

中国地方政府债务的真正风险： 违约风险之外的风险

郑春荣*

【摘要】在过去的二十多年中，我国地方政府的债务融资在实现基础设施跨越式建设以及改善民生等方面，发挥了积极作用，然而其负面影响也不容忽视。虽然我国地方政府债务全面违约的风险很小，但是比债务违约更可怕的是，地方债务融资模式打乱了传统的财政管理模式，使地方政府成为没有约束的“利维坦”，形成了新的风险。这些风险包括：政府介入微观企业经营，排挤了中国私人部门的投资和融资，造成我国市场经济机制的倒退；地方政府的债务融资成本接近于零，是对私人部门的存款收益的一种隐性掠夺；地方政府债务资金在投资中存在盲目决策、工程腐败和资金浪费隐患；地方政府债务的存在，还造成地方政府无法建立现代化的财政体制，破坏了财政预算的统一性。要消除地方政府债务的这些风险，我国政府需要建立经营性收入与财政收入相分离的机制，把债务的收支放到预算内安排，并经过立法机构的审批，同时要建立金融市场的硬约束，并解除利率管制。

【关键词】 地方政府债务 融资平台 政府投资 预算软约束

【中图分类号】 D625

【文献标识码】 A

【文章编号】 1674 - 2486 (04) - 0052 - 25

* 郑春荣，上海财经大学公共经济与管理学院，副教授。感谢美国明尼苏达大学汉弗莱公共事务学院赵志荣副教授对本文初稿所提的意见和建议。感谢匿名评审人的意见。

在过去的二十几年中，我国地方政府的债务融资在实现基础设施跨越式建设以及改善民生等方面，发挥了积极作用（张军等，2007）对地方政府的基础设施建设成果予以较高的评价。然而，伴随着基础设施投融资规模的扩大，我国地方政府的债务余额在2010年底已经超过10万亿元，引起了社会的关注。社会各界非常关心的问题包括：地方政府债务规模到底是多少？是否远远超过了官方的统计数据？地方政府债务是否存在违约可能？围绕这些话题有许多研究文献，例如，史宗翰（Shih，2010）、惠誉评级（Fitch，2010）、格林（Green，2011）等。而本文的研究焦点不在于此，本文不研究债务违约风险，我们认为在中国，土地、大多数银行和大型企业都是国有的，政府还具有近乎无限制的课税和管制的权力^①，因此大范围地方政府债务违约的可能性非常小。本文研究的重点是：在我国这样一个财政管理体制薄弱、金融市场高度管制的国家里，庞大的地方政府债务融资是否有其他的风险？在这场融资大潮中，谁是真正的输家？

对于一个市场机制和财政民主机制健全的国家来讲，所有上述问题都不是问题，因为在市场经济中，投资者愿意以一定的利率水平把钱借给政府，这本是一笔公平的买卖，交易必然是合理的，也是有效率的；另一方面，政府把借来的钱用于基础设施投资或其他用途，是经过立法机构充分的民主讨论和表决的，也是合法的，在某种程度上也是有效率的。然而，目前我国的金融市场机制并不完善，存在大量的金融管制，基础设施的投资也没有形成充分的自由竞争；在财政民主方面，财政预算支离破碎，庞大的债务资金并未进入财政预算，当然更不可能经过立法机构的讨论和表决。我们认为对于一个在税收（以及隐性税收）上没有约束的政府而言，债务违约风险是很小的。然而比债务违约风险更麻烦的是，这种债务本身会带来更多、更大的风险。

本文首先介绍我国地方政府债务的筹集方式与特点，然后再通过五个方面，

^① 许多税收和收费都是以暂行条例的形式长期征收的（例如，证券交易印花税、机场建设费等），并不需要立法部门批准，从这个意义上讲，我国政府的课税权力几乎没有限制。

对当前地方政府债务存在的风险展开讨论：挤出效应风险、逆市场机制风险、金融压制风险、投资风险以及政治风险，最后就如何完善地方政府债务管理提出一些建议。

一、我国地方政府债务的筹集方式与特点

由于《中华人民共和国预算法》禁止地方政府借债，所以地方政府的债务主要是通过地方政府融资平台、政府机构、事业单位（公立高校、公立医院）举借的。上述机构举借的债务占了地方政府债务的近90%，剩下的10%为政府拖欠工资、拖欠工程款等（中华人民共和国国家审计署，2011）。由于政府机构、事业单位借债的方式与融资平台基本相同，所以本文的分析主要以融资平台为例。

（一）地方政府融资平台的运作模式

地方政府融资平台是一种准财政机构（Quasi-fiscal institutions），由地方政府发起设立，通过划拨土地、股权等资产，并赋予其相应的道路、公用事业收费权，包装出一个资产和现金流均可达融资标准的公司，并且地方政府在必要时还以提供财政补贴、担保或者项目回购作为附加的还款承诺，以顺利完成筹资目的，进而将资金运用于市政建设、公用事业等项目（图1）^①。世界银行（World Bank，2009）指出，地方融资平台的功能有四个：融资平台、公共部门投资者、城市土地资源的开发者以及投资项目的业主。这些地方政府融资平台公司，往往只负责融入资金，不负责资金投入和回收，其还款也主要依赖于本级政府的财政补贴和

^① 在中国的法律中，并没有“融资平台”的定义。在实践中，中国财政部、中国人民银行、中国银监会、中国审计署以及地方政府各自对融资平台的含义作了不同的定义，在一定程度上引起了统计上和认识上的混乱。

