

THE  
GRAY RHINO

# 警惕“灰犀牛”

政府债务化解与可持续融资

何高峰◎著

WATCH OUT FOR THE  
"GRAY RHINOCEROS"

GOVERNMENT DEBT RELIEF  
AND SUSTAINABLE FINANCING



THE GRAY RHINO

# 警惕“灰犀牛”

政府债务化解与可持续融资

何高峰◎著

## 图书在版编目 (CIP) 数据

警惕“灰犀牛”：政府债务化解与可持续融资 / 何高峰著. — 北京：经济日报出版社，2018.7

ISBN 978-7-5196-0401-1

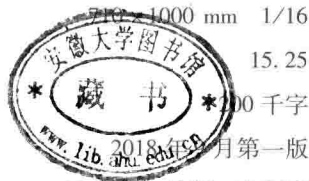
I. ①警… II. ①何… III. ①地方政府-债务管理-研究-中国②地方政府-融资-研究-中国 IV.

①F812.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 156705 号

### 警惕“灰犀牛”：政府债务化解与可持续融资

作 者	何高峰
责任编辑	肖小琴
责任校对	杨欣萌
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010-63584556 (编辑部) 010-63538621 63567692 (发行部)
网 址	www.edpbook.com.cn
E-mail	edpbook@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京文昌阁彩色印刷有限责任公司
开 本	710×1000 mm 1/16
印 张	15.25
字 数	100 千字
版 次	2018 年 9 月第一版
印 次	2018 年 9 月第一次印刷
书 号	ISBN 978-7-5196-0401-1
定 价	60.00 元





## 序一

# 地方债务的消弭与可持续融资曙光

贾 康

据官方权威信息披露，截至 2017 年年末，中国地方政府的债务存量在 16.47 万亿元左右，其中约 14.74 万亿元为政府债券，还有约 1.73 万亿元为非政府债券形式存量政府债务，合计约相当于当年 GDP 的 20%。

防范化解地方债务风险，重点何所指？我觉得 16 万亿元出头的地方债存量，不足以令大家这么兴师动众，摆出“严防死守”的架势来共抗“时艰”。重点应该关注除地方债阳光化的存量之外，新的隐性债在哪里。或许有少数地方融资平台仍然违规继续隐性举债，但比重和危害都不会很大。

目前，大家最关注的可能还是 PPP 的风险。这的确到了检验金融体系监管睿智的时候。但总体来说，仍然需要重返原来讨论地方隐性负债时的思路，标本兼治还要寻求治本为上，治本则应特别推崇疏堵结合、堵不如疏的大禹治水的古老智慧。搞市场经济和深化供给侧改革创新发展守正出奇，地方政府需要有偿筹资并提升绩效的负债机制，堵死是不解决问题的，那是鸵鸟政策。地方政府的“有为”要跟市场机制的“有效”来对接，那么，有偿取得资金的机制怎么样让它健康可持续，显然成为疏堵结合的关键。

总的来说，在疏堵结合、堵不如疏的思路下，我的基本观点是密切注意风险防范的同时，不要走到另外一个极端，管理不能总是矫枉过正。现在，从地方层面上

看，普遍反映的就是禁忌太多，不作为反而不会有麻烦。如果不积极营造创新的氛围，一切从紧，一动也不敢动，就不可能出现创新的空间。都在说小规模银行对 PPP 已坚决停贷，其实是在静候财政部清理退库的消息，那样才能看清哪些不能再给贷款支持了，否则会十分被动。试问，前面已经签的不少项目，建到一半突然卡住了，该怎么来收拾残局？毕竟，留下一地鸡毛似的半拉子工程是谁都不愿意看到的。

前些年，BBC 曝光了武汉，说它的债务如何严重。那个时候，我的基本看法是，到了这个关口就需要咬咬牙冲过瓶颈期，没有别的选择。因为政府一旦丧失公信力是最糟糕的。完全可以阳光化地说清楚负债是多少，解释清楚这些负债对应的是什么项目，一旦建成，对于地方的经济腾飞起什么作用，因而积极组织可能的财力支持它，不要落下一大堆半拉子工程。

