

第三讲 政府投融资与债务

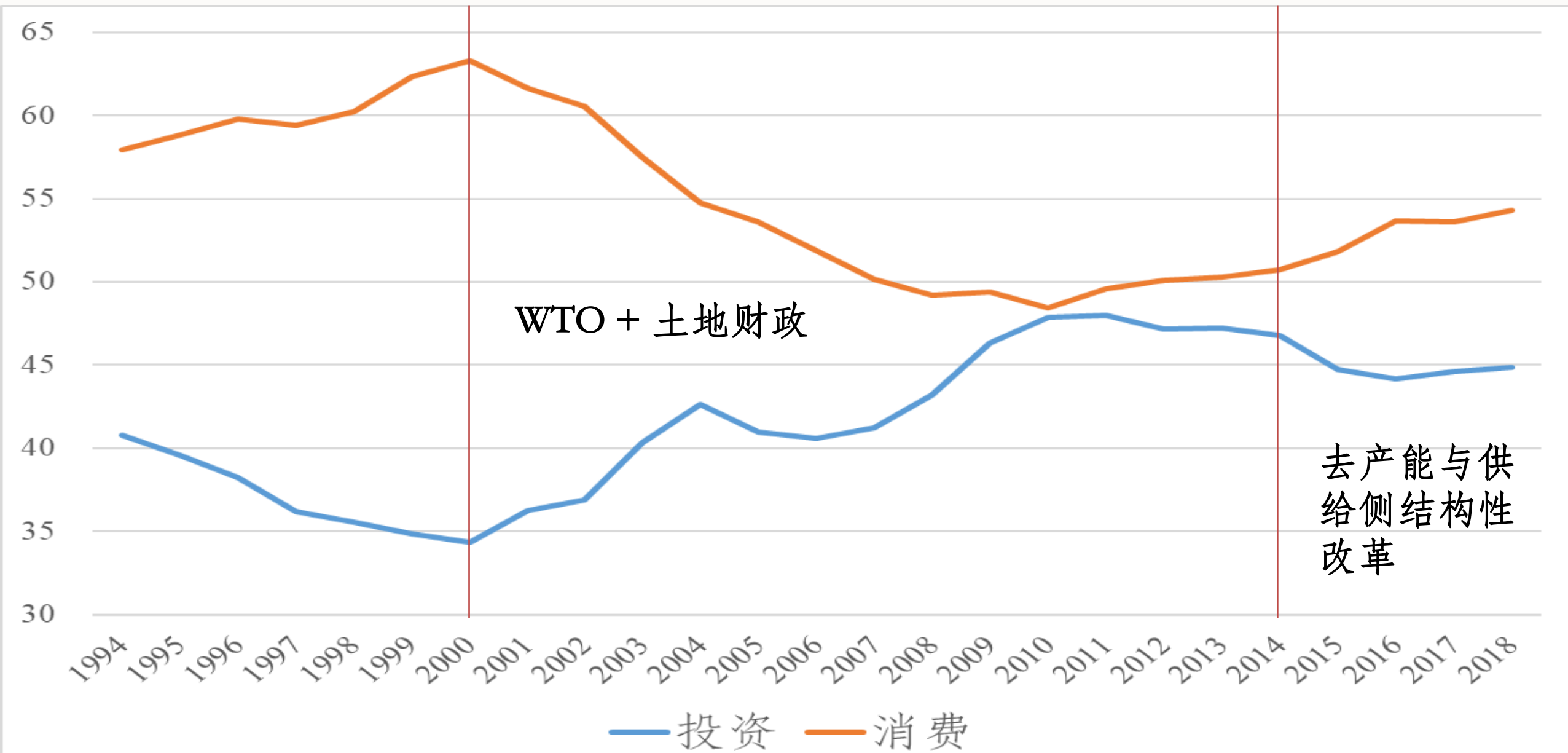
背景阅读

华生（2014），*城市化转型与土地陷阱*（1-4章），东方出版社

周黎安（2017），*转型中的地方政府：官员激励与治理*（第二版）（5、6、9章，附录A1-A2），格致出版社

土地：从“资产”到“资本”

中国经济结构的变化：GDP中投资与消费的占比，%



实业投资（基础设施、工业等）与金融投资

- 时间、利率、风险
- 各个环节都要实际完成，复杂性和专业性
- 任一环节出纰漏都会影响整体项目
- 不可逆性：政府参与 & 难以抽身

地方政府城市基础设施融资的三个技术难题

- 《贷款通则》：不能从银行借钱；《预算法》：不能发债
- 城建项目有的赚钱，有的赔钱，但缺一不可
- 财政预算收入不够还债

解决方案：成立融资平台公司，把所有城建项目打包放进去，以该公司为单一借款人借款，再把和土地有关的收益用起来去还债。

地方政府融资平台 (LGFV)

沃尔特 & 豪伊 (2013)

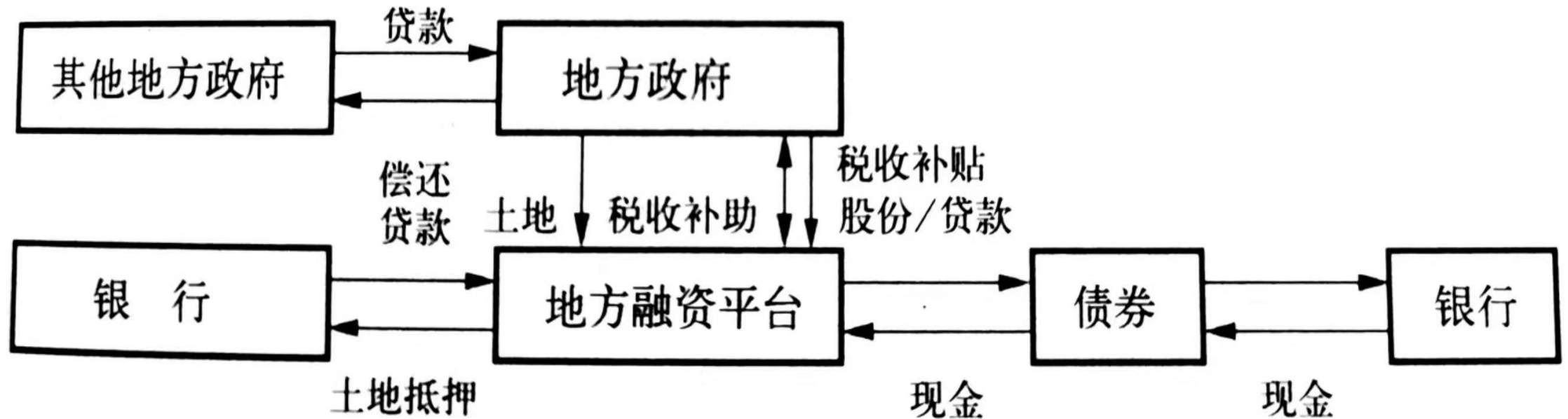


图 5-3 地方政府融资选择

地方政府融资平台（LGFV）

- “XX开发投资有限公司”，“XX建设投资有限公司”
- 政府全资或控股公司
- 在政府监管下运营
- 由政府注资（土地，基础设施收益，公用事业收费，税收）
- 融资渠道：以银行贷款和发债为主
- 政府隐性担保

地方政府融资平台与城市化

- 国开行首创“芜湖模式”：1998年
- 2002年芜湖，土地收益质押可以作为还款保证
- 2009年爆发：8000多家（2008年底3000多家）
- 按数量论，县级平台最多（60%）
- 受公司法约束，部分市场化运作

