



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第103期）

当前地方隐性债务风险化解的 进展、特点及趋势

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4月



CMF宏观经济热点问题研讨会（第103期）

当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势

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



CMF宏观经济热点问题研讨会（第103期）

当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势

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

2025年4月19日

目 录

- 一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心
- 二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点
- 三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题
- 四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

■ 地方债务构成及隐性债务定义与口径

从债务发生的可能性：

直接债务

或有债务

从法律的强制性：

显性债务

隐性债务

以特定的法律或者合同所带来的负债

基于市场预期、政治压力的政府责任

财政部

“27号文”隐性债务定义：

地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务

隐性债务口径：

1. 地方政府（含政府部门和机构）、国有企事业单位等举借，约定由财政资金偿还的债务；
2. 地方国有企事业单位等举借，由政府提供担保的债务；
3. 地方政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等过程中，通过约定回购本金、承诺保底收益等形成的政府中长期支出事项债务

两次摸排上报认定的隐性债务规模：

	隐性债务	地方政府债务余额	广义地方政府债务
2018年	28.6万亿元	18.4万亿元	47万亿元
2023年末	14.3万亿元	40.7万亿元	55万亿元

审计署

显性债务

隐性债务

政府性债务分类		定义	截至2013年6月	截至2014年底
一类债务	地方政府负有偿还责任的债务	需由财政资金偿还的债务，属政府债务	10.89万亿元	15.4万亿元
二类债务	地方政府负有担保责任的债务	由政府提供担保，当某个被担保人无力偿还时，政府需承担连带责任的债务	2.67万亿元	8.6万亿元
三类债务	地方政府可能承担一定救助责任的其他相关债务	政府不负有法律偿还责任，但当债务人出现偿债困难时，政府可能需给予一定救助的债务	4.34万亿元	
合计			17.89万亿元	24万亿元

《全国政府性债务审计报告》

《关于提请审议批准2015年地方政府

市场机构

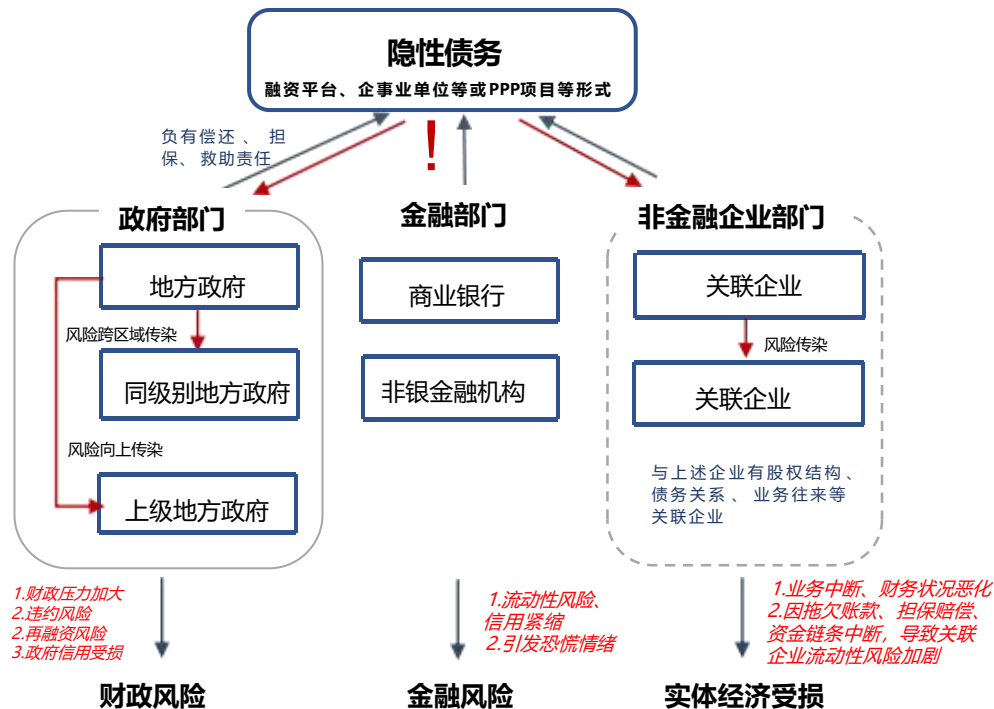
机构	隐性债务定义	隐性债务口径	规模测算
IMF	/	公共部门包括政府以及公共公司；中国公共债务口径：政府显性债务、地方政府融资平台债务、政府引导基金和专项建设基金	2015年中国公共债务规模在 28万亿元左右 2017年中国公共债务规模在 44万亿元左右 2023年中国公共债务规模在 106万亿元左右
海通证券 (2018)	隐性债务从理论上讲不属于地方政府债务，主要通过不合规操作（如担保、出具承诺函）或变相举债（伪PPP、包装成政府购买等）产生	投资端的视角： 投向公益性、准公益性和一般竞争性项目，隐性债务主要投向前两者 融资端的视角： 集中于PPP项目、政府购买服务和政府基金中的违规操作部分，以及城投债、平台贷款、融资租赁和其他非标融资方式中 融资主体的视角： 通过地方融资平台来筹集资金，一些地方国企也具备一定融资功能，政府自身也会形成部分隐性债务	投资端的角度： 以棚改为例，因棚改形成的隐性债务规模可能在4.5万亿元左右； 融资端的角度： 2017年底的隐性债务余额 约33万亿元 ； 融资主体的角度： 对wind口径城投债的融资平台的有息债务进行累加，2017年底隐性债务规模约为 30.6万亿元
中信证券等券商	从融资主体上看，城投企业是隐性债务的核心载体	以Wind口径城投平台有息债务规模估算隐性债务规模	2023年城投有息债务规模约 64万亿元左右
中诚信国际	地方政府可能承担偿还、救助、担保责任但未纳入其债务管理和统计的债务，一旦发生危机尤其是存在系统性风险爆发可能性时，地方政府则不得不加以干预、承担责任	包括融资平台债务，PPP项目中政府付费项目、抵押补充贷款（PSL）等内容，以中诚信行业分类为基础统计融资平台	2017年隐性债务规模在 26~35万亿元间 2023年隐性债务规模在 51~55万亿元间

学界

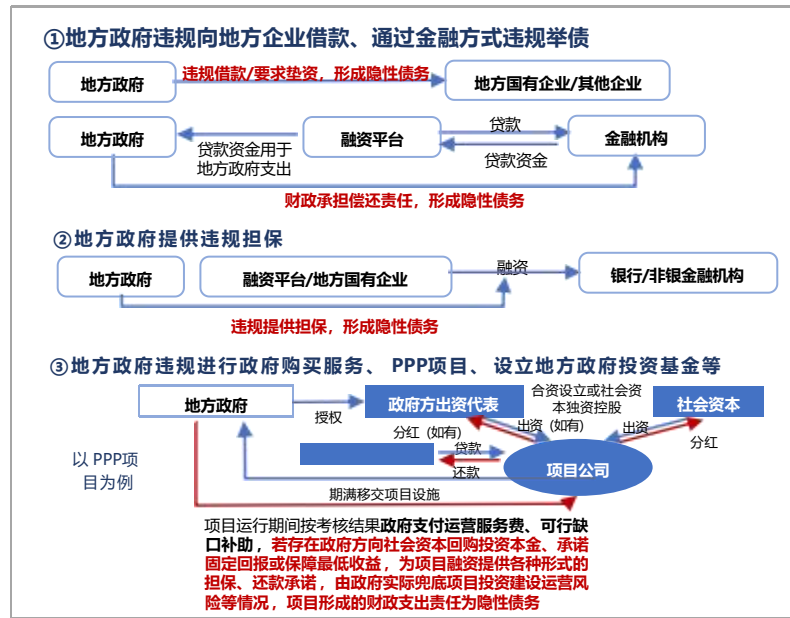
	隐性债务定义	地方债务口径	规模测算
刘尚希等（2012）	政府职能中隐含的应由政府承担的债务	包括直接隐性债务和或有隐性债务： 直接隐性债务：社会保障资金缺口、农村社会保障缺口、公共投资项目未来的资本性和经常性支出等； 或有隐性债务：对金融机构支付危机的救助、国有企业的亏损、拖欠企业在职职工和农民工的工资等	若2011年GDP增速7%，2011年末地方政府债务规模预计为 13.2万亿元
赵全厚（2018）	在相关法律和合同规定之外，地方政府因自身的公共职责而需要承担的债务		地方债包括法定债务、隐性债务、政府拖欠款、融资平台市场化债务四个层次；据企业预警通统计，至2023年末，融资平台有息债务余额 61.6万亿元

■ 隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心

隐性债务风险与各部门风险关联性高



隐性债务具有隐蔽性，管控难度较大



隐性债务清查难度大、底数不清
不同机构测算口径不一

■ 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，部分额度或腾挪的空间可偿还拖欠企业账款

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

除上海、广东外29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：银保监会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年末较2023年初**约40%融资平台实现“退平台”**

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

■ 过去几轮隐性债务风险化解的经验与教训

严监管下隐性债务增速放缓，
几轮债务置换助力降低债务成本、缓释风险

	三年置换	“一揽子化债”	化债组合拳
置换时间	2015-2018年	2023年	2024-2026年
置换方式	置换债	特殊再融资债	特殊再融资债
置换债务类型	非政府债券形式债务	存量政府债务 +拖欠企业账款	存量隐性债务
置换规模	12.2	1.9	10
置换前债务平均利率	10.39	5.90	5.60
置换后债务平均利率	3.89	2.72	2.21
债务成本压降	6.50	3.18	3.39
累计节约利息	1.7	0.06	0.34

2023年7月以来一揽子化债取得一定成效，
但过程中也出现了宏观收缩效应、地方流动性压力加大等新问题

2024年前三季度重点省份GDP及固投增速均低于非重点省份
经济大省固投增速下滑明显、达-2.2%，明显超过其他省份

	2023前三季度 GDP增速 [%]	2023前三季度 固投增速 [%]	2024前三季度 GDP增速 [%]	2024前三季度 固投增速 [%]	GDP增速 差值 [%]	固投增速 差值 [%]
非重点省份（均值）	5.8	6.3	4.9	5.0	-0.7	-1.3
8个经济大省（均值）	5.5	4.6	5.1	2.5	-0.4	-2.2
西藏	9.8	17.5	8.2	25.6	-1.6	-8.1
湖北	6.0	5.5	5.7	4.0	-0.3	-1.5
江苏	5.8	5.7	5.7	2.4	-0.1	-3.3
山东	6.0	5.5	5.8	3.9	-0.4	-1.6
福建	4.1	3	5.5	3.2	1.4	0.2
新疆	6.1	9.1	5.5	4.2	-0.6	-4.9
安徽	6.1	4.4	5.4	4.2	-0.7	-0.2
浙江	6.3	8.5	5.4	3.3	-0.9	-5.2
四川	6.5	3.2	5.5	1.9	-1.2	-4.3
北京	5.1	5.9	5.1	3.8	0.0	-1.9
河北	5.2	6.3	5.0	4.8	-0.2	-1.5
河南	5.8	1.8	5.0	6.7	-0.8	4.9
江西	5.4	-11.2	4.7	4.3	-0.7	-5.5
上海	6.0	25	4.7	6.7	-1.3	-18.3
陕西	5.4	-6.7	4.6	3.7	-0.8	-2.4
湖南	4.0	-4.9	4.5	2.3	0.5	-7.2
广东	4.5	-3.1	5.4	-3.4	0.9	-6.5
海南	9.3	4.3	3.2	3.9	-6.1	3.6
山西	4.5	-2.8	1.8	3.0	-2.7	5.8
重点省份（均值）	6.2	2.8	4.6	1.4	-1.6	-1.7
内蒙古	7.2	38.2	7.6	13.0	-0.4	-15.2
甘肃	6.6	6.7	6.0	2.6	-0.6	-4.1
青海	5.6	3.6	4.0	3.8	-1.6	-0.2
贵州	4.8	-4.9	5.2	4.0	0.4	-8.9
辽宁	5.3	3.9	4.9	4.8	-0.4	-0.9
宁夏	6.4	2.2	4.9	5.4	-1.5	3.2
天津	4.6	-20.8	4.7	4.2	0.1	-4.6
吉林	5.8	-3.4	4.1	3.4	-1.7	3.8
广西	5.9	-13.2	3.6	-7.9	-2.3	-11.3
云南	4.4	-8.8	3.0	-11.4	-1.4	-2.6
重庆	6.6	-2.9	6.7	6.7	0.1	1.1
黑龙江	2.6	-16.6	2.3	4.4	-0.3	11.0
贵州（均值）	5.4	3.8	4.7	3.6	-0.7	0.2

1.化债中出现了**宏观收缩效应**，重点区域增长压力抬升、经济大省投资增速下滑明显

2.土地财政弱化及化债约束下财政支出偏慢，“**财政加速器**”作用发挥有限，近年来政府支出占GDP比重逐年下降、地方降幅明显

3.化债推进下**地方流动性压力进一步加大**，在“三保”支出和债务化解中面临多重压力，多地“**砸锅卖铁**”解决资金短缺问题

4. 化债推进中城投基本面并未实质改善，**非标违约、商票逾期**等风险仍在释放

四个转变

过去几轮

应急处置

点状式排雷

隐性债务、法定债债务“双轨”管理

侧重于防风险



当前思路

主动化解

整体性除险

全部债务规范透明管理

防风险、促发展并重

目 录

- 一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心
- 二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点
- 三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题
- 四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

1. 隐性债务10年化解进程已过2/3, “6+4+2” 化债组合拳推进近半



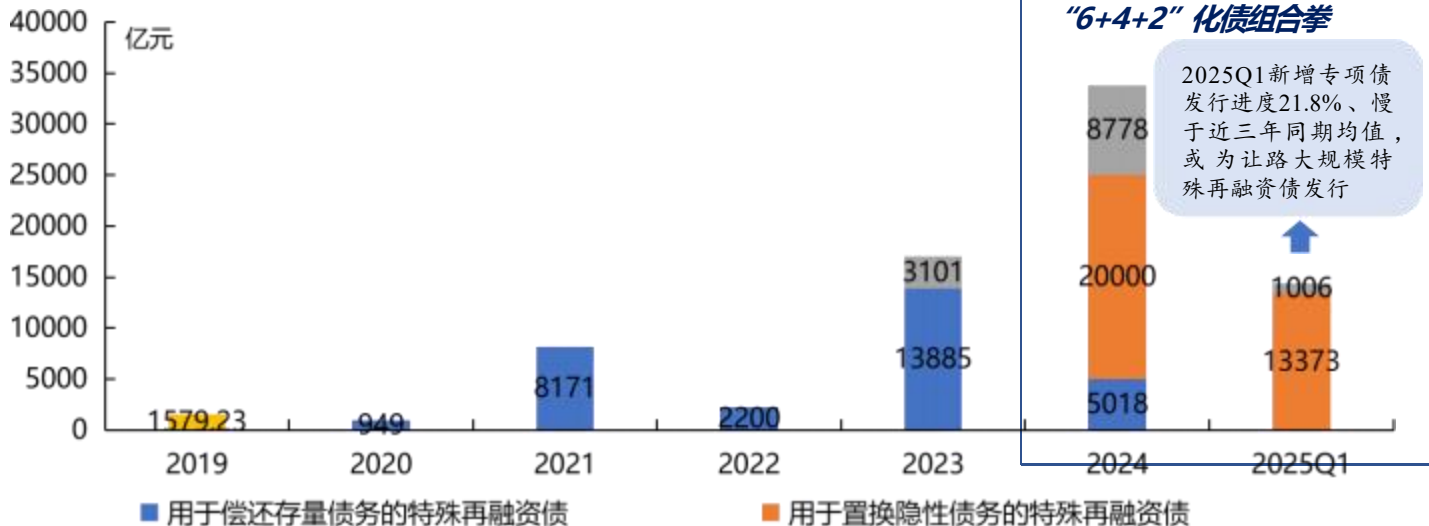
目前地方化债的可行途径:

✓ **财政化债: 地方政府债务置换 (主要途径&首选途径)**
特殊再融资债、特殊新增债 (优先)
财政资金+土地资源

✓ **金融化债 (主要针对经营性债务):**
贷款置换 (商业银行、政策行)、央行SPV、探索AMC化债等

✓ **地方国资化债:**
股权财政、REITs等盘活存量国有资源、应急周转金、统借统还等

2024年以来发行全国共**4.8万亿**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**3.3万亿**、进度过半



2. 各地积极推动“6+4+2”化债组合拳落地，更加注重“发展中化债”

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，13省已完成2025年额度发行

	2024 发行规模	2025Q1 发行规模	总额度	完成进度
经济大省（均值）	1391	1043	4173	58%
江苏	2513	2511	7533	67%
浙江	814	814	2442	67%
山东	1255	791	3765	54%
河南	1227	594	3681	49%
四川	1148	507	3444	45%
其他非重点省份（均值）	507	295	1521	53%
陕西	564	564	1692	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%
西藏	137	137	411	67%
北京	47	47	141	67%
江西	551	544	1653	66%
湖北	982	808	2946	61%
海南	152	50	456	44%
湖南	1288	0	3864	33%
安徽	980	0	2940	33%
重点省份（均值）	580	385	1740	55%
内蒙古	572	572	1716	67%
广西	515	515	1545	67%
宁夏	138	138	414	67%
青海	73	73	219	67%
吉林	385	346	1155	63%
甘肃	443	387	1329	62%
重庆	754	640	2262	62%
辽宁	771	605	2313	59%
天津	771	509	2313	55%
贵州	1176	486	3528	47%
云南	878	351	2634	47%
黑龙江	484	0	1452	33%

除北上广外28省发行**用于化债的特殊新增专
 项债**，江苏、河南规模较大

	2024 发行规模	2025Q1 发行规模	合计
经济大省（均值）	560	71	631
江苏	800	10	810
河南	520	156	676
四川	615	0	615
山东	486	109	595
浙江	378	80	458
其他非重点省份（均值）	362	35	397
新疆	669	0	669
湖北	502	150	652
陕西	501	150	651
湖南	463	0	463
安徽	391	64	455
西藏	351	0	351
江西	337	0	337
福建	262	0	262
山西	215	25	240
河北	209	0	209
海南	79	0	79
重点省份（均值）	167	22	189
贵州	403	121	524
辽宁	223	55	278
甘肃	183	55	238
云南	234	0	234
重庆	209	0	209
天津	188	0	188
吉林	108	32	140
广西	137	0	137
内蒙古	127	0	127
黑龙江	126	0	126
青海	32	0	32
宁夏	30	0	30

