CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第90期）

构建地方债务长效机制

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9月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会 第90期

统筹化债与发展，构建长效发展机制

——中国地方政府债券分析与展望

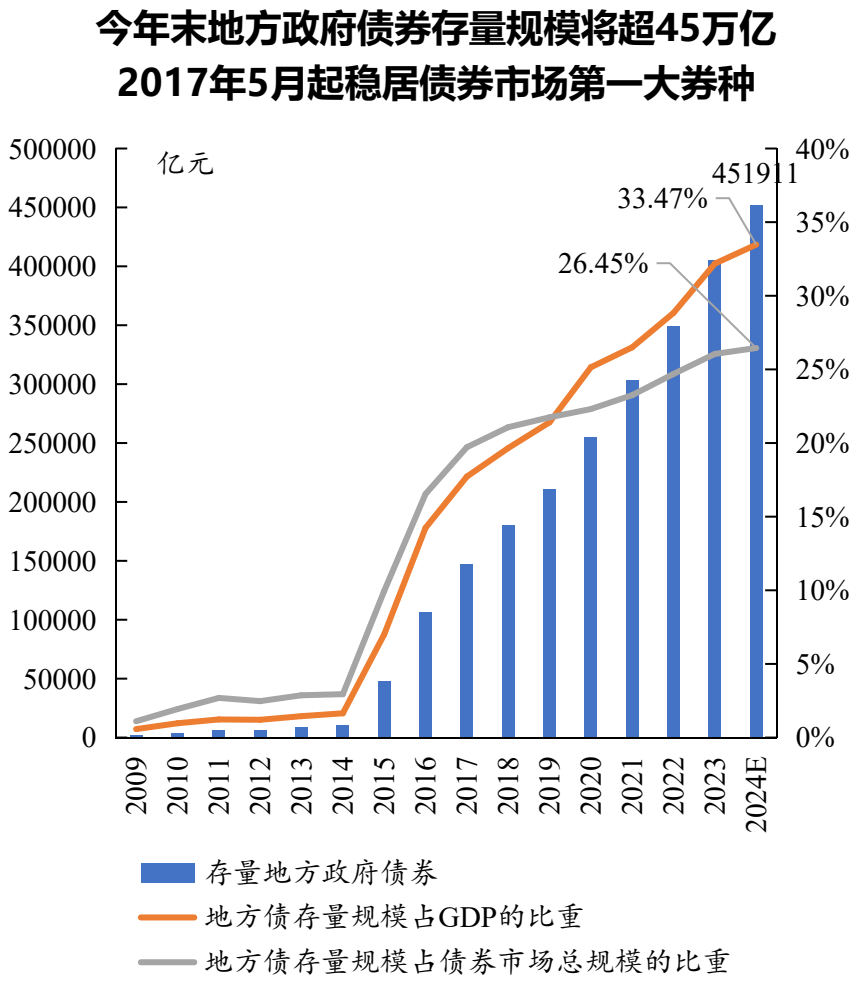
报告人：袁海霞

中诚信国际信用评级有限责任公司研究院执行院长

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

地方政府债券存量规模将超过45万亿，积极助力稳增长与地方化债



历年发布主题

2021年：“牢守风险关”

地方政府债券存量规模实现**20**万亿到**30**万亿的跃升，关注地方政府债券快速扩容下的四大风险（付息、期限错配、挪用、收益偏低）

2022年：“锚定高质量”

经济运行三重压力之下地方政府债券继续发力，关注效率偏低、项目收益下滑、还本付息压力加大等问题，从四个方面促进其高质量发展

2023年：“聚焦可持续”

年末存量规模超过**40**万亿，但快速扩容中“债务-资产”转化效率并不高，关注地方政府债券发展中的四重错配，把握好可持续发展的四个平衡

2024年：统筹化债与发展，构建长效发展机制

数据来源：Wind，财政部，中诚信国际研究院整理

目 录

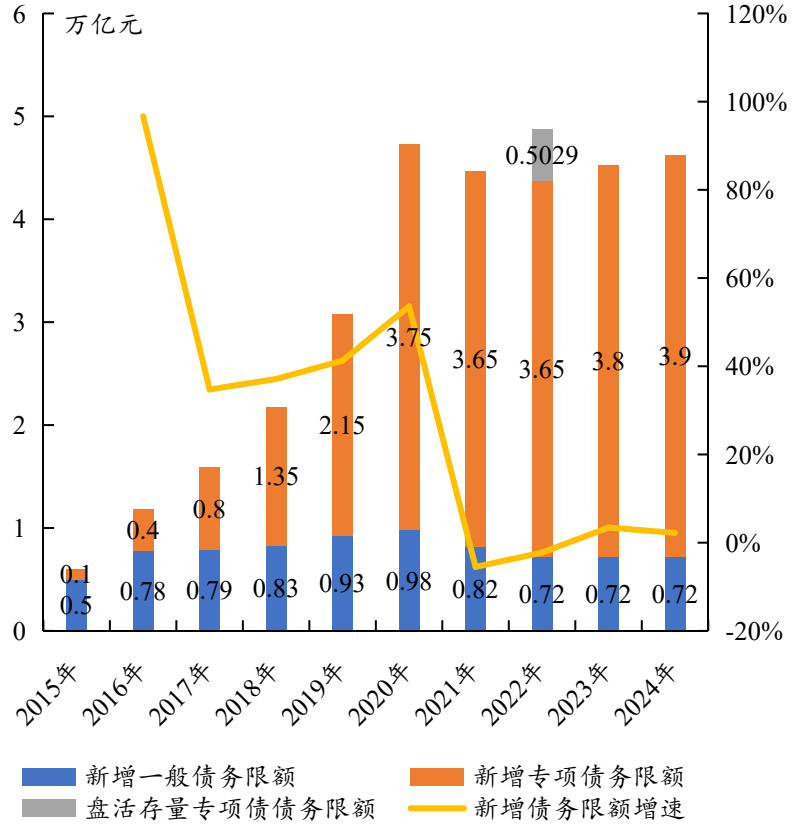
一、当前我国地方政府债券发展特点

二、当前地方政府债券发展面临的问题
——五大问题和三个深层次矛盾

三、以地方政府债券为抓手构建长效机制的建议
——四个短期可为和四个长期关键

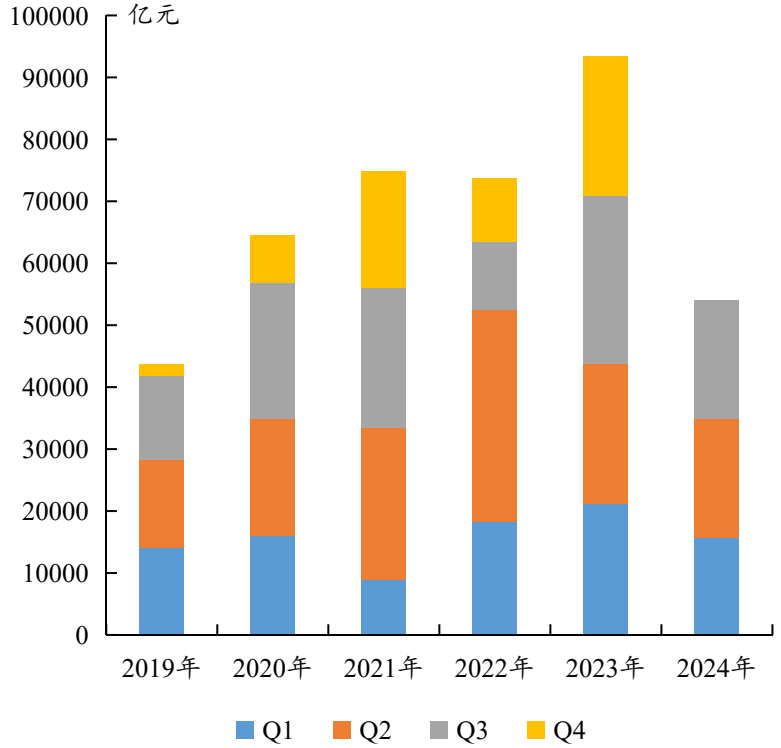
1. 财政被动紧缩下，新增限额虽维持高位，但地方政府债券发行、使用进度整体偏慢

近年来地方债新增限额保持高位
2024年新增专项债限额为历史最高水平



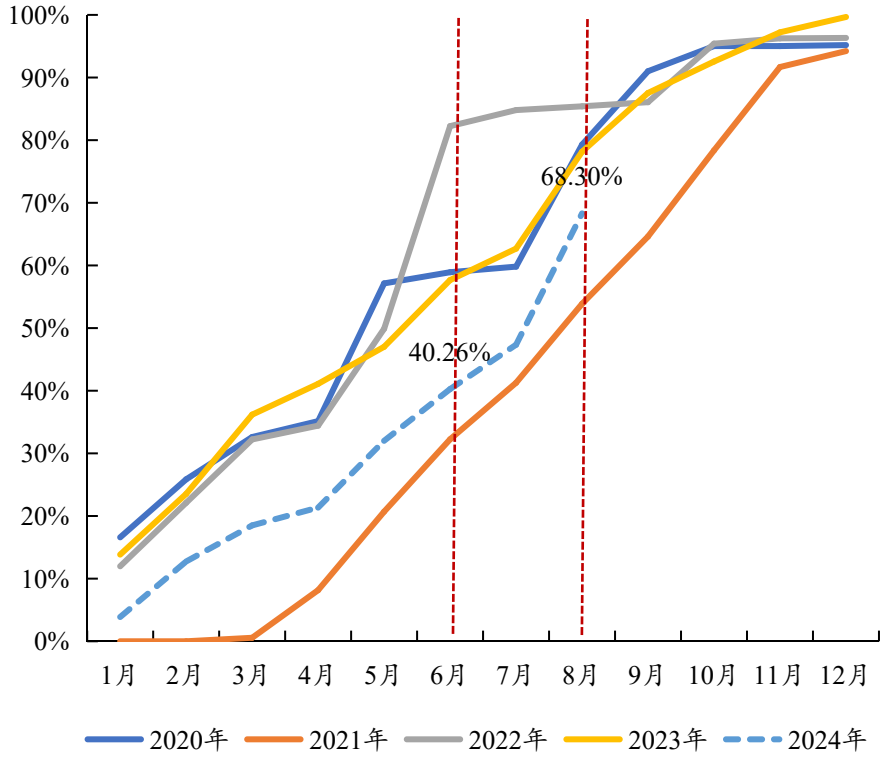
注：历史最高水平指历年两会下达限额的最高水平，不包括2022年盘活使用的5029亿元额度

