

一些地方政府将部分PPP项目和产业引导基金异化成为新的融资和加杠杆手段，考虑到其快速扩张，潜在风险仍需高度警惕

# 地方债务新趋势与应对

曾刚

“去杠杆”“防风险”的监管风潮中，与“影子银行”高度相关的地方政府债务问题再次成为关注的焦点之一。2015年以来，在投融资平台受限的背景下，地方政府大量通过PPP项目、政府引导基金以及违规担保等，变相扩大隐性债务规模。在资金供给端，则与各类“影子银行”对接，既没有在政府的负债中得以体现，也没有被纳入银行的资产负债表，风险敞口极不透明。这一方面有可能造成地方政府的过度负债，加大财政风险；另一方面则可能造成银行体系风险的过度积累，影响金融体系的稳定。正是在这种背景下，从2016年第四季度起，中央对地方债务的管理开始逐步收紧，陆续出台了一系列政策：2016年11月，国务院办公厅发布《地方政府性债务风险应急处置预案》；2016年12月，财政部发布《地方政府性债务风险分类处置指南》；2017年5月，财政部、发改委、司法部以及“一行三会”联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》；等等。

务余额不断下降，加之政府债务限额累进增加，剩余发债空间不断增大，至2016年末已达0.20万亿元；浙江省、河南省和江苏省等经济较发达省份剩余发债空间同样较为宽松，均超过900亿元；同时，天津市和重庆市虽然区域经济水平居全国前列，但基建投融资规模仍然很大，对新增债券的需求较多，债务余额接近债务限额，剩余发债空间占总债务限额比重不足3%；山西省及宁夏回族自治区等区域则由于债务限额较小，剩余发债空间亦较低，截至2016年末不足100万元。

不同类型债务的剩余发债空间方面，整体来看，截至2016年末，地方政府一般债务限额为10.72万亿元，一般债务余额预计执行数为9.79万亿元，剩余发债空间约为0.93亿元；专项债务限额为6.47万亿元，专项债务余额预计执行数为5.53万亿元，剩余发债空间约0.94亿元。一般及专项债务剩余发债空间基本相同。各区域表现方面，截至目前，已有13个省级行政区公布了2016年末一般及专项债务限额及余额数据。各区域一般债务剩余发债空间比例存在一定分化，一般债务剩余发债空间/一般债务限额自2.50%至31.01%不等；除上海市和天津市

## 地方政府债务杠杆的趋势

对地方政府债务及隐性债务的范围，理论和实践中都存在分歧。为与官方口径保持一致，我们将其分为两个层面：一是直接负债，即符合中央规范并被纳入地方财政预算的各类融资；二是隐性负债，即现行法规明确不被承认为地方政府债务，但市场或交易对手认为地方政府承担偿付责任。这里主要关注近两年发展迅速的PPP（政府与社会资本合作）和产业引导基金等新融资工具。

