



中国宏观经济丛书
ZHONGGUO HONGGUAN JINGJI CONGSHU



国家高端智库成果
GUOJIA GAODUAN ZHIKU CHENGGUO

地方政府 债务融资可持续性研究

STUDY ON HOW THE SUSTAINABILITY OF REGIONAL
GOVERNMENTS' FINANCING IN CHINA

林勇明 张长春◎主编

海外借



人民出版社



中国宏观经济丛书
ZHONGGUO HONGGUAN JINGJI CONGSHU



国家高端智库成果
GUOJIA GAODUAN ZHIKU CHENGGUO

地方政府 债务融资可持续性研究

STUDY ON HOW THE SUSTAINABILITY OF REGIONAL
GOVERNMENTS' FINANCING IN CHINA

林勇明 张长春◎主编



人民出版社

策 划: 张文勇

责任编辑: 张文勇 何 奎 孙 逸 罗 浩

封面设计: 李 雁

图书在版编目 (CIP) 数据

地方政府债务融资可持续性研究 / 林勇明, 张长春主编. —北京: 人民出版社, 2017.12

ISBN 978 - 7 - 01 - 018769 - 3

I . ①地… II . ①林… ②张… III . ①地方财政—债务—融资—研究—中国
IV . ① F812.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 331734 号

地方政府债务融资可持续性研究

DIFANG ZHENGFU ZHAIWU RONGZI KECHIXUXING YANJIU

林勇明 张长春 主编

人 民 出 版 社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京市文林印务有限公司印刷 新华书店经销

2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月北京第 1 次印刷

开本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张: 13

字数: 220 千字

ISBN 978 - 7 - 01 - 018769 - 3 定价: 32.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010) 65250042 65289539

版权所有 • 侵权必究

凡购买本社图书, 如有印刷质量问题, 我社负责调换

服务电话: (010) 65250042

《中国宏观经济丛书》编委会

主 任：朱之鑫

常务副主任：陈东琪

副 主 任：马晓河 任伟民 王昌林 吴晓华

委 员（按姓氏笔画排序）：

史育龙	白和金	毕吉耀	刘立峰	刘树杰
杨宜勇	肖金成	汪 鸣	宋 立	张长春
张燕生	林兆木	罗云毅	胡春力	俞建国
郭小碚	高国力	黄汉权	银温泉	韩文科
董 焰	臧跃茹			

本书编写人员

主 编：林勇明

成 员（按姓氏笔画排序）：

王元京	史 昊	刘立峰	许 生
罗松山	金惠卿	郑 轶	

前 言

本书内容主要来自国家发改委宏观经济研究院 2013 年度重点课题“地方政府债务融资可持续性研究”的研究成果。

从各国发展实践看，地方债务融资如“双刃剑”，既有改善地方公共服务与发展环境的正效益，也有可能出现过度负债、危及宏观经济的负效应。各国普遍存在地方政府过度举债的道德风险问题，无论发达国家还是发展中国家，地方政府出现偿债违约而破产的例子屡见不鲜。我国处于体制转轨期，地方债既有普遍性的债务融资软约束特征，又有着我国特殊的情况与问题，地方债风险的积累与扩散、地方债务风险的治理与防范所涉及的因素，更为广泛且复杂。因此，在国内外理论与实证分析基础上，对我国地方政府债务融资的可持续性问题进行科学、系统、针对性、前瞻性思辨与分析，提出标本兼顾的整体解决方案，在当前地方债风险凸显的形势下，显得尤为必要与迫切。

在接到课题研究任务后，课题组即召开了多次讨论会，并向多位专家请教，以确定课题的研究大纲。作为发改委下属的研究机构，在课题研究中，我们不仅强调了立足经济学基本理论的相关阐述、国际经验的比较与借鉴；同时亦强调了从宏观经济全局的角度，来对我国地方政府投融资中的问题及其体制原因、未来的解决之道进行全面的分析；在对未来改革方案与路径选择提出政策建议时，我们也充分考虑了这些方案是否符合我国国情条件，是否具有政策上的可行性。

在参考国内外诸多相关文献的基础上，通过课题组全体人员的共同努力，本课题形成了以下这些主要的研究成果，其中某些成果具有较高的创新性：

一是试图构建一个“宏观与微观融合、安全与效率兼顾、长短期风险双防、动静态分析结合”的地方债风险分析框架，从“量”与“质”两个方面对地方政府债务融资的可持续性问题进行理论分析与探讨：首先，从宏观视角分

