

我国地方政府债务的风险与应对策略

刘磊

内容提要：随着宏观经济环境不确定性因素增加，地方政府债务风险日趋严重。中国地方政府债务在近年来仍处于上升趋势中，隐性债务规模有所下降，但显性债务增加的规模仍有所不足。在“堵后门”的同时，适当多放开些“前门”是很有必要的。显性债务主要以地方政府债券为主，目前仍存在流动性、定价机制和监管框架等方面的问题。我们认为解决地方债的关键在于优化中央与地方财政关系，并建立法规框架对地方政府债务进行积极管理。日本与中国在法律框架和金融体系上有着诸多相似性，其治理地方债务的经验值得借鉴。

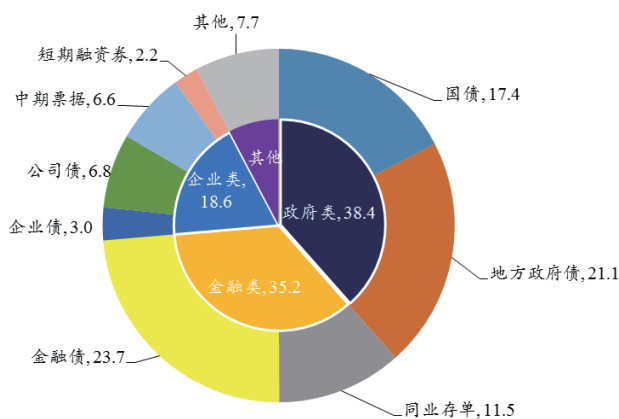
关键词：地方政府债务 金融风险 日本经验

中图分类号：F830.9 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1770(2019)09-017-07

引言

为应对全球金融危机的影响，2009年以来我国地方政府形成了相当规模的地方政府债务。在2015年之前，地方政府债务主要是以隐性债务的方式形成的。地方政府隐性债务的增长，积累了大量的债务风险，金融稳定性也随之降低^[1]。根据审计署2011年和2013年两次对地方政府隐性债务的全面审计调查，2010年时地方政府显性债务为6.7万亿，其中有4000亿是以地方政府债的形式存在，表外债务达到了4.0万亿，表内与表外债务加总共计10.7万亿，占当年GDP的26%；到了2013年6月末，地方政府表内债务10.9万亿，其中仅6600亿为地方政府债券，表外债务7.0万亿，二者共计17.9万亿，占GDP的32%。

随后新《预算法》出台，提出了“开前门，堵后门”的应对原则，允许地方政府自行发行债券来置换原有债务，同时中央政府也将约为GDP的22%的债务确认为地方政府债务，计划通过3年时间完成18万亿元（2015年GDP的25%）规模的地方政府债券置换。由此，地方政府债务余额中的银行贷款、融资平台债券、信托贷款和其他非标融资逐渐下降，地方政府债券逐渐成为债务余额的主要成分。新增的地方债券主要以2-20年久期为主，收益率略高于国债，地方政府的融资成本也相应降低。至2018年末，3年期的地方政府债券置换工程已基本完成，地方政府债券余额达18万亿，而地方政府表内债务中非债券部分仅剩2500亿元。地方政府债券规模在整个债券市场中的占比为21.1%，已经超过了国债17.4%的比例，成为中国债券市场中重要的债券种类。



资料来源：Wind

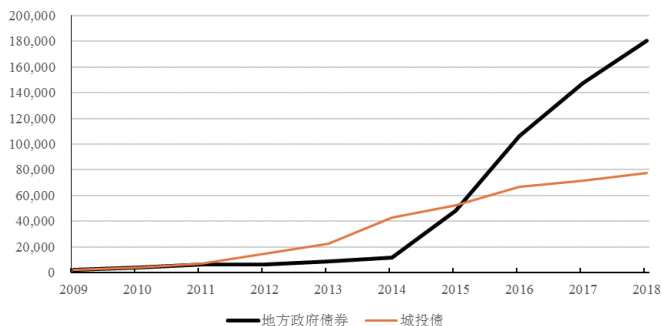
图1 2018年末债券市场中主要券种余额占比

2019年以来，宏观经济环境面临更多不确定性因素，经济下行压力加大。从整个宏观金融体系来看，金融风险进入多发期、频发期，处理不慎甚至有可能引发系统性风险。其中，地方政府债务问题尤为突出，并被国内外研究者视为中国债务问题中的最大隐患。为了打好防范和化解金融风险的攻坚战，我们必须认真研究中国的国情，同时借鉴其他国家的成功经验，完善地方政府债务管理的体制机制。