2024年地方债发行缩量
上半年发行规模为近三年最低水平



注：2024年第三季度数据统计截至2024年8月31日

2024年新增债发行节奏明显放缓
下半年有所提速但整体进度仍偏慢

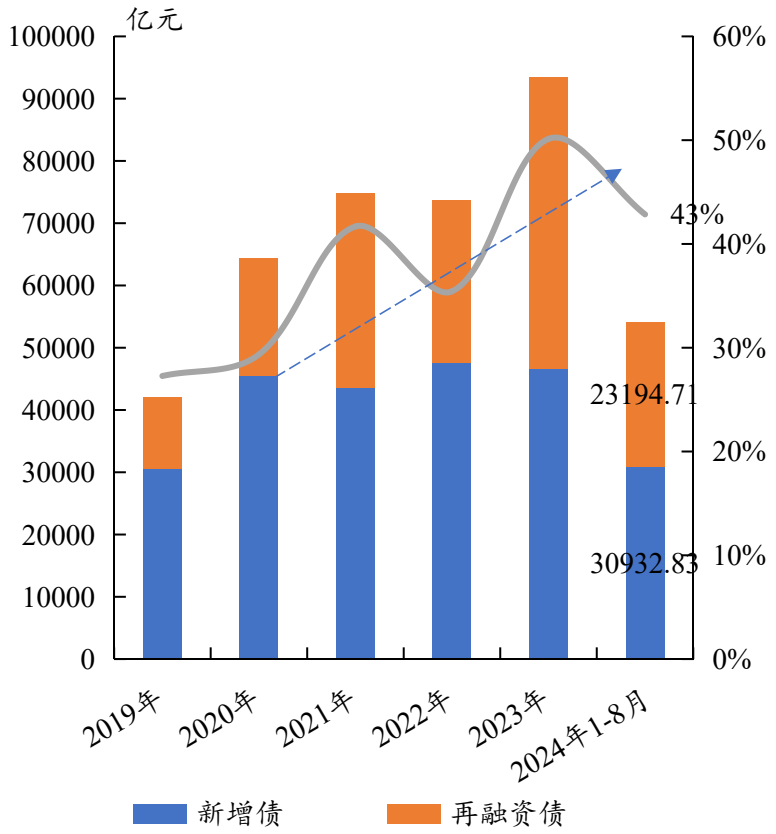


注：发行节奏指剔除中小银行专项债后的新增债发行额完成全年新增债务限额的比例；2022年全年新增债务限额包含了5029亿的结存额度

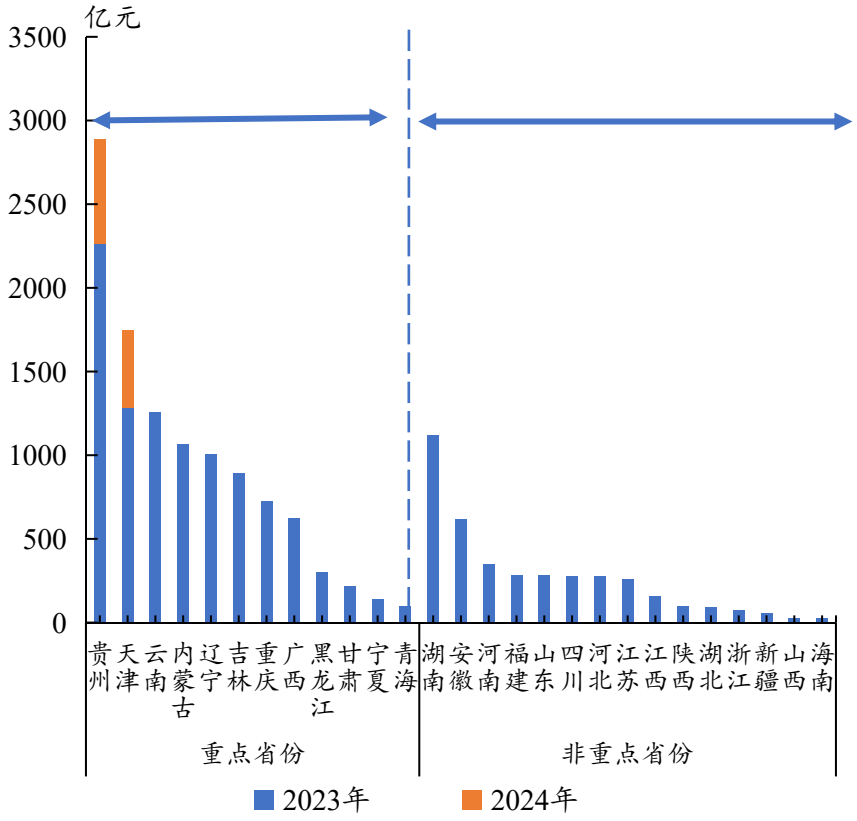
数据来源：财政部，Wind，中诚信国际研究院整理

2. “一揽子化债”实施叠加到期压力下再融资债占比持续位于高位，重点区域再融资债券占比较高

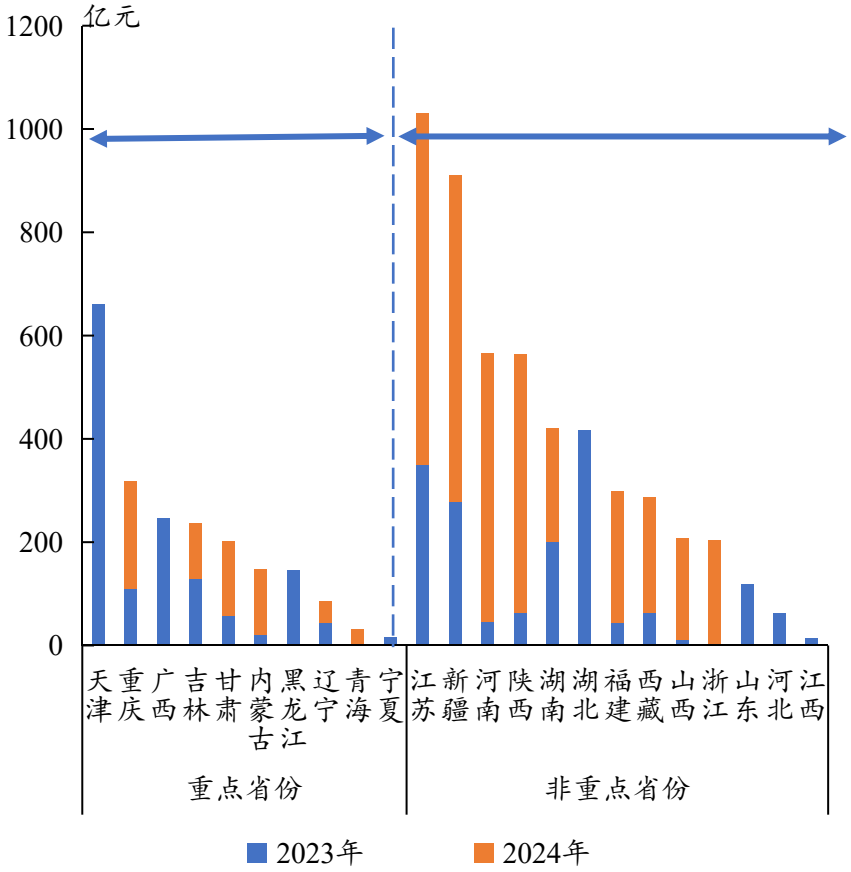
“一揽子化债”实施叠加到期压力下再融资债规模及占比处于高位



2023年10月来27省发行1.5万亿特殊再融资债额度分配集中在化债重点地区



2023年10月来23省发行超7千亿特殊新增专项债，非重点地区获得额度相对较多

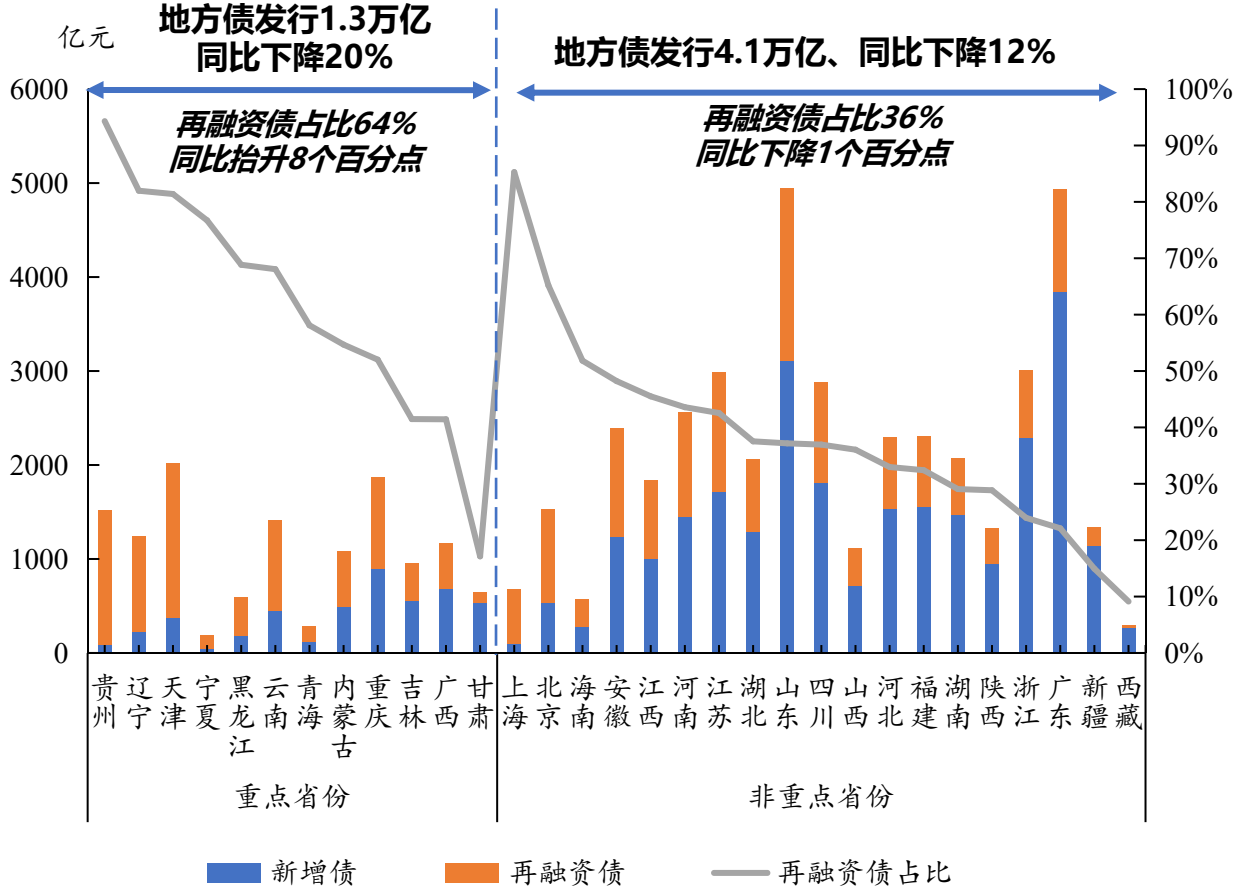


注：数据统计截至2024年8月

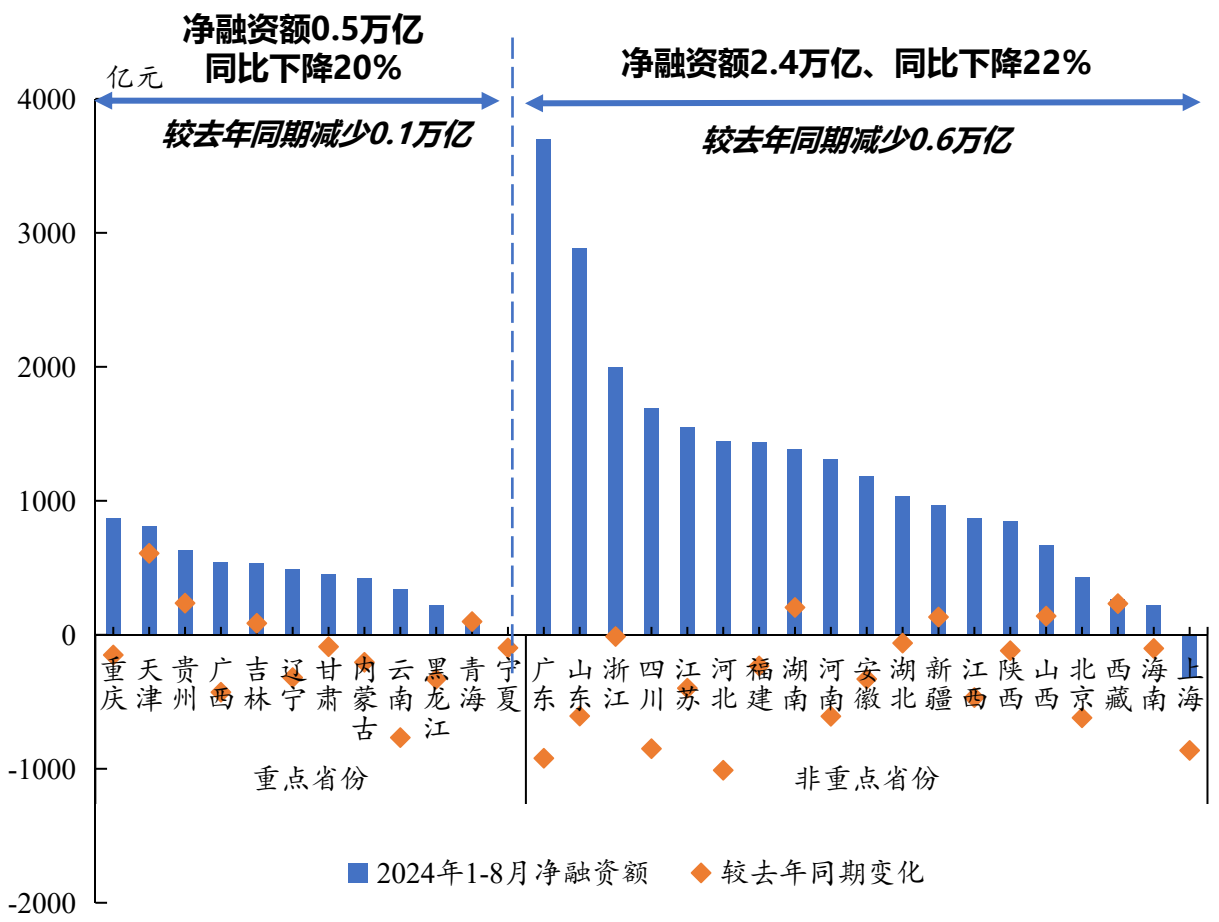
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

➢ 区域分化明显，重点省份地方债发行大幅下降、再融资债占比较高

化债重点省份地方债发行规模降幅较大、再融资债占比较高
(2024年1-8月)



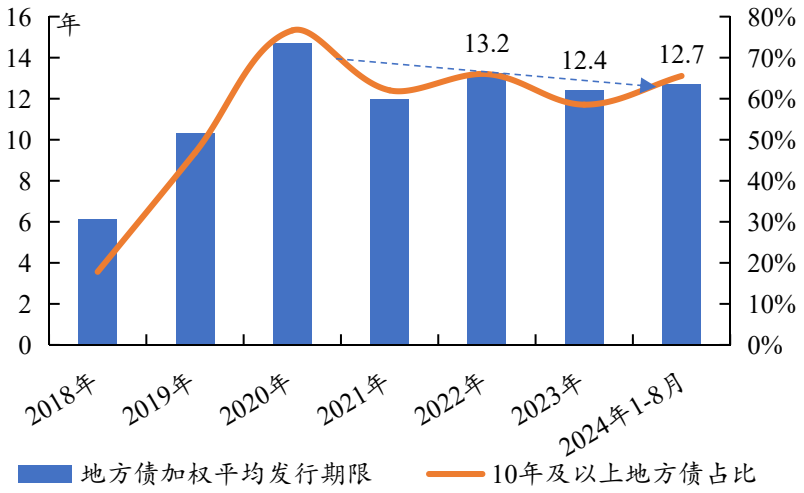
超七成（23个）省份净融资额回落
重点省份净融资额较低，经济大省净融资额同比回落明显
(2024年1-8月)



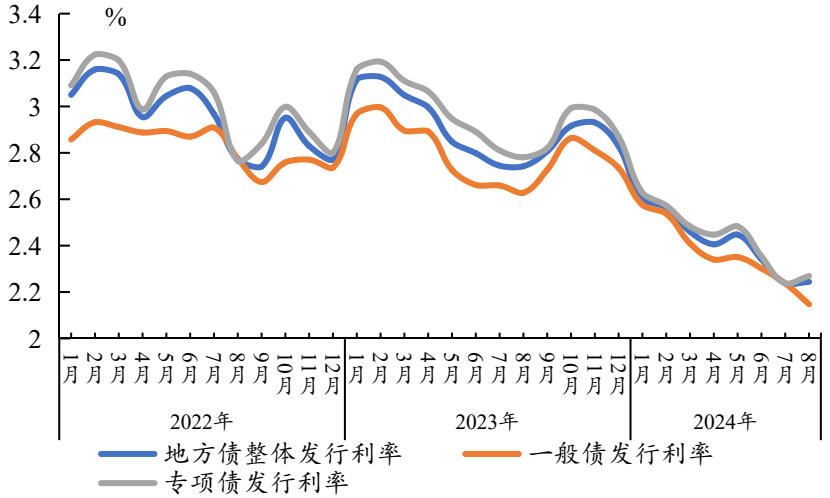
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

3. 发行期限有所缩短，利率持续下行长端降幅更大，定价市场化水平继续提升

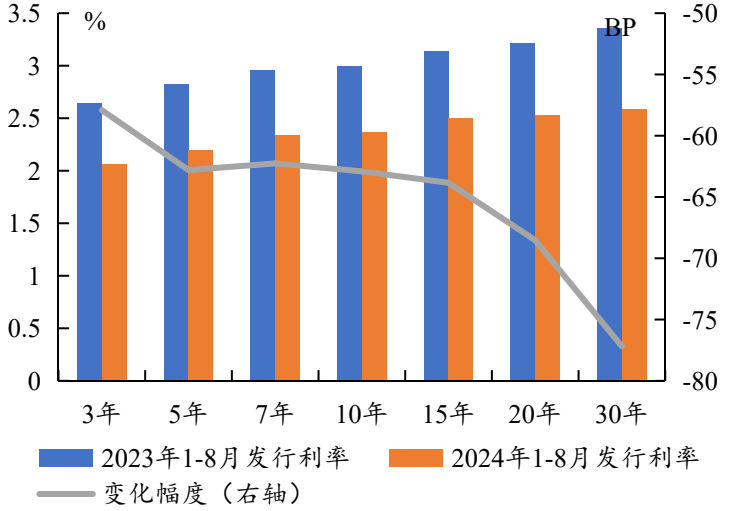
近两年发行期限有所缩短



发行利率波动下降、2024年为近年来最低水平

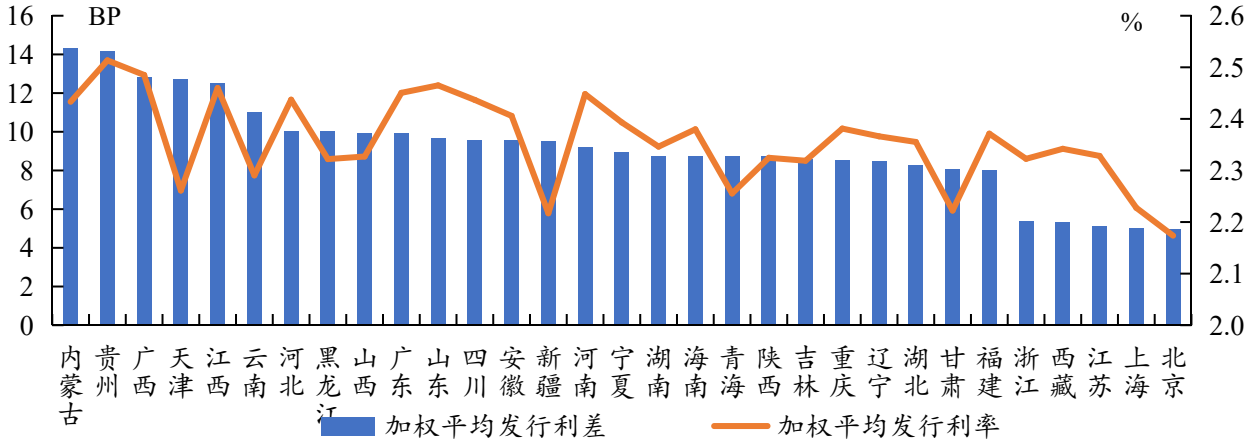


长端利率下行幅度更大

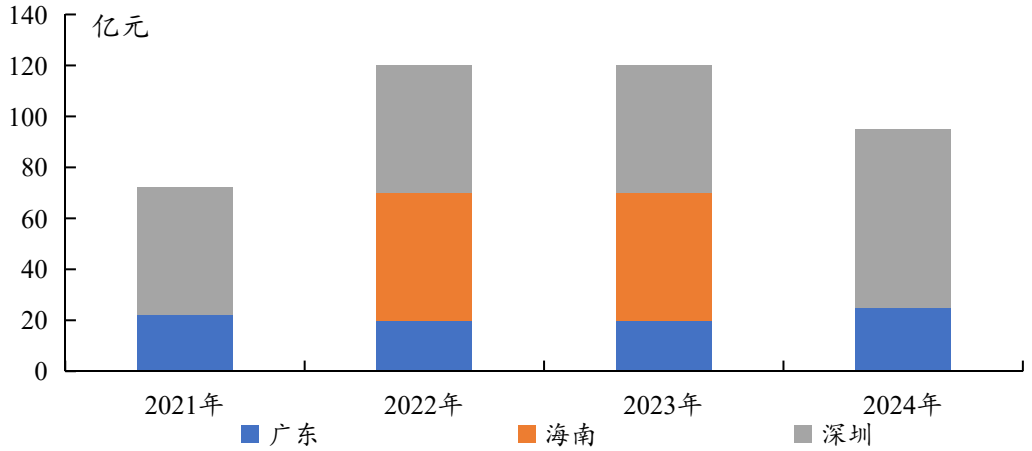


定价市场化水平进一步提升

2024年1-8月各省地方债上浮利差均在15BP以内且差异较为明显



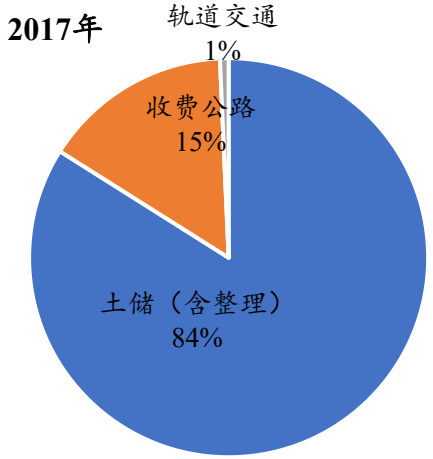
国际化进程持续推进，离岸人民币地方债市场持续扩容

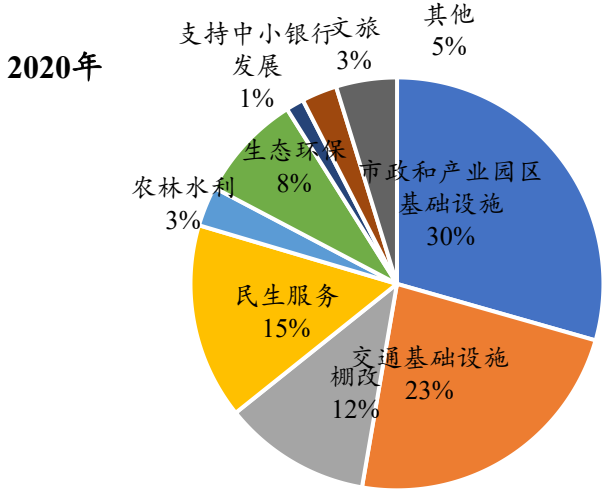


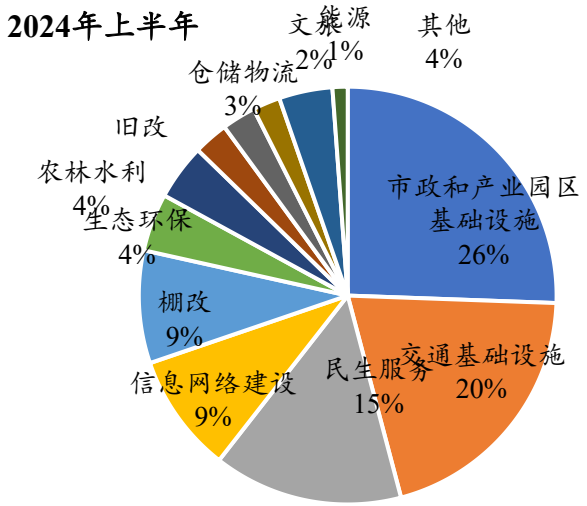
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

