

本文发表于《中国金融》2022年第22期

王王剑国信证券股份有限公司经济研究所

段卓懿中国人民大学财政金融学院

规范的地方政府融资方式能够为财政政策的实施加力增效，有助于中央政策向地方政府的通畅传导，为持续释放政策红利提供了更为良好的经济金融环境。

1994年分税制改革有力地提升了财政收入占GDP的比重以及中央财政收入占全国财政收入的比重，主要在收入端规范了中央和地方的收入分配，但与此同时，地方政府收支矛盾问题也日益突出。2015年发布的新《预算法》允许地方政府在限额内发行地方政府债券融资，但这些资金仍难以“止渴”，地方隐性债务问题一直难以有效解决。近年来，财政部严格隐性债务管理，地方政府债务问题有了很大程度的好转。

规范地方政府隐性债务是当前稳定金融环境、平衡发展和安全的重要任务，也是防范化解地方政府债务风险的必然要求。规范的地方政府融资方式能够为财政政策的实施加力增效，有助于中央政策向地方政府的通畅传导，为持续释放政策红利提供良好的经济金融环境。

地方融资平台成立的历史背景

1994年，为扭转中央财政入不敷出的局面，我国开始实行分税制改革，将地方财政收入中很大一部分稳定、税基广的税种上划中央。作为弥补，允许地方政府获得预算外等收入，1998年房地产改革后地方政府又增加了土地出让收入。分税制改革大举增强了中央财政实力，但也埋下了巨大隐患。其一，导致了地方政府财权事权不匹配；其二，地方财政相对拮据，不得不依赖土地出让和借债来补偿巨额开支，这就为地方政府隐性债务的出现创造了契机。受原《预算法》的限制，地方政府无法通过发行债券的方式进行融资，这限制了其贯彻落实中央财政政策的能力。面对收不抵支的压力，地方政府想方设法，将发债主体由政府转换为政府控制的地方国企，这些由政府注资的各类以融资、建设为主业的国企，称为地方政府融资平台或城投公司，它们通过企业债券、中期票据等工具进行融资，再将其投入到地方基础设施建设中。

2008年国际金融危机发生后，为缓解地方政府资金缺口，打开融资渠道，国家监管层面提出，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。此后，通过地方政府融资平台进行的借债规模快速增长，进入了发展壮大新阶段。城投公司实质上部分承担了

地方政府的融资职能，通过贷款、发债等方式融资，并将资金用于地方基础设施建设。但是这些公司本身没有良好的现金流，因此，其还款来源仍是地方政府的财政收入，包括一般公共预算收入和土地出让收入等。

而银行等金融机构也抓住了这一业务机会。适逢经济转型的关键时期，很多传统制造业和商贸零售业的贷款风险上升，银行因而收缩这些领域的信贷，转而将目光投向有政府隐性担保的城投公司。城投公司带有“政府信用幻觉”（虽然地方政府一般不公开承诺负还款责任或进行担保，但市场较为一致地认为这些企业实质上是政府信用，其债务偿还由政府兜底，不会违约），因此，银行等其他金融机构仍视其为一种“好业务”，积极给予其融资。

城投融资的主要问题

首先，城投公司虽然不一定有地方政府显性承诺的担保，但实质享受了地方政府的隐性担保，成为地方政府的或有负债或隐性负债。因此，我国中央政府、地方政府的官方统计负债数据要小于包括隐性债务后的实际负债水平，政府债务水平在相当程度上是被低估的，不能盲目乐观，轻视了这些隐性负债。

其次，这种负债由地方政府自行设立企业便可借入，操作简单而隐蔽；同时，这些地方政府隐性债务与城投公司为正常经营运转而借入的普通债务交织在一起，难以明确区分，这使得上级政府对下级政府的负债行为更加难以控制。

最后，这些企业通常由政府注入土地等资本成立，其自身并无良好业务和持续稳定的现金流，仅靠经营收入和政府财政收入难以覆盖到期债务本息。并且地方政府隐性债务往往用于投资周期较长的基础设施建设，收回投资的速度远远赶不上需要还本付息的速度。然而，市场“觉得”其无风险，因此城投公司多以借新债还旧债的方式维系流动性。一旦因种种原因导致债务无法续做，便面临流动性断裂风险。因此，需要从根本上采取有效措施防范城投债务风险，扩充地方政府的融资渠道，提高其有效执行财政政策的能力。

融资方式规范化

地方政府隐性债务不仅增加了政府债务风险，也对中央货币财政政策的有效传导产生了不利影响。面对数额庞大且不断增加的政府隐性债务，有关部门迅速采取一系列管控措施。2010~2014年，各监管部门加强对地方融资平台的清理规范，但收效甚微。地方政府性债务产生与分税制改革后的财政体制问题有部分关系，一味收

