



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第71期）

## 政府债务可持续发展

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年7月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会 第71期

助力稳增长，聚焦可持续

——中国地方政府债券分析与展望

报告人：袁海霞

2023年7月12日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



## 主要内容

- ◆ 历经十余年快速发展，地方政府债券已成为我国债券市场第一大券种，尤其自2020年新冠疫情以来仅用2年即实现存续规模从20万亿到30万亿的跨越，今年末规模将接近40万亿，占GDP比重或超过30%。其发展呈现出管理规范化的、供给前置化、发行长期化、利率市场化、募投多元化五大特点，持续助力稳增长、调结构、惠民生、促转型。
- ◆ 但在地方债快速发展中，其结构与效率面临着一定程度的错配，“债务-资产”转化效率不高：一是债务扩张与政府财力仍有一些失衡，影响财政长期可持续性；二是债务结构与发展需求面临一定矛盾，降低地方财政支出效率；三是募投项目与资金性质存在一定错配，项目偿还面临不确定性；四是期限结构与现金流待进一步匹配，项目付息持续承压。
- ◆ 展望未来，在财政收支紧平衡、地方政府债务结构性风险突出、经济稳增长与转型发展同步推进的背景下，地方政府债券的可持续发展需把握四个平衡：一是体制改革与经济社会发展的平衡；二是经济增长、负债结构与风险的平衡；三是政府短期目标与长期目标相协调的平衡；四是当期财政预算编制和国家中长期规划相协调的平衡。

# 目 录

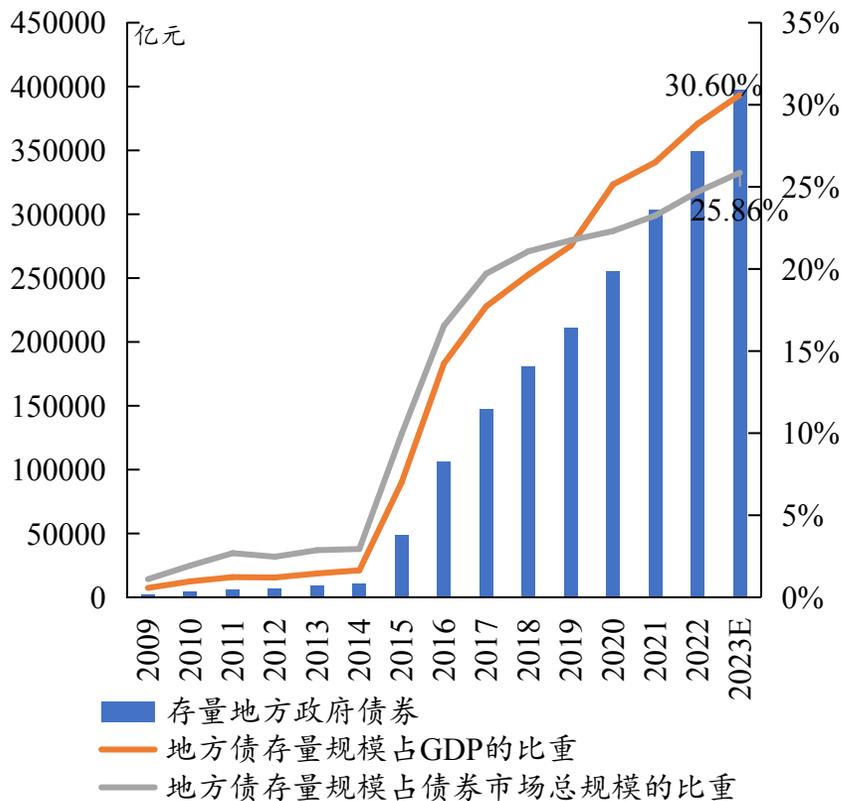
一、我国地方政府债券发展五大特点

二、地方债发展面临结构与效率的四重错配

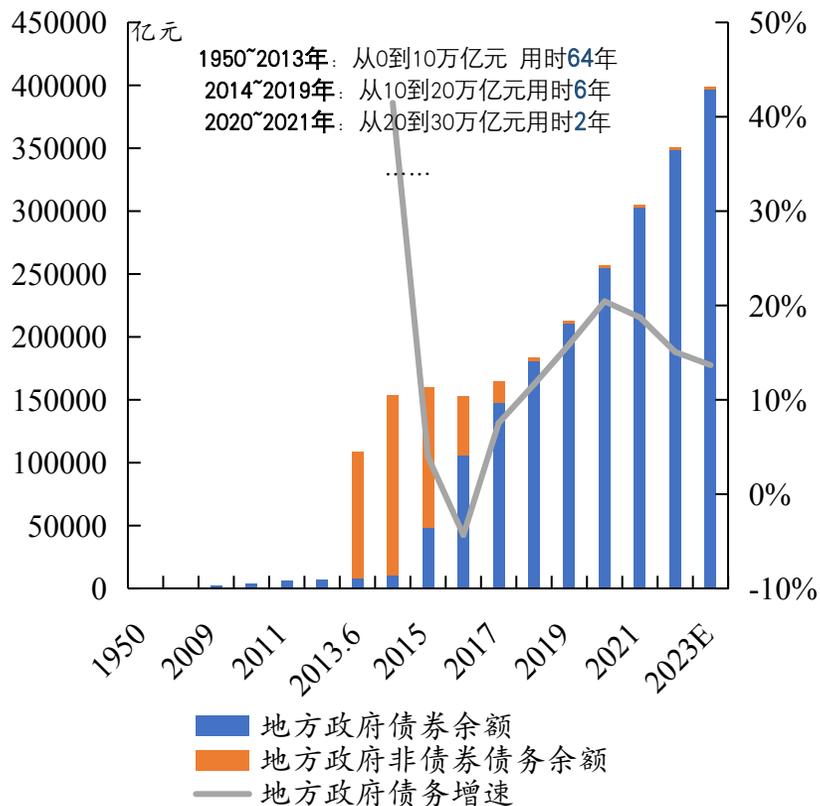
三、地方债可持续发展需把握四个平衡

## ■ 历经十余年快速发展，地方债已成为我国债券市场第一大券种

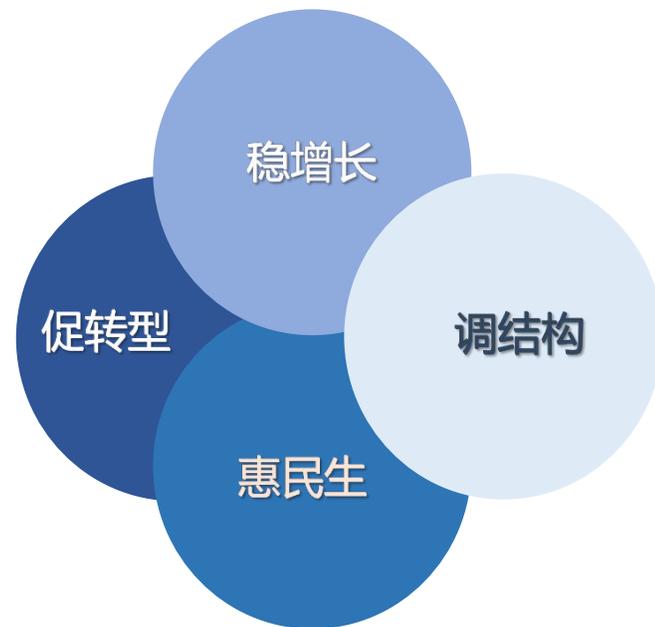
地方债存量规模将接近40万亿  
2017年5月起稳居债券市场第一大券种



地方债快速扩容推升地方政府债务规模



地方债持续发挥多元作用



## ■ 目前地方债发展呈现五大特点

### ➤ 1. 管理规范化的：严监管逐步趋于常态化

01

发行制度

- 新增债务限额保持高位，盘活限额接续发力
- 注重跨周期调节，限额提前下达地方债供给大幅前置
- 广东试点探索地方债发行定价基准转换，转向地方债收益率曲线
- 离岸人民币地方债扩容，地方债国际化更进一步

02

资金使用

- 专项债募投领域持续拓宽，消费、新基建、新能源纳入支持
- 专项债作项目资本金领域扩容，新增新能源、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施
- 专项债用途调整机制广泛应用
- 专项债继续补充中小银行资本金，助力稳企业、保就业

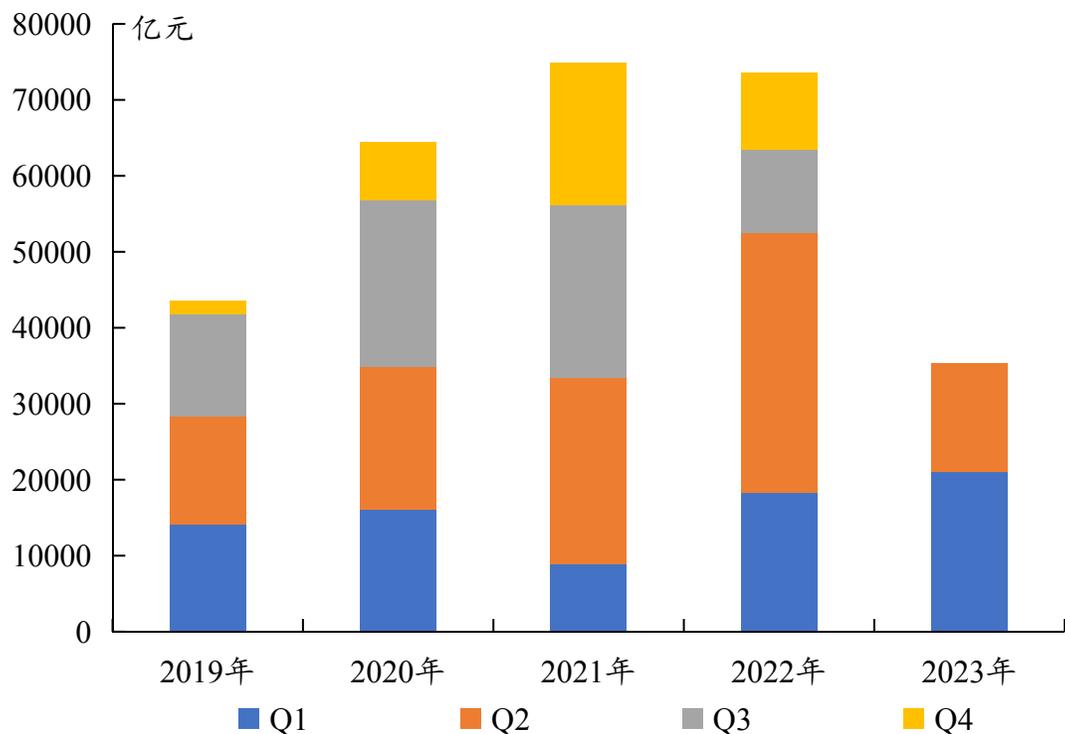
03

风险防范

- 省级政府负总责，加强地方人大监查力度，压实管理主体责任
- 全面实施专项债项目穿透式监测，完善支出进度预警、闲置资金超期收回等机制，防范全流程风险
- 建立健全专项债资金违规使用处罚机制，强化硬性约束
- 探索偿债备付金机制，防范专项债兑付风险

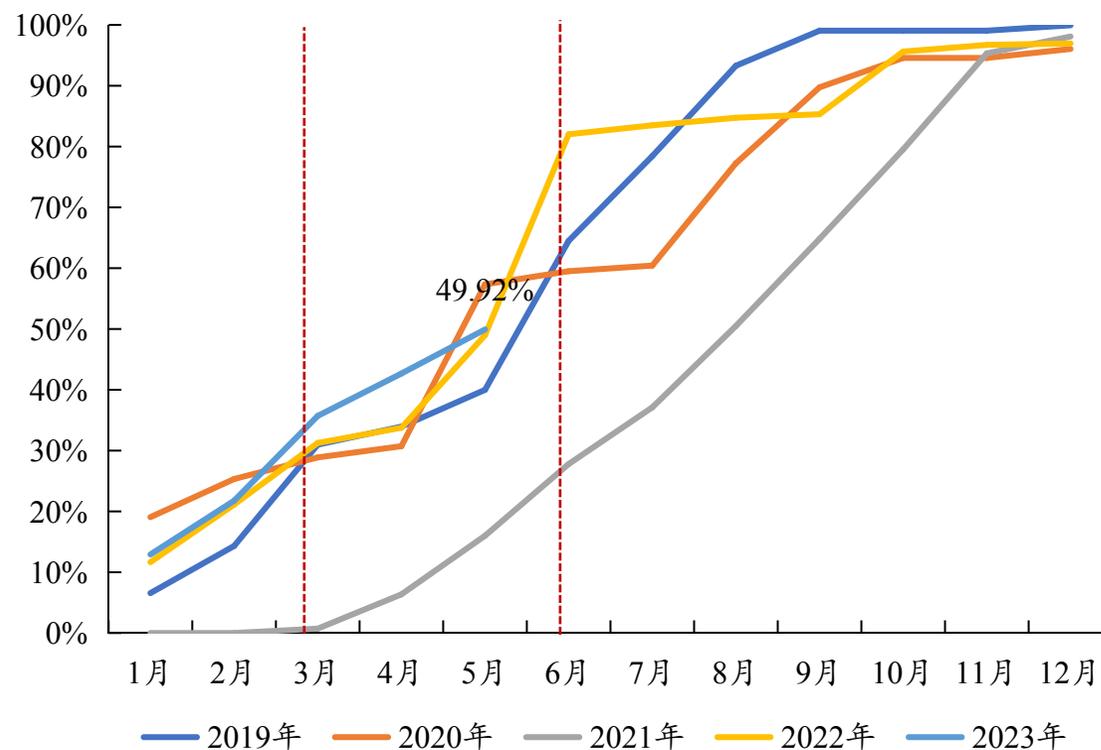
## ➤ 2. 注重跨周期调节、供给前置化：发行节奏明显前置

近年来地方债持续大幅扩容发行前置  
2023年1-5月地方债发行规模再创新高



注：2023Q2发行规模仅包括4月、5月

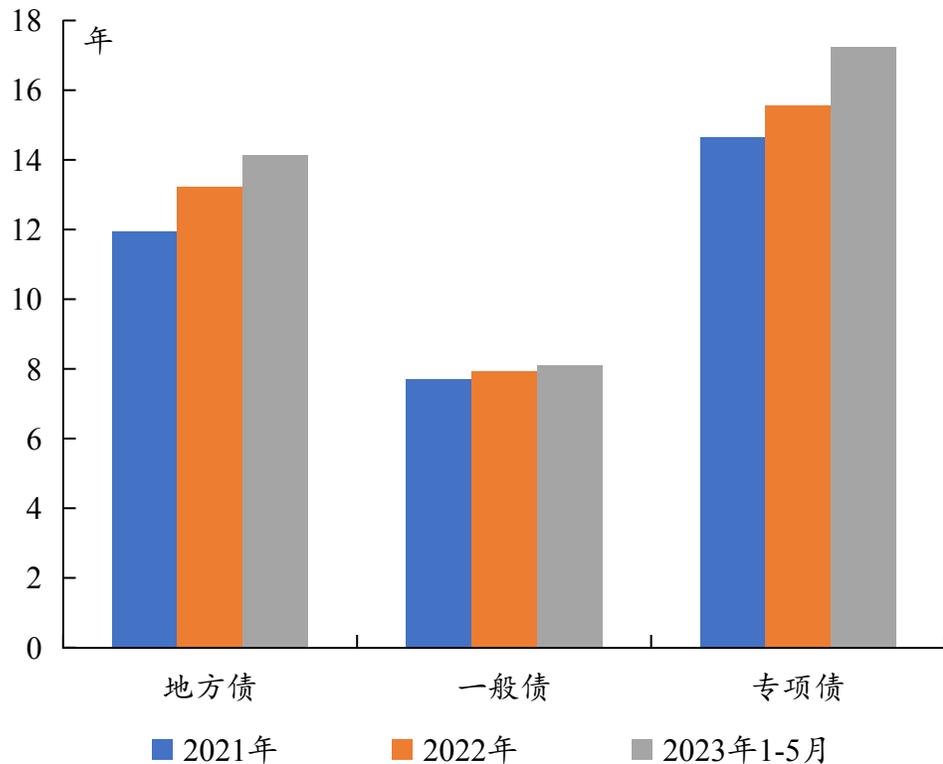
近年来新增专项债发行节奏保持较快水平



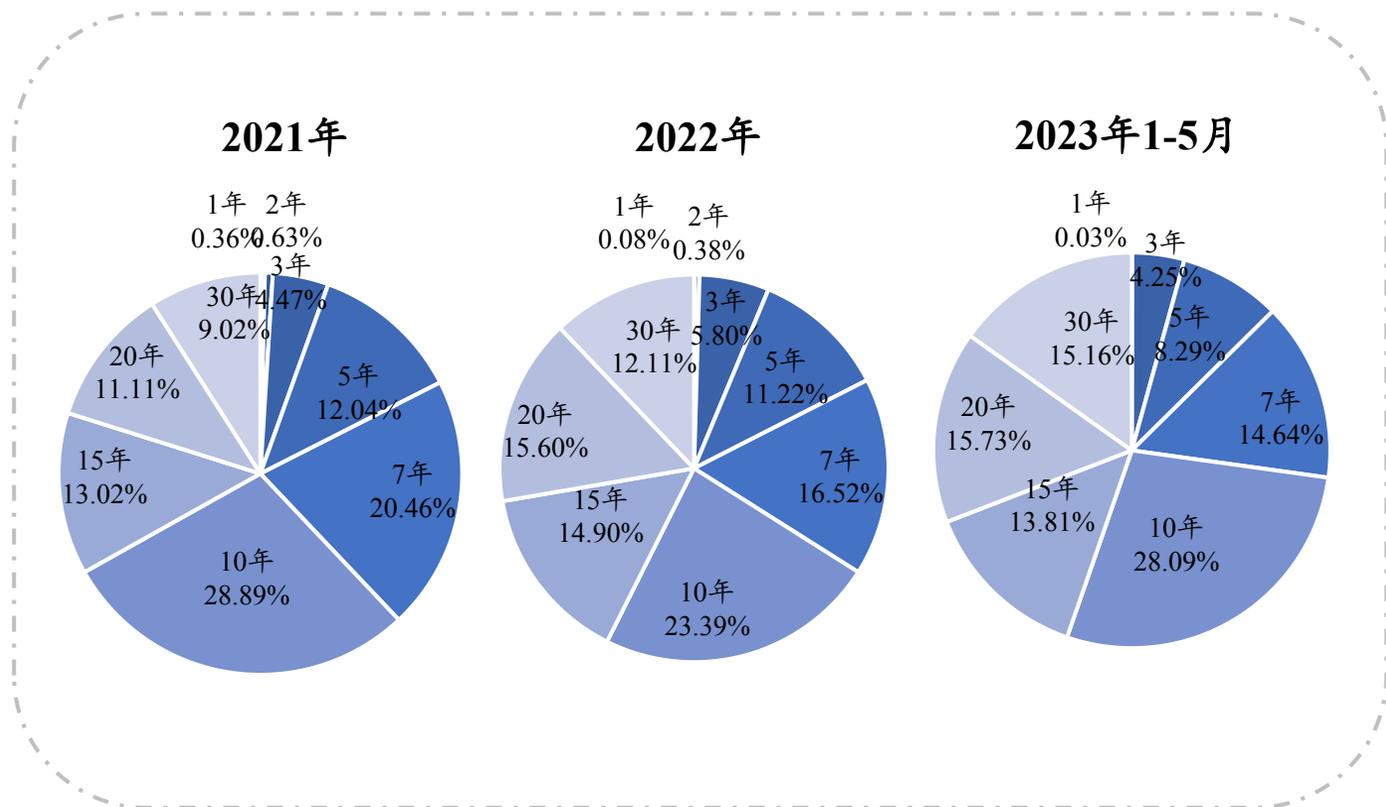
注：发行节奏指新增专项债发行额完成全年新增专项债务限额的比例  
2022年全年新增债务限额包含了5029亿的结存额度

### ➤ 3. 匹配项目期限、发行长期化：十年及以上占比超六成

近年来地方债发行期限持续长期化  
专项债发行期限延长幅度较大



地方债发行期限以十年及以上期限为主  
且近年来占比持续抬升



## ➤ 4. 注重市场化改革、利率市场化：利率变轨定价空间放开

2021年6月

北京、广东、江苏、地方债发行市场化水平持续提升等省份地方债发行利率突破“较招投标前5日同期限国债上浮25bp”的隐性限制

2020年11月

财政部印发《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线

2022年3月

“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”正式发布

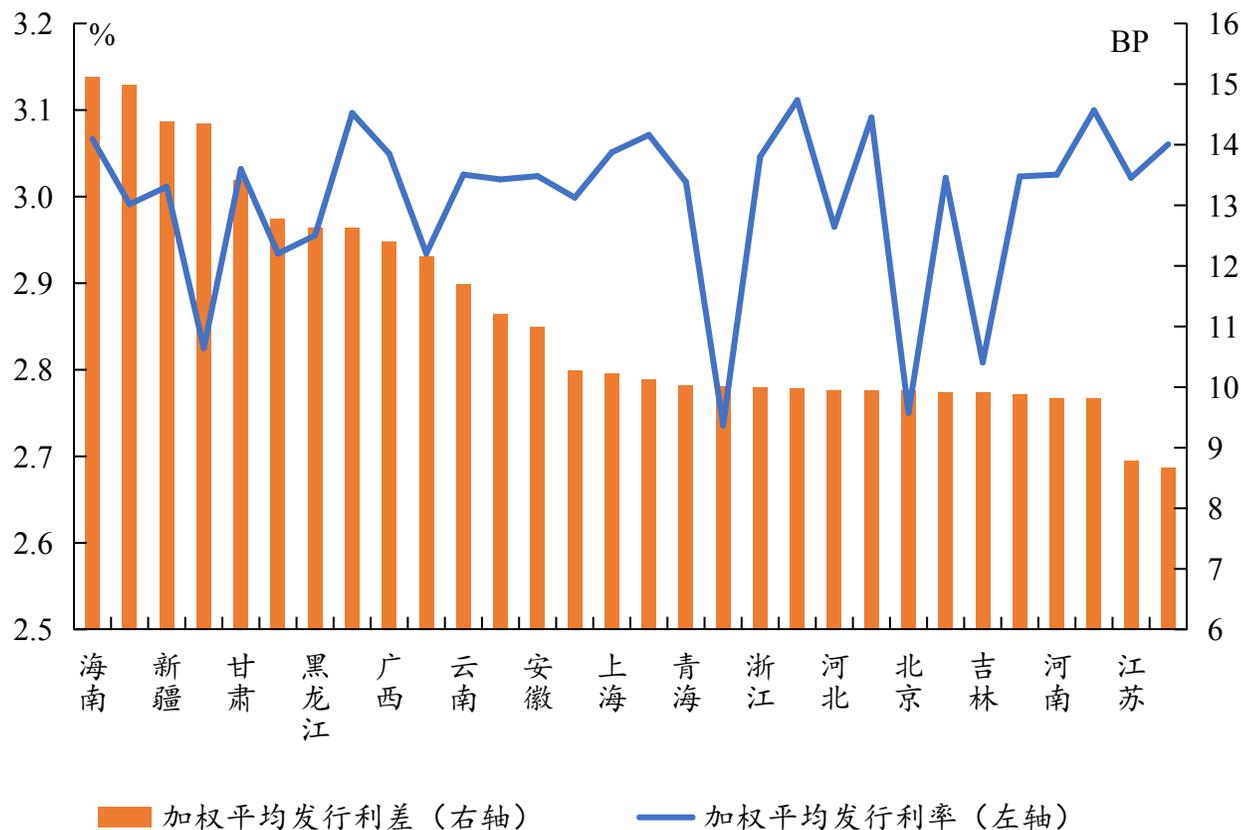
2022年11月

广东省发行的2只地方债首次以“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”为定价基准

2023年5月

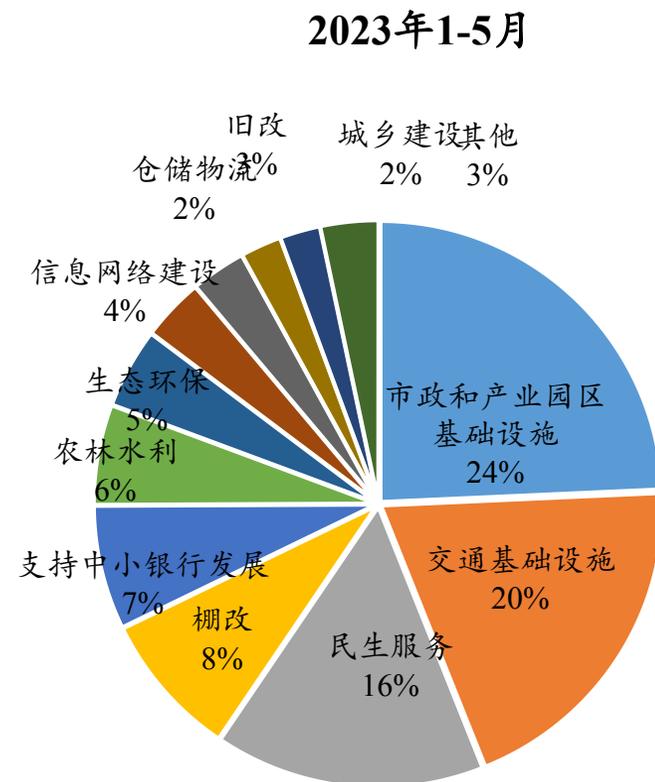
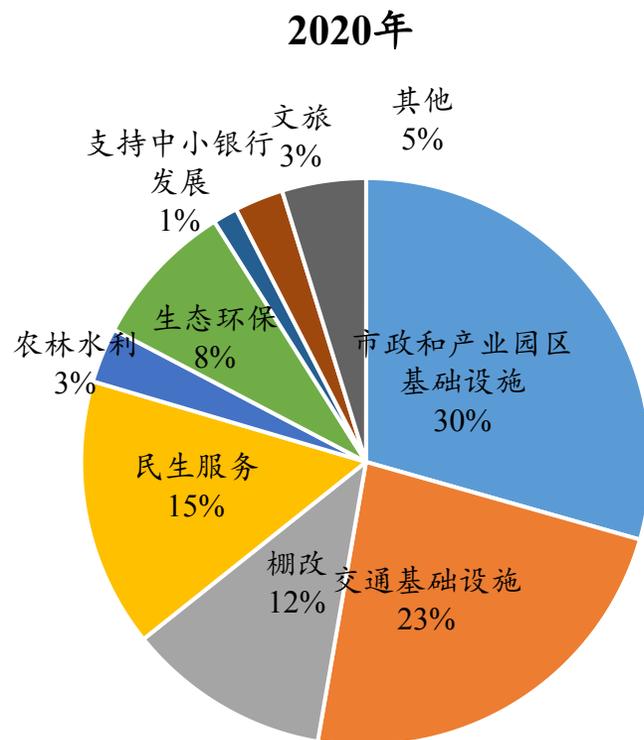
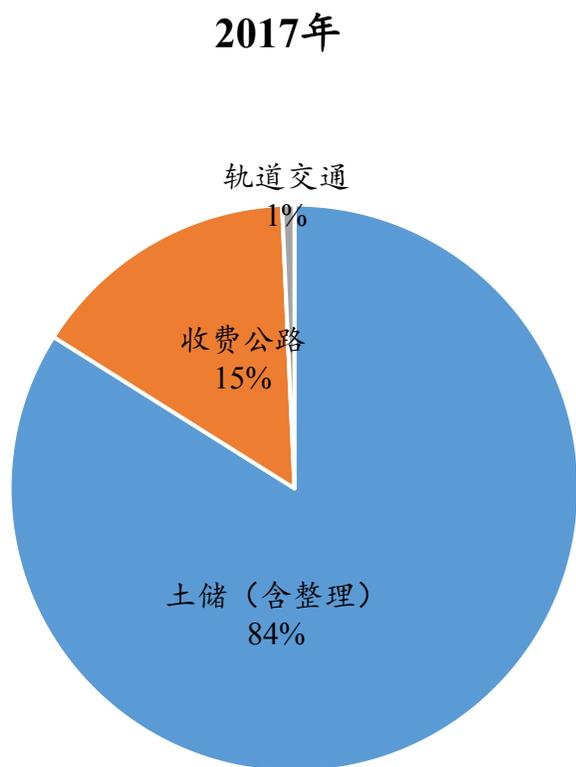
广东省发行的2只地方债发行利率突破了“较前5日同期限国债收益率均值至少上浮10bp”的隐形限制

