

地方债发行渠道 扩容多方受益

柜台交易的推出，打破了针对非银部门的金融抑制，为个人投资者购买地方债建立了合理渠道，至少在缓解资金供给压力、成本节约以及市场化定价方面带来多项提升。

文 | 张玮

3月15日，财政部下发了《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》。25日起，8家银行在6省市试点地方债柜台发售。首批柜台发行的债券是宁波债券和浙江省债券，宁波债券为土地储备专项债券，期限3年，招标确定的发行利率为3.04%，柜台销售额度3亿元；浙江省债券为棚改专项债券，期限5年，招标确定的发行利率为3.32%，柜台销售额度11亿元。

这是财政部首次明确个人和中小机构可以购买地方债，当日这两个地方债14亿元额度遭疯抢，10分钟内就全部售罄。四川、陕西、山东、北京等地也将陆续通过商业银行柜台市场发行地方债券。

在以防风险为主的宏观调控背景下，地方政府债务再一次成为焦点。

地方债现状

地方政府债有多种划分方法。从法律角度，地方政府债可以分为显性债务和隐性债务。显性债务是指由政府公开承诺或者存在合同担保，具有法律和政府约束力的债务；而那些不存在约束合同，但出于维持社会稳定、满足公众的

期待和道义上的责任而承担的债务为隐性债务。从可行性角度，又可分为直接债务和或有债务。直接债务是指一定会履行，必须承担的责任；或有债务则是指以其他事件的发生为前提，只在特定情况下需要承担的责任义务，并非实际上的负债。

从国家资产负债表角度来看，隐性债务和或有债务又可以分为两类。一类是已经被纳入了国家资产负债表，但由于负债主体的划分并不明确，又成为政府的或有债务。这些债务有些产生于国企、地方政府融资平台，有些产生于各类政府性基金，都具有自身的负债主体，如果发生违约，市场预期政府可能会承担还债义务。另一类是没有被国家资产负债表纳入的，社会保障制度缺口就属于此类。对于前一类，国家审计署进一步划分为担保债务和救助债务，并分别于2011年和2013年进行摸底。根据审计结果，2007~2013年的七年时间中，各年度需偿还的担保债务和救助债务本金中，最后由财政资金实际偿还的最高比例分别为19.13%和14.64%。如果采用直接加总的方式，截至2013年，这部分债务约占GDP的17%。

由于地方债在还债时必须安排还本付息资

金，而此前这些债务是在平台公司旗下的，不能安排还本付息资金，于是就要发行一笔新的债务，把“旧债”置换出来，“关进笼子里”。2014年，随着《中华人民共和国预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》的公布，一系列规范地方政府举债融资机制的政策措施相继出台，包括将地方政府债务纳入预算管理、对地方政府债务实行限额管理、建立地方政府债务风险预警及应急处理机制等，我国开始了地方债务的置换工程。但这也带来了副作用，很多地方在债务完成置换以后，平台公司立刻找到当地政府，想要续借，加大了道德风险。

2017年以来，防控风险尤其是债务风险成为政策调控的主要目标，对地方政府债务的监管进一步强化。2017年国家相继下发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）和《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号），对地方政府举债融资中出现的种种违法违规、变相举债行为进行了全方位治理，基于现行法律所界定的政府债务而形成的政府部门杠杆率得到了有效控制。

截至2019年2月，全国地方政府债务余额191420亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务114273亿元，专项债务77147亿元；政府债券188269亿元，非政府债券形式存量政府债务3151亿元。2019年2月，全国发行地方政府债券3642亿元。其中，发行一般债券1925亿元，发行专项债券1717亿元。2018年年末，政府部门杠杆率37.0%，既低于国际通行的《马斯特里赫特条约》所设定的60%预警线，也低于主要市场经济国家和部分新兴市场国家水平，但仍存内部风险。

