

【政府债务】

地方政府债务风险:理论分析与经验事实

周世愚

【摘要】在新发展理念的指导下,中国政府高度关注包括地方政府债务风险在内的系统性金融风险。基于这一背景,本文首先回顾了分税制改革后我国地方政府债务风险的发展阶段,随后围绕现有债务治理权责框架,提炼出隐性担保和隐性金融分权作为分析视角,从表内和表外两个角度考察当前地方政府债务风险的主要特征。其中,表内债务风险特征主要体现为专项债风险隐患的集聚,表外债务风险特征主要体现为风险载体的多元化和风险来源的分散化。最后,本文展望了地方政府债务风险的防范化解路径,主张以债务风险评估预警的深化为基础,针对表内和表外不同的债务风险特征,差异化地进行制度设计和政策安排,促进地方债务权责框架的完善,切断地方举债行为转化为财政金融冲击的可能渠道。

【关键词】地方政府债务风险;发展阶段;主要特征;权责框架

【作者简介】周世愚,中央财经大学中国财政发展协同创新中心。

【原文出处】《管理世界》(京),2021.10.128~137

一、引言

党的十九大将防范化解重大风险列为三大攻坚战之一。在新发展理念的指导下,中国政府高度关注包括地方政府债务风险在内的系统性金融风险。近年来,我国的地方政府债务持续扩张,并形成了一定的风险隐患。例如,据国际货币基金组织估算,2018年末中国的地方政府隐性债务余额已达30.88万亿元^①。2021年4月,《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号)更明确了当前地方政府债务风险防范的重心,一方面针对专项债务,要“完善专项债券管理机制”“保障专项债券到期本息偿付”;另一方面针对隐性债务,要“把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”。

债务治理是国家治理的重要组成部分,直面和应对地方政府债务风险,是债务治理能力甚至国家治理能力不断提升的体现。当前,在推进国家治理体系和治理能力现代化的背景下,厘清地方债务风险特征、防范化解地方债务风险既有利于贯彻“稳增长”与“防风险”的双底线思维,更是经济高质量发展的重要保障。那么,如何理解现阶段地方政府债务风险的主要特征?新时代下,又要针对这些特征建立怎样的防范机制?为了回答上述问题,本文尝试构建一个理论框架,并结合经验事实对地方政府

债务风险的主要特征进行归纳和分析。随后依据这些特征,进一步展望防范化解地方政府债务风险的路径。

二、文献综述

探讨中国地方政府债务风险的文献取得了丰富的成果,依据其研究主题和内容进行梳理后,大致可以将这些文献分为3类。

第一类文献主要考察了地方政府债务的定义、内涵以及风险构成。现有研究通常以政府责任义务为依据将地方政府债务分为显性债务和隐性债务,或以债务产生条件确定与否将其分为直接债务和或有债务(Birix, 1998; 刘尚希等, 2017; 刘蓉、李娜, 2021)。相比显性债务,隐性债务更容易触发“灰犀牛”效应,冲击我国的金融安全和财政的可持续发展(龚强等, 2011; 郭敏等, 2020)。2015年以后,随着地方政府举债自主权的确立,亦有研究基于预算收支表将地方政府债务分为表内债务和表外债务(郭玉清等, 2020)。在界定地方政府债务的边界、类型和表现形式后,一些学者测算了我国地方政府隐性债务的规模,用以评估地方债务风险(杨志勇、张斌, 2017; 李丽珍、安秀梅, 2019)。

第二类文献进一步挖掘了地方政府债务风险的形成因素。其中大量研究认为,地方政府的债务风险主要来自政府间不合理的财政关系,包括财权和事权错配引致的地方财政压力、预算软约束诱发的

地方支出扩张、压力型体制下的地方融资需求等(马骏、刘亚平,2005;王永钦等,2016;洪源等,2018;冀云阳、付文林,2018)。此外,也有研究基于债务管理流程、债务信息披露以及偿债责任主体等制度安排分析地方政府债务风险的成因(杨灿明、鲁元平,2013;刁伟涛,2015;肖鹏、樊蓉,2019)。近年来,对地方债务风险形成机理的探讨开始从宏观层面扩展至微观层面。例如,郭敏等(2020)从国企政策功能的视角考察地方政府隐性债务的形成机制;徐军伟等(2020)在精准定义融资平台公司的基础上,识别出金融势能是驱动地方政府隐性负债的重要市场因素。

第三类文献则针对地方政府债务风险的一些新特征进行探讨。例如,郭玉清和毛捷(2019)、冯静和汪德华(2020)关注了新兴协议融资方式对地方隐性债务风险的冲击。此外,地方政府专项债券不仅是我国政府债券市场的有益创新,也是现阶段的研究热点,刁伟涛等(2019)、王泽彩和徐军伟(2020)、王敏(2020)均就地方政府专项债券的风险分布或风险防控进行了研究。

以上文献虽然表明,地方债务风险是一个累积的过程,它离不开具体的政策安排和时代背景。但这些研究主要围绕某一类型债务的风险特征展开分析,例如融资平台举借的债务、专项债务等,尚未从全局性、系统性的视角归纳出我国地方政府债务风险的总体特征。与以往研究不同,本文依托重大历史事实和政策变动,全面回顾了分税制改革后我国地方债务风险的发展阶段。在此基础上,将内生于现有债务权责框架的隐性担保以及外生于其中的隐性金融分权引申为理论出发点,并结合具体宏观经济政策,提炼出当前地方债务风险的主要特征。这些特征是对地方举债行为从表内到表外、从微观到宏观的多角度考察,也正是在这个意义上,本文的研究结论可以为稳妥化解地方债务风险、探索新时代下的债务制度安排提供相对清晰的理论链条和现实依据。

三、分税制改革后地方政府债务风险的发展阶段

(一) 地方政府债务风险的形成期(1994—2004年)