窄融资渠道只能让地方政府举债更加隐蔽和复杂，因此更适宜采用疏堵结合的治理方法。

2014年9月国务院出台了《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称《43号文》），提出了疏堵结合的治理举措。同年10月财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，对截至2014年12月31日地方政府性存量债务进行分类清理，确属于地方政府债务的用地方政府债券进行置换，实现地方政府债务的新老划断。新预算法实施后，“开正门堵偏门”，地方政府债券开始发行，置换原来的城投债务。疏堵结合的治理措施产生了显著效果，随后几年，地方政府债券不断加量，地方政府融资也逐步规范化，为财政政策的有效落实显著加力增效。然而，政府可发行的债券有限额控制，难以完全满足地方政府庞大的资金需要，政府隐性债务仍有生长的空间。尤其在2012年之后，原本仅仅以银行贷款为主的融资方式变得更为多元，包括城投债、非标准化债权、金融租赁等在内的其他融资方式快速发展，其中有些融资手段更为隐蔽。比如，由各种资管产品作为通道开展的非标准化债权，表面上体现为一笔资管产品投资，底层资产不明，更具隐蔽性，且处于监管真空地带，风险更不可控。

为控制风险并防范危机发生，2016年，国务院办公厅发布《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》。同时，经国务院批准，财政部印发《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》。文件要求进一步对地方政府债务的风险进行评估并建立预警机制、应急处置机制以及责任追究制度。同时，文件明确提出，2014年清理甄别认定的存量或有债务，不属于政府债务，政府对其不承担偿债责任。

但金融机构认为，一旦与政府相关的债务出现风险，政府一定会兜底处理以防风险扩散，从而导致投资者对刚性兑付深信不疑。因此，隐性债务的发行，既有地方政府融资的需要，也有投资者投资的需要，只能依靠更严厉的治理措施予以杜绝。

2017年，重庆市政府对个别区县违法违规举债担保问题进行依法处理，为全国各个省市提供了违规举债问责的范例。同年7月14日召开的第五次全国金融工作会议也表示要严控地方政府债务增量，实行终身问责制，进一步促进了地方政府融资的规范化发展。

2021年7月，在“严守住不发生系统性金融风险底线”的背景下，银保监会出台了《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务防范化解工作的指导意见》，继续严格要求不新增任何形式的地方政府隐性债务、妥善处理存量债务并坚决打消政府兜底的幻觉，并界定了隐性债务产生的路径和隐性债务平台的判断标准。

目前，全国各省市均高度重视地方政府隐性负债问题，融资方式不断规范发展，充

分利用地方政府专项债券资金和专项债务限额，采用积极的财政政策配合化解存量隐性债务问题。江苏、河北、河南、广西等多省市超额完成隐性债务年度化解任务，在清理隐性债务方面成效显著。其中，宁夏隐性债务总量较2018年上报中央规模下降30%以上，连续3年超额完成化债任务。截至2020年末，广州全市隐性债务累计化解率达95%，已有9个区实现隐性债务“清零”，提前超额完成债务化解任务，并于2021年率先实现隐性债务清零。积极的财政政策促进了地方政府融资的规范发展，提高了地方政府的财政实力，对中央财政政策的加力增效也进一步加强，形成良性循环。

政策建议

一是贯彻落实国务院和财政部等发行的相应文件，严格避免新增隐性债务，持续化解存量债务，从总体上控制杠杆率过快上升。

应该重视发挥积极的财政政策的力量，尽快剥离地方政府隐性融资平台的政府融资职能，重塑城投公司与政府的关系，改善业务结构和盈利能力，积极推动城投平台的市场化转型，提升其市场化经营能力。

二是要采取稳妥的措施

打破预算软约束和投资饥渴的倾向。

地方政府常常出现重视争取资金而不顾是否有好的项目的问题，部分地方政府为了争取更多债券额度，准备项目时间仓促、论证工作不到位、项目推进动力不足，导致债券发行后出现“钱等项目”的现象，虽然融来资金，但白白支付高额利息，造成资金和时间等资源的浪费。因此地方政府融资要与投资结合起来，在投资项目前，要科学确定融资方式，合理控制投资规模，提高资金的使用效率。

三是要坚决打破市场认

为政府会兜底的“政府信用幻觉”。

新冠肺炎疫情以来，各行各业经济均受到影响，消费投资低迷，银行贷款更加谨慎，地方政府借新还旧的隐性债务链变得更加脆弱，如不及时打消政府兜底的市场预期，继续扩大政府隐性债务，可能会造成金融风险。要坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”，坚决打消地方政府和金融机构所认为的中央政府会为隐性债务兜底的幻觉。

四是积极发展新兴产业，推动经济转型升级。

隐性债务问题的根源在于地方政府创造收入能力不足，只有经济结构真正从传统产业逐步升级为新兴产业，地方政府创造财政税收的能力才会明显提高，才能打下坚实的偿债基础。同时，仅仅依赖政府财政资金来偿债是不够的，必须发挥财政资金

的引导和撬动作用，通过积极的财政政策提高私人投资的积极性。

本文源自行业资讯