中国经济改革研究基金会
CHINA REFORM FOUNDATION

2015 年资助社会招标项目
结项报告

项目名称：化解当前中国各类金融债务风险的政策与措施

项目负责人：张平

项目负责人所在单位：天津财经大学

结项时间：2016 年 6 月

项目简介

中国“十二五”以来积累的各级政府以及企业债务相当庞大，成为“十三五”时期许多地方和企业的沉重负担，也是中国整体经济发展面临的重大问题。“十三五”时期随着中国经济发展进入降速增长的新常态时期，中国各级政府的财政管理活动和企业生产经营活动将面临更大挑战。因此分析各类债务形成的机制以及债务的总量、结构，提出化解的路径和对策，对中国经济社会稳定及可持续发展具有重要意义。

本课题分为两篇，第一篇为债务测算篇，分 3 章。第 1 章搜集整理了大量从 Wind 数据库、中国债券信息网、中华人民共和国财政部、中华人民共和国国家统计局、中国人民银行等来源获得的中国各类债务相关数据，在中国“十二五”期间各项债务数据的基础之上，通过计算数据年环比增长率和五年间平均增长率，预测出“十三五”时期中国债务的规模。“十三五”时期中国各类债务总量超出 GDP 总量若干倍，若不加强债务化解与治理，将威胁到中国经济的可持续健康发展。第 2 章从中央政府债务、中央融资平台债务、地方政府债务、地方融资平台债务和企业债务五个方面分析了中国债务结构。第 3 章计算了各项债务的还本付息压力，得出中国债务偿还风险和压力主要位于地方政府和企业以及地方政府债务风险并非独立地存在于政府财政系统内部，也会受到来自金融系统风险影响的重要结论。

课题第二篇为债务化解篇，分 3 章，从地方政府和企业两个角度提出“十三五”时期化解中国债务的路径和措施。第 1 章研究中区别于国内现有研究成果的主要创新之处是在分析地方政府债务化解路径的部分，从地方政府融资平台融资渠道的角度入手，借助雷达图分析方法，针对融资平台的债务结构及其风险特点提出债务化解措施。第 2 章从地方政府金融风险和财政风险结合的角度，阐述现实情况中影子银行与地方政府具有资金上的供需关系，分析了影子银行风险向地方政府债务风险传导的载体和路径，运用 GARCH-VaR 计量模型，用 CoVaR 分析风险溢出效应，求解了影子银行视角下地方政府债务风险水平，并提出化解的对策。第 3 章提出了化解企业债务风险的措施。

本课题负责人为天津财经大学经济学院财政与公共管理副主任、硕士生导师

张平教授，参与成员有：张丽恒，天津市经济发展研究院副编审、博士，负责第二篇第 1 章和第 3 章的撰写，共计 2 万字；刘灿，天津财经大学 2013 级财政学专业硕士，负责第二篇第 2 章的撰写，共计 1 万字；何花，天津财经大学 2015 级税务专业硕士，负责第一篇第 1 章 1.1 和第 3 章 3.1 的数据搜集、计算和撰写，共计 5000 字；索红元，天津财经大学 2014 级财政学专业硕士，负责第一篇第 1 章 1.3 和第 3 章 3.4 的数据搜集、计算和撰写，共计 5000 字。课题其余部分的撰写和总纂均由课题负责人完成。

目录

第一篇 债务测算篇 1

第 1 章 中国债务规模估测（2015—2020） 2

1.1 国债规模 2

1.1.1 国债内债规模的衡量指标 2

1.1.2“十二五”期间国债内债规模分析 4

1.1.3 国债外债规模的衡量指标 5

1.1.4“十二五”期间国债外债规模分析 5

1.1.5“十三五”时期国债规模估测 6

1.1.6“十三五”时期国债风险评估 8

1.2 地方政府债务规模 10

1.2.1“十二五”末地方政府债务规模 10

1.2.2“十三五”时期地方政府债务规模估测 13

1.2.3 其他角度分析“十三五”时期地方政府债务 14

1.3 企业债务规模 15

1.3.1“十二五”末企业债务规模 15

1.3.2“十三五”时期企业债务规模预测 16

第 2 章 中国各类债务结构 17

2.1 政府债务结构 17

2.1.1 中央政府债务 17

2.1.2 中央融资平台 18

2.1.3 地方政府债务 22

2.1.4 地方融资平台债务 28

2.2 企业债务结构 33

2.2.1 从企业资金来源角度看 33

2.2.2 从企业投资主体角度看 36

2.2.3 从企业性质角度看 37

2.2.4 从企业所有者角度来看 38
第 3 章 中国各类债务的还本付息压力 39
3.1 国债还本付息压力 39
3.2 中央融资平台还本付息压力 40
3.2.1 政策性银行债 40
3.2.2 中国铁路总公司债务 41
3.3 地方政府（包括地方融资平台）还本付息压力 41
3.3.1 国内学界研究现状 41
3.3.2“十三五”期间地方政府债务（含地方融资平台）还本付息压力 42
3.4 企业债务还本付息压力 44
第二篇 债务化解篇 47
第 1 章 化解地方政府债务的途径 48
1.1 区分地方政府融资平台不同融资渠道，有针对性地化解债务 48
1.1.1 地方政府融资平台银行贷款融资特点 48
1.1.2 地方政府融资平台债券融资特点 50
1.1.3 地方政府融资平台信托融资特点 52
1.1.4 地方政府融资平台股权融资特点 57
1.2 建立提高地方投融资债务偿还能力的保障机制 59
1.2.1 完善分税制财政体制 59
1.2.2 建立地方政府债务的专门偿债基金 60
1.2.3 改革“土地财政”的收益方式 60
1.3 完善地方政府自主发债模式 60
1.4 充分调动社会资本，扩大地方政府建设资金来源 62
1.4.1 政府和社会资本合作（PPP）模式的界定 62
1.4.2 中国 PPP 的常见运作方式 63
1.4.3 地方政府城市基础设施建设中引入 PPP 运作模式的困境 65
1.4.4 突破地方政府城市基础设施建设 PPP 运作模式困境的路径 66
第 2 章 影子银行视角下化解地方政府债务的途径 68

2.1 国内外研究现状述评 68
2.1.1 国外针对欧美等发达国家影子银行体系的研究 68
2.1.2 影子银行问题的中国本土化研究 69
2.1.3 中国影子银行风险和地方政府债务风险的交叉性研究 70
2.2 与地方政府有关的影子银行业务 70
2.2.1 受“三会”监管的影子银行机构及业务 71
2.2.2 受各部委和地方政府监管的影子银行机构及业务 73
2.2.3 受到交叉监管的影子银行业务 73
2.3 影子银行与地方政府债务风险关联性分析 75
2.3.1 影子银行风险向地方政府债务风险传导的载体 75
2.3.2 影子银行风险向地方政府债务风险传导的路径 78
2.4 影子银行风险向地方政府债务风险传导程度分析 80
2.4.1GARCH-CoVaR 模型 80
2.4.2 数据说明 80
2.4.3 数据检验与模型构建 81
2.4.4GARCH-CoVaR 模型求解 86
2.5 避免影子银行风险向地方政府债务风险传导的政策建议 89
2.5.1 加强前端链条的风险监管 89
2.5.2 加强衔接链条的风险监管 91
2.5.3 加强末端链条的风险监管 93
第 3 章 化解企业债务的政策与措施 94
3.1 调整财政支出结构，压缩国有企业经营性、竞争性领域支出 95
3.2 加大推进企业改革力度，清理“僵尸企业” 95
3.3 建立健全社会保障体系，保证企业改革顺利进行 96
3.4 完善国有企业公司治理结构，加强管理层问责机制建设 96
3.5 以市场化原则降低非金融企业杠杆率 97
参考文献 98

第一篇 债务测算篇

第 1 章 中国债务规模估测（2015—2020）

当前中国市场经济建设与完善的进程中，政府和企业作为国民经济中的两大类经济活动主体，不仅构成了国民经济流程中的两个基本部门，同时也都面临着举债融资的压力和风险，其压力下依旧前行的目的或是基于推进中国经济社会发展的需要或是基于企业扩大生产经营规模和盈利水平的动因。因此，有必要对当前中国政府和企业的债务规模进行测算，以便防范风险，保障政府的债务安全和企业的健康运转。其中政府的债务按照举债主体行政级次来划分，可分为中央政府债务和地方政府债务，而中央政府债务中又以国债发行量最大而最为重要。

1.1 国债规模

国债作为中央政府的财政信用形式，其按发行地域划分，可以分为内债和外债。其中，内债是指中央政府在本国范围内发行的债券和国家借款。内债的发行对象主要是本国居民，包括设在本国的银行、企业、社会团体和其他组织，以及生活在本国境内的个人等。内债的发行收入和还本付息通常使用本国货币支付和结算，一般不会影响国际收支，通常以债券形式表现，债务风险较小。外债是指国家向其他国家政府、银行、国际金融组织所做的借款和在国外发行的债券，简称外债。外债的债权人多为外国政府、国际金融组织和外国公民等，外债的发行和还本付息一般是要使用外币的，外债发行会影响到本国资源存量的增减变化。因此，外债的发行必须考虑本国的国际收支平衡状况，其形式不仅包括债券，还包括比例更高的对外借款，债务风险较大。本课题从国债的内债和外债两个方面对“十二五”末国债的规模情况和“十三五”时期的发展变化进行估测。

1.1.1 国债内债规模的衡量指标

内债规模的评价指标有两类：一类是绝对规模指标，另一类是相对规模指标。

一、绝对规模指标

绝对规模指标包括：国债累积余额，它表明中央政府尚未清偿的债务负担，属于存量范畴；国债发行数额，表明中央政府当年吸纳公债的程度，属于流量范畴；国债还本付息额，是从中央政府支出角度来衡量当年政府的债务负担，属于流量范畴。

三者之间存在的逻辑关系如下：当年国债累积余额=上年国债累积余额+（当

年国债新增发行数额-当年国债还本额)，只有括号内的当年的国债发行额大于当年的还本额时，政府才有净债务收入可以利用。

二、相对规模指标

（一）公众应债能力指标

1.国债负担率

指一定时期内国债数量与国内生产总值的比例，它表明政府债务的负担程度。通常可用国债累积余额同国内生产总值的比例来反映。

$$国债负担率=\frac{当年国债累积余额}{当年国内市场总值（GDP）}\times 100\%$$

2.中央财政赤字率

指当年中央财政赤字在当年国内生产总值中的比重，反映着中央政府由于财政赤字形成的对当年国债发行的需求程度。通常，赤字率越低表明一国经济对国债的承受余地越大。

$$中央财政赤字率=\frac{当年中央财政赤字额}{当年GDP}\times 100\%$$

（二）政府偿债能力指标

1.国债依存度

指国债发行额占当年财政支出的比例，反映着当年财政支出中有多大份额是依靠发行国债来满足的，体现出财政支出对债务的依赖程度，其表示的国债偿还风险将在未来一段较长时期积累并体现出来。

$$全国国债依存度=\frac{当年国债发行额}{当年国家财政支出}\times 100\%$$

$$中央国债依存度=\frac{当年国债发行额}{当年中央财政支出}\times 100\%$$

2.国债偿债率

指某个时期偿付国债本息额占财政收入的比例，反映着财政收入对国债还本付息的保证程度，其表示的国债偿还风险具有当前性和短期性。

$$全国国债偿债率=\frac{当年国债还本付息额}{当年国家财政收入}\times 100\%$$

$$\text{中央国债偿债率}=\frac{\text{当年国债还本付息额}}{\text{当年中央财政收入}}\times 100\%$$

3.国债借债率

指当年国债发行额占当年国内生产总值的比重，反映了财政的借债能力，其表示的国债偿还风险具有未来性和长期性。借债率越低说明当期中央政府借债负担越轻，未来借债和偿还可能越大。

$$\text{国债借债率}=\frac{\text{当年国债发行额}}{\text{当年GDP}}\times 100\%$$

1.1.2“十二五”期间国债内债规模分析

将上述衡量国债内债的绝对规模指标进行计算，“十二五”时期中国国债内债绝对规模情况见表 1.1.1。

表 1.1.1“十二五”期间中国国债内债绝对规模　单位：亿元

绝对规模指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国债累积余额	72,044.51	77,565.70	86,750.46	95,655.45	106,599.59
国债发行数额	15,609.80	14,527.33	16,949.32	17,876.57	21,285.06
国债还本付息额	12,896.15	11,069.29	10,076.79	11,561.25	13,214.48

数据来源：中华人民共和国财政部网站数据
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/

将上述衡量国债内债的相对规模指标进行计算，“十二五”时期中国国债内债相对规模情况见表 1.1.2。

表 1.1.2 “十二五”期间中国国债内债相对规模　单位：亿元、%

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国债累积余额	72,044.51	77,565.70	86,750.46	95,655.45	106,599.59
GDP	484,123.50	534,123.00	588,018.80	635,910.00	676,708.00
（1）国债负担率	14.88%	14.52%	14.75%	15.04%	15.75%
中央财政赤字	7,000	5,500	8,500	9,500	11,200
（2）财政赤字率	1.45%	1.03%	1.45%	1.49%	1.66%
全国财政支出	109,247.79	125,952.97	140,212.10	151,785.56	175,768
（3）全国国债依	14.29%	11.53%	12.09%	11.78%	11.11%

存度					
中央财政支出	16,514.11	18,764.63	20,471.76	22,570.07	25,549
（4）中央国债依存度	94.52%	77.42%	82.79%	79.20%	75.12%
全国财政收入	103,874.43	117,253.52	129,209.64	140,370.03	152,217
（5）全国偿债率	9.92%	8.76%	7.91%	7.26%	6.54%
中央财政收入	51,327.32	56,175.23	60,198.48	64,493.45	82,983
（6）中央偿债率	20.08%	18.27%	16.99%	15.79%	14.58%
（7）国债借债率	3.22%	2.72%	2.88%	2.81%	3.15%

数据来源：中华人民共和国财政部网站数据
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/
中华人民共和国国家统计局网站数据
http://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01

1.1.3 国债外债规模的衡量指标

一、绝对规模指标

外债余额，表示截止到某一年度国家尚未清偿的全部外债数额。

二、相对规模指标

外债适度规模的有关指标，有外债偿债率、外债负债率、外债债务率等。

$$外债偿债率=\frac{当年外债还本付息额}{当年贸易和非贸易外汇收入}\times 100\%$$

$$外债负债率=\frac{当年外债余额}{当年国内市场总值GDP}\times 100\%$$

$$外债债务率=\frac{外债余额}{当年贸易和非贸易外汇收入}\times 100\%$$

1.1.4“十二五”期间国债外债规模分析

将上述衡量国债外债规模的指标进行计算，“十二五”期间中国国债外债规模情况见表 1.1.3。

表 1.1.3 “十二五”期间中国国债外债规模情况

指标	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
外债余额(亿美元)	17,799.0	8,631.7	7,369.9	6,950.0
外债偿债率(%)	2.6	1.6	1.6	1.7
外债负债率(%)	17.2	9.4	9.0	9.5
外债债务率(%)	69.9	35.6	32.8	33.3

数据来源：2015 中国统计年鉴

上述国债各项衡量指标之间有着密不可分的联系，是一个有机的整体。负担率是衡量和确定国债规模的基础;应债率反映了国债规模首先受到认购人负担能力的制约，是适度国债规模可能实现的前提条件；通过赤字率可以直观看出国家财政收支缺口给国债发行带来的压力;偿债率反映了国债规模还受到政府偿债能力的制约，是实现适度公债规模的必要保证；依存度是国债规模是否合理的综合反映；国债借债率则表示国债发行对这种压力所做出的真实反应。外债的各项指标又是从另一个角度衡量外债偿还能力的制约因素。

1.1.5“十三五”时期国债规模估测

根据前面“十二五”期间国债各项指标的数值，可以计算出“十二五”期间各项指标平均增长率，并基于此预测“十三五”时期国债规模，见表 1.1.4、1.1.5 和 1.1.6。

表 1.1.4 “十三五”时期国债内债绝对规模估测

国债绝对指标年环比增长率	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	平均增长率
国债累积余额	7.66%	11.84%	10.27%	11.44%	10.30%
国债发行数额	-6.93%	16.67%	5.47%	19.07%	8.57%
国债还本付息额	-14.17%	-8.97%	-8.97%	14.30%	-4.45%
“十三五”时期估测值					
指标(单位:亿元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
国债累积余额	117,582.31	127,657.62	140,809.91	155,317.24	171,319.23
国债发行数额	23,108.92	23,017.52	24,989.83	27,131.14	29,455.94
国债还本付息额	12,626.48	12,064.64	11,527.81	11,014.86	10,524.73

数据来源：自行计算

表 1.1.5 “十三五”时期国债内债相对规模估测

国债相对指标环比年增长率	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	平均增长率
国债负担率	-2.41%	1.59%	1.96%	4.72%	1.46%
财政赤字率	-28.78%	40.38%	3.35%	10.79%	6.43%
全国国债依存度	-19.28%	4.81%	-2.57%	-6.02%	-5.68%
中央国债依存度	-18.10%	6.94%	-4.33%	-5.44%	-5.16%
全国偿债率	-11.76%	-9.61%	-8.31%	-10.98%	-9.90%
中央偿债率	-8.99%	-7.05%	-7.03%	-8.33%	-7.69%
国债借债率	-15.65%	5.98%	-2.47%	11.89%	-0.06%
“十三五”时期估测值					
指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
国债负担率	15.98%	16.22%	16.46%	16.70%	16.94%
财政赤字率	1.76%	1.87%	2.00%	2.12%	2.26%
全国国债依存度	10.48%	9.88%	9.32%	8.79%	8.29%
中央国债依存度	71.24%	67.56%	64.07%	60.76%	57.63%
全国偿债率	5.89%	5.31%	4.78%	4.31%	3.88%
中央偿债率	13.46%	12.42%	11.47%	10.58%	9.77%
国债借债率	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%

数据来源：自行计算

表 1.1.6 “十三五”时期国债外债规模估测

环比年增长率	2012 年	2013 年	2014 年	平均增长率
外债余额	5.70%	14.62%	51.50%	23.94%
外债偿债率	-6.25%	0.00%	38.46%	10.74%
外债负债率	-5.56%	4.26%	45.35%	14.68%
外债债务率	-1.52%	7.87%	49.07%	18.47%

“十三五”时期估测值						
指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
外债余额(亿美元)	22,060.10	27,341.31	33,886.84	41,999.38	52,054.08	64,515.87

外债偿债率(%)	2.88	3.19	3.53	3.91	4.33	4.79
外债负债率(%)	19.73	22.62	25.94	29.75	34.12	39.13
外债债务率(%)	82.81	98.11	116.23	137.69	163.13	193.26

数据来源：自行计算

1.1.6“十三五”时期国债风险评估

根据国际经验，发达国家的国债累积余额最多不能超过当年 GDP 的 45%，这相当于其财政收入占 GDP 的比重；而 1991 年欧盟各成员国之间签订的《马斯特里赫特条约》中则明确规定，公债负担率的最高限为 60%。中国的财政收入，即使加上预算外收入也只占 GDP 的 25%左右，因此，按 45%的指标推算，中国的国债负担率以最高不超过 25%为宜，按 60%的指标推算，最高不超过 35%。当然，也有一些学者主张依然在 45%—60%之间确定中国的国债负担率警戒线。就国债依存度而言，国际上有一个公认的安全线，即国家财政的债务依存度是 15%—20%，中央财政的债务依存度是 25%—30%左右。关于公债偿债率指标的数量界限，学术界分歧不大，大多主张中国的国债偿债率应控制在 10%左右。财政赤字率按照《马约》的标准，一般以 3%作为警戒线水平。

结合这些国际警戒线和前面表 1.1.4 和 1.1.5 中计算出的数据，绘制出“十三五”时期中国国债内债发展趋势图，见图 1.1.1 和 1.1.2，并进而进行风险分析。结果表明，“十三五”时期国债负担率若按欧盟警戒水平尚属安全，但若比照根据欧盟水平调整后的中国警戒水平则指标已经突破安全区，且风险水平较高。全国国债依存度属于安全区，而中央债务依存度远超安全区，风险水平过高。全国偿债率属于安全区，而中央偿债率刚刚突破安全区，属于轻度风险状态。由此可见，“十三五”时期中国国债风险依旧存在，特别是中央政府层面面临较大的偿债压力，中央政府财政支出靠发行国债来满足的程度过高，债务依赖程度堪忧。

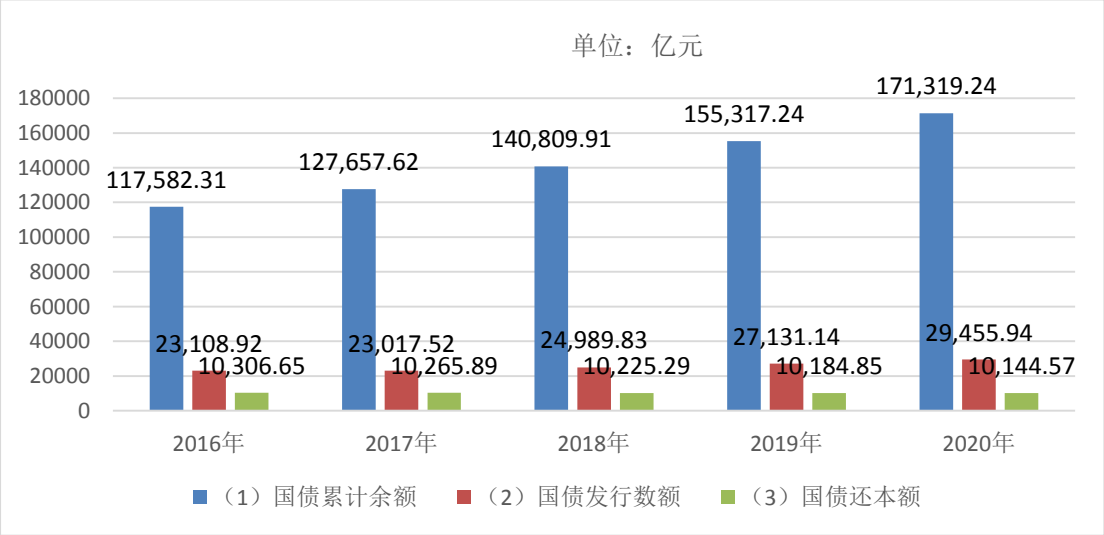


图 1.1.1 “十三五”时期中国国债内债绝对规模发展趋势

注：根据表 1.1.4 绘制

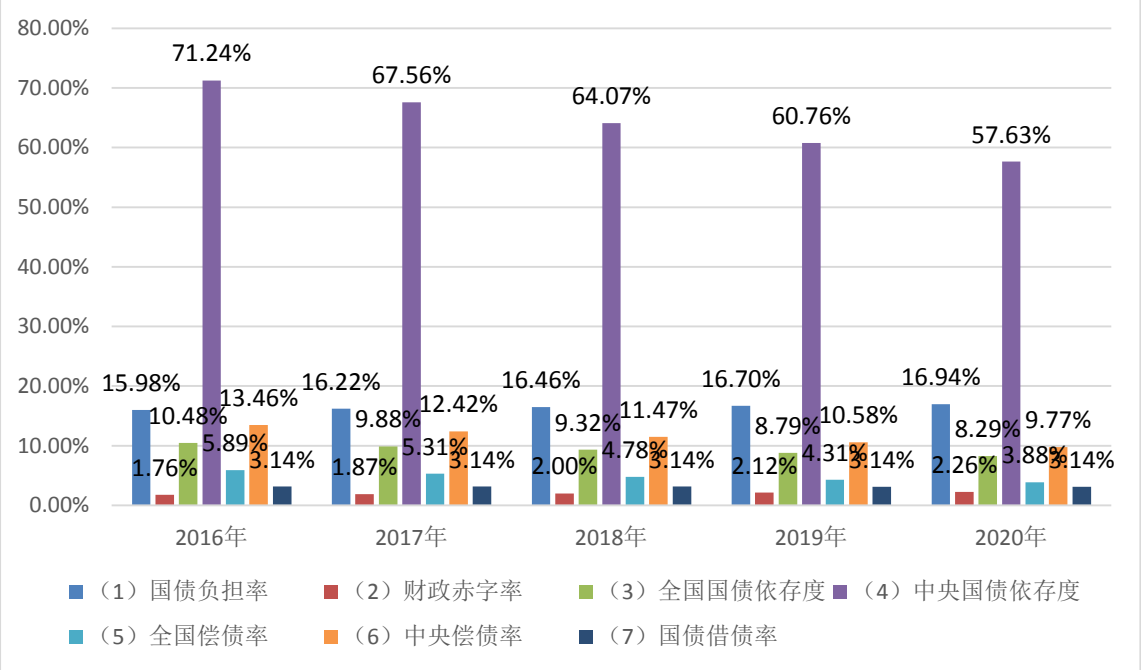


图 1.1.2“十三五”时期中国国债内债相对规模发展趋势

注：根据表 1.1.5 绘制

关于国债外债适度规模的有关指标，国内学界一般认为外债偿债率在 20%左右为宜，最高不超过 25%，外债负债率不得超过 20%，外债债务率应维持在 100%以内。结合外债的国际警戒线和前面表 1.1.6 中计算出的数据，绘制出“十三五”时期中国国债外债发展趋势图，见图 1.1.3，并进而进行风险分析。结果表明，外债负债率指标非常安全，外债偿债率和外债债务率两个指标在“十三五”中后期有可能出现风险。

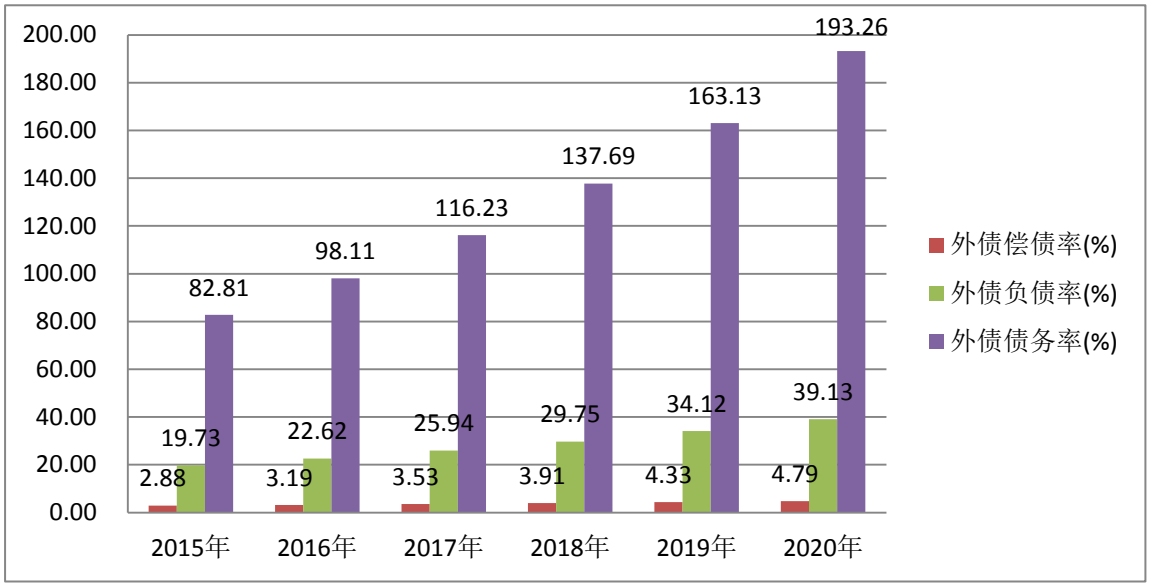


图 1.1.3 “十三五”时期中国国债外债相对规模发展趋势

注：根据表 1.1.6 绘制

综合以上数据和趋势发展图，“十三五”时期中国国债风险内债层面风险远超外债风险，需要加强风险预警和监控。

1.2 地方政府债务规模

1.2.1“十二五”末地方政府债务规模

2015 年新预算法实施后，债务余额占 GDP 的比率（即债务负担率）将作为衡量地方政府可以发行新债上限的指标，同时也会影响地方政府债券的利率。目前，国际上公认的债务负担率警戒线是 60%，该标准出自 1991 年欧盟公布的《马斯特里赫特条约》。

一、从整体角度看地方政府债务规模

（一）依照绝对标准进行度量

2015 年作为“十二五”的收官之年，其 GDP 总量为 676708 亿元，根据欧盟发布的债务负担率指标，中国的财政总债务规模应当控制在 406024.8 亿元（676708 亿元×60%）以内。2015 年中国政府债务总规模为 26.66 万亿元，其中地方政府债务为 16 万亿元，全国财政债务负担率为 39.4[1]，低于国际警戒线。但就 2015 年和 2014 年进行比较，全国政府性债务增加 3.66 万亿元，地方性政府债务增加了 0.6 万亿元（根据财政部数据，2014 年全国政府性债务为 23 万亿，

[1]2015 年中国政府债务总规模数据来自“中国首次披露 2015 年政府债务率政府举债还有空间”，第一财经网，http://qd.ifeng.com/a/20160527/4593393_0.shtml。债务负担率=到期债务余额÷当年 GDP （26.66 万亿÷676708 亿=39.4%）

其中地方政府债务为 15.4 万亿元）。综合来看，在政府性债务的增长过程中，地方政府债务增长占比 16.39%（0.6 万亿÷3.66 万亿），地方政府债务负担率对全国政府性债务负担率贡献率高达 60%[1]。即使中国当前的政府债务风险仍处于持续可控范围内，并未突破危险边境，但地方债对全国政府性债务贡献率比较大，使政府债务负担率更加接近国际警戒线。

