



市政债市场与 地方政府预算约束

SHIZHENGZHAI SHICHANG YU
DIFANG ZHENGFU YUSUAN YUESHU

主 编◎潘功胜 副主编◎马 骏

 中国金融出版社

MUNICIPAL
BOND

市政债市场与 地方政府预算约束

SHIZHENGZHAI SHICHANG YU
DIFANG ZHENGFU YUSUAN YUESHU

主 编◎潘功胜 副主编◎马 骏

 中国金融出版社

责任编辑：戴 硕 肖 炜

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

市政债市场与地方政府预算约束 (Shizhengzhai Shichang yu Difang Zhengfu Yusuan Yueshu) / 潘功胜主编. — 北京: 中国金融出版社, 2014. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7667 - 3

I. ①市… II. ①潘… III. ①地方财政—基础设施—债券—研究—中国 IV. ①F832.7 ②F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第217516号



出版
发行 中国金融出版社

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 169毫米×239毫米

印张 15.5

字数 192千

版次 2014年10月第1版

印次 2014年10月第1次印刷

定价 39.00元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7667 - 3/F. 7227

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

目 录

综述	1
----------	---

第一部分 总 论

建立规范透明具有约束力的地方政府融资机制	19
地方政府债务风险评估与应对思路	25
允许地方政府自主发债势在必行	39
市政债防控地方债务期限错配的实践	49
中国地方政府债务风险研究	59

第二部分 硬化地方政府预算约束

市政债制度下硬化地方预算约束的改革	77
构建地方政府债务的约束和问责机制	88
关于编制和使用地方政府资产负债表的若干问题	96
澳大利亚编制州政府资产负债表的经验	102
地方财政风险预警体系的国际经验	124
拉美国家规范地方债务的做法	148

第三部分 债务评级与金融市场建设

市政债券信用评级制度构想	163
我国地方政府债券评级方法与标准探讨	170
商业银行对地方政府融资风险的管理	192
市政债市场与评级体系的国际经验	199
美国市政债偿债机制探讨	212
与市政债相关的资本市场建设问题	223
城投债发行利差的影响因素研究	230

综 述

近年来，学界专家学者已普遍达成共识，认为地方债务问题是我国目前面临的主要金融风险之一。据审计署统计，截至2013年6月，地方政府的直接和或有负债（包括负有偿债责任、担保和可能有救助责任）的债务余额已达17.9万亿元，占全国GDP的31%。虽然从总量上来说，风险仍在可控范围之内，但地方债务的增长速度过快、期限严重错配、透明度低，一些地区已经面临较严重的偿债压力。从维护宏观和金融稳定的角度来看，地方政府融资和偿债机制必须改革。另外，建立透明规范的地方政府融资体系也是财政体制改革的一项重要内容。

十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》和2014年政府公布的改革方案已经提出，要通过发展规范、透明的地方政府债（也称市政债）市场来逐步替代透明度低、不规范的地方融资平台融资模式。经国务院批准，自2014年5月19日起，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛开始试点地方政府债券自发自还。此次地方债试点改革的推进，是推动地方政府性债务管理体制改革的探索。但是，在是否目前就应该着力推进市政债市场的发展，市政债市场的发展及配套改革能否硬化地方政府的预算约束，哪些配套改革能够有助于规范地方融资、增加透明度，如何建立和改善市政债市场的金融基础设施等问题上还存在许多争议。

为此，中国金融学会和中国人民银行研究局就地方政府融资体制改

革，特别是如何建立以市政债为主体的地方融资体制，与中国社科院和中国金融 40 人论坛一起组织了多场专家讨论会。除此之外，我们还邀请有关专家对有关地方政府资产负债表、地方政府评级、市政债市场建设，以及相关的国际经验进行了专题研究。本书汇集了这些专家的部分研究成果和主要观点。

