



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第108期）

公共财政与债务可持续

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

2025年9月



CMF宏观经济热点问题研讨会 第108期

新一轮地方化债成效、挑战及债务可持续发展探讨

报告人：袁海霞

中诚信国际信用评级有限责任公司研究院院长

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

财政部政府债务咨询专家

目 录

- 一、新一轮化债的进展与成效
- 二、当前债务化解面临的问题及挑战
- 三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识
- 四、对策和趋势

■ 2015年以来我国经历过四轮化债，当前处于第五轮化债进程中

“化债中发展”



“发展中化债”

以地方政府债券置换为主，金融化债等多种方式并存

第一轮

第二轮

第三轮

第四轮

第五轮

三年大规模置换
(2015-2018)

建制县化债试点
(2019-2021.9)

全域隐债清零试点
(2021.10-2022.6)

一揽子化债
(2023.7至今)

新一轮大规模置换
(2024.11至今)

置换工具

12.2万亿置换债

1579.23亿置换债
+6128亿特殊再融资债

5041.80亿特殊再融资债

2.2万亿特殊再融资债
+1.2万亿特殊新增专项债

6万亿特殊再融资债
+4万亿特殊新增专项债

置换范围

非债券形式的存量债务

偿还建制区、市本级债务

搭配全省隐债化解计划实施

存量政府债务+拖欠企业账款

存量隐性债务+拖欠企业账款
+存量政府债务

区域

除西藏外的30省

第一批贵州、湖南、内蒙古、
云南、辽宁、江苏、甘肃七省
第二批：辽宁、重庆等26省

北京、上海、广东

全国31省

全国31省

重要政策/
会议

2014年：43号文堵住融资平台新增地方债务的“后门”；
《预算法》修订案打开地方政府发债“前门”
2018年：中发27号文开启十年隐债化解

2021年：银保监发15号文要求严禁新增或虚假化解地方政府隐性债务，允许银行保险机构通过拉长期限、降低利率的形式参与隐债化解

2021年《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》强调对失去清偿能力的融资平台依法实施破产重整或清算
2022年国发2号文允许高风险地区因地制宜探索化债道路

724政治局会议制定实施一揽子化债方案
中央金融工作会议：建立防范化解地方债务风险长效机制、建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制
国办发35号47号14号134号150号

11月8日十四届人大常委会第十二次会议“**6+4+2**”化债组合拳落地

效果

截至2018年末，非政府债券形式存量政府债务剩余3151亿元，非政府债券形式的存量债务置换基本完成

时任财政部长2022年12月19日指出，**地方隐性债务减少1/3以上**
广东、北京、上海相继于2022年-2023年实现全域隐债清零
建制县试点区域流动性压力有所缓解

2023年末，**隐性债务余额较2018年摸底数减少50%**
2024年末，**隐性债务余额10.5万亿元**
2024年末较2023年初**约40%融资平台实现“退平台”**
截至2025年6月末，**60%以上的融资平台隐性债务已经清零**

政策主线

疏堵结合、控增化存

疏堵结合、控增化存、一揽子化债

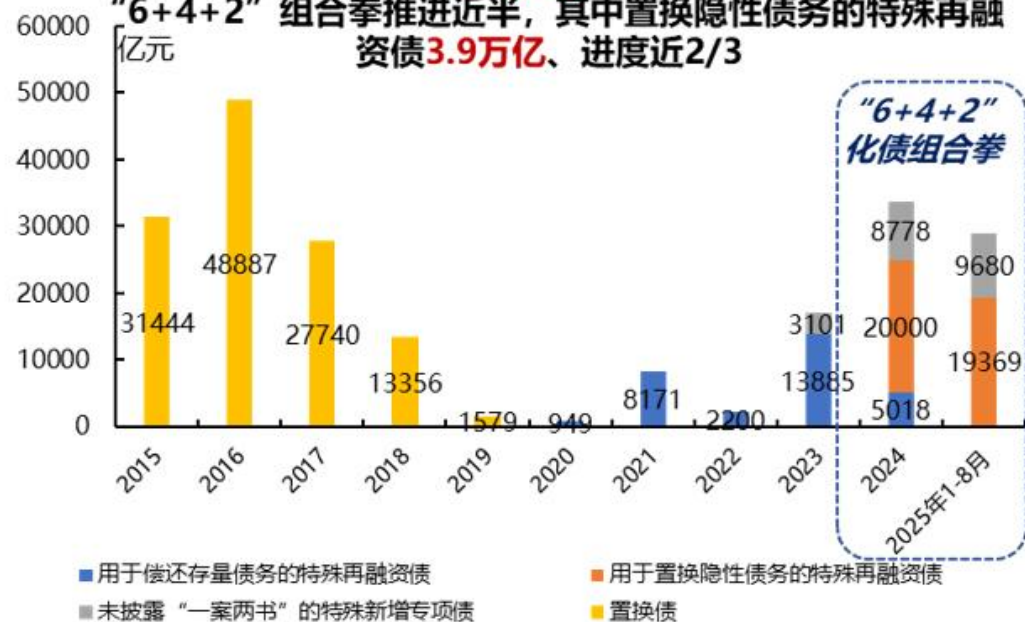
隐性债务显性化、高息债务低息化

■ 本轮“6+4+2”框架下地方债务化解的进展和成效

1. 三年地方债置换进度近2/3，逐步增加拖欠款清偿支持



2024年以来全国共发行**6.3万亿**用于化债的地方政府债券、“6+4+2”组合拳推进近半，其中置换隐性债务的特殊再融资债**3.9万亿**、进度近2/3



今年用于基建项目的新增专项债额度减少



2. 各地积极推动“6+4+2”化债组合拳落地，仅4省未完成第二批置换额度发行

除广东、上海外29省获得**6万亿**隐债置换额度
 本轮置换**额度分配以经济大省为主、上一轮以重点省份为主**
 仅4省未完成2025年额度发行

	2024 发行规模	2025年1-8月 发行规模	总额度	完成进度
经济大省（均值）	1391	1356	4173	66%
江苏	2511	2511	7533	67%
山东	1255	1255	3765	67%
四川	1148	1148	3444	67%
浙江	814	814	2442	67%
河南	1227	1051	3681	62%
其他非重点省份（均值）	507	476	1521	65%
安徽	980	980	2940	67%
陕西	564	564	1692	67%
江西	551	551	1653	67%
福建	502	502	1506	67%
山西	385	385	1155	67%
河北	281	281	843	67%
新疆	216	216	648	67%
海南	152	152	456	67%
西藏	137	137	411	67%
北京	47	47	141	67%
湖南	1288	1090	3864	62%
湖北	982	808	2946	61%
重点省份（均值）	580	573	1740	66%
天津	771	771	2313	67%
云南	878	878	2634	67%
辽宁	771	771	2313	67%
重庆	754	754	2262	67%
内蒙古	572	572	1716	67%
广西	515	515	1545	67%
黑龙江	484	484	1452	67%
甘肃	443	443	1329	67%
吉林	385	385	1155	67%
宁夏	138	138	414	67%
青海	73	73	219	67%
贵州	1176	1092	3528	64%

31省均发行**用于化债的特殊新增专项债**
 江苏、四川规模较大，北上广于今年首发

	2024 发行规模	2025年1-8月 发行规模	合计
经济大省（均值）	467	530	997
江苏	800	1099	1899
四川	615	583	1198
山东	486	479	965
浙江	378	480	858
河南	520	217	737
广东	0	324	324
其他非重点省份（均值）	306	267	574
新疆	669	364	1034
湖南	463	542	1005
湖北	502	369	871
陕西	501	293	794
安徽	391	364	755
河北	209	491	700
江西	337	250	587
福建	262	310	572
西藏	351	7	358
山西	215	120	335
海南	79	96	175
北京	0	151	151
上海	0	118	118
重点省份（均值）	167	238	404
云南	234	730	964
贵州	403	247	650
辽宁	223	378	601
甘肃	183	314	497
重庆	209	259	468
天津	188	237	425
广西	137	183	320
内蒙古	127	155	282
黑龙江	126	126	252
吉林	108	124	232
宁夏	30	60	90
青海	32	42	74

3. 置换后债务综合成本下降、结构改善，退平台进度加快

大规模置换推进下，2024年末隐性债务规模下降至**10.5万亿**

2023年末全国
隐性债务余额
14.3万亿元

2万亿

置换隐性债务的特
殊再融资专项债

0.8万亿

专项用于化债的特
殊新增专项债

0.5万亿

用于偿还存量政府
债务的特殊再融资
债

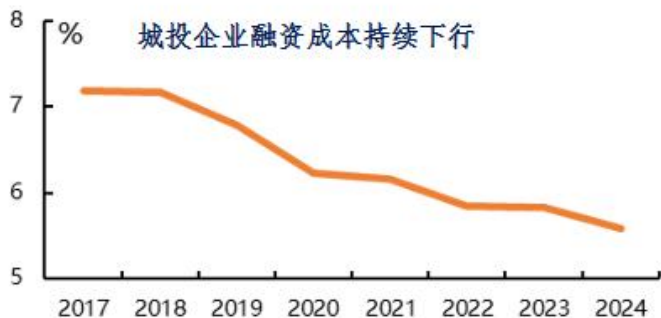
0.5万亿

地方年均自行化解
的隐性债务

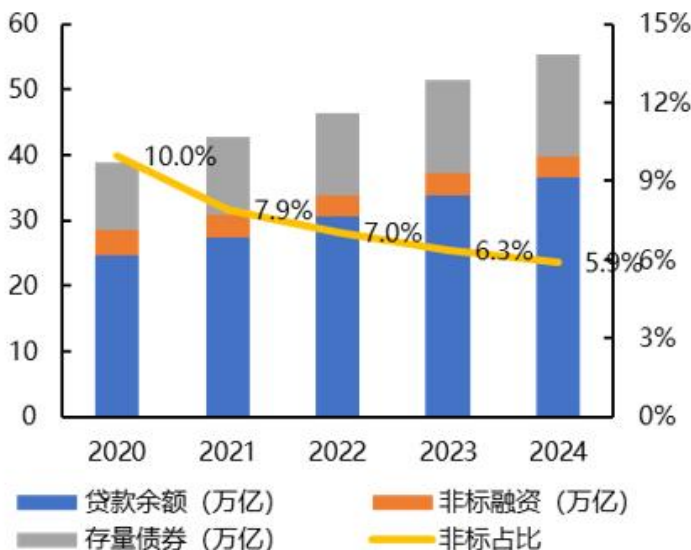
2024年末全国
隐性债务余额
10.5万亿元

城投企业债务成本下行

财政部：各地置换以后，**债务平均利息成本降低超2.5个百分点，可节约利息支出超过4500亿元**，极大减轻地方资金压力和利息支出，极大减轻地方资金压力和利息支出



城投企业非标占比持续压降



平台公司转型加速、内蒙古率先退出重点省份

财政部：通过加快置换融资平台承担的隐性债务，实现融资平台数量大幅压减；截至2025年6月末，**超六成的融资平台实现退出，意味着60%以上的融资平台隐性债务已经清零**

央行：到2024年末，与2023年初相比，**约有40%的融资平台通过市场退出、市场化转型等方式，退出了融资平台的序列**

内蒙古：

- 2025年1月：化债工作取得突破性进展，**有望率先退出高风险省份**；
- 2025年8月：**要巩固退出地方债务重点省份成果**

宁夏：

- 2025年3月：对照国家标准，**已符合退出债务高风险省份的条件，前期已向国务院提出申请**

吉林：

- 2025年5月：**加快退出债务高风险省份行列**

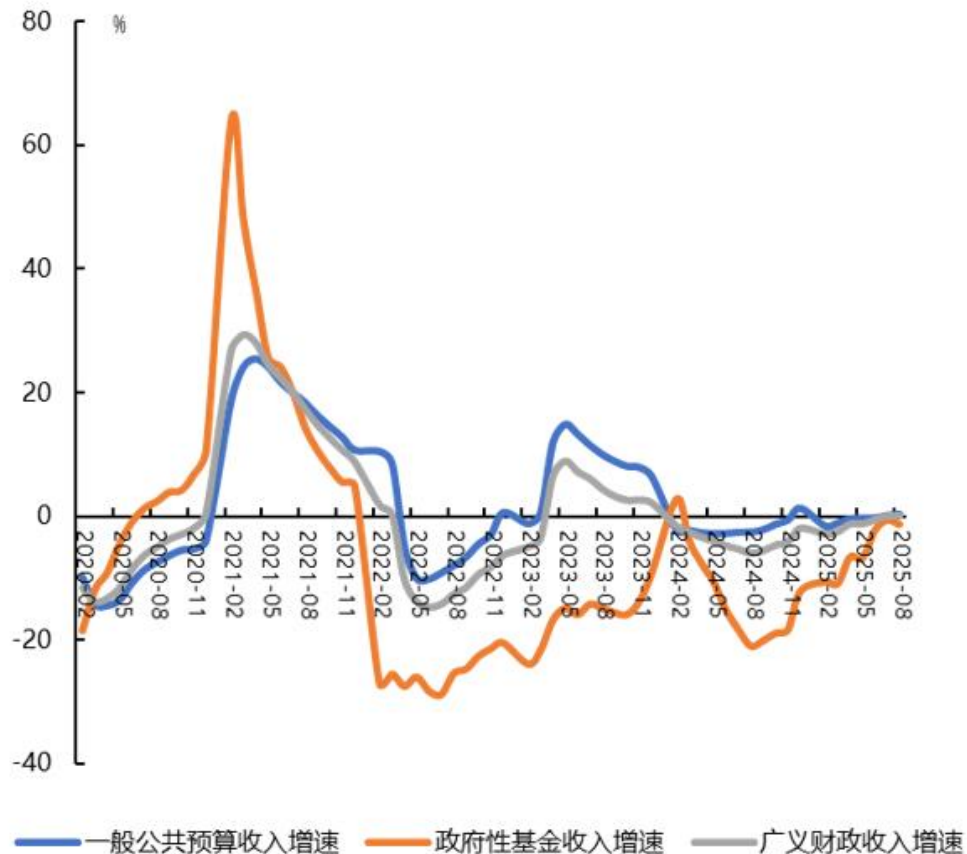
注：融资成本以“分配股利、利润或偿付利息支付的现金/有息债务”近似估算

目 录

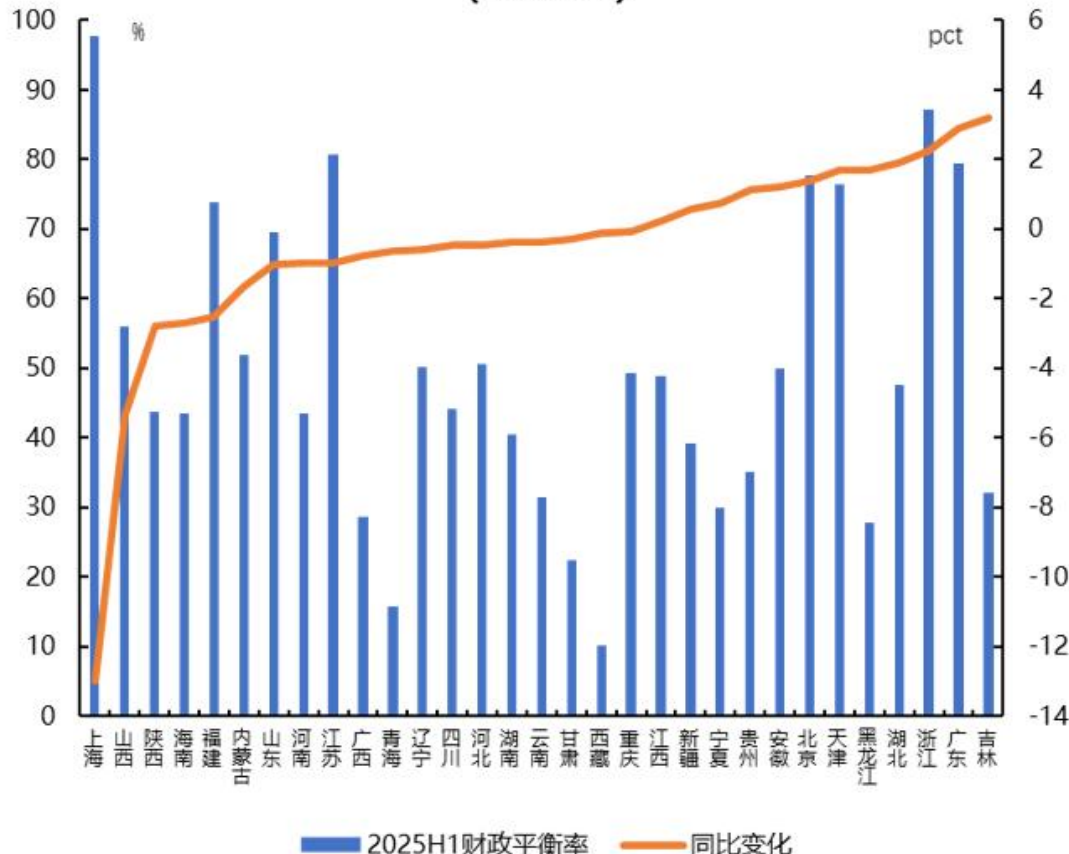
- 一、新一轮化债的进展与成效
- 二、当前债务化解面临的问题及挑战
- 三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识
- 四、对策和趋势

