

[文章编号] 1003—4684(2020)06-0048-06

刚性兑付视域下地方政府债务膨胀的机理与治理

陈 露，崔 兵

(湖北工业大学经济与管理学院，湖北 武汉 430068)

[摘 要] 基于 2012—2020 年地方政府债务规模及四类债务结构进行统计分析，发现地方政府债务规模呈现膨胀趋势，债务结构非最优化配置，由此可能引发系统性风险的经验事实。运用刚性兑付理论，探究刚性兑付对地方政府债务膨胀所存在的单向传导机制、双向影响机制和无限循环博弈过程等三种机制。从刚性兑付视角提出遏制地方债务膨胀问题的治理措施，措施包括：合理划定政府与市场边界，明确政府定位；强化信息披露，完善信息披露渠道；建立刚性兑付到弹性兑付的过渡性制度安排；健全地方政府融资体系。

[关键词] 地方债务膨胀；刚性兑付；传导机制

[中图分类号] F812.5 [文献标识码] A

从 1979 年开始，我国地方政府债务呈迅速扩张趋势，出现债务膨胀现象。地方政府债务规模的日益膨胀可能引发系统性风险，如社会风险、财政风险和信用风险等。为遏制债务风险，必须从根源上探究地方政府债务膨胀的内在机制。

由于刚性兑付事实上在我国金融领域广泛存在，近年来，一些学者开始从刚性兑付视角探究地方政府债务膨胀问题。朱海斌(2014)^[1]指出，刚性兑付使违约风险下降，导致信用风险转化为流动性风险，流动性需求增加，加剧债权融资行为。周琼(2015)^[2]等认为维稳传统使得政府为满足投资者要求将进行兜底，从而造成政府债务不断膨胀。聂新伟(2017)^[3]则认为刚性兑付下的担保融资将使资源无法实现最优配置。由于债务人存在兜底预期，许友传(2018)^[4]就此推断，债务人的融资成本将呈现非合理水平，这将导致无风险利率上升以及投资资金流向高风险项目。袁志刚(2017)^[5]等将地方政府刚性兑付进一步确定为其对融资平台发行债券的刚性兑付行为，资本市场不再根据债券性质好坏而根据其是否能够履约来制定价格，这虽使资本市场承担的风险变小，但配置资源功能无法得到正常发挥。

虽然学术界从刚性兑付的视角对地方政府债务膨胀问题进行了广泛探讨，但该视角下地方政府债务膨胀的内在机制及相应治理对策的研究仍然缺乏。本文基于我国地方政府债务膨胀规模和结构的分析，尝试运用刚性兑付理论探究我国地方政府债

务膨胀的形成机理，并提出有针对性的治理措施，以期推进地方债务膨胀问题的研究。

1 我国地方政府负债现状

1.1 债务规模

国家财政部数据显示，截至 2018 年末，全国地方债务余额为 18.39 万亿元。2018 年地方政府债务的债务率为 76.6%，未达到 100%~120% 的国际通行标准。以 GDP 初步核算数为基准的地方负债率为 37%，也未达 60% 的欧盟标准。以上两个指标均表明我国地方债务规模大致处于安全界限内。但我国地方财政支出由 2012 年的 107 188 亿元增加至 2018 年的 188 196 亿元，年平均增长率达到 9.88%，而财政收入在 2012—2018 这 7 年间的年平均增长率仅为 8.22%，2018 年地方财政收入约为支出的一半，说明地方财政赤字严重。虽然中央采取转移支付形式可一定程度上改善赤字困境，但收入远低于支出的本质未改变，仍将导致地方债务膨胀。我国地方政府财政收支情况统计如表 1 所示。由表 1 可知，地方财政支出占财政收入的比例远高于 100% 且有逐年上升趋势，可见地方政府债务负担有所加重，偿债压力不断加大，未来融资空间受到一定限制。

