

地方债置换案例分析

香港金管局讲稿

中国人民大学财政金融学院

中国人民大学金融与证券研究所 赵锡军

2015-09-14 香港

主要内容

- 地方政府债务管理基本情况
- 地方债务置换案例与分析
- 某市化解债务的思路
- 其他化解地方债务的思路：金融、证券化和PPP模式
- 需要进一步考虑的若干问题

一、地方政府债务管理基本情况

地方政府债务管理

- 进入**2015**年以来，我国地方政府债务的偿还及风险化解，成为国际社会和国内各方高度关注的话题。
- **2015**年**8**月**27**日十二届全国人大常委会第十六次会议第二次全体会议楼继伟部长向会议报告今年以来预算执行情况并介绍了地方债务的管理。

主要管理措施

- 积极推动地方政府债券发行。
 - 加强对地方财政部门的指导，进一步完善地方债发行机制。推动相关各方积极参与地方债公开发行与定向承销，做好已下达债券发行工作。
- 支持地方政府融资平台公司转型改造。
 - 根据融资平台公司项目或业务的性质，政府给予必要的支持，推动市场化转型改制，剥离政府融资职能，不得再新增政府债务。妥善解决融资平台公司在建项目后续融资问题，规范增量融资行为。
- 依法规范地方政府举债。
 - 尽快按程序报批并向地方下达债务限额。加快制订风险评估和预警、存量债务纳入预算管理等相关制度，建立对违法违规融资和违规使用政府性债务资金的惩罚机制。
- 债务置换、限额管理和融资平台转型，为未来建立完善的债务管理体系、现代财税体系奠定基础。

地方政府债务实行限额管理

- 今年正式实施的新预算法和去年出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确提出，中国对地方政府债务余额实行限额管理。
- 根据新《预算法》第35条规定，地方政府债务可在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券的方式筹措。举借债务的规模，由国务院报全国人民代表大会或全国人大常委会批准。参照国际通行做法及中央国债管理做法，按照新《预算法》要求，对地方债务余额实行限额管理。

2015年地方政府债务限额

- **2015年8月29日十二届全国人大常委会第十六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》的决议。根据该议案，2015年中国地方政府债务限额锁定16万亿元人民币，预计债务率为86%。**
- **获批的2015年16万亿元地方政府债务限额，实际就是目前地方政府负有偿还责任的债务。该限额由两块构成，一块是截至2014年末的全国地方政府债务余额15.4万亿元，一块是今年3月全国人大批准的2015年地方政府债务新增限额0.6万亿元。**

2015地方债务变动情况

- 数据显示，2015年全年地方债发行量为**3.9714**万亿元（其中包括已经发行的**3.2**万亿元置换，**6000**亿元赤字规模和今年即将到期的**1714**亿元债券），截止到目前已经完成置换的债券规模为**1.56**万亿元，为**3.2**万亿元的**48.75%**。

地方政府债务风险控制

- 议案明确将债务率不超过**100%**作为中国地方政府债务的整体风险警戒线。
- 财政部部长楼继伟此前向全国人大常委会做说明时表示，预计**2015**年末，全国地方政府债务的债务率为**86%**，风险总体可控，但也有个别地区债务风险较高。
- 议案中还提及截至**2014**年末的**8.6**万亿元地方政府或有债务，其中包括政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务。

定向承销

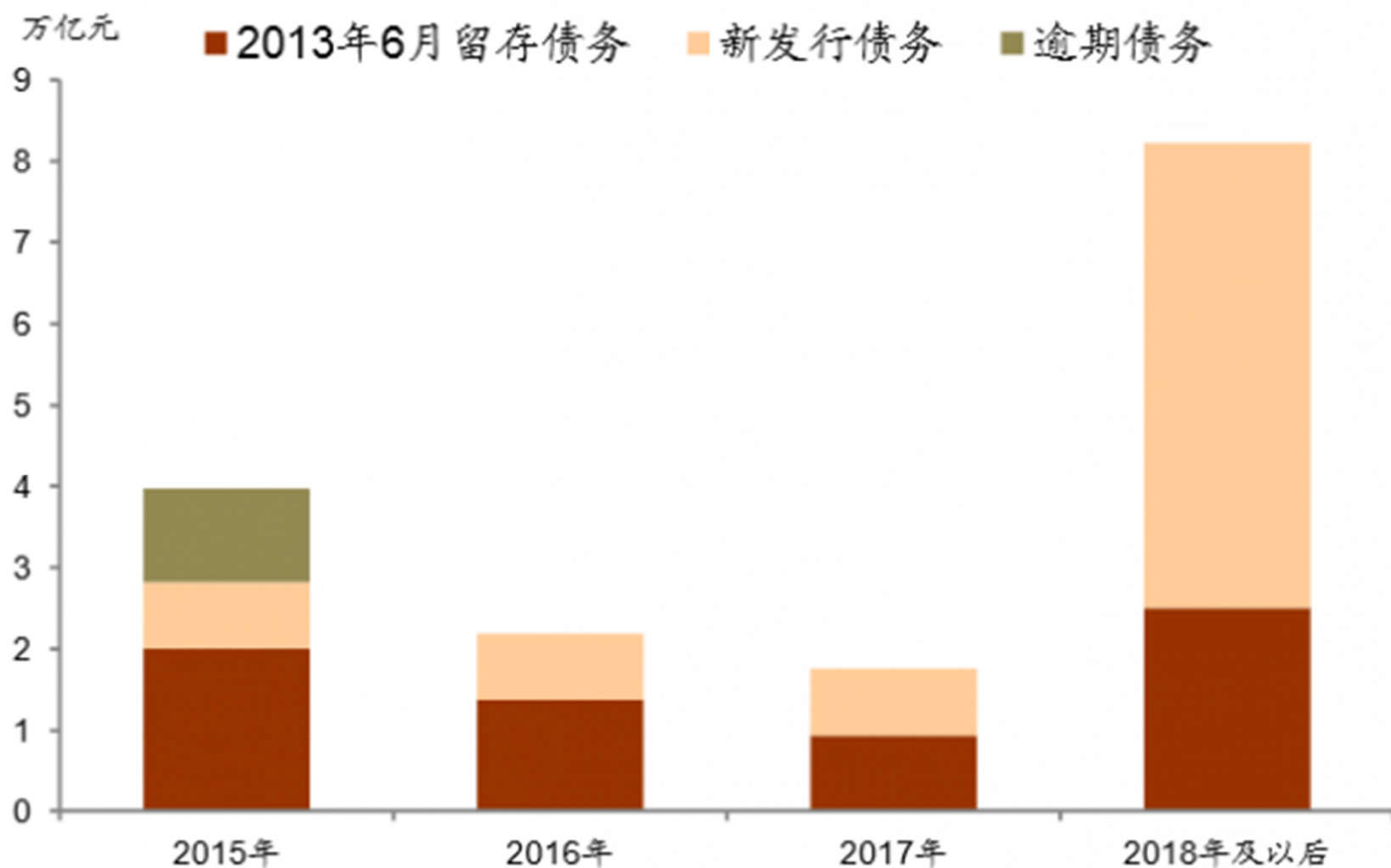
- 今年5月，财政部、中国人民银行、银监会等三部委特别发文，要求各地有关部门和相关机构要高度重视采用定向承销方式发行地方债工作，而央行以定向承销方式发行地方政府债券的方式正是将地方债务纳入抵押品范围。
- 8月27日楼继伟在对今年预算情况汇报工作中就明确指出，为控制和化解地方政府债务风险，财政部还发布了地方政府一般债券和专项债券预算管理、发行管理等办法，明确可以通过定向承销方式发行地方政府置换债券。