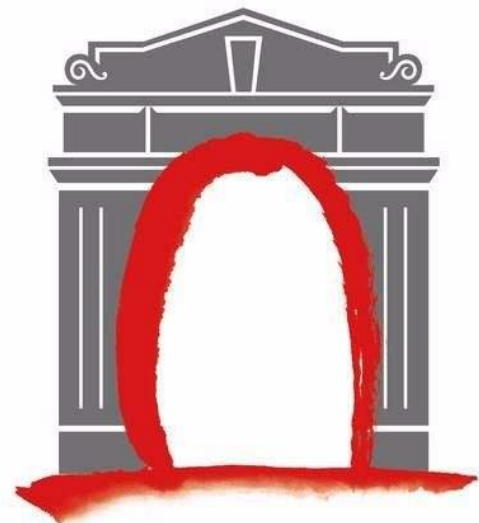
宽窄巷子与成都文 化旅游发展集团



从文旅集团看LGFV特点

- 持有从政府取得的大量土地使用权，以此为杠杆扩张
- 盈利状况依赖政府补贴
- 政府的隐性担保，大量借款

城市商业休闲中
心：私人开发



上海新天地

Xintiandi · Shanghai



万达广场
WANDA PLAZA



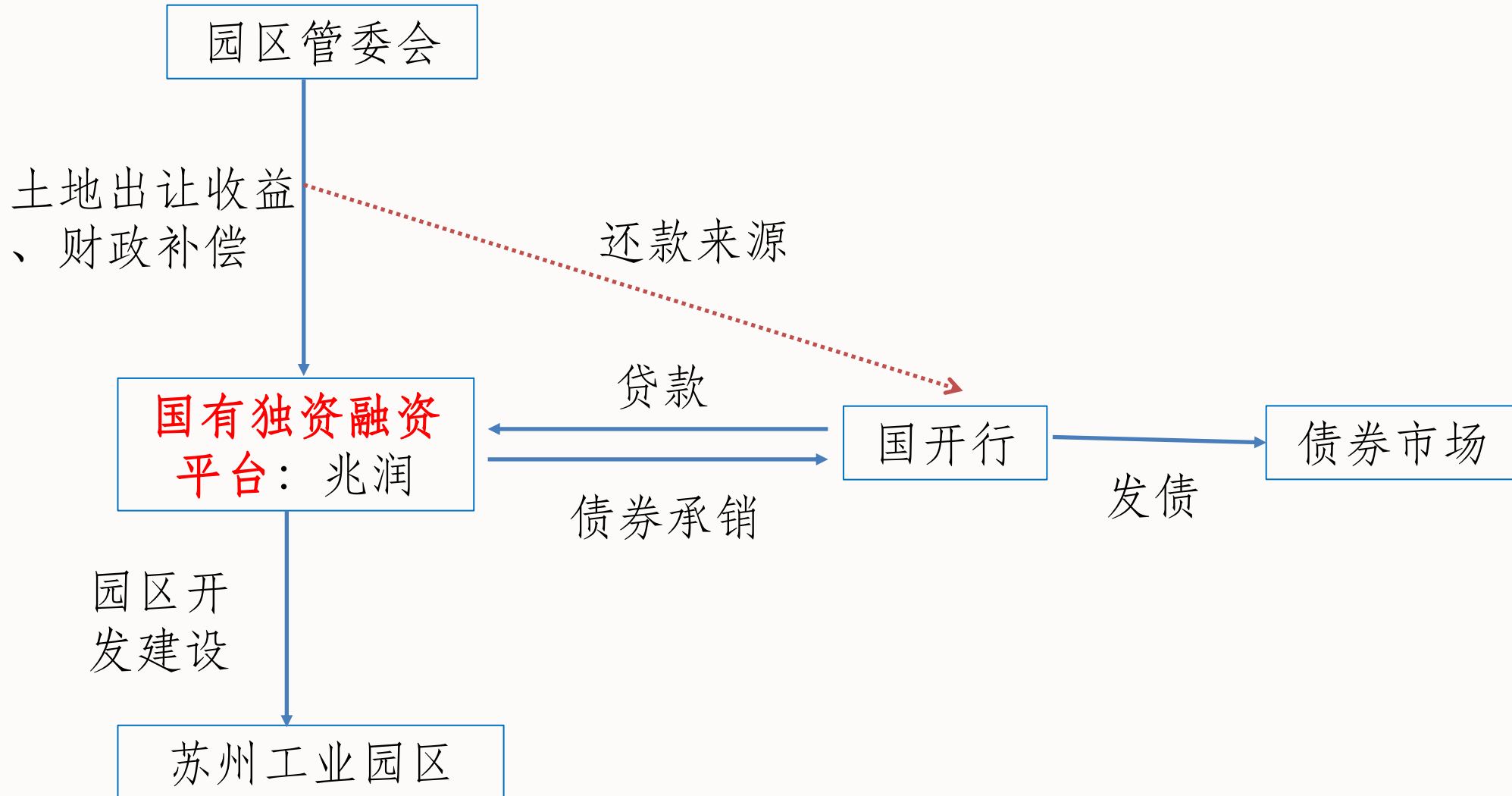
武 | 汉 | 天 | 地

W U H A N T I A N D I

工业园区开发：以苏州工业园区为例

- 最大的国家级开发区之一
- 2019年GDP 2743亿，公共预算收入370亿，进出口总额871亿美元
- 兆润集团（LGFV）：土地一级开发
- 中新集团（601512.SH）：二级开发（建设、招商、运营）

苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司 & 土地金融



华夏幸福（600340.SH）的“产城结合”模式

- 中西部中小城市招商引资困难，没优势也没钱，只有土地
- 一级、二级开发、招商引资、运营全部外包私营企业
- 企业：用房地产开发赚钱，补贴工业园区运营
- 政府与企业分享工业园区税收，以PPP的方式

案例阅读：造城者

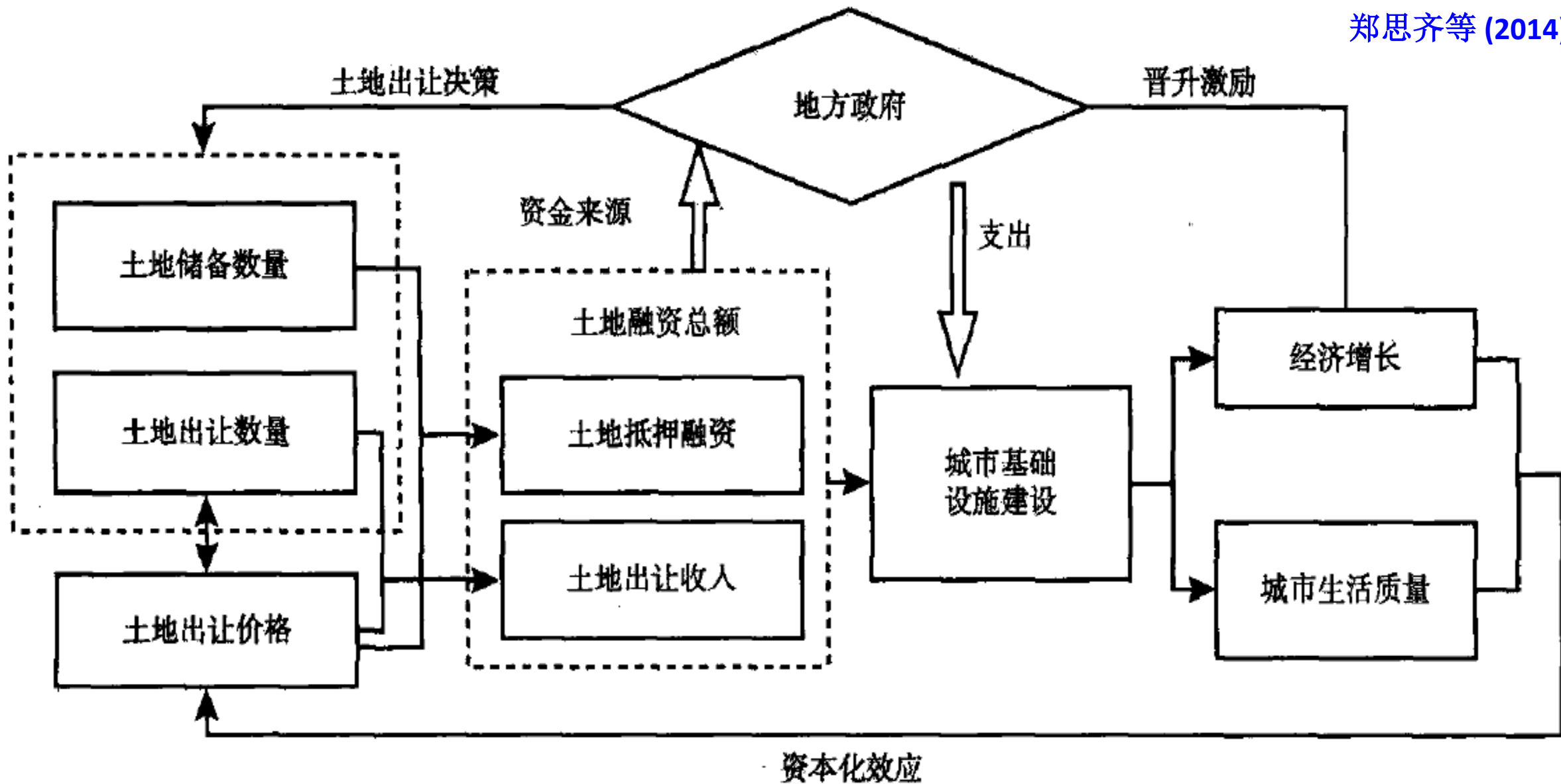
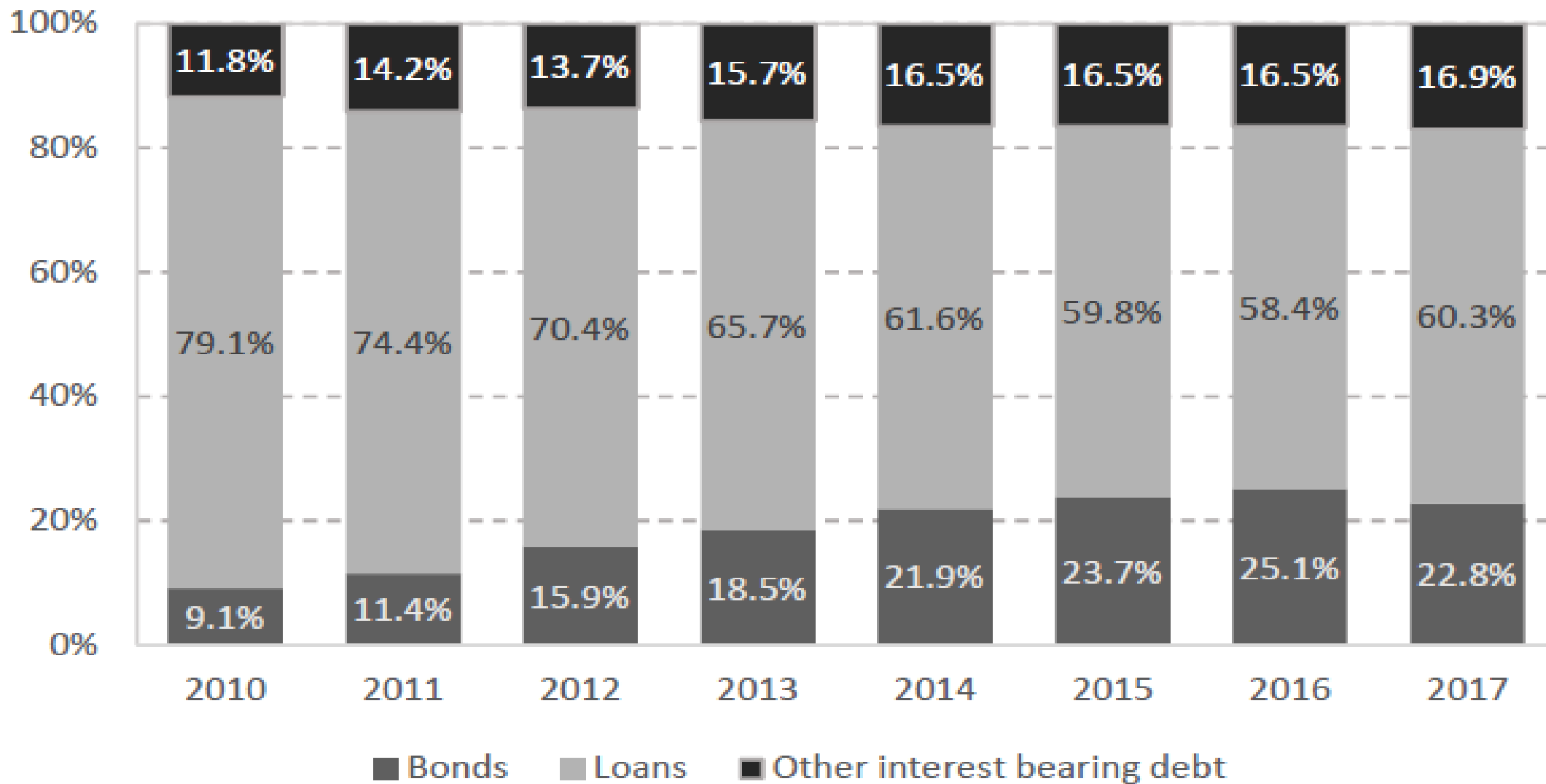