2023年1-5月各省地方债上浮利差均在20BP以内且差异较为明显



## ➤ 5. 聚焦稳增长、补短板，募投多元化：募投领域持续拓宽

近年来地方政府专项债投向领域不断拓宽

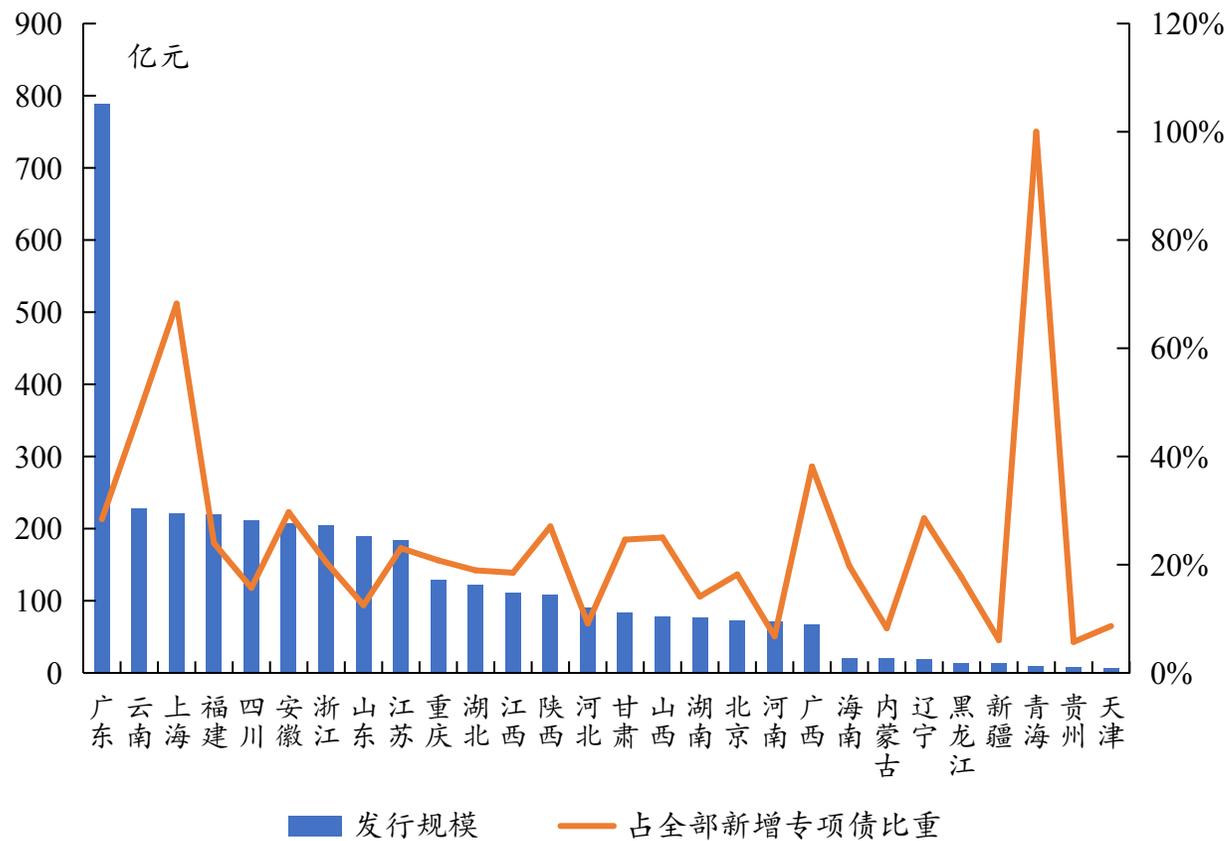


注：2017年为地方政府项目收益专项债始发年

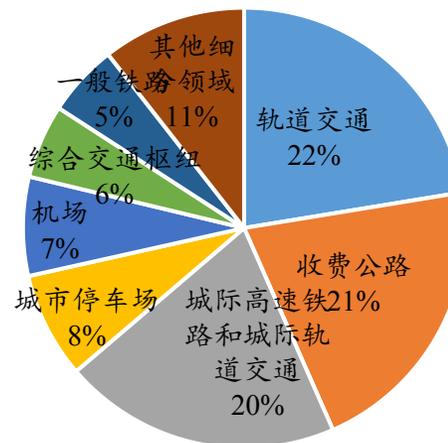
助力稳增长、补短板、惠民生

## 交通类：项目种类多元、期限较长，偿债多依赖项目运营收入、收益相对较高

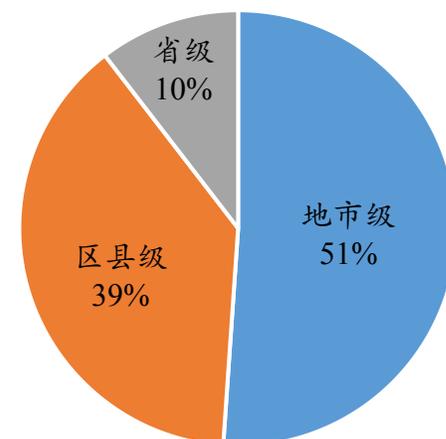
东部地区交通类发行规模较高，青海、上海占比较高



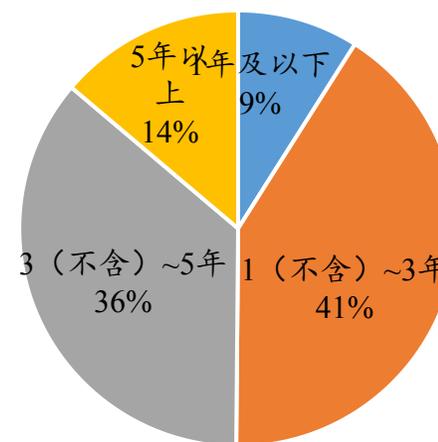
交通类专项债项目种类较为多元



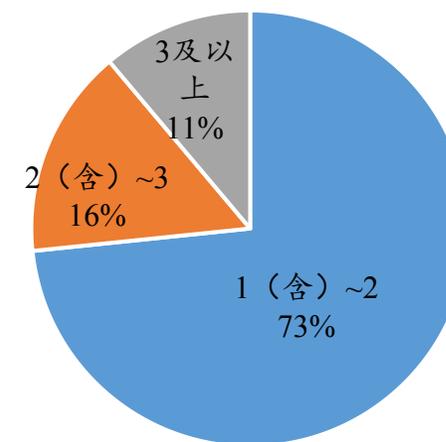
过半数资金投向地市级项目



3年以上期限项目占比五成

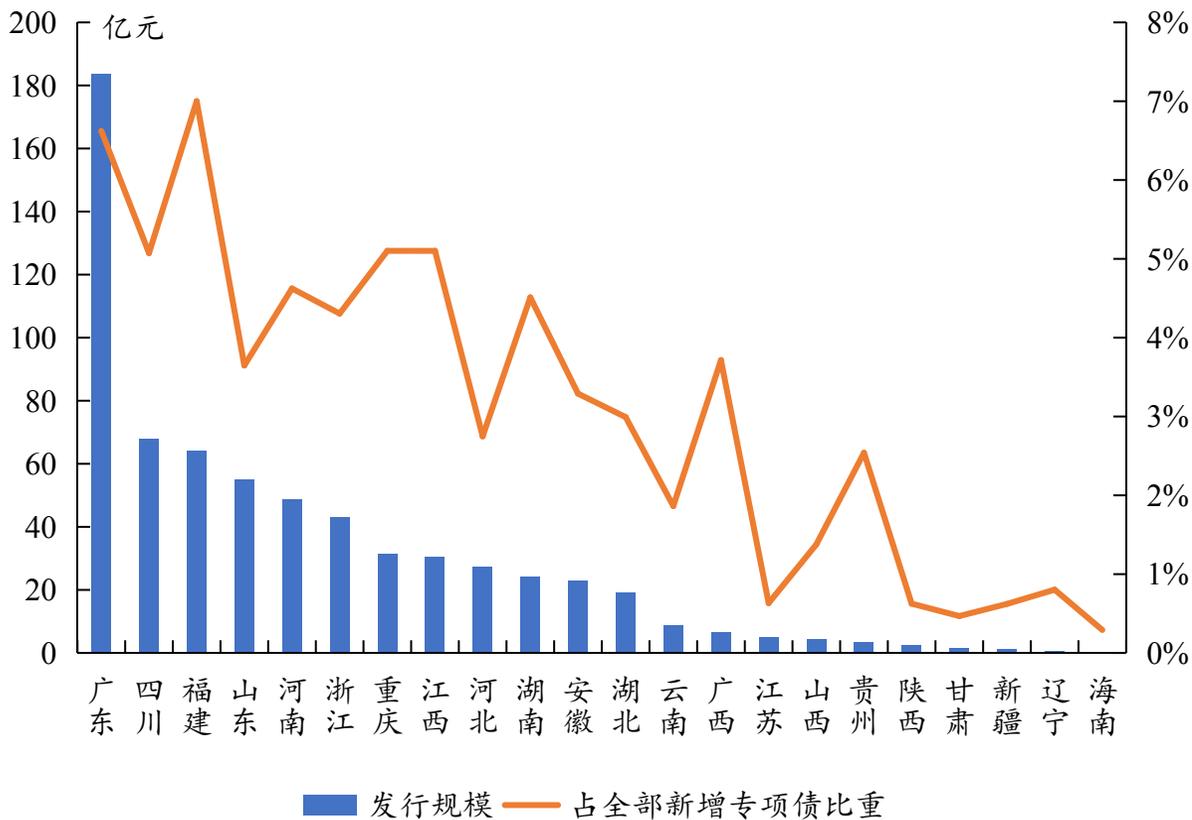


超七成项目覆盖倍数不足2倍

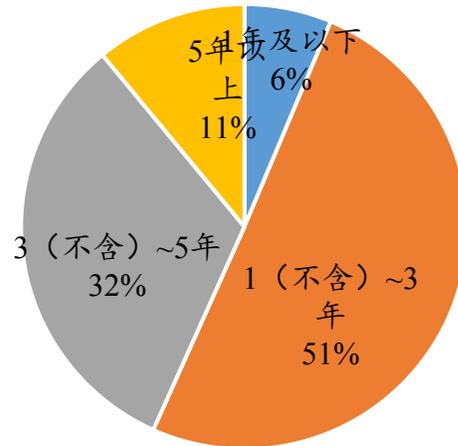
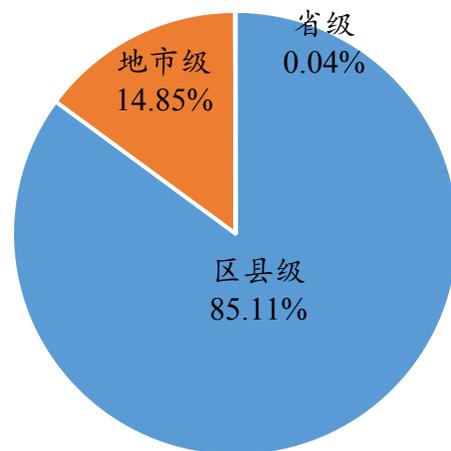


