



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第96期）

地方债务化解成效、挑战与展望

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

2024年12月



CMF宏观经济热点问题研讨会（第96期）

地方债务化解最新进展、问题与展望

报告人：袁海霞

2024年12月27日

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

承办单位：中国人民大学经济研究所

■ 近期增量财政政策注重总量发力与结构调整，“6+4+2”化债组合拳是“重头戏”

近期宏观政策尤其是财政政策发力逻辑将直接作用于三个部门资产负债表的修复，有利于缓解地方流动性压力，释放地方活力和积极性；但更需要关注到其背后意图，即对于推动深层次体制变革、央地关系重塑、政府职能转变、地方行为模式与激励体系根本性改变的决心

一次性增加6万亿元地方债务限额置换存量隐性债务

为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施、2024—2026年每年2万亿元



从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元

2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还

三项政策协同发力，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元；五年累计可节约6000亿元左右利息

其他增量财政政策

- 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升抵御风险和信贷投放能力，服务实体经济发展
- 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；专项债可支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房
- 加大对重点群体的支持保障力度，针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力
- 中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，将继续积极利用可提升的赤字空间
- 专项债发力：扩大专项债发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例
- 支持两新：加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模
- 加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度

1. 化债基调发生重大转变，从“在化债中发展”转向“在发展中化债”

党的二十届三中全会：建立防范化解隐性债务风险长效机制

在化债中发展

在发展中化债

政策基调：

化债中发展
→
发展中化债

网传“一揽子化债”
文件要点

政策优化
范围扩大
时限延长

蓝部长：
“四个转变”

2023.11 中央金融工作会议		2023.12 中央经济工作会议		4.30 政治局会议		7.30 政治局会议		9.26 政治局会议		10.12 国新发布会		11.4-8 人大常委会		12.9/12.12 政治局会议/中央 经济工作会议	
全面加强金融监管，有效防范化解金融风险； 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，优化中央和地方政府债务结构 —— 首提建立地方债务长效机制		1.坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节 2.持续有效防范化解重点领域风险， 统筹好地方债务风险化解和稳定发展 ，经济大省要真正挑起大梁 —— 分区差异化侧重化债与发展		1. 靠前发力有效落实已经确定的宏观政策 ，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策 2.及早发行并用好 超长期特别国债 ，加快专项债发行使用进度 3.深入实施地方债务风险化解方案， 确保债务高风险省份和市县既真正压降债务又能稳定发展 —— 全面关注化债与发展的平衡		1.宏观政策要 持续用力、更加给力 ，及早储备并适时推出一批增量政策举措 2. 加快专项债发行使用进度 ，用好 超长期特别国债 3.完善和落实 一揽子化债方案 ，创造条件加快化解地方融资平台债务风险 —— 稳增长置于防风险前		1. 努力完成全年经济社会发展目标任务 2.加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出 3.发行使用好 超长期特别国债和地方政府专项债 ，更好发挥政府投资带动作用 —— 未再强调化险		1. 化债及时雨 ：拟一次性增加较大规模地方债务额度置换隐债 2.支持补充大行资本金、房地产止跌回稳 3.中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间 —— 通过一次性大规模解决地方债务问题腾挪地方发展空间		“6+4+2”组合拳 置量隐债为发展腾挪空间		1.实施 更加积极有为 的宏观政策 &更加积极的 财政政策 &适度宽松的 货币政策 2.重点领域风险防范中 对于地方债务风险未再次着墨 —— 债务问题已前置统筹安排，政策重点聚焦稳增长	
2023.9 35号文		2023.12 47号文		2024.2 14号文		2024.7 134号文		2024.9 150号文							
实施“名单制”管理，划定12个重点省份，支持重点省份融资平台 今明两年 债务存量化解		要求“ 砸锅卖铁 ”全力化解地方债务风险，在风险降至中低水平之前， 严控新建政府投资项目 ，严格清理 规范在建项目		拓展重点化债区域范围， 剩余19省份 可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以 地级以上市 为主		1、化债窗口延长至2027年6月 2、 双非债务 均被允许进行置换和重组，但不包括民间借贷、企业拆借、定融 3、 不允许新增1年以内的境外债 ，境外债可用境内债来做借新还旧		1、退平台不晚于2027年6月末，逾期未退出将由省级政府认定并向主管部门申请退名单 2、 退平台应征得2/3债权人同意 ，不同意的债权人应出具证据（企业还有隐债、还承担政府融资职能），并由地方政府审核判定 3、退名单后能否新增发债额度，需监管部门研判审核							
应急处置 点状式排雷 隐性债务、法定债务“双轨”管理 侧重于防风险						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									

2. 强调底线原则，严守财经纪律，债务全口径监管以及隐债“零容忍”

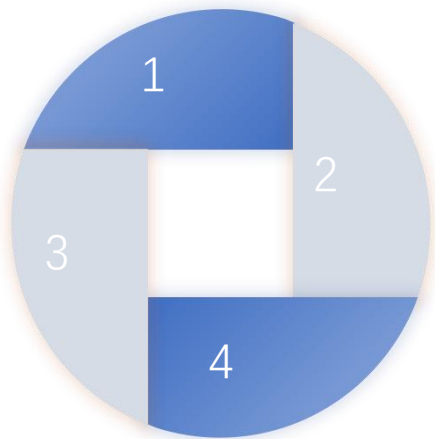
通过**地方政府债券**置换不改变地方偿还的主体责任，有助于防范道德风险、避免强化“中央兜底”预期，是严守财经纪律底线的体现；
债务严监管不变，强调底线原则，债务全口径监管以及隐债“零容忍”

■ 监管口径更全

健全信息共享和监管协同机制，把**地方政府显性债务、隐性债务、融资平台债务、国企债务**纳入**全口径监测**，透明监管、动态分析、及时预警、防范风险

■ 预算约束更强

将**不新增隐性债务**作为**“铁的纪律”**，坚决堵住地方违法违规举债的途径，对未纳入预算安排的政府支出事项和投资项目一律不得实施，避免“一边化债、一边新增”，巩固化债成果



■ 监管问责更严

从事后“救火补漏”向事前“防患于未然”延伸，增强债务管理的有效性和前瞻性，继续严格落实**违规举债问责机制**

■ 重视地方债务的多方监管与风险防范

加强人大对政府债务管理情况、融资平台公司债务监测及改革转型等情况的监督，**压实债务管理多方责任**

3. 让中央担纲起更多发展任务，分年实施减轻对金融市场冲击

让中央担纲起更多外部性、全局性、战略性的发展任务
以更高的宏观成本支撑全局发展

分年度实施减轻一次性集中大规模置换对金融市场的冲击
同时给地方资金安排使用留出一定空间

两重	两新
国家重大战略实施和重点领域安全能力建设 - 科技研发 - 绿色智能数字基础设施 - 农村转移人口市民化配套的就业、教育、医疗、住房、养老等公共保障体系 - 高标准农田建设 - 绿色产业体系 - 能源原材料重点领域 	大规模设备更新和消费品以旧换新 - 重点行业设备更新改造 - 建筑和市政基础设施领域设备更新 - 交通运输设备和老旧农业机械更新 - 汽车以旧换 - 家电产品以旧换新 - 家装消费品换新
十四五规划	新质生产力建设
	现代产业体系建设
	

年份	2024 (已发行完毕)	2025	2026	2027	2028	2029年及以后	合计
一次性债务置换额度 (特殊再融资专项债)	2	2	2	/	/	/	6
每年新增限额中安排额度 (特殊新增专项债)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	/	4
2029年及以后年度到期的棚改隐性债务自然到期	/	/	/	/	/	2	2
合计	2.8	2.8	2.8	0.8	0.8	2	12

4. 大幅减轻地方流动性压力，释放增量地方财政空间，为发展腾挪出资源和时间

大幅减轻地方化债压力，并且优化地方债务结构、降低付息成本

11月以来除广东、上海外29省发行用于置换隐债的特殊再融资专项债额度，江苏居首、北京最少

减轻化债包袱有利于激发地方活力，腾挪更多空间用于经济转型发展的关键领域和民生领域补短板

2023年末全国隐性债务余额

14.3万亿元

2024年

2万亿+0.8万亿

2025年

2万亿+0.8万亿

2026年

2万亿+0.8万亿

2027年

0.8万亿

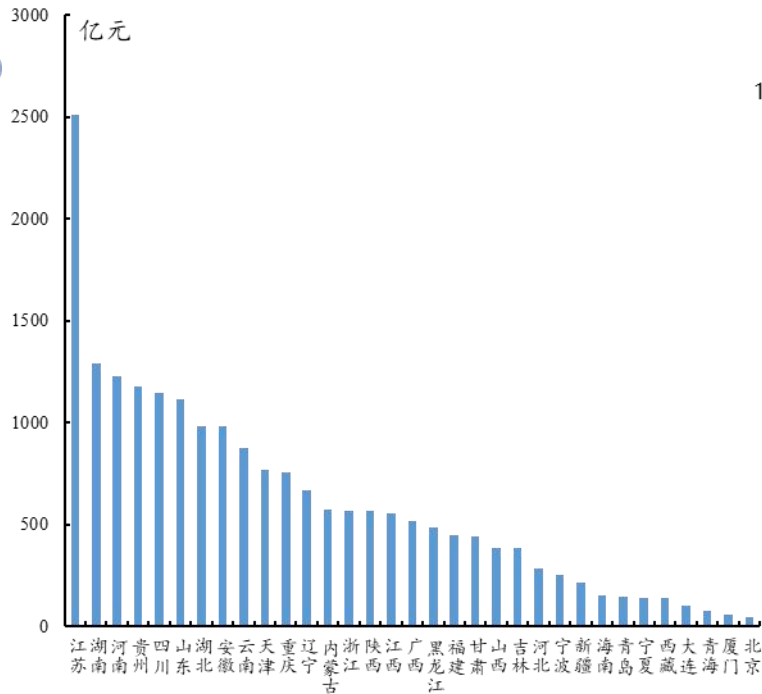
2028年

0.8万亿

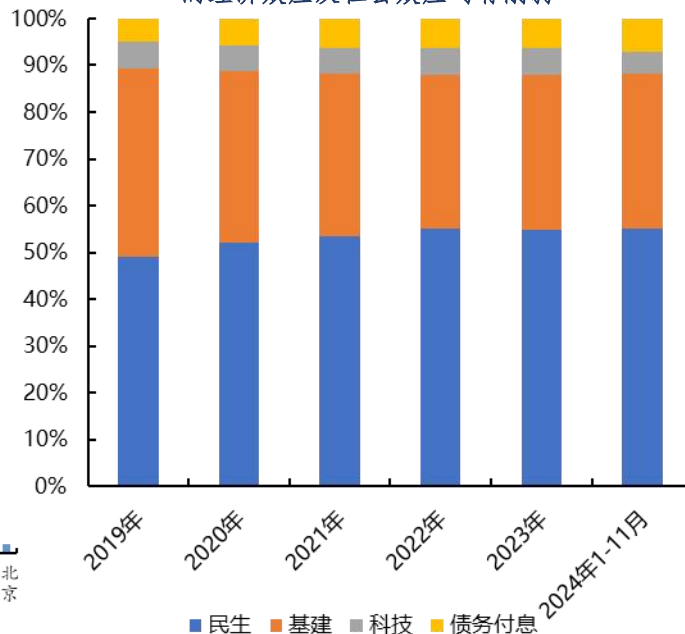
2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还

2028年前地方需消化的隐性债务 2.3万亿元

五年累计节约利息6000亿

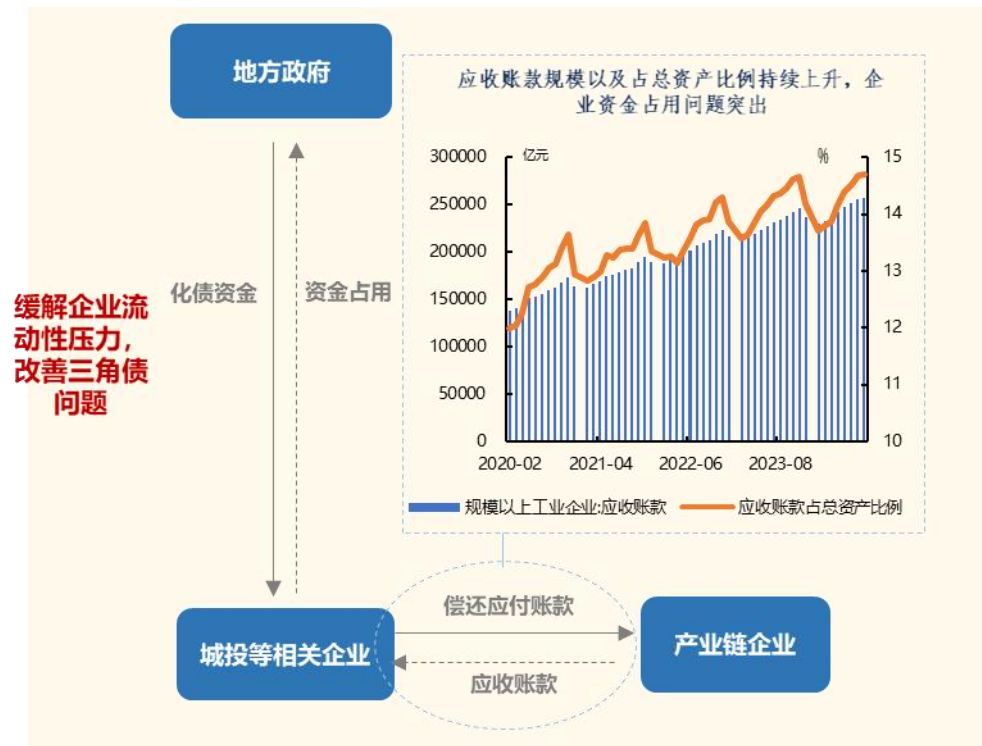


债务付息支出占比逐步上升，对地方流动性、支出的经济效应及社会效应均有削弱

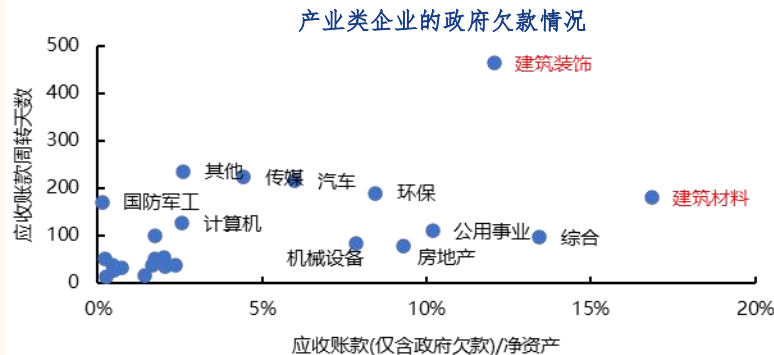
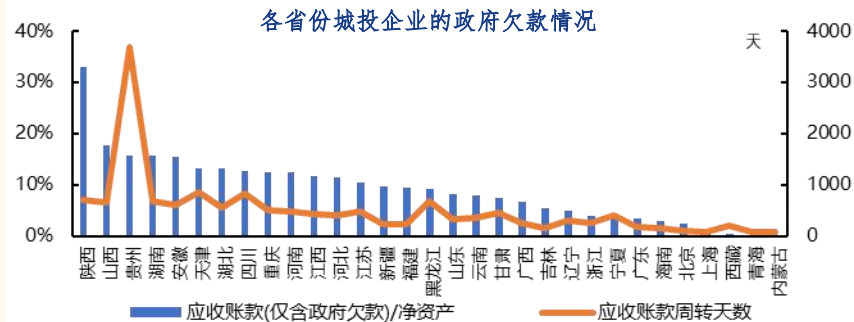


5. 化债方案将对部分行业产生积极影响，尤其利好城投、建筑类等相关性较高的行业

本次化债方案将对城投及相关企业产生积极影响



有利于缓解相关企业流动性压力 对城投、建筑类等相关性较高的行业形成一定利好作用



注：以发债企业为样本，各行业/省份数据为样本均值；由于数据可获得性，应收账款周转天数包括政府欠款及非政府欠款

为什么发生调整？

化债取得阶段性成效，债务增速回落、结构优化、成本下行，风险阶段性缓释

情绪改善

2024年以来各省交易利差全面收窄
重点区域收窄幅度较大

省份	2023年8月以来交易利差压缩幅度	2024年以来交易利差压缩幅度	2023年12月末至2024年6月末全部城投债交易利差变化
贵州	(23.8, 0.0)	(4.1, 0.1)	
贵州	(24.8, 0.0)	(2.3, 0.0)	
宁夏	(4.3, 0.0)	(1.0, 0.0)	
云南	(19.2, 0.0)	(1.5, 0.0)	
广西	(1.4, 0.0)	(1.4, 0.0)	
黑龙江	(2.6, 0.0)	(1.0, 0.0)	
辽宁	(2.3, 0.0)	(0.9, 0.0)	
吉林	(2.7, 0.0)	(0.1, 0.0)	
重庆	(1.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
陕西	(1.8, 0.0)	(0.9, 0.0)	
山西	(1.7, 0.0)	(0.7, 0.0)	
四川	(1.2, 0.0)	(0.0, 0.0)	
海南	(1.0, 0.0)	(0.7, 0.0)	
天津	(3.0, 0.0)	(0.2, 0.0)	
湖南	(1.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
甘肃	(1.4, 0.0)	(0.0, 0.0)	
河南	(1.8, 0.0)	(0.0, 0.0)	
河北	(1.7, 0.0)	(0.0, 0.0)	
江西	(1.2, 0.0)	(0.0, 0.0)	
湖北	(0.0, 0.0)	(0.1, 0.0)	
山西	(1.2, 0.0)	(0.0, 0.0)	
西藏	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
安徽	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
福建	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
江苏	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
浙江	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
北京	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
内蒙古	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
广东	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	
上海	(0.0, 0.0)	(0.0, 0.0)	