部分项目回报。由于地方投融资平台只负责筹资，不负责还贷，这一投融资主体与还贷主体的分离造成地方财政风险控制差。

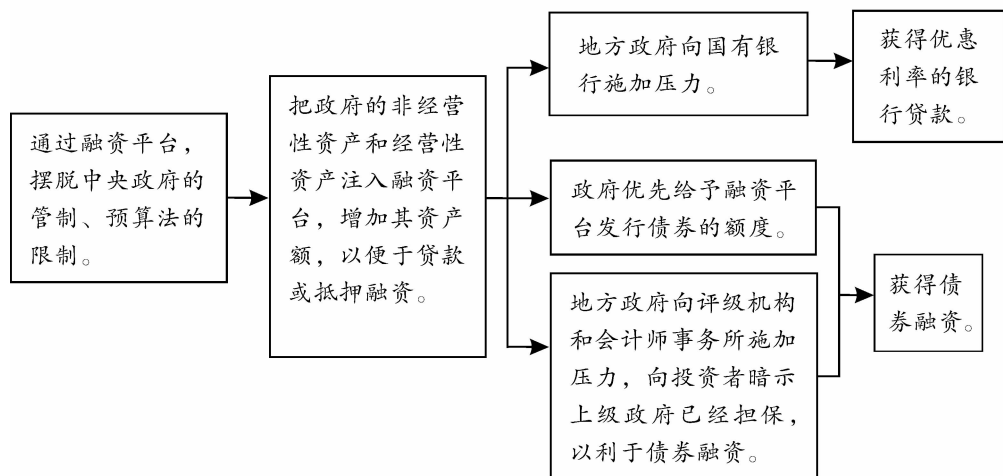


图1 我国地方政府融资的主要模式

资料来源：作者自制。

（二）为什么中国地方政府热衷于发展融资平台？

融资平台的设立成功地规避了当前的法律限制：第一，融资平台的性质是企业，没有违反《中华人民共和国预算法》关于地方政府不得借债的规定；第二，融资平台可以得到政府注入的非经营性资产和经营性资产，从而使这些资产能够用于抵押，规避了政府财产不得用于抵押的法律规定；第三，融资平台可以出面为子公司提供担保，从而规避了政府不得进行担保的规定；第四，融资平台可以“洗钱”，把预算内资金、预算外资金、市场收费以及乱收费资金全部注入融资平台以后，纳税人很难查清财政资金的流向。此外，在我国，政府投资项目一般要求有30%的项目注册资本金，70%可以通过市场融资。而融资平台将举借的资金再注入新成立的项目公司，借来的钱就成了项目公司的注册资金了。其实这个项目的负债率为100%。

融资平台的设立，既符合我国的相关法律，又能够使各级政府方便地将政府

的收入、资产和负债放在预算报表之外，导致这部分资金远离上级政府、人大和社会公众的监管，从而达到任意使用的目的。因此，融资平台模式一旦建立，就迅速地在全国各地蔓延开来。通过无限制的融资，我国地方政府成了一个名符其实的“利维坦”（Leviathan）。在 2007—2010 年期间，地方政府债务余额的年增长率为 31.63%，远远超过同期全国 GDP 的增长率（图 2）。

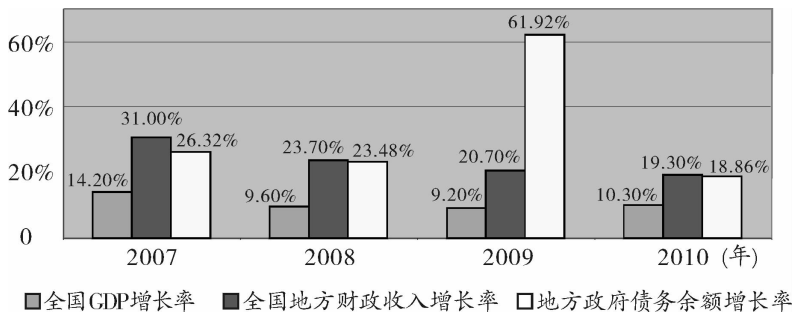


图 2 全国 GDP 与地方财政收入及债务余额增长率的比较

资料来源：地方政府债务余额的数据来自审计署《全国地方政府性债务审计结果》报告，其他数据来自历年中央财政预算执行情况报告。

我国地方政府融资平台在管理上很容易产生债务轻的财政幻觉。由于中央政府难以界定融资平台，再加上信息不对称，地方政府能够成功藏匿本级政府的债务规模。然而，更麻烦的是，许多地方政府连自己有多少债务都不清楚。因为：第一，融资平台的数量过多。近年来，各地名目繁多的地方融资平台呈几何级增长。不仅是在传统的交通运输、城市建设、土地储备、国资经营等领域，各级政府成立了融资平台，有的还发展到第三产业，如文化等领域。例如，2009 年 5 月，在天津市，仅银监会统计出来的融资平台就有 155 家^①；上海市则有融资平台 193 家。第二，各级政府纷纷成立合资的融资平台，使融资平台公司的统计和管理更加困难。例如，为了合理分担建设成本，在地铁、铁路、高速公司等项目，省政府还与市、区政府以及铁道部门成立了形式多样的股份制融资平台。此外，有的

^① 数据来源于中国银监会内部资料。

融资平台公司还与其他公司合资成立新的融资平台公司。

（三）地方融资平台受到中央政府的控制了吗？

地方融资平台的产生和发展在很大程度上是在中央政府支持下发展起来的。2008 年金融危机爆发以后，我国很快就出台了 4 万亿的政府投资计划，但中央政府只出资 1.18 万亿元，其余资金需要地方政府自行筹集（中华人民共和国国家发展改革委员会，2009）。2009 年 3 月，央行和银监会联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。这表明，当时中央政府已经默许地方政府借债，但是，中央政府的政策闸门一开，地方政府在当年的借债额就激增了 62%，远远超出了中央政府的控制。2010 年上半年以来，国务院及相关部委不断发文，要求在核实地方政府债务的基础上，除了保障性住房等少数项目以外，不得再通过债务融资。这是否就意味着我国地方政府债务规模得到控制了昵？显然没有，这是因为：

第一，在许多地区，政府、国有企业和国有银行是三位一体的，只要政府想花钱（为了支付公共部门人员的工资、追求 GDP 增长率而增加固定资产投资，或是解决就业），它就可以让国有银行把钱借给国有企业，并让国有企业实现政府的投资要求。地方政府目前不借债或少借债，只是由于害怕中央政府的惩罚而已，并非不能借到钱。一些地方政府官员在接受作者的调查时表示，各部委的“12 道金牌”调控措施只是表示中央政府的一种“遏制债务增长”的态度，但是其本质是“运动式执法”，不会一直持续下去。

第二，现有法律对地方政府借债的限制不具体，仍然存在很大的漏洞。目前在操作中，出了许多笑话，只要被审计署或银监会认定是“融资平台”的公司，就不得再融资；而没有被贴上“融资平台”标签的国有企业则仍然可以自由融资。因此，一些国有企业连忙刊登公告表明该公司不是“融资平台”。在操作中，谁是

“融资平台”呢？审计署、银监会、中国人民银行、财政部等各有各的定义，许多定义缺乏操作性。例如，原中国农业银行副行长杨琨公开反对针对“融资平台”进行调查，“过去在经济学领域里面好像没有这个概念，不知道银监会怎么‘发明’了这么一个平台。银监会在部署我们检查的时候，我们都有点不知所措，因为银行的资产负债表里没有这个科目”（苏娜，2011）。

二、中国地方政府债务的风险分析

在一些成熟的市场经济国家中，地方政府也有一些投资公司（economic development corporation）。根据鲍罗斯（Bauroth，2009）的研究，我们对照一下我国地方融资平台与成熟的市场经济国家（例如美国）地方投资公司的差异，见表1。由于我国地方融资平台的特殊性，导致我国地方政府债务风险出现新的特征。

表 1 地方政府投资公司：中国与成熟市场经济国家差异

比较项目	中国	成熟的市场经济国家
公司的目标	大部分公司追求盈利性	非盈利性
是否提供了政府担保或 税收担保	显性担保或隐性担保	政府只为少数债务提供担保（这种 债务叫做 general obligation bonds）
融资市场是否市场化	利率是计划管制的	利率基本是由市场决定的
融资企业与银行的关系	融资企业、许多城市商业银行和 农村商业银行的控制人均在当地 政府；当地政府虽然无权管辖全 国性商业银行在当地的分支机构， 但也具有极强的影响力	融资企业和银行均为独立经营， 没有股权关系
关于政府性融资企业 投资项目的审批	未经立法机构审批	大都经过立法机构审批