## 信息基础设施类：整体规模不高、多为中西部产业园项目，收益能力仍待提升

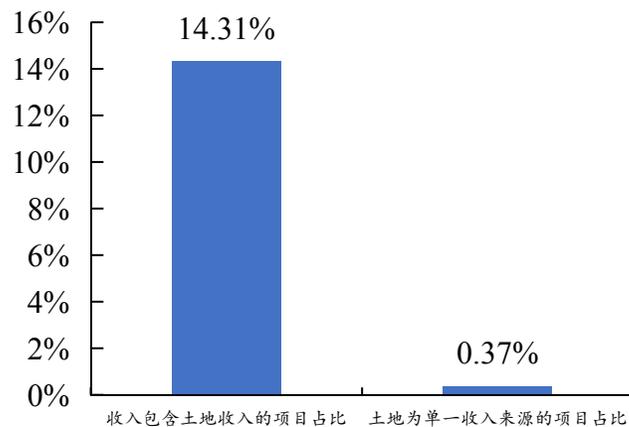
四川、重庆、江西信息基础设施类专项债占比较高



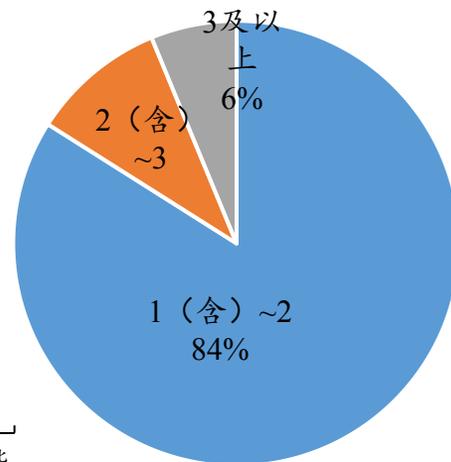
信息基础类项目以区县级为主 信息基础类项目期限相对较长



对土地收入依赖相对较低

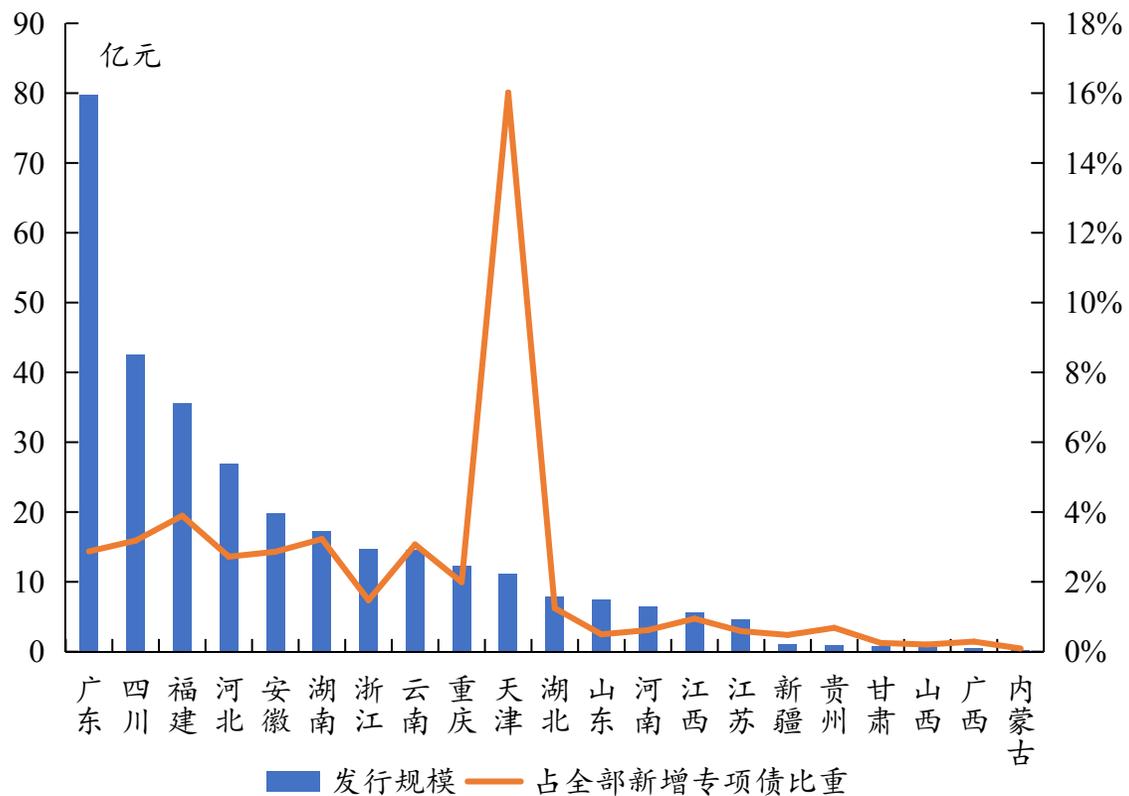


超八成项目覆盖倍数不足2倍

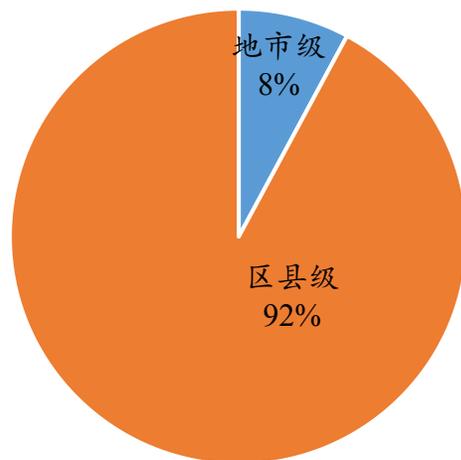


## 乡村振兴类：超九成投向区县级项目，西部地区相对较少

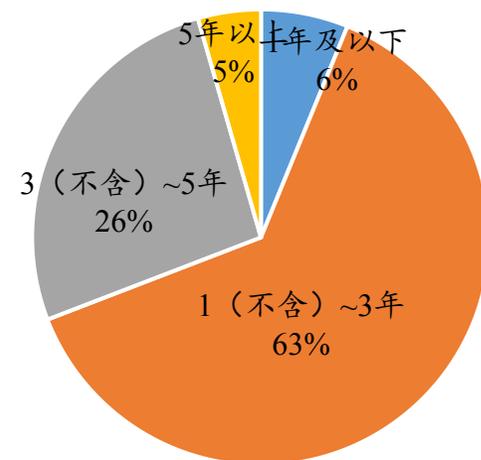
广东、四川乡村振兴类专项债发行规模较高，天津占比领先



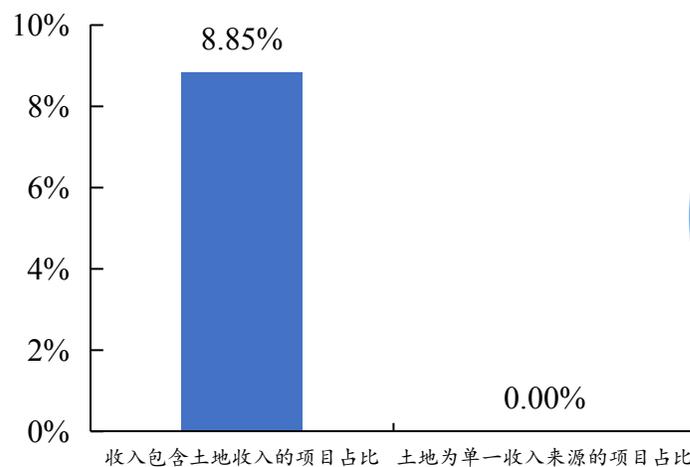
重点保障区县级项目资金需求



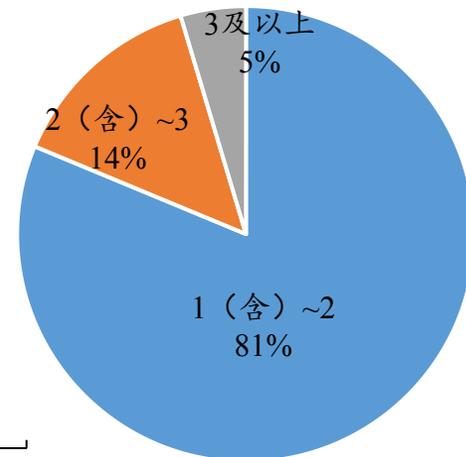
3年及以下项目占比近七成



偿债来源以项目运营收入为主

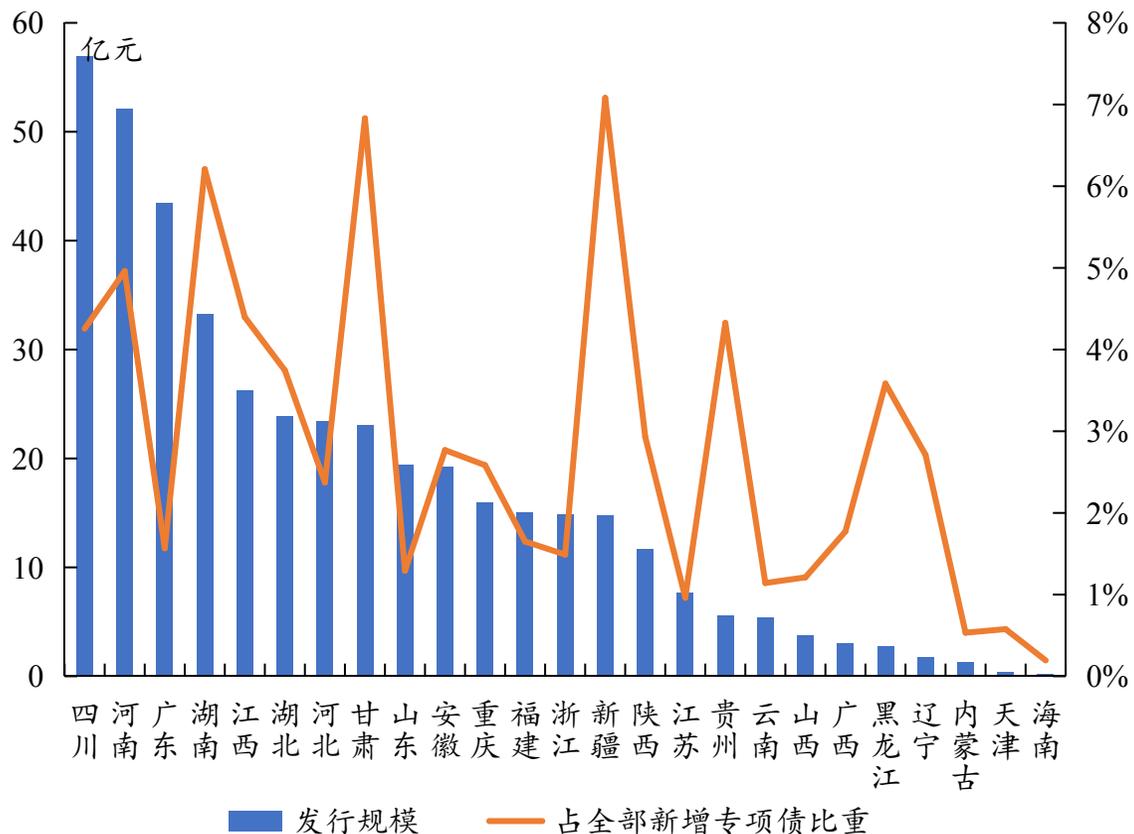


项目覆盖倍数以1~2倍为主

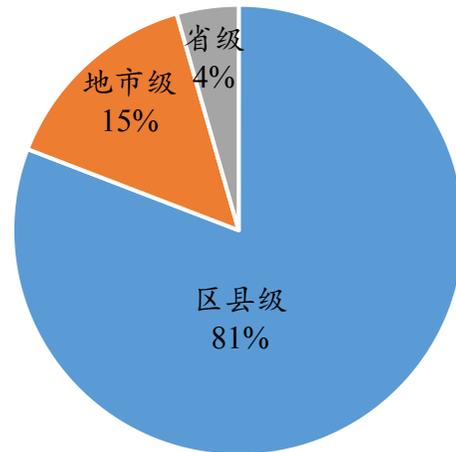


## 物流类：项目建设周期较短，中西部地区投入力度较大，对土地依赖度较低

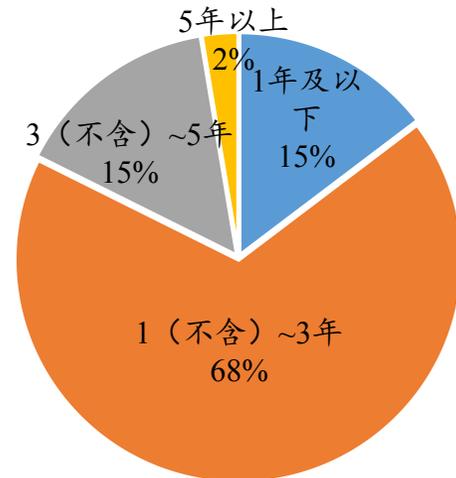
四川、河南物流类专项债发行规模较大，新疆、甘肃占比较高



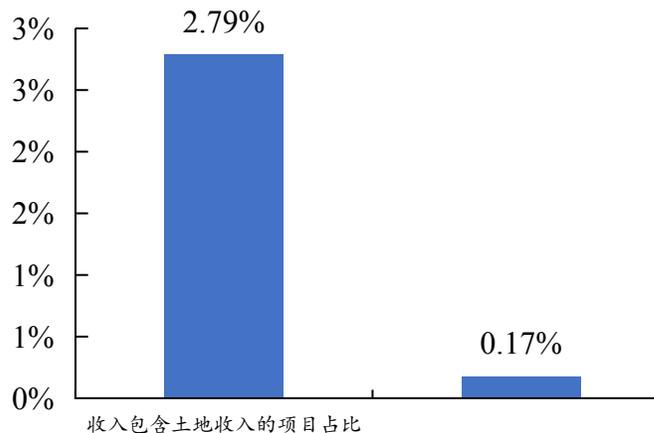
超八成资金投向区县级项目



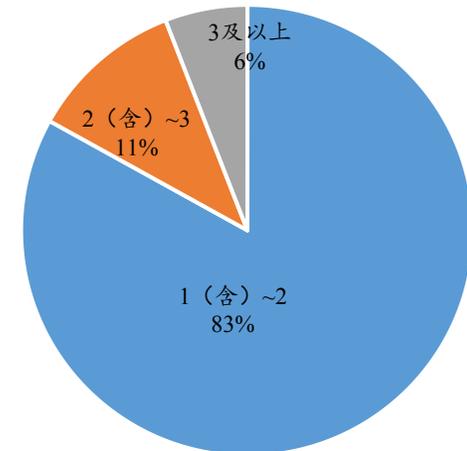
项目建设周期整体较短



项目收入对土地依赖程度很低



超八成项目覆盖倍数小于2倍



# 目 录

一、我国地方政府债券发展五大特点

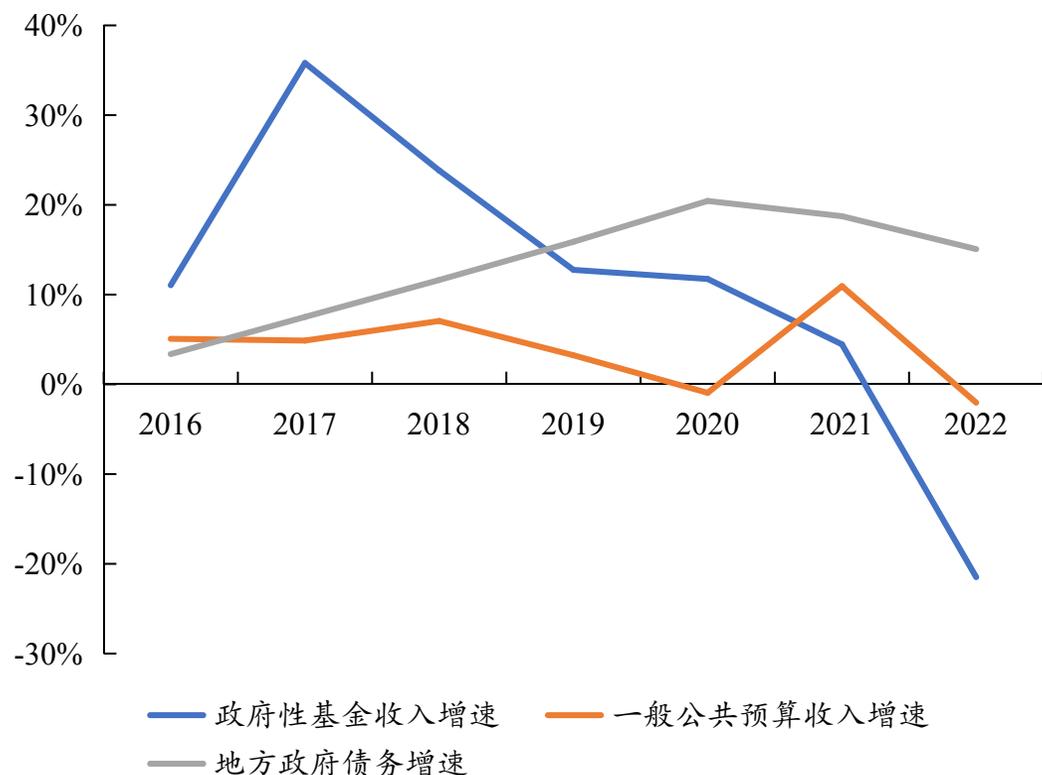
二、地方债发展面临结构与效率的四重错配

三、地方债可持续发展需把握四个平衡

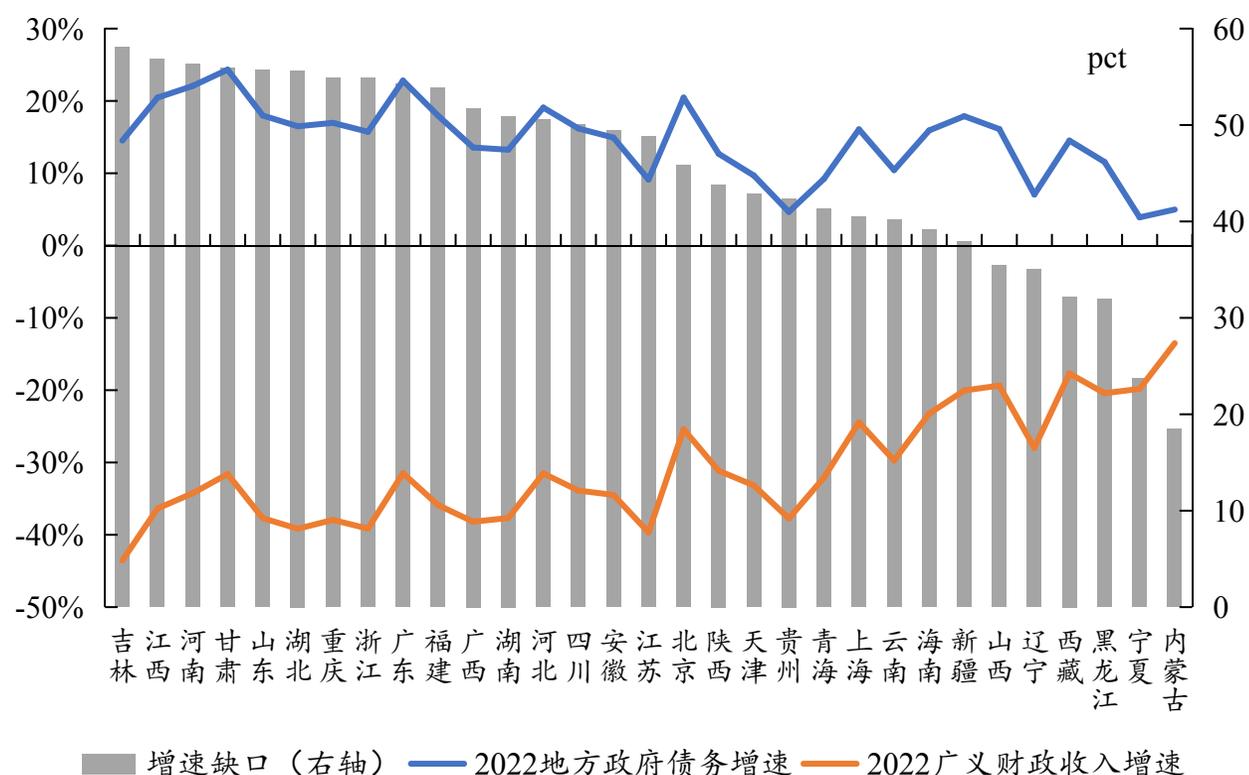
## 1. 债务扩张与政府财力仍有一些失衡，影响财政长期可持续性

地方政府债务增速与财力增速走势分化，区域间债务承载能力差异较大

近年来地方政府财政收入与债务增速缺口扩大



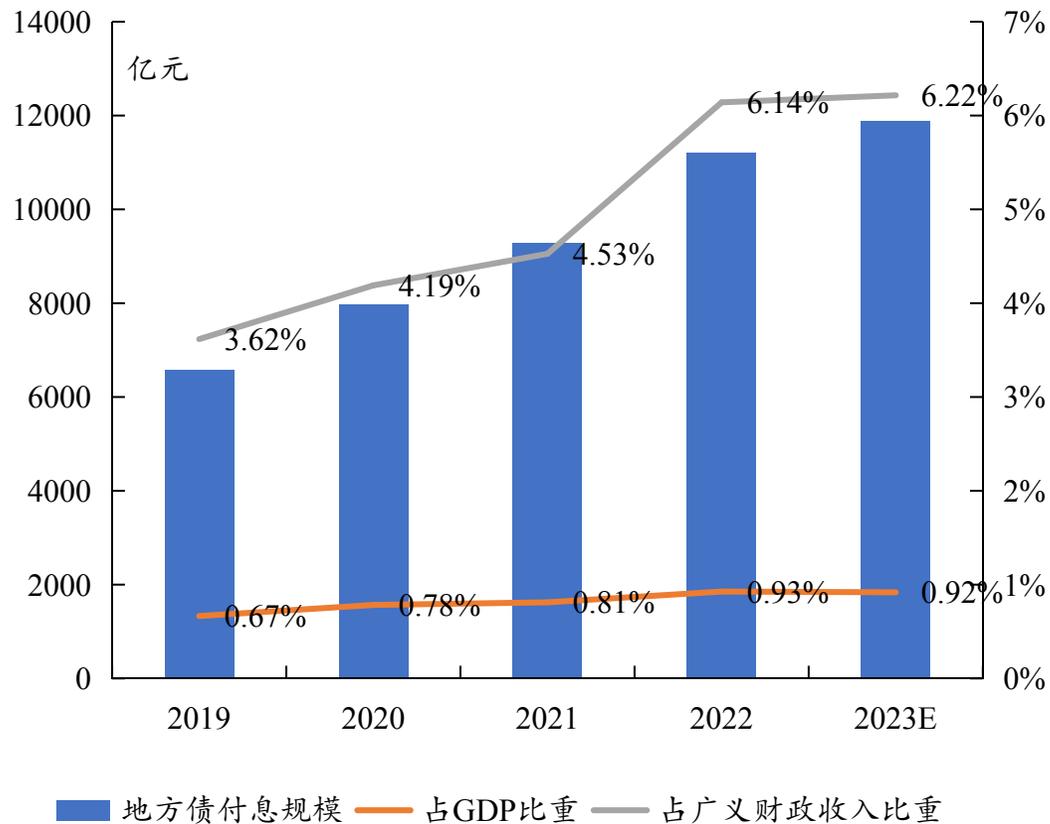
2022年广义财政收入下滑严重地区债务扩张速度提升



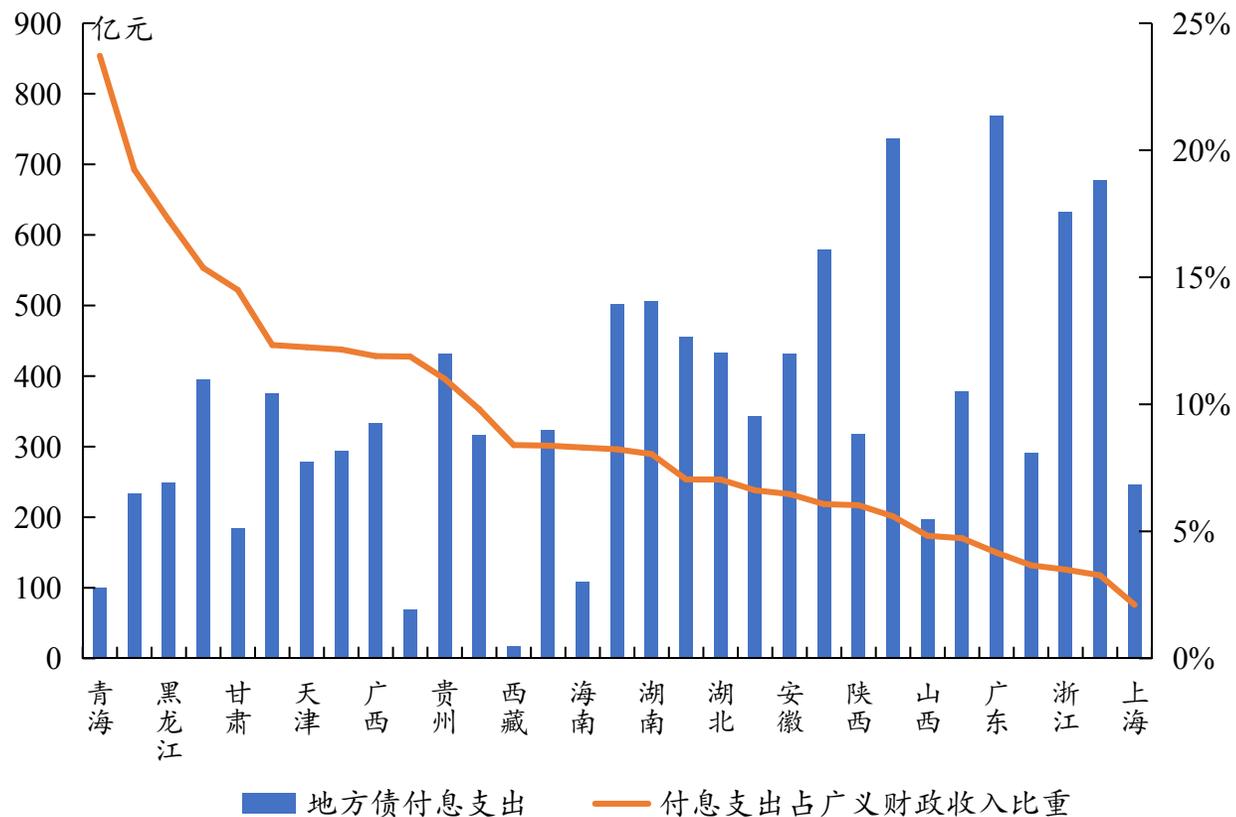
注：广义财政收入指地方一般公共预算收入及地方政府性基金预算收入合计

## ➤ 财政付息成为预算硬约束，青吉黑等财力薄弱地区偿债压力大

### 地方债大幅扩容下付息压力持续攀升



### 2022年有11省将超过10%的财政收入用于地方债付息支出

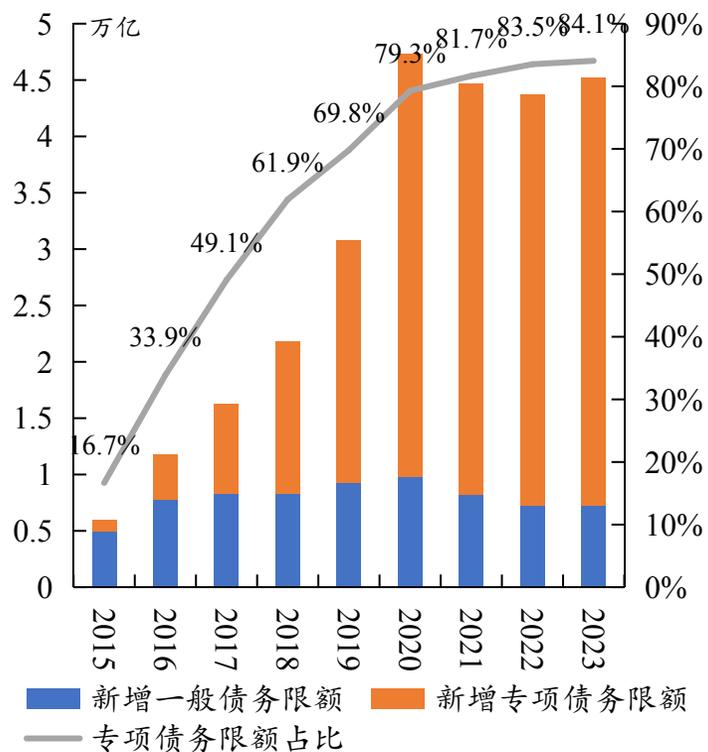


注：此页两图中广义财政收入指地方一般公共预算收入及地方政府性基金预算收入合计

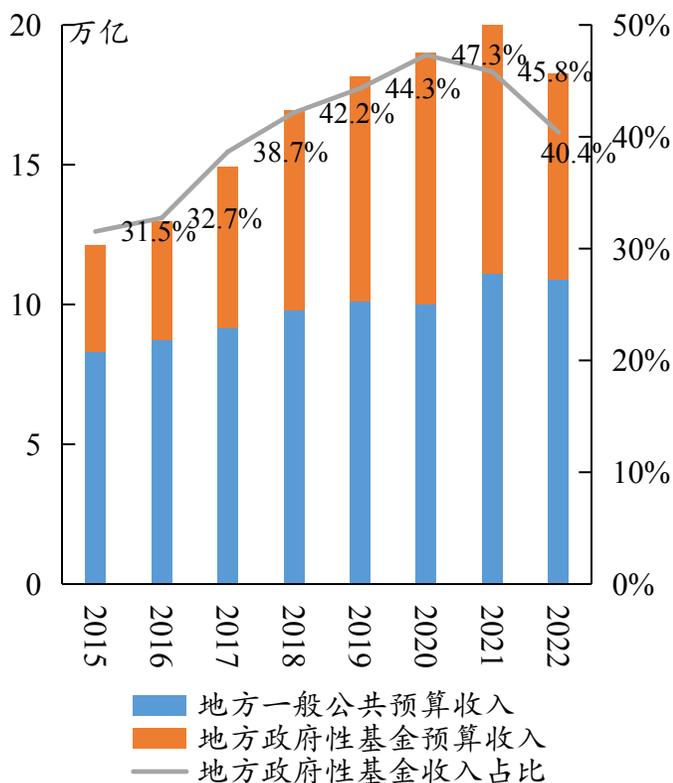
## ■ 2. 债务结构与发展需求面临一定矛盾，降低地方财政支出效率

➤ 一般债与专项债结构待优化，与政府财力及三保压力不匹配

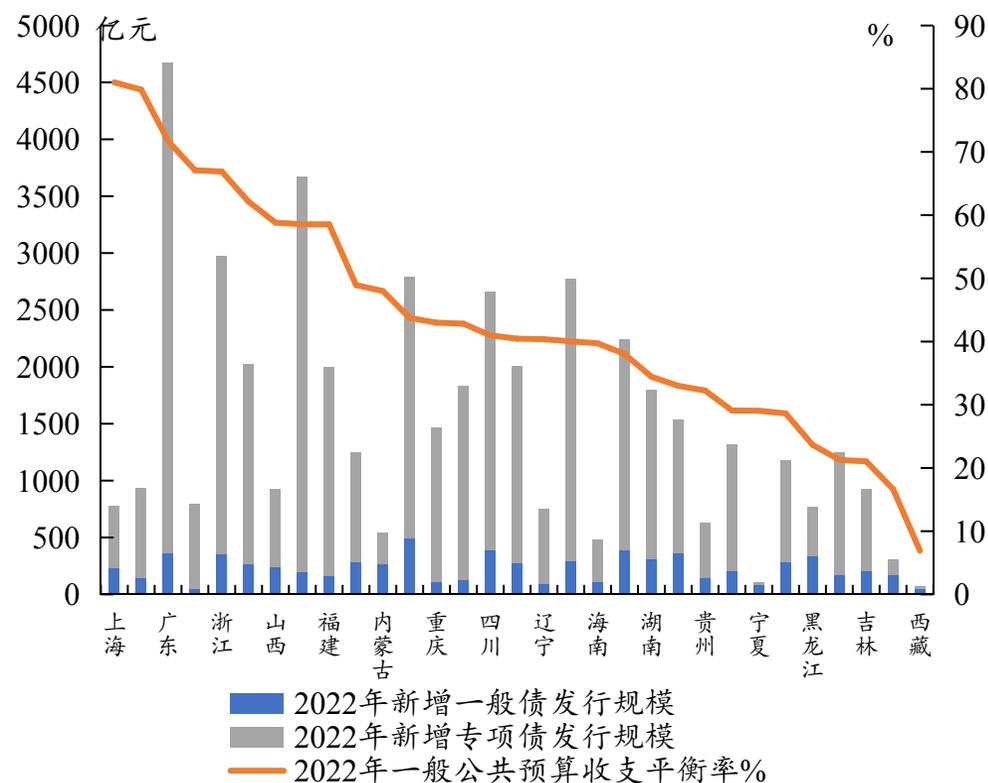
新增专项债务限额占比升至80%以上



地方政府性基金收入占比仅40%左右



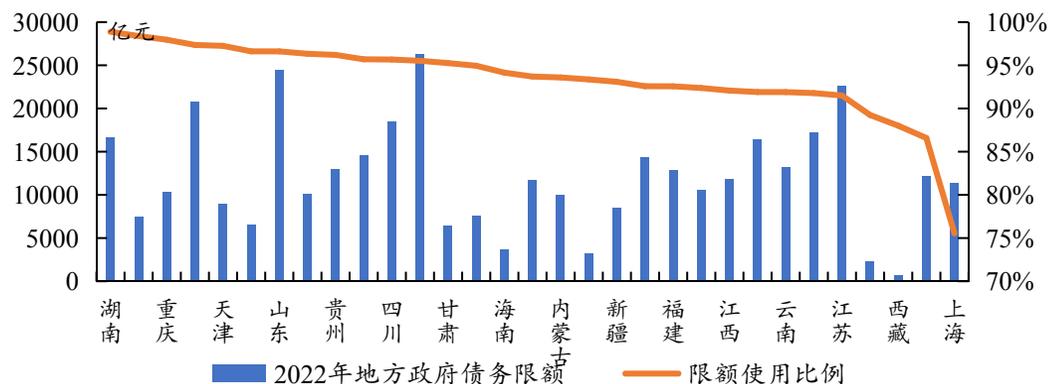
部分财政平衡率较低省份发行一般债较少但专项债较多



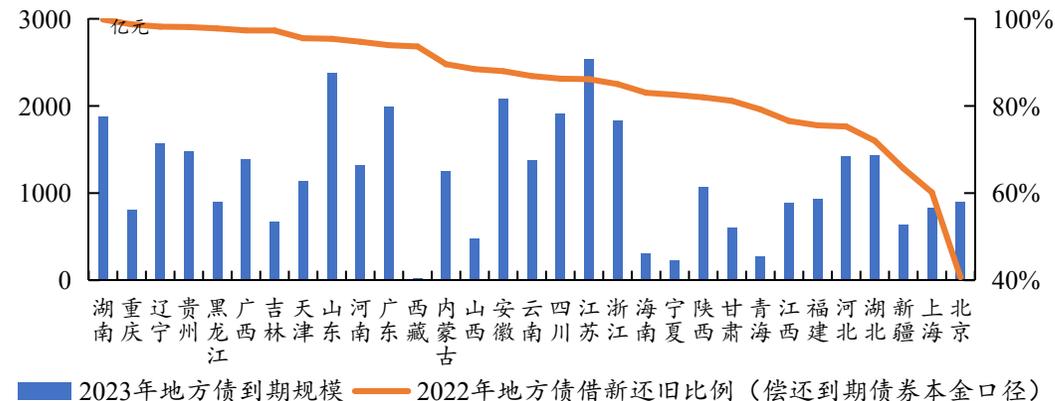
注：地方政府性基金收入占比为地方政府性基金收入/（地方政府性基金收入+地方一般公共预算收入）

## ➤ 新增债与再融资债结构待优化，与发展需求、债务滚动压力不匹配

31省对地方债限额的使用比例差异较大，在75%-99%之间



到期压力下23省地方债借新还旧比例超过80%



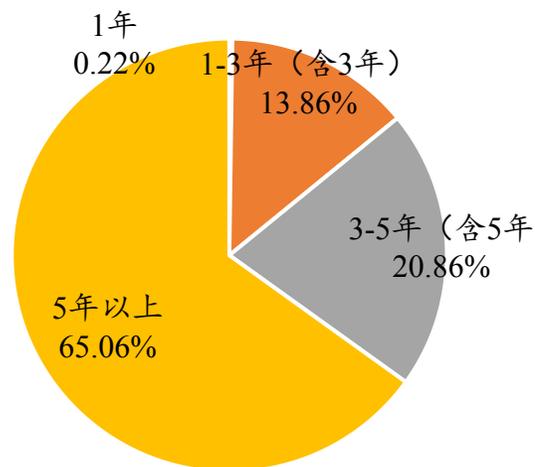
### 优质项目储备不足易导致资金闲置及挪用，且加剧债务滚动压力

◆ 审计署：2022年有47个地区违规挪用**157.98**亿元专项债；5个地区虚报33个专项债项目支出进度，至2022年底有**60.27**亿元结存未用

◆ 若按闲置及挪用资金比例0.54%估算：

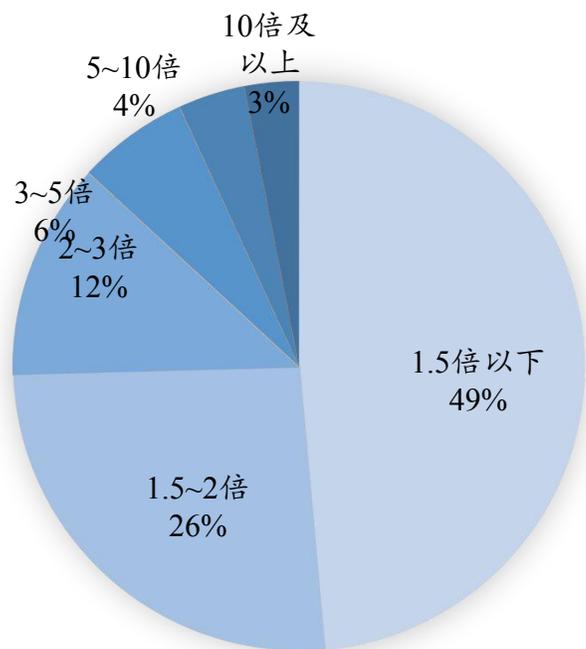
- 2022年：共218.25亿元闲置或挪用，按当年新增专项债3.16%平均利率估算，1年需支付**6.9**亿元利息
- 2023年E：约205亿元闲置或挪用，按当年新增专项债3.12%平均利率估算，1年需支付**6.4**亿元利息