析了地方政府融资规模的适度性与经济发展之间的关系,从中发现并总结出了五点普遍规律。其次,提出了地方政府债务融资“效率线”与“安全线”的分析框架,为分析地方政府债务融资规模的适度性与合理性提供了规范的理论分析工具。再则,从政府财政与经济增长之间的相互转化关系以及地方政府财源的可再生性与不可再生性这两个视角,分析了决定地方政府债务融资“质”的可持续性的影响因素与判断标准。

二是通过国际经验比较,将我国地方政府债务融资与国外成熟经济体之间的异、同处,进行了对比,以此能更清晰地看到我国地方政府债务融资问题的特殊性,从而明确未来改革的整体性方向。

三是结合长、短期风险的分析视角与评价依据,对地方政府债务融资的风险现状给出了较为全面的判断结论。

四是在此基础上,课题论述了地方政府投融资模式转型的必要性与紧迫性,并对未来促进地方政府债务融资健康发展的整体改革进行了初步性的总体设计,概括起来就是:要通过“明确七点原则”,落实“十一项措施”,推进“四化”,来最终实现“一目标”。

本书各章节的执笔人如下:第一章,林勇明;第二章,罗松山;第三章,刘立峰、林勇明;第四章,王元京、郑轶、史昊;第五章,许生;第六章,罗松山;第七章,刘立峰;第八章,金惠卿;第九章,林勇明;附录,刘立峰。投资研究所张长春所长作为课题研究顾问,对课题分析框架与研究思路的确定与完善,提出了诸多宝贵意义。

受到各种主客观条件的制约,本课题研究仍还有一定的不足之处。我们衷心希望,本课题的研究成果能起到“抛砖引玉”的作用,引发各界对这一重要问题形成更深入、更成熟的思考与认识,并希望课题成果能为有关部门的决策提供一定的参考价值。课题在观点上有不妥之处,还望各方批评指正。

课题组

2016年12月15日

目 录

第一章 地方政府债务融资的理论探讨及未来改革的总体思路设计	1
一、从宏观视角看地方政府债务融资	2
二、地方政府适度融资的“效率线”与“安全线”	5
三、对地方政府债务融资可持续性的探讨	9
四、我国地方政府债务融资的问题及原因	13
五、对当前地方债风险的总体评价与判断	21
六、地方政府投融资模式转型的必要性与紧迫性	22
七、未来改革的总体框架设计:远景目标、实施路径与主要措施	23
第二章 对地方政府债务融资若干问题的思考	30
一、地方政府为何需要举债?	31
二、我国地方政府现阶段为何会出现过度负债?	33
三、为何我国地方政府举债过度依赖银行信贷?	38
四、银行贷款展期和借新债还旧债并不意味着存在风险	39
五、允许地方政府发债并非唯一出路	41
六、是否存在普遍适用的债务风险警戒线?	46
七、地方政府债务问题解决之道:开正门、关后门,多元化融资	49
第三章 我国地方政府债务危机处置研究	55
一、债务危机处置的历史演变	55
二、加强债务危机处置的重要意义	62
三、地方政府债务危机处置的国际经验	64
四、国外经验对我国未来改革的启示	67
五、未来完善我国地方政府债务危机处置机制的政策建议	68
第四章 地方政府债务融资状况评价	70
一、地方政府债务评价指标体系与方法	70