二、地方债务置换案例分析

地方政府债务规模/还债压力

- 从2004年到2014年十年间，各级地方政府在全国各地大规模开发建设基础设施、旧城改造、产业园区及给地方开发企业信用背书进行房地产开发。
- 2013年末审计数据显示有偿还责任的债务10.9万亿，有担保责任的债务2.7万亿，另有救助责任的债务最多不超过4.3万亿。这些债务来源则主要为银行贷款及信托贷款。
- 根据2013年6月审计结果，地方政府负有偿还责任的债务将有1.9万亿元在2015年到期，如果将地方政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务分别按19.13%和14.64%的比例折算成地方政府债务，2015年将有2万亿元地方政府债务到期。
- 据中金公司测算，未来地方政府债务还本规模为7万亿元，其中2015年、2016年、2017年分别为2.9万亿元、2.2万亿元、1.8万亿元。

图表 3: 2014 年底地方政府债务应偿量分布估计



资料来源: 国家审计署、中金公司研究部

注: 假定 2013 年下半年和 2014 年新发行债务中, 2015 ~ 2017 三年中每一年有 10% 到期

债务置换

- 债务置换（**Bond/Debt Swap**）是债券持有人作出决定卖出一个或多个目前所持有的债券，以交换其他被认为是相同或类似的市场价值的债券的一种规避风险的手段。
- 由于地方政府的债务基本为银行贷款及信托贷款，其特点为时间短基本为6个月到三年内，利息高平均为10%左右。地方政府还债压力大。
- 地方政府发行利率更低、周期更长的市政债券，筹集资金偿还旧债务。
- 新发行的市政债务由商业银行、政策性银行及其他金融机构购买消化，并通过央行**PSL**支持商业银行流动性，最后债券流向配置在银行等理财资金池中由市场消化。
- 借助中国国民的高储蓄率，将短期债务变长，大大缩小地方政府的还债压力，拉低市场的中长期利率。

什么是债务置换

典型的债务置换模式

短期、高息、
有风险



长期、低息、
较安全



债务置换进展

- 2015 年以来，财政部分别于3 月和6月向地方政府下达了地方政府债务置换额度各1 万亿元。
- 8月27日，财政部部长楼继伟在做今年以来预算执行情况报告时表示，经全国人大、国务院批准，今年下达6000亿元新增地方政府债券和3.2万亿元地方政府债券置换存量债务额度。
 - 相比前两次地方债均为1万亿元的额度，此次置换在原来基础上增加了2000亿元的规模，值得注意的是，对于地方政府而言，除了置换额度增加外，定向承销方式也被明确标出。
- 截至2015 年6 月20 日，全国超过一半的省区公布了债券发行文件，累计发行地方政府债券7268.55亿元，其中大部分为地方政府置换债券。据Wind统计，今年以来截至9月8日，已发行的地方债总额达到1.9663万亿元。
- 从目前的情况看，地方政府债务置换的实际效果与初衷还有一定的距离。

置换规模及分配

置换额度如何分配

主要以债务存量作为参考标准，综合考虑这个时间前审计署审计的债务存量及当年要到期的债务规模，再用系数进行换算得到

谁来发?谁来买?

