财政-金融关联与地方债务缩胀:基于金融调控的视角*

傅　勇

〔摘　要〕从全口径资产负债表的角度,地方财政风险尚在可控范围,但地市以下的财政状况堪忧。地方债务的产生主要不是因为地方承担了过多的公共物品责任,而是因为地方全面地参与了经济发展;同时为了发挥地方在推动经济增长,尤其是为应对危机冲击需要,中央在很大程度上把放开和整顿地方债务作为宏观调控的重要手段之一。在城镇化背景下,地方政府客观上有融资的必要性和合理性,其融资方式则受到现存财政-金融体制和中央-地方博弈的限制。只有在这些条件和约束下,对未来地方融资方案的探讨才具有可操作性。

关键词:地方债务　金融调控　财权-事权　财政-金融关联

JEL 分类号:E32　H63　H77

一、引　言

经济下滑,财政收入下降,但为刺激经济、增加税基,政府努力加大财政支出力度,财政更是捉襟见肘。由此,经济降温、税收下降、财政支出压力增大之间构成了正反馈的恶性循环。从这幅图景,我们很自然会联想到希腊或西班牙等欧元区重债国。不过,在一定程度上这幅图景同样适用于中国的地方政府。

经济增长方面,2012 年二季度中国 GDP 增速只有 7.6%,已逼近 7.5%的年初预设目标。年初以来就一直期盼的见底反弹迟迟未能出现,经济景气状况反而有进一步下探的迹象。在这轮经济下降原因中,有明显的外部因素;此外,产业结构调整、工资上升、房地产调控等因素对东部地区也造成了更大影响。财政收入方面,无论是中央还是地方,预算内收入增速都明显下滑,而地方层面的土地出让收入及与土地相关的其他收入更是显著收缩,以至于出现不少关于地方想方设法增加财政收入的报道①。财政支出方面,地方版所谓的"四万亿"计划正在入场。在 2012 年 4 月份经济出现录入超预期下滑之后,各方对中央层面推出刺激计划抱有期待,一度较为普遍的看法是,虽然没有 2008~2009 年的四万亿,但会出台较小规模(比如一万亿)的刺激计划。但 2012 年二季度以来,中央层面虽也出台了若干措施,比如两次降息,增加项目审批进度等,但基本排除了推出大规模直接刺激政策的可能性。鉴此,地方政府纷纷自行推出刺激计划,这加大了地方的财政压力。

中国地方债务扩张可谓毁誉参半。为应对金融危机,中央发动地方增加投资,拉动中国经济在全球范围内领先反弹。与此同时,地方政府也积累起了不小的债务负担,应对危机形势相对明朗

* 傅勇,中国社会科学院金融研究所博士后科研工作站,中国人民银行上海总部,副研究员。作者感谢复旦大学中国经济研究中心王永钦副教授、上海交通大学黄之卿副教授、浙江工商大学陈宇峰教授的建设性意见,感谢国家哲学社会科学基金项目(11CJL008)、中国博士后基金第 51 批面上资助(2012M510667)、上海市金融学会青年研究课题、上海金融与法律研究院对本项研究的资助。本文仅为作者研究观点,与所在单位无关,文责自负。

① 关于地方财政的紧张现状,《新世纪周刊》2012 年第 34 期在封面文章《地方政府有多缺钱》中作了描述。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

后,国家又对地方融资平台和地方债务进行了清理整顿。这种“中央出菜单、地方上菜”的方式与中国中央-地方关系密切相关,由此造成了地方债务的缩胀,也是改革开放以来反复出现的现象。当前地方债务负担有多重?会在多大程度上拖累中国经济和银行业发展?地方债务缩胀的逻辑是什么?地方政府未来可行的融资安排到底如何?

对地方政府债务问题可从多维度研究。本文认为,中国的中央-地方关系以及深受其影响的财政金融体制,是其中一个重要角度。中国政府间在财政上分权的,相应地,地方政府的财政约束是相对硬的;在金融上是集中管理的,但地方政府的金融约束却是相对软的。就地方政府提供公共物品的职能和预算内收入而言,不存在明显的财权事权不匹配问题。问题是,地方政府承担了大量经济社会发展职能,而这些职能是无法用预算内收入承担的,实际上也不应该由预算内收入承担,这就产生了为地方财政行为融资的问题,并导致了地方层面广泛存在着财政-金融体制的互动关联。地方政府的资产负债表反映出,地方政府的金融行为已涉及到中国间接融资和直接融资的各个层面。这种财政金融体制安排的紊乱和错位是理解地方债务问题的关键。如果不理解中央-地方复杂而不断调整的博弈关系,而直接将西方联邦制下的地方融资安排作为中国问题的出路,将是有失偏颇的。这也是地方政府发债推进较为缓慢的原因①。

二、地市级以下财政风险尤大:全口径资产负债表评估

2008 年底,中央政府宣布四万亿刺激经济计划之后,根据公开资料统计,地方政府提出的投资计划总额超过了 24 万亿。这和发达国家对危机的反应有类似之处,都试图通过政府部门增加杠杆的扩张效应来抵消实体经济去杠杆的紧缩影响。在发达国家,主要是通过政府减税、增发国债(包括提高债务上限)以及中央增加对地方的财政支持实现的。但中国并非如此。预算法规定,地方政府不允许出现赤字,也不能自行发行债券。中国主要是通过扩张投资来实现的,其主要方式是中央审批项目并提供一定资金支持,地方政府通过融资平台向银行贷款、向资本市场融资筹措配套资金。在此过程中,地方政府事实上积累起了一定规模的债务负担。

从 2009 年开始,不同的学者和政府部门先后对地方债务规模作了不同估算,估算的结果从四万亿到十几万亿,乃至几十万亿。其中美国西北大学史宗瀚(Victor Shih)博士的一个估算引起了广泛关注。他认为,2009 年底中国地方政府投融资平台的债务规模达 11.42 万亿元;而 2010 年、2011 年融资平台债务规模会继续增长 12.77 万亿元,从而平台债务在 2011 年底将达到 24.2 万亿元。也就是说,仅考虑地方平台债务一项,地方政府债务就超过了 GDP 的一半。显然,融资平台的债务只是地方债务的一部分。一些学者认为,如果将地方政府其他形式的债务以及中央层面的国债、政策性银行债务、铁路债券,甚至央行发行的央票考虑在内,中国地方债务以及整体政府性债务问题都已十分严重,甚至足以和一些出现问题的发达经济体相提并论。