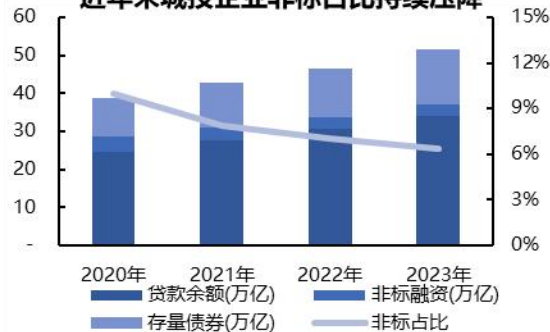
增速回落

根据中诚信国际统计口径
一揽子化债下地方广义债务增速明显回落

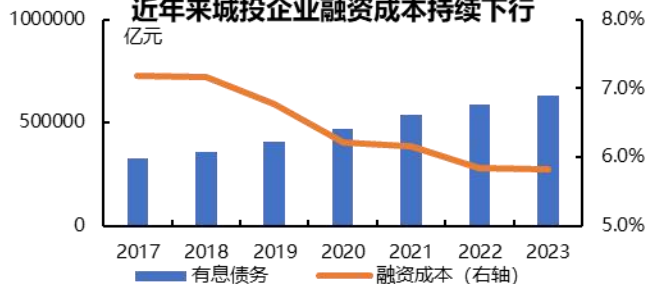


结构优化

近年来城投企业非标占比持续压降



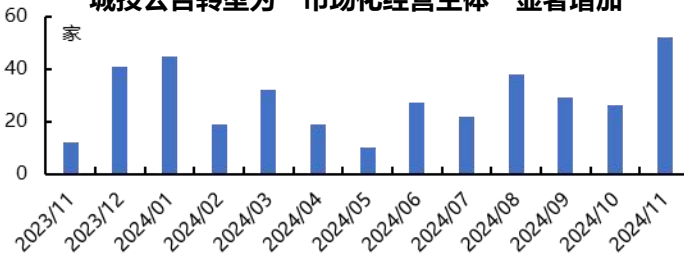
近年来城投企业融资成本持续下行



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

成本下行

城投公告转型为“市场化经营主体”显著增加



注：此图城投样本为中诚信国际口径下广义城投主体，包括基投、公用、综合三类

转型加速

“控增化存”
以时间换空间
以低息换高息

目前债务化解
更多以改善结构为主，
总量仍在增长

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

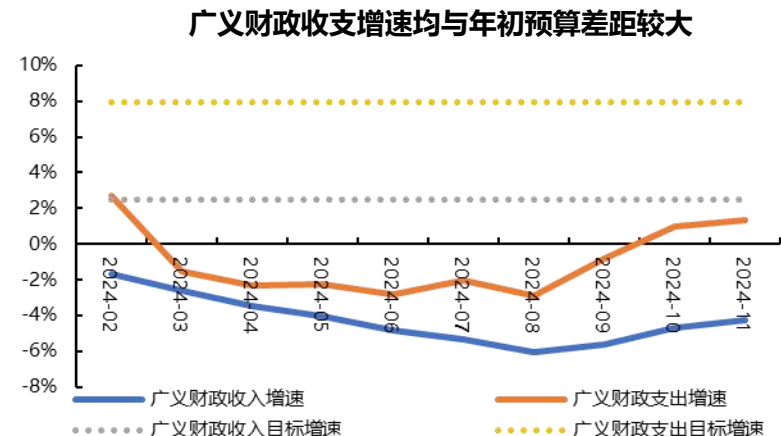
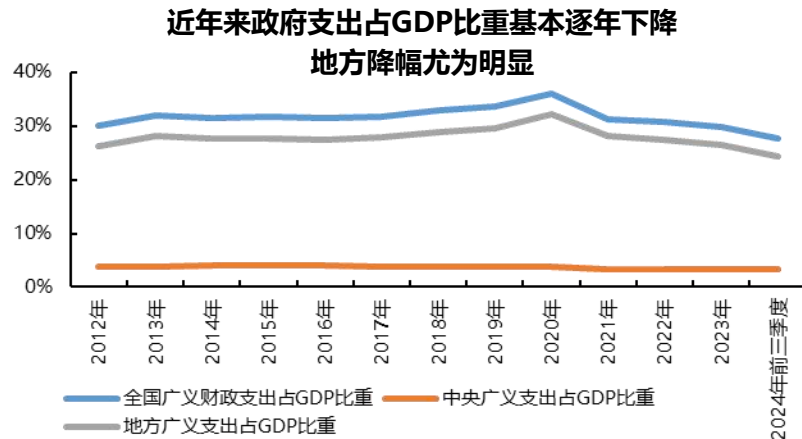
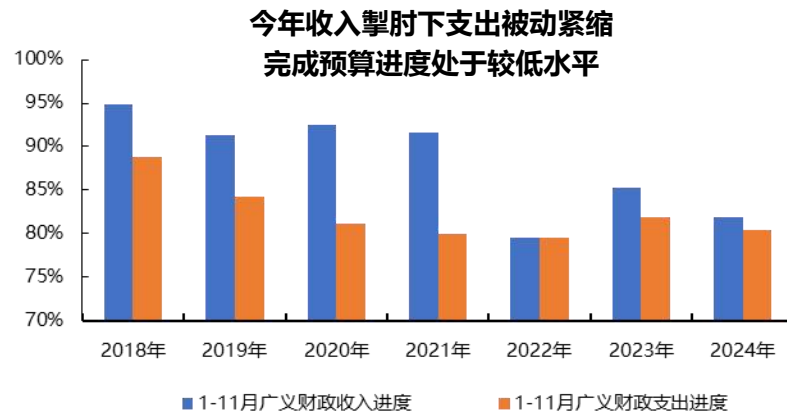
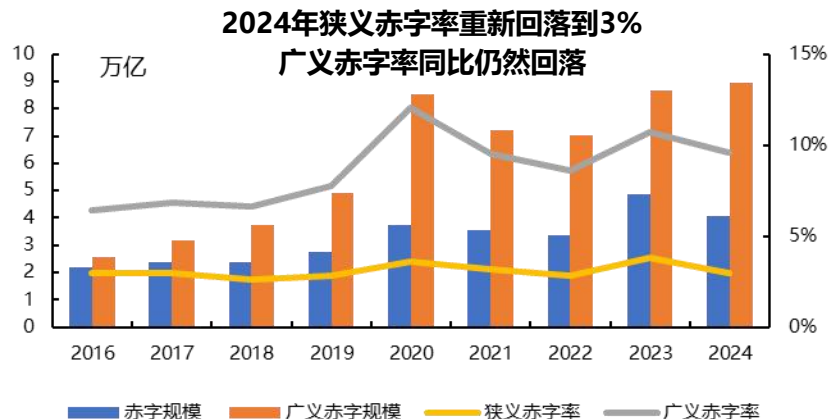
重点化债地区2024年投资目标增速降幅均值较其他省份降幅均值高出约**0.8个百分点**，经济大省降幅高于非重点省份整体

	2023年GDP目标增速 (%)	2024年GDP目标增速 (%)	2023年固定资产投资增速 (%)	2024年固定资产投资目标增速 (%)	GDP增速目标变化幅度 (pct)	固投增速目标变化幅度 (pct)
非重点省份 (均值)	6.1	5.7	8.1	7.0	-0.4	-1.4
6个经济大省 (均值)	5.3	5.3	7.5	5.6	0.0	-1.6
西藏	8	8	13	13	0	0
海南	9.5	8	12	10	-1.5	-2
山西	6	5	7	10	-1	3
新疆	7	6.5	11	10	-0.5	-1
安徽	6.5	6	10	7	-0.5	-3
河南	6	5.5	10	7	-0.5	-3
河北	6	5.5	6.5	6	-0.5	-0.5
浙江	5	5.5	6	6	0.5	0
福建	6	5.5	6	5	-0.5	-1
湖南	6.5	6	7	5	-0.5	-2
广东	5	5	8	4	0	-4
江西	7	5	8	3	-2	-5
北京	4.5	5	4	/	0.5	/
湖北	6.5	6	10	/	-0.5	/
江苏	5	5	/	/	0	/
山东	5	5	6	5.2	0	0.8
陕西	5.5	5.5	8	/	0	/
上海	5.5	5	5	/	-0.5	/
四川	6	6	/	/	0	/
重点省份 (均值)	5.7	5.5	8.2	6.5	-0.2	-2.2
内蒙古	6	6	10	15	0	5
辽宁	5	5.5	10	10	0.5	0
黑龙江	6	5.5	8	7	-0.5	-1
甘肃	6	6	10	6	0	-4
宁夏	6.5	6	10	6	-0.5	-4
贵州	6	5.5	5	4.5	-0.5	-0.5
重庆	6	6	10	4	0	-6
广西	5.5	5	8	3	-0.5	-5
吉林	6	6	7	3	0	-4
青海	5	5	/	/	0	/
云南	6	5	9	/	-1	/
天津	4	4.5	3	正增长	0.5	/
合计 (均值)	6.0	5.6	8.1	6.8	-0.3	-1.7

重点化债地区2024年前三季度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增速变化幅度 (pct)	固投增速变化幅度 (pct)
非重点省份 (均值)	5.5	6.2	4.9	5.0	-0.7	-1.2
6个经济大省 (均值)	5.5	4.6	5.1	2.5	0.4	-2.2
西藏	9.8	57.5	6.2	20.6	-3.6	-36.9
湖北	6.0	5.5	5.7	6.0	-0.3	0.5
江苏	5.8	5.7	5.7	2.4	-0.1	-3.3
山东	6.0	5.5	5.6	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	6.2	-0.6	-2.9
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	5.3	1.9	-1.2	-1.3
北京	5.1	5.9	5.1	7.8	0.0	1.9
河北	5.2	6.3	5.0	6.6	-0.2	0.3
河南	3.8	1.8	5.0	6.7	1.2	4.9
江西	3.4	-11.2	4.7	4.3	1.3	15.5
上海	6.0	25	4.7	6.7	-1.3	-18.3
陕西	2.4	-8.7	4.6	3.7	2.2	12.4
湖南	4.0	-4.9	4.5	2.3	0.5	7.2
广东	4.5	3.1	3.4	-3.4	-1.1	-6.5
海南	9.5	4.3	3.2	5.9	-6.3	1.6
山西	4.5	-6.8	1.8	2.0	-2.7	8.6
重点省份 (均值)	5.2	-2.3	4.6	1.4	-0.7	-3.7
内蒙古	7.2	26.2	7.6	11.0	0.4	-15.2
甘肃	6.6	6.7	6.0	2.6	-0.6	-4.1
重庆	5.6	3.6	6.0	1.8	0.4	-1.8
贵州	4.8	-4.9	5.2	0.0	0.4	4.9
辽宁	5.3	3.9	4.9	4.8	-0.4	0.9
宁夏	6.4	7.2	4.9	5.4	-1.5	-1.8
天津	4.6	-20.8	4.7	4.2	0.1	25.0
吉林	5.8	-2.4	4.1	1.4	-1.7	3.8
广西	3.9	-13.2	3.6	-7.9	-0.3	5.3
云南	4.4	-8.8	3.0	-11.4	-1.4	-2.6
青海	5.6	-7.9	2.5	0.7	-3.1	8.6
黑龙江	2.6	-16.6	2.3	4.4	-0.3	21.0
总计 (均值)	5.4	2.9	4.7	3.6	-0.7	-0.7

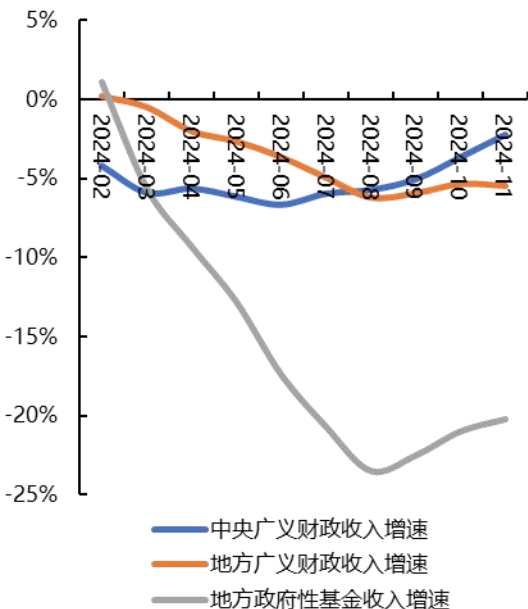
2. 土地财政弱化及化债约束下财政支出偏慢，“财政加速器”作用仍待发挥



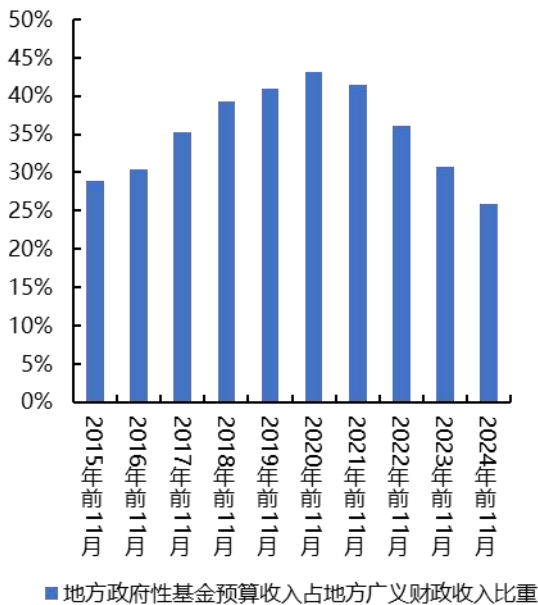
3. 地方财政矛盾较为突出，叠加化债地方流动性压力进一步加大

» 受经济修复动能减弱、房地产市场持续调整、土地市场低迷等多重因素影响，今年以来地方财政收入持续承压。地方政府在“三保”支出和债务化解中面临多重压力，多地提出“砸锅卖铁”处置国有资产，部分地区表示“财政平衡难度逐年加大”，化债压力倒逼下民生保障支出有可能被挤占压缩；此外，地方债务付息压力仍然突出，并呈现一定利息本金化现象，进一步加大流动性压力

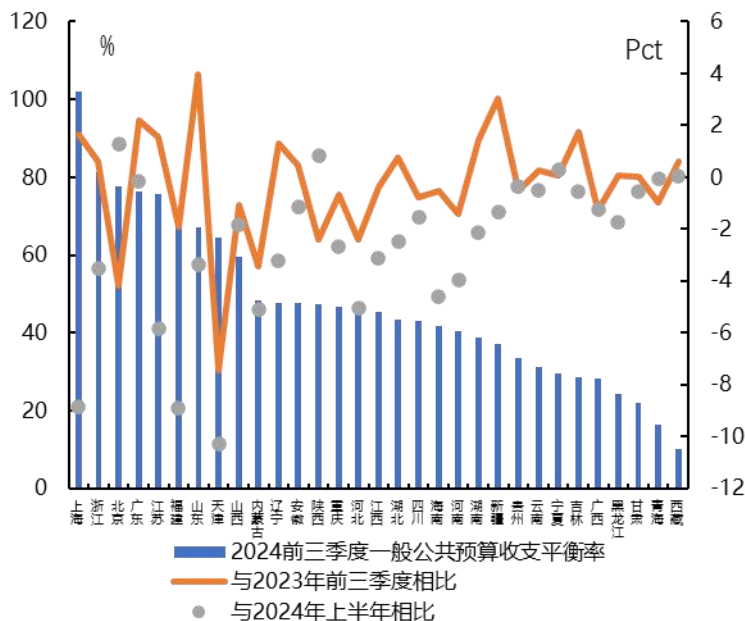
今年以来地方财政收入持续承压
政府性基金预算收入深度下跌
1-11月累计同比下滑18.4%



地方政府性基金预算收入占地方广义财政收入
比重下滑至26%，为同期历史最低水平



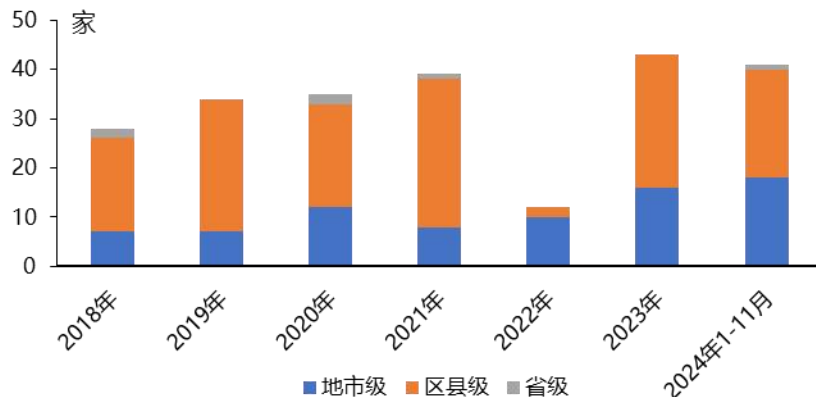
超四成省份（15省）财政平衡率同比回落
超六成省份财政平衡率在50%以下
(2024前三季度)



