

新金融评论

China Finance Review

2013年第6期 (总第8期)

- 加快融资机制改革创新 促进城镇化持续健康发展 潘功胜等
- 城镇化融资：历史、问题和改革 巴曙松 杨现领
- 市政债券支持城镇化融资 徐 忠 汤莹玮
- 公私合作伙伴机制：城镇化投融资的模式创新 贾 康 孙 洁
- 关于引入信托制度支持城镇化建设研究
——基于土地制度创新的信托业务模式初探 刘向东
- 保险资金支持城镇化建设的思考 熊志国
- 信贷支持城镇化建设 推进城乡一体化发展 袁 力
- 直接融资和间接融资的国际比较 祁 斌 查向阳等
- 利率市场化的宏观效应分析和政策建议 连 平等
- 中国利率何处去
——利率市场化后政策利率的制定与操作 何 东 王红林 余向荣
- 中国巨型企业的盈利能力剖析 孙明春 唐俊杰

 上海新金融研究院
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 中国金融出版社

新金融评论

China Finance Review

2013 年第 6 期（总第 8 期）

 **上海新金融研究院**
SHANGHAI FINANCE INSTITUTE

 **中国金融出版社**

责任编辑：张 铁
责任校对：李俊英
责任印制：丁准宾

图书在版编目 (CIP) 数据

新金融评论 (Xinjinrong Pinglun). 2013 年. 第 6 期: 总第 8 期/上海新金融研究院编. —北京: 中国金融出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7259 - 0

I. ①新… II. ①上… III. ①金融—文集 IV. ①F83 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 312937 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 175 毫米 × 250 毫米

印张 11

字数 195 千

版次 2013 年 12 月第 1 版

印次 2013 年 12 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7259 - 0/F. 6819

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

新金融评论

China Finance Review

顾问委员会主任：陈 元

顾 问：(按姓氏拼音排序)

方星海 胡怀邦 蒋超良 姜 洋 林毅夫 凌 涛 秦 晓 沈联涛
屠光绍 万建华 王 江 吴敬琏 吴晓灵 谢 平 易 纲 余永定
周 伟 朱 民

编辑委员会主任：钱颖一

编 委：(按姓氏拼音排序)

管 涛 黄海洲 李迅雷 连 平 廖 岷 马 骏 缪建民
魏加宁 阎庆民 袁 力 张 春 郑 杨 钟 伟

主 编：钱颖一

执行主编：王海明

特邀编辑：郭 凯

编 辑：廉 薇 王 芳 熊 静 黄 涓 全淑琴 郭 峰

《新金融评论》是上海新金融研究院主办的经济金融类学术刊物,致力于发表权威、严谨、高标准的政策研究和基础研究成果,强调学术性和政策性的完美结合。中国金融四十人论坛为本刊提供学术支持。

“中国金融四十人论坛”(CF40)由40位40岁上下的金融精锐组成,是中国领先的非官方、非营利性金融学术研究组织。上海新金融研究院(SFI)是由中国金融四十人论坛举办的非营利性专业学术研究机构,与上海市黄浦区人民政府战略合作。

联系电话：021-33023256

联系地址：上海市北京东路280号7层《新金融评论》编辑部

投稿邮箱：cfr@sfi.org.cn

目 录

2013年第6期

总第8期

专 题

- (1) 加快融资机制改革创新 促进城镇化持续健康发展 潘功胜等
- (20) 城镇化融资:历史、问题和改革 巴曙松 杨现领
- (31) 市政债券支持城镇化融资 徐 忠 汤莹玮
- (42) 公私合作伙伴机制:城镇化投融资的模式创新 贾 康 孙 洁
- (61) 关于引入信托制度支持城镇化建设研究
——基于土地制度创新的信托业务模式初探 刘向东
- (78) 保险资金支持城镇化建设的思考 熊志国
- (90) 信贷支持城镇化建设 推进城乡一体化发展 袁 力

国际金融

- (102) 直接融资和间接融资的国际比较 祁 斌 查向阳等

金融实务

- (118) 利率市场化的宏观效应分析和政策建议 连 平等
- (134) 中国利率何处去
——利率市场化后政策利率的制定与操作 何 东 王红林 余向荣
- (149) 中国巨型企业的盈利能力剖析 孙明春 唐俊杰