资料来源：作者自制。

（一）地方政府债务的挤出效应风险：对私人部门融资的挤出

在 1998 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机中，我国政府采取了扩张性财政政策，拉动经济增长。作为一个发展中国家，我国政府的扩张性财政政策有两个重要作用：一是通过政府的投资和消费，改变私人部门的预期，拉动经济的增长；二是中国的基础设施建设一直是经济发展的制约条件，我国政府可以利用财政投资，完善基础设施，从而为经济的可持续发展提供保证。然而，上述两个作用都有前提条件，一是扩张性财政政策不能长期使用；二是扩张性财政政策的力度不能太大。长期的经济增长不可能靠吃财政投资这个“止痛片”来实现，必须依靠于民间投资和消费。但是，地方政府债务的规模愈来愈大，我国的扩张性财政政策违反了上述两个条件：扩张性财政政策的持续时间长、力度太大。这样，扩张性财政政策的负面影响就十分明显了。

1. 在银行贷款方面

根据中国人民银行的统计，2010 年仅地方政府融资平台的贷款额就占了全部贷款总额的近 30%（中国人民银行，2011）。除了地方政府融资平台是贷款大户以外，中央政府的一些部门（例如铁道部）、公立高校、公立医院也是传统上的融资大户，在剩下的银行可贷资金中又大部分给了垄断性国有企业（石油、交通、电力、金融等行业的国有企业）和房地产企业。因此，中小企业无法正常融资也就不奇怪了。尽管国家一再强调向中小客户信贷倾斜，但出于对规模、成本和资产质量的考虑，大部分商业银行仍把信贷资金向大客户集中。银行贷款向公共部门集中的原因很多，其中比较重要的有三个：

一是从资金的需求方——公共部门来看，它是许多地方性银行的控股股东，股东有权任命银行的管理层，因此政府（股东）向银行借钱，银行自然不得不给。即使当地政府不是该银行的股东，也能够对银行施加压力，扭曲银行的经营目标。

地方政府可能使用的手段有很多，正面的有：承诺让银行管理人员子女上当地最好的中小学，通过财政支出的方式给银行管理人员返还个人所得税等；反面的有：威胁如果银行不向指定的企业贷款，政府将指示所有的事业单位和国有企业把存放在该银行的存款全部腾挪到别的银行，政府还可能威胁要上门进行税收、安全及消防大检查等。

二是从资金的供给方——银行来看，长期以来，国有银行在贷款上存在“所有制”歧视，如果客户经理把银行贷款贷给某家私营企业后出现贷款违约，他可能因此被解雇甚至服刑，而如果客户经理把银行贷款贷给某个政府部门或机构后出现贷款违约，银行可以把这个损失解释为“政策性原因”，从而不追究客户经理的责任。而出现债务违约的政府部门或机构也可能通过把其他优质公共部门客户（例如社保基金）介绍给该家银行作为补偿。

三是传统的“预算软约束”机制使银行对公共部门青睐有加。投资学的常识是不能把鸡蛋放在一个篮子里。银行的贷款也不应该全部集中给某些大的客户。然而，我国的银行却反其道而行之，如果大部分的银行贷款贷给某些公共部门的机构，那么这些公共部门的机构出现贷款违约以后，“大到不能倒”（too big to fail）的压力使得政府对国有银行承担了无限担保责任，中央政府肯定会组建资产管理公司负责向银行收购不良资产。因此，对银行而言，只要中央政府具有支付能力，贷款违约就不会产生大的损失。由于银行管理人员产生了“利润归银行、损失国家承担”的道德风险意识，这在一定程度上对银行产生了高风险激励。这些都催生商业银行不负责任地向公共部门发放银行贷款。例如，上海市的一家融资平台公司（上海城投）仅在2008年9月就获得并使用银行授信1700亿元，而没有使用的授信额度也高达840亿元（陆婷婷、曾雅杰，2011）。

2. 在企业债券融资方面

长期以来，我国的企业债券发行实施审批制，全国只有一个审批机构——国

家发改委。2006—2010 年期间，国家发改委核准发行的企业债券累计为 12 970 亿元，其中仅地方城投债券就发行 3 475 亿元，占比为 26.8%（中华人民共和国国家发展改革委员会，2011）。除此之外，还有大量的、形形色色的公共部门债券（铁路债券、地铁债券、燃气债券、开发区建设公司债券等），而民营企业成功发行的企业债券仅 12 只（夏芬娟，2010）。可见，大量的企业债，虽然占用了企业债的名义，却只是为基础设施而融资的准市政债券，而不是私人部门通过资本市场融资的信用工具。由于“鸠占鹊巢”，民营企业的债券融资空间狭小。

此外，债券信用评级行业缺乏公信力，导致地方融资平台的债务风险被掩盖。目前债券评级公司为了“抢”客户或者维护客户而上调评级的现象越来越普遍，例如大公国际评级公司，在 2010 年 8 月 19 日—2011 年 8 月 19 日期间，给 156 家公司和机构的债券评定为“AAA”，其中不少是央企及地方政府融资平台公司债券，而令人吃惊的是大公国际给中国主权债务评级却只有 AA+（胡健、李玉敏，2011）。由于中国债券市场尚未出现过真正的债券违约事件，这使得评级的准确性无法通过违约率来检验，评级机构没有动力和压力去追求评级的稳定性和准确性，导致评级标准过于宽松，信用等级符号失去了衡量风险水平的作用，进而导致评级结果对于投资者进行风险评价的参考价值大大降低，削弱了评级机构在债券市场的影响力，使得评级机构在发行人和承销商面前更加弱势，更容易屈从于压力，从而酿成行业的恶性循环。

我们不难想象，一方面政府在紧缩银根。自 2010 年至 2011 年上半年，中国人民银行先后 12 次上调存款准备金率，大中型金融机构存款准备金率达到了 21.5%，货币供应量大量减少。另一方面大量的公共部门筹资需求必须满足，根据格林的估测，到 2010 年底，我国公共部门的债务余额已经达到 28 万亿，占全国 GDP 的 71%（Green，2011）。那么融资市场能给私营企业留下的空间就非常有限了。因此，广大私营企业，特别是中小企业，既不能从银行获得贷款，也无法