1. 财政收支持续承压，地方流动性压力不断加剧

2024年以来广义财政收入增速持续为负



超六成（19个）省份财政平衡率回落（2025H1）



2. 化债的收缩效应持续显现，经济大省“拖后腿”明显，局部风险仍在释放

山东、江苏财政收入增速大幅放缓

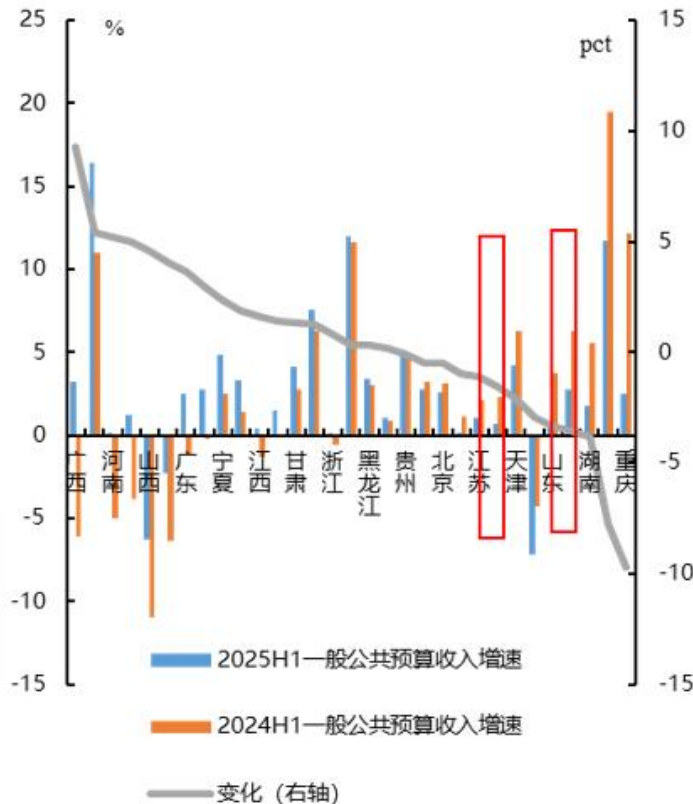
经济大省“拖后腿”明显，投融资相对低迷

2024年年初提出： 关注化债的收缩效应



一、“一揽子化债”推进下的地方投资表现

2023年以来，伴随1.5万亿特殊再融资债、金融化债、特殊国债等“一揽子化债”措施的有序实施，市场情绪边际改善，地方债务流动性风险亦出现阶段性缓释，国务院防范化解地方债务风险工作视频会议指出，“地方债务风险防控化解工作取得阶段性成效，守住了不发生系统性风险的底线”。但与此同时，化债推进的过程中也出现了一定收缩效应，如地方投资承压，2024年重点化债省份固定资产投资目标有所下调，一季度投资增速也有所回落，经济修复与增长面临一定制约。



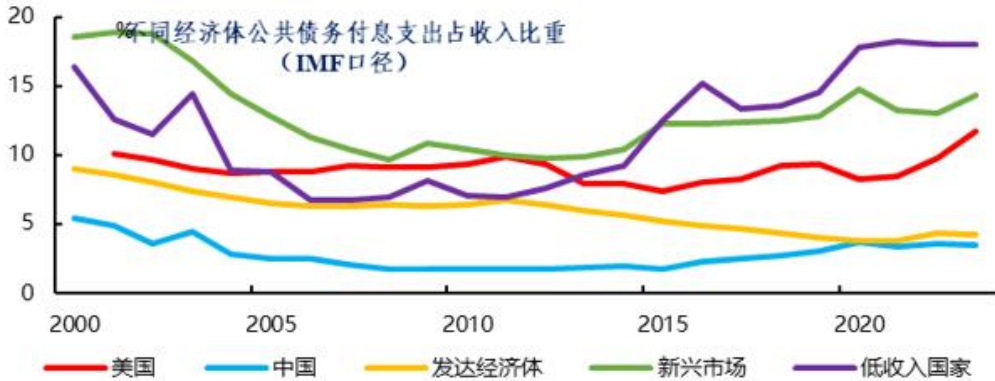
	2023城投债 净融资额	2024城投债 净融资额	2025年1-8月 城投债净融 资额	2023固投 增速	2024固投 增速	2025年1-7月 固投增速
经济大省(均值)	1501	108	-55	4	2	-2
山东	2043	691	449	5	3	-1
广东	426	324	406	3	-5	-11
河南	1518	470	16	2	7	6
四川	880	382	-238	2	2	2
浙江	2269	-297	-21	6	0	-2
江苏	1869	-921	-941	5	2	-6
其他非重点省份(均值)	346	43	-46	5	6	5
北京	188	216	233	5	5	11
陕西	112	-14	202	0	5	5
河北	339	211	87	6	7	7
上海	184	151	-2	14	5	6
新疆	101	162	29	12	7	11
海南	11	5	9	1	7	-9
西藏	44	18	-10	35	20	21
山西	182	51	-12	-7	3	2
江西	716	119	-145	-6	5	5
福建	587	327	-92	3	4	4
湖北	958	-152	-66	5	7	7
安徽	757	-108	-286	4	5	-4
湖南	319	-434	-548	-3	3	3
重点省份(均值)	10	-62	-28	-3	3	1
云南	-62	269	84	-11	-8	1
甘肃	-153	-137	35	6	3	1
内蒙古	2	-44	17	20	14	9
吉林	-74	166	-12	0	1	-2
宁夏	0	-25	7	6	8	7
广西	37	125	34	-16	-3	-2
青海	-26	1	-2	-8	4	-6
辽宁	-73	9	-10	4	5	-4
黑龙江	-102	-35	-48	-15	6	-3
天津	214	-687	-28	-16	3	5
贵州	-389	-296	-170	-6	1	3
重庆	751	-93	-245	4	0	3

3. 利息是衡量债务可持续的重要指标，虽处低位但持续攀升，结构性付息压力加剧

利息是衡量债务可持续的重要指标

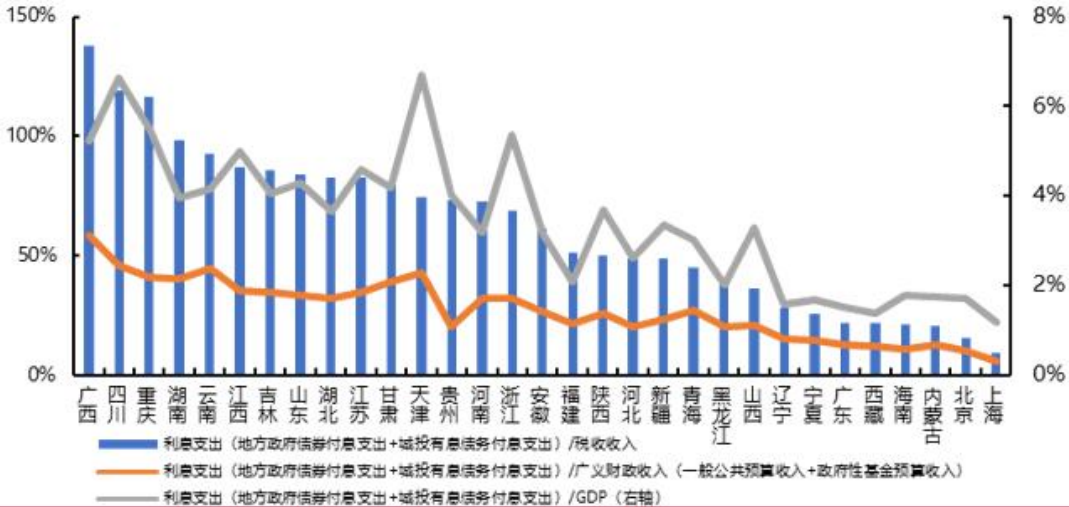
指标	公式	2025我国水平估算（与国际统计口径不完全一致）	阈值
利息支付率	债务利息支出/财政收入	8.2%	10%-15%（IMF、世界银行建议） 2023平均值：发达经济体4.3%、新兴市场经济体14.4%
利息负担率	债务利息支出/GDP	1.6%	无固定阈值
负债率	债务余额/GDP	67.8% （考虑财政部隐性债务后73.3%）	发达经济体：60%（《马斯特里赫特条约》标准）2025均值110% 新兴市场和发展中经济体：40%-60%（IMF、世界银行建议）2025均值74%
债务依存度	年度新增债务规模/当年财政支出	34.7%	发达经济体：15%-20%（IMF、世界银行建议） 新兴市场和发展中经济体：20%-30%（IMF、世界银行建议）
赤字率	赤字规模/GDP	4.0%	发达经济体：3%（《马斯特里赫特条约》标准） 新兴市场和发展中经济体：3%-5%（IMF建议）

从国际比较看
我国政府债务付息支出占比处于较低水平



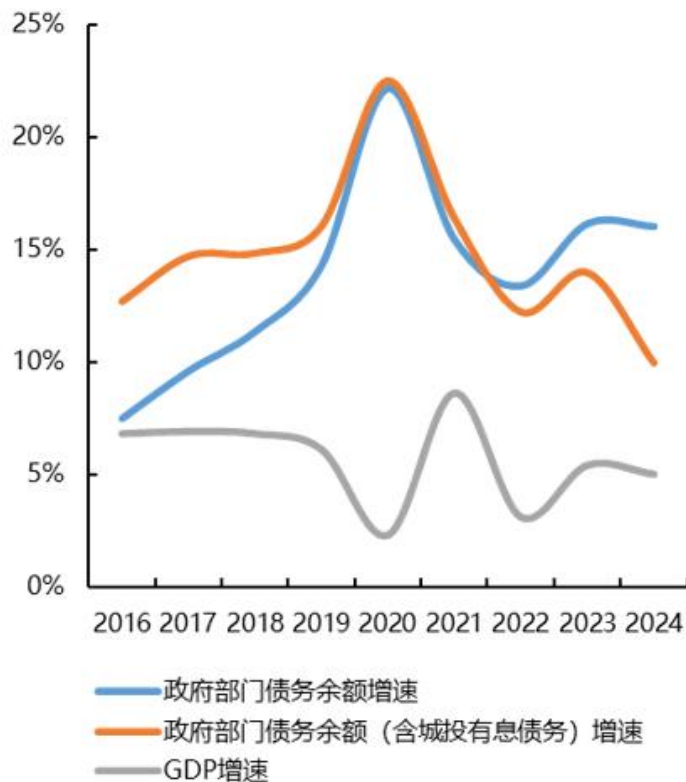
注：IMF公共部门口径包括政府以及公共公司（public corporations），对于中国公共债务估算口径包括政府显性债务、地方政府融资平台债务、政府引导基金和专项建设基金；各国收入包括税收、社会捐款、应捐赠款和其他收入。

部分地区债务付息负担较重
广西、四川、重庆三省付息占税收比重超100%



4. 效率问题仍是影响资源配置、政策实施效果的关键，政府债务的功能性作用未有效发挥

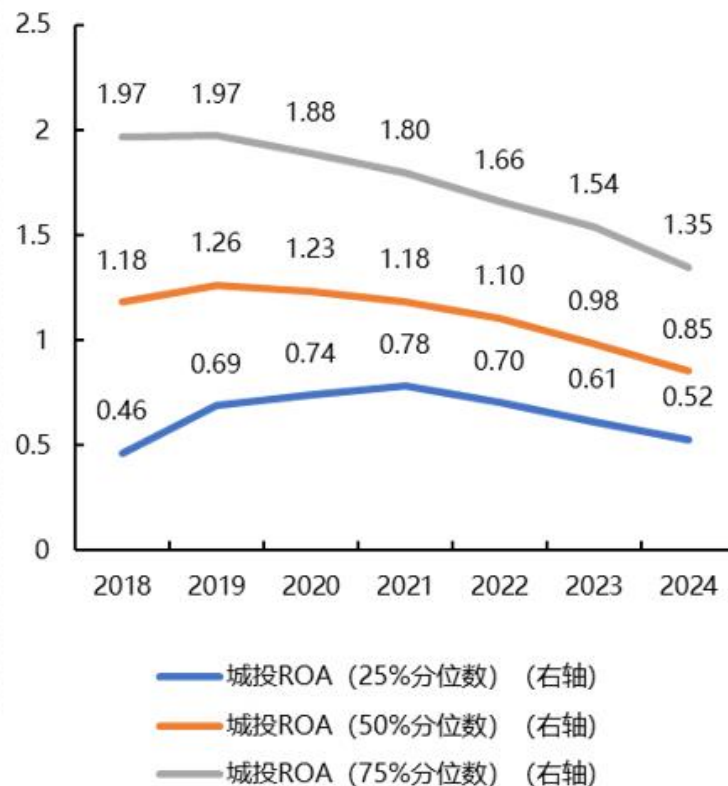
政府部门债务增速持续高于经济增长增速



地方政府专项债资金效率仍待进一步提升

- 2019年：503.67亿元新增专项债资金闲置
- 2020年：55个地区专项债余额1.27万亿元中有413.21亿元未严格按用途使用
- 2021年：10个地区136.63亿元专项债券资金未按用途使用，违规用于企业经营、人员工资等；33个地区217亿元专项债资金闲置1年以上
- 2022年：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，有60.27亿元结存未用
- 2023年：债券募集资金当年即闲置或被挪用，其中522个项目279.24亿元
- 2024年：9个地区违规举借20.29亿元；7省虚报支出完成情况464.35亿元；92个地区挤占挪用651.8亿元；70个地区闲置或损失浪费189.53亿元。

城投资产收益率整体较低且逐年下降
中位数已不足1%



6. 关注化债过程中“处置风险的风险”，如政策执行偏差、金融化债承压、城投表面转型等问题

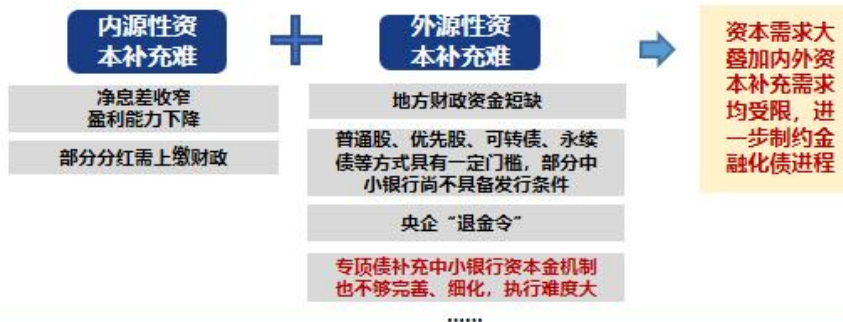
➤ 部分政策与当前“发展中化债”思路相矛盾，过于注重“防风险”，政策执行仍存在偏差如层层加码、标准不明。

金融化债面临政银企多方博弈、进度偏慢

- ◆ 经济下行周期中部分金融机构经营承压，对化债支持有限
- ◆ 金融化债可能导致息差压缩、资产缩表，金融机构参与意愿不足



- ◆ 中小银行资本补充渠道受限进一步制约金融化债进程



城投风险仍在释放，面临转型新问题

退平台政策倒逼城投加速“真转型”

2024.9: 150号文退平台
2025.1: 99号文退省份
2025.3: 上交所3号指引

政策要求与实际表现的背离



政策时限为2027年6月，届时全国全部融资平台须退出名单。上交所要求城投企业秉持建立现代企业运营管理制度、明确主营业务定位、聚焦重点业务领域打造核心竞争力的理念，通过剥离城建类资产、整合纳入经营性资产、培育新的产业类主体等模式深化产业化转型

- ✓ 真实的造血能力
- ✓ 真实的盈利能力
- x 切忌虚假转型
- x 切忌数据转型

实际过程中部分城投出现“表面转型”

融资平台
转型
短期目的

突破融资约束

完成政治任务

- ✓ **业务拼凑**：看似业务多元但实际缺乏对各项业务的掌控力，通过美化报表实现融资目的，但持续经营能力存疑
- ✓ **资产转移**：以市场化转型为由借机剥离优质资产和核心业务注入其他企业，只保留存量债务，实际已成为“空壳企业”
- ✓ **盲目转型**：盲目涉足行业跨度过大、经营难度过高的领域，造成新业务尚未贡献有力的现金流入，外部融资又由于企业城投属性的弱化而收紧

城投实现“真转型”需要更长“抚育期”

