

### 三、中國大陸地方政府債務問題

中華經濟研究院吳明澤副研究員主稿

- 中國大陸地方債問題源自於 1994 年分稅制改革，而 2008 年的「四萬億」擴大內需使地方債快速成長；其地方債問題除正規地方政府債券外，地方融資平臺問題亦相當嚴重。
- 中國大陸地方債存量相對於 GDP 仍屬可控範圍，但增速過快為其最大的風險，尤其在經濟降速與房地產價格下跌時，地方政府償債能力下降，加深違約風險。
- 中國大陸主要以債務置換方式解決地方債問題，並明確發債主體與其償債責任，避免預算軟約束，但體制上的問題若無法解決，只是延後債務問題爆發時間點。
- 中國大陸的金融風險不只地方債問題，若企業債、影子銀行、房市泡沫與網路金融風險等一起爆發，恐發生嚴重的經濟與金融危機。

#### （一）中國大陸地方債問題之背景與原因

一般而言，中國大陸的地方債包括兩大部分，一為地方政府融資平臺發行的債務，二是 2014 年後省級政府發行或代市、縣級政府發行的債務，而風險較大的一般是指第一類的地方融資平臺。

中國大陸在 1994 年進行分稅制改革後，重新配置中央與地方政府的財權與事權，導致地方收入來源減少，但由於地方政府官員升遷與地方 GDP 成長率相當程度地掛勾，地方政府為追求地方經濟成長，必須增加地方的財政支出。然而，1995 年中國大陸通過「預算法」，規定地方各級預算按照量入為出、收支平衡的原則編製，不列赤字，同時規定地方政府不得發債。另中國大陸「擔保法」亦明確規定，地方政府不具備擔保資格，對外擔保無效，故造成地方政府不得直接舉債和對外提供擔保，地方政府融資管道因而被阻斷。

於是地方政府便透過設立融資平臺，即地方城市建設投資公司（簡稱城投公司）、城建開發或城建資產公司等，由地方政府利用劃撥土地、股權、規費、國債等資產，包裝成一個資產與現金收入均可達到融資標準的公司，並透過向銀行貸款、發行企業債和票據等進行融資，以支持地方政府之基礎建設及公用事業等領域。

過去由於經濟持續快速成長，中國大陸地方政府透過積極的招商引資帶動經濟成長，另因房地產價格持續上升，使得地方政府的土地出讓收入持續增加，收入得以支應貸款的負擔。而在 2008 年為因應全球金融海嘯，中國大陸中央實施所謂「四萬億」（即 4 兆元）擴大內需方案，中央政府直接投資僅 1.18 兆元，地方政府必須籌集配套資金 2.82 兆元，且當時為挽救經濟而實施寬鬆的貨幣政策，使得融資成本下降，在推力與拉力同時助長下，造成中國大陸地方政府債務規模巨幅擴張。

## （二）中國大陸地方債規模與潛在風險

由於地方債計算相當複雜，且許多資訊並未公開，使得中國大陸地方債規模之計算非常困難。以中國大陸官方發布資訊來看，2010 年時中國大陸審計署曾對地方政府債務進行審計，中國大陸地方債規模約為 10 兆 7,174.91 億元，其中，地方政府負有償還責任的債務為 6 兆 7,109.51 億元，負有擔保責任的債務為 2 兆 3,369.74 億元，可能承擔一定救助責任的債務為 1 兆 6,695.66 億元。而 2013 年 8 月起，中國大陸審計署再次對政府債務進行審計，截至 2013 年 6 月底，中國大陸各級政府負有償還責任的債務總額為 20 兆 6,988.65 億元，較 2012 年底提高 8.6%；逾 20 兆的債務當中，9 兆 8,129.48 億元來自中央政府（占 47.4%），10 兆 8,859.17 億元來自地方政府（占 52.6%）。另外，地方政府負擔保責任的債務總額 2 兆 6,655.77 億元；可能承擔一定救助責任的債務總額為 4 兆 3,393.72 億元，三項與地方政府有關之債務加總為 17 兆 8,908.66 億元，地方政府的負債在 2 年半間增加了近 70%，平均年成長率為 26.77%，遠高於 GDP 成長速度。