通过公司债券进行融资，只能寻求地下金融机构的帮助。然而，地下金融机构的贷款利率非常高，最终造成许多中小企业在本轮金融危机中倒闭了。

（二）地方政府债务的逆市场机制风险：对私人部门投资的打击

为应对 2008 年的全球金融危机，我国中央政府出台了 4 万亿美元的国有投资计划，各地政府随之将地方国有投资额增加到 18 万亿元（沈明高、王晶，2008）。虽然学术界对地方政府的实际投资是否达到 18 万亿元存在争议，但有一点是非常清楚的：在投资领域中，中国出现了国进民退，中央和地方政府通过扩张性财政政策，进行了大规模的投资；而许多私营企业受金融危机影响，产品滞销，加上在银行和资本市场无法融资，经营难以维持。与惨淡经营的民营经济相比，2010 年国有企业营业总收入达 303 253.7 亿元，较上年增长 31.1%，利润则有 19 870.6 亿元，较上年增长 37.9%（中华人民共和国财政部，2011）。

1. 地方国有企业同时向竞争性领域和垄断性领域渗透

首先，在地方融资平台的资金支持下，地方国有企业不断进入盈利性的、竞争性的行业，例如煤炭业、钢铁业、房地产等产业的国有化程度不断提高（Zhang，2011）。以航空业为例，金融危机爆发后，东星等民营航空公司都因亏损而破产，而同样巨亏的国有企业东方航空则获得政府 70 亿的财政注资。其次，在地方融资平台的资金支持下，地方国有企业开始涉足垄断行业。在我国，能源、交通、石油、石化、通讯、金融以及保险等许多行业存在准入门槛。毫无疑问，这些行业都存在巨大的垄断利润。长期以来，这些行业多数基本由央企垄断经营，垄断利润也留在中央政府。地方政府发现这一“金矿”以后，也纷纷进入这些领域，分食垄断行业的利润。

2. 地方政府资金雄厚的状况制约了公用事业改革进展

温家宝总理在《2010 年政府工作报告》中要求推进公用事业改革，切实放宽市

场准入，积极引入竞争机制。但是，地方政府一旦通过债务融资获得资金以后，就不再具有积极性推进公用事业改革了。财政部财科所所长贾康在 2009 年全国政协会议的发言提醒政府应该注意地方政府投资的“挤出效应”：“原来一些市政工程方面的项目，如再生水厂、绿化工程等公用事业、公共工程投资项目，民间资本有意愿参与投资，那时候政府有关部门因自觉囊中羞涩，也曾热情表示欢迎民间投资进入。但中央政府 4 万亿元人民币的刺激方案一宣布，有的管理部门马上就变脸了，说我们有钱了，没你们的事了。”（贾康，2009）

（三）地方政府债务的金融压制风险：对私人部门银行存款的剥削

经济学上对政府债务“挤出效应”的解释是政府融资引起市场资金的紧张，从而推高了市场利率，造成私人部门无法融资或融资成本太高而放弃投资。但我国的情况完全不同，银行的存贷款利率是政府管制的，远低于市场正常利率（图 3），产生新的效应和风险。

1. 政府通过压低银行存款利率成功地剥削了私人部门的存款利息收益

北京大学的佩蒂斯（Michael Pettis）认为，中国中央政府为降低地方政府债务负担，刻意保持低利率（银行存款利率比市场利率至少低 4%）（Hamlin, 2010）。对中国储户总计达 40 万亿元的银行存款而言，这意味着每年约损失 1.6 万亿的银行存款利息收益。而莫瑞斯和尼古拉斯认为，在 2008 年上半年家庭储蓄利率收入应该比实际值多 6 900 亿元，约等于 2008 年上半年中国 GDP 的 5.3%（Morris & Nicholas, 2009）。林毅夫也认为，穷人将钱存到银行，实际上是补贴了富人和大企业（安蓓、吴雨，2010）。社会公众面对降低的利息收入，为了保障未来养老、医疗以及子女教育等开支，不得不分出更多的收入去储蓄，而非去消费。从这个角度讲，大幅提高中国政府债务负担的政府投资计划，客观上“衍生”出低利率政策，掠夺了存款人的利益，而非促消费、拉内需。

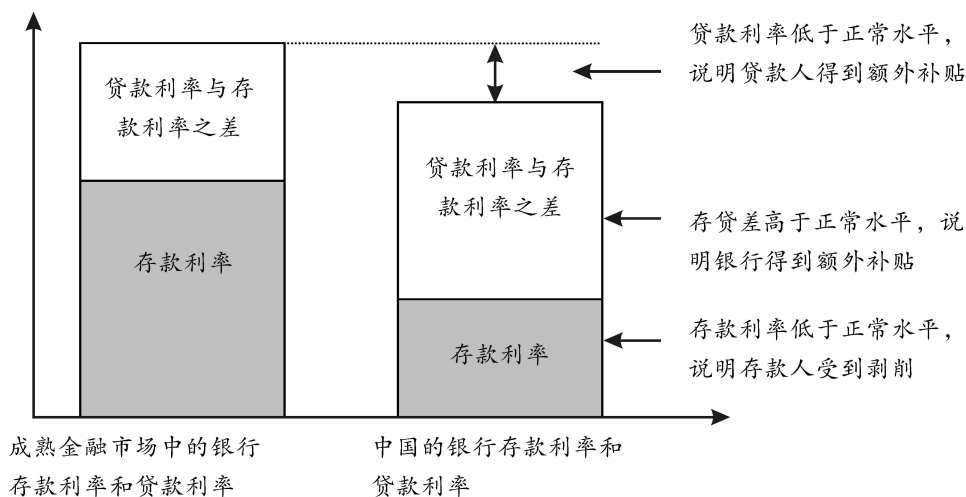


图3 银行存款利率与贷款利率（中国与成熟金融市场的对照）

资料来源：作者自制。

2. 银行存贷款利率的金融压制成功地资助了国有银行和国有企业

如前所述，我国银行存款利率被人为压低，存款人被课征了额外的“税收”，而这额外的“税收收入”则被补贴给国有银行和国有企业了。

第一，对国有银行的补贴。如图3所示，在大多数时间里，中国的银行享受超过市场平均水平的存贷差，说明银行受到了额外的补贴。在2010年全球1000家银行排名中，按一级资本排名，中国工、中、建三大行排名第7、14、15位；按资产排名，工、建、中分别排名第11、18、21位；但是按利润排名，工、建、中三大行却名列全球银行业第一位、第二位、第七位，包揽了冠亚军^①。中国共有84家银行跻身全球前1000家银行之列，它们的总资本占到这千家银行总资本的8.9%，而税前利润则高达这千家银行的25%。这是中资银行靠经营实力取得的利润吗？不是，这本质上主要是依赖于利率管制创造的垄断利润。

第二，对贷款人的补贴。如图3所示，中国的银行贷款利率明显低于市场正常

^① 数据来自《银行家》杂志网站，<http://www.thebanker.com/Top-1000-World-Banks>。

水平，贷款人获得了额外的补贴。以 2009 年初为例，东南沿海地区民间贷款利率超过 20%，而银行利率被控制在 5% 以下（刘金贺等，2010）。对于负债经营的地方政府而言，银行贷款利率略高于 6%，如果扣除通货膨胀率，实际贷款利率接近为零。