4. 募投领域持续拓宽，新基建等重点领域发力明显，专项债作资本金应用集中于交通领域

近年来地方政府专项债投向领域不断拓宽，政策引导下，信息网络建设等新基建项目占比持续增加



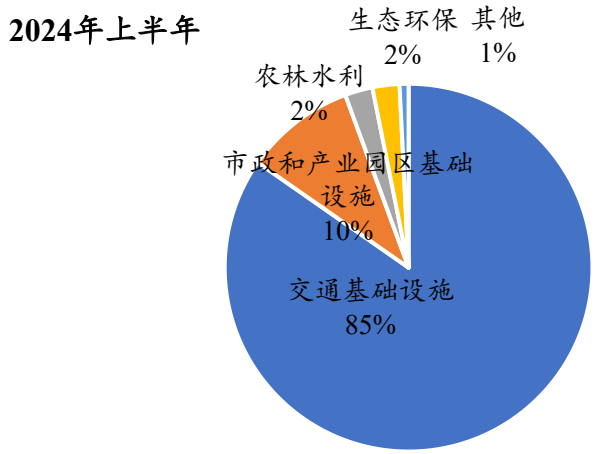




注：2017年为地方政府项目收益专项债始发年

专项债作资本金领域不断扩大，实际应用集中于交通领域、占比超八成

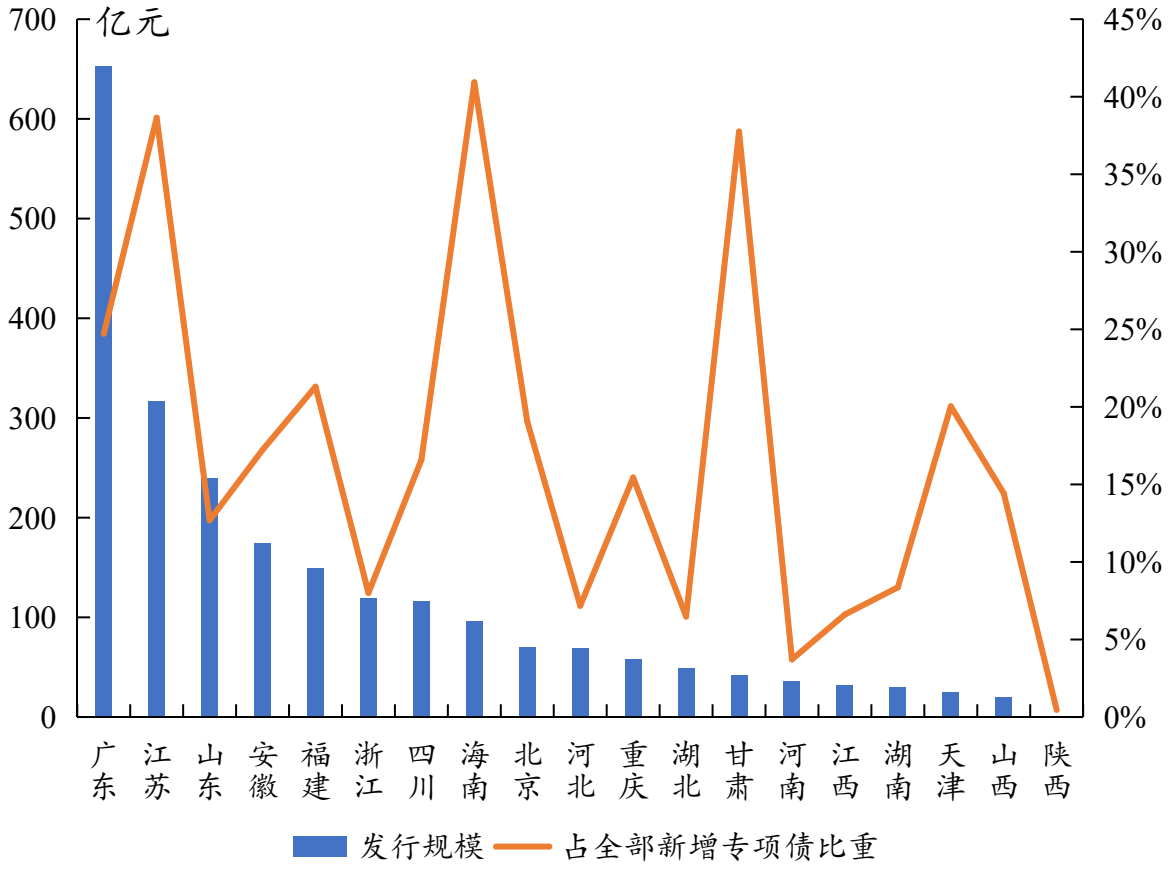
年份	2019年6月（4个）	2020年（10个）	2023年（15个）
专项债可用作项目资本金的领域	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气	铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水	铁路、收费公路、干线和东部地区支线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、煤炭储备设施、城乡电网、新能源项目、水利、城镇污水垃圾收集处理、供排水、供热、供气、国家级产业园区基础设施



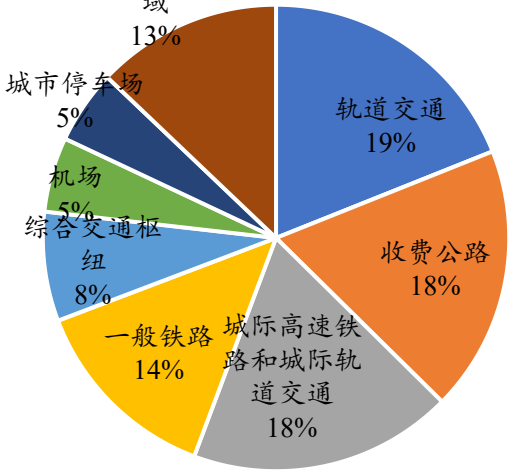
数据来源：财政部，中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

➢ 交通类：项目种类较为多元，超六成资金投向地市级项目，偿债多依赖项目运营收入

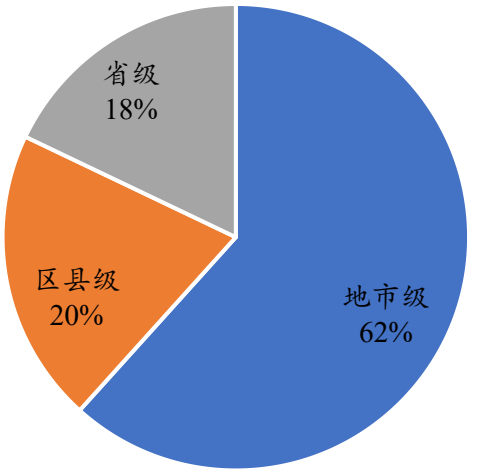
东部地区交通类发行规模较高，海南、甘肃占比较高



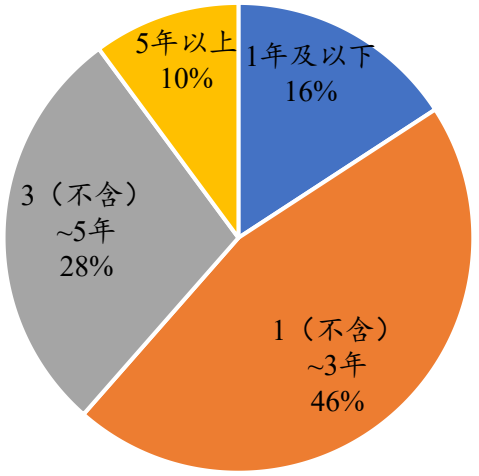
交通类专项债项目种类较为多元



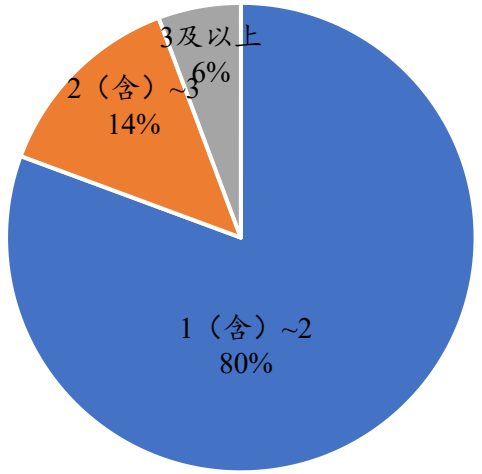
超六成资金投向地市级项目



3年以上期限项目占比约四成



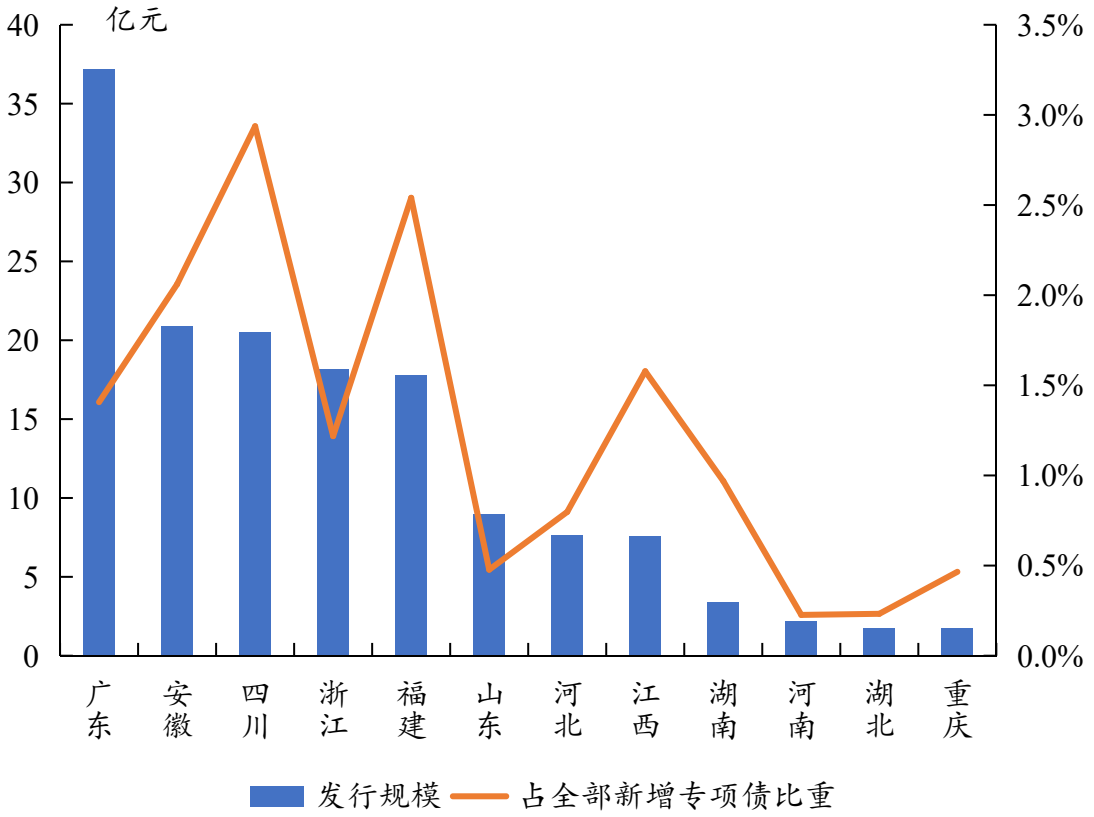
约八成项目覆盖倍数不足2倍



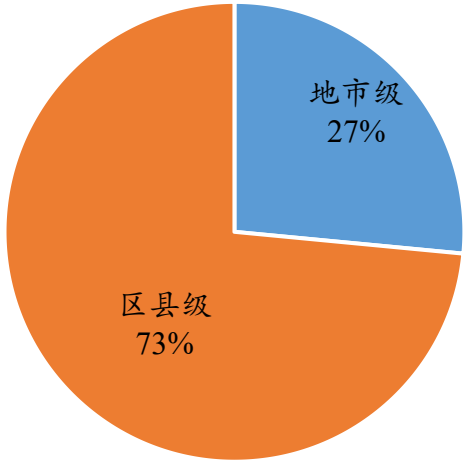
数据来源：中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