加快融资机制改革创新 促进城镇化持续健康发展*

◎ 潘功胜等

摘要:城镇化融资机制指城镇化发展过程中的资金需求和供给机制。本文以我国推进新型城镇化发展为背景,分析了未来一段时期宏观融资环境的变化,从城镇化发展和融资供给相互影响的基本关系出发,提出了新型城镇化背景下融资机制有效性的内涵和衡量标准。从上述标准出发,本文在回顾我国城镇化融资历史过程和借鉴相关国际经验的基础上,提出了未来健全城镇化融资市场机制改革创新的政策建议:一是加快转变政府职能,进一步确立城镇化融资机制的市场化改革方向,提升融资效率;二是深化土地、财税、价格改革,增强城镇化融资的可持续性;三是加强改革配套,健全多种途径的城镇化融资债务风险约束机制。通过以上融资机制的改革创新,有效增强资金保障能力和债务风险约束,促进城镇化持续健康发展。

关键词:城镇化 融资 土地财政 市政债 地方税

城镇化是我国经济社会发展的重要趋势特征。党的十八大和十八届三中全会、中央城镇化工作会议都提出,坚持走中国特色的新型城镇化道路,推进以人

* 本文为中国农村金融论坛内部课题“我国城镇化发展的融资机制研究”的部分成果,中国农村金融论坛由中国金融四十人论坛与中国农业银行共同发起。作者潘功胜系课题负责人、中国人民银行副行长。课题组成员包括纪志宏、王宇、纪敏、唐滔、李健强、孙彬、杨丰、牛慕鸿、袁鹰。

为本的城镇化。从国际经验看,城市发展的“纳瑟姆曲线”^①规律表明,当城市化水平处于30%~70%时,将进入加速阶段。2012年,我国常住人口城镇化率达到52.57%,过去几年来每年上升1个百分点,正处于加速发展阶段。与发达国家一二百年的城镇化过程相比,我国城镇化起点低、发展快,人口转移规模大,需要在基础设施、公共服务等方面进行大量投资。同时,城镇化过程也是人口、土地和产业等要素集聚的过程,这一过程中伴随着由生产要素集聚带来的城市土地不断升值和商业繁荣带来的收入增长,这些都为城镇化建设融资提供了潜在保障。如何通过必要的融资机制设计,实现资金可得性和城镇化质量的同步提升,从而以融资机制改革创新促进城镇化发展方式的转型,更好地发挥城镇化对推动经济社会发展的积极作用,无疑具有重要意义。

一、新型城镇化意味着更大的资金投入, 未来融资成本也将逐渐上升

根据世界银行前几年的调查,发展中国家城市基础设施投资占GDP的比例平均为4%,我国“十五”时期是2.9%,如果2010—2020年GDP年均增长率为7%~8%,城市基础设施投资占GDP比例为3%,资金需求总量无疑十分巨大。更重要的是,与传统城镇化相比,新型城镇化更强调以人为本,核心是公共服务均等化,而目前约52.6%的城镇化人口中还有近15%、约2.34亿的农村户籍人口虽进入城镇,但尚未享受相应的社保、医疗、子女教育等市民待遇。未来按照新型城镇化的要求,逐步把符合条件的农业转移人口转为城镇居民,当然也就意味着更多的资金投入。综合一些机构对农民工市民化成本的调查,省会城市人年均10万元以上,副省级城市(计划单列市)人年均15万元左右^②。尤其要看到,目前我国城

① 1979年由美国城市地理学家Ray M. Northam首先发现并提出,发达国家的城市化大体上都经历了类似正弦波曲线上升的过程,当城市化水平在30%以下,代表经济发展势头较为缓慢的准备阶段;当城市化水平超过30%时,经济发展进入极为迅猛的高速阶段;当城市化水平继续提高到超过70%之后,经济发展势头再次进入趋于平缓成熟阶段。

