內地年中債務風險透視 下篇

內地去槓桿引發的違約潮，從民企蔓延至地方國企及融資平台。今年上半年，多地融資平台債務到期不能或延遲兑付本息，一些地方還發生在職公務員、教師討薪事件，揭開了地方財政吃緊、債務惡化的冰山一角。有官方機構的調研發現，近兩成城市的融資平台營業利潤不足以支付債務利息，只能依靠「滾雪球」式融資維持運轉，若出現集中違約，則會造成金融市場大動盪。今年中央收緊各個渠道，嚴控地方隱性負債，地方債務問題將在三季度面臨大考。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道

隱性負債高懸 地方嚴防爆煲 省級國企現違約 三四線城風險高

隱債違約增多原因

- ★ 債務到期量大，2018年和2019年是債務相對集中到期的時間段。
- ★ 前兩年通過信託、理財、保險、基金等表外方式新增融資量較大，今年到期情況較多，在今年資管新規出台、財政監管趨嚴的形勢下，上述表外融資今年到期的大多數無法續作。
- ★ 財政直接支持渠道受限，中央要求地方政府財政不方便直接對平台公司提供資金支持，極大影響了平台公司的資金來源。
- ★ 銀行受財金23號文影響較大，無法對平台公司提供充足額度授信。
- ★ 發債渠道受限。交易所「雙50」限制，交易商協會對債務率較高地區平台公司發債額度有限制，都影響了平台公司的融資渠道。

近年地方債務規模（顯性）

年份	餘額（萬億元人民幣）	增幅	債務率
2014	14.5	—	—
2015	16	3.9%	89.2%
2016	15.3	-4.25%	80.5%
2017	16.5	7.51%	未公佈

數據來源：中國財政部

2014年《預算法》修訂後，中央對地方政府性債務進行甄別，最終將15.4萬億元地方債務納入預算，未納入的地方債務，財政不再兜底。到2017年底，地方政府債務餘額略升至16.47萬億元，約相當於當年GDP的20%，由此衡量的地方政府債務風險可控。

但在過去三四年，政府債的「涓涓細流」與地方發展的「當務之急」衝突背景下，地方政府通過融資平台、銀行貸款、信託、保險、資管產品等融資，靠政府擔保或資金償還，或者以PPP、政府投資基金、政府購買服務等名義變相舉債，地方政府「隱性債務」大幅上升。

滇津川違約案 僅揭冰山一角

雖然中央大力整治地方政府違規舉債，化解存量、嚴控增量，取得一定成效，但不少地方舉債衝動依然不減，加之有些地方經濟形勢惡化，財政拮据，而融資平台的收益已不能付息，債務風險明顯增多。

今年年初雲南省國有資本運營有限公司及其旗下子公司未能及時償還信託貸款本息，成為2018年首例省級地方平台違約，後天津等地融資平台信託計劃亦未能到期及時兑付本息，還有川煤集團等地方國企亦爆出債務違約，令龐大的地方隱性債務露出一角。

中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張斌在調研了200多個城市的1,000多家地方融資平台後發現，四分之三城市的融資平台的利息保障倍數大於2，還債能力有保障，不到兩成城市的融資平台營業利潤不足以支付債務利息。不過，他同時強調：「不能小看這不到兩成的融資平台，要是集中違約，對中國金融市場是一場大動盪。」

平台幾無收益 只能融新還舊

張斌對今年兩款信託產品延期支付的雲南省國有資本運營有限公司進行分析發現，這個雲南國資委100%持股的省級平台公司，融資規模已達到346億元，每年付息支出20億元以上，但公司本身幾乎沒有收益，短期沒有任何現金流可以覆蓋付息支出，只能靠「滾雪球」式的新增融資用以還本付息，一旦外部融資收緊就面臨違約。不僅如此，作為股東的雲南省政府亦沒有能力向其輸血，2016年數據顯示其公共財政支出缺口達6成以上，等待中央財政補足。

資金缺口長存 三季度風險增

張斌指出，償債能力不足的城市絕大部分集中在三線、四線或者更小的城市，也有極個別的大城市。這些城市的共同特徵是人口流出，產業不興旺，修好的基建項目利用率很低，無力償債。

交通銀行首席經濟學家連平則指出，地方政府財權和事權之間的資金缺口短期無法平衡，意味着地方政府隱性債務會長期存在，並不斷增大壓力。在不出現系統性金融風險的前提下，個別隱性債務可能打破「剛性兑付」，一些地方政府融資平台、城投公司、地方國有企業的債務違約現象，可能持續發酵，違約可能從現在的「非標」領域資管產品擴散到債券市場發行的信用債。

財政部科學研究所最新調研報告認為，三季度地方債務可能面臨較集中的違約風險，一方面到期兑付的債務規模非常大，另一方面再融資渠道幾乎全面封堵，難以再「滾雪球」，決策層需關注防範出現集中違約，對整體經濟造成衝擊。

看不清的地方債務

記者手記

記者就地方債務問題進行採訪時，發現很多人將地方債務比喻成一座冰山，水面上的是顯性債務，水面下的是隱性債務，浮出水面的「冰山一角」並不可怕，暗藏殺機於水下的大冰山才是割破「鐵達尼號」的兇手。