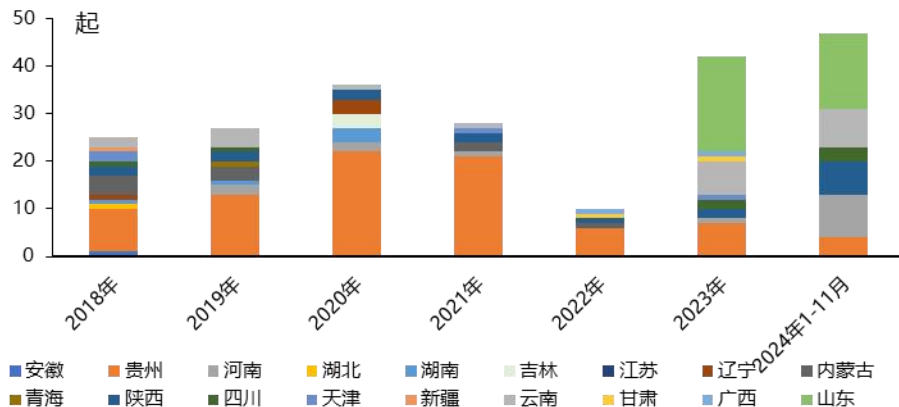
注：广义财政收入指一般公共预算收入及政府性基金预算收入合计

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

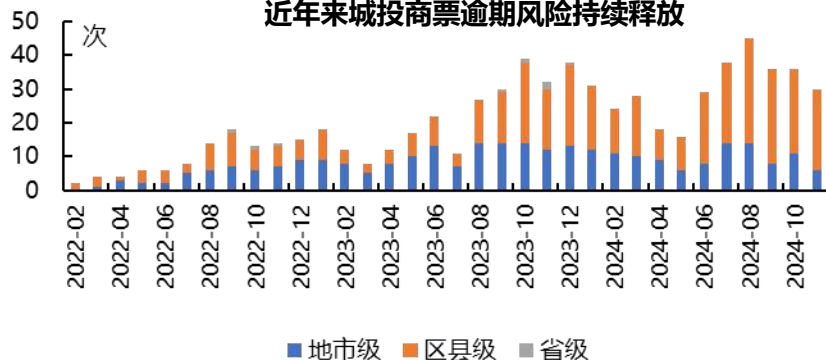
2024年1-11月城投非标违约集中在市县级



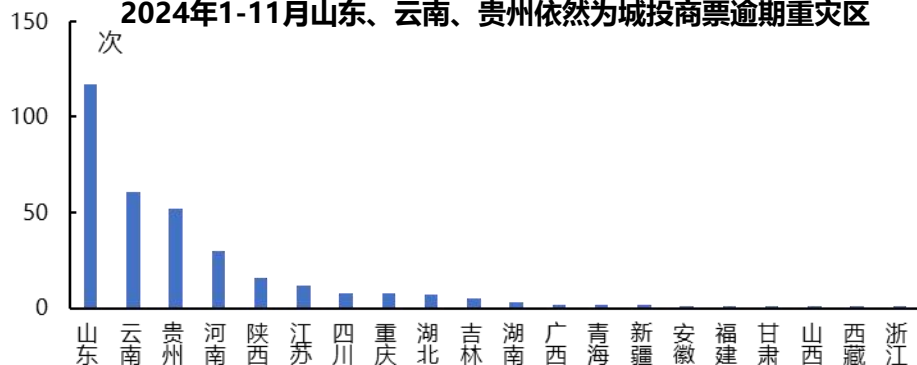
2024年1-11月山东、云南、河南、陕西非标违约仍然多发



近年来城投商票逾期风险持续释放



2024年1-11月山东、云南、贵州依然为城投商票逾期重灾区



化债循环是否会持续？——关键在于三个深层次问题

我国自2015年以来连续推出若干轮化债，但仍然没有彻底解决债务问题。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，但最终效果及持续性仍然取决于深层次问题的进一步理顺，这是避免陷入“周而复始”化债循环的核心关键

	化债政策	时间	工具	规模	区域	置换对象
1	三年大规模置换	2015-2018年	置换债	12.2万亿元	除西藏外的30省	非债券形式的存量债务
2	建制县化债试点	2019年	置换债	1579.23亿元	贵州、湖南等7省	
3	全域隐债清零试点	2020年12月-2021年9月	特殊再融资债	6128亿元	辽宁、重庆、天津等26省	偿还建制区、市本级债务
		2021年10月-2022年6月	特殊再融资债	5041.80亿元	北京、广东、上海	搭配全省隐债化解计划实施
4	“一揽子”化债	2023年10月以来	特殊再融资债、特殊新增专项债	2.2万亿+1.2万亿	全国31省	存量政府债务+拖欠企业账款
5	新一轮大规模置换	2024年11月以来	特殊再融资债、特殊新增专项债	6万亿+4万亿	除上海、广东外29省（江苏居首、北京最少）	隐性债务，部分额度或腾挪的空间可偿还拖欠企业账款

……化债循环化债？

化债“6+4+2”组合拳

短期需关注的三个问题

- 大规模政府债券供给下的市场承接能力
- 大量债务利息和政府欠款问题的博弈难题
- 释放出的增量财政空间的投向和效率

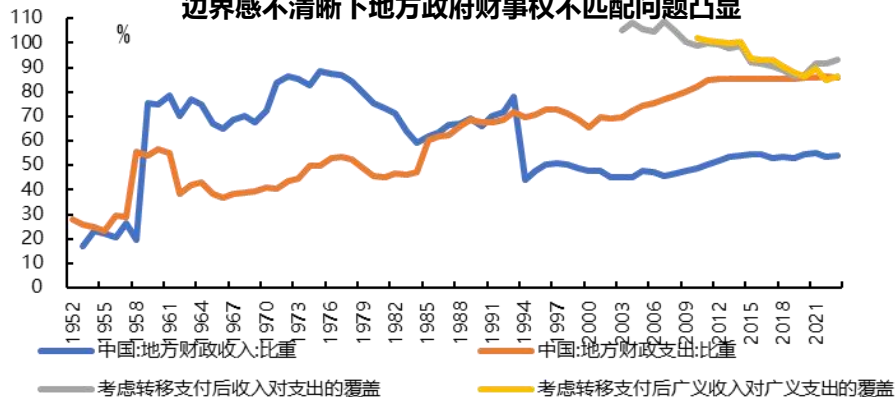
三个深层次问题待理顺

- 央地关系待进一步理顺，地方财政持续承压
- 双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约
- “债务-资产”转化受限，重点关注效率问题

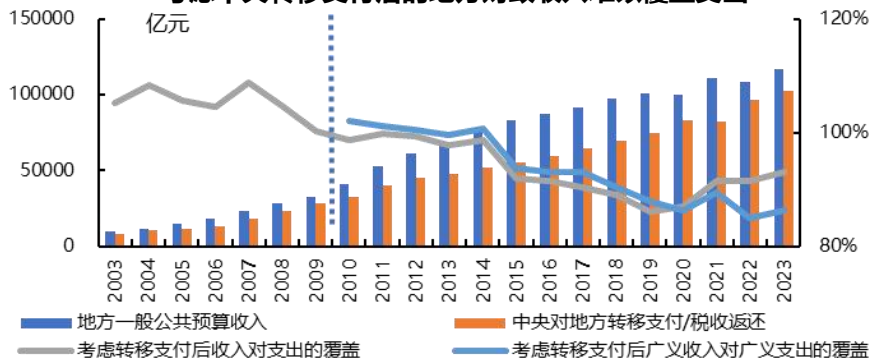
1. 央地关系待进一步理顺，地方财政持续承压



分税制改革后央地财事权结构逆转，边界感不清晰下地方政府财事权不匹配问题凸显



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



注：广义财政收入指地方一般公共预算收入及地方政府性基金预算收入合计

2. 双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约

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

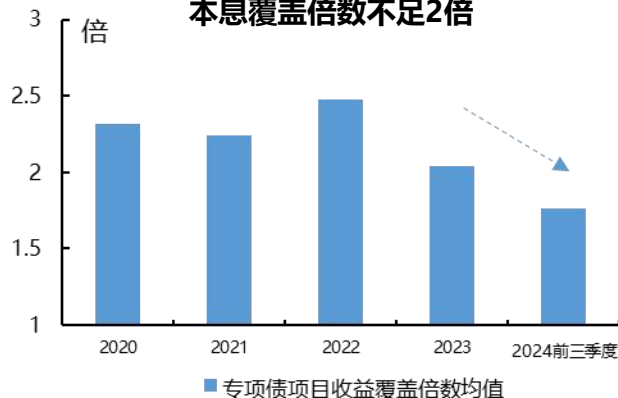


“要强化正向激励，激发干事创业的内生动力。切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事”——2024年中央经济工作会议

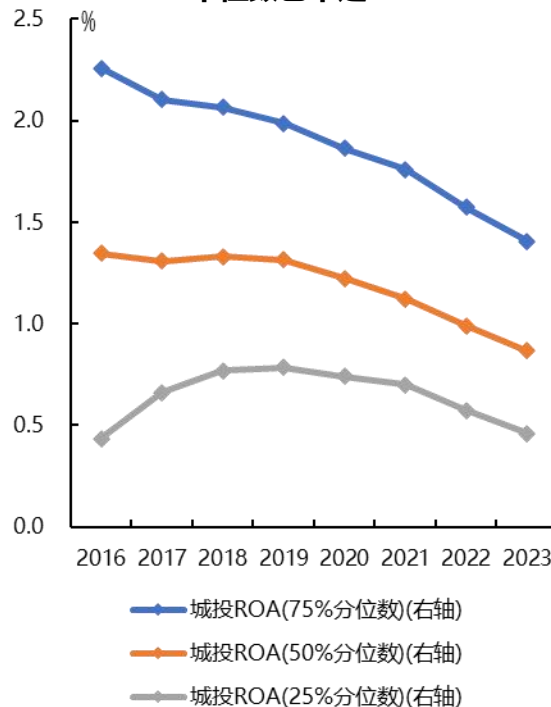
“然而，如果要提高政府效率，还需要进行另一种类型的放松管制。人们指责官僚机构对私营部门监管过度，但官僚机构本身其实就受到过度监管”——弗朗西斯·福山《一封给埃隆·马斯克的信》

3. “债务-资产”转化整体受限，关注效率问题

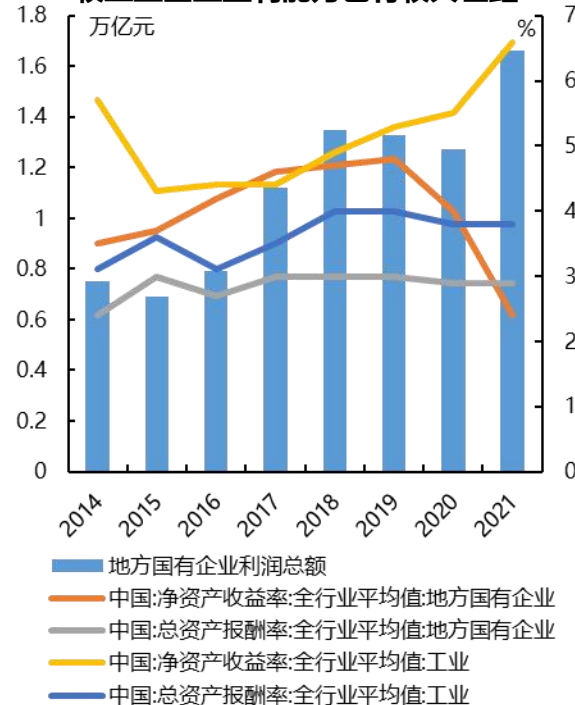
地方政府专项债资金效率仍待进一步提升
项目收益偏低且有所走弱，前三季度**约七成**项目
本息覆盖倍数不足2倍



城投资产收益率整体较低且逐年下降
中位数已不足1%



地方国企资产快速扩张但盈利能力持续走低，
较工业企业盈利能力也有较大差距



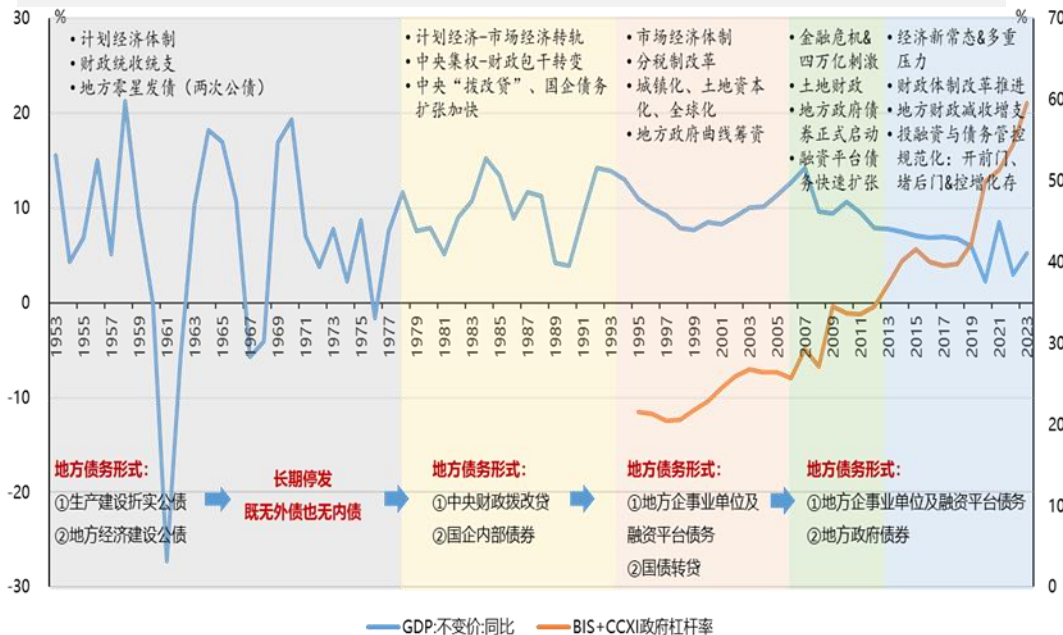
《国务院关于中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》

- 2019年：503.67亿元新增专项债券资金闲置
- 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217亿元专项债券资金闲置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，截至2023年底，其中522个项目279.24亿元

■ 地方债务是个宏观问题，正确认识化债并不等于消除债务，应坚持在发展中化债

正确认识政府债务合理扩张的积极作用

我国地方债务演变与经济发展、财税体制改革等密切相关，政府适度举债对于补充建设资金、缓解政府收支矛盾、促进经济社会发展具有重要意义



正确认识化债不等于消除债务，而是保持可持续滚动

化债并不意味着完全消减债务或债务归零，而是建立与经济发展水平、政府财力相适宜的举债规模与结构



注：我国政府部门杠杆率数据自2015年及以后年份采用中诚信国际口径，此前为BIS统计口径。

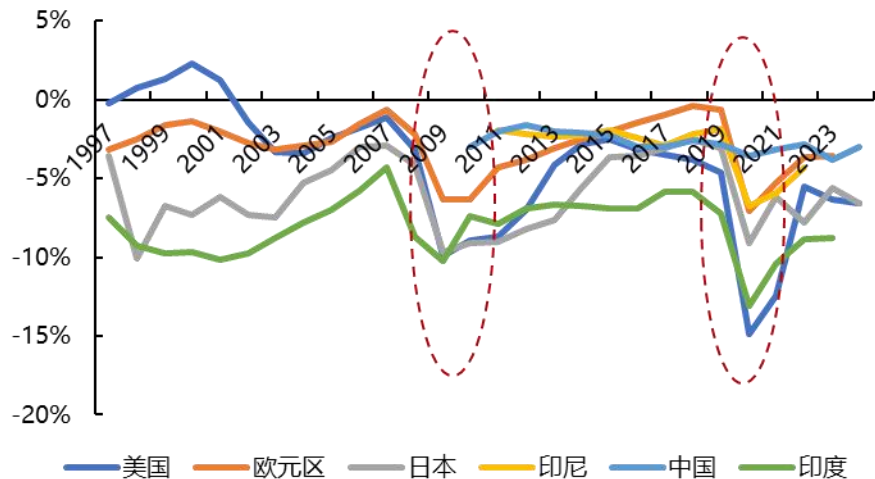
■ 如何看下阶段财政政策发力？——规模很重要，结构和效率更为重要

12.12中央经济工作会议：提高财政赤字率，
确保财政政策持续用力、更加给力

1 3%赤字率不应是硬约束，需以发展、动态的眼光去看待赤字率提升的正面作用

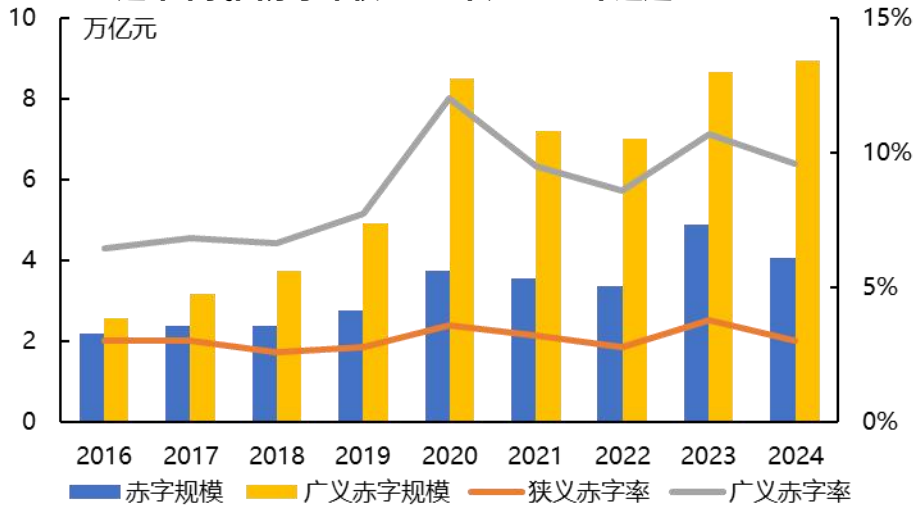
- 3%的赤字率警戒线来源于90年代《马斯特里赫特条约》，但制定时理论基础和经验基础并不稳固，存在时代的局限性，已难以适应当前各国发展状况；从实践看，美国、日本等主要经济体赤字率常年在3%以上，但并没有出现明显的财政风险或债务危机，3%并不是赤字率硬约束
- 我国长期以来对于赤字率的安排较为谨慎，近年来仅2020年、2023年大幅超过3%，结合目前我国经济发展阶段看，可适当提升对扩赤字的容忍度，以发展、动态的眼光去看待赤字率提升的正面作用