现在，武汉的腾飞有目共睹，其发展之势不但惠及当地，而且带动周边，令人鼓舞。

从国际比较来说，中国现在地方政府的债务总共是 20% 出头，加上中央的，是 30% 多一点。按照社会上的估测，几个方面都加一点，也就是加到 40%、50%，而欧盟的预警线是 60%，对此美国、日本都不认账。在前几年，德国、法国也没守住欧盟的预警线，客观地讲，他们也给了弹性空间，才形成了现在的较好局面。

中国现在如果就觉得风声鹤唳，我觉得有一点误导。日本公共部门负债达到 250%，为什么没有人说日本要崩溃？据解释是因为日本的公债有 90% 多是本国国民持有，这跟中国高度一致，中国公债的 90% 多也是自己人持有，甚至比重比日本还要高。当然，日本海外资产的支撑力很独特，我们也有一些向日本学习的必要，这些都还需要适当积极地来全面考虑问题。

还需要注意的是，投融资永远有风险，在积极防范风险的同时要实事求是地找到风险点，力求看准风险点，争取有效控制的同时又避免一刀切控制风险的做法，那样可能是违背改革精神和中央防范风险的实质性要求的。

中国城镇化、工业化总体发展的纵深相当可观，可做的项目投资俯拾皆是，PPP 的事情做好了能支持中国继续超常规发展。比如中国 100 多个百万人口规模以上的城市，无一例外都要尽快有一个高水平的顶层规划，学习雄安、学习其他值得肯

定的经验，各自的网状公共交通系统的建设，宜早不宜迟，需在未来的几十年不断地建下去。一定要赶快建成四通八达密度足够的轨道交通网，这正好可以通过 PPP 来加快推进。PPP 不光带来资金，还带来管理经验，带来绩效提升，是创新发展中供给侧的守正出奇。

中国地方政府债务的化解和可持续融资能力的建设是一个长期的、系统的工程，需要各地根据自身条件因地制宜提出相应的解决办法。因此，我们应当鼓励地方政府官员在这方面勇于探索、有所作为。

读者面前的这本《警惕“灰犀牛”》，在这方面显然开了个好头，体现了学有所用、干有所为、行有所思的新时代基层官员“踏石留印、抓铁留痕”的务实作风。

作者何高峰作为一名基层挂职干部，曾先后在新闻媒体、金融机构及地方政府工作，对地方政府债务化解和包括 PPP 在内的地方政府融资有着丰富的实战经验，对于地方政府债务形成的历史、现实原因和体制因素，有着清醒的认识，并针对性地提出了应对之道，实为难得；同时，对如何构建地方政府可持续融资能力，在实践的基础上得出了诸多可借鉴的经验，值得赞赏。

我认为，来自本书的案例和思考，十分有利于丰富和深化人们对地方政府债务问题的探讨和求索。

是为序。

（作者为华夏新供给经济学研究院首席经济学家、原财政部财政科学研究所所长）



## 用理论和体制创新摠住 地方债“灰犀牛”

丁安华

地方政府债务问题是近年来国内外高度关心的问题。国际货币基金组织（IMF）和国际清算银行（BIS）近年来一直在提示相关风险，2017年标普、穆迪、惠誉三大国际评级公司以此为主要理由，调低了中国主权债务的评级。国内，“灰犀牛”这一概念得到诸多共鸣。我们国家正视这一问题，提出了解决方案。防风险作为“三大攻坚战”之首，正在稳步推进。这不仅涉及到财税制度改革，也涉及到金融体系的调整。更深远地看，这是中国社会治理现代化和经济体系现代化进程不可或缺的一环。

