

# 中国地方政府债务问题形成与解决路径 ——《债务与魔鬼》读书笔记

阅读书目：《债务与魔鬼》阿代尔·特纳著，王胜邦、徐惊蛰、朱元倩译  
中信出版社，2016

小组成员：杨明凡、任真、许钧赫、韩文杰

2019年12月8日

# 目录

- 1 《债务与魔鬼》主要观点及逻辑框架
  - 金融成就一切的乌托邦
  - 错误的债务与自我强化的周期
  - 债务积压的困局与不可避免的循环
  - 空空如也的政策清单？
  - 中国问题与潜藏的危机
- 2 中国地方债务的增长与风险
  - 金融危机的外生冲击与中国的抉择
  - “四万亿”计划与杠杆率的飙升
  - 地方政府债务的产生与土地金融的自我强化
  - 亟待解决的风险
- 3 解决之道——现行政策与补充
  - 存量债务治理
  - 建立低信贷密集型的经济增长模式

## 1.1 金融成就一切的乌托邦

过去 30 年间，全球金融体系的急剧变化实际上相当于一场革命，带来了许多进步。我们正在走向金融成就一切的乌托邦。

——拉古拉迈·拉詹、路易吉·津加莱斯，《从资本家手中拯救资本主义》

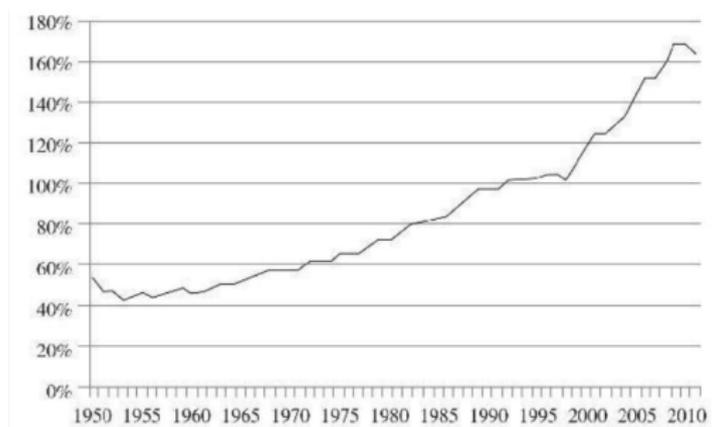


图 1: 1950-2011 年发达国家内私人债务占 GDP 比例

数据来源: C.Reinhart and K.Rogoff, “Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten”, IMF Working Paper 13/266, December 2013

## 1.1 金融成就一切的乌托邦

1945年，美国私人部门总债务（包括家庭部门和企业部门）占GDP比例约50%，2007年达到了160%。1964年英国家庭部门总债务占GDP比例为15%，2007年高达95%。

金融密集度的上升并未像主流观点所料想的那样创造出巨大的经济效益，恰恰相反，它使得金融体系更低效更危险：

- ① 更多的金融活动可能给经济带来更多不必要的无谓成本
- ② 更多的金融活动导致市场波动性扩大，或通过其他方式使经济更不稳定

## 1.2 错误的债务与自我强化的周期

信贷对经济波动的放大是由债务合约的固有性质所决定的。从好的方面讲，债务合约较强的确定性，有利于将那些不愿以股权融资形式进行投资的资本动员起来。但从坏的方面讲，债务合约看似确定的回报造成了人们对其风险的忽视，信贷的规模取决于抵押物的价值，而这种价值又是内生的，这种特性赋予了信贷供给顺周期的性质。

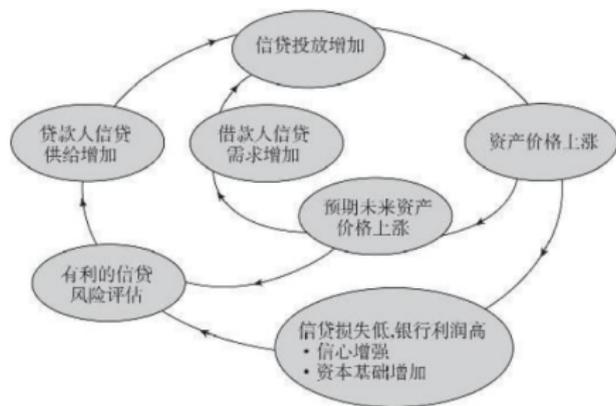


图 2: 信贷与资产价格周期

## 1.3 债务积压的困局与不可避免的循环

在现代经济体中，金融不稳定的核心在于无限的信贷供给能力与缺乏弹性约束之间的相互作用。当大量信贷流入房地产市场，必然会导致债务积压问题。债务积压迫使家庭缩减开支，而作为净贷款方的其他经济部门也难以形成额外的开支来弥补社会有效需求的减少。