在众多的估算中,国家审计署的估算得到了最为广泛的引用,基本得到了官方和学者的认可。因此,这里以此作为分析依据。2011 年 6 月 27 日,审计署发布的《关于全国地方政府性债务审计情况的报告》显示,截至 2010 年底,全国省、市、县三级地方政府性债务余额 10.7 万亿元,其中:政府负有偿还责任的债务 6.7 万亿元,占 62.6%;政府负有担保责任的或有债务 2.3 万亿元,占 21.8%;政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 1.7 万亿元,占 15.6%②。

① 2012 年《预算法》修正案的二审稿继续明确了此前关于“地方政府不得自行发债”的规定。

② 政府负有偿还责任的债务,是指由政府或政府部门等单位举借,以财政资金偿还的债务;政府负有担保责任的或有债务,是指由非财政资金偿还,地方政府提供直接或间接担保形成的或有债务,债务人出现偿债困难时,地方政府要承担连带责任;其他相关债务,是指由相关企事业等单位自行举借用于公益性项目,以单位或项目自身收入偿还的债务,地方政府既未提供担保,也不负有任何法律偿还责任,但当债务人出现偿债困难时,政府可能需给予一定救助。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

这个估算结果大致处于中等水平。首先,在地方总计 10.7 万亿元的债务中,政府平台的债务余额接近 5 万亿元,不到地方总债务的一半(46%),远小于史宗瀚的 2010 年底超过 23 万亿的估算。除平台贷款外,政府部门和机构、经费补助事业单位、公用事业单位、其他单位占地方债务总额的比重分别为 23%、16%、2%和 12%。其次,就 2011 年数据看,地方平台贷款的余额规模已经开始收缩,没有出现史宗瀚所预言的继续高速膨胀。实际上,到 2012 年中,地方平台贷款余额已降至 7 万亿人民币以下。最后,金融危机后,地方债务的膨胀速度没有史宗瀚预言的那样快。审计署的报告指出,在 2010 年底的地方政府性债务余额中,有 51%共计 5.5 万亿元是 2008 年及以前年度举借和用于续建 2008 年以前开工项目的,也就是说,金融危机救助中形成的地方债务约为 5.2 万亿。

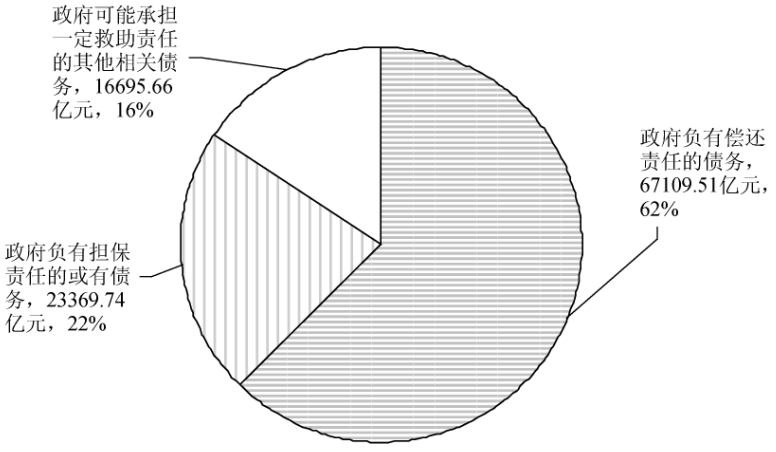

图 1　全国地方政府性债务规模与构成

资料来源:国家审计署。

那么,这些债务是什么概念?风险到底如何?从全口径资产负债表的角度,与西方国家不同,中国政府在形成了负债的同时,也形成并掌握着大量的资产,有些资产质量较高,地方财政风险尚在可控范围,但地市以下的财政状况堪忧。笔者总体判断是,地方债务不大可能会是中国经济硬着陆的导火索,相反,只有当经济出现大的风险,地方债务的可偿性问题才会浮出水面。

首先,从债务规模和财政收入看,财政风险总体是可控的。在发达经济体,国家债务通常占当前财政收入的数倍以上,如美国总债务相当于 2010 年美国总财政收入的 6.5 倍。另据银监会的数据,截至 2010 年末,中国地方政府性债务额约相当于 2010 年国内生产总值(GDP)的 26.9%,加上占 GDP17%的中央财政国债额和约占 GDP6%的政策性金融机构发行的金融债券等,中国总体的公共部门债务率在 50%左右,这个水平仍在 60%的预警线以下,远低于发生债务危机的欧美国家。从总量来看,地方债务负担并非不可承受。

其次,国家和地方政府掌握了大量的可变现资源。地方政府拥有较大规模的预算外和制度外收入,特别是土地收入,中国政府还掌控了为数众多的国有企业,不少国有企业已经上市,这些资产为政府偿还债务提供了广阔的腾挪空间。同时,还有 3 万多亿美元的外汇储备。此外,地方政府的资产还包括基础设施、公用设施、土地储备、办公场所等等。地方债务偿还的来源不限于财政收入本身。实际上,很多政府下属部门都有自己的资产。在一些时候,甚至连地方政府自己也不完全清楚其全部资产状况。部分债务不可避免地成为不良资产,但从总量上,看这些不良资产相对于整个银行业资产规模来说,比重还是很小的。10.7 万亿元的地方政府性债务中有 80%是银行的贷款,规模约为 8.56 万亿,截止 2012 年中已降至 7 万亿人民币以下。相比 2012 年 9 月末 65 万亿元的全国本外币贷款余额来说,这不是一个特别大的规模。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