理论上，大国财政必然涉及分权与制衡。大国的中央政府难与广大民众直接沟通，需要地方政府作为代理人居间协调。正如马里兰大学的华莱士·奥茨（Wallace E. Oates）教授的巨著《财政联邦主义》（Fiscal Federalism）所指出的，地方政府比中央政府提供公共物品的效率更高，更有利于实现社会福利的帕累托最优。这时，中央和地方政府就形成“委托—代理”关系，需要适当地设计财权与事权的分配制度，让中央对地方能够有效进行激励和约束。纵观全球，中央与地方财政关系大致有三大类型。第一类是行政控制机制，这在单一制的国家中比较普遍，比如过去日本和巴西的地方政府举债就需要中央政府审批。但是，他们都失败了。日本的情况是管得过严，地方政府钱不够花，支出乏力，连带损害经济增长；巴西的情况是管不住，导致20世纪80年代后期到20世纪90年代中期三次地方债务危机。第二类是“规则+协商”机制。典型例子是欧盟，《马斯特里赫特条约》对财政赤字率有明确规定，财政赤字占GDP的比例不得超过3%，但是在实际操作过程中，各成员国如确

实需要突破的，也可以通过欧盟委员会进行协商。日本和巴西现在也是这种体制。第三类是市场约束机制。典型例子是美国、加拿大。每级地方政府都有自己的评级，发行自己的债券，能发出去多少，利率多高都由市场决定，违约了也是市场的事。

我国的地方财政和举债机制属于审批制，中央规定地方举债限额，省级政府审批并代发地市及县级政府每一笔债券。但是我们正在向市场机制过渡，地方政府债券通过市场发行和流通，而且其发行利率已经出现了分化，总的来看是负债率越高、偿债压力越大的省份发债利率越高。暗含了地方政府部分信用的城投债分化更为明显，而且城投债违约的个案也闯出了一些市场化解决的路子。另外，考虑到地方政府与房地产相关的收支，这一机制就更趋复杂和精妙了。众所周知，“土地财政”是我国地方政府财政的股肱之力，也是各地“经营城市”、经济竞争的重要砝码。张五常教授在其力著《中国的经济制度》中指出，中国经济得以持续高速增长，以县为单位的地方政府之间的竞争功不可没；围绕地价的优惠、减让和涉及房地产的增值与税收，中国地方政府和招商引资而来的企业之间缔结了完美的“佃农合约”，让中国企业的运营成本大大下降，效率大大提升，这也是宏观税负较高的中国企业在全球竞争力反而较强的重要原因。从运行机制看，我国各地房地产供求和价格总体上是市场化的，同时也受到“分城施策”政策的调控，住建部和人民银行又分别从房地产政策和信贷政策方面抓总，形成“市场+规则+协商”的综合体。

在多重机制的约束下，地方政府通过举债，一方面积累了一些市政、交通等方面的优质资产，改善了城市面貌和投资环境，促进了本地经济的发展；另一方面，也一定程度上带来了产能过剩、环境污染、债台高筑等问题。要正视问题，给出解决方案，了解地方政府债务的来龙去脉，探究债务置换、PPP、资产证券化等技术细节，是非常有意义的。

《警惕“灰犀牛”》的作者何高峰是我在招商银行的同事，曾经担任财经记者和编辑。两年前他被派往地方政府挂职，结合自己地方官员的经验，以及独立观察者的视角，针对地方债务化解与可持续融资整理了相关文章和案例。本书的特点是脉络清晰，案例翔实，政策性和操作性强，读者们可通过这本书了解地方政府投融资运行真实现状。祝愿何高峰在挂职期间学有所获，干有所成，也希望招商银行的同事们在工作中注重调查和研究，为我们的客户，为广大读者提供了解问题的第一线视角。

（作者为招商银行首席经济学家）





## 地方债的“明斯基时刻” 是否已经来临？

陈兴动

地方债是一个不轻松的话题。而且迫在眉睫的是，已经积累到难以为继的临界点。那么，地方债的“明斯基时刻”是否已经来临？

公开数据显示，我国显性地方债规模约有 16 万亿元，相当于 2017 年度 GDP 的 20%，如果考虑地方政府手中掌控庞大的地方国有资产，这点地方债怎么算也不大，的确不足以担忧。问题的关键在于，是不是真的只有 16 万亿？事实上地方债讲不清楚，才是本质的问题。