一旦债务过度，所有传统政策工具都无济于事，甚至会产生副作用。债务积压困局似乎难以摆脱。

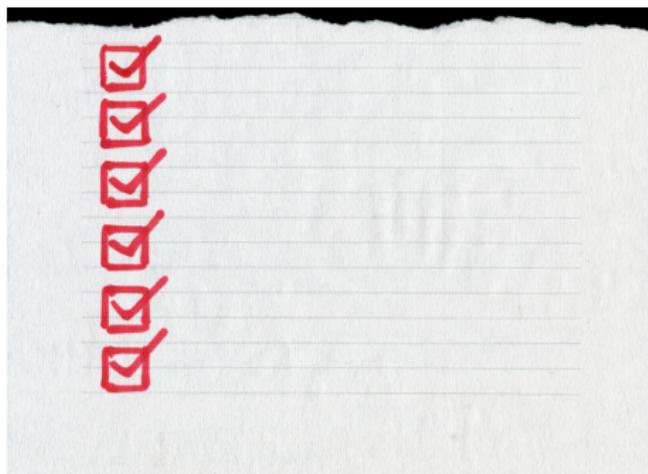
- 财政政策：公共债务危机限制了财政政策的使用
- 货币政策：量化宽松加剧了贫富差距，使经济陷入信贷周期的循环

贫富差距扩大使不可持续的信贷扩张成为维持经济增长的关键。而信贷扩张进一步拉大贫富差距。贫富差距扩大和自我强化的信贷与资产价格周期循环相互交织，共同导致不可持续的信贷扩张和杠杆率上升。

## 1.4 空空如也的政策清单？

存在的两个主要问题：

- ① 如何修复金融体系以防止过度的信贷创造，建立低信贷密集型经济
- ② 如何处理过去错误政策造成的巨额债务，解决债务积压



## 1.5 中国问题与潜藏的危机

2008年，国内外经济学界及政府当局已形成强烈共识，认为中国亟须转变投资导向和出口导向的经济发展模式。适度扩大国内消费并减少投资，对于防止浪费加剧、产能过剩和财政困难至关重要。

但由于2008年金融危机的外生冲击，中国政府担心潜在的社会和政治后果，因而寻求立竿见影的经济刺激政策，而最容易、最直接的方式就是大举促进投资。在这个进程中，由于地方政府财权与事权的不匹配，地方政府以借贷资金开展城市基础设施建设，加剧了自我强化的信贷和土地价格周期的危险。

# 目录

- 1 《债务与魔鬼》主要观点及逻辑框架
  - 金融成就一切的乌托邦
  - 错误的债务与自我强化的周期
  - 债务积压的困局与不可避免的循环
  - 空空如也的政策清单？
  - 中国问题与潜藏的危机
- 2 中国地方债务的增长与风险
  - 金融危机的外生冲击与中国的抉择
  - “四万亿”计划与杠杆率的飙升
  - 地方政府债务的产生与土地金融的自我强化
  - 亟待解决的风险
- 3 解决之道——现行政策与补充
  - 存量债务治理
  - 建立低信贷密集型的经济增长模式

## 2.1 金融危机的外生冲击与中国的抉择

在该危机影响下，我国经济也面临着极大的下行压力：净出口显著下降；钢铁、纺织、房地产等众多行业步入寒冬，生产经营困难，民间投资开始下滑等。各方面面临的冲击使得经济增速快速回落。从GDP季度增长情况看，2008年1季度和2季度时，增速还略高于10%，而到3季度和4季度就分别下降到9%和6.8%，到2009年1季度更滑落到6.2%的谷底。

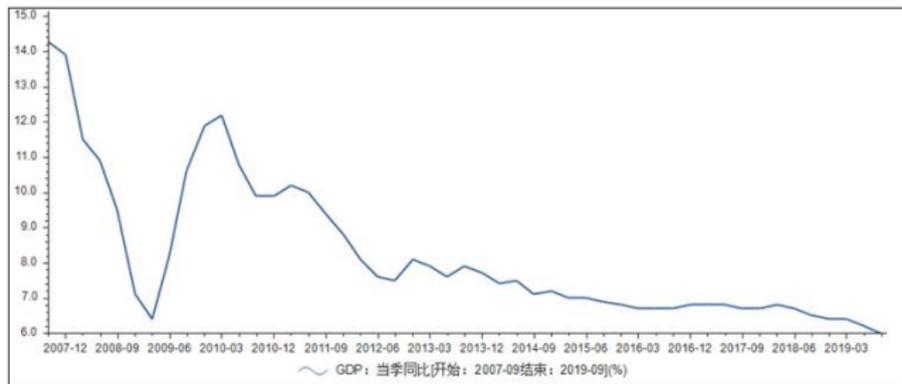


图 3: 2007 年 9 月到 2019 年 9 月中国 GDP 当季同比增速；单位：%

数据来源：中国国家统计局

## 2.2 “四万亿”计划与杠杆率的飙升

面对 2008 年全球金融危机对我国经济的冲击，中央及时调整宏观经济政策，从稳健型转为积极型，迅速出台扩大国内需求的 10 项措施包括加大政府投入、提高城乡居民收入、减税和增大金融支持力度，其中加大政府投入的主要内容就是实施为期两年“四万亿”的投资计划。