二、地方政府债务总量评价	73
三、地方政府债务状况分地区评价	76
四、三级地方政府债务层次结构评价	84
五、地方政府分行业板块债务状况评价	87
六、地方政府债务评价的其他研究	88
七、总结	90
附录：地方政府建设性债务规模估算	91
第五章 对地方政府债务融资可持续性的再认识	96
一、地方政府债务的概念：债务主体、融资方式与主要投向	97
二、与地方财政之间的关联：公共企业与“风险敞口”	106
三、风险与系统性风险：“可持续性”命题的真正含义	109
四、地方政府债务融资可持续性：模型方法	111
第六章 “十二五”时期我国地方政府债务整体风险分析	116
一、我国地方政府性债务的基本情况	116
二、当前我国政府债务风险情况分析	122
三、“十二五”时期地方政府债务风险预测分析	124
第七章 地方政府的土地财政及其可持续性研究	131
一、土地财政及其可持续性的内涵	131
二、土地财政产生的背景	133
三、我国土地财政的规模与结构	135
四、土地财政的作用与效应	141
五、土地财政的不可持续问题	143
六、国外土地财政模式及启示	145
七、我国土地财政的前景	148
八、土地财政可持续发展的保障措施	153
第八章 国外地方政府债务融资的经验及启示	156
一、国外地方政府债务融资的两面性	156
二、国外地方政府融资的主要渠道	161
三、国外地方政府债务风险管理框架	165
四、国外地方政府债务融资的政策启示	173
第九章 地方政府债务融资可持续性研究观点综述	177
一、关于地方政府适度举债的现实合理性	177

二、关于地方政府过度举债的风险与危害	179
三、地方政府债务融资可持续性的内涵、评价标准与测度方法	180
四、我国地方政府债务融资的特点、问题及风险成因	182
五、对我国目前地方政府总体债务风险的评价	183
六、未来改革的方向与政策措施	184
附录 A市地方政府债务调研报告	187

第一章 地方政府债务融资的理论探讨 及未来改革的总体思路设计

为了揭示地方政府债务融资普遍性的规律，本课题先从宏观视角探讨了地方政府债务融资的相关理论问题，在此基础上提出了地方政府债务融资“效率线”与“安全线”的分析方法，并就地方政府债务融资“质的可持续性”与“量的可持续性”的分别判断标准，进行了深入的研究，以此试图构建一个“宏观与微观融合、安全与效率兼顾、长短期风险双防、动静态分析结合”的地方债风险分析框架。在理论探讨的基础上，本课题对我国地方政府债务融资的现状、问题及其制度原因进行了分析，并就中、外在地方政府债务融资方面的同、异之处进行了对比，由此发现目前地方政府在投融资领域存在着“双重身份错乱”、“双重责权分离”、“双重委托人监管缺失”、“双重期限不匹配”等问题，影响着地方政府债务融资的长期可持续性。之后，课题亦对目前地方债务的总体风险，进行了较为全面的评价。最后，报告分析了地方政府投融资模式转型的必要性与紧迫性，对未来改革的总体思路进行了全面设计——概言之，未来改革的总体思路应是：采取“短期治标与长期治本”相结合的渐进式改革路径，通过明确“七点原则”，落实“十一项措施”，推进“四化”，来最终实现“一目标”——打造出“服务于中国模式升级版的地方融资模式升级版”，建立与新型城镇化发展战略相适应、符合国家治理体系现代化改革目标的新型地方政府投融资体制。

一、从宏观视角看地方政府债务融资

1. 地方政府适度举债具有公平与效率两方面的合理性

从公平方面讲,基础设施的使用和受益期限长,使当代短期内大规模投资建设形成的基础设施不仅供当代人使用,后代人也会继续使用这些设施。如果基础设施的投资成本全部由当代人承担,会形成“成本——收益”在不同代际之间的“不公平”,这会降低当代人投资基础设施建设的积极性。而举债投资则通过提前使用未来的部分财政收入,让后代人同当代人一起共同分担建设成本——当代人与后代人在为基础设施建设“掏腰包”的同时,都享有了经济社会更快、更好发展所带来的“净收益”。因此,合理、适度、有效的地方政府债务融资对当代与后代人来说是“双赢”的结果。

而从效率方面讲,由于基础设施在供给上存在“不可分性”与“配置上规模的初始集聚性”,使得通过举债来满足其短期内集聚增加的资金需求时,就有了效率上的合理性。比如说,一条公路只有等到整条路都建成时,才能发挥其宏观与微观的效益。如不通过举债,只依靠地方政府当年的自有财力,一年建一段,若干年才能建成投入使用,从地方经济与项目收益的角度看,都会造成效率上的损失。

从实践来看,允许地方政府举借债务也是许多国家的通行做法,举债不仅是发达国家地方政府普遍采用的融资手段,而且也越来越受到发展中国家的重视。据统计,世界 53 个主要国家中,有 37 个允许地方政府举债。