但当前缺乏“退平台”过渡期支持性政策

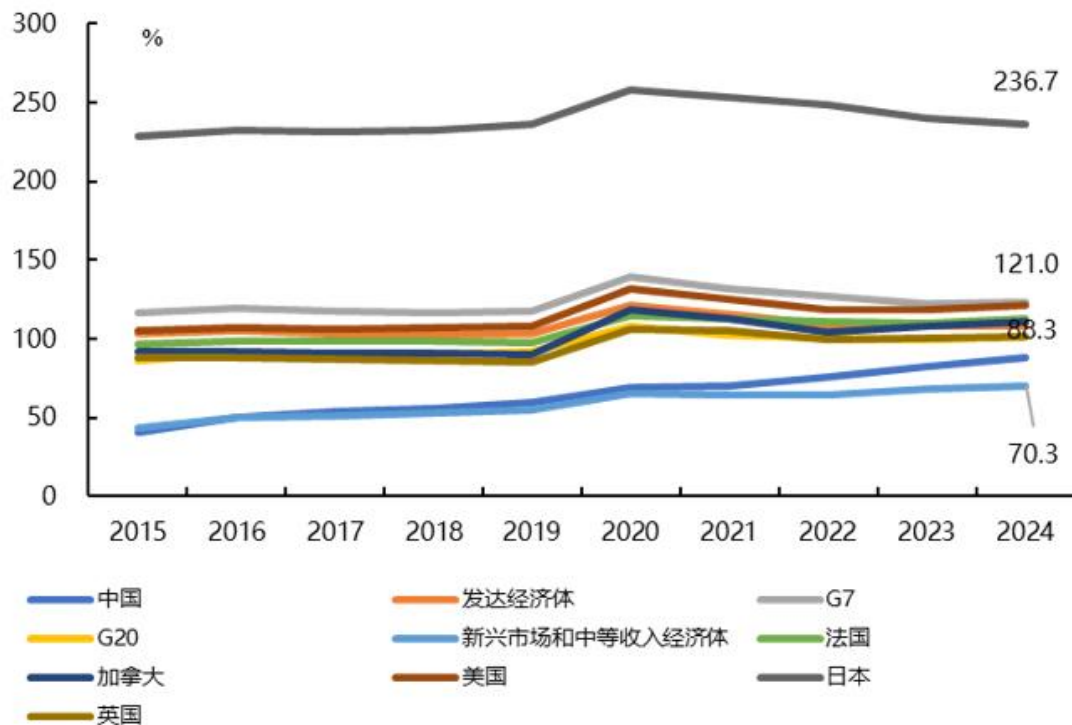
- ✓ 例如：“退平台”后债务承接问题？信用独立的新企业逃废债问题？失去政府信用背书后的企业融资渠道拓展问题？.....
- ✓ 在没有足够过渡期政策支持的情况下，“退平台”或加速风险显性化，可能出现“一退即死”“再次平台化”等问题，以及“爆雷”和逃废债的可能性，并形成区域性风险传导

目 录

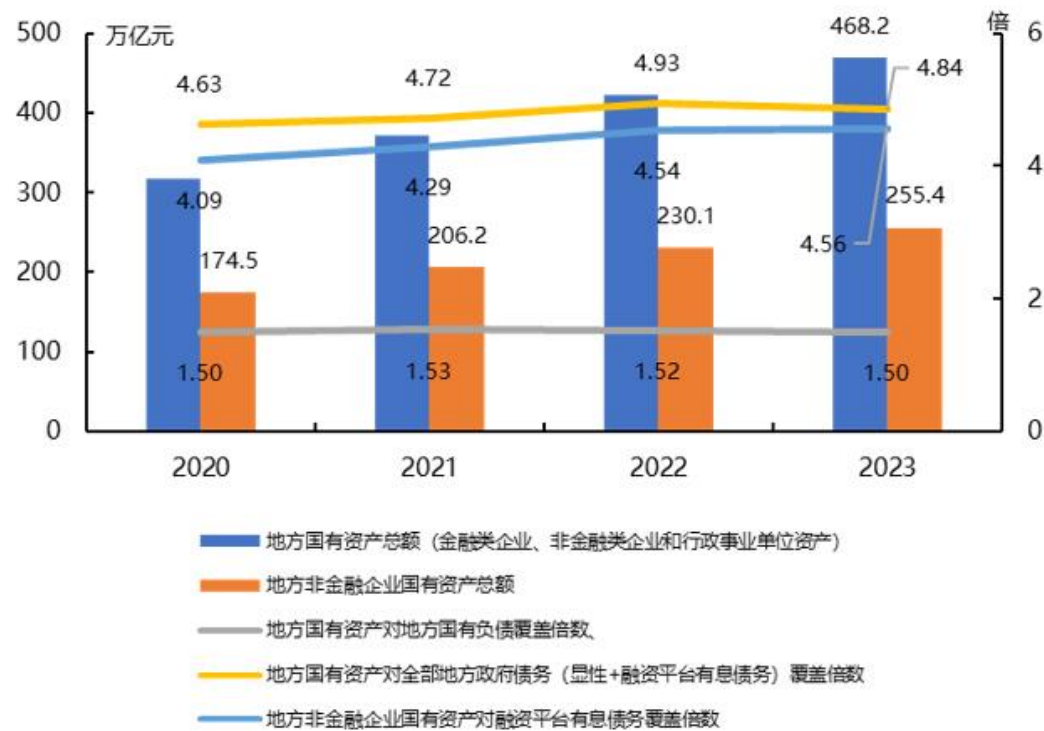
- 一、新一轮化债的进展与成效
- 二、当前债务化解面临的问题及挑战
- 三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识
- 四、对策和趋势

■ 目前我国财政及债务具备一定可持续基础，但仍需加强五大认识

负债率等可比指标低于海外主要经济体，尤其中央杠杆率较低



政府拥有强有力的国有资产支撑，增强存量债务偿付能力



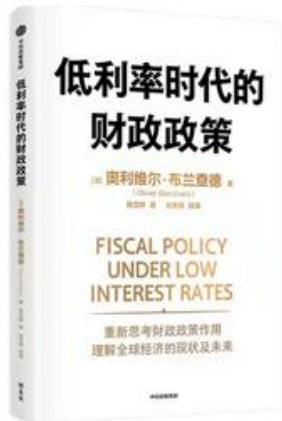
1. 客观认识经济增长与债务增长、r与g的关系，关注财政放缓期债务效率问题

【债务可持续新框架】

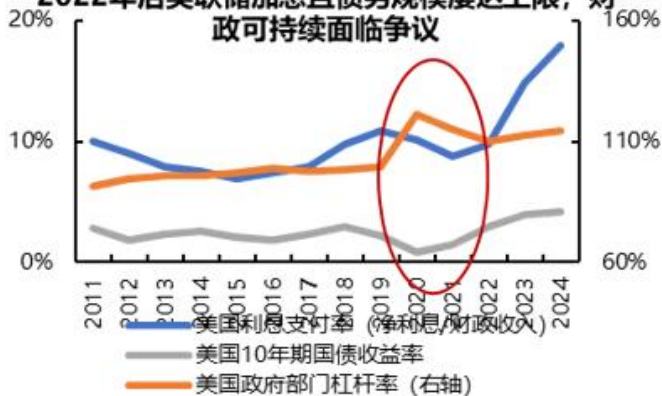
传统债务可持续理论：以不同口径下的政府债务存量指标计算负担比率，如债务率、负债率等；在经济动态有效的背景下，债务可持续性的条件为：**政府债务增长率 $\leq$ 经济增长率，即 $Dg \leq g$**

新阶段债务可持续理论：引入利率水平的影响，重点关注利率变化下的实际偿债负担，以及利息支出水平；新框架下债务可持续性的条件为：**债务融资利率 $\leq$ 经济增长率，即 $r \leq g$**

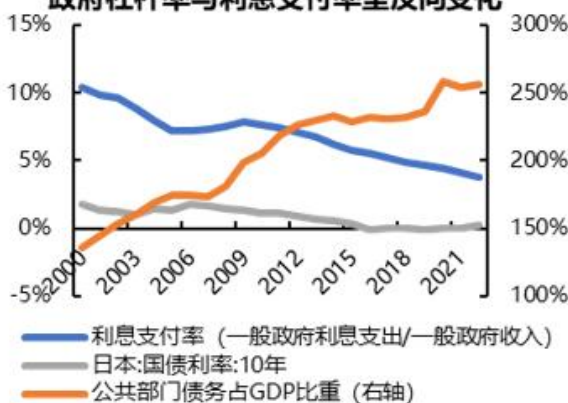
“r-g”框架下的债务可持续思考：一是低利率下大规模的债务扩张需要货币政策相配合，以满足发行利率偏低的条件；二是政府债务扩张既有经济效益也有社会效益，若未有效发挥拉动经济增长作用，低利率带来的货币贬值或经济衰退会增加债务风险。整体看，“ $r < g$ ”框架下，若政府债务增速不超过经济增速，债务还本付息规模占GDP的比重会自动下降，意味着可以通过经济增长“稀释”债务负担



美国疫情期间杠杆率上升但利息支付率较为稳定
2022年后美联储加息且债务规模屡达上限，财政可持续面临争议



日本长期低利率环境有利于债务可持续
政府杠杆率与利息支付率呈反向变化



高息债务进一步降低财政可持续性

关注财政放缓期债务效率问题

财政收入放缓但刚性支出不减
财政平衡压力加大

税收收入
增速下降

经济增长乏力

假设融资成本不变
增加付息压力

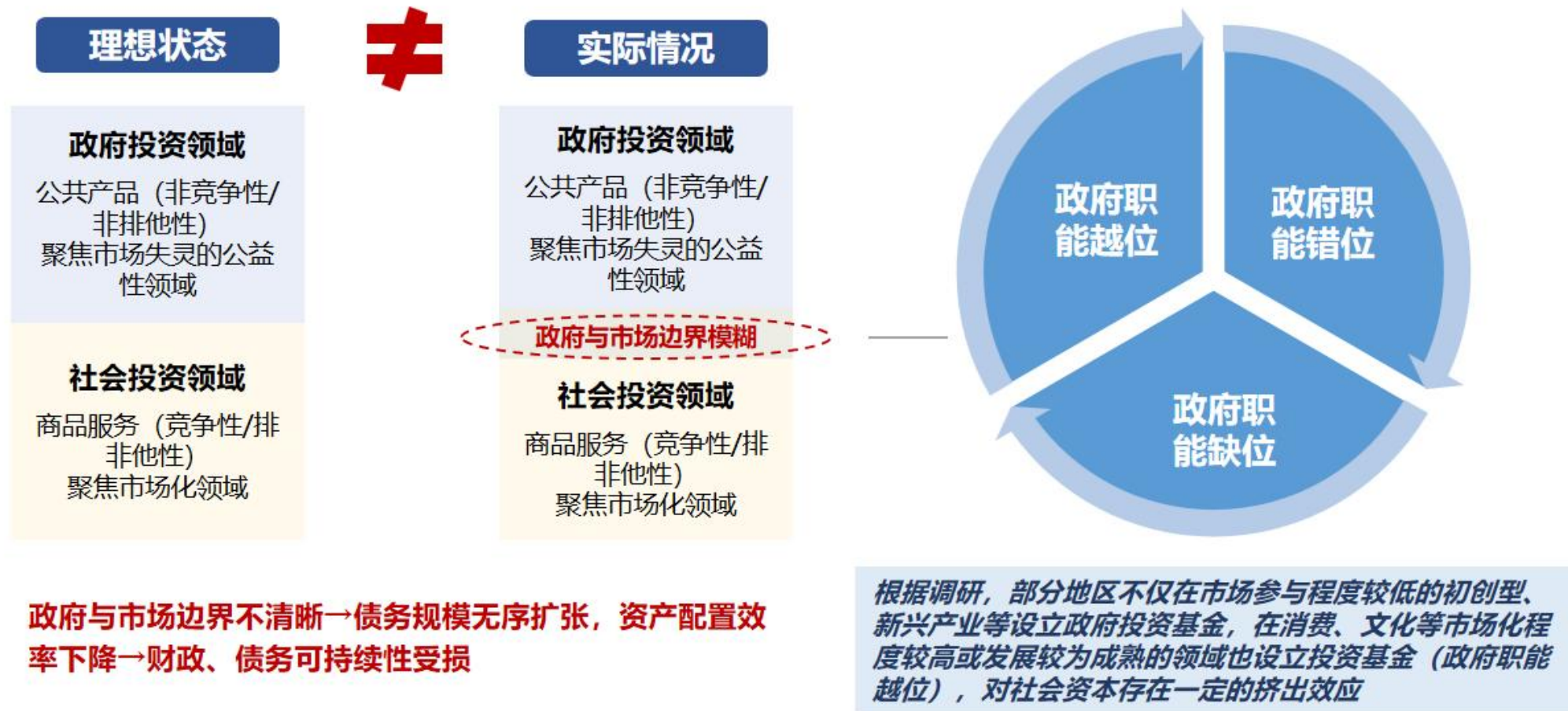
①债务规模增加
②债务功能倾向借新还旧、还本付息

①加大财政发力
增加政府债务
②宏观效率下降
收益未能覆盖成本

①+投资回报率下降，
资金被动低效配置
②挤占投资空间
整体对经济带动作用不足

债务效率和可持续性下降

2. 深化对于厘清“政府-市场”边界的认知，锚定有为政府和有效市场的协同平衡



3. 强化央地关系对于支撑财政可持续的认知，破解财权事权匹配难题

合理的央地关系
是过去改革开放以来取得成绩的关键

1949 - 1979 年“统收统支”的财政体制

将全国的绝大部分财力集中在中央，由中央统一核拨各级政府的开支，地方仅享受地方税收和一些零星收入，无权留用其他收入。

1980年 财政包干制

国务院颁布《关于实行“划分收支、分级包干”财政管理体制的暂行规定》，明确划分中央财政和地方财政不同的收支范围，央地“分灶吃饭”格局初步形成。

有力调动了地方发展经济的积极性，但中央财政收入被削弱，80年代末、90年代初中央面临财政危机。

1994年 分税制改革

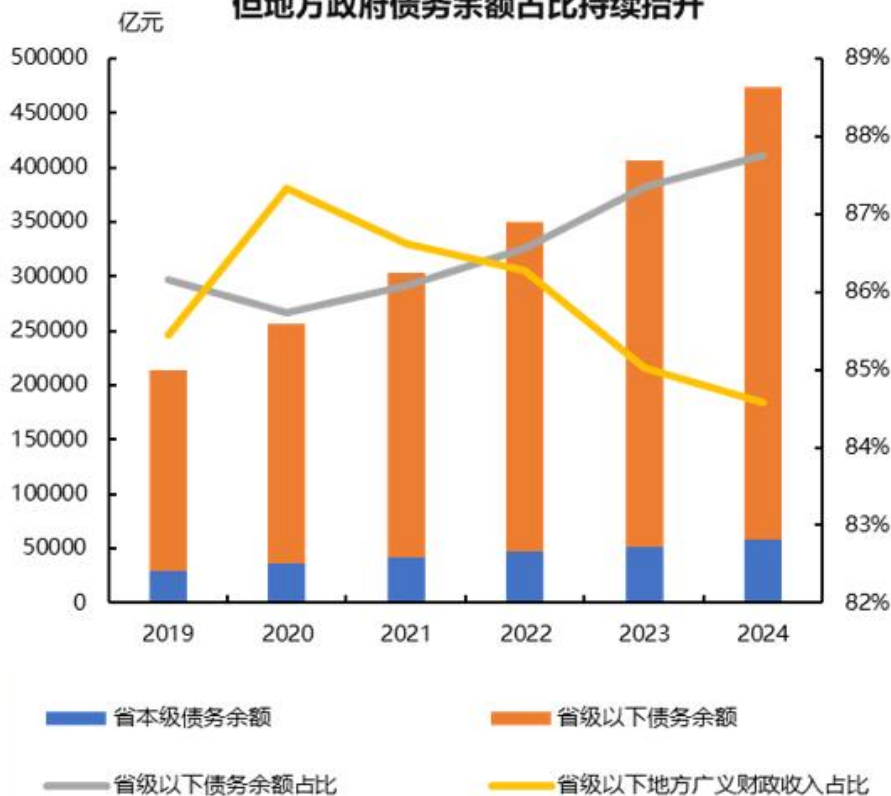
国务院发布《关于实行分税制财政管理体制的决定》，1994年1月1日在全国实施。

划分央地税收、事权和支出范围，分设央地两套税务机构，保障了中央税收收入。为防止地方收入急剧下降，建立了税收返还机制。

“目前中央财政十分困难，已经到了难以为继的地步。如果不适当地集中中央财政收入、加强中央财力，日子就过不下去，最终全国都要受害，都搞不下去。”

——1993年9月朱镕基同志在广东省就实行分税制问题进行调查研究时的讲话实录

财政权责利不匹配影响下，
近年来省级以下地方财政收入占比回落
但地方政府债务余额占比持续抬升



- ✓ 政府间事权责任划分不清晰。对县级以上人民政府的职权规定相同，没有区分政府级次，对乡级政府职权规定与县级相比虽然删除了若干职权，但差别不大
- ✓ 由于政府的隶属关系，上级部门容易习惯性将事权责任下移，出现越是基层政府，事权越多的不合理现象
- ✓ 政府间事权责任和支出责任划分法律依据不充分，增加了政府间博弈难度和谈判成本，制度稳定性较差

4. 重视激励约束机制对于释放地方活力、转变预期和行为模式的作用

多元化考评机制下约束性增强
在一定程度上制约地方发展活力



负向
约束
机制
强化

正向
激励
机制
不足

正向激励机制不足
对地方积极性的调动作用有限



“要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事”——2024年底中央经济工作会议

“然而，如果要提高政府效率，还需要进行另一种类型的放松管制。人们指责官僚机构对私营部门监管过度，但官僚机构本身其实就受到过度监管”——弗朗西斯·福山《一封给埃隆·马斯克的信》