（二）依照相对标准进行度量

债务负担率标准与财政偿债能力在衡量地方负债风险上存在着密不可分的联系，而偿债能力又与财政收入规模息息相关。欧盟在《马斯特里赫特条约》里提出的 60%的警戒线是以欧盟财政收入规模为基础的，结合中国的实际情况，需要对这一警戒线进行调整。

首先本课题在计算中国财政收入时扩宽了统计口径，在公共预算收入的基础上加计了社保性基金收入、政府性基金收入和国有资本经营的收入等，计算出中国 2015 年的财政集中率为 35.73%。[2]

其次将计算出的财政集中率带入比例公式，结合欧盟提出的 60%警戒线，计算出适用于中国实际情况的债务负担率，数额为 49.06%（60%×35.73%÷43.7%[3]）。根据上文计算，中国 2015 年全国债务负担率已经达到 39.4%，与调整后适用于中国实际情况的 49.06%的警戒线进行对比，相对来说地方债务负担率距离风险警戒线的上升空间压缩了一半，仅有 10%。所以尽管当前风险处于可控范围内，但形势也不容乐观，未来年度要我们要将债务负担率严格控制在风险下限。

二、各省级政府债务规模

依据上文计算出的 39.4%和适用于中国实际情况的欧盟警戒线调整后的标准 49.06%，将中国各省（除西藏及港、澳、台地区）债务负担率划分为安全区、一级预警、二级预警三个区间，如表 1.2.1 所示。

表 1.2.1：中国各省级地方政府债务负担率区域划分

区域划分	省级政府	GDP（亿元）	地方政府债务余额（亿元）	地方政府债务负担率
安全区域	山东*	63,002.30	7,107.80	11.28%

[1]地方政府的全国债务贡献率=地方政府债务负担率÷全国财政负担率（16 万亿÷676708 万亿÷39.4%）

[2]2015 年财政集中率=（公共预算收入+社保基金收入+政府性基金收入+国有资本经营收入）÷2015 年 GDP（152216.65 亿+44660.34 亿+42330.14 亿+2560.16 亿）÷676708 亿，数据来源：第十二届全国人民代表大会第四次会议报告。

[3]大卫·恩·海曼，张进昌在《财政学：理论、政策与实践》14 个欧盟主要国家（缺少卢森堡资料）财政收入集中率平均为 43.7%，北京大学出版社，2015。

	广东*	72,812.55	10,165.37	13.96%
	河南*	37,010.25	5,454.00	14.74%
	江苏	70,116.40	10,556.26	15.06%
	天津	16,538.19	2,592.00	15.67%
	山西	12,802.58	2,025.21	15.82%
	浙江*	42,886.50	6,928.37	16.16%
	福建	25,979.82	5,051.30	19.44%
	河北	29,806.10	5,888.00	19.75%
	黑龙江	15,083.70	3,165.00	20.98%
	重庆	15,719.72	3,379.20	21.50%
	安徽	22,005.60	5,107.20	23.21%
	江西	16,723.80	3,905.20	23.35%
	甘肃	6,790.32	1,616.00	23.80%
	上海	24,964.99	6,018.50	24.11%
	内蒙古*	18,032.79	4,542.07	25.19%
	广西*	16,803.12	4,329.25	25.76%
	四川	30,103.10	7,808.00	25.94%
	湖北*	29,550.19	7,680.78	25.99%
	湖南*	29,047.20	7,737.29	26.64%
	陕西	18,171.86	5,064.80	27.87%
	新疆	9,324.80	2,635.50	28.26%
	吉林*	14,274.11	4,248.36	29.76%
	辽宁	28,743.40	8,718.50	30.33%
	青海*	2,417.05	744.82	30.82%
	北京*	22,968.60	7,554.14	32.89%
	宁夏	2,911.77	1,058.54	36.35%
一级预警	海南**	3,702.76	1,719.00	46.42%
	云南	13,717.88	6,628.10	48.32%
二级预警	贵州	10,502.56	9,135.50	86.98%

注：
①该表不包含西藏
②2015 地方政府债务余额数据摘自 Wind 数据库和各省发债文件及评级报告，由于部分省市数据披露不完整，因此，*标注省份使用的是 2013 年 6 月的数据，**标注的省份使用的是 2014 年 12 月的数据
③2015 年各省 GDP 数据摘自 Wind 数据库，各省债务负担率为作者计算而得

从总体债务负担率来看，中国的政府债务仍处于风险可控的阶段。但结合表 1.2.1 进行纵向分析，可以清晰地看到部分省市其债务负担率濒临警戒线，如北京市；海南省、云南省已经超过警戒线，处于一级预警区域；贵州省更是高达 86.98%，远远超过国际上认可的警戒线。这种由于中国现阶段各省市经济发展不均衡所造成的地区化债务负担差异，给地方政府债务带来了更多的风险，也使地方债务市场化面临诸多现实困境。

1.2.2“十三五”时期地方政府债务规模估测

审计署分别发布过 2010 年和 2013 年 6 月地方政府债务规模情况。2015 年 8 月，十二届全国人大常委会第十六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》的决议，批准了 2015 年地方政府债务余额限额为 16 万亿元。财政部 2016 年 3 月公布 2016 年末地方政府债务余额限额约为 17.2 万亿元。计算这些数据的平均增长率，可以预测“十三五”时期地方政府债务规模，见表 1.2.2。

表 1.2.2“十三五”时期地方政府债务规模估测

年份	地方政府债务余额（亿元）	环比增长率	平均增长率
2010 年	107,174.91		21.29%
2013 年	178,908.66	66.93%	
2015 年	160,000	-10.57%	
2016 年	172,000	7.50%	
2017 年	208,614.55		
2018 年	253,023.43		
2019 年	306,885.87		
2020 年	372,214.29		

数据来源：2017-2020 年数据为根据 2010-2016 年数据平均增长率自行计算

1.2.3 其他角度分析“十三五”时期地方政府债务

一、制度变迁角度

“十二五”以来，地方债进入偿还高峰期，地方政府面临较大的偿债压力。在此背景下，地方政府将一部分债券进行置换，通过公开招标、定向置换的方式，把原来利率高、期限短的贷款、信托融资等债务置换成本低、期限长的地方政府债券。债务的另一部分偿还通过新预算法中规定的地方政府自行发债来解决。“十二五”末，一些创新性的地方政府债务管理制度逐渐涌现，但其中也潜在了一定的风险。

（一）地方债置换中蕴含的风险

所谓置换，就是地方政府发行新债券，用筹集来的钱偿还存量债务，缓解偿债压力。2015 年财政部规定其下发的 2 万亿置换债券额度必须用于置换 2015 年到期的债务本金，不能用于支付利息和经常性支出，也不得用于偿还应由企事业单位等自身收益偿还的债务。根据 2015 年财政部推算，一万亿元的平台债务置换成地方债券，一年便可以节省 400 亿到 500 亿元的利息支出。但地方债券通过置换会使债权人或偿债期限过于集中，导致地方政府债务风险增加，加之地方政府没有正式披露和编制资产负债表，地方政府债券信用评级缺乏较为公正的标准，地方政府债务的隐性风险会大幅度地增加。

（二）地方政府自行发债中潜在的风险

在 2015 年新预算法背景下，随着 5 月份江苏进行第一期债务的发行，拉开了中国地方政府可以自发适度举债的序幕。虽然在一定程度上地方自行发债有利于地方政府更好地执行事权实现其政府职能，但也相应地存着这一定的隐性风险。一方面，发行地方债会对债券市场的其他类型债券产生挤出效应。另一方面地方债的承销团主要为银行及地方商业银行和农信社，投资机构过于单一，对银行体系会造成一定的影响，引发金融风险，而金融风险与财政风险本来就相辅相生，地方政府很难规避。

二、外部经济影响

地方政府债务中地方融资平台的债务存量额度非常大，而且其投资的项目多为时间较长、资金回笼较慢的项目，需要政府以持续不断的资金注入来维持项目的发展。根据央行调研数据表明，全国各地地方融资平台的资产负债率普遍在

60%以上，只有30%左右的平台公司可以依靠项目收益偿还，70%以上的融资平台债务需要依靠政府财政收入和土地增值收益来偿还，但这显然是当前地方政府财政收入水平无力承担的。财政收入增速一旦放缓，地方政府就会有更大的偿债压力，其违约风险会大幅度提升。[1]在“十三五”时期新常态的经济背景下，伴随GDP增速的放缓，地方财政收入必将会有所下降，由此在“十三五”期间地方政府将有可能面临更大的偿债风险。“十三五”时期地方政府具体偿债压力的预测将在第一篇第3章中详细分析。

1.3 企业债务规模

1.3.1“十二五”末企业债务规模

本课题认为，要想全面判断中国企业债务规模及压力，就需要从统计数据上尽可能地做到全口径分析，将所有反映企业债务的数据进行汇总。“十二五”末中国企业全口径债务总量应包括为企业债券社会融资总规模、非金融企业总负债和金融企业借款。其中非金融企业总负债应指非金融企业短期借款、长期借款、应付账款、应付票据、其他应付款等，不包括企业发行的债券。金融企业借款应包括其他存款性公司对中央银行债权、其他存款性公司对其他存款性公司债权、其他存款性公司对其他金融性公司债券。按照这一全口径，“十二五”期间中国企业负债情况如表1.3.1所示。

表1.3.1“十二五”期间中国企业负债情况

年份	企业债券社会融资总规模（亿元）	非金融企业总负债（亿元）	金融企业借款（亿元）	总计（亿元）
2011年	13,658		236,119.18	249,777.18
2012年	22,551		300,253.44	322,804.44
2013年	18,111	1,805,550	343,335.67	2,166,996.67
2014年	24,329	2,018,710	398,506.73	2,441,545.73
注：非金融企业总负债是指非金融企业短期借款、长期借款、应付账款、应付票据、其他应付款等，不包括企业发行的债券。				

数据来源：2011-2014年企业债券社会融资总规模来自中华人民共和国国家统计局网站；非金融企业总负债来自Wind数据库；金融企业借款根据中华人民共和国国家统计局网站数据计算得出。

[1]胡洁琼,雷良海.过度信贷下的地方政府融资平台债务风险及约束[J]. 改革与放,2016,No.43506:9-10+12.

1.3.2“十三五”时期企业债务规模预测

根据表 1.3.1 的数据，可以计算出“十二五”中国企业债务总量的平均增长率，如表 1.3.2 所示，并据此预测出“十三五”时期中国企业债务规模。

表 1.3.2“十三五”时期中国企业债务规模估测

年份	企业债券社会融资总规模（亿元）	非金融企业总负债（亿元）	金融企业借款（亿元）	合计（亿元）
2015 年	29,438	2,260,955	474,223.01	2,764,616.01
2016 年	35,620	2,532,270	564,325.38	3,132,215.38
2017 年	43,100	2,836,142	671,547.2	3,550,789.20
2018 年	52,151	3,176,479	799,141.17	4,027,771.17
2019 年	63,103	3,557,656	950,977.99	4,571,736.99
2020 年	76,355	3,984,575	1,131,663.81	5,192,593.81
平均增长速度	21%	12%	19%	

数据来源：自行计算

综合前面表 1.1.4、1.1.6、1.2.2 和 1.3.2 中对“十三五”时期中国国债、地方政府债务、企业债务规模的估测，可以得出“十三五”时期中国各类债务总量的估测值，见表 1.3.3。“十三五”初期中国各类债务在 350 万亿左右，已经是中国 GDP 的 5 倍左右，照此增速，在“十三五”末各类债务有可能达到 600 万亿左右。即便考虑到本课题估测中有可能存在的偏差，实际债务负担情况并达不到课题的估测水平，但本课题的估测依然反映出“十三五”时期中国债务超 GDP 若干倍的庞大压力，若不加强债务化解与治理，将很难保证“十三五” 时期中国经济的可持续健康发展。

表 1.3.3 “十三五”时期中国各类债务总量估测

指标（单位：亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
国债累积余额	117,582.31	127,657.62	140,809.91	155,317.24	171,319.23

外债余额(亿美元)	27,341.31	33,886.84	41,999.38	52,054.08	64,515.87
外债余额(亿元)	177,718.52	220,264.46	272,995.97	338,351.52	419,353.16
地方政府债务余额	172,000	208,614.55	253,023.43	306,885.87	372,214.29
企业债务规模	3,132,215.38	3,550,789.20	4,027,771.17	4,571,736.99	5,192,593.81
总计	3,599,516.21	4,107,325.83	4,694,600.48	5,372,291.62	6,155,480.49

数据来源：自行计算

第 2 章 中国各类债务结构

2.1 政府债务结构

2.1.1 中央政府债务

中央政府凭借其信用向国内外公开发行债券称之为国债。国债按偿还期限划分，可以分为长期国债、中期国债和短期国债。长期国债的偿还期限在 10 年以上，中期国债偿还期限在 1 年以上 10 年以内。短期国债的偿还期限通常为 3—6 个月，“国库券”是短期国债的主要形式。另外还有一种偿还期限很短的中央政府举债形式即中央银行票据。中央银行票据是中央银行为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券，之所以叫“中央银行票据”，是为了突出其短期性特点，从目前发行的央行票据来看，期限最短的 3 个月，最长的也只有 3 年。因此中央银行票据虽然在债务总量中数量不多，但若从债务结构上详细研究，均属于中央政府层面的债务，具体负债情况见表 2.1.1。

表 2.1.1 “十二五”期间中央政府层面债务情况　单位：亿元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国债累积余额	72,044.51	77,565.70	86,750.46	95,655.45	106,599.59
中央银行票据余额			4222	4222	4222

数据来源：中华人民共和国财政部网站和中国人民银行网站数据
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/，
http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/index.html

2.1.2 中央融资平台

所谓中央融资平台应指那些直属国务院领导或由中央层面监管的政策性金融机构或特殊国有企业，其主要从事投融资业务，目的旨在提供全国范围内的公共产品和准公共产品，特别是为了在中国快速工业化、城镇化的进程中提升基础设施建设。具体来说，目前中国执行中央级融资平台功能的主要有政策性银行和中国铁路总公司。

一、政策性银行债

政策性银行是指由政府发起、出资成立，为贯彻和配合政府特定经济政策和意图而进行融资和信用活动的机构。政策性银行不以营利为目的，专门为贯彻、配合政府社会经济政策或意图，在特定的业务领域内，直接或间接地从事政策性融资活动，充当政府发展经济、促进社会进步、进行宏观经济管理的工具。1994年中国政府设立了国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行三大政策性银行，均直属国务院领导。当前中国政策性银行债的规模如表 2.1.2 所示 。

表 2.1.2 中国政策性银行债规模

时间	政策性银行债:当月值（亿元）
2011-01	1,493.60
2011-02	1,305.50
2011-03	3,299.00
2011-04	1,900.00
2011-05	1,693.20
2011-06	1,582.20
2011-07	1,800.00

2011-08	1,870.00
2011-09	1,374.10
2011-10	950.00
2011-11	1,001.50
2011-12	1,703.60
2012-01	500.00
2012-02	2,050.00
2012-03	2,721.50
2012-04	1,636.40
2012-05	1,780.00
2012-06	2,826.40
2012-07	2,093.20
2012-08	1,848.50
2012-09	1,431.00
2012-10	1,449.40
2012-11	1,833.30
2012-12	1,404.20
2013-01	1,210.00
2013-02	1,400.00
2013-03	2,286.40
2013-04	1,943.20
2013-05	1,786.10
2013-06	1,003.60
2013-07	2,370.70
2013-08	1,594.30
2013-09	1,790.00
2013-10	2,020.00
2013-11	1,020.20
2013-12	1,385.80

2014-01	1,450.00
2014-02	1,790.00
2014-03	3,350.00
2014-04	2,580.00
2014-05	2,260.00
2014-06	1,875.00
2014-07	2,134.00
2014-08	1,765.00
2014-09	1,670.00
2014-10	1,720.00
2014-11	1,160.00
2014-12	1,226.52
2015-01	2,010.10
2015-02	1,690.00
2015-03	3,410.50
2015-04	3,080.00
2015-05	2,589.76
2015-06	2,495.00
2015-07	1,890.00
2015-08	2,036.50
2015-09	1,430.00
2015-10	1,385.10
2015-11	2,289.27
2015-12	1,534.10
2016-01	3,335.10
2016-02	2,160.00
2016-03	4,070.10
2016-04	3,590.00
2016-05	3,957.10

数据来源：Wind 数据库

二、中国铁路总公司

中国铁路总公司(简称“铁总”)是经中华人民共和国国务院批准，依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》设立，由中央管理的正部级国有独资企业，根据十二届全国人大一次会议批准的《国务院机构改革和职能转变方案》，实行铁路政企分开，组建中国铁路总公司。2013 年 3 月 14 日，中国铁路总公司正式成立。中国铁路总公司以铁路客货运输服务为主业，实行多元化经营，其资产负债情况详见表 2.1.3。以 2016 年一季度为例，中国铁路总公司总资产 6.349029 亿元，负债 4.144516 亿元，资产负债率高达 65.38%。

表 2.1.3 中国铁路总公司汇总资产负债表　　单位：百万元

项目	2016 年 3 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
资产			
流动资产			
货币资金	211,099	194,121	209,441
存货	75,027	76,922	79,937
应收款	286,761	254,352	233,867
其他	22	21	615
流动资产合计	572,909	528,416	523,860
长期投资	90,463	89,588	78,533
固定资产	5,157,345	5,099,775	4,585,953
减：折旧	979,706	949,569	859,020
固定资产净值	4,177,639	4,150,206	3,726,933
在建工程	1,116,256	1,094,872	1,246,829
其他	391,762	382,788	33,775
资产总计	6,349,029	6,245,870	5,609,930
负债			
流动负债			
短期负债	168,597	121,558	87,060
应付款	519,324	585,061	560,410
流动负债小计	687,921	706,619	647,470
长期负债			
国内借款	3,322,568	3,255,735	2,951,034

世行借款	9,257	9,238	7,711
日元借款	3,462	3,393	3,917
其他借款	121,308	120,160	65,419
长期负债小计	3,456,595	3,388,526	3,028,081
负债合计	4,144,516	4,095,145	3,675,551

数据来源：中国债券信息网《中国铁路总公司 2016 年一季度审计报告》

2.1.3 地方政府债务

一、“十二五”期间地方政府债务规模

审计署于 2011 年、2012 年和 2013 年分别进行了三次政府性债务审计。其中关于地方政府债务情况如表 2.1.4 所示。

表 2.1.4 审计署公布的政府债务规模对比　　单位：亿元、%

债务类型	2010 年		2012 年		2013 年 6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
政府负有偿还责任的债务	67,109.51	62.62	96,281.87	60.61	108,859.17	60.85
政府有担保责任的债务	23,369.74	21.81	24,871.29	15.66	26,655.77	14.90
政府可能承担一定救助责任的债务	16,695.66	15.58	37,705.16	23.74	43,393.72	24.25
合计	107,174.91	100.00	158,858.32	100.00	178,908.66	100.00

数据来源：审计署 2011 年第 35 号公告，2013 年第 24 号和第 32 号公告

从地方政府借债主体层级来看，2013 年 6 月底省级、市级、县级政府债务余额分别为 51,939.75 亿元、72,902.44 亿元和 50,419.18 亿元，与 2010 年相比分别增长了 61.75%、56.34%和 77.34%，各层级政府债务增长速度都超过了 50%，其中县级政府债务增长了 77.34%，增速最快。从各层级政府债务占比来看，虽县级债务快速增长，占比有所上升，但地方政府债务的主体仍然是市级政府债务，截至 2013 年 6 月占比达 40.75%，见表 2.1.5。

表 2.1.5 地方政府债务层级对比情况

政府层级	2010 年		2013 年 6 月		
	债务余额（亿元）	占比（%）	债务余额（亿元）	占比(%)	增速(%)
地方政府债务	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00	66.93
其中：省级	32,111.94	29.96	51,939.75	29.03	61.75
市级	46,632.06	43.51	72,902.44	40.75	56.34
县级	28,480.91	26.53	50,419.18	28.18	77.34
乡镇	—	—	3,647.29	2.04	—

资料来源：审计署 2011 年第 35 号公告，2013 年第 32 号公告

从举债主体占比来看，融资平台公司、政府部门和机构、经费补助事业单位仍是地方政府的主要举债主体，但政府部门和机构、事业单位债务的占比有所下降，见表 2.1.6。需要注意的是，在 2010 年以来政府出台的一系列对地方政府融资平台规范政策的影响下，部分地方政府融资平台通过接受资产注入等方式退出平台名单，因此可能导致统计口径上的地方政府融资平台债务规模占比有所下降，但这部分债务可能转入国有独资或控股企业债务中，整体上地方政府债务仍主要来自于政府融资平台债务。

表 2.1.6 地方政府举债主体总债务规模对比

举债主体类型	2010 年		2013 年 6 月		
	债务余额（亿元）	占比(%)	债务余额（亿元）	占比(%)	增速(%)
融资平台公司	49,710.68	46.38	69,704.42	38.96	40.22
政府部门和机构	24,975.59	23.30	40,597.58	22.69	62.55
经费补助事业单位	17,190.25	16.04	23,950.68	13.39	39.33
公用事业单位	2,498.28	2.33	3,280.52	1.83	31.31
其他单位	12,800.11	11.94	41,375.46	23.13	223.24
其中：自收自支事业单位			6,025.46	3.37	—

国有独资或控股企业			31,355.94	17.53	—
其他单位债务	12,800.11	11.94	3,994.06	2.23	-68.80
合计	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00	66.93

数据来源：审计署 2011 年第 35 号公告，2013 年第 32 号公告

2015 年 8 月，十二届全国人大常委会第十六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》的决议，批准了 2015 年地方政府债务余额限额为 16 万亿元。其中，一般债务余额限额 9.6 万亿元，专项债务余额限额 6.4 万亿元。

二、“十二五”末地方政府债务风险呈现金融化态势

审计署的三次审计报告中暴露出来“十二五”后期地方政府由于受银行信贷收紧的影响，其举债方式开始避开传统信贷融资的直接方式，改道而行，更多地在金融市场上借助间接方式来融资，许多风险和举债成本较高的举债模式，如 BT、信托融资等方式开始涌现（见表 2.1.7），使得地方政府债务风险金融化程度提升，地方政府的财政风险与金融风险交织在一起，抬高了风险系数，增加了发生系统性风险的可能性。表 2.1.8 反映了各省级政府非信贷融资在其社会融资规模中的占比。将表 2.1.8 中非信贷融资比重与前文表 1.2.1 中省级政府债务负担率数据放在一起比较，可以看出多数非信贷融资比重较高的省级政府也呈现出较高的债务，两类指标呈现一定的正相关性，见图 2.1.1。由此不难发现地方政府举债来源越来越隐蔽化。基于表 2.1.8 的数值进行观察，大致可以把各省地方财政风险金融化的程度分为三个区间：安全区，非信贷融资比重低于 20%；风险区，非信贷融资比重介于 20%至 30%之间，危险区，非信贷融资比重超过 30%。利用中国地图统计图生成软件设置安全区为绿色区、风险区为黄色区、危险区为红色区，以便直观地判断各省级地方政府债务风险金融化程度（见图 2.1.2）。

表 2.1.7 地方政府举债来源对比

债权人类别	2010 年		2013 年 6 月	
	债务余额（亿元）	占比(%)	债务余额（亿元）	占比(%)

银行贷款	84,679.99	79.01	101,187.39	56.56
BT	—	—	14,763.51	8.25
发行债券	7,567.31	7.06	18,456.91	10.32
其中：地方政府债券	—	—	6,636.02	3.71
企业债券	—	—	8,827.37	4.93
中期票据	—	—	1,940.14	1.08
短期融资券	—	—	355.30	0.20
应付未付款项	—	—	8,574.77	4.79
信托融资	—	—	14,252.33	7.97
其他单位和个人借款	10,449.68	9.75	8,391.59	4.69
垫资施工、延期付款	—	—	3,758.59	2.10
证券、保险业和其他金融机构融资	—	—	0.00	0.00
国债、外债等财政转贷	—	—	3,366.13	1.88
融资租赁	4,477.93	4.18	3,033.73	1.70
集资	—	—	2,318.94	1.30
合计	107,174.91	100.00	178,908.66	100.00

数据来源：审计署 2011 年第 35 号公告，2013 年第 32 号公告

表 2.1.8 2015 年各省社会融资规模增量统计表

	地区社会融资规模增量	其中：非信贷融资						
		委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	非金融企业境内股票融资	合计	比重
北京	15369	2452	737	101	7180	1190	11660	75.87%
天津	4474	785	113	-90	796	250	1854	41.44%
河北	4764	30	-103	-642	517	205	7	0.15%
山西	3048	282	-64	-138	717	149	946	31.04%
内蒙古	1869	79	-452	-592	252	326	-387	-20.71%
辽宁	6194	1351	41	492	757	244	2885	46.58%

吉林	2710	183	-194	-292	189	98	-16	-0.59%
黑龙江	2037	33	-554	-574	115	80	-900	-44.18%
上海	8507	1539	726	273	1476	491	4505	52.96%
江苏	11394	1095	379	-2043	2507	618	2556	22.43%
浙江	6291	88	131	-1039	1275	749	1204	19.14%
安徽	3575	636	-311	-693	340	126	98	2.74%
福建	4298	602	-388	-482	906	284	922	21.45%
江西	3020	194	-383	-383	606	43	77	2.55%
山东	7600	437	-573	296	1665	319	2144	28.21%
河南	5756	559	42	-26	701	143	1419	24.65%
湖北	4248	769	-209	-760	310	173	283	6.66%
湖南	4196	266	-138	-420	780	190	678	16.16%
广东	14443	834	175	-77	2155	1114	4201	29.09%
广西	2737	359	0	-295	443	87	594	21.70%
海南	1521	98	0	32	123	19	272	17.88%
重庆	2969	122	-222	-570	973	74	377	12.70%
四川	5812	690	257	-466	751	240	1472	25.33%
贵州	4090	980	-112	-98	572	0	1342	32.81%
云南	2834	333	-284	-628	670	73	164	5.79%
西藏	794	22	232	-3	12	17	280	35.26%
陕西	4539	195	985	-254	487	95	1508	33.22%
甘肃	3441	175	316	-24	164	110	741	21.53%
青海	1112	89	95	-136	159	67	274	24.64%
宁夏	503	56	0	-152	26	6	-64	-12.72%
新疆	1837	27	136	-207	402	28	386	21.01%

数据来源：人民银行、发改委、证监会、保监会、中央国债登记结算有限责任公司和银行间市场交易商协会等

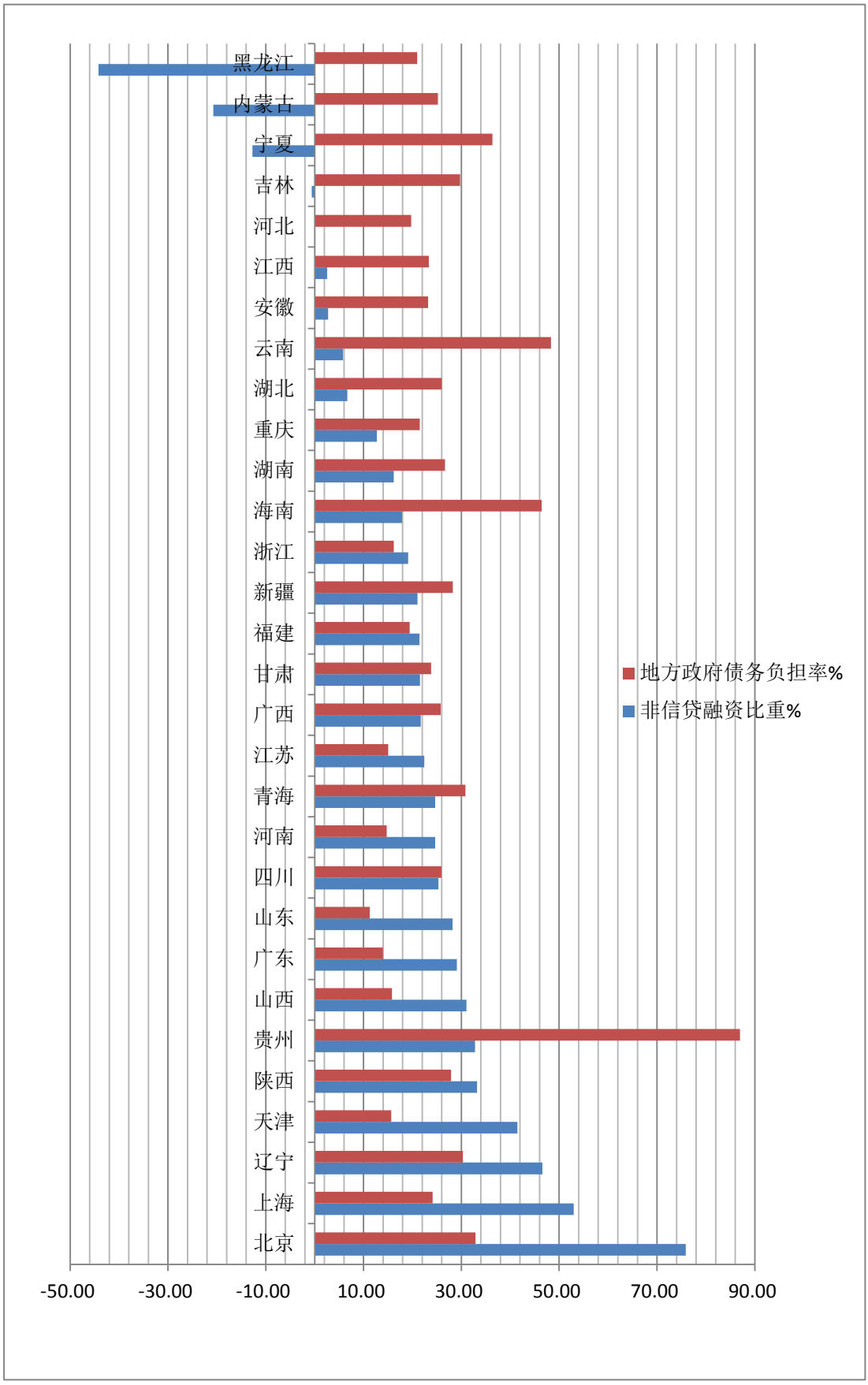
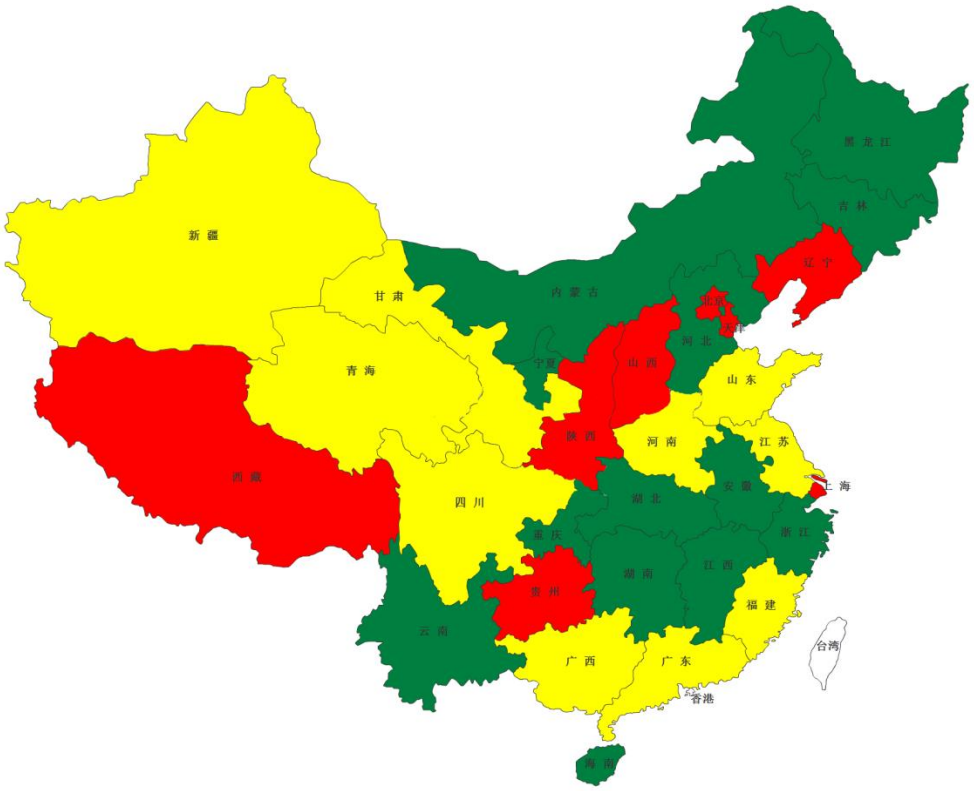