图1 中国式的城市建设投融资模式

地方债务与风险

地方政府融资平台的负债来源

Zhang & Xiong (2019)



银行贷款

- 2008年之前主要是国开行，“四万亿”刺激后放松商业银行管制
- 2010：国开行3成，四大行3成，城商行3成，其它1成

城商行的麻烦

- 期限错配风险
- 存款来源不稳，自有资本薄弱
- 同业业务

案例阅读：央行银保监联合接管包商银行全记录

“城投债”

与贷款相比，债券融资在理论上的好处

- 风险转移出银行体系，分散风险
- 价格（利率）变动，优化配置风险和收益

城投债

- 绝大多数被银行持有，缺乏流动性
- 政府隐性担保：高收益、低风险，价格不反映风险

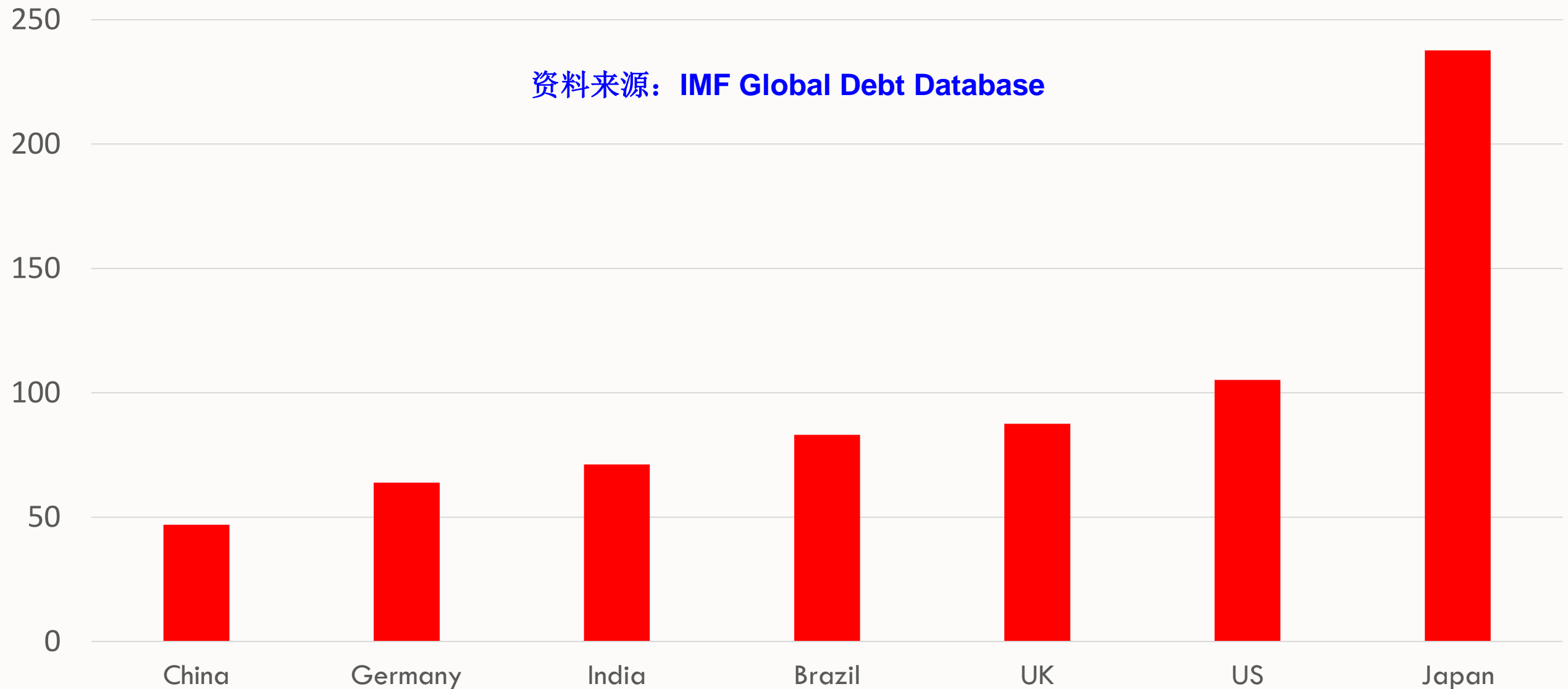
地方债：2017年底基本情况（GDP=82.7万亿）

- 地方政府显性负债：财政部的地方政府债务余额为16.5万亿（20%）
- 地方政府隐形负债（40%）
 - 融资平台贷款余额：17万亿（21%）
 - 融资平台发债（城投债）减去债券置换后纳入显性负债=5.3（6%）
 - 其它非标融资等：7.5万亿（9%）
 - PPP和政府基金形成的名股实债等：3.1万亿（4%）