5. 充分认识城投转型、债务管理对于深化国企改革、推动地方经济发展的必要性

城投转型、债务管理是深化国企改革的关键环节



城投转型、债务管理是推动地方经济发展的重要支撑



目 录

- 一、新一轮化债的进展与成效
- 二、当前债务化解面临的问题及挑战
- 三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识
- 四、对策和趋势

1. 正确看待债务扩张与经济增长的关系，坚持发展中解决问题，促进全要素生产率提升

正确认识政府债务合理扩张的积极作用 发挥结构性功能，兼顾经济效益和社会效应

政府债务对于补充建设资金、缓解政府收支矛盾、促进经济社会发展具有重要意义，也有利于发挥“强弱项、补短板”的结构性功能

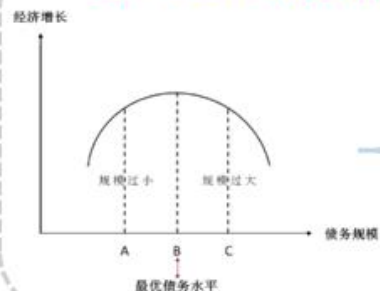
规模、结构、效率

发展需求

债务增量

地方财力

“量”很重要，结构和效率决定了质量，同样重要



经济效益

房地产止跌回稳、重大项目建设、新兴产业发展

社会效应

化债、清偿拖欠款、医疗、教育、养老、托幼等民生短板

短期调控与整体改革配合 促进全要素生产率提升

制度优化、资源配置效率提升、管理创新……

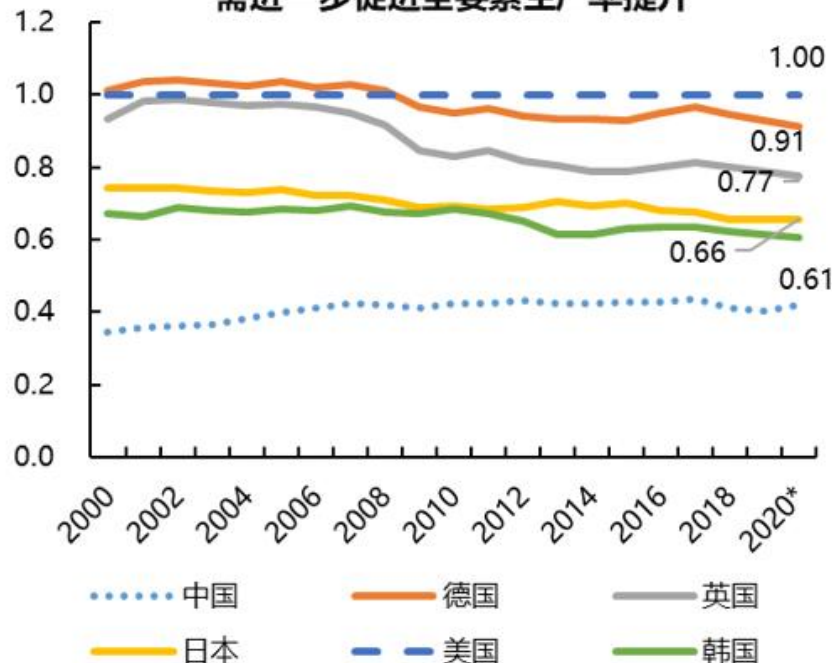
加大宏观调控
促进经济平稳运行

短期

中长期

深化体制改革与新旧动能转换
在发展中解决问题

我国全要素生产率 (TFP) 显著低于发达国家
(以美国为基准)
需进一步促进全要素生产率提升



2. 微观主体信心不足，仍需财政政策发挥更加积极作用，并优化结构、提高资金使用效率

◆ 中央政府仍有较大加杠杆空间，加大央进力度

- 截止2024年，中国政府杠杆率为**60.9%**，中央杠杆率为**25.6%**，均远低于美日等发达经济体水平（根据IMF数据，2023年美国、日本中央杠杆率分别为205.6%、112.3%）
- “十五五”开局之年仍有大量重大项目建设需求，且需靠前发力，财政政策不能囿于既定计划、存量工具，而应结合实际情况“适度加力”
- 存量工具方面，专项债、特别国债等应加快支出使用；；增量政策可适度提升赤字率、增发特别国债；还可加快政策性开发性金融工具的落地使用

政府部门债务规模整体扩张，
2025年广义赤字率及规模均创历史新高



◆ 优化支出结构，加快从投资为主转向投资消费并重、“投资于物”转向“投资于人”



- 着重解决**医疗、教育、养老、托幼**等短板，聚焦消费尤其是**服务消费**，加大**支持数字、智能、文旅、体育**等消费新热点的力度
- 积极扩大有效投资，包括**新型城镇化、新基建、科创、绿色低碳**等未来产业，对于传统基建领域也将**加力补足短板项目**，并继续支持“**两重**”建设



家庭支持型财政政策
接连出台，更加注重
“投资于人”

- 育儿补贴制度实施方案
- 关于逐步推行免费学前教育的意见



供需两端发力释放
服务消费潜能

- 个人消费贷款财政贴息政策实施方案
- 服务业经营主体贷款贴息政策实施方案

经济效益

&

社会效益

◆ 加快政策落实，提高支出效率

提高政策落实效率

- 从制度上规避道德风险，防止政策执行走偏，减少资金闲置、挪用情况的发生
- 压缩“政策出台-资金下达-项目开工”的时滞，确保各项举措能更快、更准地直达微观主体

提高资金使用效率

- 优化项目筛选与资金分配机制，确保“好钢用在刀刃上”
- 强化财政资金使用的全生命周期绩效管理，如地方债“借-用-管-还”，花钱必问效、无效必问责

创新资金运用方式

- 合理运用政府引导基金、PPP（政府与社会资本合作）、REITs等市场化工具，探索创新“政府债券+”模式，发挥好财政资金撬动作用，提高资金效能

3. 提高政策与发展阶段的适配性，及时调整存量、适时出台增量

3.1 以“促发展”为主线优化融资政策安排，提高政策透明度强化各方协同

以“促发展”为主线
在发展中解决债务问题

动态细化名单制管理

✓ 从保障融资循环和经济发展的角度考虑，**可将融资约束政策的适用范围由省级细化至地市级**，适当放开对重点省份中经济财政水平较好、债务压力较小地市的融资限制



优化地方债务率考核

✓ 探索建立更科学、合理的考核机制，**侧重于动态调整考核标准**，结合各地化债进度、债务风险水平等，**因时因势放宽地方债务率考核要求，如优化调整“红橙黄绿”债务率分档标准等**，保障债务风险明显压降地区或主体合理融资需求

提高政策透明度

✓ **提高政策透明度**，及时、准确地公开相关政策信息，**建立有效的政策传导、沟通与反馈机制**，提高市场各方对政策认知的一致性，避免执行偏差

3.2 加强财政、金融等资源统筹，优化调整化债政策力度和节奏，完善金融化债激励机制



财政化债仍是首选途径

- ✓ **发好用好置换类地方债**
- **优化发行节奏：**加快推进本轮债务置换，**靠前化债而非平均用力**，在用完当年额度基础上，根据需求提前发行使用部分下一年度
- **扩大置换范围：**分类甄别、合理纳入隐债利息、拖欠账款
- **提升资金效率：**精准分配、全流程跟踪、完善信息披露与考核
- ✓ **结合房地产市场发展，因地制宜合理利用土地资源**
- ✓ **探索设立“财政+基金/银行/国企”应急周转金**
- 河南、陕西、山西、甘肃、四川、重庆、吉林等地已设立

**用好存量化债工具
加强财政与金融、地方国企
等资源统筹**



在平衡好金融机构风险和地方化债的关系的前提下，推进金融化债

- ✓ **政策性银行、大型商业银行为主推进化债**
- ✓ **中小金融机构结合自身情况适度参与**
- 对参与化债的中小银行适当出台**保护性政策**
- **完善资本补充机制：**细化专项债补充中小银行资本政策条款，适度放宽永续债、可转债、二级资本债等资本补充工具的发行条件
- ✓ **AMC**
- 探索债务置换、债务重组、资产重组、债转股、资产证券化等途径。全国性AMC先行先试，地方AMC酌情参与



积极发挥地方国资作用

- ✓ **国企利润上缴**
- 优化资产配置、变存量为增量，提高资产收益率与利润上缴比例
- ✓ **资产证券化盘活**
- 加大REITs、ABS等盘活存量资产的力度
- ✓ **上市公司股权划拨**
- 划拨后通过分红、质押、减持等变现，缓解债务压力、提供增信
- ✓ **成立信保基金、化债基金**



加强货币政策配合

- ✓ **“价”——维持低利率环境**
- 近年来我国政府债务利率整体下降，维持低利率环境对于债务可持续较为必要
- 银行净息差已降至较低水平，债务置换进一步加剧银行净息差压力，需做好利率管理
- ✓ **“量”——流动性管理**
- 加大公开市场操作力度（如买断式逆回购等）
- 适时降低存款准备金率
- ✓ **央行提供应急流动性贷款支持**
- 广西柳州、甘肃平凉已有中央应急流动性借款落地

3.3 统筹运用多种资源，加大对于清理政府拖欠款的支持

据经济观察报报道的明树科技公司统计信息，截至2023年2月，PPP项目中政府未来总支出责任共计为14.34万亿，其中2024年到2033年全国政府支出责任共计为8.31万亿。

根据调研信息，政府拖欠款中，很大一部分与PPP项目有关

2025年8月《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》（国办函〔2025〕84号）：

- 1.对已运营项目，安排使用相关地方政府专项债券资金，有序处理社会资本方垫付建设成本问题；
- 2.对符合条件的在建项目，地方政府可统筹运用一般债券、专项债券等资金，用于PPP存量项目建设成本中的政府支出。

加快摸排确权、确定偿还顺序

- 对于具有全局性、外溢性的领域，确需建设的项目和采购的服务与货物而形成的拖欠账款，**应由中央承担**，区域性事务形成的由**地方承担**
- 政府拖欠款清理顺序应遵循“重要性、紧迫性”原则，区分**轻重缓急、分类处理**

盘活政府资产和企业应收账款

- **政府**：全面梳理地方资产负债表，探索国有三资保值增值路径
- **企业**：加大金融工具创新力度，创新盘活应收账款的**市场化融资工具**，增加企业的融资渠道



用好用足财政资源

- 对于需要优先、着力清理的拖欠款，可继续积极争取例如**地方政府特殊再融资债、特殊新增债**等的支持
- 积极争取**超长期国债（含特别国债）、地方政府债券额度**，减轻项目资金压力，减少政府拖欠款形成的可能

适当加大金融支持

- **央行**设立清欠行动专项再贷款、成立SPV支持地方清欠账款
- 在风险可控的前提下还可适当推动**政策行、商业银行**投放低利率、长期限的清欠专项贷款

4. 加强货币财政配合，维持低利率环境、做好流动性管理是关键

2024年10月9日，中国人民银行与财政部联合工作组首次正式会议：

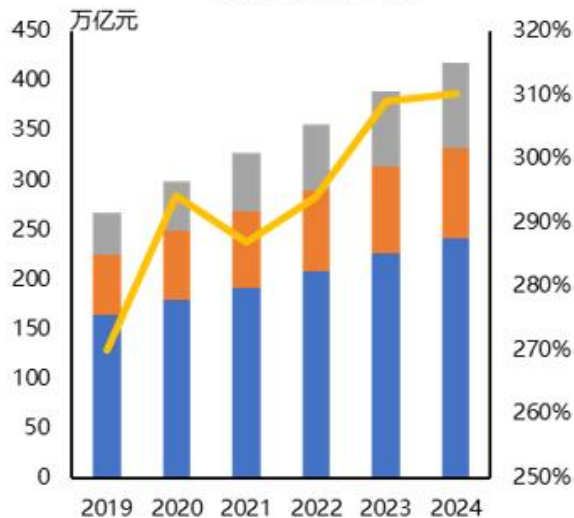
- 确立了工作组运行机制
- 认为**央行国债买卖**是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段
- 要**继续加强政策协同，不断优化相关制度安排**，在规范中维护债券市场平稳发展，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境

2025年9月3日，财政部与中国人民银行联合工作组第二次组长会议：

- 就**金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制**等议题进行了深入研讨
- 要继续积极发挥联合工作组机制作用，**加强协同，持续推动我国债券市场平稳健康发展，共同保障财政政策、货币政策更好落地见效**

“价”——维持低利率环境

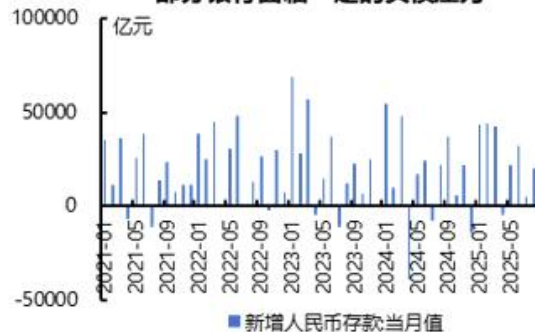
我国宏观债务及杠杆率持续增长
需保持低利率环境



■ 企业部门债务 ■ 居民部门债务
■ 政府部门债务 ■ 非金融部门杠杆率

“量”——流动性管理

存款利率下行、权益上涨下，存款搬家持续
部分银行面临一定的负债压力



政府债券的集中大量供给仍需央行做好流动性安排（综合适时运用**降准、买断式逆回购**等公开市场操作工具）

大规模债务置换、稳增长需求下
今年政府债券供给规模较高，加大银行配债压力



但需注意，货币宽松不宜过度，需做好利率管理和流动性管理

5. 深化国有企业改革，做好退平台政策衔接、推动城投实质性改革转型

新旧三年行动方案明确各阶段国企改革方向和重点

《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》

1	完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制
2	推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，提升国有资本配置效率
3	积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展
4	激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度
5	形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变
6	推动国有企业公平参与市场竞争强化国有企业的市场主体地位
7	推动一系列国企改革专项行动落实落地
8	加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合

《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》

1	优化国有经济布局，加快建设现代产业体系
2	完善国有企业科技创新机制，加快实现高水平自立自强
3	强化国有企业对重点领域保障，支撑国家战略安全
4	以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率
5	推动中国特色国有企业现代公司治理和市场化经营机制长效化
6	健全以管资本为主的国资监管体制
7	营造更加市场化、法治化、国际化的公平竞争环境
8	全面加强国有企业党的领导和党的建设

依托国企改革大框架， “有力有序有效”推动城投实质性改革转型

有力

加强退平台政策指导，分类推进市场化转型

- 对于资质较差企业、空壳企业、僵尸企业“关停并转”
- 对于其他企业，优先定位于资源性和支持性的业务，并依托国企改革推进转型

有序

加强退平台政策衔接，防止出现“一退即死”以及“再次平台化”问题

- 研究实施差异化政策，针对债务负担重、财力薄弱的弱资质区域适当延长“退平台”期限
- 细化“退平台”过渡期监管，建立健全“退平台”后金融债务接续偿还监督管理机制、逃废债惩戒机制，压实地方政府对“退平台”主体风险跟踪监测责任