发 自发自还，由各省在额度内自行向商业银行等市场机构发行

买 银行、金融及非金融机构是置换债券的主要购买者

置换方式

两种置换方式

- 1 由银行购买，是地方政府和商业银行正常契约行为



★ 新发市政债的购买主体是商业银行、政策性银行及其他市场主体

- 2 引入央行，央行通过PSL或再贷款给商业银行A（或政策性银行）去购买用于置换商业银行B对城投贷款的债券，类似QE

置换效果

不是QE，胜似QE

★ 步骤一：

低收益 长期债务



偿债日期推迟，
付息减少，
偿债压力减小

地方政府：获益



高收益 短期债务



债务收益减少，
债务安全提高

银行：有赚有赔

★ 步骤二：

低收益 长期债务
(作抵押)



获得更多基础
货币，更多经
营/放贷空间

商业银行：获益



资金



央行

地方置换债发行情况

- 自今年5月18日江苏债发行后，在地方债发行启动后的较长一段时间内，地方债公开招标发行利率一直向同期限国债的水平看齐，发行利率几乎贴近下限。
- 但在辽宁地方债部分流标之后，一些地方发行的地方债出现利率上浮的现象。
 - 如青岛债、天津债、厦门债、陕西债、北京债、青海债、甘肃债、安徽债等多个地方债，公开市场发行债券的利率在国债利率基础上普遍出现了一定程度的上浮，与此前地方债公开招标利率普遍向国债水平看齐有所不同。
- 直到8月份中旬，地方债公开招标发行利率逐渐在高出同期限国债利率10BP的水平上取得“共识”。

地方置换债发行分析

- 地方政府债券的利率与国债接近，既未反映流动性风险溢价，也未反映信用风险溢价。
 - 地方政府债券存量较小，流动性欠缺。截至2015年6月20日，地方政府债券余额1.75万亿元，仅占债券市场规模的4.41%。
- 地方债发行利率几乎贴近下限，主要是财政存款和财政项目仍是地方政府和银行博弈的筹码。
 - 定向承销的利率高于公开发行人价格50-100bps，利率差主要看地方政府和承销机构的溢价空间，是政府和承销商之间的一种契约。
- 根据对广东、江西、贵州、云南、大连、宁波等多个省市的债券发行评级分析，地方经济增长后劲、地方政府的财政实力和信用风险是承销商决定购买债券的一个参考标准。

地方置换债发行分析

- 随着地方债供给增加，债务管理体系、现代财税体现和财政存款管理逐步理清，地方政府的博弈力量下降，地方债市场化发行将加速。
 - 近期的辽宁债、天津债、北京债、青海债、甘肃债、安徽债等均高于下限**10BP**已经在说明这个问题。
- 从地方债发行对市场的影响来看，影响在逐渐下降。
 - 第一批地方债置换额度出台和江苏债发行对市场造成明显冲击，但第二批对市场冲击明显减弱。

内蒙债案例

- **2015年9月8日**，内蒙古财政厅招标发行了自治区政府第一批专项债券和第二批一般债券。同日，宁夏财政厅招标发行了自治区政府第二批一般债券。
- 三批地方债各分为四期，每批四期债券均分为**3年、5年、7年和10年**固息品种，其中，内蒙古本批专项债合计金额**112.15亿元**、本批一般债合计金额**424亿元**，本批宁夏一般债合计金额**35.73亿元**。
- 据发行结果公告显示，上述十二期地方债中，**3年期、5年期、7年期、10年期**债券的中标利率均依次为**3.14%、3.35%、3.53%、3.52%**，均较各自的招标利率区间下限高出**20BP**，即较招标日前五个交易日同期限国债收益率的平均值高出**20BP**。

三、某市化解债务的思路

某地级市债务案例

- 中部某省某地级市，市直政府目前债务总额达30.62亿元，相当于2007年市直财政一般预算收入的7倍之多，即便市直可用财力即使全部用来还债，也需要7年才能还清。如果按城区人口70万人计算，平摊到每人的政府债务约4400元；如果按市直行政事业单位在职人员2.6万人(即行政在编人数)计算，人均债务近11.8万元，若按人均年工资2万元计算，需要6年不发工资才能还清政府债务。
- 由于政府债务拖欠，上级财政通过国库扣款和加收罚金的方式对所欠债务予以清收。
- 到2006年底，该市世界银行贷款中等城市项目已累计扣款23698万元，水资源项目扣款551万元，教育项目扣款518万元。2006年，下达罚款、加收滞纳金1432万元；先后8次罚款2800万元。

债务构成

- 目前市直政府债务总额达**30.62**亿元，其中：政府直接债务**9.76**亿元，政府担保债务**20.86**亿元，主要包括**6**个方面：
 - 外国政府贷款**6.35**亿元。
 - 世界银行贷款**4.1**亿元。市直世界银行贷款项目**8**个，包括中等城市项目某市分项目、长江水资源项目、地方病防治项目、长江上中游农业开发项目、农村改水项目、森林资源与保护项目、教育发展项目、长江水灾紧急恢复项目。项目涵盖了农业、水利、教育、卫生等方面。目前大部分已进入还款高峰期。
 - 国债转贷**5.19**亿元。
 - 国家开发银行贷款城投公司项目**14.51**亿元。
 - 农业综合开发项目**1190**万元
 - 企业改制贷款**4500**万元。
- 在其他地方，政府债务还包括大量的粮食经营亏损挂账、拖欠的应发工资、企业基本养老金、社会保障资金缺口等等。

还债压力

- 归还政府债务一靠收贷还款，二靠财政资金垫还。
- 由于收贷艰难，财政垫还资金占了应还款额**67%**，其结果直接危及财政保工资、保运转。债务利息作为政府债务的衍生物，更使沉重的债务负担雪上加霜。每年市直政府仅世界银行贷款债务利息就达**2833万元**。
- **2007年**，该市直财政一般预算收入为**4.1亿元**，而当年到期的各项政府债务达**2亿元**，占市直财政一般预算收入**50%**，政府债务的还款压力已严重影响国库资金调度，严重影响财政预算支付，严重影响财政正常运转，严重影响市政府形象，降低了政府信誉，对该市的长远发展产生严重不利影响。

六大化解路径

- 对政府债务进行归口管理，克服政府债务多头管理、债务规模与债务资金使用及偿债能力不清的现状，由专门的部门统一管理政府债务。要调整财政支出结构，清理、界定财政支出范围，对不应由财政承担的支出项目应彻底“断奶”，腾出部分资金用于偿债。
- 推行债务信用评级制度。运用负债率、偿债率等监控指标对本级和下级地方政府的债务风险进行早期预警，并规定合理的债务安全线。