政府债务负担：跨国比较

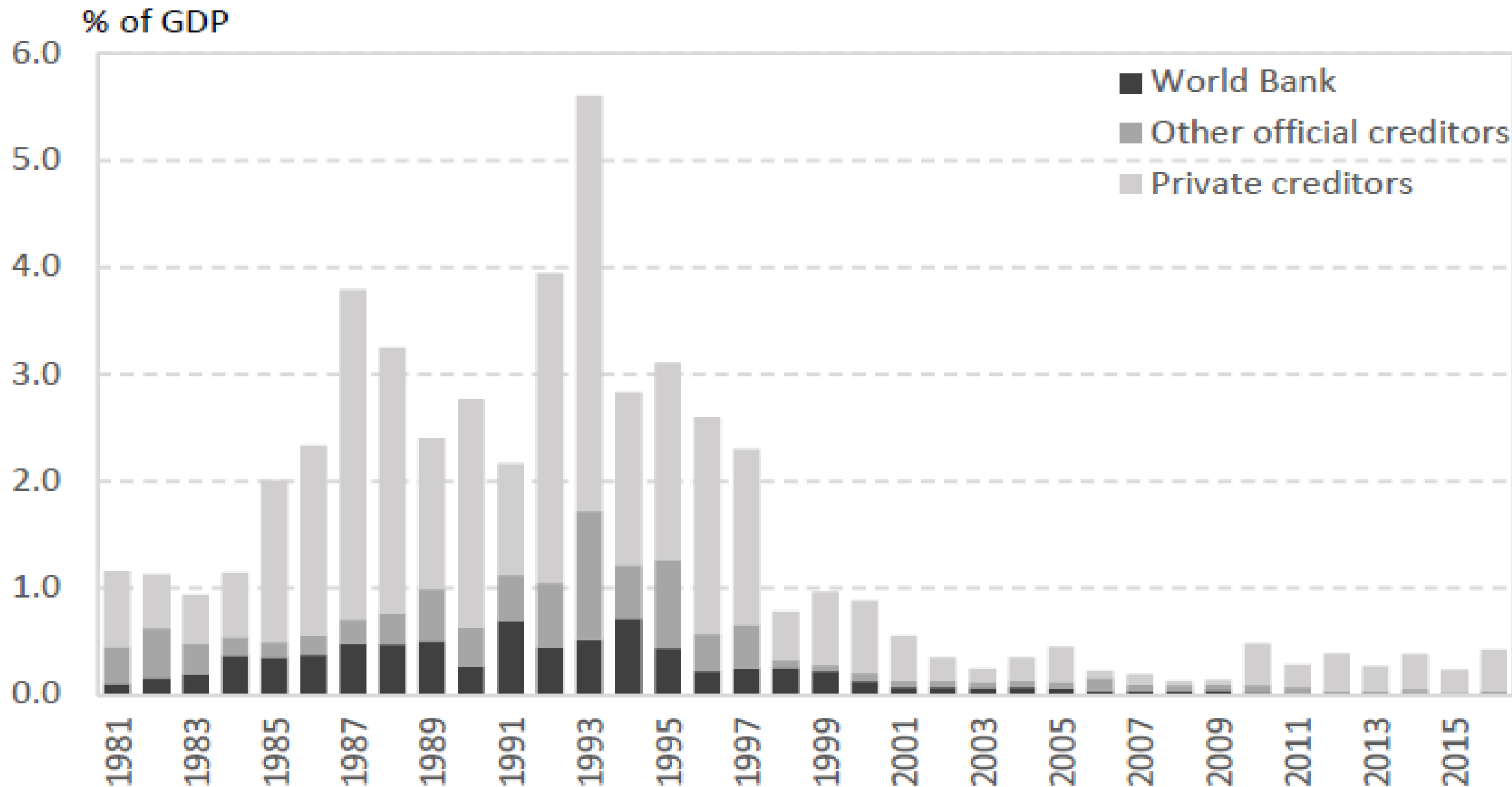
政府债务占GDP比重（%），2017年

资料来源：IMF Global Debt Database



中国政府的外债

Zhang & Xiong (2019)



债务风险

- 整体 vs. 局部
- 纵向：省级 vs. 县级
- 横向：东部 vs. 中西部

地方政府融资平台的资产回报率

Zhang & Xiong (2019)

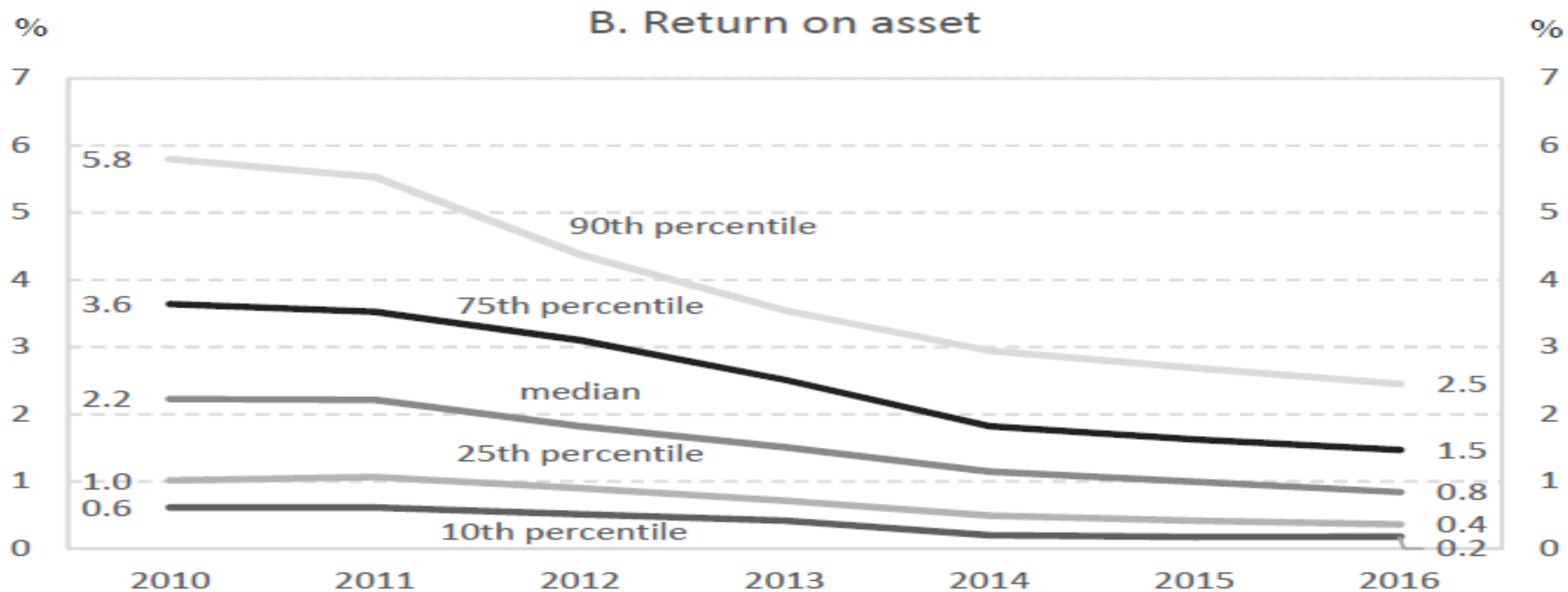
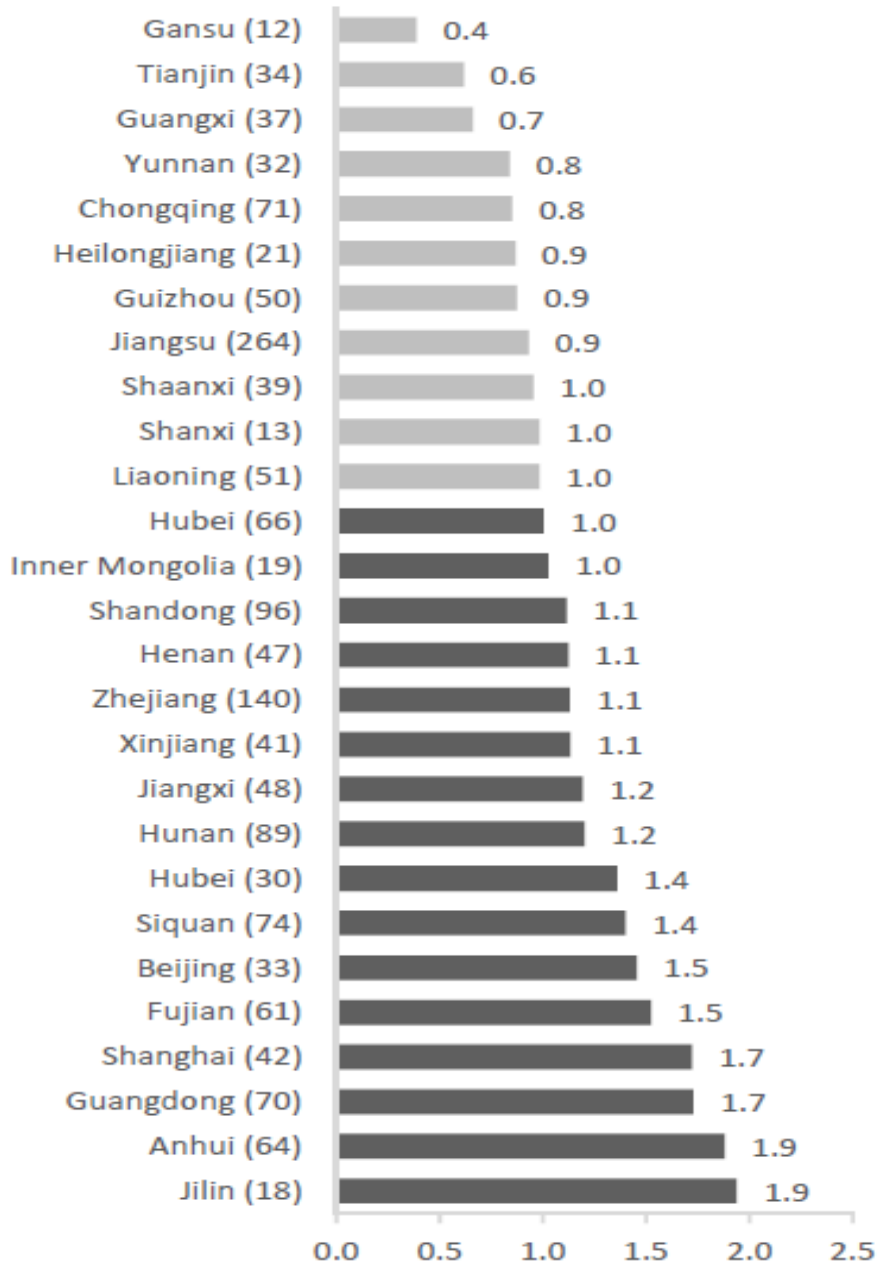
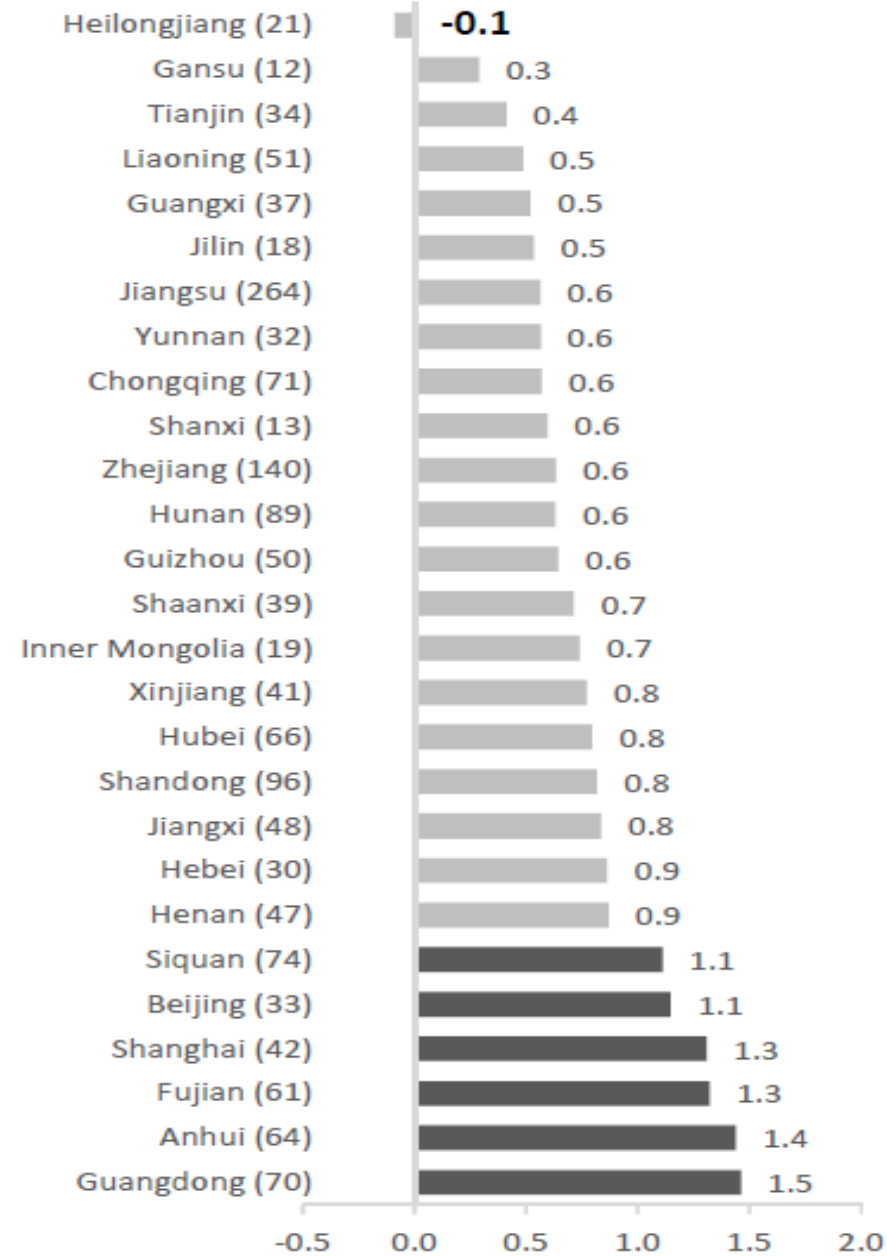