一、当前地方政府债务的变化特征

2018年地方政府债券规模依然增长较快，从2017年末的14.7万亿上升至18.1万亿，增长了23%，同期国债和城投债规模各自增长了11%和8%。地方债券规模自2017年超过

国债规模后，与国债规模的差距进一步拉大，已经成为债券市场中最主要的品种。同时，地方政府债券已占到全部地方政府债务的 98%，地方政府债务置换已基本结束。



资料来源：Wind

图2 地方政府债券与融资平台债券规模 (亿元)

2018 年以来，地方政府债务变化的最大特征在于隐性债务占比下降。对地方政府隐性债务的范围界定存在分歧，相关数据来源也有限，导致学者之间以及国际机构对地方政府隐性债务规模的估算也存在着较大差别。一般来说，大部分估算是从地方政府融资平台出发，将其看作地方政府隐性债务的主要来源^{[2][3]}。另一类估算主要从不同的融资工具出发，将地方政府从银行贷款、信托贷款、地方债、平台债券等不同融资工具所筹措的资金看作地方隐性债务^[4]。还有一类算法从政府的支出端出发，将基建投资看作地方政府资金运用的主要方式，从而倒推包括隐性债务在内的资金来源，IMF 曾采用这一方法来估算中国地方政府债务^[5]。这三种方法各具优势，但也都存在各自的缺陷：采用融资平台的数据具有较完整的数据来源，但混淆了融资平台中用于基建的资金和其他纯商业性资金；采用融资工具估算的方式具有最直接的对应性，但相关数据来源有限，估算中涉及到的假设较多；采用基建投资支出倒推的方式更符合现实经济运行的逻辑，但同时也忽视了众多其他政府支出的因素。而将这三者综合到一起进行考虑，可以帮助我们看清在一段时期里地方政府隐性债务的发展趋势。

从融资主体来看，融资平台债券规模增速明显放缓。2018 年末 Wind 所统计的城投债余额为 7.7 万亿，增长了 5600 亿元，同比增长 8%。而 2004-2016 年全年的增长幅度都在 1 万亿以上，同比增速均在 20% 以上。城投债是地方政府隐性债务的重要组成部分，其增速放缓反映了地方政府隐性债务的下降。不过，值得关注的是，进入 2018 年下半年，城投债市场随整体宏观政策转换而出现了一些调整。为确保

基建项目获得充足的投资资金，针对地方融资平台的政策在一度收紧后又呈边际放松状态。伴随着融资约束的松动，在地方融资平台贷款来源受到保障的同时，城投债的融资功能也得到强化，整体利率水平和信用利差出现了一定程度的修复。2019 年以来稳增长的压力难以消除，对于基建投资进而对于地方融资平台的倾斜和依赖都是不可避免的，从而预示着城投债在短期内可能仍会维持偏于宽松的政策环境。

从融资工具来看，信托贷款、PPP 等工具的融资规模有所下降。信托业协会所公布的信托资金中投向基础产业的部分主要是地方政府的资金来源，其 2018 年末的规模为 2.8 万亿，相比 2017 年末下降了 4100 亿，与信托贷款下降的趋势基本一致。从 PPP 规模来看，2018 年末 PPP 投资总额 19.7 万亿，相比 2017 年末增长 1.5 万亿；其中处于执行阶段的项目有所上升，从 4.6 万亿上升至 7.5 万亿；但处于执行之前阶段的 PPP 项目都有所下降。前一阶段各地都在落实 PPP 项目集中清理工作，对不合格的项目进行清理退库或整改。由于处于执行前期的项目减少，地方政府在 PPP 项目上的隐性杠杆率也将继续下降。