地方債務問題是中國經濟的一大灰犀牛，已是各方共識，但地方債務卻是個讓人感到迷茫的話題。地方政府到底借了多少債務？這些債怎麼處置？諸多關鍵性疑問至今沒有答案。

官方機構預測，地方債務風險將在三季度集中凸顯，中央到地方應對此做好充足準備。當記者向多位學者提問「地方政府真破產了怎麼處置」時，這些屢屢呼籲「打破中央兜底預期、打破剛性兑付」的學者們，不敢給予肯定答案，「社會風險太大了，可能還沒準備好」。

多數學者傾向於，龐大債務風險可能還是要在發展中慢慢化解，短期靠金融工具，比如通過置換政府債券降低融資成本，靠賣地增加地方收入，長期則依靠財稅制度改革和實業的振興，建立財政和事權相匹配的制度，促進實體經濟復甦，增強造血功能，地方政府則要克制投資衝動，用有限的財力做有限的事情。

■香港文匯報記者 海巖

投資失速拖累經濟

今年以來，中央對地方隱性債務展開摸底和嚴格監管問責措施，並全面封鎖地方融資平台融資渠道，加上地方財政財力不足，地方不得不以犧牲增長為代價，壓減政府投資，部分省份基礎設施投資增速大幅下滑，甚至出現負增長，進而拖累整體經濟增長。

一季度固定資產投資回落最大的三個省市分別為天津、內蒙古、新疆，同比分別下降25.6%、26.2%和30.3%，這些地區均面臨嚴峻的財政約束。

多地停建緩建 化解存量債務

另外，天津、山西、湖南、江蘇等地基建投資增速已降至負增長。比如，1至5月湖南基建投資同比下降4.6%。

二季度開始，湖南、新疆、福建等多個省份開始將防範化解地方債務風險的重點放在壓減、清理政府投資項目上。湖南要求各市摸排債務風險，對各市縣債務風險實施分色預警，非中央重點項目和民生重點項目，一律停建或緩建，化解存量債務、嚴控債務增量。新疆則叫停政府類項目，要求PPP項目全線停工，對於目前已開展前期工作的建設項目，凡是資金來源落實不了的，一律不得上報。

財稅改革治本之策

以地方融資平台為代表的地方債務風險凸顯，源於地方政府公共基礎設施的投融資機制缺陷、城市發展的宿命等，當然也有金融體系自身的問題。專家認為，解決這一債務矛盾，金融部門的改革必不可少，真正的重點和難點還是財稅領域改革，應盡快健全地方稅收入體系和發債體制，以及相配合的激勵和懲罰機制。

「中國高槓桿風險的根源在於財稅體制改革滯後。」中國人民銀行研究局局長徐忠指出，中央地方財政關係一直沒有理順，省級政府代市、縣政府發債，中央審批額度，舉債、支出權責不對等，催生中央財政兜底幻覺，導致「剛性兑付」和道德風險。

理順央地財政 健全稅收體系

徐忠認為，財力協調的改革很大程度上就要靠健全地方稅收入體系和發債體制。其中的關鍵改革，就是要設法將一部分土地出讓金，用房產稅來替代。可以考慮將房產稅收入規模與地方債發行額度掛鈎，甚至房產稅償債收入不足部分，中央可以發行特別國債給地方配資。

中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張斌則從金融角度指出，中國地方政府舉債壓力大一個原因是融資成本過高。發達國家政府債務中，國債的比重達到60%-80%，政府借的都是最便宜的錢。而中國政府國債加上地方債在廣義政府債務裡面的佔比不超過50%，大量債務通過銀行貸款、影子銀行、城投債舉借，融資成本偏高。中國除應提高國債和地方政府債的比重，還需拓寬基礎設施建設的融資渠道，關鍵是利用市場化的機制和渠道。

隱債遠超明債 收支缺口增大

地方政府債務問題被視為中國經濟的一大灰犀牛。目前市場的共識是顯性債務風險可控，但隱性債務增速過快，風險突出。雖然中央政府多輪摸底、收緊監管，結果仍是債務規模快速累積，隱性債務規模亦是筆糊塗賬，目前官方透露的數據傾向於估算隱性債務可能達到「明債」的2至3倍。

湖南債務總數接近GDP100%

央行貨幣政策委員會委員劉世錦表示，從調研過的部分地方來看，至少不低於「明債」，有的達到3倍。這些債務風險程度如何缺少評估，在有些地方大概還是一筆糊塗賬。

《湖南日報》今年披露，湖南省政府債務總數9,000多億元，佔GDP比例約30%，但如果將其他政府性債務（主要是政府性平台公司用於基礎設施、公用市政建設和民生類債務）包括進來，則超過系統內債務的2至3倍，政府債務總數已接近GDP的80%至100%。

縣級壓力更大 發薪也成難題

中國財政科學研究院《2017年地方財政經濟運行調研總報告》表示，隨着經濟增速和財政收入增速的放緩，財政收支缺口增大。特別是基本公共服務支出呈剛性增長態勢，加之應對環境修復治理、人口老齡化、城鎮化以及「補短板」等都需要增加財政支出，一些地方收支矛盾已經十分尖銳，尤其是縣級財政壓力更大，一些縣區保工資發放都成了難題，財政運行風險上升。

■ 二季度開始，內地多個省份將防範化解地方債務風險的重點放在壓減、清理政府投資項目上。圖為工人在建築工地作業。 資料圖片