对于各级政府来讲，谁能够贷到更多的银行存款，谁就得到更多的财政补贴（对贷款利息的补贴）。举个例子，一个国家有两个省级政府（A 省和 B 省），那么如果三个政府及其附属机构（中央政府、A 省和 B 省）都不贷款，则私人部门获得了所有的银行贷款，政府对私人部门存款人的课征的“利率压制税”全部返还给了私人部门或银行，政府没有额外收益。此时，无论是中央政府、A 省还是 B 省政府开始贷款，都会挤占了私人部门的可用贷款并获得额外的补贴。那么对于 A 省或 B 省来讲，最优的策略就是尽可能地贷款。更令人吃惊的是，许多地方融资平台公司直接将得到的低息银行贷款以较高利率转贷给（那些贷款无门的）私营企业，从中获利^①。

（四）地方政府债务的投资风险：盲目决策和工程腐败

近年来，通过庞大的融资，我国的基础设施建设掀起新一轮高潮，其中用于城镇基础设施投资从 2004 年的 18 513 亿元增至 2009 年的 59 494 亿元，年平均增速为 24.55%^②，而这五年，中国国内生产总值年均名义增长率仅 16.55%。在很大程度上，基础设施建设一旦停滞，经济增长率就要下滑。例如在 2008 年举办奥运会的北京市、在 2010 年举办世博会的上海市都因得益于盛会召开前的大量基础设施建设而形成很高的经济增长率，但在 2011 年上半年的全国 31 个省份 GDP 增长率排名中，上述两个城市分别列倒数第一和倒数第二。

① 例如，审计署《2006 年中央预算执行情况审计报告》曾披露，上海市国有资产经营公司将从招商银行取得的年利率为 5.022% 的流动资金贷款以委托贷款的方式，按 8% 的年利率转贷给了房地产开发公司。

② 相关数据参考北京世经未来投资咨询有限公司“2010 年基础设施行业风险分析报告，行业研究报告”。

1. 投资风险之一：投资决策的盲目性

由于投资拉动经济的效应快而明显，近年来地方政府纷纷上马各种项目，例如 2010 年，湖北方面宣布了 12 万亿投资计划，投资总额大约相当于湖北当年生产总值的 10 倍（周呈思，2010）。更为严峻的事实是，全国并非湖北一地头脑发热，各个省区纷纷公布了至少高达数个亿的投资计划。根据笔者的调查，在许多地区，这些庞大的投资计划是官员追求政绩的结果（图 4）。这些官员首先根据全国或全省的 GDP 预计增长率制订出当地的 GDP 增长率（例如，全省的 GDP 增长率为 10%，则当地的 GDP 增长率应达到 12%，以利于当地行政首长升迁）；然后这些官员扣除其他因素自然增长对 GDP 的贡献（例如消费、出口等私人部门对 GDP 的增长贡献）以后，推算出实现预期 GDP 增长率所需要的政府投资额；最后，官员们把投资额分解到交通、基础设施、能源、水利、公路等各个融资平台，各融资平台再按照分配到的投资额来决定各自的融资额。在这一系列决策中，社会公众的需求完全没有被考虑到。

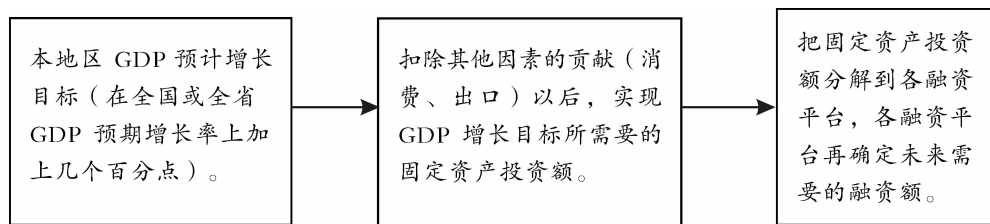


图 4 地方政府的融资额是如何确定的

资料来源：作者自制。

当然，不是所有的地方政府都是为了追求 GDP 的增长率而负债投资的。有的地方政府为了解决当地的就业，为了消化当地企业的存货（例如钢筋、水泥的产能过剩），还有的则是为了形象工程、政绩工程。总之，当前地方政府的投融资决策体制导致了大量的债务资金流向了社会回报率较低的工程项目。

2. 投资风险之二：项目建设中的腐败

我国投资工程建设领域一直是犯罪的高发地。根据监察部的统计，“自2009年9月至2011年3月，全国纪检监察机关共受理工程建设领域违纪违法问题举报3.31万件；给予党纪政纪处分11273人，其中县（处）级以上干部1167人；移送司法机关处理5698人。全国检察机关共立案查办工程建设领域职务犯罪案件12344件15010人，其中贪污贿赂案件11050件13416人，涉案金额29.9亿余元；渎职侵权案件1294件1594人”（郝明金，2011）。

张军等（2007）证实官员的腐败机会对基础设施（比如交通和城市建设）的投资增长有正面的影响。方红生、张军（2009）进一步证实了反腐败力度越小的地区，地方政府越倾向于扩张性的财政政策。这也就说明在中国式分权模式下，经济增长速度、现代化城市建设规模与腐败程度是高度正相关的。

3. 投资风险之三：债务资金和项目管理混乱

一方面，由于融资平台公司及负责投资的国有企业高管基本上是由地方政府官员出任。这些官员缺乏项目管理的基本知识，造成项目管理不善、资金浪费等现象。例如，审计署2011年的审计报告显示，“截至2010年底，地方政府性债务余额中尚未支出的金额为11044.47亿元，其中：34个省级、256个市级和942个县级政府所属部分债务单位2008年及以前年度举借至2010年底未支出的债务余额有1319.80亿元，占11.95%，2010年为此由财政资金支付利息67.74亿元”（中华人民共和国国家审计署，2011）。另一方面，由于债务资金没有纳入预算管理，债务资金流向不明。例如，辽宁省审计厅公布的2010年预算执行审计报告显示，辽宁省一些单位通过重复立项套取贷款、利用其他单位贷款等方式取得债务资金24.5亿元；未按规定用途使用贷款175.5亿元，擅自改变债券资金用途3.3亿元。这些流向不清的债务资金有可能被政府官员私吞，也可能成为政府“三公”消费的资金来源。

（五）地方政府债务的政治风险：对财政民主的违背

财政民主有几个基本要求：一是所有的财政收入都进入财政预算；二是重要的财政支出必须经立法机构批准；三是地方政府必须有独立的、稳定的收入来源；四是政府不得介入微观的企业经营活动。但是地方融资平台的出现，导致上述几项基本要求都无法实现。

1. 地方政府无法建立起现代化的财政体制

长期以来，我国地方政府的财权远小于事权，地方政府被迫借钱。因此，我国需要建立更加现代化的财政体制，地方政府需要有独立的地方税体系（例如销售税、财产税等），使各级政府的财政支出责任与各级政府的财政收入相匹配。然而，地方政府没有与中央政府积极谈判，建立现代财政体制，而是采取了变通的办法，借钱度日，得过且过。这样的后果必然是导致我国畸形的财政体制一直得不到改善，永远不会转型。