伴随化债思路转变，地方投融资出现边际改善
 重点省份固投增速逐步好转

	2023城投债 净融资额	2024城投债 净融资额	2025Q1城投债 净融资额	2023固投 增速	2024固投 增速	2025年1-2月 固投增速
经济大省（均值）	1501	108	144	4	2	1
山东	2043	691	403	5	3	3
广东	426	324	369	3	-5	-8
四川	880	382	57	2	2	3
河南	1518	470	49	2	7	7
江苏	1869	-921	27	5	2	-1
浙江	2269	-297	-39	6	0	2
其他非重点省份（均值）	346	43	-17	5	6	11
陕西	112	-14	99	0	5	6
河北	339	211	97	6	7	7
北京	188	216	65	5	5	31
湖北	958	-152	39	5	7	7
新疆	101	162	31	12	7	20
上海	184	151	14	14	5	8
江西	716	119	5	-6	5	5
海南	11	5	0	1	7	-5
西藏	44	18	-20	35	20	36
山西	182	51	-55	-7	3	7
福建	587	327	-66	3	4	5
安徽	757	-108	-196	4	5	5
湖南	319	-434	-237	-3	3	6
重点省份（均值）	10	-62	9	-3	3	10
广西	57	125	8	-16	-3	5
云南	-62	269	64	-11	-8	5
天津	214	-687	62	-16	3	8
甘肃	-153	-137	36	6	3	11
吉林	-74	166	21	0	1	14
内蒙古	2	-44	0	20	14	20
宁夏	0	-25	0	6	8	23
青海	-26	1	-2	-8	4	5
黑龙江	-102	-35	-2	-15	6	17
辽宁	-73	9	-13	4	5	11
重庆	751	-93	-65	4	0	3
贵州	-389	-296	-78	-6	1	5

化债政策动态调整，支持打开新的投资空间，部分省份申请退出债务高风险省份名单

各地加快退重点省份、退平台进程
宁夏已向国务院申请退出债务高风险省份

2023年9月 35号文 双维度名单制管理

- 区域：12个重点省份及19个非重点省份的地市
- 主体：融资平台名单

2024年9月 150号文 退平台

- 限时退出：不晚于2027年6月末，若逾期由省级政府认定并向主管部门申请退名单
- 退出条件：应征得2/3债权人同意，不同意的债权人须出具相关证据（企业有隐债、还承担政府融资职能等），由地方政府审核判定
- 融资情况：退名单以后能否新增发债额度，需要监管部门研判审核

2025年1月 99号文 退省份

- 三条退出标准：
 - 隐性债务率不高于除北京、上海、广东外16个非重点省份中隐性债务率较高的8个省份的平均值
 - 本地区金融债务/GDP低于10%
 - 评估具备化债能力，不再适用重点省份相关化债政策支持后，确保有能力防范化解地方债务风险
- 自主申报：每年3月底前向国务院报送退出请示
 - 2025年一季度：最近一月平台数量较2023年3月底压降不低于40%
 - 2025年底：累计压降不低于75%
 - 2026年底：累计压降不低于90%
 - 2027年6月底：平台全部退出

2025年《政府工作报告》：动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间

宁夏：对照国家标准，宁夏已符合退出债务高风险省份的条件，前期宁夏已向国务院提出申请，请财政部、金融监管总局等国家部委给予支持。

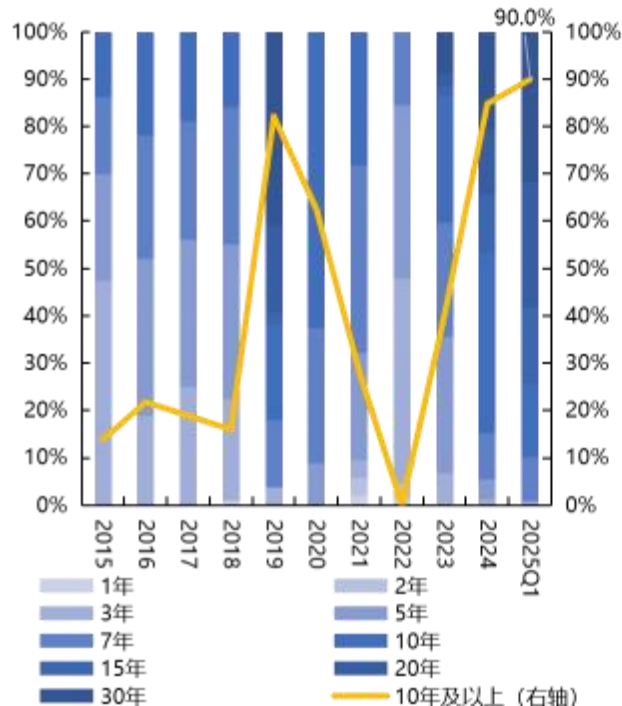
内蒙古：化债工作取得突破性进展，有望率先退出高风险省份。

2025年各地财政预算报告中退平台相关表述

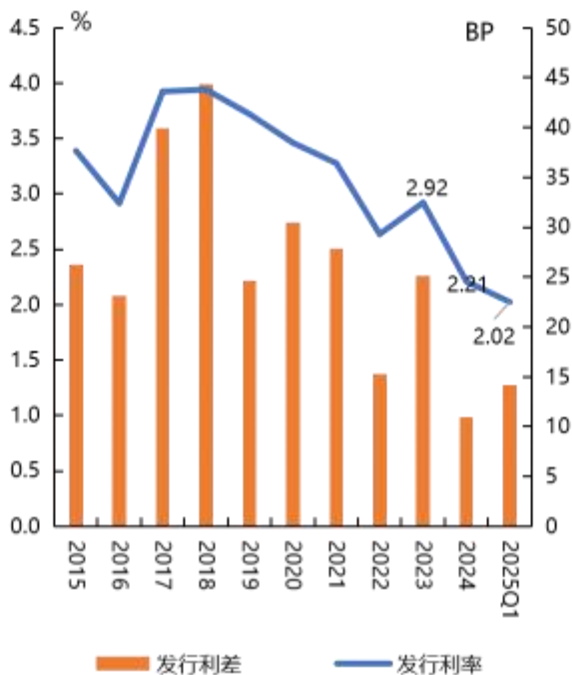
省份	退平台官方表述
宁夏	融资平台数量大幅压降、退出比例达到76%
内蒙古	地方政府融资平台压降66.5%
吉林	压降融资平台187家，压降比例56.7%
辽宁	融资平台数量削减55.9%
天津	75家融资平台转型或退出
甘肃	融资平台压降94户、下降35.9%
重庆	推动7户市属国有融资平台退出
河南	全年完成退出融资平台118家
江苏	全省融资平台数量较“3·31”时点数压降50%以上
新疆	融资平台清退进度位居全国前列

3. 本轮地方债置换呈现期限延长、成本下行、范围扩大三个特点

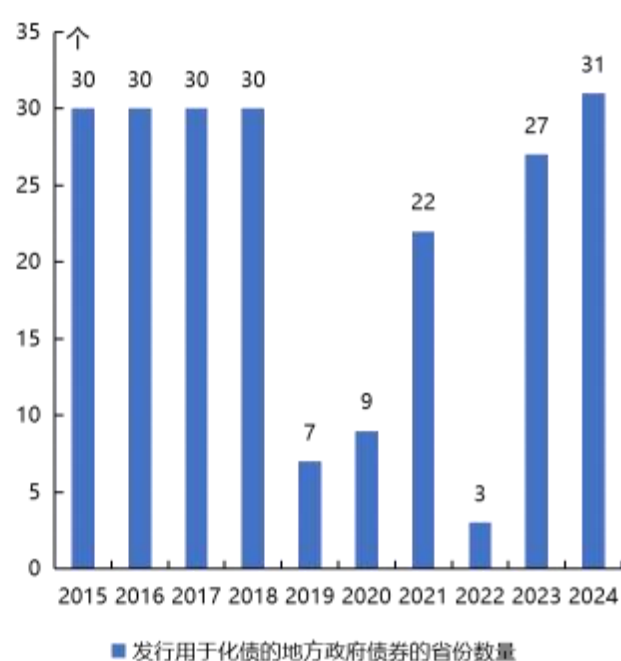
发行期限大幅拉长
10年及以上期限地方债占比进一步上升至九成



发行成本整体下行
但成本压降空间逐步收窄



发行省份数量增加
2024年全国31省均发行了用于化债的地方债



注：本页地方债样本均采用当年度用于化债的地方债进行统计

4. 隐性债务化解取得积极成效，债务规模下降、结构优化、成本下行，风险阶段性缓释

大规模置换推进下，2024年末隐性债务规模或下降至**11万亿左右**

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

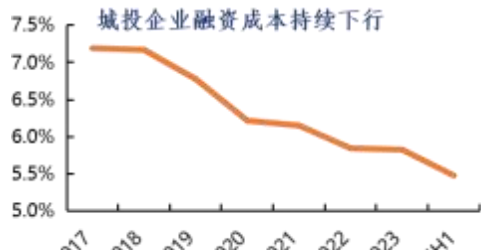
0.8万亿
专项用于化债的特
殊新增专项债

0.5万亿
地方年均自行化解
的隐性债务

2024年末全国隐
性债务余额或在
11万亿左右

城投企业债务成本下行

财政部：去年发行的2万亿元置换债券，利率水平下降平均超过2.5个百分点，部分地区下降更为明显，预计这部分置换债券5年利息减少2000亿元以上，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



城投企业转型加速

财政部：通过债务置换有效带动平台退出，从去年四季度情况看，**置换政策实施后平台减少4680家，占全年减少总数的三分之二以上**

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**

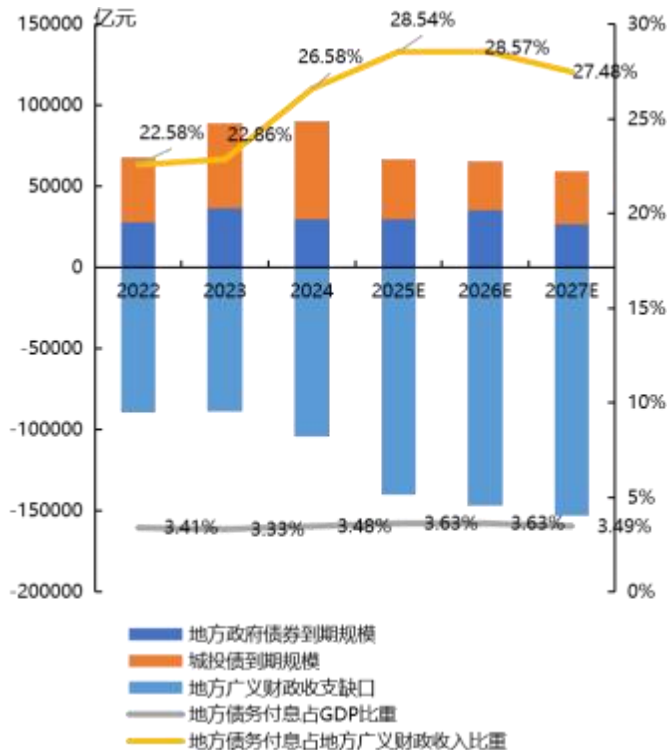
注：融资成本以“分配股利、利润或偿付利息支付的现金/有息债务”近似估算，2024H1融资成本估算为年化

目 录

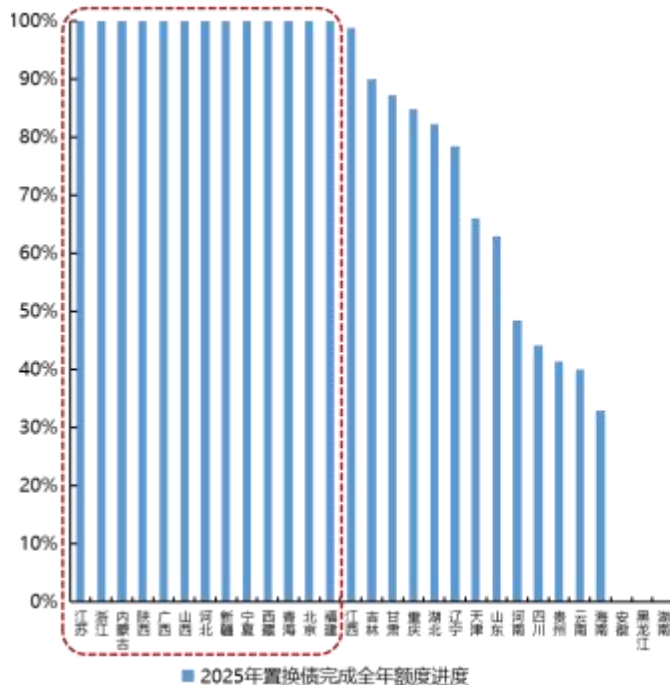
- 一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心
- 二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点
- 三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题
- 四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

1. 今年流动性压力仍然较大，关注后续置换节奏及省以下额度分配的问题

今年流动性压力仍然较大
也是本轮化债深入推进的关键年份



近半数省份已完成2025年置换额度发行
四季度或有第三批置换提前启动机会

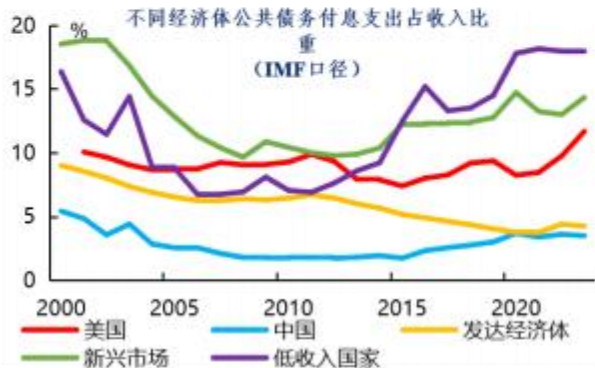


2. 利息是衡量债务可持续的重要指标，关注政府债务大规模扩容下的付息压力

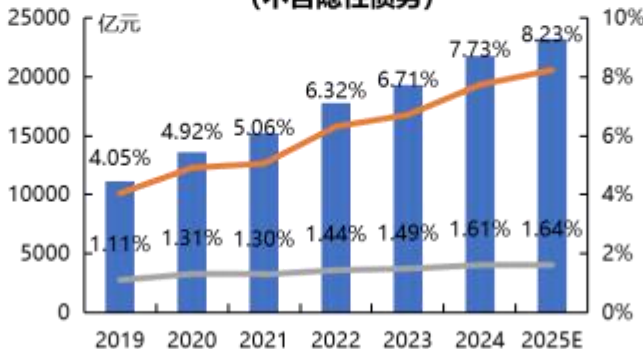
利息是衡量债务可持续的重要指标

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）2023均值112% 新兴市场和发展中经济体：40%-60%（IMF、世界银行建议）2023均值69%
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）

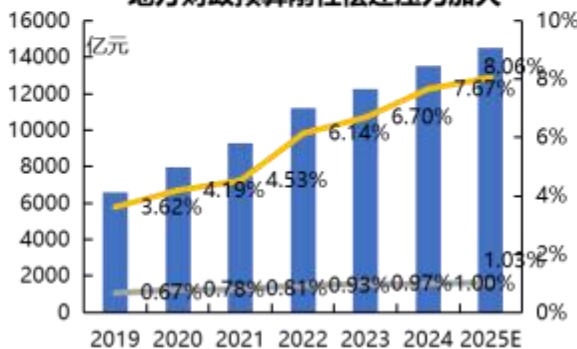
国际比较看我国政府债务付息支出占比处于较低水平



近年来我国政府债务付息支出规模攀升、压力加大 (不含隐性债务)



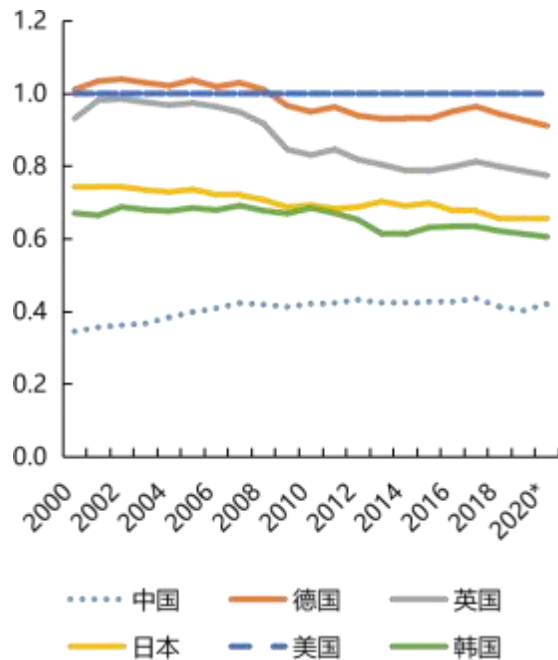
当前地方化债对地方债置换依赖加深 地方财政预算刚性偿还压力加大



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、应收赠款和其他收入。

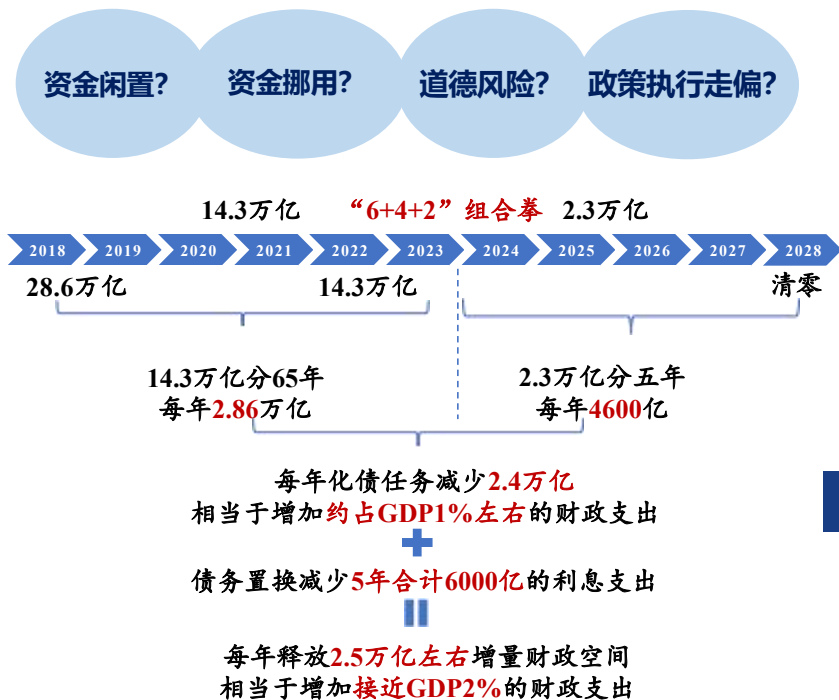
3. 宏观效率走低背景下，关注财政资金的整体使用效率

我国宏观运行效率逐步走低
全要素生产率（TFP）依然显著低于发达国家
(以美国为基准)



需重点关注化债相关资金及其他各类财政资金的投向和效率

化债资金及释放的增量资金



其他各类财政资金

投向?