六大化解路径

- 对借款单位拖欠行为进行制约。对有钱不还的单位，实施跟踪监督。并严格限制其支出行为。对有欠款的单位包括企事业单位不准更新车辆，不准出国考察，不准新上项目，不准再贷款(贷款还债除外)等。
- 不断完善政府债务管理的法律框架，规范政府举债行为，防止产生新的债务。要以政府名义发文，对政府债务的借、用、还全过程进行管理，明确举债目的，规范举债决策程序。

六大化解路径

- 修订《预算法》，赋予地方政府债务发行的一定权限。地方政府应当成为独立的财政主体，有明确的财政支出范围和收入来源。为了防范风险，应当制定《财政收支划分法》和《财政转移支付法》和《公债法》。在《公债法》中分设“地方政府债务”专章，规定发行地方债券的条件、资金用途、信息公开等事项。
- 上级政府要建立地方政府债务政策激励机制，完善财政体制和财政转移支付激励措施，鼓励地方政府帮扶减债，采取措施减少债务负担，对国债转贷资金，属公益性建设的，建议中央财政给予豁免。对愈期债务和不良债务给予减免。

四、其他化解地方债务的思路： 金融、证券化和PPP模式

化解地方融资平台存量债务

- 地方政府债务清理与地方融资平台清理是一枚硬币的两面。
- 融资平台是在央地关系下的特殊产物，没有自主发债权利的地方政府通过融资平台这一创新模式举借了大量债务，也推动了地方投资的快速扩张，拉动了中国经济的高速增长。
- 越来越庞大的平台债务使得系统性风险不断累积，剥离融资平台债务、化解融资平台债务风险成为化解地方债务风险的核心要素。
- 截至目前的存量债务中，绝大多数是地方政府通过融资平台产生的利率高、期限短的债务，更多体现的是企业的信用和融资成本，政府的信用并没有得到体现，也不能与地方政府基础设施项目的长周期、低收益的特性相匹配。

化解地方融资平台存量债务

- 债务置换的本质就是将期限错配的债务重新进行匹配，伴随债务置换的推动，融资平台的存量债务也将逐步得到化解。
- **43号文**首次明确提出逐步剥离融资平台的融资职能，要从法律和债务的层面切断地方政府与融资平台的隐性担保和输血关系，确保融资平台政府债务余额不再增加。
- 规范融资平台业务发展模式，推动融资平台转型应该是化解地方政府债务的题中之义。

化解地方融资平台存量债务

- 对融资平台要分门别类处理，部分拥有竞争性业务的大型平台企业可以通过资产重组转型为经营性企业，通过引入战略投资人等股权融资方式建立现代企业制度；
- 部分参与地方政府基础设施建设的平台或许能以授权特许经营的方式转型为基础设施和公用事业提供商，有机会以社会资本的角色参与地方政府的PPP项目；
- 对少数以融资为主业、较少参与项目建设和运营的平台企业，可改组为政府债务的专业服务类企业，发挥专业化优势，降低政府融资成本；
- 对于冗余或无效的“空壳”平台将清算退出。
- 只有融资平台实现了真正的业务转型，以完全市场化主体的角色参与市场竞争，才能真正切断与地方政府的内在联系，从而防止地方隐性债务的不断扩张。

资产证券化化解地方债务

- 在化解存量债务方面，伴随日益规范和公开的地方政府财政体系的建设，资产证券化不啻为化解部分存量债务的有利方式，一方面可以增强地方债购买方的流动性，降低资产负债的期限错配，同时也将隐性的地方债务透明化，有利于地方债的发行。

资产证券化化解地方债务

- 资产证券化是将缺乏流动性，但未来能有稳定收益预期的资产进行组合和信用增级，并依托该资产的未来现金流在金融市场上进行再融资从而获取流动性的结构性融资活动。
- 地方债务和基础资产非常类似，通常以土地和房地产作为抵押物，同时理论上由于政府投资建设项目的刚性，加上投资规模大，运营期限长，未来能够产生持续稳定的现金流入。
- 证券化的方式既能增强地方债购买方的流动性，降低资产负债的期限错配，同时也将隐性的地方债务透明化，有利于促进地方债的发行。

资产证券化化解地方债务

- 当前阻碍地方政府债务进行资产证券化的关键在于部分地方政府债务缺乏可预期的现金流，在长期来看伴随着地方财税改革的推进及地方政府职能的转变，地方债的偿债能力将得到进一步保障，地方政府债务将成为良好的证券化资产。
- 必须看到地方政府债务证券化还需要一系列配套的机制建设和完善，包括相对完善和成熟的债券市场，相对透明的地方债信息公开机制，以及规范的融资平台管理机制，从而避免因信息不对称或治理结构不清晰而引发的道德风险。

央行参与化解地方债务

- 有专家认为，当前我们应当以改革思路，适当地通过财政政策和货币政策的协调运用，逐步化解地方政府债务风险，并为金融市场和宏观经济运行创造良好的金融环境。
- 探讨通过财政政策和货币政策的协调运作来化解地方政府债务风险的新颖思路。中金公司首席经济学家梁红日前就在一份《央行能否在地方政府债务重组中发挥作用？》的研究报告中提出：在中国国有部门资产负债表的重组过程中，人民银行能够、应该、而且可能发挥一个更加积极的作用。如果央行能够参与到地方政府债务置换计划的实施。

央行参与化解地方债务

- 一方面，随着外汇流入的放缓，央行需要寻找基础货币投放的有效替代工具。但是，中国国债市场规模偏小，限制了央行通过市场操作投放的能力。如果央行将地方政府债券和政府支持机构债券（如铁道债）等合格金融工具纳入购买范围，其资产负债表仍有较大的扩张空间。此外，经济增长放缓和市场利率高企亦需要央行采取果断行动。
- 另一方面，央行的债券购买或信贷支持能大大缓解地方政府债务结构调整可能给市场流动性带来的压力。新债发行增加了债券供应，可能收紧银行间市场流动性，带来市场条件的变化，但央行可采取行动消除相关影响。