2. 财政预算的完整性受到破坏

从规范的角度来看，只有财政部门才具有政府所有收支的管理权（图5）。但是，在我国，除了财政部门以外，许多政府部门、政府机构、融资平台及国有企业都可以凭借公权力获得行政性收费、使用者付费，也可能凭借政府信用（或隐性政府信用）对外借债（图6）^①。由于地方政府债务大部分是通过国有企业完成的，而不显示为政府的运作，这造成地方政府不能有财政赤字的规定形同虚设。同时，这些行政性收费、使用者付费以及债务资金没有纳入统一的财政预算，形成了第二、第三财政预算，以至于没有人能弄清中国地方政府的财政收入是多少，人大和社会公众的监管就无从谈起了。长期以来，脱离了财政监管的地方政府债务一直没有得到有

^① 这里说的“隐性政府信用”是指根据《中华人民共和国预算法》，地方政府不应对外借债。但地方政府不但通过国有企业对外借债，还出具了承诺函、担保函等，提高债务的信用等级。

效的管理。审计署的2011年审计报告描述了地方债务存在的多项问题：“至2010年底，在36个省级政府中，有7个未出台地方政府性债务管理规定，8个未明确债务归口管理部门，14个未建立政府性债务还贷准备金制度，24个未建立风险预警和控制机制。市级和县级政府债务管理制度不健全的问题更为突出，一些地方长期存在债务规模底数不清、偿债责任未落实等问题。”（中华人民共和国国家审计署，2011）

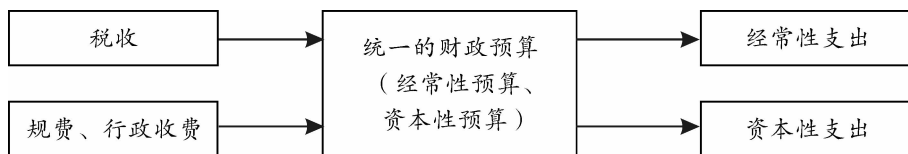


图5 我国财政预算的原有模式

资料来源：作者自制。

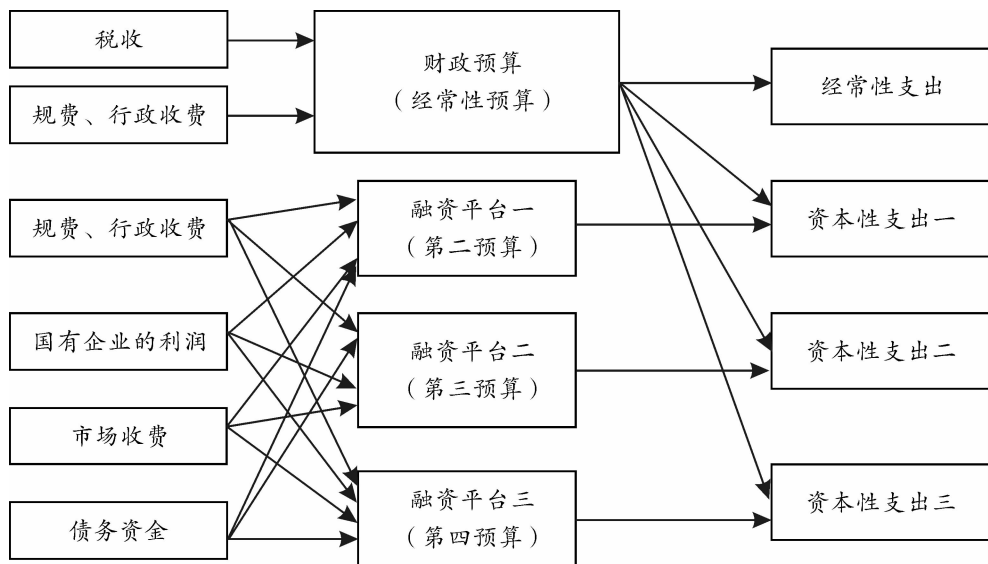


图6 当融资平台出现以后形成的支离破碎的财政预算

注：图中的融资平台一、二、三是泛指。在具体的运作中，地方政府可能有交通、能源、基础设施、土地等多种融资平台，每个融资平台都独立运行。

资料来源：作者自制。

3. 对市场机制的破坏

作为发债主体的地方融资平台公司大多由原地方行政首长、财政局长或者相当级别的官员出任董事长或者总经理。这种官办的平台公司出现于投融资市场时，其行为方式必是行政运作的方式，凌驾于市场机制之上。我们在图 7 的左半部分可以看到，在 2003 年《国有资产管理条例》颁布以后，我国形成了非常清晰的国资管理体制：财政部门的收入主要来源于公权力，编制财政预算；国有企业全部归属于国资委名下实施统一管理，在市场中与私人部门平等竞争。在这种体制下，公权与私权有一定的隔离墙，在一定程度上防范公权力的滥用。但在图 7 的右半部分，我们看到，融资平台出现以后，它一方面需要国资委提供国有资产或国有资产的分红作为其公司的资产，另一方面，它又需要财政部门对其授权，使之具有收费权、土地拍卖收入等公权力的收入；当它无法还本付息时，还需要财政部门为其出资还款。作为公权与私权为一体的“怪物”，融资平台无疑极大地破坏了中国刚刚建立起来的市场机制。