多数专家学者认为允许地方政府自主发债势在必行，地方债制度建设不仅可以硬化地方财政预算约束，规范地方债务管理，有助于加强债务风险防控，而且还能成为财税改革的有效突破口，倒逼财政改革。有关专家还对如何利用债券市场来硬化地方政府预算约束、编制和使用地方政府资产负债表、提升地方政府财务透明度、建立地方财政风险预警机制、完善地方政府信用评级和信息披露、健全市政债市场基础设施以及金融机构如何应对地方债务风险挑战等议题提出了一系列具有操作性的改革建议。这些观点对有关部门设计地方政府融资体制改革方案、提升地方政府财政透明度、控制债务风险有重要意义，也有助于评级机构建立和改进地方债务评级，以及金融机构建立和完善地方债发行交易体系。

一、发展地方债市场势在必行

中国人民银行副行长潘功胜指出，目前地方政府一方面具有较强的融资动机，但受原《预算法》限制又不能直接负债，转而从融资平台负债，债务主体和资金使用主体脱节，另一方面政府对融资平台、上级政府对下级政府债务存在隐性担保，应承担相应偿债责任，但融资平台等大多数地方政府性债务又不纳入预算管理，偿债责任实际上难以落实，债务增长较快。两次审计（2010 年至 2013 年 6 月底）间隔短短两年半时间内，省市县三级地方政府负有偿还责任的债务余额就从 67110 亿元增长到 108859 亿元，累计增长 62.21%。从偿债资金来源看，现有融资模

式对土地出让金过度依赖。尽管用土地未来增值收益为城镇化建设融资在方向上并无不妥，但在利用方式上较为单一，土地未来增值收益被一次性归入当期政府，容易导致土地资源过度超前开发，助长高地价、高房价以及“新官不理旧账”等短期行为。特别是近年来对融资平台向银行贷款采取了一些限制措施，地方政府转而通过各类风险更为隐蔽、成本更高的影子银行渠道融资。债务隐性化、金融与财政风险交叉传染是导致刚性兑付和挤出部分实体经济融资需求的重要因素，亟待从体制上加快完善地方政府融资机制。

国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员魏加宁认为，由于地方政府进行基础设施建设有着巨大的融资需求（既有合理的，也有不合理的），但是我国原《预算法》禁止地方政府自主发债，于是地方政府就只好通过各种所谓的“金融创新”来想方设法筹集资金，结果导致信用链条越拉越长，每个环节层层加码，筹资成本不断攀升，地方政府债务隐性化，金融风险与财政风险交叉传染，系统性风险越来越大。实际上，多年来的实践早已证明，只堵不疏的办法不仅堵不住，而且风险更大。君不见，现有地方政府债务中的绝大部分都是在原《预算法》不允许地方举债的条件下形成的，真正属于合规发行的地方债仅占极小比例。如果不允许地方政府用透明、规范方式自主发债，隐形债务风险是无法得到有效控制的，并将进一步加大债务风险。

中国人民银行南京分行行长周学东指出，目前融资体制导致的期限错配问题有可能成为金融风险的重要来源。地方融资平台债务大部分为银行贷款和信托融资，这些负债期限的均值仅为 3.5 年，而项目投资回收期限往往达 10 多年，是负债期限的 3 倍多。显然，地方政府债务与资产之间存在严重期限错配，地方政府“借短还长”的特征十分明显。同时，地方政府债务期限错配导致了明显的流动性风险。据统计，2013 年

6月末，81.24%的债务需要在2017年底前偿还完毕，30个地区中有18个地区5年内需要偿还80%以上债务，占比达60%。与此相反，地方债的期限（如7~10年）明显长于贷款期限，发展地方债市场可以明显改善期限错配问题，缓解流动性风险。

二、硬化地方政府预算约束的改革可以有效防控风险

有些人担心，在不允许地方政府自主发债的情况下，某些地方债务的负债率和偿债率已经很高，如果允许地方政府自主发债，岂不加大违约风险？

中国人民银行研究局首席经济学家马骏认为，这种担心背后的假设是地方政府的预算约束是无法硬化的。但从国际国内经验看，通过发展市政债市场和一系列配套改革，地方政府的预算约束是可以硬化的，而且这些改革已经具备了相当的可行性，部分改革已取得了相当的进展。