财政部自 2008 年开始公布地方债务余额，本文选取部分月份数据进行分析。如图 1 所示，地方政府债务余额整体上呈上升趋势，虽然偶有下降但频

[收稿日期] 2020—04—28

[第一作者] 陈 露(1998—)，女，湖北荆门人，湖北工业大学硕士研究生，研究方向为金融学

[通信作者] 崔 兵(1974—)，男，湖北恩施人，经济学博士，湖北工业大学教授，研究方向为制度金融学，制度经济学

率较少。分析各年末地方债务规模可看出,近 9 年债务余额增速较快:2012 年至 2020 年 2 月,地方债务规模的年平均增长率为 11.87%,其中 2014 年的增长速度高达 41.54%,而 2012—2018 年地方财政收入的年平均增长率为 8.22%,仅为债务增长速度

的 2/3,2012—2018 年 GDP 的平均增长率为 9.33%,也远低于地方债务增长率。若地方债务增速持续高于财政收入及地区生产总值增速,将直接导致地方政府偿债能力下降,甚至带来政府职能减弱、经济发展受限、引发系统性风险等问题。

表 1 我国地方政府财政收支情况统计

时间	财政收入 入/亿元	财政支 出/亿元	GDP/ 亿元	财政收入占 GDP 比例/%	财政支出占 GDP 比例/%	财政支出占财 政收入比例/%
2012	61078.29	107188.34	538580	11.34	19.90	175.49
2013	69011.16	119740.34	592963.2	11.64	20.19	173.51
2014	75876.58	129215.49	643563.1	11.79	20.08	170.30
2015	83002.04	150335.62	688858.2	12.05	21.82	181.12
2016	87239.35	160351.36	746395.1	11.69	21.48	183.81
2017	91469.41	173228.34	832035.9	10.99	20.82	189.38
2018	97903.38	188196.32	919281.1	10.65	20.47	192.23

基本数据来源:国家统计局 2012—2018 年财政数据

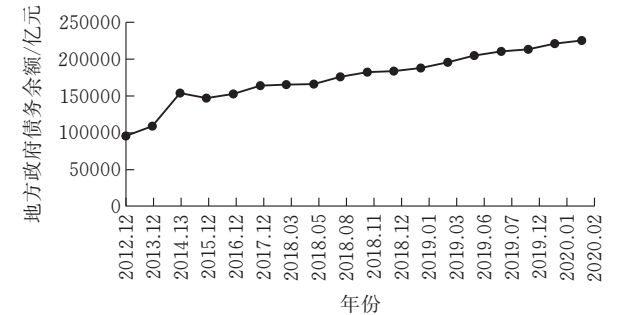


图 1 2012—2020 部分月份地方政府债务余额规模

1.2 债务结构

地方债务按照政府责任可划分为三个基本类型:政府承担偿还责任、担保还款责任和一定救助责任的债务。据《全国政府性债务审计结果》,2013 年 6 月末,地方政府承担偿还责任和担保还款责任的

债务占比之和达到 75.75%。即政府明确承担还款义务的债务约为政府收入的 3/4,说明债务对政府收入的直接冲击特征较为明显。

地方债务的融资结构可划分为银行贷款、上级财政、债券资金和其他借款等四部分。表 2 选取了 2010 年末地方政府性债务来源数据。债务来源结构中,银行贷款为 84680 亿元,占比最高为 79.01%,说明地方政府主要依靠银行贷款进行筹资。而地方政府的借款来源过于集中,若未能偿债可能引发连锁反应,由此可见银行的资金借贷和资金流稳定极为重要。需关注的是,信托、融资租赁和建设转让等成为地方政府的新资金渠道,且规模持续增加,而这些渠道多无风险防范机制和稳定现金流,且准入门槛较高。

表 2 2010 年底全国地方政府性债务资金来源情况

债权人类别	三类债务合计		政府负偿还责任债务		政府负担担保责任债务	
	债务额/亿元	比例/%	债务额/亿元	比例/%	债务额/亿元	比例/%
银行贷款	84679.99	79.01	50225.00	74.84	9134.14	81.88
上级财政	4477.93	4.18	2130.83	3.18	2347.10	10.04
发行债券	7567.31	7.06	5511.38	8.21	1066.77	4.56
其他借款	10449.68	9.75	9242.30	13.77	821.73	3.52
小计	107174.91	100	67109.51	100	23369.74	100