效率?

砖头

人头

投资于物

投资于人

建设型财政

民生型财政

4. 隐性债务利息、城投经营性债务、政府拖欠账款等问题仍然不容忽视

隐债关联利息仍较凸显
其解决仍面临一些博弈

庞大的债务利息仍然是沉重“包袱”，部分已转为城投企业经营性债务，“利息本金化”的问题同样将制约地方活力和发展

两难

1. 面临较大的**道德风险**，不利于地方自主性和积极性的激发
2. 与政策支持和上级救助的绑定加深，被动性和依赖性加剧，**存在风险后移**的情况

注：根据“35号文”，目前地方债务置换的范围为经甄别认定的融资平台截至2023年3月末承担的贷款、债券、非标等金融债务本金

城投经营性债务规模仍然较大

央行：2024年末，融资平台经营性金融债务规模约**14.8万亿元**，较2023年初下降25%左右



政府拖欠账款问题仍较突出

2025年《政府工作报告》：部分企业生产经营困难，**账款拖欠问题仍较突出**

政府拖欠款估算（中诚信国际研究院）

拖欠款类型		企业类型	估算规模
直接披露的坏账准备	应收账款	城投	2425万元
		非城投	1853万元
		合计	4278万元
	其他应收款	城投	13329万元
		非城投	2857万元
		合计	16186万元
	合计	城投	15754万元
		非城投	4710万元
		合计	2.05万亿元
已形成政府相关的拖欠款并未在披露的坏账准备中体现			2.05万亿元
疫情形成的政府拖欠款			0.43万亿元
估算的政府拖欠款规模			约4.5万亿元

5. 治标与治本需兼顾，关注债务形成机制的转变和深层次问题的解决

1 关注有为政府和有效市场的平衡



2 关注财税体制改革的推进和落实

**金融危机后地方考核目标更加多元复杂、事权有增无减
考虑中央转移支付后的地方财政收入难以覆盖支出**



近年来地方财政收支压力加大，地方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

关注

VS
收入端

拓展税源，增强 地方政府自主财 力

3 关注激励约束机制的优化



4 关注城投转型、债务管理与地方经济发展的有效衔接

城投企业退名单



完成市场化转型

- 隐债清零
- 不再承担政府融资职能
- 与地方政府信用切割

- 具备市场化运营的实质
- 满足“335指标”要求；满足交易商协会对收入政府性现金流的要求等

关注

- 合理引导转型节奏，政策端需要合理设置过渡期的支持引导机制和风险监测机制

目 录

- 一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心
- 二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点
- 三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题
- 四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

1. 坚持以时间换空间，推动在“发展中化债”

1.1 推动经济高质量发展、做大分母，以时间换空间，在长期发展中解决债务问题

注重扩内需、稳增长 传统基建仍有短板

根据IMD全球竞争力排名，
我国综合排名第14名，基建排名第15名



●●● 全球综合排名 ●●● 全球基建排名

基建排名相对落后

IMD全球竞争力排名(名)	中国	新加坡	美国
综合排名	14	1	12
基础设施排名	15	4	7
其中：基本基础设施	21	5	19
科技技术设施	5	1	14
科学基础设施	8	13	3
健康与环境基础设施	32	28	20
教育基础设施	28	3	18

- ✓ 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（物流仓储、大型商超等）
- ✓ 补民生短板（城市更新、医疗、教育、文旅、环境等）

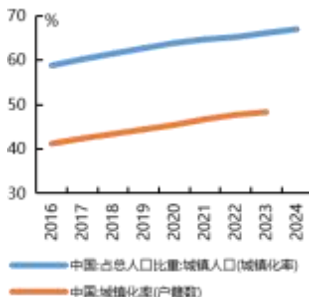
新兴领域仍有新增空间 重点领域仍需加大支持力度

加快培育新动能，释放新动能辐射带动作用



加大力度支持新型城镇化，激发有效投资、释放消费潜力

我国的城镇化还有较大的空间



“四化同步”推动城镇化高质量发展，释放发展潜力

根据国际经验，通过推动农业转移人口市民化，让已经在城镇稳定就业的人群落户定居，可以持续释放消费潜力、激发有效投资



避免旧动能硬着陆 加快供需两端改革推动房地产“止跌回稳”



消化存量

收购存量住房

商品房作保

过程中形成的各类住房

以旧换新求新，改善性住房

优化增量

保障性住房

医疗养老住房

租赁住房

因地制宜合理调控
平衡新建与存量盘活

棚改扩围
土地收储
.....

完善“人房地钱”挂钩政策
优化土地资源配
置
深化土地管理制度改革

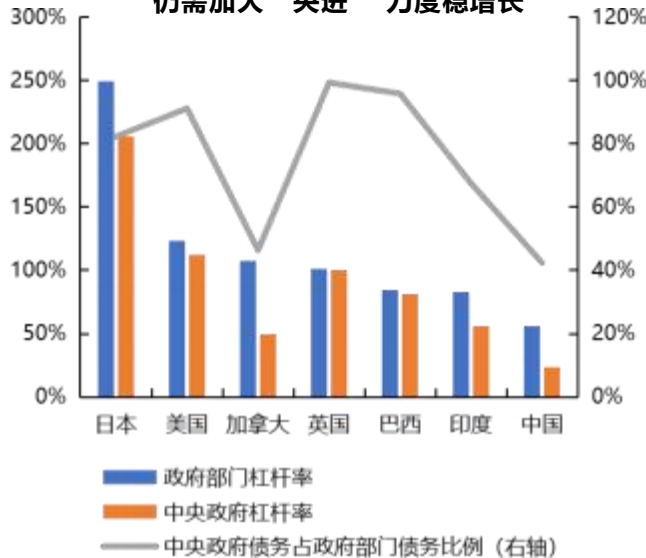


1.2 当前外部冲击如贸易博弈下应做好自己的事，财政政策仍需进一步发力，并优化支出结构

贸易博弈下的三种财政发力情形测算

	乐观情形	中性情形	悲观情形
三种情形	取消对等关税和报复性关税	取消报复性关税	维持145%的高额关税
	加征20%关税至30.7%	加征54%关税至64.7%	对华加权平均关税维持145%
对GDP增速拖累	0.50%	1.40%	2%左右
增量财政资金	今年赤字率、特别国债、专项债额度等均较去年有所增加，或已考虑了外部环境不确定性可能带来的影响，或不需要增量财政资金	扣除乐观情形下的0.5个百分点的影响，则需 0.9-1.7万亿 的增量财政资金	扣除乐观情形下的0.5个百分点的影响，或需 1.5-2.9万亿 的增量财政资金

与美、日相比，我国中央政府具有较大加杠杆空间 仍需加大“央进”力度稳增长



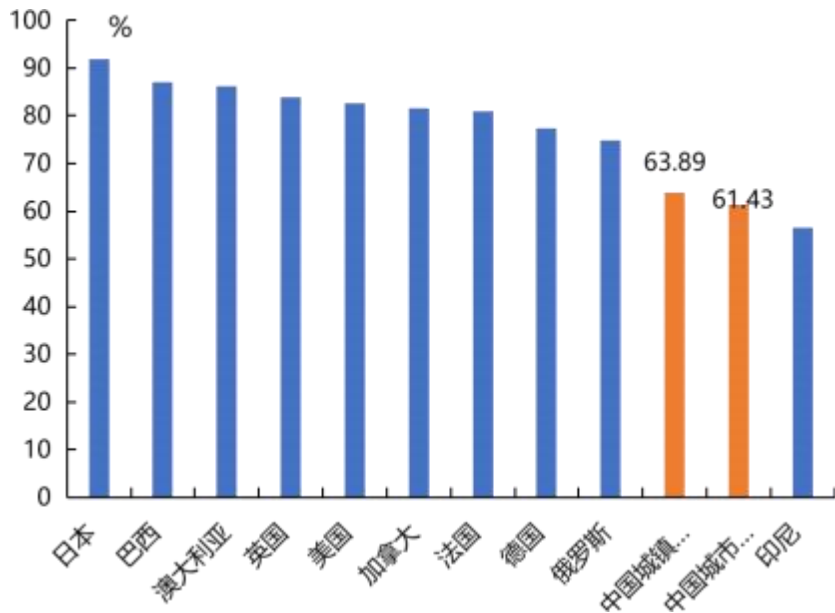
优化财政支出结构

加快从投资为主转向投资消费并重
从“投资于物”转向“投资于人”

- 聚焦消费尤其是服务消费，提高财政发力的“民生含量”。用好用足现有财税政策工具提振消费，包括近两年支持“两新”的超长期特别国债等，并加大支持**数字、智能、文旅、体育**等消费新热点的力度，着重解决**医疗、教育、养老、托幼**等短板
- 积极扩大有效投资，提高投资效益，发挥政府带动作用。对于经济转型发展中的重点领域及未来产业，如**新型城镇化、新基建、科创、绿色低碳**等，仍将加强财政支出力度；而对于传统基建领域仍存在的区域发展不均衡、城市更新不充分等问题，也将加力**补足短板项目**，并继续支持“**两重**”建设

1.3 坚持以时间换空间，推进地方债务长期化、制度化化解

我国城镇化水平距离发达国家仍有差距



根据国际经验，城镇化、工业化进程需注重与债务可持续的关系，债务化解应坚持“以时间换空间”

年份	州债务水平 (百万美元)	地方债务水平 (百万美元)	联邦债务水平 (百万美元)	州债份额	地方债份额	联邦债份额
1838	172	25	3	86%	13%	2%
1841	193	25	5	86%	11%	2%
1870	352	516	2436	11%	16%	74%
1880	297	826	2090	9%	26%	65%
1890	228	905	1122	10%	40%	50%
1902	230	1877	1178	7%	57%	36%
1913	379	4035	1193	7%	72%	21%
1922	1131	8978	22963	3%	27%	69%

资料来源：John Joseph Wallis, "American Government Finance in the Long Run:1790to 1990,"Journal ofEconomic Perspectives 14,No.1(2000):61-82.

3. 用好存量化债工具，加大财政与金融、地方等资源统筹

3.1 财政化债仍是首选途径，有序推进本轮地方债置换

① 发好用好置换类地方债（优先）

扩大
置换范围

分类甄别
合理纳入：

隐债
关联利息

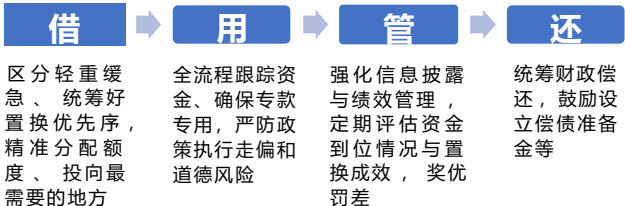
拖欠
账款

可适当**加大2025年债务置换力度**，研究6万亿额度按照“2-3-1”分配或剩余额度在2025年一次性发行完毕的可行性

优化
发行节奏

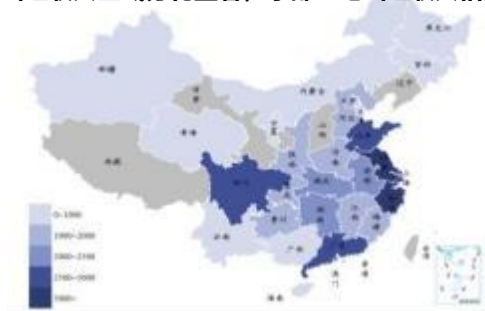
类型	2024 (完成)	2025	2026	2027	2028	合计
特殊再融资专项债	2	3	1	/	/	6
特殊新增专项债	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	4
合计	2.8	3.8	1.8	0.8	0.8	10

提升
资金效率



② 结合房地产市场发展，因地制宜合理利用土地资源

土地出让收入区域分化显著，东部土地出让收入相对较高



③ 探索设立“财政+基金/银行/国企”应急周转金

地区	成立时间	基金名称	规模 (亿元)
陕西西安	2023年8月	西安市区域稳定发展基金	50
山西	2023年9月	山西省企业资金链 应急周转保障资金	省财政3.3亿元+各市 配套不少于2亿元
甘肃	2023年	省级应急周转金	首期50
甘肃兰州	2024年上半年	市级应急周转金	10
重庆、吉林	2024年3月提出	应急备付金	-
四川巴中	2024年5月	国有企业应急纾困周转金	30
河南洛阳	2024年	债务平滑基金	10
陕西	2024年	债务风险化解储备金	-

2025.4《四川省全面深化财税体制改革总体方案》：推动各级财政设偿债备付金，将项目提前实现收益、偿还债券本息后项目盈余收入等纳入备付金管理

3.2 加强货币财政配合，维持低利率环境， 做好流动性管理， 并加大应急流动性贷款支持

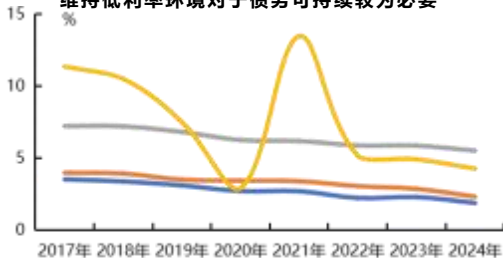
“价”——维持低利率环境

【债务可持续理论】

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：**债务利息率 $\leq$ 经济增长率，即 $r \leq g$**

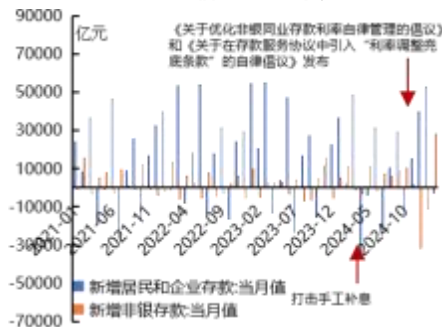
近年来我国政府债务利率整体呈下降趋势
维持低利率环境对于债务可持续较为必要



需注意，2024年四季度大型商业银行净息差已降至1.44%，进一步降息或面临一定约束，且低息债券置换银行高息贷款或进一步加剧银行净息差压力，需做好利率管理，防止化债过程中产生新的金融风险

“量”——流动性管理

商业银行面临一定的负债压力



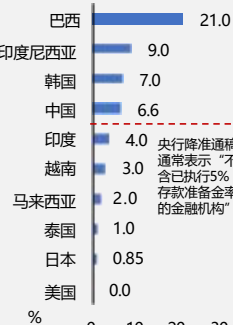
大规模债务置换、稳增长需求下
今年政府债券供给规模较高，加大银行配债压力



• 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

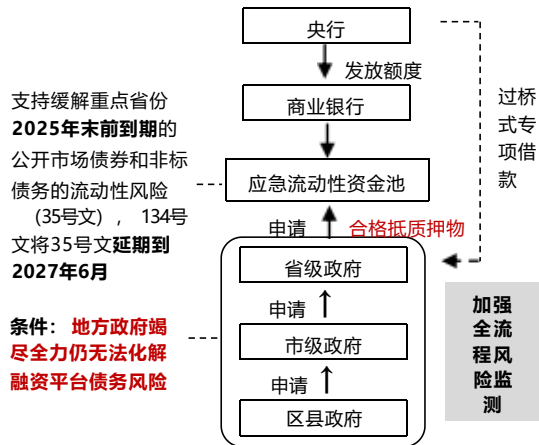
我国存准率仍有一定下调空间



央行提供应急流动性贷款支持

- 根据媒体报道，央行“中央应急流动性贷款”资金落地广西柳州，首批额度为46亿元，通过抵质押省级未来转移支付实现
- 《2024年平凉市政府工作报告》披露，2024年平凉市通过申请全国首笔中央应急流动性借款、全省首笔应急周转金、安排预算资金、优化债务结构、发行债券、展期降息等方式，偿还政府法定债务本息20.8亿元，化解平台类企业债务45.6亿元，清偿企业欠款1.5亿元，清收处置高风险金融机构不良资产9.6亿元

参考：央行应急流动性工具大致运作方式



3.3 继续稳妥推进金融机构化债，市场化、法治化开展债务展期置换

- ✓ **商业银行**：在不突破现有资本规模及监管指标的前提下，**最多可参与6-10万亿**政府性债务重组，**局部高风险区域、大行牵头、并建立完善常态化监测机制**
- ✓ **政策行**：综合考虑长期可持续性发展、保本微利需求等，**最多可参与1.8万亿**债务置换
 - **流动性更为承压**，如净现金流为负、短期债务占比高于城投平均水平（30%左右）
 - **具有一定付息能力**，资金成本约束下企业EBITDA/有息债务位于3%-4%之间或更为合适，不考虑北上广江浙鲁六省，涉及城投约45家、有息债务近万亿
- ✓ **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。建议在资金实力、风控水平均较高的全国性 AMC中先行先试，地方AMC酌情参与

政策行参与城投化债估算				
前提条件：净现金流<0，短期债务占比>30%，去掉北上广江浙鲁六省				
EBITDA/有息债务	<2%	2%-3%	3%-4%	>4%
支持方式	财政	政策性金融工具，需财政配合贴息	政策性金融工具	商业银行等金融机构
数量（家）	76	54	45	138
规模（万亿）	2.1	1.36	0.95	1.47
区域分布（东西中-按主体）	10:36:30	2:32:20	2:19:24	12:64:62
区域分布（东西中-按规模）	29%:39%:32%	7%:65%:28%	21%:34%:45%	10%:47%:43%
行政层级（省市区-按主体）	3:40:33	1:29:24	5:19:21	6:54:78
行政层级（省市区-按规模）	24%:45%:31%	1%:66%:33%	29%:46%:25%	10%:44%:46%

商业银行、政策性银行积极参与债务置换案例

时间	区域	案例	涉及银行类型
2024.4	广西	广西首笔 政策行 置换非标债务专项贷款落地，广西柳州市投控集团下属子公司柳州市北城绿色能源有限责任公司，获批授信额度 2.3亿元 ， 期限10年	政策行
2024.5	内蒙古	内蒙古财政厅组织银行贷款降息集中签约仪式现场会，涉及 国开行、建行等15家银行省级分行和全区12个盟市及满洲里市 相关负责人。按照约定，银行从2024年6月开始陆续为各盟市存量债务降息，涉及贷款加权平均利率降幅为 31BP	政策行、商业银行
2024.6	广西柳州	桂林银行 贷款置换广西柳州市东城投资开发集团有限公司与某租赁公司8.5折存量债务本金。	商业银行
2024.11	山东济南	济南城建集团下属融资平台济南西北城投资开发集团有限公司在 国家开发银行山东省分行 支持下，获得 7亿元 贷款批复，专项用于置换集团内融资平台的非标债务。	政策行
2025.3	山东淄博	九合金控 表示获得 中国银行3000万元 固定资产贷款的批复，该笔贷款专项用于置换集团内融资平台公司融资租赁业务；置换后还款期限 延长至10年 ，极大地缓解了短期偿债压力，优化了公司的债务结构，降低了融资成本。	商业银行

全国性AMC化债探索

- ✓ **信达资产**：2024年与贵州、山东签署战略合作协议；组织金融专家团赴山西精准服务
- ✓ **长城资产**：2024年与山西接洽
- ✓ **东方资产**：2024年与湖南签署战略合作协议
- ✓ **原华融资产**：2023年为天津轨交偿还隐债提供短期资金支持，并形成资产盘活方案，盘活了天津轨交资源开发板块部分低效资产。

地方AMC化债实践

- ✓ **内蒙古金融资产**：截至2023年末累计开展政府债务重组业务37笔，累计收购政府债权原值53.79亿元。
- ✓ **陕西金融资产**：2024年通过“收购+处置+基金+重组”的方式，完成韩城市非标债务收购15笔，重组7笔，清偿2笔，置换7笔。
- ✓

3.4 发挥地方国资作用，修复资产负债表、提升盘活效率

市政基础设施类：污水垃圾处理处理及供水、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

无形资产类：数据资产、专利权、特许经营权等

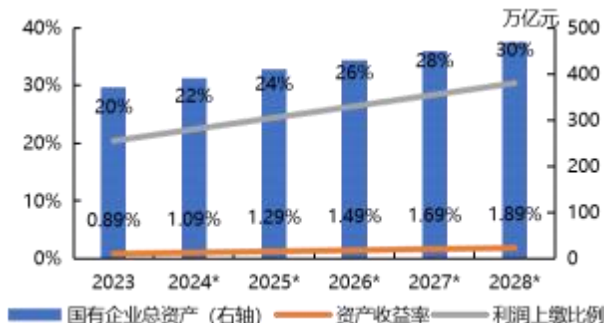
行政类：行政事业单位公用房、办公设备、车辆等

.....

