

地方債發行改良 內地試水分權

企業管治

李元莎、何順文

長期以來，從法律規定和行政實踐上，內地各級地方政府都不得進行任何形式的直接債務融資，直到2009年開始的地方政府債券試點。這一試點制度出現的直接原因，是地方政府通過所控制的，被稱為地方融資平台的各種公司實體進行融資，造成地方債務失控。

試點5年之後，近期財政部發布通知，將實現試點地方政府債券自發自還。即試點地方政府，在國務院批准的發債規模限額內，自行組織本地區政府債券發行、支付利息和償還本金。

相比此前的地方債發行，最新發行機制的最大進步，是試點地方政府自己還本付息，並引入評級機構對發債地方政府進行評級。這意味着中央財政不再進行直接擔保，地方政府需要針對市場狀況自行承擔債務風險。這一機制可以說是從代為發債到完全自主發債之間的一種過渡，試點地區的發債規模仍然需要遵守國務院批准的限額，而更重要的是可以發債的地方政府仍由中央政府圈定。

政府信用分界依然模糊

回顧內地地方債發行自2009年的歷史，以中央財政部角色為角度，則經歷了財政部全程代理、部分代理、全部退出發行兌付的漸進過程。

2009年和2010年，地方債從發行到還本付息都由財政部代辦，投資者基本視其為國債；2011年試點省市自行組織發債，還本付息仍由財政部代辦。在這兩種模式下，如果地方財政部門未按時足額繳納還本付息資金，財政部將採取中央財政墊付方式代為辦理地方債還本付息，所以是直接的中央財政擔保。

迄今，試點地方政府債券都按時進行了還本付息，未曾出現中央財政墊付的情形。但從信用鏈條而言，中央財政的直接信用擔保，替代了作為發行主體的地方政府信用。而最新地方債發行模式下，則意味着新的地方債僅以地方政府信用為基礎，發行主體和信用主體實現了初步的統一。

中央財政雖然退出了地方債的發行環節，但是在審批環節的國務院發行額度批准，則意味着地方債仍有中央信用的隱形背書。中央和地方的信用分界，雖然從混同進行了初步分離，但是其界限依然模糊，責任依然不清。

從內地的國家政治架構出發，各地方政府只是中央集權的政府體系的一部分，本身並不具有聯邦制體系下的獨立法律地位。因此，地方政府也不可能具有真正的獨立經濟自主權，或者說完全獨立的預算體系和信用地位。

市場約束薄弱有待突破

從這一角度而言，內地的經濟分權總是有限和隨機的，中央政府始終保持調動強大的經濟干預能力和直接調動財政資源能力。考慮到內地國有企業在不斷改革的三十多年後的今天，依然沒有實現真正的經營自主和市場主體地位，地方政府的獨立自主就更加遙遙無期了。



■目前的地方政府債券自發自還只是在操作層面具有一定的自主權，但是否發債、發多少債仍由中央進行行政控制。

地方政府未來實現自主發債，尚需具備一系列條件，包括來自評級機構和投資者的市場約束力量的逐步增強，預算法修訂為地方政府舉債賦予法律依據，逐步完善資訊披露和綜合財務報告制度，建立對地方政府官員考核問責機制等。

這既有債券市場本身的制度完善，也有政府自身的管治發展和法律制度修訂，因此需要一個綜合性的制度設計和相對較長的失措調整修正過程。

例如，能否對地方政府客觀公正的信用評級，將關係到地方債能否合理定價發行，並關係到地方債試點的成功與否。但是從內地各家評級公司公布的地方政府信用評級的總體框架和主要衡量指標看，關注因素大致相似，更重要的是眾多指標的獲取，依賴相應的地方政府統計資料披露。此前的財政部代發債券是多個省市債券打包發行，不需要披露每隻債券的資訊。因此，信用評級作用到底如何尚待觀察。

從地方與中央政府關係而言，目前的自發自還只是在操作層面具有一定的自主權，但是否發債、發多少債仍由中央進行行政控制，而僅在發行過程和償付本息上引入了一定程度市場約束機制。

地方政府債券自發自還試點，距離讓投資者通過公開透明的資訊真實判斷地方政府的債務償還能力；以及讓地方政府成為真正的權利主體，獨立於中央政府承擔債務責任，恐怕還要依賴內地社會的整體發展轉型。

李元莎 Yuansha_li@uml.edu
何順文 simonhoshunman.com