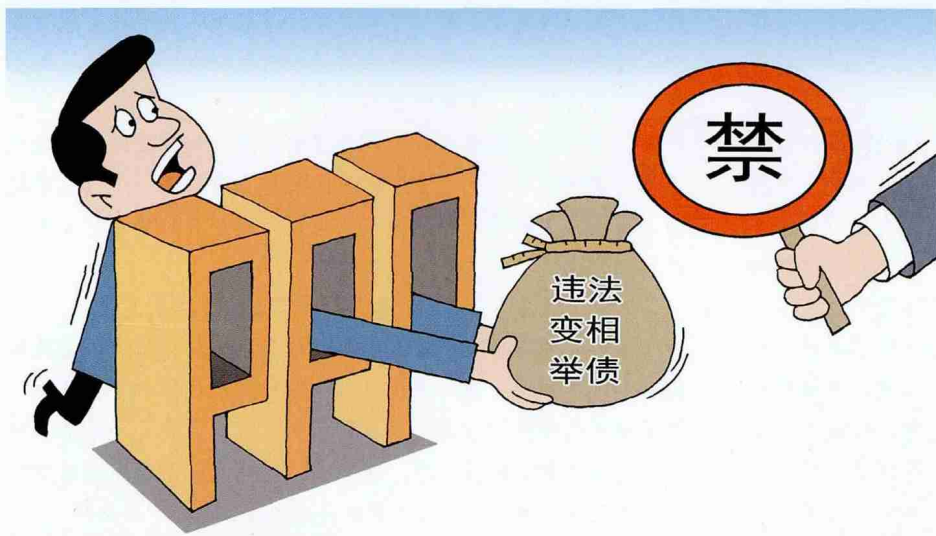
### 直接债务

2014年《中华人民共和国预算法》规定，发行地方政府债券是地方政府举借债务的唯一合法形式，除此以外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。从零星公布的官方数据上，地方政府负有直接偿还责任的债务余额在2010年末、2014年末和2016年末分别为10.72万亿元、15.4万亿元和

外，专项债务剩余发债空间比例较为接近，专项债务剩余发债空间/专项债务限额处于7.27%至13.91%之间。分区域来看，上海市一般债务剩余发债空间/一般债务限额为31.01%，专项债务剩余发债空间/专项债务限额为31.39%，均处于全国最高水平，未来发债空间很大；湖南省一般债务剩余发债空间/一般债务限额仅为2.50%，但近年政府性基金收入呈下滑趋势，为防控债务风险，新增债券发行量受到严格控制，加之历史债务的偿付，近年专项债余额也有所减少，专项债务剩余发债空间/专项债务限额尚有13.91%，处于较高水平，如未来土地市场回暖，政府性基金收入回升，专项债务发行量或将上升；天津市一般债务剩余发债空间/一般债务限额为3.09%，专项债务剩余发债空间/专项债务限额只有0.40%，均处于全国很低水平，未来发债空间主要依赖新增债务限额。■

作者单位：中债资信评估有限责任公司，孙静媛系公用事业部总经理

(责任编辑 许小萍)



六部门严禁地方政府利用PPP违法变相举债

15.32万亿元。2010年末和2016年末的地方政府债务率（债务余额/综合财力）分别为70.45%和80.5%，2015年以来基本保持稳定。

从债务结构来看，根据全国人大2015年度的地方政府债务调研报告，2014年末全国地方政府债务余额15.4万亿元中，借款形式主要为银行贷款、BT等应付款、信托、企业债券、中期票据和短期融资券等，其中银行贷款约占51%，地方政府债券仅占8%。经过2015年、2016年两年的置换工作，地方政府债务结构发生了重大变化。2015年，我国正式启动地方债置换工作，当年发行地方债置换债券3.2万亿元，2016年发行置换债4.87万亿元，两年累计置换8万余亿元，至2016年末，地方政府债务余额中地方政府债券的比例已达68%左右，成为地方政府债务最主要的构成。2017年，地方债置换将进入最后一个完整置换年度，预计这一比例将会继续提高。

### “影子债务”

在中央政府规范和约束地方政府债务融资行为的同时，由于部分地方政府投资冲动仍在，规范的融资路径难以满足其资金需求，加之银行业面临日益严峻的“资产荒”，迫切需要寻找能提供一定回报且风险可控的优质借款主体。供求两相契合，面对已有的政策约束（既有来自财政部门的规范，也有来自于银行监管部门的限制），银行和政府融资模式上进行了诸多“创新”，以实现监管套利，由此成为“影子银行”的重要组成部分。应该说，地方政府实现隐性债务扩张的途径有很多，但就过去几年的实践来看，最值得关注的是PPP和政府产业引导基金的异化。

PPP项目。有的公共物品政府没能力独立提供，又鉴于公益性不能完全由市场来提供，于是便有了政府和社会资本合作的PPP模式。广义的PPP是指由政府（Public）和社会资本（Private）通过多种方式合作（Partnership）提供公共服务或公共基础设施