数据来源:审计署《审计结果公告》2011 年第 35 号(总第 104 号)

2018 年财政支出结构中,公共建设及服务、交通住房、社会保障、农林水事务等基础项目的支出比例见图 2。如图 2 所示,公共服务及安全项目的支出占比最大,达 50648.73 亿元,占 27%。其次为教育支出,占 16%,交通及住房支出仅占 9%,借债成本仅为地方财政支出的 2%。其中,用于交通运输(如铁路、机场等)的财政支出不仅形成了现金流,而且大多有稳定的经营性收入;房屋租售和由购房产

生的银行贷款也获得了租金及售房收入,这减轻地方政府偿债压力。从债务资金投向来看,能形成资金回流的项目在财政支出中的比例较小,地方政府债务主要是公共项目投入,难回收资金。故债务资金中向基础建设和公共服务上分配,虽然保障了社会发展的资金需要,但偿债来源较少,偿债压力大,易形成偿债风险。

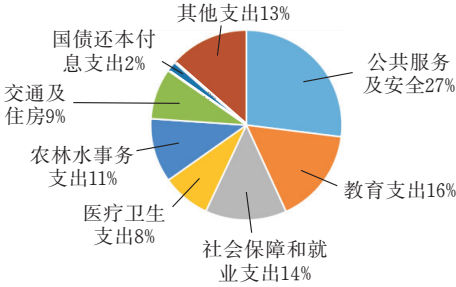


图 2 2018 年地方财政支出结构

2 刚性兑付视域下地方政府债务膨胀机理

狭义的刚性兑付是信托到期后,信托公司需分配给债权人本息,若项目未能按承诺向投资者付款,信托公司将通过发行新产品完成兑付行为。在金融领域里,刚性兑付主要体现在影子银行、股票市场、政府融资平台和房地产市场等方面。

无论是实体资产还是金融产品,当自有资金不足时,维持刚性兑付的方式本质上都是“发新还旧”。在地方政府债务领域里,可将刚性兑付理解为依赖政府信用为融资产品提供隐形担保,当出现违约风险或未达到预期收益时,政府出于维护社会稳定、企业声誉、维持经济发展等目的,以使用自有资金垫付或给予投资者补偿的方式保证本息的兑付,即实现投资者“获收益,零风险”。刚性兑付对地方政府债务膨胀存在单向传导机制、双向影响机制和无限循环博弈过程等三种机制。

2.1 单向传导机制

在单向传导机制中,刚性兑付主要从两类渠道引发地方债务膨胀。图 3 为单向传导渠道。渠道之一为刚性兑付的存在使投资者产生道德风险和逆向选择问题,即政府的信用担保使投资者形成刚性兑付预期,以致出现不良债务人的道德风险问题和投资者对高风险项目的逆向选择问题,直接导致的结果是信贷资源未得到最优配置,呈现“劣币驱逐良币”困境,即无效率或低效率项目得到融资,而好项目难以融资。由此投资收益下降,杠杆率被推高,债务不断积累。

另一个渠道是刚性兑付使投资者利益得到保障,地方政府替投资者承担了投资风险,使信用风险转化为流动性风险,增加了流动性需求。地方政府为了实现刚性兑付,通过发新换旧方式或挤占基建中经常性项目的资金以弥补资金缺口,引发更多的债权融资,地方债务规模进一步加大。