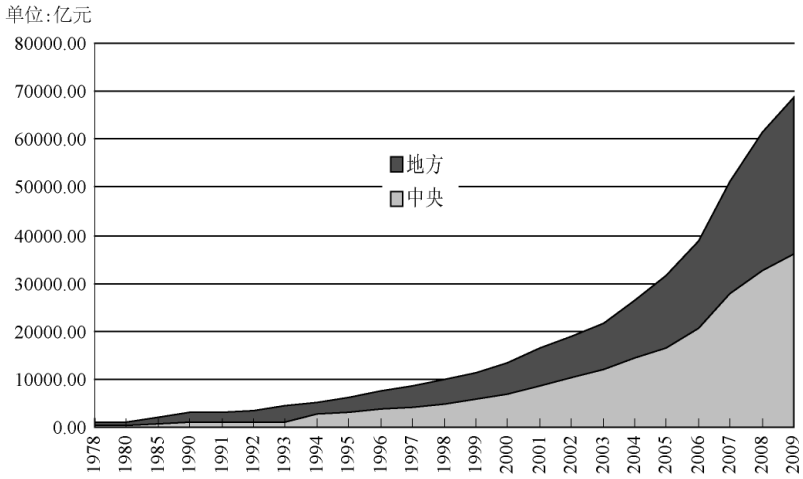

图 2　国家财政收入迅速增长

数据来源:由《中国统计年鉴》整理得来。

最后,中国经济和政府财力仍然呈高速增长势头。2011 年政府总财政收入超过 10 万亿元,是 1978 年的 80 倍,是 2000 年 7 倍。在 1999 年中国成立四大国有资产管理公司的时候,很多人都会认为由此带来的资产减记将是大问题。然而,如今的中国银行成为了全球最赚钱的银行,各项监管指标都显示其健康状况良好。同样,在应对亚洲金融危机时兴建了大量的基础设施建设,从当时情况看,建造的公路太多了,路上没有几辆车,但随着经济的快速增长,这些基础设施有出现了拥挤,更不上后来经济发展的需要了。危机之后,中国经济增长有所减速,但出现硬着陆的可能性很小,总体仍将保持较快增长。随着经济增长和基数的增大,地方债务中可能出现的部分不良资产问题会相对减弱。

下表归纳了全口径的资产负债表。从中我们可以得到两点启示:一是大面积直接违约的可能性小。虽然地方政府有大量负债,但同时也拥有大量优质资产。二是地方财政全面与金融体系(间接融资、直接金融)纠结在一起,这也就财政金融关联的资产负债表基础。

表 1　全口径的中国地方政府资产负债表

负债方	资产方
地方债(中央代发)	基础设施(交通、能源、信息、医疗、教育等)
货款(占总债务的 70–80%)	上市公司股权
平台公司	国有资产
地方政府部门和机构	公用设施
经费补助事业单位	土地储备
公用事业单位	办公场所
其他单位	保障房
中期票据(平台公司)	……
短期融资券(平台公司)	
企业债(平台公司)	
公司债(平台公司)	

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

总量上的健康,不代表个体的健康。且不论欠发达地区的还债能力,就是中部省份的地方债务也会很快显露风险。我们试举两例。吉林省 2010 年审计报告指出,近一半融资平台公司当年收入不足偿还当年到期债务本息;三成的融资平台公司在 2010 年末资产负债率超过 70%,处于较高负债水平。辽宁省审计厅公布的 2010 年预算执行审计报告透露,2010 年辽宁省 85%的融资平台收入不足以偿还当年到期债务本息,并且融资平台公司资产变现能力偏低,偿债能力受制约。这涉及到第一个问题,即部分融资平台存在着偿债能力或者流动性问题。

第二个风险来自地方举债机构的不规范问题。辽宁省的审计报告就指出,184 家融资平台公司中,超过三分之一存在注册资本不实等问题,涉及违规资金 440.8 亿元。在全国范围涉及债务的 25590 个政府部门和机构、6576 个融资平台公司、42603 个经费补助事业单位、2420 个公用事业单位、9038 个其他单位、373805 个项目,共 1873683 笔债务中,鱼目混杂现象应该不在少数。如果把这些融资平台设想成普通企业,在未来几年中出现一定比例的关停并转也是正常的,何况是平台公司和政府项目呢?

第三个原因很简单,就是地方政府没有还款意愿。有些平台和项目与在人地方官员密切相关,等到官员调动了,接任领导就有是否愿意继承债务的问题。对一些地方举债主体来说,借新钱换旧账是很普遍的做法。现在监管部门对平台公司的贷款收紧得很厉害,地方还钱就不大情愿了,因为换了银行的钱,且不能从银行获得新的贷款了。还有一些举债部门本来就草草成立,认为反正银行的也是国家的,而钱也不是我个人借的,从一开始就没打算还。

因此,从全口径政府资产负债表的角度,国家、省级甚至一些地市级财政风险尚在可控范围之内,但县乡(镇)甚至村级的财政状况不容乐观。县及其以下政府并不掌握多少资产,相比之下,其负债就相当可观。总体而言,中国的财政状况是一级比一级差。应该强调的是,中国虽然实行的是中央-地方"分灶吃饭",也有人称之为财政联邦主义,但无论是中央政府还是地方政府都没有所谓的破产程序。这意味着,即便某些地方财政不可持续,上级财政也会兜底,直到中央财政。因此,中央和地方的财政风险也不宜做严格区分。

三、财权-事权不匹配不是地方财政困难的主要根源

与个人一样,地方举债也是因为其收入不能覆盖其支出,收入即财权,支出即事权,因此普遍观点认为财权-事权不匹配是造成地方债务负担的主要根源。与国际经验相比,中国的地方政府的确承担了更繁重的公共支出责任,然而,这并不意味着地方财权与事权存在绝对意义上的错配。地方政府的支出责任固然较多,但也同时支配了大量的财权。人们通常会提及,中央在 1994 年的分税制改革中上收了大量财权,中央收入占比有了跳跃性上升,但如果看最终所支配的财政支出,就会发现这一年前后,地方支出的占比没有任何下降,甚至还略有上升,到 2011 年,全国财政支出的 80%以上是由地方完成的。从这个角度说,地方的财权和事权是匹配的。