一是立法规定债务上限在国内已有好的案例。国际国内经验表明，通过立法明确地方政府的债务上限，并要求地方政府提供全口径财务报告和保证透明度，是可以对风险较大的地方政府负债构成约束的。比如，2000年巴西通过了《财政责任法》，规定市级政府的净债务余额不得超过经常性财政收入的120%。这项法律在建立地方财政纪律方面具有积极作用。2002~2008年巴西公共债务占GDP比重从55%大幅下降到38%，其中主要债务下降来自地方政府层面。2013年以来，我国一些省市也发布了对本级或下级政府的负债上限规定，将高风险的地方政府“剔除”在发债名单之外。比如，安徽规定债务率超过100%且下一年度偿债率超过20%的地区，不得新增债务余额。广州、浙江、广西等地也做了类似规定，加强自我约束。

二是编制地方政府资产负债表已经取得一些经验。地方政府将资产

和债务存量公布于众后，社会就能较好地判断该政府财政稳健性，对地方政府的债务总量以及各种显性和隐性的担保行为构成制约。截至2014年，我国大部分省级、直辖市级政府都已经在“权责发生制政府综合财务报告”框架下基本完成了地方政府资产负债表的试编工作，正在总结经验，争取完善编制的原则和方法，并开始研究如何使用资产负债表。一些地方（如上海、江西、安徽等）也已经在区县层面开展资产负债表的编制工作，势头很好。

三是一些地方政府已经开始准备获得信用评级。财政部已经要求所有试点自发自还的地方政府必须通过信用评级和信息披露。据了解，有几个地方政府已经开始了取得信用评级的准备工作。信用评级的一个重要功能就是用统一的标准对不同地方政府的财政稳健性和透明度进行评判，稳健性和透明度较差的地方政府所得评级就会较低，从而面临改善压力。当然，也有些人对评级公司能否提供公正的、独立的评级表示怀疑。如果从改革角度看，评级的公正性和独立性是可以提高的。比如，监管部门应该比较严格地控制评级公司的资质，要求评级公司在评级流程、方法和结果披露方面增加透明度，对披露不达规范的做法要有惩罚措施，对可能出现的利益冲突情形要有较细致的监管办法。

四是债券市场“用脚投票”作用已经有所体现。在地方债的发行和二级市场交易过程中，都会产生对地方政府提高透明度的压力。比如，在发行过程中地方政府要面对投资者的路演、二级市场价格波动时市场要求地方政府解释原因等，这些都是债券市场约束地方政府行为的具体机制。我们曾用800多个城投债数据做定量分析，结果发现地方政府的财政透明度与城投债发行利差显著负相关，这表明地方政府的财政透明度越低，市场投资者越不了解当地政府财政状况，会要求更高投资回报率以弥补风险，结果该地城投债发行利差会越高。从这个意义上讲，债

券市场机制已经在发生作用了。

国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员魏加宁指出，允许地方政府自主发债就会失控的担心是一厢情愿的。实际上，这种担心暗含一个强烈假设，即所有投资者都是“傻子”！——只要你卖，投资者就一定买。事实上，在市场经济条件下，绝大多数投资者在绝大多数时候都还是理性的。如果某地方政府负债率已经很高，而且对举债多少、干什么用以及如何偿还等问题都说不清楚就发债，那不会有人买的。相反，如果允许地方政府自主发债，地方人大、金融中介机构以及广大投资者等监督约束机制作用才能有效发挥，正所谓用进废退，而不允许地方政府自主发债只能适得其反。

财政部财政科学研究所所长贾康认为，尽管原《预算法》和相关法规对地方政府举债进行严格限制，不允许地方政府为公司法人提供担保，但为满足城市基础设施建设、大型公益项目兴建以及市容市貌改善等客观需求，地方政府早已通过注册成立各种名目的投资公司或城建公司等，搭建融资平台向金融部门借款和向社会发行企业债或项目债，形成较普遍的潜规则强制替代明规则局面。与此不同，“阳光发债”可以硬化地方财政预算约束，加强地方债监管和制度建设，包括资产负债表的编制、权责发生制政府综合财务报告体系的建设、对地方政府信用评级以及法制化、民主化公共监督机制作用发挥等，积极稳妥推动地方阳光融资制度形成，迫使地方政府举债公开透明，置于公众监督和市场约束之下。