大家一般讲的地方债的概念，与国际清算银行、国际货币基金组织讲的地方债的概念完全不一样。而试图从不同的角度去推算、估计地方债的规模更是一大特色。2014 年、2015 年的时候，中央下决心摸底地方债，摸出来政府债务的三个概念。第一个概念，是地方政府直接负有偿还责任的债务，这部分债务的规模约为 15 万亿元；第二和第三个概念是政府负有间接责任和有帮助责任的债务。

既然是政府负有帮助责任的，那么这部分债务可能就要算进政府债务里面。我看到一个数据是，截至 2014 年末隐性债务有 8.6 万亿元。此后有人跟踪 2015 年至 2017 年的情况，除了纳入预算的地方债之外，又以其他隐性方式增加了 23 万亿元，这里面包括明股实债的 PPP、政府购买服务、BT、地方政府专项基金以及平台公司的融资，等等。

最近，财政部坚定地表示，国家坚决不允许地方有中央政府会买单和兜底的“幻觉”。当然，不兜底是个好说法，但关键问题是中央不兜底地方债不等于地方债问题就不存在了。就算地方债的增量部分可以通过采取坚决办法加以严控（其实我还担心，中央如何真正有效节制地方举债的压力和冲动），但存量部分已经存在，怎么办呢？又不可能让地方破产。

当前地方政府融资平台的资产收益率和股本收益率都很低，现金流也有问题。这表明地方债已经到了难以为继的地步了。换句话说，我们面临的现实是，地方政府过去发生的债务已经不能再继续拖下去了，不能再让债务泡沫叠加。一旦紧张起来就容易出问题。

2017年12月份的中央经济工作会议提出2018年要处置重大金融风险。这表明2018年政府要直面挑战，着手解决已经形成的问题。但要避免由于各个部门太过紧张，从而把以前不是问题的问题变成问题。

首要的是，经济还要继续增长。不提具体增长目标，不等于增长目标不重要。如果没有经济的增长，债务问题更没办法解决。现在降低对地方官员关于GDP增速的要求，强调环境保护等方面，使得地方官员对于经济增长的压力也没有以前那么大了。在这种情况下，如果增长势头减弱，债务的压力就会变得非常大。一方面，2018年要推动解决地方债的问题，使得过去敢投资的金融机构和个人投资者感到十分紧张，因而收紧投资；另一方面，经济高速增长期已经过去，防范化解金融债务风险的有利条件被削弱了。

我最近跟日本财政部的一个副部长探讨了这个问题。他也跟中国财政部交流过关于PPP和债务问题的意见。他建议中国一定要及时冲销政府投资当中无效的部分。日本现在250%的负债率是说得清楚的，即所有的负债相对应的资产几乎一目了然。而我们现在的问题是，虽然债务存在，但债务对应的资产不知道是否存在。这里有两个“说不清”，一个是说不清楚有多少债，另一个是说不清楚这么多的资产在干什么、有多少收益。没有相对应资产的负债就应该核销掉，用其他有效的地方国有资产置换出来，逐步推进市场出清。因此，当务之急是将债务以及债务对应的资产梳理清楚、透明化，让投资者有信心投资，也就是市场化的机制。

关于 PPP 项目，我认为 PPP 项目和地方债务问题是有关联的。做 PPP 项目的道理很简单，就是得有盈利。新加坡、中国香港、日本的很多 PPP 项目做得都很好，有许多值得借鉴的经验。你想，为什么日本的铁路 PPP 项目能够做得那么好？主要是因为铁路地产在火车站的基础上大规模发展地铁，地铁车站里面汇集了购物、饮食、娱乐等服务设施，投资者当然有兴趣做这件事。因此，PPP 项目可以做，关键是如何甄别。