图 2.1.1 省级政府非信贷融资比重与地方政府债务负担率对照图

注：根据表 2.1.7 和 1.2.1 绘制



安全区　风险区　危险区

图 2.1.2 中国省级政府非信贷融资模式比重风险分区图

注：使用中国地图统计图生成软件，根据表 2.1.8 数据绘制

2.1.4 地方融资平台债务

一、地方政府融资平台的概念界定

地方政府融资平台的概念从目前的政策和文献看，存在着多个版本。在内容和范围上，各项文件的界定并不一致。对于地方政府融资平台概念，国发[2010]19号文件主要界定为“公司”，即“地方政府融资平台公司（指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体）”。因此，该文件强调清理对象以公司为主，“纳入此次清理范围的债务，包括融资平台公司直接借入、拖欠或因提供担保、回购等信用支持形成的债务。债务经清理核实后按以下原则分类：（1）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务；（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入主要依靠自身收益偿还的债务；（3）融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务。”

《关于贯彻国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相

关事项的通知》于 2010 年 7 月 30 日由财政部、发改委、人民银行和银监会联合发出，简称“四部委文件”，文件对上述界定进行了“扩展”，融资平台的定义扩展到“中心”。该文件将地方政府融资平台界定为“由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、投资发展公司、投资集团公司、国有资产运营公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。”

在审计署发布的《全国地方政府性债务审计结果》中，审计署指出，审计的范围包括所有涉及债务的融资平台公司、政府部门和机构、公用事业单位、经费补助事业单位和其他单位。“地方政府融资平台”的范围又进一步扩大，囊括了政府机构和部门、事业单位及其他单位。

目前，政策制定者和学术界对什么是地方政府融资平台还没有一个标准的定义，而实际上地方政府融资平台在其发起成立、经营项目的确定、风险分配以及存续性等方面都具有一定的特点。本项目组对地方政府融资平台从出资主体、目的与功能、项目分类、收益情况及责任与风险五个维度来进行综合定位。

（一）出资主体

地方政府作为主要发起人和主要出资人，在融资平台中占有控股地位。地方政府融资平台是由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，以国有资源和资产作为抵押，以地方政府隐性担保的方式，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。因此地方政府通常都成为地方政府融资平台最大的股东而占有控股地位。

（二）目的与功能

地方政府融资平台公司设立的出发点是为了规避制度约束，解决地方政府财政资金缺口问题，形成了事实上的地方政府债务。其目的与功能可以总结为“行财政责，干财政事，扬财政名，揽财政过”[1]。中国仍是发展中国家，经济发展水平不高，而由于地方财力有限，地方政府融资平台实际上是承担了相当一部分的建设、投资责任。但是由于地方政府融资平台借助的是“政府背景”，在公司

[1]武彦民，张丽恒.地方投融资平台债务的风险状态与控制[J].天津商业大学学报，2011 年第 3 期：3-8

设立、项目审批、运营管理和资金管理等方面存在许多问题，存在巨大的融资平台运营风险，这实际上相当于变相转嫁了地方财政风险。

（三）项目分类

公共产品、外部性、规模效益递增、信息不对称、产权不明确等都可能导致市场失灵，无法发挥资源的最优配置功能，而这些市场失灵领域的产品通常都有一定的公益性，为社会公共利益服务，可以提高整个社会的福利水平，因此需要政府不同程度的参与，地方政府融资平台的主要经营项目领域就是市场失灵的非竞争领域。地方政府融资平台有自己的运作和经营活动，它的经营项目主要有以下三类：纯盈利项目、具有经营性收益的公益性项目及没有经营收益的纯公益项目。

（四）收益情况

地方政府融资平台的收益情况直接决定了其债务还款来源，根据收益情况可分为以下三类：第一类是投资项目有稳定收益，债务偿还全部由项目自身收益解决；第二类是投资项目有部分收益，债务偿还以自身经营收益为主，财政收入为辅；第三类是项目基本没有自身收益，债务偿还完全依靠地方财政解决。

（五）责任与风险

地方政府融资平台与地方政府有密切的联系，理想的状态是平台一旦成立，地方政府只限于承担有限责任，即有限清偿责任，地方政府就仅以自己投入到地方政府融资平台的资本对它的债务承担清偿责任，资不抵债的、多余部分的贷款就免除地方政府的责任。然而实际上由于公共产品的提供很多都通过地方政府融资平台，而不是由地方政府直接提供，因此地方政府难免就对它的贷款承担无限责任，即无限清偿责任，它所承担的债务不再以地方政府投入的资本为限，当负债超过其投入的资本时，地方政府除以原投入的资本承担债务外，还要以自己的其他资产继续承担债务。

二、地方政府融资平台债务的概念界定

世界银行经济学家汉娜曾提出著名的财政风险矩阵分析法。汉娜从法律和发生的可能性两个角度将政府债务分为四类：按照她的定义，从法律的角度，政府债务划分为直接债务和或有债务，其中直接债务是在任何情况下都存在的可预测的债务，或有债务则是由一项个别的但是不确定的事件（或有事件）所引致的债

务。从发生的可能性角度，政府债务根据是否得到法律或合同的明确确认，划分为显性债务和隐性债务，其中，显性债务是指被法律或合同所确认的特定的政府债务，政府负有法律义务在债务到期时予以偿还，隐性债务则并非从法律意义上的债务，而是建立在公众利益或者政治压力等基础上的政府道义负担。据此政府债务分为直接显性债务、直接隐性债务、间接显性债务和间接隐性债务四类。根据汉娜的理论，可以划分中国地方财政风险的“对冲矩阵”，将涉及地方政府融资平台的债务类型作如下细化研究，见表 2.1.9。

表 2.1.9 地方政府财政风险涉及融资平台债务的对冲矩阵

	直接债务	间接（或有）债务
显性负债	地方政府融资平台公司举借的，已明确由财政性资金直接偿还的债务。	地方政府（含政府部门和机构）为融资平台公司等单位贷款或发行企业债券进行担保或提供回购信用支持形成的债务（债务统计表中表现为由政府担保的融资平台公司、经费补助事业单位、公用事业单位的直接债务，扣除已明确由财政性资金直接偿还的债务）。
隐性负债	公共投资项目的未来的资本性支出。	地方政府融资平台公司为公益性（基础性）项目建设举借的，政府未确认承担直接还款责任，也未提供担保的债务（不含上级财政转贷债务）。地方政府融资平台公司为公益性（基础性）项目建设提供担保形成的债务（不包括已作为被担保人直接债务反映的债务）。

结合上述对地方政府融资平台五个维度的定义及对地方政府财政风险涉及融资平台债务的对冲矩阵的分析，地方政府融资平台债务应定义为地方各级政府专门设立的融资平台公司举借的各类债务，其目的在于提供地方性公共物品或准公共物品，为地方经济和社会发展筹集资金，债务偿还时虽然一般融资平台公司为第一责任人，但地方财政负有连带责任，属于地方政府的直接显性负债、间接显性债务和间接隐性债务。

三、地方政府融资平台负债情况

图 2.1.3 和 2.1.4 绘制了不同行业地方政府债务的结构。当前，地方政府在

其投融资债务管理实践中，逐渐做到了区别不同类型和不同性质的融资平台，实行分类管理，即纯公共性项目、准公共性项目和市场性项目应分别核算、分别融资。对于完全没有经营性收入的纯公共性项目，如城市道路和桥梁、公共文化、娱乐、城市广场，体育设施等，这类项目融资平台公司的投资目的主要是取得社会效益，其偿债资金来源主要是财政资金，是地方政府负有偿还责任的债务。对于准公共性项目，由于它能获得部分的经营性收入，但又不能完全自负盈亏，除了项目资本金需要财政投入以外，还需要财政在盈亏上给予差额补贴；对于有经营性收入的市场性项目，如建设高速公路以及城市供水、供电、供热、供气等，这类政府投融资平台公司应自负盈亏，只有项目资本金靠财政来投入，其余主要通过向银行贷款等途径来满足项目建设所需资金。地方融资平台为了建设准公共性项目和市场性项目的举债，属于地方政府负有担保责任的债务或可能承担一定救助责任的债务，地方融资平台为偿还第一责任人。

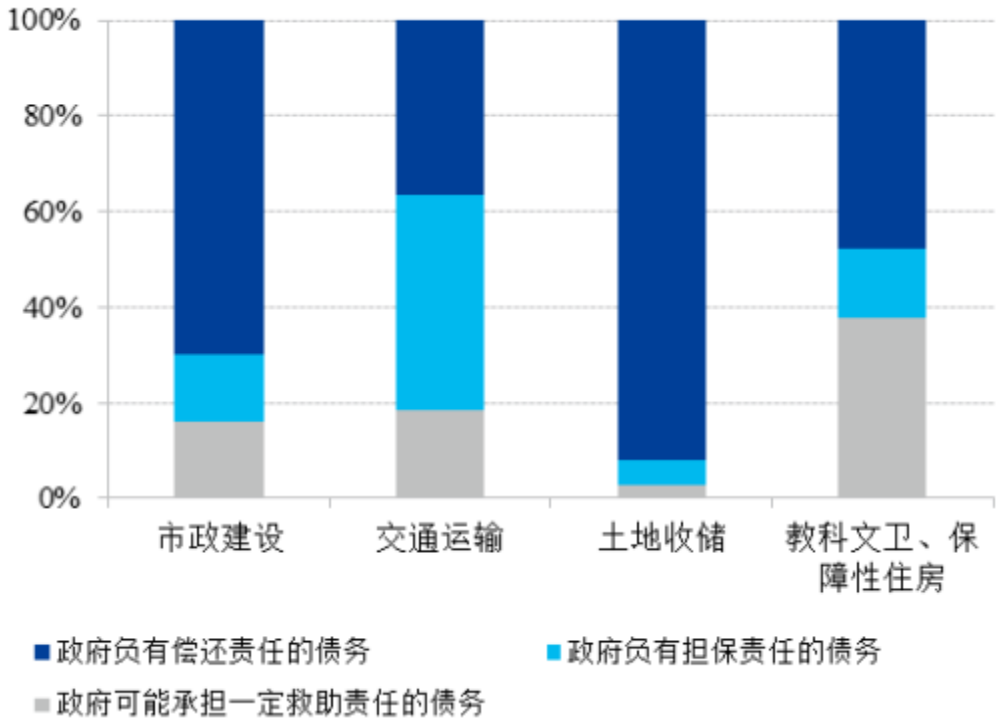


图 2.1.3 2010 年地方政府不同行业债务类型情况

注：根据审计署 2011 年第 35 号公告绘制

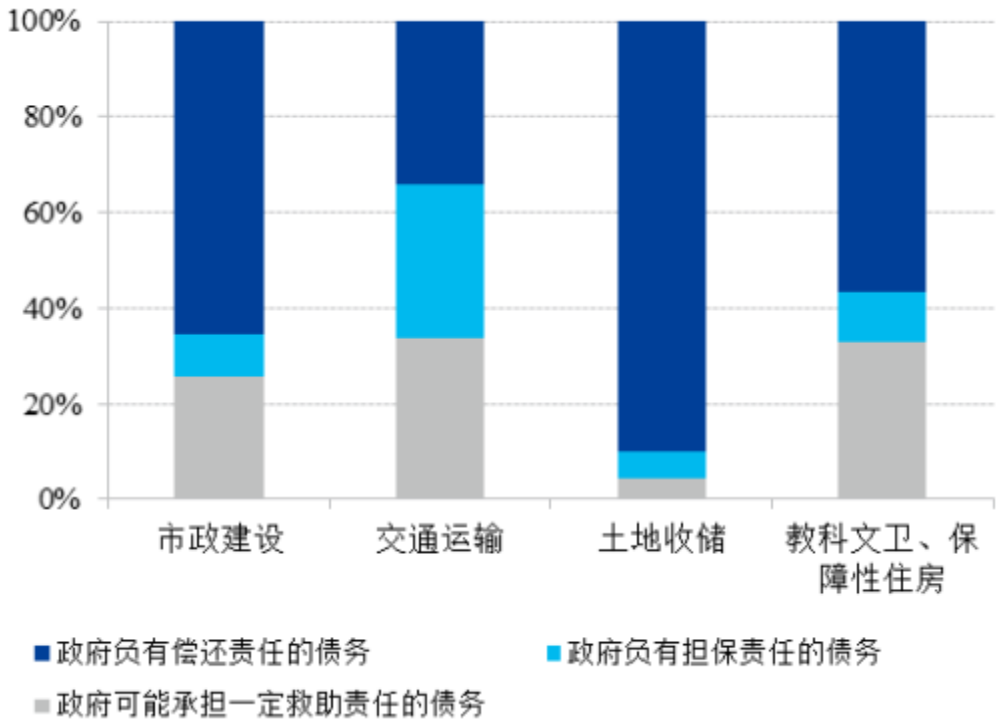


图 2.1.4 2013 年 6 月地方政府不同行业债务类型情况

注：根据审计署 2013 年第 32 号公告绘制

2.2 企业债务结构

2.2.1 从企业资金来源角度看

从企业资金来源角度看，当前中国企业一般主要通过发行企业债券、向银行贷款、发行信托产品等渠道进行融资，从而为其生产经营活动提供资金。“十二五”期间中国企业债券发行量、企业银行贷款余额和企业信托资产规模情况分别见表 2.2.1、2.2.2 和 2.2.4。

表 2.2.1 “十二五”期间企业债券发行量

年份	企业债券社会融资总规模（亿元）	平均增长速度
2011 年	13,658	21%
2012 年	22,551	
2013 年	18,111	
2014 年	24,329	
2015 年	29,438	2015-2020 年数据为根据
2016 年	35,620	2011-2015 年数据计算出

2017 年	43100	的平均增长速度测算而来。
2018 年	52151	
2019 年	63103	
2020 年	76355	

数据来源：中华人民共和国国家统计局网站

表 2.2.2“十二五”期间企业银行贷款余额结构

时间	贷款余额:大型企业（亿元）	贷款余额:中型企业（亿元）	贷款余额:小微企业（亿元）	企业银行贷款余额合计
2010-12	134,200.00			
2013-12	148,022.60	84,644.36	132,100.00	364,766.96
2014-12	161,936.72	93278.08	154,600.00	409,814.80
2015-12	180,073.64	101,300.00	173,900.00	455,273.64

数据来源：wind 数据库

根据表 2.2.2 的数据可以计算企业银行贷款余额的平均增长速度，并基于此估测出“十三五”时期企业银行贷款余额发展趋势，见表 2.2.3。

表 2.2.3 “十三五”时期企业银行贷款余额发展趋势

年份	贷款余额:大型企业（亿元）	贷款余额:中型企业（亿元）	贷款余额:小微企业（亿元）	企业银行贷款余额合计
2016 年	198,621.22	116,251.88	194281.08	509,154.18
2017 年	219,079.21	133,410.66	217050.82	569,540.69
2018 年	241,644.37	153,102.07	242489.18	637,235.62
2019 年	266,533.74	175,699.94	270908.91	713,142.59
2020 年	293,986.72	201,633.25	302659.44	798,279.40
平均增长速度	10.30%	14.76%	11.72%	

数据来源：自行计算

表 2.2.4 2010-2015 年信托资产规模

年份	信托资产规模（万亿元）	民营信托资产合计（万亿元）	国企信托资产合计（万亿元）	国企信托所占比例（%）
2010 年	3.04	0.1047	2.9353	97
2011 年	4.81	0.2344	4.5756	95
2012 年	7.47	0.4869	6.9831	93
2013 年	10.91	0.9570	9.9530	91

2014 年	13.98	1.1890	12.7910	91
2015 年	16.30	1.3159	14.9841	92
注：截至目前，获得中国银监会批准，通过重新登记获发新的金融牌照的信托公司已有 68 家。这其中绝大部分是国有企业，只有 10 家以为民营企业为背景，即爱建信托、安信信托、国民信托、华澳信托、四川信托、新华信托、新时代信托、云国投、万向信托、民生信托。民营信托资产合计数值为这 10 个民营企业背景信托资产的加总。				

数据来源：信托资产规模来源为中国信托业协会
http://www.trustee.org.cn/xtxh/statistics/index.htm

根据中国信托业协会数据，2013 年末，信托公司信托资产总规模为 10.91 万亿元，与上年 7.47 万亿元相比，同比增长 46.00%。从资金信托的投向看，工商企业占比 28.14%，同比增加 1.49 个百分点；基础产业为 25.25%，同比增加 1.63 个百分点；金融机构占比 12.00%，同比增加 1.79 个百分点；证券市场占比 10.35%，同比减少 1.2 个百分点；房地产占比 10.03%，同比增加 0.18 个百分点；其他占比 14.23%，同比减少 3.89 个百分点。

2014 年末，信托行业管理的信托资产规模为 13.98 万亿元（平均每家信托公司 2055.88 亿元），较 2013 年末的 10.91 万亿元，同比增长 28.14%。从信托资金投向看，2014 年度投向非实体经济部门的规模为 4.11 万亿元（包括金融机构及证券投资），占信托总规模的 29.40%；投向实体经济部门的规模为 9.87 万亿元（包括工商企业、基础产业等），占信托总规模的 70.60%。

从企业资金来源角度看，以 2015 年为例，企业债务结构如图 2.2.1 所示。由图 2.2.1 可见企业银行贷款在企业债务结构中占据主导性地位，企业靠向银行贷款的直接融资方式依旧是解决企业生产经营发展资金问题的主要渠道。

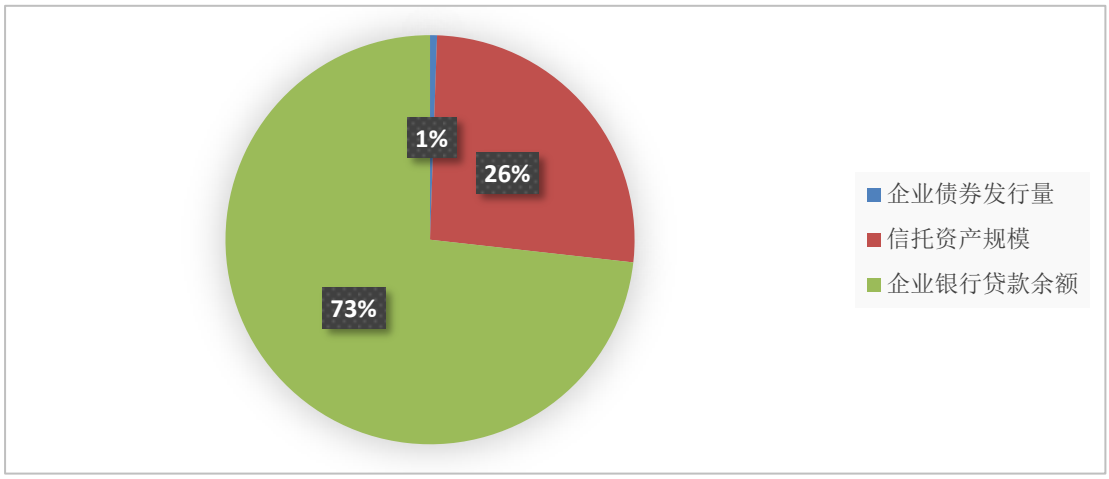


图 2.2.1 2015 年企业债务结构（按企业资金来源）
注：根据表 2.2.1、2.2.2 和 2.2.4 绘制

2.2.2 从企业投资主体角度看

从企业投资主体角度看，以工业企业为例，中国企业负债结构如表 2.2.5 所示。以 2015 年为例，企业债务结构如图 2.2.2 所示，内资工业企业负债比重最高。

表 2.2.5 中国工业企业负债结构（按投资主体分）

年份	工业企业负债合计(亿元)	内资工业企业负债合计（亿元）	港、澳、台商投资工业企业负债合计（亿元）	外商投资工业企业负债合计（亿元）
2011 年	392,644.64	300,513.82	34,722.68	57,408.14
2012 年	445,371.75	347,957.65	38,403.9	59,010.19
2013 年	505,694.32	399,496.99	41,957.58	64,239.76
2014 年	547,031.43	437,107.07	44,557.89	65,366.46
平均增长速度	12%	13%	9%	5%
2015 年	612,675.2	493,930.99	48,568.1	68,634.78
2016 年	686,196.22	558,142.02	52,939.23	72,066.52
2017 年	768,539.77	630,700.48	57,703.76	75,669.85
2018 年	860,764.54	712691.54	62,897.1	79,453.34
2019 年	964,056.29	805341.44	68,557.84	83,426.01
2020 年	1,079,743.04	910035.83	74,728.05	87,597.31

数据来源：2011—2014 年数据来自中华人民共和国统计局网站，2015—2020 年数据根据 2011-2014 年的平均增长速度计算而得。

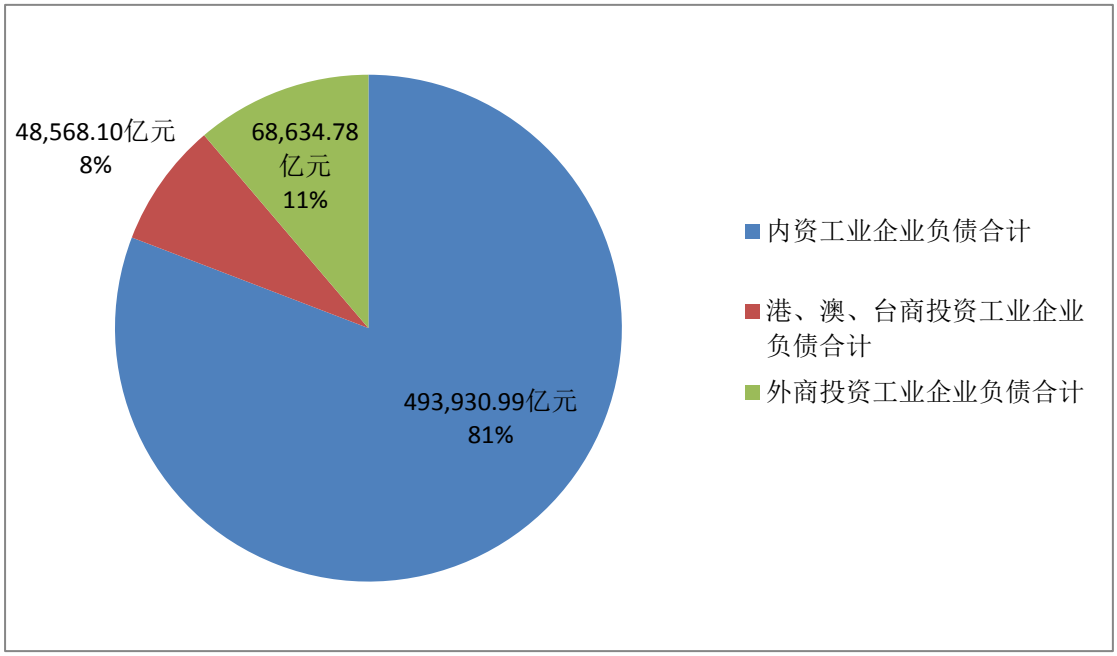


图 2.2.2 2015 年中国工业企业负债结构（按投资主体分）

注：根据表 2.2.5 绘制

2.2.3 从企业性质角度看

从企业性质来划分，以工业企业为例，中国企业负债结构如表 2.2.6 所示。以 2015 年为例，企业债务结构如图 2.2.3 所示，重工业企业负债比重远超轻工业企业。

表 2.2.6 中国工业企业负债结构（按企业性质分）

年份	工业企业负债合计（亿元）	轻工业企业负债合计（亿元）	重工业企业负债合计（亿元）
2011 年	392,644.64	80,667.82	311,976.82
2012 年	445,371.75	91,410.56	353,961.18
2013 年	505,694.32	103,935.08	401,759.24
2014 年	547,031.43	112,649.05	434,382.37
平均增长速度	12%	12%	12%
2015 年	612,675.2	126,166.94	486,508.25
2016 年	686,196.22	141,306.97	544,889.24
2017 年	768,539.77	158,263.81	610,275.95
2018 年	860,764.54	177,255.47	683,509.06

2019 年	964,056.29	198,526.13	765,530.15
2020 年	1,079,743.04	222,349.27	857,393.77

数据来源：2011—2014 年数据来自中华人民共和国统计局网站，2015—2020 年数据根据 2011-2014 年的平均增长速度计算而得。

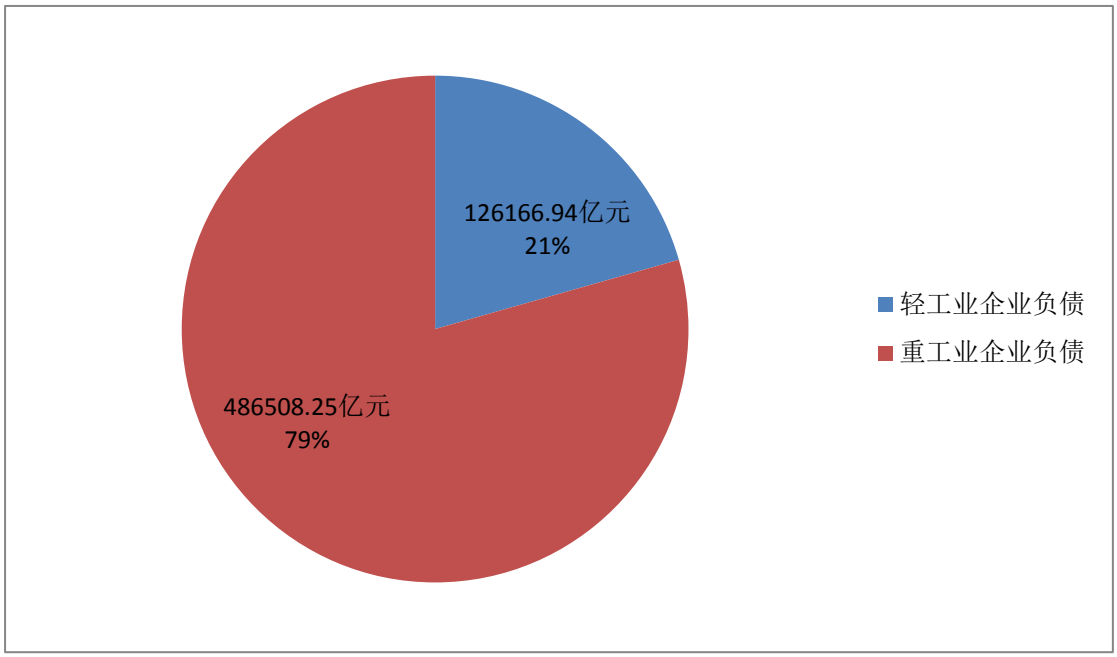


图 2.2.3 2015 年中国工业企业负债结构（按企业性质分）

注：根据表 2.2.6 绘制

2.2.4 从企业所有者角度来看

从企业所有者角度，中国企业负债可分为国有企业负债和非国有企业负债两部分。非国有企业负债占比约 70%左右，国有企业（包括中央企业和地方国有企业）负债占比 30%左右。