### 2022年超六成再融资地方债期限大于5年，面临较大付息压力

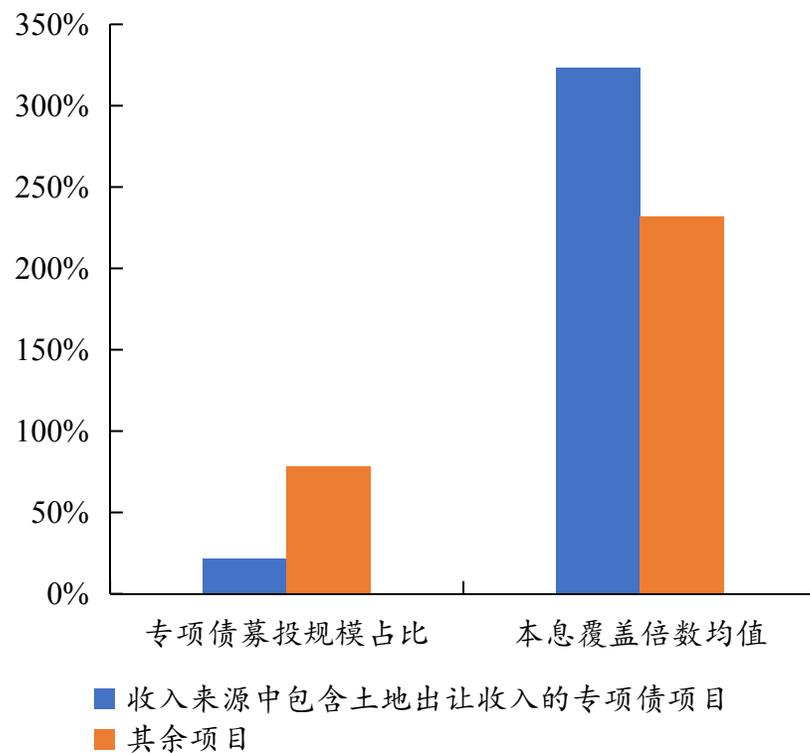


### 3. 募投项目与资金性质存在一定错配，项目偿还面临不确定性

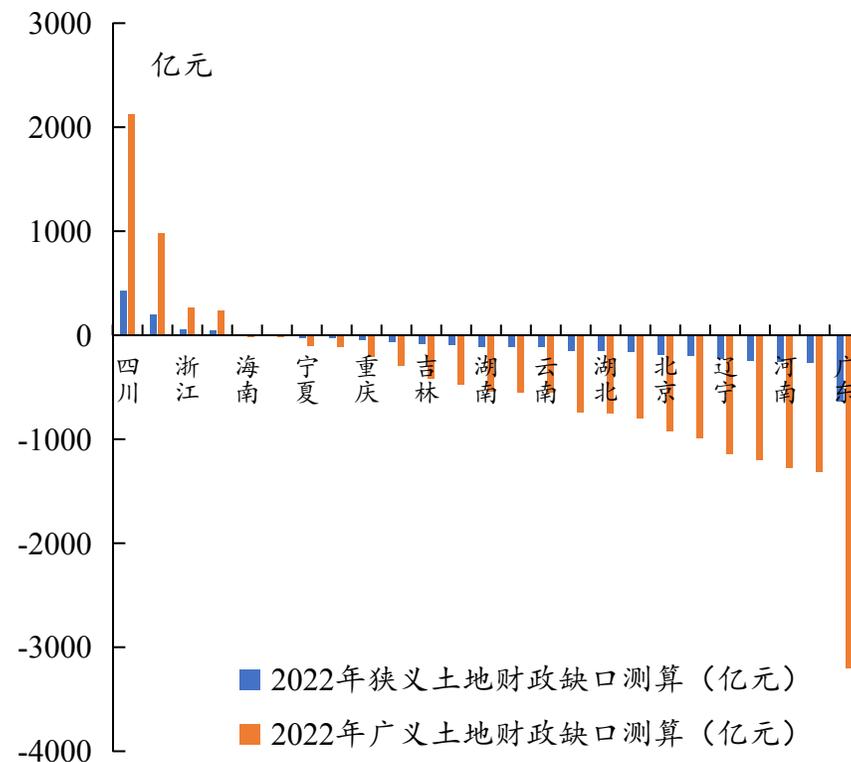
2022年有超七成  
专项债项目本息覆盖倍数不足2倍



2022年超两成专项债  
投向土地偿还类项目

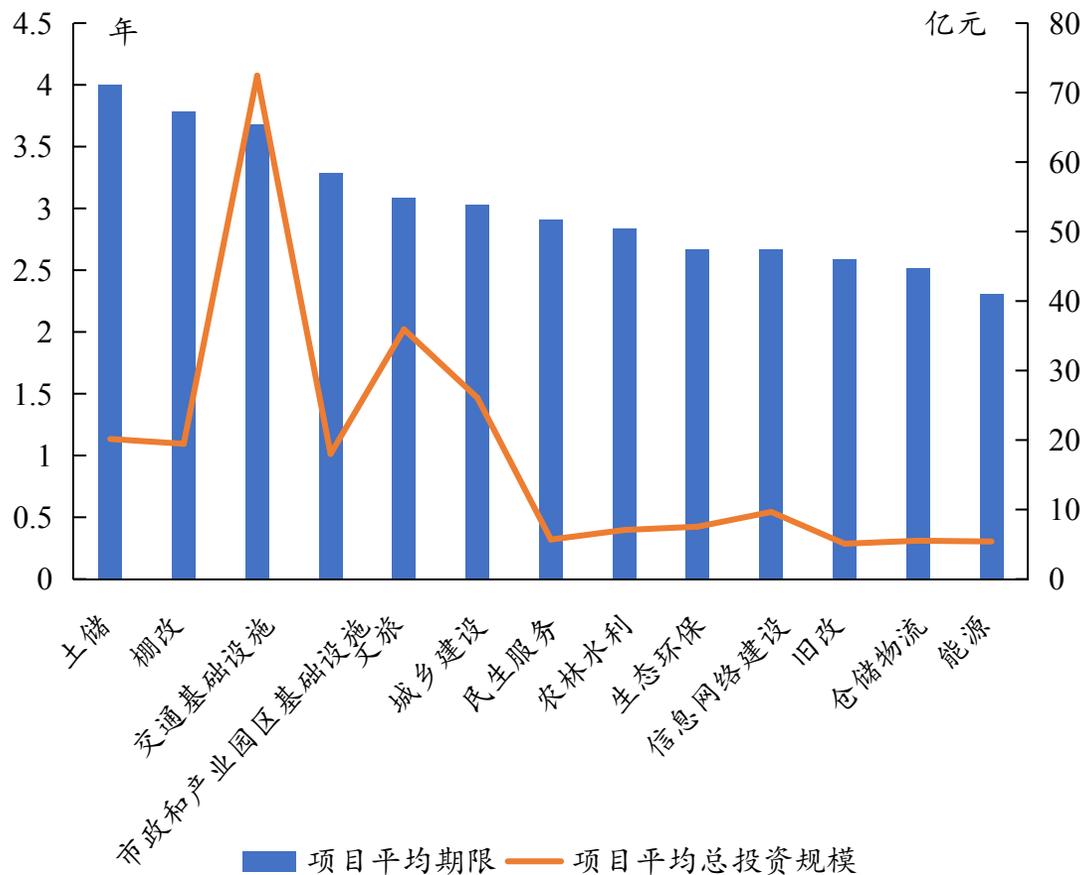


除江浙沪外其余省份土地财政缺口凸显  
广东、山东、河南、天津等地缺口较大

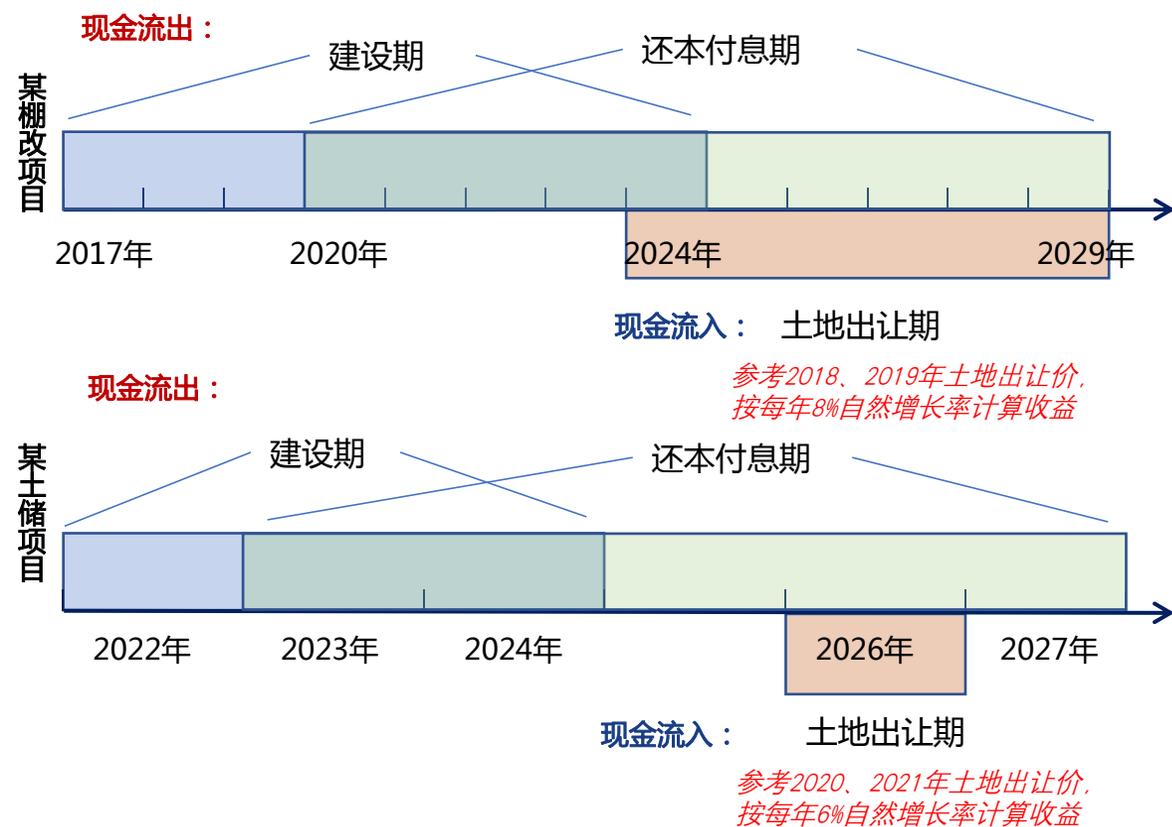


## 4. 期限结构与现金流待进一步匹配，项目付息持续承压

各类专项债项目平均建设期均超2年且投资规模大  
建设期间无现金流入、付息或承压



部分土地偿还类专项债项目现金流错配明显



# 目 录

一、我国地方政府债券发展五大特点

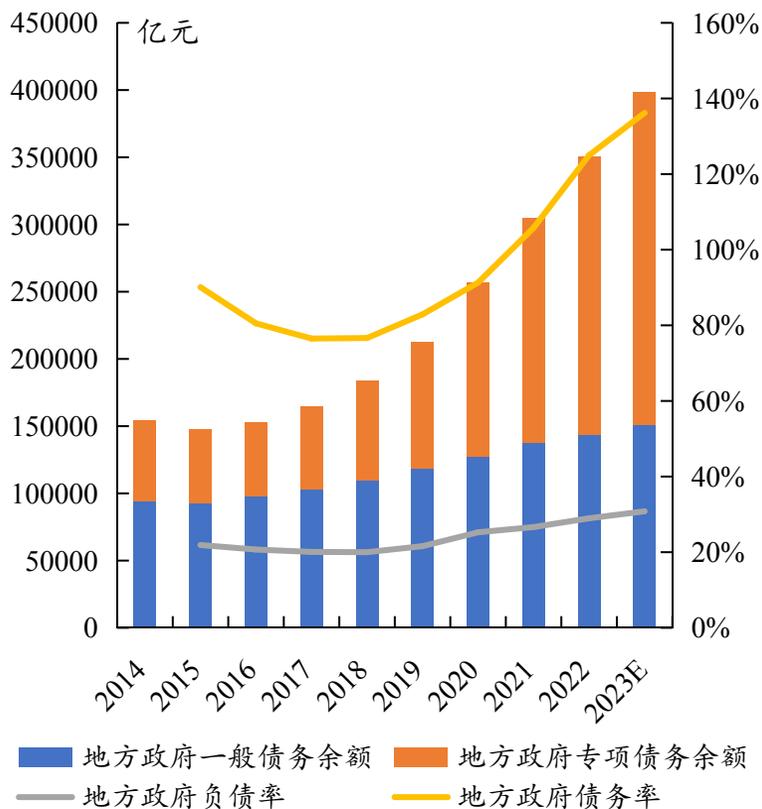
二、地方债发展面临结构与效率的四重错配

三、地方债可持续发展需把握四个平衡

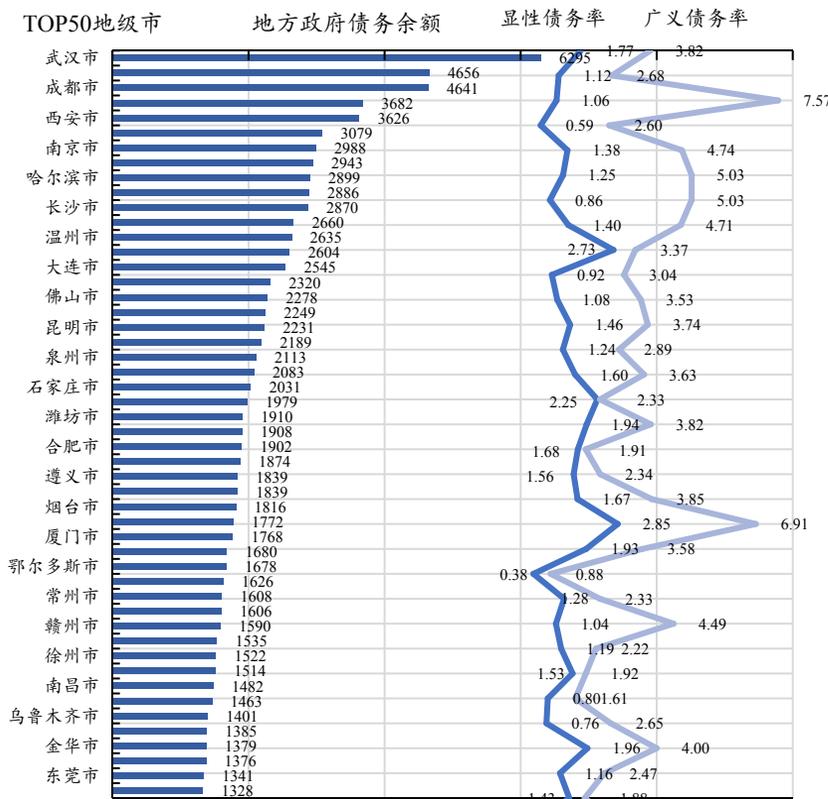
## 地方债借用管还需与发展阶段相匹配，其可持续发展需把握四个平衡

- 当前我国正处于财政收支紧平衡、地方政府债务结构性风险突出、经济稳增长与结构转型的发展阶段；未来地方政府债券“借用管还”需与发展阶段相匹配，其可持续发展需重点把握四个平衡

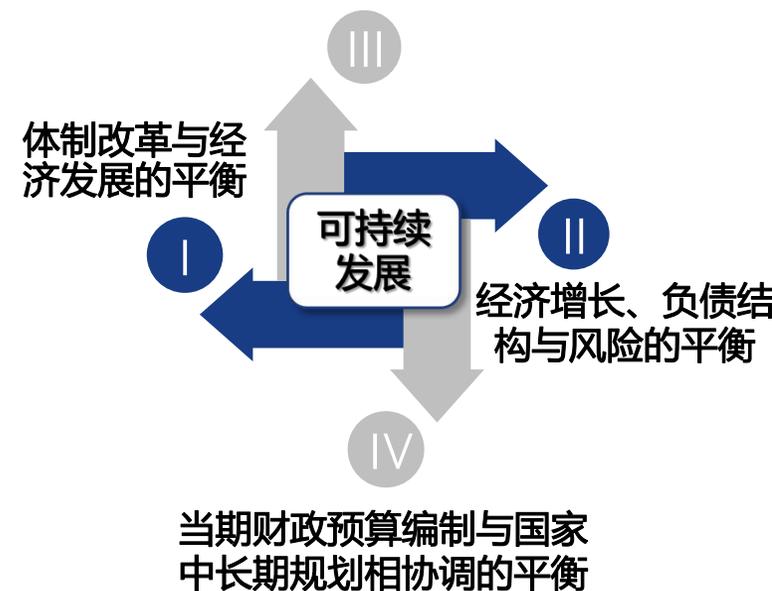
地方债务率已跃升至警戒线以上  
分子与分母间的矛盾进一步凸显



2022年地方债务余额TOP50地级市及债务率情况



政府短期目标与长期目标相协调的平衡



# 1. 体制改革与经济平衡

## 推进事权和支出责任改革

- ✓ 落实落细现有14个领域划分改革，不断拓宽领域范围
- ✓ 加速推进省以下改革，加大省级统筹、为基层减负
- ✓ 适当上移部分地方支出责任，缓解地方刚性支出压力

教育、社保、医疗等地方财政主要支出领域可继续上移事权、减轻支出压力

单位：亿元	2022年地方公共财政支出	接受转移支付规模	地方公共财政实际支出规模	支出责任按实际支出比例继续上移		
				5%	10%	20%
教育	37931	3893	34037	1702	3404	6807
社会保障和就业	35770	13221	22548	1127	2255	4510
医疗卫生与计划生育	22321	5307	17015	851	1701	3403
合计	96022	22422	73600	3680	7360	14720

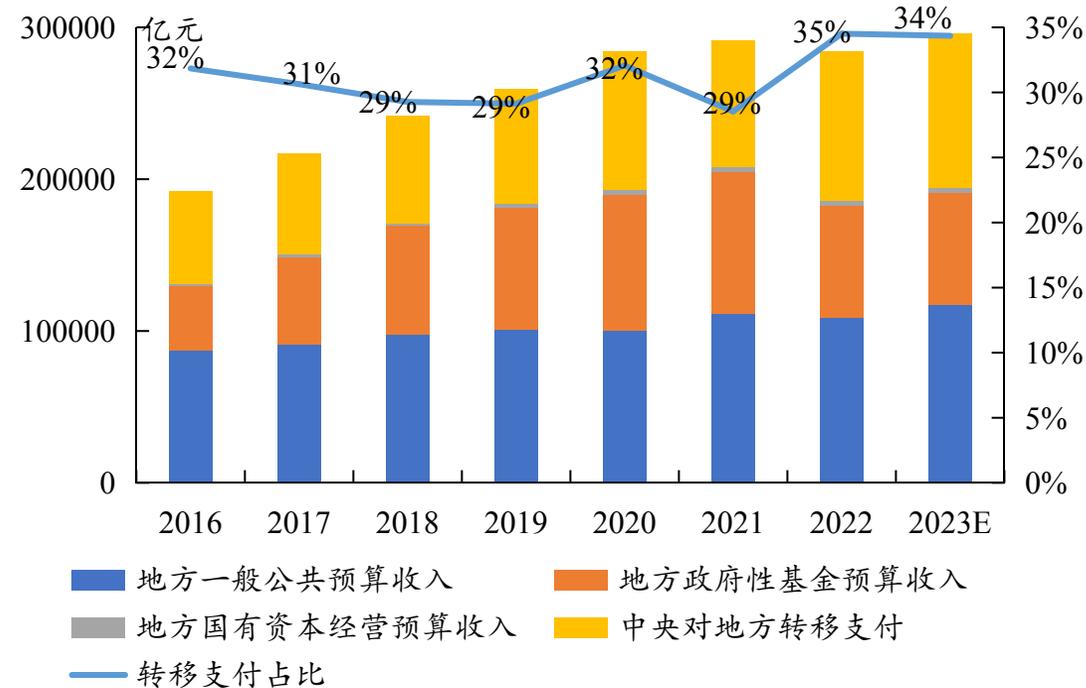
注：2022年财政决算报告未出，根据央地财政预算执行数据估算

## 向改革要财力 发展中解决问题

## 增厚地方政府财力

- ✓ 推进地方税体系建设及税制改革，合理培育新税源
- ✓ 充分发挥国有资本财政作用，扩大“第三本账”收入
- ✓ 中央合理增加转移支付，向欠发达地区、基层倾斜

国有资本预算占比较小，可加快盘活地方国企资源  
中央可继续增加转移支付，进一步推动财力下沉



## 2. 经济增长、负债结构与风险的平衡

政府债务规模与经济增长存在倒U型关系，关注债务扩张空间及可持续性，把握资产与负债的平衡

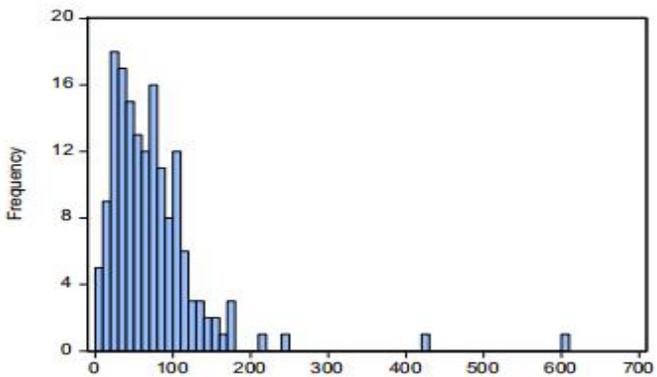
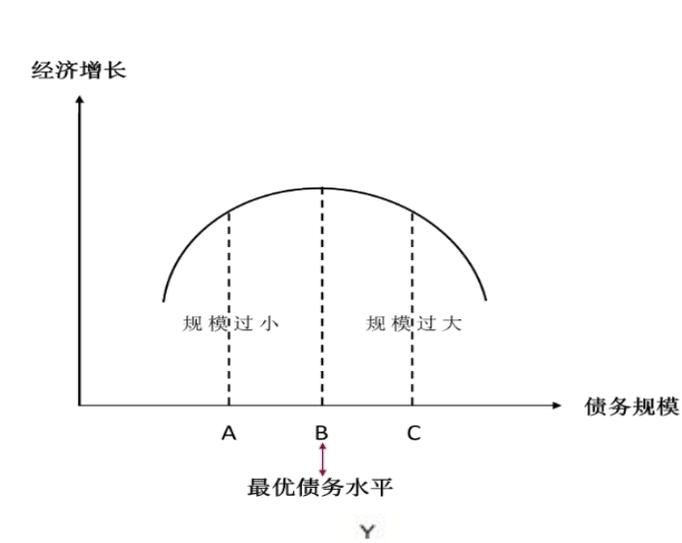
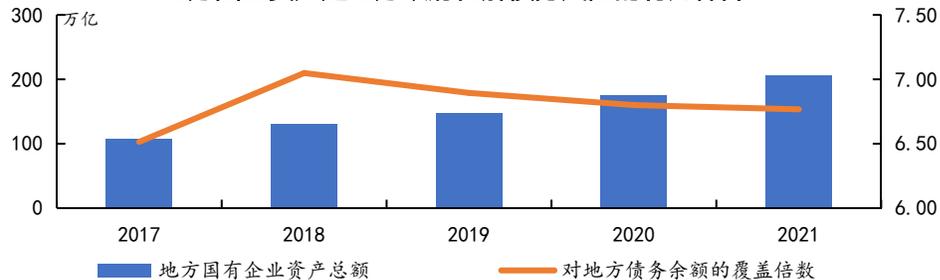


图 1 160 个违约样本点的债务阈值分布情况 (%)

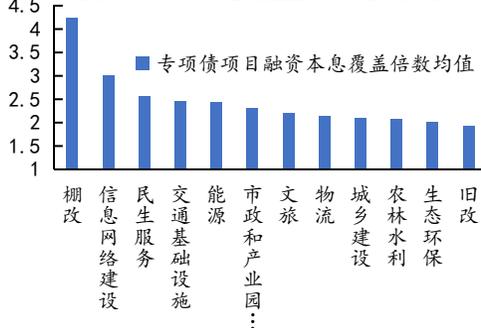
资产端：考虑GDP、综合财力以及地方政府拥有的庞大国有资产

地方国企资产是地方政府化解债务风险的有力保障

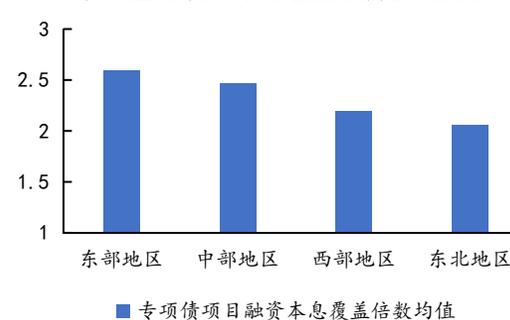


负债端：考虑政府债务规模以及当前债券资金投向领域多元化所带来的风险分化

不同领域项目本息覆盖倍数分化较大



不同区域项目本息覆盖倍数分化较大



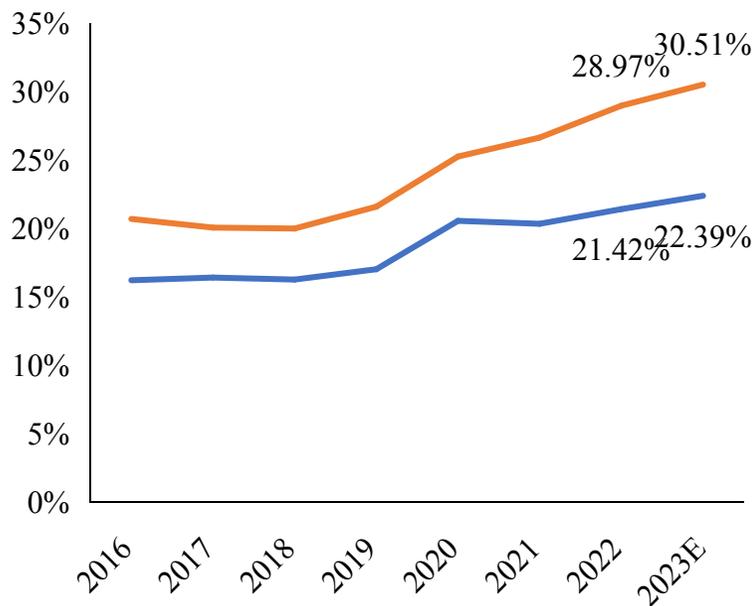
基于资产负债视角确定政府最优债务规模

## ➤ 注重债务结构与效率的平衡，提升政府“债务-资产”转化效率

中央政府

适度加杠杆

中央政府杠杆率有上升空间

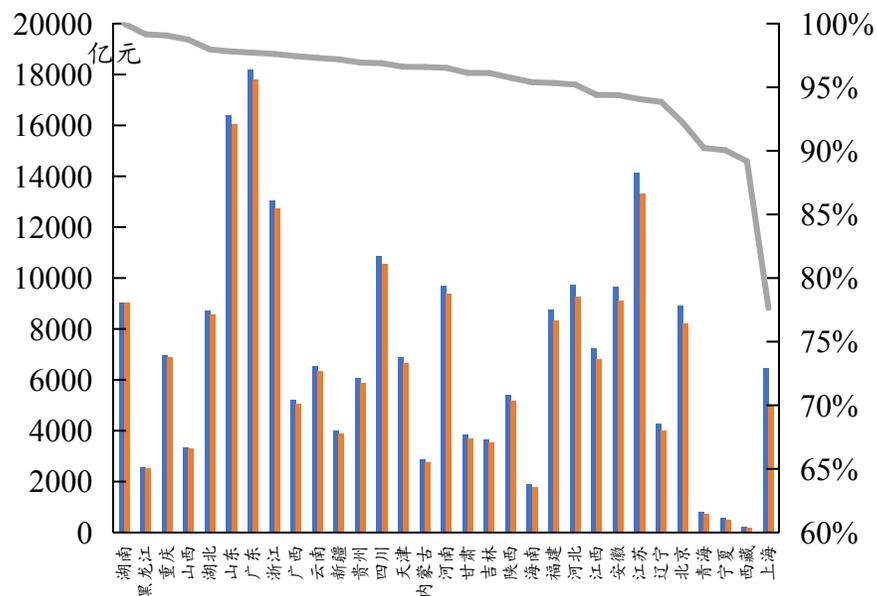


— 中央政府杠杆率  
— 地方政府显性债务杠杆率

地方政府

优化结构，提升效率

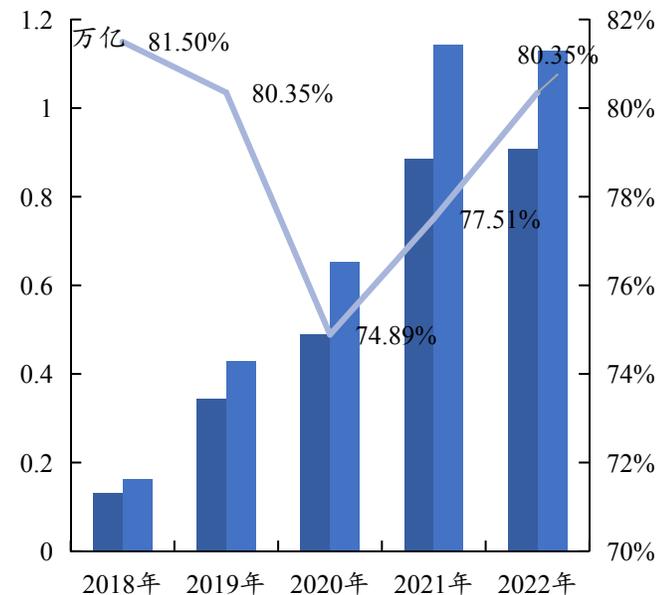
部分省份专项债限额使用不足



■ 地方政府专项债务限额 (亿元)  
■ 地方政府专项债务余额 (亿元)  
— 专项债务限额空间

- ①合理分配地方债务限额，优化发债结构（一般债与专项债）
- ②加强专项债“借用管还”管理，推动债务资产高效转化

专项债借新还旧比例持续上升，  
债券付息成本及后续利率风险增加



■ 再融资专项债发行规模 (偿还到期债券本金口径)  
■ 专项债到期规模  
— 专项债借新还旧比例 (右轴)

### 3. 政府短期目标与长期目标相协调的平衡

表：近三年《政府工作报告》相关表述比较

	2023年	2022年	2021年
专项债规模	3.8万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元
专项债投向领域	着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。	合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。提升新型城镇化质量。有序推进城市更新。加强县城基础设施建设。	优先支持在建工程，合理扩大使用范围。继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，提升县城公共服务水平。

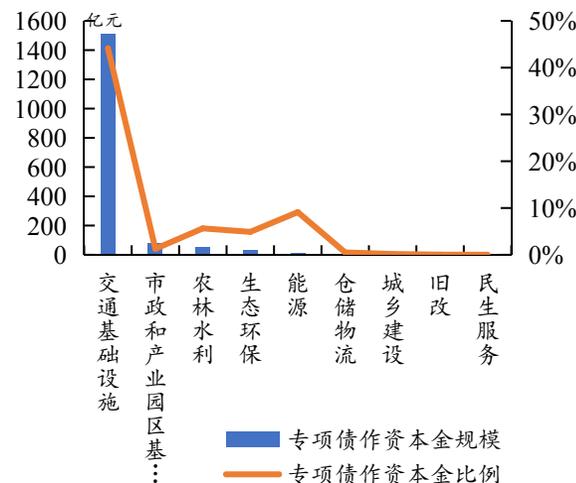
#### 短期注重促基建与稳增长

- 加快实施“十四五”重大工程
- 继续聚焦投资拉动大的领域
  - 交通、能源、水利等
- 加快消费基础设施建设
  - 物流、大型商超等
- 兼顾惠民生、补民生短板
  - 城市更新、医疗、康养、教育、文旅等
- 继续支持中小银行发展

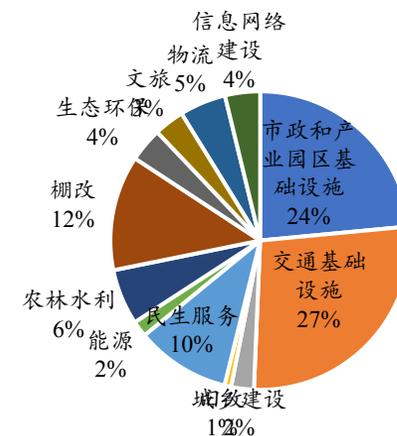
#### 长期注重调结构与促转型

- 积极落实国家重大规划
- 持续布局新领域寻找增长点
  - 新能源
  - 新基建
  - 新型城镇化建设
- 持续兼顾惠民生
- 合理拓宽更多用途

专项债资本金多用于交通、能源、水利等

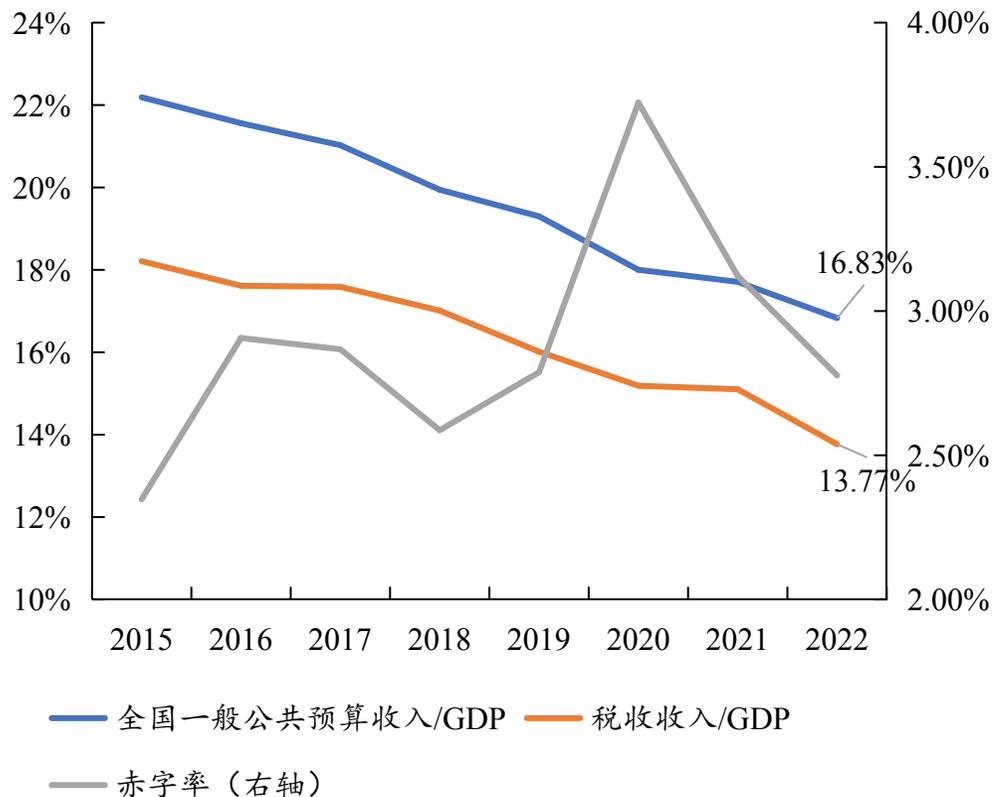


“债贷组合”项目多投向交通及市政基建

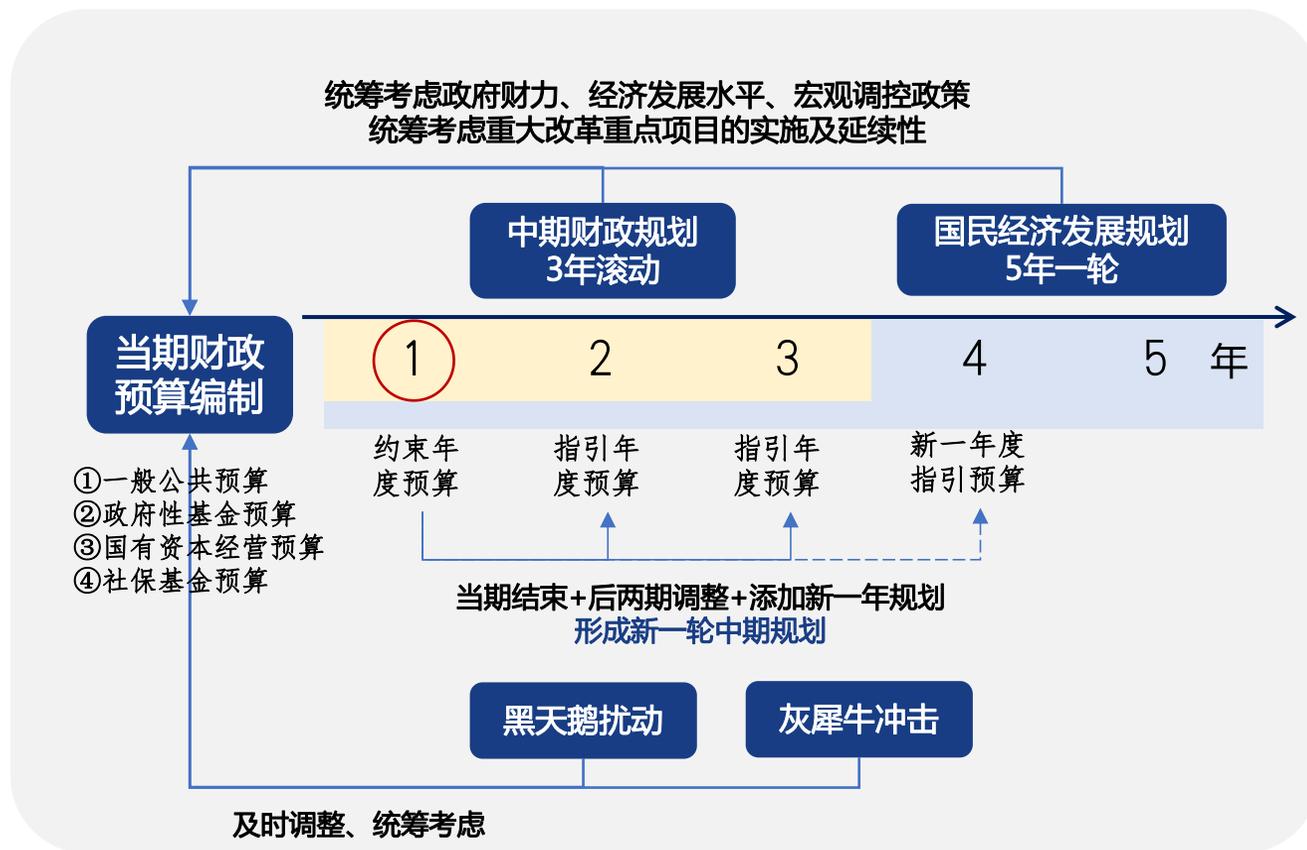


## 4. 当期财政预算编制与国家中长期规划相协调的平衡

近年来我国宏观税负下行  
财政可持续性水平有所减弱



财政可持续发展应推动完善更具前瞻性、灵活性的跨年度预算平衡机制





CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



## 建言“政府债务可持续发展”，《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》及CMF专题报告发布

7月12日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司、社会科学文献出版社联合主办CMF宏观经济热点问题研讨会（第71期）暨《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》发布会于线上举行。