美、日等海外经济体加大财政赤字应对经济危机

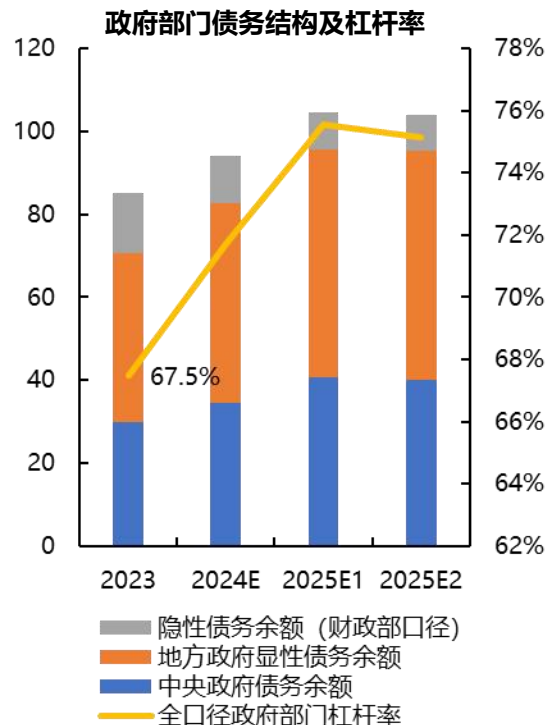


注：欧元区、印度、美国2008年之前为实际赤字，其余为预算赤字，日本为IMF预测赤字率，其余为预算赤字率

近年来我国赤字率仅2020年、2023年超过3%



2. 如何看总量发力空间？——10+万亿政府加杠杆空间，6-7万亿中央加杠杆空间



估算1：2025年预算赤字率按 3.8% 估算 (名义GDP增速按2024年4%、2025年5.5%)		
类别	规模 (万亿)	用途/备注
地方赤字规模	1	地方新增一般债
中央赤字规模	4.26	普通国债
狭义赤字规模	5.26	/
地方专项债规模	4	新增专项债，较2024年小幅上升，基建+化债+地产
	2	置换存量隐债
特别国债规模	1	继续用于两重、两新等
	1	补充国有大型银行资本金
广义赤字规模	13.26	/
其中：中央广义赤字	6.26	/
地方广义赤字	7	/
2025年底政府债务总规模 (不含隐性债务)	104.49	/
政府债务增量：	13.26	/
2025年底政府部门杠杆率 (显性债务)	69.25%	
2025年底政府部门杠杆率 (含财政部隐性债务)	75.54%	/
其中：中央杠杆率	29.37%	/
地方杠杆率	46.17%	/

估算2：2025年预算赤字率按 3.4% 估算 (名义GDP增速按2024年4%、2025年5.5%)		
类别	规模 (万亿)	用途/备注
地方赤字规模	1	地方新增一般债
中央赤字规模	3.70	普通国债
狭义赤字规模	4.70	/
地方专项债规模	4	新增专项债，较2024年小幅上升，基建+化债+地产
	2	置换存量隐债
特别国债规模	1	继续用于两重、两新等
	1	补充国有大型银行资本金
广义赤字规模	12.70	/
其中：中央广义赤字	5.70	/
地方广义赤字	7	/
2025年底政府债务总规模 (不含隐性债务)	103.93	/
政府债务增量：	12.70	/
2025年底政府部门杠杆率 (显性债务)	68.85%	
2025年底政府部门杠杆率 (含财政部隐性债务)	75.14%	/
其中：中央杠杆率	28.97%	/
地方杠杆率	46.17%	/

注：因地方自行化解隐性债务进度不一、较难估算，2024年及2025年隐性债务按照每年扣除2.8万亿置换进行估算

3. 如何看财政支出结构？——从“投资为主”到“投资消费并重”

- 724政治局会议：经济政策的着力点要**更多转向惠民生、促消费**
- 926政治局会议：要把**促消费和惠民生结合起来**
- 10.18金融街论坛年会：央行行长表示“宏观经济政策的作用方向应从过去的更多偏向投资，**转向消费与投资并重，并更加重视消费**”
- 12.12中央经济工作会议：加大财政支出强度，加强重点领域保障。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重**惠民生、促消费、增后劲**，兜牢基层“三保”底线

优化结构
提高效率
重视效应

投资为主



投资消费并重

砖头



人头

建设型财政



民生型财政

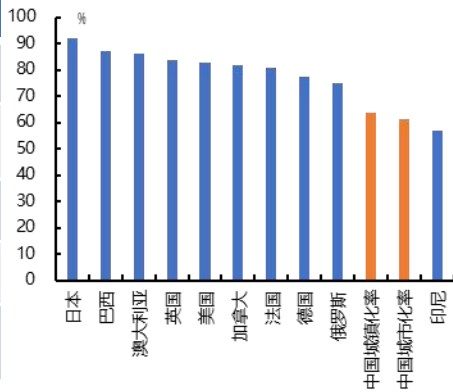
广义基建仍有较大空间，重点领域仍需加大支持，如“两重”、新基建、新型城镇化等

以数字经济为代表的新基建领域有较大发展空间

	中国	美国
数字经济规模	7.5万亿美元	17.2万亿美元
算力规模占全球算力比重	31%	36%
大数据模型数量	71	82
AI领域独角兽企业数量	108	131
数字化转型支出占全球比重	16.80%	35.80%

注：AI领域独角兽企业数据截至2023年6月，其余数据均截至2022年底

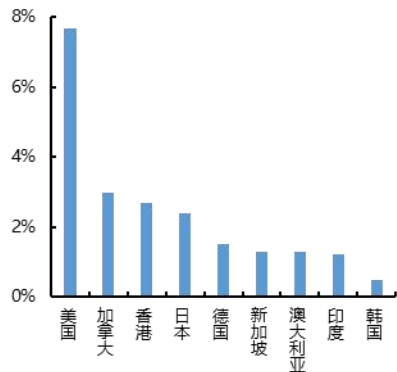
我国城镇化水平距离发达国家仍有差距，基建仍有空间



注：基于数据可比性，右图各国城市化率指标均采用2020年数据；各国城市化率数据均来自联合国，中国城镇化率数据来自统计局。

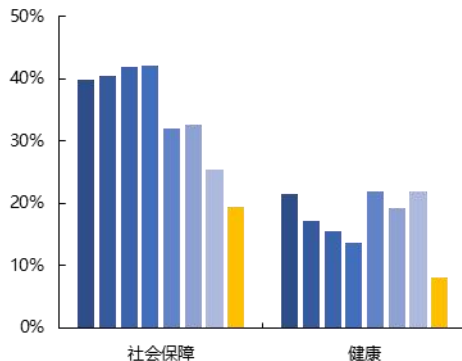
宏观效率走弱的背景下需更加重视**社会效应**，将政策重心逐步转向消费

主要经济体大多采取了向居民直接派发现金的政策促消费



■ 2020年当年部分国家/地区向个人派发现金的GDP占比

社会保障、医疗、教育等民生领域短板弱项仍待强化



■ 日本 ■ 德国 ■ 法国 ■ 意大利
■ 加拿大 ■ 英国 ■ 美国 ■ 中国

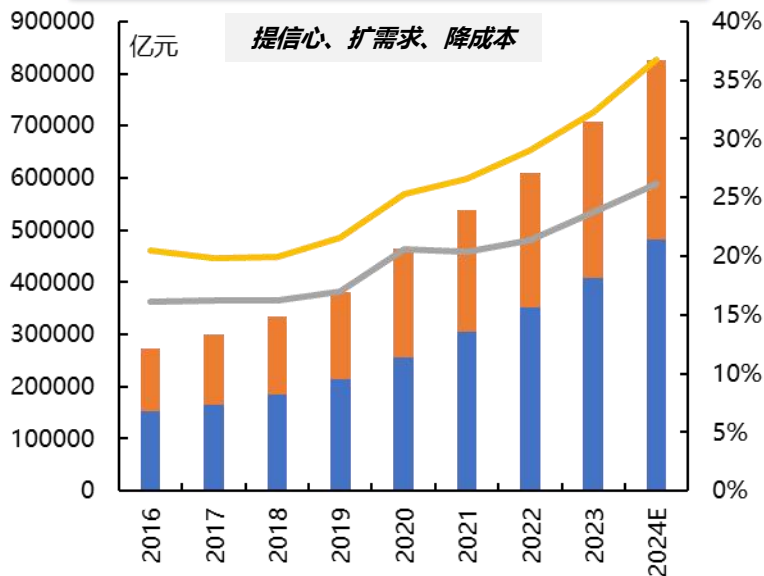
注：按社保与健康合计支出排序；由于财政支出结构调整频率较低，各国采用最新年度数据，法国、意大利为2021年，美国为2020年，其他为2022年。

4. 如何看政府债券结构？——加大“央进”力度，并放宽专项债投向及资本金限制

12月12日中央经济工作会议：

增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围

优化央地债务结构，合理加大“央进”力度



■ 地方政府显性债务余额 ■ 中央政府债务余额
— 中央政府杠杆率 — 地方政府显性债务杠杆率

广义基建仍有空间，继续拓宽并优化专项债投向结构 建议赋予地方自主权，逐步放开投向及资本金领域限制

【投向】
政策允许领域：
11个大类+地
产、化债
50+个细分领域



【资本金】
政策允许领域：
5个大类
10+个细分领域



党的二十届三中全会：

- 健全政府投资有效带动社会投资体制机制
- 合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例

10.12财政部新闻发布会：

- 允许专项债用于土储、收购存量商品房作保障房
- 允许专项债偿还存量项目债务

12月，专项债项目审核权拟试点下放（广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、深圳、大连、宁波、青岛、厦门、雄安新区等12地）

专项债投向：进一步优化并合理拓宽，
该放开的交给地方自主选择

资本金领域：先和投向领域打通，再继续
放开限制，赋予地方决定权，由地方
自主选择适宜领域或项目

➤ 目前面临的问题还与发展方式转变、结构转型密切相关，需推进长期改革与发展

1. 处理好中央与地方的关系，持续深化财税体制改革

体制改革的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

2 拓展地方税源、增厚地方自主财力 建立与新业态相适应的税收制度

- 适当提高共享税地方分享比例,长期逐步培养地方专享税种
- 分品目、分步骤推进消费税征收后移，并稳步下划地方
- 适当扩大地方税收征管权限
- 结合新业态完善税收制度，因地制宜培育壮大税源
- 及时清理不合理的非税收入，适时推进费改税，规范非税收入征缴

央地关系

1 进一步理顺中央与地方事权责任

- 在法律层面明确事权划分原则
- 适当加强中央事权、提高中央支出比例,逐步将社保、教育、医疗等领域事权责任完全上移至中央
- 完善中央转移支付制度，建立促进高质量发展转移支付激励约束机制

持续推进省以下财税体制改革 3

明确事权：

- 清晰界定各级事权
- 适度强化省级事权
- 根据事权界定支出责任
- 加强顶层设计提升法律约束力

理顺财权：

- 加快地方税建设，探索提高市县税收分成比例
- 规范非税收入管理，适当下沉管理权限
- 适度增强省级调控能力

完善转移支付：

- 分类完善转移支付机制
- 科学制定转移支付方法及分配额度

2. 处理好短期问题和中长期发展的关系，持续深化新旧动能转换

中西医结合，处理好短期化债与长期发展的关系

处理好存量和增量的关系

短期内缓释流动性风险

“控增化存” 以时间换空间

- ✓ **特殊地方政府债/财政化债：**
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（以银行为主）**
银行贷款置换、央行SPV、
探索AMC化债等
- ✓ **地方国资化债：**
股权财政+地方国企资源REITs等盘活
存量国有资源
- ✓ 探索应急周转金、统借统还等

存量 化债 政策 优化

1. 动态优化“名单制”管理，
融资约束政策从以省为单位调
整至以地市级为单位
2. 建议化债政策**相对透明化**，
稳定市场预期及信心
3. 目前政策尚未覆盖债务利息
部分，可**适当放宽利息偿还政
策**，避免利息本金化等风险

中长期“发展中化债”

深化新旧动能转换 在发展中解决问题

注重内需与稳增长

- ✓ 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、文旅等）

避免旧动能硬着陆同时 注重新动能培育

- ✓ 不能放弃旧动能，防止
房地产硬着陆
- ✓ 持续布局新领域寻找增
长点（新能源、新基建、
新型城镇化建设）
- ✓ 持续兼顾惠民生

先立后破

加强政策协调性、宏观调控统筹性

- ✓ **政策制定需结合短期目标与长期规划**，推动债务结构调整、发展动力转化，保证政策的协调性、连续性
- ✓ **政策制定需兼顾稳增长与防风险的动态平衡**，避免过度倾斜化债导致经济修复承压、短期失速等风险

增量投资合理适度

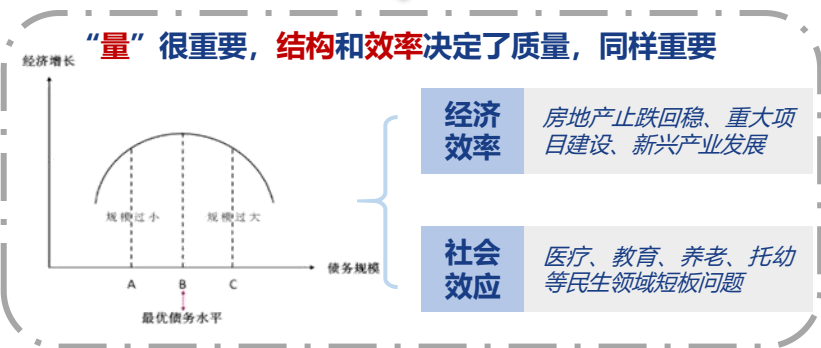
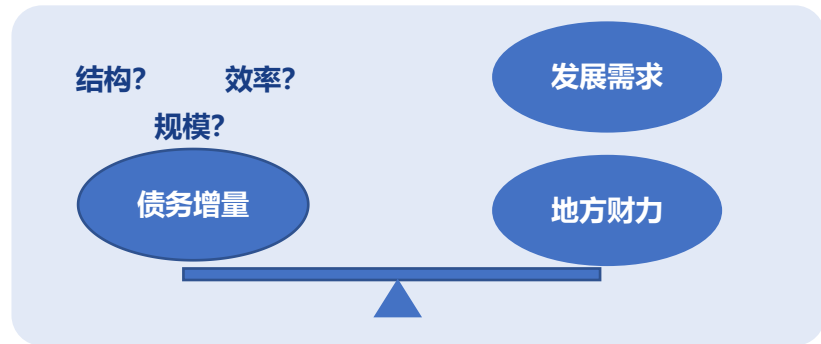
- ✓ 新增项目投资规模应
合理适度，注重财政
可持续性
- ✓ 优化新增投资结构，
投向领域应与经济高
质量发展目标相契合