表 2.2.7 中国企业负债结构（按所有者分）

年份	企业负债总额（亿元）	国有企业负债				非国有企业负债	
		中央企业负债总额（亿元）	比重	地方国有企业负债总额（亿元）	比重	负债总额（亿元）	比重
2013	2,166,996.67	317,519.4	14.65%	275,647.1	12.72%	1,573,830.17	72.63%
2014	2,441,545.73	352,621.4	14.44%	312,937	12.82%	1,775,987.33	72.74%
2015	2,764,616.01	436,702.3	15.80%	353,968.3	12.80%	1,973,945.41	71.40%

注：非国有企业负债=企业负债总额-中央企业负债-地方国有企业负债；企业负债总额数据见前面表 1.9 和 1.10。

数据来源：中华人民共和国财政部网站数据
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/

第 3 章 中国各类债务的还本付息压力

3.1 国债还本付息压力

中央政府要有较强的运筹财政资金的能力，保证还债的需要，这是保证国债运行顺畅的重要条件。可以作为偿债资金来源的项目有：①经常性预算盈余，②偿债基金，③公债有偿使用收入，④新增税收，⑤发行新债收入等。从中国现实的财政运行状态来看，第一项和第四项偿债资金来源显然并不现实。从目前世界各国政府国债运行现状看，大多数国家将发行新债收入作为偿还旧债的主要资金来源。采用这种方法，能够推迟中央政府实际偿还时间，延缓偿债负担，暂时度过偿债高峰。从某种意义上讲，政府手中总有一个使用额是不用偿还的。但是，“以新偿旧”也是要有客观限度的，即发行新债的规模不能超出国家的偿债能力和公众的认购能力。因此有必要对“十三五”时期国债还本付息压力进行测算。

“十三五”时期国债的年偿债压力用国债年还本付息数额来表示，偿债资金来源可以包括年发行新债收入和年国债有偿使用收入，其中国债有偿收入目前可以搜集到的数据只有中央特别国债经营基金财务收入，该数据可以代表部分国债有偿使用收入，将偿债压力与国债还本付息数额对比得出年偿债缺口，并计算出年增长率，估测出“十三五”时期国债偿债缺口，见表 3.1.1。图 3.1.1 显示出“十三五”时期中国国债年偿债缺口即国债还本付息压力均为负值，且呈现逐渐扩大的趋势，可见按照本课题对“十三五”时期年新发债券收入的估测，中央政府的国债还本付息压力在逐步下降，国债风险在逐步化解。

表 3.1.1 “十三五”时期国债年偿债缺口预测

年份 指标（亿元、%）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国债发行数额	15,609.80	14,527.33	16,949.32	17,876.57	21,285.06
中央特别国债经营基金财务收入	706.84	601.02	839.85	548.77	654.76

国债偿债资金合计	16,316.64	15,128.35	17,789.17	18,425.34	21,939.82
国债还本付息总额	12,896.15	11,069.29	10,076.79	11,561.25	13,214.48
国债偿债缺口	-3,420.49	-4,059.06	-7,712.38	-6,864.09	-8,725.34
国债偿债缺口年同比增长率		18.67%	90.00%	-11.00%	27.12%
“十二五”期间国债偿债缺口平均增长率					31.20%
年份 指标（亿元）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
“十三五”时期国债偿债缺口预测	-11,447.42	-15,018.72	-19,704.18	-25,851.38	-33,916.35

数据来源：中华人民共和国财政部网站数据
http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengshuju/

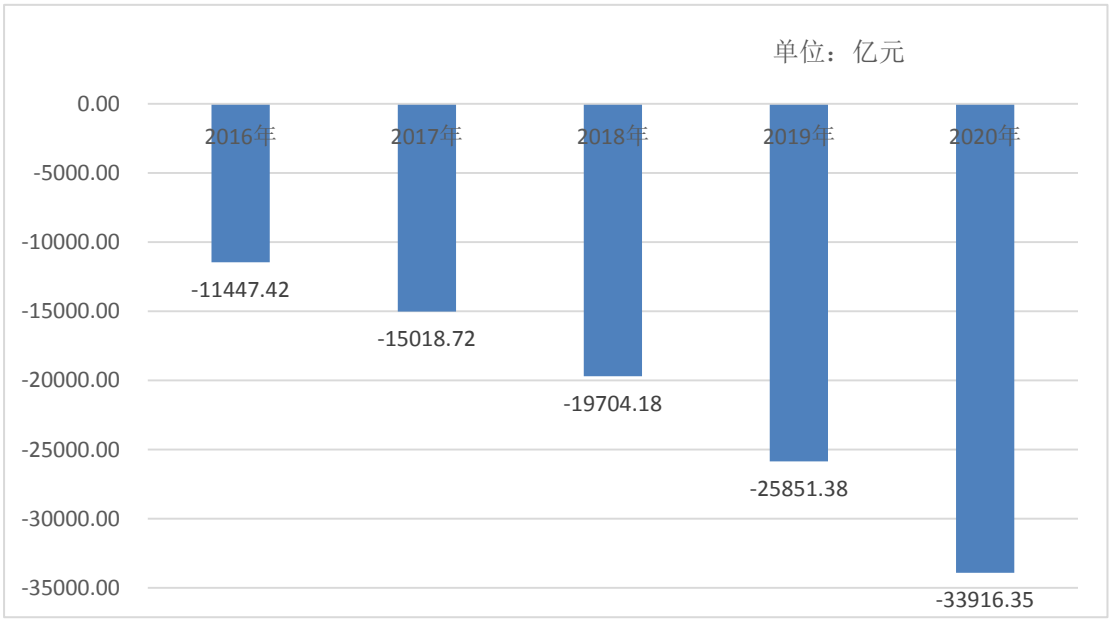


图 3.1.1“十三五”时期国债还本付息压力

注：根据表 3.1 绘制

3.2 中央融资平台还本付息压力

3.2.1 政策性银行债

政策性银行金融债券（又称政策性银行债）是中国政策性银行（国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行）为筹集信贷资金，经国务院批准由中国人民银行用计划派购的方式，向邮政储汇局、国有商业银行、区域性商业银行、城市商业银行（城市合作银行）、农村信用社等金融机构发行的金融债券。政策性金融债券的主要发行主体主要是国家开发银行，发行量占整个政策性金融债券发行量的90%以上。政策性金融债券是国家开发银行的主要资金来源，国家开发银行90%以上的贷款以债券资金发放，故而并不存在债务还本付息压力。

3.2.2 中国铁路总公司债务

“十二五”期间中国铁路总公司还本付息压力如表所示。

表3.2.1“十二五”期间中国铁路总公司还本付息情况　单位：百万元

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
还本付息	275,268	236,771	215,739	330,184	338,512
利息	36,935	45,630	53,533	62,998	77,916
本金	238,333	191,141	162,206	267,186	260,596

数据来源：中国铁路总公司2015年、2014年、2013年审计报告

根据表中数据测算出“十二五”期间，中国铁路总公司还本付息平均增长率、利息平均增长率、本金平均增长率分别8.18%、20.56%和6.83%。由此可进行十三五”时期中国铁路总公司还本付息压力预测，如表3.2.2所示。

表3.2.2“十三五”时期中国铁路总公司还本付息压力预测

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
还本付息	366,187.05	396,124.67	428,509.85	463,542.67	501,439.60
利息	93,932.00	113,240.17	136,517.23	164,579.00	198,408.99
本金	272,255.05	282,884.50	291,992.62	298,963.68	303,030.61

3.3 地方政府（包括地方融资平台）还本付息压力

3.3.1 国内学界研究现状

国内学者对“十二五”期间地方政府债务的风险规模持有两种不同的观点，一部分学者认为风险尚处于可控状态，如中国工商银行投资银行部课题组（2011）从债务率、负债率、利息支出率、担保债务指数几个角度进行测算，认为中国地

方政府的总体债务风险可控。连平（2014）认为中国的关键指标未突破红线且地方政府性债务与政府收入匹配，债务风险总体处于可控状态。另一部分学者则持相反观点，李茂媛（2012）、李扬（2012）认为地方政府债务现存在一定风险，应该对其保持谨慎性。李红霞、张世鹏（2014）认为地方债统计口径存在差异，从总体上来看地方政府债务规模巨大，偿还风险居高不下。高晓飞、李伟、孙险峰（2013）认为中国地方债存在较大风险，主要体现在融资平台管理机制和地方债发行机制不完善。另有部分学者同时开展了对债务风险规模的实证化研究，主要分为三个方面，一是通过运用 KMV 模型对地方债务安全发行规模与违约概率进行评估，如马德功和马敏捷（2015）、朱洁和李齐云（2015）。二是基于可持续性角度对地方债务风险进行分析，如缪小林、伏润民（2014）。三是通过对债务风险警戒线的具体分析得出地方政府债务规模，如武彦民和张丽恒（2012）、刁伟涛（2016）。

综上所述，学界对于地方政府债务规模的研究目前仅停留在现有债务规模的估测，本课题综合“十二五”期间各年的数据，结合债务置换制度的影响，测算政府可供使用偿债资金和偿债成本，对“十三五”期间地方政府债务还本付息进行预测。

3.3.2“十三五”期间地方政府债务（含地方融资平台）还本付息压力

一、偿债资金来源方面

基于现阶段地方政府对于债务偿还的现状，本课题认为偿债的来源主要分为两部分，即发行新债收入和地方政府举债进行投资所获得的项目收益。

对于发行新债收入，引用 2012 至 2015 年地方政府发行新债总额为基数，计算得到 4 年发行债券的平均增长率为 35.95%[1]。可以该平均增长率为计算依据来推测十三五期间各年新发行的地方债务总额。而地方发行新债除了用于对基础设施项目投资外，还有相当一部分比重是用来偿还到期债务。据 2013 年《央广新闻》记者调查，发现各地方政府发行新债融资的三分之一都用于偿还到期债务。因此，不难推算出地方政府发行新债中用于偿还以前年度到期债务的数额，详见表 1.8。

第二部分为地方政府举债进行项目投资的收益部分，地方政府债务项目投资

[1]2012—2015 年地方政府发行新债总额分别为 2000 万亿、2500 万亿、3500 万亿、6000 万亿。

过于繁杂，且缺乏相应数据的调查和统计，但可以肯定的是地方政府债券的收益率至少要高于其票面利率。本文采用保守的方法计算，引用 Wind 当期所有地方政府债票息率计算平均值，推算出地方政府债务收益率为 3.32%。李克强总理曾指出“十三五”期间中国 GDP 增速应维持在 6.5%以上，而申万宏源等金融机构推测“十三五”期间中国 GDP 增速将达到 7.5%。以 6.5%为下限 7.5%为上限，取中值后本文认为，在“十三五”时期中国经济的适宜或潜在增长速度为 7%，假定中国经济的实际增长速度会基本保持在这个水平，通货膨胀率为适中水平 1.5%[1]，以 2015 年的 GDP 为基数计算出 2016 至 2020 年的 GDP 分别为 713376.91 亿元、752032.80 亿元、792783.35 亿元、835742.05 亿元、881028.57 亿元。[2]在此基础上我们运用刁伟涛教授估测出的“十三五”期间各年债务负担率[3]，测算出中国地方债券将会给地方政府带来的项目收益。详细数据在表 1.8 中列出。

二、偿债成本方面

政府偿债支出主要分为本金和利息两部分。根据 2015 年底全国人大常委会地方债调研报告估测，2016 年的到期债务为 2.8 万亿元，2017 年到期的债务为 2.4 万亿元，到期债务即为当期需要偿还的本金。而地方政府债务的利息支出，在 2015 年地方债置换前主要来自融资平台的贷款项目，假定银行针对融资平台的贷款全部为中长期贷款，2010 年至 2013 年中国 5 年以上贷款利率分别为 5.94%、7.05%、6.55%、6.55%，我们计算平均值后将 6.5%作为地方融资平台贷款利率。根据上文计算出的债务余额，可以预测出 2016 和 2017 年的利息支出。详细数据见表 1.8。

（二）债券置换前后偿债利息

所谓地方债置换就是用低利率的发债去置换地方投融资平台高利率的贷款，在 2015 年债券置换以后，根据中国债券信息网的相关数据，债券置换和新发行债券的平均利率为 3.5%。由此我们与债券置换前的利息额相比，得出“十三五”期间通过债券置换而减少的利息支出最多可达 29816.65 亿元，较大程度上缓解了地方政府债务风险，见表 3.3.1。

[1]刁伟涛. “十三五”时期我国地方政府债务风险评估:负债总量与期限结构[J]. 中央财经大学学报，2016，（3）：12-21.

[2]GDP=上一年度 GDP×（1+7%）÷（1+1.5%）

[3]2016—2020 年债务负担率分别为 24.67%、24.31%、24.44%、24.56%、24.67%，引自：刁伟涛. “十三五”时期我国地方政府债务风险评估:负债总量与期限结构[J]. 中央财经大学学报，2016，（3）：12-21.

表 3.3.1“十三五”时期中国地方政府偿债资金与偿债成本测算

年份	可供使用偿债资金（单位：亿元）			偿还本金+利息（单位：亿元）		置换利差（单位:亿元）⑤
	借新还旧①	已发债债券收益②	合计	债券置换前③	债券置换后④	
2016	2,719.00	5,842.87	8,561.87	28,000+11,473.30	28,000+6,177.89	5,295.41
2017	3,696.47	6,069.60	9,766.07	24,000+12,097.25	24,000+6,513.90	5,583.35
2018	5,025.35	6,432.71	11,458.06	12,858.97	6,924.06	5,934.91
2019	6,831.96	6,814.57	13,646.53	13,662.70	7,356.84	6,305.86
2020	9,288.05	7,216.01	16,504.06	14,510.44	7,813.32	6,697.12
合计	27,560.83	32,997.04	59,936.59			29,816.65

注：①新发债用于偿还=上年发行新债总额×（1+35.95%）÷3

②已发债债券收益=债务负担率×GDP×收益率（3.32%）

③置换前利息=债务余额×投融资平台贷款利率（6.5%），限于 2018 年以后每年到期债务数据缺失，故只进行了偿债利息成本的预测

④置换后利息=债务余额×债券发行和债券置换的平均利率（3.5%），囿于 2018 年以后每年到期债务数据缺失，故其后 3 年只进行了偿债利息成本的预测

⑤置换利差=债券置换前利息-债券置换后利息

通过对地方政府偿债来源和偿债成本的预测，可以发现在“十三五”时期地方政府的偿债能力远远低于其偿债本金和利息之和，偿债压力较高。如果地方政府仅依靠可偿债资金来应对高额的到期债务，那么“十三五”时期地方政府的债务违约将不可避免。因此如何化解地方政府债务风险问题，已是迫在眉睫。

3.4 企业债务还本付息压力

当前中国按行业分企业债务风险如表 3.4.1 所示。其中已获利息倍数极具参考价值，它指上市公司息税前利润相对于所需支付债务利息的倍数，可用来分析公司在一定盈利水平下支付债务利息的能力。各行业企业中住宿和餐饮业企业已获利息倍数最低，说明债务还本付息压力最高；房地产业企业已获利息倍数最高，说明偿债能力较高，但同时房地产行业企业资产负债率也最高，说明该类企业的债务还本付息压力依然不能忽视。

表 3.4.1 2015 年企业债务风险状况平均值（按行业分）

	住宿和餐饮业	房地产业	工业	建筑业	交通运输、仓储及邮政业	农林渔业	批发和零售贸易业	社会服务业	传播与文化业	信息技术服务业
资产负债率(%)	65.00	70.00	60.00	70.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00
已获利息倍数	1.30	2.50	2.10	1.50	1.60	2.10	1.20	3.30	3.20	3.20
速动比率(%)	77.00	65.00	70.00	64.00	72.00	79.90	77.00	100.50	100.50	83.40
现金流动负债比率(%)	8.80	1.00	9.50	1.60	5.50	3.00	2.20	7.00	10.00	34.80
带息负债比率(%)	45.00	50.00	54.80	40.00	66.00	45.20	55.00	45.00	42.00	50.00
或有负债比率(%)	4.50	8.00	5.00	0.30	6.90	6.80	4.60	5.50	3.00	4.50

数据来源：Wind 数据库

表 3.4.2 专门分析了中国国有企业债务风险状况，其资产负债率平均值基本和表 3.4.1 中按行业分企业资产负债率水平接近，已获利息倍数平均值与表 3.4.1 水平相比属于中等偏下水平，说明国有企业面临的债务还本付息压力较大。

另外，国有企业债务风险状况的优秀值与较差值之间资产负债率有近一倍差距，已获利息倍数有近 8 的差值，反映出国有企业经营状况的两极分化，个别国有企业经营困难，效率低下，负债累累。

表 3.4.2 2015 年国有企业债务风险状况

	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
资产负债率(%)	50.00	55.00	65.00	75.00	90.00
已获利息倍数	4.70	3.30	2.00	-0.30	-2.90
速动比率(%)	134.90	98.20	75.00	57.60	36.70
现金流动负债比率(%)	23.80	17.00	7.50	-6.20	-12.80
带息负债比率(%)	23.40	34.90	50.00	69.30	82.30
或有负债比率(%)	0.30	1.50	4.80	11.40	17.60

数据来源：Wind 数据库

第二篇　债务化解篇

通过第一篇中对中国债务规模、债务结构和还本付息压力的分析及预测，本课题认为“十三五”时期中国债务风险主要来源地方政府和企业，因此在第二篇中，本课题将分三章阐述化解“十三五”时期地方政府和企业债务压力的政策和措施。

第 1 章 化解地方政府债务的途径

1.1 区分地方政府融资平台不同融资渠道，有针对性地化解债务

对地方政府融资平台融资渠道的研究有助于把握地方政府融资平台债务风险的特点和未来走向，分门别类制定化解债务风险的措施。目前，地方政府融资平台的融资渠道主要有四种，即银行贷款、债券融资、信托融资及股权融资。

为了更加直观展示地方政府融资平台四种融资方式的特点，本课题引进了雷达图分析法。即针对融资规模占比、政府隐性担保、债务期限长短、资金使用灵活性、市场约束力、融资门槛和融资成本等七个方面进行赋值分析。每个特点的赋值区间为[1,2,3,4]。以融资规模特点为例，银行贷款>债券融资>信托融资>股权融资，即银行贷款融资规模赋值为 4，债券融资的融资规模为 3，信托融资规模为 2，股权融资规模为 1。

1.1.1 地方政府融资平台银行贷款融资特点

表 1.1.1 地方政府融资平台银行贷款融资特点分析

融资特点	赋值	融资特点分析
融资规模	4	据统计，2010 年前地方政府融资平台的项目融资中 85%以上靠银行贷款。2012 年以后随着土地招拍挂市场的回暖以及融资渠道的拓宽，一些地区融资平台资金最紧张的阶段已经过去。在运用信托、城投债券、融资租赁等新融资工具之后，银行贷款在不少城投公司的债务占比中已大幅下降，有的城投公司银行贷款占比已降至 60%。
政府隐性担保	4	如果地方政府融资平台银行贷款发生严重不良，并由此造成贷款银行无法偿还存款和其他债务，进而造成金融连锁反应，影响整个金融体系稳定，影响货币信用及社会和政局稳定时，政府必然会出面干涉并对出现问题的银行提供足够的支持。这就形成了银行贷款政府隐性担保局面，有可能最终导致金融机构出现“大而不能倒”的情形。

债务期限	2	银行贷款的债务期限通常小于 10 年，在项目营运期间往往会出现再融资的情况，不仅带来新的成本，也带来了新的再融资风险。
资金使用灵活性	3	①银行贷款可以实现在项目真正需要资金时再由银行拨付，减少了自己管理成本。 ②通常公共项目建设资金规模大、项目建设情况复杂，在整个资金使用过程中往往需要很多次决策，这些决策通常需要投资者的介入。这时银行借贷由于投资者主体较为单一，决策过程沟通方便所需时间较短，而且银行本身就是资金管理的专家，能形成快速有效率的决策。 ③银行贷款一般牵涉的利益方较少，当地方政府融资平台出现债务危机时，地方政府和银行之间较容易达成债务重组的安排，例如贷款延期、债权股权转换等等。
市场约束力	1	银行贷款的审批和资金使用的监督决定于银行少数官员和办事人员，投资项目的相关信息只在银行内部流通，银行代表广大储户对贷款项目进行挑选和监督。容易产生银行的工作人员和储户的利益不一致的问题。即银行工作人员有可能迫于地方政府行政压力而放松了监管；也可能为了完成业绩考核，只注重发放贷款的数量，而忽视贷款的质量。
融资门槛	2	银行可以更好地包容一些财力尚不具备发行债券条件的地方政府，这是银行和地方政府之间的长期业务关系导致的。银行可以从与地方政府的日常业务往来中掌握地方政府融资平台的资产负债情况，提前得到风险的信号；由于银行掌握地方政府的存款账户，银行可以在地方政府融资平台违约时截流进入该账户的款项用来还债。出于这些考虑，银行对和自己有密切业务关系的地方政府融资平台发放贷款的进入门槛较低。
融资成本	3	银行贷款在投放上除了资金成本（存款利息），主要就是做必要的信用调查和评审，其附加成本是有限的。但是银行借贷通常规模要小一些，并且贷款时间通常小于 10 年。因此，在项目营运期间银行借贷往往会出现再融资的情况，这不仅带来新的成本，也带来了新的再融资风险。

根据以上比较分析，可以得到地方政府融资平台银行贷款融资特点雷达图，见图 1.1.1：

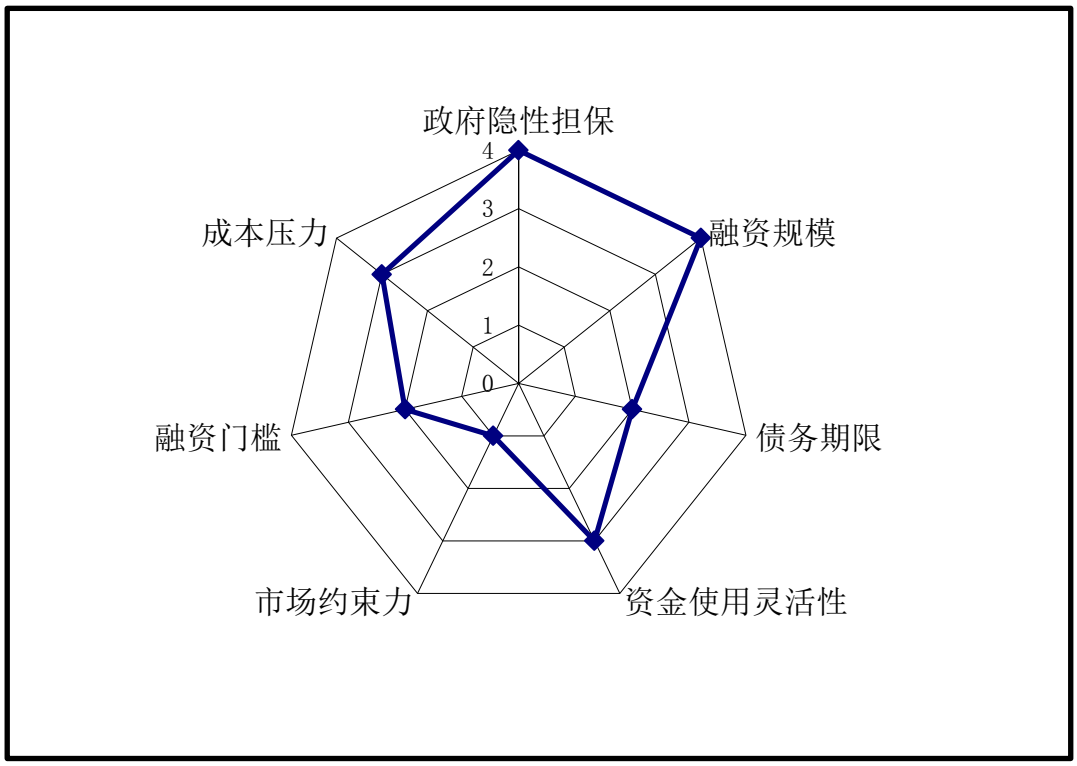


图 1.1.1 地方政府融资平台银行贷款融资特点雷达图

银行贷款融资方式的优点有：①对地方经济的发展提供了有力支持，为地方项目持续获得资金供给提供了保证；②融资成本相对低廉、程序相对简化；③融资平台贷款成为很多地区银行利润增长点。

缺点有以下两个：①银行贷款的发放在审批环节有十分严格的要求，普遍需要提供相关抵押物或者担保，但地方政府或人大的担保函如果严格执行《担保法》，则属于无效担保和违规担保；②融资平台贷款规模激增，增加了金融部门的系统性风险，即地方政府财政风险向银行集聚。

1.1.2 地方政府融资平台债券融资特点

表 1.1.2 地方政府融资平台债券融资特点分析

融资特点	赋值	融资特点分析
融资规模	3	在地方政府融资平台的四种主要融资方式中，债券融资的融资规模仅次于银行贷款。
政府隐性担保	3	地方政府在债券发行计划上给予发行企业极大倾斜，并为发债主体提供诸如隐形担保、开发许可和税收优惠等各种政策，一旦出现兑付问题，地方政府具有强烈责任代为偿还。

债务期限	2	市政建设的投入回报可能需要 30 年、50 年甚至更长，目前城投债债券融资期限大部分为 5 至 10 年，但今后可能大幅延长，以更好地与市政建设投资周期匹配。
融资成本	2	①一般来说，发行债券的固定成本，如审批成本、信息披露成本、信用评级成本和财务管理成本都比银行贷款高。发债模式适合于规模较大、期限较长的融资。财力高的地方政府往往资本投入量大，需要融资的量也较大，所以使用债券模式融资可以有效地降低融资成本。 ②在金融操作中，债券融资一定程度上也能够降低融资成本。由于债券融资以固定收益的形式支付投资收益，不受浮动利率影响，因此避免了投资者进行掉期交易(SWAP)规避风险的资本运行成本。 ③债券投资在长期内能够使收益与成本高度匹配，不仅使投资建设成本与使用收益更有效地匹配，而且其风险较为固定的特点也特别受类似社保基金、保险基金这样的长期资本青睐，从而降低融资成本。此外，债券融资往往伴随着担保运作，这也可能使其总融资成本降低。 ④由于债券融资通常需要在项目建设真正使用之前就完成融资，持有大量资金的融资者需要在建设使用前对这些资金进行管理。
市场 约束力	3	①债券模式的强约束的全方位性。市场对地方政府融资平台的监督包含了从债券发行到资金使用，到最后偿还的各方面。 ②债券模式的强约束的动态性。市场会及时地通过债券在二级市场上的交易价格反映融资平台财政状况、信用等级和偿债能力的变化。债券市场对发债人有严格的信息披露的要求，信用评级机构会根据这些信息对债券进行评级，债券投资者也会根据这些信息决定是否投资。
融资门槛	3	债券融资模式不但需要地方政府融资平台有较高的信息披露和财务管理能力，还对平台的自有收入能力、现金流收入、投资管理能力有较高要求。
资金使用 灵活性	1	在债券融资的投资者众多且分散，进行集中决策的成本较高，尤其是在出现债务需要重组时常常会出现“钉子户”问题，一般很难达成债务重组的安排。

根据以上比较分析，可以得到地方政府融资平台债券贷款融资特点雷达图，见图 1.1.2：

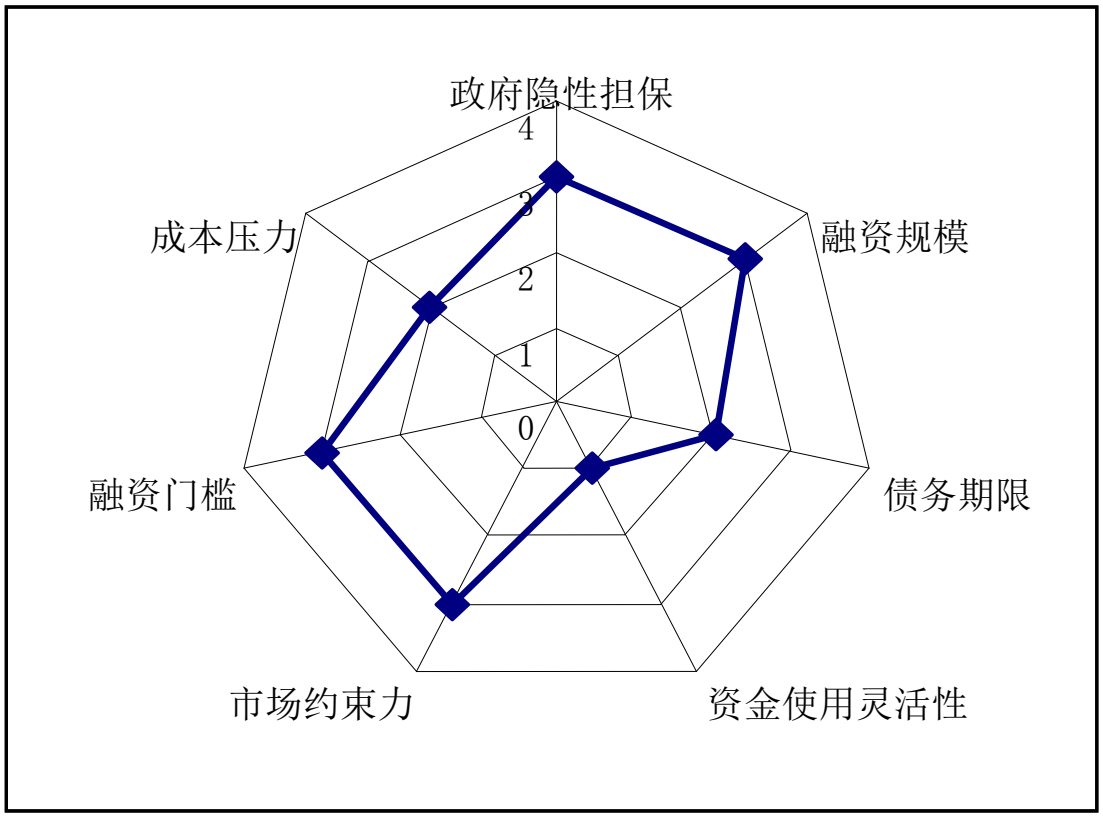


图 1.1.2 地方政府融资平台债券融资特点雷达图

对于地方政府融资平台而言，通过发行债券进行融资的优点有：①融资规模大；②融资成本低；③自主性强；④利率风险锁定。

其缺点在于：①债券期限较短；②偿债资金来源少，主要依赖融资平台的自身业务收入；③城投债的发行流程相对于银行贷款而言，审批程序也更加复杂也更加严格。

1.1.3 地方政府融资平台信托融资特点

按照是否有银行参与，地方政府的信托融资可分为银信合作理财及集合信托两大类。集合信托是指受托人对多个委托人提供的信托财产，如动产、不动产及知识产权等进行集中管理、运用或处分。银信合作也可称为银政信合作，是指银行发行理财产品，用以购买由信托公司的信托产品，其目的是对融资平台的股权或债权进行投资，但是地方政府必须为银行和信托提供回购股权或债券的承诺函。