问题在于,地方政府除了承担了大量的公共支出责任,还特别对基础设施、经济增长、招商引资等本来不属于地方责任的事项感兴趣。中国地方政府对推动增长热情是有目共睹的,这里面有很多原因,特别是地方政府的监督考核主要是来自上级,而上级更多地是看重税收增长和 GDP 等硬性指标,所以地方政府就得围着经济增长转(周黎安,2004;2008)。此外,在基础设施建设、招商引资活动中,相比发展教育社会保障等活动,可能蕴含着更大的寻租空间(张军等,2007;傅勇,2010a)。政府作为市场的替代,主要是做市场不能做的事情,特别是提供公共物品。而中国的地方政府除了提供公共物品外,对基础设施投资、发展经济更是感兴趣,富有很强的企业家精神。正是承担了这些本不应该承担的支出责任,而预算内的财政支出不可能覆盖这些项目,所以中国地方政府才会入不敷出,才需要举债。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

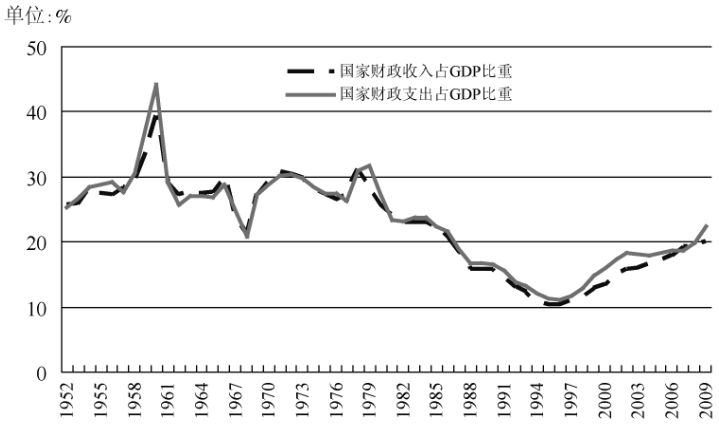

图 3　改革前后国家财政收入与支出占 GDP 比重(1952—2009 年)

数据来源:由《中国统计年鉴》(各年)整理得来。

对中国财政分权体制的回顾可以清楚地看到这一点。从 1980 年开始的十几年里,中央–地方的财政关系一直发生着剧烈变化。这段时期的财政可用"财政承包制"或者"分灶吃饭"加以概括。在引入财政"分灶吃饭"概念以后,产生了改革以来的政府间分配体制的四次重大变化。1980 年划分了收入和支出责任, 随后 1982 年实行按比例分成制,1988 年的财政包干制和 1994 年的分税制。在财政承包制下,每个省保证提供一笔总的上缴金额(或接受补贴的金额),按照约定的速度逐年上升,其余的所有收入增量都留在省里。财政合同通常五年一定,地方政府拥有了一种地方财政收入的"剩余索取权"。具体来说,承包制首先明确了中央固定收入和地方收入。前者包括关税以及中央所属国有企业的税收和利润上缴等,除中央固定收入外都属于地方收入,在 80 年代地方收入占到全部政府预算内收入的三分之二。在此基础上,中央和地方再按事前的约定分享地方收入。比如,广东在 1980~1987 年间,上缴固定数额的财政收入给中央,在 1988~1993 年,其上缴的财政须每年按 9%的速度增加。贵州每年获得补贴按年 10%的速度增加。在江苏,将地方收入的一个固定比例上缴中央。与此同时,财政承包制下,各省用留存的税收满足开支的需要(傅勇,2008a;2010b;管清友等,2012)。

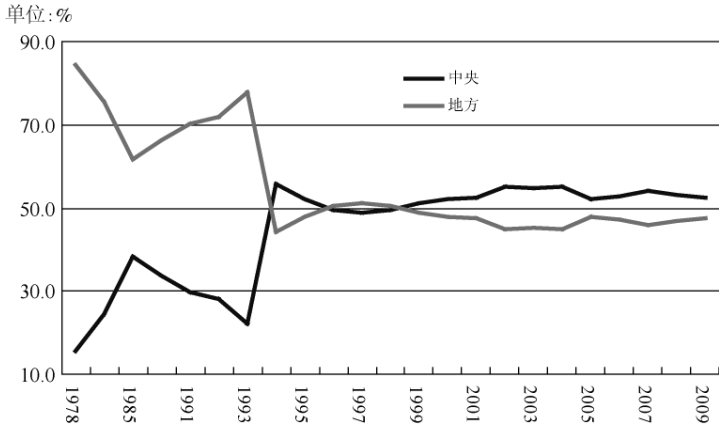

图 4　税制改革以来中央与地方财政收入比重变化(1980—2009 年)

数据来源:由《中国统计年鉴》(各年)整理得来。

在"财政承包制"这段时期(1993 年之前),预算财政收入占 GDP 的比重急剧下降(参见图 3)。此阶段的另一特征是,中央财政所占的份额明显下降(图 4)[①]。财政承包制对地方政府非常优惠,

① 这两个比重的下降被称为"双降"。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

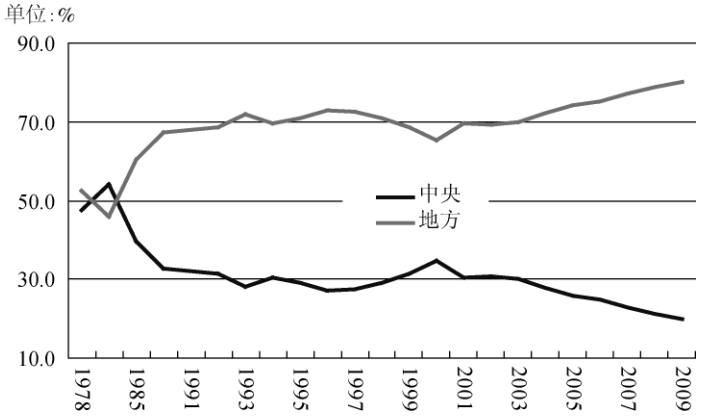

图 5　税制改革以来中央与地方财政支出比重变化(1980—2009 年)