有效

促进融资平台“真转型”，退出后的企业能够实现市场化运作

- 两大转变：业务模式、政企关系
- 三类定位：城市综合运营服务商、国有资本运营商、产业引导者
- 四条路径：资产划拨、对外投资、新设企业、破产重整

政企关系转变？

存量债务化解？

资源匹配、
金融资源支持？

6. 推动政府资产负债表建立完善，构建“资产-债务”可持续管理机制

基于“资产-负债”视角，构建地方债务可持续管理机制

	美国	日本	中国	我国可改进措施
法律法规	《证券法》（1933）、《证券交易法》（1934），各州市关于地方政府债券的法律规定	《地方自治法》（1947）、《地方财政法》（1948）、《地方公债法》	《预算法》（2014）、《证券法》（2020）；出台了较多政策文件，但无专门立法，2023年9月十四届全国人大常委会立法规划中“规范政府债务”被列入“立法条件尚不完全具备、需要继续研究论证的立法项目”的第三类项目	健全地方债务法律法规 加速推进地方债务立法进程
信息披露	法律约束与市场约束结合，市政债发行人需报告政府债务余额、期限分布、担保方式及风险因素，及债务重组、违约或评级下调等重大事项。2008年MSRB建立官方电子市政债市场准入平台，披露实时交易价格、官方声明、信用评级、持续披露文件等	未出台专门的地方债信息披露文件，但地方政府财政收支信息披露机制健全，地方政府须按时披露财政收支状况、实际赤字率、合并实际赤字率、实际债务偿付率及未来债务负担等，并接受第三方审计；公营企业也要定期披露信息并接受审计，以免出现隐性负债	以《地方政府债务信息公开办法》《地方政府债券信息公开平台管理办法》等为依据，要求地方政府在中国债券信息网、中国地方政府债券信息公开平台披露地方债信息，包括发行计划、发行与招标结果、专项债项目“一案两书”、募集资金用途调整等，并制定了“专项债券项目信息披露模板”	1、 完善地方政府资产负债表 ，加大对发行人地区基本信息以及当地财务情况的披露 2、 加强全口径债务信息披露，适当提高披露频率
风险预警	量化指标与动态模型结合，构建了包括平衡表缺额、债务期限、赤字率在内的风险监测指标体系。各地设有地方财政监控体系或动态预警模型，如俄亥俄州设置分级预警体系，触发不同情景下的干预措施；另外，33个州对债务利息支出设有上限，如利息支出不能超过经常性收入的5%~8%	实施全口径债务风险预警机制，监测实际赤字率、合并实际赤字率、实际债务偿付率、未来债务负担率、公营企业融资缺口率五项指标，设立预警线和重建线，将地方财政状况分为财政健康、早期预警、财政重建三个阶段，财政重建阶段需中央参与债务风险化解	2016年编制《地方政府性债务风险应急处置预案》，各地因地制宜制定风险预警体系	1、落实全口径债务管理，并加强全周期监管 2、设定更符合现阶段债务特点的风险监测指标和模型， 引入利息类指标等 ，加强对流动性风险的动态监测 3、加强数字化穿透式监测，整合财政、审计、金融等多部门数据，探索 引入常态化压力测试
偿债保障	已形成成熟的债务重组和破产保护、偿债准备金制度。准备金主要按市政债发行溢价收入的比例计提，规模为当年应偿还的债务本息总额的100%-120%，或当年债券发行价值的10%。未使用的准备金可在储备期内进行低风险投资	各地均设立偿债基金，通过财政划拨设立，额度为地方政府当年债务余额的1/3。同时地方财政结余以及中央转移支付资金也可作为偿债基金的资金来源	部分地区试点地方财政重整，陆续探索设立偿债准备金	1、探索建立 偿债准备金 ，如从财政预算资金中预留、非税及土地出让收入中提取等，可优先用于付息，减轻流动性压力 2、 建立合理的未使用资金管理及投资机制 ，减少资金闲置损失。 3、继续试点“财政重整”

资产

建立完善政府资产负债表
是做大增量、化解存量的基础

负债

✓ 在完善政府资产负债表的基础上加大资产盘活力度

- 全面梳理各类不动产、经营权、收费权、国企股权等资产规模、权属及流动性，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理。

市政基础设施类：污水垃圾收集处理及供排水、供热、供气、地下管廊等

自然资源类：矿产、林业、水利、能源、土地等

交通类：道路、充电桩、停车场、加油站等

**重点待
盘活国资**

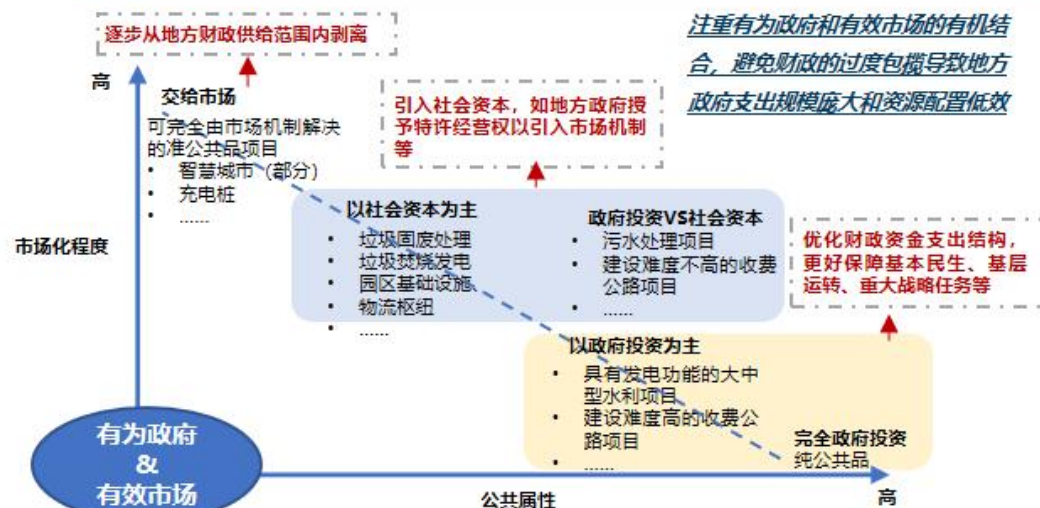
行政类：行政事业单位公用房、办公设备、车辆等

无形资产类：数据资产、专利权、特许经营权等

- ✓ 分类施策、因地制宜，综合采取**租赁、出售、引入社会资本合作**等方式，打通资源变资产、资产变资金路径，运用**REITs、ABS**等市场化工具加大盘活力度
- ✓ **肥瘦搭配打包盘活**，实现存量资产整体增值。如“准公益性项目+经营性项目”“低效资产+优质资产”“存量项目运营+新建项目建设”等搭配
- ✓ **提高资产盘活效率**，开展资产集中运营管理、整合划转
- ✓ **强化监督管理**，确保国有资产盘活全过程公平公正

7. 长期来看仍需推进改革，是解决债务和财政可持续问题的长效药

1 平衡好有为政府和有效市场



2 重塑激励约束机制

- 根据社会经济发展形势，动态调整对地方政府的多元考核指标权重，引导地方“在发展中化债”，确保地方行为模式与政策目标相一致
- 在“投资于物”转向“投资于人”的过程中，适当将无形资产、数据资产等新兴领域纳入考核范围，优化“指挥棒”考核，激发地方积极性
- 进一步完善干部考核与激励体系，强化正向激励、建立容错纠错机制，明确干部在改革创新、推动发展中出现失误的免责情形，消除干事创业的后顾之忧

3 加快推动财税体制改革等标志性改革举措落地

金融危机后地方考核目标更加多元复杂，事权有增无减，近年来地方财政收支压力加大，债务可持续难度进一步上升

支出端

理顺央地关系理顺，
减轻地方事权责任

收入端

VS 拓展税源，增强
地方政府自主财力

- ✓ 继续深化事权责任改革，逐步上移具有较强外部性领域的地方支出责任，并继续完善财政转移支付体系
- 目前我国地方财政支出占比高于美国、日本，可适当加强我国中央事权，提高中央支出比例，逐步上移教育、社保等领域地方支出责任
- 在事权上移过程中，应灵活调整央地间财力分配，动态完善转移支付机制，重点在于提高效率，既要保障合适力度，也要优化结构、增加一般性转移支付，并建立促进高质量发展转移支付激励约束机制
- ✓ 加快地方税建设，研究同新业态相适应的税收制度，增厚地方自主财力
- 税收方面，适当提高共享税的地方分享比例，推进消费税后移及下划地方，结合新业态培育新税种等，并积极探索建立完善的财税激励机制
- 非税收入方面要强化征收管理，并探索国有资产盘活、保值、增值路径
- ✓ 推进省以下财税体制改革，提升市县财政保障能力
- ✓ 深化零基预算改革，提升财政资源配置和资金使用效率



小结

- » 2015年以来，我国已经历四轮化债，当前处于第五轮化债进程中，本轮“6+4+2”化债组合拳推进也近2/3。各地积极推动债务化解，2024年以来全国共发行6.3万亿用于化债的地方政府债券，坚持化债和发展两条腿走路，更加注重“发展中化债”。大规模组合拳推进下，隐性债务化解取得积极成效，存量隐性债务规模下降，地方债务结构优化、成本下行，地方资金压力和利息支出大幅减轻；城投企业“退平台”与市场化转型提速，内蒙古已率先退出重点省份。
- » 在化债推进过程中，仍面临一些问题与挑战：一是财政收支持续承压，地方流动性压力不断加剧，今年仍然是未来几年内流动性压力相对较大的一年；二是利息持续攀升，结构性付息压力加剧；三是效率问题仍是影响资源配置、政策实施效果的关键，政府债务的功能性作用未有效发挥；四是政府拖欠账款清理取得一定成效但问题仍较突出，影响政府信用及社会投资中长期信心；五是化债中也存在部分“处置风险的风险”，如政策执行偏差、金融化债承压、城投表面转型等。
- » 目前我国财政及债务具备一定可持续基础，但仍需加强五大认识：一是需客观认识经济增长与债务增长、 r 与 g 的关系，关注财政放缓期债务效率问题；二是要深化对于厘清“政府-市场”边界的认知，锚定有为政府和有效市场的协同平衡；三是要强化央地关系对于支撑财政可持续的认知，破解财权事权匹配难题；四是需要重视激励约束机制对于释放地方活力、转变预期和行为模式的作用；五是要充分认识城投转型、债务管理对于深化国企改革、推动地方经济发展的必要性。
- » 展望未来，要正确看待债务扩张与经济增长的关系，坚持在发展中解决问题，短期宏观调控与长期改革相结合，促进全要素生产率提升。在微观主体信心不足的当下，财政政策仍需发挥更加积极作用，并优化结构、提高资金使用效率；同时，以“促发展”为主线提高政策与发展阶段的适配性，优化调整化债政策力度和节奏，及时调整存量、适时出台增量；在可持续视角下还应注重加强货币财政配合，维持低利率环境、做好流动性管理；此外还要深化国企改革，做好退平台政策衔接、推动城投实质性转型。值得注意的是，建立完善政府资产负债表仍是做大增量、盘活存量的核心，需加快构建“资产-债务”可持续管理机制，并加快财税体制改革等标志性改革举措落地，从根源上解决债务和财政可持续问题。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



CMF中国宏观经济专题报告发布：

新一轮地方化债成效、挑战及债务可持续发展探讨

9月23日，由中诚信国际信用评级有限责任公司、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、社会科学文献出版社联合主办的“CMF 宏观经济热点问题研讨会（第108期）暨《中国地方政府债券蓝皮书（2025）》发布会”于线上举行。

本期会议由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**毛振华**、**冀祥德**为会议致辞。围绕“公共财政与债务可持续”主题，来自学界、企业界的知名经济学家**刘尚希**、**刘晓光**、**罗志恒**、**徐高**、**袁海霞**进行了联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济研究所联席所长、教授，中诚信集团董事长、创始人，中国人民大学经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**毛振华**，社会科学文献出版社党委书记、社长**冀祥德**致辞。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授，中诚信集团董事长、创始人，中国人民大学经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**毛振华**指出，自2008年全球金融危机爆发以来，世界各国政府债务规模迅速扩张。中国近年所谓债务投资模型，债务增长还是比较高的，特别是地方政府债务，中央政府债务在过去长期来看是慢的，增长快的是地方债务，近年来地方债务占中央地方债务比重有所上升。

2024年“6+4+2”一揽子化债方案落地后，我国政府债务结构出现边际改善，财政空间获得阶段性释放；然而，收入增速放缓趋势仍未逆转，财政收入端面临系统性瓶颈。债务总量扩张对经济增长的边际贡献趋弱，地方政府隐性债务余额仍高，拖欠规模庞大，持续侵蚀政府信用并冲击社会预期。如何在政府债务研究中统筹上述因素，需从以下维度展开。

1、讨论地方政府债务问题时首先要理性看待政府债务，既要避免债务恐慌，也要杜绝债务麻木。其实地方政府债务刚刚出现的时候就有很多关于风险规模的提醒，一直在质疑声中发展。所以，债务持续性不是一个静态目标，而是动态治理过程，要把握好债务增长与经济增长的关系，要用辩证发展的严管看政府债务特别是在经济社会发展中的作用。

一方面地方政府债务是政府非常有效的筹资渠道，筹资的方法也是行之有效的，它在关键时期为宏观经济注入了强心剂。另一方面，在长期累计下不断膨胀的债务总量在财政放缓期会成为影响社会经济稳定的重要变量。历史经验表明，重大经济危机与萧条往往伴随债务总量膨胀、过度杠杆及流动性紧缩，尽管我国尚未出现主权债务危机，但海外多国已先后陷入此类困境并展开多方应对。以美国为例，其联邦政府亦面临国债消化难题，近期通过发行与美债挂钩的稳定币，成功拓展了全球投资者基础，这也是在全世界应对债务累计风险和债务持续的风险。

政府债务的本质是提前使用未来的财政资源，未来财政资源的规模是经济增长带来的，所以，经济规模扩大、财政收入增长，需要珍惜和用好政府债务工具，充分发挥它在稳增长方面的引擎作用，在当下尤其要小心杠杆的变化和结构变化之间出现错配。从优化来看有两方面要关注，一是债务结构要优化，要加大中央杠杆的力度，以中央政府债务置换地方政府债务。我国实行中央集权体制，地方政府可视为中央政府的行政延伸，其收支平衡高度依赖中央转移支付。在这种大背景下，仅仅把地方政府债务拿出来做一个完全独立的安排，客观上来讲地方政府是很难平衡的。鉴于地方政府收入能力相对有限，且其债务发行、滚动操作常面临市场质疑，融资成本显著高于国债，由中央统一发债可同步降低利息负担、提升债务效率，并从整体上维护政府信用。需要指出的是，历史上曾出现财政软约束、债务软约束及财政纪律弱化等问题，相关风险仍待消化；若未来债务改革缺位，上述隐患将持续积累并对财政安全形成长期威胁。

2、债务投向要优化，募集资金投向应适度向居民部门与企业部门倾斜。债券资金虽以地方政府名义举借，但大量资金实际用于公益基础设施建设，此类支出本应纳入财政预算安排。当前财政支出对消费端的支持仍显不足，资源过度集中于投资尤其是基建领域；在基建存量规模已高、投资乘数显著下降的背景下，其拉动效应远低于消费端发力。因此，有必要重新评估过度与低效基建项目的必要性，并采取针对性措施纠正资源配置扭曲。此前提出的“三个十万亿”内需方案可视为政策选项：一，发放十万亿元现金补贴，资金并非全部由财政承担；二，一次性推出十万亿元债务置换计划，集中清偿地方政府拖欠款项，相较于现行“五千亿”、“一万亿”的碎片化安排，更能根本缓解存量压力；三，筹集十万亿元资金，专项用于补贴保障房购置者，以激活销售、对冲房价下行惯性，防范房地产价格持续下滑所诱发的系统性风险。

应对存量滚动的地方政府债务市场实施改革。既往周期内，地方政府依托城投平台累积的债务主要用于基础设施补短板，涵盖土地整理、地铁、高铁等超常规建设；伴随大规模建设期结束，我国基建存量已跻身全球前列，参照西方经验，优质基础设施可延续运营数十年至百年，继续发挥经济社会效益。因此需重新审视地方政府举债的必要性与形式，既包括显性政府债务，也涵盖以公司、城投等主体承担的隐性负债。**未来改革的核心是将政府债务严格限定于产业发展、民生保障等公共性支出，并与可市场化、具备现金流的基础设施投资相分离。**

美国是联邦制国家，其国债由财政部统筹使用，虽受制度约束，但可与财政体系紧密结合。地方政府发行的市政债类似中国的专项债，每笔债务对应具体项目，有严格保障，且地方政府提供信用担保。相比之下，中国的地方政府债务存在制度错位。虽然市场定价中隐含了地方政府信用，但法律上明确不予担保，影响债务的可接受性。同时，债务资金使用缺乏严格监管，常被挪用于无收益或低收益的公益性项目，削弱资金使用效率和风险控制能力。这些问题在中国未来债务管理改革中应引起重视。美国虽有地方政府破产案例，但其债务与项目对应、信用担保等机制仍具借鉴意义。中国虽无地方政府破产制度，但在防范债务风险、避免系统性金融风险方面，仍需加强制度建设。目前，中国仅对中央政府债务进行置换，而地方政府债务管理机制未实现根本调整，这种做法存在问题。部分地方政府通过城投公司分拆重组等方式优化债务结构，这些做法若不与债务管理制度改革紧密结合，难以从根本上解决债务风险问题。

对我国来说要研究加强政策协同，拓展财政空间，提升财政与债务的可持续性，才能够使债务服务于经济发展，服务于人民生活水平的提高，为国家整个财政可持续、建设可持续、发展可持续提供更好的支持。

社会科学文献出版社党委书记、社长**冀祥德**指出，地方政府债券作为我国现代财政制度的重要组成部分，是地方政府规范融资，优化资源配置，支持经济社会高质量发展的关键工具。

近年来，地方政府债务问题倍受关注。2025年《政府工作报告》再次强调，在发展中化债，在化债中发展。当前在统筹发展和安全的总体要求下，地方政府债务管理与统筹“稳增长”与“防风险”，同时着力解决专项债能效提升、债务结构优化等新课题。

这次发布的《中国地方政府债券发展报告（2025）》紧扣中国式现代化进程中公共财政改革的迫切需求，为构建可持续的地方财政体系提供了重要的智力支撑。《中国地方政府债券蓝皮书》从2021年首次出版就获得了优秀新皮书奖，是我国地方债市场发展历史的记录者和思考者。作为这部系列的第五部年度成果，这份报告深入剖析了31个省区市地方政府债券运行的主要特点以及7类主要投向领域，专项债务发行使用的特点，从历史维度回顾了地方政府债务政策演进的脉络，梳理本轮地方政府债务化债的新特征，并前瞻性的研究了专项债支持稳地产、我国离岸人民币、地方债市场建设等前沿问题，兼具理论深度和实践价值。为政策制定者、市场投资者、学术研究者提供了权威、系统、实用的决策参考。