➢ 乡村振兴类：超七成投向区县级项目，集中于东部及中部省份

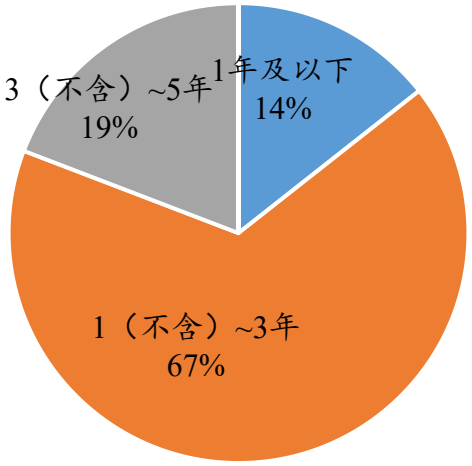
东部及中部省份乡村振兴类专项债发行规模较高，四川占比领先



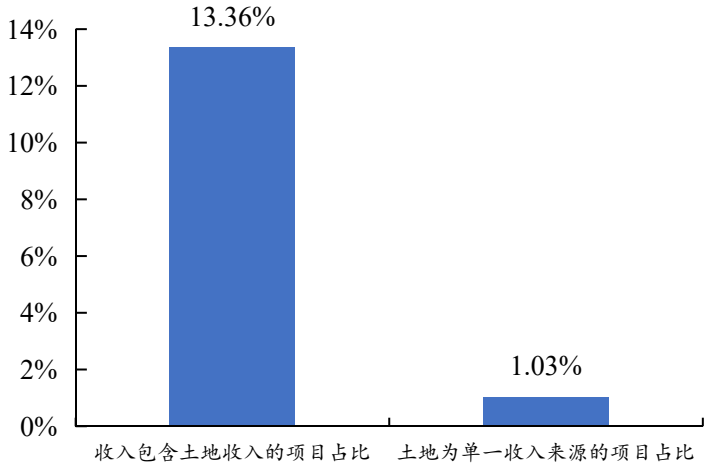
重点保障区县级项目资金需求



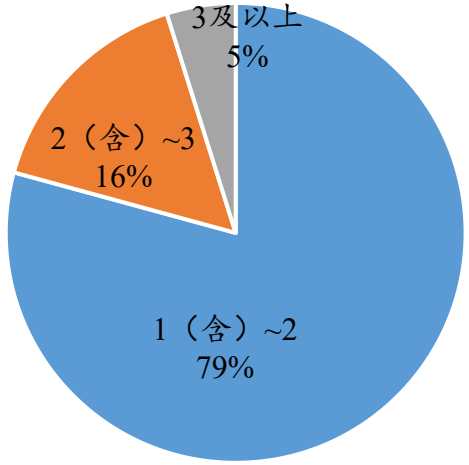
项目期限较短、3年及以下占比超八成



偿债来源以项目运营收入为主



约八成项目覆盖倍数小于2倍



数据来源：中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

目 录

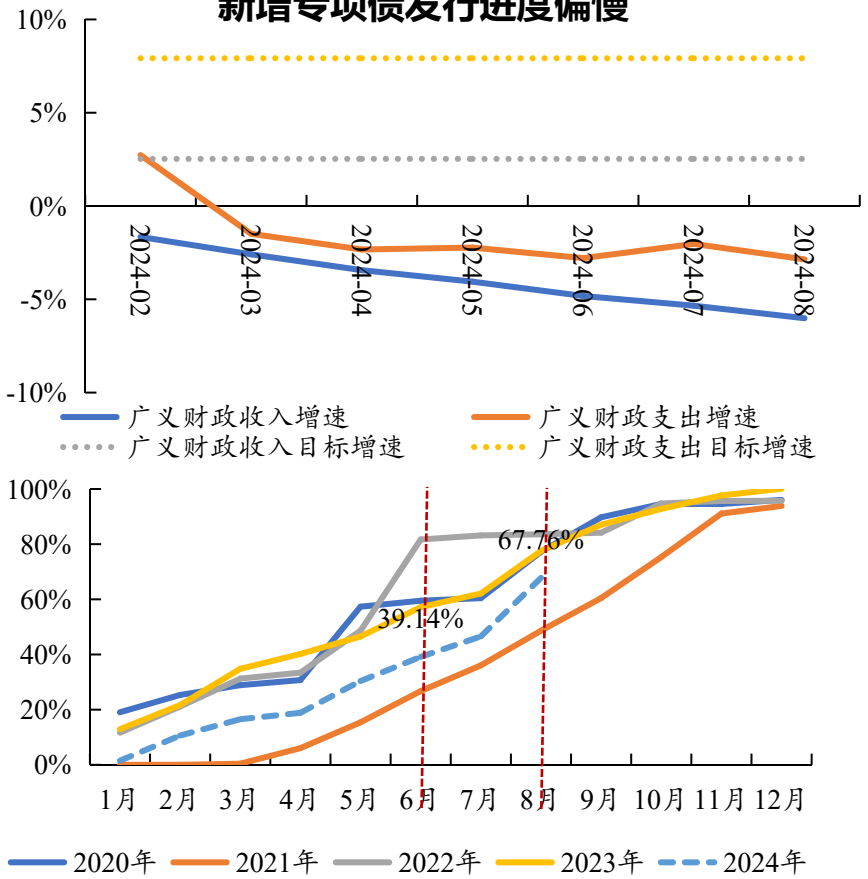
一、当前我国地方政府债券发展特点

二、当前地方政府债券发展面临的问题
——五大问题和三个深层次矛盾

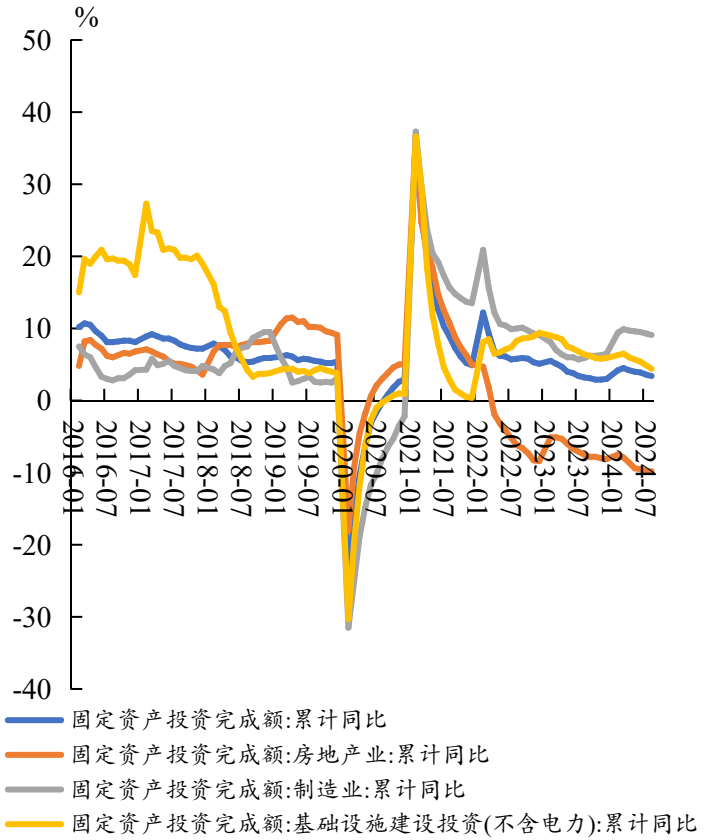
三、以地方政府债券为抓手构建长效机制的建议
——四个短期可为和四个长期关键

■ 五个问题：1. 地方债发行节奏偏慢与财政支出被动紧缩，稳增长效应或受限

今年以来收入下滑的掣肘下财政支出被动紧缩，新增专项债发行进度偏慢



今年以来基建投资增速持续低迷



重点化债地区2024年上半年GDP及固投增速均低于非重点省份，经济大省跌幅也较大

	2023上半年GDP增速（%）	2023上半年固投增速（%）	2024上半年GDP增速（%）	2024上半年固投增速（%）	GDP增速变化幅度（pct）	固投增速变化幅度（pct）
非重点省份（均值）	**5.6**	**6.0**	**4.9**	**5.8**	**-0.7**	**-0.2**
江苏	6.6	5.5	5.8	3.7	-0.8	-1.8
湖北	5.6	5.2	5.8	5.9	0.2	0.7
四川	5.5	1.6	5.4	0.9	-0.1	-0.7
浙江	6.8	9	5.6	4.0	-1.2	-5.0
山东	6.2	5.5	5.8	4.9	-0.4	-0.6
北京	5.5	13.6	5.4	9.6	-0.1	-4.0
福建	3.8	1.8	5.6	5.7	1.8	3.9
河北	6.1	8.4	5.0	6.4	-1.1	-2.0
新疆	5.1	10.2	5.4	7.7	0.3	-2.5
安徽	6.1	5	5.3	4.0	-0.8	-1.0
西藏	8.4	28.4	6.1	25.7	-2.3	-2.7
上海	9.7	37.2	4.8	10.2	-4.9	-27.0
湖南	3.6	-1.4	4.5	0.4	0.9	1.8
河南	3.8	-1.2	4.9	6.5	1.1	7.7
广东	5.0	4.4	3.9	-1.5	-1.1	-5.9
陕西	3.7	1.4	4.3	2.7	0.6	1.3
江西	2.4	-19.2	4.5	3.5	2.1	22.7
海南	8.6	2.4	3.1	6.4	-5.5	4.0
山西	4.7	-4.7	1.9	2.8	-2.8	7.5
重点省份（均值）	**5.6**	**1.4**	**4.5**	**1.3**	**-1.1**	**-0.1**
吉林	7.7	0.9	5.7	5.6	-2.0	4.7
重庆	4.6	1.4	6.1	2.6	1.5	1.2
甘肃	6.8	13.4	5.8	3.0	-1.0	-10.4
内蒙古	7.3	34.5	6.2	12.0	-1.1	-22.5
宁夏	6.5	9	5.1	1.8	-1.4	-7.2
贵州	4.4	3.9	5.3	1.2	0.9	-2.7
辽宁	5.6	5	5.0	2.5	-0.6	-2.5
天津	4.8	-16	4.9	5.0	0.1	21.0
云南	5.1	-5	3.5	-7.9	-1.6	-2.9
青海	6.8	-5.2	1.0	-5.7	-5.8	-0.5
广西	2.8	-21.1	3.6	-8.1	0.8	13.0
黑龙江	4.7	-3.5	1.5	3.6	-3.2	7.1
总计（均值）	**5.6**	**4.2**	**4.7**	**4.0**	**-0.9**	**-0.2**

注：广义财政指一般公共预算收入及地方政府性基金预算“两本账”之和；行进度指剔除中小银行专项债后的新增债发行额完成全年新增债务限额的比例；2022年全年新增债务限额包含了5029亿的结存额度

数据来源：财政部，Wind，中诚信国际研究院整理

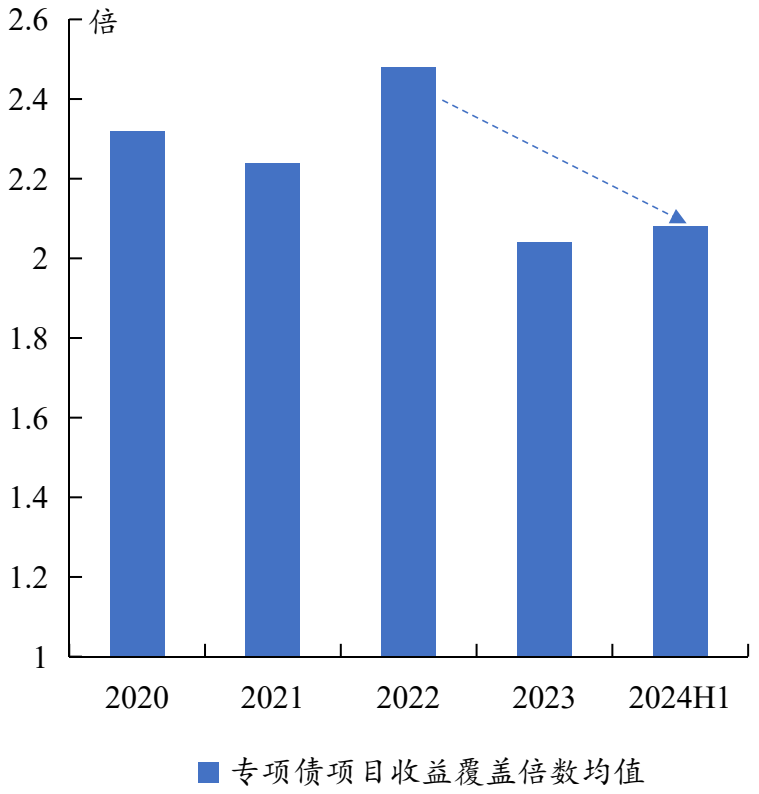
➢ 2. 专项债趋于“一般化”，大量发行但效率偏低

审计署披露专项债资金闲置、挪用等问题频出

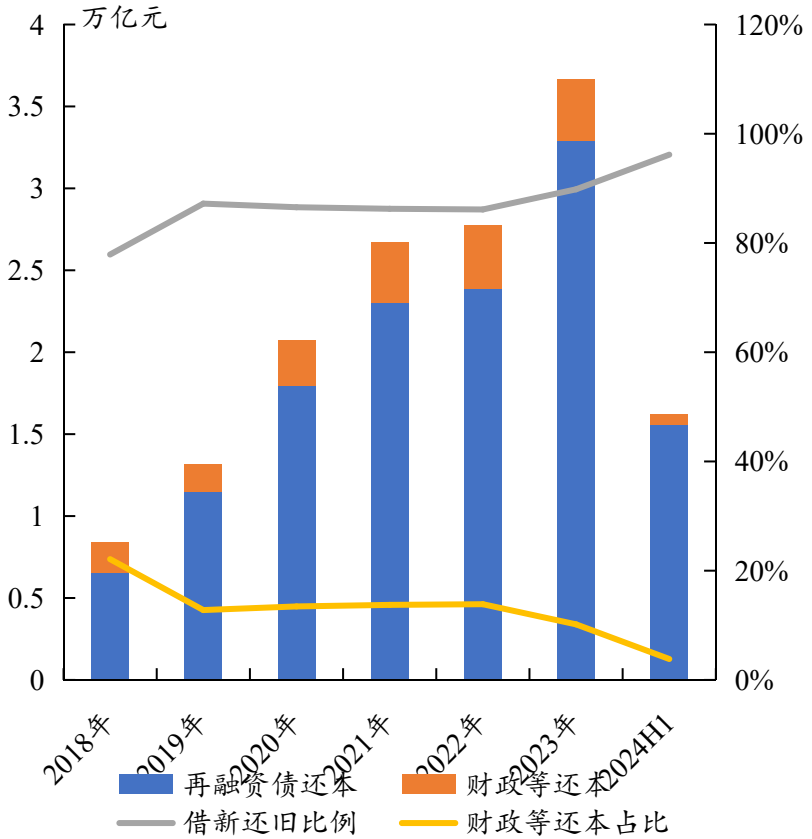
《国务院关于中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》

- **2019年：503.67亿元新增专项债资金闲置**
- **2020年：**55个地区专项债余额**1.27万亿元中有413.21亿元未严格按用途使用**
- **2021年：**10个地区**136.63亿元专项债券资金未按用途使用，**违规用于企业经营、人员工资等；33个地区**217亿元专项债资金闲置1年以上**
- **2022年：**47个地区**违规挪用157.98亿元专项债；**5个地区**虚报33个专项债项目支出进度，有60.27亿元结存未用**
- **2023年：**债券募集资金**当年即闲置或被挪用，**截至 2023 年底，**其中522 个项目279.24亿元。**

专项债项目收益覆盖倍数偏低且有所走弱



收益承压下愈加依赖再融资债借新还旧 财政等资金还本占比持续下滑

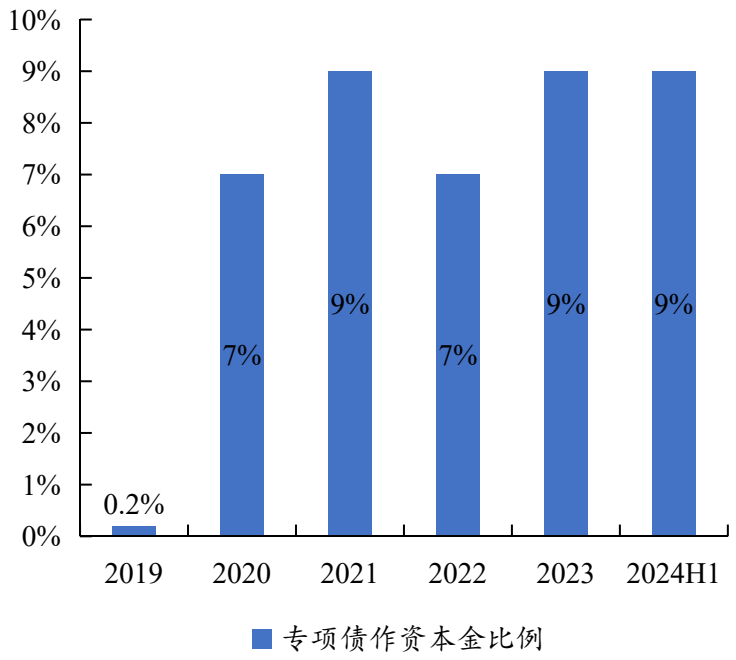


数据来源：审计署，中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

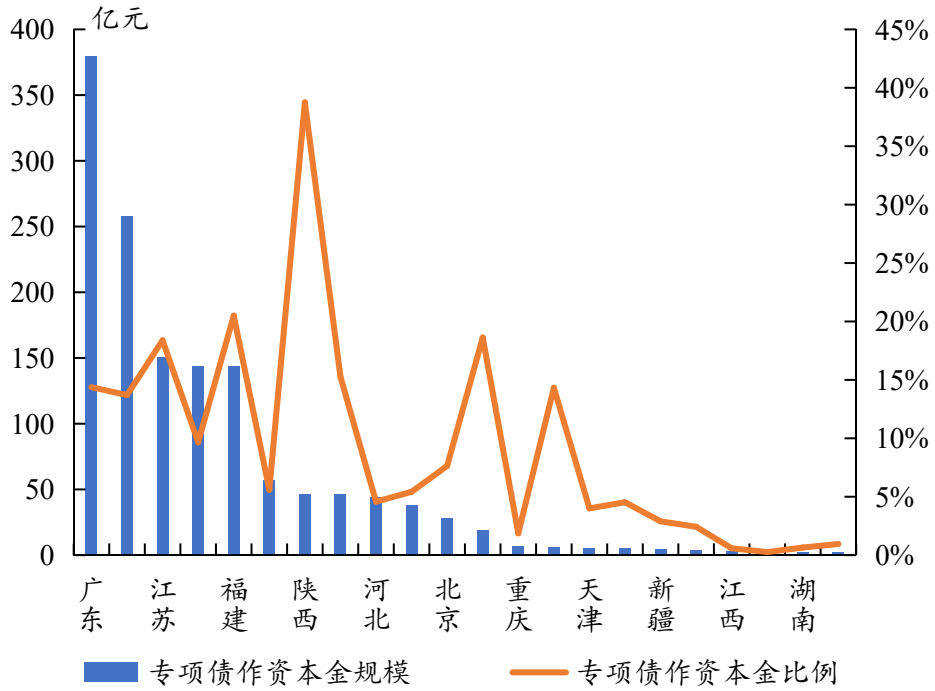
3. 专项债作资本金比例仍然偏低，撬动全社会投资能力不足

《国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》：
部分专项债项目未发挥政府投资带动放大效应，52个地区 597 个获得 2023 年专项债资金的项目，至 2023 年底政府累计投资 6006.34 亿元，**很少吸引民营资本。**

近年来专项债作资本金比例有所抬升
但整体仍然较低、远低于政策上限（25%）



2024年上半年约1400亿元专项债作资本金、占比9%
绝大多数省份作资本金比例不足10%



上半年1.49万亿新增专项债实际撬动基建投资约1.70万，撬动能力仍待提升

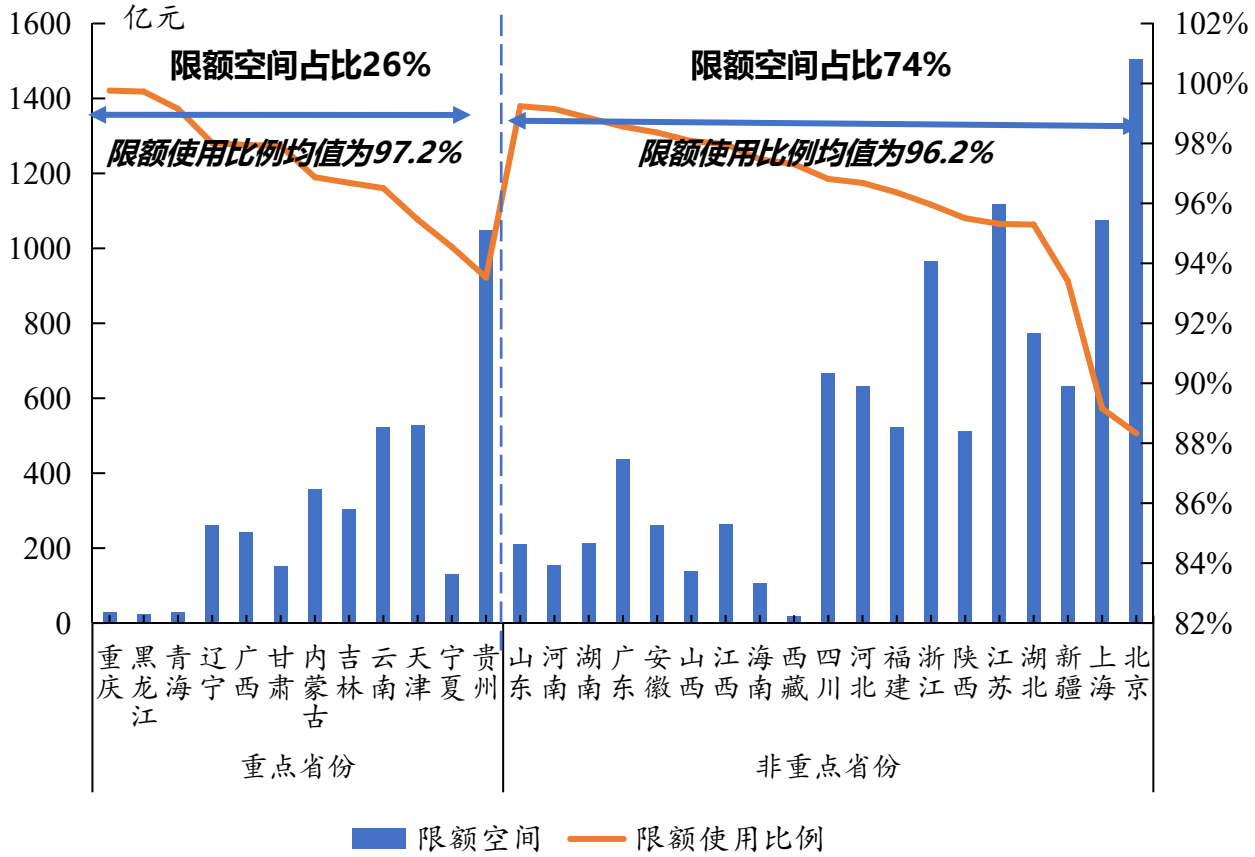
2024年上半年专项债对基建投资的实际撬动效应估算

项目开始时间	项目期限	估算指标	估算规模
2024年之前	/	专项债当年投入	1.36万亿元
2024年	≤1年	项目总投资规模（按80%到位）	0.23万亿元
	＞1年	项目资本金合计（按10%到位）	0.04万亿元
		专项债当年投入（非资本金项目）	0.06万亿元
2024年之后	/	专项债当年投入	0.01万亿元
基建投资撬动规模	/	/	**1.70万亿元**