数据来源:由《中国统计年鉴》(各年)整理得来。

这导致了中央政府的收入尤其遭受打击，到分税制改革前夜的 1993 年中央政府收入仅占全国财政收入的 22%。总之,政府财政集中资源能力的下降使得中央政府在公共服务的供给上捉襟见肘,并长期把责任推给地方政府。(张军等,2005)

为了抑制财政收入下降并为政府尤其是中央政府提供充足的收入,消除税收结构中的扭曲因素和增加透明度，同时调整中央–地方政府之间的收入分配,1994 年实行了影响深远的分税制改革。分税制改革将财税系统分为国税和地税,将税种分为中央税、地方税以及中央–地方方共享税(税种的具体划分参见表 2)。分税制改革成功扭转了两个比重(全国财政收入占 GDP 的比重以及中央财政收入占全国财政收入比重)的下降(图 3 和图 4),然而,在支出责任方面,分税制改革并没有起到良好的平衡作用(表 2),大量支出责任由地方承担。

表 2　财政收入的来源划分

中央政府	地方政府	中央和地方政府分享
关税	营业税(不含银行、非银行金融机构、保险公司和铁路部门)	增值税(中央分享 75%,地方分享 25%)
消费税	地方国有企业上缴利润	印花税(中央分享 97%,地方分享 3%)
中央国有企业所得税	城镇土地使用税	企业和个人所得税(60%归中央,40%归地方)
进口消费税和增值税	城市维护建设税(不含银行、非银行金融机构、保险公司和铁路部门)	资源税 (海洋石油企业缴纳的部分归中央政府,其他部分归地方政府)
银行、非银行金融机构和保险公司税收(营业税、所得税和城市维护建设税)	固定资产投资方向调节税	
铁路部门税收	房产税	
中央国有企业上缴利润	农业税 契税 耕地占用税 土地增值税	

资料来源：财政部，转引自 OECD,Challenges for China's Public Spending: Toward Great Effectiveness and Equity, OCED Publishin,2006,第 14 页。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

表 3　中央政府和地方政府支出职责的划分

中央政府	地方政府	中央和地方政府共同负责
国防支出	地方政府行政管理支出	基本建设投资(国家和跨地区的基本建设项目由中央政府承担,地方项目由地方政府承担)
武警部队支出	地方国有企业的挖潜改造和科技三项费用	各项农业事业费和支援农业成产支出
外交外事和对外援助支出	城市维护建设支出	文化、教育、科学和公共医疗卫生(中央政府一般承担国家重点项目和普通高等教育,而地方政府承担其他部分)
中央政府行政管理支出	政策性价格补贴支出	社会保障基金(中央政府部分弥补了地方管理的社会保障金现收现付制的缺口)
中央直属国有企业的挖潜改造和科技三项费用	地方公检法补贴支出	
地质勘探费	社会福利支出	
国内外债的还本付息支出		
中央一级承担的公检法支出		

资料来源:OECD,2006,P12。

分税制改革提高了中央财政在全国财政收入中的比重,在一些学者看来,这种财政上的再集权削弱了对地方政府的正面激励,从而不利于改革和增长(陈抗等,2002)。此外,普遍观点认为,分税制改革之后,中央财政集中了财权,造成地方层面上财权与事权不匹配,这是地方财政困难的主要原因。这一批判其实并不准确。其实,虽然分税制使财政收入向中央集中了,但通过税收返还和转移支付,1994 年前后地方所支配的财权比重没有任何跳跃性变化,多年来还略有上升,并且,这些税收返还和转移支付对地方来说是完全可以预期的。如果考虑到预算外和制度外收入(主要是土地出让收入),地方在财政上的激励在分税制之后没有丝毫减弱。从表 2 可见,与中国背景相似的发展中国家和转轨国家平均来说,地方政府支出占总支出的比重只有 14%和 26%,而实行联邦制的美国和印度也不到 50%。也就是说,从国际比较来看,中国地方政府相对而言要比世界上绝大多数国家更有钱。并且,这只是预算内的请款,除此之外,中国地方政府还有大量的预算外收入和土地出让收入(也被称为制度外收入)。

地方之所以感到财力紧张,主要是因为地方承担了本不应该承担的职能。这中间当然有科教文卫等支出责任逐级下压的问题,但更主要的是,地方政府执行了招商引资、刺激经济增长的大量任务。比如,在刺激 GDP 方面,中国历来是地方比中央更加积极,地方不仅是不折不扣地完成中央

表 4　中国的分权程度:国际比较

国别	地方政府支出占国家总支出百分比(单位:%)
中国(2009)	80
发展中国家(20 世纪 90 年代末)	14
转轨国家(20 世纪 90 年代末)	26
印度(20 世纪 90 年代末)	46
俄罗斯(20 世纪 90 年代末)	38
巴基斯坦(20 世纪 90 年代末)	29
美国(20 世纪 90 年代末)	46
德国(20 世纪 90 年代末)	40
日本(20 世纪 90 年代末)	61
OECD 国家(20 世纪 90 年代末)	32

资料来源:《中国统计年鉴》;黄佩华:《21 世纪的中国能转变经济发展模式吗?》,载《比较》第 18 辑,北京:中信出版社 2005 年版,第 33 页。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

计划和考核目标,通常是自我加码,翻倍完成指标。在当前的经济危机期,这一倾向十分明显。而在西方,刺激经济几乎从来不是地方政府的工作。实际上,很少有西方国家的地方政府去公布地区GDP。在地区间缺乏缺少海关的情况下,各地方统计并发布GDP等经济数据并不完全合适和精确。没有了GDP竞争,地方政府少了很多事情,也就少了很多支出。由于很多刺激经济、兴建基础设施的工作不应该用预算内财政收入完成,也无法完成。这是地方财政在支配了大量财政资源的同时,依然感到财力紧张的根源。