2. 地方政府债务增长具有阶段性的特征

经济学研究表明,公共投资对经济增长的意义往往体现出阶段性特征。在经济学界,实证研究政府投资与私人投资之间的关系以及政府投资和私人投资对经济增长的影响时,一般采用“新古典学派”的总量生产函数: $Y(t) = AF(L(t), K(t), G(t))$;其中, Y 代表实际产出, A 反应技术变化的参数, L 代表就业, K 代表私人投资, G 是指政府的投资。该函数在近年来的实证研究中被广泛采用。

这一生产函数各变量之间的关系会随着时代的变化而变化,也就是说公共投资对私人投资的引致性作用及其对经济增长的意义往往体现出阶段性特征。在经济发展的初始阶段,因公共投资累积规模较小,再加上公共投资所在领域往往具有投资周期较长的特征,使公共投资规模扩张成为非公共投资扩张的限

制性瓶颈,此时的公共投资增长对非公共投资的引致性作用巨大,对经济增长的边际意义也更大。随着公共投资累积规模的扩大,其增长的边际意义将会有下降的趋势。

公共投资的阶段性特征自然决定了地方政府债务融资的阶段性特征——地方政府大量负债可能是特定发展阶段特殊需求的结果,地方政府对债务融资较大规模的需求并不一定是一个长期的过程。从国际经验上看,这主要表现在工业化、城镇化加速发展阶段——这时,经济发展对基础设施产生巨大需求,生产要素与人口的集聚和城镇数量与规模的扩张,带来城镇基础设施和公共服务设施需求的快速增长。从各国发展的实证经验看,经济高增长期也确实伴随着公共部门投资的高增长^①。

我国前阶段地方政府债务融资高增长符合这一阶段性特征。地方政府通过债务融资,为各地工业化与城镇化的快速推进提供了基础设施建设的必要条件。但是,工业化、城镇化并不是一个无限加速、没有止境的过程,当我国工业化进入后期、城镇化率达到70%左右后,基础设施达到比较完备的程度时,基础设施投融资的规模(进而地方政府的融资需求规模)也会随之降下来。

此外,影响我国地方政府融资的阶段性的因素更为复杂,还存在着以下两个方面的阶段性特征而加重地方政府对债务资金的需求。一是要对过去长期的基础设施建设欠账“补课”。被长期压抑的基础设施投资需求在短期内大规模集中满足和释放,这种弥补欠债的集中建设,使地方政府债务融资的需求在一定时期内被进一步放大。二是正处于体制转轨的过渡阶段。中央与地方财权与事权不对等、基础设施领域对民间资本开放不足等一系列体制、政策原因也加剧了地方政府对债务资金的需求。未来,当政府间财税制度改革、投资体制改革逐步到位时,伴随一些导致地方过度举债的体制、政策因素得到有效解决,地方政府债务融资需求也会在一定程度上降下来。

可以说,前阶段我国地方政府债务融资的扩张,是由工业化、城镇化加速发展引发巨大投融资需求的合理性因素与诸多体制、机制不完善造成的不合理因素,叠加在一起所共同形成的——其中,既有其合理“补位”的一面,也有其不合理“越位”的一面。

① 以日本为例,在1965—1972年间,日本连续在国内发行建设公债,扩大对公共事业的投资,并有效拉动了全社会的投资,保证了工业化的顺利推进,实现了经济的持续高速增长。8年中GDP增速最低达到9.9%,最高达到16.9%。

3. 政府债务规模与经济增长之间呈现倒 U 型关系

理论与实证两个方面都证明,由于公共基础设施的投入存在着边际效益递减的规律^①,政府债务规模与经济增长之间有一个最佳比例,地方政府适度举债有利于弥补经济发展所需的基础设施供给缺口,但地方债务规模对经济增长之间呈现的是一种倒 U 型关系——也就是,在达到某一负债水平之前,地方债务率的增加,总体上对经济增长率有积极的贡献;但随着负债率超过了某个临界点,经济增长率则会随着负债率的增加而下降。

不过,显然,这个抛物线的高点(或“拐点”),对于不同经济体不同时期是不同的。但从理论上讲,我们可以说,当地方政府投融资的宏观边际效益 = 宏观边际成本时,其规模达到最优。