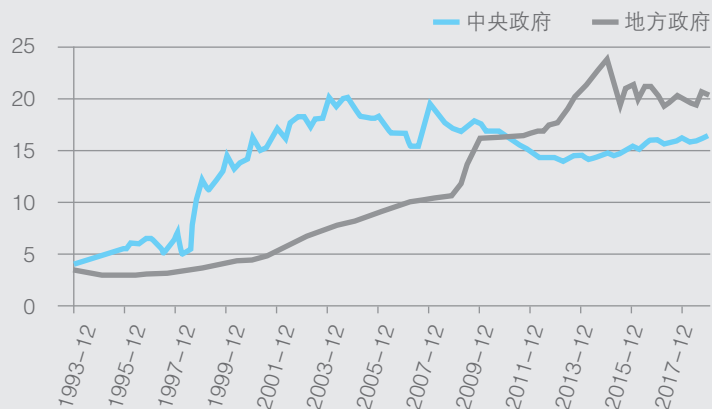
一是风险不透明，尽管政府部门表内债务的增长势头有所收敛，但一些法律上明确不由

政府承担的债务，实际上却仍可能发生政府偿付性支出行为的隐性债务的规模依然可观，潜在政府债务风险不容忽视。除此以外，技术上也缺乏统一的标准体系，“雾里看花”，难以摸清隐性债务总量。

二是投资者结构相对单一，流动性有限。从地方政府债券的投资机构看，此前一直是商业银行，而个人投资者和非银行机构投资者比例明显偏低。当然个人投资者也并非绝对不可以购买。有调研称，部分地区的区级城投向当地私人投资者发售私募债，利率达到10%~11%。私募债本来是针对特定人群或机构，这种情况下变成了对公众的变相发债，虽然有总数限制，但严格说也是在打擦边球。采取这种方式融资，也反映了地方融资需求之急迫。截至2017年年底，在中央结算公司登记托管的地方政府债共计14.74万亿元，其中商业银行持有12.76万亿元，占比86.60%。除商业银行以外，未来还需要进一步提升证券公司、保险公司以及个人投资者占比，推动投资主体多元化。

针对投资者结构单一、流动性有限，以及定价机制不够市场化等情况，采取的做法是拓宽发行渠道，允许个人投资者通过银行柜台购买地方债。

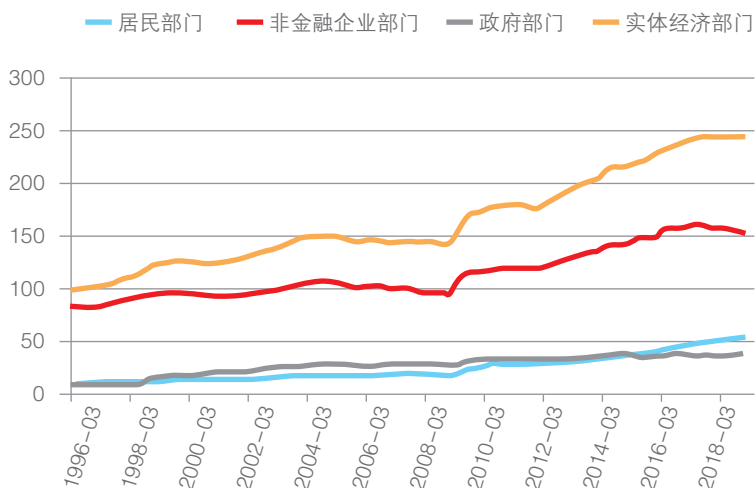
中央政府 and 地方政府杠杆率



数据来源：国家金融与发展实验室

四部门杠杆率

（%）



数据来源：国家金融与发展实验室

三是在定价机制方面，距离真正的市场化尚有距离。尽管地方债与国债的利差有所扩大，不同地方政府信用资质的差异也在价格上有所体现，但区域间的票面利率和发行利差分化程度仍不显著，债券定价对于相对风险的揭示能力依旧有限。地方财政部门在债券发行过程中通过“指导投标”和“商定利率”等非市场化方式干预定价的情况仍然存在。

开正门，堵后门

针对以上问题，今年全国两会对地方债发行有了明确指示，年初以来的交易行为也具备显著特征。

风险不透明方面，今年的工作思路是继续

推进“开正门，堵后门”。

不久前，国家金融与发展实验室采用融资主体、融资工具和地方政府支出三个维度对地方政府举债规模进行了估算，结论表明：2015年之前，三种方法测得的地方债规模基本一致，但2015年之后前两种方法要显著低于支出法。

“缺口”意味着2016至2017年间，随着对隐性债务的治理，地方政府融资很可能进行了其他没有被捕捉到的方法，加大了新的隐形风险。

2017年以来，财政部发布一系列文件，正是指向一些地方政府花样翻新的违法违规融资担保行为，包括严格限定政府购买服务的范围、严格规范政府购买服务预算管理、严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开等。同时，还通过开“正门”发行土地储备专项债券，从机制上堵住融资平台公司等企业冒用土地储备名义，以储备土地抵押担保融资的“后门”，防范违法违规举债或变相举债等行为。