存量项目提升效率

- ✓ 保证存量项目
资金接续
- ✓ 持续盘活存量
资产，提升存
量项目运营效
率

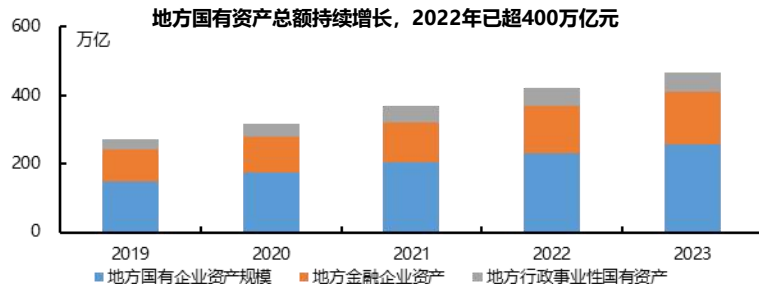
3. 处理好经济增长、债务与财政可持续的关系

债务增量规模、结构应与发展需求相适应，注重债务效率

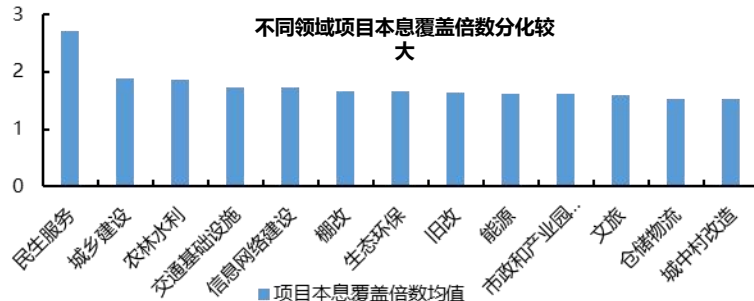


做好资产负债表，在此基础上进一步优化债务规模与结构

资产端：考虑GDP、综合财力以及地方政府拥有的国有资产

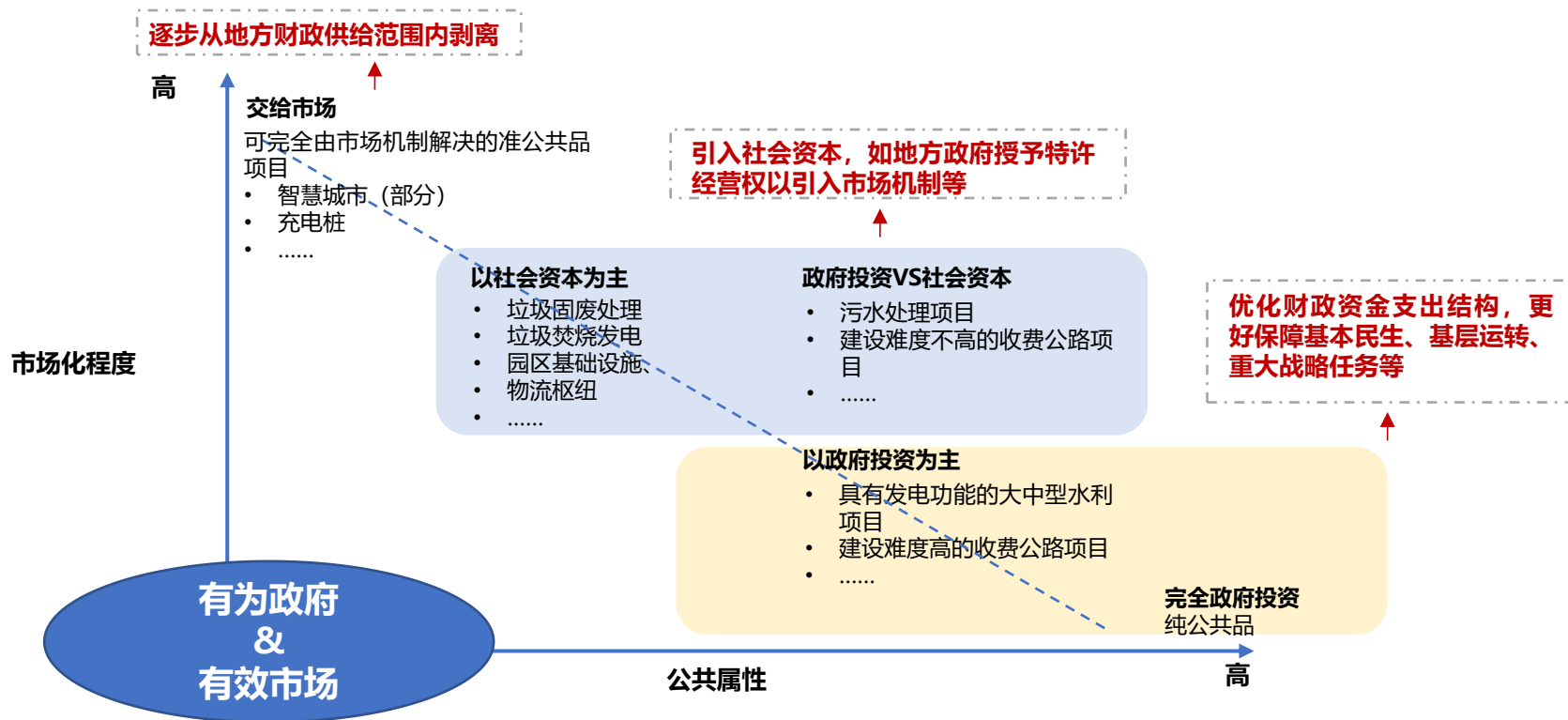


负债端：考虑政府债务规模以及当前债券资金投向领域多元化所带来的风险分化



4. 处理好政府与市场的关系

完善顶层设计，合理优化财政支出结构，推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变





小结

- » 2015年以来我国共开展了5轮化债，本轮化债组合拳力度大、靶向准，严守财经纪律，是应对当前形势及地方债务问题的较优解，也是化债思路转向发展中解决的重要体现，有助于优化债务结构、腾挪发展空间、减轻流动性压力，对于重塑地方激励体系、促进行为模式转变具有重要意义。当前政策调整的原因主要有四点：一是化债中出现了一定宏观收缩效应，重点区域增长压力抬升、经济大省投资增速下滑明显；二是化债加大地方财政压力，面临流动性困难；三是土地财政弱化及化债约束下，财政支出放慢，对于扩需求、稳增长、保民生的作用仍待发挥；四是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。
- » 当前2万亿置换额度已全部落地，短期需要关注以下问题：一是大规模政府债券供给将加大银行配债压力，关注市场承接能力及货币财政配合情况；二是目前债务置换大多包含债务本金，剩余大量利息及欠款问题仍面临能否纳入置换的博弈；三是宏观效率走低的背景下，化债释放的增量资金的投向和效率问题需重点关注；四要关注化债内生性不足、城投被动转型下的困难及潜在风险。此外，化债循环是否会持续，还取决于三个深层次问题的理顺，包括央地关系的理顺，激励约束双向机制的完善，结构和效率的提升等，需关注化债的最终效果及持续性。
- » 地方债务问题是个宏观问题，其解决依赖宏观环境及债务形成机制的转变；化债也不是消灭债务，而是建立与经济发展水平、政府财力相适宜的举债规模与结构。从下阶段思路看，规模发力很重要，但结构和效率同样重要，还应考虑社会效应。总量上仍有10万亿以上的政府加杠杆空间，中央空间可能在6-7万亿；支出结构也应从投资为主逐步转向消费与投资并重，保障重大项目建设的同时着重解决民生短板问题；此外，还需加强货币政策配合，并持续推进融资平台转型。
- » 中长期看，为避免进入化债循环，应加快构建长效机制，同步推进结构性改革，处理好四个关系。一方面，体制改革的核心在于激励体系重构，从而激发地方活力，带动行为模式改变，应进一步理顺央地关系，适当加强中央事权，增厚地方自主财力；另一方面，当前内需不足的最大影响因素是房地产，是现阶段微观主体行为变异的核心或者交叉点，应处理好短期目标和中长期发展的关系，培育新动能的同时引导传统动能平稳转型，推动房地产尽快“止跌回稳”；此外，还需处理好经济增长、债务与财政可持续的关系，厘清政府与市场的边界，做好有为政府和有效市场的平衡，推动地方政府由生产型政府向服务型政府转变。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



聚焦地方债务化解成效、挑战与展望，CMF专题报告发布

12月27日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第96期）于线上举行。

本期论坛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，聚焦“**地方债务化解成效、挑战与展望**”，来自学界、企业界的知名经济学家**刘尚希**、**毛振华**、**罗志恒**、**赵伟**、**袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）主要成员、中诚信国际研究院执行院长**袁海霞**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、地方债务化解进展：化债思路调整、原因及影响

二、当前化债推进中面临的问题及难点

三、对于后续化债与财政政策的展望与建议

地方债务本质上是个宏观问题，它和经济结构调整、发展方式转变、财政模式演进等密切相关。2021年下半年随着房地产这一重点领域出现调整，大家对于地方债务风险的关注程度达到了阶段性高点。去年我国开始推进“一揽子化债”，2023年10月以来出台了35号文、47号文等一系列政策文件，化债措施的落地对债务风险阶段性缓释发挥了积极成效，但化债推进中出现了宏观收缩效应、部分地方流动性压力加大等表现。在此背景下，化债和财政方面的思路发生了重要调整。今年9月以来我国围绕资本市场、房地产市场、金融领域等出台了一揽子增量政策，增量举措下10、11月份主要经济指标均边际好转，虽然12月份有一定回调，但大趋势仍向好。尤其对于地方债务而言，11月人大常委会提出的“6+4+2”化债组合拳是政策思路转变的集中体现，新一轮举措仍然以债务置换为主要手段，有利于缓释地方流动性压力，解决企业拖欠款等市场关切问题。

从历史演进看，2015年以来我国经历过四轮以债务置换为核心特点的化债，当前处于第五轮化债进程中。历次化债成效如何？当前化债推进中面临的短期问题以及影响其长期可持续效果的因素有哪些？对以上问题的探讨在当前时点具有重要意义。

一、地方债务化解进展：化债思路调整、原因及影响

（一）近期增量财政政策注重总量发力与结构调整，“6+4+2”化债组合拳是“重头戏”

今年九月下旬以来，我国陆续推出了一揽子增量政策全面助力稳增长，财政政策方面包括出台“6+4+2”化债组合拳，提出发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提出中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，专项债可用于存量房收储等。近期宏观政策尤其是财政政策发力逻辑将直接作用于三个部门资产负债表的修复，有利于缓解地方流动性压力，释放地方活力和积极性；但更需要关注到其背后意图，即对于推动深层次体制改革、央地关系重塑、政府职能转变、地方行为模式与激励体系根本性改变的决心。对于地方政府而言，11月的“6+4+2”化债组合拳是这一轮政策的重头戏，是应对当前形势及地方债务问题的较优解，也是化债思路转向发展中解决的重要体现，有助于优化债务结构、腾挪发展空间、减轻流动性压力，对于重塑央地关系及地方激励体系、促进行为模式转变具有重要意义。

第一，化债基调发生重大转变，从“在化债中发展”转向“在发展中化债”。从政策变化和去年以来一系列会议关于发展和风险方面的表述，可以看到化债基调从去年下半年开始经历了“在化债中发展”向“在发展中化债”转变的过程，更加强调保持战略定力，宏观政策持续用力、更加给力，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。如中央财办对于地方债务问题提出“债务风险高的地区要边化债边发展，在债务化解过程中找到新的发展路径”，“债务风险较低的地区要在高质量发展上能快则快，特别是经济大省要真正挑起大梁”，宏观调控思路转向“在发展中化债”的态势明显。

第二，强调底线原则，严守财经纪律，债务全口径监管以及隐债“零容忍”。一方面，通过地方政府债券置换不改变地方偿还的主体责任，有助于防范道德风险、避免强化“中央兜底”预期，是严守财经纪律底线的体现；另一方面，对于隐性债务零容忍的强调仍然较多，监管口径更全、预算约束更强、监管问责更严，并更加重视地方债务的多方监管与风险防范，加强人大对政府债务管理的监督，注重提高债务管理的全面性、规范性和有效性。

第三，让中央担纲起更多发展任务，分年实施减轻对金融市场冲击。6万亿置换额度分三年实施，4万亿化债额度分五年安排，这有助于减轻一次性集中大规模置换对金融市场的冲击，维护金融市场稳定。同时，考虑到地方政府偿债主体没有转变，可让中央担纲起更多具有外

部性、全局性、战略性的发展任务，在其他重要领域发力，既为地方政府减轻发展包袱和事权压力，也能以更低的宏观成本支撑全局发展。

第四，大幅减轻地方流动性压力，释放增量地方财政空间，为发展腾挪出资源和时间。

在地方财政持续承压、流动性压力加大的背景下，本次大规模债务置换将支持地方卸下包袱、轻装上阵，有助于减轻化债给地方政府带来的压力，并且优化地方债务结构、降低付息成本，充分激发地方进行经济建设的活力，缓解化债带来的一些宏观收缩效应；同时，推动扭转存量债务过度占用财政资源的困境，地方可将有限的财政资源腾挪用于经济建设、基层“三保”等，更好保障和改善民生、推动高质量发展，根据中诚信国际研究院测算，债务置换每年可释放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。

第五，化债方案将对部分行业产生积极影响，尤其利好城投、建筑类等相关性较高的行业。近年来政府拖欠企业账款受到社会各界高度关注，尤其疫情以来，地方财政收支矛盾加剧，政府欠款问题愈发突出。根据中诚信国际研究院估算，以发债企业为样本，城投企业和产业类企业与政府直接相关的拖欠款合计11.1万亿左右，其中城投的政府欠款规模较高且西部省份更为严重，产业类企业中建筑类资金问题更为严重。本次化债方案腾挪地方刚性化债压力，释放的部分增量资金或用于偿还企业欠款，有利于缓解相关企业流动性压力。

（二）化债思路发生调整的原因

目前“一揽子化债”已取得阶段性成效，地方债务增速放缓、结构优化、成本压降，城投债市场情绪显著提振，城投企业市场化转型加速推进。然而，化债推进中也出现了一系列新问题，促使化债思路发生调整，例如宏观收缩效应显现，化债压力逐步向财政传导，付息压力抬升、“利息本金化”现象凸显等，同时“债务-资产”转化效率仍然偏低，城投基本面未实质改善、风险仍在释放。

第一，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。在“35号文”“47号文”等政策约束下，地方新增融资受限、投资审批趋严，基建投资资金压力较大，尤其是重点区域以及经济大省面临较大增长及投资压力。据中诚信国际统计，重点省份2024年投资目标增速降幅均值较其他省份降幅均值高约0.8个百分点，经济大省降幅高于非重点省份整体；而重点省份2024年前三季度 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。在宏观层面需求不足、投资信心偏弱，

新旧动能转换下地方财力面临重构压力，基建投资效率下滑、民间资本不敢投不愿投，以及存量债务风险及付息压力仍较高等多重制约下，地方化债与增长平衡难度加大，将在一定程度上影响化债最终效果及区域发展的长期可持续。

第二，土地财政弱化及化债约束下财政支出偏慢，“财政加速器”作用仍待发挥。今年以来，受宏观经济调整、土地财政持续下滑以及地方活力受约束基调等影响，全年收入与年初预算缺口或超2万亿，财政支出节奏及地方债发行使用节奏相对偏慢，政府支出占 GDP 比重也继续下滑，市场对积极财政政策的感受相对有限。1-11月，包含政府性基金在内的广义财政支出完成全年预算进度为80.4%、慢于去年同期1.5个百分点，处于历史较低水平。值得注意的是，近年来政府财政支出占 GDP 比重逐步下降，且今年下降趋势更加显著，前三季度广义财政支出占 GDP 比重已经从2015年35.9%的高点回落到27.6%、较去年全年回落2.2个百分点，央地财政支出占比均回落，地方支出占比回落尤为明显、较去年全年下降2.2个百分点。政府的支出对应的是居民和企业的收入，财政支出力度下滑、节奏偏慢、占 GDP 比重降低表明财政政策逆周期调控的对冲力度需进一步提升，若再考虑乘数效应，其对经济增长的影响应该会更大，“财政加速器”作用仍待发挥。

第三，地方财政矛盾较为突出，叠加化债地方流动性压力进一步加大。受经济修复动能减弱、房地产市场持续调整、土地市场低迷等多重因素影响，今年以来地方财政收入持续承压。2024前三季度超四成省份（15省）财政平衡率同比回落，超六成省份财政平衡率在50%以下。地方政府在“三保”支出和债务化解中面临多重压力，多地提出“砸锅卖铁”处置国有资产，部分地区表示“财政平衡难度逐年加大”，化债压力倒逼下民生保障支出有可能被挤占压缩。此外，地方债务付息压力仍然突出，据中诚信国际研究院测算，2024年包括地方债、城投有息债务等在内的地方债务付息规模或超4万亿，占地方广义财政收入的比重或超过20%，其中重点省份压力更为突出，而当前化债政策只允许城投债券本金借新还旧、不包含利息，部分弱区域、弱资质城投不惜举借高成本融资偿还利息，“利息本金化”现象愈加严重。

第四，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。化债推进下城投企业“退平台”、市场化转型加速，但相当一部分平台以突破融资约束、完成政治任务为目的被动转型，存在表面转型、激进转型、盲目转型现象，基本面并未改善。在内生现金流依旧偏弱、政府回款滞后、债务严监管下再融资承压情况下，融资平台偿债资金

来源不足，非标违约、商票逾期等风险仍在释放，山东、云南等区域风险事件较多，流动性持续承压。

二、当前化债推进中面临的问题及难点

（一）目前化债推进中面临的短期挑战

第一，大规模政府债券供给将加大银行配债压力，需关注市场承接能力及货币财政配合情况。6万亿置换额度分三年实施，4万亿化债额度分五年安排，前三年平均每年或增加政府债券规模2.8万亿，整体供给规模相对较高，叠加稳增长压力下未来赤字率或有所提升，特别国债、用于项目建设的新增专项债等或仍保持高位，未来几年的政府债券供给压力或相对较大。在手工补息整改、市场风险偏好上升下，目前仍存在居民存款“搬家”现象，银行面临一定的负债压力，加之当前我国政府债券以商业银行持有为主，政府债券大规模发行将会增加商业银行配债压力，同时可能也会在一定程度上挤占信贷额度，需关注市场承接能力以及对信贷的影响，货币财政应加大政策联动和协调配合，推动化债方案顺利推进，降低市场波动风险，并继续发挥货币政策支持性作用，通过加大二级市场国债买卖、定向降准、向部分银行提供定向资金等进行资金支持，也可通过继续降息降低债券发行成本。

第二，债务利息、政府欠款等问题仍面临一些博弈，债务置换易面临两难境地。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、政府拖欠款等问题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。一方面，根据中诚信国际研究院估算，城投有息债务付息或超3万亿，占地方广义财政收入比重或接近20%，庞大的债务利息仍然是沉重“包袱”，且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。同时，若政府拖欠款问题迟迟不解决，不仅会因资金占用影响企业正常运转、破坏营商环境，也将损害政府信用，降低政府公信力。另一方面，若政府对地方债务“照单全收”，将面临较大的道德风险，加深地方与政策支持和上级救助的绑定，不利于自主性和积极性的激发，且存在风险后移的情况。

第三，化债将释放增量财政空间，但宏观效率走低背景下增量资金的投向、结构和效率需重点关注。根据中诚信国际测算，本次化债方案每年或释放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，后续如何用好化债释放的增量空间、充分发挥财政资金

效用是值得我们关注的问题。尤其是在当前宏观效率走低的背景下，优质项目较为匮乏，诸如政府引导基金等政府类投资投向重复或者资金“趴在账上”等两极化现象愈发严重，部分区域财政资金甚至涉及市场化领域，从而导致资金使用效率不高，对社会资本存在一定的挤出效应。同时，今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，进一步说明财政资金在使用以及管理过程中存在疏漏，影响政府资金促发展、调结构等作用的发挥。因此，后续需重点关注增量资金的投向和效率，防范在使用过程中出现新的问题，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。

第四，目前化债大多依赖外部资源，城投转型也多为“被动转型”、内生性不足，需关注其中困难及潜在风险。目前各相关方对城投转型最终目标的理解有待深化，各地对城投完成转型的认定标准并不统一，出现了为满足融资条件而被动转型的情况，如围绕“335”要求开展财务调整式的转型，转型更多依托股东、政府资产资源的注入或市场化收并购，而非内生性、自主性转型等。城投转型过程中还面临着三大风险，一是政企关系重塑中可能面临的政府支持弱化风险；二是处置存量债务与控制增量债务的风险，转为市场化主体后的融资可持续性存疑；三是多元化业务整合、新旧业务衔接过程中业务的稳定性及可持续性问题。正如重庆市原市长黄奇帆所说，城投公司是“过去几十年中国经济发展、城市发展的历史性的功臣”，如今城投公司从青年进入老年，要在解决好“老年病”的基础上保持健康稳定的发展，认清自身定位、解决存量包袱，做好新旧衔接和可持续发展。