1994年,我国为了提升财政收入占GDP比重、中央财政收入占全国财政收入比重,确立了以“财权集中,事权下解”为特征的财政分权体制。非对称的纵向分权框架加剧了地方政府的财政收支缺口,同时1995年施行的《预算法》中关于地方政府不得举

债的硬性规定^②也使这种财政压力无法通过正式渠道缓解,为地方探索表外举债方式提供了契机。

这一时期,地方政府的债务风险呈现明显的结构性分异。一方面,受亚洲金融危机的影响,省市市政府加快成立融资平台公司以绕开《预算法》的举债限制,实现“扩投资、保增长”的目标。表现为,地方政府为融资平台公司注入优质国有资产、提供信用背书,引致其通过银行贷款、发行城投债等形式支持本地的基础设施建设。此时,地方政府针对表外举债渠道的开拓和探索尚未直接冲击区域金融安全,但其反映的融资逻辑为日后地方表外债务风险的急剧扩张创造了条件。

另一方面,由于在纵向财政关系中的劣势较大,县乡政府经常面临财政困难,并为了维持正常的行政运转衍生出规模庞大的被动负债(杨志勇、杨之刚,2008)。因此,当时的流动性风险主要在基层政府累积,并且回旋余地较小(宋立,2004)。

(二) 地方政府债务风险的扩张期(2005—2013年)

2005年以后,县乡财政困难虽然得到了一定程度的缓解,但由于地方发展模式、土地政策、全球性金融危机等因素,地方政府的举债规模不仅没有放缓,反而进入“快车道”。这一时期地方政府债务的风险特征主要包括以下3点。

1. 隐性债务风险深化

为了应对2008年的国际金融危机,地方政府在中央政府宽松信贷政策的刺激下,强化了“大水漫灌”式的、高债务密度的投资模式。其直接后果是融资平台公司的快速发展和隐性债务的急剧膨胀。审计署公告显示,2009年我国地方政府性债务余额增速达到61.92%的历史新高^③。其中,地方融资平台公司贷款余额为7.38万亿元,同比增长70.4%(《中国地方债务管理研究》课题组,2011)。2010年,中央加强了对融资平台公司信贷规模的监管^④,但由于债务治理的权责框架尚未形成,地方政府转而利用信托融资、委托贷款、金融租赁等影子银行渠道举债(郭玉清、毛捷,2019),进一步加剧了隐性债务风险。

2. 债务风险的区域性差异凸显

20世纪90年代后期,地方政府开始大规模地设置开发区以吸引工业投资,并为此实施了包括“三通一平”在内的基础设施建设以及低价甚至零地价的用地优惠政策。但21世纪以来,中央倡导的土地市场化改革,冲击了这种“以地引资”的传统策略(王媛,2013)。一方面,我国先后实质确立了商住用地和工业用地“招拍挂”的出让方式^⑤;另一方面,从

2007年起,土地出让金纳入地方政府性基金预算管理,在使用过程中受到《预算法》的严格限制,地方财政资源更难以维系日渐扩张的城市建设需求。于是,地方政府以融资平台公司为载体,围绕“融资平台—建设用—地—资本市场”深化了土地的资本化机制。这一过程可以简要概括为,在地方政府的支持下,融资平台通过抵押土地使用权获得银行贷款,或以土地资产和未来收益作为担保发行债券,推动基础设施的大规模建设。据王元京等(2010)估算,在地方政府城市建设的筹资总量中,债务占比由1995年的9.45%上升至2007年的38.58%。另据统计,2007—2012年,全国84个城市处于抵押的土地面积由195万亩增至523万亩;亩均抵押贷款由68万元上升至114万元(杨继东等,2018)。

同时,随着2003年后大量的建设用地指标向中西部地区和中小城市倾斜(陆铭,2016),中西部地区的发展方向产生变化,逐步形成“新城先行”的模式:当地政府利用土地资本化机制,推动新城建设,扩张城市边界,营造城市形象,不仅助推了经济增长,也能“筑巢引凤”,以外来资本带动产业发展。但这一模式加剧了我国区域间债务风险的分化。例如2007年,在357个具备有效数据的城市中,有71个城市贷款占城市投资来源的比重超过67%,这些城市集中于中西部(王元京等,2010)。各省(市、自治区)的政府性债务审计结果也显示,截至2013年6月,中部地区和西部地区融资平台公司的全口径债务余额占比分别为43.3%和41.3%,均明显高于东部地区的35.5%^⑥。另有大量调查研究表明,相比于东部地区,中西部地区的地方债务链条更可能由于土地抵押价值的缩水而引起断裂,并引发地方政府的财政风险(洪源、郭平,2012;陶勇,2014)。

3. 风险可控的表内赋权实践

为了缓解地方融资需求与表内举债权利的错配,中央政府也在风险可控的前提下探索放开地方政府的举债限制。2009年,地方政府债券开始由财政部代理发行,代办还本付息,额度由国务院批准。财政部“代发代还”的地方政府债券纳入地方预算管理,属于表内债务。2011年,上海、浙江、广东、深圳等东部4省市开始试点自行发债,但仍由财政部代办还本付息。2013年,“自发代还”地方政府债券的试点地区又增加了江苏和山东两个东部省份。试点期间,出于区域金融安全的考虑,地方政府债券的发行规模较小(见图1)、期限结构受到严格约束^⑦,这种赋权实践有利于中央政府审慎确立债务治理的权责框架,为科学化解地方债务风险奠定了重要基础。

(三) 地方政府债务风险的治理期(2014年至今)

2014年,我国开始试点地方政府债券的“自发自还”模式,试点城市包括原有自行发债的6个省市,以及新增的北京、江西、宁夏、青岛等4个省市。在“自发自还”模式下,中央政府不再介入具体的发债和还债流程,但仍严格限制试点省市的发债规模和期限结构^⑧。经过中央政府对地方债赋权试点的扩容、诊断和纠偏后(吕炜等,2019),2015年实施的新《预算法》全面放开了地方政府的表内举债权利:“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。”在此基础上,地方政府债券实行分类管理,其中一般债券纳入一般公共预算管理、用于纯公益性项目,专项债券纳入政府性基金预算管理、用于有一定收益的公益性项目。