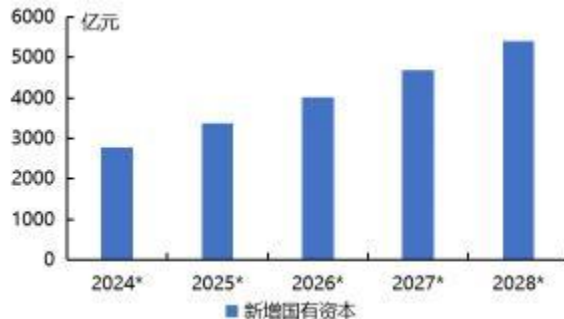
- ✓ 分类施策、因地制宜，综合采取**租赁、出售、引入社会资本合作**等方式，打通资源变资产、资产变资金路径
- ✓ **肥瘦搭配打包盘活**，实现存量资产整体增值。如“准公益性项目+经营性项目”、“低效资产+优质资产”、“存量项目运营+新建项目建设”等搭配
- ✓ 开展资产集中运营管理、整合划转，**提高资产盘活效率**
- ✓ **强化监督管理**，确保国有资产盘活全过程公平公正

① 国企进一步优化资产配置、变存量为增量，提高资产收益率与利润上缴比例

国企总资产、资产收益率及利润上缴比例



未来五年新增国有资本财政规模或达5000亿元以上



② 创新资产证券化模式，加大REITs、ABS等盘活存量资产的力度

◆ **银华绍兴原水水利REITs：**2024年11月，浙江省绍兴市原水集团发行**国内首单水利基础设施REITs**（16.97亿元），底层资产为绍兴市汤浦水库工程，净回收资金全部用于浙江镜岭水库工程建设，建构了盘活存量与新增投资的良性循环机制。

◆ **菏泽投资发展集团有限公司供热收费收益权资产支持专项计划：**2024年10月发行，为公司**首单ABS**，产品规模10亿元。基础资产为荷投集团受让的其子公司永恒热力供热收费收益权及其从权利。

③ 合理划拨上市公司股权，通过分红、质押、减持等变现，缓解债务压力、提供增信

- ◆ 贵州“茅台化债”（2019-2020）
- ◆ 2019年以来，安徽古井贡酒、四川泸州老窖、河北老白干酒等上市国企部分股权均由国资委体系无偿转让至财政体系
- ◆ 云南“白药化债”（2022）

④ 地方国企出资成立信保基金、债务化解基金等，缓解城投流动性压力

3.5 加快清理政府拖欠款，积极运用财政金融资源，健全清欠长效机制

加快政府拖欠款摸排 在此基础上确权 and 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形成的拖欠账款，应由中央承担；对于区域性事务形成的拖欠款则由地方承担
- ✓ 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流动性

- ✓ 政府：全面梳理地方资产负债表，探索国有三资的保值增值路径，探索基础设施REITs、资产证券化等市场化方式
- ✓ 企业：加大金融工具创新力度，持续推进应收账款ABS/ABN、应收账款质押融资、应收账款保理等业务



用好用足财政资源

- ✓ 在前期摸排基础上将部分需要优先、着力清理的欠款纳入置换范围，积极运用特殊再融资债、特殊新增债，规模可安排万亿左右
- ✓ 各地可积极争取超长期国债（含特别国债）额度，用于“两重”项目建设和“两新”领域支持，减轻项目资金压力

适当加大金融支持

- ✓ 探索央行设立清欠行动专项再贷款、成立SPV直接支持地方清欠账款的可行性，但需关注地方资产抵押等问题
- ✓ 在风险可控的前提下适当推动政策行、商业银行创新并投放低息清欠专项贷款，但需考虑对银行的负面影响和坏账风险

建立健全清欠长效机制

- ✓ 优化激励约束机制、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，加强政府拖欠账款的“社会约束”
- 深化财税体制改革，加速落实已基本明确的改革措施

4. 融资平台改革转型持续推进，提升地方化债和发展的内生性

**150号文、99号文、上交所3号指引等
倒逼城投企业加速“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

- 明确提出城建类地方国企发债应充分披露资产结构、收入结构、利润结构相关指标（“335”指标）
- 新增对发债城投企业贸易业务、多元化经营情况的信息披露要求，核查贸易业务合理性真实性、引导转型城投聚焦主业
- 新增更多财务指标类评估标准，更加关注发行人偿债能力

✓ 真实的造血能力 x 切忌虚假转型
✓ 真实的盈利能力 x 切忌数据转型

两大转变：业务模式、政企关系

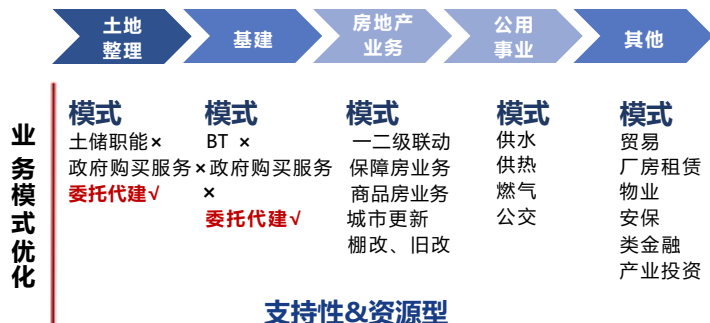
三类定位：城市综合运营服务商、国有资本运营商、产业引导者

四条路径：资产划拨、对外投资、新设企业、破产重整

以国企改革“商业一类、商业二类、公益类”功能分类为参考

转变一：业务模式

业务模式变化趋势：
向新领域寻求更多增量，积极拓展现金流业务



● 变：逐步市场化，倾向于提高造血能力

● 不变：承担的职能及在当地经济建设及城市建设中发挥的作用不变

转变二：政企关系

政企关系变化趋势：

中长期有望建立更加清晰的政企关系

□ 政企关系清晰

- ✓ 仅存在**股权关系、关联方关系、公共政策管理关系**
- ✓ 城投仍是地方政府实现其各项政策目标的重要载体

□ 支持方式更加显性化、规范化、公开化

- ✓ 业务委托更加市场化、政府支持更加规范化
- ✓ 地方政府难以像支持传统城投一样直接支持，其亦不会得到政府回购直接支付的资金
- ✓ 地方政府将作为股东提供资源、资金的支持

● 变：政企分开、信用独立

● 不变：短期内关系仍紧密、政府作为股东方提供支持

5. 推动建立地方资产负债表，构建“资产-债务”可持续管理机制

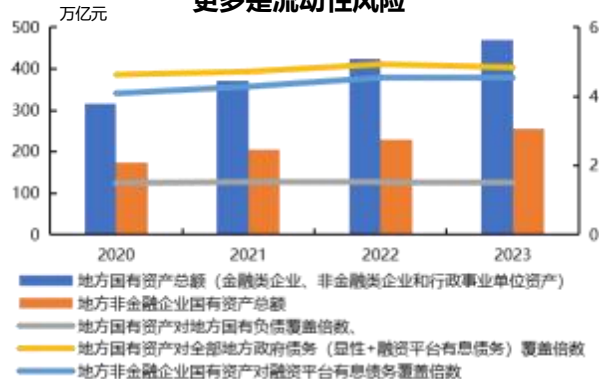
资产

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

基于“资产-负债”视角，构建地方债务可持续管理机制

考虑资产端保障后地方债务风险尚可，
更多是流动性风险



加强债务对应项目的资产管理

- 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，为后续做大增量、优化债务提供更有价值的参考
- 明确地方企事业单位资产登记方式，确保资产与负债平衡
- 建立债务涉及项目的资产明细台账，分类管理存量项目资产、规范新增项目资产核算

	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，相关规则散见于其他规则手册或证券披露法律中。然而，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站、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口、债务期限、赤字等在内的风险监控指标体系。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”

6. 加快推进财税体制改革，助力构建债务管理长效机制

■ 进一步理顺央地关系，优化央地事权责任划分、完善转移支付

- 在法律层面明确事权责任划分原则
- 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**
- 完善**财政转移支付体系**，清理规范专项转移支付，增加一般性转移支付，**建立促进高质量发展转移支付激励约束机制**

■ 推进省以下财税体制改革，提升市县财政保障能力

- **明确事权**，适度强化省级事权，根据事权界定支出责任，加强顶层设计强化法律约束
- **理顺财权**，优化省市县税收分成方式及比例
- **完善转移支付**，科学制定转移支付方法及分配额度



■ 研究同新业态相适应的税收制度，加快地方税建设，增厚地方自主财力

- 深化新旧动能转化，**研究同新业态相适应的税收制度**
- 适当**提高共享税地方分享比例**，深化**地方附加税改革研究**，加快推进部分品目**消费税征收环节后移并下划地方**，适当扩大地方税收管理权限，**增加地方自主财力**
- 全面落实税收法定原则，规范税收优惠政策工作
- **规范非税收入管理**，确保财政收入结构的合理性

■ 深化零基预算改革，提升财政资源配置效率和资金使用效益

- 目前已在财政部等16个中央部门率先开展零基预算改革试点，后续可继续深入推进
- 目前已有安徽、江苏、湖南、宁夏等多地出台零基预算实施方案，今年有**18省在政府工作报告中提出要深化零基预算改革**，应**支持地方深化零基预算改**，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新



小结

- 地方债务包含显性债务和隐性债务。隐性债务认定复杂，不同机构的隐性债务测算口径不一，截至2023年末财政部口径下隐性债务规模14.3万亿元，市场机构多认为隐性债务规模约50~60万亿。由于隐性债务具有较强的风险传染性和隐蔽性，其风险化解是有效防范化解地方债务风险的核心。从历史经验看，“控增化存”是主旋律，以时间换空间、低息换高息的债务置换为主要化债方式，助力压降成本、缓释流动性风险，但过程中也出现了一定宏观收缩效应，地方流动性压力加大，制约地方发展活力和积极性。现阶段化债思路已转向“发展中化债”，更具有系统性、全局性和主动性。
- 自2018年开启隐性债务5-10年化解进程以来，化债进程已过2/3，去年四季度出台的“6+4+2”化债组合拳推进也近半；各地积极推动隐债化解，2024年以来发行共4.8万亿用于化债的地方政府债券，部分省份申请退出债务高风险省份名单。去年以来，用于化债的地方政府债券呈现期限延长、成本下行、范围扩大等特点。大规模组合拳推进下，隐性债务化解取得积极成效，隐性债务规模下降、结构优化、成本下行，风险阶段性缓释。
- 从隐债化解和债务可持续的角度看，仍需关注五个问题：一是考虑到今年仍然是未来几年内流动性压力相对较大的一年，需关注后续置换节奏及省以下额度分配的问题；二是关注利息问题，尤其是大规模置换下的地方财政预算付息压力；三是宏观效率走低背景下，需关注财政资金整体使用效率；四是隐性债务利息、城投经营性债务、政府拖欠账款等问题仍然不容忽视；五是化债需要标本兼顾，应关注债务形成机制的转变和深层次问题的解决。
- 展望未来，要坚持在发展中化债、在化债中发展，当前外部冲击如贸易博弈下要做好自己的事，财政政策继续发力并优化结构，同时在城镇化、工业化的漫长进程中需坚持以时间换空间，推动长期化、制度化化债。短期来看，化债政策或继续动态优化，适当扩大范围、调整化债节奏，并通过优化考核与管控措施，打开新的投资空间；同时，加大财政与金融、地方等资源统筹，推动有序化债；此外还将稳妥推进融资平台实质性转型，提升地方化债与发展的内生性。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，应加快构建资产-债务可持续的管理机制，并持续深化财税体制改革，构建地方债务长效机制。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



聚焦“当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势”， CMF专题报告发布

4月19日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第103期）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“当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势”，来自学界、企业界的知名经济学家刘元春、毛振华、闫衍、赵全厚、罗志恒、明明、袁海霞联合解析。

中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，中诚信国际研究院院长袁海霞代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下四个方面展开：

一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心

二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点

三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题

四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

去年四季度以来，在一揽子增量政策支持下中国经济呈现筑底企稳趋势，今年一季度也延续筑底企稳态势，供需两端多项指标均环比回暖，结构性亮点突出，经济工作成效初步显现。然而，4月份美国突如其来又意料之中的关税战给中国经济造成较大冲击，成为短期内影响中国经济的重要变量，不确定性提升。另一方面，尽管增量政策效应不断显现，但国内整体仍处于“新三期叠加”阶段，即资产价格从快速下行阶段进入缓冲期，重点领域风险有所缓解，新动能仍然处于孕育期仍面临较大不确定性。在当前复杂的内外部环境，我们要坚持“做好自己的事”，全方位提振内需，推动新质生产力快速发展成势，并通过结构性改革来提升全要素生产力，提高经济发展的内生动能，畅通内循环。在这一过程中，地方债务的化解对地方能否发挥主观性、积极性至关重要，是当前推进中国经济持续修复和高质量发展的关键变量，而隐性债务是地方债务风险防范化解的核心。因此，在当下时点，对过去隐性

债务风险化解成效及经验教训进行总结、从国内外多重视角探讨债务管理以及“防风险”与“稳增长”的统筹推进，对于风险防范、推动经济发展、应对外部冲击具有必要性和重要性。

一、隐性债务风险化解是有效防范化解地方债务的核心

（一）地方债务构成及隐性债务定义与口径

关于地方债务的构成，1998年 Hana Polackova 提出了著名的“财政风险矩阵”，从债务发生的可能性来讲，政府债务分为直接债务和或有债务；而从法律的强制性来讲，政府债务可分为显性债务和隐性债务，刘尚希等（2012）、赵全厚（2018）等学术界对隐性债务的定义的口径划分也多衍生于此。2013年审计署将地方债务分为三类：地方政府负有偿还责任的债务、地方政府负有担保责任的债务、可能承担一定救助责任的债务，后两类债务为或有债务，即隐性债务。2014年经对地方政府性债务进行清理甄别，地方政府负有偿还责任的债务为15.4万亿元，或有债务8.6万亿元。2018年国务院下发“27号文”，首次明确隐性债务定义，即“地方政府在法定债务限额之外直接或承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务”，经摸排认定的隐性债务规模约28.6万亿元，2023年末存量规模为14.3万亿。但考虑到部分地方或存在少报漏报情况，市场机构对隐性债务的规模认定相比财政部口径更大。实际操作中市场机构多以城投债发行主体的有息债务估算隐性债务，wind 城投企业分类下口径下2023年约64万亿元左右。基于数据可获得性和计算实现的角度，中诚信国际对隐性债务的估算包括融资平台债务，PPP 项目中政府付费项目、抵押补充贷款（PSL）等内容，并以中诚信行业分类为基础统计融资平台，2023年隐性债务规模在51~55万亿。

（二）隐性债务是有效防范化解地方债务风险的核心

隐性债务具有隐蔽性和复杂性。从路径来看，地方政府可能通过如违规为融资平台提供担保、在 PPP 项目中通过承诺回购、固定收益等形式形成政府长期支出责任等多种隐蔽的路径产生隐性债务。从涉及主体看，隐性债务不仅涉及政府部门，也与商业银行、非银等金融机构，以及融资平台、地方国企等企业实体高度相关，涉及主体较多，债务结构复杂。因此，隐性债务风险与经济结构调整、地方财政收支平衡，以及金融风险防控等问题相互交织，一旦发生风险，极易通过风险传染链条形成跨区、跨部门风险共振，导致风险被放大。因此，在地方债务管理中，隐性债务是有效防范化解地方债务风险的核心。

（三）过去几轮隐性债务风险化解的经验与教训

因此，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。过去几轮债务化解基本是以化解隐性债务为核心，以地方政府债务置换为主、金融化债等方式并存的化债方式缓释隐性债务风险。第一轮化债共发行12.2万亿置换债，对2014年审计署甄别非政府债券形式存量债务进行置换；2019年到2022年的第二轮、第三轮以置换债和特殊再融资债为主要工具，推进建制县试点和全域无隐债试点的隐性债务化解。广东、北京、上海相继于2022-2023年实现全域隐债清零，化债试点区域流动性压力有明显缓解。前三轮化债中，从宏观背景上看，房地产基本处于可持续状态，因此在当时以“清偿式”化债为主要方式的阶段，土地金融和土地财政仍然发挥着对地方债务循环非常重要的作用。2023年以来，土地财政难以为继，以往的债务循环方式受到阻断，市场对隐性债务风险的关注和担忧达到了阶段性高点。2023年10月“一揽子化债”出台，监管部门相继下发“35号文”“47号文”等一系列化债文件，从区域、主体双维度对地方债务进行严格的控增化存。整体看，过去几轮债务化解有助于压降债务成本、优化债务结构、缓释流动性风险，但也出现了一些新问题。比如2023年“一揽子化债”过程中虽取得了一定成效，但也出现了宏观“收缩效应”、地方流动性压力加大等问题，多地通过“砸锅卖铁”这种不可持续的操作来解决资金短缺问题，且局部地区非标违约、商票逾期等风险仍在释放。基于上述背景，2024年以来政策思路逐步由以往的侧重防风险转向化债与发展并重，债务管理的主动性、整体性、全面性有所提升。

