

近期，地方政府债务的风险问题再度引起了市场的高度关注，债券市场也受到了较大的冲击和影响。相关数据显示，未来三年里，地方政府债务将进入偿债高峰期。

那么，如何判断当前地方政府债务问题的形势，怎样规范地方政府债务的管理、防范与化解地方政府的债务风险呢？本刊特推出地方政府债务专辑，从各个角度对此问题进行分析，并提出相关的政策建议。

## 关于规范地方政府发债方式的思考

沈炳熙

所谓中央财政代发地方政府债券，是指由中央财政代理发行以地方政府命名的债券。例如，江苏省政府债券是江苏省政府用来筹集资金而发行的一种债券，但并非由江苏省政府发行，而是由财政部发行；投资者也并非直接与江苏省政府发生联系，而是与财政部发生直接联系。尽管债权债务关系是投资者与地方政府，但由于引入了代理发行人——财政部，使得债权债务方由直接关系变成了间接关系。

由中央财政代发地方政府债券，是在特定的形势下进行的。2009年，为了应对全球金融危机对我国经济的冲击，我国政府实行了四万亿的经济刺激计划。由于许多项目需要地方政府提供配套资金甚至基本由地方政府出资，地方政府遇到了资金严重不足的问题，因此除了通过地方政府投融资平台向银行申请贷款和发行企业债券以外，地方政府还直接以自己的名义发行债券。不过，地方政府债券的

发行，采取的是中央财政代发的方式，这种做法为其顺利发行起到了重要的保证作用，但也产生了一些新的问题。

### 中央财政代理发债的主要作用

按照我国《预算法》的规定，除非是法律和国务院另有规定，地方政府是不能发行债券的。尽管这个问题已经讨论了许多年，人们对地方政府是否可以举债、通过什么方式举债的态度逐步变得积极起来，但在法律尚未修改之前，这个问题仍然只能通过变通方式解决。政府投融资平台是一种解决方式，由中央财政代发地方政府债券也是一种解决方式。其实，早在1998年，为了扩大内需、刺激经济以应对亚洲金融危机，就由中央财政为地方政府发行过550亿元国债，这些国债的资金全部交由地方政府使用，在还款到期日前由地方政府将钱还给

中央财政，再由中央财政偿还给投资者。与当时的做法相比，如今由中央财政代发地方政府债券的做法，已经进了一大步，因为此时已经明确了真正的债务人，每只代发债券都标明哪个省市的政府。同时，因为是由中央财政代发的，多少也可适用除外条款，规避了地方政府发债的法律障碍。这可以看作是代理发债的第一个作用。

代理发债的第二个作用，是便于债券的发行。

地方政府债券不同于中央政府债券，它不是以国家信用作基础的，因此，不同的地方政府应当有不同的信用等级。但是，在我国，各地经济发展很不平衡，不同地区地方政府的财政收入差异很大，偿债能力也大不相同。如果由地方政府直接发债，信用等级高的地方政府债券可

以容易地发出，信用等级低的地方政府债券很难发行出去。而由中央财政代理发行，实际上是以中央财政为各地方政府债券提供隐性担保，因此能够得到投资者的认可，不仅可以顺利发行出去，而且发行的成本也相对较低。

代理发行的第三个作用，是便于对地方政府发行债券的数量进行控制。目前，地方政府发债的法律法规尚不健全，其管理层面也处于空白状态。如果任由地方政府自行发行债券，很难对其总量进行控制。这一点，政府投融资平台举债就是一个教训。