Figure 5 LGFV debt-to-asset ratio and return on asset

Source: Author's calculations, WIND. Based on a balanced panel of 1109 LGFVs.

Average ICR₂Average ICR₃

地方政府融资
平台的利息覆
盖率，2017

Zhang & Xiong (2019)

地方债的治理与改革

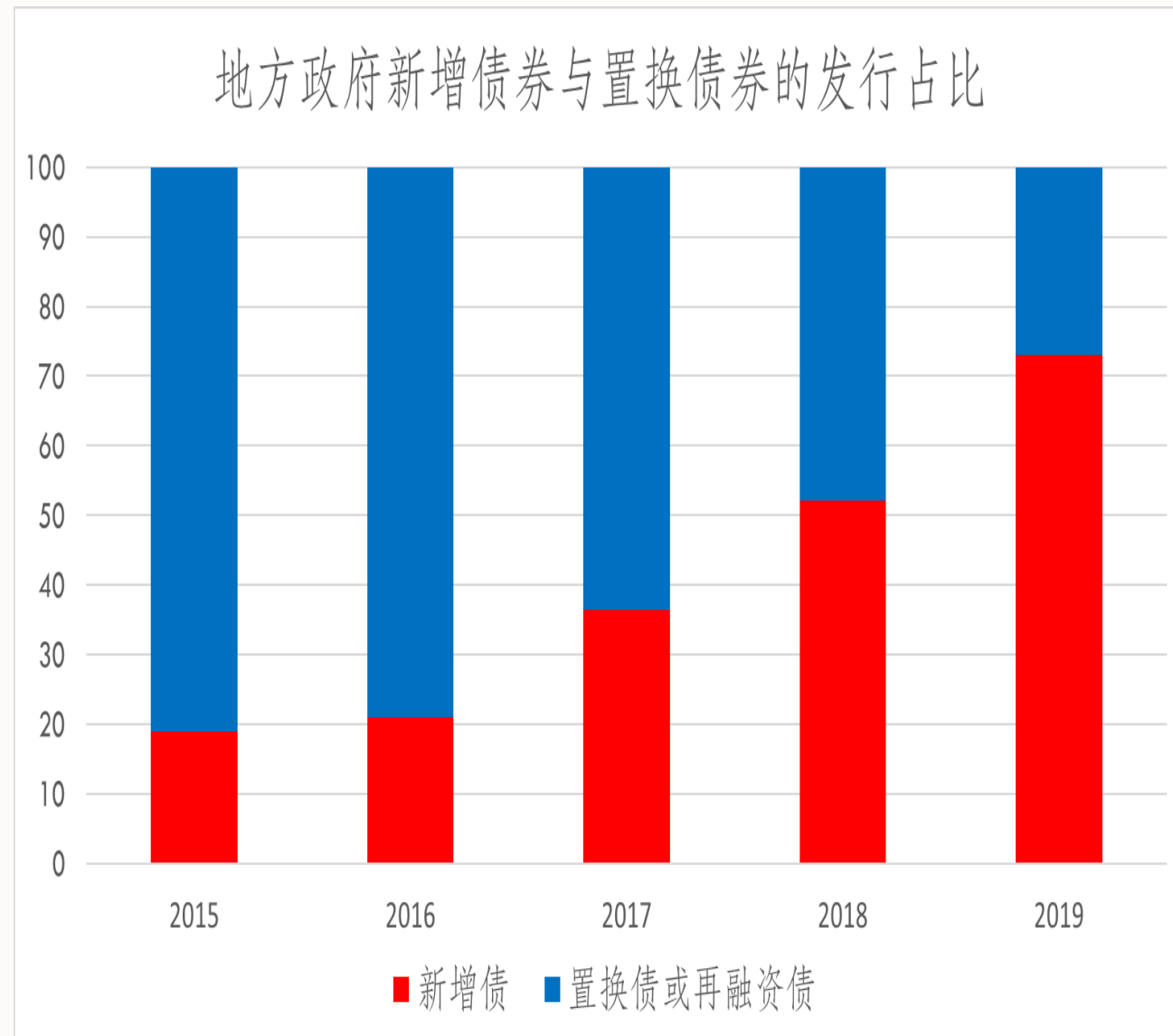
- 债务置换
- 融资平台转型
- 拧紧资金水龙头：“资管新规”（第五章）
- 问责地方官员

案例阅读：再查地方隐性负债

地方政府的债务置换

资料来源：财政部

- 2009年以前：不许发债
- 2015年新预算法：省一级和计划单列市可以发债
- 中间：财政刺激之后的一些过渡性安排，比如财政部代理省级地方政府发债



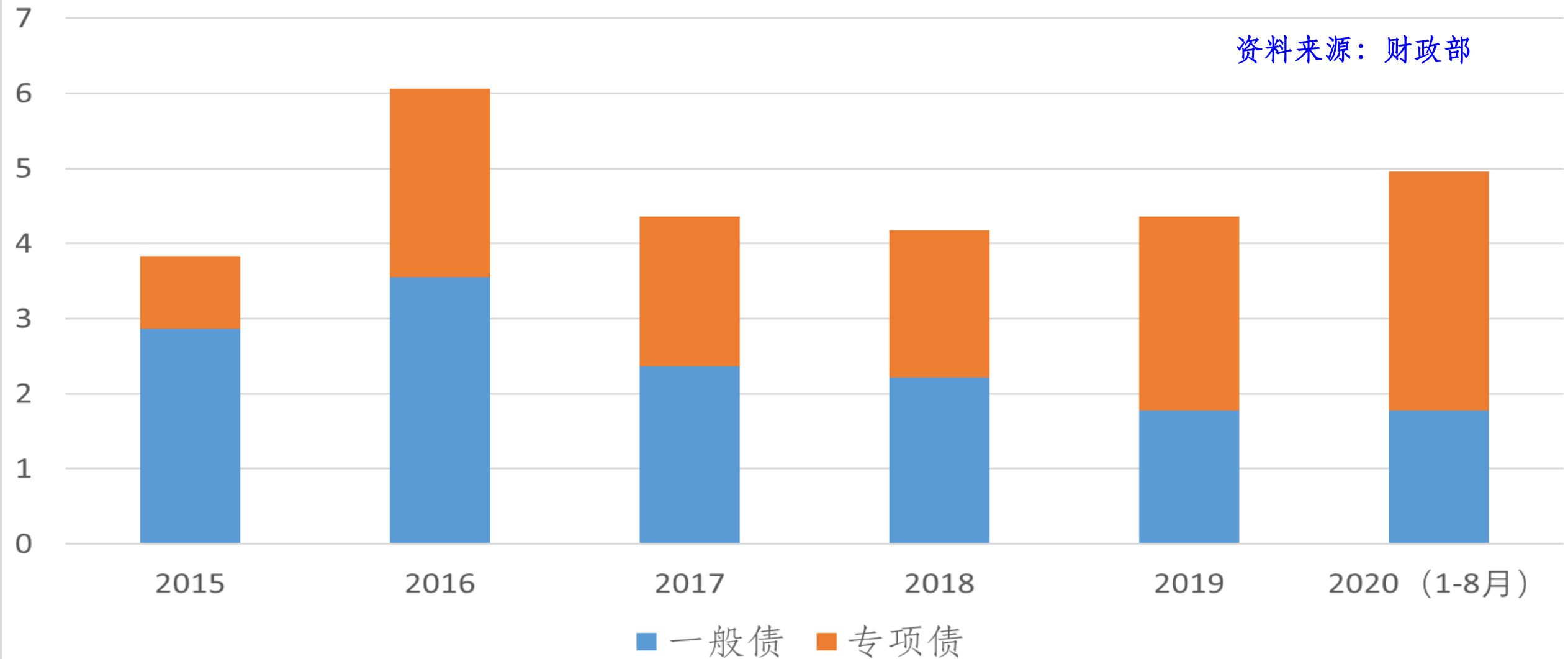
债务置换的好处

- 降低市场无风险利率，优化资源配置
 - 政府债务期限长，降低期限错配与流动性风险
 - 政府信用更高，尤其省级政府
-
- 债务限额管理的优劣：数量管制 vs. 价格管制