中央财经大学财政研究院院长王雍君强调，旨在加强地方财政纪律的事前约束机制，可以采取五种形式：比率约束、限额约束、增长约束、用途约束和偿债计划。比率约束可以针对 GDP，也可以针对财政收支总量；限额约束应区分存量与增量，并且尽可能覆盖各种形式的政府债务，包括财政担保和其他或有负债；增长约束应限定债务的增长速度。偿债

计划应以现金流为基础，或者至少以准现金资金为基础。那些缺乏变现能力的资产，可以作为辅助，但不能代替现金流基础。

学者们普遍认为，地方政府编制和公布资产负债表提高透明度、硬化预算约束的重要改革。但是，在最近地方政府试编资产负债表的过程中也遇到了一些难点问题。马骏就三个难点问题和处理方法提出了具体的建议。第一，国有企业是否和如何计入政府资产负债表。马骏认为，应该将国有企业分为公益性与非公益性两类，公益性国有企业应该并入政府的资产负债表，对非公益性的国有企业则应该将政府持有的该企业的权益计入政府的资产负债表中。对处于“灰色地带”的企业应该采用一些过渡性办法加以处理。第二，特殊资产是否应该计入政府资产负债表。马骏认为，针对各种特殊资产的处理方式，应该考虑是否收费、可变现性、是否存在重复计算等多种因素。第三，养老保险负债是否应该计入政府资产负债表。马骏的观点是，政府公务员和事业单位养老金的未来累计缺口的现值应该计为政府的负债，城镇企业职工养老金的基础养老金部分的未来累计缺口的现值，暂在资产负债表中做附注处理。

复旦大学财务金融系副教授张晓蓉对澳大利亚编制州政府资产负债表的经验进行了详细的研究，并总结了国际经验对我国编制地方政府资产负债表的若干借鉴意义。(1) 推进以权责发生制为基础来编制财务报表，特别是资产负债表。在权责发生制下，将资产以摊销成本或减值重置成本入账，同时将政府已承诺的未来支付义务纳入负债部分，能更加真实地反映我国地方政府当前的财政状况和未来的支付能力。(2) 分别编制政府部门资产负债表、国有企业资产负债表和公共部门资产负债表。我国国有企业占经济的比重远大于西方发达国家，当政府税收收入无法支撑提供公共服务的需要时，变现所持有的部分国有企业股权将成为重要的补充支付手段。(3) 公务员养老金和企业职工基础养老金的未来缺

口是政府的隐性负债，应采用适当的方式反映在地方政府资产负债表上。将该项未来缺口显性化，可以揭示未来的支付压力，推动养老金制度的改革。（4）在地方政府资产负债表上披露或有负债。我国地方政府实际承担了大量的显性和隐形担保，在未来可能引发或有支付，但目前尚未有公开清晰的披露。或有负债的估值较复杂，可参照澳大利亚的做法，用名义值估计可量化的或有支付责任并将其列示在附注中，对于重要而又不可量化的或有负债，则用描述法在附注中逐项披露。（5）对文化资产和生态资产的评估应当适度保守。文化资产和生态资产的估值方法比较复杂，自身还需要大量的资金维护和修补，且变现能力非常有限，如果没有比较可靠的估值方法，建议暂时不放入资产负债表。