应该说,政府部门、金融部门、实体经济部门三者之间有着密切相关的关系,地方政府借了多少钱、拿钱干了什么等等这些政府行为,将影响到金融部门与实体经济的运行状况。从整个经济体看,地方政府借债搞建设是有机成本成本的,这就是实体经济少了这部分资金供给(也少了其中一部分的投资机会)。当地方政府过度举债时,随着地方债务规模的不断增加,到达一定的高点时,将抵消掉基础设施投资所带来的正外部性,地方政府投融资对于经济增长的宏观效益将小于其宏观成本。这时,从整个经济体看,就产生了全社会资源配置上的低效与损失。

4. 地方政府过度举债会影响到宏观经济的健康

地方债务最终的偿还者为政府,因此,当债务风险积累到一定程度时,无论地方政府采取增税的办法,还是中央政府通过通货膨胀的办法,都会对经济增长造成不利影响。税收增加会导致投资成本的增加,从而减少资本收益,降低国内投资。而以通货膨胀的方式来缓解债务压力,则会导致价格上涨,生产下降,最终带来经济增度的下滑。此外,地方政府债务超出地方政府的承受能力时,也会因推动贷款利率上升而影响整体经济的健康发展。地方政府过度举债势必会致使资金在政府部门与企业部门间配置的失衡,对生产部门产生一定的“挤出效应”,降低经济增长的活力。而且,地方政府过度举债会影响金融系统,加大其系统性风险。尤其是我国地方政府债务风险更具宏观经济的传导性,其传导也更具隐蔽性,财政与信贷的密切联系决定了财政风险与金融风险是绑在一起的。

① 史朝阳(2012)的实证研究表明,对于我国东部地区经济发达省份来说,当基础设施投资率在21%以下时,基础设施投资率的增加可以促进经济增长,而一旦超过21%,基础设施投资率的增加便可能会不利于经济增长。

5. 不同储蓄率与经济增速构成的宏观经济情景对债务风险也有着明显影响

判断地方债务的“宏观风险”时，需要强调的是，地方债务与“宏观经济基本面”之间是彼此影响的关系。我们知道，经济增速与实际利率之比是影响长期可持续的关键指标。储蓄率可以作为决定债务资金价格的因变量，在高储蓄率情况下，资金价格成本较低，而增长率可作为债务资金的收益指标。因此，不同的储蓄率与经济增速的组合形成的宏观经济情景对债务风险是有着明显影响的。从国际上看，有几类比较有代表，一是低增长、低储蓄率（如拉美、希腊等）。二是高增长、高储蓄率（中国为典型）。三低增长、高储蓄率（如日本）。通过国际比较我们可以发现，低增长、低储蓄率的国家，更易爆发地方债务危机。增长率与储蓄率较高的国家，往往能承受较高规模的债务压力。

二、地方政府适度融资的“效率线”与“安全线”

（一）最优债务融资需求——地方政府债务融资的“效率线”

如果我们承认，在其他条件给定的情况下，一个地区的经济发展与公共基础设施投资之间存在着一个特定的函数关系，那么，各地区依据其发展阶段的不同、城镇化与工业化的特定需要以及基础设施的存量结构，一定存在着一个公共基础设施投资的最优规模，这个最优规模决定了地方政府在该时期的最优投资水平；因此，在其他约束条件给定的情况下，也就存在着一个最优的地方