（二）化债循环是否会持续？——关键在于三个深层次问题

我国自2015年以来连续推出若干轮化债，但仍然没有彻底解决债务问题。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，但最终效果及持续性仍然取决于深层次问题的进一步理顺，这是避免陷入“周而复始”化债循环的核心关键。

第一，央地关系待进一步理顺，地方财政持续承压。1994年分税制改革后央地政府财权事权结构不匹配问题凸显，尤其自2008年以来，伴随地方政绩考核日趋多元复杂，从以GDP为核心，到经济进入新常态加大约束性指标考核，再到2017年以来增加绿色环保等方面的考核维度，叠加疫情期间地方政府的事权责任不断加大，甚至承担了部分宏观调控职责，2008年之后即使考虑了中央转移支付，地方收入仍难覆盖支出，2023年考虑中央转移支付后的收入对广义支出的覆盖程度仅86%，事权责任的持续增加使得地方政府很难做好有限政府与有为

政府。中央经济工作会议在“五个统筹”中首先强调了“必须统筹好有效市场和有为政府的关系，形成既‘放得活’又‘管得住’的经济秩序”，解决地方债务问题或是推动地方债务可持续发展，央地关系的理顺非常关键。

第二，双向激励约束机制相对不足，地方行为模式发生转变，活力和积极性面临制约。改革开放以来的经验表明，地方和个体经济活力的释放是经济发展的主要动力，本轮化债政策改变以往思路，转向在发展中化债，也体现了当前政策层面对于推动地方行为模式与激励体系根本性改变的决心。中央经济工作会议明确提出了“强化正向激励，激发干事创业的内生动力”，让想干事、会干事的干部能干事、干成事是非常重要的，更为重要的是在后续工作中如何把这个原则、把这条重大的变化落实下去。构建完善的激励约束相容机制、激发地方活力将成为推动发展中化债、解决地方债务问题需要思考的内容。

第三，“债务-资产”转化整体受限，关注效率问题。近年来我国宏观运行效率进一步走弱，对长期以来“债务-投资”驱动模式下的经济增长效应形成一定制约，也不可避免地成为地方“债务-资产”难以有效转化的硬约束。在财政紧平衡的当下，是否有覆盖债务本息的现金流是非常重要的。从地方政府债券角度看，优质项目储备难，专项债更趋“一般化”，债务高企与资金闲置、挪用并存，面临债务扩张但资产转化效率不高的矛盾，前三季度约七成项目本息覆盖倍数不足2倍。事实上，不仅是地方政府专项债效率偏低，融资平台等地方国企的资产回报率也逐步下滑，长期面临成本高收益低的矛盾，这也在一定程度上导致了过去几轮地方债务置换之后风险仍然没有显著压降的情况。

三、对于后续化债与财政政策的展望与建议

地方债务问题本质上是个宏观问题，我国地方债务演变与经济发展、财税体制改革等密切相关，政府适度举债对于补充建设资金、缓解政府收支矛盾、促进经济社会发展具有重要意义；而化债并不意味着完全消减债务或债务归零，而是建立与经济发展水平、政府财力相适宜的举债规模与结构，保持债务的持续滚动，确保风险在可控范围内。后续来看，要坚持“发展中化债”的核心逻辑，短期继续推进一揽子化债、促进债务风险缓释，中长期要解决财政运行中更深层次的矛盾、推进结构性改革。

（一）短期需继续推进一揽子化债，并加强超常规逆周期调节、做大增长分母

第一，用好用足各类资源，有序推进一揽子化债。一是按计划落实好“6+4+2”化债组合拳，财政化债（地方政府债置换）仍是首选方式。今年2万亿置换已全部落地，近3年每年均将有2.8万亿债务置换额度，近5年总规模达10万亿，将在较大程度上缓释地方流动性压力，减轻化债对于发展的制约。二是在保障稳增长任务的前提下稳妥推进金融化债，包括贷款置换、央行 SPV 以及 AMC 化债，如近期四大 AMC 拟提供超400亿元支持山东青岛债务风险防范化解、不良资产收购处置等。三是因地制宜探索其他化债方式，发挥地方国资作用。推动国有资本持续向“三个领域”集中，提高国企资产收益率与利润上缴比例、发挥股权财政作用，并加大 REITs 盘活存量资产力度，我国基础设施领域存量资产中适合作为 REITs 投资标的的规模超30万亿，盘活空间大；继续探索应急周转金机制，提高资金支持灵活性、适当加大社会资本参与力度；重点地区继续探索“统借统还”。

第二，加强超常规逆周期调节，实施更加积极的财政政策。我国长期以来对于赤字率的安排较为谨慎，近年来仅2020年、2023年大幅超过3%，而从各国实践看，美国、日本等主要经济体赤字率常年在3%以上，但并没有出现明显的财政风险或债务危机。今年中央经济工作会议明确提出“提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力”，结合目前我国经济发展阶段看，也需要适当提升对扩赤字的容忍度，建议明年预算赤字提高至3.4%以上，必要时可安排3.8%左右。若明年预算赤字安排在3.8%、特别国债安排2万亿、专项债新增额度6万亿，政府加杠杆空间约为13万亿左右，中央政府加杠杆空间约为6万亿。应把握好此空间，为我国经济修复提供必要支持，同时应加快支出节奏、探索“以收定支”基调改变的可行性。

值得注意的是，相较于绝对规模，结构与效率更加重要，决定了财政发力的质量和可持续性。国内经济已逐步从过去“债务-投资”驱动转向了“消费和投资并重”阶段，财政支出结构应与经济发展阶段相匹配，在保障重大项目建设、支持新兴产业发展的同时，调整优化财政支出结构，从“以投资为主”转向“投资与消费并重”，从以“砖头”为主转向以“人头”为主，从“建设性财政”转向“民生性财政”，更加注重补短板领域、更加以人为本。此外，从政府债券结构看，应优化央地债务结构，合理加大“央进”力度，按照中央经济工作会议部署发好用好发行超长期特别国债、持续支持“两重”项目和“两新”政策实施；同时广义基建仍有空间，要落实国发“52号文”，实施好专项债投向领域“负面清单”管理，充分用好地方自主权，进一步放开对专项债用作资本金领域的限制，可和投向领域打通。

第三，化债中需要货币政策加强配合。从历史看，若地方大规模债务置换对流动性形成扰动，货币政策将加强协调配合，通过降准、加大公开市场操作力度等方式配合债务置换顺利推进。2015年第一轮债务置换开启，地方政府发行3.2万亿置换债券，占当年GDP的4.6%，发行规模相对较高，且外汇占款下滑，流动性需求边际上升；叠加经济下行压力较大，央行多次降准降息，5-12月共计调降7天逆回购利率3次（幅度共计120BP），降准2次（幅度共计1个百分点）。2023年10月特殊再融资债启动发行，叠加四季度增发万亿国债，政府债券供给压力加大，央行通过加大MLF投放进行流动性调节，11-12月净投放规模分别为6000亿、8000亿，处于历史高位。本轮债务置换规模较大且经济修复承压下赤字率等或仍保持高位，货币财政应加大政策联动和协调配合，推动地方债务置换顺利推进，降低市场波动风险，并继续发挥货币政策支持性作用，预计2025年有望降息2次，单次幅度至少20BP；降准1-2次，并将加大国债买卖、买断式逆回购等操作力度。

第四，持续推进融资平台转型，提升地方化债和发展的内生性。要加强转型内生性，明确融资平台服务城市建设与地区发展这一职能定位，从其诞生到现在始终是围绕这一目标推进的。可推动融资平台向城市综合运营服务商、国有资本运营商和产业引导者三个方向转型，并围绕核心定位转变业务模式、政企关系。在业务模式上，继续发挥其服务城市建设和城市发展的重要使命，向市场化新领域寻求更多增量，积极拓展现金流业务；在政企关系上，逐步做到政企分开、信用独立，仅保留股权关系、关联方关系、公共政策管理关系，业务委托更加市场化、政府支持更加规范化，城投企业不再替政府融资，而要服务于地方实体经济发展，做真实的转型。

（二）中长期看，为避免进入化债循环，应加快构建长效机制，同步推进结构性改革

当下我们面临的既有周期性问题，更多是结构性和趋势性问题，应对这些问题靠短期调节是不够的，需要同步加大结构性改革。对于化债而言，“6+4+2”及时雨后还是需要“长效药”。中央经济工作会议提出了“五个统筹”，与袁海霞博士2023年提出的“地方债务可持续发展要处理好‘五大关系’”观点有一些呼应之处。对于地方债务而言，在债务形成机制、债务治理机制和多部门协调监管机制之下齐头并进，才能构建起债务长效机制。

第一，处理好中央与地方的关系，持续深化财税体制改革。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。一是进一步理顺央地关系，将社保、教育、医疗等

领域事权责任完全上移至中央。目前看我国财政支出总计中地方占比超70%，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，是支出大头。要继续深化央地事权责任改革，适当加强中央事权，缓解地方财政收支矛盾，在既有的15个央地事权与支出责任划分改革领域进一步细化落实，建议逐步将教育、社保、医疗等领域事权责任完全上移至中央。与此同时，近年来转移支付力度非常大，近两年均超10万亿，要进一步提高转移支付的质量和效率，这对于更规范的使用财政资金、激发地方活力有较大帮助。**二是拓展地方税源，增厚地方自主财力，建立与新业态相适应的税收制度。**近年来地方财政收入压力凸显，需要增加地方自主财力缓解地方财政压力，建议优化共享税地方分享比例，逐步拓展税源增加地方自主财力；探索适度下放税权的可行性，增强地方政府履职财力及动力；建立与新业态相适应的税收制度，因地制宜培育壮大税源；并规范非税收入管理，确保财政收入结构的合理性。**三是持续推进省以下财税体制改革，提升市县财事权匹配程度。**顺应20号文，目前已有广东、贵州等省份已印发实施省以下财政体制改革实施方案，超七成省份提出将推进省以下财政体制改革作为2024年目标之一，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。

第二，处理好短期问题和中长期发展的关系，持续深化新旧动能转换。短期要稳妥推进本轮较大规模债务置换，用好用足各类资源推进化债，包括金融化债、地方国资化债，利用REITs 盘活国资等等，同时注重存量化债政策的优化调整，如动态优化名单制管理、适当放宽利息偿还政策、化债政策透明化；中长期则需要深化新旧动能转换。除了培育新动能，防止旧动能的“硬着陆”也十分关键。目前增量政策的核心环节作用于房地产，但房地产行业的止跌回稳仍然有赖于需求端的实质性改善。目前影响需求端的因素主要有四个：一是影响行业长期基本面的城镇化率，考虑到人口结构的变化，以户籍人口衡量的城镇化率还有一定的提升空间；二是过去的烂尾楼事件影响了居民购房信心和需求的释放，购房信心不足、“持房换房”徘徊；三是人口结构变化过程中，潜在购房群体的思想观念也在发生转换，当下很多年轻人认为，没有必要为了买房而牺牲生活品质；四是当前居民收入增速的下滑、整体负债的制约对需求释放也有一定影响。针对这些影响，需要通过改革户籍制度、弥补公共服务短板来解决。无论是短期还是中长期，新旧动能转换都不能简单依靠化债政策，而需同时推进改革形成配合。

第三，处理好经济增长、债务与财政可持续的关系。首先要建立完善政府资产负债表，资产端要考虑 GDP、综合财力以及地方政府拥有的国有资产，负债端要考虑政府债务规模以

及当前债券资金投向领域多元化所带来的风险分化，在此基础上进一步优化债务规模与结构，为债务化解和后续发展提供更有价值的参考。长期以来，政府债务与经济增长间存在倒“U”型关系，债务增量规模、结构应与发展需求相适应，举债的“量”很重要，而债务结构和效率决定了质量，同样重要，要注重债务效率问题，包括经济效率与社会效应。

此外，要处理好政府和市场关系。如何做好有为政府和有效市场，划清政府和市场的关系边界，是未来改革中非常重要的一点。应合理放权市场，这既能减轻政府事权和负债压力，又能让市场机制在经济建设、风险定价、资源配置中发挥应有作用，推动地方政府由生产型政府逐步向服务型政府转变。

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“地方债务化解成效、挑战与展望”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**提出了“四化”框架，即短期的“强化”和“转化”，以及中长期的“优化”和“消化”。“强化”指在当前经济形势下，居民和企业部门的消费与投资能力有限，需由政府通过扩表弥补不足，在扩大内需和稳定价格预期两方面加大投入。“转化”指进行债务置换，例如将一部分地方政府债务置换为中央政府债务，有利于降低融资成本，维护政府信用，支持企业发展。

中长期来看，“优化”指通过体制改革优化债务结构，按照事权确定支出，中央政府应承担更多社会保障支出以减轻地方政府负担，并控制地方政府在一般性产业投资中的扩张。“消化”指随着经济逐步恢复，控制债务增长规模并逐步消化，使其回到合理范围，与经济增长保持健康的比例关系。合理使用地方政府债务工具既能支持经济发展，也能推动民生改善，但需从长短期综合考量，建立科学有效的债务管理机制。

中国财政科学研究院原院长、研究员**刘尚希**认为，当前的化债方案体现了化债思路的重要转变，即从关注债务转向关注债务风险，不再简单地把债务本身视同为债务风险。社会主义市场经济条件下，债务是影响债务风险的诱发因素，但并不是内因和根源。同时，我们开始从“在防风险中发展”转向“在发展中防风险”，应更多聚焦于债务的使用效果，使债务保持适度增长，更好地促进民生改善和经济增长。

从地方债务风险管理的角度来看，核心问题实现债务与资产和债务与经济增长两个良性循环。在宏观层面，建议优化央地支出比例，提高中央财政承担比重，减轻地方财政压力。在中观层面，强调通过全口径监测与管理解决地方政府或有负债转化风险的问题，将或有负债纳入管控范围。在微观层面，进一步探索地方投融资新模式，例如 PPP 机制、REITs、与生态文明和环境相结合的 EOD 模式等。从以上三个层面来构建新的债务风险管理机制和管理体制，最终服务于债务与资产的良性循环、债务与经济增长的良性循环。

粤开证券首席经济学家罗志恒指出，化债之后要考虑短期风险、长效机制以及如何更好地支持经济发展，充分利用化债腾出的时间窗口和战略空间。短期内需关注房地产调整转型与物价偏低问题、地方政府“三保”压力和部分城投付息压力。在长效机制方面，深化财税体制改革，建立债务与资本预算，上收中央事权和支出责任，稳定宏观税负，推动城投平台转型。为了实现债务更好地支持经济发展，建议建立合理的债务支出结构，匹配期限结构，具体包括实现投资和融资之间的匹配和国债、地方一般债、专项债、城投债各归其位。

政策建议如下：1）财政政策有必要从盯住赤字率转向支出增速，从关注收支平衡转向财政可持续性；2）改革专项债制度，包括短期放宽专项债的使用范围、从“额度找项目”改为“项目定额度”；3）经济下行期，扩大支出的效果好于收入端的减税降费，要推动减税降费关注数量规模转向效率效果；4）优化支出结构，财政政策的重点从投资为主转向投资和消费并重，提高对消费的支持力度；5）增发国债，探索中央层面成立“房地产稳定基金”，专项用于收储存量房、收购房企存量土地等工作，缓解房企流动性压力，以坚定不移的决心推动房地产“止跌回稳”。

申万宏源证券首席经济学家赵伟指出，本轮化债政策机制明确、监管协同加强，短期内在一定程度上缓解了地方债务压力，有助于释放财政资金用于经济发展和民生改善。未来不仅要关注政策力度，保证财政支出的增速和名义 GDP 基本一致，还要重视财政纪律性的问题，提高政府政策的落地效率。

从长期来看，债务问题的核心在于现金流管理，应综合考虑债务总规模、存量债务成本和自身现金流能力。除了压降债务存量规模、优化存量债务置换机制等常用的化债方法，建议从资产负债表角度设计更合理的 KPI 指标，给予经济主体修复时间。结合近年来经济的发展逻辑和变化，推动财税体制改革是解决债务问题的关键。在房地产修复方面，主要经济体的应对政策主要包括以下两个方面：监管房地产商融资环境或金融条件，避免出现基数恶化

导致流动性危机；将按揭利率快速下降到租金回报率以下，使地产市场具备企稳基础，更好地发挥市场机制作用。我们的财政政策应积极配合房地产市场的止跌回稳，全面考虑在房地产复苏中的关键环节，最大化政策效果。

从三个层面构建政府债务风险管理体系，促进两个良性循环

刘尚希 中国财政科学研究院原院长、研究员

以下观点整理自刘尚希在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第96期）上的发言

一、债务风险管理的宏观背景与政策转变

地方债务问题是一个复杂的经济问题，它涉及微观、中观和宏观层面。化解债务风险既是地方政府的责任，也是中央政府的责任。已经实施的“6+4+2”化债方案体现了中央政府对这一问题的关注和责任。当前，全国上下正在贯彻落实中央经济工作会议精神，其中首要任务是扩大内需。因此，化债问题应当从更宏观的角度进行思考，不能仅仅局限于债务本身，而应在全球经济风险上升的大背景下进行考量。

债务问题是一个高度专业化的经济议题，涉及对化债力度和节奏的精准把握，这涉及到深层次的认知问题。当前的化债方案反映了化债思路的重要转变，即从单纯关注债务本身转向更加关注债务风险。**这种转变意味着不再将债务与债务风险等同视之，而是将两者区分开来，这一区分至关重要。**在市场经济条件下，将债务与债务风险等同并试图通过减少或消除债务来控制债务风险是行不通的。在社会主义市场经济体制下，进一步探讨债务与债务风险之间的关系显得尤为重要。从市场经济的角度来看，债务是影响债务风险的外因，而债务风险的內因则是债务的使用效果。历史上，尤其是在小农经济影响下，人们往往将债务视为债务风险的內因，并试图通过减少或消除债务来消除这一內因。这种做法与市场经济中对债务的理解存在明显差异。

