



李奇霖：理解中国宏观经济系列 4



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 殷越 孙永乐



在这一篇中，我们将对我国政府、企业、居民这三个杠杆问题进行分析与探讨。

我国宏观杠杆率的高企与土地问题有着千丝万缕的联系。

此前在以当地经济增长为主要考核指标的背景下，地方政府有通过增加基建投资等去带动经济增长的动力。但在分税制后，地方财政收支不平衡，收入压力较大，同时 1994 年预算法又对地方自主发债进行了限制，这使得地方政府会开始借道城投，通过将土地划转给城投公司，再由城投公司去抵押土地，从而撬动信贷发展基建，最终实现经济增长。

在这个模式之下，土地价格和基建投资之间存在正反馈关系。虽然基

建项目本身产生的现金流较为有限，但是在基础设施完善之后，当地的地价就有了上涨空间。在土地不断增值的时候（抵押品涨价），原有的债务压力就得到了缓解。

具体来看，基建的完善提升了居民的生活质量，带动了人口的聚集和城镇化的发展，进而拉动经济增长。而当地经济的发展人口的聚集又能够推升土地价格，这就使得政府等能够获得更多的资金来发展基建。

在这种正反馈模式下，地方政府虽然能够更好地发展当地经济，但也推动了当地政府杠杆率的走高。

这里需要注意的是承担政府性投融资职能的城投平台，本质上是一家企业，在计算杠杆率的时候，债务会被纳入到国有企业之中，这在一定程度上推高了国企杠杆率。除城投之外，国有企业在一定程度上也承担着一些社会责任。因此在经济下行压力比较大的时候，除了大力发展基建之外，各地政府也会鼓励国企合理加大投资扩产力度。

但是国企往往集中在传统产业之中，其中部分企业存在效率低下，以及产能过剩的现象，国企在经济下行的投资扩产也会容易导致产出效率进一步降低，进而造成企业部门的宏观杠杆率（企业债务/GDP）攀升。

最后，正如我们前面说的，基建的完善推动了地价的上涨，再加上城市化的推进、中国人对于买房安定生活的执念，共同推升了居民的购房需求，于是房价也变得越来越高。而购房支出是居民的主要支出项目，房价

的上涨也就推高了居民部门杠杆率的上行。

01

政府杠杆

这一小节中，我们将阐述政府杠杆率的构成以及演变，并且针对地方政府的债务问题及治理政策进行梳理与探讨。

政府杠杆率定义为政府债务总量与 GDP 之比，由中央政府杠杆和地方政府杠杆两部分组成。

政府之所以加杠杆，一来是因为财政政策是跨周期调节的重要工具，比如，在经济面临下行压力的时候，政府需要发挥“有形的手”的作用，通过积极的财政政策来推动经济；二来在以当地经济增长为主要考核指标的背景下，地方政府有通过财政推动经济发展的动力。