央行参与化解地方债务

- 央行购买和持有地方政府债券并无法律障碍。中国货币当局对政府债权一直是**100%**对中央政府的债权。根据相关法律，中国人民银行为执行货币政策，可以“在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇。”
- 中金公司提出，针对**2014**年底地方政府约**15**万亿元的债务，如果所有非债券地方政府债务在**5**年内都置换为地方政府债券，则每年地方政府的债券供应量将增加约**2.8**万亿元。央行可通过多种方式为地方政府债务重组提供支持。

通过PPP化解地方债务

- 在公共服务领域推广ppp，化解地方政府债务风险
- 国务院办公厅转发财政部、发展改革委、人民银行《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》。
- 《意见》指出，在能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等公共服务领域，鼓励采用政府和社会资本合作（Public—Private Partnership, PPP）模式，吸引社会资本参与，为广大人民群众提供优质高效的公共服务。
- 鼓励广泛采用PPP模式，推动融资平台公司存量公共服务项目转型为PPP项目。

通过PPP化解地方债务

- （十三）化解地方政府性债务风险。积极运用转让—运营—移交（TOT）、改建—运营—移交（ROT）等方式，将融资平台公司存量公共服务项目转型为政府和社会资本合作项目，引入社会资本参与改造和运营，在征得债权人同意的情况下，将政府性债务转换为非政府性债务，减轻地方政府的债务压力，腾出资金用于重点民生项目建设。大力推动融资平台公司与政府脱钩，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度的，实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善的处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作方式，明确责任与义务，通过公开转让等方式参与政府和社会资本合作项目，进行变相融资。

通过PPP化解地方债务

- （二十二）做好金融服务。金融机构应创新符合政府和社会资本合作模式特点的金融服务，优化信贷评审方式，积极为政府和社会资本合作项目提供融资支持。鼓励开发性金融机构、政策性银行、商业银行、农村合作金融机构、小额贷款公司等金融机构拓宽项目融资渠道。鼓励符合条件的企业发行公司债券、中期票据、定向债务融资工具等市场化方式融资。鼓励项目公司发行项目收益债券、资产支持票据等。鼓励社保基金、保险资金、信托计划、股权投资计划、股权投资母基金等多种方式参与项目。对符合条件的“走出去”项目，鼓励政策性金融机构给予中长期信贷支持。依托各类产权、股权交易市场，为社会资本提供多元化、规范化、市场化的退出渠道。金融监管部门应加强监督管理，引导金融机构正识别、计量和控制风险，按照风险可控、商业可持续原则支持政府和社会资本合作项目融资。

通过PPP化解地方债务

- 据审计署公报，地方政府偿还责任债务以市县级为主，市级占44.5%，县级占36.4%；省级和乡级比重不高，分别占16.3%和2.8%。从用途看，市政建设占37.5%、土地收储占16.7%、交通运输设施建设占13.8%、保障性住房占6.8%、教科文卫占4.8%、农林水利建设占4.0%、生态建设和环境保护占3.2%、工业和能源占1.2%、其他占12%，前三类较为集中，合计占68%。
- 上述项目，按公益性可分为三类，生态建设和环境保护属于公益类，市政建设、土地收储、交通运输设施建设、保障性住房、教科文卫、农林水利建设属于准公益类，工业和能源、其他属于非公益类。公益性项目应由政府继续承担债务，逐年偿还。非公益性项目可通过市场转让或直接出售办法收回资金偿还债务，完全市场化运作。准公益性项目比重大，占83.6%，主要应采用PPP模式（即公私合作伙伴关系）来化解债务。

通过PPP化解地方债务

- PPP有诸多具体模式，对已建成基础设施、现有基础设施改扩建、新建基础设施可分别采取TOT、BOT、BTO、BOO等具体模式。地方政府偿还债务主要是已建成项目，在选择PPP模式时比较适合TOT，即转让——经营——转让，政府将正在运营或正在建设的项目转让给私营部门，私营部门获得政府特许权后经营管理，经营期结束后再转让给政府。少量仍在建项目也可比照处理，转让后继续建设再经营、转让，类似TOT与BOT两种模式的结合。这样做，政府可通过转让所有权和经营权，收回资金归还债务。市政建设、土地收储、交通运输设施建设、保障性住房、教科文卫、农林水利建设等6大类准公益性项目，原则上都可以通过向消费者收费方式收回投资和保障收益，已建成项目已投入运营，形成商业模式，按TOT方式转让化解债务操作简便易行。

以TOT为基础设计新PPP模式

- **TOT是传统的PPP模式**，由公方转让给私方，实质上是基础设施运营完全市场化运作。按照政府与私人部门共同组成**SPV**的新**PPP**模式实施，不仅有利于私方交接和减少经营风险，也有利于加强监管、保障公共服务质量、保障资产安全。
- 首先，组建**SPV**。政府确定化解债务的具体项目，在评估、制作招标方案的基础上，通过公开招标方式选择符合条件的市场主体，由其组织成立**SPV**，**SPV**应当由包括公方代表在内的项目相关方组成，已建成项目可不要求建设方参加。再由**SPV**与政府签订合同，合同包括转让价格、经营年限、资产转让时的质量等内容。**SPV**再与运营、维护、融资、保险等相关方签订合同，负责项目全程管理。

以TOT为基础设计新PPP模式

- 其次，合理定价。按“盈利不暴利”原则，既要根据转让价格、运营年限、预计使用流量、投资收益等因素合理确定项目收费标准，又要根据未来使用的流量、CPI等变量进行调整。这一定价机制的宗旨是既鼓励SPV提高服务质量获取合理回报，又防止由于客观因素变化导致投资者利益受损。在化解债务时，一些项目的可投资本身现金流量并不太好，如西部一些地区的高速公路建成时车流量产生的现金流量不大，没有补贴很难转让出去，有必要给予财政保障。但经济发到一定阶段后，车流量达到合理水平就应取消补贴。

