

地方發債 利多於弊

西班牙對外銀行(BBVA)中國區首席經濟師劉利剛、高級經濟師曾向俊

2月17日，全國人大常委會的委員長會議聽取了《國務院關於安排發行2009年地方政府債券的報告》的匯報，相信短期內會落實發行總值2000億元(人民幣·下同)的地方政府債券。其實，自公布4萬億元的刺激經濟方案以來，容許地方政府發債的呼聲日高。那麼，發行地方政府債券的理據何在？有何優點？地方發債要注意什麼？筆者希望在本文一一探討這些問題。

中國為應付當前的全球經濟衰退，去年11月提出4萬億元的財政刺激方案。其中，中央財政負擔其中1.18萬億元(約三成)，餘下資金則由地方政府或銀行借貸來支付。可是，地方政府財力本已偏弱，地方財政恐怕很難支付龐大資金以配合4萬億元方案。事實上，我們去年9月時已提出，要應付全球經濟下滑，地方政府不免需要籌集資金支付建設(2000億元已是2008年地方財政支出的4%，見表)，我們當時就已提出中央政府宜修例考慮容許地方政府發債。由於現時預算法規定地方政府不能發債，因此現階段地方政府發債會由中央政府代為發行和償還本息。無論如何，現在的舉措相信是最終容許地方發債的第一步。

債期長推動長遠基建投資

地方政府舉債具有以下優點：

第一，有異於銀行借貸，地方政府發行債券的年期一般較長(例如這次發債以3年期為限)，因此地方可用作較長遠的投資，有助加快地方基礎設施的建設，特別能為農村建設、發展籌集資金。

第二，地方政府債券是較好的投資工具。一般來說，地方政府收入長期相對穩定，政府債券償還期限比個人和公司長，投資風險較小。作為風險管理的對冲工具，地方債券建設將會有力地推動資本市場(特別是股票市場)的發展。

第三，由於舉債之前必須進行信用評級，地方政府將不得不向市場和公眾披露其財政狀，這將減少中央和地方政府之間、地方政府和地方納稅人之間的信息不對稱風險，提高地方政府的財政透明度，強化為納稅人服務的意識，真正體現「以人為本」的治國理念。從長期的效果來看，中國地方債券市場的發展也將促使地方政府向當地納稅人負責，有助擴大地方人代會的權力，建立和健全強有力的司法體系，最終建立民主和有效率的社會主義市場經濟體制。

迫使地方財政更透明

由於地方政府發債的優點顯著，我們相信中國最終會修例，全面容許地方政府發債。然則，整個發展過程要注意什麼？

由於中國市場經濟體制完善需時，省一級政府在防範地方過度發行債券的制度能力較弱，因此，發展地方債券市場初期，中國可借鑑日本的經驗。即是由中央政府、各省和市場一起參與地方政府的舉債程序。債務發行程序首先由省級政府完成。省級政府發債，需提出符合地方政府的財政規則的建議，由地方人大批准通過；同時，還要由評估機構的獨立評級後，並經有關部門(如財政部、國家發展與改革委員會)的批准，才能舉債。

地方政府一旦獲准舉債，就必須定期提供中介機構的獨立審計報告。如果某一地方政府的評級較低，中央政府必須嚴格的監督該地發債情。同時，地方政府舉債，必須輔以合適的財政規則，如美國各州政府的預算平衡規則和負債率上限規則及歐盟馬城條約(Maastricht Treaty)的財政規定，來約束地方政府的過度支出行為，避免地方政府可能會因過度舉債而破產。

借日本經驗中央省市共同參與

同時，爲了加快地方債券市場建設的步伐，也需要相應建立配套的債務發行和保險機構。爲了有效評估地方政府的拖欠風險，政府亦宜鼓勵獨立的評級機構參與地方政府的評估。初期，中央政府可批准一些國際知名的評級機構，在不影響國家主權的情況下，對地方政府債券評級。

從中長期來看，一旦市場和財政制度發展完善，市場能夠有效地監督和規範地方政府財政狀況，中央政府將從地方政府債務發行程序中退出。屆時，中國可實施由市場制約下的地方政府舉債模式(類似於美國的市政債券模式)。

需設立相關金融機構配套

這將向市場投資者表明了強烈的信號：中央將不再提供相關的財政擔保，各省將逐步完全爲其政府債務的發行、管理和償還等事項負責，最後形成完全的市場價格機制，定價時已充分考慮地方政府潛在債務拖欠風險。

表：中國地方財政收支狀況（單位：億元人民幣，%）

	地方財政 收入	佔全部財政 收入比重	地方財政 支出	佔全部財政 支出比重	財政缺口	財政缺口佔 GDP比重
1994	2,312	44.3	4,038	69.7	-1,727	-3.6
1995	2,986	47.8	4,828	70.8	-1,843	-3.0
1996	3,747	50.6	5,786	72.9	-2,039	-2.9
1997	4,424	51.1	6,701	72.6	-2,277	-2.9
1998	4,984	50.5	7,673	71.1	-2,689	-3.2
1999	5,595	48.9	9,035	68.5	-3,440	-3.8
2000	6,406	47.8	10,367	65.3	-3,961	-4.0
2001	7,803	47.6	13,135	69.5	-5,331	-4.9
2002	8,515	45.0	15,281	69.3	-6,766	-5.6
2003	9,850	45.4	17,230	69.9	-7,380	-5.4
2004	11,893	45.1	20,593	72.3	-8,699	-5.4
2005	15,101	47.7	25,154	74.1	-10,054	-5.5
2006	18,304	47.2	30,431	75.3	-12,128	-5.7
2007	23,573	45.9	38,339	77.0	-14,767	-5.7
2008	28,645	46.7	49,053	78.6	-20,408	-6.8

資料來源：寰亞數據。

2009年3月2日 明報

<http://chinabiz.mpfinance.com/cfm/content2.cfm?PublishDate=20090302&TopicID=hx01&Filename=hx01a.txt>