2.2 双向影响机制

双向影响机制中,刚性兑付影响地方政府债务,反过来地方债务也导致了刚性兑付。首先,地方政

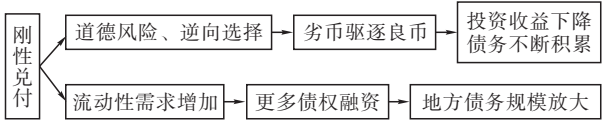


图 3 刚性兑付视域下单向传导渠道

府出于一系列的考量而默认了刚性兑付的存在。综合来看,地方政府对于实现刚性兑付的动力一般源于对民生、经济、社会的考虑。

民生方面,债权人通常为当地企业,若债券出现违约,其企业经营状态必然恶化,甚至有可能导致债权人破产,这对当地就业情况产生一定影响。经济方面,企业违约使其信誉受损,连带影响当地的信誉评级,以致当地企业融资难度增加,生产总值受到影响。社会方面则是地方政府追求社会发展稳定。

地方政府实行刚性兑付后,债务效率虽得以下降,但导致债务进一步膨胀。近年来,各大企业和地方政府的新增贷款主要流向无效率项目 and 生产过剩产品。数据显示,近 4 年超过 40% 的企业筹集资金以偿还债务。债务的不合理流向使得借贷资源非有效配置,由政府信用支持形成的刚性预期使信用资质较差的债务人获得融资或再融资,以致不良债务积聚,债务负担加重。

当地方债务规模加剧后,地方政府出于对民生、经济、社会的考虑仍会继续实行信用担保,造成债务不断膨胀的恶性循环现象。刚性视域下双向影响机制如图 4 所示。

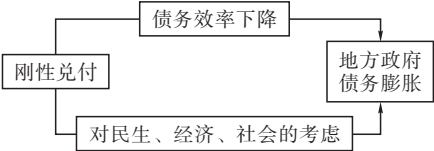


图 4 刚性兑付视域下双向影响机制

2.3 无限重复博弈过程

地方政府债务融资过程中会形成两个层面的刚性预期。首先是初期,政府层面只提供少量信用担保的预期,其次是投资者层面坚信因政府兜底而将获得投资收益的预期。由此可知,对债权人而言,为避免道德风险和逆向选择问题的出现,关键在于事前约束中形成债务人的合理预期。

刚性兑付视域下地方债务膨胀的传导机制可用博弈论分析。对于博弈主体的策略选择,债权人对策略行为的偏好取决于融资者能否获得预期投资收益的保证,而债务人策略行为的偏好在于如何最优配置资金,因此保证收益的获取成为债权人对债务人的约束函数。此举可有效衡量道德风险和逆向选择发生的可能性。

由于地方政府是以政府信用来担保借债的,因

此企业更愿意将资金投资到地方融资行为中,这样一来,博弈主体的策略选择、支付矩阵及预期等都将受到影响。图 5 是加入地方政府刚性兑付因素下融资博弈主体的博弈树分析。

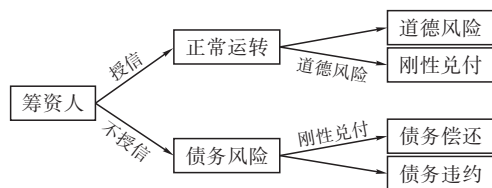


图 5 刚性兑付下对融资博弈主体的博弈树分析

当银行选择对筹资人授信,企业可正常运转,在规避道德风险的基础上选择债务偿还;当银行不对筹资人授信,企业可能面临债务困境,造成债务违约甚至破产。在地方政府刚性兑付的情况下企业才可偿还债务。若地方政府实行刚性兑付,行为主体的预期将受到影响,将改变债权人和债务人的风险及收益状况,扭曲风险一定价机制。一般情况下,地方政府选择刚性兑付时,使地方债市场形成错误预期,债务人的显性风险低于合理风险,而显性收益高于合理收益,风险和收益状况均有利于债务人方向。同理,对于债权人而言,风险被低估。

考虑刚性兑付因素后,企业经营状况与地方债务可看作无限重复动态博弈。设定企业初始债务值为 100 万元,地方政府债务为 1000 万元,数据均表示债务值,前者为企业债务值,后者为地方政府债务值。若企业经营不善出现债务违约,设定企业破产,债务值为 200 万元,刚性兑付下地方政府债务和企业债务的博弈树见图 6。