② 有关农民工市民化的成本有不少测算,中国社会科学院早先估计,一个农民工变身市民需要的“公共支付成本”约为1.5万元;住建部调研组测算,每新增一个城市人口需要增加的市政公用设施配套费(不含运行和管理成本),小城市为2万元,中等城市为3万元,大城市为6万元,特大城市为10万元;中国发展研究基金会公布的农民工市民化的平均成本在10万元左右;广州市社科院发布的报告则显示,一个农民工若要成为广州市民,不包括买房等成本,仅满足最低消费,一生中需要承担130万元。

镇化的主体形态是大城市化,城市人口的分布结构越来越向大城市、特大城市集中,北、上、广、深房价居高不下,一房甚至一铺难求,部分中等城市房地产供过于求。房价走势的明显分化固然是由很多种因素导致的,但归根到底是供求关系决定,一定程度上反映了当前我国城镇化的人口流动特征。相应地,大城市所需的公共服务和治理各种城市病的投入也更大,资金供求矛盾可能更为突出。

同时还要看到,未来一个时期总体资金供求关系将有所改变,融资成本可能逐渐上升。我国经济发展已进入转型期,劳动力成本趋势性上升,经济增速逐渐放缓,宏观储蓄率趋于下降,潜在通胀压力不容忽视,这些宏观经济的重要趋势性变化都会对资金供给能力产生影响。同时随着利率、汇率市场化加快推进,资源、能源品价格逐渐理顺,环境约束逐渐增强,过去被压抑的资金等要素成本将更为显化,这也会带来融资成本的趋势性上升。如果再考虑到目前地方政府性债务、产能过剩行业等因素潜藏的经济金融风险,未来一个时期资金风险溢价的上升也会推高融资成本。

二、新型城镇化背景下融资机制有效性的内涵

城镇化发展与融资是一个相互作用和影响的过程,有其内在规律。一方面,城镇化发展需要大量可持续的融资,另一方面,这一过程中逐步产生的“红利效应”——土地、房产增值、使用者付费增多以及经济繁荣带来的一般税收增长,也能为城镇化融资提供未来收入基础。

未来一个时期,按照十八大和十八届三中全会提出的新型城镇化要求,既要借助城镇化发展的未来收入充分利用金融市场融资,也要通过构建一个规范可持续的市场化融资机制,从资金供给上有效约束粗放型城镇化的盲目扩张,以融资机制转型带动城镇化发展方式的转型,实现城镇化红利效应不断释放和融资可持续性的良性循环。按照这一改革方向,以下三个方面可作为未来城镇化融资机制有效性的衡量标准。

一是融资效率上的激励相容。经济学上的激励相容是指外部制度设计要与执行者的自我激励一致。具体到城镇化融资,主要是两条:一是事权主体与融资主体应尽可能保持一致,即谁花钱、谁借钱、谁偿还,这样融资主体的融资可得性和偿债激励就能保持一致,就会形成举债的自我约束;相反,如果事权主体和融

资主体分离,比如目前的平台融资、政府花钱模式,融资主体的融资激励和融资约束就会分离,作为城镇化事权主体的地方政府就希望过度负债。二是事权与偿债资金来源保持一致,即城镇化融资的偿债来源主要依靠城镇化自身“红利”的释放,比如公共服务改善带来的产业、人口集聚和土地增值等,这样融资可得性就能和公共服务的改善挂钩。比如房产税(房地产税)作为国外市政债的一项重要偿债资金,其税源多少就直接与城市基础设施及公共服务改善程度有关,这样理论上地方政府就会尽可能将市政债资金用于改善所在地的公共服务。相反,如果是大量依靠与城镇化水平关联度较弱的所得税、增值税甚至上级政府的转移支付偿债,就会出现事权与税源的分离,融资主体就不会有足够动力改善城镇化质量。除房产税外,一部分具有使用者付费功能的(供水、供电等)公共事业之所以可由社会资本提供资金,同样是基于税源(收入来源)和事权改善相一致的激励相容原则。