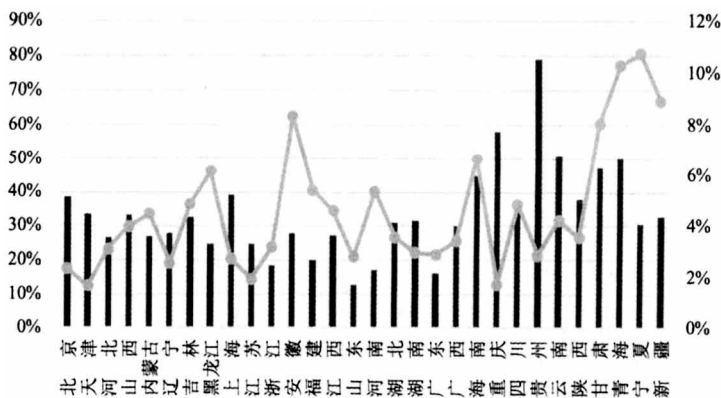


图1 2013年6月末30省(市、自治区)地方政府性债务余额的基本情况(全口径)

注:债务负担率=债务余额/2013年地区生产总值(刘尚希等,2017)。

数据来源:作者根据30个省份(西藏除外)的审计部门数据计算得到。

同时,2014 年中央政府开启了对地方债务的清理和甄别工作,2014 年底部分经甄别的存量债务纳入地方预算管理,由地方政府承担偿还责任。自 2015 年起,省级财政部门可以在 3 年左右的过渡期内发行债券以置换非政府债券形式的存量债务(如银行贷款)^⑨。截至 2019 年底,我国非政府债券形式存量政府债务占比仅为 0.87%^⑩。地方正式举债渠道的确立和存量债务化解机制的形成,有利于我国以规范化、科学化的方式应对地方政府的债务风险。

具体而言,我国主要从开好“前门”、管住“后门”两方面进行地方债务风险的治理。尽管 2015 年后大量表外债务被置换进地方的预算收支表内,但地方政府的表内债务风险仍总体可控,只有一些西部省份面临存量风险的冲击(见表 1)。例如,以欧盟设定的公共债务负担率 60% 作为警戒线,仅 2016 年和 2017 年的贵州(分别为 73.96% 和 63.56%)、2018 年的青海(61.54%)有偿债风险率先暴露的可能。基于地方表内债务的风险状况,我国开好“前门”的途径也从风险防控为主的行政约束转向兼顾风险防控和债务配置效率的市场约束。首先,中央在实行地方债务余额限额管理的同时,有序放宽了地方债的期限类型和限制性条件(见表 2),并利用地方政府信用评级、债务资金

的信息公开和绩效管理等方式规范各地的举债行为^⑪。其次,针对专项债券的市场属性,中央既要求其“项目收益与融资自求平衡”^⑫以形成风险约束,又允许专项债“作为符合条件的重大项目资本金”^⑬以拉动社会投资,起到“补短板”“调结构”的效应。

管住“后门”重在取缔或纠偏地方政府非规范的融资行为,关闭表外债务的衍生渠道。例如,中央通过切断地方政府、融资平台和土地资源的资本化联系,以及问责地方政府出具的担保函、承诺函等^⑭,逐步取缔融资平台原有为政府融资的职能。2018 年,中央更首次对地方隐性债务进行了权威定义,并在全国范围内摸底和核定隐性债务^⑮,为识别和监管地方表外举债行为奠定了基础。

四、当前地方政府债务风险的主要特征

(一)理解当前地方政府债务风险特征的理论框架

通过梳理地方政府债务风险的发展阶段可以看到,随着我国债务治理权责匹配机制的逐步形成,地方以更加市场化、规范化的方式处置债务风险。但这一权责框架仍衍生出隐性担保问题,造成市县政府的激励扭曲,并在隐性金融分权的“催化剂”作用下,形塑着当前地方债务风险的主要特征(见图 2)。

表 1 2016 - 2018 年地方政府表内债务负担率排名			
	2016 年	2017 年	2018 年
表内债务负担率(前五名)	贵州、青海、云南、海南、辽宁	贵州、青海、云南、内蒙古、海南	青海、贵州、海南、云南、内蒙古
表内债务负担率(后五名)	西藏、广东、河南、山东、江苏	西藏、广东、河南、北京、江苏	西藏、广东、河南、北京、江苏

数据来源:作者根据各省财政厅数据计算得到。

表 2 2015 - 2020 年地方政府债券期限结构的相关政策变化			
期限结构	2015 年	2018 年	2020 年
期限类型	一般债券期限为 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年;专项债券期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年。	一般债券和专项债券的期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年和 20 年。	一般债券和专项债券的期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年、30 年。
限制性条件	(1)一般债券:单期期限债券的发行规模不得超过 30%。(2)专项债券:7 年期和 10 年期债券的总发行规模不得超过 50%。	一般债券和普通专项债券:7 年期及以上债券的发行规模不得超过 60%;10 年期以上债券的发行规模不得超过 2 年期及以下债券的发行规模。	新增一般债券的平均发行期限不应超过 10 年;10 年期以上新增一般债券的发行规模不应超过 30%。
政策文本	《地方政府一般债券发行管理暂行办法》(财库[2015]64 号);《财政部关于印发〈地方政府专项债券发行管理暂行办法〉的通知》(财库[2015]83 号)	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》(财库[2020]36 号)