论坛第二单元，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员、中国地方政府债券蓝皮书副主编、中诚信国际研究院院长**袁海霞**博士代表论坛及蓝皮书研创团队发布题为《新一轮地方化债成效、挑战及债务可持续发展》的专题报告。

报告围绕以下四个方面展开：

一、新一轮化债的进展与成效

二、当前债务化解面临的问题及挑战

三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识

四、对策和趋势

一、新一轮化债的进展与成效

2014年以来，我国经历过四轮化债，当前正处于第五轮化债进程中，“6+4+2”化债组合拳于2024年11月落地，债务管理的主动性、整体性、全面性有所提升，截至目前，化债一周年已取得一定成效。

1、三年地方债置换进度近2/3，逐步增加拖欠款清偿支持

根据中诚信国际研究院统计，2024年以来全国共发行超6.3万亿各类用于化债的地方政府债券，“6+4+2”组合拳持续推进，其中置换隐性债务的特殊再融资债发行超3.9万亿、完成6万亿置换额度的进度已接近2/3；今年1-8月共发行2.9万亿用于化债的地方政府债券，在置换存量隐性债务的同时，也逐步增加对清理政府拖欠企业账款的支持力度。

2、各地积极推动“6+4+2”化债组合拳落地，仅4省未完成第二批置换额度发行

从用于置换存量隐性债务的特殊再融资债来看，除广东、上海外，其余29省均获得6万亿置换额度，江苏、山东、河南等经济大省获得额度较多；从今年发行来看，截至8月末已发行1.94万亿，仅湖北、湖南、贵州、河南4省未完成发行。从未披露“一案两书”、用于化债的特殊新增债来看，本轮置换中，全国31省均发行了用于化债的特殊新增专项债，去年未发行的北京、上海、广东3地也于年内发行了特殊新增专项债，江苏、四川、新疆、湖南等地发行规模较大。

3、置换后债务综合成本下降、结构改善，退平台进度加快

伴随大规模置换持续推进，地方隐性债务规模有所下降，2024年末已进一步下降至10.5万亿。地方债务成本也有所下行，财政部指出，各地置换以后，债务平均利息成本降低超2.5个百分点，可节约利息支出超过4500亿元。城投企业债务结构有一定优化，非标占比持续压降。城投企业转型进程加快，通过加快置换融资平台承担的隐性债务，实现融资平台数量大幅压减，截至2025年6月末，超六成的融资平台实现退出。此外，宁夏、吉林等省份加快退出债务高风险省份名单，内蒙古已率先退出。

二、当前债务化解面临的问题及挑战

1、财政收支持续承压，地方流动性压力不断加剧

2024年以来广义财政收入增速持续低迷，今年1-8月，政府性基金预算收入仍在下滑，全年收支压力仍然较大，特别是部分地区基层财力持续紧张；同时，通过中诚信国际研究院模型测算，未来几年流动性压力仍然较大，财政收支缺口、债务到期等规模相对较高。同时，受资金使用效率偏低、优质项目储备不足、项目配套资金到位困难，以及宏观政策从“投资于物”转向“投资于人”过程中适用于传统领域的统计制度与观念未转变等影响，政府债券资金实际使用进度相对偏慢，上半年有近万亿政府债券资金未形成实际支出，一定程度上拖累了基建投资。

2、化债的收缩效应持续显现，经济大省“拖后腿”明显，局部风险仍在释放

化债的收缩效应持续显现，经济大省投融资出现较大幅度下滑。上半年广东、江苏、浙江、山东固定资产投资持续下跌，特别是广东在去年下滑的基础上进一步出现下滑，已经出

现用于增量建设项目储备不足迹象。这一方面与房地产市场持续低迷，对投资形成较大拖累有关，另一方面，化债约束、外部环境复杂多变等因素也在一定程度上影响了经济大省的投资增速。由于当前债务置换进包括债务本金、不包含利息，部分地区利息偿付压力较大，在经济财政趋弱、付息压力凸显、高息融资依赖加深的背景下，局部风险仍在释放，经济大省压力持续加大。山东仍然是城投非标、商票逾期“重灾区”，今年1-8月商票逾期次数达67次、为全国首位；河南、江苏压力也持续上升，尤为值得注意的是，在大多数省份逾期次数同比下降的情况下，江苏逾期次数与去年持平，排名上升至全国第三，在一定程度上表明债务压力有所加大。

3、利息是衡量债务可持续的重要指标，近年来持续攀升、结构性付息压力加剧

利息是衡量债务可持续的重要指标之一，从国际上广泛使用的债务付息水平衡量指标来看，我国债务付息支出占比处于较低水平，但需注意，近年来我国政府债务付息支出规模攀升、结构性付息压力持续加大。根据中诚信国际研究院统计，近年来我国政府债务付息支出占广义财政收入及GDP的比重逐年抬升，2025年考虑地方政府债券、城投有息债务后的地方债务付息占广义财政收入比重或达28.9%，高于2024年1.9个百分点；从税收占比看，2024年广义债务付息占税收收入比重已经高达57%，广西、四川、重庆三省付息占税收比重甚至超100%。财政收支矛盾凸显的背景下，需关注付息规模上升下财政预算资金的刚性偿还压力。

4、效率问题仍是影响资源配置、政策实施效果的关键，政府债务的功能性作用未有效发挥

债务的规模固然重要，但结构和效率同样重要，近年来我国宏观效率进一步走弱，不可避免地加大了地方“债务-资产”转化的难度。财政及政府债务资金方面，近年来诸如政府投资投向重复、资金“趴在账上”等现象较为突出，2024年中央审计报告披露专项债违规举借、虚报支出、闲置挪用以及虚假化债等现象仍然存在。更为广义的财政资金方面，城投企业资产收益率也相对较低且逐年下滑，有形资产对债务覆盖能力也持续走弱、2024年中位数仍不足1倍；同时，地方国有企业净资产收益率、总资产报酬率分别在4%、3%左右，均低于规模以上工业企业水平，地方国有企业盈利能力不足。

5、政府拖欠账款清理取得一定成效但问题仍较突出，影响政府信用及社会投资中长期信心

近年来，中央层面持续加大对政府拖欠企业账款的清理力度，2025年《政府工作报告》也强调安排地方政府专项债用于消化地方政府拖欠企业账款，各地积极运用地方专项债清理

拖欠款，截至目前，湖南、云南等8省披露用于解决地方政府拖欠企业账款的专项债规模已超1500亿元。伴随一系列政策出台实施，政府拖欠账款清理取得一定成效，根据工信部，全国政府部门、大型国有企业共清偿民营企业账款超过1600亿元。但需注意，地方流动性压力较大背景下，政府拖欠款问题仍较突出，根据中诚信国际研究院估算，与政府相关的应收账款规模超10万亿，其中已形成拖欠的4.5万亿、占GDP的比例超过3%，仍需多措并举加力推进清理拖欠企业账款工作。

6、关注化债过程中“处置风险的风险”，如政策执行偏差、城投表面转型、金融化债承压等问题

2024年10月以来我国地方债务化解思路已由“化债中发展”转向“发展中化债”，但地方在执行中更偏重“防风险”，存在融资约束层层加码、标准不明等问题，部分地区出现了化债的宏观“收缩效应”。与此同时，城投转型也面临一些新问题。现行政策要求融资平台于2027年6月前全部退出名单，但很多融资平台很难在时限内具备真实的造血能力、盈利能力，出现了为突破融资约束的“表面转型”，比如通过“业务拼凑”美化报表实现融资目的，通过“资产转移”剥离优质资产、留下空壳企业等。城投“真转型”需要更长“抚育期”，但当前缺乏“退平台”过渡期支持性政策，可能会加速风险显性化，存在“爆雷”和“逃废债”可能性。此外，金融机构面临政银企多方博弈，参与化债进展偏慢。经济下行周期中部分金融机构经营承压，难以对区域发展和化债形成有力支持；且金融机构参与化债往往下调利率、拉长期限、本金打折等，导致息差压缩、资产缩表，其承接的债务未来也有难以收回的风险，因此参与化债积极性不足。

三、新形势下财政债务可持续需要加强五大认识

目前我国财政及债务具备一定可持续基础，从国际比较来看，我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，尤其是中央杠杆率明显较低；从资产负债表角度看，政府拥有强有力的国有资产支撑，对于存量债务偿付有较强保障；此外，我国政府负债以内债为主，国内储蓄率保持较高水平，使得内部债务来源更为稳定，外部风险敞口较低，这也提高了政府债务的安全边际。但需注意，进一步强化财政债务可持续，仍需加强五大认识：

1、客观认识经济增长与债务增长、 r 与 g 的关系，关注财政放缓期债务效率问题

传统债务可持续理论主要关注债务存量负担，在经济动态有效的背景下，债务可持续性的条件为政府债务增长率 $\leq$ 经济增长率；但随着全球经济环境变化，主要经济体在多数时间段内呈现出“低增长、低通胀、低利率”的状态，由此衍生出新阶段下的债务可持续性理论，重点关注利率变化下的实际偿债负担以及利息支出水平，若债务融资利率 $r \leq$ 经济增长率 g ，则可实现债务滚续，但这其中要注意效率问题。从国外实践看也是如此，日本长期处于低利率环境，为政府债务大规模扩张提供了必要条件；美国在疫情期间实施了大规模量化宽松政策，在此期间政府杠杆率上升但利息支付率较为稳定。对于我国而言，当前持续处于经济下行、财政放缓时期，在微观主体信心不足的背景下，政府债务扩张仍是优先选项，但需更加注意债务扩张的效应，低效、无效的扩张将进一步加剧债务压力，削弱财政可持续性。

2、强化央地关系对于支撑财政可持续的认知，破解财权事权匹配难题

分税制改革后央地财政收入分配格局逐步稳定，但事权分配格局没有大的改变，地方政府承担的发展责任远超其财力范围，尤其是金融危机后地方考核目标更加多元复杂、事权有增无减。近年来地方财政收支压力持续加大，近五成区县财政自给率不足30%，即使考虑了中央转移支付的广义地方收入仍难覆盖支出，2024年覆盖程度仅86%，地方政府财权事权不匹配问题未根本解决。同时，省以下各级政府的事权责任划分仍待进一步厘清，由于上下级的隶属关系，上级政府容易习惯性将事权责任下移，基层政府更为承压。持续优化央地关系，才能从根本上实现政府债务的长期可持续，为推动经济高质量发展筑牢财政安全底线。

3、深化对于厘清“政府-市场”边界的认知，锚定有为政府和有效市场的协同平衡

目前政府承担了过多事权，前述含中央转移支付的广义收入难以覆盖支出也在一定程度上反映了地方事权压力，部分应由市场发挥作用的领域也过度包揽，既导致地方政府支出规模庞大、加重了债务负担，又挤压了社会资本参与空间、制约了市场活力释放，比如部分地区在消费、文化等市场化程度较高或发展较为成熟的领域设立投资基金，影响社会资本效应的发挥；加上缺乏对项目投资效益的科学评估机制，部分资金使用效率低下，影响财政及债务可持续。因此，边界清晰的政府与市场关系是财政与债务可持续性的基础保障，既避免浪费财政资源、减轻债务依赖，又激发市场活力、增强财政收入潜力，实现长期可持续。

4、重视激励约束机制对于释放地方活力、转变预期和行为模式的作用

当前经济发展活力的三个主体行为模式发生变化，尤其是地方政府，作为改革开放以来对中国经济增长非常重要的主体，其预期、活力和行为模式的改变对政策的效果而言非常重要。对微观主体而言，激励约束机制对地方发挥指挥棒的带动作用会更加明显。但传统的地方政府考核逐渐显现出滞后性与不适应性，不利于经济财政可持续发展及地方债务资金的高效利用。因此，需重视激励约束机制对于释放地方活力、转变预期和行为模式的作用，通过制度保障引导财政资源支持重点领域，以结构优化、效率提升释放增长潜力，强化对债务可持续发展的支撑作用。

5、充分认识城投转型、债务管理对于深化国企改革、推动地方经济发展的必要性

城投作为地方国企的重要组成部分，在转型过程中首先需要明确三个关键，一是存量债务如何化解，二是新旧业务如何衔接，三是政企关系如何转变，这也是地方国企改革进程中需破解的核心痛点，可以说城投转型成效直接影响地方国企改革的深度。同时，促进城投转型、加强债务管理能够通过释放财政增量空间、提高资金使用效率、改善市场预期等为地方经济增长注入长期动力，这也是防范债务“灰犀牛”风险、筑牢地方经济底盘的必然要求，是推进财政与债务可持续发展的关键环节。

四、对策和趋势

1、正确看待债务扩张与经济增长的关系，坚持发展中解决问题，促进全要素生产率提升

首先需要客观认识政府债务合理扩张的积极作用，对于补充建设资金、缓解政府收支矛盾、促进经济社会发展有重要意义，也有利于发挥“强弱项、补短板”的结构性功能，兼顾经济效益和社会效应。未来债务扩张应基于发展需求、财政财力等确定规模及节奏，不仅是总量，结构和效率同样重要，决定了财政发力的质量。此外，还应看到，当前中国面临的问题只依赖短期调控不能完全解决，要坚持在发展中解决问题，同步推进结构性改革，包括深化收入分配制度改革、加快要素市场化改革等，通过短期调控与整体改革相配合，促进全要素生产率提升。

2、微观主体信心不足，仍需财政政策发挥更加积极作用，建议2026年赤字率安排5%，广义赤字规模超16万亿

相比美国、日本等海外经济体，我国政府杠杆率尤其是中央政府杠杆率较低，财政政策空间更为充足，考虑到“十五五”开局之年我国仍有大量项目建设需求，财政政策应适度加力。年内可加快专项债、特别国债等存量工具支出，并加快新一批政策性开发性金融工具的落地使用，同时还可提前使用明年置换额度、增发1万亿地方债持续缓解存量风险如拖欠款等，并考虑适度提升赤字率、增发国债或特别国债的可行性；2026年赤字率建议安排5%左右，赤字规模约为7.4万亿，并安排专项债5.1万亿、特别国债1.8万亿，广义赤字规模超16万亿，进一步发挥财政政策稳增长、扩内需、惠民生的重要作用。在总量加力的基础上，结构和效率也同样重要，需加快从投资为主转向投资、消费并重，着重解决医疗、教育、养老、托幼等民生短板，聚焦消费尤其是服务消费，加大支持数字、智能、文旅、体育等消费新热点的力度；同时积极扩大有效投资，继续支持“两重”建设，并加大对城市更新、新基建、科创、绿色低碳等重点领域支持。在财政发力过程中，还需注重加快政策落实，提高支出效率。

3、提高政策与发展阶段的适配性，及时调整存量、适时出台增量

首先，以“促发展”为主线优化融资政策安排，提高政策透明度、强化各方协同。动态细化“名单制管理”，将融资约束政策的适用范围由省级细化至地市级，适当放开对重点省份中经济财政水平较好、债务压力较小地市的融资限制；优化地方债务率考核，结合各地化债进度、债务风险水平等，调整“红橙黄绿”债务率分档标准等，保障债务风险明显压降地区或主体合理融资需求。其次，加强财政、金融等资源统筹，优化调整化债政策力度和节奏，完善金融化债激励机制。财政化债仍是首选途径，要发好用好置换类地方债，靠前发力而非平均用力，建议年内提前发行明年置换额度、可安排1万亿，并注重提升置换资金效率；进一步发挥地方国资作用，加大资产盘活力度并提升效率，推动融资平台实质性转型，并做好退平台政策衔接；稳步推进金融化债，继续以政策性银行、国有大行为主，中小金融机构适度参与，AMC也可有序探索债务重组、资产重组、债转股、资产证券化等途径。最后，要统筹运用多种资源，加大对于清理政府拖欠款的支持，对于需要优先、着力清理的拖欠款，可在明年地方政府专项债额度中予以适当倾斜，并积极争取超长期国债（含特别国债）等额度用于项目建设，减轻资金压力，减少拖欠款形成可能。

4、加强货币财政配合，维持低利率环境、做好流动性管理是关键

近年来我国宏观债务和杠杆率持续增长，经济修复依然承压，价格水平持续低位下实际利率相对较高，需保持低利率环境，减轻实体债务压力，这对促进财政可持续也较为必要。

同时，存款利率下行、权益上涨下，存款搬家持续，部分银行面临一定的负债压力，叠加后续政府债券供给规模仍相对较高，银行配债压力仍存，可适时降低存款准备金率、加大公开市场操作力度（如买断式逆回购等）保持流动性合理充裕；需继续加强货币财政协同配合，做好利率和流动性管理，共同发力支持化债和增长。

5、推动政府资产负债表建立完善，构建“资产-债务”可持续管理机制

新形势下建立完善政府资产负债表是盘活存量、做大增量，形成存量资产与新增投资良性循环的基础，也是构建“资产-债务”可持续管理机制的前提。后续应全面梳理各类不动产、经营权、收费权、国企股权等资产的规模、权属及流动性，并在此基础上加大资产盘活力度。此外，可充分借鉴主流国家成熟经验，完善地方债务可持续管理机制，如对“规范政府债务”进行立法，加大对发行人地区基本信息以及当地财务情况的披露，设定更符合现阶段债务特点的风险监测指标和模型，加快建立偿债保障机制等。