从政府资金运用来看，2018 年基建投资增速出现了断崖式下跌，本质原因在于地方政府的去杠杆。根据 IMF 的测算，基建投资大约占到地方政府预算支出的 21%，占到中央政府预算支出的 14%，占到地方政府融资平台预算支出的 47%^[6]。大部分基建投资缺乏经济效益，一些基础设施虽然具有一定的经济效益，其回收期较长，也难以获得私人资本的认同。在过去的经济发展模式中，基建投资的资金主要来自于政府。根据我们的估算，基建投资中，大约有 15% 左右的资金来自预算内，约 5% 左右来自政府性基金（主要是地方政府卖地收入），其余部分则来自于社会资本。而这部分社会资本或多或少会涉及到地方政府的隐性债务。2018 年随着对地方政府财政的严监管，以及对地方官员的终身追责制度建立，基建投资的社会资金来源受到较大影响。

总结来说，2018 年以来虽然政府杠杆率仍在上升，地方政府债券上升规模较大，但并没有完全填补由隐性杠杆率下降所造成的缺口。由于缺乏符合市场经济具有充足回报的投资项目，在严格的约束下，地方政府即使可以找到资金来源，也不敢轻易扩张投资。由此考虑，我国地方政府债务问题并没有完全理顺，过于强调对隐性债务的清理使宏观经济受到了一定程度的影响。在“堵后门”的同时，适当多放开些“前门”是很有必要的，更重要的是如何加强对债务的管理，增

强债务的可持续性。

二、我国地方政府债券市场发展仍不完善

对地方政府债务的管理中，地方政府债券市场的健康发展是关键的一环。但目前我国地方政府债券规模的快速上涨并没有与更完善的管理相对应，规模发展虽快但市场发展相对缓慢。由此出现了关于地方债的流动性、定价机制和监管框架等方面的问题。

首先是流动性问题。我国地方债券二级市场的流动性偏低，市场参与者少，不利于形成市场化定价。从2017年的数据来看，地方债换手率仅为4.3%，相比国债66%的换手率而言流动性非常差。导致流动性偏低的直接原因是地方政府债券的持有主体过于单一，缺乏足够的做市商。全部地方政府债券中有87%的比例都被商业银行所持有，非常不利于地方政府债券市场化建设。在商业银行的资产负债表中，地方政府债券与居民按揭抵押贷款具有类似的性质：既缺乏市场流动性，难以转移出表，同时也普遍具有较长的期限，加剧银行资产负债表错配。地方政府债券的剩余期限虽然集中在5年附近，但在可预见的一段时期内都有着借新还旧的需求，与长期资金的性质更为类似。

第二是定价机制问题。地方政府债券主要由地方政府信用担保，相对于国债来说一般都具有一定的风险溢价，且债券评级会随着地方政府财务状况的变化而随时调整。尤其对于联邦制国家来说，地方政府相对国债的风险溢价一般更大，且地方政府之间债券的风险溢价方差也更大。澳大利亚和加拿大的地方政府债券风险溢价都在0.5%左右，美国2000—2014年的风险溢价中位数虽然为负，但不同地方政府之间的差距较大。而我国地方债最大的风险溢价仅为0.3%左右，且不同省之间的差距非常小。Lam和Wang(2018)用中国各省地方政府债券的风险溢价对代表各省经济发展程度和财政能力的变量（包括经济增速、债务率、财政收支等）进行回归研究，结果发现风险溢价与这些变量之间并无明确的相关关系^[6]。而其他国家的实证结果表明这种关系是存在的，即使在德国这样的单一制国家，风险溢价与经济增速也呈现出一定的显著性。分析结果还表明，我国不同省份之间的地方债利差主要反映的是流动性溢价而不是风险溢价。可见地方政府债券缺乏完善的定价机制，损害了其正常市场化流动的基础。