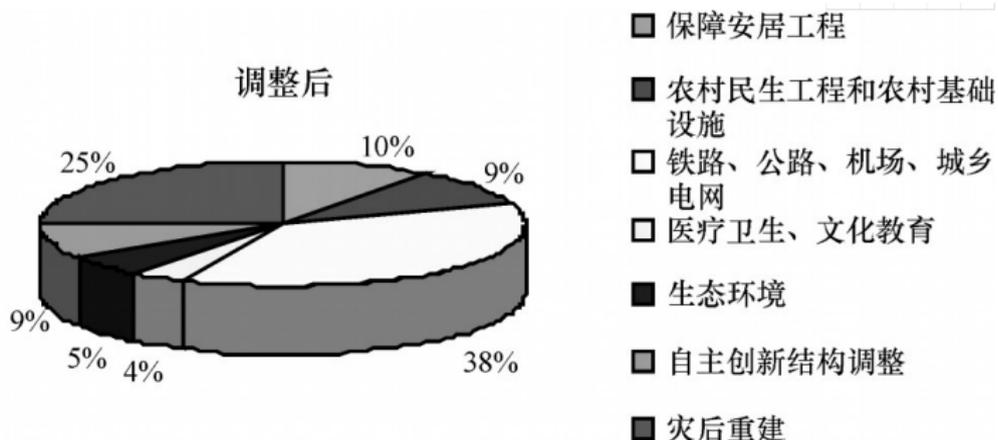


图 4: “四万亿”计划七大投资重点领域

数据来源: Choice 金融数据

## 2.2 “四万亿”计划与杠杆率的飙升

在这么大手笔的积极财政政策和适度宽松货币政策的共同作用下，我国经济在短期内全面复苏，经济增长实现V型反转，同时随之而来的是非金融部门杠杆率不断快速增长。

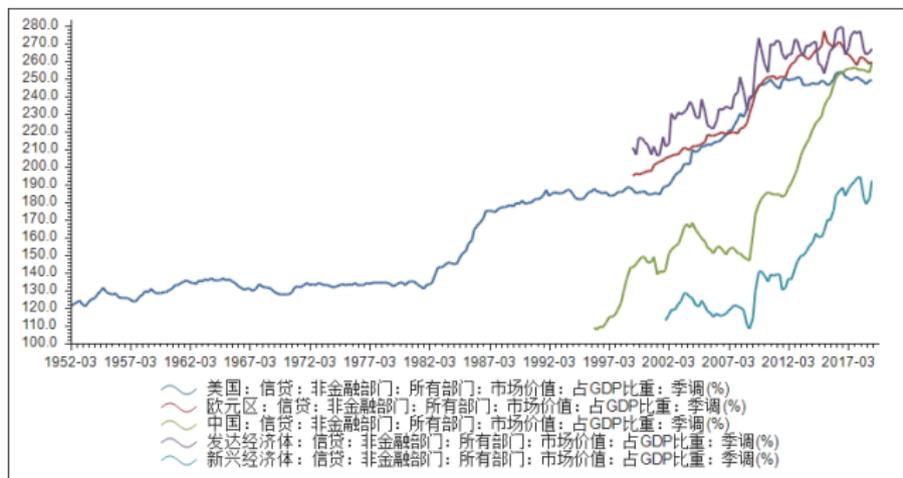


图 5: 美国、欧元区、中国、发达经济体及新兴经济体非金融部门杠杆率变化；单位：%  
数据来源：国际清算银行



## 2.2 “四万亿”计划与杠杆率的飙升

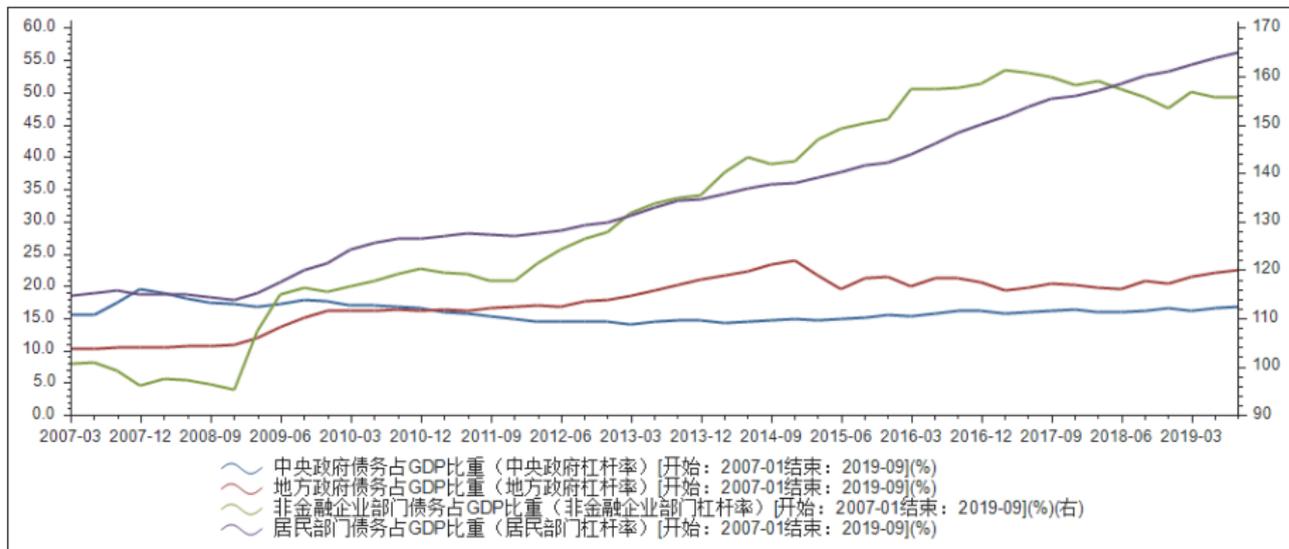


图 7: 2007 年 1 月到 2019 年 9 月中国各部门杠杆率 (合图); 单位: %