6、长期来看仍需推进改革，是解决债务和财政可持续问题的长效药

首先要平衡好有为政府和有效市场的关系，这是资源有效配置的关键。应避免政府的过度包揽，应由市场发挥作用的领域放权市场，既能减轻政府事权降低负债压力，又能让市场在经济建设、风险定价和资源分配中发挥决定作用，创造更加公平、更有活力的市场环境。其次，要优化约束激励机制，这对当前激发地方活力非常重要。根据社会经济发展形势动态调整对地方政府的多元考核指标权重，完善干部考核与激励体系，强化正向激励、建立容错纠错机制等，通过优化“指挥棒”考核，激发地方积极性，带动地方政府行为模式改变。此外，要进一步理顺央地关系，加快推动财税体制改革。继续深化事权责任改革，适当加强中央事权，逐步上移教育、社保等具有较强外部性领域的地方支出责任，并完善转移支付机制、提高效率；加快地方税建设，研究同新业态相适应的税收制度，增厚地方自主财力；深入推进省以下财税体制改革，提升基层财政保障能力。

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“后续宏观调控优化路径与财政发力的重点”、“如何进一步创新和优化政府管理政策”、“政府债务空间与财政的可持续问题”等展开讨论。

中国财政科学研究院原所长刘尚希指出，地方债是我国宏观调控的核心工具之一，兼具逆周期调节与结构优化双重功能，危机时迅速放大财政支出、对冲下行风险；常态下通过专

项债把资金直达基建和公共服务项目，并借助空间溢出效应带动周边增长，推动城市群和区域一体化。但现行制度“财政扩表—风险累积”失衡，隐性担保、项目收益与期限错配、债务—资产脱节等结构性缺陷，使风险呈冰山式积聚。若继续沿用“中央兜底+地方无担保”模式，终将挤压财政空间并诱发区域性传染。

因此，必须同步推进“债务置换+制度重构”，在宏观层面提高中央债务占比、建立中央—省—市—县三级清晰债务体系，把专项债做成信息透明、现金流可核的中国版市政收益债；在微观层面以政府会计准则和全口径统计为基础，将法定与隐性四类债务全部纳入预算硬约束，并配合央地事权与支出责任改革，切断隐性负债生成机制，实现扩大财政空间与防控系统风险的长期均衡。

粤开证券首席经济学家罗志恒提到，当前经济承压的根源不在外部冲击或政策退坡，而是微观主体活力衰竭；居民和企业已转入防御性收缩，唯有地方政府具备撬动全局的能力，然而房地产深度调整掐断了土地现金流，14.3万亿元隐性债务的化解与新增公共服务支出并存，地方政府“缺钱缺能力”成为阻断政策传导的堵点。因此，短期必须中央加杠杆，一次性提高债务限额、把化债额度靠前投放，并用国债、一般债、专项债分别对应不同成因和收益的存量隐性债务，堵住现金流缺口，恢复地方政府“有钱能干事”的状态，才能带动企业投资、居民消费从防御转向扩张。

“化债”不等于“化险”，压降余额的清偿式做法在下行周期会放大负向乘数效应；债务风险的核心不是规模，而是投向效率、资产质量与制度土壤。必须趁低利率窗口把“债务—资产—现金流”一体重塑，建立全口径债务与资本预算，项目储备、中期监督、绩效评价全程透明，推动融资平台真转型、剥离历史包袱并注入可收益资产；同时启动财税体制改革，上收部分中央事权、稳定宏观税负，从体制机制上消除隐性负债再生土壤，形成中央为主、省级统筹、市县市政债为补充的三级债务结构，以债务结构优化换取财政空间与长期增长动能。

中银证券首席经济学家徐高认为，中国地方债的“危”感来自算账方法错位，拿企业微观现金流尺度量政府，把1.5%的平台ROA与3%融资成本对比，便断言债务过高。同时忽视基建回报大部分外溢为社会效益，且土地财政与融资平台本是一套“经营城市”的商业模式，只有合并算“中账”才能还原其广义收益。更根本的是宏观账本，国内储蓄持续过剩、产能闲置、通胀与国际收支双缺口俱无，政府以本币债吸纳闲置储蓄并转化为需求，不但不会引

爆危机，反而是消化过剩产能、稳定经济的关键手段；若硬压债务，反而削减财政现金流，陷入“越省越穷”的负循环。

因此，当前政策首务是把“小账、中账、大账”算全，短期继续扩大中央杠杆、提高地方限额，用国债、一般债、专项债分门别类置换存量隐性债务，堵住土地收入骤降形成的现金流缺口；中期以项目全生命周期绩效和第三方现金流评估约束新增专项债，配合财税体制改革、融资平台真转型，建立透明可持续的“中央—省—市县”三级债务框架。只要储蓄仍过剩、内需仍不足，中国的政府内债不是太多而是太少，扩张高质量政府债务就是降低宏观风险、重启内生动能的核心抓手。

中国人民大学国家发展与战略研究院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**刘晓光**指出，当前经济下行压力明显，财政政策必须更加积极，关键要把增量债务用在刀刃上。传统大基建已趋饱和，投资效率下降，但城市乡村仍充满小而美民生短板，既能填补投资消费缺口，又能直接提升居民生活体验，是最直观的抓手。

应借“十五五”规划窗口，发动政府与市民共同编制“美丽城市、美丽乡村”小项目清单，把零散需求聚成可观规模，用债券资金集中解决；同时打通大基建“最后一公里”，让以往宏大项目释放全部效能。高质量发展阶段，财政扩张不再靠高大上，而靠小而美精准滴灌，以民生温度撑起增长速度。

地方债的作用机理及风险结构优化

刘尚希 中国财政科学研究院原院长

以下观点整理自刘尚希在CMF宏观经济热点问题研讨会（第108期）上的发言

一、地方债的稳定器作用

地方债作为我国宏观调控体系的关键政策工具，在维系经济社会稳定运行过程中发挥了重要作用，在扩大财政支出强度、优化公共资源配置方面具有结构性功能。宏观调控的核心机制在于对冲经济下行风险，2008年国际金融危机爆发时，中央政府通过扩大地方债发行规模，迅速形成基础设施投资增量，有效缓冲了外部冲击带来的增长缺口；2020—2022年新冠疫情冲击期间，地方债再次成为对冲重大风险的主要手段，遏制了疫情导致的社会供需负反馈循环。十多年的实践表明，地方债已内化为我国宏观调控框架中平滑经济波动、稳定总需求的常规化政策工具。

从财政政策传导机制看，地方债已成为政策信号向实体经济输送的主要通道。债券资金以项目为载体直接下沉，全部跟随具体建设方案流转，重点投向交通、水利、生态环保等基础性领域，这些方面的用途占历年新增债务的大部分。尽管债务资金使用集中于此，但由此带来的路网扩展与水利完善优化了整体经济发展环境，并同步形成投资增量，使财政扩张意图通过地方债实现有效传导。

其次体现为结构性支持，专项债投向由传统基建单一领域扩展至促进消费等新场景，资金覆盖范围显著拓宽。财政借此发力支撑高质量发展，既明确政策取向，又在一定程度上撬动社会资本同步投入。

从资源配置优化的视角观察，地方债通过政府与市场协同机制，推动公共部门与私人部门要素配置的同步优化。既有研究多聚焦政府单侧行为，实则政府债券资金同时产生对资源配置效率的正向溢出：政府借助债务融资提供具有显著正外部性的公共产品，降低区域交易的风险成本，进而提升私人部门的边际产出效率。在长三角等一体化水平较高的区域，地方债投入直接加速跨区域基础设施互联互通，要素流动阻力显著下降，劳动力、资本与技术加速集聚，区域资源配置格局得以重构；由此带来的税基拓展与隐性交易成本下降，又在动态意义上缓解了地方财政的中长期压力。

从资本市场看，地方债在债券市场上有价格发现和定价的功能，也促进了金融资源在区域间的配置，引导资金流向效率更高的地方。

综上所述，从这些方面看，地方债是宏观经济稳定的重要工具，这些年来发挥了稳定器的作用。

二、从空间角度观察，地方债促进了区域协调发展

区域协调发展主要通过空间溢出效应来实现。基础设施都有正外部性，地方债投资基础设施有空间溢出效应。有些研究表明本地的地方政府债务每增加1%，邻近区域经济增长平均可以提升0.15-0.3个百分点，这对邻近区域的增长也有带动作用，这就是空间溢出效应。这种溢出效应在时空特征上有累积性，从时间维度看，基础设施服务期限长，空间溢出效应在时间上可以累加，所以它的长期效应显著大于短期效应。因此，在地方债效果评估上应从更大的空间和区域一体化来着手，避免局限于静态的、短期的、项目的评价评估，避免夸大风险和隐藏风险。当前，对专项债和地方债在空间维度上的溢出效应评估仍显不足，对风险识别和预判存在偏差。已有观察发现，这种溢出效应在省内表现强于省外，省内的溢出效应更为显著；同时，东部地区的空间溢出效应相较于中西部地区也更为明显，反映出区域间存在差异。由此可见，空间溢出效应具有一定的作用半径，若能准确把握其半径范围，将有助于更科学地配置地方债务资源。

地方政府债务风险亦呈现空间传染的双向特征。单一行政区域的风险事件可通过羊群效应与“量子纠缠”式联动机制，诱发区域性债务风险的同步抬升，并引发恐慌情绪的跨域蔓延。由此，风险传染不仅具有空间传导性，亦表现出空间溢出性。

从空间维度观察，地方政府债务在城市群建设中发挥着支撑作用。当前我国经济社会发展的空间主体形态正逐步向都市圈、城市群及中心城市演进，这一进程中，地方政府债务成为不可或缺的资金来源。需注意的是，面对区域性城市群与国家级城市群，地方债所产生的效应存在显著差异。在国家级城市群，如长三角地区，债务规模的扩张有效强化了城市间的经济联系；而在区域性城市群，债务增加有时反而对一体化进程形成拖累。这一差异与各城市群的要素禀赋、资源整合能力及风险承受水平密切相关。因此，现阶段为更有效发挥地方债在城市群层面的作用，部分地区已着手探索跨省市联合发债模式，以充分考虑其空间效应。通过实现融资主体的一体化，降低跨区域交易的风险成本，加快区域一体化步伐，扩大市场

规模效应，地方债应突破传统行政区划的限制，从区域的经济联系来推动债务资金在更大空间范围内实现优化配置。当前，地方债管理仍多依据省市县行政层级和行政区划进行，未来亟需突破这一框架，以适应城市群一体化发展的新需求。

从债务效率和城市群匹配来看，经济联系紧密的城市群，债务使用效率更高，而联系分散的城市群，债务使用效率偏低。所以，联系度低于阈值的城市群对债务的控制更需要强化，要防止资源错配。

基于空间视角，地方债务政策须突破行政区划框架，按经济空间联系强度实行区域差异化管理，避免一刀切。

三、地方债应在拓展财政空间与应对风险间进行权衡

当前，地方债务风险已成为全社会关注的焦点，其核心在于如何权衡债务扩张带来的财政空间拓展与风险累积之间的张力。有研究指出，政府债务负担每上升1个百分点，基础财政盈余率平均下降17.14个百分点，且该挤压效应存在显著的区域差异，由此形成“债务—增长”悖论。隐性债务更呈现“冰山”特征：水面之上部分可见，水面之下规模与风险难以准确测度，成为主要隐患。尽管2024年已出台12万亿元一揽子化债方案，但隐性债务的生成机制与土壤尚未根除，其根源在于体制机制缺陷，特别是地方国有企业与地方政府间关系尚未彻底理顺，这一底层问题仍需深化改革加以破解。

债务与资产的对应关系是偿债安全的核心。若债务能够有效转化为资产，则偿付风险随之下降，但“转化为何种资产”需突破企业微观视角，置于中观与区域空间框架下重新审视。当前突出的风险在于债务与资产“两张皮”，政策和管理重心集中于债务本身，而债务转化为有效资产的机制不甚了了，如专项债究竟形成多少资产、产生多少稳定现金流、空间溢出效应几何等等，尚缺清晰数据。总体看，债务—资产转化效率偏低，具体表现为四种错配：1，债务和付息增长节奏与地方政府能力错配；2，债务结构与发展需求错配；3，项目收益与融资成本错配；4，债务期限与投资回报周期错配。上述错配共同拉低了转化效率，也使风险防控机制的建设变得更为迫切。目前已建立覆盖法定债务与隐性债务的全口径权责清单，力求早识别、早预警、早处置，但基础工作仍有缺口：会计核算、统计标准、口径定义及透明度等方面尚待完善。政府作为债务主体与企业存在本质差异，相关制度仍需系统补缺。

政府债务是一个矩阵，由四类构成：第一，法定直接债务，如政府债券；第二，法定或有债务，如依法提供的担保，显性担保虽因《中华人民共和国担保法》被禁止，但隐性担保仍存，并由此形成法定或有负债，其背后涉及债务管理的法律基础缺位；第三，隐性直接负债，债务事项已发生，但主体、金额、期限均不明确，典型如社会保障缺口；第四，隐性或有负债，涵盖对“大而不能倒”企业的紧急救助，无论所有制性质，一旦企业倒闭可能触发系统性、公共性风险并产生连锁反应，政府被迫介入救援，由此衍生隐性或有债务。

企业债务仅含法定直接债务与法定或有债务两类；政府债务则在此基础上还涵盖隐性直接负债与隐性或有负债，共四类。如何将后两类纳入管理，涉及法律界定、会计基础及统计制度三重基础性议题：政府会计准则需提供明确的确认与计量规则，统计体系需设计可操作的口径与方法，相关法律应提供合法性依据。若上述基础缺位，现行债务数据即存在失真风险。由于地方债透明度不足，市场只能依赖间接测算，导致政府与市场间的信息沟通缺乏，难以有效预期引导，甚至可能因“风险误判”而引发政府公信力下降和市场恐慌。因此，建立专业、科学的债务统计体系并扩大透明度，成为财政管理改革亟待强化的环节，也是构建风险防控长效机制的紧迫性基础性工程。

宏观层面建立地方债务风险防控长效机制，核心在于优化央地债务风险结构，调整央地风险分配，让风险和能力相匹配。国际比较显示，多数国家中央债务占比显著高于地方，而我国现阶段呈现出地方高于中央的特征，该格局不适配我国新发展阶段，不利于地方债务风险控制。下一步应通过“中央加杠杆”及制度化置换安排，逐步扩大中央债务占比、压缩地方债务占比。需同步纳入置换范围的，除隐性债务、平台债务外，还包括规模尚缺权威统计、但各方反映数额不小的无息债务，即各种拖欠。政府拖欠对经济的负面溢出效应高于有息债务，风险衍生性很强，应列为紧急优先解决事项。地方政府在清欠方面的动机与能力均显不足，必须由中央层面出手化解，此举亦可顺势提升中央债务比重，推动央地债务结构回归合理区间。

地方举债具有长期的不可逆趋势，但风险形态复杂，需要构建“中央主导、省级补充、市县有限”的三级政府债务架构：中央债务占主体，省级适度分担，市县级仅保留真正意义上的市政收益债。要把专项债塑造为中国版的市政收益债，必须做到项目独立、信息透明，每一项债务对应具体项目，并由第三方对项目现金流进行持续评估；现行打包发行、底层资

产不清的模式应予逐步退出。通过建立中央、省、市县各司其职的债务管理体系，同步完善项目披露与评估机制，方能有效化解并防范多层次相互交叠的债务风险。

落实党的二十届三中全会关于全面深化改革的部署，央地财政体制改革须率先扩大中央事权，相应减轻地方支出责任，并同步降低中央对地方转移支付的压力。事权、支出责任、财力与转移支付等要素如何重新组合，应与地方政府能力相匹配。所以，央地财政关系的改革应当作为一项标志性改革尽快推出，这在引导市场预期上会发挥十分重要的正向作用。

债务风险防控既要强化微观管理、补齐制度短板，更需在宏观体制机制上加快创新，只有宏观与微观协同发力，才能真正提升债务资金的使用效率，有效防控地方债务的风险。

从化债到化险，厘清地方债务风险的五个认知

罗志恒 粤开证券首席经济学家

以下观点整理自罗志恒在CMF宏观经济热点问题研讨会（第108期）上的发言

一、从三大微观主体角度分析地方债：债务问题事关地方政府能力和积极性，进一步影响企业和居民预期

看待地方债务问题，不能仅从流动性风险和金融风险（到期不能还本付息）的角度去看，更要看到地方政府债务的妥善处理事关经济平稳运行。今年上半年，中国经济运行总体平稳，上半年增长5.3%。但是进入三季度后，经济再度承压，这其中有需求不足尤其是消费不振的问题，也有政策靠前发力从而下半年政策力度相对不足的问题。上半年经济增长确实一定程度上源自政策尤其是财政政策的支撑，比如上半年的“以旧换新”撬动消费、“两重两新”带动制造业和基建投资保持较高增速，上半年集中发力，下半年力度自然减弱，带动经济承压。但这些只是表象，更深层次的原因在于经济内生动能不足、微观主体积极性不高。企业投资和居民消费的意愿减弱时，由政府投资暂时补位，这是一般意义上的宏观调整。宏观调控政策不能仅仅满足于弥补需求缺口，这只能是阶段性目标，最终目标是通过扩大需求提升内生动能和微观主体的积极。因此，这就意味着宏观调控的方式要优化，尤其要避免所谓“挖坑填坑也能创造需求”的简单思维；需求管理如果不作用于微观主体资产负债表修复、信心 and 行为的改善，“挖坑填坑”式扩大需求只能解暂时之急而非长久之计，久而久之经济就会陷入“政策依赖症”，宏观调控效果也会越来越差。