二、“6+4+2”框架下隐性债务化解的进展与特点

（一）隐性债务10年化解进程已过2/3，“6+4+2”化债组合拳推进近半

2018年，中央作出“5-10年内化解隐性债务”的重要指示，在此要求下各地积极推进隐性债务化解，到目前10年化债的时间进程已过三分之二，隐性债务化解也取得一定进展，根据财政部，截至2023年末隐性债务规模已经减少一半。2024年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，财政收支矛盾突出，化解存量隐性债务难度增大；为确保完成2028年底前隐性债务全部化解完毕的目标任务，国务院出台了“6+4+2”化债组合拳，通过一次性增加大规模地方债务限额进行隐性债务置换，减轻存量债务压力。根据中诚信国际研究院统计，2024年以来全国共发行4.8万亿各类用于化债的地方政府债券，“6+4+2”组合拳推进进程近半，其中置换隐性债务的特殊再融资债发行3.3万亿、完成6万亿置换额度的进度已经过半；今年一季度共发行1.4万亿用于化债的地方政府债券，值得注意的是，为让路大规模置换债券发行，一季度新增专项债发行进度相对偏慢、仅完成全年限额的21.8%。

（二）经济大省获得置换额度较多、投融资出现边际改善，多地申请退出高风险名单、支持打开新的投资空间

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，不同于2023年债务置换中以化债重点省份为主的分配方式，本轮置换额度分配以经济大省为主，江苏、山东、河南获得额度较多；从实际发行进度看，今年一季度已有13省完成2025年置换额度的发行，发行节奏相对较快。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，除北上广外的其余28省均发行了用于化债的特殊新增专项债，江苏、河南等经济大省发行规模较大，或与其存量政府投资项目较多有关。伴随化债思路转变及化债组合拳落地，各地也更加注重“在发展中化债”，地方投融资出现边际改善，部分省份申请退出债务高风险省份名单，支持打开新的投资空间。今年一季度，经济大省城投债净融资有所改善，重点省份及经济大省之外的其他非重点省份固定资产投资逐步改善、增速大幅加快，这有助于今年经济增长目标的实现；同时，2025年《政府工作报告》也强调“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”，各地加快退重点省份、退平台进程，其中宁夏、内蒙古等地有望率先退出债务高风险省份。

（三）本轮地方债置换呈现期限延长、成本下行、范围扩大三个特点

一是发行期限大幅拉长。此前几轮化债所发行地方债的期限相对较短，2024年以来，用于化债的地方债大幅延长，加权平均发行期限超过15年、10年及以上期限占比达九成，远高于此前历次置换，更大程度地“以时间换空间”，助力缓释地方债务流动性风险。二是发行成本整体下行。低利率环境下，2024年来债务置换成本进一步下行，今年一季度用于化债的地方债加权平均发行利率进一步下降至2.02%，为历史最低水平，积极助力“以低息换高息”、降低政府部门债务成本；但需注意，伴随几轮债务置换深入推进，当前债务成本压降空间已逐步收窄。三是发行省份数量增加。2015-2018年大规模置换期间，除西藏外的全国30省发行了地方置换债；2019-2021年建制县化债试点期间，全国有26省发行了地方置换债和特殊再融资债；2021-2022年全域隐性债务清零试点期间，仅北上广三地发行了特殊再融资债，而在本轮化债中，全国31省均发行了用于化债的地方债，发行省份数量大幅增加、范围进一步扩大。

（四）隐性债务化解取得积极成效，债务规模下降、结构优化、成本下行，融资平台转型加快，风险阶段性缓释

伴随大规模置换持续推进，隐性债务化解已取得积极成效，风险出现阶段性缓释。**地方隐性债务规模有所下降**，根据中诚信国际研究院估算，考虑2.8万亿地方债置换以及地方年均自行化解的规模后，2024年末隐性债务规模或下降至11万亿左右。**地方债务成本也有所下行**，财政部指出，去年发行的2万亿元置换债券，利率水平下降平均超过2.5个百分点，部分地区下降更为明显，预计这部分置换债券5年利息减少2000亿元以上，极大减轻地方资金压力和利息支出；同时，根据中诚信国际研究院估算，作为隐性债务主要载体的城投企业的债务融资成本也持续下行。**城投企业债务结构进一步优化**，非标占比持续压降，根据中诚信国际研究院估算，2024年城投企业存量非标占比同比下降约0.4个百分点至5.9%。**城投企业转型进程加快**，财政部表示“置换政策实施后平台减少4680家，占全年减少总数的三分之二以上”，央行提出“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”，根据中诚信国际研究院统计，2023年11月以来，已有429家城投企业声明为“市场化经营主体”、约占发债城投数量的12%，但需关注城投转型的真实性和可持续性。

三、隐性债务化解及债务可持续需要关注的问题

（一）今年流动性压力仍较大，关注后续置换节奏及省以下额度分配的问题

通过中诚信国际研究院模型测算，未来几年中，今年流动性压力仍然较大，同时今年也是本轮化债承上启下、深入推进的关键年份，动态调整后续置换节奏具有较大必要。从财政收支压力来看，收入增长承压、支出有增无减的背景下，今年财政“紧平衡”态势依然严峻，收支缺口或进一步加大，且内外多重挑战下今年通过财政支出发力走出经济底部的重要性和必要性要远高于未来年份；**从债务到期规模来看**，今年仅地方政府债券及城投债券的到期规模就接近7万亿、为未来几年最高水平，地方债务滚动的需求将高于未来年份，流动性压力不容忽视；**从债务付息压力来看**，近年来债务付息压力持续上升，2025年地方债务付息支出占地方广义财政收入比重或达28.5%、处于较高水平，而未来几年，伴随大规模化债深入推进，地方债务结构优化、成本压降，全口径付息压力或边际减轻。同时，今年以来，用于置换存量隐性债务的特殊再融资债发行超1.4万亿、已完成全年2万亿额度的七成，约半数省份已完成今年额度的发行；同时考虑到稳增长压力下新增债发行节奏大概率前置，**四季度地方债发行尚有窗口，提前安排下一年度置换债发行具有一定可行性**。此外，当前省级层面的债务置换额度分配已经确定，但省以下各市县的额度分配仍有一定优化调整空间。

（二）利息是衡量债务可持续的重要指标，关注政府债务大规模扩容下的付息压力

利息是衡量债务可持续的重要指标之一，国际上广泛使用的债务付息水平衡量指标包括利息支付率和利息负担率，以利息负担率为例，IMF口径下，2023年我国公共债务付息支出占财政收入比重为3.5%，低于发达国家和新兴市场国家平均水平，也低于IMF和世界银行的警戒阈值，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、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，尤其是在经济下行压力加大、地方财政收支矛盾凸显的背景下，能够有效推进大规模债务化解的渠道较为单一，化债对地方政府债券置换的依赖有所加深，“以债化债”或进一步加大未来财政预算资金刚性偿还压力。根据中诚信国际研究院估算，今年地方政府债券付息支出或超1.4万亿元、占地方广义财政收入的比重或达8.1%，若再考虑城投有息债务付息，债务付息规模将超5万亿、占地方广义财政收入比重将升至28.6%。后续看，伴随大规模债务置换深入推进，地方政府债券付息规模或进一步攀升，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。

（三）宏观效率走低背景下，关注财政资金的整体使用效率

债务的规模固然重要，但结构和效率同样重要，近年来我国宏观运行效率进一步走弱，特别是政府资金带动全社会有效投资的作用有待充分发挥，这已成为制约债务可持续性的重要因素，需关注财政资金的整体使用效率。一方面，需重点关注化债资金及置换腾挪出的增量资金的使用效率。债务置换的额度已向各地下达，在实际使用中需防范出现资金闲置、资金挪用等问题，严防政策执行走偏；同时，根据中诚信国际研究院测算，本轮化债每年或释放2.5万亿左右的增量财政空间，相当于增加接近GDP2%的财政支出，后续需避免腾挪出的空间再度被浪费，使增量资金能够充分发挥稳增长、促投资、惠民生的重要作用。另一方面，在当前宏观效率走低的背景下，其余各类财政资金使用效率也有待提升。近年来，诸如政府引导基金等政府类投资投向重复、资金“趴在账上”等现象较为突出，同时，2024年各地审计报告也披露了部分地区存在专项债资金挪用闲置、项目收益能力较差、政府投资基金违规使用资金等问题，或表明财政资金在使用及管理过程中存在一定疏漏，将影响政府资金促发展、调结构等作用的有效发挥，需关注各类财政资金的投向和效率，落实《政府工作报告》“投资于人”“提高投资收益”的要求。

（四）隐性债务利息、城投经营性债务、政府拖欠账款等问题仍然不容忽视

当前化债已取得一定成效，但隐性债务相关利息、城投经营性金融债务以及政府拖欠账款问题仍较为突出，需持续关注。参照以往经验，债务置换大多针对债务本金，本轮大规模置换可能包含部分利息及政府欠款，但剩余大量利息负担仍面临能否纳入置换的博弈，“含”则加大道德风险，“不含”则继续掣肘地方发展，面临两难抉择。过高的付息压力也易加剧债务滚动压力，部分地区出现了高成本融资以偿付利息的“利息本金化”现象，不断推升经营性债务。央行披露，2024年末城投经营性金融债务规模约14.8万亿元，虽较2023年初下降25%左右但整体规模仍然较大，根据中诚信国际研究院测算，2024年城投有息债务规模达59.8万亿元，尽管近年来增速持续下行但较大的规模仍不容忽视。此外，地方流动性压力较大背景下，政府拖欠款现象也愈加突出，2025年《政府工作报告》指出“部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出”，根据中诚信国际研究院估算，政府拖欠款规模大致4.5万亿元、占GDP的比例超过3%，拖欠账款问题不仅与企业等市场主体相关，也关乎政府信用及经济良性循环，需多措并举加力推进清理拖欠企业账款工作。

（五）治标与治本需兼顾，关注债务形成机制的转变和深层次问题的解决

本轮大规模化债“组合拳”对于短期内缓释流动性、减轻地方债务包袱有积极作用，但从中长期来看，最终效果及持续性仍然取决于债务形成机制的转变和深层次体制问题的解决。一方面，央地间财权事权匹配问题是地方债务形成的起源和关键，尤其自2008年后，地方事权责任持续增加，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%，央地间关系仍待进一步理顺，有限政府与有为政府关系的平衡也有进一步提升的空间。另一方面，约束激励机制是地方主体能否在经济建设中发挥主动性的关键，这对当前经济发展和经济建设非常重要。2015年广义财政支出占GDP比重达到高点35.9%，近几年持续回落，目前仅为28.6%，地方支出占比回落尤为明显，这既与地方政府财力状况有关，也与约束激励机制仍有改善空间有关。此外，近年来城投转型加速，但目前各相关方对城投转型最终目标的理解有待深化，更多是为了突破融资约束、完成政策要求的被动转型，仍需要更加关注城投转型与地方经济发展、产业转型的衔接以及市场化进程。

四、隐性债务化解及地方债务管理的趋势

（一）坚持以时间换空间，推动在发展中化债

解决债务问题的关键还是要推动经济增长、做大分母，以时间换空间，在长期发展中解决债务问题。国内一季度宏观经济表现超预期，但有效需求不足、部分行业产能过剩等问题仍然存在，叠加关税博弈等外部冲击，我们要坚持“做好自己的事”，扩大内需，加强经济发展的内生动能。除消费领域外，公共投资领域仍有空间，当前传统基建领域尤其是消费和民生领域仍存在短板，数字经济、新型城镇化等新兴产业也有新增空间，可进一步加强对国家战略重点领域和短板领域的支持力度，推动扩内需、稳增长。此外，房地产仍是短期影响经济下行的的重要因素，去年以来的一系列政策有助于改善市场供需失衡问题、提振市场信心，但仍需择机推出地产收储专项基金等增量支持性政策，支持房地产平稳运行。同时，针对极端关税冲击需要加大财政政策力度。根据中诚信国际研究院估算，假设美国对中国严格执行当前税率，中美贸易将基本停滞，或拖累中国 gdp 增速2个百分点左右，或需要1.5-2.9万亿的增量财政资金。与美、日等海外经济体相比，我国中央政府具有较大加杠杆空间，可加大“央进”力度，优先通过增发超长期特别国债等方式弥补资金缺口，并进一步优化财政支出结构，加快从投资为主转向投资消费并重，从“投资于物”转向“投资于人”，尤其是需要推动商品消费向服务消费转变，同时注重发挥好政府投资带动作用。此外，从债务化解来看，仍要坚持“以时间换空间”，推动长期化、制度化化债。根据发达国家经验，城镇化的推进往往伴随着政府债务的快速扩张，但农业转移人口市民化加快、城镇发展质量提高，能够持续释放消费潜力、激发有效投资，在一定程度上消弭债务风险，当前我国城镇化还有较大空间，要坚持“以时间换空间”，推动形成债务与经济增长的良性循环。

（二）化债政策将适时动态调整，支持地方打开投资新空间

2025年两会《政府工作报告》明确提出了“优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单”。一是“名单制管理”需动态细化。该模式避免了高风险省份债务风险进一步累积，但以省为单位容易“误伤”辖区内其他资质相对较好的区域，要从保障融资循环和经济发展的角度考虑，建议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，合理满足其投融资和经济发展需要，同时优化进入及退出约束名单的动态机制。二是地方债务率考核标准需动态优化。2019年起财政部开始推行地方政府债务风险等级评定制度，以债务率为考核标准将不同区域划分为“红橙黄绿”四档并在债务风险管控工作中区别对待，多地也自发设定了债务率警戒线，作为政府投资、企业融资、政绩考核的重要参考依据。为了兼顾化债与发展，有必要对债务率考核标准动态调整。根据近期调研信息，2025年用于项目建设的新增专项债券或不计入地方政府

债务率测算范围，此举有望激发地方政府开展项目建设的积极性，支持打开新的投资空间。长期来看，出于监管有效性及债务可持续角度，应探索建立更科学、合理的考核机制，侧重于动态调整考核标准，结合我国经济发展阶段、债务水平变化等，因时因势放宽地方债务率考核要求，如优化“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。

（三）用好存量化债工具，加大财政与金融、地方等资源统筹

财政化债仍是主要手段，要发好用好置换类地方债，有序推进本轮地方债置换。一是**扩大置换范围**。可在分类甄别的前提下将部分隐债关联利息纳入，此外2024年财政已安排地方政府债务结存限额消化政府拖欠企业账款，需进一步用好特殊再融资债、特殊新增债等偿还拖欠账款。二是**优化发行节奏**。加快特殊再融资债发行节奏、及时拨付使用，尽早减轻地方财政压力并降低利息。同时，可适当前置债务置换，研究按照“2-3-1”安排6万亿额度或一次性发行完毕的可行性，以免债务问题长期积累和恶化。三是**提升置换资金效率**。额度分配上要区分轻重缓急、统筹好置换优先序，精准分配额度、投向最需要的地方；资金使用上要**加强全流程跟踪、全链条监管**，确保资金专款专用，避免资金挪用或闲置；绩效管理上要定期评估资金到位情况与置换成效，奖优罚差；预警监督上要**强化信息披露、畅通交流渠道**，提高置换透明度、稳定市场预期。**除了用好置换类地方债资金，还需要积极发挥其他财政手段**，如结合房地产市场发展，依托棚改扩围、土地收储等政策机遇，因地制宜合理利用土地资源、增厚财政收入；另外，各级地方财政可继续出资设立应急周转金制度，解决较为紧急的短期流动性问题。

化债过程中还需加大货币政策与财政政策的联动配合。根据新阶段债务可持续理论，应重点关注利率变化下的实际偿债负担，近年来在支持性货币政策持续发力下，我国政府债务融资成本持续下行，考虑到当前经济修复依然承压，后续仍需继续维持低利率环境，保障债务可持续；同时也需注意，2024年四季度大型商业银行净息差已降至1.44%，进一步降息或面临一定约束，且低息债券置换银行高息贷款或进一步加剧银行净息差压力，需做好利率管理，防止化债过程中产生新的金融风险。另一方面，在去年打击手工补息、市场利率定价自律机制发布两项倡议后，银行负债均面临一定压力，近期虽有所缓解，但由于4-10月1.8万亿特别国债集中发行、新增专项债发行节奏或加快，后续政府债券供给压力或较大，综合考虑汇率

等，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。**此外**，应继续用好央行应急流动性贷款工具，为地方债务风险化解提供资金支持。

对于经营性债务，尤其是经营性债务中的金融债务，要市场化、法治化的开展债务展期置换。目前多地已与政策性银行、商业银行展开战略合作，对成本较高的存量地方隐性债务降息、展期置换，**后续可继续以大行为主推进金融化债。**根据我们测算，政策性银行理论上最多可参与不到2万亿元城投债务置换，可考虑分批增加政策性开发性金融工具专项支持地方化债；从商业银行看，在不突破现有资本规模及监管指标的前提下，最多可参与6-10万亿政府性债务重组，需注意当前商业银行净息差压力较大，或是影响商业银行参与地方化债的主要因素，后续仍需稳妥推进，以防参与过多影响商业自身安全。**此外，AMC 也可作为后续增量化债政策的储备选项之一。**近两年部分 AMC 探索通过债务置换、债务重组、资产重组、债转股、资产证券化等途径参与化债。目前全国和地方 AMC 的总资产规模合计约6万亿，其不良资产处置业务板块的资产规模合计约2万亿，与庞大的地方债务规模相比，其体量相对较小、处置和运作能力有限，可在资金实力、风控水平均较高的全国性 AMC 中先行先试，地方 AMC 酌情参与。