第三是信用评级问题。从对地方政府债券的评级结果看，我国地方政府债券无论是发达地区还是欠发达地区目前全部是AAA的最高信用评级。这无法体现出地方政府偿债能力和信用风险的差别，不利于通过地方政府债券发行利率充分体现出债务风险。其根本原因还在于缺乏一个明晰的违约清算机制。中国政府体系属于单一制，地方政府不存在破产机制，市场普遍预期在危机来临时中央政府会对地方政府实施救助。但新《预算法》中又明确说明了中央对地方政府债券违约的不救助准则。这种认识上的混淆，扰乱了地方政府债券的信用评级基础，使得评级机构难以对其形成有效的评级。

第四是信息披露问题。相比于美国市政债发行时普遍都有数百页的发行说明书，我国地方政府债券相关的信息披露文件一般仅有十多页，相关的债券评级报告也不过三十页左右，披露的信息极为有限。另外，我国尚未编制出各省级地方政府的资产负债表，缺乏最为关键的资产负债规模与结构、债务负担规模和财政风险等相关信息。

第五是债务风险管理问题。我国地方政府债券规模发展过快，但尚未建立起与现有规模相适应的监管框架。尤其是在地方政府出于发展经济的需要而产生融资需求时，可能会与金融体系的长期稳定相冲突。与此同时，地方债所涉及到的监管当局较多，有些领域存在重合，有些领域则并未被完全覆盖。地方债交易存在场内与场外两个市场：场外市场是银行间交易，目前是地方债最主要的交易市场；场内市场是证券市场交易，活跃度也在上升。涉及到地方政府债券的监管部门包括了中国人民银行、银保监会、证监会、财政部、审计署、全国人大、地方政府和市场评级机构。财政部和地方政府是地方债发行、运行和偿付的最主要管理机构，他们共同对债券发行规模负责。银行间市场和证券市场的交易分别由人民银行和证监会负责监管。银保监会既负责银行和保险机构持有地方政府债券的风险资本权重管理，同时也会涉及到未来可能接触到的债券违约互换衍生品的监管。

三、优化中央与地方财政关系是关键

新中国成立以来经验已经反复证明了地方政府的积极性是经济增长的关键。地方政府不仅仅是宏观调控的参与者、地方经济运行的干预者，甚至直接扮演者准公司的角色，直接参与到生产过程之中。这包括地方政府对土地的调节与限制、通过城投公司直接参与经济建设，以及通过各类产业政

策来调节经济结构等。但另一方面,自 1994 年分税制改革以来,我国地方财政资金来源受到约束,对中央政府转移支付的依赖性较强,地方财政的收支缺口也相应拉大。地方政府只能依靠各类“费用”、土地收入和地方政府融资平台来弥补这一缺口,这是当前地方政府债务规模如此之高的直接原因。

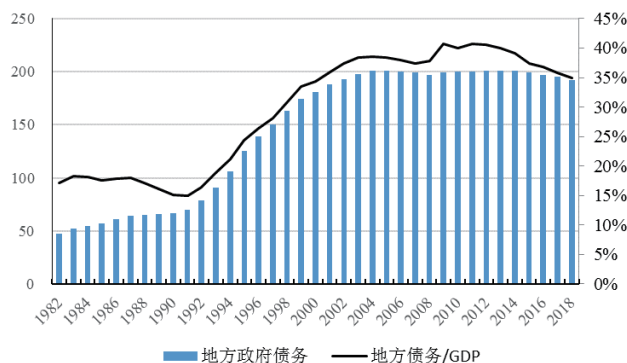
解决这一问题的关键在于优化中央与地方财政关系。这既需要放松地方政府债务的资金来源,使其可以在市场上进行多元化融资,各类融资之间彼此竞争以形成完善的市场体系;也需要将地方政府债务关进制度的笼子中,通过科学的制度设定和指标体系来约束其债务规模。

首先是放松地方政府的资金来源,在财政收入上应适当向地方政府倾斜。我国改革开放的一大重要特征就是加强了市场在资源配置中的功能,而相对于中央政府,地方政府更贴近于市场,更了解当地市场环境中适合哪种类型的政府支出以及哪种类型的税收政策。相关的税基、税率和税收收入上都应适当向地方政府倾斜,以发挥地方政府和市场的积极性。此外,在对地方政府债务的管理上,也应提高地方权责的对等程度。这里最重要的是继续推进表外债务向表内回归,满足经济发展需要所必需的地方政府融资需求。根据 IMF 的估算,增扩的赤字率约占 GDP 的 10% 左右^[5]。我们认为应该结合当前中国经济发展的客观要求以及政府债务可持续发展的实际情况来正确估算我们应有的赤字率水平,在表内债务中预留充足的空间来实现表外债务的表内化。