本期论坛由中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长闫衍主持，聚焦“政府债务可持续发展”，来自学界、政界、企业界的知名经济学家孙晓霞、毛振华、王利民、李迅雷、张明、赵全厚、胡恒松、袁海霞、刘晓光联合解析。

论坛第一单元，财政部金融司原司长孙晓霞，中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家毛振华，社会科学文献出版社社长王利民致辞。

孙晓霞首先对《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》的出版表示了热烈的祝贺。她提出，政府债务规模增长要与经济增长形成良性循环，如果政府债务能够产生足够大的经济效益，债务风险就会相对收敛。债务资金的合理高效使用是保障债务可持续发展的基石，也是调节债务结构和债务规模的重要手段，需要从债务资金使用这一微观角度去探讨债务的可持续性发展。

毛振华表示，中国地方政府债务源于央地财权事权不匹配，其根源在于体制问题。一是行政体制，我国单一行政体制决定了在地方政府出现危机时，中央政府存在救助动机，一定程度上加深了地方政府对中央财政的依赖。近年来中央不断加大转移支付，在弥补地方财力的同时容易造成地方预算约束的软化，反向强化了地方政府举债投资的意愿。二是财政体制，我国央地财政关系纵向失衡，大量基建任务由财力不足的地方政府甚至基层政府承担，事权及支出责任的下放加速地方投融资的恶性循环。需将地方债务问题放到整个现代财政体制改革的框架下统筹考虑，向改革要财力，在发展中化解债务。

除了中长期持续深化改革外，还需要着眼于实现当下风险的软着陆，对于债务压力大、流动性不畅、丧失市场信心的区域，可在压实地方政府偿债主体责任的前提下合理利用中央资源，根据债务类型适当转移风险。

王利民首先对参与发布会的各位嘉宾表示衷心的感谢。他提出，近年来，宏观经济运行的“三重压力”增大，迫切需要发挥政府的作用来稳经济。《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》是系列蓝皮书的第三部，秉持专业客观的分析视角、紧密结合社会实践，对八类主要募投领域的地方政府专项债券展开了深入剖析，并对各个区域的地方政府债券特点进行了持续追踪研究，提供了不同省份地方债情况的详细分析。针对有效防范化解地方政府债务风险、助力地方债券市场高质量发展等进行了专业分析并提出了政策建议。在各位专家的支持下，未来中国地方政府债券蓝皮书的研创还会取得更加丰硕的成果，在更高层次上实现理论创新，并不断推动中国地方政府债券市场高质量发展。

论坛第二单元，中国人民大学国发院中国政府债务中心联席主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员、中诚信国际研究院执行院长袁海霞代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、 我国地方政府债券发展五大特点
- 二、 “债务-资产”转化效率不高——地方债发展面临结构与效率的四重错配
- 三、 地方债可持续发展需把握四个平衡

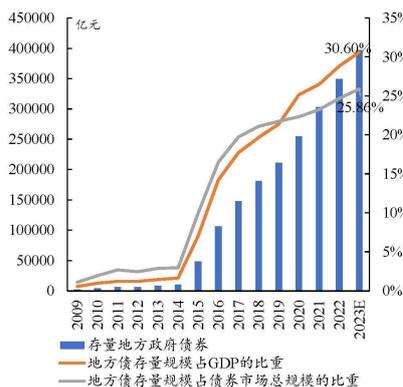
近年来，我国地方政府债务风险尤其是结构性风险较为突出，地方政府债券作为地方政府债务的重要构成，探讨其发展现状、面临的问题及可持续发展路径具有重要意义。

## 一、我国地方政府债券发展五大特点

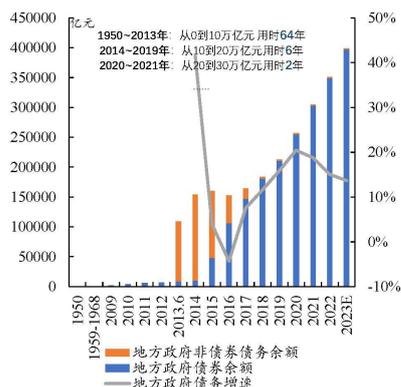
（一）历经十余年快速发展，地方债已成为我国债券市场第一大券种

## ■ 历经十余年快速发展，地方债已成为我国债券市场第一大券种

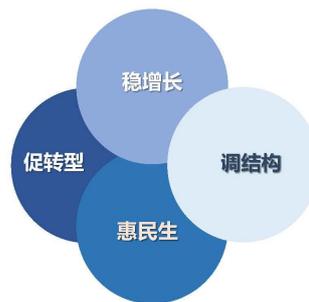
地方债存量规模将接近40万亿  
2017年5月起稳居债券市场第一大券种



地方债快速扩容推升地方政府债务规模



地方债持续发挥多元作用



数据来源: Wind, 中诚信国际区域风险数据库

自2009年启动发行以来，我国地方政府债券经历了“代发代还-自发代还-自发自还”三大阶段，于2017年5月成为我国债券市场最大的债券品种。2020年新冠疫情以来，仅用2年即实现存续规模从20万亿到30万亿的跨越，2023年末存量规模将接近40万亿，占债券市场总规模的比重或接近26%，占GDP比重或超过30%，持续发挥稳增长、调结构、惠民生、促转型等多元作用。在规模扩容的同时，地方债管理制度也不断完善，在债券发行、资金使用、风险防范等方面出台了一系列措施，持续推动地方债“借用管还”各环节持续运转。

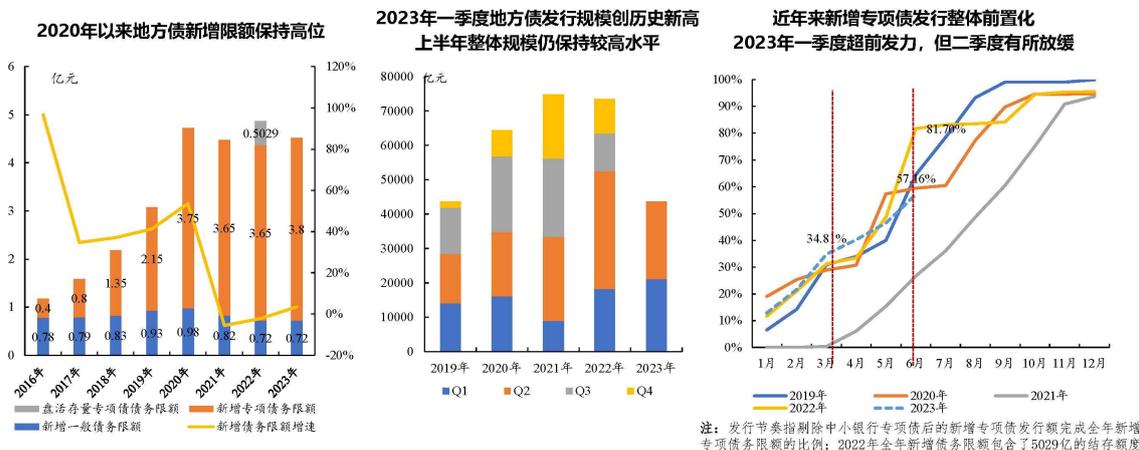
### (二) 目前地方债发展呈现五大特点

今年以来，积极财政“加力提效”要求下，作为宏观调控的重要手段，地方债在稳增长、促投资、保民生、扩内需等方面发挥了重要作用，其发展呈现出五大特点。

1、新增限额力度相比去年实际发行规模有所收缩，供给前置化但节奏相对偏慢，后续需加快新增专项债发行助力稳增长

## ■ 目前地方政府债券发展呈现五大特点

➤ 1. 作为积极财政的重要抓手，地方债发行注重逆周期调节，供给整体前置化



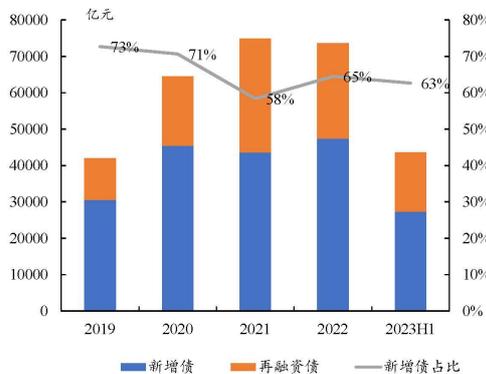
数据来源：Wind，中诚信国际区域风险数据库

今年地方债新增限额为4.52万亿元，其中专项债3.8万亿元，较上年小幅增加0.15万亿，但与去年实际发行的4.03万亿相比力度有所收缩；政策发力靠前的导向下，一季度地方债发行规模创历史新高，但二季度有所放缓，上半年共发行地方债4.37万亿元，同比下降16.80%，与去年相比节奏整体偏慢，伴随经济修复边际放缓，后续可加快新增专项债发行使用节奏，为下半年投资和消费需求形成支撑。

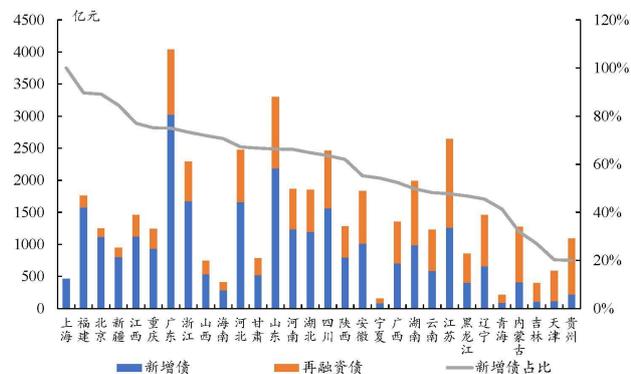
2、发行结构以新增为主，偿债压力较大地区再融资债占比较高

➤ 2. 发行结构整体以新增为主，偿债压力较大地区再融资债占比较高

近年来地方债发行结构以新增为主、占比超六成  
偿债及到期压力下再融资债占比有所上升



上海、福建等东部地区新增债占比较高  
财政偿还压力较大的贵州、天津等地再融资债占比较高



数据来源: Wind, 中诚信国际区域风险数据库

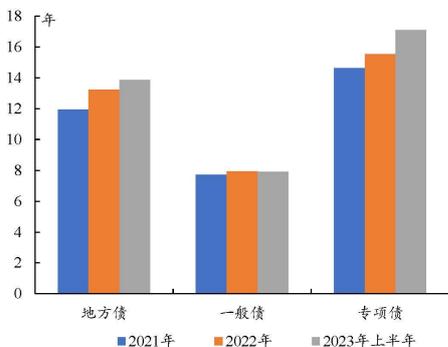
近年来地方债发行以新增债为主、占比超六成，但在偿还债务及地方债到期滚动压力下再融资债占比上升，上半年接近四成，全部用于偿还到期债券，贵州、天津、吉林、内蒙古等地再融资债占比较高。

3、发行更趋长期化，长年限债券占比上升

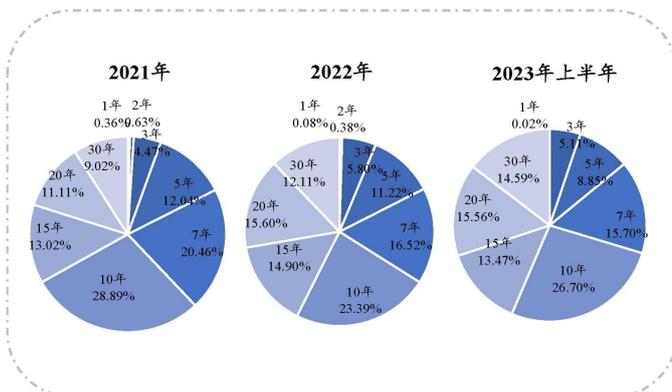
➤ 3. 匹配项目期限、发行长期化：十年及以上占比超六成

2021、2022、2023年上半年，十年及以上期限地方债占比分别为62%、66%、70%，长期化趋势延续。

近年来地方债发行期限持续长期化  
专项债发行期限延长幅度较大



地方债发行期限以十年及以上期限为主  
且近年来占比持续抬升



数据来源: Wind, 中诚信国际区域风险数据库

上半年发行的地方债中，10年及以上期限合计占比70%，较上年全年抬升约4个百分点，发行更趋长期化，与项目期限更为匹配。

#### 4、发行更加市场化，逐步探索定价基准“换锚”



#### 4. 注重市场化改革、利率市场化：利率变轨定价空间放开

地方债发行市场化水平持续提升



2023年上半年各省地方债上浮利差均在15BP以内且差异较为明显



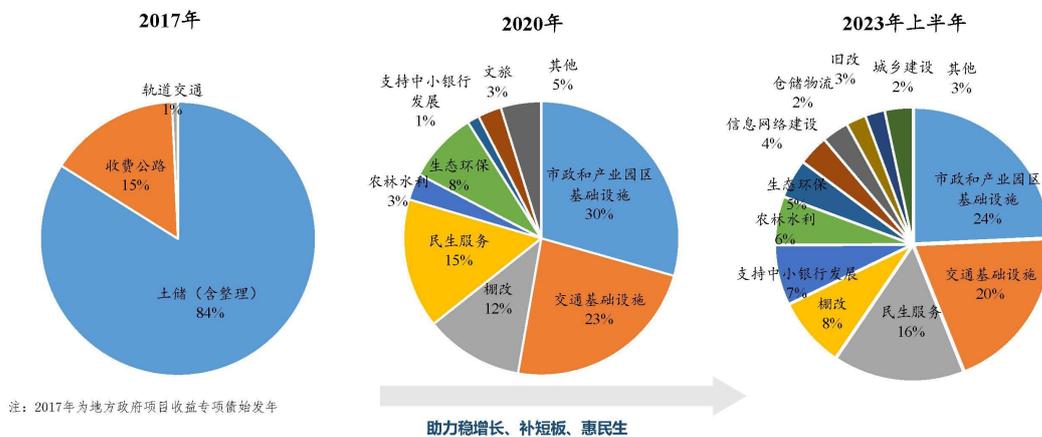
数据来源：Wind, 中诚信国际区域风险数据库

在陆续经历各省地方债发行利差突破较招投标前5日同期限国债上浮40bp、25bp的隐性限制后，地方债发行定价参考基准开始向地方债收益率曲线调整，投标区间下限有所下降，市场化定价空间进一步加大。上半年各省地方债发行利差均在15bp以内，且各地利差差异较为明显，更加合理反映区域信用差异。

#### 5、募投更加多元化，持续聚焦稳增长、补短板

➤ 5. 聚焦稳增长、补短板，募投多元化：募投领域持续拓宽

近年来地方政府专项债投向领域不断拓宽



数据来源：Wind，中诚信国际区域风险数据库

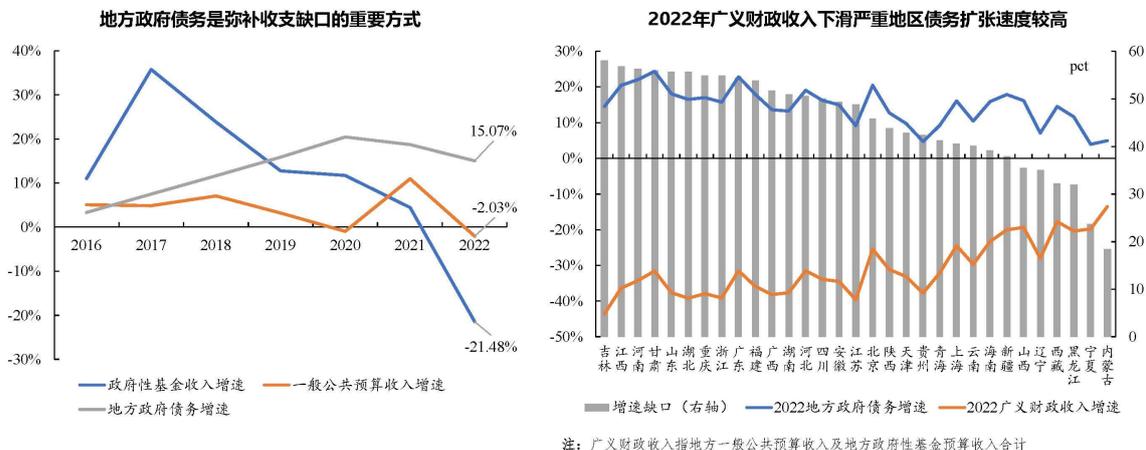
稳增长需求下，专项债重点支持对投资拉动明显的领域如交通、水利等，持续发挥稳基建、促投资的作用，同时募投领域不断拓宽，逐步加大对消费、新能源、新基建领域的支持，进一步助力补短板、扩内需。

二、地方债发展面临结构与效率的四重错配，“债务-资产”转化效率不高

1、债务扩张中付息压力上升，与地方财力存在一定错配，影响财政长期可持续性

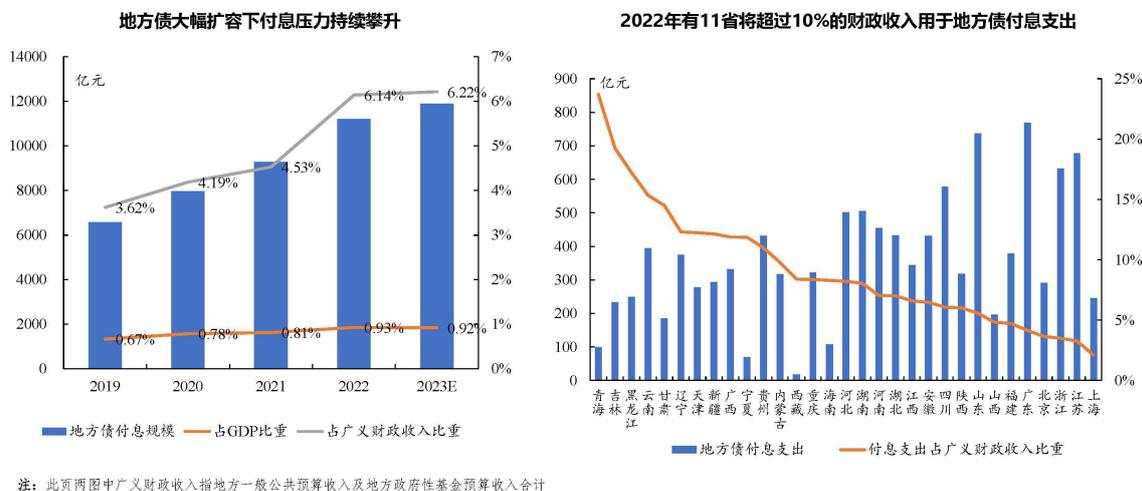
## ■ 1. 债务扩张中付息压力上升，与地方财力存在一定错配，影响财政长期可持续性

➤ 逆周期调控下地方政府债务是弥补收支缺口的重要方式，财力下滑严重地区债务扩张速度较高



数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库

## ➤ 债务扩张中付息压力成为预算硬约束，青吉黑等财力薄弱地区偿债压力大



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

地方政府债务是弥补财政收支缺口的重要方式，但债务扩张中持续上升的付息压力也逐步成为地方政府财政预算硬约束，财力薄弱区域更为承压。近年来，受疫情反复冲击、房地产市场深度调整、大规模减税降费等影响，地方财政大幅减收，2022年地方政府一般公共预算收入、政府性基金收入合计下滑10.95%，出于“六稳六保”的需要，地方债大幅扩容，地方政府债务增速持续超过15%。然而，债务扩张中财政付息压力不

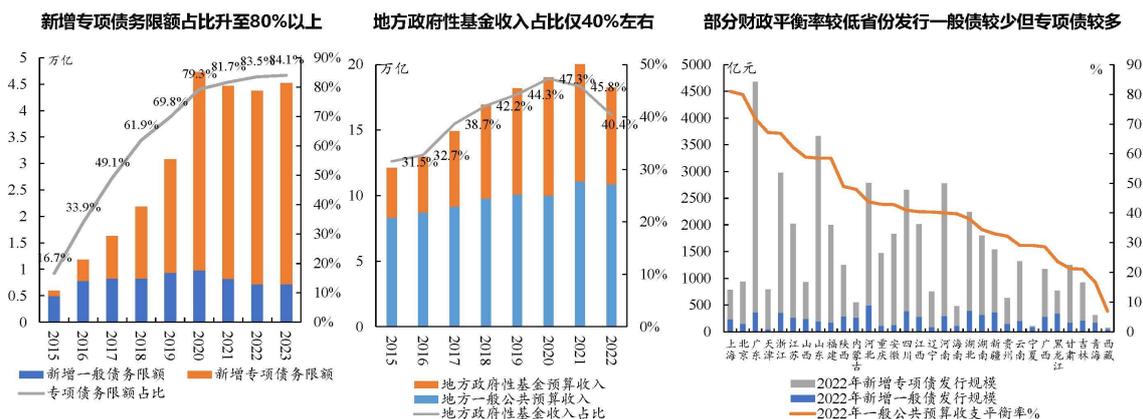
断上升，2023 年地方债付息规模将达 1.19 万亿元，占地方广义财政收入的比重或达 6.22%，考虑隐性债务后的付息支出占比约 20%。财力薄弱地区财政付息压力更大，2022 年已有 11 省将超过 10% 的财政收入用于地方债付息，青吉黑等区域比例更高，若加上隐性债务后付息压力更不容忽视，2023 年上半年 5 省城投债借新还旧比例高达 100%，均为西部及东北省份。整体看，债务付息是衡量其可持续发展的重要指标，付息压力的增加将加大债务可持续发展的难度。

## 2、债务结构与发展需求存在一定错配，影响地方财政支出效率



### ■ 2. 债务结构与发展需求面临一定矛盾，降低地方财政支出效率

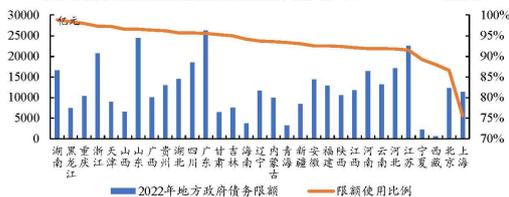
➤ 一般债与专项债结构待优化，与政府财力及三保压力不匹配



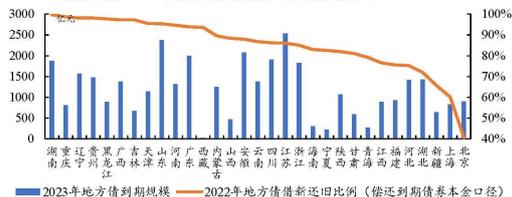
数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库

➤ 新增债与再融资债结构待优化，与发展需求、债务滚动压力不匹配

31省对地方债限额的使用比例差异较大，在75%-99%之间



到期压力下23省地方债借新还旧比例超过80%



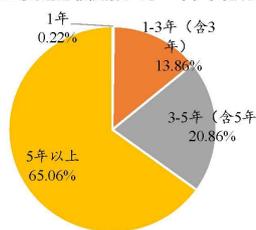
优质项目储备不足易导致资金闲置及挪用，且加剧债务滚动压力

◆ 审计署：2022年有47个地区违规挪用157.98亿元专项债；5个地区虚报33个专项债项目支出进度，至2022年底有60.27亿元结存未用

◆ 若按闲置及挪用资金比例0.54%估算：

- 2022年：共218.25亿元闲置或挪用，按当年新增专项债3.16%平均利率估算，1年需支付6.9亿元利息
- 2023年E：约205亿元闲置或挪用，按当年新增专项债3.12%平均利率估算，1年需支付6.4亿元利息

2022年超六成再融资地方债期限大于5年，面临较大付息压力



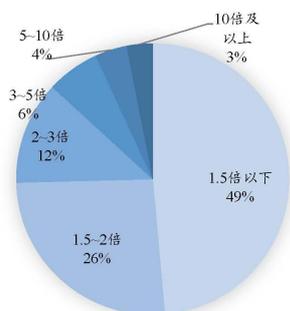
数据来源：Wind，财政部，中诚信国际区域风险数据库

在地方债持续扩容的同时，其内部结构产生失衡，与地方经济发展需求、财力水平出现错配。一是一般债与专项债结构待优化。目前地方债存量中专项债占比超60%，地方债新增债务限额中专项债占比超80%，而其对应的政府性基金收入占广义财政收入的比重仅40%，一定程度上影响财政的长期可持续。同时，部分财政平衡率较低省份专项债额度较高但未完全使用，一般债额度较低、无法完全弥补收支缺口，且由于缺少专项债和一般公共预算之间的“防火墙”，专项债易被挪用于基本支出，影响财政整体支出效率。二是新增债与再融资债结构待优化。各地对债务限额的使用比例差异较大，部分地区建设需求高但新增额度低，可能影响区域经济发展，而部分区域项目储备不足、难以匹配新增额度，如福建、山东等省曾披露该问题，这种情况易导致资金闲置及挪用且进一步加剧债务滚动压力；此外贵州、天津等省债务滚动需求较高，再融资债发行或制约新增债及时发行，较高的借新还旧比例或加大偿还压力。

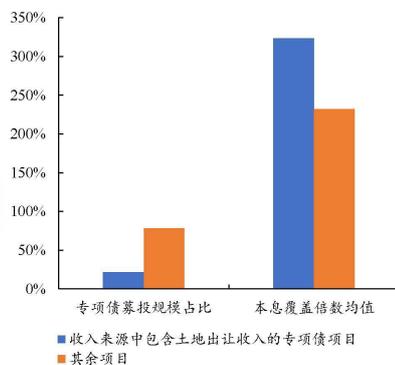
3、项目收益与资金性质存在一定错配，项目偿还面临不确定性

### ■ 3. 项目收益与债券资金性质存在一定错配，项目偿还面临不确定性

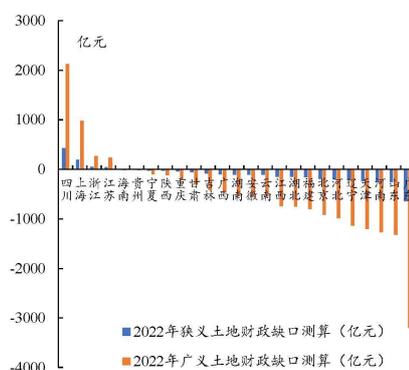
2022年有超七成  
专项债项目本息覆盖倍数不足2倍



2022年超两成专项债  
投向土地偿还类项目



除江浙沪外其余省份土地财政缺口凸显  
广东、山东、河南、天津等地缺口较大

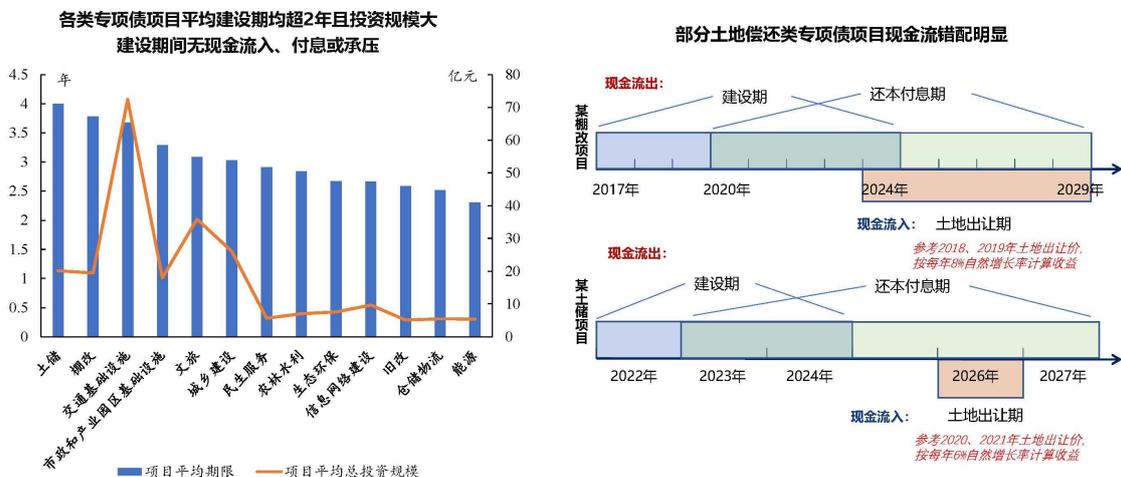


数据来源：中诚信国际地方政府专项债项目库，中诚信国际区域风险数据库

近年来随着专项债规模持续扩容、募投领域不断丰富，回报率较高的存量优质项目逐渐被消化，专项债资金越来越多的用于没有多少经济收益的公益性和基础性项目，2022年有超七成项目本息覆盖倍数不到2倍，有效项目储备不足、债券资金闲置挪用、用途调整频繁等问题显现，“债务-资产”转化效率偏低。此外，有超两成专项债项目偿还较为依赖土地出让收入，考虑到当前土地市场持续低迷，2022年除江浙沪外其余省份土地财政缺口凸显，广东、山东、河南、天津等地缺口较大，土地偿还类项目可能难以自求平衡，面临偿还不确定性。