二、债务风险管理的中观与微观实践

债务与债务风险之间的关系是一个值得深入研究的议题。在不同的发展阶段和条件下，债务作为內因或外因的角色是不断变化的。在社会主义市场经济体制下，债务被视为影响债务风险的外因，不应将其视为內因或根源，因为市场经济在另一个维度上就是债务经济。因此，债务风险管理的重点需要相应调整，不应将重心完全放在债务本身上。这一思路的转变已经显现，并且正在朝这个方向发展。这种转变是否彻底，以及债务管理体制、债务政策和

其他相关改革的进展，都值得进一步观察和研究。无论如何，从关注债务本身转向关注债务风险，标志着债务管理思路的重大转变。

随着关注点从债务本身转移到债务风险，对防风险与发展关系的理解也随之发生了变化。当前趋势表明，发展策略已从单纯防范风险转向在发展过程中主动管理风险，其中需要重点讨论的是“在发展中防风险”。

在探讨“在发展中防风险”的策略时，首先需要强调的是，经济增长和民生改善是防风险的基础。如果债务风险化解措施与扩大内需的目标不相容，则表明需要改进和完善。债务风险化解应当如何有助于扩大内需，这不仅仅是减少债务存量的问题，而是要确保债务适度增长，以保持一定的支出强度。关键在于提高债务使用的效果，以此促进经济增长。从这个基础出发，可以理解发展是防风险的根本。

其次，从经济循环的角度分析，发展指的是正反馈机制下的经济循环扩张。只有在正反馈的经济循环中，才能实现经济社会的发展。相反，负反馈的经济循环会导致经济收缩和下行，进而增加风险。因此，在经济循环的框架下，实现正反馈的经济循环是控制风险的根本策略。经济扩张时，风险自然得到控制。发展的核心在于促进经济正反馈，增强经济复苏的动力，并培育更强劲、更有活力的新动能。

第三，债务应与未来 GDP 相比较，而非当前 GDP，以避免夸大风险。从发展中防风险的角度来看，必须以未来的眼光审视问题，而非依据过去或现在的指标来测度未来的风险，这容易导致风险在时间上的错判。风险本质上是指向未来的，因此，将未来偿债资源与未来 GDP 进行比较在逻辑上更为合理。将未来偿债责任与当前 GDP 进行比较可能会高估风险。例如，假设当前 GDP 为126万亿，政府债务规模为60万亿，这些债务将在未来若干年偿还，而未来的 GDP 预计将超过当前的126万亿，明年会超过130万亿，后年或许是接近140万亿。从债务期限来看，债务可能分为五年、十年、二十年等不同期限，债务应与相应年份的 GDP 相比较。今后我们会达到 GDP150万亿、200万亿、250万亿，与届时需要偿还的债务规模进行比较时，比值将明显减小，测度出的风险也将大大降低。因此，未来与未来比较在逻辑上更为合理。当前对风险的认知或风险测度指标存在偏差，即将当前 GDP 与未来要偿还的债务进行比较，在逻辑上是不合理的。尽管当前化债思路有所转变，但理论上仍有许多问题需要基于风险来深入探讨。

当前化债措施取得了显著成效，主要体现在以下几个方面：首先，地方债务存量结构得到优化，隐性债务转变为显性法定债务，提高了债务风险的透明度，有利于债务风险的控制。其次，实施的“6+4+2”化债方案有效减轻了地方政府的财政压力，使得地方政府能够释放更多资金用于“三保”和改善民生，显著缓解了财政压力。第三，从还本付息的角度来看，延长了还本期限并节省了利息支出，从而减轻了地方政府未来的压力。第四，增强了地方政府实施积极财政政策的能力。在当前央地支出结构中，地方占比高达86%，实施积极财政政策依赖于地方的扩张能力，化债方案为保持地方支出强度提供了基础。地方支出强度的提升，意味着积极财政政策能够有效传导，否则可能会受到影响打折扣。11月上旬出台的化债方案是为贯彻落实12月份中央经济工作会议精神下的先手棋，具有前瞻性。从化债方案到中央经济工作会议的部署，可以看出其间的逻辑关联，这是对化债效果的简要评价。

三、债务风险管理的策略与建议

从地方债务风险管理的角度来看，核心议题在于实现两个良性循环：债务与资产的循环以及债务与经济增长的循环。唯有这两个循环得以实现，才能认为地方债务管理机制真正建立。换言之，构建地方债务风险管理体制机制应聚焦于债务与资产的良性循环以及债务与经济增长的良性循环。这一构建过程涉及三个层面。

1、宏观层面：央地财政关系

央地财政关系的核心在于央地财政结构。当前的央地支出结构中，地方支出占比偏高，而中央支出占比偏低，中央仅占14%。因此，提升中央支出比例是关键。央地财政关系的改革是构建地方债务风险管理机制的一个宏观条件，其背后是国家治理层面的央地关系问题，在此不做深入探讨。

2、中观层面：政府的或有责任

债务管理体制的核心问题在于地方政府或有负债转化风险的管控。或有负债是财务会计中的专业术语，对应政府会计准则中的或有支出责任。对地方政府而言，债务风险与或有责任密切相关，或有责任是或有负债的源头。从所有制关系来看，地方国企、地方金融机构、地方投融资平台的债务均属于政府或有债务。政府还有间接承担的担保责任，例如政府出资成立的担保公司债务，也涉及或有责任。尽管担保法明确规定地方政府不得直接为企业或市场主体担保，但这并不意味着地方政府的或有责任消失，实际上地方政府的或有责任是多样

的。面对经济和社会稳定的需求，尤其是在微观风险向系统性风险、宏观风险、公共风险转化时，地方政府的或有责任尤为明显。随着不确定性的增加，地方政府的或有责任也随之增多。在这种情况下，地方政府的或有负债不仅仅限于城投公司、投融资平台向银行的借贷、向社会发行的债券，还可能包括那些未直接借债但可能最终由政府承担的债务。出于经济和社会稳定的考虑，财政可能需要兜底，即财政承担债务。这些都属于或有负债的范畴。因此，或有负债也应纳入管控范围，必须考虑到这些问题，以避免被动兜底和背债对地方财政正常运行造成冲击。财政管理，尤其是债务管理，必须是全口径的，即包含政府的或有负债。

3、微观层面：投融资模式

地方投融资新模式需要进一步探索。过去 BOT 对高速公路等社会基础设施建设发挥了重要作用。当前，投融资平台的转型成为核心议题，关键在于理顺投融资平台与地方政府之间的关系，这包含两个层面的关系：所有者关系和法律关系。这两种关系有时相互交织，难以明确区分，导致在管理地方投融资平台时，时而依据法律关系，时而依据所有者关系。例如，在资产盘活过程中，从所有者的角度出发统筹管理国有单位的资产；而在债务问题上，则依据法律关系，将国有单位的经营性债务与政府债务区分开来。这种基于不同关系的评价标准显然是不对称的，而资产和负债必须保持基于主体的一致性。所有者关系和法律关系在不同层面的应用存在脱节，这对投融资平台的转型构成了障碍。因此，深化对这一问题的认识是必要的。当前，PPP 新机制、REITs 以及与生态文明和环境相结合的 EOD 模式，均为值得探索的地方投融资新模式。

综上所述，地方政府投融资不应仅限于发行债券，而应考虑整合市场与社会力量，构建新模式以集聚各方资源，提升公共服务供给质量。这种模式不应将公共服务或公共产品视为政府单独承担的责任，在社会主义市场经济体制下，应重视政府、市场与社会力量的有机结合，这在微观层面，选择合适的投融资模式显得尤为关键。

从上述三个层面入手构建新的债务风险管理机制和管理体制，旨在促进两个良性循环：债务与资产的良性循环，以及债务与经济增长的良性循环。这些措施共同服务于提升地方债务风险管理的效率和效果。

地方政府化债的宏观思考：强化、转化、优化、消化

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96期）上的发言

11月8日，近年来力度最大的化债举措审议通过，“6+4+2”万亿的化债政策“组合拳”出炉，引起社会各界的广泛关注和讨论。过去提到地方政府化债，通常理解为消化债务，大债化小，小债化无。实际上债务的化解是一个动态的过程，且内涵丰富，并不能简单的“一化了之”，而是需要从更加广泛、更加宏观的维度去思考。**我认为短期要推动债务的强化和转化，中长期要实现债务的优化和消化，可称之为“四化”**。简单来说，就是短期内要扩量用好，尤其在重点领域强化政府债务的使用效率，同时对存量债务进行置换转化；中长期通过改革逐步优化债务结构，进而提高债务使用效率，更长期来看则要控制债务总量，消化不必要的债务规模，实现债务增长与经济增长相匹配。

一、强化：充分发挥债务对经济增长的作用，扩内需、稳价格预期是当务之急

居民消费不足、企业投资偏弱背景下，政府部门扩表对于当前我国宏观资产负债表修复至关重要。疫情以来我国经济修复节奏偏慢，宏观资产负债表修复仍在路上，其中由于收入和就业压力，居民部门消费乏力，同时市场环境不佳、企业盈利空间不足，企业投资尤其是民间投资意愿较弱，居民和非金融企业部门扩表受限。在此情形下，政府部门资产负债表的扩大对于我国资产负债表的修复、经济企稳回暖具有关键作用。

我国政府债务规模仍有增长空间，可考虑打破3%赤字率红线约束释放稳增长积极信号，提振微观主体信心。12月的中央经济工作会议和全国财政会议均明确提出2025年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力。目前3%的财政赤字红线是在经济上行期、经济形势比较好的时候制定的，并不适用于逆周期政策。当前我国经济下行压力加大，持续面临内需不足、预期偏弱等问题，突破赤字率红线有助于改善预期、稳定经济，具有较强的政策信号意义。参考国际经验，在某些特殊年份或者特殊时期，大比例突破财政赤字率约束有助于快速解决短期问题。例如疫情期间，美国在2020年和2021年的财政赤字率均超过10%，为1946年以来的高点，对于美国稳定居民预期、促进经济复苏起到了重要作用。与之相比，中国的

刺激政策相对克制并一直留有余地，仅2020年、2023年大幅超过3%，当下我们可以把之前的政策余地拿出来，一次性的突破国债发行规模和赤字率红线是有必要的，可以向市场传递清晰的信号。

解决当前中国经济面临的问题需要强化政府债务使用，当务之急是在扩大内需和稳定价格预期方面投入真金白银。一是建议向居民发放10万亿消费补贴，有利于促消费、稳内需。此前我已多次呼吁向居民部门发放10万亿元消费补贴提振消费，我仍坚持这一观点。消费能力和消费意愿是影响消费的重要因素，发放10万亿消费补贴至居民，这既是对于居民收入在国民收入分配比例中不足部分的补充，更是对当前消费不足的强力补充，是短期内解决内需不足最公平、最迅速、最必要的选择。当前最为重要的是在政策层面“决定发”消费补贴，而不是在技术层面纠结“怎么发”。相较2024年推出的大规模的消费品以旧换新政策，尽管以旧换新对于消费企稳回暖起到了一定的助力，但难以兼顾公平的问题，因此发放现金补贴可以有效提振信心、扩大内需、刺激经济。

二是从供需两端入手稳定房地产市场价格预期，供给端要暂停除了保交楼以外的新增供地和新开工，向市场传递出清的信号；需求端加大财政对房地产的支持力度，十万亿资金补贴推动保障房顺价销售。房地产价格是资产价格的基石，资产价格的下行会通过财富效应影响居民的消费和投资。在经济下行压力加大的背景下，房地产价格企稳是一个核心指标和经济企稳的重要信号。我早在2021年时就提出房地产的问题不是流动性问题，而是价格问题，房价已经进入下行通道，要避免房价快速下行产生的外溢风险。一方面要认识到房地产市场面临严重的供给过剩问题，严控除保交楼外的一切新开工，严控土地供给；另一方面，着力扩大房地产市场需求，财政发力可从保障房入手，通过10万亿资金补贴推动保障房顺价销售。当然这部分资金不一定全部是财政开支，可通过减税腾挪资金，如减免一年的房地产交易印花税等，也可直接给购买保障房的居民给予房价销售款5%-10%的补贴，两者相加总额在10万亿左右。这一政策对于房价稳定、房地产市场回暖或将起到更大的作用。

二、转化：加力推进债务置换，重构地方政府和类政府债务

转化就是要做债务置换，首先需要解决的问题就是清偿地方政府拖欠企业的款项，建议一次性推出10万亿债务置换规模。目前部分地方政府并未严格履行合同的付款义务，建设工程、PPP项目等领域均有很多政府应付款项没有支付到位，这里面既包括对于民营企业的欠款，也包括对于国有企业的欠款，扰乱了企业正常的生产经营和投资活动，也损害了政府信

用。根据我们的测算，这一债务规模大概有11万亿到15万亿。如果采取分批化债的方式，每年2万亿的债务置换规模要持续5年以上，对于被欠债的企业而言可能效果有限，因为很多企业可能“熬不到”三年，就会因没有及时得到新增融资面临倒闭的风险，就业压力也将进一步加大。因此，要一次性采取力度较大的措施，清偿地方政府拖欠企业的款项。目前已有部分企业或是上市公司收到政府偿还欠款，改善了经营利润，但当前政策力度远远不够，对此，我建议一次性进行十万亿债务置换，三年以内全部清偿地方政府拖欠企业账款。通过这十万亿的债务置换，既能让企业恢复正常的生产经营活动，也有利于维护政府信用，同时由于是债务置换，也不扩大地方债务总额。当然，彻底解决这个问题，还需要严肃财经纪律，严禁新增欠款。

将政府融资平台因提供公益性产品而形成的债务置换为地方政府债务，将部分地方政府债务置换为中央政府债务。城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，其债务风险备受关注。地方融资平台因提供地区公共品而形成的债务，主要包括基础设施建设项目，如马路、桥梁等，对于这类公益性项目形成的债务，理应由政府进行置换。此外，中央政府债务具有信用高、成本低的优势，将地方政府债务置换为中央政府债务，短期内有助于降低地方政府债务压力、降低地方政府债务风险，同时也有助于地方政府将更多精力用于支持企业发展，促进经济增长。

三、优化：中长期通过体制改革优化政府债务结构，提升债务转化为资产的效率

持续推进财税体制改革，落实按照事权确定财权，减轻地方政府财政支出压力，扩大中央政府债务占比。当前我国中央政府的杠杆率在全球主要经济体中是最低的，仅为23.6%，加上地方政府的债务（含隐性债务）也仅为100%左右，低于欧美等经济体。政府部门尤其是中央政府部门加杠杆仍有空间。在一些重要的民生领域，包括教育、医疗等社会保障体系建设，直接由中央支出，能够较大程度保证政策惠及全民，同时也有利于地方政府全力支持发展经济。

坚持市场的归市场管，政府的归政府管，合理控制政府在一般性产业中的扩张欲望。地方政府是地方资源的拥有者和管理者，对地方的经济发展负责。当前一些地方政府通过债务融资进行大规模投资，使得国有资产规模大幅上升，但这些增长并非全部来自国有资本利润，

而是债务驱动的。这种大规模的投资扩张，带来一定程度的资产效率低下和市场挤出效应。尤其对于专精特新领域投资，应更多地依靠市场机制和中央财政的支持，而不是过度依赖地方政府产业投资基金，部分军工领域的投资也可视情况让民营企业参与进来。这样可以提高资源配置效率，也可以减少官商勾结和腐败问题，促进经济的健康发展。合理控制地方政府在一般性产业中的扩张欲望，需要通过债务改革和建立新机制来控制和优化，坚决改变过去债务软约束、财政软约束、预算软约束的问题。

四、消化：合理控制债务总量规模，使债务增长与经济增长相匹配

债务增长应当与经济增长保持合理的比例关系，兼顾经济的健康发展和债务风险的有效控制。经济的修复、增长离不开债务水平的提升。近几年，为应对疫情的冲击、缓解经济下行压力，财政政策持续发力稳增长，在此背景下，我国积累了较高的宏观债务规模，债务风险累积至高位。据我们测算（中诚信口径），2024年我国宏观债务规模或超过400万亿元，其中政府部门的债务规模约为84.6万亿元，较2019年大幅提高42.9万亿。在坚持底线思维的要求下，2023年7月，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，随后相关政策措施密集出台，债务化解工作持续推进且取得了良好成效。但也要看到，债务问题的应对与化解并非一蹴而就，需要避免化债过程中形成紧缩效应。在经济发展转型压力加大的当下，尤需统筹好化债与发展的关系。未来随着经济逐步回归平稳发展阶段，这些由于特殊时期实行较为激进的扩张政策所产生的债务也需要逐步消化，合理控制债务增长规模，并与经济增长保持合理的比例关系。

总而言之，我们要用好地方政府债务这一工具，发挥其在逆周期调节中的作用，这是非常有力量、非常有价值、非常稀缺的资源。在经济发展的特殊时期，既要看到短期债务使用的必要性，也要把有限的债务资源用到精准之处，并在此过程中逐步建立长短期相结合的改革思路，逐步调整优化结构，最终建立一个科学的、有效的、与经济发展相适宜的债务机制，助力经济稳健发展。

化债之后需要考慮的三个问题——效果与长效机制

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96期）上的发言

本文旨在探讨当前化债措施及其效果，并分析化债后的影响。化债之后，短期流动性风险有所缓解，但仍需考虑三个问题：其一是房地产市场调整转型期以及物价低迷仍影响着地方财政；其二是要深化财税体制改革构建债务管理的长效机制，尤其要考虑建立债务与资本预算、上移事权和支出责任至中央政府；其三是要推动债务更好支持经济高质量发展。