（Public），BOT、BT等简单的投融资模式都包括在内。狭义的PPP则在此基础上更强调社会资本参与项目的运营和管理。应该说，不管是广义还是狭义的PPP，在中国都不是新事物。但直到党的十八届三中全会提出“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”之后，PPP才真正进入快速发展阶段。究其背后的原因：一是中央希望通过PPP模式的推广，来减轻地方政府的融资负担，化解地方政府债务风险；二是地方需要利用PPP来实现投资和稳增长；三是43号文之后，地方政府融资平台的“旁门”被堵，地方发债的正门对较低层级的地方政府而言门槛较高，所以许多地方政府有动力通过PPP来进行融资。从统计数据看，PPP的发展热潮始于2014年第四季度，到2015年下半年开始明显加速。截至2017年第一季度末，财政部相关要求审核纳入项目库的项目共计12287个，累计投资额14.6万亿元，其中，已签约落地项目1729个，投资额2.9万亿元。从国外的实践看，PPP模式是一种公共产品的综合管理模式，而不仅仅是一种融资模式。但在我国目前的发展阶段，基本将其异化成了一种新的融资模式。在制度层面，政府对PPP可能产生的隐性债务有着严格的限制，但实践中，地方政府依然可以通过多重方式加杠杆：一是通过隐性的“抽屉协议”和财政安慰函提供变相担保，最后项目的债务风险依然集中在政府身上；二是通过产业基金优先劣后级的方式进行显性担保，以提高杠杆比例，一般杠杆比例在1:4，有些甚至更高，融资主要来自各类资管产品或其他资金；三是承诺回购，类似于之前的BT项目，随着大量项目建成或者进入回购期，回购压力增大可能带来地方政府财政风险的上升。

产业引导基金。这是政府产业引导基金近两年发展较快的另一种新融资模式。2014年12月，国务院发布《关于清理规范税收等优惠政策的通知》，明确出不允许地方政府通过补贴、税收优惠等方式来直接扶持企业。此后，各地政府将原来的政府补贴改为产业引导基金，本意是通过市场化运作来提高财政资金的使用效率。产业基金从表面上看不增加政府债务，但在实践中，地方政府对其他的有限合伙人（LP）一般都有隐性的担保条款，并提供抵押物，实际形成了地方政府的或有负债。更值得关注的趋势是，早期的引导基金主要集中于对特定产业的扶持，如中小企业、战略新兴产业等，与基础设施建设等公共支出没有直接关联。2015年5月，财政部、发展改革委、人民银行联合发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》，强调要完善财税支持政

策，积极探索财政资金撬动社会资金和金融资本参与PPP项目的有效方式，首次提出由中央财政出资引导设立中国PPP融资支持基金，作为社会资本方参与项目来提高项目融资的可获得性。2015年8月，国务院常务会议提出由政府出资设立PPP引导资金，吸引其他社会资本跟进。在此基础上，各地积极出台相关政策，地方政府PPP引导基金正式闪亮登场，政府投资基金数量和规模由此出现井喷式增长。清科研究中心的统计数据显示，截至2016年末，各级政府共设立了1013只产业基金，目标投资规模为53316.5亿元，已到位资金19074.24亿元，其中，PPP引导基金（国家级加地方投资基金）112支，目标规模21089.37亿元，已到位资金7700亿元，占比约在40%。在实践中，PPP政府引导基金有多种层级、多种运作模式，对推进PPP项目和提升融资杠杆发挥了重要的作用。当然，从另一个角度讲，PPP引导基金在融资过程中提供的各种直接或间接担保，在一定程度上也扩大了“影子债务”规模，在扩大地方隐性债务的同时，也形成了新的风险。

### 风险评估与政策应对

其一，政府债务的总体风险仍然可控。新预算法实施后，地方政府规范的举债融资机制得到了一定程度的规范，政府债务规模加速增长的势头得到了控制。截至2016年末，地方政府债务余额，加上纳入预算管理的中央国债余额12.01万亿元，两项合计，我国政府债务总额为27.33万亿元。按照国家统计局公布的GDP核算数74.41万亿元计算，2016年我国政府债务的负债率（债务余额/GDP）为36.7%，低于欧盟60%的警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平。而且，随着地方债进入常态发行，地方政府债务结构得到优化，总体融资成本显著下降，政府部门总体债务风险依然在可控范围。