四、地方债务缩胀逻辑:地方层面财政-金融关联的视角①

地方政府为了支撑起包括经济建设在内的大量支出项目,只能增加资金来源,这主要有两个手段,即财政和金融。我们将要说明,在中国的财政金融体制下,地方在财政收入上可以腾挪的空间很有限,只有从金融体系融资。中国经济模式的特殊之处,不仅在于地方政府在经济发展中的关键作用(Blanchard and Shleifer,2000;Montinola,Qian and Weingast,1995,;张军,2007;傅勇,2008b;傅勇,2010c),还体现在中央政府在金融改革和发展中保持的集权地位,而这两者分别是财政分权和金融集中的结果。已有的文献强调了分权在中国经济发展中所起到的作用,而忽视了金融体制因素。我们认为,金融集中和财政分权是中央-地方反复博弈的结果,中国这一独具特色的财政金融体制的形成,具有内在逻辑合理性。

地方政府虽然支出了国家80%的财政收入,但它们在税收上没有多少自主性,主要税种的税率和中央-地方分享比例是有明确规定的。因而可以说,地方在财政收入上的约束是很硬的,这与西方地方政府那样可以自行决定部分税制并有房产税作为稳定的税收来源不同。地方除出让土地之外的财政收入,主要用在了公共开支和行政费用等一些硬的支出上,那么发展经济的资金从何而来?在计划经济时代,金融作为财政的出纳,地方吃的是国家统一财政的"大锅饭",因此地方政府不存在通过金融手段为地方经济发展融资问题。国有企业的资金也来源来自于财政拨款,这种投融资体系直到1980年代初期"拨改贷"以后才得到改变。此时,财政体制也变为包干制,地方政府为发展本地经济动用行政权力干预金融资源配置。在1997年前银行系统"条块管理、以块为主"的管理方式下,地方政府对辖区内银行机构具有人事权,可以直接影响银行贷款的数量和方向(王景武,2006;张憬等,2008)。

此后,分税制改革更加强化了地方政府对金融部门的干预,由于地方财政收入下降,导致地方政府相继介入金融发展,通过对金融业的纵向分割和横向分割,使得金融业替代了财政功能。在动员金融资源过程中,金融制度替代了一部分税收制度的功能,而在随后进行的金融资源配置中,它又进一步替代着财政制度的功能。有研究就表明,分税制改革使地方政府加大了对当地银行系统的信贷决策和信贷行为的干预和影响力(周立,2005;张军等,2005)。

由于不能直接举债,地方政府只有通过设立法人主体来代理其向金融体系融资的职能,政府融资平台由此而生。地方融资平台从1980年代末起步以来,在经济过热时特别是1994~1994年的过热时多次受到清理,但在1997年亚洲金融危机之后,政府融资平台大规模发展,通过政府的大规模投资以便为中国经济走出危机注入动力。而在2008年金融危机中,中央更是空前地放手鼓励地方融资平台发展,并最终推动中国经济率先实现快速复苏,并保证了预期经济增长率。至2010年底,全国省、市、县三级政府共设立融资平台公司6576家,其中,省级165家、市级1648家、县级4763家。

现在人们一提到地方债务就想到平台公司,但平台公司不是唯一的借债主体。涉及债务的政

① 浙江财经学院丁骋骋副教授对本部分亦有贡献。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

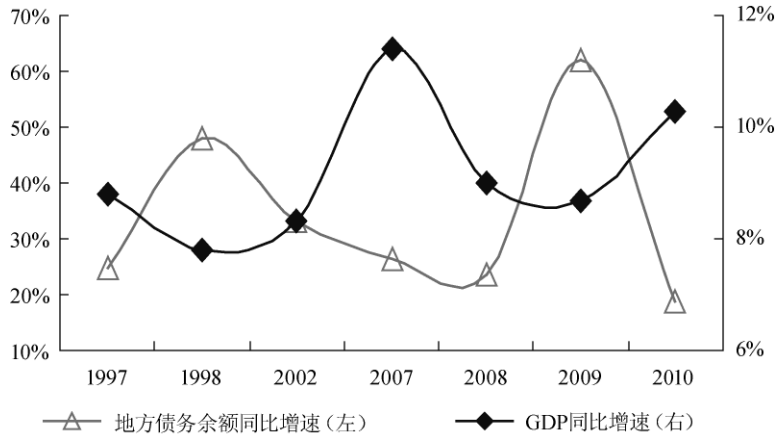

图 6　危机时期地方债务增速大幅增加

资料来源：审计署。

府部门和机构、经费补助事业单位、公用事业单位和其他单位的数量要远远超过平台公司，它们的债务占到地方总债务的 54%，超过了平台公司的举债规模。此外，地方举债的历史要明显早于平台公司的出现。平台公司产生与 1980 年代，而地方负有偿还责任的债务最早发生在 1979 年，可以说与改革开放同步，当时有 8 个县区当年举借了政府负有偿还责任的债务。

借助于金融杠杆，地方政府干预金融发展经济将放大金融风险和宏观经济波动，因而中央必须加强对金融部门的集中管理。金融集中管理除了表现在地方国有银行的人事权等以外，中央还拒绝下放地方政府的发债权，以及加强中央银行相对于地方政府的独立性，这一切都是为了防止地方过度竞争带来的负面影响。在金融改革改革过程中，中央曾经赋予地方在金融机构管理权限上的较大自主权，但最终由于垂直管理化浪潮，中央弱化了地方政府在金融资源调配上的直接影响力，以及金融资源调控上的自主权（Brandt and Zhu，2001）。

一方面，分权是大国经济发展的必由之路。建国后的经济史反复证明，当地方积极性受到抑制时，经济增长就会失去活力和动力。另一方面，当在分权体制下，地方政府获得了一定的经济自主权后，就会从金融部门获得融资，通过金融杠杆突破财政约束，投入尽可能多的资源为其任期内目标服务，由此放大金融风险，并加剧宏观经济波动。为此，中央政府有必要加强对金融部门的控制，削弱乃至割裂地方政府和金融部门的联系。显而易见，金融集中带来的金融压抑也有相应成本，限制了经济发展（陈刚等，2006）。然而，在财政分权带来的正面经济增长效应和金融集中带来的负面经济增长效应之间，财政分权和金融集中的政策组合称为可以接受的选项。现实中，地方政府会通过融资平台乃至国有企业作为其向金融部门融资引入的代理人，从而建立与金融部门的联系。当然，这种联系的紧密程度也受到中央政府宏观调控。