一、如何看待化债及财政增量政策

中央提出“6+4+2”的一揽子化债举措，在五年内以10万亿真金白银化解12万亿的隐性债务，将极大地缓解地方政府的流动性风险，激发地方政府发展经济的积极性和能力，将地方政府从应急状态推动到常态谋发展。有必要简要回顾三个问题：为何要化债？为何没有采取中央发国债并转移支付给地方政府的方式？化债的效果如何？

1、化债的原因

在过往的化债实践中，取得了积极成效，但在部分地区存在一些“收缩效应”，政策审时度势，采取更大力度、更加系统的方式防范风险。其一，部分地方政府为偿还隐性债务，采取远洋捕捞和“砸锅卖铁”的方式，前者破坏了营商环境，后者不可持续。其二，部分地方政府为支付利息而借入成本更高、期限更短的资金，增加了新的风险。第三，前期化债过程中部分地方政府的投资效率下降，投资增速下降对经济产生了拖累。其四，地方政府在化债的同时还需承担“三保”任务，难以专注于长远经济发展和税源培育，这事关产业结构转型和重塑税基，是一个更为重要的问题。因此，这次化债的目的在于避免收缩效应，同时激励地方政府发展经济的积极性和能力。

中国存在两种企业家精神：民营经济企业家精神和地方政府企业家精神，应对内外部风险挑战要充分激发这两种企业家精神，在中央的统筹下前者将发挥有效市场作用、后者将发挥有为政府作用。改革开放46年来，这两种精神对经济增长和社会稳定起到了积极的推动作用

用。但是，一段时间以来地方政府的企业家精神受到了影响，这也是化债工作需要重点关注的问题。

2、本次化债并未选择特别国债的原因

首先，强化纪律约束是债务管理的核心。中央政府多次强调地方政府要对隐性债务负责，即“谁家的孩子谁抱”。地方政府发行新债券以偿还过去的隐性债务，债务主体并未改变，还是地方政府，这有助于强化财政纪律。

其次，公平性考量是债务处理的重要原则。北京、上海、广东等地已宣布隐性债务清零，通过真金白银实际资金偿还。若通过特别国债或中央发债方式为地方政府一次性兜底，对这些前期认真执行财政纪律的区域不公平，并可能产生逆向激励，这是需要避免的。

第三，识别成本是债务管理中的一个挑战。部分地方政府的债务源于中央与地方财政体制的划分不合理，地方政府承担了一些本应由中央政府承担的事权和支出责任。当前地方政府支出占比高达86%，而中央仅占14%。这些债务部分是财政体制不合理造成的，部分是由于疫情冲击等外部因素导致的；还有防范经济社会风险引发的债务增加，这些债务中央政府可以在一定程度上帮助解决。但是当前的主要矛盾是推动地方政府轻装上阵，是促进中国经济企稳回升。因此，对于14.3万亿的隐性债务规模，区分中央与地方的责任、各省份的分担比例，短期内识别成本过高。当前的主要任务是帮助地方政府渡过流动性风险，中央政府提出的“6+4+2”化债方案是明智之举。

3、从“化债中发展”走向“发展中化债”，反映出财政思路的四个转变

这次化债体现了化债思路的转变，简单可以归结为从“化债中发展”走向“发展中化债”。蓝部长在多个场合也强调了化债思路的转变，蓝部长提出四点转变：从过去的应急处置向现在的主动化解转变；从点状式排雷向整体性除险转变；从隐性债、法定债双轨管理向全部债务规范透明管理转变；从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

可以从四个角度分析这种化债思路的转变。**首先，本次化债措施是继“9.26”一揽子增量政策实施以来的延续**，追溯至2023年7月中央政治局会议提出的债务化解方案，至今已有一年半的时间。债务化解应置于一揽子增量政策的框架内进行考量。我认为，“9.26”一揽子增量政策的核心在于激发微观主体活力。其一是以激活资本市场来激发企业和居民部门的积

极性，或修复居民和企业部门的资产负债表。在“9.26”政策之前，“9.24”宣布救市措施，资本市场随后逐步回升，目前稳定在3300点左右。资本市场的活跃带来了财富效应，进而激发了居民和企业的积极性。其二是以债务化解为契机，进一步激发地方政府的积极性。**这种思路的转变应视为一揽子增量政策的核心逻辑，即通过资本市场和债务化解措施激发三大微观主体的活力。**

其次，充分地认识到**债务规模不等于债务风险，政策重点从压降债务规模转向化解债务风险**。由于风险具有动态性，而规模则是静态的时点数据，仅将债务规模从十个单位降至五个单位并不意味着风险也会相应下降五个单位。实际上，风险有可能在规模减少的同时仍然上升。

第三，充分地认识到**财政可持续性的前提是经济的可持续性**。当前，全球财政和债务的不可可持续性问题逐渐显现，例如美国即将实施的对内减税和对外加征关税政策，但关税收入的增加远不能弥补国内减税带来的财政缺口，导致美国债务规模进一步扩大，全球范围内亦然，尤其是在新冠疫情之后。在中国，财政可持续性受到高度重视，财政可持续性的基础在于经济的可持续性。仅仅实现收支平衡并不足以防范风险，也不意味着财政更具可持续性。相反，从平衡财政向功能财政的转变在本次债务化解中显得尤为重要，这一转变体现了对财政可持续性前提的认识，即经济的可持续性。**因此，优先发展经济，将发展置于更为核心的位置，是实现财政可持续性的关键。**

第四，本次债务化解反映出政策的灵活性和适应性，即中央因时因势调整优化政策。政策调整是基于对当前形势的实事求是评估，以回应和解决主要矛盾，这一点比技术层面的因素更为重要。这意味着即便在2025年面临外部不确定性，如1月20日特朗普入主白宫后可能对中国加征关税的情况下，我国也将根据外部环境的变化和外需的下滑等，采取进一步的内需提振措施，包括实施超常规的逆周期调节政策。这种政策理念的变化，体现了债务化解思路的转变。

4、化债的效果：隐性债务显性化，周期拉长、成本降低

其一，隐性债务显性化，债务更加公开透明规范，这本身就是风险下降的过程。

其二，以利率更低、周期更长的地方政府债券置换举债成本高、周期短的地方隐性债务，五年累计可节约6000亿元左右利息支出。

其三，腾出财力和精力发展经济、提供公共服务、支持科技创新、促进消费等。

其四，地方政府轻装上阵后，有助于改变其行为和预期。谋划更中长期的经济发展和税基重塑；改善营商环境。

二、化债之后要考虑的三个问题

要充分利用化债腾出的时间窗口和空间，考虑化债之后的事情，有三个层次。

1、短期风险：债务流动性风险缓解，三保和城投付息仍需高度关注

房地产处在调整转型期，房地产市场的调整转型可能导致未来几年土地出让收入和房地产相关税收受到影响，这主要体现在收入端。同时，GDP平减指数连续六个季度为负，PPI连续26个月为负，物价水平偏低的格局可能对财政收入和税收收入产生影响。由于财政收入和税收收入包含了价格因素，物价水平的低迷直接影响财政收入。在此背景下，部分地方政府面临的“三保”压力、部分城投平台也存在一定的付息压力，这需要引起高度重视。全国财政工作会议特别强调要确保地方“三保”和基层财政的平稳运行，这一政策导向是精准且必要的。

2、长效机制：构建债务和资本预算、上移事权和支出责任

短期要考虑到三保压力和风险的问题，从长远来看，解决债务问题的根本途径需要更深入的探讨。在此，有两个紧迫且必要的核心点：**深化财税体制改革。改革的核心在于两个：构建债务和资本预算、上移事权和支出责任。**

目前，我国的预算体系包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和全国社会保险基金预算，这四本预算主要反映现金流量，即收支情况。然而，**现有预算体系主要关注收支，而对债务仅限于限额和余额管理，这并不足以全面管理和约束债务，因为缺乏对债务还本付息计划、资金投向、资产形成、资产的管理以及相应现金流状况的考量。**因此，**建立债务和资本预算显得尤为重要，这将有助于从不同维度和层次上对债务进行更有效的管理。**债务与资本预算的建立将有助于更好地约束举债行为，评估债务还本计划，并确保投向的资产质量，以避免未来缺乏经济效益和社会效益的投资。此外，关于是否维持既有四本预算或进行合并的问题，也需进一步探讨。其一，我觉得国有资本经营预算可以合并进入一般公共预算，一是规模太小，二是产业资本的预算单列、金融资本的预算却在一般公共预算的

非税收入中。其二，未来还可以考虑是否将政府性基金预算也合并到第一本预算，一是土地出让收入规模将逐步下行，二是土地出让收入也是国有资源出让收入，与一般公共预算收入中非税收入的国有资源有偿收入某种意义上是同性质的。

另一个改革的核心是上移事权和支出责任。三十年前的1994年，我国财政体制在收入端的问题得到了解决。三十年后，即当前，收入端的问题依然需要关注，也就是增加地方自主财力，缓解地方财政压力。尽管本次中央经济工作会议未直接提及地方债务风险，但在九项工作中的第三项，即推出标志性改革举措中，强调了深化财税体制改革和增加地方自主财力的重要性。目前，增加地方自主财力是必要的，但未来的改革不应仅限于此，而应进一步推进至事权和支出责任的上移。这一议题已讨论多年，必须建立相关配套制度，明确需要上移的事权，例如社会保障、环境保护、食品药品监督管理以及部分公共安全事务等。通过上移事权和支出责任，解决财政体制的问题，减轻地方政府的负担，从而降低其举债动机和冲动，这是亟待解决的问题。

从全球看，主要经济体的中央事权和支出责任占比超过50%，这种现象值得深思，其背后反映的是人的需求变化。在居民基本生存需求没有得到满足的时期，地方政府应当承担经济发展等相应的事权和支出责任。从生存型消费进入到发展型消费阶段，人们更关注公平性和环境质量等，追求收入和财富的公平分配以及环境保护等议题。这些需求的满足往往需要超越地方层面的治理，由更高级别的政府来统筹。因此，全国统一大市场的构建等事务不应由地方政府承担，而应由中央政府来实施。也就是说，上移事权和支出责任，不仅是构建债务管理长效机制的重要方式，更是存在着深刻的原因。

3、债务更好地支持经济发展：支出结构与效率

化债后，除了短期风险和长效机制构建外，仅控制债务风险并非我们的目标。第三个层次是推动债务更好地支持经济发展，这是核心目标，也是风险控制后必须考虑的问题。在此，有两个核心关键点。

第一个关键点是债务形成的支出结构是否合理有效。如果债务支出结构合理、使用有效，1个单位的债务能够转化和带动为1.5个单位的资产，并持续产生经济效益、社会效益或提升经济潜在增速，这样的债务即为优质债务。另一个核心关键点是债务的期限结构是否能够与

资产的收益周期相匹配，就是债务形成资产的现金流与债务的偿债周期是匹配的。这两个因素共同构成了债务推动经济增长的两个核心关键要素。

具体而言，一是要实现投融资的匹配，投资决策与融资方式要匹配，包括收益属性与期限结构的匹配。投资方向决定了融资来源，对于具有高收益的项目，应让市场来决定资金的流向，让市场发挥配置资源的决定性作用；对于有一定项目收益尤其是社会效益突出的项目，要通过专项债券来扩大投资；对于没有经济收益但社会效益突出或者综合效益突出的，要通过国债或者地方一般债来实施。事关全国性的大项目，要通过长期建设国债或者超长期特别国债等；仅在本区域范围内的项目，就通过地方债券解决。此外，还需确保期限结构的匹配性。二是要实现国债、地方一般债券、专项债券和城投债券的各司其职，办什么事花什么钱。近期专项债制度做了优化，包括投向的负面清单管理以及自审自发试点等，这些从短期来看旨在稳定经济增长；但是从长远来看，专项债券应回归其本质，即专门项目收益偿还的债务，如果没有项目收益，就需要考虑其他形式的债务资金，避免形成专项债对一般公共预算的挤压。明面上属于专项债，不计入赤字，但项目收益覆盖不了到期债务，结果仍要税收去偿还，形成对一般公共预算的挤压，这些问题从源头上也就是办什么事花什么钱就要解决好。

以上是化债后需要考虑的三个问题：短期风险、长效机制及债务怎样更好的支持经济发展。

财政政策在债务化解与房地产市场修复中的作用与挑战

赵 伟 申万宏源证券首席经济学家

以下观点整理自赵伟在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第96期）上的发言

一、债务化解政策的机制与效果

本次债务化解政策相较于以往，在机制预期上更为明确，监管协同力度加大，针对性更强。这些改进可能会增强化债政策效果的持续性。正如大家在前述讨论中所指出的，地方债务压力，包括偿债规模和付息压力等或有所缓解，这有利于地方政府释放更多财政资金，并投入到经济发展和民生改善等领域。同时，本轮隐性债务化解或可缓解拖欠企业款项问题，这对于提升经济内生动能和企业修复财务报表均具有积极影响。过去一段时间，我们一直在讨论企业家信心的问题，本轮地方债务化解，推动解决企业拖欠款项及地方各类商业相关问题，或有利于资金在更长时间内继续发挥支持作用。上述几点是本轮政策可能持续产生效果的原因。

二、财政政策的短期与长期考量

在未来一段时间内，短期需关注几个关键点。首先，政策力度方面，据观察大家对于赤字率的建议普遍在4%左右，我们建议财政力度进一步提高以更好的支撑经济内生动能修复。我们团队做了相应测算，考虑到2025年土地财政及税收、非税收入难以实现较大规模增长；为确保财政支出更好的支持经济，倘若主要资金支持来自赤字规模扩大的话，对财政支持力度的要求是高于大家普遍建议的赤字率水平的。当然，现实执行环节可以通过适当提高赤字率、提高广义赤字规模（专项债、特别国债等）、“准财政”发力、国央企扩表等方式综合发力，通过中央加杠杆的方式支撑经济动能修复。

第二，针对于财政纪律性的问题，未来一段时间需关注几个方面。首先，要明确不同债务分类的定位、功能与用途等，确保资金利用的精准性和有效性；其次，严格规范地方政府举债程序，加强项目审核和评估，确保项目的必要性和可行性等，从源头上控制债务的不合理增长；第三，新增地方债落地过程中规范与效率的问题，以及宏观政策之间的协同发力问

题，防止化债过程中出现新的问题。地方调研过程中我们发现，有部分地方官员反映“多目标制”背景下，地方债务化解政策在操作层面可能还需要进一步的疏导指引，以及如何让化债政策与其他相关政策相配合、提高政策执行效率。

从长期视角来看，债务问题本质上是现金流问题，从根本上解决“现金流”问题的政策方为化债的合理政策方向。在讨论债务时，应正确理解这一问题。债务与债务风险是两个不同的概念，债务问题不仅涉及债务总规模，还包括存量债务的成本和偿债的现金流能力。对应化债的常规做法中，也大抵分成三类：1、降低存量债务规模类政策，这通常包括破产清算、债务减计、债转股等手段；2、降低存量债务融资成本类政策，以存量债务置换为代表，即用新的债务替换旧的债务；3、提高现金流能力类政策，以盘活存量资产、加快结构调整等为代表。我们可能需要更开阔的思路，通过组合拳的方式，并更多的引入市场化机制综合“化债”，才更符合我国现有发展阶段的需要。1990年代我们有很多经验，可为当下提供参考指导。

第二，在长期经济分析中，关于财务报表修复的自然规律，市场常见的一些理解是有偏差的。我们在理解企业财务报表修复过程的时候，很容易形成共识；在理解居民和地方政府却经常转不过弯。按照经验规律，企业经营不善，首先受影响的是损益表和现金流量表，如果连续两年经营不善，资产负债表就会受到冲击；资产负债表一旦受到冲击，通常至少要两年或以上经营行为才能恢复正常（先修复损益表、流量表，再修复资产负债表）。对于居民和地方政府而言，也要经历类似过程，报表修复是需要时间和过程的。这一过程中，会表现为无论地方政府、企业还是居民，“扩张”的冲动和能力都会受到明显抑制；我们在设计经济目标或评判政策效果的时候，要考虑到这些背景的变化。

我们在分析地方债务、财政政策等问题，内外部环境的“新变化”，可能带来的影响也要充分认识。自2022年以来，长期经济逻辑对短期经济运行的影响变得非常直接，人口结构变化对以房地产产业链尤为代表。对应地，地方政府财政也经历了直观的变化。在2021年之前，土地财政规模稳定增长，近几年则逐年下降，2018年土地财政规模6.5亿元，此后三年一路上行、至2021年见到历史大顶后开始趋势性回落，2024年年土地财政规模预计在4.5万亿左右，明年大概率会进一步减少；2024年税收增速约为-5%，明年可能难以大幅提高。企业端目前已持续三年多的收缩状态，其报表修复需要时间；居民端，2019年前可支配收入增速显著超过GDP增速，收入预期是向上看的，近几年居民可支配收入增速与GDP增速大致相当、甚

至阶段性低于 GDP 增速，居民收入预期并不稳定。当务之急，是更好的帮助地方政府、企业与居民修复报表、重塑激励机制、恢复内生动能。

三、房地产市场修复与财政政策配合

在讨论房地产市场修复过程中财政政策的作用时，我发现大家普遍认为，财政政策要积极配合房地产市场的止跌回稳，在我看来，财政政策在这一过程中的“定位”是要认真讨论的，不宜过高估计财政政策的效果。

观察成熟经济体地产调控的常见手段会发现，大多是管住“两头”、其他交给市场。“一头”是管住地产商的“流动性危机”，防止房地产企业的流动性危机扩散至整个金融市场，进而影响实体经济。政策的这一端涉及管理房地产企业的融资环境和金融条件，避免融资恶化导致的流动性危机，这是许多经济体的常见做法。另一方面，通过迅速降低按揭利率至租金回报率以下，为房地产市场提供企稳的基础，让市场力量发挥作用。在探讨财政政策如何积极配合房地产市场止跌回稳时，需要更细致地讨论财政政策在哪个环节能发挥更好的效果。



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, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