以TOT为基础设计新PPP模式

- 第三，风险分担。**PPP**项目分担风险的基本原则是，当项目面对一个风险时，这个风险应当让更有能力的一方承担，而不是为了各自利益让对方承担。也就是说，**SPV**承担运营管理及市场风险，政府承担政策变化、环境变化等方面的风险。
- 第四，加强监管。地方政府化债项目具有准公益性，特许经营到期后要收回，必须全程监督，保证服务质量不下降，防止变相提高收费标准，防止项目资产改变用途等。

用PPP模式化解地方债务关键

- 准公益性项目类别多、具体项目差异大、项目所在地财政和债务情况各不相同，用PPP模式化解地方政府债务时要具体情况具体分析，既积极又稳妥。
- 首先，选好项目。用PPP模式化解债务的项目必须符合以下条件：投资规模较大且经营期长、边界清楚、区域性强、收费较容易等。地方偿还债务项目中市政建设、土地收储、交通运输设施建设、保障性住房、教科文卫、农林水利建设等6大类具有准公益性，但是否可按PPP模式化解还需具体分析。市政建设中的供水、供暖、燃气、污水和垃圾处理、停车场、文体设施，土地收储，交通运输设施建设中的高速公路、地铁、轻轨、隧道、大桥，教育领域的学生宿舍、体育馆，医院的住院大楼，保障房中的公租房和廉租房，农林水利中的供水和灌溉类水库、公益水电站等项目，原则上可以采用PPP模式。但如果项目所在地财政实力强且还债压力不大，或者项目收费时间已经或将要到期，就没有必要采取PPP模式。

以TOT为基础设计新PPP模式

- 其次，有序开展。一要先易后难。判断项目难易程度要看服务的边界是否清晰，如果一个项目提供的服务并不清楚谁享受到，说明这个项目的服务边界不清晰；要看服务的量化程度如何，如果一个项目的产品很难计量，说明这个项目不太容易定价；还要看项目的现金流量，如果一个项目的收费没有保障，说明这个项目的现金流量不可靠，收益难保障。二要先短期债务后长期债务。短期债务对当地财政压力大，要优先化解。长期债务对当地财政压力小，如果经济保持高速增长，长期债务可能不会构成偿债压力。三要控制总量。对准公益项目通过PPP方式化解地方政府债务，从资金来讲只是改变政府现金支出的时间，债务性质并未改变，因此并非越多越好。如果监管不力，会造成巨额隐性债务。地方政府在用PPP化解债务的同时，必须加强监管，将其与新建项目统筹考虑，搞好总量控制。

以TOT为基础设计新PPP模式

- 第三，政策支持。除消除进入壁垒、给予财政补贴、改进预算和会计管理制度外，对经济性较弱、特许期内收益保障难度较大的项目，有必要给予灵活激励政策。如准许SPV 在授权范围内进行适度的商业开发，担保在该项目经营期内不再建设第二设施等。

五、需要进一步考虑的若干问题

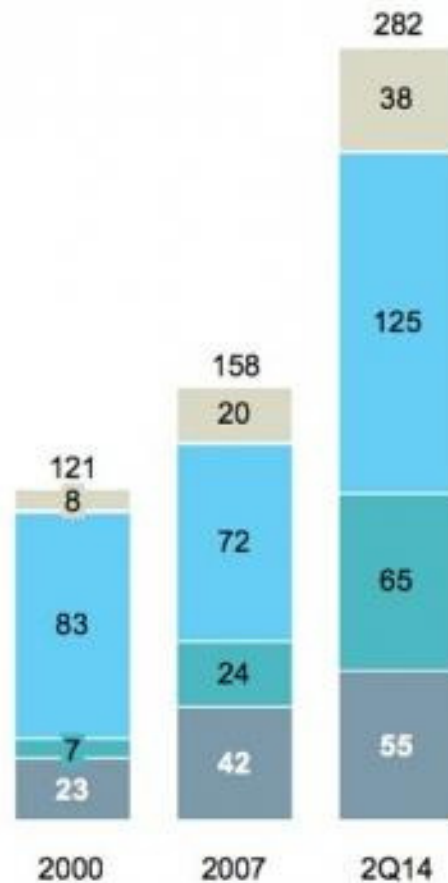
有息负债规模

- 6月末社会融资规模存量为**131.58**万亿元，同比增长**11.9%**。
 - 人民币贷款余额为**88.07**万亿元，同比增长**13.8%**；
 - 外币贷款折合人民币余额为**3.50**万亿元，同比下降**6.2%**；
 - 委托贷款余额为**9.87**万亿元，同比增长**18.4%**；
 - 信托贷款余额为**5.38**万亿元，同比增长**1.7%**；
 - 未贴现的银行承兑汇票余额为**6.94**万亿元，同比下降**10.4%**；
 - 企业债券余额为**12.61**万亿元，同比增长**19.1%**；
 - 非金融企业境内股票余额为**4.16**万亿元，同比增长**17.3%**。

China's debt reached 282 percent of GDP in 2014, higher than debt levels in some advanced economies