关于地方债利率的问题。地方融资成本的确太高了，需要想办法降低。政府宏观调控要设计出市场利率能够根据风险进行定价的机制。目前尽管一年期的存款利率只有 1.5%，但是 2017 年居民的储蓄存款仍增长了 7.6%。在储蓄存款利率这么低的情况下，储蓄还是增长了。为什么？现在普遍的都去做理财，但是会发现高净值的人会把相当一部分的现金流放到银行做储蓄存款，他们还是有配置低风险金融产品需求的。眼下一个关键问题是如何打破刚性兑付，让所有人意识到银行承诺的预期收益部分不一定是可以保证的，不仅如此，理财产品还是不保本的。如果风险意识强化，风险定价成为常态化，政府债、地方债、政策性金融债的利率都是可以降下来的。

《警惕“灰犀牛”》一书就是在这样的背景下出版的。作者何高峰结合金融从业经历和在地方政府投融资方面积累的经验，对政府债务和融资活动所涉及的基础理论、政策制度、管理体制和运作机制等一系列问题，进行了深入思考和系统研究。书中还针对政府融资平台转型及 PPP 项目具体操作问题，提出了不少颇有见地的观点和解决方法。我认为该书的出版发行，对于各级政府、相关金融机构和专业人士，研究政府债务风险化解和可持续融资工作，会起到积极的借鉴作用。

（作者为法国巴黎银行中国首席经济学家）



## 前言

地方政府债务风险到底有多大？近年来日渐成为人们关注的热点问题。

进入 2018 年，随着“债务问题终身追责”严峻政策的推出，监管部门清查违法违规举债力度不断加大。尤其是中央政府对作为我国经济风险主要策源地之一的地方债“灰犀牛”的重视和相关防范措施的强调，让人们更加深刻地认识到问题的严重性和紧迫性。而更为引人注目的是，针对地方政府债“灰犀牛”问题，全国人大常委会部分委员的建议十分犀利：提出倒查政府有关人员的责任，落实责任制；建议加快财经财税体制改革的进度，给予地方政府与其履责相匹配的财力和财权，以及稳定的税源，从源头上减少地方政府对债务融资的过度依赖。

为什么写这本书？

笔者先后在新闻媒体、金融机构、地方政府工作。尤其是最近两年在地方政府分管投融资工作，碰到最多的问题就是：一边是政府债务怎么化解，而另一边很多项目需要“上”，钱从哪里来？风险怎么控？因此，大有“久病成医”之慨叹。细细梳理这些问题时，一个念头猛然跳出来，何不做一些较深的探究整理成文，就教于业界广大的基层工作者？于是，不断求教于专家学者、政府管理者、金融机构从业者，做了较深的学习、交流，以发现问题并寻找可能解决之道。

本书将解答以下几个问题：

地方政府债务作为“灰犀牛”所指之一，风险是如何形成的，有哪些当期因素，又有哪些历史和体制原因？监管部门如何积极有效化解，如何在化解地方政府债

务风险的同时，构建地方政府可持续的融资能力？如何通过全方位的改革，来完成存量债务化解和增量能力构建这一双重任务？又如何在完成双重任务的过程中，更好地助推改革……

毫无疑问，以上问题解决了，地方债“灰犀牛”风险也就被化解了。

关于本书的几点说明：

作为一个实务工作者，笔者并没有深究专业理论。故在定稿时将文中一些定义和公式悉数删去。因此，本书并不是一本学术论著。

正因为服务于实际工作这个初衷，本书也尽量使用通俗易懂的语言。

在此简单介绍一下本书的章节内容：

第一章，旨在描述地方政府债务风险的现状，并对相关部门推出的应对举措进行了梳理。

第二章，对地方债务形成的历史、现实和体制原因进行了梳理和探讨，其中涉及中央和地方财政关系的变革、分税制的得失、地方政绩考核机制的变迁和地方投融资理念、工具、手段和城投的流变。