资料来源:作者自绘。

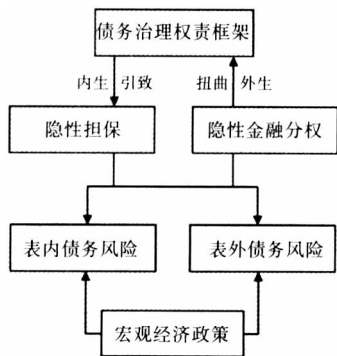


图2 当前地方政府债务风险特征的理论分析框架

1. 隐性担保

长期以来,中国式分权框架下嵌入的隐性担保体系,为地方政府债务的扩张创造了制度条件。其中,第一层隐性担保来自中央政府对地方政府的潜在救助责任。在纵向分权体制下,地方政府预期自身的债务危机会受到中央的“兜底”救助,由此产生了道德风险,形成债务扩张的动力,而债权方基于中央是地方债务最终负责人的判断软化了市场约束,使地方政府能以较低的成本融资举债。第二层隐性担保来自地方政府为所属企业的信用背书。首先,地方隐性担保的介入,扭曲了融资平台举借债务的风险溢价,造成融资平台负债水平脱离实际偿债能力,加剧了信用风险的溢出。其次,一般地方国有企业也在此过程中形成了刚性兑付预期,引致部分企业债务向政府部门转移(郭敏等,2020)。

我国当前的债务治理权责框架对以上隐性担保问题进行了纠偏。首先,经过地方债“代发代还”“自发代还”到“自发自还”的实践,地方政府发债和还债的自主权得以规范,中央政府的隐性担保淡出。例如,由于中央偿还信用的介入,“代发代还”和“自发代还”的地方债都出现了利率低于国债的“倒挂”现象^⑥,但随着地方政府成为独立的债务主体,市场力量可以更好约束地方举债行为,一些省份就有地方债中标利率高至上限而流标的情况^⑦。其次,我国管住地方举债“后门”的措施,以及中央“不救助”原则的贯彻,既促使地方政府将隐性担保从融资平台中剥离,加快后者的市场化转型,也强化了地方政府与一般地方国有企业风险自担的责任意识^⑧。

但现有债务治理框架在削弱传统隐性担保体系的同时,也衍生出新的隐性担保问题。由于我国不同市县的债务状况差异明显,一些市县的债务治理能力较弱(王敏,2020),中央为了审慎应对债务风险,将正式举债的权利限定在省级政府^⑨。从2015年起,省级政府通过将所辖市县的隐性债务置换为自身的表内债务,实现债务杠杆的上移,用以化解基

层政府的流动性风险。不过,鉴于市县政府是我国地方政府债务重要的承债主体(见表3),中央政府也对其发债和偿债的情况做出了说明,突出体现在两点:第一,市县政府不具备独立发债的资格,如确有需要由省级政府代为举借^⑩;第二,虽然市县政府对偿债风险“各负其责”,但省级政府“负总责”,并“可依据市县政府申请予以适当救助”^⑪。从中可以看出,我国市县政府的举债过程类似于以省级政府为主导的行政审批制(岳红举、陈军,2021),省级政府不仅为市县政府信用进行背书,更承担潜在的“兜底”救助责任。在现实中,省级政府的这种隐性担保造成市县政府的预算软约束和道德风险,使其形成过度举债的偏好,相应偏好很可能经由“自下而上”的传导渠道冲击区域经济安全。

表3 2013年6月末不同区域地方政府性债务余额的层级分布情况(全口径)

	省级政府性 债务占比	市级政府性 债务占比	市级以下政府性 债务占比
东部地区	14.01%	45.92%	40.08%
中部地区	28.52%	46.79%	24.68%
西部地区	28.36%	35.34%	36.30%

数据来源:作者根据26个省份(西藏和直辖市除外)的审计部门数据计算得到。

2. 隐性金融分权

分税制改革后,财政纵向失衡构成了地方融资举债的基础激励,但如何突破已有的融资约束框架,将举债激励转化为举债事实则需要金融系统的“催化剂”作用。我国的金融体制主要表现为显性的金融集权和隐性的金融分权(洪正、胡勇锋,2017)。简而言之,金融机构的市场准入、审慎监管和风险救助具有集权性,实际经营与资源使用具有分权性(何德旭、苗文龙,2016)。在隐性的金融分权下,地方性金融机构与地方政府的利益关联程度加深,体现在财政资金存放、人事任命、税收征管等多方面。

基于这种利益关联,地方政府可以施加行政干预和窗口指导,影响本地金融机构的资源配置。在正式举债权利确立前,地方政府主要通过引导本地金融机构的信贷决策,将信贷资源优先配置给融资平台公司,放大自身表外融资举债的规模。前文提到的土地资本化机制就展现了地方政府如何依托隐性金融分权的配合,对冲财政分权引致的融资压力。近年来,我国建立了相对规范的债务治理框架,但隐性金融分权作为外生于这一框架的制度变量,仍然扭曲和弱化了权责匹配下债务主体的激励结构和约

表4 2018—2020年地方专项债券余额和

政府性基金规模

(亿元)

	2018年	2019年	2020年
地方政府专项债券余额	73923	94046	128926
地方政府性基金收入总规模	71372	81542	97652

注:地方政府性基金收入总规模包括地方政府性基金预算本级收入与中央政府性基金预算对地方转移支付收入。

数据来源:龙小燕等(2021)。

债券虽然具有市场属性,但债权人会预期省级政府承担“兜底”责任,这也使专项债券的发行利率无法真实反映其与一般债券的信用利差^③。此外,隐性金融分权弱化了金融机构评估专项债项目信息时的独立性,便于地方政府突破融资与收益平衡的约束框架。例如,一些资源禀赋有限的基层政府,以“虚增”项目预期收入的方式顺利从金融市场获得债务资金(龙小燕等,2021)。以上事实表明,隐性担保和隐性金融分权一定程度上松弛了专项债的市场配置和风险识别机制,引致专项债风险隐患的后移。