### 4. 期限结构与现金流待进一步匹配，项目付息持续承压

#### ■ 4. 期限结构与现金流待进一步匹配，项目付息持续承压



数据来源：中诚信国际地方政府专项债项目库，中诚信国际区域风险数据库

大多数基建项目客观上具有公益性强、投资回收周期长、收益尤其是前期收益偏低的特点，易出现成本与收益不匹配、投资期限结构与债务期限结构错配问题。以专项债项目为例，部分项目建设期较长、前期投入规模较大，现金流入与本息支付时点存在错配，尤其对于土储、棚改等主要依赖土地出让收入偿还的项目而言，项目平均建设期限在各类专项债项目中居前列，但土地出让收入一次性实现且时点面临更大的不确定性，较难覆盖项目支出及债券利息。

### 三、地方债可持续发展需把握四个平衡

## ■ 地方政府债券可持续发展需把握四个平衡

» 当前我国正处于财政收支紧平衡、地方政府债务结构性风险突出、经济稳增长与结构转型的发展阶段；未来地方政府债券“借新还旧”需与发展阶段相匹配，其可持续发展需重点把握四个平衡

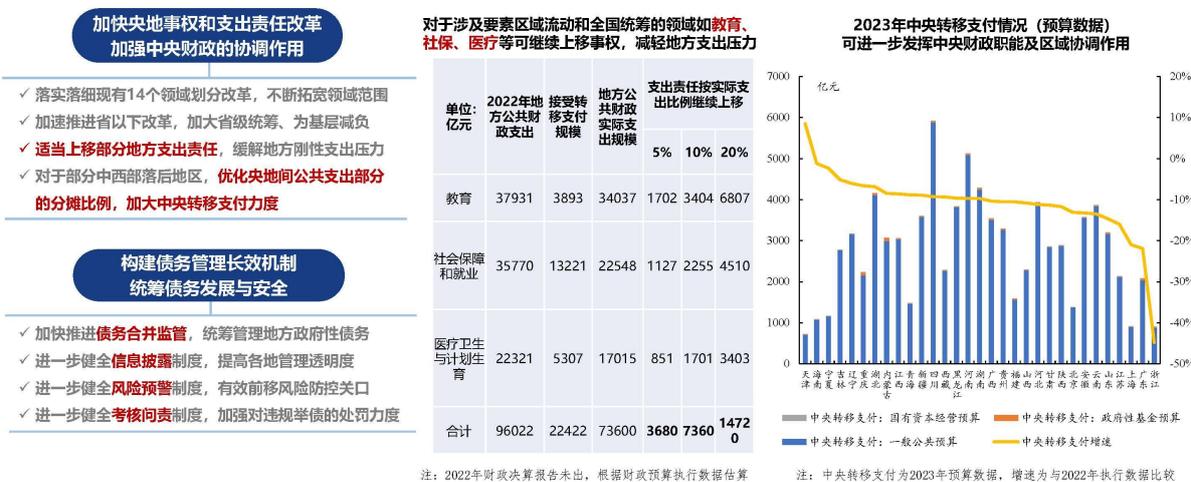


数据来源：中诚信地方债务通小程序，中诚信国际区域风险数据库

当前，我国正处于经济稳增长与结构促转型、财政收支紧平衡，地方政府债务结构性风险突出的关键时期。在此背景下，对于专项债资金效率的提升和债务可持续发展的需求也很高。未来地方政府债券的可持续发展需要重点把握四个平衡：

## 1、体制改革与债务安全的平衡

### ■ 1. 体制改革与债务安全的平衡



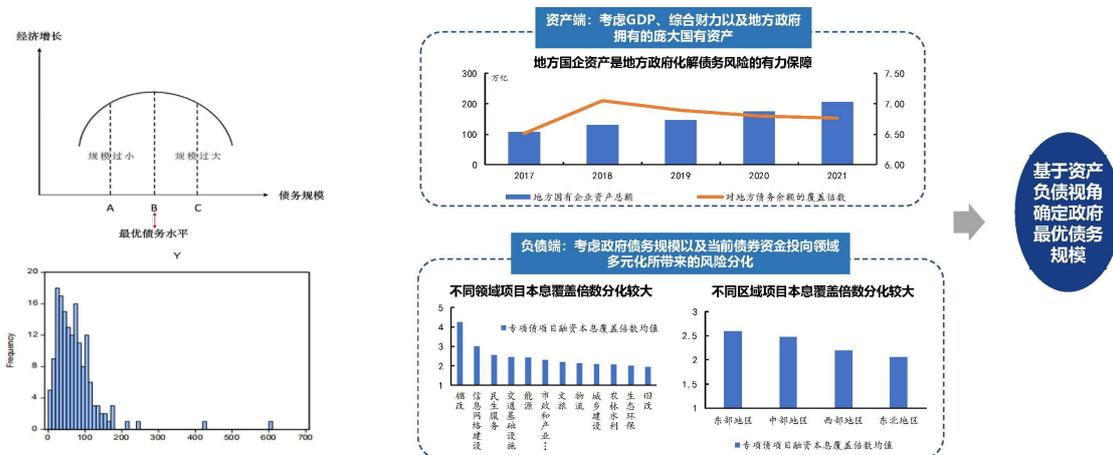
数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库，中诚信国际整理

地方债务问题源于地方政府财权事权的不匹配，尤其是疫情三年来地方政府减收严重，但基层“三保”等刚性支出明显增加，财政收支矛盾进一步加剧。需从根本上推进财税体制改革，加快央地事权和支出责任改革，加强中央财政的协调作用。落实落细现有 14 个领域央地事权与支出责任划分改革，并不断拓宽领域范围，对于涉及要素区域流动和全国统筹的领域如教育、社保、医疗等，可继续上移事权、减轻地方刚性支出压力；此外对于部分中西部落后地区，需优化央地间公共支出部分的分摊比例，加大中央转移支付力度。同时，加快构建地方债务管理长效机制，保障债务安全。一方面，需加快推动债务合并监管，统筹管理地方政府性债务，在透明的监管制度下合理引导和稳定市场预期。另一方面，短期需持续推进存量债务化解，通过地方债置换、债务重组等“以时间换空间”缓释风险，必要时可对债务进行分类甄别、开展新一轮由中央政府加杠杆的大规模、有序透明的地方债务置换；与此同时，还应适当提升对隐性债务的容忍度，研究动态调整“红橙黄绿”标准、间接放松融资平台融资限制，使得风险化解与增长需求相匹配。此外，还需从信息披露、风险预警、考核问责等方面完善制度保障，进一步强化地方政府治理能力建设，保障债务安全。

## 2、经济增长、负债结构与风险防控的平衡

### 2. 经济增长、最优债务与风险防控的平衡

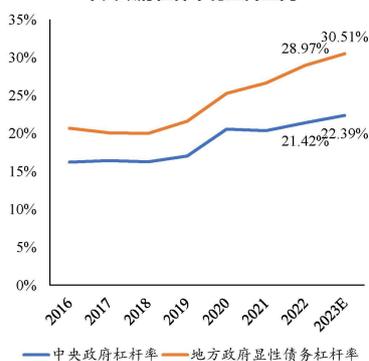
➤ 政府债务规模与经济增长存在倒U型关系，关注债务扩张空间及可持续性，把握资产与负债的平衡



➤ 注重债务结构与效率的平衡，提升政府“债务-资产”转化效率

中央政府 适度加杠杆

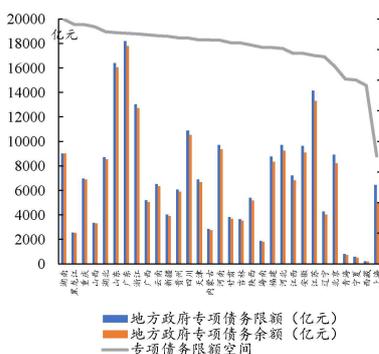
中央政府杠杆率有上升空间



地方政府 优化结构，提升效率

- ①合理分配地方债务限额，优化发债结构（一般债与专项债）
- ②加强专项债“借用管还”管理，推动债务资产高效转化

部分省份专项债限额使用不足



专项债借新还旧比例持续上升，债券付息成本及后续利率风险增加



数据来源：Wind，中诚信国际整理

从理论上来说，政府债务规模和经济增长呈现“倒U型”关系。因此，在考虑未来债务的扩张空间时，要从资产负债的角度合理把握债务增量，并在此基础上做好债务结构的优化和资金使用效率提升。一方面，合理把握经济增长与政府债务的关系，基于“资产-负债”视角界定未来债务的扩张空间。资产端应充分考虑GDP、综合财力、地方国企资产三者对债务的承载能力，重视地方政府拥有的庞大国有资产对化解债务风险的保障作用；负债端不应仅考虑政府债务规模，还需关注当前债券资金投向领域多元化及不同区域债务使用效率等带来的风险分化。另一方面，注重债务结构与效率的平衡，提升政府“债务-资产”转化效率。目前我国中央政府仍有加杠杆空间，可适当提高国债占比；地方政府应进一步优化债务结构，合理分配债务限额，并加强专项债“借用管还”管理，推动“债务-资产”高效转化。

3、政府短期目标与长期目标相协调的平衡

### 3. 政府短期目标与长期目标相协调的平衡

表：近三年《政府工作报告》相关表述比较

	2023年	2022年	2021年
专项债规模	3.8万亿元	3.65万亿元	3.65万亿元
专项债投向领域	着力扩大国内需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活消费恢复。政府投资和财政资金要有带动全社会投资今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展所长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。	合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施。继续推进地下综合管廊建设。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。提升新型城镇化质量。有序推进城市更新。加强县城基础设施建设。	优先支持在建工程，合理扩大使用范围。继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区5.3万个，提升县城公共服务水平。

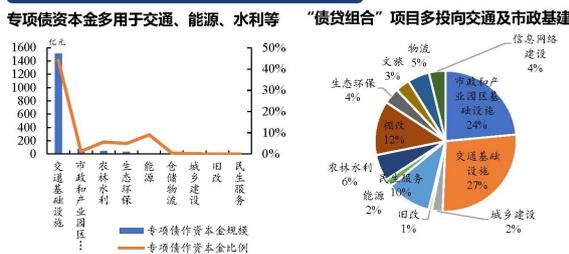
#### 短期注重促基建与稳增长

- 加快实施“十四五”重大工程
- 继续聚焦投资拉动大的领域
- 交通、能源、水利等
- 加快消费基础设施建设
- 物流、大型商超等
- 兼顾惠民生、补民生短板
- 城市更新、医疗、康养、教育、文旅等
- 继续支持中小银行发展

#### 长期注重调结构与促转型

- 积极落实国家重大规划
- 持续布局新领域寻找增长点
- 新能源
- 新基建
- 新型城镇化建设
- 持续兼顾惠民生
- 合理拓宽更多用途

#### 持续发挥政府投资引导作用，加大投资撬动



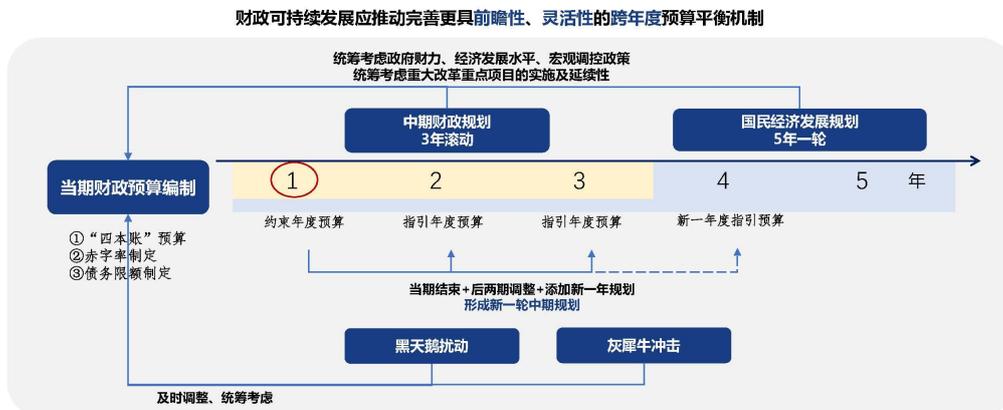
数据来源：《政府工作报告》，中诚信国际专项债募投项目库，中诚信国际整理

当前经济修复面临较大挑战，稳增长仍是宏观调控政策重点，地方债作为基础设施建设的重要资金来源，募投领域应持续聚焦促基建与稳增长。短期来看要注重促基建与稳增长，围绕投资拉动作用较大的交通、能源、水利等领域继续发力，并向惠及面广的消费、民生等领域倾斜；中长期来看要注重调结构与促转型，为加快构建新发展格局、推动高质量发展，地方债募投应持续围绕新基建、新型城镇化等领域寻找新的增长点，适应更多新的发展需求。此外，需发挥好专项债“四两拨千斤”的作用，加大专项债作资本金应用，并加强金融机构融资支持力度，进一步扩大有效投资。

### 4. 当期财政预算编制和国家中长期规划相协调的平衡

#### ■ 4. 当期财政预算编制（债务可持续发展）与国家中长期规划相协调的平衡

➢ 近年来我国宏观税负下行，债务压力持续加大，财政可持续性水平有所减弱



数据来源：中诚信国际整理

近年来经济下行压力不断加大，大规模减税降费等措施陆续落地，宏观税负持续下行，债务压力持续加大，尤其是付息压力大幅抬升，多地借新还旧比例高达 100%，财政可持续性下滑。为保障财政与债务的可持续发展，应从更长周期的视角来推动完善更具前瞻性、灵活性的跨年度预算平衡机制。在编制财政预算、确定债务规模时，一方面需结合中期财政规划、国民经济发展规划统筹考虑政府财力、经济发展水平、宏观调控政策，以及重大改革重点项目的延续性；另一方面也需增强对突发事件的应变能力，提升财政预算编制的灵活性，留足应对空间。

总结来说，近年来地方政府债券快速发展，已经成为了债券市场第一大券种，也在宏观调控中发挥着稳增长、调结构、惠民生、促转型的重要作用。但在其发展的过程中，由于结构和效率等方面存在着“四重错配”，导致地方政府债券资金由债务向资产的转换效率不高。为了促进政府债务可持续高质量发展，需要在结构性风险突出的当下把握好中长期体制改革和短期债务安全，经济增长、负债结构和风险防控等四个平衡。未来，地方政府债券还会继续发挥促进短期经济修复和长期经济可持续发展的作用，希望通过其高质量发展，促进经济社会的可持续良性循环。

论坛第三单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“当前地方政府债务的特点、如何推动地方政府债务可持续发展”等问题展开讨论。

中泰证券首席经济学家**李迅雷**认为，当务之急是要降低地方政府广义债务的融资成本，这对地方债可持续发展是有好处的。总体来看，当前地方政府产业引导基金缺乏监管，缺乏评估机构和监督机构考察它的专业性水平。要通过产业引导基金用增量的钱来撬动民间新投资，通过国企改革动用地方存量国有资产来吸引增量民间资本。

中国经济下一步的发展主要靠政府加杠杆。地方政府债务可持续发展不是指一定要降低债务规模，而是指要优化债务结构，降低债务成本，债务支出要更加合理。

中国社科院金融研究所副所长**张明**指出，当前中国地方政府债务有三大特点：1) 即使采用最宽口径的地方政府隐性债务估算方式，中国政府总债务依然处在可控区间；2) 政府债务结构有严重问题，债务成本比发达国家高出太多；3) 不同地区的地方政府债务具有很强的异质性。

化解地方政府债务问题的思路为：**防止增量，化解存量**。总体原则是，一旦地方债务违约有进一步蔓延和升级的可能性，中央政府应该及时介入，介入方式应该具有很高的透明度和市场化，既避免羊群效应，同时还要给爆发危机的地方政府一定形式的惩戒以克服道德风险。

中国财政科学研究院金融研究室主任**赵全厚**认为，专项债制度仍存在有效性，下一步应重点围绕着其产生风险的原因和不可持续的原因对其进行修正。专项债的逆周期功能应更多地“上扬”，即通过中央政府加杠杆来进行短期内的逆周期宏观调控。

下一步，不仅要拓宽专项债券的应用领域，也要通过创新品种让市场主体介入专项债实施领域，让这些专项债券项目既能为新旧动能转换服务，也能助力传统公共基础设施的科技赋能和信息赋能。此外，应通过盘活公共领域的存量资产，吸引竞争性领域的资本，从而减轻资本过剩的压力。

财达证券副总经理**胡恒松**指出，当前地方政府债券发行规模创新高，很多项目存在无中生有、过度包装等问题。由于专项债不受赤字率约束，很可能形成实质性债务。由于审核主体增多，审核链条变长，导致资金使用效率降低，这是专项债目前存在的主要问题之一。

城投举债是为了满足区域经济发展的需要，因此没有必要“谈城投债色变”。经济政策的周期性波动和监管的割裂性是导致城投债务问题的重要原因之一。对此，应优化分税制，给予地方更多的资源和机会，帮助其快速偿还债务。

发行专项债可能是全国地方政府债务问题的解决方式。建议国家发改委和财政相关部门对专项债券资金的使用和项目后续管理制定明确的文件。某些地区只能借新还旧，不能新增债务，要逐步化解存量债务。

中国人民大学国发院中国政府债务中心联席主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘晓光**认为，中国政府债务增长存在两个动力机制，一是宏观调控，在逆周期调节的背景下政府债务一定会增加；二是过去十几年的土地财政机制。

债务可持续发展有两个标准：一是财务标准，即能否按时还本付息；二是经济标准，即地方政府债务的使用效率。当前，为了防范政府债务风险而极力控制政府债务，会造成政府、企业、家庭抢跑资产负债表修复的状况，不利于经济恢复。**政府的资产负债表修复一定要在企业和家庭之后，才有可能使宏观经济回到潜在的增长轨道上。**

# 孙晓霞：注重结构、提高质效，推动政府债务与经济增长良性循环

孙晓霞 财政部金融司原司长

以下观点整理自孙晓霞在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 71 期）上的发言

很高兴参加 CMF 宏观经济热点问题研讨会暨《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》发布会，与大家一起探讨政府债务可持续发展问题，并共同见证 2023 年度地方债蓝皮书的发布。

CMF 是中国宏观经济研究领域最有影响力的智库之一，2023 年度地方债蓝皮书的发布，能有幸与 CMF 研讨会相结合，相信对扩大蓝皮书的影响力将起到积极的促进作用。在此，我谨向 CMF 表示衷心的感谢，并向蓝皮书的编著单位——中诚信国际信用评级有限责任公司，出版单位——社会科学文献出版社表示热烈的祝贺！

近年来，我国地方政府债务保持较快增长，债务余额从 2019 年底的 21.1 万亿元增加到 2022 年底的 35.1 万亿元，三年间增长了 66%，对稳投资、扩内需、补短板发挥了重要作用。在实现稳增长目标的同时，我们也面临着地方债务规模膨胀较快，债务压力上升的问题，债务风险成为日益关注的热点问题。债务风险与债务可持续发展是问题的一体两面，结合今天会议的主题，我想就实现政府债务可持续发展，谈几点看法，与大家交流探讨。

一是从宏观上，要注重债务规模与经济增长的平衡。政府债务规模增长要与经济增长之间形成良性循环，如果政府债务能够产生足够大的经济效益，增强经济发展后劲，经济规模越来越大，债务风险就会相对收敛，那么债务是件好事。因此，理论上最优债务规模的讨论，认为存在最优的债务率，能使得经济增长达到最大值。但现实情况往往更为复杂，政府很难确定最优的债务规模，更难将债务维持在一定规模上，不断发生的债务危机便是例证。这就要求债务规模要适度可控，要对举债保持科学谨慎的态度，避免债务规模的无序膨胀。目前，我国显性债务风险总体可控，2022 年政府负债率（法

定债务余额与国内生产总值之比)控制在50%左右,低于国际通行的60%警戒线,也低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平,我们更需关注的是隐性债务规模及其风险的防范和化解。

二是从中观上,要注重债务结构问题。债务的可持续还与债务结构息息相关,从期限上看,如果短期债务占比高,政府的再融资压力大,容易受融资条件变化的冲击,出现流动性风险。从性质上看,我国中央政府债务相对较少,地方政府债务比较多,地方政府债务中一般债少,专项债多。截至2022年底,我国政府债务余额为60.94万亿元,其中国债余额25.87万亿元,占比42%,地方债余额35.07万亿元,占比58%,这个比重结构与多数发达国家的情况明显不同,从中央层面看我国财政扩张还有一定空间,未来可考虑增加全国一般公共预算赤字,主要用于增加经常性支出。由于地方专项债用于有一定收益的公益性投资项目,在实践中,近年来很多专项债项目并没有太多收益或者说收益递减,未来可以考虑增加一般债比重,适当增加地方预算赤字,发行地方一般债弥补,并只能用于资本性支出。

三是从微观上,要注重债务资金的用途以及使用质量效益。债务资金的合理高效使用是保障债务可持续的基石,也是调节债务结构和债务规模的重要手段。债务可持续性需要从债务资金使用这一微观角度去进行探讨和设计指标。从债务资金使用角度分析债务可持续性,就是从微观层面关注债务融资和偿债能力的关系,债务资金只有用于投资性支出,而不是消费性支出,才会相应形成资产和现金流收益,从而进行相应的债务偿还。债务资金的投向及其使用质量、效益的不同,会对未来债务偿还能力产生不同的影响,因此,我们一方面需要区分不同用途债务资金,如基础建设投资、公共教育医疗建设投资等的短期和长期收益情况,以及对经济结构的作用,也需要长期跟踪监督对应项目的落实和效益等情况,实现债务资金使用的提质增效。

最后,我要感谢为蓝皮书倾注了大量精力和心血的所有作者、编者和出版者,同时感谢一直以来给予蓝皮书关注和支持的各界人士!蓝皮书至今已连续三年编撰出版,既是地方债领域一项重要的研究成果,也形成了一个特色品牌,希望蓝皮书在大家的努力下,未来越办越好!

# 毛振华：地方政府债务：关注底层逻辑，推动债务良性循环

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第71期）上的发言

当前地方政府债务风险整体可控，但面临较为突出的结构性、区域性问题，为保障地方债务可持续发展，需从根本上持续深化现代财政体制改革，向改革要财力，同时也需着眼于实现当前风险的软着陆，加快构建政府债务良性循环。

## 一、地方政府债务问题源于央地财权事权不匹配，其根源在于体制问题

**一是行政体制。**不同于美国等联邦制国家，中国实行单一行政体制，虽然法律未明确规定上级政府对下级政府债务承担连带责任，但当地方政府出现债务危机时，中央政府负有一定道义责任、存在救助动机。这种体制可能在一定程度上加深地方政府对中央财政的依赖，如2014年《预算法》修订案出台前，“中央财政兜底”预期下地方政府超越财力搞建设、过度举债，形成了较重的历史包袱；近年来中央不断加大转移支付，弥补地方财力的同时，也容易造成地方预算约束的软化，以及财政资金使用效率不高，反向强化了地方政府举债投资的意愿。

**二是财政体制。**1994年分税制改革后，我国财政体制呈现“事权下放、财权上收”的特点，在央地财政关系纵向失衡的情况下，地方政府依靠举债弥补地方财政赤字、补充经济发展资金，快速推升债务。从全球比较看，美国、日本等国家多依赖中央政府加杠杆，债务交由更高级政府承担，经济职能也由州和联邦政府负责，低层级政府没有严重债务，主要依靠转移支付提供基础公共服务。而我国央地财政关系纵向失衡，地方财政债务承载能力有限，但大量基建任务由地方政府甚至是基层政府承担，事权及支出责任的下放加速了地方投融资的恶性循环且地区间差距明显。

总得来看，在单一政治体制下，想从根本上解决地方债务问题，还是要将地方债务问题放到整个现代财政体制改革的框架下统筹考虑，向改革要财力，在发展中化解债务。

## 二、中国地方债务风险整体可控，需关注结构性及区域性问题

从单一行政体制和资产端的保障来看，我国地方债务风险整体可控。2023 年末地方政府显性债务规模接近 40 万亿，中央政府债务 29 万亿，加上以融资平台债务为主的隐性债务约 56 万亿（融资平台有息债务约 50 万亿）后，我国政府性债务合计约 125 万亿，总量不低；但与整个国家宏观债务相比，政府性债务占非金融部门整体债务规模的比重不到 30%，杠杆率 100%左右，低于大多数发达国家水平（如美国 113%、日本 228%），风险相对可控。此外，单一体制下中央对地方有一定支持帮扶动机，可发挥中央的财政职能及资源协调作用，估算央地政府财政收入合计约 30 万亿，另有超 200 万亿的地方国有企业资产规模，对化解地方债务风险有足够保障。因此，对于地方债务问题，一方面要提高警惕，加强对 120 多万亿债务总量的重视程度；另一方面也无需过度惊慌，从单一制和资产端的保障来看，完全有能力应对风险。

针对地方政府债务的结构性、区域性问题，还需从全局视角构建政府债务良性循环，实现风险软着陆。对于债务压力大、流动性不畅、丧失市场信心的区域，可在压实地方政府偿债主体责任的前提下，合理利用中央资源，根据债务类型适当转移风险，避免引发区域性、系统性风险，对区域信用、政府信用甚至国家信用带来冲击。

## 三、保障地方政府债务再循环基础上需用好、用足、用活地方政府债券

在地方政府债券大幅扩容的同时，应更加重视其存在的问题。2020 年疫情冲击以来，地方政府债券大幅扩容，仅用 2 年即实现了存量规模 20 万亿到 30 万亿的跨越，到今年末规模将到 40 万亿。快速扩容中专项债投向领域也不断拓宽，由 2017 年的土储、棚改、收费公路三个领域扩展到目前的 12 个领域，更加全面的支撑经济增长和民生保障，同时也创新了专项债作为项目资本金的应用，逐步发挥财政资金引导及撬动投资的作用。然而，在肯定地方债积极作用的同时，也要更加重视其存在的问题，例如专项债项目收益偏低、优质项目储备不足、资金闲置挪用现象持续存在，影响了地方政府投融资

资的有效性。

在保障地方政府债务再循环的基础上，需用好、用足、用活地方政府债券，尤其发挥其在当前保经济、保稳定的作用。2023年上半年中国经济呈现出明显的恢复性增长，但仍面临内生动力不强、需求不足、外部环境复杂多变等问题。为发挥好政府投资及引导作用，后续需进一步用好、用足、用活地方政府债券，具体可从合理分配债券限额并优化结构、落实落细绩效管理及评价应用、建立完善募投项目储备长效机制、强化专项债发行使用管理、完善专项债项目投融资机制等方面着手，以形成对基建投资缺口的有益补充，推动经济平稳修复。

# 王利民：有效防范化解地方政府债务风险、助力地方债市场高质量发展

王利民 社会科学文献出版社社长

以下观点整理自王利民在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 71 期）上的发言

十分有幸受邀参加 CMF 宏观经济热点问题研讨会暨《中国地方政府债券蓝皮书（2023）》发布会。在此我谨代表蓝皮书的出版方——社会科学文献出版社，向莅临会议并给予指导的各位领导表示感谢，也向报告的研创单位——在业界、学界和市场享有崇高声誉的资深的投资评级机构——中诚信国际信用评级有限责任公司，和毛振华、孙晓霞、闫衍主编及各位参与皮书创作的专家学者们表示热烈的祝贺！衷心感谢中诚信国际信用评级有限责任公司对社会科学文献出版社的信任，将《中国地方政府债券蓝皮书》这一高端学术成果交予我社出版；同时，感谢中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）对蓝皮书发布的大力支持，也向参加发布会的专家致以诚挚的谢意！