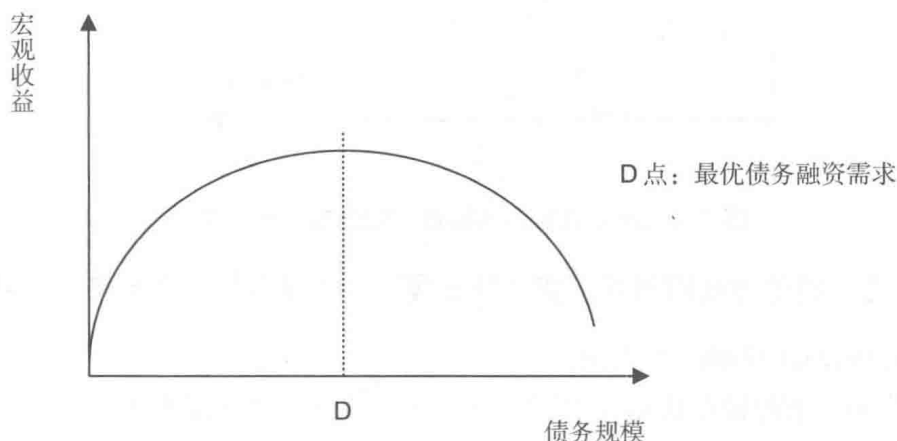


图 1-1 地方政府债务融资“效率线”的示意图

政府融资需求——当地方政府部门的实际融资规模小于这个最优需求规模时，说明地方性公共基础设施“产能不足”，经济与社会发展将低于潜在水平。而当地方政府部门的实际融资规模大于这个最优需求时，地方性公共基础设施“产能相对过剩”，有一部分地方投融资是过度的，这往往会产生经济增长过热或增长效率下降，或是出现过于超前的公共品消费。

（二）可持续债务融资能力——地方政府债务融资的“安全线”

地方政府的可持续债务融资能力是指某地方政府在一个时期内由其财政状况、资产负债状况所决定的安全债务融资“上限”，也就是某一地方政府在一定时期内安全的发债空间的大小。当地方政府实际债务融资能力普遍小于其可持续债务融资能力时（比如，某地方政府的安全举债上限为 50 个亿，但它在实际中只能借到 30 个亿），可能说明地方政府融资领域存在一定的“金融抑制”，地方政府将损失一部分安全发债空间。而当地方政府实际债务融资能力普遍大于其可持续债务融资能力时（比如，某地方政府的安全举债上限为 50 个亿，但它在实际中却能借到 80 个亿），这说明因信息不对称、道德风险等原因使得地方政府存在着过度举债的可能。

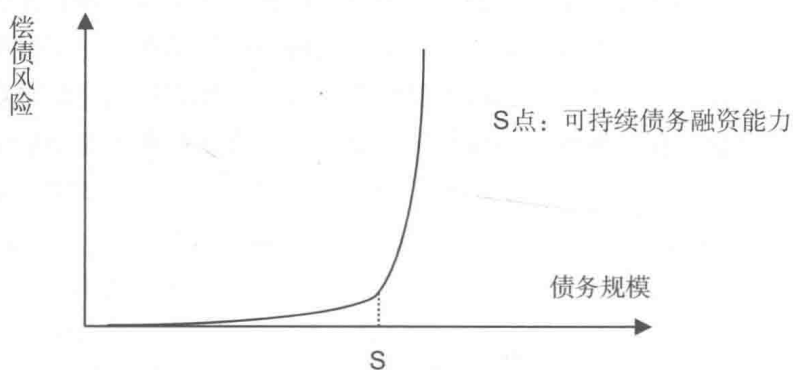


图 1-2 地方政府债务融资“安全线”的示意图

（三）将地方政府债务融资“效率线”与“安全线”合起来看的视角

1. 地方政府的融资能力缺口

当地方政府的最优债务融资需求大于其可持续债务能力（即安全上限）时，说明该地方政府存在一定的融资能力缺口，也就是，在保证债务融资安全的前提下，即使充分举债，也仍满足不了该地区经济增长的潜在需要。究其原

因,可能是由于财政分权不到位或资本市场欠发达等。对策则包括增加地方融资资金供给或减少其外源融资需求两方面,如:加大上级政府财政转移的力度、提高地方税收的分配比率、成立基础设施投资基金、通过项目融资引入民间资本等。

2. 地方政府的融资能力剩余

当地方政府的最优债务融资需求小于其可持续债务融资能力(即安全上限)时,说明该地方政府存在一定的融资能力剩余,财力相对投资需求相对宽裕。此时,可能是基本建设投资的高峰期已过,也可能因为地方政府收入充足。这时,应避免地方政府资本性支出过度,同时优化其投资结构,适当增加社会性支出与投资,也可以考虑适当减税,让利于民。

3. 地方债务长、短期风险的判断

在现实中,通常存在以下两种情况:

(1)“效率线”在“安全线”之上。这时,地方政府的最优债务融资需求大于其可持续债务融资能力,即存在着融资能力缺口。

这种情况下,如果:地方政府的可持续债务融资能力 $<$ 实际债务融资规模 $\leq$ 最优债务融资需求,这时,虽无长期风险,但短期风险(流动性风险)的因素在增加。也就是说,短期风险,主要看可持续债务融资能力作为“安全线”是否被突破。