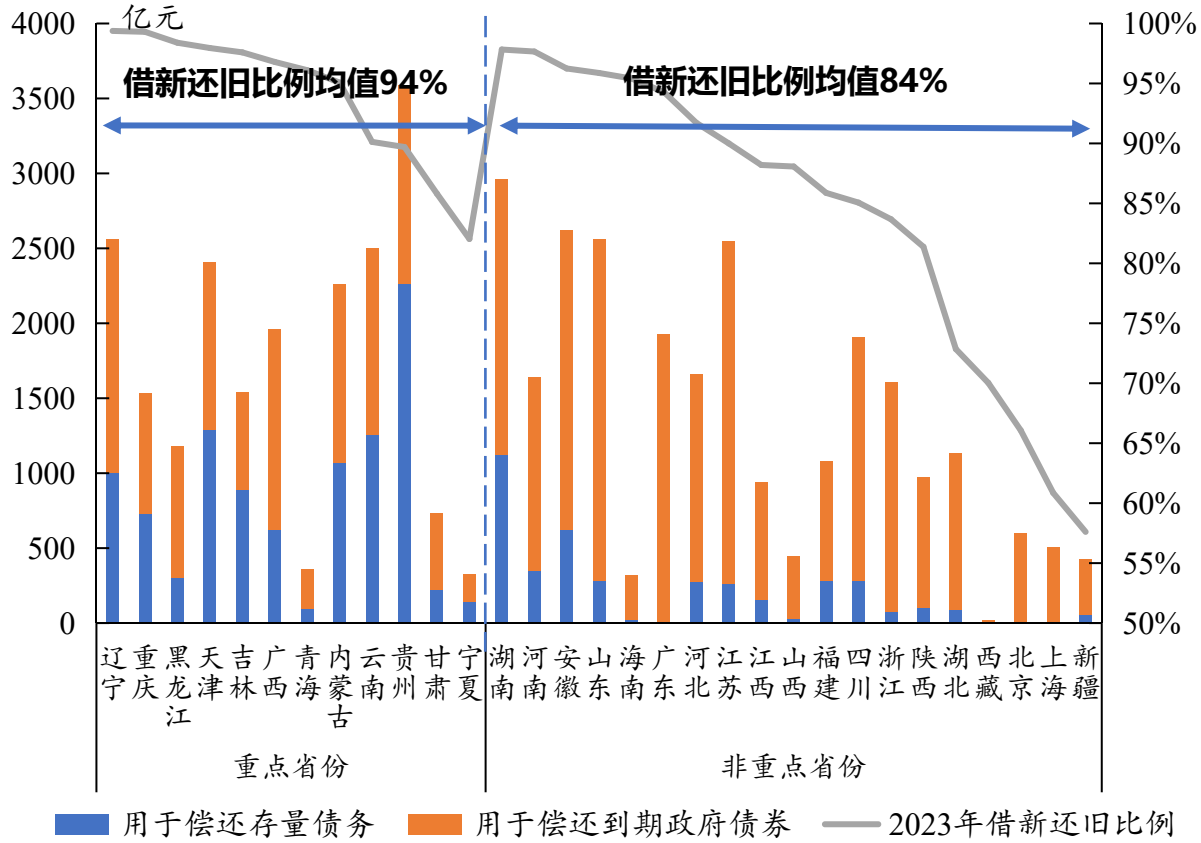
数据来源：审计署，中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

4. 各地债务限额分配差异较大，与实际需求有一定欠配

各省地方债务限额空间及使用比例差异较大，财力雄厚、项目偏多的地区结存限额较多，财力薄弱、项目偏少的欠发达地区结存限额较少



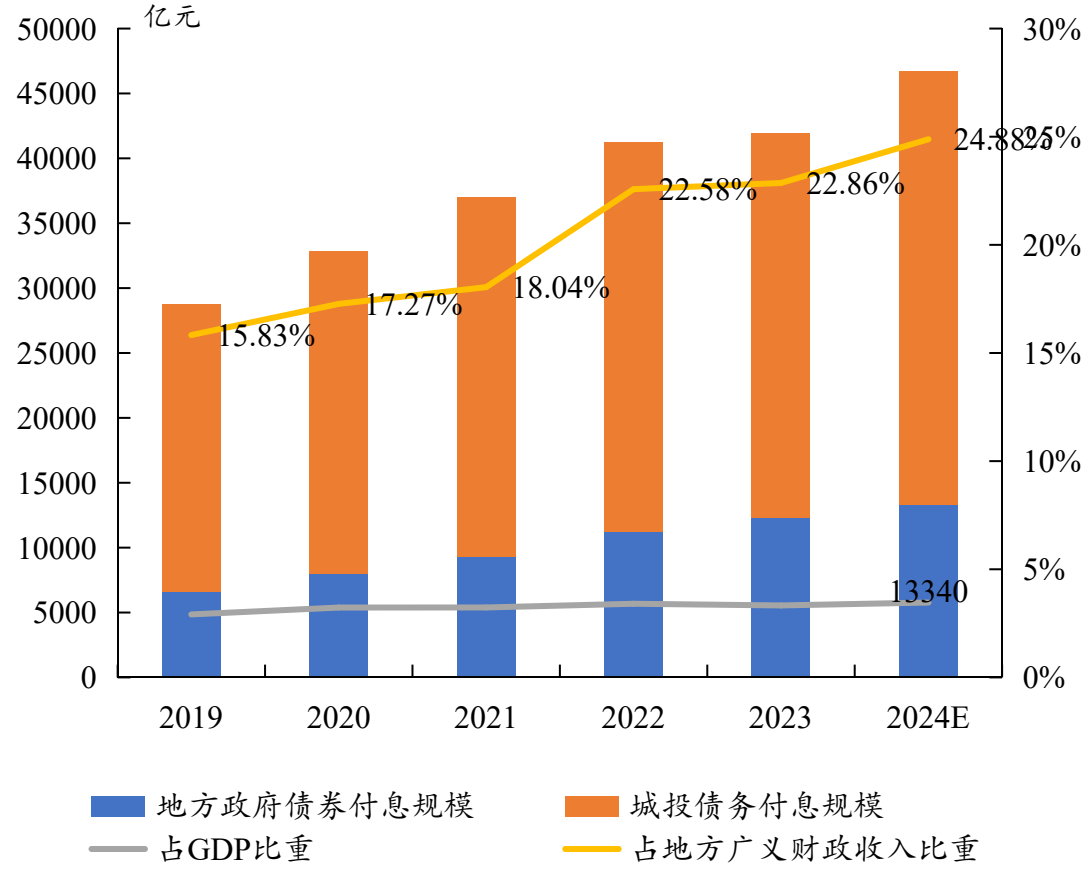
债务限额分配与实际需求的欠配易导致资金闲置及挪用，将进一步加剧债务滚动压力



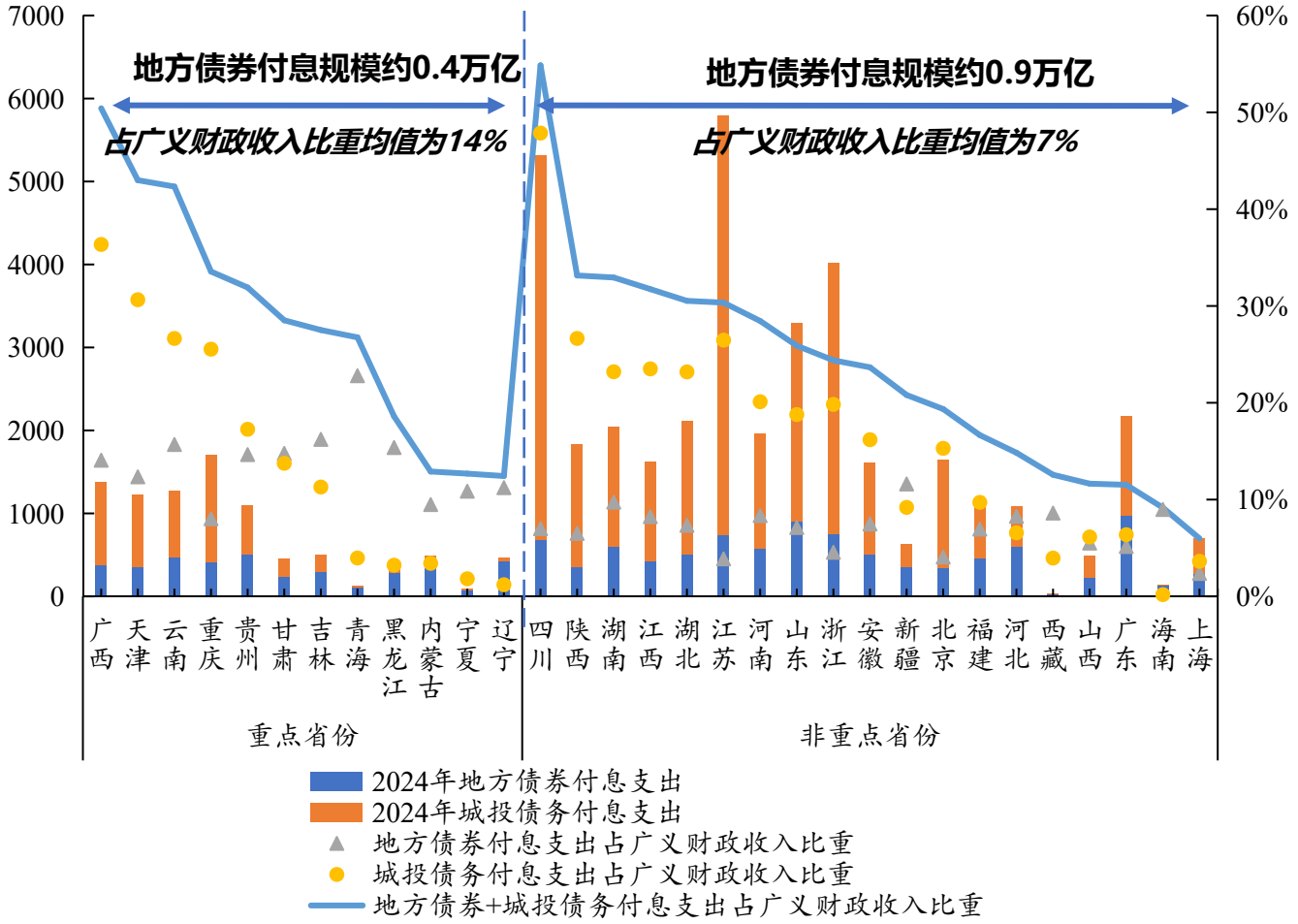
数据来源：各省审计厅，中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

5. 地方政府债券付息压力持续增加，区域分化明显、重点省份尤为承压

地方政府债券大幅扩容下付息压力持续攀升，2024地方债务付息或超4万亿



2024年或有11省将超过10%的财政收入用于地方债付息支出 化债重点省份付息尤为承压



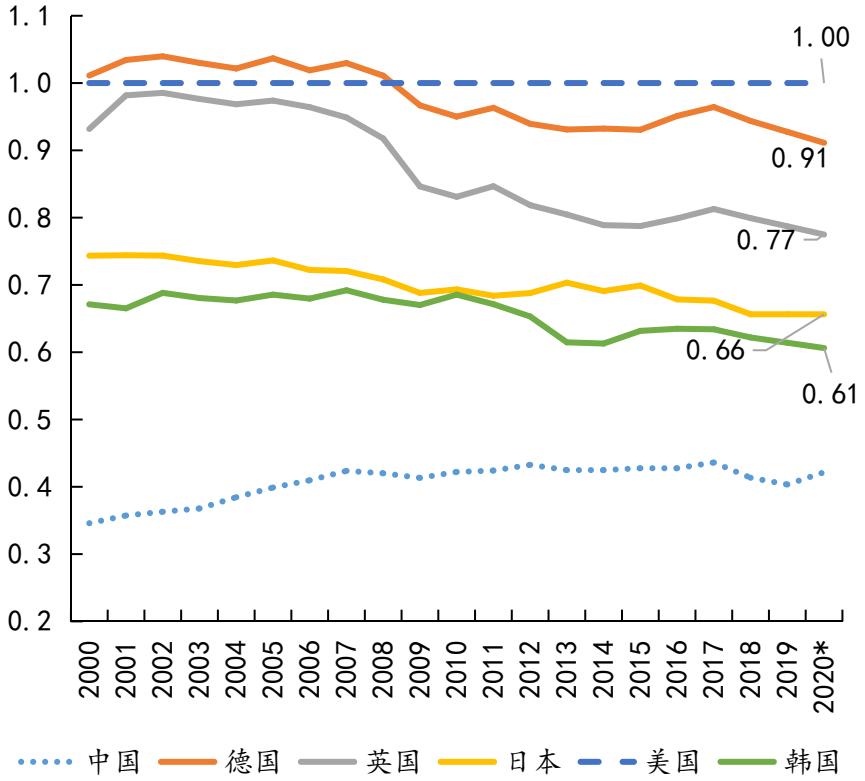
注：此页两图中广义财政收入指地方一般公共预算收入及地方政府性基金预算收入合计

数据来源：财政部，中诚信国际研究院整理

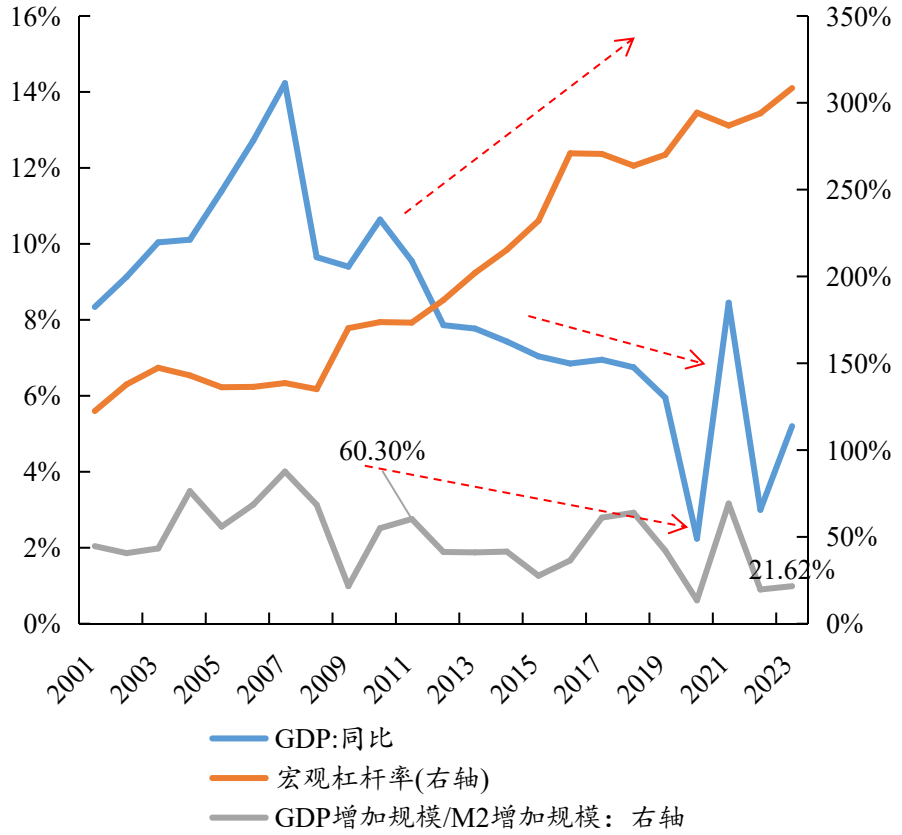
三个深层次矛盾：

➢ 1.宏观效率下滑与债务-投资驱动模式的矛盾

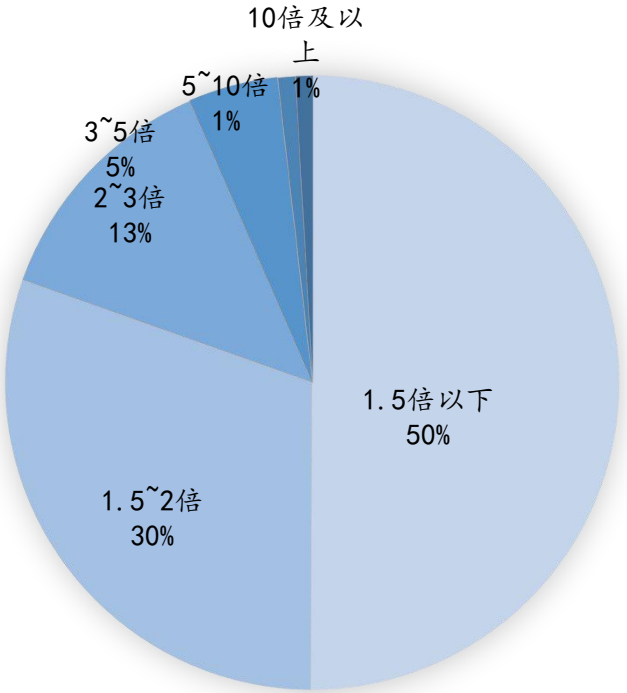
我国宏观运行效率逐步走低
全要素生产率（TFP）依然显著低于发达国家、（以美国为基准）



理想状态下债务扩张速度与经济增速相适应，但近年来我国经济增速与债务扩张出现了一定背离
新增货币供给对于GDP的拉动有所“钝化”



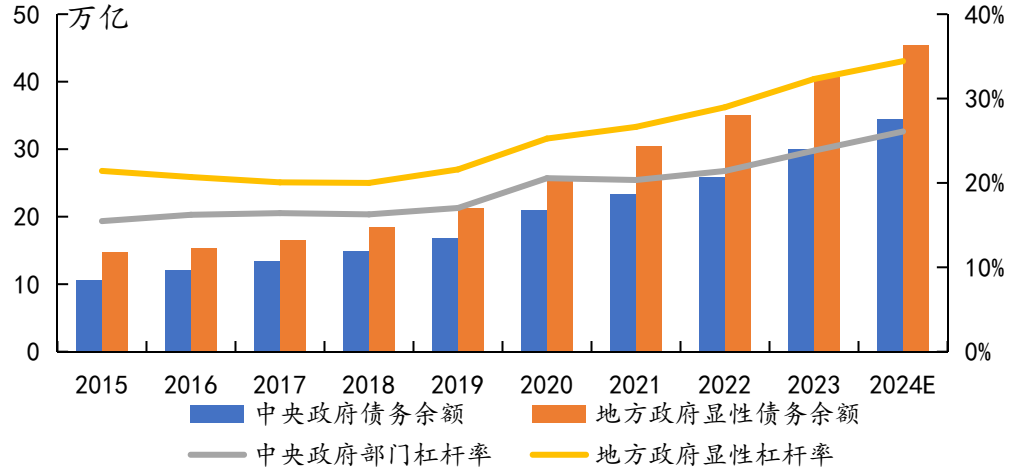
地方政府专项债优质项目储备难，2023年有约八成项目本息覆盖倍数不足2倍



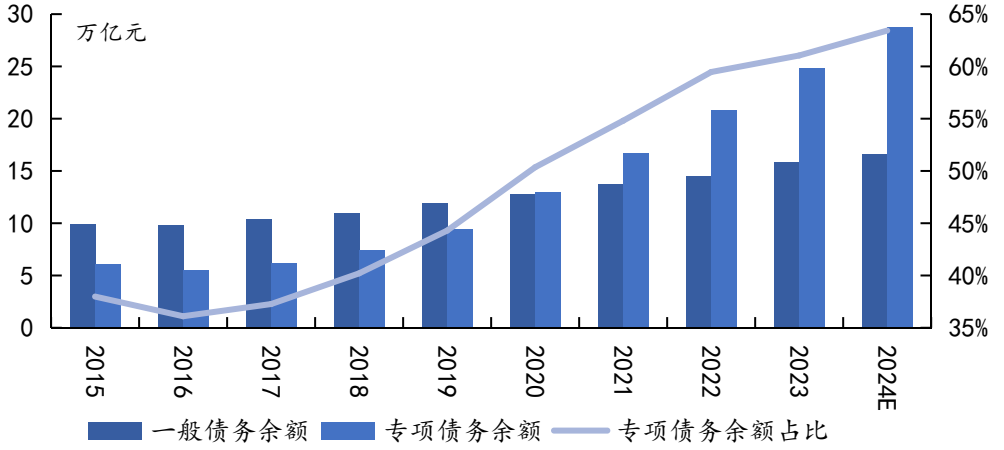
数据来源：Wind，审计署，中债信息网，中诚信国际专项债项目数据库，中诚信国际研究院整理