第二是要继续加强对地方政府的预算约束,将地方政府债务关进制度的笼子中。2018 年末,我国显性地方政府债务仅有 18.4 万亿,占 GDP 的比例仅为 20.4%,远低于大部分发达国家,也低于国际上公认的警戒线。但地方政府隐性债务的规模较大,我们所统计出的城投公司总负债已占到 GDP 的 60%。这其中究竟有多少应归于地方政府类债务,多少归于国有企业类的债务很难划分,但总的来说,地方政府隐性债务规模是较为庞大的。另一方面,随着新《预算法》对传统融资平台类债务实施控制,新型的马甲(如政府引导基金、政府购买服务、PPP 等)又相继出现。地方政府存在着为这类债务提供担保措施的情况,这进一步弱化了地方的财政约束。从国际经验来看,债务规模并非产生金融风险的核心因素,对债务的管理水平和债务的可持续性才是关键。管理地方政府债务风险的当务之急在于加强对债务的有效管理机制,完善地方政府资产负债统计,建立基于存量指标的全方位监控体系,将地方政府债务关进制度的笼子中。

四、日本管理地方政府债务的经验

日本与我国具有非常类似的经济环境,都是单一制国家。地方政府作为中央政府的派出机构既要对上级政府负责,也要对本级议会负责。1990 年代以来,日本经济出现停滞,为振兴经济、扩大内需,地方政府也相应增大了支出,政府杠杆率迅速增加。地方政府违约风险激增,2006 年北海道政府发生了债务违约。为规范和完善地方政府债务管理体系,经过较长时间的准备,日本于 2009 年 4 月开始实施了《地方政府财政健全化法》。该法案将地方政府债务纳入一个规范的管理框架,这个框架的主要内容包括三个方面:设定监控指标、划分财政健康区间和采取不同的应对方案。这一法案的实施成功控制住了地方政府债务,债务水平和杠杆率水平趋于下降。



资料来源:IMF,日本银行

图3 日本地方政府债务规模(万亿日元)

在《地方政府财政健全化法》的框架下,日本总务省从两个维度构建了反映地方政府财务状况的指标体系,并严格根据这个指标体系来约束地方政府的债务融资行为。第一个维度是狭义地方政府和广义地方政府范围的划分,其中广义范围包含了国营事业单位,这类似于我国地方政府融资平台公司。第二个维度是关于还本付息的流量指标和关于债务规模的存量指标。两个维度构建出的四个指标如表 1 所示。具体来说,实质亏损比率是狭义地方政府的实质亏损金额与标准财政规模之比,关联实质亏损比率是广义地方政府的实质亏损金额与标准财政规模之比,实质公债费比率是地方政府债券的还本付息金额与标准财政规模之比,未来负担比率是指包含了公营企业、第三部门等或有债务在内的地方政府广义债务还本付息金额与标准财政规模之比。

表1 日本地方政府财政健全化相关法律的各指标对象

	狭义地方政府	广义地方政府
流量指标	实质亏损比率	关联实质亏损比率
存量指标	实质公债费率	未来负担比率

资料来源：日本总务省

通过这四项指标，地方政府财政可分为三种类型：健全阶段、早期健全化阶段和财政的再生阶段，如图4所示。第一种类型的地方政府财务最健全，各项指标均符合要求，可直接发债；第二种类型的地方政府财务出现恶化迹象，需由地方政府制定财政健全化计划，并由地方议会通过，还需履行外部审计要求，政府需向议会报告计划的实行状况并向公众公开；第三种类型是财务最不健康的地方政府，需实施财政再生计划。这类地方政府首先需制定完整的财政再生计划，并交由地方议会和总务大臣批准通过，同时还需履行外部审计要求。2018年，在全国47个都道府县中，可直接发债的为42个。在全国1741个市町村中，2017年可直接发债的为1706个。