三、强化偿债机制以防范债务道德风险

也有些人担心，如果让地方政府发债，是否会造成一届政绩几届包袱？如何防范地方政府的道德风险问题？

马骏认为，建立上级对下级政府的债务风险预警机制是国际上应对这种“道德风险”的有效办法之一。一个典型的预警体系内容包括：上级政府通过一系列财务指标为下级政府打分，如果进入“黄灯区”（风险较大区间），上级政府就给予警告；如果进入“红灯区”（临近违约区间），上级政府可以直接干预地方财务管理，包括撤换其主管财政官员，并禁止举债。从国际经验和国内试验来看，搞这么一套预警指标体系并没有想象中那么难。建立这个制度的目的是，即使上级政府在下级政府的债务重组中最终要承担一定财政成本，也要让导致违约风险的下级政府官员承担后果和责任，用制度来形成“借债者负责”的强烈预期。

同时，也要在滚动预算基础上进行债务可持续性预测，做到“谁借债，谁还债”。中央最近已要求各地开始编制三年的滚动预算。在此基础

上，今后应该要求独立发债的地方政府编制和公布债务可持续性的长期预测。有了这样的长期债务预测，就会迫使地方政府考虑当前上项目、举债、担保等行为是否会加大未来的偿债风险，从而增加对当期举债的约束。建立债务可持续性的分析模型，从技术上来讲也并不难。有关部门可以将预测模型做成模板，对地方政府进行培训，方便操作。

中国银行业监督管理委员会研究局副局长张晓朴认为，目前地方政府官员都是任期制，不需要对下一任负责，一些地方官员往往会在任期内大举发债，并把债务留给下一任。这种机制只会鼓励逆向选择，地方债规模会恶性膨胀，不利于债务风险防控。今后，地方政府发债和由此导致的偿债风险应与地方政府干部考核挂钩。这样既能增强责任感，也可避免“新官不理旧账”，迫使地方政府在发债时更多考虑成本、规模和风险问题。

周学东认为，地方政府官员存在“新官不理旧账”的原因有：一是官员没有看到这种风险；二是外部市场约束不健全，缺乏法律、评级、相关监管、审计和问责。把地方政府性债务纳入全口径预算管理，严格政府举债程序，落实责任追究制度，建立“用脚投票”市场机制之后，就可以在相当程度上制约“新官不理旧账”的道德风险。落实责任追究制度的一个具体建议就是，在审批环节核实债券发行者按期偿债能力，将债务清偿情况纳入考核制度。

四、以地方债为突破口来倒逼财政改革

还有些人质疑，中央与地方的财政关系尚未理顺，地方举借债的配套措施还不到位，仍有待于进一步细化设计和研究论证，现在推出是否为时尚早？

马骏认为，在配套制度还不健全的情况下，地方债改革是否能够单

兵突进，答案不是简单的零和一。如果不能一下前行 200 公里，能不能先行 30 公里。因为有些配套是一个逐步完善的过程，不可能一蹴而就，如果等所有的配套都到位再去改，可能“黄花菜都凉了”。例如，给定一个融资需求，如何将其更加透明化？即使在中央和地方关系，尤其是转移支付方面没有大突破的情况下，一种是不规范方式融资 50 亿元，另一种是规范透明方式融资 50 亿元。哪个更好？显然，地方自主发债还是更好的选择。

魏加宁指出，当前面临三种选择，一是原地踏步等条件成熟再说，这个可能永远等不来；二是又回到不允许地方政府发债的老路上去；三是大胆向前进，通过改革创新建立健全机制逐步形成风险约束。就实践而言，一方面，经济下行压力加大，地方政府无论是推城市化还是搞保障房建设，都苦于缺乏正规融资渠道。另一方面，地方自主发债是新一轮改革中理论研究已久、共识程度较高、高层领导力推、可操作性较强的举措。因此，如果能够允许地方自主发债不仅有助于增大经济的上行动力，稳定经济走势，而且也有助于运用危机导向的倒闭机制和利益导向的引导机制，推动整个财税体制改革，使地方政府自主发债成为财税改革的有效突破口。