其次,专项债以土地出让为核心的偿债模式难以维系。发行初期,大量专项债项目就与土地捆绑(毛捷、徐军伟,2019)。近期,随着专项债品种的创新,生态环保、乡村振兴等重点领域的项目开始挖掘自身的增量价值,但仍将土地出让收入视为偿债保障之一。然而,房地产调控的收紧、地方融资渠道的拓展都在冲击这种传统的偿债模式。一方面,中央坚持“房住不炒”的理念,持续为土地市场降温,除了房价增速总体放缓外,房地产开发企业土地购置面积也在2019年和2020年连续下降。土地市场的波动可能加深专项债实际收益与预期值的错配,诱发一定的偿债压力。另一方面,当前国有土地使用权出让收入本身面临较高的刚性支出^④(荣晨,2020),部分PPP项目、政府投资基金也都寻求土地资源作为“兜底”保障(汪峰等,2019;郑联盛等,2020),这些势必挤压专项债的偿债空间。

在举债规模较小的情况下,依赖土地出让的偿债模式可以阻断专项债因市场约束机制扭曲而产生的风险隐患,但随着专项债规模的快速增长以及宏观经济政策的变化,这一偿债模式已无法弥补事前风险识别不足引起的危害,造成风险隐患在债务偿还阶段的集聚。尽管现阶段专项债风险隐患尚未转化为风险事实,但如果不加以有效约束和防控,甚至可能导致隐性债务“借壳而生”(王泽京、徐军伟,2020)。

2. 表外债务风险:风险载体的多元化和风险来源的分散化

我国一直强调管住地方举债的“后门”,但市县

束条件。一个突出表现是,部分地方政府凭借与金融机构的紧密联系,以“指导投标”“商定利率”等非市场化形式介入地方债的承销过程、干预发行定价(王志刚、黎恩银,2021)。其结果是地方政府虽然能以较低成本配置债务资源,但地方债务风险的市场约束机制大幅松弛。

地方政府债务风险的特征取决于一个包含制度安排与政策要素的影响集。因此,本文在隐性担保和隐性金融分权形塑的理论分析框架基础上,进一步结合土地政策、房地产政策、融资监管政策等宏观经济政策的演变(见图2),从表内和表外两个角度归纳出当前地方债务风险的主要特征。

(二)当前地方政府债务风险的主要特征

1. 表内债务风险:专项债风险隐患集聚

近年来,无论从增量还是存量来看,地方政府专项债务的扩容速度都较快。例如,我国专项债券的发行占比已从2016年的41.5%上升至2020年的64.3%(见图3)。2020年,地方专项债务余额的占比也首次突破了50%^⑤。同时,作为专项债重要的偿债支撑,地方政府性基金总收入的增速持续落后于地方专项债务余额的增速(见表4),根据朱丹和吉富星(2020)的估算,2019年地方专项债务每年的还本付息成本已在10%以上。地方专项债规模的攀升固然是当前我国表内债务的基本特征,但专项债风险约束机制的软化,以及宏观经济政策对其原有偿债模式的冲击,正在将这种基本特征异化为基本风险特征。本文进一步从发债和还债两个角度展现表内围绕专项债形成的风险特征。

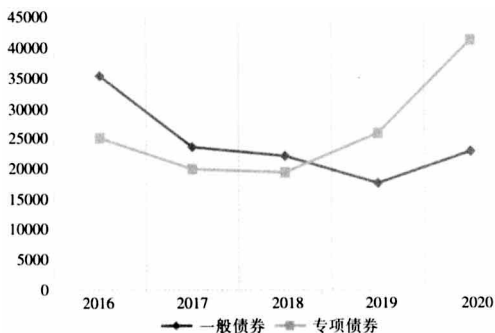


图3 2016—2020年全国发行地方政府一般债券和专项债券情况(亿元)

数据来源:中华人民共和国财政部官网。

首先,由于隐性担保和隐性金融分权的存在,基于市场力量难以提前识别和化解专项债风险。我国债务治理框架内生的隐性担保,为市县使用的专项债提供了增信,扭曲了专项债的风险溢价,表现为专项债券的信用评级普遍为AAA级。同时,专项

政府因隐性担保诱发的道德风险和举债偏好,仍冲击着现有债务治理框架的监管逻辑。一方面,由于中央政府对融资平台的监管起到了可置信的“威胁”,基层政府的传统表外举债渠道有所收紧(见图4)。另一方面,即使省级政府置换了大量市县政府的隐性杠杆,后者的表外债务风险仍明显高于前者^⑤。那么如何看待这两种现象产生的错配?本文将其理解为,市县政府在预算软约束下,不断通过风险载体的多元化、风险来源的分散化“绕开”监管,引致了表外债务的持续膨胀。

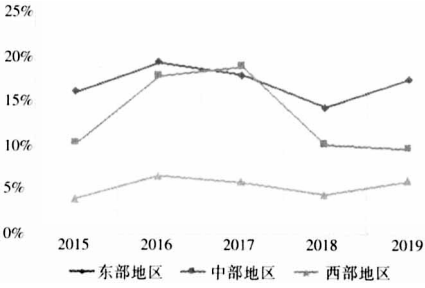


图4 2015-2019年不同区域县级城投债发行金额的占比情况

注:未包括新疆、西藏和直辖市。

数据来源:作者根据 Wind 数据库计算得到。

地方政府的传统表外举债渠道围绕其直接的融资需求展开,多以融资平台公司为债务风险载体。现阶段,随着融资平台的转型,市县只能借道举债,在实践中将治理工具发展为表外债务载体。例如,PPP项目的一个重要定位是“防范和化解政府性债务风险的工具”(贾康、吴昌兵,2020),但2017年财政部却明确表示“防止PPP异化为新的融资平台,坚决遏制隐性债务风险增量”^⑥。再比如,政府投资基金的职能本是引导产业结构升级、分散流动性风险,但在现实中其产业引导功能被弱化、融资功能被放大。