数据来源: 国家资产负债表研究中心

注: 因为非金融企业部门杠杆率相对其余数值过大, 为了使得其余变化可见, 故将非金融企业部门杠杆率数值对应于右轴

## 2.2 “四万亿”计划与杠杆率的飙升

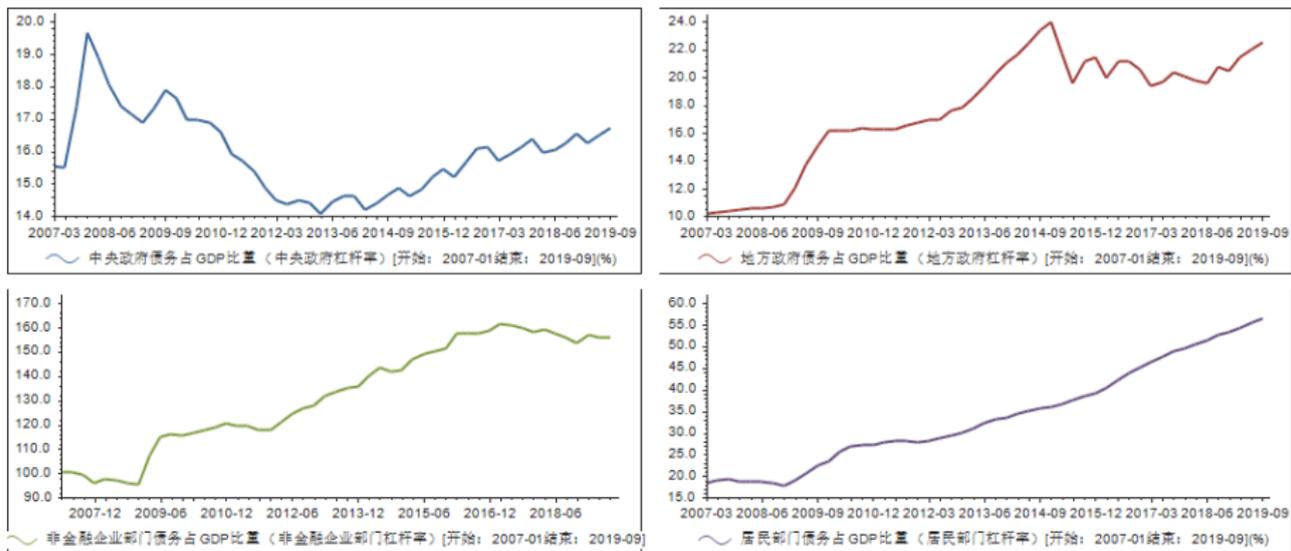


图 8: 2007 年 1 月到 2019 年 9 月中国各部门杠杆率 (分图); 单位: %

数据来源: 国家资产负债表研究中心

## 2.3 地方政府债务的产生与土地金融的自我强化

- 需求端：财权和事权的不匹配使得地方政府财力有限，无法仅凭自己的财政收入和资金来保证计划的实施，资金存在很大的缺口；
- 供给端：可以看到由地方政府主导的投资项目大多缺乏盈利能力，或者本身就不具备盈利性，所以很难用市场化的方式去融资与投资。因此较为普遍和有效的方式是建立以地方政府为主导的地方融资平台公司来进行投融资活动。