第三章，着重探讨了地方政府债务的化解之道，对当前正在推进的地方债务置换和专项债的推出等举措及其效果进行了考察，并就化解之道未来可能演进的方向和可能涉及的财政金融工具、手段和平台进行了介绍。

第四章，就城投的转型之道进行了探讨。地方政府投融资平台既是地方政府债务形成的重要推手，是化解地方政府债务需要重点关注的对象，也是化解地方政府债务和构建地方可持续融资能力的重要平台，其转型顺利与否，在很大程度上将决定地方政府债务攻坚战成败。

第五章，对当下炙手可热的PPP模式进行了盘点和考察，更对其中已经或可能产生的风险进行了剖析。PPP模式运行顺畅与否，将在相当长一段时间内决定地方政府投融资能力增量建设是否顺遂。

第六章，探讨了在地方债务处置和新增投融资中推行资产证券化的可行性和可能路径。如果运用得宜，资产证券化可有效盘活地方政府存量资产，并为PPP模式中的投资觅得有序退出路径，提高资金使用效率。

第七章，就地方政府与金融机构如何在公开透明规范运作的基础上打开新的合作空间求得新的合作方式进行了探讨，并对实践中的工具和平台进行了考察。

第八章，重点探讨了地方政府债务化解和地方政府可持续融资能力建设中的地方政府转型之道。实践证明，不解决地方政府新时代的角色定位，不对地方政府进行新一轮还权赋能，仅仅依靠外部阶段性整肃，无法从根本上遏制地方举债冲动，同时也无法有效构建地方政府可持续的融资能力，从而无法有效化解地方债“灰犀牛”风险。

由于能力和眼界所致，本书的观点难免存在缺漏和谬误，谨请读者和专家予以指正。如有建议和商榷，欢迎发送至我个人的交流邮箱：[jthxn007@163.com](mailto:jthxn007@163.com)。

何高峰

2018年4月22日于湖南澧县



序一 地方债务的消弭与可持续融资曙光

序二 用理论和体制创新摠住地方债“灰犀牛”

序三 地方债的“明斯基时刻”是否已经来临？

前言

## 第一章 整肃地方债 /1

“谁家的孩子谁抱” /3

地方债“灰犀牛”离我们有多远 /7

“堵后门、守底线” /10

违规举债问责那些债 /19

延伸阅读：监管“风暴”来袭 /24

## 第二章 地方债溯源 /35

体制溯源 /36

土地财政功与过 /39

围绕土地联姻 /43

融资平台是与非 /47

延伸阅读：“病根”探究 /50

### 第三章 化解地方债 /55

存量债务置换 /56

化解城投债务 /63

地方债正确打开方式 /66

化解地方债另三个“选项” /77

国际经验及启示 /86

延伸阅读：严控隐性债务 /91

### 第四章 城投转身 /95

遭遇困境 /96

探路转型 /100

“1+1>2” /104

寻找平台“替代者” /111

延伸阅读：转型之惑 /115

### 第五章 PPP 前行 /119

读懂 PPP /120

PPP 操作规程 /124

歧途与纠偏 /134

PPP 再出发：守正与创新 /137

延伸阅读：做真 PPP /139

### 第六章 资产证券化寻路 /143

当 PPP 遇上资产证券化 /144

实操路径 /150

解码“PPP+ABS” /156



障碍与前路 /161

延伸阅读：资产证券化再发力 /162

## 第七章 地方政府与金融界联姻 /167

地方政府与金融机构合作小史 /168

产业基金成“新引擎” /172

债转股“在路上” /183

项目收益权质押或打开“另一扇窗” /185

延伸阅读：创新银政合作 /187

## 第八章 地方政府再赋能 /197

地方政府须提升信任资本 /198

提速央地关系变革 /199

加快地方主体税种构建 /203

扩大地方自主发债权限和规模 /207

地方政府融资可持续性 /210

延伸阅读：“老财政”的新挑战 /212

结 语 /217

主要参考文献 /221