地方政府预算外融资的新工具：专项债

地方政府债券发行种类，万亿

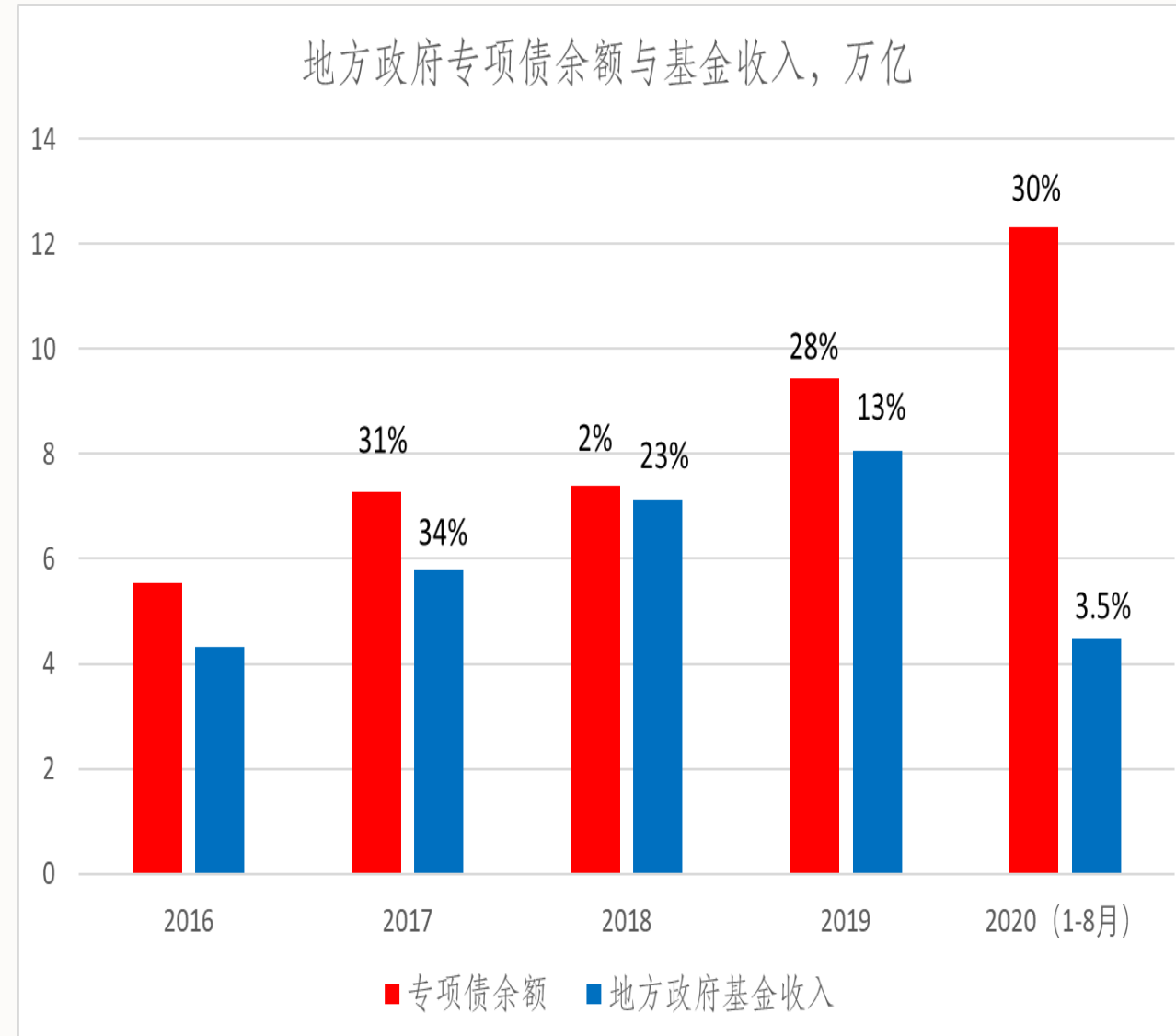
资料来源：财政部



专项债

资料来源：财政部

- 偿债来源：政府性基金收入（一般债要用一般公共预算收入）
- 不纳入赤字
- 要求项目有一定收益
- 收益不够还债，依然依赖政府性基金收入（主要是土地转让收入）
- 可以撬动杠杆：作为**10**类项目的资本金（铁路、机场、电网、垃圾处理、城市停车场、供水等）



招商引资中的地方官员

三、做一个执着的跟踪者

- 1、要有敏感度。
- 2、要在招商中锻炼自己。
铜头、铁嘴、顺风耳、橡皮腰、茶壶肚、兔子腿。
- 3、跟踪要执着，不能轻言放弃。
- 4、关注礼仪、注重细节
 - (1) 要信守承诺。
 - (2) 永远记得回电话。客商的电话，信息要及时回复。
 - (3) 遇到事情用最快的速度，最高的效率去处理。
 - (4) 做个有心的人，提前做好准备工作。

精英与体制，“学而优则仕”？

25-59岁城市人口

- 22% 上过大学（含专科）（2010年六普）
- 政府工作人员：超过一半上过大学（CGSS: 2006-2013）

25-40岁城市人口

- 三成上过大学（含专科）（2010年六普）
- 政府工作人员：超过七成上过大学（CGSS: 2006-2013）

地方政府工作人员人数

- 全部公务员的**94%**
- 若算上事业单位：全部人员的**96%**

- 美国：**81%**；日本：**86%**；德国：**89%**
- OECD平均：**59%**

GDP Tournament: Promotion of Provincial Leaders

Li & Zhou (2005)

Table 3: Ordered Probit Regressions Estimating the Effect of Economic Performance on the Turnover of Provincial Leaders (Whole sample)

	Dependent variable: turnover (0=termination, 1=same level, 2=promotion)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Annual GDP growth rate	1.615** (2.05)	1.581* (1.87)		
Average GDP growth rate			4.727*** (4.34)	4.540*** (3.90)
Age		-0.026* (-1.91)		-0.023* (-1.68)
Age65		-0.974*** (-5.27)		-0.976*** (-5.25)
Education		0.154 (0.96)		0.187 (1.17)
Central connection		0.384*** (2.79)		0.404*** (2.89)

Specifically, they assume that

Bolton & Dewatripont (2017)

$$q_i = a_i + \varepsilon_i$$

where the random variables ε_i are identically but independently distributed with cumulative probability distribution $F(\cdot)$, with mean 0 and variance σ^2 . Agents have effort cost $\psi(a_i)$, and the first-best effort level for each agent is given by the first-order condition

$$1 = \psi'(a^*)$$

Lazear and Rosen compare two methods of payment: purely individual performance-related pay (say, *piece rates*) and relative-performance-based pay, *tournaments*. The first method implements the first best when pay is set as follows:

$$w_i = z + q_i$$

and

$$z + E[q_i] - \psi(a^*) = z + a^* - \psi(a^*) = \bar{u}$$

where \bar{u} is the agents' reservation utility.

The tournament is structured as follows: The agent with the higher output gets a fixed wage z plus a prize W , while the agent with the lower output gets only the wage payment z . Under the tournament the expected payoff for an agent i exerting effort a_i , when agent j exerts effort a_j , is then

$$z + pW - \psi(a_i)$$

where p is the probability that agent i is the winner. That is, p is given by

$$p = \Pr(q_i > q_j) = \Pr(a_i - a_j > \varepsilon_j - \varepsilon_i) = H(a_i - a_j)$$

where $H(\cdot)$ is the cumulative distribution of $(\varepsilon_j - \varepsilon_i)$, which has zero mean and variance $2\sigma^2$. The best response for an agent under the tournament is then given by

$$W \frac{\partial p}{\partial a_i} = \psi'(a_i)$$

or

$$Wh(a_i - a_j) = \psi'(a_i)$$

where $h(\cdot)$ is the density of $(\varepsilon_j - \varepsilon_i)$.