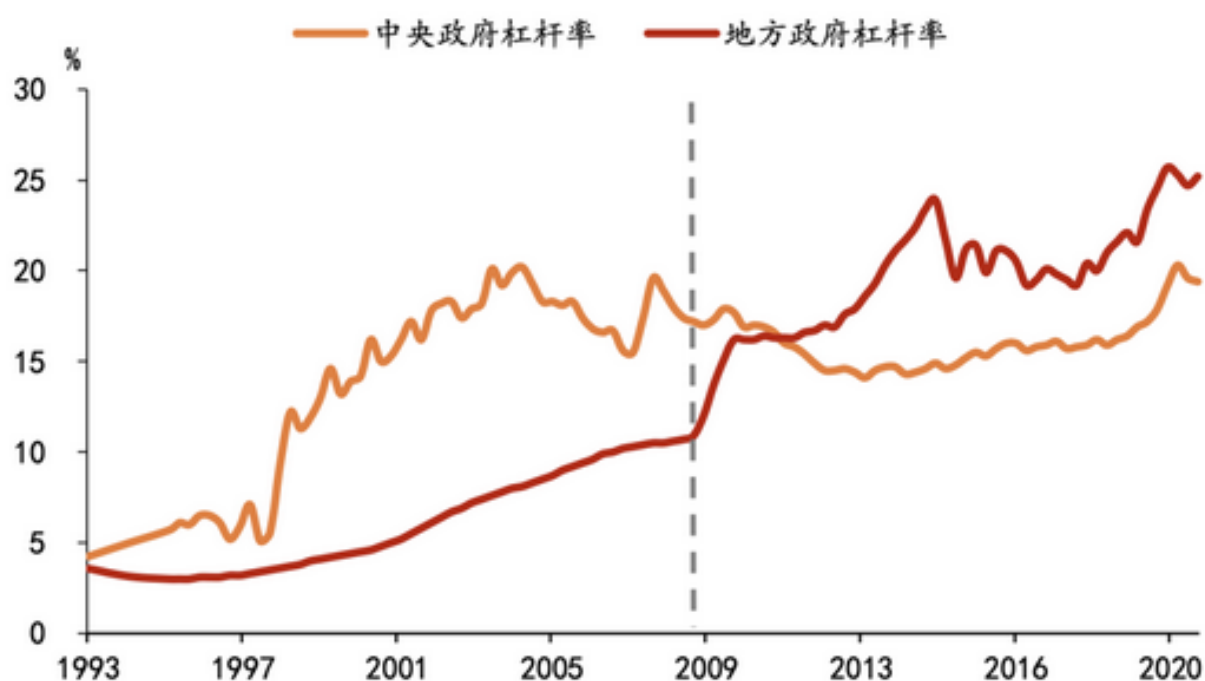
从数据上看，政府杠杆率的变化主要经历了两个阶段，第一个阶段是在 2009 年之前，这一时期中央政府发债加杠杆的行为主导了杠杆率的攀升。

比如受 97 年亚洲金融危机的影响，1998 年 6 月财政部提出要增加 1000 亿的建设国债来帮助恢复经济，其中 500 亿由中央出，当年中央的预算赤字从原本的 460 亿元陡然增加到了 960 亿元。另外 500 亿元转借地方支出，当时在旧预算法的框架之下，地方政府自己还不能发债，实际上是中央代地方发行债券。同年，中央政府还新设了特别国债来满足四大

行 8%资本充足率的要求，发行金额高达 2700 亿。

所以 1998 年底的时候，整体政府杠杆率就上升到了 15.9%，半年之内涨了 6.8 个百分点。不过这一轮杠杆率的上升也推动了国内经济的恢复。根据 1999 年政府工作报告的测算，1998 年这一轮积极的财政政策拉动了经济增长 1.5 个百分点。

图 1. 政府杠杆率（CNBS 计算口径）



资料来源：Wind，红塔证券

第二个阶段是从 2009 年开始，地方政府取代中央政府成为了主要加杠杆的部门。这一时期，通过实施积极的财政政策来托底经济的任务主体从中央转移到了地方。从数据上也可以看到，在 2009 年之后，中央政府的杠杆率出现了下滑，而地方政府的杠杆率在这一时期则明显抬升。

不过对于地方政府而言，我们更需要关注的是地方隐性债务问题。相比于显性债务（比如地方一般债和专项债），地方政府通过城投等融资平台举借债务发展经济的方式，为地方政府积累了较大规模的隐性债务。

对于地方政府而言，在分税制下，地方财政收支不平衡，收入压力较大，同时 1994 年的预算法又对地方自主发债进行了限制，这使得地方政府会借道城投，通过将土地划转给城投公司，再由城投公司去抵押土地，从而撬动信贷发展基建，最终实现经济增长。

地方政府通过融资平台举债的过程大致是：地方政府先设立城投公司，然后将土地注入到平台，城投拿这些地作为抵押品去找银行借款，再按照政府的指示去投资基建，从而带动经济增长，这也就是我们所说的土地抵押融资模式。