Debt-to-GDP ratio
%

China



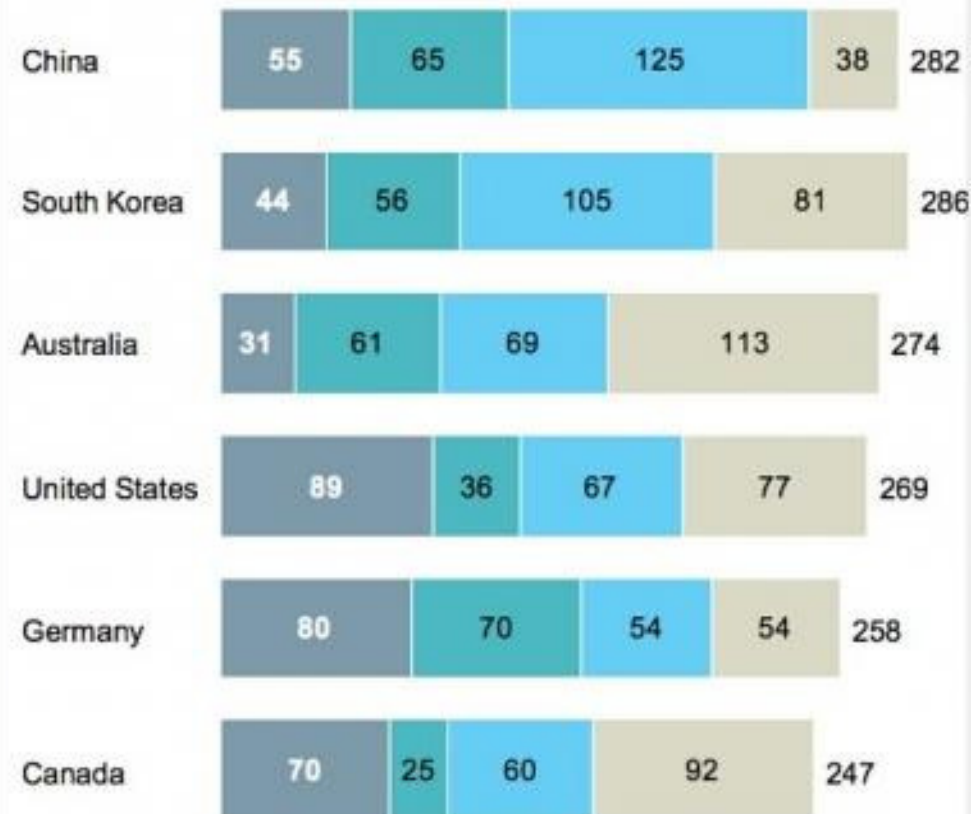
Total debt 2.1 7.4 28.2
\$ trillion

NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: MGI Country Debt database; McKinsey Global Institute analysis

Government Non-financial corporate
Financial institutions Households

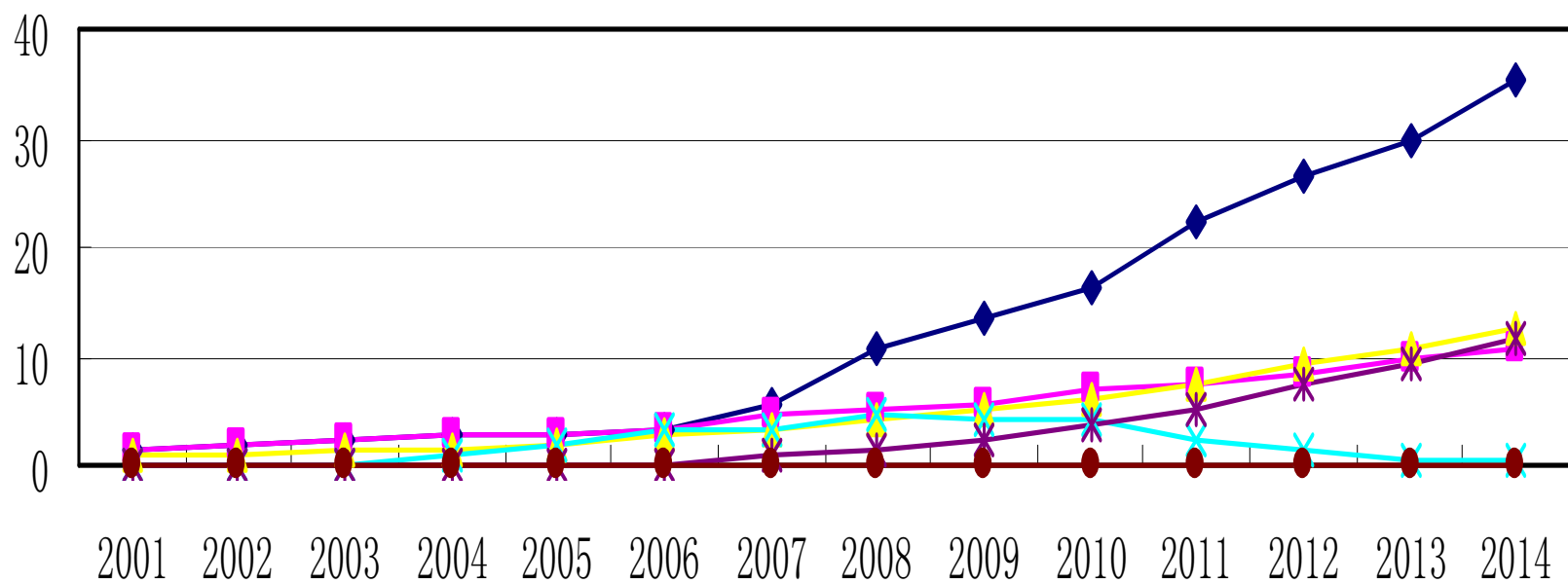
By country, 2Q14



债券市场规模快速扩大

- 2001-2014年，债券市场年末余额从1.56亿增长到35.32万亿，增长了22.6倍，年均增长81.14%。
- 金融债券创新发展了次级债券、普通金融债券、混合资本债券和资产支持证券，托管余额从0.85万亿增长到12.55万亿， 年均增长75.25%。
- 非金融企业公司信用类债券创新发展了超短期融资券、短期融资券、中期票据、非公开定向债务融资工具、非金融企业资产支持票据等产品，托管余额从0.1万亿元增加到11.62万亿元，年均增长105.45%。