地方政府治理工具之所以异化为表外债务扩张的温床,也在于隐性金融分权引致的宽松约束环境。国家及省级的审计结果显示,一些市县政府在金融机构的配合下,安排复杂的交易结构,嵌套股权债权关系,以变相融资举债^⑦。例如,凭借金融机构的授信支持进行股权投资、刚性回购社会资本股权、锁定社会资本收益底线等。虽然在债务风险的治理期,中央一直禁止地方政府的隐性背书或违规增信,但这些“明股实债”“承诺保底”的协议融资方式,仍隐含了地方政府为市场风险进行的“兜底”保障,这有可能形成地方中长期支出事项,加剧其表外偿债压力。

相比于银行贷款或城投债,交易结构复杂、由治

理工具转化的融资渠道更容易引致地方债务风险来源的分散化、地方政府与企业偿债边界的模糊化,中央政府的监管难度随之加大。如果参照 Birix (1998) 的政府债务分类标准,治理工具异化衍生的债务多属于“隐性或有债务”,它们虽然没有拉升地方政府的名义杠杆率,却加剧了地方财政的不确定性(冯静、汪德华,2020)。

2018年前后,中央政府针对PPP项目、政府投资基金等债务风险载体开始了新一轮的纠偏,取得了一定的效果。但地方政府的治理工具仍然在不断发展和演化过程中,例如现阶段就有关于PPP模式与专项债能否融合的讨论。因此,如何阻断治理工具向债务风险载体的异化、显性化基层政府隐匿分散的债务风险来源,仍将是我国表外债务风险防控的重点。

综上,由于省级政府与市县政府的权责边界出现错配,地方政府与金融机构的信用关系有所扭曲,地方债务风险已成为财政风险与金融风险的重要联结节点(见图5)。就表内债务风险特征而言,专项债风险隐患一旦事实化,就会因隐性担保的存在,经由财政体系内部“自下而上”传导,同时2020年末仍有超过90%的地方专项债由商业银行和政策性银行持有^⑧,导致地方债务风险可以直接汇集于银行系统,并通过冲击银行资产的流动性和安全性向其他金融机构扩展。就表外债务风险特征而言,一方面显性化治理工具衍生的隐性或有债务可能形成直接的财政冲击,另一方面隐性金融分权引致的弱信用约束环境,会以非市场化的机制加剧表外债务载体与金融机构的内在关联,进一步触发地方债务风险与金融风险的联动性和传染性(马万里、张敏,2020)。因此,在当前的地方债务风险特征下,财政风险和金融风险更易产生叠加共振效应,放大地方债务杠杆对宏观经济稳定的冲击。

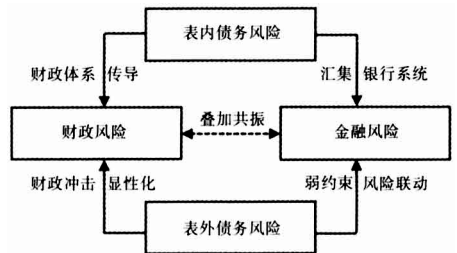


图5 当前地方债务风险特征下财政风险与金融风险的相互关系

五、化解当前地方政府债务风险的路径展望

回顾分税制改革后我国地方政府债务风险的发展阶段可以看到,债务风险的演变历程既是债务治

理权责匹配深化的过程,也是行政约束逐步转向市场约束的过程。因此,本文围绕现有债务治理权责框架,提炼出隐性担保和隐性金融分权作为分析视角,从表内和表外两个角度考察当前地方政府债务风险的主要特征,并审视这些特征如何影响财政风险与金融风险的关系。

近期,为了牢牢守住不发生系统性风险的底线,中央进一步要求建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制,一方面强化属地风险处置的责任意识,纠偏地方风险主体的激励结构和权责关系,另一方面可以针对财政风险与金融风险的关联性和叠加效应,全景式地进行风险排查,明确当前阶段突出的风险点和处置难点。

基于财政金融风险处置机制展望地方债务风险的防范化解路径,本文认为,核心是深化债务风险的评估预警,将应对债务风险的方式从事后管控扩展至事前引导,促进地方债务权责归属的明晰化,平抑财政金融冲击的叠加共振效应。在此基础上,依据表内和表外不同的债务风险特征,可以差异化地进行制度设计和政策安排,进一步以市场化、法治化的方式切断地方举债行为向财政风险和金融风险转化的潜在路径。

(一)债务风险评估预警机制的深化

我国应立足于现有债务治理权责框架,进一步深化地方政府的风险防范意识,形成以风险量化为实践基础,以常态化、穿透式监管为实践目标的债务风险评估预警机制。

首先,地方政府债务风险的量化和评估仍以债务率为主,但地方债务率需要区分不同口径,既能展现其表内负债情况,也能展现包含一般债务、专项债务、已厘清来源的表外债务在内的综合杠杆率。为了有效应对债务风险的动态发展变化,地方债务风险评估预警机制可以在债务率这一静态指标基础上,增加中长期债务占比、债务利息支出增速等预期性指标以及债务违约情况、债务风险事件等回溯性经验作为辅助判断依据,以便精确界定不同地区的风险等级。此外,债务风险的评估预警应秉承贯通性与全面性的原则,既将省、市、县层层纳入考察范围,又要从专项债务风险、表内债务风险、全口径债务风险等多个角度揭示区域风险状况。

其次,以地方政府债务管理信息系统为载体,促进债务风险评估预警机制的常态化、穿透式应用。中央应进一步健全数据标准统一、覆盖省、市、县的

凸显各地区的债务风险等级,甚至可以对违规引致表外债务的机构或项目予以适度披露。在纵向上,债务管理信息系统有利于各级决策部门及时捕捉、分析和反馈警情,避免债务风险的扩大化和集中化;在横向上,这一系统有利于统筹协调财政部门、审计部门、行业主管部门以及项目单位,将警情的产生与演变落实到具体环节,压实相关责任主体。

