

# Set up Government-Sponsored Enterprises (GSE) to Solve the Ballooning Debt of Financing Platforms

## 设立政府支持机构， 解决融资平台债务膨胀

■ 蔡真

近期，海外评级机构不断下调中国主权信用评级，这反映出他们对中国债务问题尤其是地方政府债务问题的担忧。根据财政部的统计和估算，2015年末我国地方政府债务率为86%，低于全国人大设定的100%的警戒线，也低于国际150%的警戒线。尽管风险总体可控，但地方政府债务迅速扩张是不争事实。融资平台是地方政府债务的主体，其主体性质模糊不明，兼具公司和政府双重属性，这是导致其债务快速膨胀的根本原因。我们认为：依法设立政府支持机构（government sponsored enterprises，简称GSE），是解决融资平台债务膨胀问题的治本之策。

### 融资平台债务快速扩张及其风险

2007年初至2014年底我国地方政府债务由接近1万亿元上升至24万亿元，年均复合增长率为48.8%，远远超过GDP增速和财政收入增速。地方政府债务的主体是地方融资平台，根据审计署2013年底的公告，截至2013年上半年末，融资平台债务余额6.9万亿元，占地方政府债务余额的40.3%；如果考虑地方国有独资或控股企业从事地方基础设施建设的情况，这一比例甚至达到58.5%。尽管针对融资平台债务问题不断出台各类政策，但平台一直与政策进行博弈，借道银行理财产品、券商集合理财、信政合作等即是各种绕开监管的表现形式。2015年1月1日新《预算法》

正式实施后，各地融资平台的债务置换工作逐渐展开，债务置换工作的推进有效降低了融资平台的利息负担，优化了债务期限结构。即便如此，地方融资平台的“融资饥渴症”依然没有得到遏制，贷款、同业、理财、信托等各类资金投向融资平台依然较多。

导致这一现象的根源在于制度缺陷：融资平台以公司形式出现，但却不按市场规则办事。它具有很强的政府背景，其融资或有当地人大或上一级政府的保函做支撑，在资金运用方面，融资平台没有主导权，甚至没有经营自主权，纯粹充当地方政府融资工具，资金用途几乎完全有地方政府决定。债务主体性质模糊不明可能产生以下风险：第一，收益错配、期限错配的风险。公司是盈利性机构，其作为债务主体市场通常要求较高的回报，但融资平台从事的项目大部分是公益性或半公益性项目，其收益难以覆盖贷款、理财、信托等融资形式所需的融资成本。从融资期限上看，银行贷款普遍3~5年，理财资金通常在1年以下，BT融资为3~5年，城投债期限相对较长，大部分能达到7年，融资平台承建的项目建设周期通常3~5年，运营回收周期更是长达10年以上，目前偿还期普遍3~5年的债务融资几乎不可避免地出现期限错配风险。第二，土地价格与信用违约关联的风险。公司偿还债务通常以利润、销售收入、资产出售等为基础；融资平台的债务偿还，以项目收益为还款来源的较少，以财政收入作为还款来源的少

之又少，大部分以建设项目周边的土地出让收入作为还款来源。土地是一种资产，其风险属于波动性风险；债务风险是一种尾部风险，相对较为稳定；两者关联对金融稳定影响极大。这类类似于借钱炒股，必须有足额保证金和健全的止损机制为基础。当前房地产市场的整体低迷对地方债务的影响已经出现端倪。第三，中央政府隐性担保的风险。融资平台主体性质尽管模糊，但其涉及领域大多是公共品或准公共品，其债务风险几乎最终由政府埋单，又由于我国是单一制国家，地方政府实质是中央政府的派驻机构，因而地方性债务危机具有向中央回溯传导的可能。

尽管地方融资平台债务持续膨胀并蕴藏着各类风险，但并不能就此否定地方融资平台的存在价值。实际上它是中国特有体制的产物，在老《预算法》的框架下，融资平台满足了快速城市化产生的公共设施建设需求，为地区经济发展创造了良好的基础设施条件。实际上，在西方也存在着大量的从事基础设施投资和公共服务的平台类公司，它们只是表现形式和运营方式存在差异而已，但有一共同点，即它们都是依法发起设立。

### 国外依法设立政府支持企业（GSE）的情况

#### 美国依法设立GSE的情况

西方社会的经济运行大都采取市场经济模式，但市场经济也存在市场失灵的情况，尤其是在准公共品领域，政府支持企

业(GSE)即是针对这些领域的产物。

农业信贷体系的成立源于20世纪初美国农村金融体系严重欠发达,1916年国会通过《联邦农业贷款法》成立了农业信贷体系(Farm Credit System, FCS), FCS成为美国第一家GSE企业,它的目标是向符合资质的农民、农场主、乡村企业发放贷款。20世纪80年代美国发生农业危机,农作物大量剩余,农产品和土地价格大幅下跌,导致农民难以偿还70年代所借贷款,1987年国会修订《联邦农业贷款法》,授权成立了联邦农业抵押贷款公司(Farmer Mac), Farmer Mac服务于农业贷款二级市场,通过购买贷款并打包成证券出售给投资者,从而提高一级市场的放贷能力。