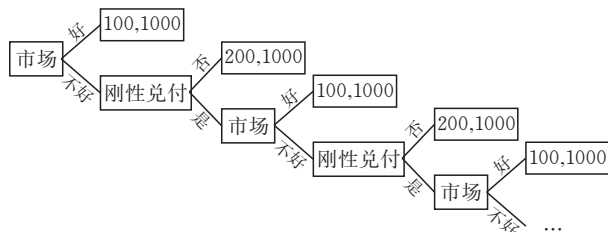


图 6 刚性兑付视域下地方政府债务分析

金融市场受多种因素影响,这里将市场行情简单概括为行情好和行情不好。当市场行情好时认为企业经营状况良好,不会出现债务违约情况,因此地方政府无需刚性兑付,依靠供需平衡规律可达到市场出清;若市场行情不好,企业经营状况恶化,导致债务违约,则地方政府面临是否刚性兑付的策略选择。

当市场行情好时,企业可用自有资金向投资者付息,企业负债仍为 100 万元,地方政府未受影响,债务值仍为 1000 万元。当市场行情不好时,若地方政府不进行刚性兑付,企业债务违约破产,债务值为

200 万元,地方政府债务仍为 1000 万元。而地方政府出于多方面考虑,将选择刚性兑付以维护市场稳定,博弈继续进行下去。当地方政府刚性兑付后,若市场行情好,则企业债务值为 100 万元,而地方政府由于向投资者刚性兑付,替企业垫付资金后债务值增加为 1100 万元。若市场行情不好,同理,地方政府持续向投资者刚性兑付。至下一期市场行情好时,地方政府债务值增加至 1200 万元。该博弈无限重复下去,运用博弈论知识简化问题,可以发现刚性兑付使地方政府债务规模逐渐增大,且为持续影响地方政府债务膨胀的不可逆过程。

3 刚性兑付视域下地方政府债务膨胀治理措施

地方政府债务持续膨胀将造成众多严重后果,其中最直接的危害是地方政府的偿债压力增大,流动性资金减少或不足。而地方政府面临财政困境后,将损害整个国民经济社会的稳定和发展,并可能酿成系统性风险。基于刚性兑付对地方债务膨胀的传导机制的分析,提出遏制地方债务膨胀的具体建议。

3.1 合理划定政府与市场边界,明确政府定位

基于我国金融市场的现实和地方债务膨胀的传导机制分析,可以发现正确对待地方政府与市场的关系是重中之重。经济学中,市场“看不见的手”可决定供需关系的变化,实现资源的有效配置,政府辅助调节市场。而现实金融市场中,刚性兑付行为使得地方政府逐渐占据市场主体地位,如大量国有融资平台依赖政府担保进行融资,导致融资平台具备了部分社会职能和政府职能,地方政府与平台企业的界限逐渐模糊,企业债务与政府债务难以区分,市场效率弱化。同时,刚性兑付预期的存在使中小企业出现融资难等困境。

因此定义政府职能及确定政府与市场界限十分重要。首先,明确市场的主导地位和政府的社会职能。市场可为经济增长的速度和质量提供权衡,若出现区域性和部门性违约行为,可依赖市场自身进行调控,政府不应过度干涉市场。政府的主要目标是维持社会稳定和防范系统性风险,因此地方政府必须以其目标为出发点制定相关政策。其次,政府可加大金融监管力度。近年来,信托产品违约事件和上市公司虚假报告事件层出不穷,政府应科学把控金融市场,同时对违规行为应加大惩罚力度。政府和市场功能的合理划分,有利于形成对国家经济发展有长远意义的良好环境。另外,可根据政府与市场的定位划分项目主体。对属于政府责任范围的

项目(如地方基础设施项目),应以政府为主体,采用政府直接投资、专项债、PPP 等模式实施;对不属于政府责任范围的项目,以市场为主体,即通过融资平台按市场化模式运营,由企业自负盈亏。