二是融资成本负担的代际公平和可持续。城镇化领域涉及的大量的基础设施和公共服务事权,大都具有一次建成、长期使用的特点,客观上容易产生“前人栽树、后人乘凉”的代际负担不公问题,这类问题在以往主要通过税收为城镇化建设融资的做法下尤为突出,金融机制特别是资本市场长期融资机制在一定程度上能够解决这一问题,即借助长期负债能够将城镇化的未来收益提前到当前使用,将来逐渐偿还。但如果预算制度不支持资本市场的长期融资机制,则仍可能产生扭曲。比如我国目前地方财政就并不编制独立的跨年度资本预算,实际在预算制度上就奠定了“新官不理旧账”的基础,资本市场本应具备的财务负担代际分摊功能就得不到有效发挥。

三是融资风险外部性的有效约束。任何金融市场融资机制都会产生一定的外部性风险,长期融资由于未来现金流的不确定性更是如此。城镇化融资既具有长期融资可能带来的期限错配风险,同时由于其融体主体(地方政府)的特殊性,外部性风险也更大。如果没有必要的制度约束,地方政府融资风险的外部性就很容易转化为债务主体的预算软约束。经济学上解决外部性问题主要是通过必要的机制设计,实现外部性的内部化,比如环境外部性问题的解决,很大程度上就依赖了总量控制下的配额交易,使环境恶化这一外部性风险有效转化为环境主体的内部成本。财政联邦制国家实行的地方政府破产制度,同样也是有效的外部性风险内部化机制,我国目前地方政府不能负债的预算法规定,主要也是基

于对风险外部性的担心。未来城镇化融资机制的改革,同样需要通过健全市场机制和财税体制有效约束外部风险。

三、城镇化融资的国际经验及启示

总体看,国际上城镇化相关领域的融资有两个趋势:一是市政债、公私合作、资产证券化等市场化融资方式逐渐成为主流,相应地,财产税等地方税以及使用者付费等项目收益,逐渐成为除一般性税收之外重要的偿债资金来源;二是在更多利用市场化融资的共同趋势下,不同国家融资方式的选择主要取决于财政体制和金融体系结构。

(一) 市场化融资是城镇化建设融资的主流

早期公共财政理论认为公共品在消费上不具有排他性,生产上不具有竞争性,无法通过市场定价达到供求平衡,是典型的需要由政府提供的市场失灵领域。但随着城镇化进程发展对公共服务需求的日益增多,财政负担日益沉重且资金使用效率不足的矛盾逐渐突出;同时随着技术进步的发展,公共品消费主体的有效识别问题也得到缓解,使用者付费开始流行,社会资本逐渐进入公共服务领域进行投资。这一过程中不仅市政债等资本市场融资工具开始流行,而且在公共服务领域的私有化浪潮也不断涌现,由此也形成了城镇化领域两种最主要的市场化融资方式——市政债和公私合作(Public Private Partnership, PPP)。

市政债得到广泛运用。市政债历史和城镇化进程关系密切。美国南北战争结束到第一次世界大战结束的那段时期,是其城镇化快速发展的时期,当时的市政债发行规模超过了国债。20世纪50~70年代,日本经济高速增长大大推动了城镇化进程,地方债在这一时期大量发行。南美洲的巴西、墨西哥、阿根廷等国在市政债发行方面虽有过的挫折,但经过20世纪80年代的财政整治,市政债违约风险趋于稳定。20世纪90年代以来,俄罗斯、波兰、匈牙利、捷克等转轨国家也大量发行市政债,支持基础设施建设。根据世界银行统计,目前市政债或类似地方债占全球债券总额的9%,占政府债券的35%。大国经济体中,无论是财政联邦制还是单一制国家,市政债或类似地方债都在城市建设中得到广泛运用。