在实践中,债务风险评估预警机制有利于弱化现有债务治理框架衍生的隐性担保问题,引导市县各级政府形成基于自身财力、权责匹配的风险防控方案。一方面,若省及所辖市县均经济禀赋好、债务风险等级低,可以在省内逐步下放债务自主权,落实市县层面“借、用、管、还”一致的主体结构,硬化其偿债责任意识。例如,符合条件的省级政府可以在自身债务限额的基础上,上浮或下浮一定的债券额度,分配给市县各级政府自主安排(龙小燕等,2021)。另一方面,针对债务风险等级高的市县,省级政府可以根据评估预警结果提前核清债务风险来源、厘定增量风险约束机制,并协助市县政府在自身财力可承受的范围内安排偿债计划,避免债务风险“自下而上”的扩展,威胁区域经济稳定。

(二)表内债务风险:强化市场化融资自律约束机制

针对表内围绕专项债形成的风险特征,其防范重点在于硬化专项债的市场约束机制,有效前移风险防控关口。

一方面,要强化融资与收益相平衡的约束框架。其中,中央应重点敦促地方政府“做深做实项目储备”,在论证环节除了考察专项债项目的现金流、盈利前景等传统因素外,更要以微观财务指标审慎评估发债项目的成熟度,以公益性、外溢性原则权衡发债项目的投资效率和使用途径,规避“虚列”“虚增”潜在市场收益、过度依赖土地出让收入偿债等现象。此外,要进一步重视金融审计,强化地方性金融机构在增信资质审查、项目收益评估等方面的独立性,切断专项债风险隐患的衍生渠道。

另一方面,要依托债务管理信息系统,健全专项债发行管理机制。债务管理信息系统既可以提升专项债项目的信息披露质量,又能展现专项债使用主体的财政状况与信用水平,这有利于中央健全信用评级制度,确保专项债发行定价反映项目与地区间的风险溢价。同时,要完善地方政府债券的收益率曲线,并阻断地方政府干预专项债发行定价的可能渠道,以便进一步基于市场约束机制提前识别和化解专项债风险隐患。

(三)表外债务风险:贯彻“增量防范+存量化解”的风险治理逻辑

我国表外债务风险的治理应秉承“增量防范+存量化解”的逻辑,既要遏制表外债务的衍生渠道,又要以市场化、法治化的方式处置存量债务。

市县财政现阶段仍有利用治理工具作为债务风险载体的偏好,因此为了防止新兴的治理工具再次异化为表外债务载体,中央可选择资源禀赋好、市场化水平高、债务风险等级低的地区作为创新试点,以先赋权再纠偏的方式规范治理工具的使用。在试点过程中,应重点关注新兴治理工具可能引发的债务权属、增信授信、杠杆率区间等问题。当治理工具经过试点期并开始由典型地区向外普及的时候,可以视情况将相关项目纳入债务管理信息系统,利用信息披露机制、风险评估机制,预防潜在的增量杠杆“借壳而出”。

此外,针对地方政府存量的表外债务,要显性化其风险来源,特别是一些基层政府债务,隐匿分散于多种融资渠道,更容易游离于政府监管之外。厘清表外债务的风险来源,有利于进一步明晰政府与市场主体的偿债边界,剥离由政府应担责任与债务风险属性。其中,面对直接的、集中的风险冲击,地方政府要在市场纪律硬约束的框架下与债权人协商处置,谨防风险冲击转变为系统性危机;面对或有的、持续性的风险隐患,地方政府可以预期相关事项的变化情况,提前安排财政应对策略。

注释:

①参见2019国际货币基金组织公布的第四条磋商访问报告。

②原《中华人民共和国预算法》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。”

③《全国地方政府性债务审计结果》,2011年第35号审计报告。

④《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19号)、《国家发展改革委办公厅关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》(发改办财金[2010]2881号)。

⑤《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》(国土资发[2004]71号);《招标投标拍卖挂牌出让国有建设用地使用权规定》(国土资源部令第39号)。

⑥数据来自30个省份(西藏除外)的政府性债务审计结果,其中全口径债务指政府负有偿还责任、担保责任和一定救助责任的债务。

⑦在“自发代还”模式下,中央政府2011年仅允许地方政府发行3年期和5年期的债券,2012年又加入了7年期的债券。

⑧2014年,中央规定地方政府债券发行额度为4000亿元,发行期限在5年、7年、10年的债券比例为4:3:3。

⑨《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)。

⑩《中国财经报》(2020年1月23日)。

⑪《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);《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号);《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)。

⑫《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预[2017]89号)。

⑬《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

⑭新《预算法》、《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)、《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)。

⑮《中共中央国务院印发关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发[2018]27号)。

⑯参见<https://www.chinanews.com/cj/2011/1-17/3467937.shtml>。

⑰参见<https://www.chinanews.com/fortune/2015/08-25/7488292.shtml>。

⑱《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)。

⑲5个计划单列市也有正式举债的权利。

⑳《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)。

㉑财政部有关负责人就出台《地方政府性债务风险应急处置预案》答记者问。

㉒财政部网站显示,2020年末全国地方政府债务余额256615亿元,其中专项债务129220亿元。

㉓2019年地方政府一般债券和专项债券的平均发行利率分别为3.53%和3.43%;2020年地方政府一般债券和专项债券的平均发行利率则分别为3.34%和3.44%。

㉔例如,到“十四五”末各地要将50%以上的土地出让收益用于农业农村。

㉕《中国金融稳定报告2018》。

㉖《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)。

㉗《关于四川省2017年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告》《2018年第二季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果》《2018年第三季度国家重大政策措施落实情况跟踪审计结果》。

㉘根据Wind数据库整理。

China Social Science Excellence. All rights reserved. <https://www.rdfyb.com/>

参考文献:

[1]刁伟涛:《债务风险防范与公共财政收支取向:观察阶段性特征》,《改革》,2015年第6期。

[2]刁伟涛、傅巾益、李慧杰:《信用利差、违约概率与地级政府债务风险分类测度》,《财贸经济》,2019年第6期。

[3]冯静、汪德华:《新中国政府债务70年》,中国财经出版传媒集团,2020年。

[4]龚强、王俊、贾坤:《财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述》,《经济研究》,2011年第7期。

[5]郭敏、段艺璇、黄亦炫:《国企政策功能与我国地方政府隐性债:形成机制、度量与经济影响》,《管理世界》,2020年第12期。

[6]郭玉清、毛捷:《新中国70年地方政府债务治理:回顾与展望》,《财贸经济》,2019年第9期。

[7]郭玉清、薛琪琪、姜磊:《地方政府债务治理的演进逻辑与转型路径——兼论中国地方政府债务融资之谜》,《经济社会体制比较》,2020年第1期。

[8]何德旭、苗文龙:《财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析》,《经济研究》,2016年第2期。

[9]洪正、胡勇锋:《中国式金融分权》,《经济学(季刊)》,2017年第1期。

[10]洪源、郭平:《“土地财政”视角下的地方政府融资平台债务风险研究——以中部地区C市融资平台为例》,《西安财经学院学报》,2012年第9期。

[11]洪源、张玉灶、王群群:《财政压力、转移支付与地方政府债务风险——基于央地财政关系的视角》,《中国软科学》,2018年第9期。

[12]冀云阳、付文林:《项目制治理模式与地方政府债务扩张》,《财经研究》,2018年第10期。

[13]贾康、吴曷兵:《PPP财政支出责任债务属性问题研究——基于政府主体风险合理分担视角》,《财贸经济》,2020年第9期。

[14]李丽珍、安秀梅:《地方政府隐性债务:边界、分类估算及治理路径》,《当代财经》,2019年第3期。

[15]刘蓉、李娜:《地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究》,《管理世界》,2021年第3期。

[16]刘尚希、石英华、武靖州:《制度主义公共债务管理模式的失灵——基于公共风险视角的反思》,《管理世界》,2017年第1期。

[17]龙小燕、赵全厚、黄亦炫:《地方政府专项债券的问题解析与制度完善》,《经济纵横》,2021年第4期。

[18]陆铭:《大国大城——当代中国的统一、发展与平衡》,上海人民出版社,2016年。

[19]吕伟、周佳音、陆毅:《理解央地财政博弈的新视角——来自地方债偿还方式改革的证据》,《中国社会科学》,2019年第10期。

[20]马骏、刘亚平:《中国地方政府财政风险研究:“逆向软预算约束”理论的视角》,《学术研究》,2005年第11期。

[21]马万里、张敏:《地方政府隐性举债对系统性金融风险的影响机理与传导机制》,《中央财经大学学报》,2020年第3期。

[22]毛捷、徐军伟:《中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实》,《财政研究》,2019

年第1期。

[23]荣晨:《我国土地收益分配制度改革的取向和举措——基于不同利益主体的视角》,《宏观经济管理》,2020年第6期。

[24]陶勇:《中国县级财政压力研究》,复旦大学出版社,2014年。

[25]汪峰、陈冰玉、林小燕:《“以地融资”:土地财政在地方PPP融资中的价值分析》,《商业研究》,2019年第9期。

[26]宋立:《市政收益债券:解决地方政府债务问题的重要途径》,《管理世界》,2004年第2期。

[27]王敏:《中国地方政府专项债券发行问题研究》,《中央财经大学学报》,2020年第11期。

[28]王媛:《我国地方政府经营城市的战略转变——基于地级市面板数据的经验证据》,《经济学家》,2013年第11期。

[29]王永钦、陈映辉、杜巨澜:《软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据》,《经济研究》,2016年第11期。

[30]王元京、高振华、何寅子:《地方政府融资面临的挑战与模式再造——以城市建设为例》,《经济理论与经济管理》,2010年第4期。

[31]王泽彩、徐军伟:《地方政府债券绩效管理的问题与对策——基于财政与金融协同、公共绩效与市场绩效协同的视角》,《财政研究》,2020年第2期。

[32]王志刚、黎思银:《地方政府专项债目标定位、风险及对策》,《地方财政研究》,2021年第4期。

[33]肖鹏、樊蓉:《债务控制视角下的地方财政透明度研究——基于2009-2015年30个省级政府的实证分析》,《财政研究》,2019年第7期。

[34]徐军伟、毛捷、管星华:《地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角》,《管理世界》,2020年第9期。

[35]杨灿明、鲁元平:《地方政府债务风险的现状、成因与防范对策研究》,《财政研究》,2013年第11期。

[36]杨继东、杨其静、刘凯:《以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究》,《财贸经济》,2018年第2期。

[37]杨志勇、杨之刚:《中国财政制度改革30年》,格致出版社、上海人民出版社,2008年。

[38]杨志勇、张斌:《中国政府资产负债表(2017)》,社会科学文献出版社,2017年。

[39]岳红举、陈军:《省级政府在地方债管理中的地位:现实困境与治理转型》,《当代财经》,2021年第1期。

[40]《中国地方债务管理研究》课题组:《公共财政研究报告——中国地方债务管理研究》,中国财政经济出版社,2011年。

[41]郑联盛、夏诗园、葛佳俐:《我国产业投资基金的特征、问题与对策》,《经济纵横》,2020年第1期。

[42]朱丹、吉富星:《新冠疫情下我国地方政府专项债应均衡好风险与效率》,《地方财政研究》,2020年第7期。

[43]Brix, H. P., 1998, "Contingent Government Liabilities: A Hidden Risk for Fiscal Stability", Policy Research Working Paper, The World Bank.