在这个博弈中，如果金融和财政都高度集中（计划经济时代），则经济得不到快速发展，地方无积极性，中央也没好处。这就是分权的开始。但在财政分权的同时，如果金融也放权，地方政府有更大的操控金融资源的能力，在短期也能促进经济增长，但从全国来讲则会放大宏观风险（通货膨胀），加剧经济波动。这在 1988 年和 1994 年两次高速通胀时期表现的很明显。最后结果是：中央要发展经济，同时又要维持社会的稳定，只得通过财政分权发动地方；但越是财政分权（包括经济分权），就越需要保持对金融的控制。因此，财政分权、金融集集中的框架是经过长时间反复探索最终确立起来的。在这套财政金融体制下，中国经济自 1990 年代中期来出现了一段“高增长、低通胀”的时期，打破了过去“一放就乱、一收就死”的怪圈（Treisman，2000；Woodford，2001；Aziz and Duenwald，2002）。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

五、余论:谁来为城市化融资?

地方债务的产生主要不是因为地方承担了过多的公共物品责任,而是因为地方全面参与的经济发展;同时为了发挥地方推动在推动经济增长,尤其是为应对危机冲击需要,中央在很大程度上把放开和整顿地方债务作为宏观调控的重要手段之一。张五常教授认为县级层面的竞争带来了中国经济奇迹(张五常,2009)。这不无道理。政府之手虽然有时不那么灵巧,但在一个明显存在大量投资空间的经济体,政府更新基础设施和扩张城市的努力还是找到了正确的方向。中国正是如此。在城镇化背景下,地方政府客观上有融资的必要性和合理性。这中间是有许多浪费、腐败和重复建设,但大家或许可以想一下凯恩斯的话。他说,当经济没有达到充分就业的时候,政府雇佣工人在地上挖窟窿,再把它们填上也能创造 GDP。

当前地方推动城市化有其合理性和可持续性,从这个角度说,不可能完全杜绝地方债务。地方没有增税的权力,但有对土地和其他要素的支配权,地方把这些要素和银行资金结合起来,就能够改善基础设施和城市外貌,就能够招商引资,推动增长。而在这个过程中,土地的价值会因此增加,地方出让土地收入也会增加,从而形成一个循环。在这个循环中,土地收益增加是地方从城市化中获得的主要收益。这和西方有所不同。西方土地是私人所有,土地增值的好处本身不归政府所有,地方能获得的是房产税,房产税是地方财政的支柱。地方债务不可能消失。未来地方对经济发展的兴趣不会变,城市化进程也还是需要地方政府推动。现在地方政府又多了一个很大的支出责任,就是提供保障性住房。要让保障性住房建设任务达标,就必须在融资渠道上,继续给地方政府开口子。

未来可能会形成一个更加丰富复杂的地方融资体系。首先,当前的平台公司、政府相关部门和单位代理地方政府借债的模式还会延续下去。现有的部分项目还持续很长时间,而新的一些融资需要,比如建设保障性住房还是要靠现有的融资体系来满足。其次,直接融资的比例会越来越高。地方自主发债肯定会是一个方向,不仅是要允许平台公司发债,而且要允许地方政府发行市政债券,更多地利用市场来评级和给地方债券定价。对于更新基础设施等增加的债务,会形成相应的资产,也会产生现金流,能够按照市场化的方式运作。最后,地方在财权上应该有更多的自主权,以便从城市化中获得好处,减少对土地财政的依赖。

通过这些改革,地方财政会变得更有弹性,而在金融渠道上,则更加透明和市场化,约束就会加强。人们也许会问,如果给予地方更多的税收权力,那不是会增加老百姓的税收负担吗?城市化的进程实际上也是人口流动更加容易和频繁的过程,人们会选择税负更低更透明的地方生活或创业,这将对地方政府构成约束(傅勇等,2007;2010c)。最后提出三点衍生评论:

一,地方政府发债等市场化融资模式建立尚需时日。目前上海等四地区试点的"自行发债"和西方的"自主发债"存在较大差别。目前这四地发的债本来是由中央代地方发的部分,其额度和审批仍在中央层面,且仅限于经济条件较好的地方,是一种尝试。地方发债的部分都是有明确项

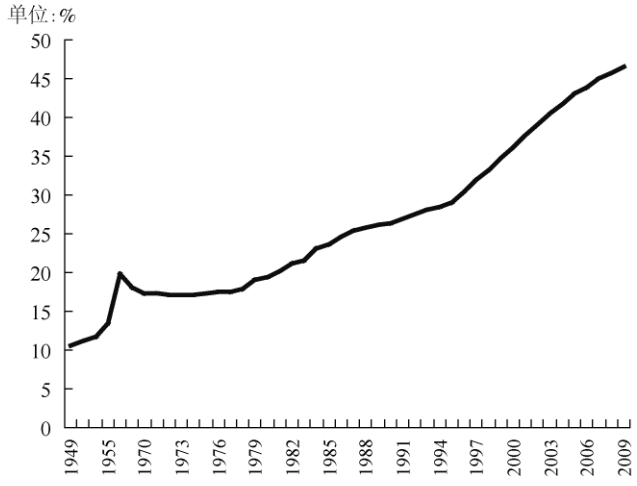

图 7　城市化仍处在较快通道之中

资料来源:国家统计局。

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

目用途的，这意味着不是对现有债务的偿还。这意味着地方发债会有所进展，但预计很难在短期里取得突破。这涉及到中央–地方关系的调整和地方政府职能的转变。

二，我们前面提到过，现有的地方债务不是一个定时炸弹，随着经济的快速发展，大部分债务会逐步被稀释，许多项目也会显示出合理性。但同样可以肯定的是，个别地方的债务风险会浮出水面。从偿债年度看，2010 年底地方政府性债务余额中，2012 年到期偿还的，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28%和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%。在稳健货币政策下，地方融资的难度和成本都在上升，对于某些地区和某些平台，还本付息将会成为一个问题。