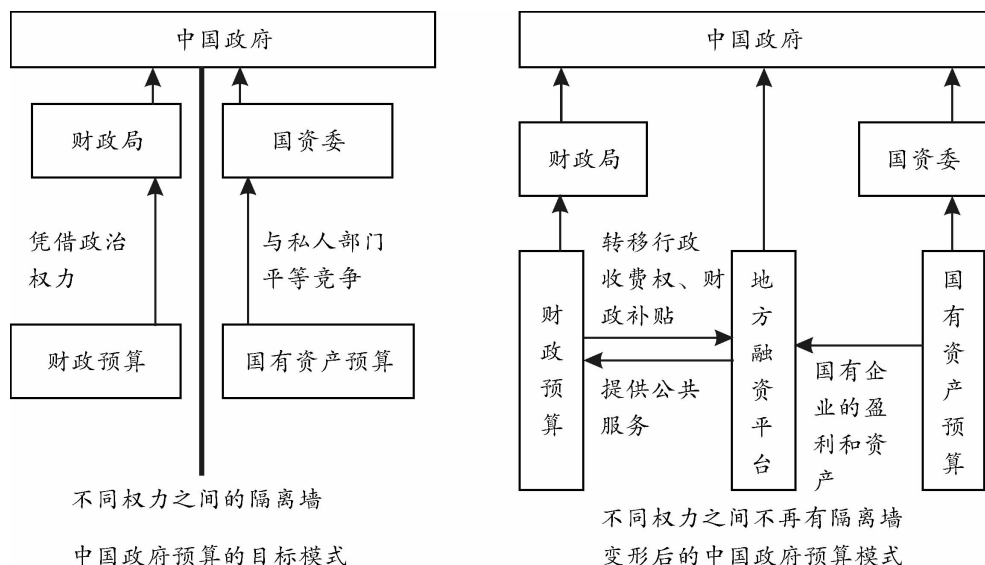


图 7 地方融资平台出现以后对中国政府预算模式的影响

资料来源：作者自制。

当政府债务主要依靠租金和利润作为偿还资金来源时，其结果就是创设出特权，而当政府财政收入越来越依靠这种债务时，社会的特权化就越来越严重。因此，诺思（1994：168）指出，用产权来换取财政收入“这种短期解决方法会产生具有破坏性的长期后果”。当政府债务主要依靠税收作为偿还资金来源时，既能制约政府债务的规模，也不会对社会经济产生过多的扭曲。然而，目前我国巨额的地方政府债务主要通过土地出让金来偿还的，而且很多融资平台是以土地资产作为抵押贷款的，其债务清偿取决于土地价值的升降和贷款时的土地估值。通常，金融机构都是以土地价值的70%作为抵押进行放贷的。如果土地价格下跌，地方政府的债务负担将会更加沉重。因此，地方政府的理性选择是出台各类制度，推动地价不断上涨，结果导致广大社会公众无力购房。

巨大的债务——还本付息压力还促使地方政府不断地变相征税，马骏、刘亚平（2005）将这种现象称作是“逆向软预算约束”。林双林（Lin，2006）也指出，我国地方政府乱收费现象一直长期存在，而且数额巨大。例如，我国每年仅公路收费收入达到1 800亿元人民币（王志浩，2011）。又例如，首都机场高速公路是地方政府变相课税的典型。该高速路在1993年投入运营时被定为“政府收费还贷公路”，收费年限最多为20年；但1997年，首都机场高速公路96%的股权被置入北京的一家融资平台公司——北京控股以后，性质转为“经营性公路”，并获得北京市政府核准的30年收费经营权，成为北京控股“旱涝保收”的优质资产。国家审计署2008年2月发布的《18个省市收费公路建设运营管理情况审计调查结果》中披露，首都机场高速公路总投资11.65亿元，其中银行贷款7.65亿元，至2005年底已收费32亿元，估算剩余收费期内还将收费90亿元。

三、结论

通过上述分析，我们可以得出三点结论：

1. 通过地方融资平台，我国地方政府成为没有束缚的“利维坦”

传统上，地方政府负债的一个主要理由是我国基础设施落后，制约经济增长。如果此时政府通过负债的方式超前建设基础设施，那么将大力促进经济增长。然而这种资源优化配置需要有几道防线（图8），分别是：政府的政策性投资必须与国有企业的市场化经营相分离；所有的债务必须纳入财政预算；所有的债务资金使用都必须经立法机构审议批准；金融市场有较强的约束（银行独立经营，不受政府干预）。如果政府和企业之间能有很好的防火墙，政企是彻底分离的，那么政府过度借债的现象也不会发生。可问题是，我国不仅没有做到政企分离，融资平台和地方银行的控制人都是地方政府，且债务资金游离于财政预算之外，所有上述风险控制的防线几乎形同虚设。

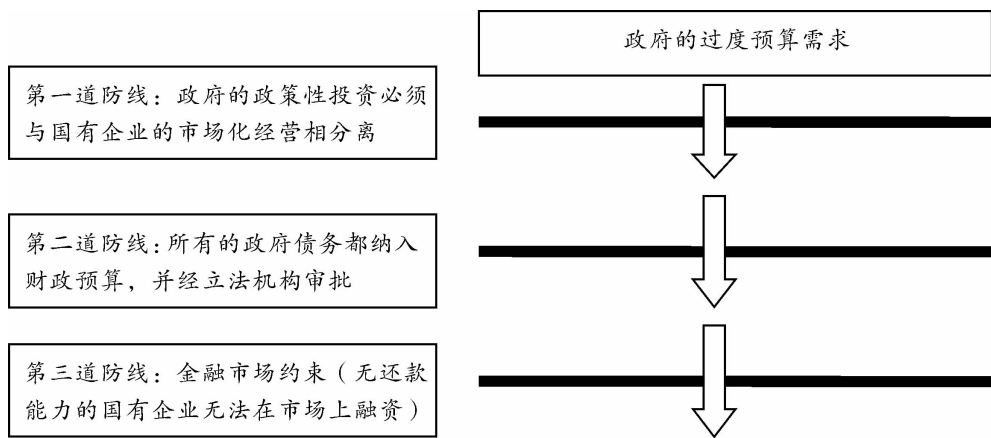


图8 中国地方政府过度预算需求成功突破三道防线而获取资金

资料来源：作者自制。

2. 我国地方政府债务的风险不在于违约而在于对私人部门的掠夺

如前所述，我国地方政府债务的风险不在于违约，而在于通过金融管制挤占了银行贷款和公司债券额度，造成私人部门融资难；地方政府在大量融资的帮助下，在许多市场竞争领域进行投资，“与民争利”；地方政府在融资过程中以银行

为中介，实现了对银行存款人的剥削；地方政府使用债务资金进行的大量投资，存在盲目决策、工程腐败和资金浪费的现象；地方政府债务的存在，阻碍了地方政府建立现代财政体制的进程，破坏财政预算的统一性，还诱使地方政府出现乱收费、抬高土地价格等破坏市场机制的行为。

3. 我国地方政府债务管理的改革取向

要降低或杜绝中国地方政府的债务风险，就有必要重建“三道防线”，让地方政府债务重回立法机构和纳税人的监控之中。

第一，经营性收入与财政收入相分离。

葛德雪（Goldscheid, 1917）指出，只有穷政府才会成为民主政府。这是因为，政府如果没有营利性财产，只能用公共服务来换取财政收入，才会依赖于纳税人，最终受制于纳税人。与此相反，拥有财产的富政府是不需要纳税人的，其行为必然是专制的。目前我国地方政府仍拥有庞大的、数量惊人且脱离纳税人控制的地方融资平台，因此政府并不完全需要依赖于税收来实现其政策目标。马骏（2011）也指出，中国仍不是一个完全意义上的税收国家，它同时还保留了自产国家的遗产并具有租金国家的特征。

我们认为，地方政府应实施经营性收入与财政收入的相对分离（例如国有企业统一由立法机构进行管理），只有这样，政府才不会在市场竞争领域滥用行政权力，才能在一定程度上打破地方政府、地方国企与地方银行“三位一体”的格局。国有企业（或融资平台）受立法机构管理之后，才能够与政府切断所有关系，与私人部门一起公平竞争，并自负盈亏；同时政府融资统一由财政部门管理，所有收支纳入预算。