2. 政府债务结构错配与有限财力的矛盾

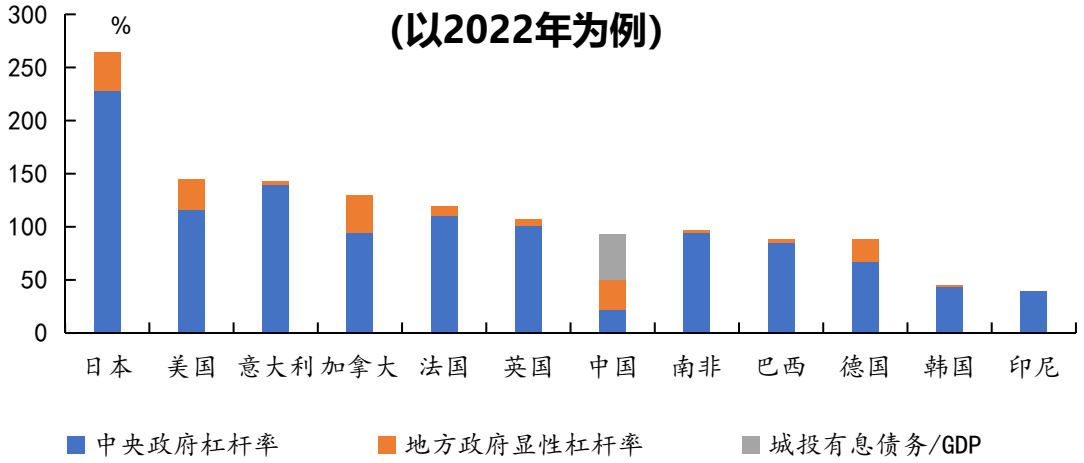
地方政府债务余额及杠杆率明显高于中央



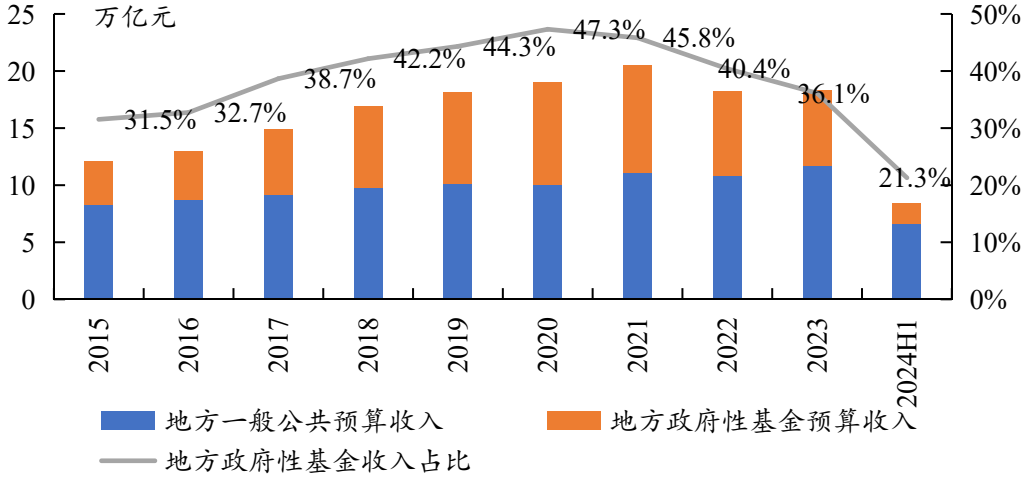
地方政府专项债务余额占比不断升高、已超六成



主要经济体中央政府杠杆率远高于地方 (以2022年为例)



地方政府性基金预算收入回落明显、上半年占比仅超两成



数据来源：Wind，财政部，中诚信国际研究院整理

3. 双向激励约束机制不足与地方发展活力激发的矛盾

政绩考评目标随经济社会发展阶段变化更趋多元化

时间	政策/会议	内容
2009	《地方党政领导班子和领导干部综合考核评价办法》	•把领导和**推动经济社会发展的实际成效作为基本依据** •在地方政府的实际成效评价中，**以经济发展为首位**，社会发展和可持续发展分列二、三位
2013	《关于改进地方党政领导班子和领导干部政绩考核工作的通知》	•**不能仅把地区生产总值及增长率作为考核评价政绩的主要指标**，不搞总值及增长率排名 •强化约束性指标考核，加大资源消耗、环境保护、消化产能过剩等指标的权重 •**把政府负债作为政绩考核的重要指标**
2017	中央经济工作会议	必须**加快形成推动高质量发展**的指标体系、政策体系、标准体系、统计体系、绩效评价、**政绩考核**
2019	《党政领导干部考核工作条例》	•突出高质量发展导向，构建推动高质量发展指标体系，**改进推动高质量发展的政绩考核** •**突出对打好重点任务攻坚战的考核**，加强对深化供给侧结构性改革、保障和改善民生、加强和创新社会治理、推动创新发展、加强法治建设、促进社会公平正义等工作的考核 •**加大安全生产、社会稳定、新增债务等约束性指标的考核权重**
2020	《关于改进推动高质量发展的政绩考核的通知》	对应**创新、协调、绿色、开放、共享发展要求**，分级分类考核 突出**考核深化供给侧结构性改革**，推动构建新发展格局，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革打好重点任务攻坚战等的实际成效 突出对做好**重点群体就业工作、完成剩余贫困人口脱贫任务、完善重大疫情防控救治体系和公共卫生体系建设**等情况的考核

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



正向激励机制不足对地方发展活力的激励作用有限



优化负向约束机制

完善正向激励机制

数据来源：公开资料，中诚信国际研究院整理

目 录

一、当前我国地方政府债券发展特点

二、当前地方政府债券发展面临的问题
——五大问题和三个深层次矛盾

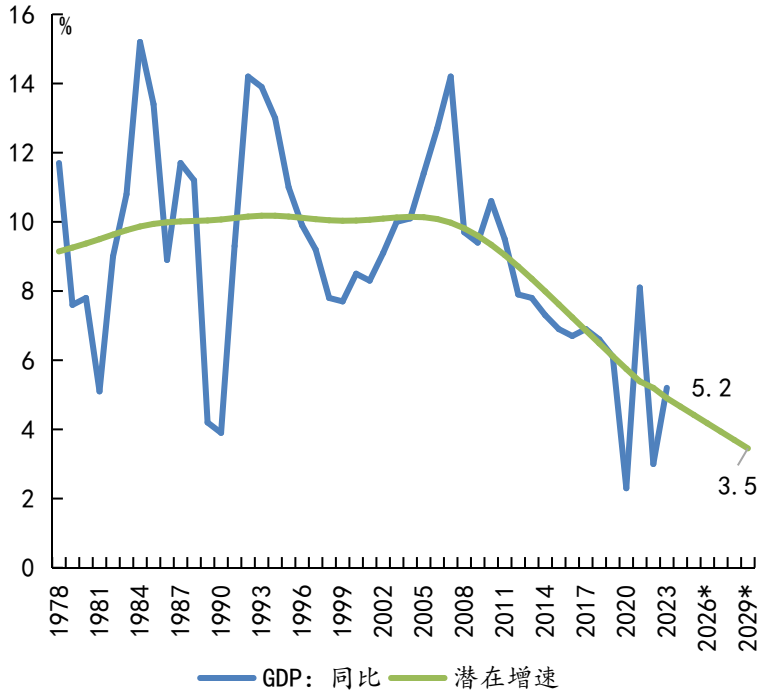
三、以地方政府债券为抓手构建长效机制的建议
——四个短期可为和四个长期关键

以地方政府债券为抓手构建长效机制，需把握四个短期可为与四个长期关键

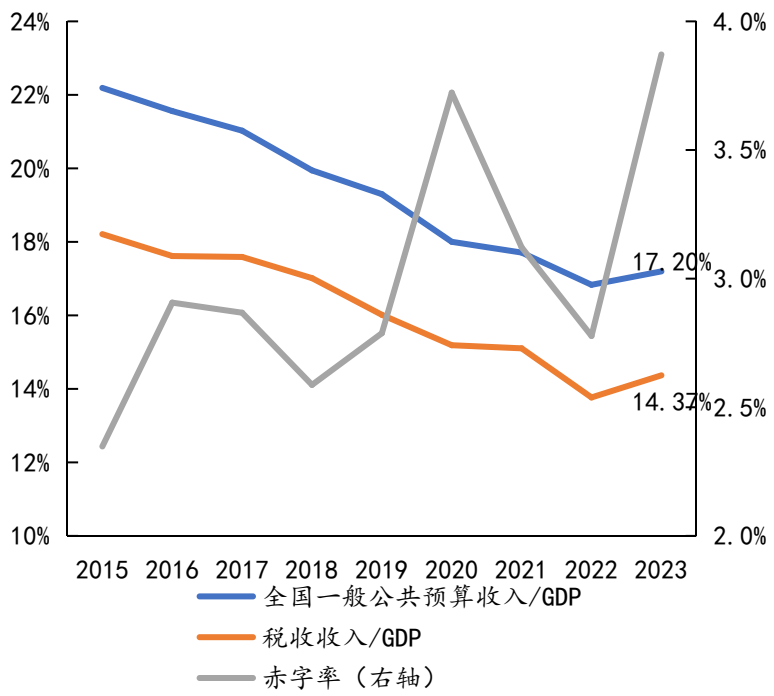
» **730政治局会议：**宏观政策要持续用力、更加给力，要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，**及早储备并适时推出一批增量政策举措，优化调整化债政策等**

» 在经济稳增长与转型发展压力加大，地方财政可持续性减弱，一揽子化债初有成效但增长收缩效应显现的背景下，应统筹好化债与发展；在构建长效机制的框架之下，地方政府债券作为地方债务的重要构成，需充分发挥作用、把握好**四个长期关键**

多重因素影响下我国中长期增速仍有走低压力



近年来财政可持续性水平有所减弱



储备增量政策要求下的四个“短期可为”

- 优化政府债务结构，加大“央进”力度
- 完善限额分配机制，因地制宜匹配需求
- 加强合格项目储备，完善全流程管理
- 优化投向并合理拓宽，逐步放开资本金限制

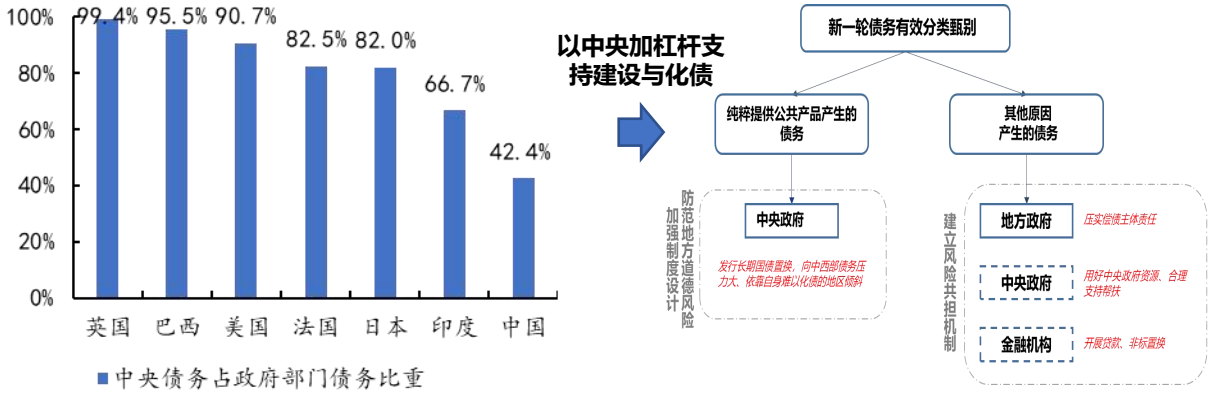
构建长效机制要把握好四个“长期关键”

- 统筹化债和发展，处理好短期和长期关系
- 健全地方债务法律法规，强化立法保障
- 进一步理顺央地关系，深化财税体制改革
- 理清政府与市场的边界，推动政府职能转变

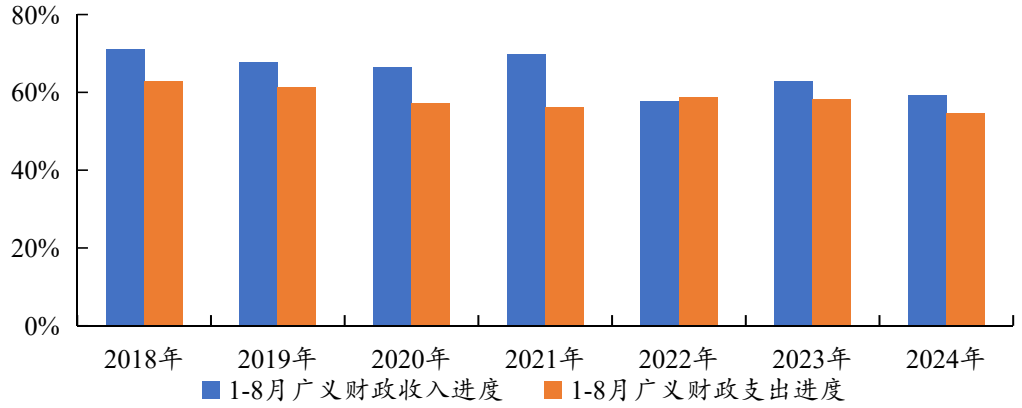
数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

➢ 四个短期可为：1. 优化政府债务结构，加大“央进”力度、提升一般债占比

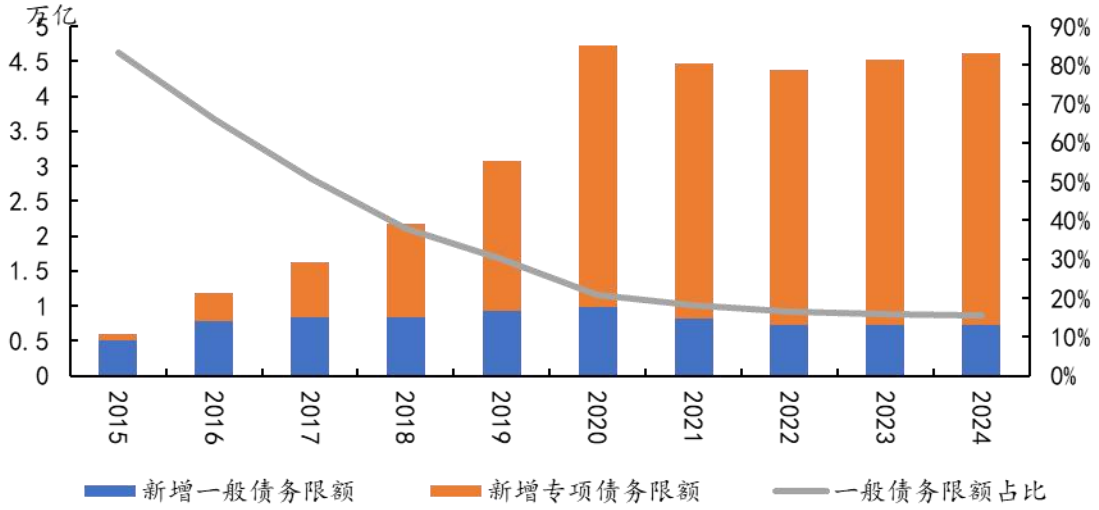
我国中央政府有较大加杠杆空间，建议以中央加杠杆支持建设与化债



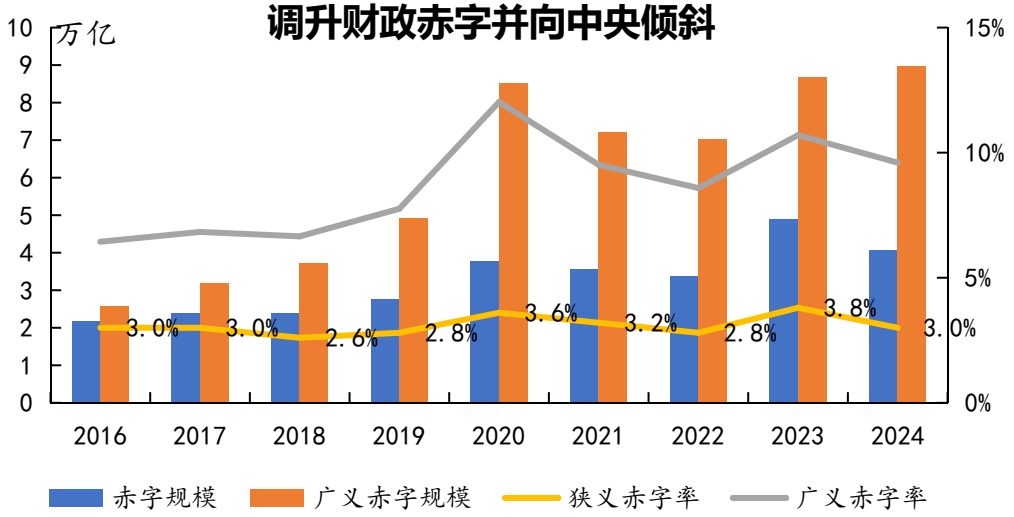
今年以来财政支出被动紧缩，年内需加快支出节奏



优化地方政府债券结构，合理提高一般债比重



近年来我国赤字安排相对谨慎，年内可适当调升财政赤字并向中央倾斜



数据来源：Wind，中诚信国际研究院整理

2. 完善债务限额分配，因地制宜匹配发展需求

各地限额（不分一般、专项）使用情况差异明显
多数省份使用比例逐步抬升

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	趋势
重庆	92.1%	92.6%	90.1%	96.7%	98.0%	99.8%	
黑龙江	95.9%	96.1%	96.4%	97.9%	98.4%	99.7%	
山东	91.1%	91.8%	92.7%	94.6%	96.6%	99.2%	
青海	91.0%	92.0%	90.5%	90.6%	93.4%	99.2%	
河南	79.0%	81.3%	82.8%	86.9%	92.1%	99.1%	
湖南	99.8%	99.5%	97.2%	98.3%	98.8%	98.9%	
广东	82.8%	84.2%	87.5%	94.3%	95.5%	98.6%	
安徽	87.9%	89.0%	89.8%	92.3%	92.6%	98.4%	
山西	93.0%	92.4%	95.4%	95.1%	96.6%	98.1%	
浙江	92.8%	93.5%	95.2%	96.6%	97.4%	98.1%	
辽宁	90.0%	90.3%	87.0%	91.0%	93.7%	98.0%	
江西	87.0%	85.3%	86.1%	89.8%	92.1%	98.0%	
广西	91.9%	92.2%	95.8%	94.5%	96.4%	97.9%	
甘肃	90.8%	91.5%	90.4%	93.8%	95.2%	97.9%	
海南	92.9%	91.9%	93.3%	92.3%	94.1%	97.5%	
西藏	68.0%	77.0%	82.5%	89.4%	88.0%	97.3%	
内蒙古	95.1%	94.1%	92.3%	93.7%	93.6%	96.9%	
四川	90.5%	90.2%	91.1%	93.5%	95.7%	96.8%	
吉林	89.0%	90.3%	90.3%	93.9%	94.9%	96.7%	
河北	85.4%	85.8%	88.5%	89.1%	91.8%	96.7%	
云南	87.0%	86.8%	89.8%	89.3%	91.9%	96.5%	
福建	89.2%	90.2%	86.5%	89.4%	92.6%	96.4%	
陕西	91.1%	90.4%	88.0%	90.7%	92.4%	95.5%	
天津	98.1%	98.1%	93.1%	98.7%	97.2%	95.5%	
江苏	90.0%	90.0%	90.6%	91.1%	91.6%	95.3%	
湖北	95.2%	95.5%	96.0%	95.2%	95.7%	95.3%	
宁夏	87.6%	88.8%	91.1%	89.5%	89.3%	94.6%	
贵州	94.5%	94.9%	94.3%	96.0%	96.2%	93.5%	
新疆	92.5%	92.3%	92.6%	92.5%	93.1%	93.4%	
上海	65.4%	66.7%	70.9%	69.4%	75.5%	89.2%	
北京	51.2%	54.4%	59.1%	77.8%	86.6%	88.3%	