按照前述城镇化融资机制有效性的三个标准衡量,市政债被广泛用于城镇融

资并非偶然。一是市政债通常由地方政府特别是城市政府发行,并主要用财产税、消费税、营业税,以及使用者付费等与城镇化水平较为密切的收入偿还,负债主体和事权主体一致,资金来源和资金使用一致,融资主体本身就有较强的自我偿债约束,以及通过改善公共服务支撑市政债可持续发行的动机。同时,市政债在公开市场上的融资行为受到的市场约束也更强,这方面尤其值得一提的是,市政债的投资者结构。除金融机构等一般债券投资者外,不少国家通过税收优惠等政策,鼓励当地居民对当地市政债项目投资。以美国为例,2012年末,市政债投资者中居民持有占比高达44.6%,共同基金为第二大持有人占比为28.6%,而共同基金持有比例相当一部分也来自居民。这一投资者结构对强化地方政府偿债的市场约束有益,同时也能发挥当地居民熟悉当地市政项目的信息优势。二是市政债或类似的资产证券化主要依靠未来逐步实现的现金流偿还,不少国家市政债发行期限长达20年以上,既能较好地满足城镇化建设对长期资金的大量需求,也有利于在较长时期内分摊财务成本。三是借助一定的外部制度安排,市政债机制能够较好地约束外部风险,除允许地方政府破产外,还可通过上下级财政之间的规则管理或审议监督机制约束市政债风险,因此国家发行市政债还要进行民意听证,相应的民意约束也能发挥积极作用。

公私合作是重要的股权融资方式。城市基础设施领域的公私合作发端于第二次世界大战之后的恢复重建,兴起于20世纪70~80年代发达国家以及90年代苏东国家的私有化浪潮,目前已成为基础设施和公共服务领域广泛流行的融资方式。其意与其说是私有化,不如说是打破垄断、引入竞争,即通过培育市场经营主体,将原来依靠行政方式组织建设和经营的城市基础设施建设项目,交由市场主体按市场化方式建设运营,这一过程自然会在融资、建设、运营各个环节中引入竞争机制,达到减轻财政负担、借助社会力量发展城市基础设施和提升运营效率的目的。从国际经验看,成功的公私合作必须具备一定的条件:一是要在公私合作中清晰界定并有效保护私人产权,这是调动私人合作融资的基本条件;二是公私之间以及私人投资者之间要有一个公平的竞争,做到一视同仁;三是公私合作形式要多样化,以适应不同领域、不同投资主体的需求。

(二)融资方式的选择主要与一国财政和金融体制有关

一国的财政体制是影响融资方式选择的重要因素。欧洲许多国家实行的是

集权制的分税制,地方政府财权较小,市政债发行规模较小、成本较高,市场流动性不足;另一方面,欧洲国家并不禁止银行对政府和公共部门贷款,地方政府经常通过银行借款弥补财政资本性支出,银行也经常将对公共部门发放的贷款作为抵押发行债券,这类债券一定意义上可视为变相的市政债。具体到一国不同层级的政府,其融资方式也有不同。通常情况下,乡村、城镇和小城市信用等级较低,其融资来源类似中小企业,地方税收和公共服务使用费等内源融资比例较高。相反,州、市级地方政府外源债务融资比例更高。

融资方式选择与一国金融体系传统也有关系。在德国、法国等所谓银行主导型金融体系国家,地方政府发行市政债券就必须满足严格的担保规定,实践中也主要由银行等金融机构担保。亚洲国家中,日本地方政府(包括地方国有企业)2008年的借款和贴现规模为227万亿日元,高于同期地方债规模的140万亿日元。相反,美国等金融市场发达国家则主要通过资本市场公开融资,2012年末,其市政债余额高达37145亿美元,高于州及以下政府未清偿贷款余额,占全部债券余额的比重为9.73%,规模仅次于国债、公司债,和资产支持证券大体相当。

四、我国城镇化融资模式的历史变迁及评价

我国是一个转轨国家,任何一个具体领域的融资模式的形成,都与当时特定的经济金融体制密不可分。现有城镇化建设领域融资模式的一些典型特点,无论是政府融资平台的兴起,还是偿债资金对土地出让金的高度依赖,都是市场化改革总趋势下特定领域经济金融体制背景的反应。

(一)城镇化融资模式的历史变迁

历史地看,无论早期单一的财政拨款,还是目前多样化市场融资模式,其演变过程主要伴随了我国经济体制特别是财政金融体制的变迁。

从1979年开始,国家在基本建设投资领域进行财政拨款改为银行贷款的试点,1985年这一试点全面推开。在“拨改贷”改革不断深入的大背景下,财政预算中的建设性支出比重不断下降,20世纪80年代中后期包括城镇化建设这一传统公共财政领域也开始利用银行贷款,当时不少城市还大量向市民集资,用于道路交通等市政基础设施建设。