财政健全	财政早期健全化	财政再生
<ul style="list-style-type: none"> 健康指标 	<ul style="list-style-type: none"> 实质亏损比率（道府县3.75%，市町村11.25%-15%） 关联实质亏损比率（都道府县8.75%，市町村16.25-20%） 实质公债费率（25%） 未来负担比率（都道府县400%，市町村350%） 	<ul style="list-style-type: none"> 实质亏损比率（道府县5%，市町村20%） 关联实质亏损比率（道府县15%，市町村30%） 实质公债费率（35%）

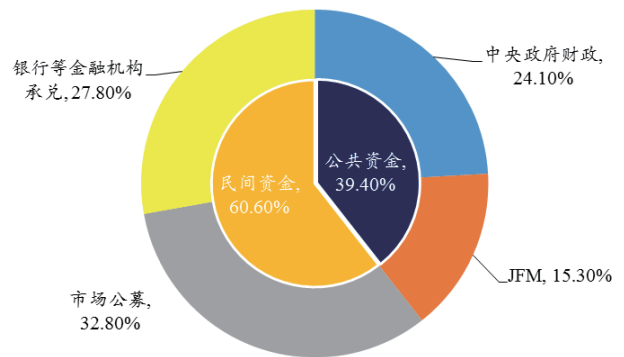
资料来源：日本总务省

图4 地方政府财政健全化阶段标准

与此同时，日本地方政府筹集债务资金的来源更为多元化，主要的债务形式有四种：中央政府的财政融资资金、地方公共团体金融机构资金、市场公募资金、银行承兑资金。具体来说，财政融资资金是指财务省在财政融资资金特别账目中发行国债代为地方政府筹资，2018年占地方政府融资来源的24.1%；地方公共团体金融机构（JFM）是由地方政府共同出资设立的金融机构，它在市场上发行机构债进行融资，并将资金贷给地方政府，2018年占比15.3%；市场公募资金是指地方政府直接向市场发行债券进行融资，2018年占比32.8%；银行等金融机构承兑资金，是指地方政府从指定金融机构进行借款，2018年占比27.8%。

其中的地方公共团体金融机构（JFM）是最为开创性的贡献，它是地方政府共同成立的一家金融机构，其通过发行机

构债为地方政府提供融资。

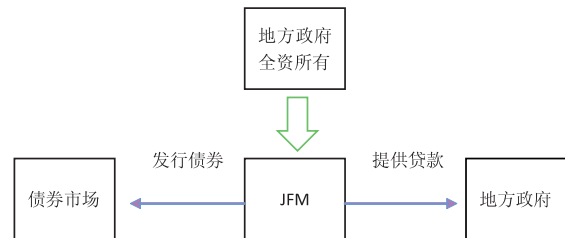


资料来源：日本财务省

图5 日本地方政府融资结构（2018）

五、日本地方公共团体金融机构的操作模式

日本地方公共团体金融机构（Japan Finance Organization for Municipalities, JFM）是由地方政府共同出资所有，专门为地方政府提供长期廉价融资的金融机构，其金融属性与政策性银行类似，在负债方（资金来源），它通过向市场发行机构债券筹集资金；在资产方（资金使用），它则向地方政府提供贷款。JFM的结构及运行逻辑如图6所示。



资料来源：JFM年度报告2018

图6 JFM的运作模式

JFM是由地方政府联合全资拥有的金融机构，向地方政府提供的贷款由总务省和地方政府共同负责。其形式上虽然是企业化运营，但存在的主要目的是为地方政府提供公共服务，而不是盈利性。贷款利率的设定也以基本保持资产负债表的盈亏平衡为标准。在管理上，其管理层同时受到四方面的约束。首先是代表性董事会。董事会成员为6人，任期3年。其中3人是地方政府的代表，3人为选举出来的外部专家。代表性董事会负责决定主席和CEO等管理层人事的任免，同时也对包括账户预算在内的重大事件作出决策。第二是中央政府。中央政府负责对JFM的预算进行审核，同时也依法负责