针对投资者结构单一、流动性有限，以及定价机制不够市场化等情况，采取的做法是拓宽发行渠道，允许个人投资者通过银行柜台购买地方债。

长期以来，地方债主要通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行，面向银行、保险等机构投资者，针对前面提到的投资者结构相对单一，流动性有限的问题，财政部3月15日下发了《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，让个人投资者来代替机构投资者购买债券，可以省掉给承销方发行的成本，使地方债发行有了新的渠道。随着对个人投资者的开放，地方债的流动性有望增强，有利于缓解地方债发行的资金供给压力。

除此以外，为了配合基建托底经济，今年

还进行了发行前置。

今年前2个月地方债累计净发行7559亿元，远高于去年同期的286亿元。另外，按照两会精神，2019年拟安排地方专项债2.15万亿元，比去年增加0.8万亿元；地方财政赤字（一般债）0.93万亿元，较去年增加0.1万亿元。规模大幅增加的同时，发行进度也在加快。根据3月24日财政部部长刘昆在中国发展高层论坛2019年会上的发言，新增债务将争取在9月底之前发行完毕，也将显著快于去年。

柜台发行，多方受益

地方债通过柜台向居民发放，至少在缓解资金供给压力、成本节约以及市场化定价方面带来多项提升。

资金方面，前文提到，地方债的所有者结构一直以商业银行为主体，个人投资者和非银行机构投资者比例明显偏低。根据中债登统计显示，截至今年2月，中债托管的地方政府债共有18.76万亿元，其中银行间债券市场达到18.45万亿元，占比超过98%。而保险公司和证券公司加总只有0.14万亿元，与非法人产品占比相当。

投资者结构的单一意味着融资能力受限，与地方建设需求极不匹配，催生了大量的“偏门”。柜台交易的推出，打破了传统针对非银部门的金融抑制，为个人投资者购买地方债建立了合理渠道。从第一批浙江、宁波债券10分钟就被抢光的事实可以看到，这种违约风险极小、利息所得免征个人所得税（机构投资者免征企业所得税、增值税），收益率又高于同期国债和定期储蓄的债券品种，颇受市场追捧。未来个人投资者和机构投资者占比有望提升，可为地方政府债务提供更多“血液”。

成本方面，过去绝大部分地方债都要由政

策性银行、商业银行等金融机构包销，随着地方债发行数量的不断上升，会对商业银行可用资金形成挤占效用，不利于银行体系对民营和小微企业的信贷投放。柜台式交易的提出，对包销行为构成分流，能够缓解银行资金压力，向小微企业等薄弱领域倾斜。

定价方面，传统地方债发行对象单一，又兼备“任务”属性，难以实现市场化，而个人投资者相比商业银行特别是地方城商行而言，更加关心资金使用问题，对风险收益颇为敏感。随着后期试点地区的铺开，个券鱼龙混杂，并非都是优质资产。定价和认购方面的风险将会暴露，差异化也将提升。个人投资者追求更高的信息透明度，应有效扩大监督范围，令价格发现功能更优，决策更加市场化。

与此同时，也有一些问题值得注意。

基于国家资产负债表思考，个人投资者购买地方债，本质是政府部门对居民部门负债，对应政府部门杠杆的提升和居民部门杠杆的下降（资产增多）。但是，居民部门这部分新增的资产并不具备高流动性，也就意味着居民用高流动性的资金（现金或活期存款）换取了低流动性产品，而这部分高流动性资金原本可以用作其他用途，比如购买非金融企业资产。简言之，地方债转化为居民部门的资产端，挤占了居民部门承接非金融企业杠杆的能力，是否有助于全社会杠杆结构的调节，有待商榷。

除此以外，还要防范债务风险本地化。将政府债直接卖给普通投资者，无论是通过公募还是私募渠道，都是地方政府在融资压力之下的不得已之举。对当地普通投资者发债，会使得地方债务风险本地化，一旦出现兑付风险，极易引起当地金融业的连锁反应，需要注意防范区域性危机。□

（作者系昆仑健康保险首席宏观研究员）

个人投资者追求更高的信息透明度，应有效扩大监督范围，令价格发现功能更优，决策更加市场化。