债券市场余额

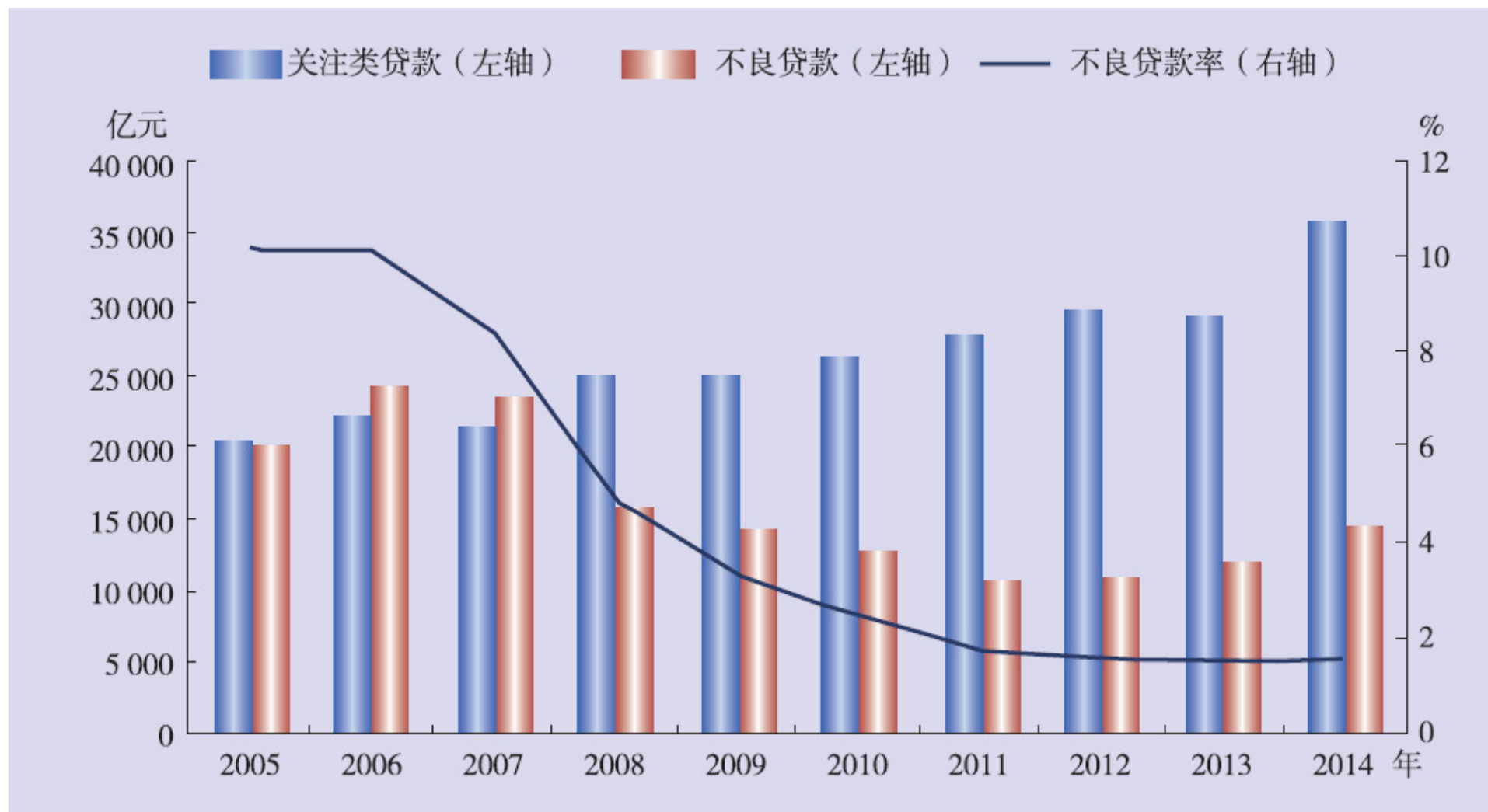


◆ 债券 □ 国债 ▲ 金融债券
× 中央银行票据 * 非金融企业公司信用类债券 ● 国际机构债券

银行业资产质量下行压力较大

- 受经济增长放缓、外部需求萎缩、企业经营困难等多重因素影响，我国银行业资产质量下行压力较大。
- 截至2014年末，银行业金融机构不良贷款余额1.43万亿元，不良贷款率1.6%。
- 商业银行不良贷款余额8 426亿元，比年初增加2 506亿元，已连续13个季度反弹；不良贷款率1.25%，比年初增加0.25个百分点。
- 银行业金融机构关注类贷款余额为3.57万亿元，比年初增加0.66万亿元，关注类贷款率为3.98%，比上年末提高0.29个百分点。
- 银行业金融机构拨备整体较为充足，截至年末，商业银行拨备覆盖率232.06%，比上年末下降50.64个百分点；贷款损失准备充足率281.19%，比上年末下降40.02个百分点；拨贷比2.9%，比上年末提高0.07个百分点。

银行业金融机构关注类贷款余额及不良贷款变化情况



表外业务与风险

- 表外业务继续增长，风险隐患依然存在。
- 截至**2014**年末，银行业金融机构表外业务（含委托贷款和委托投资）余额**70.44**万亿元，比上年末增加**12.74**万亿元，增长**22.07%**。表外资产规模相当于表内总资产规模的**40.87 %**，比上年末提高 **2.75**个百分点。
 - 其中：委托贷款**10.69**万亿元，委托投资**4.26**万亿元，承兑汇票**9.83**万亿元。
- 商业银行表外业务操作中的一些问题值得关注：
 - 一是对表外业务的管理较为薄弱，操作风险突出；
 - 二是通过表内资产表外化规避金融监管；
 - 三是将不良资产从表内转移至表外，延缓信用风险的暴露。

谢谢！

zhaoxj@ruc.edu.cn