雖然以中國大陸的經濟規模而言，地方債的規模仍在可控範圍內，但亦有相當程度的潛在風險，使得中國大陸政府不得不正視地方債問題。主

要的風險包括：

1. 雖然地方債存量占 GDP 比重仍然在可控範圍內，但其流量增加速度過快，且在經濟快速成長下，地方政府可有相當償債能力，但在新常態下一旦地方經濟成長快速下降，難保不會發生償債困難。且自 2014 年企業債發生第一起違約事件後，企業債違約問題愈來愈嚴重，亦加深地方債的風險。
2. 雖然地方債包括向銀行貸款、發行企業債與票據等，但企業債與相關票據之交易多發行在銀行間交易市場，即銀行是地方債的主要債權人，一旦發生違約風險，銀行將首當其衝，風險相對過於集中在銀行體系。
3. 中國大陸地方債的主要融資來源為地方融資平臺，然而地方政府融資平臺對於成本與風險之評估較為寬鬆，缺乏自我約束機制，其運作亦相當不透明。
4. 中國大陸地方政府為求經濟發展及地方收入增加，大量徵收土地轉讓給開發商進行房地產建設，但相應的需求不足，造成許多城市出現房屋供過於求，而形成「鬼城」情況。此外，各地方所投資的產業趨同程度非常高，過度的投資造成產能過剩的情況，一旦該類產業的過剩產能引發價格崩跌與企業的債務危機，而可能引發連鎖效應，將造成地方債違約的危機。
5. 中國大陸地方債多存在期限錯配問題，其資金主要用於基礎建設，但因該些建設多需長期性、持續性的投入，而銀行的資金通常用於短、中期融通，銀行為降低風險與提高績效的考量，每年會評估貸款資產的品質，可能會中斷或暫停貸款，如此即可能造成地方政府資金的不穩定。

### （三）中國大陸地方債問題之解決

2014 年 8 月中國大陸通過新「預算法」，提出「建立以政府債券為主的地方政府舉債融資機制，剝離融資平臺政府融資職能」，開始整頓地方融資平臺。同年 10 月國務院發布「關於加強地方政府性債務管理的意見」（俗稱 43 號文），明定「政府債務不得通過企業舉借，剝離融資平臺公司政府

融資職能，對甄別後納入預算管理的地方政府存量債務，各地區可申請發行地方政府債券置換」，去除平臺融資功能，並開始進行債務置換。另外，放寬地方政府發行公債，經國務院批准的省級政府可以適度舉債，而市、縣只能由省一級代為舉債。

中國大陸目前主要仍是以債務置換方式解決地方債問題，即將原本地方融資平臺所發行的債務（主要是理財產品、銀行貸款等利率高而期限短的債務）轉換為地方政府發行期間較長而利率較高的債券。2015 年中國大陸財政部下達金額達 3.2 兆元人民幣的地方政府債務置換額度（華爾街見聞，2015.8.27），2016 年則置換 4.88 兆元人民幣（財華社，2017.1.26），成長 52.19%。

然而，由於經濟下行壓力愈來愈大，2015 年 5 月起中國大陸國務院態度出現軟化，發布了一系列的政策，減少地方平臺通過發行企業債券進行融資的限制，放寬城投類企業債發行條件，指示銀行繼續貸款給地方融資平臺支持已啟動的項目。因此，中國大陸地方政府融資平臺舉債金額再度的提高。

2016 年 11 月中國大陸國務院辦公廳發布「地方政府性債務風險應急處置預案」，除明確地方政府對其舉債有償還責任，中央政府實行不救助原則外，亦將政府性債務風險事件分為 I 級（特大）、II 級（重大）、III 級（較大）、IV 級（一般）四個等級。IV 級、III 級債務風險主要由市縣政府自身化解；II 級、I 級債務風險，省級政府可予以適當救助。另外，還對地方債高風險地區實行財政重整，要求除必要的基本民生政策支出和政府有效運轉支出外，本級政府其它財政支出應保持零成長或大力壓減。

#### （四）中國大陸地方債未來發展趨勢

中共於 2016 年底召開的「全國財政工作會議」中提出，2017 年要妥善處理存量政府債務，加大發行地方政府債券置換存量債務工作力度。另外，2016 年「中央經濟工作會議」與 2017 年「兩會」期間李克強的政府工作報告均指出「穩是總基調」，預期今（2017）年置換債務規模可能超過 5 兆元人民幣。

另外，如前所述，地方債的債務多集中在銀行業，即使是債務置換，

交易的市場亦多在銀行間交易市場，為分散地方債投資的風險，中國大陸財政部於2017年2月21日發布通知指稱要為非金融機構和個人投資地方債提供便利條件。

然而，透過債務置換解決中國大陸地方債問題，雖然可以將部分高利率、短期限的債務轉換為低利率、長期限的債務，且可以使原本較不透明的地方融資平臺債務透明化，但中國大陸地方債問題無法因此而獲得根本性的解決，且債務置換就是借新債、還舊債，而將風險轉移給個人投資者。更何況許多地方融資平臺的借款利率不一定高出地方債利率太多，甚至較低，其便無誘因進行債務置換。

中國大陸地方債的深層原因包括其中央與地方財權事權分配、中央財政對地方財政的稅收返還制度、地方政府官員升遷與經濟發展競爭和土地財政的結構性問題等，並非進行債務置換便可以解決。然而由於中國大陸經濟成長降速、許多因體制結構造成的風險一一顯現，中國大陸為避免爆發全面性的金融風險，勢必無法進行大規模的結構改革，而是漸進式調整其體制缺陷。另外，雖然中國大陸地方債金額龐大，但相對其GDP而言仍屬可控，故存量可以逐漸被消化，未來如果可以良好控制流量的暴增，可能不至於發生太大危機。但由於中國大陸的金融風險不只地方債問題，若其他如企業債、影子銀行、房市泡沫與網路金融風險等一起爆發，則中國大陸將無法完全控制，難以保證不會發生嚴重的經濟與金融危機。