信政合作的快速发展主要受益于 2008 年底国家启动的 4 万亿经济刺激计划，信托机构的可投资范围与特殊通道功能等优势助推了近年来政信合作的扩展速度。起初，地方政府为融资设立各类型融资平台公司，平台公司在融资时只需

要财政局提供一个担保函或还款承诺函就可以实施。随着政信合作规模的快速膨胀，地方政府融资平台债务风险也不断加大，政信合作中地方政府虚拟融资项目、挪用融资资金、违规信用担保等问题引起了监管层的重视。2010 年 6 月国务院发布了《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19 号)文件，并陆续通过银监会进行发文规范和窗口指导。

2010 年后，大多数信托公司对信政合作的增量业务都进行了冻结，其主要任务是开展存量业务的清理，与银行和地方政府形成配合，信政合作也开始降温。2011 年信政合作规模为 2536.85 亿元，相较 2010 年的 3563.27 亿元规模下降了 28.8%。

2012 年初，“类资产证券化”的模式成为信托公司与融资平台合作的主要方式。举例来说，某平台公司有一笔应收账款，金额为 5 亿元，该城投公司可将这笔应收账款委托给信托公司。信托公司设立财产权信托后，将其分为若干等份，再转让给投资者。这样做的目的在于平台公司可以提前“变现”5 亿元债权。一般来讲，信托公司在运作此类信托时，会要求平台公司提供额外担保，如土地抵押等。但 2012 年中到年底，有一部分信托公司降低了风险控制标准，即不再要求必须有额外担保，这样一来信托融资还款来源就只能单纯依赖政府信用，实质债务风险显著增加。

一、集合信托

信托公司与地方政府的合作有三种主要方式。一是以股权投资的方式对政府指定的项目进行投资，即信托公司先发行信托产品，然后对地方政府融资平台进行入股。最后政府指定机构按约定的价格，待阶段性持股期满后，溢价回购股权。二是信托贷款的方式。信托公司将从社会上募集的资金借贷给地方政府项目投资公司，在贷款过程中，地方政府作为第三方提供信托担保。三是结构化的方式，即综合了以上两种操作方式，信托计划中债权设计和股权设计兼备。

一些过度融资的地方政府融资平台在 2012 年上半年政信合作狂飙后，面临无地可作抵押的困境。股权投资类政信合作信托计划因无需土地抵押而得到极大扩张。该类信托计划起到了为融资平台补充资本金的作用，但同时融资平台的债务融资杠杆也显著放大，业内对地方政府融资平台过度负债风险的担忧普遍加剧。股权投资类信托兴起，究其原因在于地方政府融资平台资本金到位率不高，这制

约其在最大程度上发挥投融资功能。股权投资类信托计划可以为融资平台补充资本金，达到资本金最低 30%左右的要求，从而启动包括其他方式融资，如银行贷款等。

但是这样做的其负面影响也十分突出。尽管融资平台有限的自有资金通过放大融资杠杆可以撬动更大的融资额，但杠杆率太高也意味着财务风险加，同时其融资成本也急剧攀升，高达 15%左右，成为地方政府融资平台十分沉重的成本负担。银行信贷调控变化对债权投资类政信合作信托产品的冲击是巨大的，此时股权投资信托计划因能为城投公司补充资本金而得到了追捧，这一特殊作用是银行信贷无法替代的。

投资者颇为青睐信托产品，根本原因就在于地方政府的隐性担保。其实际操作过程中，同级人大或人大常委一般会出具决议文件，保证还款来源纳入地方政府财政预算，其实质是为融资平台的债务提供隐性担保，将其转化为地方政府债务。一般来说基础设施项目投资回收期都很长，远远超过与之对应的基建信托期限，基建信托期限一般短于两年，多为 12、18、24 个月。部分基建项目，如城市道路等，甚至没有任何经营性现金流，因此项目的现金流不可能基建信托的还款来源。根据以上分析，集合信托项目受到追捧的基本条件是其还款计划被列入地方政府财政预算。

二、银信合作

一些地方政府最早介入银政信合作，是由于经济欠发达、融资渠道比较匮乏。自其首创以来大部分都投向基础设施建设，发行数量每各月都存在较大波动，银政信合作产品达到峰值是在 2009 年 8 月，达到 100 个。2010 年 5 月，《中国银监会办公厅关于信托公司信政合作业务风险提示的通知》向各地银监局以及信托公司发布，对投资于政信项目的全国各信托公司，银监会要求其持谨慎态度，审慎进行投资。《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》于 2009 年 7 月发布，银监会明确提出对于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份，理财资金不得投资。也就是说对于地方政府项目的股权，银行理财资金已无法涉足。

2012 年信托公司政信合作项目成为新宠，是基于“稳增长”的大背景。据中国信托业协会统计，政信合作余额在 2012 年二季度末猛增 744 亿，增至 3254

亿元，所占比例增加至 4.88%，扭转了 7 个季度连续下降的趋势。2012 年三季度，政信合作规模相比较于 2011 年同期，增加了 1114.14 亿元。“政信合作”的发展趋势目前已表现为过度竞争，信托项目已出现风险隐患，尤其是部分信托公司和地方政府合作的项目。

2012 年 12 月 24 日，《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》由财政部、发改委、央行和银监会联合发布。文件规定，除法律和国务院另有规定外，融资平台公司在承担公路、公租房等公益性项目建设时，不得向非金融机构和个人举借需要财政性资金偿还的债务，不得通过金融机构直接或间接融资，包括基金公司、财务公司、金融租赁公司、信托公司、保险公司等。

表 1.1.3 地方政府融资平台信托融资特点分析

融资特点	赋值	融资特点分析
融资规模	2	中国信托业协会的数据显示，在信托融资高峰期的 2012 年前三季度基建类信托成立规模新增 7550 亿元，较 2011 年同期增长 88.7%。统计数据显示，截至 2012 年三季度末，政信合作类信托余额为 3903.5 亿元，较 2012 年初激增 1366.7 亿元，占全部信托余额的比例从年初的 5.27%提高至 6.18%。
政府隐性担保	2	在 2012 年的众多信托融资项目中，财政出具承诺函、人大决议将债务纳入财政预算安排等地方政府担保现象屡见不鲜。然而按照《预算法》《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》等法规，这些担保行为其实都属违法、违规。
债务期限	1	信托融资债务期限十分灵活，可长可短，然而 2012 年实际发行的信托融资产品融资期限大多集中于 1 至 3 年。其原因在于地方政府融资平台无法获得展期的债务，只能先通过信政合作，填上窟窿，至于以后的事，留待以后再说。
资金使用灵活性	2	资本金到位率不高制约了一些地方政府融资平台最大程度发挥投融资功能。通过股权投资类信托计划补充资本金，有助地方政府融资平台达到 30%左右的资本金要求，从而利于进行包括银行贷款在内的其他方式融资。
市场约束力	2	信托等融资方式具有定向私募的特点，融资方式相对灵活，发行手续也很简便，但对融资主体的信息披露要求较低，即使地方政府腾挪资产，外界也难于知晓。
融资门槛	1	地方政府融资平台以应收账款为抵押进行的融资行为，其实质

		是把从银行的间接融资变成了信托模式的直接融资．银行通过信托，变相突破了银监会的监管规定，比如，银行表内资金购买信托受益权，而信托产品的资金投向是融资平台。同时，信托融资不受40%净资产红线限制，因此地方政府融资平台融资门槛大幅降低，2012 年作为主要融资主体的地方政府投融资平台，更多聚集在县级一级。
融资成本	4	信托融资的成本主要是向投资者支付的利息以及向信托公司和银行支付的发行费。2012 年，多数信托计划能提供 10%左右的年化收益率，如果再加上信托公司和银行各 2%～3%左右的利润留存，地方政府融资平台通过信托渠道融资成本最高可达 15%。

根据以上比较分析，可以得到地方政府融资平台信托融资特点雷达图，见图1.1.3。

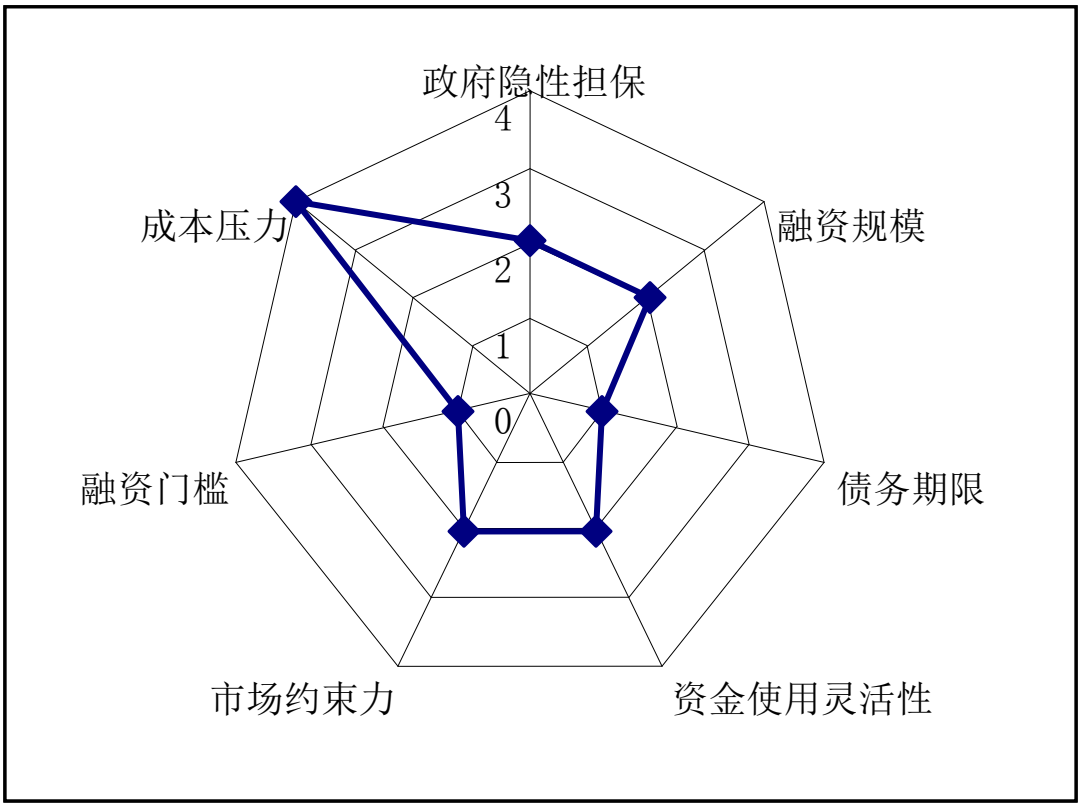


图 1.1.3 地方政府融资平台信托融资特点雷达图

信托融资的优点有以下四个方面：①不同于城投债、“打捆贷款”，信托模式没有业绩要求，也可绕过行政审批，地方政府如无法发行城投债，那么更将其作为重要的拓宽融资渠道的手段加以利用。②信托融资可用作融资平台或项目的资本金，通过股权融资，可撬动的银行贷款将更多。③在经济下行周期，政府基建

类项目是银行优良的“避风港”。商业银行不仅突破了资本金贷款的限制，还通过绑定项目，发放了更多的贷款，银行也得以舒缓日益沉重的利润压力。④信托产品的投资回报很高，集合信托产品甚至往往可超过银行同期存款利率的 2 倍。

信托融资的缺点如下：①信托融资筹集资金的规模较小，同时在期限短、融资成本方面，与银行贷款、发行债券相比，存在明显劣势。②通过信托融资的基础设施项目很少有省级项目及市级的优质项目，只有地县一级的地方政府和市级公益类基础设施由于无法采用发行债券、银行贷款等融资方式，只能依靠信托途径获得资金。但是地县一级的财政收入有很大的不确定性，加之还款渠道单一，信托公司只能通过产品设计和项目现金流控制等手段来对抗其较大的风险。③高杠杆性和短债长还是“银政信”产品的突出特点，这无疑会大大加深借款银行的利率风险和信用风险。

1.1.4 地方政府融资平台股权融资特点

股权融资是指经企业股东同意，让出企业的部分所有权，引进新的股东对企业进行增资的融资方式。采用股权融资方式，企业对所获得的资金无须还本付息，但企业的赢利与增长将由新老股东同样分享。

通过搭建地方级别的股权投融资平台，地方政府可以设置更加合理的投融资机制，合理引导社会资金流，促进区域经济实现健康发展，而且这一融资运行模式不但不会增加债务，还可以对平台资本结构进行优化，这将有助于切实履行国家宏观调控职能、高效利用国家财政预算资金、推进行业改革和产业升级具有重大现实意义。[1]

表 1.1.4 地方政府融资平台股权融资特点分析

	赋值	融资特点分析
融资规模	1	融资门槛最高、市场约束最严，融资周期最长，因此融资规模最小。
政府 隐性担保	1	地方政府一般在平台股权结构中占绝大份额，其运用企业借款从事高风险投资和产生道德风险的可能性大为减小。因为如果这样做，借款者自己也会蒙受巨大损失，借款者按照贷款者的希望和意愿行事的动力就越大，所以政府的隐性担保最低。

1郭炳楠，李燕.对地方政府设立股权投融资平台的探讨[J].建筑经济，2012 年第 2 期：77—80

融资期限	4	股权融资筹措的资金具有永久性，无到期日，不需归还。
融资成本	1	地方政府融资平台采用股权融资无需还本，投资人欲收回本金，需借助于流通市场。股权融资没有固定的股利负担，股利的支付与否和支付多少视公司的经营需要而定。
市场约束力	4	股权融资是在一定的市场准入、信息披露、公平竞价交易、市场监督制度下规范进行的。
融资门槛	4	必须满足严格的准入条件，只有上市公司才能股票市场上市交易，同时要有完善的法人治理结构和充分的信息披露，因此融资门槛最高。
资金使用灵活性	4	股权融资属直接融资，分散发行，资金使用灵活度最高。

根据以上比较分析，可以得到地方政府融资平台股权融资债务风险特点雷达图，见图 1.1.4：

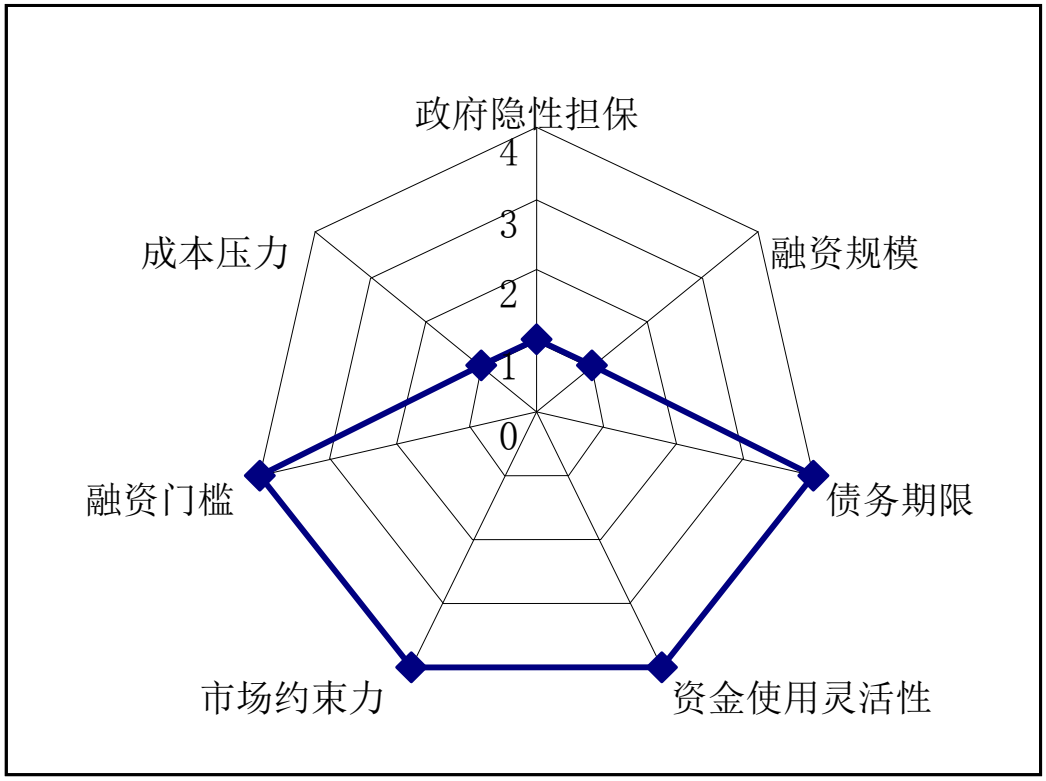


图 1.1.4 地方政府融资平台股权融资特点雷达图

股权融资有以下优点：①融资平台没有固定的股利负担，股权融资成本最低，可以根据自身盈利状况决定股利分配。②股本无须偿还，没有到期日，不存在还本付息的风险。城投公司只要维持持续经营，融资平台上市募集的资金就始终是

其永久性资本。③筹资风险最低，长期以来中国股票市场的市盈率及股价都出在较高的水平上，因此融资平台上市融资可获得较高溢价。④可以优化融资平台公司治理机制，对于公司组织结构的规范、公司资金的运用监督，股权融资有较高要求，并可以通过充分的信息披露和投资者“用脚投票”等得以实现。⑤充实公司资本金，增强公司信誉。上市融资能够显著拓宽融资平台融资渠道，降低融资成本。

其缺点主要有：①《证券法》对公司上市有非常严苛的要求，上市门槛过高；②公司上市运作周期长，且竞争十分激烈，城市建设发展融资需求非常紧迫，难以得到及时、充分的满足；③股权融资以出让融资平台产权为代价，将会降低地方政府对融资平台的控制能力。

上述每一种融资方式的融资规模、融资成本、政府担保、融资门槛等融资特点有所差异，对于债务风险未来发展方向的影响也不尽相同。地方政府融资平台通过债券融资债务规模一路高歌猛进，在 2011 年银行授信额度濒临枯竭，资金链岌岌可危的情况下，2012 年地方融资平台开始透过信托融资继续扩大债务规模，并摆脱了对银行贷款融资的高度依赖，但是这种做法其融资成本压力却在逐步加大，债务风险仍在持续累积，而且使得影子银行类的金融风险与地方政府债务风险交织在一起，需要从杜绝地方政府金融风险和财政风险交叉传染的角度来化解地方政府融资平台债务，这部分政策与措施建议将在下一章单独详细分析。

1.2 建立提高地方投融资债务偿还能力的保障机制

1.2.1 完善分税制财政体制

政府公共支出责任与有限财力之间的不匹配是导致地方投融资债务激增的根本原因之一。今后，在调整中央和地方财权事权关系时，应适当上移部分地方政府基本公共服务事权。凡属中央和省政府承担的财政支出，中央和省级财政应切实加大财力保障力度，不得转嫁给下级财政。应尽快在义务教育、公共卫生、社会保障等基本公共服务领域，明确界定各级政府的管理权限和筹资责任，并以法律规章的形式加以固定。

还要建立地方政府的稳定财源，一方面使得与土地有关的税收和资源税真正成为地方财税的主税、强税，另一方面尽快建立与完善财产税，使之逐步成为地

方政府主体税种。目前中国尚无真正意义上的财产税，“十三五”时期迫切需要建立财产税制以改变地方政府过度依赖“土地财政”的模式，操作上可以地方现有房地产作为存量税基，以保证地方融资能力不受房地产市场波动的太大影响。如此一来，将不仅确保地方政府稳定的税收收入，也将为偿还投融资平台贷款提供新的渠道。

1.2.2 建立地方政府债务的专门偿债基金

首先要将全部的地方政府债务资金投资收益纳入基金管理中，其次，考虑到部分公益性投资项目难以直接带来经济回报，投资收益可能不足以偿付本息，所以还应当建立政府债务还贷准备金制度，每年按照年初政府性债务余额的 3%-5%设立政府偿债准备金，将还贷准备金列入财政预算并实行专户管理。偿债基金账户中的资金不得用于除偿债外的其它任何用途。此外，还要严格控制通过发行新债来偿旧债的行为，防止债务规模持续累积可能带来的风险。

1.2.3 改革“土地财政”的收益方式

中央明确要求，“十三五”开局之年要防止盲目铺摊子、上项目，搞重复建设，各项调控房地产市场的政策如去房地产市场库存等政策也已经陆续出台。“十三五”时期，继续依靠政府土地出让收益来支撑地方投融资债务偿还的做法恐怕难以持续。因而，“十三五”时期应瞄准国有土地有偿使用制度改革，及时出台新修订的划拨用地目录，逐步扩大有偿用地范围，坚持和完善土地招拍挂出让制度，认真总结、规范和完善“限房价竞地价”、“双向竞价”、“综合评标”等多种房地产用地出让模式，推动土地供应由“价高者得”的单一目标向完善市场、保障民生等多目标管理转变。按照国有土地出让金收入的一定比例建立国有土地收益基金，并规定不得作为政府当期收入安排使用。改土地批租制为年租制，把一次性收取 70 年全部土地出让金的“批租制”改为按年度分期征收土地出让金的年租制，以平衡不同任期地方政府的财税收入，同时享受土地增值带来的一部分收益。

1.3 完善地方政府自主发债模式

“十二五”末，全国人大常委会表决通过了《预算法修正草案》，确立了省

级地方政府发行债券的法律依据，也开启了地方政府利用阳光化的直接融资方式进行举债融资的新时期。但根据新预算法规定，地方政府举措债务的规模仍受制于国务院限额，地方政府发债还未进入彻底的自主发行、自偿自还模式，与西方发达国家地方政府发行公债的运作模式还有很大差距。究其原因，恐怕是地方政府在债务管理中规范性和预警能力的欠缺。因此要想尽快使地方政府迈入真正自行发债的时代，又同时抑制其过度负债、盲目投资的冲动，让地方政府成为一个受约束的平台。这就需要建立一个地方政府债务规模控制和预警机制，无论是地方政府通过投融资平台的贷款行为，还是不同形式的发债行为，都应当要求地方政府的债务规模必须与财力相匹配。在这方面，可以借鉴发达国家政府债务管理指标体系，综合运用债务负担率（债务余额与 GDP 的比率）、债务依存度(当年债务增加额与总支出的比率)、偿债率(当年债务偿还率与当年可支配收入的比率)等指标，来测算地方政府债务的规模，并通过将各项指标的实际值与国际和国内警戒标准相比较的方法，将指标的风险状态归并于安全（绿灯）区、风险（黄灯）区和危险（红灯）区三种状态，从而判断和计算地方政府债务的运行状态和风险指数，预警风险的现状，具体的计算和预警体系可参照表 1.3.1 的框架构建。

表 1.3.1：地方政府债务运行状态评估及预警体系

项目指标	总体存在区间	权重	绿灯区（安全区）			黄灯区（风险区）			红灯区（危险区）		
			存在区间	项目风险指数	总体风险指数	存在区间	项目风险指数	总体风险指数	存在区间	项目风险指数	总体风险指数
注：将每个项目指标的总体存在区间跨越的风险等级划分为 0-100 级 第 i 个项目指标某阶段的项目风险指数=100÷项目总体存在区间×每个阶段存在区间 第 i 个项目指标总体风险指数=项目风险指数×权重 综合风险指数 $=\sum_{i=1}^{n}$第i个项目指标的总体风险指数											

数据来源：自行编制

另外，在“十三五”时期还应研究完善地方政府自主发债的细节性政策，而非仅停留在框架性建议上，加快推进地方政府信用评级、完善债券发行定价与信

息披露机制、推动债券利率市场化、扩大认购者范围等改革进程。

1.4 充分调动社会资本，扩大地方政府建设资金来源

为贯彻落实十八届三中全会和四中全会精神，财政部提出推广运用政府与社会资本合作（PPP）模式，鼓励社会资本参与地方城市基础设施和公共事业的投资运营。这一举措可以提高基础设施供给效率和公共产品质量，逐步化解政府性债务，对于中国新型城镇化建设大有裨益。然而，基础设施项目的公益性程度差异较大，致使中国 PPP 的应用呈现出多样性、复杂性，如何根据城市基础设施公益性程度来撬动民间资本参与地方政府基础设施建设的“踏板”，解决 PPP 运作的现实困难成为当前亟待解决的问题。

1.4.1 政府和社会资本合作（PPP）模式的界定

一、PPP 概念有广义和狭义之分

PPP 是 Public-Private Partnership（公私合作）的缩写，其内涵有广义和狭义两个口径。广义 PPP 是指政府与私人部门为提供公共产品或服务而建立的合作关系，授权特许经营权是其特征，其具体形式包括 BOT（Build-Operate-Transfer）、BOO（Building-Owning-Operation）、PFI（Private Finance Initiative）等模式。欧洲国家最早实践了类似 PPP 的模式，即授予公路养护人以“收费特许权”，从而实现政府和私人部门共同提供公共服务。20 世纪七八十年代以后，发达国家开始采用 BOT 模式，在特许期内以“使用者付费”的形式吸引私人参与基础设施建设。20 世纪九十年代，英国政府首创性提出 PFI 模式，通过“政府付费”方式支持私人投资公共产品。近年来，发达国家在 BOT、PFI 的基础上，又探索了新的模式，也即 PPP 的狭义概念模式，它与 BOT 原理类似，但更强调公私部门合作贯穿基础设施建设全过程。本部分探讨的是 PPP 模式如何带动民间资本投入地方政府基础设施建设的问题，因此下面研究的是 PPP 具体运作方式，即 PPP 的狭义概念涉及的问题。

二、中国 PPP 模式的特征

中国 PPP 中的社会资本不仅包括外商投资、民营资本，还包括与当地政府没有行政管理关系的中央企业投资、外地国有企业投资等。具体而言，中国 PPP 的主要特征为：

①政府与私人部门共同组成特定项目公司（Special Purpose Vehicle，SPV），

针对特定项目或资产与政府签订特许经营合同，并由 SPV 负责项目设计、融资、建设、运营，特许经营期满后 SPV 终结。

②公私部门通过 SPV 进行全过程合作，不仅包括融资、建设、特许经营，还包括规划、设计等前期工作。

③私人部门在特许经营期内一般通过收取“使用者付费”来获得成本补偿及合理回报。

1.4.2 中国 PPP 的常见运作方式

PPP 模式注重结果而不是实现方式，它是一种激励型制度安排。由于能否“盈利”是社会资本的关注点，故而设计社会资本的投入和收益类型即成为 PPP 成功的关键。目前，中国 PPP 模式下社会资本的投入类型包括收购股权或收购资产、投融资建设、经营管理、按需求提供服务四种，而其收益类型则呈现多样化，如直接向公众或公共部门收费、政府给予财政补贴、经营项目副产品、降低营业成本扩大盈利空间、将盈亏状况或概率不同的项目打包实施 PPP 等。鉴于社会资本对公共项目的投入类型有所区别，致使其参与 PPP 的程度不同，项目产权的归属也不同。因而，中国目前 PPP 的运作方式可归纳为图 1.4.1 所示的四类。

