地方债务打破刚兑难在哪里？

文 | 聂日明（上海金融与法律研究院研究员）

据媒体报道，从去年 12 月至今的四个月时间内，江苏省内一共有 183 家国企宣告退出融资平台，且大多都是集体宣告退出，呈现非常密集的特征。以苏州市吴江区为例，其 3 月发布公告称，苏州市吴江储备粮管理有限公司等 18 家国企自公告之日起自主经营，自负盈亏，不再承担政府融资职能，不再是该区融资平台公司。这些公告大多声明，以上公司后续举借的债务，政府不承担任何偿债责任。

看到这则新闻，很自然就会有三个问题：地方政府为什么要退出融资平台？各省融资平台的债务的现状是什么样的？他们能否成功退出融资平台？本文依次回答这三个问题。

1

地方融资平台从何而来

融资平台模式源于国家开发银行的实践。1998 年，国家开发银行与芜湖市政府在国内首创了城市基础设施贷款领域的“芜湖模式”：即把若干个单一的城建项目打捆，由市政府指定的融资平台作为统借统还借款法人，由市政府建立“偿债准备金”作为还款保证。

随后的 2000 年，国开行与苏州工业园区的合作进一步发展了这一模式，创造出一种崭新的制度安排：政府出资设立商业性法人机构作为基础设施建设的借款机构，使借款方获得土地出让的项目收益权，培育借款人的“内部现金流”；同时通过财政的补偿机制，将以土地出让收入等财政型基金转化为借款人的“外部现金流”，两者共同发挥作用，使政府信用有效的转化为还款现金流。这就是人们熟知的“地方融资平台”模式。

从模式上看，融资平台与传统国企的融资模式大不相同。第一，融资平台把政府直接、间接操作的项目打捆，统借统还，银行贷款、非标融资不再一一对应项目，因此更依赖借款主体的信用，大多数地方国企的信用不足以足够低的利率融到足够多的钱，所以一般都由地方政府背书；第二，土地是融资的道具，土地既是未来的收入流的来源（土地出让金、经营收益），也是银行的抵押品，要实现这个循环，土地的

欢迎关注陆家嘴评论

出品单位：

SIFL INSTITUTE 上海金融与法律研究院

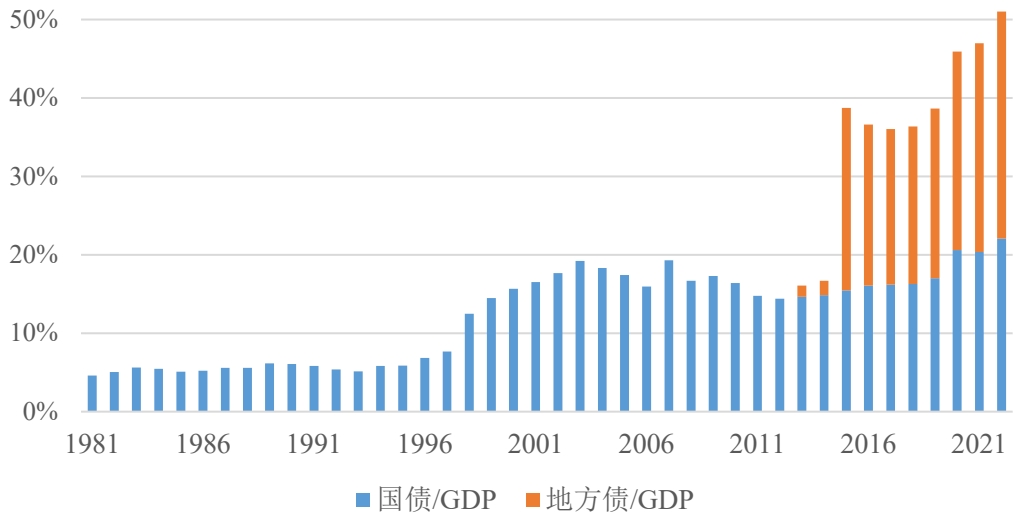
市场价值非常关键，也就是需要有市场化的需求主体，毫无疑问，普通市民购买住宅是最核心的需求者，其次是核心地段的商服用地，也是土地的最终买单人，几乎所有的工业用地和很高比例的商服用地并不直接为土地付费，而是吸引购房者、劳动者的道具。