In a symmetric equilibrium, effort levels by both agents are identical. Thus, in order to implement the first-best action choice a^* in a symmetric equilibrium of the tournament game, the tournament must specify a prize:

$$W = \frac{1}{h(0)}$$

The fixed wage z can then be set to satisfy each agent's individual rationality constraint:

$$z + \frac{H(0)}{h(0)} - \psi(a^*) = \bar{u}$$

从竞标赛理论到GDP和晋升的现实

- q 必须是单一维度、可量化、可证实的指标
- 人的努力 a 必须能影响到 q ，如果 q 是GDP的话.....
- a 必须是地方主官，不适用普通公务员和绝大部分官员
- 地方主官能影响GDP么？哪一级主官？
- q 只取决于自己的 a ，不取决于别人的 a

$$y_i = a_i + ra_j + e_i$$

- 上级的权威与自由裁量权何在？

竞标赛视角的意义

- 把抽象的地方竞争具体化到人的竞争
- 强调了工资有限的情况下对官员的晋升激励
- 不止横向竞争，还可以解释纵向层层加码
- 单一标准+层层淘汰，帮助理解官员的遴选和政策的延续性
- 地方官员对非**GDP**目标的忽略：教育医疗环境等民生问题
- 应对激励减弱的制度安排：大量“虚职”，职务职级分离，干部年轻化等等

如何看待不同理论的冲突和争议？

- 社会科学不存在与事实唯一对应的理论
- 也不存在未经理论阐释的事实

“...criticism should be welcome. It is dangerous to be excessively smug about our own theories and ideas, and those who force us to reexamine our analyses and predictions provide a useful service....The goal of science is to make sense out of nonsense, not the reverse, and it is incumbent on scholars to think deeply enough so as to incorporate into or reformulate theory to provide a unified picture.”

-----Edward P. Lazear (2018)

官员晋升与一些现象

- “新官上任三把火”与政治-投资周期
- “摊大饼”式的城建与城市发展
- “可见”的基础设施，忽略地下管网等
- 投资效率降低，债务风险累积

干部考核制度改革 I

2013年，中组部《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》

“不能仅仅把地区生产总值及增长率作为考核评价政绩的主要指标，不能搞地区生产总值及增长率排名。中央有关部门不能单纯以地区生产总值及增长率来衡量各省(自治区、直辖市)发展成效。地方各级党委政府不能简单以地区生产总值及增长率排名评定下一级领导班子和领导干部的政绩和考核等次。”

“选人用人不能简单以地区生产总值及增长率论英雄。”

干部考核制度改革 II

2019年，中央办公厅《党政领导干部考核工作条例》，十年来首次。

在考核地方党委和政府领导班子的工作实绩时，要看“全面工作”，“看推动本地区经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设，解决发展不平衡不充分问题，满足人民日益增长的美好生活需要的情况和实际成效。”

升官无望的普通公务员的激励机制

- 工资、补贴、补助
- 工作福利：食堂、办公条件……
- 地区差异、部门差异、单位差异带来的刺激
- 若出于部门利益损害营商环境，来自地区主官的制约

腐败与反腐败

案例阅读：周永康的红与黑

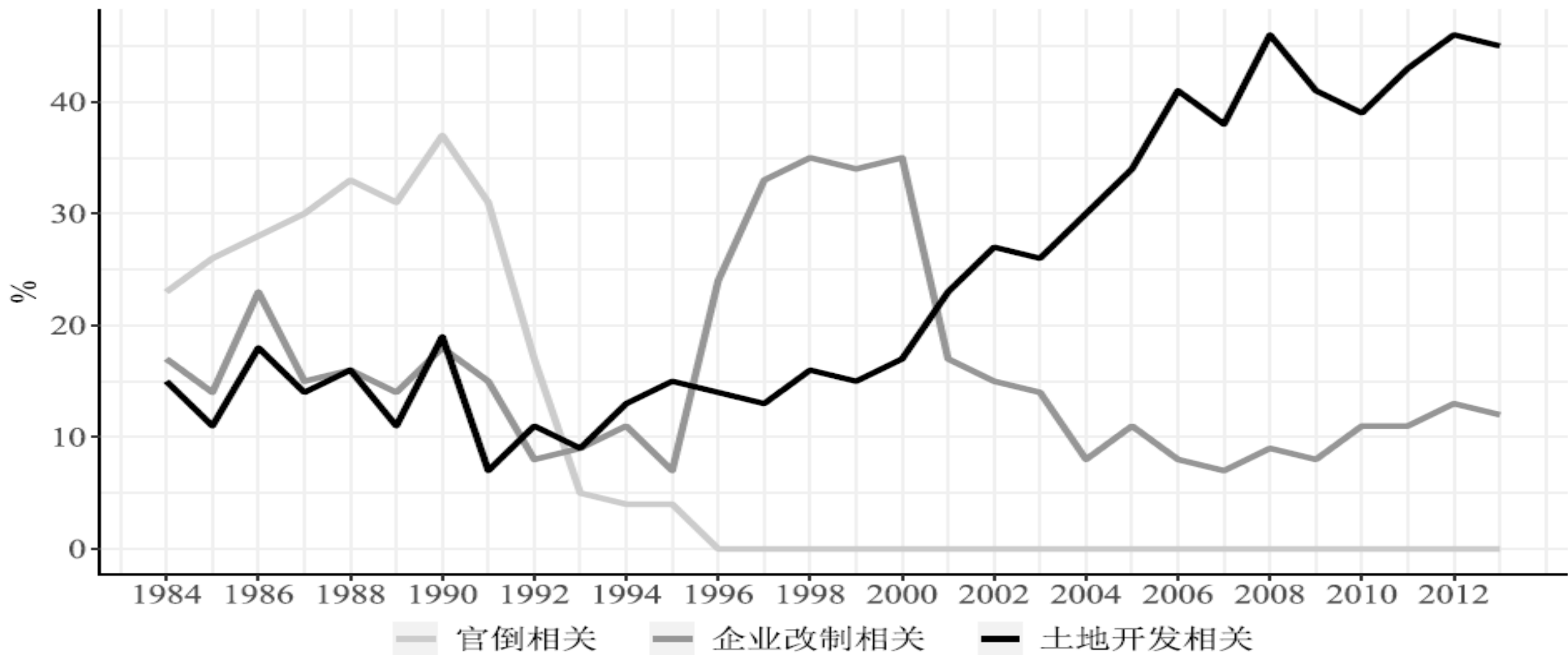
腐败的两大特征

- 与经济增长长期并存

“掠夺式腐败” vs. “官商勾连共同发财式腐败”

- 腐败形式随着经济情况不断变化

图 1：价格双轨制、企业改制及土地开发相关的腐败比重



陈硕 & 朱琳 (2020)

数据来源：作者利用《检察日报》(1993-2013) 报道的案件汇总

官商勾连式腐败

- 与短期地区经济增长目标不冲突
- 偏重投资导致经济结构扭曲（第七章）
- 扭曲投资和信贷资源配置，推升债务负担和风险（第五章）
- 权钱交易扩大了贫富差距（第四章）
- 地方上可能形成利益集团

十八大以来的反腐败

- 经济政治整体改革中的关键一环
- 经济结构改革完成之前，长期保持高压态势
- “懒政庸政怠政”与经济减速

Table 7: Public Perceptions of the Integrity of Local Government Officials (2007-2016)

