

中国年中债务风险透视 下篇

中国去杠杆引发的违约潮，从民企蔓延至地方国企及融资平台。今年上半年，多地融资平台债务到期不能或延迟兑付本息，一些地方还发生在职公务员、教师讨薪事件，揭开了地方财政吃紧、债务恶化的冰山一角。有官方机构的调研发现，近两成城市的融资平台营业利润不足以支付债务利息，只能依靠“滚雪球”式融资维持运转，若出现集中违约，则会造成金融市场大动荡。今年中央收紧各个渠道，严控地方隐性负债，地方债务问题将在三季度面临大考。

■香港文汇报记者 海岩 北京报道

隐性地方债高悬 省级国企现违约 三四线城市风险高

隐债违约增多原因

- ★ 债务到期量大，2018年和2019年是债务相对集中到期的时间段。
- ★ 前两年通过信托、理财、保险、基金等表外方式新增融资量较大，今年到期情况较多，在今年资管新规出台、财政监管趋严的形势下，上述表外融资今年到期的大多数无法续作。
- ★ 财政直接支持渠道受限，中央要求地方政府财政不方便直接对平台公司提供资金支持，极大影响了平台公司的资金来源。
- ★ 银行受财金23号文影响较大，无法对平台公司提供充足额度授信。
- ★ 发债渠道受限。交易所“双50”限制，交易商协会对债务率较高地区平台公司发债额度有限制，都影响了平台公司的融资渠道。

近年地方债务规模 (显性)

年份	余额 (万亿元人民币)	增幅	债务率
2014	14.5	—	—
2015	16	3.9%	89.2%
2016	15.3	-4.25%	80.5%
2017	16.5	7.51%	未公布

数据来源：中国财政部

2014年《预算法》修订后，中央对地方政府性债务进行甄别，最终将15.4万亿元（人民币，下同）地方债务纳入预算，未纳入的地方债务，财政不再兜底。到2017年底，地方政府债务余额略升至16.47万亿元，约相当于当年GDP的20%，由此衡量的地方政府债务风险可控。

但在过去三四年，政府债的“涓涓细流”与地方发展的“当务之急”冲突背景下，地方政府通过融资平台、银行贷款、信托、保险、资管产品等融资，靠政府担保或资金偿还，或者以PPP、政府投资基金、政府购买服务等名义变相举债，地方政府“隐性债务”大幅上升。

滇津川违约案 仅揭冰山一角

虽然中央大力整治地方政府违规举债，化解存量、严控增量，取得一定成效，但不少地方举债冲动依然不减，加之有些地方经济形势恶化，财政拮据，而融资平台的收益已不能付息，债务风险明显增多。今年年初云南省国有资本运营有限公司及其旗下子公司未能及时偿还信托贷款本息，成为2018年首例省级地方平台违约，后天津等地融资平台信托计划亦未能到期及时兑付本息，还有川煤集团等地方国企

亦爆出债务违约，令庞大的地方隐性债务露出一角。

中国社科院世界经济与政治研究所研究员张斌在调研了200多个城市的1,000多家地方融资平台后发现，四分之三城市的融资平台的利息保障倍数大于2，还债能力有保障，不到两成城市的融资平台营业利润不足以支付债务利息。不过，他同时强调：“不能小看这不到两成的融资平台，要是集中违约，对中国金融市场是一场大动荡。”

平台几无收益 只能融新还旧

张斌对今年两款信托产品延期支付的云南省国有资本运营有限公司进行分析发现，这个云南国资委100%持股的省级平台公司，融资规模已达到346亿元，每年付息支出20亿元以上，但公司本身几乎没有收益，短期没有任何现金流可以覆盖付息支出，只能靠“滚雪球”式的新增融资用以还本付息，一旦外部融资收紧就面临违约。不仅如此，作为股东的云南省政府亦没有能力向其输血，2016年数据显示其公共财政支出缺口达6成以上，等待中央财政补足。张斌指出，偿债能力不足的城市绝大部分

集中在三线、四线或者更小的城市，也有个别的大城市。这些城市的共同特征是人口流出，产业不兴旺，修好的基建项目利用率很低，无力偿债。

资金缺口长存 三季度风险增

交通银行首席经济学家连平则指出，地方政府财权和事权之间的资金缺口短期无法平衡，意味着地方政府隐性债务会长期存在，并不断增大压力。在不出现系统性金融风险的前提下，个别隐性债务可能打破“刚性兑付”，一些地方政府融资平台、城投公司、地方国有企业的债务违约现象，可能持续发酵，违约可能从现在的“非标”领域资管产品扩散到债券市场发行的信用债。

财政部科学研究所最新调研报告认为，三季度地方债务可能面临较集中的违约风险，一方面到期兑付的债务规模非常大，另一方面再融资渠道几乎全面封堵，难以再“滚雪球”，决策层需关注防范出现集中违约，对整体经济造成冲击。

看不清的地方债务

记者手记

记者就地方债务问题进行采访时，发现很多人将地方债务比喻成一座冰山，水面上的是显性债务，水面下的是隐性债务，浮出水面的“冰山一角”并不可怕，暗藏杀机于水下的大冰山才是割破“铁达尼号”的凶手。

地方债务问题是中国经济的一大灰犀牛，已是各方共识，但地方债务却是个让人感到迷茫的话题。地方政府到底借了多少债务？这些债怎么处理？诸多关键性疑问至今没有答案。

官方机构预测，地方债务风险将在三季度集中凸显，中央到地方应对此做好充足准备。当记者向多位学者提问“地方政府真破产了怎么处理”时，这些屡屡呼吁“打破中央兜底预期、打破刚性兑付”的学者们，不敢给予肯定答案，“社会风险太大了，可能还没准备好”。

多数学者倾向于，庞大债务风险可能还是在发展中慢慢化解，短期靠金融工具，比如通过置换政府债券降低融资成本，靠卖地增加地方收入，长期则依靠财税制度改革和实业的振兴，建立财政和事权相匹配的制度，促进实体经济复苏，增强造血功能，地方政府则要克制投资冲动，用有限的财力做有限的事情。 ■香港文汇报记者 海岩

投资失速拖累经济

今年以来，中央对地方隐性债务展开摸底和严格监管问责措施，并全面封锁地方融资平台融资渠道，加上地方财政财力不足，地方不得以牺牲增长为代价，压减政府投资，部分省份基础设施投资增速大幅下滑，甚至出现负增长，进而拖累整体经济增长。

一季度固定资产投资回落最大的三个省市分别为天津、内蒙古、新疆，同比分别下降25.6%、26.2%和30.3%，这些地区均面临严峻的财政约束。另外，天津、山西、湖南、江苏等地基建投资增速已降至负增长。

比如，1至5月湖南基建投资同比下降4.6%。

二季度开始，湖南、新疆、福建等多个省份开始将防范化解地方债务风险的重点放在压减、清理政府投资项目上。湖南要求各市摸排债务风险，对各县市债务风险实施分色预警，非中央重点项目和民生重点项目，一律停建或缓建，化解存量债务、严控债务增量。新疆则叫停政府类项目，要求PPP项目全线停工，对于目前已开展前期工作的建设项目，凡是资金来源落实不了的，一律不得上报。

财税改革治本之策

以地方融资平台为代表的地方债务风险凸显，源于地方政府公共基础设施的投融资机制缺陷、城市发展的宿命等，当然也有金融体系自身的问题。专家认为，解决这一债务矛盾，金融部门的改革必不可少，真正的重点和难点还是财税领域改革，应尽快健全地方财政收入体系和发债体制，以及相配合的激励和惩罚机制。

理顺央地财政 健全税收体系

“中国高杠杆风险的根源在于财税体制改革滞后。”中国人民银行研究局局长徐忠指出，中央与地方财政关系一直没有理顺，省级政府代市、县政府发债，中央审批额度，举债、支出权责不对等，催生中央财政兜底幻觉，导致“刚性兑付”和道德风险。

徐忠认为，财力协调的改革很大程度上

就要靠健全地方收入体系和发债体制。其中的关键改革，就是要设法将一部分土地出让金，用房产税来替代。可以考虑将房产税收入规模与地方债发行额度挂钩，甚至房产税偿债收入不足部分，中央可以发行特别国债给地方配资。

中国社科院世界经济与政治研究所研究员张斌则从金融角度指出，中国地方政府举债压力大的一个原因是融资成本过高。发达国家政府债务中，国债的比重达到60%-80%，政府借的都是最便宜的钱。而中国政府国债加上地方债在广义政府债务里面的占比不超过50%，大量债务通过银行贷款、影子银行、城投债举借，融资成本偏高。中国除应提高国债和地方债的比重，还需拓宽基础设施建设的融资渠道，关键是利用市场化的机制和渠道。

隐债远超明债 收支缺口增大

地方政府债务问题被视为中国经济的一大灰犀牛。目前市场的共识是显性债务风险可控，但隐性债务增速过快，风险突出。虽然中央政府多轮摸底、收紧监管，结果仍是债务规模快速累积，隐性债务规模亦是笔糊涂账，目前官方透露的数据倾向于估算隐性债务可能达到“明债”的2至3倍。

湖南债务总数 接近GDP100%

人行货币政策委员会委员刘世锦表示，从调研过的部分地方来看，至少不低于“明债”，有的达到3倍。这些债务风险程度如何缺少评估，在有些地方大概还是一笔糊涂账。

《湖南日报》今年披露，湖南省政府债务总数9,000多亿元人民币，占GDP比例约30%，但如果将其其他政府性债务（主要是政府性平台公司用于基础设施、公用市政建设和民生类债务）包括进来，则超过系统内债务的2至3倍，政府债务总数已接近GDP的80%至100%。

县级压力更大 发薪也成难题

中国财政科学研究院《2017年地方财政经济运行调研报告》表示，随着经济增速和财政收入增速的放缓，财政收支缺口增大。特别是基本公共服务支出呈刚性增长态势，加之应对环境修复治理、人口老龄化、城镇化以及“补短板”等都需要增加财政支出，一些地方收支矛盾已经十分尖锐，尤其是县级财政压力更大，一些县区保工资发放都成了难题，财政运行风险上升。



■二季度开始，中国多个省份将防范化解地方债务风险的重点放在压减、清理政府投资项目上。图为工人在建筑工地作业。 资料图片