3.2 强化信息披露,完善信息披露渠道

投资者对项目的了解主要取决于发行方的信息披露情况,而目前企业公示信息(如上市公司仅公示各期财务报表等信息)较少,且投资者主要通过企业官网和行情软件获取信息,信息获取渠道单一。故投资者依赖公示信息选择投资项目出现违约的可能性大幅增加。而地方政府并非出于遵循市场规律而对企业违约行为实行刚性兑付,长此以往,资金配置效率降低,地方政府偿债压力增大,债务规模上升。因此可通过强化信息披露、完善信息披露渠道使资金流向优质项目,以缓解地方政府债务膨胀。一方面企业所公示的信息必须客观、真实、全面、及时。要求披露的信息不仅包含诸如股东情况、项目建设进度等融资项目信息,还应包括资产和负债情况、关联资金回流情况等融资主体的各种信息。地方政府也应及时披露资金流向及债务状况等。信息披露的完善有利于提高投资者对金融产品风险的认识,投资者可依据完善的信息做出更优投资选择;另一方面,除了通过线上展开外,完善信息披露还可通过线下组织交流会等向投资者讲解行业知识的形式进行。平台官网可开设专栏刊登投资注意事项和资金流向情况,以加强投资者风险意识的宣传。

3.3 建立刚性兑付到弹性兑付的过渡性制度安排

刚性兑付一定程度上造成了地方债务膨胀现象。若刚性兑付持续下去,地方债务将持续膨胀,因此,打破刚性兑付可缓解地方政府债务问题。但刚性兑付一旦完全打破,则创新金融产品无法发行,传统金融产品不断违约将导致债务供给无法延续,资产泡沫破灭浮现大量不良资产,可能引发系统性风险甚至金融危机。因此,刚性兑付的打破需要缓慢进行,如建立刚性兑付到弹性兑付的过渡性制度安排。

所谓弹性兑付,即地方政府不再替投资者承担全部风险,而是将一部分风险转移给投资者。如在债券违约的情况下,地方政府可仍提供信用担保,但不再对债务全盘接收,可向投资者提出保证 50% 本金的担保。另一种弹性兑付方式是地方政府只对部分企业出现违约的情况实行刚性兑付,例如大规模、可能引发系统性风险的企业或行业领军企业债务违约事件。弹性兑付使得投资者对投资项目更慎重选择,地方债务有所下降。除此之外,国家还可转变政策,间接保证兑付的刚性。国家可通过减免税收或

增加政府采购的方式对企业进行救助,而非以自有资金垫付。

3.4 健全地方政府融资体系

庞大的举债规模导致地方政府融资对象复杂,出现个别融资机构运作不规范、负债规模过高现象。2017 年,财政部就规范地方融资行为提出,要科学把握政府和市场职能,将融资平台与地方信用分离,并转化为国有企业。2019 年《政府投资条例》指出,政府资金应投向市场未能有效配置资源的基础建设及服务、农村医疗保障、国家安全、科技及教育发展等公共项目。2019 年,国务院明确要求进一步深化财税体制改革,完善地方税制,规范地方政府融资行为。

面对经济社会发展和地方政府规范举债的迫切要求,健全地方政府融资体系有重大意义。首先需要形成以发行债券为主要举债行为的债务融资机制。地方政府运用债券融资方式有利于提高市场效率,降低地方政府的信用风险,更易被市场监督,使资源配置实现由行政体制到市场体制的转变。债券融资方式使地方政府举债行为产生中央政府和市场约束,有利于加强债务风险监管力度,促进整体经济社会发展。其次,政府应制定相关法律法规以建立地方财政控制体系。例如对于融资体制,发行审批体制、问责体制、信息披露体制等均应予以明文规定并严格审核;对于违规融资行为,加大处罚力度,营造公平的融资环境;对于分税制财政改革,应统一中央与地方的权财一致,完善地方税制以保障偿债来源。将地方政府投资对象仅限于建设公共产品和服务、退出竞争性投资领域等。另外,创新融资渠道,尝试实行并完善 PPP(政府和社会资本合作)、TBT(转让—建筑—转让)、BT(建设—移交)等融资方式,通过债券相关理论知识识别投融资平台的违约风险、财务能力和还款来源。最后,地方融资体制的转变需要逐步进行。如果直接取缔地方融资平台,则地方政府融资来源中银行贷款占比最高,地方政府为筹措资金将仍需融入银行信贷资金,将造成地方政府规避监管和违规举债,融资平台的本质仍然存在。因此债务融资体系变革的过程必然是渐进式的。地方政府可采取试点方法,在制定相关政策的前提下对有稳定财政收入及较强偿债能力的地区进行试点,可衡量债券融资机制、风险预警机制和信息披露体制等的利弊,以推动高效地方政府债券融资体系的构建。