其二，新形式的隐性负债值得关注。2015年以来，一些地方政府将部分PPP项目和产业引导基金异化成为新的融资和加杠杆手段。尽管从存量规模而言，这些隐性负债尚不会显著改变政府（中央和地方）负债率水平，但考虑到其在两年左右时间内的快速扩张，潜在风险仍需高度警惕。特别值得注意的是，这些债务对接的资金往往来自于各种资管工具，其“影子银行”的特征使风险敞口难以被准确评估并得到恰当的管理。

其三，隐性债务成因具有系统性，化解之道，也应多管齐下、有序推进。具体而言，造成隐性债务继续发展的原因有几个方面，一是2015年开始规范地方政府融资行为，已经开展的一些项目存在后续融资需求，在不能发行地方债的情况下，需要探索其他途径加以解决；二是在化解“融资难、融资贵”的政策背景下，货币环境偏宽松，政府类主体融资成本大幅下降，一定程度上也刺激了地方政府的资金需求；三是银行对政府融资的偏好。经济结构调整过程中，企业信用风险显著上

升、有效信贷需求下降，“资产荒”挑战越来越严峻。银行利用“投贷联动”以及资管产品对接政府融资需求的操作，既能完成资金的投放，又能降低监管成本（减少拨备计提和风险资产）。此外，还能通过对政府资源的利用（如吸收财政存款以及参与其他政府相关的业务）来提高综合收益率。多方权衡之下，具有强烈融资需求的地方政府成为商业银行竞相争夺的优质客户资源。

针对上述背景，政策上也应统筹规划，多方入手。

第一，继续规范地方政府债务融资行为。在推进地方政府债务置换的同时，进一步优化地方债的发行机制和交易机制，扩大地方债质押范围并适当上调抵质押率，以提高地方债的市场结构程度和流动性。在“堵旁门”的同时，不断完善地方债发行的正途，为规范地方政府融资控制债务风险创造条件。

第二，逐步清理不规范行为，控制隐性债务的过快增长。2016年末以来的诸多政策，在不断重申地方政府责任范围，并明确各类政府性债务处置原则的同时，针对地方政府隐性债务的新趋势，还提出了禁止地方政府违规担保，严禁地方利用PPP、产业基金等变相举债；不得以任何方式向社会资本方承诺回购投资本金、承担投资本金损失、承诺最低收益，以及不得对有限合伙基金等任何股权投资方式附加额外条款变相举债等要求。预计随着这些政策的落地，相关风险将会得到一定的控制。

第三，加强对政府投资基金的管理。目前看，地方政府产业基金已到位的资金规模已达到两万亿元左右，预计未来还有进一步上升空间。作为在地方产业投资和基础设施投资中发挥核心作用的主体，地方政府产业投资资金目前没有统一的监管规则，也没有明确的监管主体。监管缺位之下，其业务模式和杠杆率均处于不受管控的状态，潜在风险不容忽视。建议有关部门尽快出台政府产业投资基金的统一监管规范，并由地方金融管理机构落实本区域机构的监管，并将其作为建立和完善中国地方金融监管制度的一个重要内容。

第四，强化银行监管，压缩监管套利空间。针对银行利用许多创新业务和产品（主要是投贷联动、资管产品以及同业业务等）来为地方政府融资加杠杆的情况，需要根据现有法规的要求，实施严格的穿透。按照实质重于形式的原则，对银行最终承担风险的部分，需要纳入银行全面风险管理框架，在按规定计提拨备和风险资产的同时，还要特别关注此类融资可能给银行带来的流动性风险。此外，由于此类融资往往还涉及不同类型和不同机构产品的嵌套，长远看，还需要尽快出台跨部门的统一监管规则，并强化监管协调，以降低跨行业套利的空间。■

作者单位：国家金融与发展实验室银行研究中心

（责任编辑 许小萍）