20世纪90年代分税制改革和政策性银行设立,进一步推动了城镇化建设负债融资的发展。在分税制体制下,地方政府开始具有自身的税收收入,形成了相对独立的地方政府信用,而地方政府的一项主要事权就是市政建设,这一领域也自然成为其信用支持的一个重点。正是在上述背景下,无论是最初对开发银行“两基一支”软贷款的财政贴息或风险兜底,还是其后基于广泛“银政合作”基础上的打捆贷款、综合开发贷款等,都是地方政府信用与银行贷款相结合的不同形式,既是城镇化建设兼具公共产品 and 使用者付费双重属性的反映,也是当时的财政和金融体制下城镇化资金筹集的一种“市场”选择。

近年来迅速兴起的融资平台模式本质上仍是地方政府信用和市场化融资相结合的城镇化融资模式。根据《预算法》、《担保法》和《贷款通则》有关规定,我国地方政府直接举债的“前门”已经关闭,在现实的财政压力下,地方政府不得不“创新”融资渠道,通过融资平台贷款等多种方式绕过限制变相举债。应对国际金融危机以来,以地方融资平台为主要载体的基础设施投融资大量增加。市县政府在履行城镇化建设事权中,将伴随着城镇化进程逐步增值的土地收入作为重要的融资来源和保证,是政府信用和市场运作双重特性在特定的城镇化阶段和体制背景下的又一“市场”选择,是地方政府信用、土地商品化、银行信贷扩张冲动,以及城镇化建设资金需求量大等特征相结合的产物。

(二)对现有融资模式的评价

城镇化过程中的资金供求矛盾由来已久。应该说过去一个时期,城镇化融资领域的金融创新并不少,资金筹措渠道从过去单一的财政拨款和银行贷款,逐渐发展为债券、股权、保险等多种融资方式。包括目前形成的“土地财政+政府融资平台负债”模式,与过去单纯的财政拨款和政策性贷款相比,市场化程度也有明显提高,近年来城投债等公司债也大量发行,融资的公开性和市场约束有了增强。资金使用上,城市基础设施投资快速增长,供给能力明显改善,不仅自身成为拉动投资稳定内需的重要力量,而且也促进了生产、消费、投资等经济活动的便利化,提升了整体经济运行效率,基础设施改善的正外部性不断显现。同时从总体上看,尽管近年来融资平台等地方政府性债务增长较快,但整体风险仍然可控,在国际上尚处于较低水平。并且融资平台形成的债务,主要用于投资性而非消费性支出,相应形成的资产对债务有一定的自偿能力。

但同时也要看到,与国际上通行的市政债相比,目前这种融资模式在机制上存在一定缺陷,并且随着城镇化加快发展和可用地资源的减少,可持续性也值得关注。一是目前地方政府一方面具有较强的融资动机,另一方面受预算法限制又不能直接负债,转而依靠融资平台大量负债,导致融资主体和偿债主体脱节,相应弱化了地方政府的偿债责任,容易导致过度负债。二是由于地方政府缺乏财产税等稳定的地方税收收入,偿债来源较为依赖土地出让金,土地未来增值收益被一次性归入当期政府,容易助长高地价、高房价以及“新官不理旧账”等短期行为。三是财政制度特别是预算制度不尽合理,特别是地方财政没有有效分离经常预算和资本预算,既难以落实偿债责任,也可能导致资本支出挤占经常性支出。四是在上述体制机制障碍制约下,融资行为不够规范和透明,融资平台多头负债、交叉担保、土地经营权重复抵押等现象时有发生。

城镇化融资机制不尽合理,不仅会加剧债务膨胀等财政金融风险,而且也会助长粗放型城镇化的扩张。目前我国城镇化的一个显著特征是,土地城镇化明显快于人口城镇化,2000—2011年,城镇建成区面积增长76%,远高于同期城镇人口51%的增幅;另据国家发展改革委研究机构的一项调查,被调查的12个省区中,有12个省会城市要建新城,共规划55个新城;144个地级市有133个要建新城,共规划200个;161个县级市有67个要建新城,规划面积相当于现有建成区面积的一半以上,城市建设中盲目占地和无序扩张愈演愈烈,土地利用效率明显偏低。这一状况与现行融资机制下地方政府性融资缺乏约束和偿债责任密不可分。尤其在目前平台负债、政府花钱的融资模式下,地方政府偿债责任远弱于资金使用权利,自然倾向于千方百计借钱大搞建设,城镇化的质量也难以保证。