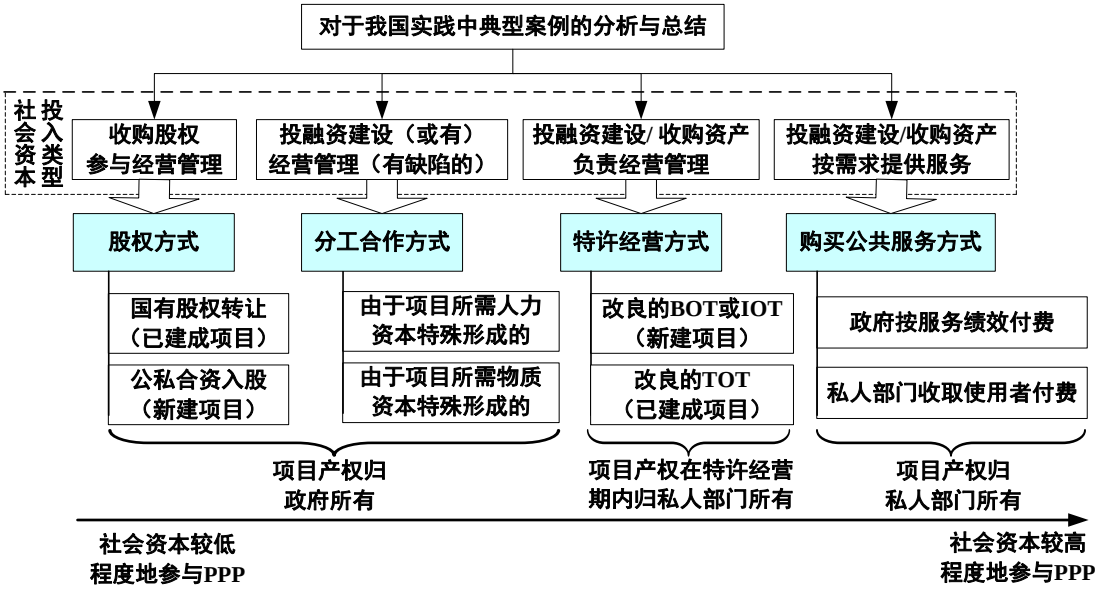


图 1.4.1 中国 PPP 运作方式

注：根据天津市财政局资料绘制而得

一、股权方式

2010 年 5 月《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国务

院新 36 条）明确规定“鼓励和引导民营企业通过参股、控股、资产收购等多种形式，参与国有企业的改制重组。合理降低国有控股企业中的国有资本比例”。据此，中国以股权方式开展的 PPP 项目主要有如下两种：

1.国有股权转让，对于城市供水、供气等已相对成熟且长期由国有企业垄断的行业，国有企业依法将其股东权益有偿转让给外资企业或民营企业，组建双方共同持股的合营项目公司（SPV），该公司在公私双方约定的特许经营期内采用以董事会为中心的公司治理模式，以“使用者付费”作为经营收入，按照股权比例分享利润。

2.公私合资入股，对于高速公路、民用机场、能源站等盈利能力良好的基础设施建设项目，可依法由国有企业与民营企业或外资企业共同出资建设，组建双方共同持股的合营项目公司（SPV），依据实际情况由民间资本控股或参股，在公私双方约定的特许经营期内采用以董事会为中心的公司治理模式，以“使用者付费”作为经营收入，按照股权比例分享利润。

二、分工合作方式

国务院新 36 条明确提出，“鼓励民间资本参与发展医疗事业”、“鼓励民间资本参与发展教育和社会培训事业”。对于医疗、教育等人力资本（主要是医生、教师）或某些特殊物质资本（如贵重的医疗设备或科研设备）占据重要地位，社会资本无法完全通过市场实现其优化配置的行业。现阶段中国实践做法为，PPP 项目产权属于政府，公私双方共同组建合营项目公司（SPV），公共部门承担人力资本、特殊物质资本的配置工作，私人部门承担项目的建设以及该项目运营期间的日常管理、设备维护、专家服务等工作，当私人部门提供服务的质量达不到要求时政府可实施惩罚，双方在约定的特许经营期内各司其职、各尽所能，共同实现公共服务质量与效率的提升。

三、特许经营方式

传统 BOT 方式由于私人部门不介入项目前期论证而对项目理解不全面，对风险的识别与评判不准确，公共部门在运营期间因将项目“全部外包”出去导致私人部门过度追求利润，难以保障项目的公益性。按照国务院新 36 条的精神，为了规避传统 BOT 模式的弊端，目前实践中尝试通过公私双方共同组建 SPV 来保证新建项目中私人部门能参与前期论证，同时保证项目特许经营中政府对公共产品

盈利状况的有效监管，一旦项目收益超出预期，政府就依据合同约定下调公共产品价格，避免其获得暴利；反之，政府就通过补贴或涨价等方式使私人部门获得合理回报，从而将传统 BOT 模式进行了改良。

四、购买公共服务方式

国务院新 36 条明确规定，“鼓励民间资本参与发展社会福利事业。通过用地保障、信贷支持和政府采购等多种形式，鼓励民间资本投资建设专业化的服务设施，兴办养（托）老服务和残疾人康复、托养服务等各类社会福利机构”。购买公共服务方式的 PPP 模式不仅可由政府部门运用财政支出购买公共服务，还可由私人部门在特许经营期内直接收取“使用者付费”，且公私双方还需组建 SPV 以实现对服务绩效和服务成本的严密监控。

1.4.3 地方政府城市基础设施建设中引入 PPP 运作模式的困境

民间资本进入公共领域并不是个新鲜的话题，近些年来各方研究热烈，但实际效果依旧差强人意，“玻璃门、弹簧门、旋转门”的现象已经成为社会关注的焦点问题。究其原因，既有政策原因也有客观因素，特别是基础设施领域投资大、风险高、回报期长，民间资本进入还存在着迫切需要突破的困境。

一、确定政府与私人“双赢”的利益分配机制较为困难

利益分配机制的实质就是“定价”，这是 PPP 模式中最重要、最困难的环节。定价低了无法有效吸引私人资本；定价高了，基础设施项目出现暴利，违背基础设施准公共产品的本质属性，政府又会面临较大的社会舆论压力。最理想的“定价”结果是私人部门“盈利但不暴利”。从国际实践经验看，通常根据建造成本、运营维护费用、预期收益率等因素，“倒算”出价格上限，并根据未来使用流量、CPI 等变量，确定出定价公式。这种定价机制较成本加价法更能限定价格的随意上涨，同时也能激励私人部门降低成本、提高效率。但中国目前尽管也是根据 BOT 等公私合作项目的成本和未来收益定价，但实际政府很难在项目前期准确估算项目未来流量，又大多没有在特许权协议中对私人收益做出“可以调整”的约束性条款，从而导致难以确定恰当的政府与私人间利益分配机制。

二、确定政府与私人间适度的风险分担机制较为困难

风险分担的最优原则是，谁对哪种风险最有控制力，谁就承担相应的风险。一般而言，私人部门擅长控制建造、运营、技术风险，政府擅长分担政治、法律、

政策风险。政府既不适宜承担过多风险，也不适合将风险过多转移给私人部门。目前部分地方政府出于吸引民间资本的目的，往往对公私合作项目给予了过多的承诺，甚至“兜底”了一些市场风险，导致政府支出压力较大，这就违背了政府为缓解地方政府基础设施建设资金压力而费尽心力引入 PPP 运作模式的初衷。

三、实现政府角色的恰当转变较为困难

公私合作建设城市基础设施项目的模式与传统模式相比的主要区别之一，即在于政府要从“经营者”转变为“监督者”。因为大多数基础设施项目，如供水、供电、供热等，都具有自然垄断的特征，私人部门倾向于定高价，牟取暴利。这就要求政府在基础设施各领域设立专门的监管机构，负责对本行业公司合作项目的监管，重点监管基础设施产品的定价和提供效率。中国目前一方面缺乏这样的专门监管机构或者即使有这样的监管机构也由于机构设置不顺、职责权限不清等问题导致实际监管效果不佳；另一方面，由于政府没有发挥好监督职能，如准入期缺乏对竞争秩序的监督、建设期缺乏对资金使用的监督、运营期缺乏对服务质量的监督等，导致部分基础设施项目不但没有提高效率，甚至成了政商勾结的“温床”。如果政府在倡导引入 PPP 模式的同时，不加快对政府职能转变的研究和出台有效的监管制度，就会使得 PPP 运作的效果偏离政府和社会的预期期望值。

1.4.4 突破地方政府城市基础设施建设 PPP 运作模式困境的路径

应该看到，PPP 模式是一把“双刃剑”，对政府管理能力提升提出了挑战，要求政府在利益分配、风险识别、监管防控等方面具有较高的水平才能突破 PPP 运作中的困境，开启地方基础设施建设的新局面。

一、建立合理的政府和社会资本合作项目定价与调价机制

定价的合理性是决定 PPP 项目能否改善公共品供给效率的关键因素，而价格的确定不仅依赖于私营、公共部门的利益，更依赖于项目受众的需求。基本确定准则应为，一是对于竞争性强的公共设施产品价格，应该让企业通过市场自由竞价形成定价；二是为了防止形成垄断高价、私营部门获得暴利，对于具有自然垄断性的业务和环节，仍需实行政府定价，但不再采取传统体制下僵硬的政府统一直接定价模式，而是采用科学调价机制下的定价模式。根据 PPP 项目的受众范围不同，PPP 项目的定价模式可以分为三类。一是听证定价模式，使用该模式定价的 PPP 项目受众较为广泛，在定价的过程中公众参与度高，适用于城市供水项目。

二是政府统一定价模式，采用该模式定价的 PPP 项目一般服务对象比较单一，无需听证会，决定该 PPP 项目价格的因素往往是行业的平均价格指数。同时政府出于城市发展考虑，往往采取低价收费，以保证项目公益性目标的实现，适用于城市地铁项目。三是公私双方博弈模式，采用该模式定价的 PPP 项目受众范围较窄，决定该 PPP 项目价格的因素更多的是私营部门的谈判能力，适用于海水淡化项目、高速公路项目等。

科学的调价机制是实现公私部门“共担风险、优势互补”目标、保证公共利益最大化原则的基本手段。PPP 项目调价的基本原则是对私营部门暴利或亏损的情况进行调整，使私营部门能够获得长期合理的回报。产品或服务价格的调高需首先由 PPP 项目公司提出调价申请，并根据上期价格基数提出价格调整的方案，政府主管部门对 PPP 项目公司提交的申请和调价方案进行审核，审核通过后政府再组织价格调整听证会，之后才能进入最终调整价格阶段，且上述全过程都要接收独立的监管机构，以及政府、法律、人大代表和社会大众的监督管理，以保证 PPP 项目定价的公平和效率，如城市供水价格的调整。若部分 PPP 项目的价格无法调整，或者价格提高对公众满意度影响较大，政府部门可以通过提高补贴的方式对投资者做出合理的补偿，如保障房的建设。

二、基于长远视角，理性看待和评估风险因素

地方基础设施建设在 PPP 模式下，特许经营期限一般很长，少则 10 年、多则 30 年甚至更长。这就要求政府和私人部门都要从长远视角看待项目投入和产出，既要算好“眼前账”，又要算好“长远账”，理性看待和预测项目可能产生的各种风险。对私人部门来说，如果过度压低建造成本，那么后续的运营维护成本就会拉高，项目总成本反而可能上升。对政府来说，引入 PPP 模式建设地方基础设施项目，虽然可以缓解当期财政压力，减轻地方政府债务压力，但如果为了吸引私人资本而承诺了过高的税收优惠和财政补贴，就会增加未来支出压力，反而加大未来的地方政府债务风险，同时不计效果、不计门槛、一哄而上式的 PPP 引入模式会进一步加大地方政府或有负债的压力。需知道在地方基础设施建设领域引入公私合作模式，是政府投融资模式的创新，但这并不意味着对传统政府主导投资模式的全盘摒弃。推广 PPP 是一个循序渐进的过程，在目前的起步阶段，对于一些经济基础较好的地区，可积极运用 PPP，对于一些欠发达地区还要考量

各种风险隐患，小步试点、稳步推进。

三、完善政府管理性职能，建立健全 PPP 法律体系

一方面，PPP 项目涉及面广、关系复杂、专业性强，多数发达国家政府均建立了负责推进 PPP 项目的专门机构。因此，在引入 PPP 运作模式的同时也要研究建立专门管理机构，避免多头管理带来的职能交叉和相互推诿等问题。另一方面，PPP 项目的运作周期长，基础设施建设项目更是如此，往往一个项目做下来，政府已经历经了好几次换届。目前有很多地方政府尝试了地方人大为私人部门“背书”的方式来确保私人资本的收益。但是单靠政府机构甚至立法机构的承诺都难以彻底解除私人部门的“后顾之忧”，需要相应的法律法规作为保障。同时，PPP 项目法律关系复杂，各环节都会涉及不同领域的法律问题。因此，推广 PPP 模式必须法规先行，中央层面要研究制订公私合作的总则性法律法规，地方层面也应研究建立区域性的公私合作法规体系。

第 2 章 影子银行视角下化解地方政府债务的途径

如第二篇第 1 章所分析，地方政府融资平台在“十二五”末期开始通过委托贷款、信托贷款（通过理财产品集合而成）、股权融资以及政府与企业的 BOT 协议等方式融资，这些融资构成了地方政府债务的“高利贷”，地方政府融资成本压力在逐步加大，债务风险在持续累积，而且使得影子银行类的金融风险与地方政府债务风险交织在一起。金融风险与财政风险从来都是犬牙交错的关系。地方政府债务依托影子银行的金融创新越来越隐性化，而影子银行本身就缺乏监管，加之金融市场互联互通，单体金融机构风险可能引发整个金融系统风险，最终波及地方政府财政安全。因此分析影子银行视角下地方政府债务风险产生的机理，探究风险传导的路径，评估风险状态，设计相应的治理对策，一方面有利于深入剖析地方金融和财政风险的形成机理，为地方政府风险管理理论的研究提供理论支持并开辟新的研究角度；另一方面可为实务部门及时识别和监测风险提供有效依据，同时促进财政和银行功能的重新整合和改革。

2.1 国内外研究现状述评

2.1.1 国外针对欧美等发达国家影子银行体系的研究

2007 年美国次贷危机爆发之后，美国太平洋投资管理公司 Paul McCulley

（2009）正式将影子银行体系（Shadow Banking System）定义为游离于监管体系之外，与传统、正规及受中央银行监管的银行体系相对应的金融机构。之后，IMF（2008）、纽约大学教授 Roubini（2009）、美国经济学家 Krugman、英格兰银行 Tucker（2010）、Gennaioli 等人（2011）、G20 的 FSB（2011）等都从功能的角度定义了影子银行体系，并就其基本特征、发展历程与未来前景、与金融危机关系等方面进行研究。IMF、BCBS、BIS、FSB 等国际组织均提出将影子银行纳入宏观审慎监管框架。

2.1.2 影子银行问题的中国本土化研究

一、影子银行概念从混乱走向清晰

国内学界对中国影子银行界定曾存在长期的争议，可归纳为最窄口径只包括银行理财业务与信托公司两类；较窄口径包括最窄口径、财务公司、汽车金融公司、金融租赁公司、消费金融公司等非银行金融机构；较宽口径包括较窄口径、银行同业业务、委托贷款等出表业务、融资担保公司、小额贷款公司与典当行等非银行金融机构；最宽口径包括较宽口径与民间借贷（易宪容，2009；周小川，2011；银联信，2011；袁增霆，2011；李杨，2011；卢川，2012；银监会，2012；刘尚希，2012；李若愚，2013；刘煜辉，2013）。直至 2014 年 1 月国务院办公厅发布《关于加强影子银行业务若干问题的通知》，即所谓“影子银行基本法”，才首次从官方层面厘清中国影子银行的概念与监管，即中国影子银行主要包括：不持有金融牌照、完全无监管的信用中介机构；不持有金融牌照，存在监管不足的信用中介机构；机构持有金融牌照，但存在监管不足或规避监管的业务这三类。

二、关于中国影子银行特征、风险及发展的研究

近年来，部分国外学者和研究机构也在关注中国影子银行问题。Peterson Institute for International Economics 的 Nicholas Borst（2014）绘制了中国 32 个省、自治区、直辖市的影子银行风险地图。Shalendra D. Sharma（2015）指出了中国影子银行风险与“雷曼”案例的不同。Yuanyan Sophia Zhang 和 Steven Barnett（2014）发表在 IMF 的工作论文中论述了中国财政脆弱性和地方政府的影子银行风险。国内相关研究首先规范分析了中国影子银行的风险成因和监管对策，指出影子银行信息不透明、高杠杆、结构复杂、证券化程度高、表外性强、缺乏监管，存在信用风险、利率风险、声誉风险、削弱政策调控风险等，

提出了规范商业银行表外业务、加强监管与处罚力度、完善信息披露并明确理财产品风险、促进信托业务转型等对策（卢川，2012；李若愚，2013；梁雅敏，2013；王涔力，2013；刘煜辉，2013；王守贞，2013；中国人民银行营业管理部课题组，2016）。其次，部分学者基于国外的教训与启示分析中国影子银行问题，如巴曙松（2009）、刘文雯等（2010）、袁增霆（2011）、李建军（2011）等。最后，部分学者逐渐深入实证性研究。如唐红娟（2012）设计了影子银行风险监测指标并做出评估。国信证券（2011）构建 Logistic 模型分析影子银行产品的信用风险。王守贞（2013）评估了影子银行系统的总体风险。李建军、薛莹（2014）运用投入产出法构建影子银行系统性风险测度模型。封思贤等人（2014）实证分析了中国影子银行对金融稳定的影响机制。孙国峰、贾君怡（2015）用扣除法对中国影子银行规模进行测度。

2.1.3 中国影子银行风险和地方政府债务风险的交叉性研究

国内外目前能够搜集到的直接研究中国影子银行视角下地方政府债务风险的成果尚不多见，散见于中国工商银行课题组（2010）、财政部 2012 年 463 号文件、民生证券（2013）、王永钦（2013）。另有，成思危（2011）、招商证券（2012）、刘煜辉（2013）、审计署 2013 年第 24 号公告、世行《东亚太平洋经济半年报》（2013）、穆迪（2013）指出中国影子银行规模激增（尤指城投债和基建信托）助力地方举债变化；肖钢（2010）、刘尚希（2010）、王守贞等（2013）、王梅、贾康、樊纲（2013）、刘煜辉（2013）、吕健（2014）指出影子银行负债短期化和地方公益投资长期化形成错配风险，使融资方更加倚重融资渠道的畅通度，存在“庞氏风险”。

显然，现有研究虽已认识到中国影子银行扩张与地方政府举债融资有关，但零散的应用研究还停留在浅表层面，未从二者结合的视角做出风险量化评估，未指出当前影子银行的规模对地方政府债务风险状态的影响程度，也缺乏从影子银行与地方债务风险传播的规律中设计治理对策。

2.2 与地方政府有关的影子银行业务

本课题将中国影子银行机构和业务按所受监管主体的不同分为四类，第一类：受“三会”监管（即中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会和中

国保险监督管理委员会），主要包含有各金融机构理财产品,如银行理财、信托理财等。第二类：受各部委和地方政府监管，主要包括：融资租赁公司、担保公司、典当公司、私募股权投资公司、小额贷款公司和金融资产交易所等。第三类：受到交叉监管，即受到国家发改委、证监会和银监会监管的城投债业务。第四类：完全不受监管,机构上包括互联网金融公司、民间融资和小规模中介理财顾问等，业务上包含金融市场上的各类新型业务，如资产证券化、融资融券等。

2014 年 12 月，中国基金业协会将地方政府为直接或间接债务人的资产，以及以地方融资平台公司为债务人的基础资产，列入《资产证券化业务基础资产负面清单》。以地方政府债务为基础资产的证券化业务受到约束，第四类影子银行业务与地方政府债务没有直接或间接的业务关联，在风险波动上也便不具备明显联动性。所以本课题只重点讨论与地方政府债务有业务关联的前三类业务。

2.2.1 受“三会”监管的影子银行机构及业务

中国实行分业经营、分业监管的金融体制，有些业务受证监会、银监会和保监会监管，有些由中国人民银行、商务部、发改委等部门和地方政府监管。受“三会”监管的非传统银行业务，主要有信托理财、银行理财、基金理财、证券理财和保险理财等。这些业务属于广义影子银行，所受监管不充分，自身风险容易外溢引发系统性风险的特点。下面只讨论与地方政府有业务关联的信托理财产品和银行理财产品。

一、信托理财产品

中国在改革开放初期到 20 世纪末，是信托业的起步阶段，主要是高息揽储和证券经纪业务。直到 2006 年，集合资金信托业务成为主要的业务形式，投资于房地产、基础设施、和企业等领域。自 2006 年至今，信托业务迅速扩张，业务形式渐趋丰富多元，如今较为重要和多见的业务有：私募股权类、银政信合作类、房地产基金类等等。信托理财产品凭借独有的资金管理制度优势、风险低、收益高的特点，迎合了居民投资理财的需求，2011 年以来市场规模迅速扩张。在这诸多的理财产品中，与地方政府债务有着密切关系的业务是政信合作信托，虽说与房地产信托并没有直接联系，却是一荣俱荣，一枯皆枯的。

政信合作信托是地方政府通过地方融资平台，委托信托公司，将融资平台债务作为未来收益的资本金，设计出适合投资者购买的信托产品。因为政信合作信

托隐含地方政府充当最后担保角色，风险较小，收益高，受到投资者的追捧。随着中国城镇化步伐加快，地方政府融资需求不断增加，通过政信合作方式融资快捷，受到较少的政策约束，对地方政府缓解融资压力起到一定作用。

房地产信托通过房地产市场与地方政府土地财政产生了联系。房地产信托的收益来源于租金和房产的升值，房价处于上升通道，土地购置价和交易量就随之上升，地方政府用获得的土地收益，偿还到期债务，地方政府也可以凭借土地未来收益获得抵押贷款。

信托产品理财资金池是经过了期限转换和流动性转换的设计，具有了一定的杠杆率，风险水平增高。信托职能逐渐多样化、信托业务品种多样，规模也迅速扩张，对信托行业的全面监管难度增加，金融市场敏感的逐利性，使信托类新产品很容易做到监管套利。信托理财产品风险水平偏高，有些产品杠杆率设计过高，对金融市场具有助涨杀跌的效果，属于影子银行。

二、银行理财产品

银行理财产品作为银行的表外业务，属于广义影子银行范围，银行理财是银行为应对《巴塞尔协议Ⅲ》对资本充足率管理的要求而产生，优点是节约了资本占用，提高了盈利水平，是金融创新的产物。对居民来说，银行理财产品看似是对资产保值的很好选择，实际上，银行的理财产品同样存在不可忽视的风险。银行主要发售短期银行理财产品，期限多在 1 天到 1 年之内分布，而资产配置多是长期资本，出现期限错配现象。银行理财产品收益是同期存款收益的几倍，资金成本很高，又有“刚性兑付”的压力，在投资标的的风险水平偏高的情况下，可能形成代偿性风险。

各家银行理财产品中，货币基金因其具有低投资门槛、收益稳定风险低、流动性强的特点，受到广大投资者的追捧。中国货币市场发展还不够充分，风险状况因为投资工具相对单一，具有集中兑付的压力。在中国货币市场的债券中，国债占比较大，还有部分市政债和企业债，且国债中长期债券占比高于短期债券。这使得基金在投资组合中对某品种过分依赖导致风险集中。货币市场基金通过货币乘数创造出更大的信用货币，具有高杠杆性。

近年来银行理财产品规模处于高速增长阶段。中国对银行理财产品监管相对较严，但其躲避了《巴塞尔协议Ⅲ》的监管，属于影子银行系统。

2.2.2 受各部委和地方政府监管的影子银行机构及业务

受到各部委和地方政府监管的类金融机构，包括：融资租赁、担保、典当、私募股权投资、小额贷款公司和金融资产交易所等。其中具有影子银行性质同时与地方政府债务有关联的业务，主要有融资租赁公司和担保公司。

融资租赁公司不仅具有金融属性也具有贸易属性，所以在经济金融体系中起到的作用独特。当前国有融资租赁公司，也有金融租赁公司，金融租赁公司受银监会的监管，因为金融租赁公司业务包含在融资租赁公司业务范围内，所以，本课题对两类公司不再过细区分，一并称为融资租赁公司。融资租赁公司与银行合作，支持基础设施建设，通过债权交易、信托计划、私募基金和租赁资产证券化等产品，有效拉动了银行和社会资金，支持了经济发展。融资租赁业务作为信用中介所承担的风险具有传染性。其经营运作的资金除自有资金以外，还依靠贷款、资产证券化、发行债券等在金融市场融资。在这一过程中，融资租赁公司又实现了期限转换和流动性转换，提高了资金杠杆，属于影子银行。融资租赁的另一特征是融物性，但是大型设备具有投资期限长的特点，若某类设备经济周期处于下行状态，风险水平增高，容易暴露风险。

担保公司为市场上的金融产品做增信服务，作为“经营风险”的行业，担保公司使经济活动中的风险管理更专业化。担保行业的风险主要来自于被担保人，若出现担保公司替代债务人偿还借款，而又不能全部收回代偿资金，就会发生损失。担保行业分担了债权人的风险，是信用链条上一个重要环节，其承担的风险具有传染性。担保公司作为中介机构，是否具有影子银行的性质，取决于其服务的金融业务的性质。担保公司在为银行表内贷款业务提供担保情况下，这种增信服务属于银行基本业务，不具有影子银行性质；相反在为金融机构提供表外业务担保时，就被界定为影子银行。金融市场上流通的各类投资产品，都离不开担保公司的身影，其对自有资金和对所担保产品的风险水平的控制能力，直接影响金融市场的波动情况。

2.2.3 受到交叉监管的影子银行业务

城投债受到发改委、证监会以及银监会的监管，是典型的交叉监管的影子银行业务。

中国发行的城投债是地方融资平台以公司债的性质发行的具有隐性地方政府信用担保的债务。发改委是监管城投债的主体机构，国家发改委出台了系列城投债监管的文件，监管范围涉及事前监管、事中监管和事后监管；因部分信用评级良好，可以在证券市场挂牌交易，所以受到证监会的监管；另外，在银行间债券交易市场挂牌的城投债，以及城投债的发行方即地方融资平台受到银监会的监管；所以，城投债受到多部门协同监管，若监管范围界限划分不清，容易出现监管套利的风险。

城投债是地方政府通过投融资平台公司公开发行的可在二级市场上交易的债券，发行条件严格，交易数据透明。表 2.2.1 整理了城投债 2003 年至 2014 年的数据，可看出城投债的规模变化。

表 2.2.1 历年来城投债发行量　单位（亿元）

年份	城投债发行量	债券发行总量	城投债占债券总量比重
2003	83	9,950.9	0.83%
2004	44	12,068.6	0.36%
2005	396	16,511.3	2.40%
2006	436	25,674.9	1.70%
2007	781.2	80,506.8	0.97%
2008	1,000	73,128.1	1.37%
2009	3,150	86,800.7	3.63%
2010	3,030	93,833.5	3.23%
2011	3,730.9	77,786.1	4.80%
2012	9,047.4	80,859.6	11.19%
2013	9,491.7	90,404.3	10.50%
2014	13,927.40	122,750.32	11.35%
2015	22,674.15	144,178.51	15.73%

数据来源：根据 Wind 数据整理

由上述数据看出，自 2003 年城投债发行量 83 亿元，到 2013 年的 9491.7 亿元，城投债 10 年间发行规模扩大了 110 多倍，在国内债券发行总量中由占比不足 1%扩大到占比 10%。城投债规模的扩大也印证了地方政府债务规模的扩张的这一事实。2011 年 10 月地方政府自行发债试点以后，2012 年和 2013 年城投债

发行规模由原来3000亿左右水平急剧增加至9000亿以上，城投债占债券发行总量比例由原来不足5%，迅速增加为10%以上。这种变化也说明，地方政府有巨额的融资需求，在短期内，地方政府发债还无法完全替代通过政府融资平台发行的城投债。城投债在2014年和2015年发行量都较高，2016年后连续几年内是城投债偿债高峰期，就目前城投债规模较大，以及借新偿旧的占比加大的情况看，防范城投债违约风险的压力加大。城投债风险具有传染性，城投债违约情况一旦出现，首先影响到地方政府信用，导致政府各类债务信用评级降低，交易量萎缩，出现流动性风险，若处理不及时容易引发系统性风险。城投债属于影子银行范围，在融资平台剥离地方政府职能前，又与地方政府债务关系密切，地方政府对城投债负有隐性担保责任或者救助责任。

2.3 影子银行与地方政府债务风险关联性分析

2.3.1 影子银行风险向地方政府债务风险传导的载体

相应的不同风险源有其主要依赖的风险传导载体。影子银行风险向地方政府债务风险传导的载体主要分为四种：房地产市场、信托公司、融资租赁业务、银行机构和地方融资平台。

一、房地产市场

房地产市场作为载体，通过房地产市场价格波动，连接了影子银行中房地产信托和地方政府债务。在地产价格上行空间中，预期地上建筑规划项目完成会带来土地的升值，所以对土地资产的估值较高，政府会提高土地抵押贷款杠杆比例，投资方承担了较多风险；另外，房地产信托产品的预期收益率会偏高，产品到期时债务人按高息偿付的违约风险增加。相反，地产价格的下跌会导致土地出让收益的减少，可能导致地方政府出现债务偿付困难，而抵押的土地未来收益将会演变为贷款机构的不良贷款；房地产信托受到投资者预期影响，销售下降，信托公司较难筹集资金，不良贷款率上升。

二、信托公司

信托作为地方政府债务融资的手段，使得信托公司成为风险传递的载体。信托公司理财产品中，占比较大，受投资者青睐的产品之一就是政信合作信托。这类产品的运作模式是：地方政府联合其他资本组织基础产业投资基金等 SPV

（Special Purpose Vehicle 特殊目的载体），地方政府向其注入土地收益或项目特许经营权，然后 SPV 作为融资主体向信托公司融资。地方政府间接通过信托平台举借的债务，主要也是用于基础设施建设。

表 2.3.1　政信合作信托与信托实际募集规模

年份	信政合作信托（万元）	实际募集规模（万元）	政信合作信托占实际募集规模比例
2012	48,110	182,784	26.32%
2013	2,129,414.51	19,152,579.45	11.12%
2014	418,312	2,733,876	15.30%
2015	1,913,831	27,305,100	7.01%