JFM 公司条款的制定和修改。第三是监管委员会。监管委员会由 6 人组成，任期 2 年，其成员全部都是由董事会任命的外部专家，负责向管理层进行相关咨询和提议。第四是审计机构，包括公司内部审计和独立外部审计。公司内部审计根据需求对公司财务进行审计并同时向董事会、管理层和总务省报告。独立的外部审计由董事会指定，并向公众公开审计结果。

为加强与投资者的互动，完善信息披露机制，JFM 除了定期公布其年度和半年度融资计划报告外，还与国内外投资者进行定期与不定期的会面，对财务和运行状况作展示并回答投资者问题。基于严格的发行限制，充分的资产负债管理能力，完善的信息披露机制，以及全部地方政府共同的背书，JFM 所发行的机构债获得了国际评级机构的主权债务评级，享受与国债相同的评级及市场收益率。

2018 年，由 JMF 对地方政府发放的贷款余额为 2238 亿美元，发行机构债券余额为 1953 亿元。通过有效的期限管理，JFM 基本实现了资产负债表的期限匹配，为地方政府提供了长期廉价的资金。其向地方政府提供的贷款利率有两种选择：标准利率和特别利率，标准利率为保持资产和负债两方的现金流收入折现值与现金流支出折现值匹配的利率；特别利率是在标准利率的基础上下浮 0.35%。当前 JFM 将近 99% 的贷款都采用特别利率。这部分亏损由一个被称作“贷款利率扣减基金”的投资收益来弥补，这部分基金的资金来源是几个地方政府从事博彩等产业的相关收入。

表2 2017财年末（2018年3月末）JFM资产负债表

资产		负债	
贷款	23.8	债券	20.3
其它	1.0	其它	4.2
		净资产	0.3
合计	24.8	合计	24.5

(万亿日元)

资料来源：JFM 年度报告 2018

JFM 模式有以下经验可供借鉴。第一，由政府全资所有。JFM 是由日本全部地方政府共同出资拥有 100% 比例的股权，并由总务省派驻代表进行管理。其优势在于为机构债权注入

了政府信用背书，从而降低了债务成本。第二，具有相关配套制度和政策的支持。JFM 向地方政府提供贷款和向债券市场进行融资都具有完善的管理制度、金融基础设施和地方政府财政框架所提供的支持。债券市场可获得清晰完整的政府财政信息，相应的信息披露和投资者交流活动也较为完善。第三，多重监管框架来约束机构的行为。中央政府、地方政府、监管机构和审计机构共同构成对 JFM 的公司治理约束，地方政府还有相应的债务规模约束，由此保证了 JFM 的财务健康。第四，JFM 的核心目标是为地方政府提供长期廉价资金，而并非自身盈利。基于这一目标，对贷款的定价完全采用现金流匹配的原则，并通过部分地方政府的博彩收入给与补偿，从而降低地方政府的融资成本。

六、借鉴日本经验，完善我国地方政府债务的管理

李扬 (2019) 认为，在地方政府融资制度方面，中国应该主要向日本学习^[7]。尤其是在法律框架和金融体系上，中日两国有着较多的相似性。首先在法律框架上，我国与日本都是单一制政府，地方政府没有破产机制，只能在中央政府的统一管理下拥有一定的自主权。第二是在金融体系上，我国与日本都是以银行间接融资为主的结构，揭开面纱后，所有债务最主要的资金来源还是银行，因此应该充分契合这一结构，发展出适合于间接融资环境的政策体系。

在具体操作方案上，我们建议可以成立一个类似日本 JFM 的专业化、政策性金融机构，专为地方政府融资。这种制度安排有利于通过公开透明的融资机制，对地方政府债务实施科学管理。对于这一金融机构的设立，我们认为有三种路径可供选择。

其一是完全借鉴日本模式，设立由政府背书的政策性金融机构，由这一机构发行债券从市场进行融资并为地方政府提供长期贷款。这一政策选择的优势在于除现有的地方政府债券之外又为地方政府提供了一种多元化的长期债务资金来源，同时在债券市场上也可通过发行标准化的机构债来丰富市场品种。这一机构应专门为地方政府的债务融资服务，可由中央政府出资，也可由全部地方政府共同出资，亦或是中央与地方政府共同出资设立，具有政府的信用背书，其发行债券的收益率应与主权债券基本一致。