三大微观主体（地方政府、企业、居民）之间是什么关系？是平行关系，还是相互作用，还是其中有占据更为主导性的力量？在经济上行或正常运行阶段，经济运行主要靠市场调节，企业和居民根据利润最大化和效用最大化自主决策，地方政府通常退居幕后，主要负责提供公共产品和维护公共秩序；然而，在经济下行期，尤其是近年来中国经济增速持续回落的背景下，这三大微观主体的关系可能就发生了变化。居民因预期转弱而增加预防性储蓄、压缩消费，企业则普遍采取避险策略，缩减投资与用工，仅凭居民和企业二者自身的力量，难以推动经济走出下行通道。

在三大微观主体中，**地方政府处于关键位置**。如果地方的财力相对充裕，债务问题得到妥善处置，地方政府发展经济和提供公共服务的能力得到保证，地方政府对企业的态度便不再是“远洋捕捞”、加强罚没收入征管或者长期拖欠账款，而是营造更优营商环境，帮助其解决需求不足的问题，进而稳定企业的预期；地方财力充裕、债务妥善处置，则地方政府对居民部门的工作重点是更多地“投资于人”，更多地去解决教育、医疗、养老等方面的后顾之忧，更多地去稳定房地产，修复部门资产负债表，从而有利于稳定居民预期，提振消费意愿。**因此，在经济下行阶段，地方政府的角色尤为关键。然而，当前房地产深度调整使政府面临双重压力：**一方面，土地出让收入从高峰的8.7万亿元骤降至去年的4.9万亿元，减少近4万亿元，这个缺口如果不能通过债务或者中央转移支付弥补，就直接导致地方可用财力减少，地方政府的能力下降。另一方面，地方政府还存在化解历史存量隐性债务的压力。在收入锐减、偿债高峰叠加的背景下，寄希望于地方政府激发企业与居民积极性并不现实，地方政府的能力不足。由此可见，妥善处置地方政府债务已成为维系经济平稳运行的前提。

当下房地产问题处理起来有难度，但地方政府债务问题解决起来则相对容易很多。如果中央在短期内加大对地方的转移支付力度，或者提高地方政府债务限额，可以暂时堵住房地产深度调整引发的地方财力缺口，稳定地方政府的能力。总之，接下来的政策重点在于优先恢复和激发地方政府的积极性和能力，之后才有可能由地方政府带动企业和居民的积极性，推动企业和居民行为从防御转向扩张。

二、厘清地方债务及其风险问题的五个认知：化债与化险存在本质区别

十几年来，各界对于地方债务及其风险问题的讨论一直在进行，中央一揽子化债的部署也在持续化解债务风险。理论层面的讨论与实践层面的实施到现在，形成了很多共识，也还有分歧，有必要系统总结对于债务及其风险的认知，厘清一些误区。

1、化债与化险的关系：化债不等于化险，化险不等同于压降债务规模

“防范化解地方政府债务风险”是三大攻坚战任务的重要内容，核心目标落在“风险”而非单纯“债务”。日常简称的“化债”并不准确，要与“化险”做明确的区分。化债不等于化险，因为如果以刚性清偿方式压降债务余额，短期看债务规模下降，但却同步削弱了地方政府依托债务形成的基建投资与发展经济的能力，经济增速可能下得更快，由此触发的负向

乘数效应可能反而放大整体风险。也就是这种刚性的化债，不仅没有化解风险，反而扩大了风险。因此，要立足核心目标，压降的是“风险”而非“规模”。防范化解债务风险可以通过体制机制改革、提升债务投向效率实现。在当前发展阶段，必须坚持在发展中化债，不能毕其功于一役，先彻底消灭债务、再重启经济发展的“化债中发展”思路并不可行。对此，必须在战略层面保持清醒认知。

2、化债方式与经济周期的关系：经济上行期“清偿式化债”、经济下行期“接续式化债”

当经济增速处于上行时期，人口、房地产均处在上行周期，此时可以采取清偿式化债，此时的财政收入往往增速高、土地出让收入增速快，用财政盈余偿还债务以压降债务规模，既降低杠杆，又抑制经济过热。如果经济处在下行周期，这时候清偿式化债的方式可能会引发新的风险，将原本可用于经济发展扩大总需求的财政资金用于偿债，这时经济会加速下行，此时有必要选择“接续式化债”的方式，就是通过拉长期限、压减利率成本的方式化解当期债务风险，以更长周期的债务接续到期债务；同时保持政府支出强度，以时间换空间。从更长的时间维度看，今天看似高企的债务规模，到2035年乃至2049年再来看这些规模可能是很小的。因此，根据不同经济周期，来选择相应的化债方式是很重要的。2018—2021年房地产与土地出让收入仍处上升通道，地方政府通过“卖地还债”实现债务缩减是可以的，但是伴随房地产深度调整，化债策略必须随经济周期而切换。

3、债务与资产的关系：债务与资产是对应的，关键是债务形成资产的效率以及资产的质量；防范风险的重点从控规模转向优结构，即打开债务规模限制、侧重债务质量

政府债务对应一定的资产，如果债务形成资产的效率高、资产质量高，那债务就不是风险。因此，地方债务防风险的重点应从“控规模”转向“优结构”。若适度放宽总量约束，把监管重心前移至投向结构，通过提高项目储备质量、加快资金下拨效率、强化中期监督和事后续效评价，便可提升资产转化效率，盘活现金流，最终降低风险。新增债务的投向结构而非规模大小，才是决定未来偿债能力的关键。

4、财政债务空间是动态的，政策应充分利用低利率低通胀时代的政策空间，顺势而为。财政和债务空间不是静态的，并不存在一个特定的数值，它是随着经济社会发展环境变化而变化的。比如，低利率、低通胀的发展阶段，实际融资成本下降，债务空间相应扩张；而且此时处于低通胀，持续发债并不会引发通胀问题。反之，高利率、高通胀将迅速压缩可承受杠杆。

因此，在现有低利率、低通胀环境下，应果断扩大举债，并同步提升债务资金的使用效率与投向质量。

5、地方债务问题的性质：不是简单的金融问题和地方政府行为规范问题，而是财税体制、发展模式、激励机制和宏观经济多重问题的叠加

自2008—2009年“四万亿”起，关于政府债务性质的讨论已持续十余年。政府债务不同于企业债务，其本质由政府的职能与属性决定。它并非单纯的金融交易，不是地方政府向银行信托等机构举债的“借一用一还”的一般意义财务行为，也不是地方行为规范与否的技术问题，而是财税体制、发展模式、激励机制与宏观经济运行多重矛盾叠加的集中体现。

例如，各界普遍关注的央地关系问题，中央与地方的事权和支出责任划分不清晰、地方的事权和支出责任多，即使划分清晰后也会随经济社会发展不断调整。中央部门出台新文件新要求，落地执行者仍是地方政府，在事权和支出责任即使划分清晰的框架下，也会增加地方支出责任。若没有匹配相应财力，就会产生隐性债务等问题，因此地方债务问题背后是财税体制问题。

再比如，中国经济的发展模式正由债务和投资驱动转向科技和消费驱动，但目前尚未完成转型。只要债务投资驱动的发展模式依然存在，就会有债务问题。

同时，地方债务问题跟宏观经济发展态势也有较大关系，宏观经济面临总需求不足导致物价下行的问题，物价下行、企业利润下行等带动税收收入走低，收支缺口随之扩大，于是产生债务。

三、当前进一步化解债务风险仍需解决的五大结构性问题

1、化债资源与地方化债需要之间存在矛盾

现行“6+4+2”方案合计形成每年2.8万亿元额度：6万亿元分三年、每年2万亿元，4万亿元分五年、每年0.8万亿元。然而，地方隐性债务到期时间分布并不均匀，部分年度偿债规模高于2.8万亿元，部分年度则低于该水平，导致化债额度与偿债的现金流之间产生结构性错配。为此，有必要根据各地债务实际到期节奏，一次性将可用额度全部分配至地方，并完整计入地方政府资产负债表，由地方自主、靠前、弹性使用。

2、隐性债务规模的底数有待进一步厘清

截至2024年末，中国的法定政府债务负债率为60.9%，若将已认定的隐性债务并入，则升至68.7%。而IMF与国际清算银行公布的同口径数值分别为88.3%和88.4%，与财政部口径相差19个百分点左右。该差额是否还对应尚未披露或漏报的隐性债务，需要核实；如确实存在，应在去年“6+4+2”化债额度的基础上再追加债务限额。否则，在一般公共预算收入和土地出让收入同步短收的背景下，地方政府还要额外筹措资金偿还未被纳入底数的债务，势必形成新的财政缺口或新的隐性债务，影响经济发展。

3、当前化解隐性债务主要是通过专项债置换，与隐性债务投向不完全匹配

专项债置换隐性债务的方式隐含两个前提：第一，所有隐性债务的产生均属地方债务，是地方政府行为不规范导致的，故以地方债承接并计入地方资产负债表；第二，隐性债务对应的资产具备一定的现金流收益，因此适用收益债性质的专项债。然而，已认定的14.3万亿元和冰山之下可能漏计的债务成因多元、投向多元。其中，部分隐性债务可能源于央地事权划分不清，地方为履行中央事权被迫举债；部分投向了无收益或收益不足的公益项目。对于前者，可考虑发行国债置换，前提是先对债务责任进行清晰界定；对于后者，则宜通过一般债置换。如此分类置换，一方面可一次性优化中央与地方的存量债务结构；另一方面也能避免地方财政背上更大的付息压力，因为一般债利率低于专项债，如果国债置换那就不需要地方再负担本息。中央地方的债务结构优化不应仅限于每年新增的赤字国债和特别国债层面，存量债务同样应纳入调整范围。

4、隐性债务产生的土壤仍然存在，化解隐性债务风险的长效机制仍未建立起来

收入端收缩而支出端无法同步压缩，收支缺口固化。第一，物价下行带动税收收入下行，房地产调整带动土地收入骤降，由此宏观税负持续下行，而支出难以削减，于是产生收支缺口，容易形成隐性债务。第二，中央对地方多元目标考核导致地方支出责任刚性扩张。第三，经济发展模式仍未根本转型。第四，央地事权和支出责任划分仍不清晰、不稳定。稳定宏观税负、推进经济发展模式转型、划分清晰央地关系，成为当务之急。

5、融资平台从“退平台”到“真转型”尚需时间：历史债务剥离、注入资产、重建机制

目前有很多城投平台宣布退出融资平台，但是退平台更多是政策高压下平台的应对，而非真正转型为规范运营的市场化主体。推动融资平台从“退平台”到“真转型”，核心在于剥离历史债务并注入有效资产，以及重建机制，既包括政府与市场的关系（政府不再干预功能性国企的经营并赋予其政府投融资的职能），也包括微观层面激励机制的完善。地方调研显示，部分县区将原有分散平台整合为一家大型综合平台后，信用评级得到提升、融资空间得以扩大，江苏多地市及区县实践验证该模式可行。下一步需同步重构政府与市场激励相容机制，以保障转型后平台进入良性循环。

四、政策建议

1、短期优化化债方式，进一步提高债务限额。

一是根据地方化债需要靠前使用化债额度。将“6万亿分三年、4万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，根据需要靠前化债而非平均用力。

二是进一步提高地方债务限额，置换漏报的隐性债务。

三是根据债务投向分别使用国债、一般债、专项债置换隐性债务，优化存量债务结构。对于因为央地事权划分不清晰导致的隐性债务，由国债置换；对于投向没有收益的项目，用一般债置换；对于投向有一定收益的项目，用专项债置换。

四是中央加大对地方的转移支付或提高地方债务限额，缓解房地产持续调整对地方的冲击。一方面避免地方继续出让土地恶化房地产供需形势，另一方面弥补土地出让收入的缺口。当前，地方政府正面临房地产持续调整带来的财力缺口。一个值得注意的现象是：部分城市尽管房地产库销比已经偏高，却仍在增加土地供应，进一步加剧供需失衡。其根源在于地方财政吃紧、缺乏其他收入来源。对此，可考虑中央加杠杆并加大转移支付力度，或提高地方政府债务限额，以缓解短期冲击。

2、中长期要稳定宏观税负，深化财税制度改革

五是稳定宏观税负。其一，规范税收优惠；其二，强化征管，促进线上与线下经济税负公平；其三，优化财政政策实施方式，从重收入端减税降费转向支出端扩大支出来应对经济下行压力；其四，推动消费税扩围，将高污染高耗能以及高端会所服务消费纳入其中。

六是推动融资平台“真转型”。其一，做好历史债务的剥离；其二，注入资产并重组，提高功能性国企的经营能力；其三，重建机制，既确保政府与市场的关系清晰，地方政府不再让功能性国企承担投融资的职能，同时支持功能性国企建立市场化的选人用人和激励机制。

七是建立债务预算和资本预算，对债务形成有效约束并有利于未来盘活资产资源。

八是深化财税体制改革，上移部分事权和支出责任至中央；形成投资决定融资的体制，避免投融资错位。

建议以海量小而美民生项目拓展高效财政空间

刘晓光 中国人民大学国家发展与战略研究院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自刘晓光在CMF宏观经济热点问题研讨会（第108期）上的发言

一、经济下行与财政发力的必要性

在现实层面，对于地方债、专项债还是国债的需要，都是非常明确。上半年经济在外部压力下保持平稳且略超预期，但三季度起下行压力全面加大，8、9月数据恐持续走弱，因此当前形势迫切要求实施更加积极的财政政策，这已成为宏观政策的基本取向。

无论理论如何推演，现实已给出清晰答案，当下必须采取更加积极的财政政策。所谓财政空间，只要挤一挤仍然存在。既有专家认为余地充足，也有专家强调空间宝贵、须精准使用。就当前形势而言，最现实的问题就是地方债的必要性。

二、以小而美项目提升债券资金使用效率

建议把视野拉长至“十五五”期间，谋划布局海量“小而美”民生项目。传统的高速、铁路等大基建在人流稀疏地区已显饱和，纯算经济账效率递减，但城乡民生领域仍蕴藏巨大投资潜力。停车场、街区慢行、亲水空间、口袋公园、老旧市场改造等“小而美”项目，直接回应出行、消费、休闲痛点，每个城市都可梳理出百项以上，资金规模适中、工期短、就业带动力强，且以政府投资为主导即可快速启动。将债券资金重点投向这类民生短板，既能提升当期获得感，又避免重资产项目收益错配，可为跨周期扩张留下安全余量。

因此，在国内系统可推进小而美民生工程。借鉴“一带一路”海外经验，把投资少、见效快的民生微项目作为扩债重点。城市设计过去以保生存为先，而面向2035年中等发达国家目标，仅剩十年窗口，必须转向优生活。以中等发达国家标准审视现有城市环境与公共服务，不超越阶段，也不留缺口，每个城市均可梳理出百余项微改造、微更新项目，例如口袋公园、林荫步道、立体停车、社区食堂、适老电梯、亲水空间等。海量小项目汇成总清单，即可形成规模可观、分布广泛、群众可感的一揽子投资计划，为扩大政府债务提供高效、低风险、跨周期的落地载体。

它的益处有以下三点，一是项目契合未来五到十年城市发展和美丽乡村发展的需要，无论采用何种测算方式，投资效益均可得到保障。二是它填补了我国目前投资和消费的缺口，尤其民生工程能够促进消费和提高生活体验，进而带动消费，实现投资与消费互促。三是小而美的项目以人为核心，资金用于改善宜居环境，是“投资于人”在硬件层面的具体抓手。因此，建议在“十五五”规划编制的大背景下，立即组织各城市梳理上报未来五年美丽城市、美丽乡村小而美项目清单，初步匡算已可显示资金总需求规模十分可观。

在实际运行时可双向并行：政府牵头制定标准并开放入口，公众通过“民生项目木板”线上提交身边痛点，如缺停车场、臭水沟待整治等，经快速审核即纳入储备库，形成群众认可、投向精准的清单，确保宝贵财政空间高效利用、资金零浪费，利用宝贵的财政政策空间就可以发挥非常好的效能。

无论新基建还是传统基建，步入高质量发展阶段后，昔日高大上的宏大工程已难独撑全局，精炼时代呼唤海量小项目填隙补白，才能彻底释放效能。不少大基建“最后一公里”缺口未合，也影响了其效率的发挥。



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

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1105
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