数据来源：据 wind 数据整理

上表统计了 2012-2015 年历年信托产品实际募集规模和政信合作信托募集规模。据 wind 数据库记录，2012 年仅在合肥有建信信托发行了一只募集规模 4.8 亿的政信合作信托，所有信托产品中有募集金额记录的只有 19 家。2013 年是政信合作信托规模暴增的一年，募集规模高达 212.9 亿，同比增长 43.4 倍。2014 年新修订的预算法草案，规定自 2015 年 1 月 1 日起，地方政府可以举借债务，对举债主体、举债规模和方式方面做了规定。新规明确界定剥离融资平台的政府职能，对通过融资平台开展的政信合作业务造成一定影响，2015 年政信合作信托占信托产品总的募集规模的比例降低，达 7.01%。2015 年政信合作信托实际募集规模 191.4 亿，与 2013 年规模不相上下。可见，中国政信合作信托规模庞大，对于信托产品的监管措施还不够完善，使得属于影子银行的信托机构成为了另一大风险传导载体。

三、融资租赁公司

融资租赁业务凭借其融物的优势在地方政府融资中占有不可或缺的地位，因此与政府有业务关联的融资租赁公司也成为了风险传导的直接载体。2016 年初，由中国银行业协会统计，中国资产规模超过 1000 亿元的金融租赁公司为 7 家，由银行参股或控股的金融租赁公司不仅资本规模大，如工银租赁等，而且在数量上占据了行业优势为 30 家。融资租赁公司作为风险传导的载体，链接着地方政府债务，地方基础建设项目中需要的大型设备大多依靠融资租赁的方式获得，在

2013 年的审计结果中，地方政府债务中融资租赁部分为约 2300 亿。地方政府融资租入的设备使用年限长，受到市场利率波动以及技术设备更新影响较大，如果市场利率上升或设备更新过快，会使地方政府债务成本增加。另外，融资租赁公司购买重型设备的资金同样是通过发行债券、融资租赁资产证券化等方式由影子银行融资而来，资金信用状况堪忧，某一链条出现风险暴露都会使风险迅速传递，出现多米诺骨牌效应，从而影响地方政府债务信用状况。

四、银行机构

银行由于代发理财产品或发售自行开发的理财产品，成为了风险传递的载体。银行理财产品是银行的表外业务，不影响银行资产负债总额，不受巴塞尔协议约束，但是影响银行当期损益，具有影子银行的风险特征，属于影子银行。银行理财产品资产池中，地方政府债务占据一定比例，产品募集的资金投向了地方基础设施建设，或用于公共事业，因此，银行作为载体联结了理财产品和地方政府债务，为风险传染搭桥修路。通过查询上市银行年报，收集到银行全口径理财产品（包括银行理财产品，代销基金、券商集合理财产品，代为推介信托类理财产品，代为募集有限合伙人类理财产品。）发行数据，见表 2.3.1 和 2.3.2：

表 2.3.2 9 家上市银行年度理财产品存续余额　单位（百万元）

上市银行	2013 年	2014 年	年增长率
光大	502,300	854,632	70.14%
兴业	500,553	835,125	66.84%
华夏	105,694	162,123	53.39%
工行	1,339,516	1,982,483	48.00%
宁波	76,381	111,933	46.55%
农行	1,261,901	1,830,480	45.06%
民生	331,596	477,181	43.90%
中信	426,841	583,034	36.59%
建行	1,154,400	1,146,739	-0.66%

数据来源：上海证券交易所各银行年报

表 2.3.2 6 家上市银行年度理财产品累计销量　单位（百万元）

上市银行	2013	2014	年增长率
浦发	2,460,000	3,490,000	41.87%
华夏	669,698	1,013,841	51.39%
光大	1,500,000	2,130,000	42.00%
招商	3,398,800	4,801,900	41.28%
交行	11,090,536	15,410,300	38.95%
宁波	314,979	301,670	-4.23%

数据来源：上海证券交易所各银行年报

由上述数据看出，2014 年在有理财产品存续余额记录的 9 家上市银行中，有 5 家都在 8000 亿元以上规模，工、农、建行的理财产品存续金额能达到千亿规模。2014 年在有年度累计销量的 6 家上市银行的记录中，交行累计销量最高，达 15.41 万亿规模，除宁波银行外的 5 家银行，年度累计理财产品销量都在万亿规模以上。此外，2014 年理财产品存续余额和年度累计销量增长率普遍较高。理财产品规模庞大，其自身风险不容忽视，银行作为风险传递的载体的角色，不容小觑。

五、地方政府融资平台

中国地方融资平台发行城投债，是城投债风险向地方政府债务风险传导的载体。地方融资平台公司是连接影子银行与地方政府债务最为紧密的一环，一方面，其自身具备投融资中介的性质，属于影子银行机构；另一方面，又充当为地方政府建设项目融资的角色。

2.3.2 影子银行风险向地方政府债务风险传导的路径

影子银行向地方政府债务的风险传导路径，按业务划分主要分为四种。一是，城投债风险会通过地方融资平台公司，传染给地方政府债务。二是，房地产信托通过房地产市场的价格波动，影响土地未来收益，关系到地方政府收入及举债能力，影响地方政府债务偿还情况。政信合作信托通过信托市场影响到地方政府基础项目融资及偿债能力。三是，银行理财产品的投资标的包含部分地方政府债务，如：地方政府债券、企业债、中短期票据和短期融资券等，通过基金市场和银行网点发售，理财产品风险波动会影响到投资标的的风险状况。四是，融资租赁业

务自身风险，和融资租赁公司信用等级，都会对地方政府债务风险产生影响。每种路径又都离不开担保业务的增信服务，所以担保公司的资本风险状况也会影响到其它影子银行风险和地方政府债务风险。

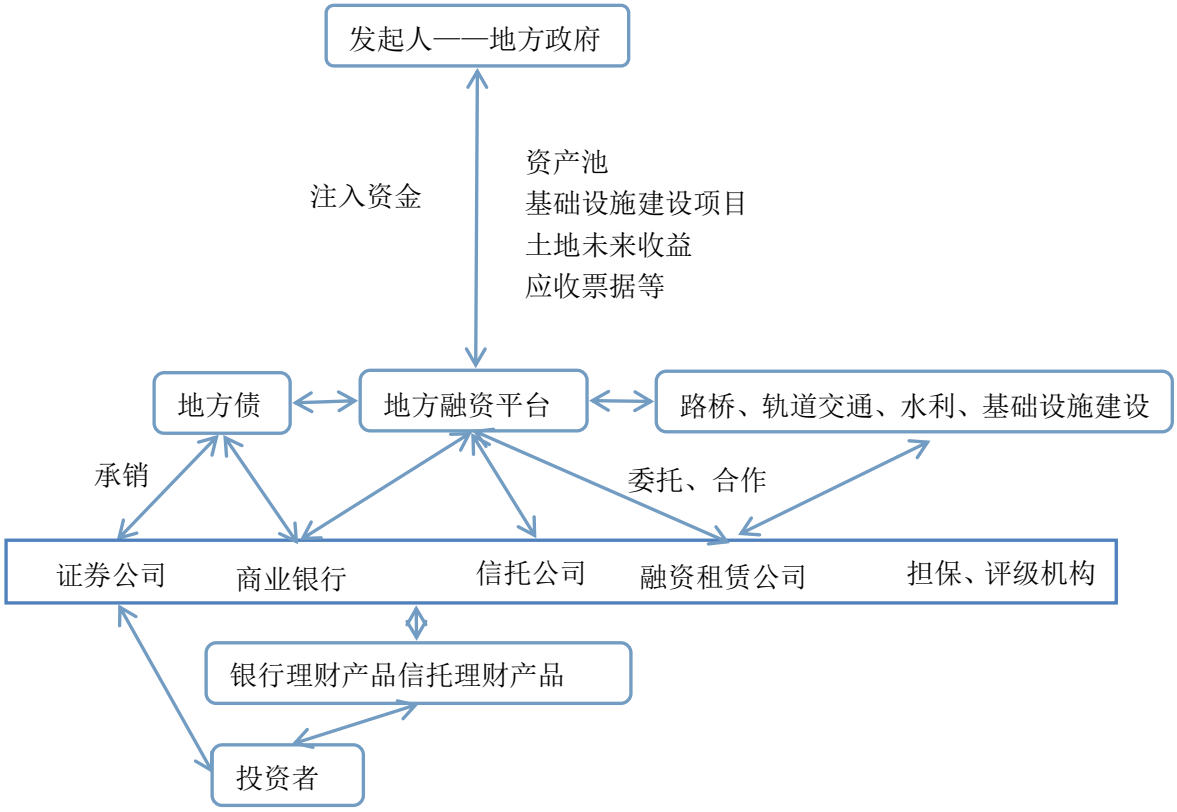


图 2.3.1 信用创造与风险传导路径图

注：自行编制

上图中，自上而下描述了地方政府通过地方融资平台从影子银行体系融资的过程，以及信用创造过程，自下而上描述了风险传导的路径。

风险由影子银行端传导至地方政府债务端，诸如银行理财产品、信托产品、融资租赁业务、担保业务等影子银行的风险，会累及影子银行机构，对影子银行机构低风险安全运营的情况产生不利影响；影子银行机构风险累积，会对地方政府以土地和建设项目为担保设立的资产池产生不良影响；包括城投债在内的一些影子银行业务，风险积聚会恶化地方政府融资平台的资本运营状况，最终影响地方政府信用评级，增加地方政府债务风险。

影子银行信用关系链条过长，牵涉了诸多机构和业务，风险因素多样，具有传染性。影子银行本身具有流动性风险、期限错配风险也可能受到金融系统性风险的冲击，造成的违约风险会随信用创造的路径传染给地方政府债务；担保机构

和评级机构为城投债等各影子银行业务提供信用增级服务，担保和评级公司自身风险控制能力如不能保证，又将增加新的风险源；产品风险及担保和评级机构风险经由资产池传递给了地方融资平台，使平台资金风险极容易暴露，平台的原始收益人是地方政府，地方政府债务风险加大。这其中的每一环节的节点，都是风险容易暴露点，风险源头复杂，风险传导的路径复杂，抵御系统性风险的能力变弱，也使风险监管更加困难。

2.4 影子银行风险向地方政府债务风险传导程度分析

对于风险传导程度的分析，本课题采用 GARCH-VaR 模型度量地方政府债务的风险和影子银行的风险，然后用 CoVaR 量化地方政府债务风险对影子银行风险的溢出效应。

2.4.1GARCH-CoVaR 模型

在研究风险度量方面，VaR 是传统主流方法。在险价值（Value at Risk,VaR）用来衡量一定置信水平和一定期限内，某一金融机构或产品组合在未来资产价格波动下所面临的最大损失。VaR 仅考虑了自身风险，用于风险分析时具有局限性，Adian 和 Brunnermeier（2008）首次提出的 CoVaR 方法考虑到不同机构间风险溢出效应，更好得弥补了 VaR 用于分析时的缺陷。CoVaR（条件在险价值）在给定的持有期当中及一定置信水平下，金融机构或资产组合在未来持有期内损失为 VaR 时，其他机构或资产组合在未来一段时间内的最大潜在损失。

计算 CoVaR 的方法，主要分为两种，即用分位数回归的方法和 GARCH 模型计算。广义自回归条件异方差模型（GARCH）由自回归条件异方差模型（ARCH）发展而成。本文选取能解决时间序列中由于波动而产生的异方差现象的 GARCH 模型，该模型在回归效果上优于传统的分位数方法。

2.4.2 数据说明

一、选取研究对象

中国地方政府举债形式多样，公开的债务统计数据有限，根据数据的完整性、实用性和代表性，本课题选取中国债券信息网——中央结算公司上公布的中国地方政府债（AAA）的收益率曲线，选取 1 年到期的债收益率整理成收益率时间序

列。因为 1 年到期的地方政府债收益率相较多于 1 年到期的地方政府债收益率更接近市场价格，相较少于 1 年期的地方政府债收益率更少受到极端事件的影响，所以可以作为地方政府债务的代表。

对于影子银行，城投债选取上证城投债指数简称沪城投债指数 H11098 作为代表。该指数样本是选取在上海证券交易所上市的，剩余期限在一年以上，债券评级在投资级（BBB）以上的城投债组成。指数基日为 2008 年 12 月 31 日，基点为 100。另外，选取具有代表性的证券公司、租赁公司、投资公司、信托公司、和民间金融机构等影子银行机构，来分析影子银行风险。

证券行业，选取上市公司中总市值排名靠前的光大证券、广发证券、海通证券、西南证券、中信证券、招商证券和长江证券为代表。

信托行业，国内目前仅有的两家整体上市的信托投资公司是安信信托、陕国投 A。

民间金融机构，香溢融通公司资金实力雄厚，具有担保、租赁、典当等金融牌照，并经营此类融资业务；渤海租赁 2016 年 2 月更名为渤海金控，是国内租赁业龙头，主要进行设施投资、各先进设备以及附带技术的融资租赁业务和经营租赁业务，涉及路桥、轨道交通等公共设施的融资和经营租赁。

投资公司代表为鲁信创投、中天城投，主要业务包括担保等投融资业务。

多元金融服务公司代表为中国平安、民生控股，金融业务涵盖范围较广，包含银行理财、保险、担保、融资租赁等。

二、数据说明

本课题研究的时间段为 2010 年 8 月 1 日，至 2015 年 12 月 31 日，近 5 年的时间，地方政府债务经历了从规模暴增到受到控制的阶段，该时间段内也正是影子银行从规模迅速扩张到相对稳定的时期，都积累了相当的风险，具有较强的研究价值。

地方政府债收益率数据来源于中国债券信息网-中央结算公司，选取地方政府债（AAA）1 年到期的债务每日收益率数据；沪城投债指数数据来源于 Wind 数据库，其他数据选自同花顺，都选用每个交易日的收盘价数据。选用 EViews7.0 软件对数据进行建模及运算。

2.4.3 数据检验与模型构建

为了平滑收益率时间序列，对股票价格进行取对数处理。

P_t：股票收盘价或债券收盘指数

R_t：收益率序列 $R_t = \ln P_t - \ln P_{t-1}$ （2.01）

一、对时间序列 R_t 进行平稳性检验—ADF 检验

表 2.4.1 ADF 检验结果

	ADF 值	概率 Prob		ADF 值	概率 Prob
沪城投债指数	-6.329359	0.000	地方政府债务	-13.81842	0.000
中信证券	-33.94117	0.000	中国平安	-34.57166	0.000
招商证券	-34.05537	0.000	民生控股	-31.96357	0.000
广发证券	-34.30496	0.000	香溢融通	-34.26548	0.000
光大证券	-32.29231	0.000	渤海金控	-31.40499	0.000
海通证券	-34.44186	0.000	安信信托	-31.34276	0.000
西南证券	-31.97541	0.000	陕国投信托	-35.87553	0.000
长江证券	-34.35694	0.000	鲁信创投	-33.96786	0.000
			中天城投	-32.88736	0.000

Eviews统计结果

ADF 检验的 P 值接近于 0，拒绝单位根假设，说明收益率序列平稳。

二、序列自相关偏相关分析和序列异方差效应检验

Correlogram of RBH

Date: 05/16/16 Time: 01:11
Sample: 1 1143
Included observations: 1142

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.072	0.072	5.9092	0.015
		2	-0.044	-0.049	8.0868	0.018
		3	-0.024	-0.017	8.7217	0.033
		4	0.050	0.051	11.538	0.021
		5	-0.020	-0.029	11.987	0.035
		6	-0.054	-0.047	15.348	0.018
		7	0.009	0.017	15.434	0.031
		8	0.008	-0.002	15.506	0.050
		9	-0.056	-0.056	19.144	0.024
		10	-0.035	-0.022	20.588	0.024
		11	0.079	0.077	27.788	0.003
		12	0.045	0.026	30.091	0.003
		13	0.023	0.030	30.717	0.004
		14	-0.019	-0.015	31.134	0.005

图 2.4.1 渤海金控收益率图

Eviews7.0 统计结果

自相关和偏相关检验概率接近于 0，说明渤海金控收益率序列无相关性。

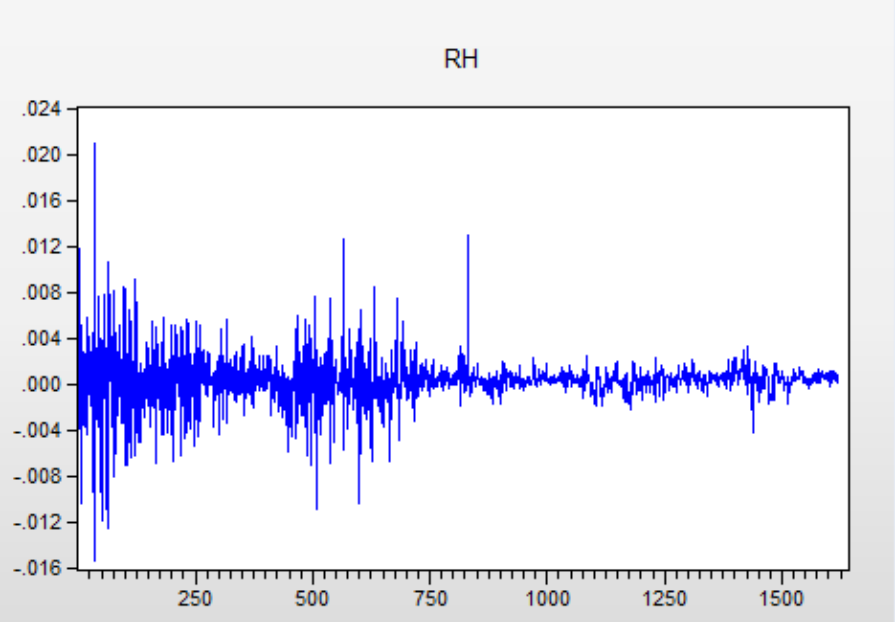


图 2.4.2 沪城投债指数收益率折线图

Eviews7.0 统计结果

图左侧收益率波动性大，右侧波动性变小，说明了收益率具有集聚性。GARCH 模型能有效解决金融数据中由于波动率的集聚性造成的异方差问题。

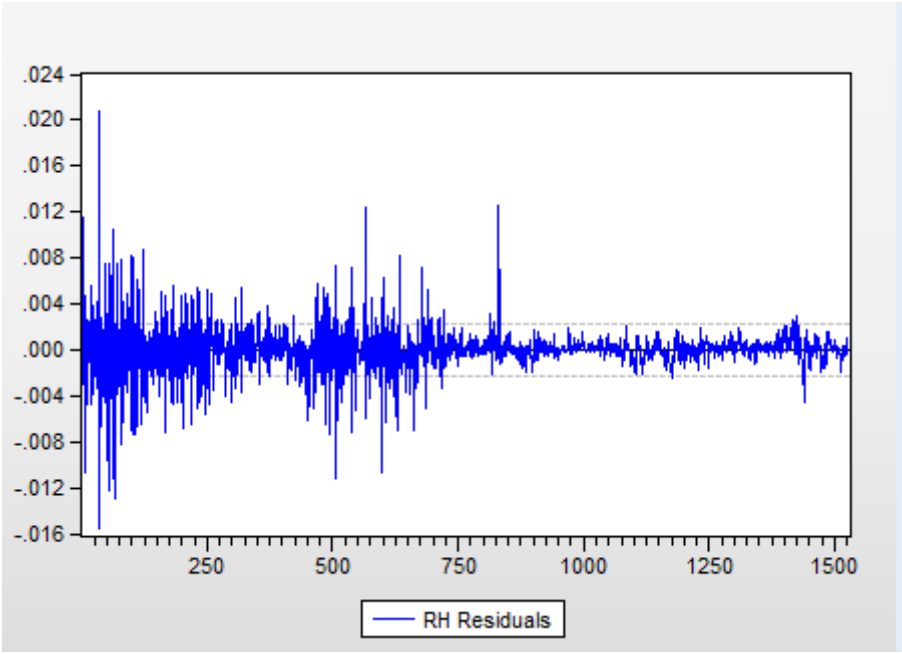


图 2.4.3 沪城投债指数日收益率的回归残差图

Eviews7.0 统计结果

该图具有明显的集聚性。左侧波动较大，右侧波动较小，可能存在 ARCH 效应。为了更准确检验 ARCH 效应，证明误差项存在条件异方差，对自回归残差数

据进行 LM 检验。

表 2.4.2 沪城投债指数 LM 检验结果

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	32.32957	Prob. F(2,1523)	0.0000
Obs*R-squared	62.14800	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Eviews7.0 统计结果

F 统计量为 32.32957，对应的 P 值为 0.0000，拒绝原假设，说明残差序列存在 ARCH 效应。用 GARCH（1,1）拟合，可以消除条件异方差即 ARCH 效应的影响。

三、峰度偏度检验。

对上市机构的对数收益率时间序列的均值、峰度、偏度和 J-B 统计量进行计算，以下为检验式：

偏度：$$S=\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n}(R_t-\frac{R}{\sigma})^3 \quad (2.02)$$

峰度：$$K=\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n}(R_t-\frac{R}{\sigma})^4 \quad (2.03)$$

Jarque-Bera 检验统计量：$$J-B=\frac{n-m}{6}\left[S^2+\frac{1}{4}(K-3)^2\right] \quad (2.04)$$

表 2.4.3 各上市机构对数收益率序列统计性质：

	均值	偏度	峰度	J-B	J-BPro	观测值
地方政府债务	0.000003	0.004015	5.112568	40.20042	0.00	1225
沪城投债指数	0.000246	0.105789	16.45209	12210.2	0.00	1619
中信证券	0.000399	0.057703	5.507077	344.5942	0.00	1313
招商证券	-0.000031	-0.400952	12.44341	4872.793	0.00	1302
广发证券	-0.000412	-6.785216	146.1874	1122259	0.00	1302
光大证券	0.000217	0.086652	5.562576	356.5038	0.00	1297
海通证券	0.00033	0.234858	5.774856	431.3350	0.00	1307
西南证券	-0.000291	-6.517934	130.9903	791021.5	0.00	1147
长江证券	0.000006	-6.632679	140.7802	1032211	0.00	1293

中国平安	-0.000234	-12.48373	318.6604	5368348	0.00	1285
陕国投信托	0.000271	-5.186786	98.67682	497042.7	0.00	1288
安信信托	0.000859	0.021244	4.649012	149.771	0.00	1321
鲁信创投	0.000475	-4.413959	79.87990	326370.6	0.00	1308
香溢融通	0.000203	-0.210166	5.059073	241.2491	0.00	1311
民生控股	0.000154	-0.021300	5.904344	415.5235	0.00	1183
渤海金控	0.0000546	-6.298755	116.5665	621250.1	0.00	1142
中天城投	-0.000174	-8.524785	182.3138	1701966	0.00	1259

Eviews7.0 统计结果

偏度 skewness 均不为 0，不满足正态分布的对称性。峰度 kurtosis K>3 处于尖峰态，K=3 处于长峰态，K<3 处于低峰态。时间序列的峰度均大于标准数值 3，具有尖峰厚尾的特征，J-B 检验的概率均接近于 0，拒绝正态分布的假设，所以在 GARCH 模型中，各收益率时间序列分布选取具有尖峰厚尾、不对称的 student-t 分布。

四、模型构建

根据上述数据检验结果，选取合适的模型-GARCH 族模型。其中 GARCH（1,1）模型是 GARCH（p,q）的一种特殊情况，能够消除金融序列常见的异方差性，且具有较好的拟合性，本文选用 GARCH（1,1）对收益率序列进行建模。模型由均值方程和方差方程组成：

均值方程: $R_t^i = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1}^i + A(L)R_{t-1}^i + B(L)\mu_t$ (2.05)

$\mu_t = \sigma_{it}\varepsilon_t$ (2.06)

方差方程： $\sigma_{it}^2 = \beta_0 + \beta_1\mu_{t-1}^2 + \beta_2\sigma_{it-1}^2$ (2.07)

VaR 的数学表达式： $\Pr ob(\Delta P < -VaR) = 1-\alpha$ (2.08)

其中，R_t^i 和σ_{it}^2表示各金融机构 i 在 t 时期进行对数平滑后得到的收益率和方差，μ_t是残差项，ε_t是随机扰动项，Prob 表示概率， α 表示置信水平。A(L)和 B(L)在这里取值为 1。

条件在险价值 CoVaR 的公式为： $\Pr ob(X_i \le CoVaR_{i,j} \mid X_j = VaR_j) = q$ (2.09)

表示影子银行 j 的风险损失为 VaR_j 时，地方政府债 i 可能的最大损失为 $CoVaR_{i,j}$，q 表示置信水平。

EViews 中单位资产 VaR 的计算公式：$\mathrm{VaR_{it}} = \hat{\mathrm{R}}_{\mathrm{it}} - \mathrm{Q}（\mathrm{q}）\hat{\sigma}_{\mathrm{it}}$ (2.10)

$\hat{\mathrm{R}}_{\mathrm{it}}$ 为一步向前预测的均值，$\hat{\sigma}_{\mathrm{it}}$ 为一步向前预测的条件方差，$\mathrm{Q}（\mathrm{q}）$为置信水平下的分位数。

$\mathrm{R_t}$ 表示收益率序列，μ_{t} 为残差项，ε_t 为扰动项，在这里服从 student-t 分布。方差方程反映均值方程中残差项的波动情况。

CoVaR 模型与 VaR 模型只是均值方程有些改动：

均值方程：$\mathrm{R_t^i} = \alpha_0 + \alpha_1 VaR_{q,jt} + A(L)R_t^j + B(L)\mu_t$ (2.11)

$\mu_{\mathrm{t}} = \sigma_{it}\varepsilon_t$ (2.12)

方差方程：$\sigma_{\mathrm{it}}^2 = \beta_0 + \beta_1\mu_{\mathrm{t-1}}^2 + \beta_2\sigma_{it-1}^2$ (2.07)

用 GARCH 模型拟合，可求得 CoVaR 值，

公式为：$CoVaR_t^{i,j} = \hat{R}_{it} - Q(q)\hat{\sigma}_{it}$ (2.13)

若 i 取值于地方政府债，j 取值于影子银行，$\mathrm{CoVaR_t^{i,j}}$ 则表示影子银行风险向地方政府债风险溢出程度。

风险溢出值：$\Delta CoVaR_t^{i,j} = CoVaR_t^{i,j} - VaR_t^i$ (2.14)

ΔCoVaR 表示条件风险价值 CoVaR 与风险价值 VaR 的差值。

风险溢出比重：$\%CoVaR_t^{i,j} = (\Delta CoVaR_t^{i,j} / VaR_t^i) * 100\%$ (2.15)

风险溢出比重反映了风险溢出的程度，消除了量纲影响。

2.4.4GARCH-CoVaR 模型求解

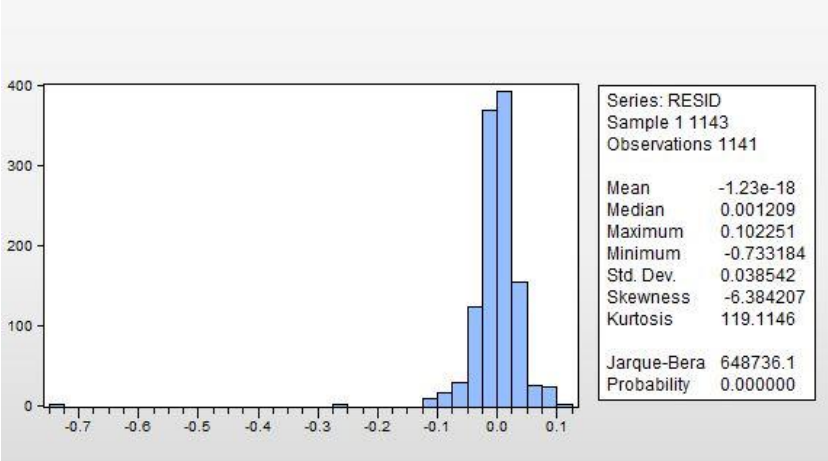


图 2.4.4 渤海金控残差分布图

Eviews7.0 统计结果

以渤海金控残差分布图为例，渤海金控收益率序列作回归时，残差分布符合正态分布，说明模型设定的回归方程有意义。

以置信度 95%为标准，根据收益率序列用 GARCH(1,1)模型求解出各股票和指数的 VaR 值序列（单位%），如表：

表 2.4.4 各上市机构 VaR 值

	预测均值	预测方差	VaR 中位数	VaR 均值
安信信托	0.000143	0.001813	-6.5146	-7.6645
西南证券	-0.000223	0.001301	-6.2833	-7.1518
鲁信创投	0.000192	0.001272	-6.6298	-7.1483
中天城投	-0.000203	0.001476	-6.0675	-6.9413
渤海金控	0.000939	0.00131	-5.9398	-6.8467
广发证券	-0.001087	0.001199	-6.0425	-6.7809
陕国投 A	0.000438	0.001226	-6.119	-6.7323
民生控股	0.000227	0.000842	-5.413	-5.8762
海通证券	-0.001279	0.000729	-5.4324	-5.7663
香溢融通	0.000203	0.000816	-5.2878	-5.6691
招商证券	-0.00139	0.000718	-4.4835	-5.6638
光大证券	-0.000831	0.000733	-5.0868	-5.4316
中信证券	-0.000771	0.000582	-5.8933	-5.031

长江证券	-0.000923	0.000907	-4.4748	-4.7687
中国平安	-0.00084	0.000459	-4.0933	-4.3119
沪城投债指数	0.000341	0.000344	-0.3846	-0.401
地方政府债务	0.000362	0.000325	-0.349019	-0.370618

Eviews7.0 统计结果

据实证结果可以看出，影子银行的 VaR 值水平远高于沪城投债指数和地方政府债务，沪城投债指数是以评级在投资级（BBB）以上的城投债为样本，债券本身风险较小，指数化后收益率波动更趋平稳，所以风险价值水平较低，均值水平在 0.35%左右。