图 9: 土地出让金在基金性收入和公共收入预算中占比均较高

数据来源: Choice 金融数据

## 2.3 地方政府债务的产生与土地金融的自我强化

### 信贷与地价自我强化的周期

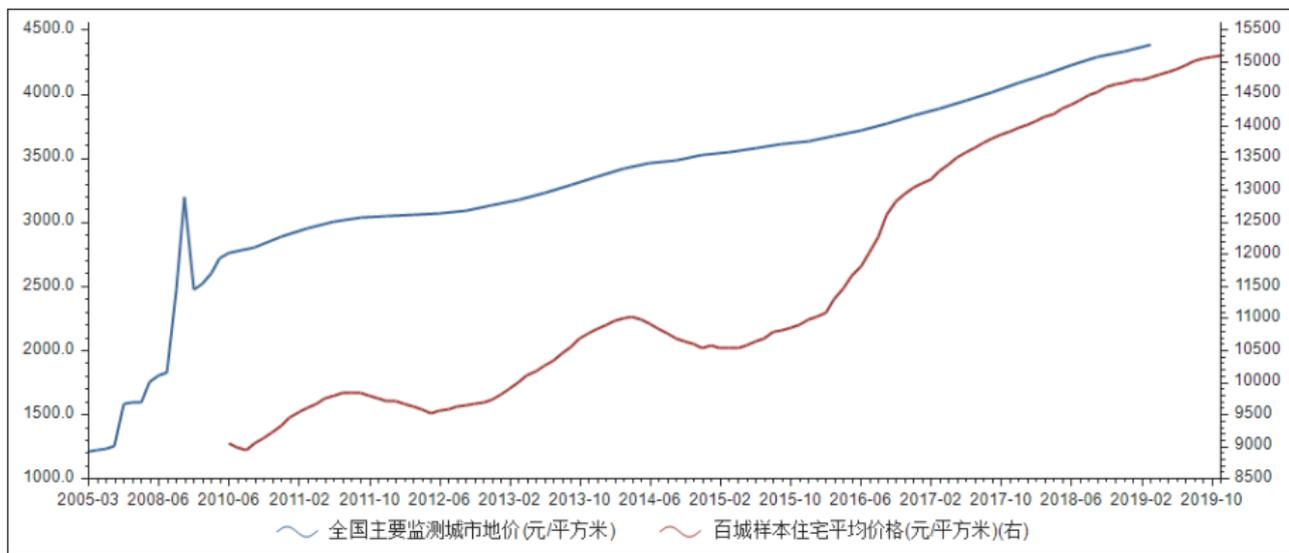


图 10: 地价 (左轴) 及房价 (右轴) 走势; 单位: 元/平方米  
数据来源: 国土资源部, Choice 金融数据

## 2.4 亟待解决的风险

在地价的上行周期，这样自我强化的信贷周期看似解决了地方融资问题，并且为保持经济增长做出了助力。但是一旦土地价格开始下跌，将会导致灾难性的后果。之前所有正向加速加杠杆的过程将会在下行周期内全部转化为一场严重的危机和噩梦。

地方政府用于抵押和担保的土地，其价值不断缩水，地方政府偿还能力不断下降，但是债务水平仍然保持不变，则其违约可能性不断上升。最终体现为信贷创造和流动性的快速收紧和土地价格的大幅下跌的自我强化恐慌下行周期，这将会导致地方政府严重的财政危机和债务危机，同时一旦处理不慎，将会使得银行业坏账率突然上升，甚至会引致银行危机，对我国的经济增长造成巨大负面效应，存在极大的风险。

## 2.4 亟待解决的风险

目前中国地方政府债务特点表现为：

- ① 显性、隐性债务余额累计过高
- ② 金融监管不断加强使得地方融资平台的资金链条面临严峻考验
- ③ 经济下行压力增大加大地方政府债务风险管理难度

这些特点都体现出地方债务风险程度已经较高，类似于一个定时炸弹，是当前中国经济金融领域的一大潜在风险点，急需加以解决。

# 目录

- 1 《债务与魔鬼》主要观点及逻辑框架
  - 金融成就一切的乌托邦
  - 错误的债务与自我强化的周期
  - 债务积压的困局与不可避免的循环
  - 空空如也的政策清单？
  - 中国问题与潜藏的危机
- 2 中国地方债务的增长与风险
  - 金融危机的外生冲击与中国的抉择
  - “四万亿”计划与杠杆率的飙升
  - 地方政府债务的产生与土地金融的自我强化
  - 亟待解决的风险
- 3 解决之道——现行政策与补充
  - 存量债务治理
  - 建立低信贷密集型的经济增长模式

## 3.1 存量债务治理

2014年9月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》拉开了全国范围内整治地方政府性债务的序幕。在治理过程中，采用的是“遏制增量，化解存量”的方式，通过规模控制、预算管理来遏制增量，通过债务置换来化解地方政府存量债务。