(2)“安全线”在“效率线”之上。这时,地方政府的最优债务融资规模小于其最大可持续债务融资规模,即存在着融资能力剩余。

这种情况下,如果:地方政府最优债务融资需求 $<$ 实际债务融资规模 $\leq$ 其可持续债务融资能力,这时,虽暂无短期流动性风险,但长期风险的因素在增加。也就是说,长期风险,主要看最优债务融资需求作为效率线是否被突破。

根据上述的分析框架,就能理解不同政策工具的目的与作用,例如,一些政策主要是控制地方债务不要突破可持续能力曲线(例如上级政府对下级地方政府的规模控制等),有些政策是为了解决其融资能力缺口(如引入民间资本、提高税收能力来减少其外部融资需求,或完善资本市场、创新融资工具来增加其资金供给);有些政策则是防止地方政府滥用融资能力剩余(在国外,主要靠公共投资决策的民主化)。如果充分让市场起基础性的配置作用,再辅以这些政策工具的恰当应用,地方政府投融资增长即能最大限度趋近于最优均衡的状态。

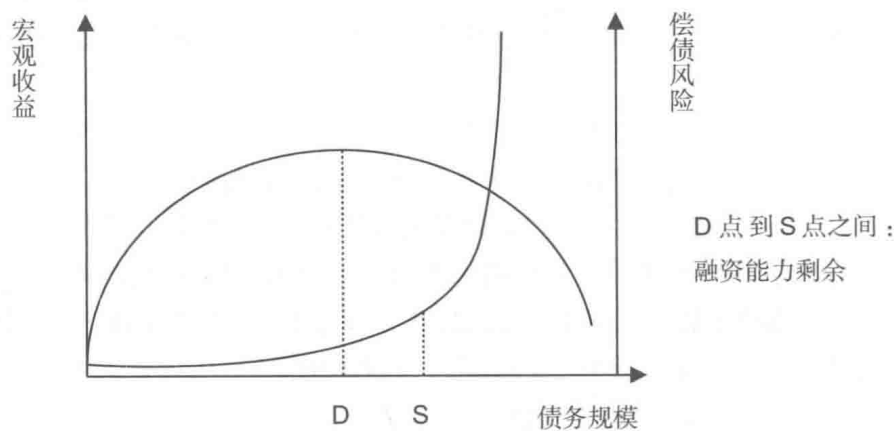


图 1-3 融资能力剩余的示意图

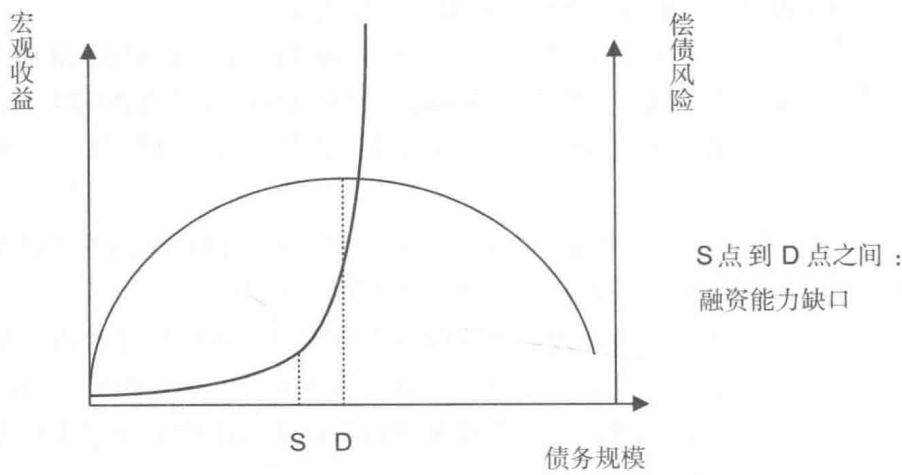


图 1-4 融资能力缺口的示意图

（四）从兼顾效率与安全的视角，看地方政府债务融资规模的管理

不难发现，“效率线”测度的主要是地方政府融资的经济合理性，“安全线”测度的主要是地方政府融资的财务可行性。地方政府举债的经济合理性是债务资金的宏观投资收益不小于（大于或等于）举债成本，财务可行性则是不会发生违约风险。因此，划定“效率线”所依据的核心指标是：边际收入 / 负债水平——债务的边际投资收益率。而“安全线”判断所依据的是：负债水平 /