三，地方债务问题不仅是事关中国经济金融稳定的问题，还是财政–金融体制改革与发展的枢纽性问题。在城镇化背景下，地方政府客观上有融资的必要性和合理性，其融资方式则受到现存财政–金融体制和中央–地方博弈的限制。只有在这些条件和约束下，对地方债务的探讨才具有可操作性。

参考文献

陈刚、尹果希、潘扬(2006)：《中国的金融发展、分税制改革与经济增长》，《金融研究》，第 2 期。

陈抗、Arye L. Hillman、顾清扬(2002)：《财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手》，《经济学(季刊)》，第 1 期。

傅勇、张晏(2007)：《中国式分权与财政支出结构偏向：为增长而竞争的代价》，《管理世界》，第 3 期。

傅勇(2008a)：《财政分权改革提高了地方财政激励了吗》，《财贸经济》，第 7 期。

傅勇(2008b)：《中国的分权有何不同——一个考虑财政激励和政治激励的分析框架》，《世界经济》，第 11 期。

傅勇(2010a)：《财政分权、政府治理与非经济性公共物品供给》，《经济研究》，第 8 期。

傅勇(2010b)：《中国式分权与地方政府行为》，复旦大学出版社。

傅勇(2010c)：《分权治理与地方政府合意性：新政治经济学告诉我们什么》，《经济社会体制比较》，第 4 期。

傅勇(2010d)：《中国式失衡辨析及其货币政策含义——基于分权式改革与金融压抑视角的分析》，《上海金融》，第 10 期。

傅勇(2011)：《失衡的巨龙》，浙江大学出版社。

管清友、傅勇、程实、张明(2012)：《刀锋上起舞》，浙江大学出版社。

王景武(2006)：《中国区域金融发展与政府行为：理论与实证》，中国金融出版社。

张惠、沈坤荣(2008)：《地方政府干预、区域金融发展与中国经济增长方式转型——基于财政分权背景的实证研究》，《南开经济研究》，第 6 期。

张军(2007)：《分权与增长：中国的故事》，《经济学(季刊)》，第 1 期。

张军、高远、傅勇、张弘(2007)：《中国为什么拥有了良好的基础设施》，《经济研究》，第 3 期。

张军、金煜(2005)：《中国的金融深化和生产率关系的再检测：1987—2001》，《经济研究》，第 11 期。

张五常(2009)，《中国的经济制度》，中信出版社。

周黎安(2004)：《晋升博弈中政府官员的激励与合作》，《经济研究》，第 6 期。

周黎安(2008)：《转型中的地方政府：官员激励与治理》，格致出版社、上海人民出版社。

周立(2005)：《渐进转轨、国家能力与金融功能财政化》，《财经研究》，第 2 期。

Aziz, J. and C. Duenwald(2002): "Growth–Financial Intermediation Nexus in China," IMF Working Paper, WP 02194.

Blanchard, O. and A. Shleifer(2000): "Federalism with and without Political Centralization: China versus Russia," NBER Working Papers, 7616.

Brandt L. and X. Zhu(2001): "Soft Budget Constraint and Inflation Cycles: A Positive Model of the Macro–dynamics in China during Transition," *Journal of Development Economic*, 64, 437–457.

Montinola, G., Y. Qian and B. Weingast (1995): "Federalism, Chinese Style: The Political Basis for Economic Success in China," *World Politics*, 48, 50–81.

OECD(2006): Challenges for China's Public Spending: Toward Great Effectiveness and Equity, OCED Publishing.

Rajan, G. and L. Zingales(2003): "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century," *Journal of Financial Economics*, 69, 5–50.

Treisman, D.(2000): "Decentralization and Inflation: Commitment, Collective Action, or Continuity," *American Political Science Review*, 94, 837–857.

Woodford, M.(2001): "Fiscal Requirements for Price Stability," *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 669–728.

（责任编辑：罗　滢）

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Demographic Turning Point, Lewis Turning Point and Saving/Investment Turning Point: The Prospect of Chinese Economy

YIN Jianfeng
(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China)

Abstract: Chinese economy has maintained more than 30 years' high growth rate so that some people either show complacency, believing the prosperity will last definitely in the next few decades, or express anxiety, worrying hard landing mainly due to aging population and Lewis turning point. In this paper, after reviewing the success story of Chinese economy based on demographic transition, I discuss the relationship of demographic turning point, Lewis turning point and saving/investment turning point in a simple Solow model. My finding is that the single demographic turning point or Lewis turning point will not cause sudden stop of growth, but, as this global crisis and lessons of some countries stricken by crisis show, the simultaneous occurrence of these three points will. Further analysis of data demonstrates that: first, although demographic turning point has set in China, the Lewis (second) turning point does not as the ratios of non-agriculture employment to total employment and total population are much lower than other emerging and developed countries; second, there's no evidence to show that saving rate and investment rate would decrease significantly if there were no impact from crisis. Therefore, the two engines contributing to Chinese economic success in past decades, i.e. labor supply and capital accumulation, are able to drive growth before 2019. But we still have to face a serious challenge in future: how to avoid concurrent housing bubble and credit boom which may trigger the simultaneous occurrence of three points.

Key Words: Demographic Turning Point; Lewis Turning Point; Saving/Investment Turning Point
JEL Classification: E2; J1; O1

Public Finance-fiscal Nexus and Local Government Debt Cycle: A Financial Regulation Perspective

FU Yong
(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100732, China;
Shanghai Head Office, People's Bank of China, Shanghai, 200120, China)

Abstract: The paper reviews asset-debt balance sheets of local governments and finds that although local fiscal risk is under control on the whole, some sub-municipal governments will have more problems. The main reason causing local fiscal debt is not their burden of public spending, but their inclination to economic development. Given the urbanization trend, it's necessary and meaningful for local government to have financing channels; meanwhile their financial pattern is concerned with the public finance-fiscal system and the central-local gaming. Only with these factors under consideration, the reform of local government financing patterns is practical.

Key Words: Local Government Debt; Financial Regulation; Public Finance-fiscal Nexus
JEL Classification: E32; H63; H77

© 1994-2013 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net