此外，还需进一步发挥地方国资作用，加大国有资产资源盘活力度并提升效率。近年来地方国有企业资产负债规模不断扩张，但资产收益率、盈利能力总体低于规模以上工业企业，也低于民营企业，如果能提高国企资产收益率与利润上缴比例，将有望缓解债务流动性压力；同时，上市国企资源丰富的地区还可以合理划拨上市公司股权并变现以支持化债；此外，地方国企还可以出资成立信保基金、债务化解基金等，但需注意防止风险传导。2024年多地文件里出现了“砸锅卖铁”字眼，强调盘活国有“三资”用以化债，行政类资产、交通基础设施类资产、自然资源类资产均为重点待盘活领域，数据资产、特许经营权等无形资产也具有较高盘活潜力。**后续来看**，各地需分类施策、因地制宜，综合采取租赁、出售、引入社会资本合作等方式，肥瘦搭配、打包盘活，实现存量资产整体增值。可创新运用资产证券化模式，加大 REITs、ABS 等盘活存量资产的力度，我国适合作为 REITs 投资标的的基础设施资产规模超30万亿，而截至2025年3月我国 REITs 累计募集资金仅1700亿元，基建资产盘活仍有较大空间。

最后，还要积极运用财政金融资源，加快清理政府拖欠款、健全清欠长效机制。一是加快政府拖欠账款摸排、确权和顺序确定。具有全局性、外溢性的领域应由中央承担；区域性事务形成的拖欠款则由地方承担，并遵循“重要性、紧迫性”原则，区分轻重缓急、分类处

理。二是用好用足财政和金融资源，积极争取各类资金支持。财政方面，参照2019年化解6600亿元的水平，再考虑到目前特殊地方政府债券中已有部分用于偿还政府拖欠款，可安排每年约万亿特殊地方政府债券来支持清欠，其中以项目为载体的可由特殊新增债支持。还可争取超长期国债（含特别国债）额度用于“两重”“两新”领域，减少政府拖欠款形成的可能。金融方面，可研究设立央行 SPV、创新清欠行动专项再贷款等，适当推动政策行、商业银行投放低利率、长期限的专项贷款。三是进一步盘活政府资产和企业应收账款。探索推进应收账款 ABS/ABN、应收账款质押融资、保理等增强自身流动性，还可探索链接政府部门、债权企业，以及上下游供应商、担保机构等的供应链金融产品。四是建立健全清欠长效机制，如优化激励约束机制、提高财政透明度、强化信息披露、建立健全政务失信记录和惩戒制度等，加强政府拖欠账款的“社会约束”。

（四）融资平台改革转型持续推进，提升地方化债和发展的内生性

在平衡化债与发展的背景下，城投企业市场化转型的必要性进一步上升，而150号文、99号文、上交所3号指引等政策倒逼城投企业加速“真转型”。2025年3月上交所在“一揽子化债”方案大规模开展以来首次修订上市审核指引（上一次是2023年10月20日），明确要求城建类地方国企发债应充分披露资产结构、收入结构、利润结构指标，加强了发债城投贸易业务、多元化经营情况的信息披露要求，新增更多财务指标类评估标准。3号指引堵住了城投企业虚假转型、数据转型的路径，未来资产质量差、付息负担重的弱资质城投发债难度将加大，倒逼城投企业降低对政府性资源的依赖、切实提升自身盈利能力与偿债能力。后续来看，城投企业需结合自身属性及职能定位分类布局，以国企改革“商业一类、商业二类、公益类”功能分类为参考，因地制宜明确转型角色定位、把握好转型节奏，审慎参与经营难度较高的业务领域，重视新旧业务衔接融合、防范盲目与激进转型风险，注重内生造血能力提升；此外要加强内外协调，缓解政企关系重塑下的转型风险，地方政府可作为股东提供资源、资金支持，但业务委托需更加市场化、政府支持更加规范化，并设置转型风险监测期以平滑应对政府支持力度骤降后的经营风险与融资压力。

（五）推动建立地方资产负债表，构建“资产-债务”可持续管理机制

中国经济发展已度过了高速增长增量扩张阶段，逐步转向以经济结构调整、质效提升为核心的“存量时代”，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。无论短期化债还是长期发展，不仅要掌握债务体量，还

需摸清摸透资产并加强债务对应项目的资产管理，为债务化解和后续发展提供更有价值的参考。从“资产-负债”视角看，考虑资产端保障后我国地方债务风险尚可，更多是流动性风险，需加快构建并完善地方债务可持续管理机制，维持债务可持续运转。通过对比研究美国、日本、中国的地方债务管理机制，我们认为可借鉴主流国家成熟的地方债务管理经验，一是美、日均针对地方债务专门立法，我国需加速推进“规范政府债务”相关立法进程。二是三国均有较完备的地方债券信息披露制度，我国需加大对发行人地区基本信息以及当地财务情况的披露，并注重加强全口径债务信息披露、适当提高披露频率。三是美、日均建立了完善的财政债务风险预警机制，我国可因地制宜设定更符合现阶段债务特点的风险监测指标和模型，如引入利息类指标等，加强对流动性风险的动态监测，并加强数字化穿透式监测、引入常态化压力测试。四是美国已形成成熟的债务重组和破产保护、偿债准备金制度，日本各地也均设立了偿债基金，我国要加快建立偿债保障机制建设，如从财政预算资金中预留、非税及土地出让收入中提取偿债准备金，优先用于付息以减轻流动性压力，同时研究建立未使用资金管理投资机制，减少资金闲置损失，还可继续试点财政重整。

（六）加快推进财税体制改革，助力构建债务管理长效机制

深化财税体制改革是推动债务形成机制转变、构建长效机制的关键之一，核心在于激励体系的重构，从而激发地方活力和积极性，带动地方政府行为模式改变。一是要进一步理顺央地关系，优化央地事权责任划分、完善转移支付。目前我国地方财政支出占财政总支出比重超七成，高于美国、日本，其中教育、医疗、社保等短板领域地方支出比例在45%以上。可适当加强中央事权、提高中央支出比例，逐步上移具有较强外部性领域的地方支出责任，缓解地方财政压力。同时，近年来中央对地方转移支付力度较大，已连续三年超过10万亿，需进一步完善转移支付制度，提高转移支付的质量和效率。二是研究同新业态相适应的税收制度，加快地方税建设，增厚地方自主财力。建议适当提高共享税地方分享比例，深化地方附加税改革研究，加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力；同时持续深化新旧动能转换，因地制宜培育壮大税源，建立与新业态相适应的税收制度；规范税收优惠政策以及非税收入管理，确保财政收入结构的合理性。三是要推进省以下财税体制改革，建议在更多区域、更深层次推进，通过适度上移事权、理顺财权、完善转移支付等提升市县财事权匹配程度，增强基层财政运行保障。此外，还需深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新，提升财政资源配置效率和资金使用效益。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“当前地方隐性债务风险化解的进展、特点及趋势”展开讨论。

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**指出，地方政府债务在中国经济发展中发挥了重要作用，与我国目前的经济增长格局，各地方经济发展水平、基础设施和城市环境等一系列成绩相比，地方债务风险就好比是取得上述成绩的成本。我们需要认真分析、采取措施消化这一成本，不仅要处理好当前积累的债务，还要在未来建立更合理的债务安排。

当前化解地方政府债务具有双重意义。一方面，有助于缓释累积风险，避免因长期拖欠所引发的信用链条危机。当前化债聚焦于隐性债务，拖欠款是其中的重要部分，债权人背后有大量的企业、供应商、职工及家庭，对营商环境、政府信用、当地经济发展有很大的影响，解决好拖欠问题是经济发展、社会稳定、维持党和政府信用的头等大事。另一方面，化债是**扩大内需的重要举措**。化债效果的好坏与地方新增债务的能力密切相关，化债涉及到地方政府能否维持债务延续、能否承担好扩大内需责任，需进一步加大债务置换力度、推进隐性债务的化解。**着眼未来**，依靠债务工具扩张进行投资的经济增长模式已经告一段落，需要构建一个更为合理、有效的地方政府债务体系，关键在于突破边框，中央财政承担更大的责任，将事权和财权紧密结合，让地方政府合理控制无收益项目的支出。**整体来看**，中国政府债务总体在可控范围内，具备一定空间，但风险也在不断上升，应珍惜并合理利用债务资源，以支持经济发展、改善民生，并通过化债重塑经济活力，提升政府信用。

粤开证券首席经济学家**罗志恒**认为，应对关税战与贸易战的最佳方式是“做好自己的事”，主要包括三个方面：一是妥善处置地方政府债务问题；二是推动房地产市场止跌回稳；三是进一步提振消费、提高投资效益、扩大内需。目前我国化债已取得阶段性成效，包括隐性债务大幅压降、融资平台“退平台”速度加快、付息支出下降、债务结构优化等，但仍要防范短期风险、构建长效机制。其一，**房地产仍处于调整转型期**，总需求不足问题依然突出，导致供需失衡、物价下行，同时地方“三保”压力及部分城投付息压力仍存，这些短期风险不容忽视。其二，当前城投平台“退平台”的速度较快，但是否是实质性转型仍有待考量，需进一步通过剥离历史债务、注入优质资产、理顺机制等推动城投实质性转型。其三，目前拖欠账款问题虽已取得一定进展，但从根本上解决仍需时日，解决好政府拖欠款问题对于畅通经济循环、改善地方政府公信力等均具有重要作用。其四，短期化债已取得一定成效，但隐

性债务产生的根源问题仍未彻底解决，其原因在于隐性债务产生的土壤依然存在，包括财政体制改革、宏观环境等，都是未来需要解决的问题。

短期建议一是优化化债政策，将化债额度一次性分配至地方，各地根据实际情况推进化债工作，支持高风险地区靠前化债；二是做好退出重点地区后的政策衔接工作，逐步实行以市县为单位制定管控措施的化债政策，实施精细化管理；三是从债务额度方面进行调整，支持东部大省积极应对关税战，通过调高债务额度、负债率等指标，支持东部大省扩大有效投资；四是以省为单位建立清欠账款响应机制，以系统化解决欠款问题。中长期来看，一方面，持续推动财政体制改革，建立债务预算和资本预算，进一步上移事权和支出责任；另一方面，做好投融资匹配，包括收益匹配、期限结构匹配等，推动债务更好的支持经济发展。

中信证券首席经济学家明明指出，**地方政府债务，尤其是隐性债务问题，已成为市场预期的重要影响因素**。在化债与发展过程中，仍面临诸多挑战，任务艰巨。为此，需重点关注以下四个方面的问题。一是许多平台公司因长期承担政府融资功能，与政府之间形成了较为稳定的关系，如何构建长期稳定的地方政府收入现金流是关键问题。二是城投平台的转型应与高质量发展和先进生产力相结合。三是应重新梳理中央与地方的事权与财权匹配，通过增加地方税种和地方财政收入来解决收支缺口问题。四是地方政府债务化解及债务清理清偿是一项中长期任务，难以一蹴而就。

从宏观政策来看，今年财政政策仍有进一步扩张的必要性和空间，并应进一步加强财政政策与货币政策的协调配合。此外，今年一项重要政策是通过发行特别国债对大型国有商业银行进行注资，这有助于维护金融稳定，支持主要国有银行进一步稳定经济增长，发挥金融对实体经济的支持作用。从中长期来看，需建立地方政府债务的长效管控机制。具体措施包括加强预算管理、完善监测体系、建立统一监测口径，以及推进央地关系改革和整体财税体制改革等。

中国财政科学研究院金融研究中心研究员**赵全厚**围绕融资平台和隐性债务化解的关系提出了一系列观点。他指出，2013年党的十八届三中全会提出构建规范有序的地方政府举债融资机制，其背景是“开前门、堵后门”，以实现更加有序的治理。从这一角度看，融资平台债务化解只是起点，更重要的是在未来长期发展中遏制融资平台新增隐性债务的动机，这涉及体制机制问题。**因此，坚决遏制新增隐性债务、妥善化解存量隐性债务，共同构成了地方政府融资平台转型的完整表述**。如果仅化解存量债务，而未来仍存在新增隐性债务的压力和

诱因，那么债务化解就只是短期、表面的化解，融资平台转型也难以成功。长远来看，在化解存量隐性债务过程中，更需要遏制隐性债务的新增机制，从体制机制层面解决问题。

一是需考虑其与地方政府的关系，建立政府与融资平台之间的隔离机制，使其在制度上没有资格干预，并消除政府干预的动机。二是化解隐性债务不仅涉及融资平台的转型问题，还包括与融资平台无关的部分，如不规范的购买服务、PPP 项目以及政府投资基金的过度兜底等。2027年上半年融资平台全部“退平台”，但2028年底才能完成隐性债务的清零工作，这一时间间隔恰体现在此，当前着力点还是化解隐性债务和融资平台转型。三是在融资平台转型过程中，需同时考虑短期与长期问题。一方面，要关注当前融资平台新增隐性债务的遏制以及未来内在治理体系的构建；另一方面，要分析融资平台是否主动或被动为政府融资，在解决拖欠款问题时要理清“拖欠链”，注重解决政府对融资平台的拖欠；此外，要关注融资平台转型后的业务定位和造血能力情况，公共事业经营管理仍然是重要方向，未来需做好公共服务的价格治理。四是2024年7月24日政治局会议提出，要建立防范化解地方债务风险的长效机制，地方政府在融资平台市场化债务过程中，应注重资产组合，修复资产负债表。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出，从中美财政与债务的对比来看，中国财政体系更为健康、具有更强的可持续性，也为应对当前的中美博弈提供了坚实的财政基础。但需注意，美国已经认识到其现有的发展模式不可持续，当前正在尝试从体系层面展开改革，一方面提高对外关税，另一方面则在国内推进减税，同时大幅削减机构数量，优化政府架构，提升政府运行效率。在对外政策上，美国要求其盟国支付额外费用以分担公共品成本，以此实现财政平衡，推动实现“3-3-3”方略。

面对美国的大调整、大改革，我国既定的一些改革步调要加速，特别是在一些关键改革上要有更高的视野，要利用目前外部环境的恶化，形成内部关键改革的巨大的推动力。首先值得关注的是美国通过减税来增强其产业竞争力的做法，我们需要进一步思考我国在减税方面是否仍有政策空间。其次是政府机构改革和效率提升，我们应以中美博弈这一重大事件为契机，从政府职能的再造出发，促进地方政府因地制宜地发展新质生产力，推动政府职能从传统的投资型向民生型、服务型与消费型政府转变。此外，受“特朗普冲击”影响，美国国债市场正面临深刻变革，信用体系亦可能发生剧烈动荡。在此背景下，我国应加快国债市场建设，以此推进隐性债务风险化解和政府职能改革。

基于中美财政债务对比的中国隐性债务改革分析

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第103期）上的发言

本轮中美博弈的核心在于两种发展模式之间的竞争。美国所掀起的“特朗普冲击”，本质上是美国精英阶层在面对自身发展模式受到中国压力时所作出的一种战略调整。这一调整在理论与实践面临诸多矛盾，反映出美国精英阶层对其霸权体系不可持续性的深刻担忧。在这种“不可持续性”中，关键在于美国霸权与美元体系已无法获得相应产业竞争力和债务融资能力的支撑，因此试图通过汇率调整、关税壁垒、公共品再定价等手段，对美国债务模式进行全面重构，并借此重塑全球竞争格局。这种战略调整也促使我们反思：我们在过去几十年的中美发展模式竞争中拔得先机，成功探索出一条新路径，然而，目前主要竞争对手开始做出模式战略调整，我们是否也应当加速自身改革，或者在若干关键领域加快改革步伐？这是我们亟需认真思考的重要问题。

一、中美的财政可持续性对比

从中美财政与债务的对比来看，通过八项核心指标可以发现，中国在财政可持续性方面已取得显著优势。一是**财政收入占 GDP 的比重**，2023年中国为23.34%，2024财年美国为32.6%。二是**财政支出占 GDP 比重**，2023年中国为30%，2024财年美国为40.5%，高出中国10.5个百分点。三是**广义财政赤字率**，2024年中国为6.7%，美国为7.9%，即其联邦、州及其他政府层级的赤字总和高出中国1.2个百分点。四是**债务余额占 GDP 比重**，2024年中国为73.3%，而美国已达125%，反映其债务负担更为沉重。五是**狭义财政赤字率**，中国2025年设定为4%，美国为6.2%。六是**债务利息支出占 GDP 比重**，2024年中国为1.6%，美国为3.93%，高出2.63个百分点，显示美国的利息负担日益严峻。七是**债务利息支出占财政收入的比重**，2024年中国为8.2%，而美国为16.3%，高出8.1个百分点。这些数据充分说明，中国相较于美国，其财政体系更为健康、具有更强的可持续性，也为应对当前的中美博弈提供了坚实的财政基础。

另一个核心的财政可持续性指标是**国债收益率与名义 GDP 增速之比的动态变化**。美国2024年实际 GDP 增速为2.9%，名义增速为5.3%，十年期国债收益率约为4%。此时，美国财政

仍处于可持续状态。然而，受“特朗普冲击”影响，高盛、瑞银、花旗等机构纷纷下调2025年美国经济增长预期，大幅上调美国经济衰退概率。高盛将美国2025年第四季度GDP增长预期从1%下调至0.5%，并将12个月经济衰退概率从35%上调至45%。瑞银集团认为关税政策导致美国经济增长大幅放缓，预计今年GDP增幅将低于1%，甚至可能在年内就出现衰退。基于此，美国2025年名义GDP增长速度很可能从去年的5.3%下降到今年的3.4%左右。与此同时，美国国债收益率一度突破4.5%，意味着国债收益率已显著高于名义GDP增速，**这一转变可能引发美国陷入债务恶性循环的风险**。相比之下，中国2025年第一季度名义GDP增速为4.59%，十年期国债收益率为1.63%，即名义GDP增速高出收益率约3个百分点，**反映出中国在财政稳健性和可持续性方面具备明显优势**。这一现实让美国意识到，中国已在有为政府和有效市场相结合下走出了一条新路径，不仅产业竞争力持续增强，科技创新取得突破性成就，而且在政府与市场形成良性互动的同时，未出现政府债务的剧烈恶化，形成了一种在发展中不断解决问题的新模式。