2000 年初虽然已经有了融资平台的模式，但这种模式的覆盖面并不广。原因有二：第一，1990 年代末体制改革形成了金融管理权限上移，地方没有抓手，中央不放信贷额度，地方怎么做都无法获得贷款。第二，快速持续的城市化环境，一直以来，中国十分抵触无就业城市化，而城市就业规模依赖于经济增长，拉动经济增长并不容易。

2000 年以后，这两条约束，都逐步解除，加入 WTO 以后，中国经济越来越外向化，出口导向型经济在城市内创造了大量的就业。2008 年，为抵抗全球金融危机带来的经济衰退，2008 年末，中国启动了史无前例的“四万亿”经济刺激计划，新建在建的基础设施项目大幅增加，除财政投资外，更多地方政府采用了负债投资的办法，地方融资平台模式备受青睐。与此同时，金融系统对城市基础设施投资的信贷约束也大大放松，也为负债投资提供了方便条件。数千家政府性公司的资产负债表迅速膨胀。

融资平台兴盛以后，决策层很快就注意到其中的债务问题。国家审计署分别于 2011 年-2013 年间进行了三次审计。地方债务是全国范围的，2010 年底，全国 2779 个县，只有 54 个县级政府没有举借政府性债务。全部地方政府债务由 2010 年的 10.7 万亿上升到 2013 年 6 月的 18 万亿，年均增长近 20%。其中县级政府债务增长最快，为 26.59%；市级次之，为 17.36%；省级为 14.41%。

图 1 | 国债和地方债余额与 GDP 的比值



数据来源：财政统计摘要（历年）。国债为国债余额，地方债为地方一般债券和专项债券余额。

在这个时候，各方开始考虑融资平台和地方债务的处置了。总的来说方向只有一个：开前门、堵后门。为了实现这个目标，先后采用了很多办法。第一，发行地方债券置换地方存量债务，地方债券余额从 2015 年的 4.83 万亿一路上升到 2022 年的 35.1 万亿。围绕着地方债券，财政部等部门出台了一系列规则，约束地方发债，比如余额和限额管理、财政重整等。

第二，严控新增债务，尤其是隐性债务，主要是地方债以外各类城投等融资平台的债务，这类债务往往以地方政府信用背书向银行、非银行机构借款。2018 年 8 月以后，随着 27 号文（即《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》）和《地方政府隐性债务问责办法》相继下发，要求地方用 5-10 年时间解决隐性债务，“化隐债”进程开启。江苏各地市融资平台退出正是这两个文件的结果。

因此，地方政府要清退融资平台是中央“化隐债”政策的结果。从中央角度，用地方债券置换地方原有的债务，并将债券纳入到由财政部、地方人大监督的框架内，如果在“前门”之后，还有一大堆城投、融资平台以地方政府信用贷款、发债，那么开前门的意义就消失了。

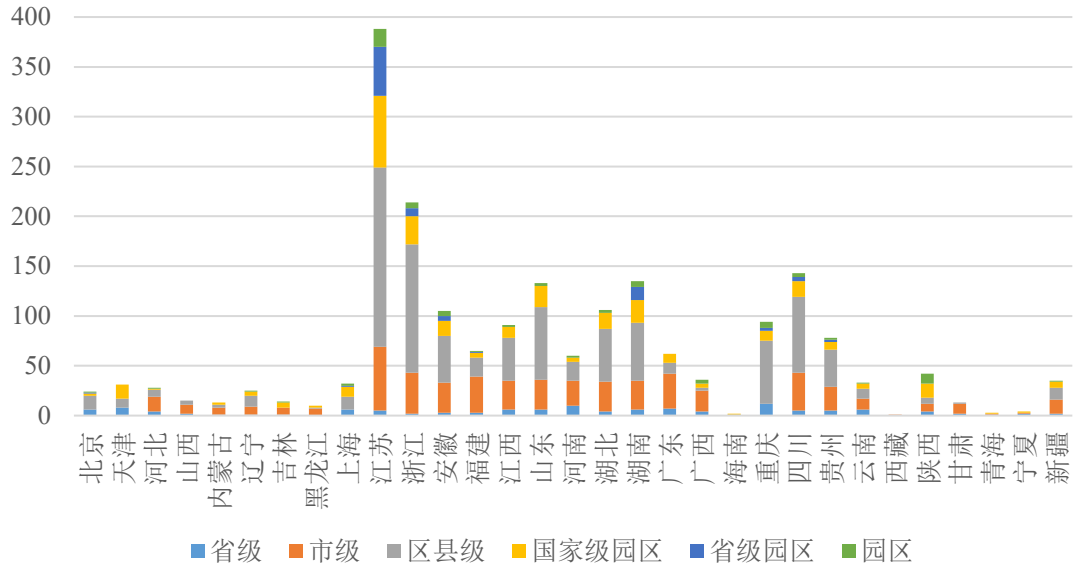
‘2

清退地方融资平台为何这么难?

融资平台数量众多，国家审计署在 2013 年 12 月发布的全国政府性债务审计报告中共审了 7170 个融资平台公司。2019-2021 年在银行间市场等场所公开发行过债券的融资平台也高达 2300 余家（2000-2021 年间有 3200 余家），有能力发债的平台信用水平更高一些。广发证券固收研究刘郁团队收集了全国 2000 余家发债城投公司的主体信息和财务数据（公开发行债券的公司需要披露财务信息），我们采用该数据进行分析。

如下图所示，现存发债城投的 2000 多家公司中，江苏的融资平台最多，接近 400 家，浙江其次，江浙也是退出平台的高发省区。

图 2 | 各省级地区城投公司的行政级别分布

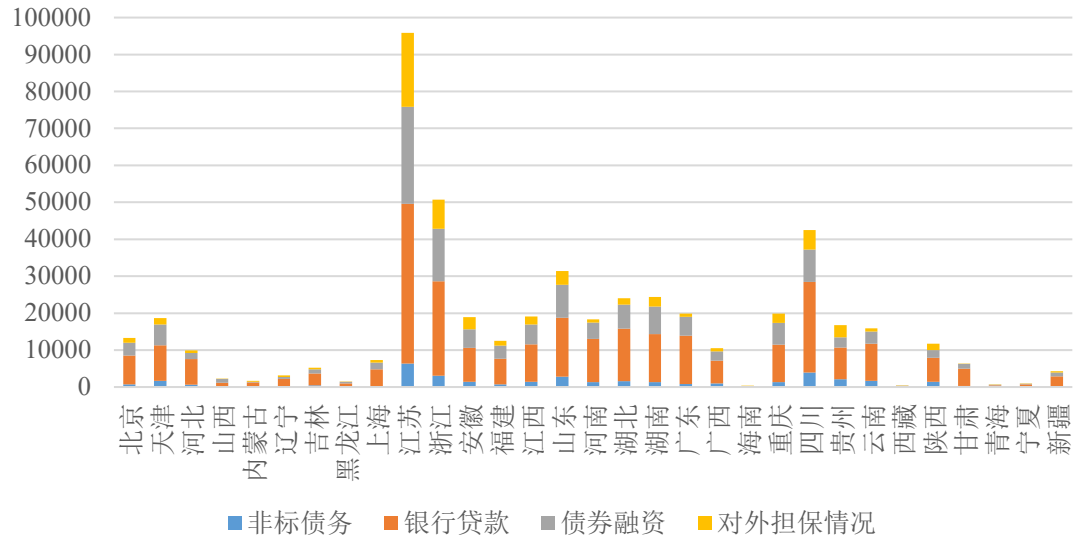


数据来源：广发证券固收研究刘郁团队整理自发债城投公司的审计报告、评级报告、募集说明书，统计日期为 2021-6-30。

从债务规模来看，截至 2021 年 6 月底，2000 余家城投公司（融资平台）的有息债务规模高达 44.29 万亿，而 2021 年底地方债券的规模才 30 万亿出头，除此以外，城投公司对外的担保规模也高达 6.5 万亿。城投公司的有息债务中，规模最大的是银行贷款，为 27.5 万亿，其次为债券，为 13 万亿元，此外还有 3.7 万亿的非标债务。

分地区来看，江浙两省不仅融资平台数量多，债务规模也大，有息债务分别为 7.6 万亿和 4.3 万亿，四川居第三，为 3.7 万亿，山东、湖北、湖南也超过了 2 万亿。

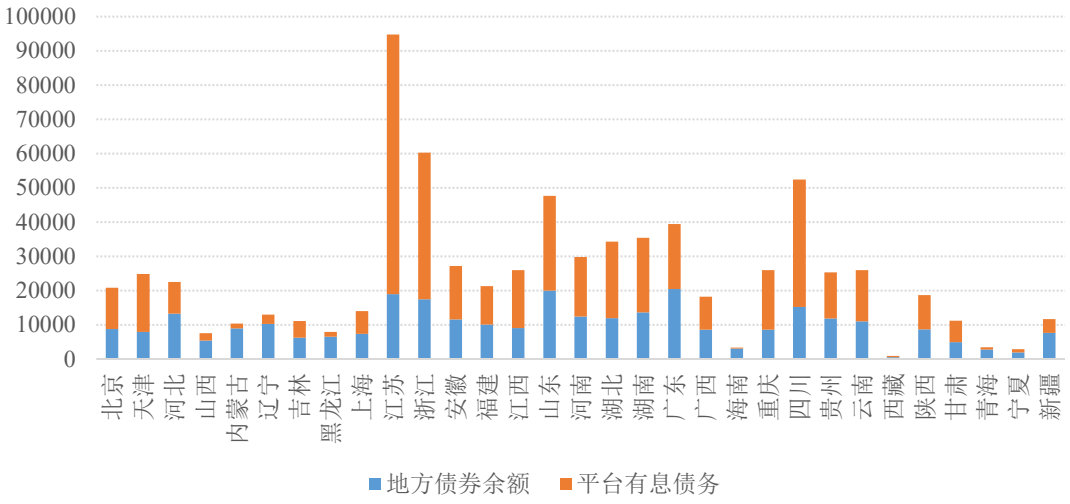
图 3 | 各省级地区城投公司的债务类型分布



数据来源：见图 2。

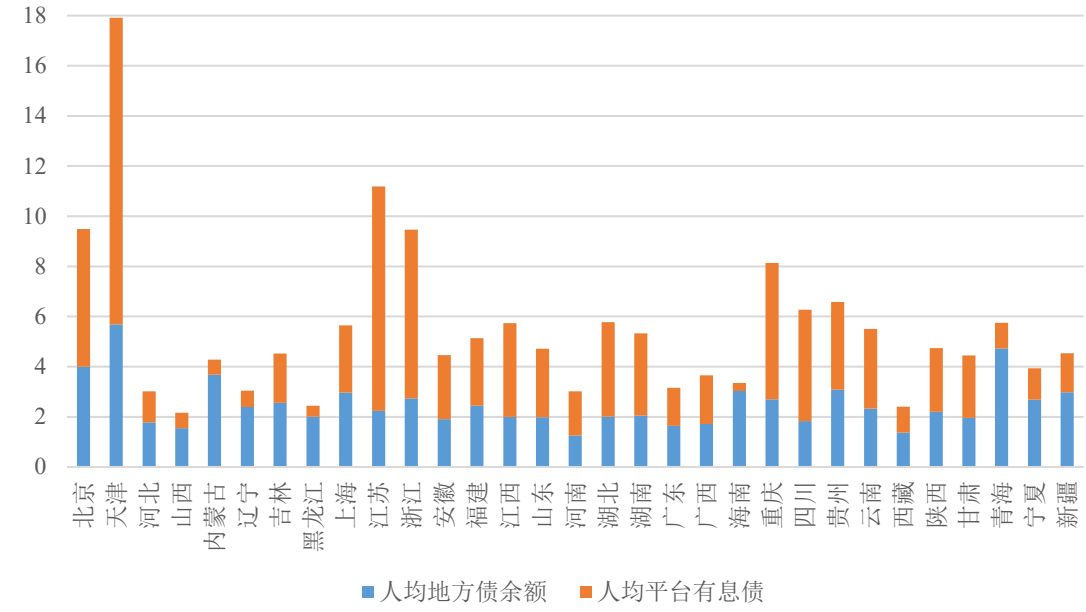
总量上看，各省融资平台债务规模超过了地方债券余额，具体来看，多数省市平台债务规模超过地方债券余额，只有广东、上海等经济非常发达的地区和东三省、西北几省等少数省区地方债券余额超过平台债务，除了广东以外的江浙闽鲁发达省区以及两湖河南等中部省区，平台债务规模都超过了地方债券余额。江苏、浙江、四川、天津、重庆的平台债务更是高达地方债券余额的两倍以上。所以退平台并不仅仅是江浙两省的难题，川蜀同样会面临着很大的压力。

图 4 | 各省区的地方债与平台债务规模对比



数据来源：见图 2。

图 5 | 各省区人均地方债与人均平台债务水平

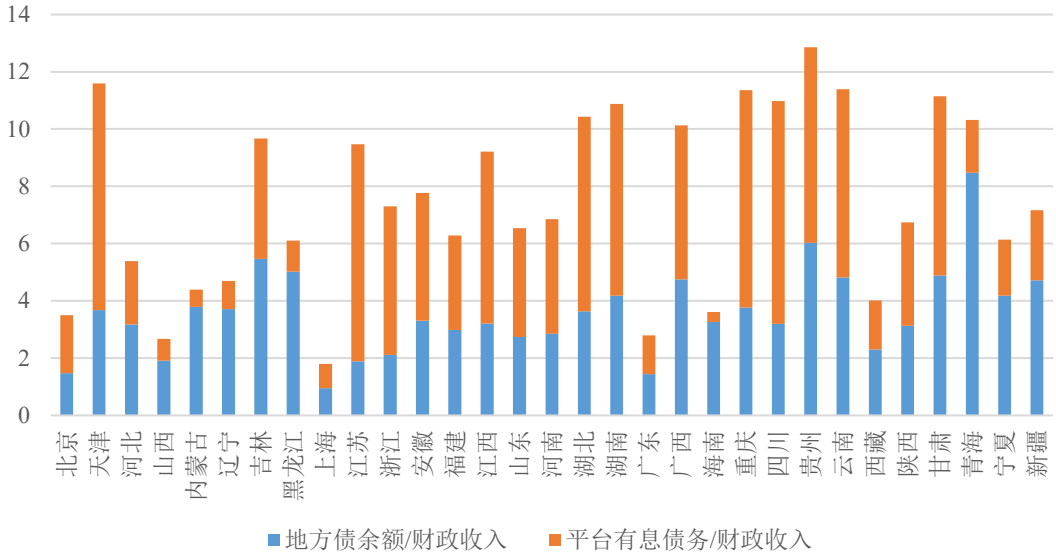


数据来源：见图 2。

单看绝对规模无法准确度量融资平台债务的实际压力，我们可以采用人均进一步分析。人均以后，江浙的融资平台债务依然居全国前列，

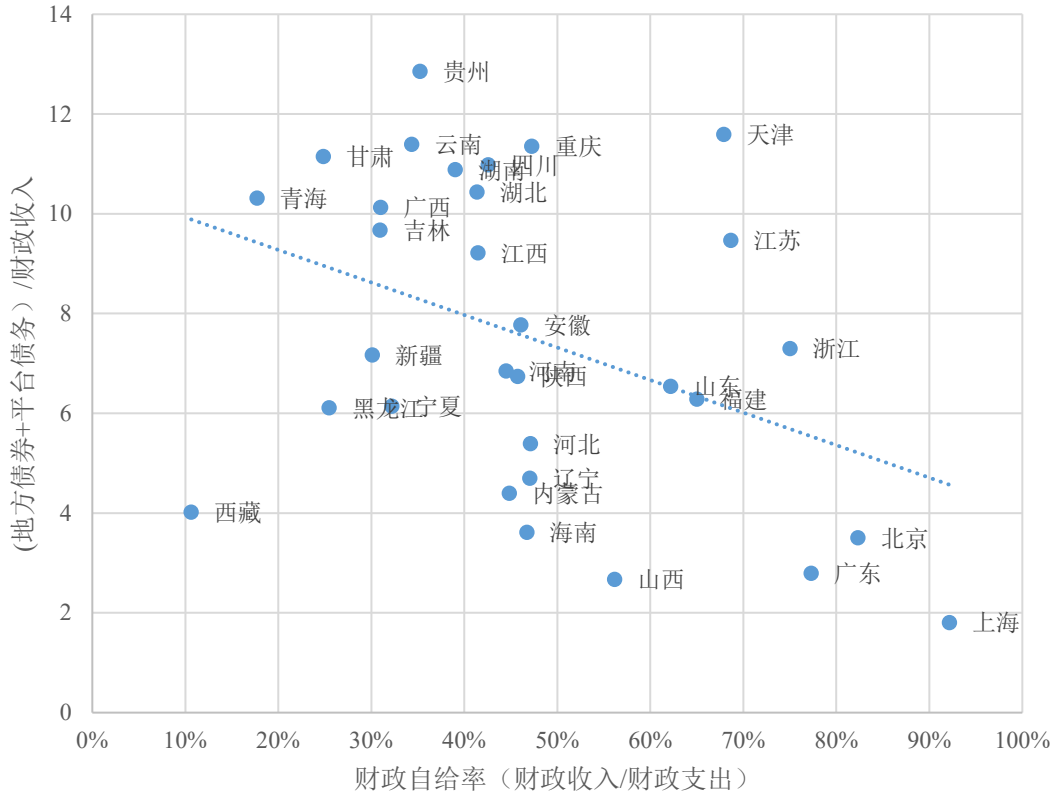
但已经不再是最高了。天津的人均平台债务水平跃居全国第一，人均12.2万元，江浙分别为9万元与6.7万元，随后是北京和重庆的5.5万与5.4万。江浙的人均平台债务水平在全国就没那么突显了。

图6 | 各省区地方债与平台债务规模相对于财政收入的水平



数据来源：见图2，财政统计摘要。

图7 | 各省区广义债务规模/财政收入与财政自给率的分布



数据来源：见图6。

如果考虑偿债能力，那么一个地区的债务规模与经济总量、财政收入的比值，无疑是很好的指标。上图显示了各省区的两类债务与财政收入的比值，我们可以发现，江浙两省平台债务规模虽然大，但考虑了财政收入，其债务水平已经泯然众人，虽然远不及上海、广东那么低，但低于重庆、四川、天津。而地方债券和发债平台债务两类与财政收入的比值，西部的贵州、四川、云南、重庆、甘肃、青海，中部的两湖都要高过江苏，吉林的债务虽然相对江浙微乎其微，但其与财政收入的比值居然高于江苏。

因此，虽然退平台的主力是江浙地区，但并不代表江浙地区的地方债务水平或者其隐性债务水平有多高。从相对水平来看，中西部地区的融资平台债务水平也不低，偿债能力反而更低。

那么地方政府融资平台能否成功的退出“政府信用”？

从各地方政府公布的信息来源，“化隐债”主要有几条路径：1、偿还债务，2、债券置换或展期，3、市场化运营，消化掉，4、引入市场化资本，转换身份。

偿还债务是非常困难的，如果地方政府有钱，又何苦搞了这么多的融资平台去融资呢？全国也仅有上海、广东这些地区敢全面“化隐债”。

债券置换存量债务受制之地方债限额和余额管理，更何况在财政等相关部委看来，如果化隐债的主要方式是债券置换，那么这批平台债务置换了，未来必然还会再生出一批。所以在现阶段，大幅新增地方债券置换平台存量债务的可能性并不大。

余下的就只剩下市场化运营和引入市场化资本了。江苏的很多融资平台退出采用的就是前者，即地方政府声称这些融资平台以后市场化运营，不再承担融资平台的功能，政府不再承担其债务清偿的责任。

2000 余家发过债券的城投公司（主要是融资平台，以下不区分两者使用）共标记了 4000 余项业务类型，平均每家平台有 2 项主要业务类型，这 4000 多项业务类型中，有 1500 家平台经营基础设施建设，800 余家经营土地开发整理，800 余家经营安置房、保障房、棚改项目，400 余家经营公用事业，200 家左右经营交通基建（包括轨交、铁路、高速公路）。

这些业务类型有几个特征：第一，在中国的营商环境中，这些业务的开发和经营需要政府强有力的支持，民企很难介入，如果政府不支持，即使民企可以介入，也很难可持续运营；第二，高资本投入，回报率低，投资回收周期长，对于多数地区的多数业务，以十年周期视角来看，这些业务也无法实现收支盈余；第三，因为长期父爱主义，这些项目都有一定的“保障”、“民生”的职能，无法按照市场定价，并且即使不赚钱、亏钱，也必须运营。这些特征也意味着引入市场化资金

化隐债也是非常困难的事情。

这些特征出造成了融资平台以市场化运营进行退出的难度。客观的说，这些项目都不是市场化运营的，原因是多方面的。有一些项目，如果纯以商业考虑，压根就不应该启动，比如人口规模偏少的城市，全国大多数城市的地铁项目都是亏损运营，每年政府需要给予大量的补贴。还有一些项目无法市场化运营，比如地方公用事业，服务价格无法市场化，即使亏损了也无法停止运营。

今年 3 月，河南商丘公交曾经声称经营异常困难，宣布暂停旗下公交服务，引起舆论发酵，后来不得不改口宣布不停运。去年冬天华北的天然气供应、东北的供暖都曾面临过类似的问题。这些项目如果不以政府信用背书或者财政不断的输血，是无法持续经营的，在这种情况下，仅仅声称其不承担融资平台功能，恐怕实际上做不到。

更何况，债务危机往往有传染效应，真到了债务违约时刻，如果地方政府能秉牢不救助，任其破产（其实地方政府反而愿意这样），影响到区域融资环境时，首先坐不住的恐怕是上一级政府。河南永煤违约事件的处置就是先例。

除此以外，我们还可以看到，平台债务的形成与经济增长存在一定的联系，江浙等东部省区和两湖、川渝等中西部地区近年发展迅猛，这些与高额的固定资产投资是分不开的。近年来，政府依赖专项债等融资工具大举进行基建投资，进而拉动经济增长，这种模式对错暂且不论，但确实是眼下经济增长的核心动力之一。融资平台虽然是隐性债务，但确实也是拉动经济增长的关键因素，其与专项债不过是一显一隐的区别。剥离融资平台的政府信用，在当前的环境下，他们的融资能力会大大下降，势必减损其投资能力，进而影响经济增长。这些都会让上级政府投鼠忌器。

总得来说，既要又要且要的政策环境让融资平台成长壮大，所有制偏好和管制水平抑制了融资平台采用市场化运营退出的可能性。在当前环境下，地方债务的化解已经不存在低成本解决方案。

但这也并非完全是坏事。目前的地方政府性债务规模为中国数千年历史以来所罕见，一方面固然形成了灰犀牛，是当前经济社会中的重大风险；另一方面，又何况不是一个倒逼机制，这些债务的持续借新还旧直至最终化解，需要一个发达的金融市场和积极向上的政策环境，这或许才是当前经济中真正的亮色而非暗淡之处。