20世纪30年代美国出现了前所未有的大萧条,90%的房屋建设陷入停工状态,住房问题已成为影响社会稳定的一个重要因素。1934年,美国国会通过了《国民住房法》(National Housing Act of 1934)成立了联邦住房管理局(FHA),其职责是为符合标准的私人部门发放的住房抵押贷款提供全额保险。1938年美国又成立了联邦抵押贷款协会(即Fannie Mae的前身),其业务范围仅限于购买FHA担保的贷款。1970年,美国国会通过《紧急住房金融法》(Emergency Home Finance Act of 1970)授权成立联邦住房抵押贷款公司(Freddie Mac,房地美),该法案同时授权房地美和房地美购买联邦保险的抵押贷款和普通住宅按揭贷款的权力。Freddie Mac在成立之初即是一家私有公司,而Fannie Mae于1970年完成私有化。

由于学生贷款数额小、贷款人群少、服务成本高,因此以营利为目的的商业银行并不热衷于学生贷款,而人力资本投资对一国经济和社会发展具有重要意义。1973年学生贷款市场协会(Sallie Mae)

依据《高等教育法》(Higher education Act of 1965)成立,其目标是服务于学生担保贷款二级市场,从而促进一级市场的放贷能力。2004年Sallie Mae实现完全私有化。

由于GSE企业的设立最初都由国会授权,其性质类似于国有企业,因此其性质、权力、义务等由《预算法》确定,但由于它们相继实现了私有化,其企业性质、费用负担等均有所变化。美国《综合预算调整法1990》(Omnibus Reconciliation Act of 1990)对GSE的性质进行了明确界定:(A) GSE是通过美国法律成立的实体:拥有联邦经营许可证;私人所有,一切股权均由私人团体和个人拥有;董事会为企业决策机构。董事会的绝大多数成员由股东选举产生;是金融机构,有权为特定目的发起贷款或为贷款担保,如为某一领域或特定人群提供贷款;有权通过发行债券(并非有联邦政府担保)或为其他机构债务无限制担保筹集资金。(B):不享有政府所拥有的国家权力;不由政府财政担保(但政府可以主动为它们某一贷款做担保);员工工资及其它费用由本企业支付,不属于政府公务员。

GSE企业在履行公益义务的同时,也享有一定的特权:(1)发行证券免于注册的特权。根据《证券法》(Securities Act of 1933)规定,公开发行证券的发行人(政府债券、非公开发行以及州内发行除外)必须到美国证券交易委员会注册,提供财务报表等相关文件。但“被国会授权政府监督担任美国政府工具的法人所发行或担保的”证券可免于该法所要求的注册等规定,而GSE企业系联邦政府工具,属于证券法豁免范畴。(2) GSE企业可免缴大部分的州税和地方税。作为跨州企业,按照“统一州立立法委员会全国大会”制定的《计税所得税统一分配条

例》,分别计算出母公司和子公司各自净所得,然后分别按母公司和子公司所在州税率缴纳公司所得税。GSE企业作为联邦政府工具,不仅经营范围不受州界限制,也不适用各州各地的税法。(3) GSE企业在必要时可获得财政部的资金支持。财政部有权通过以购买GSE发行证券的方式向它们提供资金,但存在购买上限。

### 日本设立第三部门企业的情况

在日本,由地方公共团体与民间企业共同出资设立的以提供公共产品和公共服务为目标的企业被称为“第三部门”。根据日本总务省的统计,目前采取第三部门方式提供公共产品和服务的行业共有13个,主要涉及城市开发、住宅、道路运输等。从以上概念和企业具体从事的领域来看,日本的第三部门类似我国的地方融资平台。

日本第三部门兴起于20世纪70年代至80年代,具体背景是:西方石油危机导致日本出口受到影响,同时日本国内陷入财政危机,地方财力受到削减;另一方面,神户等城市提出“城市经营论”,引入民间资本加强城市基础设施投资成为重要议题。在此期间,一系列有关第三部门的法律被制定并颁布。1986年颁布《有关利用民间企业能力建设特定设施的临时措施法》(简称《民活法》),该法律对符合要求的第三部门使用特别的国税和地税政策。1987年颁布了《有关利用日本电信电话株式会社(NTT)股份销售收入促进社会资本改善的特别措施法》(简称《NTT无利息借款法》),该法律的目标是政府利用出售NTT股份收入完善公共基础设施的资本投入。具体方式是无利息贷款,适用于第三部门的包括A类型和C类型。A类型主要指那些项目收益可以覆盖费用的项目,如地下停车场等;C类型是指会对周边产生较大经济影响的项目。同年,日本还通过了《有关推进民间城市开发的特别