完善多维度限额分配机制，因地制宜匹配需求



- 合理控制债务风险，避免弱区域风险过度累积
- 提高地方政府资金使用积极性，提升资金效率
- 促进资源合理配置，提高公共服务和基建能力
- 促进区域间协调发展，实现公平与效率的平衡

数据来源：Wind，财政部，中诚信国际研究院整理

3. 优化投向并放开资本金领域限制，充分发挥政府投资带动作用

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*

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

专项债投向领域（标红为资本金可应用领域）		专项债可作资本金领域
一、交通基础设施	铁路（含城际铁路和铁路专用线）	铁路
	收费公路	收费公路
	民用机场（不含通用机场）	干线和东部地区支线机场
	水运	内河航电枢纽和港口
	综合交通枢纽（含综合交通枢纽一体化综合利用）	
	城市轨道交通和市域（郊）铁路	
	城市停车场	城市停车场
二、能源	天然气管网和储气设施	天然气管网和储气设施
	煤炭储备设施	煤炭储备设施
	城乡电网	城乡电网
	新能源项目	新能源项目
三、农村水利	农业	
	水利	水利
	林草业	
四、生态环保	城镇污水垃圾收集处理	城镇污水垃圾收集处理
五、社会事业	卫生健康（含应急医疗救治设施、公共卫生设施）	
	教育（学前教育、职业教育、普通高校学生宿舍）	
	养老托育	
	文化旅游	
	其他社会事业	
六、城乡冷链等物流基础设施	城乡冷链物流设施	
	国家物流枢纽等物流基础设施	
	粮食仓储物流设施	
	应急物资仓储物流设施（应急物资中转站、城郊大仓基地）	
	农产品批发市场	

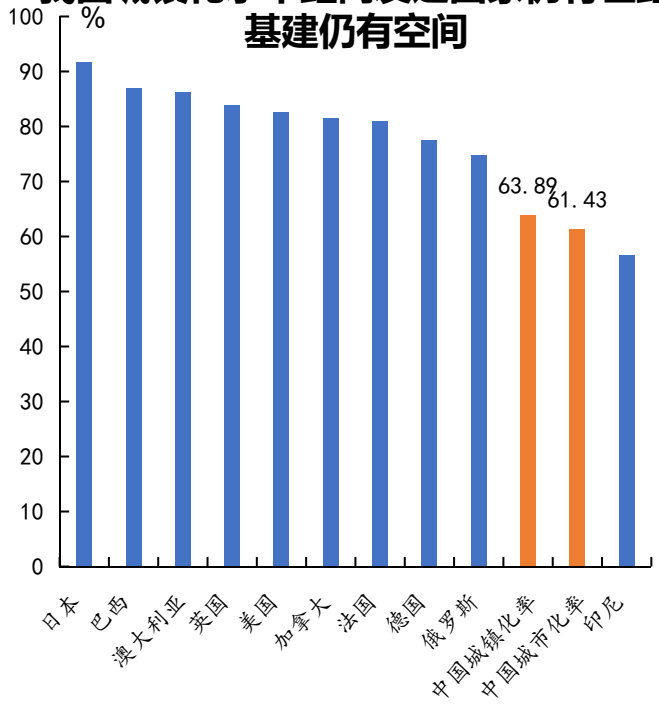
专项债投向领域（标红为资本金可应用领域）		专项债可作资本金领域
七、市政和产业园区基础设施	市政基础设施-供排水	供排水
	市政基础设施-供热（含长距离供热管道）	供热（含长距离供热管道）
	市政基础设施-供气	供气
	市政基础设施-地下管线管廊	
	产业园区基础设施（主要支持国家级、省级）	国家级产业园区基础设施
八、新型基础设施	市政、公共服务等民生领域信息化	
	云计算、数据中心、人工智能基础设施	
	轨交、机场、高速公路等传统基础设施智能化改造	
	5G融合应用设施	
	国家级、省级公共技术服务和数字化转型平台	
九、国家重大战略项目	京津冀协同发展	
	长江经济带发展	
	一带一路建设	
	粤港澳大湾区建设	
	长三角一体化发展	
	推进海南全面深化改革开放	
	黄河流域生态保护和高质量发展	
	成渝地区双城经济圈建设	
十、保障性安居工程	城镇老旧小区改造	
	保障性租赁住房	
	公共租赁住房	
	棚户区改造（主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目）	
	城中村改造	
	保障性住房	
	平急两用（2024年住建部发文增加）	
十一、特殊重大项目		

数据来源：发改委/财政部公开资料，中诚信国际研究院整理

4. 广义基建仍有空间，后续需要结合重点支持领域加强合格项目储备，提升全流程管理水平

- 当前宏观效率逐步走低，传统基建项目趋于饱和，但广义基础设施建设仍有较大空间，经济转型发展中的重点领域仍需地方政府债券加大支持，后续应结合宏观发展需求继续加强合格项目储备，并提升全流程管理水平，推动质与量的平衡
- **党的二十届三中全会：**建立政府投资支持基础性、公益性、长远性重大项目建设长效机制
- **全国人大政府债务监督调研报告：**做实优质项目储备，杜绝脱离实际、超出财政承受能力和资金来源不落实的投资行为，加强项目收益融资平衡变化情况动态监测

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。

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

结合宏观发展阶段支持重点领域，加强项目储备

短期注重稳增长

- **加快实施“两重”**
- **继续聚焦投资拉动大的领域**
  - 交通、能源、水利等
- **加快消费基础设施建设**
  - 物流、大型商超等
- **兼顾惠民生、补民生短板**
  - 医疗、康养、教育、文旅等

长期注重调结构与促转型

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

加强“借用管还”全流程管理

借 → 用 → 管 → 还

➢ 四个长期关键：1. 统筹化债与发展，把握好债务规模、结构与效率的平衡

短期化债意图仍然明显，但发展需求同样迫切，统筹化债与发展

“控增化存”以时间换空间 缓释流动性风险

- ✓ **特殊再融资债/财政化债**
- ✓ **金融化债：**商业银行贷款置换、政策行贷款置换、央行SPV、AMC化债等
- ✓ **地方国资化债：**股权财政、优质上市国企股权划拨等
- ✓ **Reits等盘活资源**
- ✓ **应急周转金/偿债基金等**
- ✓ **中央加杠杆置换？**

存量化债政策适当调整优化 统筹化债与发展

- ✓ 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**，避免利息本金化等潜在风险
- ✓ **动态优化“名单制”管理**，融资约束政策“一省一策”、从以省为单位调整至以地市级为单位
- ✓ 建议**化债政策相对透明化**，稳定市场预期及信心
- ✓ 加强**全口径地方债务管理**，避免因债务口径监测不全等导致新增隐债
- ✓ **平衡好新增债与再融资债的发行**

中长期需把握好经济增长与最优债务规模、财政可持续的关系

深化新旧动能转化 在发展中解决问题

注重内需与稳增长

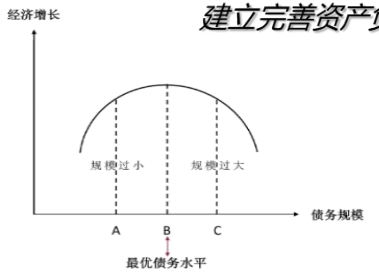
- ✓ 聚焦“两重”、投资拉动大的领域（交通、能源、水利等）
- ✓ 加快“两新”、消费基础设施建设（物流仓储、大型商超等）
- ✓ 补民生短板（城市更新、医疗、教育、文旅等）

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

基于“资产-负债”视角 把握经济增长与最优债务规模、财政可持续的关系

建立完善资产负债表是做大增量、盘活存量的基础



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*

合理扩容 **优化结构** **提升效率**

资料来源：中诚信国际研究院整理

2. 健全地方债务法律法规和监管体系，强化制度约束及立法保障

» 2023年9月7日，十四届全国人大常委会立法规划对外发布，其中**“预算法（修改）”**被列入“需要抓紧工作、条件成熟时提请审议的法律草案”的第二类项目，**“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。

美国、日本、中国地方政府债券相关制度对比

	美国	日本	中国
相关法律法规	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》	《中华人民共和国预算法》（2014）、《中华人民共和国证券法》（2020）；**没有针对地方债务的专门立法**，但出台了较多政策文件，如国发〔2014〕43号等
信息披露制度	已形成强制信息披露制度，依据《证券交易法》中的Rule15c2-12和市政债券规则委员会（MSRB）的规则，按照美国城市财政局长协会（MFOA）和公共证券协会（PSA）共同制定的信息披露准则进行披露	未出台与地方债信息披露直接相关的文件，其债券信息披露规则均散见于其他规则手册或证券披露法律中	2020年4月财政部启用“专项债券项目信息披露模板”；2021年出台《地方政府债券信息公开平台管理办法》，要求地方财政部门须在“中国地方政府债券信息公开平台”及时公开相关信息
偿债保障机制	市政债券保险制度	偿债基金制度	正在探索建立政府偿债备付金制度

① **落实落细常态化严监管，健全地方债务法律法规和监管体系**

- 落实现有专项债项目穿透式监测、违规使用处理处罚、绩效管理等常态化严监管机制
- 加快**显隐性债务合并监管**，从合并口径控制债务增量、优化结构与成本
- 整合现有政策文件，针对地方政府债务**出台专门法律**

② **完善地方政府信息披露、信用评级制度，强化市场约束作用**

- 建立**全口径信息披露制度**，将隐性债务纳入披露范畴；丰富披露内容、提高披露频率，将债券信息同评级、审计等信息相衔接；设立信息披露奖惩机制
- 完善地方债信用评级管理体系，合理反应项目**差异性**

③ **完善偿债保障机制，探索偿债基金制度，防范债券兑付风险**

- 在地方财政承压、债务到期普遍依赖借新还旧的背景下，可探索完善偿债保障机制，**按需设立偿债准备金制度**，减轻即期偿还压力，保障财政与债务可持续。

资料来源：中诚信国际研究院整理

3. 进一步理顺中央与地方的关系，深化财税体制改革，提升财事权匹配程度

进一步理顺央地关系 优化央地事权及支出责任划分

- 在法律层面明确事权责任划分原则
- 适当**加强中央事权、提高中央支出比例**，在既有的15个央地事权责任划分改革领域细化落实，**适当上移教育、社保等领域地方支出责任**
- 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

教育、社保、医疗等地方财政主要支出领域可继续上移事权

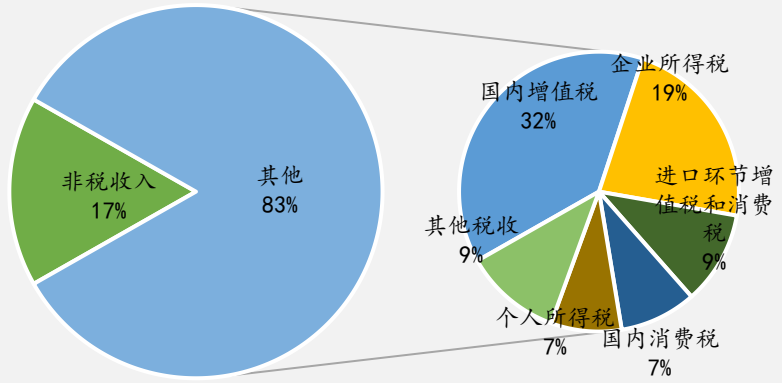
（单位：亿元）	2022年地方公共财政支出	接受转移支付规模	地方公共财政实际支出规模	支出责任按实际支出比例上移		
				5%	10%	20%
教育	37923	3893	34030	1702	3403	6806
社会保障和就业	35776	13331	22445	1122	2245	4489
卫生健康支出	22316	5511	16806	840	1681	3361
合计	96015	22734	73281	**3664**	**7328**	**14656**

深化税制改革、加快地方税建设 增厚地方自主财力

- 适当**提高共享税地方分享比例**，逐步培育壮大地方专享税种，并探索适度下放税权的可行性
- 分品目、分步骤稳妥**推进消费税征收后移并下划地方**
- 深化新旧动能转化，**建立与新业态相适应的税收制度**
- **规范非税收入管理**，确保财政收入结构的合理性

我国间接税比重较高，地方税以共享税为主，新动能贡献有限，亟待加快地方税建设，建立与新业态相适应的税收制度

2023年全国一般公共预算收入构成情况（预算执行数据）



推进省以下财税体制改革 提升市县财事权匹配程度

- **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

目前广东、贵州等省已印发实施省以下财税体制改革方案
超七成省份将推进省以下财政制改革作为2024年目标之一

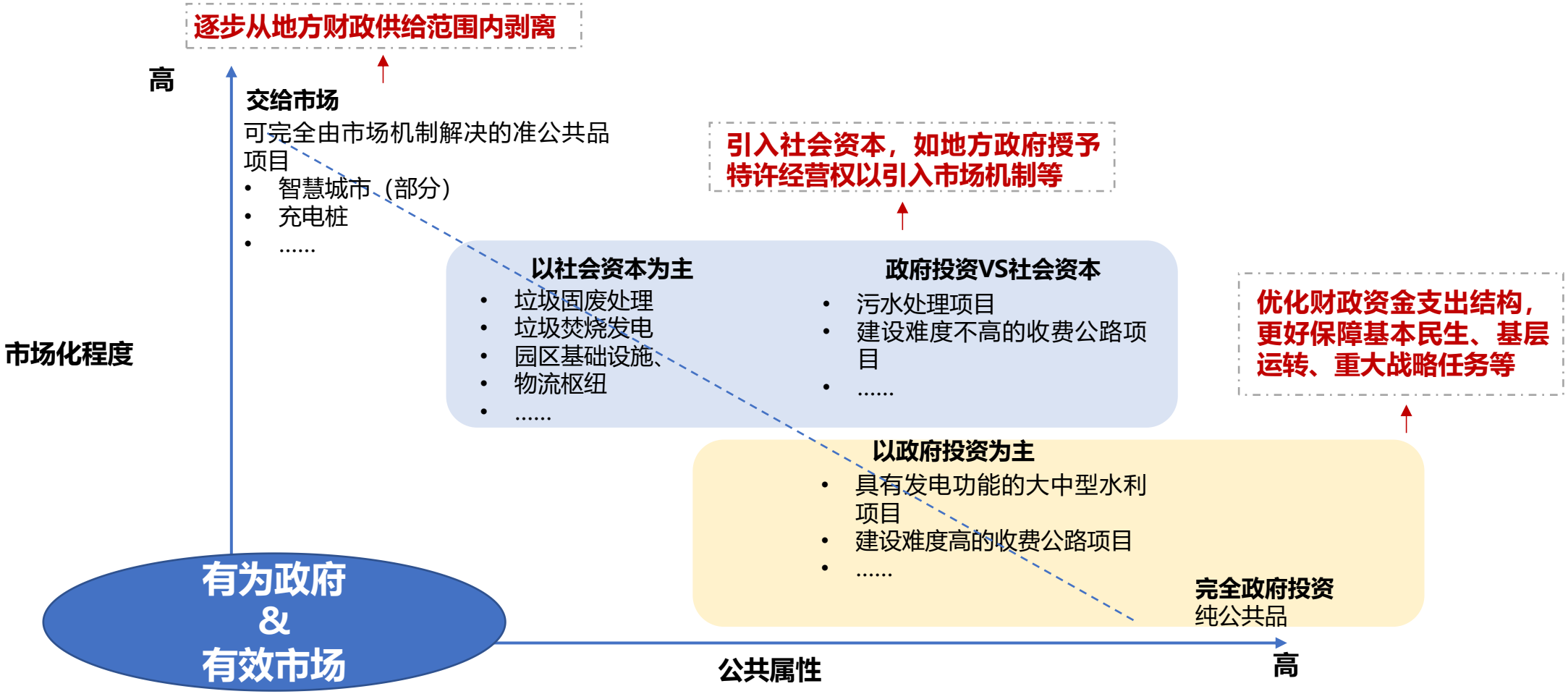
各省收入分成机制存在一定差异（部分）

	广东	江西	江苏	山东
收入分成方式	按比例直接分享	按比例直接分享	增量集中（待调整）	增量集中
主要税种分享比例	增值税、企业所得税、个人所得税省与市县“五五”分成	增值税、企业所得税、个人所得税省与市县“三七”分成	以2016年为基期，增值税、企业所得税、个人所得税**增量部分**省与市县“二八”分成	以2017年为基期，增值税、企业所得税、个人所得税**增量部分**省与市县“二八”分成
2023年一般公共预算收入省本级占比	23.05%	19.86%	2.88%	3.03%