自 2015 年我国地方政府债券市场全面推行自发自还以来，历经十余年快速发展，地方政府债券已经成为我国债券市场第一大债券品种并在稳增长、促基建、保民生方面发挥了重要作用。但是相较于地方政府债券市场的快速发展，相关的连续性专业报告相对较少，且缺乏全面、系统、深入的研究。2020 年，毛振华、孙晓霞、闫衍三位主编敏锐地认识到这一研究空白，组织研创了这一国内首本全景式分析地方政府债券市场的智库报告——《中国地方政府债券蓝皮书》，为投资者、地方政府、监管机构等市场相关各方及时、深入、全面、准确了解地方政府债券市场现状，充分认识地方政府债券市场发展脉络及发展特点提供了重要的基础性参考资料。

近年来中国宏观经济运行面临三重压力，稳定经济迫切需要加大政府调节力度。去年中国地方政府债券发行规模再创历史新高，支持领域继续拓宽，还进一步探索了债务——资产的有效转化。进入 2023 年，宏观经济逐步修复但内生动力不强，地方政府财政收支紧平衡状况持续、债务偿还压力加大。习近平总书记高度重视地方政府债务风

险防控工作，并多次作出重要指示。业界、投资界和社会也高度关注。本次发布的《中国地方政府债券发展报告（2023）》是该系列蓝皮书的第三部，报告以专业客观的分析视角紧密结合市场实践对八类主要募投领域的地方政府专项债券发行使用特点展开了深入剖析，并对各区域政府债券市场特点进行了持续的追踪研究，提供了不同省份地方债情况详细的实证分析。针对有效防范化解地方政府债务风险、助力地方债市场高质量发展的议题，报告提出了专业的政策建议与展望。

借此机会，我也向各位朋友介绍一下社会科学文献出版社皮书的最新进展。皮书是我社自上世纪90年代开创的学术品牌，经过近30年的品牌化、数字化、国际化运作，如今皮书研创已覆盖1000多个研究领域，每年皮书及各类智库报告出版500多种，这些皮书所组成的皮书矩阵，每年都进行结构调整，不断推陈出新，在发展完善经典产品外，持续开发新的皮书产品，围绕着党和国家重大战略问题，落实习近平总书记在各个领域的讲话精神组织研创，以忠实地反映、记录当代中国的最新进展。《中国地方政府债券蓝皮书》就是近年来新加入皮书系列的一项标志性的智库成果。现在我社皮书已经成为国际国内社会各界全面、便捷地了解当代中国、当代智库发展的重要窗口，并不断为繁荣中国学术、发展中国理论、传播中国思想做出应有的贡献。成绩的取得离不开像中诚信国际信用评级有限责任公司这样的行业高端智库的鼎力支持。

我相信，未来在毛振华、孙晓霞、闫衍主编的带领下，在今天参会的各位专家支持下，《中国地方政府债券蓝皮书》的研创团队必定会取得更加丰硕的成果，在更高层次上实现理论创新，不断推动中国地方政府债券市场的高质量发展。我们的学术编辑也将继续以专业化和高质量为抓手，尽心尽力地为学者提供多元化、全方位的学术和智库成果出版服务，做好皮书的出版传播工作，坚持为人文社会科学的繁荣与发展服务。

最后，恳请各位领导、专家以及新闻界的朋友一如既往地支持我们社会科学文献出版社的发展，支持《中国地方政府债券蓝皮书》的研创。

再次感谢各位朋友的到来，预祝今天的研讨会圆满成功！

# 李迅雷：降低地方债成本，加强规范与监督，优化债务结构

李迅雷 中泰证券首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 71 期）上的发言

现在，地方债已经引起了大家的高度关注，它对国民经济发展和资本市场有非常重要的影响。希望中央政府能够在降低地方债成本、防范发生区域性违约风险等方面尽早进行部署安排，这样有利于提高地方经济活力、有效减少市场的担忧。关于地方债，我主要谈三个方面。

## 一、当务之急是降低地方债成本

之前有学者已提到了现在付息成本比较高。按照广义地方债务的定义，当前广义债务利息支出占广义财政的 2% 左右，说明债务成本是比较高的。怎么能够降低成本，我曾专门做了比较，我国是中央债占比较低，但是各种地方债，包括地方政府的专项债、一般债、城投债、非债券类债务在内等，加起来这个规模在全球范围来看几乎是最高，包括总规模和政府在债务中的占比。地方政府债作为公开发行且控制额度的债券，其利息成本并不高，因此高成本主要还是体现在隐性债务方面。隐性债务出现的深层原因仍是中央与地方的事权财权不对称，地方承担了过多的事权。当年分税制改革所形成的这样一种分配格局，这种格局在房地产上升周期，地方过大的事权所需要的财政支出，还是可以通过土地财政弥补，但是现在随着土地财政收入不断下降，问题就凸显出来。所以，当务之急还是要降低地方政府整个广义债务的融资成本，这对地方债可持续是有好处的。

此外，建议扩大地方再融资债的发行规模，特别是西北、西南、东北三大地区的地方政府还本付息压力尤其大，尤其需要提高债务周转的流动性。针对这个问题怎么处置？现在有一个说法，谁家的孩子谁来抱，这是对的，现在不能兜底。但是面对当前某些地方可能会出现财政流动性风险的问题，托底还是需要的。因为地方存在流动性问题

与财政资金的周转问题，可能会引发区域性、局部性的金融风险。如当年河南永煤违约之后，对河南省乃至全国的信用债市场都造成负面冲击，违约不仅不能解决债务问题，反而会恶化区域信用环境，导致地方国企融资难、融资贵。从发展的角度来看，需要保持政府信用，不能轻易违约。

我一直主张可以发行特别国债来置换地方债的方式，或者给地方政府更多的再融资债的发行额度，以此来降低融资成本。比如现在地方债额度还是偏低的，如果能够进一步提高地方债融资的额度，可以降低地方政府的债务融资成本，可以把隐性债用地方政府再融资债进行置换。地方债的问题由来已久，尽管现在一直强调城投债、国有企业债要和地方政府脱钩，但这是一个渐进的过程，我们还是要尊重历史，理性面对现实。

## 二、规范监督现有债务及地方债投向，避免旧债务问题没有处理好，新债务规模再起

需要进一步加强人大监督或者其他各方面的监督机制，但同时要更加规范地方债的发行制度和流程，尤其是在目前地方政府引导基金的规模越来越大的情况下，要警惕地方变相扩大债务的手段创新。产业引导基金确实是一个好的方式，现在民间投资意愿不足，通过地方政府引导基金来拉动民间投资，拉动企业参与，这对于稳增长能够起到积极作用。但是，产业引导基金的资金来源于地方财政，其实就是政府下场参与投资，现在多如牛毛的地方政府产业引导基金总体来看缺乏监管，缺乏评估机构和监督机构考察它的专业性、合规性水平。

像PE、VC等股权投资基金或私募基金、公募基金等都有资本市场的监管部门实施严格监管，基金经理专业能力都要经过相关考试来考评，在合规性方面，如信息披露等都有一整套制度设计和合规要求。现在地方政府产业引导基金从省一级到市、到区、到县，五花八门，这都需要有专门监管机构来监管，进行审核。否则，由于专业性不够，各省市的地方产业政策和国家产业政策可能会产生冲突，比如各个地方都要发展芯片和新能源，都要上新项目，可能导致区域间的恶性竞争，形成新一轮产业结构同构化或产能过剩问题。故需要有像国家发改委这样的部门进行监督。至于专业性水平方面，这些产业基金涉及到金融领域，金融监管部门要参与监督并加强规范。如果在不合适的范围内监管，这可能又是一种变相的地方政府债务扩张，因此这方面还是需要规范，但总体

而言这种形式值得提倡。

我在去年年末就提出股权财政，除了在产业引导基金的增量方面，更希望股权财政在存量方面能够起到一定推动作用。我国和西方国家不同的地方是，我国是一个大政府，国有企业总资产超过 300 万亿，如何盘活、优化存量资产，提升这些存量资产的估值水平，对于提升财政实力、优化财政资源有着很积极的作用。在资本上，目前来看主要是央企有一定动作，在优化治理结构、股权激励、公司治理能力、ESG 等方面都做了不少事。现在真正的压力是地方，地方国企规模也比较大，地方国企要考虑如何推进改革进行并购重组来优化产业和资源，如何通过国有股权转让来引导民间资本更多参与。这就相当于产业引导基金用增量的钱来撬动民间新投资，国企改革动用地方国有资产存量资产来吸引增量民间资本。

### 三、对地方政府债务规模和其经济增长的促进作用，要站在国际比较和相对居民和企业部门的举债空间进行系统思考

现在，整个宏观杠杆率水平确实不低。2022 年宏观杠杆水平在 270%左右，从国际比较看应该还算比较高了，与发达经济体的平均水平接近。但构成宏观杠杆率的三大部门中，相对偏低的还是政府部门的杠杆率水平。大家对地方债之所以产生各种不同的担忧，就在于未来怎么处置和偿还，但中国的中央政府和地方政府实际上是不可分割的整体，不同于美国的联邦政府与州政府的关系，后者完全独立。

因此，我们需要有一个整体观念，即整个政府的债务水平、杠杆率水平并不高。而且，现在杠杆率的分母是 GDP，这能不能换成政府的总资产或政府的有效资产呢？像美国、日本、欧盟是小政府，他们的国有资产规模很小，因此，我们更不用担心目前的政府杠杆率水平了。站在居民和企业部门的角度看，如果总想着政府部门降杠杆是不现实的，因为居民部门和企业部门杠杆率水平已经很高了，在“预期转弱”下，继续加杠杆的动力不足。

在西方国家人口步入到深度老龄化后，为了缓解老龄化压力，西方相关国家的政府杠杆率水平都是快速上升的。我们现在已经进入深度老龄化阶段，而且是从深度老龄化到超老龄化（即 65 岁以上人口占总人口比重从 14%提升到 20%），中国的速度几乎是全

球最快的。这意味着在养老、医疗等方面的公共支出处于快速增长阶段，在这方面政府财政支出会变得更加刚性，如果在这个时候还是要降低政府杠杆，恐怕会对经济、就业带来不利影响。因此，面对未来十年，得要有一个总判断，中国经济的可持续增长，下一步主要靠政府，尤其靠中央政府来推动。在规范前提下，通过提高政府债务率水平，可以提升居民部门和企业部门的投资信心，从而起到四两拨千斤的作用。

我非常赞成今天报告的主题——地方政府债务可持续发展，不是债务一定要压下来，而是债务结构要优化，债务成本要降低，债务支出要更加合理。简单机械地降低政府杠杆水平，会与当前经济发展处在建筑周期的下行阶段产生冲突。所以，需要对政府杠杆有更加深入客观的认识，不用过度担忧；同时，应该更加坚决、理性地处置地方债的潜在风险，降低地方债务的总成本。

# 张明：双管齐下以化解地方政府债务

张明 中国社科院金融研究所副所长

以下观点整理自张明在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第71期）上的发言

我主要从两个层面来分享关于如何化解当前中国地方政府债务的一些个人看法。最近我在《比较》杂志上发表了一篇相关文章，下面讲的内容也是该文的主要观点。

首先，我们要深入审视当前中国地方政府债务居高不下的原因。虽然过去十年中央政府一直在大力限制地方政府债务尤其是隐性债务，但地方政府债务依然在快速攀升。为什么？只有把原因理清，我们才能对症下药。其次，我将从遏制增量与消化存量两个角度来谈如何双管齐下、化解地方政府债务。

## 一、当前中国地方政府债务的特征事实

### 1、当前中国地方政府债务的三大特征事实

**第一，即使采用最宽口径的地方政府隐性债务估算方法，当前中国政府总债务依然处在可控区间。**IMF的估算应该是很宽的，根据他们的估算，即使把各种隐债计算进来，当前中央加地方政府总债务占GDP比重也在110%以内。与美国、日本以及欧洲一些发达国家相比，中国政府杠杆率依然比他们低。因此，从债务总量上来看，不用太悲观。

**第二，中国政府的债务结构有严重问题。**在中国政府债务中，中央政府债务只占到1/5，剩余4/5都是地方政府债务。在地方政府债务中，地方政府债券只占一部分，更多是平台债以及平台的非标债务。因此，中国政府的债务成本与发达国家相比要高出太多。例如，欧洲与日本曾经长期处于负利率，美国十年期国债利率低的时候不到1%，尽管最近有所上升，但总体也只有3%-4%。相比之下，我国地方政府债务成本很高。比如一些中小平台的债务成本这几年都是6%-8%，地方政府通过融资租赁、信托等工具融资的成本可能更高。

关键问题是要看地方政府用这么高的成本举债干什么？很大一部分资金被投入到公共产品提供，也即基础设施建设，例如铁路、公路、机场、地铁等。上述项目均具有投资期限长、资金需求量大、当期回报率低、资金周转率低的特点。基础设施投资在发达国家主要依靠发国债或市政债融资，期限长且成本低，因此无论期限还是成本收益都是匹配的。但对中国地方政府而言，主要依靠期限短、成本高的市场化举债为基建项目融资。换言之，**依靠短期市场化举债为中长期基础设施建设融资，这是中国地方政府债务高企最重要的根源之一。**

第三，当前中国各省的地方政府债务具有很强的异质性。比如上海和广东，这几年的确在治理地方政府隐性债务方面做得很好，基本上没有隐债了。但对广大中西部地区而言，真实的隐性债务规模还是相当沉重的。

## 2、近几年来地方政府债务压力加剧的原因

最近两三年以来，地方政府债务问题越来越引人关注，并开始出现局部违约案例，主要有两个原因。

第一，过去近二十年，地方政府“经营城市”发展模式的核心是土地财政和土地金融。在整个逻辑链条中，商业用地的土地出让金收入至关重要。然而，2018年以来“房住不炒”的逐渐落实，叠加疫情冲击，使得地方政府的土地出让金收入越来越难以为继。不少地方去年的最终土地出让金收入可能不到原计划的20%-30%，其中不少土地还是由当地国有企业和平台公司来接盘的。一旦土地出让金收入大幅萎缩，那么严重依靠土地财政和土地金融来经营城市的发展模式就难以为继。然而，城市内各项基础设施建设需求依然存在，在土地渠道无法支撑时，就只能通过举债来继续维持。毫无疑问，这就会导致近年来地方政府债务尤其是隐性债务的激增。

第二，当前中国经济增长面临各种内外部压力，例如外部地缘政治冲突加剧、内部经历了三年疫情冲击等。在上述压力下，当前中国经济内生增长动力不足。为了维持经济增速，地方政府不得不更加紧密地介入经济增长的各环节，包括消费、投资与出口。最近几年，地方政府不仅广义财政收入明显下降，而且财政支出明显增加。为了稳增

长，地方政府在各个层面花费了大量财力，而这些资金也只能从举债中来。这也是当前地方政府债务压力加剧的原因之一。

## 二、如何通过双管齐下的方式来化解地方政府债务

我个人认为，至少对中西部地区来讲，仅靠自身来化解债务问题是不太可能的。如果没有中央政府提早介入与适度加杠杆，来帮助地方政府稳杠杆，把高成本、短期限债务置换成低成本、长期限债务，未来中西部地区地方政府债务可能会越来越难维持下去。

下面我提出一套系统的地方政府债务化解策略，包括两个部分，一是**防止增量**，二是**化解存量**。相比之下，防范增量更为重要。这是因为，即使当前这一波地方政府债务被成功化解了，但如果游戏规则和各种体制没有改变，再过五到十年，新的债务又会卷土重来。因此，**防范增量是化解存量的前提**。

### 1、关于防范增量的四条建议

**第一，通过中央和地方的财权事权调整，保证地方政府能够在不举债的前提下实现财政收支基本平衡。**这就意味着，一方面，在中央和地方共享的税种中，应该适当上调地方政府的分享比重，比如增值税；另一方面，在中央和地方共同承担的事权中，应该由中央政府承担更多的份额，比如教育、医疗和养老。

**第二，未来全国性和区域性的重大基础设施建设应该直接用发行国债和省级政府一般债的方式进行融资，避免由更低层级的地方政府以更高成本和市场化的手段去融资，这才是解决未来地方政府债务再度膨胀的治本之策。**重要公共产品的提供，就应该由高层级政府发行长期限、低利率的债务进行融资，这样才能更好地实现期限与成本的匹配。

**第三，如果未来重要基建都用发国债或省级政府一般债方式进行融资，那么城市投融资平台就没有必要继续维持下去。因此，应该推动符合条件、有经营性资产的城市投融资平台向经营性国企转型，对于不符合条件、没有经营性资产的城市投融资平台，应该果断关停。**

第四，在地方政府政绩考核机制中，引入地方政府债务指标，要对地方经济增长和地方政府债务进行联动考核，这样才能真正改变地方政府的激励机制。但第四项建议的前提是要做好前三项建议，即进行财权事权调整、重大基础设施由高层级政府发债、推动城市投融资平台转型，由此使得地方财政收支基本平衡。否则，在必须要靠举债维持收支平衡的情况下，即使引入地方债指标，约束力也不会很强。

## 2、关于化解存量的五条建议

第一，再进行一次全面的全国性地方政府债务审计，把地方政府债务分为由于提供地方公共产品而形成的债务，经营性债务和其他债务三类。

第二，针对由于提供地区公共产品而形成的债务，在当地政府无力还本付息的前提下，可以通过发行国债和省级政府一般债的方式进行置换。为避免产生道德风险，只要省级政府能够化解的，应由省级政府发行一般债进行置换。如果省级政府无能为力，那么就通过发行国债进行置换。

第三，针对经营性债务和其他债务，应由地方政府自己负责化解。一方面，地方政府可以出售一些资产，例如地方国有的部分股权。另一方面，地方政府要和商业银行磋商，进行债务重组。换句话说，商业银行不可能拿走所有本息，即使只想拿回本金，也必须给与更长的期限。因此，类似于遵义道桥的债务重组模式，未来应该会大面积铺开。

第四，经济增长对化解债务至关重要。要通过一揽子宏观政策的实施，让当前经济增速尽快恢复到潜在增速，这样才能为化解债务提供保障。没有增长就没有收入，没有收入来化解债务，就只能通过其他方式，那就会产生新问题。

第五，凡事预则立，不预则废。针对地方政府债务违约压力此起彼伏的现状，应尽快制定一个危机应对预案。预案应该包括以下要点：

(1) 如果有个别城市爆发债务违约，应如何应对，是由省级政府介入还是中央政府介入？

(2) 如果一个省内有多个城市同时爆发债务违约，中央政府是否应及时介入？如果有多个省份爆发债务违约，中央政府是否应及时介入？

(3) 是否要设定一个债务风险阈值，以判断中央政府应该介入与否？一旦突破阈值，中央政府就会立即介入，这就能给市场一个稳定预期。

(4) 如果地方政府债务违约导致当地商业银行出现问题，也即财政风险金融化，地方政府和中央监管部门应该如何分工配合来应对上述局面？

(5) 如果中央政府选择介入，应该用何种方式？是像目前传闻中一样让商业银行提供中长期无息贷款来进行置换呢，还是由中央政府发行特别国债进行置换？我个人认为，应该通过发行特别国债来进行置换。让商业银行提供几十年无息贷款进行置换，意味着商业银行做的不是市场性业务，这意味着商业银行市场化改革的退步。如果未来商业银行的上述贷款出现问题，谁来承担相应成本呢？所以，政策性业务最好不让商业银行来做。在这方面，由中央政府发行特别国债来进行置换，相比之下是更加市场化与更加透明的选项。

(6) 如何设计一整套风险处理模式，既要防止系统性区域性风险的爆发，又要有效防范道德风险和逆向选择。

(7) 在风险处置过程中怎样与市场 and 公众保持良好沟通，以避免羊群效应与风险传染。

(8) 如何在化解债务风险的同时，避免其引发大规模短期资本外流和本币贬值压力。

以上问题都是关于地方政府债务的危机应对预案应该考虑解决的。

该预案的总体原则，是一旦地方债务违约有进一步蔓延和升级的可能性，中央政府应该及时介入，介入方式应该具有很高的透明度和市场化，既避免羊群效应，同时还要给债务违约的地方政府以一定形式的惩戒，用来克服道德风险。这套方案与应对商业银行挤兑危机的白芝浩原则，事实上有着异曲同工之处。

# 赵全厚：关于改进专项债制度的建议

赵全厚 中国财政科学研究院金融研究室主任

以下观点整理自赵全厚在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第71期）上的发言

## 一、逆周期调控力度加大，专项债风险加剧

专项债是2015年以来为切换频道，“开前门、堵后门”所采取的重要举措。在2018年以后，情况发生了较大的变化，政府在逆周期调控方面对专项债提出了太高的赋能要求，导致2022年底以债务率计量的专项债券的风险指标已经脱离了绿区，进入了黄色区域。现在财政对专项债券的预警机制也面临着调整。首先，从预警机制来看，也就是从债务率的角度看，专项债可持续能力明显削弱。这也引出了我们的下一个问题：如何更进一步地修正专项债券制度？

专项债是地方政府主要面向有项目现金流、在政府投资条例范围内、项目建设起来能形成一定的资产、主要提供一些准公共服务项目融资支持。同时，专项债也承担着逆周期调控的任务，其在短期内落地，也面临着较大的压力。随着近些年逆周期调控任务加重，以债务率为代表的专项债风险明显上升。并且，随着专项债的设计和落地执行进程的加快，尽管满足了监管方在项目现金流质量上的要求，但还是出现了“萝卜快了不洗泥”的状态（现金流质量仍然不太高），在此情况下，专项债越来越趋向于一般债的情景。因此，有许多专家已经开始质疑专项债制度本身，而不仅仅是其可持续性问题。

我个人认为，专项债制度仍存在有效性，下一步我们应重点围绕着其产生风险的原因和不可持续的原因对其进行修正。

## 二、逆周期调控功能“上扬”，减轻专项债发行负担

自2018年以来，专项债承载着较重的逆周期调控任务，导致其余额迅速积累，并且其项目质量也很难得到保证，这是一个主要的原因。我认为下一步应适当控制专项债发行规模，适度对其承担的“逆周期”任务进行“减负”。将部分逆周期宏观调控的任务

上升到国家层面。虽然从国家债务情况看，中央政府债务率也较高，并且明显高于地方政府，但是，中央政府的优势之一在于其有较强的流动性处理能力。因此，我认为在两难选择中，专项债的逆周期功能应更多地“上扬”，即通过中央政府“加杠杆”来进行短期内逆周期宏观调控。这样能较好避免“为加快专项债执行进度而导致其本身项目质量下降”的情景发生。

### 三、创新专项债的品种设计，发挥市场主体的力量

应进一步地考虑专项债的品种设计。中国地方政府债券制度与美国地方政府债券制度相似度很高。在下一步改革过程中，专项债券品种设计在许多方面仍然需要创新，既包括专项债券项目领域方面和资金使用方面，也包括专项债券项目实际的实施主体方面。现在专项债项目存在“收入虚拟化”的趋势，主要是因为其由地方政府自己实施、地方政府自己主导发行。在该过程中，地方政府为加快专项债执行进度，在实施方面面临较大压力，面临着孰轻孰重的选择问题。基于此，我认为可以在继续保留原品种的同时，**创新品种，让市场主体参与专项债券品种的创新和实施**。比如，在地方政府熟悉的领域，如传统基建项目，可以让政府继续通过专项债券支持符合现金流的项目；而在政府不是特别熟悉的新兴领域，如数字基础设施和其他新基建、新能源领域等，可以考虑在专项债券品种的创新和实施中充分发挥市场主体的力量。如在新基建领域，我们可以让运营商、开发商去发起这些项目，只要它们符合《政府投资条例》规定的范围内，政府就可以通过发行专项债来转贷实施主体，实施主体按照整个投资规划继续“往前走”，政府则可以作为相对分离的主体。这样既可以使监督更加有效，也更能保证专项债项目现金流的质量和调动市场主体的积极性。

美国收入债券也有两类，一类是由政府发起、政府实施的，第二类是由市场发起、政府通过专项债给予信用加持的。我认为中国下一步不仅要拓宽专项债券的应用领域，也要通过创新品种让市场主体介入专项债实施领域，让这些专项债券项目，既能为新旧动能转换服务，也能助力传统公共基础设施的科技赋能和信息赋能。这方面的创新值得我们高度关注。

根据我多年来的跟踪研究，目前专项债券由于发行进度快、时间紧迫，导致其在设计和质量上存在不可忽视的问题。我认为应提高地方政府有关专项债券设计的主管部门和项目实施单位的素养，尤其是引进专业性强、高门槛的机构，使部门能够从跨区域、跨行政的角度统筹设计专项债项目。比如，我曾经参与评审过的“山水林田湖泊”项目，该项目整个过程涉及到县级政府、区级政府、市级政府，它们联合行动、通过各个政府的专项债券项目集中有机地拼接，产生了良好的集体效应，形成了更有效的资产。因此，我认为当前政府内部在专项债券设计上仍然有提升的空间。

#### 四、创新资金支持方式，建立多元化项目资本金的补充机制

与此同时，由于近些年财政运行紧张、财政资金有限，导致项目设计经费有限，许多单位只有在分配了专项债券资金额度后，才进行设计项目，而在分配额度后，设计时间又比较紧迫，这进一步引发了许多项目前期设计不行、准备不足、资金缺乏的问题。我认为应创新资金支持方式，加强对专项债券项目设计的前期资金支持，形成一定的**周转性资金**。因为专项债券项目设计费用，在项目竣工以后会成为工程总造价，通过折旧可以提取，这样我们可以加快专项债券项目前期的储备建设，加大资金支持力度，从而提高项目质量。我们应创新“有资格的市场主体来进行设计发起，政府通过发债进行信用加持”的新类型专项债券。因为这些市场主体本身就有一定的设计能力和熟悉的行当，它们不仅能进一步地提高专项债券的质量，也能给专项债券前期设计提供资金。通过这样专项债券项目库的持久性建设和不间断的项目成熟度的孵化，能够在逆周期调控和跨周期调节过程中实现相互有效衔接。

在疫情三年以后的专项债券项目推进过程中，地方政府的隐性债务偿还压力大，融资平台风险高、流动性风险突出，加之传统监管比较严格，地方政府的新项目设计仍需要与地方项目资本金相匹配。我们应不断创新引入社会资本的方式，引进多方实施主体（如上文所说的市场主体发起的债券品种），使项目资本金的补充机制更多元化，而不是只用专项债券资金做项目资本金。因为专项债券资金要求条件比较高，不到万不得已，地方政府不会去使用。在我们去年督查中发现，很多地方政府宁愿用政策性、开发性金融工具，也不用专项债券资金做项目资本金，这是由于它们的使用条件不一样。因此，我认为这是值得关注一个方向。

## 五、盘活存量资本，为新投资腾出空间

我认为应盘活参与逆周期宏观调控的专项债券项目，为新增的投资腾出空间。对于与逆周期宏观调控有关的专项债券项目，在它产生有质量的现金流的情况下，可以通过盘活存量资产，在风险可控条件下，为新增加的投资腾出发展空间。如果是由市场主体单独发起项目，那么会存在市场主体信心不足、要素保障不足等问题。在专项债券建立后，信息进一步完善，地方政府就能以合理的价格、有条件地让市场主体进行承接运营，从而盘活一部分资金，为新投资腾出空间，形成可持续发展的债券政策。

最近我也在思考一些关于实体资产向金融资产转化方面的问题。比如，如何解决该转化过程中的法律和制度障碍，溢价和贴水方面的政策以及其与国有资本流失的关系。我认为应在这些方面应设立明确的规则，只要程序正确、不存在腐败行为、正常操作、正常投标，即使出现了贴水的情况，也是可以认同的，毕竟这涉及到一部分实体资产转化成金融资产，盘活流动性等特殊情况。

产能过剩也意味着资本过剩。我们也应通过盘活公共领域的存量资产，吸引竞争性领域的资本，从而减轻资本过剩的压力。去年中央发布的关于盘活存量资产文件中明确提出，要动态调整和理顺公共服务品的价格。因为许多公共服务品实际上有成本分担的可能性，因为有直接对应的服务对象。在这种情况下，从受益和负担均衡的角度看（适度均衡，不是完全均衡的角度），许多公共定价“过分强调民生”（甚至实行“免费制度”），公共服务价格水平过低，且长期未能及时调整，不能实现适度分担公共服务成本的目的。从理顺公共品价格的角度看，按照公共定价的原则，即“居民可负担、项目可持续、财政可承受”的原则，适当提高公共服务的价格，营造良好的准公共服务市场，有效地理顺成本分担机制，能够使专项债券项目现金流丰沛一些，乃至可以更好吸引社会资本进入公共领域，创造良好的市场环境，这些方面也值得我们进一步思考。

