后，这一表述被认为预算法三审必将从法律层面畅通地方政府发债渠道。全国政协委员、财政部财政科学研究所所长贾康在今年全国两会上透露，预算法修订有望允许地方政府发债。

现行的《预算法》里并没有完全拒绝地方发债，其中规定了在“法律和国务院另有规定”之下，允许地方发债。贾康认为，这其实并不是“许发、不许发”和“开闸、关闸”之选择的不同，且就国际比较而言，这属于对地方债实行最严格控制的模式，但二审稿中删除了控制机制、发债主体、审批程序、防范机制等“正面规范”的内容。

央行副行长潘功胜也在全国两会期间回答记者提问时表示，目前实施的《预算法》中相关法条的确已经成为地方政府发债的阻力，他提出应逐步取消中央代发地方债，而由地方政府自行发债。

财政部副部长朱光耀也认同这一观点，称未来中央代发地方债肯定会逐步退出。

## 地方政府信用评级待跟进

在预算法赋予地方政府法定的举债权并作出原则性规定后，并不意味着地方政府发债的大门就此迅速打开，仍需专门立法进行更细致的规范。

记者两会期间获得的一份权威文件显示，目前，监管层正在研究“赋予地方政府依法适度举债融资权限”以及“制定地方政府债券自发自还改革方案”，推动部分地方开展改革试点。

此外，为地方政府融资开辟渠道的同时，也意味着将地方政府推向了市场，则需要对地方政府进行信用评级，而目前有消息称此项工作的研究阶段已完成，将上升为地方政府信用评级条例，并择机发布。

消息称，财政部作出的地方政府信用评级，以地方政府债务的偏离度和违约率为主线，一起制定的还有政府信息披露制度，其中涉及编制资产负债债务、规范信息披露行为、提高信息披露透明度等。

几乎在上述消息传播的同时，财政部于 3 月下旬向全国省级、直辖市、单列市财政部门发出财政绩效评价方案，其中对于债务管理的评价以政府性债务率、新增债务率、偿债率、逾期率等为对象，这一方案 4 月 15 日正式在其官方网站上向社会公开。

国内的评级机构中债资信认为，上级政府对下级政府债务的现金支付不会完全承担责任，但会承担一部分责任。所以，在构建地方政府评级方法的时候必须考虑上级政府对债务的现金支付的支持。

地方政府是否对评级机构亮“账本”也是一大难题。中债资信的研报指出，地方政府信息透明度差，评级数据的获取和准确性判断难度较大。



# IMF：不要过分夸大中国地方债风险



国际货币基金组织(IMF)亚太总裁李昌辅表示，不应该夸大对中国地方债问题的担忧，因为这其中大部分债务都是地方性货币债务。

在 IMF 年会上，李昌辅表示：“我们（对中国地方债务）是有担忧的，这的确是个问题。但是从另一方面来讲，也不要去过分夸大地方债问题的严重性。如果有必要的话，中国政府在维护金融市场稳定方面，还是有采取行动的空间的。”

“中国当局理解放缓信贷增长的需要，也有意愿牺牲一些经济增长来确保长期的稳定。”

此外，IMF 亚太副总裁也表示，中国地方债水平仍然处于“可控”范围内，现在他们需要做的就是放慢信贷增长，但一下子将地方债从中央政府债务中抹去的做法是错误的，这会导致一些道德风险，也会迫使地方政府负下更多债务。

近年来中国信贷问题引起了越来越多的关注，其中一个重要的方面就是地方债规模庞大。国家审计署数据显示，截至 2013 年 6 月，地方债已经达到 17.9 万亿元（约 29 万亿美元），这个数字较 2010 年底的水平飙涨了 67%。

据世界银行报告，中国地方政府支出占总支出比例高达 80%，但地方政府税收仅占总税收的 40%。

去年底华尔街见闻网站曾经提及，中国财政部目前正在起草有关地方政府债务管理制度的规则，预计明年年底之前完成。

完整的政府债务管理体制将要求地方政府不仅独立发债，还要创建资产负债表、呈交公共金融报告，以及与评级机构互相配合。

据中国日报引述知情人士透露，从现在到 2020 年，预计中国地方债务规模将增加 30 万亿元人民币（49 万亿美元）。

（华尔街见闻）

# 23 省地方债依赖土地收入偿还

■ 中经 报道

近 20 年来，随着中国房地产业的兴起和发展，中国城市建设、地方政府资金、市民生活质量、城市周边农村经济发展等方面，获得了快速发展和巨大改善。这其中的直接贡献便是土地财政。土地财政成为地方政府新的和重要的财政收入来源，为城市社会经济发展发挥了积极作用。

但与此同时，一些地方政府出于经济增长和财政收入的双重考量和追求，也不同程度地出现了“卖地冲动”，其财政支出过度依赖于土地财政，甚至是将土地出让收入作为地方债务偿还的主要渠道，即当前被外界所诟病的“土地财政依赖症”。

## 报告的数据来源

从 2014 年 1 月 23 日起，各省、自治区、直辖市的审计厅（局）陆续公布了各省份政府性债务审计结果，这是全国省级审计部门第一次集中对外公布地方债。

从公布的审计报告来看，各省级审计部门关于地方债的审计报告基本上使用了同样的报告格式：主要分为“近年来加强政府性债务管理的主要措施”、“政府性债务规模及结构情况”、“全省政府性债务负担情况”、“政府性债务管理中存在的主要问题”四个版块。

而在“政府性债务管理中存在的主要问题”这个版块，审计部门公布的主要问题有三个，一是政府负有偿还责任的债务增长较快，二是部分地方和行业债务负担较重，三是地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。

其中，第三个问题，即“地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高”，成为各省级审计报告中最受关注的问题。据统计，29 个省份（新疆、西藏、港澳台除外）的审计公告中，在介绍“政府性债务管理中存在的主要问题”时，有 23 个省级审计部门都明确将“地方债依赖土地收入偿还”列入其中。23 个省份的审计机构给出了截至

2012 年底“土地偿债在政府负有偿还责任债务中占比”的具体数值或可供测算的相关项数值。

该数值反映了土地财政在地方债中的比重，也反映了地方政府对土地财政依赖的程度。因此，我们将审计报告中的“土地偿债在政府负有偿还责任债务中占比”称之为“土地财政依赖度”。

## 报告的量化指标的计算方法

“土地财政依赖度”，即“土地偿债在政府负有偿还责任债务中占比”的数值，其计算方法为：由“承诺以土地出让收入偿还的各级地方政府债务”的总额（即分子），除以“省市县三级政府负有偿还责任债务余额”（即分母）得出。

具体来说就是，首先，省级审计部门圈定“承诺以土地出让收入偿还债务”的本省份各级地方政府的范围并计算其总额。例如浙江是“省、市、县政府”三级政府；四川的范围是“18 个市级、111 个县(市、区)”，即四川省 21 个市(州)、183 个县(市、区)中，有 18 个市级、111 个县级政府承诺以土地出让收入偿还债务，其他的则不算在内。

其次，省级审计部门再统计出本省份“省市县三级政府负有偿还责任债务余额”（有极个别省份如四川，其统计口径不含省级政府债务，只统计了市县两级政府）。

最后，将以上两项统计数据进行相除，即“承诺以土地出让收入偿还债务”总额除以“省市县三级政府负有偿还责任债务余额”，从而得出“土地偿债在政府负有偿还责任债务中占比”这一数值。即我们称之为的“土地财政依赖度”。

根据上述的省级政府审计部门的公开审计报告及其相关数据，《中国经济周刊》、中国经济研究院联合研究并发布“我国 23 个省份”土地财政依赖度”排名报告”（下称《报告》）。

《报告》显示，23 个省份中，浙江省以 66.27% 排名第一；天津排名第二，64.56%。换言之说，浙江、天津两地政府负有偿还责任的债务，都有 2/3 的份