二、加快改革节奏，将外部冲击转化为发展动力

美国已经认识到其现有的发展模式不可持续。马斯克曾直言，美国在未来两年有可能面临全面崩溃，突破口则是美国国债市场崩溃引发的系统性金融风险。因此，美国当前正在尝试从体系层面展开改革，一方面提高对外关税，另一方面则在国内推进减税，同时大幅削减机构数量，优化政府架构，提升政府运行效率。在对外政策上，美国要求其盟国支付额外费用以分担公共品成本，以此实现财政平衡，推动实现“3-3-3”方略，即到2028年，通过放松管制实现3%的GDP增长；将预算赤字控制在GDP的3%以内；每日增产300万桶石油或等量能源。**首先值得关注的是美国通过减税来增强其产业竞争力的做法**，我们需要进一步思考我国在减税方面是否仍有政策空间。**其次是政府机构改革和效率提升**，尽管近期马斯克的个人影响力可能逐步淡出，但这并不意味着美国推进政府机构改革就此终止。我国当前面临地方债务普遍上升、地方投融资平台改革效果未达预期等问题，某些地区还存在恶性竞争、非规范性执法、政府对企业存在拖欠行为等，进一步阻碍了区域经济的发展。这些问题暴露出我们的财政体制和政府效率亟待调整和提升，意味着我国政府治理结构需要进行系统性改革。2014年第43号文件的发布标志着中国财政体系特别是地方投融资平台改革的启动。但相关改革在基础性、系统性层面仍未取得实质性突破，大多仍停留在治标层面。因此，我们应以中美博弈这一重大事件为契机，加快推动实质性改革。**从政府职能的再造出发，促进地方政府因地制**

宜地发展新质生产力，推动政府职能从传统的投资型向民生型、服务型与消费型政府转变。这一转型进程还需与中央与地方之间财权、事权的改革同步推进。

受“特朗普冲击”影响，美国国债市场正面临深刻变革，信用体系亦可能发生剧烈动荡。在此背景下，我国应加快国债市场建设，以此推进隐性债务风险化解和政府职能改革。展望未来，关税战将延伸至汇率战和金融战。这为我国推动国债市场体系建设提供了重要契机，特别是在出现“金融脱钩”的情况下，需构建符合国内实际的金融市场体系和基准定价机制。这一要求又促使我们必须地方政府改革和隐性债务治理方面加快步伐。

因此，尽管当前中国在发展模式竞争中已取得阶段性优势，财政可持续性也为后续竞争奠定了坚实基础。但面对美国正在进行的深层次调整与系统性改革，我国现有的改革节奏需进一步加快，特别是在若干关键领域，改革应具备更高的战略视野，充分利用当前外部环境的不确定性与压力，将其转化为推动深层次体制机制改革的强大驱动力。

地方政府债务：短期风险化解和长效机制构建

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 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 103 期）上的发言

由于地方政府在我国经济发展中承担了重要责任，而债务是主要资金来源之一，近年来我国地方政府债务规模持续加大，结构性矛盾突出，部分地区偿债压力持续攀升，流动性风险与信用风险加速累积，不仅对地方财政可持续性构成严峻挑战，也加大了金融体系风险敞口。2023年7月推出一揽子化债方案以来，在缓释局部风险、优化债务结构等方面取得阶段性成效，但债务的化解与债务可持续仍面临体制机制等深层次挑战。如何更加有效的化解地方政府债务以及后续如何构建地方政府债务长效机制值得我们思考。

一、地方政府债务风险是需要消化的经济发展成本

在我国经济腾飞的进程中，地方政府扮演了至关重要的角色，但其背后也积累了较大规模的债务。从债务结构来看，我国中央政府债务占比较低，且债务用途相对灵活，一定程度上属于“自由债务”，而地方政府债务则兼具经济性和民生性，成为地方经济发展的重要资金来源。2008年以来，各地城市建设日新月异，基础设施大幅改善，地方投资能力显著增强，背后离不开地方政府债务这一关键工具。地方政府债务形式多样，既包括显性的公开发行债券，也涵盖隐性债务，如未披露的非标债务和拖欠款等。可以说在我国地方经济发展历程中，地方政府债务所发挥的作用呈现出两面性。一方面，这些债务资金成为推动地方经济发展的关键力量。与之相伴的另一面是在长期积累下不断膨胀的债务总量，高企的债务规模一度引发人们对地方政府债务风险的高度担忧。

评判地方政府债务风险，需要从历史发展的角度进行全面审视，债务风险可看做经济发展的一种成本。在特定历史时期，地方政府债务对我国经济增长格局的形成起到了重要推动作用，从这个层面看，债务风险可视为经济发展过程中的一种成本。但随着债务风险逐渐累积到较高水平，如何合理、有序地消化这一成本，已经成为当下必须解决的问题，与此同时构建更为合理、可持续的债务结构，保障经济的可持续发展也是优化成本的途径之一。实际上，地方政府债务从规模较小时就备受争议，争议的焦点在于地方政府的偿债能力。我在2012

年3月发表过一篇文章《地方政府仍有发债空间》，专门回应社会上已经普遍的质疑，其实当时的债务规模与现在比，还是很小的。我在文中提出“若尽快改革现有地方政府负债体制，地方政府未来仍有发债空间”，但地方政府是否有充足的偿债能力值得商榷。目前来看，地方政府大多依靠借新还旧的方式维持债务运转，这使得地方政府债务基数不断增大，而合理的债务规模标准却未有定论，这进一步加大了债务治理难度。近年来，我国对地方政府债务风险给予了高度重视，制定并实施了一揽子化债方案，并完善债务统计、强化财经纪律等。这些措施有助于缓释地方政府债务风险，但在债务规模达到较高水平后，如何维持地方政府信用成为新的难题。

二、地方政府隐性债务是刚性债务，化债具有双重意义

地方政府隐性债务中拖欠企业账款的问题较为严重且影响广泛，需予以重点关注。当前，地方政府化债工作的重点聚焦于隐性债务，隐性债务本质上属于刚性债务，其中政府拖欠款问题不容忽视。而拖欠款的具体规模难以统计，即便中央政府要求各地进行申报，但由于各地心态不同，也导致数据难以精确统计。政府拖欠款问题的影响范围十分广泛，不仅严重破坏了营商环境、损害了政府信用，还对当地经济发展造成了极大的负面影响，因此，必须予以认真化解。为此，中央出台的政策中，债务置换的主要目标之一便是解决对于企业的拖欠款问题，特别是对民营企业的拖欠款。民营企业的融资途径相对匮乏，不像大型国有企业或金融机构那样拥有多元化的融资渠道，它们在很大程度上依赖于应收账款的及时回收来维持资金的正常周转和企业的持续运营。一旦民营企业对政府的应收账款被市场认定为可疑类甚至是不良资产，信用体系的负面连锁反应下，银行等金融机构就可能会收紧对涉事民营企业的授信额度、提高融资门槛，使得民营企业流动性承压，部分抵御风险能力较弱的民营企业就会面临破产的风险。此外，地方政府对企业的拖欠款还集中在 PPP 项目领域。建筑企业尤其是部分国有建筑企业，因地方政府 PPP 项目无法兑现、不能履约，面临巨大的债务风险，其风险敞口被大幅暴露。

解决地方政府拖欠问题，对经济工作而言至关重要。它既是化解经济风险的关键之举，也是激活经济主体活力的必要手段，更是扩大内需、提升供给质量、维持经济稳定运转的核心环节，在整个经济运行中起到了牵一发而动全身的作用。从这个层面来看，当前地方政府化债工作具有双重意义。

第一重意义在于有效缓释风险。偿还地方政府对于企业尤其是民营企业拖欠款项，能够化解以往积累的因拖欠而导致的信用危机，这一举措在风险化解方面的作用无可替代。与其他经济措施相比，解决拖欠款问题的投入是最具价值的。暂且抛开发放资金给民众或开展新项目等事项不谈，解决拖欠款项应置于首位。公开市场债券可通过滚续进行处理，银行贷款也能够展期，然而，拖欠问题却无法通过这些常规手段解决。正如前述，地方政府拖欠一旦成为坏账，相关债权人及其所在企业便会陷入危险境地，而这些企业背后关联着无数的供应商、职工及其家庭。因此，解决拖欠款问题，关乎经济发展、社会稳定以及党和政府的信用，在所有经济工作中都应被列为首要任务。此外，解决拖欠款问题能为企业尤其是民营企业注入急需的资金“活水”，增强其抗风险能力，不仅是化解国内地方政府债务风险的重要举措，也有利于经济在外部冲击下保持韧性。

第二重意义体现在化债有助于地方政府腾挪更多资源用于扩内需。地方政府在扩内需工作中承担着重要责任，化债能力与新增债务能力相互交织。一方面，需要解决历史遗留的欠债问题，减轻企业负担；另一方面，还要加大对稳增长、扩内需的支持力度，保障经济平稳运行。近几年，相关部门已在化债方面付出诸多努力，取得了一定成果，不过在当前外部环境愈发严峻复杂，国内经济下行压力加大的情况下，稳增长、扩内需的重要性和必要性均上升。因此还需进一步加大债务置换力度，持续推进地方隐性债务的化解工作，为地方政府腾挪更多的资源助力稳增长、扩内需，为经济的企稳回升筑牢根基。

三、构建地方政府债务长效机制，将事权和财权紧密结合

构建地方政府债务长效机制势在必行，将事权与财权紧密结合是关键。回顾过往，以债务扩张驱动投资的模式虽曾为我国经济增长提供强劲动力，但也积累了大量风险，难以持续。参考国际经验，美国政府债务结构以国债为主，地方政府债务主要为市政债，且通过严格法律规定限制其仅能用于专项项目，地方政府必须以财政作为偿债保障，举债需充分考量自身财政收支与偿债能力。与之相比，我国中央政府负债水平较低，地方政府及相关主体承担大量债务，且存在资金挪用、预算内外资金界限模糊、缺乏担保等问题，容易导致信用体系混乱、财经纪律弱化等问题。这种局面的形成，既有地方经济快速发展带来的偿债乐观预期，也因民众对政府的信任致使债务约束机制缺失，更在于中央集权体制下央地财权事权不匹配、债务责任边界不清、法律界定不明。因此，构建长效机制的关键在于将事权与财权紧密结合，理清中央和地方的财权事权归属。

中央政府有加杠杆的空间，也有必要承担更大责任。近年来，债务已成为地方政府重要收入来源，部分经济薄弱县以少量税收撬动巨额债务支撑超规模基建，其中隐性债务扮演关键角色。但当前大规模基建热潮已过，未来需打破这种“以债养投”的旧有模式，建立全新债务体系。中央需主动担责，将事权与财权精准匹配，以“新事新办法、老事老办法”为原则，严格管控地方政府非收益性项目支出。当前中央政府部门既有加杠杆的必要也有加杠杆的空间，据测算（中诚信口径），当前我国政府部门杠杆率（不含隐债）约为64%，其中我国地方政府为政府部门加杠杆主体，中央政府杠杆率水平仅约为25%，若考虑隐性债务我国政府部门杠杆率约为108%，既低于美国和日本等主要经济体，也低于法国、意大利等发达国家。当然这可能存在“软预算”的争议，但也不必过于担心。要看到，过去地方政府借债多用于工程建设，在此过程中层层突破底线，出现权利寻租现象滋生了腐败问题。考虑到当前基础设施规模已能满足可预见的未来十年甚至几十年的发展需求，地方政府应逐步停止通过举债扩张基建规模的行为，由中央承担存量债务的化解和未来债务的新增。

存量债务与新增债务分类处置，必要时以国债置换存量地方政府债务，对于新增债务需建立严格的“项目制”举债机制。过去，地方政府通过土地抵押进行债务融资推动基础设施建设与土地开发，但土地溢价带来的收益并未用于债务清偿，反而持续投入新项目。这一模式虽短期拉动了地方经济增长，却也引发地方信用膨胀的问题。整治地方政府债务问题已刻不容缓。**对于地方政府存量债务而言，鉴于当前中国的总体地方债务规模尚处于合理区间，可由中央政府统筹接管并实施系统性化解，通过国债置换地方债务。**关于存量债务的延续，优先考虑由中央政府偿还，若无法一步到位，可采用滚动展期的过渡方式，由地方政府承担利息支出。但相比之下，中央政府凭借更高的信用评级与更低的融资成本，直接偿还债务和利息更具效率与经济性，能够加速债务消化进程。**在增量债务管控方面，需建立严格的“项目制”举债机制。**明确“无项目不发债”原则，确保债务资金精准匹配具有收益性的投资项目，从源头上切断盲目扩张的资金链条。后续地方政府根据项目需求向中央申请资金，由中央政府负责债务的最终偿还，改变以往依赖市场化融资的模式，从根本上遏制地方政府过度举债的冲动，实现债务风险可控、财政可持续的目标。

整体来看，当前中国地方政府债务水平尚处于可控区间，为应对特殊时期的经济挑战预留了政策空间。然而，随着经济结构性矛盾凸显以及外部环境不确定性加剧，这一政策空间正逐渐收窄，需将其视为稀缺的战略资源，加倍珍惜使用，使其成为推动国家经济高质量发展、提升民生福祉的有效工具。当前的化债工作对于重塑经济活力、维护党和政府信用至关

重要，而构建长效债务机制是实现经济可持续发展的必然要求，要勇于突破现有框架，以实现地方政府债务的合理管控和经济的稳健前行。

融资平台转型和隐债化解的关系是怎样的？

赵全厚 中国财政科学研究院金融研究中心研究员

以下观点整理自赵全厚在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第103期）上的发言

首先回答目前的隐性债务化解是否有效？尤其是“6+4+2”的一揽子化债措施更是兼顾“稳增长和防风险”之间寻找出“更优解”。但主要注重流量的对冲方式问题（财政收入流量对冲到期还本付息、金融借贷流量对冲还本付息流量），还没有切实有效地主要转换到更深层次的激励约束机制构建问题。究其原因在于流量的压迫性大，时效性强，也有制度变革是一个长期性问题。

1、按照“坚决遏制新增隐性债务、妥善化解存量隐性债务”总体思路，可见融资平台转型和化解隐性债务只是一个方面，更重要的是遏制新增隐性债务，涉及到地方政府与融资平台的政企关系变革，融资平台治理结构的改革，最终形成一种新型的商业模式。其他方面的隐性债务化解直接涉及政府投融资等模式的规范的问题和规范政府行为的范畴。

2、形成地方政府隐性债务的方式不仅仅是通过融资平台触发的，尽管融资平台是形成地方政府隐性债务的主要形式（大概占据存量隐性债务的80%以上）。其他方面的隐性债务化解，如 PPP、政府购买服务、政府投资基金等，可能与融资平台转型没有直接关系。

3、要有效解决融资平台转型的外在条件，从而使转型后的主体平台公司（主要从事可经营的公共服务提供）能够有系统性可持续发展的空间。一是解决地方政府对融资平台的“拖欠”问题，融资平台的应收账款中大部分是政府拖欠。而且，这可能是形成政府性“拖欠链”的重要原因；二是“造血功能问题”，避免出现系统性“巧妇难为无米之炊”的现象，优化使用者付费机制，防止新增隐性债务。例如，本着“项目可持续、居民可负担、财政可承受”的原则，适当通过规范的程序（听证会、论证会等）提高部分公共服务价格水平，解决价格“倒挂”问题。这也是呼应党的二十届三中全会“下放部分非税管理权”改革的重要内容。2024年12月5日《中共中央办公厅 国务院办公厅关于完善价格治理机制的意见》明确提出“健全促进可持续发展的公用事业价格机制”和“完善促进均衡可及的公共服务价格政策”等。三是要注重解决政府与市场的关系问题以及在公共领域有效引入社会资本的机制优化问题。

4、“建立防范化解地方债务风险长效机制”。在当前经济下行压力大，美国引发的关税战冲击波等情况下，尤为注重对融资平台市场化债务的流动性风险变动状况。地方政府应该注重对融资平台资产的组合优化，剥离无效资产，补充有效资产，修复资产负债表；金融方面应该在货币政策（如应急流动性贷款）、信贷政策等方面给与必要的支持。

当前地方政府债务化解的成效、问题与对策建议

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103期）上的发言

在当前节点讨论化解债务问题具有极为重要的意义。**2023年和2024年，宏观经济运行的核心问题集中在房地产与地方债务上，二者相互交织。**房地产不仅直接影响经济的投资与消费，更关键的是其对地方政府可支配财力产生直接影响，包括土地出让收入及相关税收，进而影响地方政府用于偿债及发展经济的能力。过去两年，房地产与地方债务问题相互交织。房地产处于调整转型期，土地出让收入大幅下行，影响地方可支配财力，进而债务问题凸显，于是有了一系列化债政策。

当下进入“特朗普2.0时代”，又面临关税战与贸易战的挑战，在此背景下讨论化债问题仍具有重要意义，有必要认识到关税战与化债的关系。**应对关税战与贸易战的最佳方式是做好自身的事，而做好自身的事至少包括三个方面：一是妥善处置地方政府债务问题；二是推动房地产市场止跌回稳；三是进一步提振消费、提高投资效益、扩大内需。**

其一，地方政府债务风险的化解，涉及地方政府发展经济的积极性与能力，以及激发企业家精神的问题。在过去四十多年的改革开放进程中，中国经济的发展依赖于两种企业家精神：一是民营经济的企业家精神，二是地方政府的**企业家精神**。地方政府长期面临债务付息以及“三保”支出的压力，这对地方政府企业家精神的激发产生了不利影响。通过调整化债节奏和给予地方政府一定的额度资源，能够减轻其刚性还债压力，从而激发地方政府的企业家精神。此外，化债的重点之一是解决拖欠企业账款问题，若能妥善解决，将对经济循环的畅通以及民营经济企业家精神的提振产生积极作用。因此，应对关税战、解决自身问题的总任务是化解隐性债务。

其二，**房地产问题的止跌回稳与财政政策密切相关。**目前，支持房地产市场止跌回稳的措施包括财政收储、货币降息以及房地产调控方式的优化，并赋予城市更多自主权。关键在于，当前支持房地产止跌回稳主要依靠地方政府的行动，包括盘活闲置土地和收购存量商品房作为保障性住房。未来，可考虑由中央政府成立稳定基金或其他形式的机制，解决地方政府在促进房地产市场止跌回稳中的能力和积极性问题。过度依赖地方政府推动房地产市场发展，可能会加重其债务负担，需要妥善解决这一问题。房地产市场的稳定也涉及地方财政，

而扩大内需与财政政策的发力同样密切相关。因此，在当前贸易战和关税战等国际政治格局变化的背景下，讨论这些问题具有重要意义。

一、化债成效

1、**隐性债务显性化与规模压降**。目前已有数万亿隐性债务实现显性化，直接带动隐性债务规模下降约1/4。地方政府通过盘活存量资源偿还债务，隐性债务不仅实现了部分显性化，还偿还了部分，规模显著下降。从各省份2024年1月和2月发布的政府工作报告来看，许多省份已提前完成年度化债任务。

2、**融资平台“退平台”进度加快**，2024年全国融资平台“退平台”数量接近7000家。

3、隐性债务显性化后，**债务付息支出明显减少**。

4、**债务期限结构和债务性质结构得到优化**。过去多为非标准化债务，通过银行贷款置换后，整体债务结构得到改善。

5、在治理隐性债务过程中，拖欠账款问题被置于重要位置，**拖欠账款数量有所减少**。

6、**全口径的债务管理更加有效**。在31个省份中，多数省份已实现全口径债务管理。各省份的全口径债务管理范围有所不同，部分省份涵盖法定债务、隐性债务以及城投经营性债务，实现了“三债统管”。