主要内容：

- ① 限额管理与债务置换
- ② 隐性债务的偿还与转换
- ③ 日本例子
- ④ 魔鬼的抉择？

## 3.1 存量债务治理

### (1) 限额管理与债务置换

- 限额管理：

从 2015 年起，地方政府债务规模实行限额管理，地方政府债务总限额由国务院根据国家宏观经济形势等因素确定，并报全国人民代表大会批准。

政策实施结果：地方政府债务增速 2014 年 41% ——> 2016 年 4%

从 2014 年起，部分省市开始试点地方政府债券自发自还相较于之前政府债券还本付息由财政部代办的模式，同时地方政府债务区分一般债务和专项债务分门别类纳入全口径预算限额管理，并且改变官员考核体系，将债务纳入考核的硬性指标，减少“为晋升而增长”带来的债务融资冲动。

## 3.1 存量债务治理

### ● 债务置换：

从 2015 年起有限开放地方政府直接自主发债，通过发行地方政府债券置换存量的政府债务的方式将到期时间短、高融资成本债务置换为到期时间长、低融资成本的地方债务，从而降低利息负担，缓解部分地方支出压力。

我国发行的用于置换的一般债券与专项债券平均利率在 3.5% 左右，而原本政府债务中信托融资、其他金融机构借款等方式的融资成本一般在 10% 或更高。

截止 2019 年 10 月末，政府发行债券总额 211550 亿元，非政府债券形式存量政府债务仅剩 2250 亿元。

## 3.1 存量债务治理

### (2) 隐性债务的偿还与转换

在化解监管难度较大的隐性债务存量时，既有安排财政资金偿还，包括年度预算资金、超收收入，财政存量资金，也有通过出让具有收益性的资产以及经营性国有资产权益的方式提供偿债资金，还可以将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务，这里的企业可以是剥离了融资职能的城投平台，也可以是通过 PPP 或者政府投资基金等方式参与到政府市场化项目中的社会资本方，具体措施可以是依照法制化的原则取消政府原本的回购约定，重新架构项目的运营模式，将其转化为规范的 PPP 项目，则其对应的隐性债务将转化为企业经营性债务。

## 3.1 存量债务治理

### (3) 日本例子

- 日本例子具体内容：

2003年，伯南克建议日本应该实行现代版的直升机撒钱政策，通过中央银行创造法定货币来补充税收减免造成的亏空或扩大公共支出，同时声明不再出现新的财政债务，因此不再增加额外的偿债负担。

但日本并未采纳伯南克的建议，而是通过更大规模的财政赤字来对冲私人部门去杠杆的影响，导致公共债务占GDP比例持续上升。作者认为，日本现在可以核销部分债务，使自己重新回到伯南克建议的轨道上来。

- 作者观点：

作者提出，在日本中央银行资产负债表的资产方增加一个科目，将债务改记为日本中央银行对政府的永久性无息债权，就可以核销和置换该笔债务。

这种关于经济现实的清晰沟通能够使日本民众、企业和金融市场明白真正的公共债务负担显著低于所公布的数据，这对提升信心和名义需求会产生积极的影响。

## 3.1 存量债务治理

### (4) 魔鬼的抉择？

允许货币融资是危险的，因为政府可能过度创造法定货币，错误配置相应的购买力也会带来无效率的结果。尽管货币融资不可避免地会导致过度通胀和财政约束乏力，但不能因此被排除在摆脱债务积压和通货紧缩的工具箱之外。

危机前的宏观经济正统理论既诅咒法定货币融资，又对私人信贷创造近乎完全放任。我们面临的是充满危险的选择，必要时应该将严格控制私人信贷创造和有序使用法定货币融资结合起来。

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

主要内容：

- ① 金融供给侧改革：去杠杆、强监管
- ② 增进民间投资，纾困专项债
- ③ 信贷配置结构优化：“普惠金融”
- ④ 刺激消费：削减个人所得税
- ⑤ 债务污染税

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

### (1) 金融供给侧改革：去杠杆、强监管

2018年发布的资管新政对金融领域实行的是穿透式监管原则，按照“实质重于形式”的原则，银行必须如实披露所有的通道，按照底层资产如实占用相应的资本，从源头杜绝了影子银行等一批逃避监管的表内外业务。

#### ● 打破刚性兑付：

在加强监管的同时，为了准确反映风险溢价，扭转金融业政府管制过多的不健康制度以及化解风险的不积累，我国逐步开始了大规模打破刚性兑付。2018年，债券市场的违约金额超过1000亿，19年前7个月的违约金额接近800亿。2019年5月份包商银行被接管意味着银行业的刚性兑付被正式打破。

#### ● 存在的挑战：

去杠杆、强监管的紧缩政策使得信贷周期逐渐进入下行周期，信贷密集型的政府与国企投资逐步放缓，尤其是我国“穿透式监管原则”的实施使得各部门竞相监管，流动性紧缺加剧，相应的融资成本不断上升，经济增长受到挑战。