由 VaR 均值来看，在 95%置信水平下，证券公司（包括：广发证券、中信证券、招商证券、光大证券、海通证券、西南证券、长江证券）的风险价值的均值水平在 5%-7%区间，综合金融类业务（包括：中国平安、民生控股）在 4%-6%区间，投资公司（包括：鲁信创投、中天城投）自身风险价值的均值水平在 7%左右，民间资本（包括：渤海金控、香溢融通）自身风险价值的均值区间在 5.6%-6.8%，信托行业（包括：安信信托、陕国投 A）自身风险价值的均值水平在 6.7%-7.7%区间。影子银行各行业自身风险价值水平较集中，处于 4%-7.7%区间，风险程度较高。影子银行内在高杠杆和波动性使其容易受到市场冲击，从而引发系统性风险，威胁地方政府债务的安全。

根据求解出的 VaR 均值，利用 GARCH（1,1）模型求解出 CoVaR 值，继而求出 ΔCoVaR、%CoVaR。

表 2.4.3 各上市机构 CoVaR 值 ΔCoVaR 值及%CoVaR 值

地方政府债务	Var 中位数	Var 均值	CoVaR 中位数	CoVaR 均值	ΔCoVaR 中位数	ΔCoVaR 均值	%CoVaR 中位数	%CoRaR 均值
光大证券	-0.348613	-0.375562	-0.349272	-0.375937	-0.000506	-0.000116	0.1485	0.6763
渤海金控	-0.348344	-0.374762	-0.349232	-0.375954	-0.00097	-0.000937	0.2821	0.4533
陕国投 A	-0.347811	-0.373935	-0.349349	-0.37595	-0.001554	-0.00176	0.4132	0.4352
海通证券	-0.348414	-0.374517	-0.348899	-0.375414	-0.00104	-0.00063	0.2928	0.4166
招商证券	-0.347421	-0.373758	-0.349326	-0.375949	-0.001644	-0.001924	0.5032	0.4148

中信证券	-0.346675	-0.373469	-0.349259	-0.002215	-0.002123	-2.936511	0.6351	0.4116
安信信托	-0.349019	-0.370618	-0.371904	-0.35174	-0.001696	-0.001437	0.266	0.4086
鲁信创投	-0.347826	-0.373986	-0.349186	-0.375766	-0.001331	-0.001514	0.3835	0.3877
香溢融通	-0.348225	-0.374053	-0.349129	-0.375727	-0.000918	-0.00141	0.2408	0.2517
民生控股	-0.348389	-0.374179	-0.349242	-0.000896	-0.001389	1.323847	0.2375	0.242
长江证券	-0.348121	-0.374076	-0.349188	-0.375782	-0.00103	-0.001442	0.2855	0.2388
西南证券	-0.348141	-0.37414	-0.349061	-0.375651	-0.000992	-0.001247	0.2991	0.2311
中国平安	-0.34842	-0.37409	-0.349011	-0.000801	-0.001242	0.786628	0.2264	0.2105
广发证券	-0.34827	-0.374094	-0.348986	-0.000772	-0.001222	-0.000772	0.2228	0.1937
中天城投	-0.348757	-0.374014	-0.349052	-0.375614	-0.000948	-0.001336	0.2814	0.1691
沪城投债	-0.34860	-0.374258	-0.349131	-0.375732	-0.000775	-0.001209	0.2126	0.1937

Eviews7.0 统计结果

图表 2.4.3 是沪城投债指数在影子银行风险条件下的各项指标，对应地方政府债 VaR 中位数、VaR 均值来看，受不同机构影响，CoVaR 值有所增加。说明在影子银行风险出现极端情况条件下，沪城投债指数收益率可能的损失有不同程度的增加。

%CoVaR 表示地方政府债受到各影子银行机构股价波动时受到的影响程度，图表对%CoVaR 均值进行降序排列，透过数据可知，影子银行风险会对地方政府债务风险产生正的风险溢出，即存在正向的贡献性，使地方政府债务风险水平有所提高。

2.5 避免影子银行风险向地方政府债务风险传导的政策建议

2.5.1 加强前端链条的风险监管

一、构建对影子银行相对完善的统一监管体制

对于风险传导的前端链条即对影子银行风险监管,首先要在宏观层面,构建对影子银行相对完善的统一监管体制。

目前中国监管主体是“一行三会”，特点是互为补充、分工明确，但是现今中国金融发展迅速，金融行业朝着混业经营的方向加速前进，影子银行涉及的机构和业务不单纯分属某一部门管辖，各监管部门各成系统的方式显得不再合宜。

而且，部门间模式是各自为政，容易导致监管缺位的问题。伴随着互联网金融的突起，网络金融业务不断丰富，市场上出现诸多新型金融模式，拥有金融全牌照资金实力雄厚的企业更是助推了具有监管套利的创新金融的推广应用。在人们享受金融创新带给生活、生产、消费等领域的方便实惠的同时，也提防着无处不在的风险，市场迫切需要高效的监管，让投融资活动更安全。

金融混业经营需要相对统一的监管模式，监管措施需要系统性和层次性的协调。整合部门监管义务，统筹金融行业监管工作，可以降低信息传递成本，减少由于监管漏洞产生的违法违规事件的发生，且能促进金融市场健康发展。统一监管模式生成，一方面会统筹银行理财产品、信托产品、基金、股票、保险、融资租赁和金融衍生品的管理，另一方面也会及时把新型金融模式纳入监管范围，如此才能有效控制监管套利，且能够有效降低机构或业务风险，防止暴露的风险进一步传播。因此，统一监管体制是保证各金融机构健康运营的基础。

二、完善影子银行信息披露制度

影子银行业务具有隐蔽性和复杂性，透明度低，造成监管难度增大，所以完善影子银行信息披露制度，及时获取有效信息可以保证资金使用的安全性，维护金融稳定性，避免风险在影子银行系统和地方政府债务系统间传染。

首先，确立影子银行业务的信息披露范围和标准。影子银行业务交易数据有必要公开，便于专业人士测算其规模，便于投资者评估产品的收益和风险，预测产品价格走势，使得产品价格更接近自身价值。另外，对于不同的影子银行产品，针对其风险性制定合理的信息披露政策，确保信息披露的灵活性能跟上产品的创新性。如：影子银行的产品风险揭示书相比其他风险披露更具灵活性，然而信息披露不够详尽，需公开更详细的资金运作方法，以及各类资金的比例等。然后，建立官方信息发布平台，确保影子银行信息发布的公正性和真实性，避免虚假信息诱导交易者作出错误决策，从而维护市场稳定。最后，明确信息披露的责任和义务。部分大额或高风险交易性金融产品，需要通过第三方信用评级机构进行信用评级，为投资者提供完整准确的信息。针对与地方政府债务相关联的产品，需要明确各方承担的责任，和确切的偿还份额，并向公众披露。

完善的信息披露制度是一种有效的市场监管。使信息高度集约化和透明化，是对投资者合法权益的有效保障，会促进资本定价更趋理性，减少市场投机行为

的发生，稳定资本市场的发展，构建良好的信用环境；从而间接平滑市场波动，降低风险，自然也降低了风险的溢出效应。

2.5.2 加强衔接链条的风险监管

一、加强影子银行向地方政府债务风险传导链条的监管

对于影子银行与地方政府债务风险衔接链条，要加大监管力度，防止因各类主体业务的风险扩大而引发系统性风险。

加强传导链条的监管，需要对传导的路径进行风险管理。监管部门要根据影子银行风险传导的路径，进行各业务链条的风险防控措施。针对银政合作银行理财产品、信政合作信托产品、城投债以及融资租赁等，向地方政府债务传导风险的各个链条中，要控制杠杆率和规范信用创造次数，压缩信用链条长度，精简链条中牵涉的中介机构，如：严格控制信用担保机构的数量，防止雁过拔毛的现象造成的地方政府融资成本虚高，缓解地方政府还本付息压力。

加强传导链条的监管，需要对风险传导的重要节点进行风险管理。风险衔接点复杂多样，导致风险识别困难。一些理财产品设计过程中，加入了期限转换、流动性转换、有意规避微观层面的风险，但是当诸如利率环境变化等宏观系统性风险来临时，却变得不堪一击，风险瞬间蔓延扩大，累及地方政府债务等信用母体，所以加强风险传导链条的监管显得尤为重要。专业风险控制员工须对风险进行科学评估和监测，在金融产品设计环节，整体杠杆率要有效控制，流动性风险监管和期限转换风险限制在合理范围内；风险容易在担保链环节暴露，所以应控制信用增级的幅度，避免担保运作影响产品定价的情况出现。

市场具有逐利特征，影子银行不能只关注利益而忽视风险，影子银行机构作为市场上的个体，要建立长远发展目标，防止过度创新金融产品，和过度推高产品杠杆率，做好自身的风险管控，才能避免外部系统性风险的冲击。对风险传导链条做好监管，可以防止风险跨市场传染，影子银行风险控制好，确保不外溢，是对金融市场良性发展的贡献。

二、规范影子银行运用地方政府债务资产的资金链

对于高杠杆高风险的影子银行业务，要严格禁止将地方政府作为责任担保，并且要严控地方政府债务资产在产品设计中的资金比例。中国需完善地方政府资产管理制度，以地方政府为直接或间接债务人的资产要严格禁止参与影子银行信

用创造。目前，中国金融市场的监管体制尚不够健全，对创新金融业务监管经验不够丰富，过度放开影子银行创新业务和刻板固守传统信贷业务都不足取。

影子银行资金与地方政府债务资金界限需要严格划分，中国目前相关制度监管情况，是资产证券化业务基础资产将地方政府资产列入负面清单。未来，涉及高杠杆风险的私募股权、结构化基金和信托，建议将地方政府资产列入负面清单。对信托理财、银行理财等产品，都要严格限制地方政府资产的杠杆率，严控地方政府债务资产的信用风险。在盘活地方政府债务存量的同时，也要保障地方政府债务资金的安全，这需要将地方政府债务资金与影子银行资金作出清晰划分和认定。

三、完善风险衔接链条中的信用评级制度

信用评级在整个信用创造链条中，处于第三方独立地位，因其对机构或部门的评级具有真实公信力，所以直接影响着投资者的决策，完善衔接链条中的信用评级制度显得尤为重要。

中国目前规模较大的信用评级机构有四家：大公信用、中诚信、联合信用、上海新世纪。中国本土信用评级机构起步较晚，市场占有率偏低，而美国三大评级机构：穆迪标准普尔和惠誉评级公司对中国市场渗入早，现与中诚信、联合信用和上海新世纪有合资合作，只有大公信用坚持民族品牌，由此可见信用评级市场中中国公司处于竞争弱势。为促进中国信用评级机构发展，在法律上和政策上要出台相应的条款来约束国际评级机构的在国内市场的经济行为，为国内评级机构提供合适的竞争环境，促进国内评级机构的发展。只有中资评级机构竞争相对充分，业务服务广泛且精良，才能促使评级行业向着独立性、公正性、科学性的方向进步。从长远来看，评级机构品牌数量较少则无法与地方政府或强势影子银行机构进行抗衡，第三方独立性会时常受到威胁，可能为求生存而牺牲公平性，有损评级机构的公信力。

为保评级机构的公信力，防范信用评级机构权力滥用，应明确信用评级机构的法律责任。在评级机构业务开展中要遵守法律法规和自律规则，同时应建立内部合规管理制度，防止因重大过失或故意造成的信用评级结果有误，使投资者产生错误决策，加剧金融市场风险波动。

此外，评级机构应探索投资人付费的业务模式，切断与影子银行机构和地方政府部门等发行人或者受益人间的利益链。由于信用评级理论上起着第三方独立

公平的作用，传统业务中，信用评级机构由发行人付费，会造成信用评级机构与发行人形成利益共同体，若由投资人付费，信用评级机构会更倾向于保护投资者真实知情权，从而确保评级机构独立、公正、客观地提供评级服务，为稳定金融市场起到良性作用。

2.5.3 加强末端链条的风险监管

一、出台专门管理地方政府债务的法律

加强末端链条即地方政府债务的风险监管，增强自身抗风险能力，可以有效抵御来自影子银行的风险冲击。

目前，虽然出台了一些有关地方政府债务的部门规章，但没有一套完善的专门的法律。对地方政府举债行为，法律方面的约束要优于行政控制，出台专门的法律是健全债务管理的重要方面。地方政府债务实行限额管理只是从债务规模上进行了控制，还要完善地方政府债券发行、承销、交易方面的法律法规，限制不正当交易行为；制定地方政府债务融资监管法，和信息披露制度相关法律法规，维护地方政府债务信用，杜绝虚假信息传播。针对地方政府债务的动态监控，定期公布债务资金的使用及偿还情况，保证资金使用安全性、信息披露真实性，从而维护政府信用。

中国需要在微观方面完善地方政府债务的相关法律，宏观层面要健全财政法律，预算法需要更完善，包括明确划分政府间财权和事权，明确财权要加强税收立法，建议转移支付制度同样以法律的形式规范起来；明确事权建议制定事权关系法律法规，改善事权划分不清导致的越位缺位现象。规范良好的财政大环境，可缓解地方政府融资压力，使地方政府债务规模和风险降低。

二、提高地方政府债务管理的透明度

增强地方政府债务抗风险能力，完善债务管理的透明度是问题的根本所在。中国的地方政府债务存在管理制度上的漏洞，预算透明度不高、地方政府财政透明度不高，政府信息公开工作不到位，都是地方政府债务风险增加的隐患。

因此，一方面要加强地方政府债务会计管理工作，完善债务信息会计报告制度。另一方面，需要相关法律制度的支持，应尽快出台专门针对地方政府债务的信息披露方面的法律法规。一是规范地方政府债券的交易，及时全面披露重大事项，并做好重大事项披露后的持续性信息披露。二是制定地方政府信息披露事务

管理制度，明确信息披露标准、流程、部门职责、内幕信息保密制度、信息披露档案管理等多方面的内容。三是对违反信息披露义务要求的部门和人员进行相应处罚，做到有法可依、有法必依。

地方政府债务管理更加透明，才能避免信息不对称导致的隐性风险的发生，使债务管理暴露在阳光下，进入公众视野，才能有效维护债权人的权益，增强债务抗击系统性风险的能力，才能从源头上切断地方政府债务与影子银行业务的联系。

三、完善地方政府债务风险预警系统

风险预警系统是防患于未然，在风险管理活动中是先行部分，其重要作用不言而喻。完善地方政府债务风险预警系统，前提条件是债务管理数据透明，和债务风险管理体制明确。

债务风险预警模型是一个整体结构，信号逐级传递，为有效控制债务风险，要分三步骤构建模型。首先，根据债务风险管理目标，收集债务数据，对风险进行初级阶段的识别。然后，核算数据量化风险，并释放对应阶段的风险预警信号。最后，对照风险等级实施相应控制决策，有效化解风险。

债务风险预警指标应具有系统化、规范化、灵敏化和可操作化的特点。也就是要求地方政府债务风险指标具有系统完整性，从不同方面不同层次相对完善的量化风险；指标规范，选取国际常用指标，制定适和当地的指标警戒水平；当地方政府债务受到市场波动影响时，或地方政府债务风险超过警戒线时，指标能快速灵敏地反映，专业风险管理人员能够根据风险指示及时确定防范措施。具体的指标体系构建一方面要满足从不同角度上定性分析描述风险，一方面要定量测定债务风险等级。更为细节的地方要涉及到计算单个指标值、分配指标权数，计算综合风险指标值等等。

完善的风险预警系统还需要现代化的管理工作，管理制度保障是风险预警体系有效运转的关键，因此，离不开各部门的协调、明确的权责划分和专业人员的努力。

第 3 章 化解企业债务的政策与措施

防范与化解企业债务风险的关键是加大企业的改革力度，完善市场经济体系，以市场为导向来化解债务风险。

3.1 调整财政支出结构，压缩国有企业经营性、竞争性领域支出

十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》），这标志着国家对于国有资产管理改革的思路进行了重大调整。首先，《决定》明确提出为了切实保障政资分开、政企分开，国有资产管理体制将从管资产为主转向管资本为主。其次，国有资本的功能、性质有了明确定位。更多的国有资本将根据国家需要，投向国家安全、国民经济命脉的重要行业、公共服务领域和前瞻性战略产业。再次，国有资本将更多用于保障和改善民生，即为了充实社会保障基金将划转部分国有资本，同时还将提高国有资本收益上缴公共财政比例。总之，国有资产监督管理的国家战略目标得到了显著增强，淡化了以往注重的国有资产保值增值的目标。

与之相对应，按照建立公共财政的思路，财政资金在保证维护国家机器的正常运转的前提下，应重点投向公用事业、基础设施、教育、社会保障、环境保护等方面，而逐步减少对经营性、竞争性行业的投入，除了对国家必须投资经营的领域，如经营型公益性项目，半经营型的基础性、战略性、高科技性项目和经营型垄断项目外，政府作为宏观经济管理者，应将财力用于为各种所有制企业创建公平竞争的市场环境，进一步规范市场，完善市场机制，运用市场机制的力量来防范公共风险的积累。

3.2 加大推进企业改革力度，清理“僵尸企业”

“僵尸企业”是指本应被市场竞争淘汰出局，却依靠银行输血、政府补贴和政策支持而勉强维持生产经营的企业，有些“僵尸企业”甚至已经没有了实质性的生产经营活动，只是“僵而不死”、名存实亡。“僵尸企业”占用了大量土地、资金等资源，却不能产生与之相匹配的经济效益，普遍管理不善、效益不佳、连年亏损、资不抵债、低效无效。国有制造业企业中许多运营效率低、高负债、规模大的企业都已沦为“僵尸企业”

2015 年 12 月 9 日，国务院常务会议决定将清理处置“僵尸企业”，目标是在 2017 年末之前实现经营性亏损企业亏损额显著下降。具体做法是采取资产重组、产权转让、关闭破产等方式，对持续亏损三年以上且不符合结构调整方向的企业进行“出清”。“十三五”期间，清理“僵尸企业”并且铲除滋生“僵尸企业”的土壤，将会成为是调整产业结构、化解过剩产能和消融系统性风险的主要着力点之一。

长期亏损的各类“僵尸企业”长期靠国家财政补助维持生存，是国家的包袱

和财政支出的“无底洞”。应尽快建立起劣势企业退出市场机制，使其尽快退出市场。具体退出方式为：对无资金、无经营场所、无人员的“三无”企业进行撤消，对工艺技术落后、市场竞争力差、资源枯竭的工矿企业实行强制关闭，对亏损严重、扭亏无望、严重资不抵债、不能清偿到期债务的企业实施破产清算。实行撤消、关闭、破产的劣势企业，原有员工与企业解除劳动合同，政府一次性对原有员工实行安置补助，并按照规定处理企业历史遗留债务，终止财政没完没了的补助支出。

3.3 建立健全社会保障体系，保证企业改革顺利进行

加快社会保障体系建设，是顺利推进各类企业改革的重要条件，是实现“僵尸企业”重整和破产清算退出的“软着陆”和“无震荡”的根本保障。不可避免的，“僵尸企业”的重整与破产清算将会造成员工的大量下岗失业。各级政府为了维护社会稳定，必须加大资金投入，建立社会托底政策，出台一些特殊的政策安排，将企业人员的劳动、医疗保障体系与社会系统有效对接。对于破产重整与清算退出企业，要妥善安置下岗失业人员，充分提供再就业及基本生活保障。首先，为了保障破产重整与清算退出企业的下岗失业员工顺利在就业，要为他们提供转岗技能培训和再就业的机会，并且对于有意创业的下岗职工以必要的创业支持。其次，加大养老、医疗等方面的社会救助力度，保障因丧失劳动能力而下岗的失业员工的合法权益。构建下岗职工的基本生活保障“安全网”，着力解决好失业保险、医疗保险、基本养老保险等员工普遍关注的问题。

3.4 完善国有企业公司治理结构，加强管理层问责机制建设

通过 30 多年的改革，以现代企业制度为核心的产权制度在中国国企中已经基本得以确立，国企的基本组织形式已是股份公司。在新形势下，改善公司治理已成为国企改革的新重点，主要包括公司治理结构和机制、发挥制衡手段、降低委托代理成本、提高公司重大决策的科学性等方面。尤其要指出的是，管理层问责机制的建立和完善应该是国企改革新的重点内容。

通过实施对管理层的问责，缓解因所有者缺位，国企在多级委托代理条件下造成的效率低下问题，以实现投资者资本价值保值、增值的目标。作为一个新兴的市场经济国家，中国的资本市场还处在发育阶段。尽管从一开始国企股份制改革就注意借鉴、吸收发达资本市场通行的做法，使得公司 （尤其是上市公司）在形式上都具备了资本市场法律规范所要求的公司治理结构，但公司治理却未能

取得预期的效果。公司运作过程中管理层问责制的缺失是其重要原因之一，即法律规范和证券监管机构对经营者的问责不力。因此，有必要持续加强资本市场的法制建设，在法律层面完善管理层问责制，真正有效激励和约束国有和国有控股公司的经营者（管理层）。

3.5 以市场化原则降低非金融企业杠杆率

所谓“去杠杆化”，是指公司或者个人通过减少使用金融杠杆，把原来以各种方式“借”到的钱退还出去的做法。自从美国次贷危机爆发以来，“去杠杆化”一词受到国外、国内普遍关注。去杠杆治本之关键在于加快推进供给侧结构性改革，多措并举。一是要通过前面几点提到的简政放权、国企改革、兼并重组、僵尸企业出清、化解过剩产能等多项供给侧结构性改革措施，充分释放市场活力，淘汰低效生产者，推动资本向高效率生产者转移，提高企业盈利水平，增强企业债务清偿能力；二是要深化资本市场改革，完善多层次股权融资市场，推进债券市场规范发展，建设直接融资和间接融资相协调的现代金融市场体系，不断提高企业直接融资比重；三是继续深化利率、汇率监管等相关改革。具体来说，宏观层面上，要继续保持经济平稳发展的态势，如若不稳，企业经营状况继续恶化，杠杆率还会上升。为此，要继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策取向，避免经济“硬着落”。策略上，要有序渐进去杠杆，因为杠杆上升过快会带来风险，去的过快也会带来新风险。结构上，优化杠杆分布，优化债务在政府、居民、企业之间的配置，政府和居民部门可以适当加杠杆，帮助企业部门去杠杆，在企业部门内部，去杠杆也要区别对待，针对不同行业、债务期限结构等特点有扶有控。

参考文献

[1]中国工商银行投资银行部课题组,李勇,陈振锋,刘贵冰,贾崧,蔡晓婧,张曦.地方政府债务风险的衡量、分布与防范[J]. 金融论坛，2011（01）：14-24.

[2]李茂媛.地方政府债务风险的本源探究及防范对策[J].江西社会科学，2012（03）：44-48.

[3]李红霞,张世鹏.地方债风险化解路径探析[J]. 经济研究参考，2014（45）：52-57.

[4]高晓飞,李伟,孙险峰.我国地方债的风险管理及防范机制研究[J]. 企业导报，2013（14）:38-39.

[5]马德功,马敏捷.地方政府债务风险防控机制实证分析——基于KMV模型对四川省地方债风险评估[J]. 西南民族大学学报(人文社会科学版)，2015(02)：139-144.

[6]朱洁,李齐云.信用风险视角下地方政府债券发行规模测算——基于KMV模型的实证分析[J]. 中南财经政法大学学报，2016，（02）:37-42

[7]缪小林,伏润民.地方政府债务风险的内涵与生成:一个文献综述及权责时空分离下的思考[J]. 经济学家，2013，(08)：90-101.

[8] 武彦民,张丽恒.我国地方政府融资平台债务风险的现状与治理研究[J].青海社会科学，2012，(06)：70-75.

[9]刁伟涛.“十三五”时期我国地方政府债务风险评估:负债总量与期限结构[J].中央财经大学学报，2016，(03）:12-21.

[10]马改艳.我国地方债务风险隐患、成因及化解对策[J]. 西部论坛，2014，（02）：65-75.

[11]王俊.地方政府债务的风险成因、结构与预警实证[J]. 中国经济问题，2015，(02)：13-25.

[12]戴建,王承武.我国地方政府债务风险成因及对策分析[J]. 特区经济，2015，(4)：133-135.

[13]杨灿明,鲁元平. 地方政府债务风险的现状、成因与防范对策研究[J].财政研究，2013，(11)：58-60.

[14]卫志民.中国地方政府性债务:风险、成因与防范[J]. 河南大学学报

(社会科学版)，2014，(05)：25-31.

[15] 闫光华,赵骄.关于地方债管理中风险及对策的思考[J]. 珠江论丛，2015，(03)：22-31.

[16]张光恺.我国地方债风险及化解对策研究[J]. 北方经贸，2015，(07)：117-118.

[17]胡心梅,唐俐,马子茜.地方政府债务成因与风险控制对策——以渝北地区为例[J]. 财会通讯，2015，(25):74-77+4.

[18]王丽娅,刘固. 我国地方政府债务的风险及其化解对策——基于影子银行视角[J]. 经营与管理，2014，(10）:55-58.

[19]潘秀庆.防范地方政府性债务风险对策分析[J]. 合作经济与科技，2015，(12)：172-173.

[20]周小付.地方治理视角下的地方债风险分析[D].财政部财政科学研究所,2014.

[21]韩鑫韬,梁雁.地方债务风险预警经验[J]. 中国金融，2016，(02)：84-85.

[22]詹向阳,郑艳文.地方政府债务置换的影响[J]. 中国金融，2015，(20）:32-34.

[23]周建霞,杨丽华,张潇.地方债务新风险分析[J]. 合作经济与科技，2016，(02)：45-46.

[24]张平,张丽恒.“十二五”时期我国地方投融资平台债务的治理路径[J].当代财经，2011，(08)：34-41.

[25]阎庆民,李建华.中国影子银行监管研究[M].北京:中国人民大学出版社.2014.

[26]胡滨,尹振涛,郑联盛.中国金融监管报告（2013）[M].北京:社会科学文献出版社,2013.

[27] 张玉新.地方政府土地融资风险及其管理[J]. 中国行政管理,2013（01）:89-92.

[28]中国人民银行调查统计司与成都分行调查统计处联合课题组.影子银行体系的内涵及外延[J]. 金融发展评论,2012（08）:61-76.

[29]姜长青.我国三次发行地方债券的历史考察——以财政体制变迁为视角

[J]. 金融理论与实践,2010（04）:28-33.

[30]易宪容.美国次贷危机的信用扩张过度的金融分析[J]，国际金融研究，2009（12）：16-25。

[31]袁增霆.中外影子银行体系的本质与监管[J]，中国金融，2011（01）：77-78。

[32]李杨.影子银行体系发展与金融创新[J]，中国金融，2011（12）：29-30。

[33]卢川.中国影子银行运行模式研究——基于银信合作视角[J]，金融发展评论，2012（01）：58-65。

[34]刘煜辉.中国式影子银行[J]，中国金融，2013（02）：54-56。

[35]招商证券研究报告.城投债，基建信托、平台贷与地方债务腾挪[R]，2013年2月19日。

[36]王守贞,于明.对当前我国影子银行系统风险的评估，区域金融研究[J]，2013（07）：26-30。

[37]王梅，贾康，樊纲.以阳光化地方政府债券取代影子银行融资[N]，第一财经日报，2013年7月4日。

[38]王永钦.影子银行视角下的中国地方政府债务[N]，东方早报，2013年8月7日。

[39]民生证券研究报告.地方政府债务、分布及风险化解思路[R]，2013年8月8日。

[40]李若愚.中国式影子银行风险评估[J]，财经界，2013（09）：27-30。

[41]McCulley, P.,2009，“The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey”, Research Foundation of CFA Institute.

[42]Manmohan Singh, James Aitken, 2010，“The Sizable Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System”, IMF Working Paper, 2010.7.

[43]Gennaioli, N. , Shleifer, A. , Vishny, R.W. ,2011，“A Model of Shadow Banking”, NBER Working Paper, 2011.2.

[44]FSB, 2011，“Shadow Banking: Scoping the Issues”, 2011.4.

[45]Yuanyan Sophia Zhang and Steven Barnett, 2014, “Fiscal Vulnerabilities and Risks from Local Government Finance in China,” IMF Working Paper.

[46]Chi Lo, 2013, “What Ponzi Scheme?”, The International Economy, Summer 2013. 32-33, 66-67.

[47]Shalendra D. Sharma, 2015, “China’s Debt Woes: Not Yet a ‘Lehman Moment’”, Journal of East Asian Economic Integration, Vol. 19, No.1, March 2015, 99-114.

[48]Li Han, James Kai-Sing Kung, 2015, “Fiscal Incentives and Policy Choices of Local Governments: Evidence from China”, Journal of Development Economics 116 (2015) 89-114.

[49]George M. Guess, Jun Ma, 2015, “The Risks of Chinese Subnational Debt for Public Financial Management”, Public Administration and Development 35 (2015) 128-139.

[50]Yanrui Wu, 2014,“Local Government Debt and Economic Growth in China”, BOFIT Discussion Papers.

[51]Zhiwu Chen, 2015, “China’s Dangerous Debt: Why the Economy Could Be Headed for Trouble”, Foreign Affairs 94 (2015) 13-18.

[52]Yuhui Liu, 2014, “Local Government Debt Management Solutions”, China Economist Vol.9, No.5, September-October 2014, 90-97.

[53]Tiankai Wang, Patricia Shields, and Yangmei Wang, “The Effects of Fiscal Transparency on Municipal Bond Issuances”, Municipal Finance Journal, Vol. 35, No.1, Spring 2014, 25-44.

[54]Yilin Hou, 2015, “Local Government Budget Stabilization: Explorations and Evidence”,2015 by Springer International Publishing.