4 结束语

经济的发展使政府举债成为必然选择。分析近

年地方政府债务可知,一方面,地方债务规模持续上升且债务结构非最优配置,另一方面地方财政收入增长速度远低于债务增长速度。因此,缓解地方政府债务膨胀问题刻不容缓。刚性兑付在金融市场广泛存在,基于刚性兑付视角探究我国地方政府债务膨胀的内在机理具有现实意义。在地方政府债务膨胀的单向传导机制中,刚性兑付引发道德风险和流动性风险,导致不良债务积累和债务规模扩大。双向影响机制中,地方政府出于对民生、经济和社会的考虑实行刚性兑付,导致债务效率下降,引发债务膨胀。博弈论知识中简化模型发现刚性兑付使地方政府债务呈现非可逆式无限循环博弈过程而持续增加。本文基于传导机制分析,从刚性兑付角度提出了缓解地方政府债务膨胀的具体化建议,后续研究将聚焦于基于刚性兑付角度对地方政府债务膨胀传导机制进行实证检验。

[参 考 文 献]

[1] 朱海斌.中诚信托不违约之“恶”[J].中国企业家,2014

(Z1);33.

[2] 周琼,陈剑.资管刚性兑付怎么破——境外案例的启示[J].当代金融家,2015(5):59-63.

[3] 聂新伟.刚性兑付、债务展期与债务违约——兼论市场与政府在信贷资源配置中的作用[J].财经问题研究,2017(1):93-100.

[4] 许友传.中国式兜底预期与结构分化的债务估值体系[J].财经研究,2018,44(9):41-51.

[5] 袁志刚,袁婷.中国式金融扩张的渠道与风险积累的实质[J].学术月刊,2017,49(11):34-48.

[6] 张曼曼.我国地方政府债务的规模、结构及分布状态分析[J].长江大学学报(自科版),2018,15(18):69-74.

[7] 楚永生.地方政府债务膨胀的成因及其风险化解[J].理论学习,2014(2):35-38.

[8] 中国人民银行南京分行课题组,周学东,李文森.刚性兑付、债务风险与货币政策传导——基于信用风险向流动性风险转换的视角[J].金融纵横,2016(1):13-27.

[9] 聂新伟.政府“隐形之手”、债务展期与债务违约——信用债违约形成机理的一个逻辑分析[J].财经智库,2016,1(6):121-139,144.

Mechanism and Governance of Local Government Debt Expansion from the Perspective of Rigid Payment

CHEN Lu, CUI Bing

(School of Economics and Management, Hubei Univ. of Tech., Wuhan 430068, China)

Abstract: Based on the statistical analysis of the scale of local government debt and the four types of debt structure from 2012 to 2020, this paper finds that the scale of local government debt shows an expansion trend, and that the debt structure is not optimally allocated, which may lead to empirical facts of systemic risks. On this basis, the paper tries to explore the transmission mechanism of local government debt inflation, which is one-way conduction mechanism, interaction mechanism and infinite cycle game process by the rigid payment theory. Finally, from the perspective of rigid payment, governance measures to curb the expansion of local government debt are put forward.

Keywords: local government debt expansion; rigid payment conduction mechanism

[责任编辑: 张 众]