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

### (2) 增进民间投资，纾困专项债

2018年开始的下调4%的增值税税率，企业社保缴费费率水平从20%下调到16%，下调工商业电价，这一系列减费降税的举措改善了企业的盈利情况，盈利情况的改善也刺激了企业进一步的投资行为。

同时面对民营企业在去杠杆过程中面临的融资难、融资贵的问题，纾困专项债等针对性的支持工具也在这两年陆续推出，那些本身质地优良、暂时陷入困境的民营企业可以借此摆脱困境，化解发展过程中遇到的资金瓶颈，如“海淀金控”在上交所发行了的规模8亿元的纾困专项债，主要就是用来支持优质民营科技上市公司发展，纾解上市公司股权质押风险

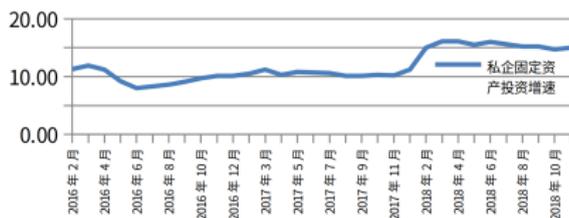


图 11: 私企固定资产投资增速; 单位: %

数据来源: Wind

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

### (3) 信贷配置结构优化：“普惠金融”

为更好的服务于实体经济，“普惠金融”也在金融领域营运而生，普惠金融把小微企业以及创新创业企业等特殊群体作为重点服务对象，推动经济发展方式转型升级。

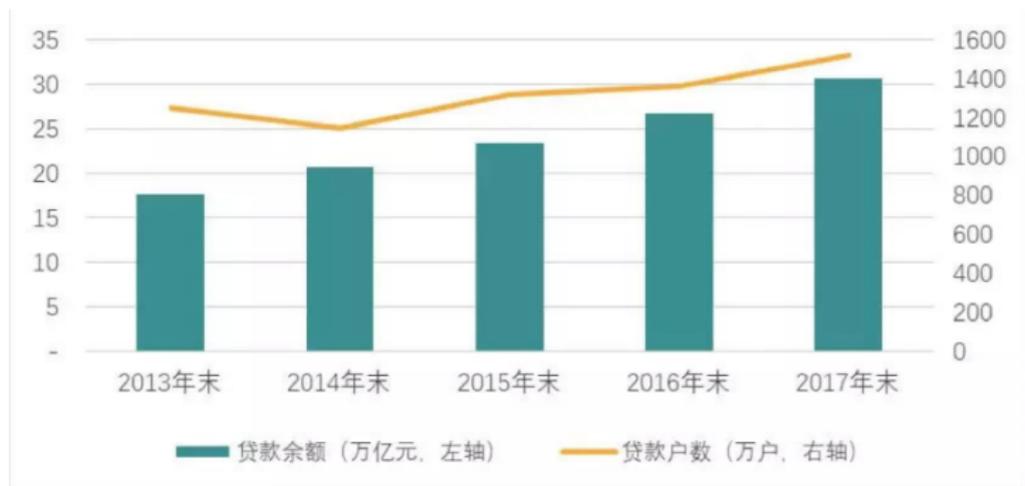


图 12: 2013 年到 2017 年银行业金融机构小微企业贷款情况

数据来源：《中国普惠金融发展情况报告》摘编版

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

### (4) 刺激消费：削减个人所得税

2018 年下调的所得税税率以及上调的个税起征点增加了居民收入，支撑居民消费。我国目前居民的平均消费倾向仍高达 70%，所以通过大规模的减税可以刺激消费增长，在夯实经济增长基础的同时使得经济增长稳定性大幅提高。