二、进一步化债需要考虑的四个问题

为进一步化解未来债务，妥善处理相关问题，需从以下四个方面进行考量。

1、“6+4+2”化债政策有效激发了地方政府的积极性，但对于短期风险仍要高度重视并积极防范化解。化债资金的投入旨在通过拉长债务到期时间，以时间换空间，在发展中逐步化解债务。然而，当前仍面临短期风险，需予以高度重视。例如，房地产市场仍处于调整转型期，同时面临总需求不足的问题。总需求不足导致供需失衡，进而引发物价下行，GDP平减指数已连续9个季度为负，PPI连续30个月为负。物价水平直接影响财政收入，一季度实际经济增速为5.4%，但若考虑物价因素，名义增速为4.6%，财政收入增速相对偏低。房地产市

场的调整转型进一步影响了土地出让收入，地方政府收入端受到一定冲击。与此同时，支出端仍面临“三保”压力以及部分城投的付息压力。

2、城投平台“退平台”的速度较快，但要处理好形式转型与实质转型的关系，推动从形式转型过渡到实质转型，增强造血能力和盈利能力。退平台的城投公司中部分是为了完成考核的形式转型，也有部分是通过改善收入现金流和经营模式实现了造血能力的实质性转型，这需要进行更细致的分析。通过对东、中、西部不同区域以及省、市、县级城投平台进行调研，对城投转型的看法存在截然不同的两种观点。在西部地区和区县级平台公司调研时，多数受访者认为城投平台转型是一个伪命题。这些地区的城投平台主要承担地方政府或区县政府无法完成、不方便完成或突破法定债务限制的投资或举债任务，缺乏自身资源。相比之下，在东部地区以及省市级平台调研时，受访者认为平台可以转型，但需要具备一定的条件。经过分析我们认为，**城投平台的实质性转型需要做好以下三件事情：一是剥离历史债务，这是目前正在进行的工作；二是注入优质资产，以使资产负债表具备基本的启动资金、资产和资源，从而重启商业模式；三是理顺机制，一方面要理顺政府与平台之间的关系，使其成为市场化的经营主体，避免承担非市场化任务；另一方面要处理好微观层面的人事安排和市场化激励问题，以增强造血能力。**

3、拖欠账款问题虽已取得一定进展，但从根本上实现系统性解决仍需时日。调研发现，部分企业仍面临款项回收困难的情况。例如，某地一家生产显示面板的企业，其产品用于学校智慧教育项目，但存在政府拖欠款项的现象，这表明问题有待进一步系统性解决。妥善解决拖欠账款问题，一方面有助于畅通经济循环，另一方面能够改善部分地方政府的公信力。

4、短期化债工作已取得显著成效，中央政府、地方政府及各部门协同推进，成果斐然。然而，隐性债务产生的根源问题仍需进一步通过改革来彻底解决。早在十年前，当债务问题尚处于萌芽阶段时就已开始被关注，直至2025年，这一问题依然是研究的重点，其背后的原因在于隐性债务产生的土壤依然存在。首先，财政体制有待进一步改革。当前，地方政府仍承担着过重的支出责任，财政支出占比高达86%，而中央政府仅占14%，这种不平衡的财政体制是隐性债务产生的重要原因之一。其次，宏观环境的变化也对隐性债务的形成产生了影响。近年来，为推动减税降费，政府秉持“政府过紧日子，市场主体过好日子”的理念，宏观税负呈现下行趋势。在这种情况下，即便支出责任保持不变，财政收支缺口也必然扩大。这一

缺口往往通过赤字、专项债或超长期特别国债等方式弥补，但若这些手段仍不足以填补缺口，地方政府可能就会通过各种非正规渠道举债，从而形成隐性债务。

同时，近年来地方政府的支出责任仍在不断上升，其刚性程度也在增强。这导致宏观税负下降的同时，支出责任却在增加，范围进一步扩大，二者之间形成了一个缺口，而这一缺口最终需要弥补。如果法定债务的规模有限，地方政府就需要在其他方面寻找资金来源。目前，我国赤字率已达到4%，中央赤字规模也在进一步扩大，这一问题已引起关注并正在积极解决。从更根本的角度来看，债务和投资驱动的发展模式是引发债务问题的重要原因。当前在我国正积极推动扩大内需。扩大内需不仅是中国经济再循环和经济供需再平衡的需要，还关系到中国构建全球最大消费市场，进而成为全球经济中最大的需求方，从而将消费规模优势转化为全球经济治理的话语权。然而，从债务和投资驱动向科技和消费驱动的转型仍然面临诸多挑战，包括收入分配制度改革、社会保障体系完善、服务业发展以及高质量供给与需求的匹配等，这些都是未来需要解决的重要问题。当前的债务正处于从债务和投资驱动向科技和消费驱动转型的过程中，而隐性债务问题与债务和投资驱动的发展模式相伴而生。

综上，既要高度肯定化债工作已取得的显著成效，但同时仍需关注短期付息压力、城投平台形式与实质性转型的关系、企业拖欠账款的系统性解决，以及进一步消除隐性债务产生的土壤，这些都需要通过深化改革来实现。

三、对策建议

1、短期建议

一是优化化债政策，建议将化债额度一次性分配至地方，使其能够根据自身实际情况实事求是地推进化债工作，提前化解债务风险。当前化债额度分配采用“6+4+2”模式，即“6”为分三年每年2万亿元，“4”为分五年每年8000亿元。然而，这种分配方式假定债务到期均匀分布于各年度，而实际情况并非如此。可以考虑将化债额度一次性分配给地方，支持地方政府根据需靠前发力化债，尤其是对于高风险地区，更应加快债务风险的化解进程。

二是当前“退平台”政策已聚焦于重点区域，退出后需注意政策衔接问题，建议从以省为单位细化为以市县为单位化债，实现债务管理的精细化，包括债务风险指标监测、债务额度确定等，以提高政策的精准性和有效性。在调研华北地区及西北部分省份时发现，部分省

份以省为单位推进政策，但省内仅少数州和市的债务较重，但是其他地区的投资也受到政策影响。

三是建议适当调高东部地区的债务额度，放宽对负债率的限制，从而支持其扩大有效益的投资。东部地区在对外贸易中占据重要地位，同时也在应对贸易战和关税战中面临较大挑战。统计31个省份对美出口份额发现，浙江、江苏和广东三省对美出口占其总出口的比例为16.2%左右，福建为18.8%，山东为12%左右，这些省份的对美出口占比相对较高，受到出口的影响较大。鉴于此，可考虑从债务额度方面进行调整，支持东部大省积极应对关税战，鼓励其发挥更大作用。具体措施可包括适当调高东部地区的债务额度，放宽对负债率的限制，从而支持其扩大有效益的投资。同时，可考虑启动新一轮有效益的投资计划，前提是确保投资具有实际效益，避免无效投资。

四是建议以省为单位建立清欠账款响应机制，以系统化解决欠款问题。例如，省级财政部门可设立政府欠款信息直通系统，以便快速准确掌握当地企业被欠款的具体金额，避免依赖逐级摸底的方式。在此基础上，依据摸底数据确定清欠额度，给予专项债额度的支持，由中央在各省之间进行调剂。

2、中长期建议

一是从预算管理的角度来看，有必要建立债务预算和资本预算。目前，我国的债务额度由全国人大审批，但审批的仅是一个限额，具体债务资金的使用方向、还本付息计划以及债务形成的资产状况等信息缺乏明确规范。因此，需要通过债务预算来加以规范。同时，在债务形成资产后，还应构建资本预算，以明确资产的去向和用途。从流量赤字到存量债务，再到存量资产的盘活，这一过程对于优化资源配置具有重要意义。在扩大内需的背景下，通过盘活大量存量资产，可以增加政府收入，从而为扩大内需提供支持。

二是从长期机制来看，仍需改革财政体制，进一步上移事权和支出责任。落实三中全会要求，适当提高中央事权和支出责任的比例，避免地方政府“小马拉大车”。未来可先行将社会保障的事权和支出责任上移至中央政府，进一步完善社保体系，这对于缓解居民后顾之忧、提振消费也是非常有利的。

三是推动债务服务于经济发展，促进投融资匹配，实现国债、地方债和城投债各归其位。强调债务要更好地支持经济发展，关键在于做好投融资匹配。具体而言，收益属性应明确区

分：有收益的项目可对应城投债和专项债，而无收益的项目则对应国债和地方一般债，避免混淆三者关系。对于一些没有收益但目前仍通过专项债形式融资的项目，可以大胆提高一般债额度，压低专项债额度，以实现投融资匹配，确保各类债券各归其位。此外，还需关注期限结构的匹配以及投资方向的选择。

从宏观与金融市场角度对地方政府化债的分析

明明 中信证券首席经济学家

以下观点整理自明明在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第103期）上的发言

一、对地方隐性债务的总体认识

在当前宏观背景下，关税政策出现了显著变化，其对经济的冲击与以往有所不同。与2018至2019年期间关税提升幅度仅为15%左右相比，本次关税提升幅度大幅提高。在此背景下，为建立内循环并推动国内政策刺激，需要更大的政策空间，这与地方政府化债密切相关。同时，需关注近年来中国经济结构的变化。例如，去年实现的5%经济增长中，有1.5%来自出口，占经济总量的30%，显示出出口的高占比。在对冲关税冲击的背景下，今年需要在已有政策基础上进一步加力，持续推进相关措施，这是从宏观角度以及资产价格和金融市场角度需要考虑的问题。

首先，需明确地方债务尤其是地方隐性债务的定义。**其关键特征包括：融资主体为政府或企业，债务形成于法定债务限额之外，通过非正规融资渠道筹集，未纳入官方资产负债表，但需承担偿还责任，具有隐蔽性和非规范性。**从隐性债务的形成来看，其与土地财政及房地产市场周期密切相关。最近一轮房地产周期的顶点出现在2021年，地方政府土地出让金收入也于同年达到峰值。随后三年房地产市场的调整导致土地财政收入下降，地方政府债务尤其是隐性债务压力上升。因此，稳定房地产市场是重要的政策着力点。

在研究地方政府隐性债务问题时，需关注其传导过程。地方隐性债务虽未直接体现在政府预算中，但可能转化为政府财政负担，进而影响经济增长。一方面，政府财政支出是地方政府稳增长的重要渠道；另一方面，财政负担向金融体系传导的过程不容忽视。**地方政府债务的最终持有人多为金融机构，尤其是地方隐性债务与地方金融机构关联紧密，可能对地方金融体系乃至系统性金融体系造成冲击。**因此，地方隐性债务在资产价格和金融风险范畴内的传导渠道值得深入研究。从结构上看，地方隐性债务存在一些特点。其一，此前地方隐性债务存在“滚雪球”效应，利息高且期限短，导致许多地方政府依赖借新还旧来维持周转，利息负担逐年增加。这不仅挤压了正常财政支出，还影响了财政资源的合理配置。从区域分

布来看，地方隐性债务可能加剧区域发展差距。经济薄弱、债务率较高的地区往往债务负担更重。若不积极化解地方政府债务，可能进一步加剧区域发展的不均衡。

从宏观和资本市场角度而言，地方政府债务，尤其是隐性债务问题，已成为市场预期的重要影响因素。近年来，无论是国内还是国外的学术研究与市场分析，均高度关注中国地方政府隐性债务问题。该问题的处理速度与效率对市场预期产生显著影响。例如，2024年9月24日及10月份出台的一系列政策，特别是11月份推出的“6+4+2”中长期地方隐债化解政策组合，得到了资本市场的积极回应，因为这些政策改变了市场预期。地方政府隐性债务问题虽本质上属于财政范畴，但在当前外部冲击背景下，对宏观经济以及实现全年5%的经济增长目标具有重大意义。此外，地方隐性债务不仅是财政问题，还涉及重要金融问题。例如，隐性债务通过与资产价格和房地产价格的相关性，影响房地产市场预期；通过市场预期渠道，影响资本市场，如股票市场；甚至可能通过财政与金融的关联，对金融机构，尤其是地方金融机构产生影响。因此，本文第一部分将重点阐述对地方隐性债务的总体认识，特别是从宏观和金融角度的分析。

二、今年化债进度的影响

2024年发行了2万亿元的化债特殊再融资债券，发行进度较快。尽管总体额度与去年持平，但发行节奏明显不同，呈现出早发行、早发力的特点，对第一季度经济增长形成了有力支撑。因此，第一季度GDP增速达到5.4%，明显超出市场预期（年初预期略高于5%），这与积极化债和财政政策的有力支持密切相关。从不同区域来看，目前已发行的1.4万亿元占总额度的70%。部分省份如江苏、浙江和内蒙古的发行规模与去年基本相当，这意味着其发行计划已接近完成。然而，湖南、贵州和安徽等省份的发行进度相对较慢，预计在二季度将加速推进。从政策效果来看，这一举措显著缓解了政府平台的现金流压力。特别是在宏观利率下行背景下，地方政府债务的付息成本得到了大幅节约。例如，仅从城投债付息角度来看，每年节约的成本就高达800亿元以上，显示出政策的规模效应较为显著。

三、关于融资平台转型与政府化债的未来分析

在研究化债与发展相互促进的过程中，首先需要动态调整债务高风险地区的名单，并支持开拓新的投资空间。然而，在化债与发展过程中，仍面临诸多挑战，任务艰巨。为此，需重点关注以下几个方面的问题。

1、许多平台公司因长期承担政府融资功能，与政府之间形成了较为稳定的关系，这种关系具有一定的长期性和习惯性。当前，通过债务置换虽降低了短期偿债压力，但本质上仍是“时间换空间”，即通过地方专项债和特殊再融资债实现借新还旧的显性化，以显性公开债替代隐性债务。然而，从实质债务规模来看，削减程度相对有限。更重要的是，如何构建长期稳定的地方政府收入现金流是关键问题。**短期债务负担虽已缓解，但长期来看，需解决地方政府的“造血”问题，即探讨新的经济发展驱动力。**从这一角度出发，可提出不同的建议或路径。

2、从中国经济结构的整体视角来看，未来的发展方向必然是创新发展与高质量发展。在此背景下，**城投平台的转型应如何与高质量发展和先进生产力相结合，成为一个紧密相关的课题。**其中，最重要的解决路径之一是通过资本市场。此外，还需通过优化和强化国有企业，增加国有企业的分红，以此来解决地方政府的收入缺口问题。

3、**应重新梳理中央与地方的事权与财权匹配，通过增加地方税种和地方财政收入来解决收支缺口问题。**地方政府债务的产生，从源头上讲是由于收支不匹配，即刚性支出较大而收入较少，长期来看必然导致债务累积。因此，从根本上解决问题，还需着眼于收支平衡，尤其是增加地方财政收入。

4、中长期的趋势和展望。地方政府债务化解及债务清理清偿是一项中长期任务，难以一蹴而就。当前规划至2027年，需关注经济周期叠加问题。地方政府债务化解周期与以往有所不同，例如外部冲击，如关税冲击，是过去未曾经历的。特朗普政府的关税政策对全球普遍征收，其未来走向难以预测。**从更广泛的视角来看，关税问题背后是美国的政策问题，其核心是财政问题。**特朗普政府面临高通胀、高利率和高债务的宏观环境，与2017年、2018年的低通胀、低利率和相对较低债务环境不同。同时，该政府还计划压降财政赤字比例，并承诺实施大规模减税政策，这加剧了收支矛盾。其可能的解决方法是通过外部手段解决内部问题，但全球资本市场认为这一政策可能失败，因为它面临诸多结构性矛盾。例如，若要同时实现贸易均衡与财政平衡，可能会冲击美元的全球货币地位、美元币值及美债稳定性。近期美债利率大幅上升，已对美国经济造成较大冲击。每个国家的宏观经济及内外均衡背后都涉及财政平衡问题。未来展望应从宏观角度和金融角度分析地方政府债务化解问题。

从宏观角度来看，今年财政仍有进一步扩张的必要性和空间。鉴于当前关税冲击幅度可能超出去年年底和今年年初的理论测算的20%关税，目前关税水平可能高达100%、145%甚至更高，这使得原有估算假设发生变化，进而意味着政策规模和空间可能需要进一步扩大。

在财政金融配合方面，首先需加强财政政策与货币政策的协调配合。此外，今年一项重要政策是通过发行特别国债对大型国有商业银行进行注资，这有助于维护金融稳定，支持主要国有银行进一步稳定经济增长，发挥金融对实体经济的支持作用。然而，地方政府存量债务和隐性债务对地方金融机构资产负债表影响较大，因此可考虑通过地方专项债或其他地方债务对地方中小银行进行注资，作为财政金融配合化解地方债务和隐性债务的解决方案。从中长期来看，需建立地方政府债务的长效管控机制。具体措施包括加强预算管理、完善监测体系、建立统一监测口径，以及推进央地关系改革和整体财税体制改革，这些措施均与地方政府债务管控密切相关。

当前，各平台均在探讨转型路径，成功转型的标准尚在摸索之中。近期对安徽合肥的调研发现，合肥政府在资本市场和创投投资方面积累了丰富的丰富经验。合肥的平台通过一级市场投资，实现了良好的资产回报和收益率曲线。通过市场化筛选机制，选择优秀的管理人对未上市的高科技和制造业企业进行投资，不仅促进了平台的长期发展和转型，还推动了地方经济的发展和产业升级。近年来，合肥推出了一系列创投企业，实现了平台转型与地方经济发展的双赢。

关于“退平台”问题，平台的解决方式主要有两种：转型和退出。过去一年中，约有300多家平台退出，但整体平台数量达4000多家，因此未来“退平台”的任务依然艰巨。“退平台”的本质在于脱离政府信用，推动城投平台向市场化主体转型。然而，目前观察到的情况显示，行政化推动力量更为明显，市场化转型的力度相对较弱。下一步，在城投平台转型中，需进一步推动市场化转型，并做好应对未来市场波动冲击的政策储备。在城投平台转型和退出过程中，未来城投可能出现进一步分化，强城投与弱城投在资质、市场认可度和融资成本方面将出现显著差异。过去，在金融市场上，投资者常采用“下沉”策略，选择弱势城投以获取较高票息。然而，随着城投平台退出和转型的推进，以及城投与政府信用的彻底剥离，城投将逐步分化。对于弱资质城投，需提示市场风险。从投资机构和市场监管机构的角度来看，如何控制、把握和规避风险，将是城投转型过程中不可或缺的课题。



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1104
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:

