

## 解析新一轮全国性地方债务审计

刘世欣 雷: (86) 83571314

15210112901

✉: liushixin@chinastock.com.cn

近期中国整体信贷和影子银行体系的快速增长（尤其是大量流向地方政府平台），市场担忧快速的信贷扩张并没有带来强劲的经济复苏，这使得许多人确信中国的信贷推动式增长已经走到尽头，并引发对中国地方债风险的担忧。2013年7月18日，美国底特律市根向美国联邦法院申请破产保护成为美国历史上最大的申请破产保护的城市，在中国再度引发对国内债务问题的担忧。之后，国家审计署于7月28日发布消息，将根据国务院要求组织全国审计机关对政府性债务进行审计，预计需要两个月时间完成。本次全国政府性债务审计将重点分析以土地出让金收入为偿债资金来源的债务规模及偿债风险变化情况；分析铁路、公路等交通运输行业和地铁等市政建设项目的政府性债务规模及偿债风险变化情况；分析地方政府融资平台公司的资产质量、财务状况、盈利能力、偿债风向变化情况等。本次审计是全国性地方债务审计，但距离上次跟踪审计结束时间仅五个月，自然引发市场的各种猜测和担忧。

目前地方政府债券分为两类，第一类是始于2009年的财政部代理发行的地方债券（实际上是准国债），发行规模每年大概2000-3000亿元，覆盖全国大部分省市，地方政府并不具备完全自主发债的权限。；第二类是始于2011年的试点省份发行的地方债券，这部分规模较小，2013年的计划发行额度为700亿元。2011年10月20日，财政部公布了《2011年地方政府自行发债试点办法》，试点的省份有4个：上海市、浙江省、广东省、深圳市。2011年和2012年地方自行发债规模分别为229亿元和289亿元。试点办法中明确了“自行

发债是指试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券的发债机制。2011年试点省（市）政府债券由财政部代办还本付息。”也就是说地方政府发债需要国务院的审批，地方政府依然不具备完全自主发债的权限，这也是由中国目前法律决定的。实际上，中国地方政府不能完全自主发债的特性是根据1994年颁布的《预算法》第二十八条规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”而且2012年的预算法修正案也没有对这一条文进行修改。同时，试点办法还规定“试点省（市）发行政府债券实行年度发行额管理，2011年度发债规模限额当年有效，不得结转下年。”

下面首先对中国地方债的审计发展和重要的相关政策进行梳理和解读：

- 2011年3月—5月国家审计署对全国地方政府性债务进行全面审计，发布了《全国地方政府性债务审计结果》。
- 2011年10月20日，财政部公布了《2011年地方政府自行发债试点办法》，试点的省市有4个：上海市、浙江省、广东省、深圳市，试点地方政府可以自行发债。
- 2012年1月第四次全国金融工作会议即明确未来五年内要“防范化解地方政府性债务风险”、“妥善处理存量债务，规范地方政府举债融资机制，将地方政府债务收支分类纳入预算管理，构建地方政府债务规模控制和风险预警机制”，但上述文件属纲领性文件，对于地方政府债务约束力不强。
- 2012年5月8日，财政部发布了《2012年地方政府自行发债试点办法》，其内容上与《2011年地方政府自行发债试点办法》完全一样，试点范围也没有扩大。
- 2012年底，四部委（财政部、发改委、人民银行、银监会）联合发布463号文“制止地方政府违法违规融资行为”，但463号文的实际执行力度较弱，地方政府通过非银行贷款类的融资规模依旧剧增。
- 2013年4月10日，银监会发布《关于加强2013年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》，要求建立地方融资平台全口径负债管理，并继续细化了银行对于平台贷款的管理方针，该文件对于隔离银行体系风险作用显著，但没有约束政府平台的表外融资。
- 2013年4月17日国务院常务会议再次提出要“有效防范地方政府性债务、信贷等方面存在的风险”，表明新政府进一步重点关注地方债务风险和金融风险。

- 2013 年 6 月 10 日国家审计署发布了《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》。
- 2013 年 6 月 17 日李克强总理考察审计署，表示要“发挥审计对经济的‘体检诊断’功能，及时发现和揭示发展中的风险隐患，防止苗头性问题转化为趋势性问题”。
- 2013 年 7 月 4 日，财政部公布了《2013 年地方政府自行发债试点办法》（以下简称《办法》），扩大试点范围，确定 2013 年上海市、浙江省、广东省、深圳市、江苏省、山东省开展自行发债试点，比 2011 年增加了江苏省、山东省，试点范围扩大到 6 省。此外，新试点方案与前两年相比差别具体体现在：（1）债券的期限增加了 7 年期的，原来只有 3 年、5 年期；（2）在承销发行细节上增加了一些规定；（3）提出试点省市逐步推进建立信用评级制度。（因为地方政府债券要真正发展，必须脱离财政部，自行还本付息，中央政府的隐性担保一旦消失，地方政府债券就需要一套评价机制来进行信用差别定价。）
- 2013 年 7 月 28 日，国家审计署称根据国务院要求，审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计。审计时间及统计结果至少需要 2 个月，则审计结果最早在 10 月中旬公布。

从上面可以看出，中国地方债审计不断，试点办法出台不到两个多月政府就出台了“防范化解地方政府性债务风险”的政策，而后不断审计、防范风险、加强监管，但又不断发展壮大，扩大试点，那么本轮审计究竟目的何在呢？之后的政策能和从前能有什么不同？

本次审计范围更广，级别更高，既表明新一届政府希望全面深入了解目前地方债务风险，又体现出新一届政府对地方债风险的忧虑，希望未来能够在本次审计摸底的基础上来控制风险，避免出现金融系统性风险，保证地方债务可持续性，为新一届政府解决地方政府的融资问题和财税体制改革做铺垫。本次审计对象为政府性债务而之前的审计对象均为地方政府债务。政府性债务不仅包括中央政府债务和地方政府债务，也包括国有政策性机构以及政府承担连带责任或提供信用的债务。另外，本次审计级别高于上次，2011 年地方政府债务审计仅选取 15 个省、36 个地区，并未铺开至全国，而本次审计将在全国范围内进行。同时，本轮审计覆盖中央、省、市、县、乡五级政府，而 2011 年审计仅覆盖省、市、县三级政府，课件本次审计不论从级别还是范围都大于前两次，将成为史上最大规模的一次政府性审计。

审计结果在全国省市县四级超预期概率较低,原因是政府学界金融市场对该层级政府债务调研和研究跟踪紧密、调研充分。但对乡镇一级政府债务,由于此前的高度不透明,有可能偏高,但其体量非常小,总量层面不会超预期。审计目的仍是通过了解地方政府债务的系统性风险和结构性风险,属于防范金融风险的范畴,而主动引爆局部的高危地方政府债务风险的概率极低。无论是中央经济工作的长期部署,还是部门发出的监管文件,对于约束地方政府债务膨胀和融资平台管理的效果并不显著,新一届政府希望未来在中央层面进一步统一部署。当前时点开展全国范围内的政府性债务审计,有利于摸清政府债务实际情况并相应采取政策监管,降低金融体系风险,约束不合理融资行为,保证地方政府债务的可持续性。

根据上两次国家统计局审计数据,最近两年融资平台占到地方债务总额约一半比重,银行贷款依然是债务资金主要来源但有下降趋势,发行债券、其他单位和个人借款增长迅猛。2011年国家审计署审计结果显示:截止2010年底,全国地方政府债务余额为10.7万亿元。其中,银行贷款占79.01%,其他单位和个人借款占9.75%。2013年审计结果显示:截止2012年底,36个地方政府的债务余额为3.85万亿元,与2010年底相比增长了12.94%,其中有4个省与8个省会城市的债务增长率超过20%。政府负有偿还责任的债务占47.79%,政府负有担保责任的债务占23.58%,其他相关债务占28.57%。在上述地方债务中,融资平台与地方部门政府和机构的债务占比分别达到45.67%与25.37%,分别比2010年增长了22.50%和32.42%。在3.85万亿元地方债务中,银行贷款占比为78.07%,发债融资占比为12.06%,依然是债务资金的主要来源。2012年底发行债券、其他单位和个人借款增长较大,分别比2010年增加62.32%和125.26%,其中发行债券中的短期融资券和中期票据增长比率达113.40%。对比2010年底与2012年底这36个地方政府本级的债务结构,则银行贷款占比下降了5.6%,地方债券、其他单位和个人借款分别增长了62.32%与125.26%。从债务形成年度来看,2010年及以前举借的占53.93%,2011年举借的占16.39%,2012年举借的占29.68%。

各大机构也都根据2011和2013年审计署公布的数据对2012年末以来中国地方债务规模测算进行推算,大多介于13~18万亿元之间。民族证券高谦、陈伟估算2012年末地方债总额约13万亿元。银河证券潘向东、童英估算截至2013年6月份地方债、城投债和地方政府融资平台共有债务约13.48万亿。兴业证券王涵、高群山等估算2012年底地方债总额已达15.4万亿元。瑞银证券汪涛、胡志鹏估算2012年底地方政府债务超过16.5万亿元。遗憾

的是，上述研究并没有给出各自测算的详细过程，笔者看到的研究中仅民生证券管清友、李衡给出推演过程，研究认为 2012 年末地方政府显性债务余额大约为 14.0 万亿元（平台贷款余额为 9.2 万亿元，城投债余额 2.5 万亿元，中央代发地方政府债券余额 0.7 万亿元，基础产业资金信托余额 1.7 万亿元）。而来自更为权威统计，中国国家审计署副审计长董大胜在 3 月全国政协会议上称，根据测算中国目前各级政府的债务总规模在 15 到 18 万亿元人民币左右。而地方债真正的规模恐怕只有 10 月审计结果发布才会揭晓。

本轮审计短期内对宏观经济影响负面。原因在于：第一，本轮审计必然更多曝光地方债风险，进一步引发市场担忧。地方政府不计成本的筹资模式将被更多曝光——不少地方政府与信托公司合作、建设—转让模式（BT 模式）、委托代建回购等方式进行违规融资与变相集资，承诺高息；2011 年审计报告中提到的资金投向问题将进一步曝光，一些地方政府或地方融资平台将债务资金违规投入资本市场与房地产市场获取高额回报、或是用于投入高能耗、高污染项目。部分地方政府存在改变债务资金用途、债务资金闲置等问题和大量出现的借新还旧现象将进一步曝光。2013 年对 36 个地区的审计表明，有 5 个省会城市借新还旧率超过 20%，最高的达到 38.01%；未来两三年内将有大量的地方政府债务到期，银监会主席尚福林 4 月指出从 2012 年末算起，共有 3.49 万亿元贷款将在未来三年内到期，占全部平台贷款余额的 37.5%。考虑到部分地方政府债务资金不能产生满意的回报率，这意味着未来几年内可能出现大量的不良贷款。第二，由于对地方债风险的担忧会导致相对紧缩的宏观经济政策预期，可能拖累本来就疲弱的经济增速；第三是债券市场的风险溢价将上升，“非典型”钱荒会延续，流动性珍惜程度上升，可能令地方政府担保的债务资金价格上升，带来融资成本提高，融资难度进一步加大。

长期来看，本轮审计表明新政府重视中国地方债问题，为解决地方债问题提前打下良好基础，在地方政府土地财政收入短时期内仍可维系的基础之上，总体来说还处于可控、可管理的状态。第一，中央政府背书的特点表明地方债背后实际上有中央政府信用支持，而目前中央政府财政收入增长稳定且债务水平较低，目前有能力应对地方政府债务可能出现的潜在风险。第二，另外，考虑到土地出让金仍是地方政府最重要的偿债资金来源，而 2013 年上半年土地出让金同比、环比涨幅扩大，保障了地方偿债能力。国家审计署的《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》显示 2012 年底，4 个省本级、17 个省会城市本级地区有 55%的

债务承诺以土地收入偿还。一旦地方政府债务出现问题，中央政府可以通过放松房地产市场调控来提高土地市场的活跃程度，这有助于缓解地方政府的偿债压力。而国土资源部公布的上半年土地市场的情况呈现延续回升的态势，各用途地价环比、同比涨幅有所扩大，这意味着 2013 年的土地出让金总额将超过 2012 年的 2.69 万亿元，甚至可能超过 2011 年 3.15 万亿元。第三，审计后地方政府债务风险的可控性增强。结合金融领域改革，我们认为未来大量的表外地方政府债务将会逐步规范，银行信贷和发债的方式将部分取代原有的信托模式，目标是债务的可控性更强，降低可能出现的债务违约风险。第四，有利于利率市场化进程中挤出政府信用泡沫。2010 年以来以利率为代表的资金价格遭到行政化的严重扭曲，宏观层面的资金价格都保持在较高的水平，大量政府担保的债务占用了大量的信贷额度及社会融资总量额度，从而挤压了其他领域的资金需求。审计后监管严格的地方债，将会使从前其挤压的正常社会融资成本下降，更有利于长期经济的发展。第五，政府将逐步为解决地方债务问题寻找解决办法，一些存量改革势在必行。这其中包括分税制和增加直接税比重的公共财政体制改革，改变过去地方政府加杠杆刺激投资的增长方式，深化结构性经济调整。

总体上，本轮审计署的全面审计是以摸底为主，新政府希望在保证经济增长底线前提下加速改革和经济转型，更好实现经济软着陆。审计并不是不让地方政府发债，而是挤出与银行相关的泡沫，使地方政府以更加规范可控的形式来借债。今年一季度巨幅的信用扩张背景下，GDP 经济增速仍然疲弱，意味着信用扩张对于经济的拉动作用在高负债的拖累下已变得很弱。而在政府对于债务率的担忧开始明显加剧的背景下，任何对于信用扩张速度的控制，都意味着经济增速可能随时有跌破 7.5% 的风险。另一方面，如果政府短期内继续加大直接融资的力度，或者其他因素都可能印发债务可持续性的担忧，新政府经济政策需要在保持经济增长和控制地方债务风险之间保持更好的平衡。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 83571401;15210112901

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>