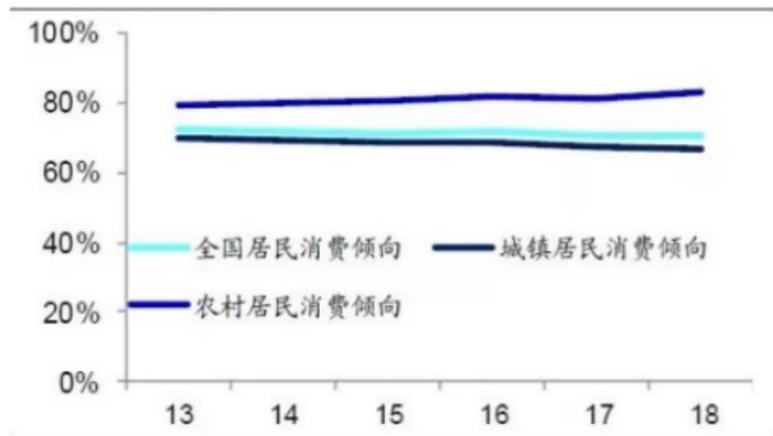


图 13: 中国居民消费倾向

数据来源: Wind, 海通证券研究所

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

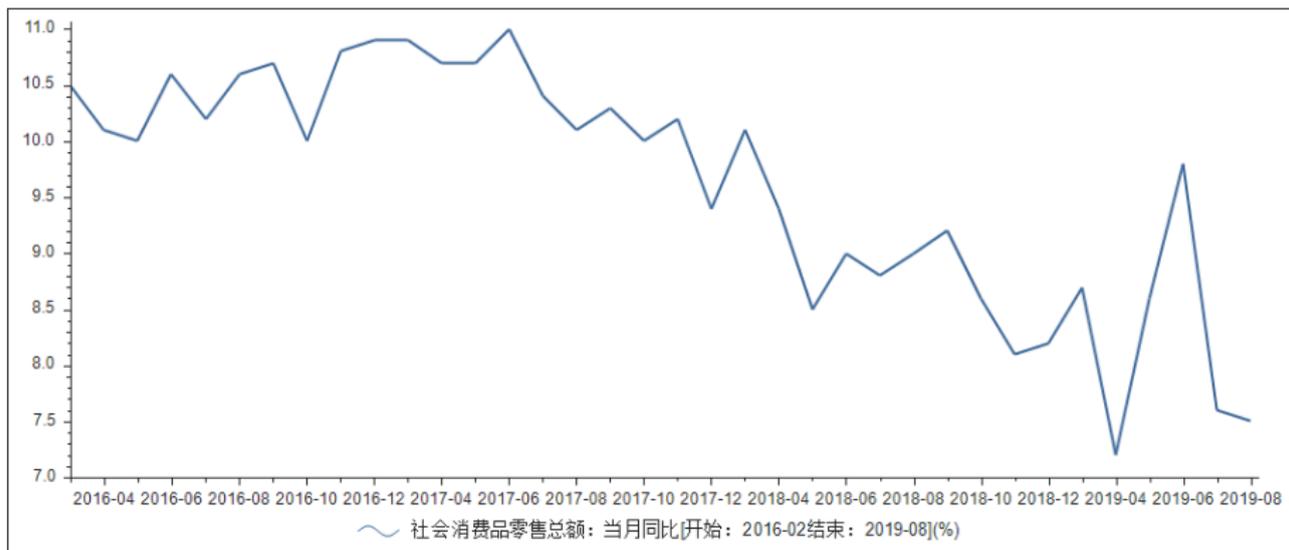


图 14: 2016 年 2 月到 2019 年 8 月中国社会消费品零售总额增速；单位：%  
数据来源：国家统计局

## 3.2 建立低信贷密集型的经济增长模式

### (5) 债务污染税

债务合约能够带来经济利益，同时也会制造经济风险。然而，这些风险从私人的角度来看并不明显。在该笔贷款与其他很多笔贷款组合在一起发放时，经济就容易发生危机和危机后的衰退。债务创造具有负的社会外部性，可以说债务是经济污染的一种形式。从理论上说，征税是应对污染的适当方式。

## 部分参考文献

- [1] 蔡龙. 刍议我国土地财政与地方政府债务风险 [J]. 现代城市研究, 2013, 9: 36-39.
- [2] 范剑勇, 莫家伟. 地方债务、土地市场与地区工业增长 [J]. 经济研究, 2014, 49(01): 41-55.
- [3] 龚强, 王俊, 贾坤. 财政分权视角下的地方政府债务研究: 一个综述 [J]. 经济研究, 2011, 46(07): 144-156.
- [4] 郭玉清, 姜磊, 李永宁. 中国城市化进程中的地方政府债务融资激励及其隐性风险控制 [J]. 天津社会科学, 2014(02): 88-95.
- [5] 吉富星. 地方政府隐性债务的实质、规模与风险研究 [J]. 财政研究, 2018(11): 62-70.
- [6] 刘格菘. 地方政府债务与土地价格泡沫的风险循环及对策建议 [J]. 金融理论与实践, 2014, 5: 19-22.
- [7] 陆铭. 地方政府债务: 去杠杆的关键与长期方略 [J]. 开放导报, 2016, 4: 41-45.
- [8] 刘煜辉, 张桦成. 中国地方政府融资平台分析 [J]. 银行家, 2010(06): 48-52+7.
- [9] 马海涛, 吕强. 我国地方政府债务风险问题研究 [J]. 财贸经济, 2004(02): 12-17.
- [10] 毛振华, 袁海霞, 刘心荷, 王秋风, 汪苑晖. 当前我国地方政府债务风险与融资平台转型分析
- [11] 亓寿伟, 毛晖, 薛真. 地方政府性债务、财政风险与土地出让 [J]. 地方财政研究, 2016, 6: 62-69.
- [12] 于海峰, 崔迪. 防范与化解地方政府债务风险问题研究 [J]. 财政研究, 2010(06): 56-59. [J]. 财政科学, 2018(05): 24-43.

# 感谢聆听！

# Thank you for listening!