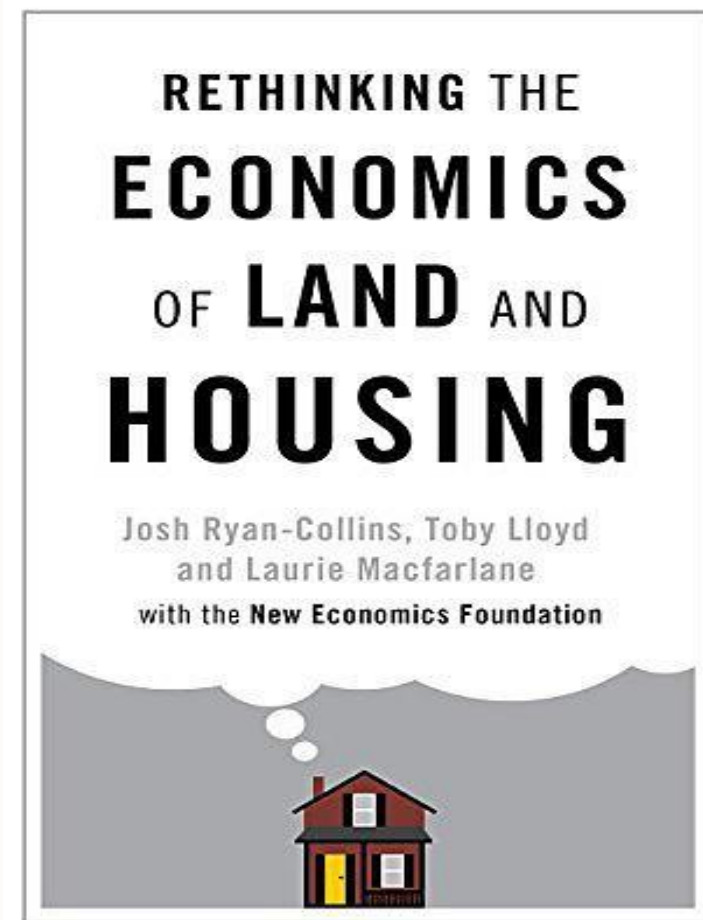
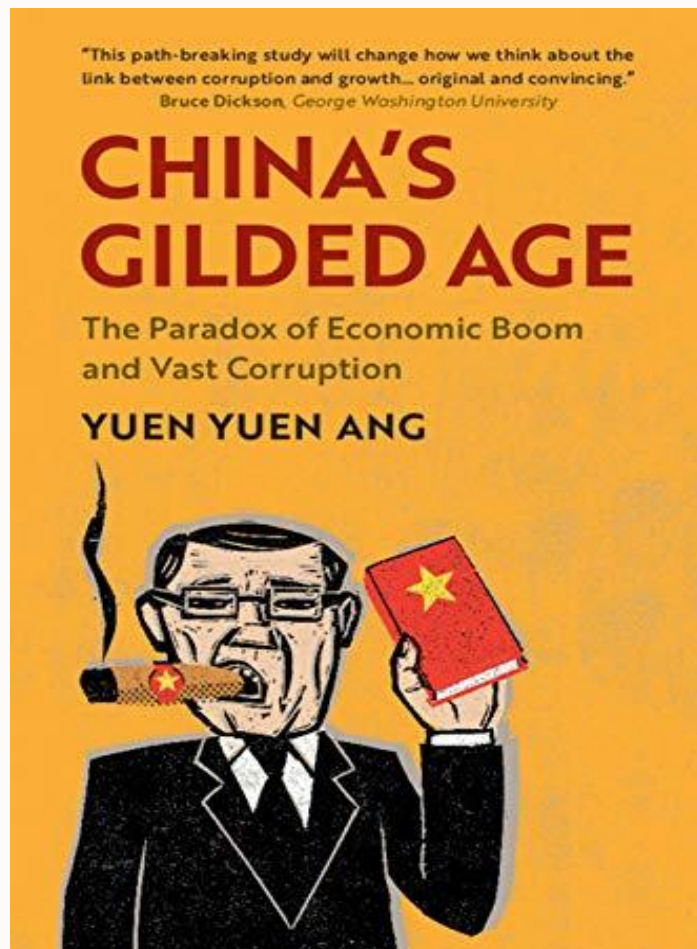
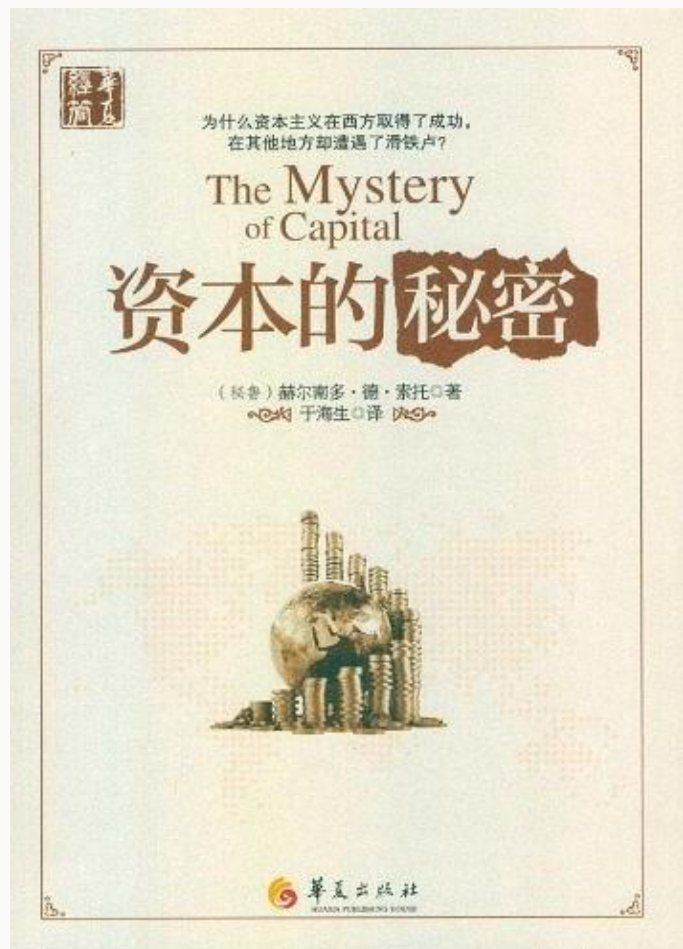
Perception of Local Chinese Government Officials	2007	2009	2011	2015	2016
Very unclean	5.2	6	8.4	8.8	4.4
Not so clean	41.6	42.8	46.8	44.7	24.9
Relatively clean	40.1	41.2	32.8	39.4	55.1
Very clean	1.2	1.5	2.6	4.8	10.2
Refused	0.9	0.8	0.6	0.3	0.4
DK	11.1	7.8	8.8	1.9	4.9
Total Unclean	46.8	48.8	55.2	53.5	29.3
Total Clean	41.3	42.7	35.4	44.2	65.3

破除“为官不为”

2018年，中共中央办公厅《关于进一步激励广大干部新时代新担当新作为的意见》

“建立健全容错机制，宽容干部在改革创新中的失误错误，把干部在推进改革中因缺乏经验、先行先试出现的失误错误，同明知故犯的违纪违法行为区分开来；把尚无明确限制的探索性试验中的失误错误，同明令禁止后依然我行我素的违纪违法行为区分开来；把为推动发展的无意过失，同为谋取私利的违纪违法行为区分开来。”

拓展阅读



拓展阅读



北京大学

博士研究生学位论文

题目： 中县干部

姓 名： 冯军旗

学 号： 10531806

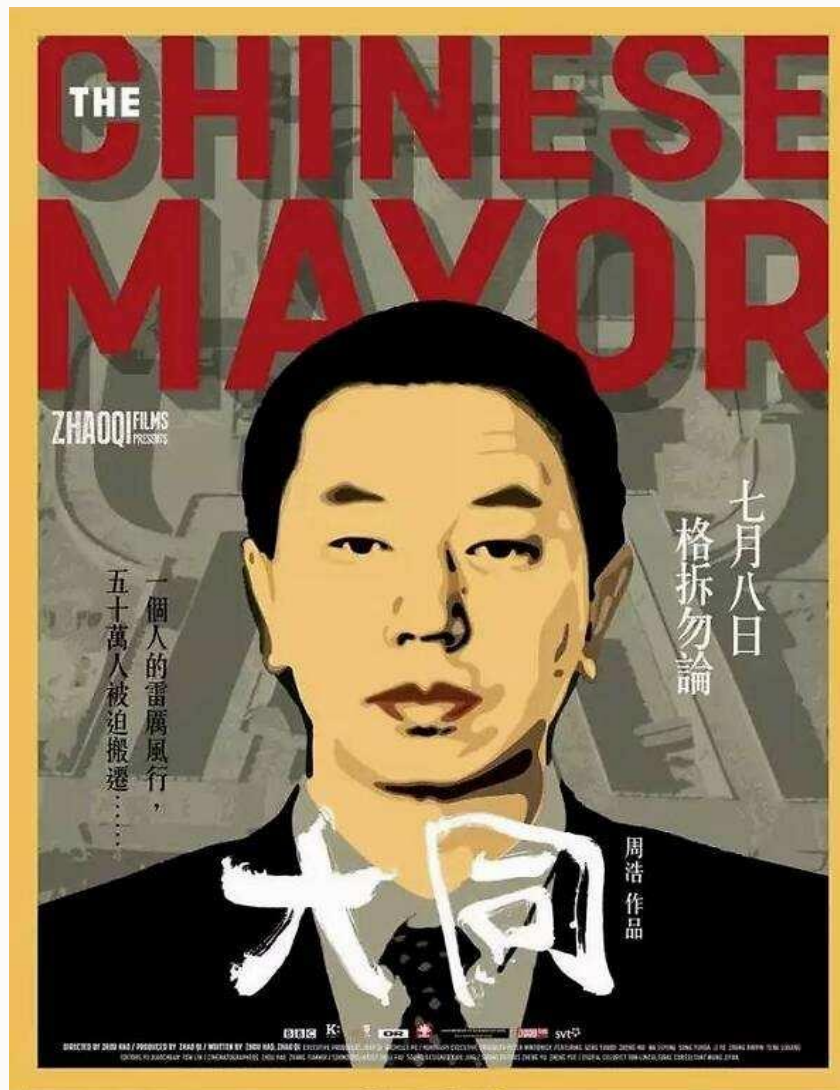
院 系： 社会学系

专 业： 社会学

研究方向： 政治社会学

导师姓名： 郑也夫教授

二〇一〇年六月



References

陈硕、朱琳（2020），“市场转型与腐败治理：基于官员个体证据，”复旦大学经济学院工作论文

卡尔·沃尔特，弗雷泽·豪伊（2013），*红色资本：中国的非凡崛起与脆弱的金融基础*，东方出版中心

姜超，朱征星，杜佳（2018），“地方政府隐形债务规模有多大？”，*海通证券研报*

楼继伟（2018），“事权与支出责任划分改革的有关问题，”《比较》第4期

郑思齐，孙伟增，吴璟，武赞（2014），“以地生财，以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究，《经济研究》第8期

Bolton, Patrick, and Mathias Dewatripont (2005), *Contract Theory*, MIT Press

Cunningham, Edward, Tony Saich, and Jesse Turiel (2020), “Understanding CCP Resilience: Surveying Chinese Public Opinion through Time,” *Harvard Kennedy School Ash Center Policy Report*

Li, Hongbin and Li-An Zhou (2005), “Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China”, *Journal of Public Economics* 89.9: 1743-1762.

Zhang, Zhiwei, Yi Xiong (2019), “Infrastructure Financing”, *working paper*