对于城投来说，虽然它们名义上是一个企业，但实际上更像是一个帮地方政府举债融资的融资平台。城投借的钱，看起来是企业借的，但实际上是给地方政府在用。

地方政府看起来似乎没有偿还责任，因为钱是城投公司借的，但实际上地方政府是最终的资金使用方，还是负有偿还责任。

这就导致了政府隐性债务规模不断走扩。

这跟中央拉动经济的做法是一脉相承的，区别只在于，中央是通过扩大财政赤字来拉动经济，而到了地方政府，就变成了借道融资平台。

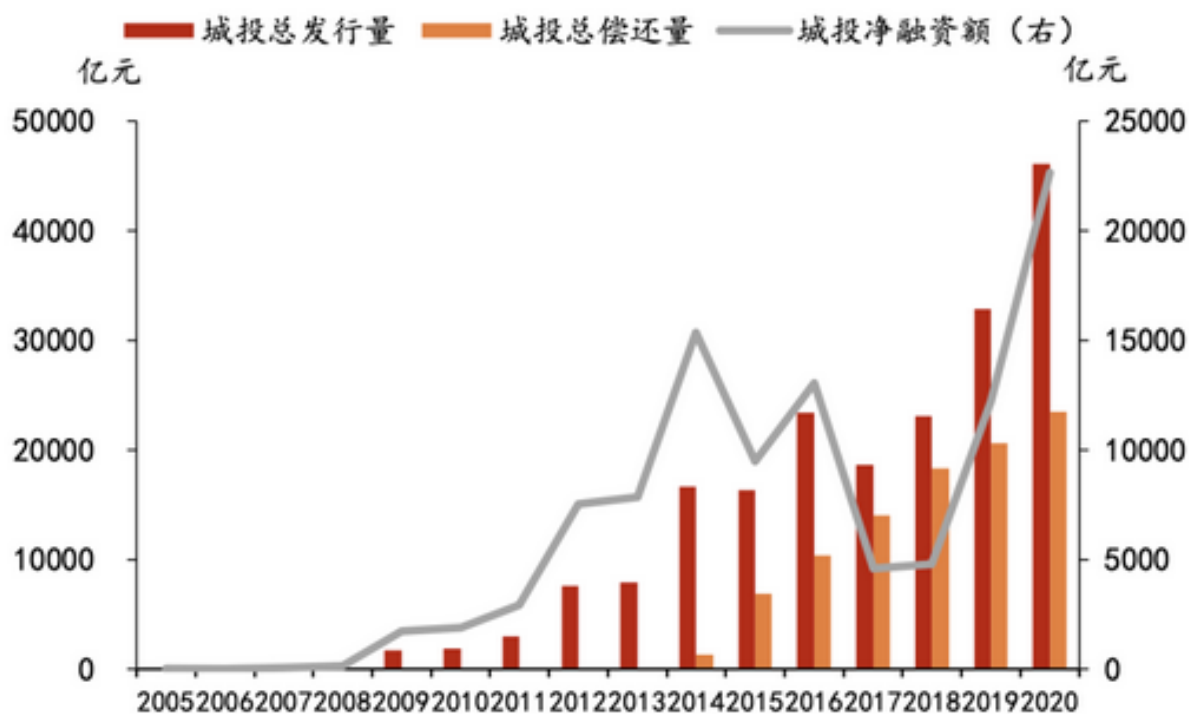
城投公司最早能够追溯到 1992 年。分税制改革之后，财权和事权的不对等给地方政府的财政收支带来了很大的压力，但同时发展才是硬道理的引领之下，地方政府又有举债搞活经济的诉求，所以地方政府开始尝试新的发展方式。在 1992 年的时候，上海成立了上海市建设投资开发总公司，并由该公司参与城市建设。后续，这一模式逐渐开始在全国范围内推广。

在此之后，城投公司虽然慢慢多了起来，但始终不是经官方明文认可的融资平台，所以发展得比较缓慢。

一直到 2009 年 3 月，央行和银监会联合提出：“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。”这才首次认可了城投公司作为地方政府融资平台的功能。

自此，城投平台正式登上历史的舞台，而通过城投平台实现的土地抵押融资模式也得以迅猛扩张。据统计，2009 年全国新增融资平台 2000 多家，而在 1992 年至 2008 年全国以各种形式成立的融资平台也仅 6000 多家。从规模来看，2009 年以前，每年城投净融资规模也就几百亿，而 2009 年城投净融资规模就跳升到了 1700 多亿。

图 2. 城投规模变化



资料来源：Wind，红塔证券

监管方面的认可对政府杠杆率的推升作用是毋庸置疑的，但是杠杆率为什么会上升得这么快，并且达到这么高的一个水平，我们还要从土地抵押融资的模式上去寻找问题的根源。

上面我们说过，地方政府是通过土地融资来带动基建发展的。而根据

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34887