(三)现行城镇化融资机制弊端反映了体制障碍和深层次矛盾

从体制机制角度看,无论是目前对市政建设融资高度依赖土地收入的担心,还是之前对打捆贷款等融资方式的质疑,本质上都是极易错位的政府与市场、中央与地方以及财政与金融关系尚需理顺的集中反映,是土地、财政、金融体制障碍和深层次矛盾的一种表现。

从政府与市场的关系看,在市场经济条件下,只有市场机制失灵的领域才由政府提供。对于基础设施、公用事业和公共服务,哪些完全由使用者付费,哪些可以通过市场机制运作,哪些应由公共财政投资,在经济转型过程中如何区分本

已不易,加之缺乏相关制度保证和激励约束,政绩考核机制不合理,GDP挂帅,目前政府投资活动领域和边界更为模糊,地方政府介入了很多本可以由市场发挥作用的诸多领域,“建设财政”过度而公共财政投入不足的倾向比较明显,由此带来几重后果:一是政府能用于提供公共产品和准公共产品的资金更加不足;二是政府投资“重规模、轻效益”,资金使用效率低;三是资金需求过度,“重融资、轻偿债”的现象较为普遍,增加了隐性债务风险;四是对民间投资可能产生一定“挤出效应”。

尽管目前地方政府性债务风险总体尚在可控范围,但随着经济转型升级和收入分配结构的变化,消费在经济增长中的作用增强,政府储蓄可能下降。特别是随着土地制度改革,政府征地范围将逐渐缩小,市场化途径供给的城市建设用地增加,目前这种高度依赖土地出让金的地方政府融资模式将受到挑战。如果不能厘清政府与市场的关系,及时转换政府职能,健全地方税体系,推动公共产品定价改革,引导更多民间资本进入基础设施、公用事业和公共服务领域,城镇化建设将面临更大的资金约束。

从中央与地方的关系看,地方政府财权和事权不匹配的现象较为突出。一方面,基本建设支出越来越向基层政府下移,地方政府承担很多重要的基础设施和公共服务建设任务。就预算内财政拨款资金而言,从2001年到2011年,地方政府承担了城市市政公用设施建设95%左右的支出责任。另一方面,地方财政收入占全国总财政收入的比例不断下降;从一般预算收入看,地方本级的预算收入不到全国预算收入的一半,而地方本级的预算支出占全国财政总支出的80%,其间巨大的缺口依赖中央政府的税收返还和转移支付。还有不足的,就只有依靠土地出让收入和平台贷款等方式筹资。

可见,如果没有一个较为合理的中央与地方财政关系,没有一个规范可持续的城镇化融资机制,地方政府就很难摆脱对土地财政和融资平台的依赖,对融资平台的清理和规范也容易陷入“一管就死,一放就乱”的怪圈,或者“逼”出其他“创新”的融资方式。例如,在国发[2010]19号文发布之后,有关部门提高了融资平台贷款和城投债发行门槛,但通过银信证、资金池理财等方式的融资则快速增长。2012年二季度到2013年二季度,信托融资中约三分之一用于融资平台在城市基础设施领域的投资。与平台贷款和城投债相比,这些融资方式的合规性与透明度更为不足,容易累积地方政府隐性债务风险。

从财政与金融关系看,政府设立融资平台借款,相当程度上就是政府的隐性负债,未来能否通过土地出让收益或其他财政收入偿还,还存在一定风险,在缺乏有效制度保障的情况下,容易形成商业银行的不良贷款,造成财政风险向金融风险转移。虽然大多数银行也会进行项目审查和风险评估,但在实际操作中,很多金融机构和投资者对地方政府融资平台存在“政府信用幻觉”,认为融资平台有地方政府信用作担保,而地方政府又享受了中央政府的隐性担保,中央政府最终会为地方政府性债务承担兜底责任。而政府部门往往以获得资金为首要目的,金融市场对政府投融资的约束软化,很可能会扭曲利率,造成整体收益率曲线的上移,不利于货币政策利率传导机制的建立,进而降低金融资源配置效率和全要素生产率。