# 胡恒松：警惕“地方政府专项债券”成为“永续债”

胡恒松 财达证券副总经理

以下观点整理自胡恒松在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第71期）上的发言

## 一、关于“专项债券”发展中的问题

### 1、地方政府债券发行规模创新高，项目“无中生有”

专项债券发行规模创新高，在2022年底已达35万亿。由于在专项债发行过程中，一般是先定资金规模再根据项目库去筛选，有的地方项目实际上是“无中生有”，为了资金而创造项目。专项债虽然没有纳入赤字，但客观上算举债，所以可能存在一些不必要的债务，也有一些是地方为了“弄回”资金而进行包装和设计的。这些资金的使用本质上是服务于经济发展，但是债务规模不应该如此庞大，且资金的使用效率还有较大的提升空间。

### 2、专项债项目“过度”包装问题客观存在

2023年6月26日，审计署公开在专项债设计过程中抽查了一些区域，披露了存在的虚报项目、虚报收入、自求平衡、过度包装等现象。当前，在专项债发行和管理体系中，缺乏统一组织来管理和规范相关从业机构的包装过程。无论是会计师、律师、券商或者新成立的公司，都可以编写相关报告和进行包装，且没有统一的要求。这导致了包装过程中的责任不明确，难以追责。因此，很多项目可能会被夸大和吹嘘。专项债项目在自求平衡的过程中，可能会通过材料的调整，使不平衡的材料看起来平衡。过度包装问题的客观存在，可能会导致专项债在未来演变为实质性债务。

### 3、专项债券不受赤字率约束，有可能形成实质性“债务”

因为专项债在当初设计时被认为是项目收益债，所以不受赤字约束。随着这些年的发展，专项债尽管没有受赤字的约束，但还是纳入债务率的计算，使得政府整个债务率

达到了较高的比例，中央原本一直宣称债务率为3%，现在整体规模已经超过这个数值。上文提到的30多万亿的专项债中，可能会有一部分会形成实质性的债务。

#### 4、“四主体”协同审核地方债，审核关注点不一致

在过去，审核主要由财政部和各地财政厅进行。2023年以来，在地方债审核过程中，涉及到四个主体，包括省财政、省发改委、国家发改委和财政部。不同审核主体的关注点可能不同，这可能导致一些职能部门的项目无法通过审核，直接被退回，但又没有给出具体原因，这样的多方审核必然会降低效率。专项债作为偿还率较高的债券，面临审核主体增多、审核链条变长以及效率降低的掣肘，亟待有效解决。

## 二、关于城投债无需“谈债色变”

我个人一直十分看好城投债，认为没有必要“谈城投债色变”。城投债为地方城市基础设施建设、拉动地方经济发展作出了突出贡献，同时也带来了债务压力。因此，我们需要以辩证的视角来看待这个问题。

### 1、城投举债是为了满足区域经济发展的需要

城投举债是为了满足区域经济发展的需要，并为城市发展做出了重要贡献，在大政府环境下，城投作为基础设施建设的主要推动者，承担着必然的债务压力。因此，城投举债客观存在，并且对经济发展有积极的影响。

### 2、政策“左右摇摆”或为城投债务屡创新高的重要因素

关于城投债务问题，置换是一种有效的应对措施。然而，置换债务并不能完全解决问题，因为债务可能会重新累积。经济政策的周期性波动和监管的割裂性可能是引致城投债务问题的因素之一。不同部门之间的政策制衡和对冲，以及监管的多元性，都会推高当前的债务问题。即使在2014年进行了债务置换，地方政府仍快速融资，重新累积了大量债务。如果没有有效的防范和约束机制，置换也只能暂时缓解债务问题。

### 3、城投债务问题是“分税制”改革必然结果

城投债务问题与分税制改革、中央和地方支出责任以及土地 GDP 下滑等因素有关。为了解决这个问题，可以尝试优化调整分税制，给予地方更多机会和资源，以快速偿还债务。

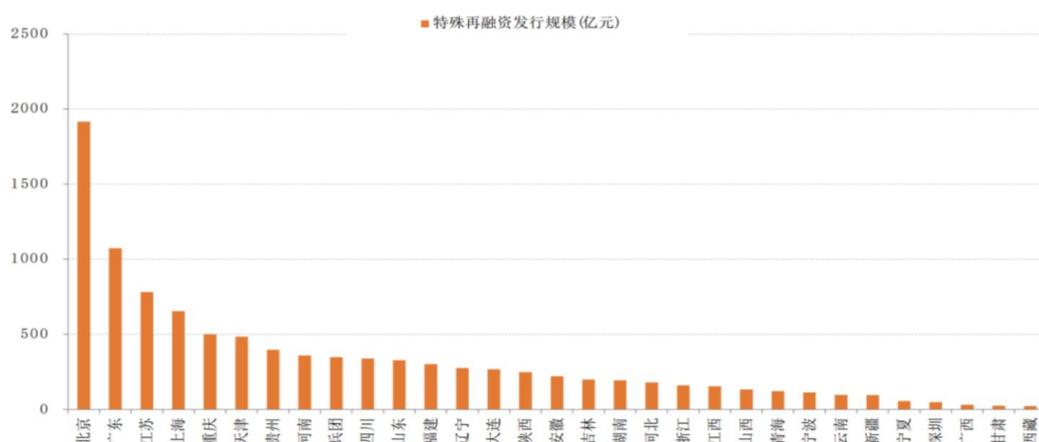
### 三、专项债是化解债务风险的“解”？

贵州省的债务问题备受关注。基于对贵州的债务问题的思考，专项债的发行或许可以成为解决全国各地地方政府债务问题的途径之一。每个地方的债务责任应由各地自行承担，例如贵州的债务不可能由上海来承担。当地方面临重大债务压力，发行专项债可以成为一种化解债务的途径。

#### 1、以时间换空间，利用再融资债券，有序开展地方隐形债务置换

2022年，北京和广东宣布完成了隐性债务化解任务，但这些债务的化解很大一部分是通过再融资完成的，也就是将隐债系统的债务置换为地方政府专项债。发达地区通过再融资的方式进行地方政府专项债置换，其他省份也可以复制这个模式。例如贵州在去年全省人大会议上也提到了债务化解要通过地方政府专项债置换。这是当前的主要手段，但也要认识到，如果这样置换，那便和2014年的情况并无太大差别。

各省市特殊再融资债券发行规模



从上图可以看出，北京和广东的特殊再融资债券发行量最大，主要是因为它们置换了系统内的隐性债务。这也与我国确定的十年化债方案有关，截至2022年已经过去了五年，有些省份必须走在前列，它们可能是财政部的试点项目。

## 2、加强新增专项债券管理，严控收入管理

目前，专项债券在试点过程中是摸着石头过河的，快速发行专项债主要是为了拉动经济。然而，许多制度体系尚未建立，比如专项债券资金可使用的“明细科目”没有明确区分，项目后续考核机制也没有进一步完善。因此，我建议国家发改委和财政相关部门对专项债券资金的使用和项目后续管理制定明确的文件。目前两个部委都参与管理，但还需要进一步细化。

对于项目投资需求，可以适度压缩规模。虽然经济压力很大，但完全没有必要通过这种方式强行花钱去做一些本不必要的事情，这是不经济的做法，而且对投资拉动效果并不明显。这也是发改委介入并审查项目的原因之一。

## 3、中国式现代化背景下政府治理需要“稳准狠”

**第一个要稳。**我们处理债务问题不能急于求成。如果处理得过于急躁，可能会引发其他次生问题。例如，只要一有隐债的情况就禁止新增融资，这样可能会导致地方政府的一些平台面临破产的风险。虽然有人认为地方政府的平台破产也无妨，但实际上，中国的城投公司的资金主要来自地方政府。如果平台公司破产，那么政府之前通过平台举债建设的项目就可能会受到影响。据统计，中国的银行资产管理中，大约有30-40%是配备给城投公司的债券。如果这些债券到期不还，中国的资产管理公司和很大一部分银行可能会面临破产的风险。债务率和坏账率都会大幅度提高，而且可能存在大量的债券违约问题。因此，对于欠给平台公司的债务，我们必须保持信心。想要发债的人，除了需要有良好的信用评级，还需要有担保物来保障还款概率和进度。

**第二个是准。**债务化解要精准，举债防范要精准。国发〔2022〕2号文旨在实现贵州的高质量发展和美丽贵州的目标，允许债务防范延长至二十年，并允许与金融机构进行谈判。这是最优的解决方案，因为贵州的情况确实很特殊。但需要明确的是，贵州的

情况是特例，不能被全国复制。如果全国都学习贵州的做法，可能会加重整个银行系统的压力。在近几年经济下行的情况下，中国银行的债务压力很高，有些债务到期还不上，只能硬性展期。如果大规模地学习贵州的做法，那么中国的资本市场可能会出现混乱，至少在信用问题上，银行的压力会增加。

第三个是狠。当前，债务规模还没有与主要领导的考核挂钩。如果能像精准扶贫一样，将是否脱贫摘帽作为主要领导考核的重要指标之一，也将举债（尤其是超能力举债）作为一个考核指标，或许可以对债务化解产生巨大的推动作用。

#### 4、将“举借债务”“债务化解”纳入政府绩效考核评价

如果没有这样的评价机制，即使现在进行全面的债务置换，新的债务很快就会反弹。我个人的观点是，某些地区只能借新还旧，不能新增债务，并且这些债务需逐步化解。化解的途径，如本次 CMF《政府债务可持续发展》专题研讨会张明所长提到的，都是非常直接且干净利落的措施。另一方面，如果一个地方的经济发展良好，那么它可以在存量基础上适当举债。例如某地 GDP 每年增长4%，它可以在存量基础上新增3-4%的负债。因此，我建议将这些因素纳入绩效考核评价。

# 刘晓光：在经济复苏阶段转换的关键期，重新思考 政府债务风险防范问题

刘晓光 中国人民大学国发院中国政府债务中心联席主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自刘晓光在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第71期）上的发言

## 一、重新思考两个基础性问题

**第一，为什么要进行政府债务融资？**答案很简单，政府需要提供公共服务，需要收入，备选方案可以包括税收和超发货币。为什么不能通过税收来完成融资？因为税收太高会抑制大家对于投资的积极性，抑制大家参与劳动的积极性，所以税收只能保持相对平稳，甚至在特殊时期还要采取减税措施。对于超发货币，如果短时间内发行太多，很容易造成通货膨胀的问题。因此，这里面隐含了一个边界，即选择增发政府债务而非选择备选项的成本边界。增发政府债务有它的备选项，之所以还要增发债务是要通过相对市场化的方式保持短期经济稳定的态势。如果政府债务继续增发，还不如去增加税收或者超发货币，那么就已经达到了政府债务融资的隐性边界。如果这种服务是一种特殊服务，比如像基建投资这种长期投资，它需要短期投入，一两年内大规模资金投入，收益未来若干年才能收回，服务具有外部性，这时候我们优先选择政府债务融资，因为短时间内增加很多税收或超发很多货币进行基建投资完全不如政府债务融资。因此，政府债务融资有它的优势也有相应的边界，尤其是使用到一定程度。

**第二，既然是政府投资，为了提供公共服务、基建投资和中长期结构性改革，为什么还要区分中央债务和地方债务？**地方债务融资相对于中央债务来说显然成本高，不管是地方债这种地方政府显性债务，还是城投公司发的隐性债务，融资成本均远远高于国债。期限上也不匹配，国债的期限选择更多、可以很长期，地方政府债券期限选择很少。在融资成本和期限选择都不占优势的情况下还要发行地方政府债务有三个原因。第一个原因，地方政府债务具有地方性，对于存在一定地方归属性的公共服务和地方性基

建投资而言，它的获利方更多是这个地方。过去这些年，很多地方政府债务利用效率如果还可以的话，这个城市的更新和公共服务的提供的确上了一个台阶，有很好的发展。如果是中央，就会产生全国财政和地方获益间的不匹配。第二个原因，地方政府更了解地方基建项目，例如，对于哪里更需要造桥，地方政府更熟悉情况。第三个原因，由于存在利率需要偿还的约束，地方通过债务融资而非中央进行转移支付或各种资金的方式，能够更好地利用政府债务。

这里又产生了一个现在所讨论问题的新的边界，如果上述三个原因的权衡已经发生变化，地方政府专项债券为了赶进度反而效率很低，不如中央做得好，这时候隐性边界就要调整他们的比例关系。站在今天这个时点，尤其是地方政府债务经历了十年高速发展的当下，重新思考地方债务问题时，可以从这两个基础性问题重新出发来梳理各方面的比例关系。

## 二、中国政府债务增长的两个动力机制

一是宏观调控，在逆周期调节下一定增加政府债务。过去几年欧美国家政府债务大幅度增长，尤其在疫情期间。而中国的特色是宏观调控一般情况下是中央在做，另一方面又有地方深度参与，比如要求地方政府增发专项债，要尽量前置、加快进度，这使得地方政府债务增长发挥了一种宏观调控的功能，也就从而改变了区分中央债和地方债的讨论结果，产生出新的不平衡。

疫情三年，以GDP做分母来衡量，中央政府债务率提高了5个百分点，地方显性债务提高了7个百分点，城投有息债务提高了7个百分点，其他债务提高了4个百分点。实际上整个宏观调控在债务加杠杆功能上，绝大部分由地方政府来承担，不管通过显性债务、城投债务、还是其他一些债务的增长，这显然影响了地方政府债务的利用效率，之前讲到的一些优势也就完全丧失，地方债务整体都只是起到了稳增长的宏观调控功能。因此，我同意前面嘉宾提到的宏观调控职能问题，如果未来要解决地方政府债务利用效率，就要回收这一部分职能到中央来。

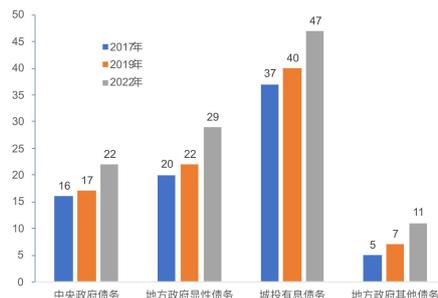
二是过去十几年的土地财政或金融加速器机制。地方政府通过城投公司来提供比较低价的工业用地，提供基础设施建设，实现招商引资，推进城镇化发展，显然工业用地

和基建项目的收益不足以弥补支出，收益主要来自于土地出让，即商业用地收入的高速增长。如果这种循环模式顺畅的话，过去十几年在土地财政模式使用比较好的城市，包括很多一线城市、准一线城市、二线城市，整个城市经济规模、城镇化水平、基建完善程度的确有非常大的提升。但是到目前为止就变成了一个遗留问题，积累了很多债务，导致循环周转在过去三年土地出让市场下行的情况下遇到问题。地方政府基建项目并不能盈利，为什么地方还要这样做？原因在于它并不指望基建投资或工业用地的收入来覆盖融资平台的成本，包括高利息债务，主要依靠的是商业用地的出让收入随着各方面的完善而快速增长。然而，过去三年显然这样一个机制从原来加速往好的方向发展转变成加速向下的状态。



### (中国) 政府债务增长的两个动力机制

- (中国特色) 宏观调控
  - (土地财政) 金融加速器
- $$\text{政府债务率} = \frac{\text{政府债务}}{\text{GDP(政府债务)}}$$



政府债务目前的衡量指标是占 GDP 的比重，即分子是政府债务，分母是 GDP。不管看短期 GDP 还是长期 GDP，都是政府债务的一个函数，一个地方经济发展的好坏和这个地方举借债务有一定关系，当地方政府能够带来大于1的增长弹性时，政府债务率可以是降低的，归根结底还是在于债务利用效率。在目前要承担宏观调控职能的情况下，债务利用效率必然下降，另外在房地产市场下行的情况下也会承受压力。地方政府进行大规模举借，不仅仅是地方财权事权不匹配的问题，即使没有这个问题，通过这种加速发展城市的模式也有这样的动力，关键是现在遇到了转折点的新结构变化。

### 三、政府债务可持续发展的两个标准

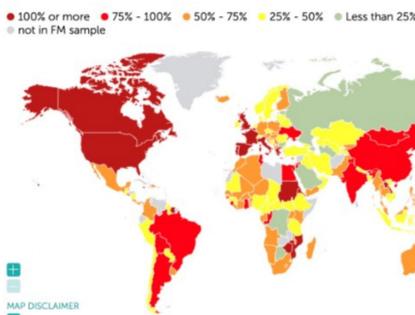
政府债务可持续性有两个标准，一个标准是大家讨论比较多的财务标准，能否按时还本付息，就是信用违约的风险。在全球来看，政府债务可持续性很难有一个明确标准，这个图是全球各地区债务率示意图。在统一口径下，从全球来看中国政府债务率并不算特别高，北美高出我们很多，西欧比我们高，一些发展中国家如印度、埃及、南美和我们差不多。在全球有很多主权债务违约，一个共同的核心特点是主要以外债为主，如果全部是内债，例如日本债务率已经超过200%，美国120%，也依然没有发生主权债务违约。因此，财务标准现在只能提示风险，债务率过快上升或债务率很高的时候容易产生风险，但很难说达到一个什么样的标准就会爆发债务违约。原因在于，政府除了债务融资方式之外，还有铸币权和税收权，真正到了政府债务违约临界点时，如果是内债可以靠铸币税来缓解政府债务问题，至少可以还息和延期。

另外一个标准是经济标准，这是大家讨论比较少的。回到为什么政府要发债，为什么要区分中央和地方的权衡问题上。当经济效率特别是地方政府债务利用效率降低到没有效果时，也达到了政府债务可持续的内在标准，这个标准可能会比财务标准低一点，但到了这个标准也需要进行调整。在此时，发再多地方债也不如中央债好，还不如直接增发货币效果更好，显然就到了政府债务需要调整的一个节点。



### 政府债务可持续发展的两个标准

- 财务标准
- 经济标准



## 四、中国经济复苏下的政府债务风险防范

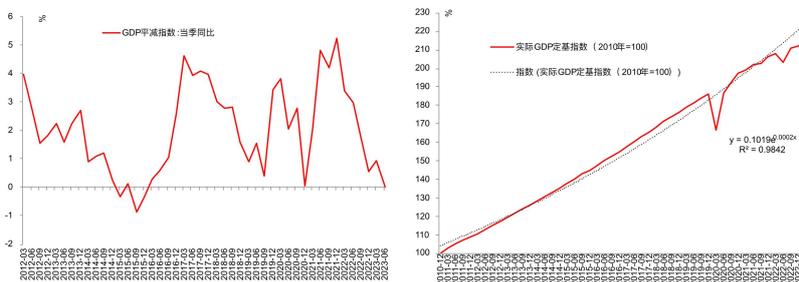
回到现实问题，在当前情况下讨论政府债务风险防范问题，必然要考虑到中国经济复苏。疫情后开始复苏，但目前经济恢复得不够充分，从经济周期角度讲，现在处于一

个周期性低点，从长期趋势看，与潜在增长轨道还有很大距离。因此，现在为了防范政府债务风险而极大控制政府债务，就造成了政府、企业、家庭去抢跑资产负债表修复的状况，这显然不利于经济恢复。政府的资产负债表修复一定要在企业和家庭资产负债表修复的后面，才有可能使宏观经济回到潜在增长轨道上。



### 回到现实：当前中国经济复苏的周期相位

- 一方面，疫情政策优化之后的经济重启效应非常明显，中国宏观经济复苏的进程已经启动。
- 另一方面，经济恢复还不充分，总需求相对不足，实际产出与长期增长轨道还有较大差距。



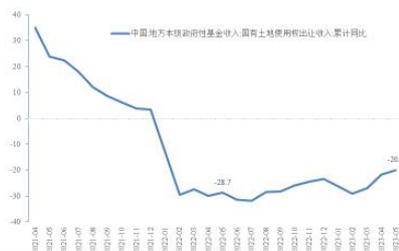
在上个月中国宏观经济论坛半年度报告上我汇报过，现阶段是经济复苏阶段转换的关键期，这个关键期既是经济恢复的增长期，也是各种潜在风险显化矛盾的爆发期，整个复苏的痛点和难点有“五个20%”，其中一个地方土地出让收入同比下降20%，背后原因是很多地方土地金融加速器机制出现逆转，造成现在很多地方在收支行为上存在困难。这里面最典型的数据，不能只看到同比下降20%，去年同期下降30%，两年合计下跌60%左右的水平，这对地方影响很大。



### 现阶段经济复苏的痛点与难点

现阶段既是中国经济复苏的恢复性增长期，也是各种潜在风险显化和矛盾的爆发期。经济复苏的痛点与难点集中表现为“五个20%”，这表明相关领域压力已经突破自我修复能力。集中治理好这“五个20%”，也就牵住了中国经济复苏的牛鼻子。

- 青年群体的调查失业率突破20%
- 工业企业利润总额同比下降20%
- 地方土地出让收入同比下降20%
- 房地产新开工面积同比下降20%
- 消费者信心指数的缺口高达20%



在今年上半年宏观政策中有一个明显表现，由于土地出让收入下降地方政府性基金收入不及预期，上半年财政政策力度远远低于年初预算目标。在年初预算时，预测政府性基金收入有一个微弱增长，预计政府支出增速大概是六点几，事实结果是政府性基金收入前五个月下降了15%，政府性基金支出同比减少12.7%。最后把公共支出和政府性基金支出合起来前五个月增长只有0.6%，而年初预算目标是6%。实际上，上半年经济复苏情况不理想有很多原因，原因之一是公共财政政策力度不及预期，大幅低于年初预算目标。



### 全国政府性基金收入不及预期，地方财政收支困难的局面延续

- 在市场主体绩效恶化和土地市场低迷的背景下，公共财政收入和政府性基金收入不及预期。
- 地方政府和融资平台债务运转出现困难，政府总支出增速（0.6%）低于年初预算目标（6%）。



今年经济复苏很重要的风险点就是宏观政策力度不足，或者是提前回撤导致复苏中断的风险。这次复苏要经历不同阶段，而且要完成阶段转换，目前正处在阶段转换的关键期。上半年的恢复性增长主要是社会秩序和交易的修复，下一阶段是资产负债表的修复，最后再回到常态化增长阶段。现在每个阶段间并不是自然而然发生的，正处于从第一阶段向第二阶段转换的关键期。对于宏观政策部门，今天谈到的政府债务可持续性显然是政府债务压力很大，财政政策部门有收紧政策力度，甚至是提前回撤的内在动力。

过去不是没有这样的经验教训，2021年就有过这样的经验教训。在低基数效应下，2021年上半年增速很高，超过全年目标，从年中开始宏观政策全面收紧，其他政策密集推出，导致当年经济形势急转直下，上半年还在讨论经济偏热，到年底就陷入了“三重压力”。所以，2023年不论是政府债务可持续发展还是防范风险，都要避免一个问题，就是政策大幅度收紧或者提前回撤，对这个风险的担忧超过了政府债务风险问题。



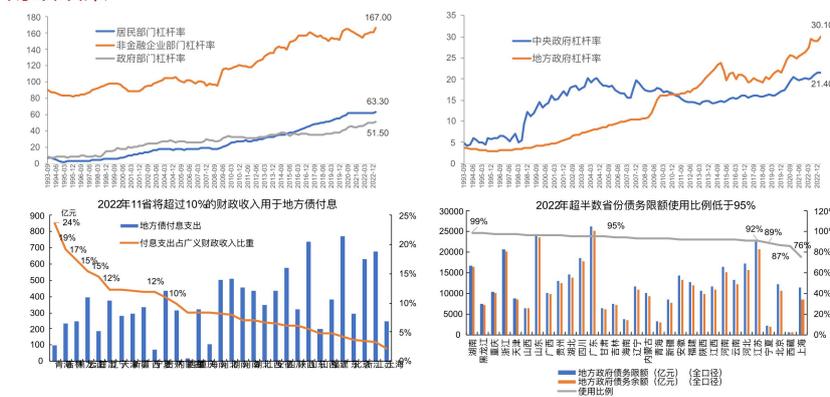
**存在宏观政策力度不足或提前回撤导致复苏进程中中断的风险**

- 1) 本轮经济复苏需要经历不同阶段并完成阶段转换，目前处于阶段转换的关键期
  - 社会秩序与交易修复阶段 → 资产负债表修复阶段 → 常态化扩展阶段
- 2) 宏观调控核心部门政策空间收窄，具有收紧政策力度甚至提前回撤的内在动力
  - 财政政策；货币政策；产业政策；就业政策
- 3) 2021年中国经济复苏过程中曾有过这样的经验和教训
  - 在低基数效应下，上半年经济增速（13%）远超全年增长目标（国内生产总值增长6%以上）
  - 从年中开始，各类宏观政策全面收紧、各类其他政策密集推出，导致形势急转直下，年底陷入“三重压力”
- 4) 2023年设定的经济增长目标实际上较低而且富有弹性
  - 在低基数效应下，上半年经济增速（预计6-7%）超过全年增长目标（国内生产总值增长5%左右）

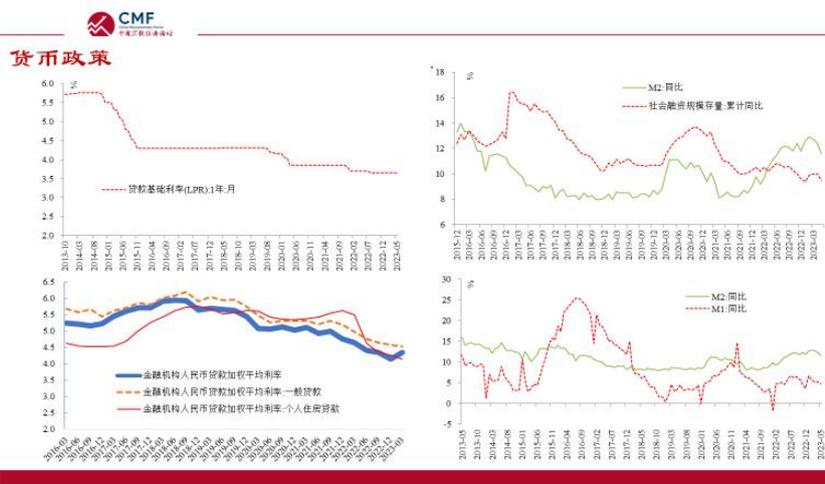
为什么财政政策在今年比较重要？原因是经过过去三年，居民部门已经不怎么加杠杆，不怎么增加债务，如果把城投公司和地方政府融资平台去掉，企业杠杆其实是下降的。唯一还能够或者有意愿增加的就是政府部门，而政府部门里面由于中央增加的少，其实就是依靠地方。因此，地方政府的确遇到了很多压力，包括还本付息压力，债务利用效率下降问题。



**财政政策**



货币政策在过去几年也很谨慎，从2019年底疫情暴发至今三四年的时间，分四次共累计下降了0.5个百分点的基准利率，所以基本上以稳为主。过去两年靠的是数量的增长，比如社会融资增速、M2增速，靠数量宽松带动。但今年以来，也面临了社会融资增速和M2增速的负向缺口，M1增速和M2增速的负向缺口。现在我们也有讨论是否遇到了流动性陷阱的问题，大家不进行交易、投资，如果这种情况发生，下半年对于财政政策还会有更大需求。



所以，我们在复苏阶段转换的关键期该如何防范化解地方政府债务风险，应该和疫情前、疫情期间的思路有所不同。更重要的是要统筹稳增长和防风险的关系，统筹化解存量风险和防范增量风险的关系。一方面，需要把握好风险处置的节奏和力度，避免财政条件突然收紧影响经济复苏进程，更多要依靠经济稳健复苏来化解大部分潜在风险，这应该说是一个相对底线的目标。另一方面，对于可能触发连锁反应、引发市场动荡的重大区域性风险事件，需要加强监测和应急处置能力，通过快速有效的化解，守住不发生系统性金融风险的底线。

对于结构性、区域性风险的处置存在很多选择，但都要提前准备，包括压力测试、设立公共基金、奖惩机制等。比如，如果一个地方的政府债务确实无法偿还需要置换，有一个前提，就是置换部分和未来新增债务限额要挂钩，置换了多少未来要减多少或者减少一定的比例，以避免道德风险和置换之后很快回升。因为这个地方政府在过去五年或十年对于地方平台或专项债的利用表现，已经证明它不具有很好的使用专项债券的能力，在这方面做的还不如中央政府的转移支付和国债好，那么未来就可以不给相应的举债空间。如果是因为外界因素，比如应对疫情冲击和其他外生因素，或者因为市场调整等，不得不做的部分予以置换，但量也要精简，精简幅度可以小一些。必须要有这样的奖惩机制，将处置和奖惩机制挂钩，从长期来讲才能逐渐化解政府债务风险。



## 在复苏阶段转换的关键期如何防范化解地方政府债务风险

- 当前防范化解地方政府债务风险，应与疫情前有所不同。尤其需要坚持系统观念，统筹稳增长与防风险的关系，统筹化解存量风险和防范增量风险的关系。
  - 一方面，需要把握好风险处置的节奏和力度，避免财政金融条件突然收紧影响经济复苏进程，更多依靠经济稳健复苏来化解大部分潜在风险。
  - 另一方面，对于可能触发连锁反应、引发市场动荡的重大区域性风险事件，需要加强监测和应急处置能力，通过快速有效的化解，守住不发生系统性金融风险的底线。
- 对于结构性、区域性风险的处置存在多种选择，但均需要提前准备，包括压力测试、设立公共处置基金、奖惩机制等。





**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