第二，债务的收支必须放入“表内”，并经立法机构的审议。

我国应把地方政府债务放到“预算表内”进行管理，实施政府所有收支进入财政预算，然后在此基础上提交立法机构进行审议和批准，以及便于社会公众的

监管。此外，我国还应对债务资金进行资源的优化配置。在目前的债务管理活动中，地方融资平台往往归属于不同的部门。交通投资平台隶属于交通部门；市政基建平台归属于国资管理部门；土地储备类的平台公司又可能是国土部门管理。哪些融资平台先借债以及借多少债，主要取决于该融资平台自身的实力。这就出现了一种奇观：有些融资平台试图向银行举债却被银行拒绝了，而有些融资平台却拥有大量的资金闲置转存银行。这时候，一些没有必要建设的项目往往因为一些融资平台资金过于充裕而被兴建起来；一些亟待建设的项目却因为没有融资渠道而被长期搁置。因此，我国地方政府应建立一个制度框架以全面权衡资本性支出各项目的重要程度并进行排序，然后再根据年度融资规模，择优上马项目。

第三，强化金融市场的约束，并解除利率管制。

我国政府一方面要建立地方政府的破产机制，在法律上禁止上级政府对下级政府的债务救援，彻底消灭金融机构及投资者关于“地方政府不会破产”的幻想；另一方面，要禁止任何银行向政府及融资平台发放贷款，规定地方政府或融资平台只能通过债券市场来融资，即地方政府借债要“开前门，关后门”，避免政府与银行的暗箱操作。

如前所述，在实施利率管制下，私人部门作为主要的银行存款人被课征隐性税收，而公共部门作为贷款人则获得隐性补贴，后者必然会产生过度的借贷需求和投资冲动。解除利率管制将有利于实现财政成本显性化和保护私人部门的合法权利。由于那些既得利益者（作为贷款人的各级国企和融资平台，以及国有银行）将在相当长时间内成为利率市场化的绊脚石，所以解除利率管制需要决策者以极大的魄力进行新的一场改革来完成。

参考文献

安蓓、吴雨（2010）. 林毅夫：中国穷人将钱存到银行实际上是补贴了富人. 凤凰网，9月14日.

参见：<http://finance.ifeng.com/news/20100914/2618204.shtml>.

道格拉斯 C. 诺思 (1994). 经济史中的结构与变迁. 陈郁、罗华平译. 上海: 上海三联书店、上海人民出版社.

方红生、张军 (2009). 中国地方政府扩张偏向的财政行为: 观察与解释. 经济学季刊, 3.

郝明金 (2011). 在工程建设领域突出问题专项治理工作查办案件新闻发布会上的通报稿. 参见: <http://www.mos.gov.cn/mos/cmshtml3/21/201105/3775.html>.

胡健、李玉敏 (2011). 一年给出 156 个 3A 大公国际被疑滥发评级. 每日经济新闻, 8 月 18 日.

贾康 (2009). 政策扩张期应警惕“政府万能”幻觉. 全国政协十一届二次会议发言稿. 3 月 7 日. 参见: <http://lianghui2009.people.com.cn/GB/145749/8923863.html>.

刘金贺、马兹晖、李牧群、李萌、许李彦 (2010). “国进民退”的发展与展望. 中国三星经济研究院. 参见: http://www.serichina.org/02/scReviewL.html?c_menu=0205&bdseq=54&pPage=3.

陆婷婷、曾雅杰 (2011). 上海城投否认贷款违约. 上海商报, 6 月 30 日.

马骏 (2011). 中国财政国家转型: 走向税收国家. 吉林大学学报, 1.

马骏、刘亚平 (2005). 中国地方政府财政风险研究: “逆向软预算约束”理论的视角. 学术研究, 11.

沈明高、王晶 (2008). 投资“大跃进”不可不防. 财经, 11 月 28 日.

苏娜 (2011). 杨琨: 农行不太担心地方融资平台风险. 财经网, 5 月 21 日. 参见: <http://www.caijing.com.cn/2011-05-21/110725352.html>.

王志浩 (2011). 中国——如何解决地方政府债务问题. 渣打银行研究报告, 8 月 1 日.

夏芬娟 (2010). 民企债券发行破冰 发行审批或将提速. 浙江日报, 12 月 21 日.

张军、高远、傅勇、张弘 (2007). 中国为什么拥有了良好的基础设施? 经济研究, 3.

中国人民银行 (2011). 2010 年中国区域金融运行报告. 参见: http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/20110601212610189374552/20110601212610189374552_.html.

中华人民共和国国家发展改革委员会 (2009). 关于 4 万亿元投资的有关情况. 3 月 9 日. 参见: http://www.sdpc.gov.cnxwfbt20090309_265095.htm.

中华人民共和国国家发展改革委员会 (2011). 国家发展改革委财政金融司司长就地方政府债务和城投债问题答记者问. 参见: http://www.ndrc.gov.cnxwfbt20110829_430938.htm.

中华人民共和国财政部 (2011). 2010 年全国国有及国有控股企业主要效益指标创历史新高.

3月17日,参见:http://qys.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/qiyeyunxingdongtai/201101/t20110117_417547.html.

中华人民共和国国家审计署 (2011). 审计结果公告 (2011年第35号): 全国地方政府性债务审计结果. 参见: <http://www.audit.gov.cn/n1992130/n1992150/n1992500/2752208.html>.

周思思 (2010). 湖北公布12万亿史无前例投资计划 规模接近全省GDP10倍. 21世纪经济报道. 3月23日.

Bauroth, N. (2009). Quasi - governmental Institutions as a Form of Local Boundary Change: Explanations for the Proliferation of Economic Development Corporations in Texas. *Public Administration Quarterly*, 33 (2).

Fitch, F. (2010). China: Stimulus Hangover? *China Special Report*, October 14. Available on line: fitchindia.com/weekend/China_Stimulus_Hangover.pdf.

Goldscheid, R. (1917). *Staatssozialismus Oder Kapitalismus*. Wien: Anzengruber.

Hamlin, K. (2010). China Seen Robbing Consumers with Low Interest Rates. *Bloomberg News*, Available on line: <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-06/china-rates-seen-robbing-consumers-to-help-banks-as-5-growth-risk-looms.html>.

Lin, S. (2005). Excessive Government Fee Collection in China. *Contemporary Economic Policy*, 23 (1): 91 - 106.

Morris, G. & Nicholas, R. L. (2009). *The Future of China's Exchange Rate Policy (Policy Analysis in International Economics 87)*. Washington, D. C.: Peterson Institute Press.

Shih, V. C. (2010). Local Government Debt: Big Rock-candy Mountain. *China Economic Quarterly*, June: 26 - 32.

Green, S. (2011). *China—Build it, and Someone Else Will Pay for It*. Standard Chartered Bank, 29.

World Bank (2009). *The Urban Development Investment Corporation (UDICs) in Chongqing, China*. Technical Assistance Report, Washington, D. C.

Zhang, J. (2011). China Backpedals January. *Hoover Digest*, 1. Available on line: <http://www.hoover.org/publications/hoover-digest/article/62771>.