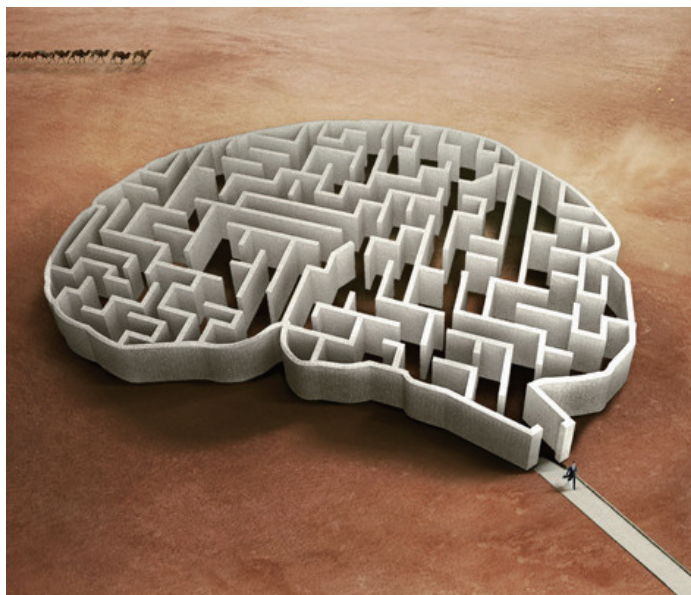
前几年，不论是地方政府通过投融资平台向银行借款，还是发行企业债券，都控制不了总量，结果地方政府债务达到了10.5万亿。代理发债是由中央财政操作的，每个省市发多少债要经中央财政核定，实际发行多少债券也由中央财政控制，所以地方政府债券的总量不可能超计划发行。这一点，也已为实践所证明。

### 中央财政代理发债的主要问题

中央财政代理地方政府发行债券虽然有以上一些作用，但问题也很明显。

首先，中央财政代理地方政府发债，造成了中央政府的隐性负债。代发地方政府债是一种过渡性做法，从本质上讲，就是用中央政府的信用为

地方政府发行债券作担保，这实际上也构成了中央政府的或有负债。如果哪个省市的地方政府到期不能如数还债，中央政府就必须替其还债。对于中央政府而言，这种或有债务越多，中央财政的压力就越大。改革开放以来，为了防止财政赤字的过快增长，国家对中央财政发行债券进行了严格控制，在很长一个时期内，国债发行由全国人大对每年发行总额进行控制，2004年以后作了改革，采取了余额控制的做法，但仍由全国人大进行控制。目前，每年国债发行数额大约一万亿元左右，而代发地方政府债



券达 2000 亿元，差不多是国债年发行额的五分之一，这个或有负债确实不算小。

其次，中央财政代发地方政府债券，不利于市场对地方政府负债行为的监督。地方政府通过政府投融资平台举债的一个最大弊端，是作为实际债务人的地方政府不需要接受投资者和贷款银行的监督，因为出面举债的是城投公司、交通公司、市政公司等法人企业，地方政府隐身其后，这样就无法监督地方政府的债务情况。地方政府公开发行政债券，则可以在很大程度上克服这个弊端，因为地方政府作为发债的主体，它必须置身于市场监督之下，定期披露财务信息，向投资者说明资金用途、项目现金流等情况。这也是近年来各方面人士呼吁打开地方政府发债闸门，把地方政府不受监督的隐性负债转变为受市场监督和约束的显性负债的一个重要原因。但是，由中央财政代理发债，使本来可以对地方政府负债行为进行监督和约束的这个手段失去了应有的作用。代发以后，中央财政为地方政府的债务作了担保，甚至比一般的担保还保险，还有哪个投资者会担心地方政府的偿债风险，又有谁会去注意地方政府搞的那些项目的经营状况？市场对地方政府的监督和约束不可能真正出现。

再次，中央财政代发地方政府债券，也不利于债券市场的建设。债券市场是资本市场的重要组成部分，债券市场建设主要包括信息披露制度、信用评级制度、发行审核制度、交易流通制度等方面，这些制度的建设和债券本身的信用状况有很大的关系。例如，国债以国家信用为基础，因此，发行国债时无需进行信用评级，无需市场监管机关进行发行审核，国债发行主体——财政部也需定期在市场上披露与债券融资有关的信息，而发行主体只需要接受特定发行方式下的发行规则和交易流通中的相关规则。企业债券（包括公司债券）是由企业法人

发行的债券，它以企业信用为基础，所以必须进行信用评级，必须披露与债券相关的信息，必须经市场监管机关的审批（审核），但是，其发行数量不受政府控制，原则上市场能够接受多少它就可以发行多少。地方政府债券既不同于国债，也不同于企业债券，对它的管理，应当有一些特殊的制度。这是债券市场建设的一项新的任务。然而，由于中央财政代理发行，使它变成国债的一个变种，相关制度建设变得没有必要，但实际上它又不是真正的国债，一旦不再由中央财政代发，一系列的问题必然随之出现，到时制度空白，必然影响市场秩序的稳定。即便是现在，如果对地方债券的发行价格与信用等级如何匹配、发行主体与发行代理人责任如何分割、地方政府债券的发行额度由谁控制等问题进行深究，也有许多疑问，它实际形成了债券市场监管的一个空白。