五、未来城镇化融资机制的改革创新

未来城镇化融资的改革创新,涉及诸多体制机制问题。需要按照十八届三中全会精神,从整体上推进改革,加快构建规范可持续的市场化城镇化融资机制。

(一)改革的总体目标和重点

在推进以公共服务均等化为核心的新型城镇化战略下,一方面融资需求规模巨大,另一方面又面临着融资成本上升、债务风险因经济增速下降等因素带来的资金供给挑战。在这一背景下,现有城镇化融资模式的弊端会逐渐暴露,可持续性更值得关注。需要在健全市场机制的总要求下,加快改革、推进创新,促进形成一个规范可持续的市场化融资机制。

依据上述改革目标,未来城镇化融资的改革重点是:在融资方式上,重点是提高直接融资比重,鼓励符合条件的地方政府特别是城市政府发行市政债,同时以市政债机制改造城投债和盘活平台贷款;股权融资上,重点是加大对民间资本的开放力度,鼓励探索多种形式的公私合作机制。在偿债能力上,重点是培育地方税体系,通过统筹土地和房地产税费改革、深化资源税费改革、开征环境保护税、加快理顺公用产品和服务价格等途径,增强地方政府稳定的偿债能力。在风险约束上,重点是改革财政预算体制,在逐步修改预算法赋予地方政府负债主体地位的同时,将地方政府性债务收支纳入预算,建立城市政府资产负债管理制度,

发挥人大监督职能,探讨建立地方财政辖区责任制,强化地方政府融资的财政纪律约束;同时通过健全金融市场监管、强化金融生态环境建设以及鼓励当地居民投资市政债等措施,强化融资的市场约束和社会监督。

(二)实施路径

通过多种途径扩大市政债发行。一是将地方自行发债试点扩大到市级政府。考虑到城镇化建设事权主要在市级政府,下一步地方自行发债试点可重点向市级政府倾斜。同时在发债机制上,可借鉴美国“特殊目的政府机构”做法,由上级政府赋予下级政府与提供特定公共品事权相对应的财权,包括专款专用的收税权和发债权等,并设立特别账户实行封闭运行和管理。二是可参考日本等国将地方国营企业债以特别会计处理方式纳入地方政府预算管理的经验,从目前城投债中选择具有财务可持续性的项目,将城投债偿债来源中的财政承诺资金或权益在地方预算支出中单独列支,并实行封闭管理和运行。三是利用市政债机制推进平台贷款证券化,并将证券化资产中的政府资产在预算中单独列支。四是环境保护领域也可在市场化减排机制基础上,创新碳债券等融资工具支持减排。十八届三中全会决定明确提出,要用制度创新保护环境,发展环保市场,推行节能量、碳排放权、排污权、水权交易制度,建立吸引社会资本投入生态环境保护的市场化机制。目前深圳、北京等地也已开始实施总量控制下的碳排放交易市场试点,这将为减排领域的相关投融资工具创新创造条件。

大力推进多种形式的公私合作,积极吸引民间资本。结合行政审批制度改革,加快对民间资本及外资开放公共基础设施领域,清晰界定并加强对私人资本的产权和其他权益保护,积极探索多种形式的公私合营合作机制,鼓励政府通过多种途径购买公共服务。

加强制度衔接,防范制度转换风险。需要强调的是,允许地方政府通过发债为城镇化建设筹措资金,创新市政债等融资工具,并非否认其他融资方式;同时融资平台贷款转为市政债,也不能否认原先的债权债务关系,这也符合十八届三中全会进一步强调产权保护的改革方向。城镇化融资是典型的公私合作领域,债务或股权融资中均涉及大量的私人投资者利益,银行债权最终也是存款人债权。要本着尊重产权和契约的精神,按照“实质重于形式”的原则,合理确定平台债务中地方政府的偿债责任。无论原先平台债务中政府担保或增信合法与否,