措施法》，该法旨在为特定地区的产业振兴和增强地区活力的第三部门提供无利息贷款。

20世纪90年代，日本经历了土地泡沫经济，这也导致许多第三部门企业的破产。这些破产的第三部门企业从事的项目很难说都是公共性的，很多都是为了以公益性之名获取土地上涨收益，其建设项目甚至包括高尔夫球场等非公益性项目。由于泡沫经济导致日本经济长期衰退，新增第三部门数量越来越少。根据日本总务省的统计，1992年新成立的第三部门企业为189家，2000年为144家，2010年仅为24家。针对第三部门的不规范行为，日本总务省于2009年出台了《有关第三部门的指导方针》，限定了第三部门的运用范围，并对第三部门的设立进行严格的事前审查。如对项目的必要性、公共性、行政参与的必要性进行充分论证，对项目进行经济核算，确保留有合适的资本金，听取外部专家意见，研究转化成民营的可能，选择合适的法人形式等。

#### 加拿大设立GSE企业的做法

加拿大抵押贷款和住房公司（CMHC）是依据《国民住宅法》（National Housing Act）设立的一家政府支持企业，《国民住宅法》规定CMHC的目标是“建造新住宅，修建、翻新已有住宅，提高居住和生活水平”。1986年加拿大修改了《国民住宅法》，允许CMHC对抵押贷款的现金流提供全额担保。CMHC提供担保的抵押贷款有两种形式，即开放式和封闭式。开放式抵押贷款可以提前偿付，封闭式抵押贷款不可以提前偿付。与之相对应的住宅抵押贷款债券也有两种形式，即封闭式和开放式，二者在不同的市场进行流通，具有不同的现金流。这一举措增加了商业银行发放抵押贷款的热情。同时在抵押贷款二级市场上，CMHC也根据自己的资产状况收购商业银行发放的住房抵押贷款，建立抵押贷款

库，发行住房抵押贷款证券NHA-MBS（根据《国民住宅法》发行，被称为国民住宅法抵押支持证券），无条件地担保并及时向投资者支付NHA-MBS每月本金、利息。

### 国内依法设立GSE企业的设想

鉴于当前地方政府债务的风险，我们认为明确地方融资平台的法律主体地位是抑制融资平台债务膨胀的治本之策。十八届三中全会《决定》明确提出要推进城市建设管理创新，“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资和运营，研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构”。“城市基础设施、住宅政策性金融机构”即对应狭义的GSE企业，特许经营即将其业务范围限定在特定准公共品领域。参照国外经验并结合中国国情，我们对依法设立GSE企业提出以下构想：

第一，明确GSE企业的业务范围限定在“住房、基础设施以及城市化相关配套设施”三个方面。当前我国正处于城市化的快速发展阶段，城市基础设施所需资金巨大，应成为当前设立GSE企业的重点领域。具体而言，住房是城市化中人们的基本需求，当前政策的重点不在于建设，而在于对存量房的盘活利用，并重点解决城市中低收入群体的住房问题；基础设施主要包括道路、公共交通系统等与城市化相关的硬环境，这类项目的收益大都可以覆盖建设成本，应注重吸收民间资本参与项目；城市化相关配套设施主要涉及城市地下管网、公共绿地等与城市化相关的软环境，这类项目大都具有较强的外部性，应加强财政性资金的补贴。

第二，对GSE企业进行一定的税收豁免。应遵循权利与义务对等的原则，GSE企业履行一定的公益性义务，相应地可享有一定的税收豁免。其一，由于上述三个业务领域都与土地开发相关，因而可重点

考虑土地增值税相关的税费减免。其二，由于GSE企业的项目建设主要是促进地区经济发展，可考虑减免共享税中的地方税部分。其三，GSE企业发行的资本补充工具以及证券化债券享有与国债一样的税收减免待遇。

第三，将GSE企业经营的地域范围限定在地市一级。纵观国际上的GSE企业，它们大都是全国性的机构，但结合中国实际来看，我们认为可采取日本设立地方性第三部门的方式。具体理由是：其一，地方公共物品具有一定的区域特征，跨区经营生产的产品可能与当地民众需求产生差异。其二，目前地方融资平台（尤其是省级平台）普遍存在扩张冲动，采取地域限制的方法可有效控制风险。

第四，明确GSE企业的金融机构的属性。尽管GSE企业的资金来源和运用兼具财政和金融两种属性，但将其定位于金融机构有如下好处：其一，金融业是特许经营行业，有明确的监管主体，有利于风险控制，建议将其置于央行或银监会的监管框架下。其二，GSE的特许经营性质使得管理层无需纠结于GSE“公或私”的属性之争，这也有利于民间资本的进入。其三，金融机构的定位考虑了GSE未来的破产退出机制。关于金融机构的破产制度，国际上通常存在托管和接管两种方式。托管这种制度安排主要是考虑到金融机构破产可能产生的经济和社会的不稳定影响，其意在通过改善银行的经营方式拯救银行；同样GSE企业的公益性特征决定它有长期存在的必要性，以及面临危机时改善经营的可能性。因此GSE与金融机构在破产制度上是完全相容的，未来一旦《金融机构破产法》颁布实施，GSE企业将自动纳入该法律框架。●

（作者单位：中国社会科学院金融研究所）

责任编辑：王科  
Wangke.alex@163.com