贾康认为，第一，市场经济所要求的分税分级财政体制，内含地方适度举债的必要性和合理性。在划分政府间事权的基础上，赋予地方政府包括举债权在内的应有财权，是进一步深化财政体制改革的重要步骤。第二，理顺中央与地方政府的关系就不能回避地方政府融资的职能和权利，远景应该是在资产负债表透明的前提下对地方政府发债加以规范，让市场主体的综合制约使地方政府发债不敢过头。第三，地方债管理的顶层规划和先行先试是互动的，一方面要有改革方案，另一方面也要自发自还试点，这就是习近平总书记多次强调的顶层规划同时还要继续鼓

励先行先试。从逻辑上讲，规划也必须讲究排序，排序就有先后，有先动的、有中间的、还有垫后的，在全面设计配套改革的推行过程中，不可能一步到位，必须考虑多轮推动。地方政府债券自发自还就是可以尽快推动的改革之一。

中国社会科学院财经战略研究院院长高培勇认为，地方债与地方财政体系健全应实行联动。实际上，这与1994年后我国地方财政体系不健全有直接关系。名义上是分税制，但实际上很大程度已经推到分钱轨道上。按照全国平均数来讲，地方财政收入的45%~50%是依赖于中央转移支付。因此，应利用地方自主发债的破题机会，把财政管理体制这步棋走好，形成一种倒逼机制。

五、地方债务评级和金融市场建设

中债资信评估有限责任公司监事会主席蔡国喜认为，信用评级作为促进地方政府提高信息透明度、揭示市政债券信用风险的重要机制，理应成为市政债券发行的一个重要制度安排。从投资者角度看，信用评级是金融市场基础设施之一，具有信息披露、风险揭示和价格发现等功能。从债券发行角度看，引入信用评级可以规范和引导地方政府举债融资，促进地区持续健康发展。从国外经验看，不论联邦制国家还是单一制国家，市政债券在发行过程中的风险识别主要依赖信用评级机构为投资者提供客观、中立的信用信息。同时，采取多种措施增强市政债券信用评级的公信力。一是实行发行人付费和投资人付费的“双评级”做法，发挥信用评级的独立性、公信力和可比性；二是加强评级机构自身建设，提高地方政府评级的科学性、透明度和规范性；三是建立健全地方政府会计、审计和政府债务管理等配套法律制度，强化地方政府信息披露，提高地方政府发债透明度。

联合资信评估有限公司李振宇和国民经济研究所王梅等通过对比分析国内外主要评级机构的评级方法和模型，提出了一套我国地方政府债券的评级方法和标准。他们认为，地方政府信用评级的核心要素应该包括地方政府经济实力、政府治理水平、财政实力、政府债务情况和偿债能力及上级政府的支持等。地方政府经济实力是地方财政收入的基础，代表了地方现实和潜在的偿债基础。地方政府治理水平对地区社会经济稳定发展、财政稳定运行和保障债务偿还影响重大。地方政府的财政实力对地方政府偿还债务影响最直接。地方政府债务情况决定了其偿债压力，结合政府的财政实力等，可以分析判断其债务偿还能力。上级政府的支持对于地方政府的偿债能力也有重要影响。在上述要素分析基础上，根据债券条款的情况就可以评估确定地方政府债券信用等级。他们还提出了具体的评价指标和基本的评价标准，并给出了模拟的评级打分模板。

中信证券董事总经理高占军认为，建立健全与市政债相关的资本市场，能够倒逼地方政府加强预算约束，减少或避免不规范、不合规的地方政府行为，剥离融资平台公司政府融资职能，充分发挥市场机制作用。具体而言，涉及以下七方面内容。

一是地方政府要充分披露信息。披露的信息不仅包括要发行债券的基本信息，本地区经济运行、财政收支情况，还包括地方政府的债务信用评级情况。

二是地方政府要避免对定价做非市场化干预。目前，自发自还试点地方债出现利率倒挂和高倍认购就是地方政府通过对投资者和承销团成员的影响，对债券价格进行非市场化干预的直接表现。

三是评级公司对地方债评级要精细化。目前，同等级城投债之间存在较为明显的利率差异，不少 AAA 评级债券按 AA + 或更低级别价格在交易，反映出评级下调滞后于市场现实，这对地方债评级提出更高要求，