其二是改造现存机构，通过赋予其新职能的方式来落实

这一制度安排。在近期出现的几起地方政府隐性债务偿付困难状况中，国开行已经积极参与到地方债务化解工作中，提供长期低价贷款来替代已有的短期高价债务。国开行的主要职责就是服务国家经济重大发展战略，业务类型涉及到基建与棚改，与地方政府隐性债务有较多重叠。因此国开行对地方政府融资职能的适应性较强，具备承担这一职责的基本要素。但国开行的最大障碍在于其规模限制，2018年末国开行总资产共计人民币16万亿元，其中贷款资产11万亿元，棚户区改造相关贷款占到贷款总额的四分之一。而当前地方政府债务总规模为19万亿元，国开行当下的总资产和净资产规模都难以支撑起类似于JFM那样重要的角色。要实现这一制度安排必须首先进行增资扩股。

其三是借鉴住房抵押贷款证券化的模式成立国家资产证券化公司，同时开放商业银行对地方政府提供贷款的限制，通过资产证券化将这部分商业银行的贷款出表。与房利美和房地美这类美国按揭贷款证券化模式不同的是，我们建议采取被欧洲广泛使用的资产担保债券（covered bond）模式。这类资产证券化债券的特征是发债银行需要用其资产池为其剥离出的资产支持证券提供担保。也就是说，当债务人出现违约时，债券持有者可以向发债银行进行追索。从这个角度来说，这类资产并未完全从银行出表，并非完整意义的资产证券化；但其极大约束了银行的行为，激励银行实行更为积极的风险控制，从而也避免了美国次贷危机时那种大规模不良贷款的出现。采用这一机制的优点是可以与我国当前正在进行的住房按揭贷款资产证券化过程结合在一起，在全国范围内成立一家或多家资产证券化公司，使其同时为住房按揭贷款和地方政府贷款的资产证券化服务。欧洲当前这类资产担保债券就是既包括住房按揭贷款债券，也包括一些公共部门的贷款债券。

无论采取以上哪种路径方式，都可丰富地方政府债务融资的来源，同时也会改善商业银行的资产负债表结构。其中的关键在于通过这种公开透明的融资机制为地方政府债务实施科学管理。尤其是要建立一整套衡量地方政府债务缺口和债务风险完善的指标体系，具体要求包括三个方面。一是这类证券化资产要高度透明，各省级地方政府债务主体需编制和披露完整的财务报表，地方政府债务金融机构、国开行或国家资产证券化公司需有尽职调查的义务。二是债券发行人与持有人要保持风险共担，当出现地方政府违约风险时要由

具有政府背书的主体首先以自有资金承担风险，同时要保持这类地方政府债务的融资成本接近于主权债务成本。三是相关债务发行规则和会计标准从建立起就应遵循国际准则，并积极推进这类债券融入全球市场。

参考文献：

- [1] IMF. Staff report for Article IV consultation: People's Republic of China[R]. IMF Country Report No. 15/272, 2015.
- [2] Bai, C. E., Hsieh, C. T., & Song, Z. M. The long shadow of a fiscal expansion[R]. National Bureau of Economic Research, No. w22801, 2016.
- [3] 张智威, 熊奕. 地方政府融资平台债务风险分析[R]. 德意志银行宏观报告, 2017.
- [4] Chen, Z., He, Z., & Liu, C. The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes[R]. National Bureau of Economic Research, No. w23598, 2017.
- [5] Zhang, M. Y. S. and M. S. Barnett. Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China[R]. IMF Working Paper, No. 14/4, 2014.
- [6] Lam, W. R. & J. Wang. China's local government bond market, IMF Working Paper[R]. No. 18/219, 2018.
- [7] 李扬. 将地方债务关进制度笼子[J]. 中国金融, 2019(13): 18-20.

作者简介：

刘磊 经济学博士 中国社会科学院经济研究所助理研究员、国家金融与发展实验室研究员