上述问题表明，由中央财政代发地方政府债券虽然在特定形势下发挥了某些积极作用，而且也是无奈之举，但是，作为一种债券的发行方式，它确实不是一种规范的方式。对其规范，迫在眉睫。

### 规范地方政府债券发行方式的建议

发行债券是地方政府举债的一种形式，也在需要规范的范围之内。因此，如何规范地方政府的发债方式，是当前应当进行研究的一个课题。这里，谈一点不成熟的看法。

#### 1、制订相关法律法规，承认地方政府发行债券的合法性和合理性

目前地方政府发债所采取的一些变通方式，很大程度上是为了规避预算法关于地方政府除法律和国务院另有规定外不得发行债券的规定。1994 年预算法的这一规定在当时是必要的。由于我国地方政府承担着地方经济建设和社会发展的责任，在中央

和地方实行分税制的情况下，当地方政府建设发展资金不足时，通过发行债券筹集一部分资金是必要的，只是发债必须有明确的用途、还债的保证，因此，规模必须有限制，发行必须履行一定的手续。目前在法律上不允许地方政府发行债券，但在实际上又允许地方政府以变通方式发行债券，这种自相矛盾的做法，反映了原来的规定已经不符合经济发展的实际情况，需要加以修改。应当通过制定地方政府发行债券的规范办法，对发债条件、资金用途、发债方式、信息披露、监督管理等问题做出明确规定，使地方政府发债既合理、又合法，为具体规范其发债方式奠定基础。

## 2、地方政府债券应当由地方政府直接发行，发行主体的信用等级应成为定价的一个重要因素

地方政府发债，应以地方财政收入作为偿债的资金来源，由于不同地方政府收入差异较大、负债水平不等，其偿债能力也就有差别。此外，地方政府历史上的诚信表现也不尽相同，因此，其信用等级也应该是不同的。地方政府直接发行债券，中央财政不再为其提供隐性或显性担保，其自身信用等级就成为债券定价的一个重要因素。由此引发的一个现象，就是相同面值的地方政府债券，其利率水平会因发行主体不同而不同。这是完全合理的，因为不同信用等价的债券，其风险溢价也不同。

既然地方政府的信用等级是其所发债券定价的一个重要因素，就必须对地方政府债券进行信用评级。这是一个全新的做法，开始地方政府可能会不习惯，需要一个逐渐适应的过程。从理论上讲，既

然不同的国家都有主权信用评级，那么实行信用评级制度，各地方政府的信用等级就会有差异，这一点不可回避。同时，投资者购买地方政府债券是一种投资行为，他有权知道地方政府的信用状况。如果地方政府担心在市场上公布信用等级影响所发债券的价格，那就应把工作做得更好一些，使以后的信用等级能往上提升；或者少发些债，因为信用等级不高，发债的成本会提高。在进行信用评级后，少数地方政府因信用等级的问题发不了债券，这是市场的制约。按照有多大能力办多少事的原则，哪一个地方政府发不了债，表明它不具备办更多事的能力，在这种情况下，如果有些事情确实非办不可，那就要求助于中央政府，在中央政府的统一调度下解决某些急迫的问题。

## 3、地方政府在发行债券时，必须披露相关的信息

在我国债券市场上，除了中央政府外，其他发行主体发行债券都必须进行信息披露，这是加强市场监管的一项重要内容。地方政府发行债券是否也应披露相关信息，这是一个新的问题。从发行主体性质上讲，地方政府不同于一般的商业机构，它的信息披露内容也不可能与商业机构完全一样，但是，对于与债券有密切关系的一些信息必须进行披露，例如，债券资金的用途、债券存续期内的财政收支等最基本、也是最重要的信息，必须向投资者、向市场披露。当然，具体应当披露哪些信息、什么时候予以披露，需要相关市场监管部门在深入研究的基础上，制定出具体的规则。

作者系中国农业银行董事  
责任编辑：景乃格