数据来源：Wind，财政部，中诚信国际研究院整理

➢ 4. 处理好政府与市场的关系，逐步推动政府职能转变

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

- 历经十余年快速发展，地方政府债券已成为我国债券市场第一大券种，今年末规模将超过45万亿，占GDP比重或超过30%。今年以来，地方债发展呈现出发行使用进度偏慢、再融资债占比抬升、发行期限缩短、发行利率持续下行、定价市场化程度提升、募投领域拓宽等特点，持续发挥稳增长、补短板、调结构的积极作用，同时也为当前“一揽子化债”的持续推进提供必要助力。

- 地方债快速发展中面临五个问题：一是发行进度被动紧缩下稳增长效应受限，二是资金使用效率偏低，三是撬动投资能力不足，四是债务限额分配机制仍待完善，五是付息压力持续攀升。实际上，这些问题与宏观发展面临的三个深层次矛盾有关：一是债务投资驱动模式与宏观效率下滑的矛盾，二是政府债务结构错配与有限财力的矛盾，三是双向激励约束机制不足与地方发展活力的矛盾。

- 短期围绕优化债务结构、完善限额分配、加强项目储备及管理、优化投向及资本金领域四方面储备增量政策。长期把握好四个关键，加快构建债务长效机制：一是统筹化债和发展，提升中长期解决问题的能力；二是健全地方债务法律法规，强化立法保障；三是进一步理顺央地关系，深化财税体制改革；四是理清政府与市场的边界，推动政府职能转变。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

建言“构建地方债务长效机制”，《中国地方政府债券蓝皮书（2024）》及CMF专题报告发布

9月27日，由中诚信国际信用评级有限责任公司、中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、社会科学文献出版社联合主办的“**CMF宏观经济热点问题研讨会（第90期）暨《中国地方政府债券蓝皮书（2024）》发布会**”于线上举行。

本期会议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，**孙晓霞、毛振华、冀祥德**为会议致辞，聚焦“**构建地方债务长效机制**”，来自学界、政界、企业界的知名经济学家**刘元春、赵全厚、胡恒松、贾俊雪、袁海霞**联合解析。

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

孙晓霞认为“地方债蓝皮书”系列既保持了延续性、可比性，又主动吸纳、守正创新，已逐步成为了我国地方债市场发展历史的记录者和思考者。她提出，努力构建地方政府债务长效机制、实现债务可持续发展，是从根源上解决债务问题的要义所在，后续在化债推进过程中需处理好几个关系：一要关注化债过程中财政、金融领域面临的压力与风险，平衡好完成化债任务与维持财政、金融体系健康运转的关系；二要明确化债不是要消灭债务，而是保持可持续，要处理好化债与经济稳步发展的关系；三要处理好化债和新增发债的关系，可在低利率环境中扩大发债规模、开展债务置换，并注重债务结构优化；四要处理好化债与推动新质生产力的关系，提高举债效率、培育和支持新质生产力发展。

毛振华表示，近期央行等金融监管部门出台了史无前例的宽货币政策，提振市场信心，但实际上货币政策解决的更多是流量问题，在分配等方面的效应相对有限，并且随着长期的

货币供给高增长，对于经济增长的拉动效应逐步“钝化”。在市场主体基本面没有实质性改善的情况下，要从根本上解决信心不足、需求疲软、信用收缩的问题，需要财政政策有更大的突破，与货币宽松形成合力，放大合成效应。而新一轮财政政策的发力需要用好用活

政府债务工具，做到两个关键：第一个关键是调整债务结构，让中央加杠杆，加大国债发行力度；第二个关键是调整债务用途，一是向居民部门倾斜，发放现金补贴是短期内扩大劳动者收入、增加消费者利益的有效方法，二是解决政府信用问题，特别是政府对于企业的欠款问题，可通过债务置换等方式，有效改善政府信用，并且推动投资主体的好转。

冀祥德对《中国地方政府债券蓝皮书（2024）》的出版表示了热烈祝贺。他指出，“中国地方政府债券蓝皮书”于2021年首次出版即获得了优秀新皮书奖，本次发布的蓝皮书是第四部，对地方政府债券2023年的发展情况进行了深入的分析，既包括对各省区市情况的梳理，也有针对不同种类地方政府债券的分类报告，以及对地方政府债券资金投向、地方政府特殊再融资债券化债、金融支持地方债务可持续发展等的专题研究。蓝皮书的研究立足于国际国内宏观趋势大图景，对于加强地方政府债务管理具有重要的参考价值。在课题组的精心谋划下，未来“中国地方政府债券蓝皮书”的学术质量和影响力将会持续提升，并不断发挥为中国式现代化发展建言献策的重要作用。

论坛第二单元，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员、中国地方政府债券蓝皮书副主编、中诚信国际研究院执行院长**袁海霞**博士代表论坛及蓝皮书研创团队发布题为《统筹化债与发展，构建长效发展机制——中国地方政府债券分析与展望》的专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、当前我国地方政府债券发展特点

二、当前地方政府债券发展面临的问题——五大问题与三个深层次矛盾

三、长短期结合构建长效机制的建议——四个短期可为和四个长期关键

一、当前我国地方政府债券发展特点

（一）财政被动紧缩下，新增限额虽维持高位，但债券发行使用进度整体偏慢

近年来，经济下行压力较大的背景下，作为积极财政的重要发力点，地方政府债券持续扩容，新增限额保持高位。2024年，积极财政“适度加力”的要求下，地方债新增限额为4.62万亿元，其中新增专项债限额3.9万亿元、为历年两会下达限额的最高水平。但从实际发行情况看，财政收入下滑的掣肘下支出呈现“被动紧缩”状态，受此影响，地方债发

行缩量，1-8月发行5.41万亿元、同比下滑14.13%，发行节奏也大幅放缓，截至8月末新增债发行进度为68.3%、慢于去年同期10个百分点。

（二）“一揽子化债”实施叠加到期压力下再融资债占比持续处于高位，重点区域再融资债占比较高

近年来，随着地方债到期高峰逐步来临以及“一揽子化债”深入推进，再融资债规模及占比均有所增加。今年1-8月，再融资债发行规模为2.32万亿元、占新发地方债的比重超四成，规模及占比均处于较高水平，其中，12个重点省份再融资债发行规模较大，占比达64%、高出非重点省份近30个百分点。“一揽子化债”实施以来，全国有27个省份发行了1.5万亿元特殊再融资债、12个重点省份获得额度占比超七成，同时有23个省份发行超七千亿元用于存量政府投资项目的特殊新增专项债，非重点省份发行规模较大、占比超七成，积极助力债务化解。值得注意的是，今年1-8月有超七成省份地方债净融资额同比回落，非重点省份净融资额降幅更大、达22%，广东、四川等经济大省回落明显。

（三）发行期限有所缩短，利率持续下行长端降幅更大，定价市场化水平继续提升

伴随地方债期限结构管理日趋完善，近年来地方债发行期限持续延长，但近两年，受期限相对较短的再融资债放量发行影响，地方债发行期限整体缩短、长期占比小幅回落。同时，地方债定价市场化水平不断提升，今年1-8月各省地方债上浮利差均在15BP 以内且差异较为明显。受发行期限缩短、市场化发行程度提升等影响，地方债发行利率整体波动下

行、2024年为近年来最低水平，长端下行幅度更大、10年以上期限下行幅度超60bp。此外，国际化进程持续推进，离岸人民币地方债市场持续扩容，截至今年8月末，广东、深圳、海南已在香港、澳门发行407亿元离岸人民币地方债。

（四）募投领域持续拓宽，新基建等重点领域发力明显，专项债作资本金应用集中于交通领域

近年来，专项债募投领域不断适应经济社会发展需求逐步拓宽，新基建、新能源、消费等领域项目陆续被纳入专项债支持范围。2024年，稳增长需求下，专项债重点支持对投资拉动明显的领域如交通、水利等，持续发挥稳基建、促投资的作用，同时加大新能源、新基建领域的支持，信息网络建设、生态环保等领域占比有所抬升，进一步助力补短板、扩内需。

与此同时，专项债用作项目资本金的范围也持续扩大，从2019年的4个领域逐步增加到2023年的15个领域，但从实际应用来看，仍主要集中于交通领域、占比超八成。

二、当前地方政府债券发展中面临的问题——五大问题和三个深层次矛盾

（一）当前地方政府债券快速发展中面临五大问题

第一，地方债发行节奏偏慢与财政支出被动紧缩，稳增长效应或受限。今年以来，地方债发行进度及财政支出进度整体偏慢，不及市场预期，上半年新增专项债完成进度仅39.14%、为近三年最低水平，下半年发行有所提速但仍偏慢；全国广义财政收入降幅呈逐月扩大态势，1-8月同比下降6.0%、降幅较上月加深0.7个百分点，收入端下滑的掣肘下，广义财政支出降幅也进一步扩大。受此影响，今年以来基建投资增速低于去年同期且呈逐月回落态势，1-8月基建投资增速较去年同期回落2.0个百分点至4.4%；值得注意的是，重点化债地区2024年上半年 GDP 及固投增速均低于非重点省份，经济大省跌幅也较大，新增专项债及财政支出对基建投资的支撑效应或有所受限。

第二，专项债趋于“一般化”，大量发行但效率偏低。近年来专项债持续快速扩容，但随着经济运行效率走低、传统基建领域逐步饱和，专项债优质项目储备不足问题逐渐显现，债券违规使用、资金闲置等问题逐步凸显，专项债逐步趋于“一般化”，资金效率待进一步

提升。2023年中央审计报告披露，“专项债项目安排不科学，债券募集资金当年即闲置或被挪用”；根据中诚信国际研究院统计，近年来专项债项目收益对本息的覆盖倍数整体偏低，且呈走弱态势，2024年上半年专项债项目收益本息覆盖倍数均值约为2.08倍、处于较低水平，此背景下地方债滚动愈加依赖再融资债借新还旧，反向加大债务付息压力。

第三，专项债作资本金比例仍然偏低，撬动全社会投资能力不足。近年来，政策多次强调“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资”，根据中诚信国际研究院的不完全统计，近年来专项债作资本金比例有所抬升但整体仍然较低，2024年上半年有约1400亿元专项债作资本金，占用于项目建设的新增专项债比重约9%，与政策允许的上限（25%）相比仍有较大提升空间，对社会资本的撬动效应仍待提升。2023年审计报告也指出“部分专项债项目未发挥政府投资带动放大效应”，根据中诚信国际研究院估算，上半年1.49万亿新增专项债实际撬动基建投资约1.70万亿，专项债投资撬动能力仍待提升。

第四，各地债务限额分配差异较大，与实际需求有一定欠配。财力雄厚与项目偏多的东部地区往往有更多的专项债结存限额，而财力薄弱与项目偏少的欠发达地区却几乎没有结存限额空间。同时，部分地区建设需求高但新增额度低，新增限额不足或对区域经济发展产生一定制约，而部分区域项目储备不足、难以匹配新增额度。债务限额分配与实际需求的欠配易导致资金闲置及挪用，同时将进一步加剧债务滚动压力、加深对再融资债借新还旧的依赖，重点省份再融资债借新还旧比例相对更高、均值达94%，高出非重点省份约10个百分点。

第五，地方政府债券付息压力持续增加，区域分化明显、重点省份尤为承压。付息是衡量财政和债务可持续发展的重要指标，2023年地方政府债券付息规模达1.23万亿元，付息支出占地方本级广义财政收入的比重为6.7%、较2019年大幅抬升3.5个百分点；根据中诚信国际研究院估算，2024年地方政府债券付息规模或超1.3万亿元、同比增长超8%，付息支出占地方本级广义财政收入的比重将进一步抬升至7.1%，包含城投债务后的付息支出占财政收入比重或超24%。区域分化较为明显，2024年或有11省将超过10%的财政收入用于地方政府债券付息支出，化债重点省份更为承压，地方政府债券付息支出占广义财政收入的比重均值达14%、高出非重点省份7个百分点，考虑城投债务后的广义债务付息压力将更加突出。

（二）上述问题与宏观发展面临的三个深层次矛盾有关

一是宏观效率下滑与“债务-投资”驱动模式的矛盾。当前我国实体回报率与全要素生产率均有进一步走弱趋势，以全要素生产率为例，中国目前只有美国的40%左右。这也对我国长期以来“债务-投资”驱动模式下的经济增长效应形成一定制约。理想状态下债务扩张速度与经济增速相适应，但近年来两者出现了一定背离，债务扩张对应的却是经济增长中枢的缓慢下移，典型表现是房地产市场下行、土地出让减收，新增货币供给对于 GDP 的拉动也逐步“钝化”，这也不可避免地成为地方债务扩张中“债务-资产”难以有效转化的硬约束。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。

二是政府债务结构错配与有限财力的矛盾。2008年以来我国经济增长的模式以“债务-投资”扩张为主要特征，这一过程中地方政府和国有企业是政府债务扩张的主体。发展至今，我国政府债务的突出问题之一是债务结构不平衡，这也使得在宏观效率走弱、财政压力加剧的当下，债务付息压力不断凸显，加大了债务循环和滚续的难度。一方面是央地债务结构待优化，中央政府债务增速及杠杆率显著低于地方政府，而近年来房地产超调、土地财政弱化

严重拖累地方收入，债务扩张但财力下滑加大了地方财政可持续的难度。另一方面是地方政府债券内部结构面临一定失衡，一般债与专项债结构待优化，目前地方债存量中专项债占比超60%，新增债务限额中专项债占比超80%，而其对应的政府性基金收入占地方广义财政收入的比重下滑至当前的两成左右，债务结构与财力的错配也导致地方政府持续面临基于发展责任的投资刚需与财力收缩、三保承压的矛盾，影响财政整体支出效率。

三是双向激励约束机制不足与地方发展活力激发的矛盾。改革开放以来的发展经验表明，地方和个体经济活力的释放是经济发展的主要动力。过往，财政包干制和以 GDP 为核心的晋升锦标赛等考核机制，充分调动了地方政府的积极性，鼓励企业扩张、优化营商环境、支持经济发展。从目前来看，当前的一些宏观问题，化债中出现的收缩效应、效率问题、信心问题以及今年财政支出和地方政府债券发行使用节奏的问题，其背后均与当前对于地方的双向激励约束机制相对不足之下地方行为模式发生转变有密切联系，甚至是核心关键，最终表现为地方的积极性没有被充分调动。因此，当下如何构建完善的激励约束相容机制、激发地方活力，对于经济财政可持续发展是非常关键的。

三、长短期结合构建长效机制的建议——四个短期可为和四个长期关键

“730”政治局会议要求“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，近期货币政策已显著发力，但要从根本上解决信心不足、需求疲软、信用收缩的问题，仍需要财政政策有更大的突破。“926”政治局会议强调“加力推出增量政策”、“加大财政货币政策逆周期调节力度”，目前市场对于财政政策的关注和期待进一步升温。从地方债务领域看，短期可以地方政府债券为抓手落实“四个可为”；长期来看，不仅是地方政府债券，整个地方债务领域面临的问题都与宏观转型发展中的深层次矛盾有关，应进一步统筹好化债与发展，把握好“四个关键”，推动长效机制构建。

（一）短期储备增量政策的“四个可为”

第一，优化政府债务结构，加大“央进”力度、提升一般债占比。从目前我国政府债务结构看，中央政府杠杆率低于地方政府，在显性债务中，中央政府债务占比40%左右，如果考虑到城投债务等包含在内的政府性债务，中央政府债务占比不到三分之一；与美、日等国家相比，我国中央政府杠杆率以及中央政府部门债务占比都相对较低。在当前整体宏观效率下滑，微观主体扩表意愿不够强烈等背景下，中央加杠杆可以提振社会信心、扩大有效需求，

同时优化政府债务结构、整体宏观债务成本也会趋于最小化，尤其考虑到目前经济发展与转型涉及到的重大战略及关键领域的项目大多具有较强的外部性，需要中央政府持续发力。中央加杠杆发力的形式可以是提升狭义的赤字率（包括发行国债、长期建设国债等），也可以通过发行特别国债等提升广义赤字来实现。目前我们主要采用发行超长期特别国债的方式，考虑到财政支出偏慢、地方财政持续承压、政策效应的发挥以及“两重”“两新”领域的实际资金需求，建议加快使用，推动实物工作量尽快形成，并根据情况适时追加额度。与此同时，地方财政收支压力持续加大，部分地区“三保”压力突出，建议结合地方实际需求和专项债项目收益偏低的实际情况，合理提高地方政府债券中一般债的比重，支持地方政府权责范围内的公益与社会事业建设，缓解“三保”压力，也能在一定程度上杜绝部分专项债挪用风险；至于专项债，对于部分资金到位难、对社会资本吸引不足的项目，也可适当考虑加大

预算内投资、一般债的支持力度，保障项目尽早开工。

第二，完善债务限额分配，因地制宜匹配发展需求。当前经济运行仍面临多重压力，各地稳增长压力依然较高，地方政府仍需保持一定的“开前门”力度，但相较于前几年注重总量扩容，需要也应该更加关注有限财力下地方债务限额尤其是专项债的合理分配及使用效率。**一方面，**欠发达地区、低能级城市可采取以一般债为主的分配形式，减轻基层“三保”及公益性项目建设压力；对于确有专项债举借需求但债务水平不低的省份，可在加强对该区域募投项目的筛选及审核的基础上，适当弱化当地债务水平在限额分配中的考量，避免化债与发展的过度失衡，但仍需确保当年额度分配与债务风险化解进度相匹配。**另一方面，**适当向经济财力较强、人口持续流入、优质项目较多的发达地区倾斜，但对于往年地方债务限额使用比例不高或产生效益不足的省份，或可适当减少下一年度新增限额的分配；对于专项债资金用好用足、产生效益明显的地区，可积极予以支持。

第三，优化投向并放开资本金领域限制，充分发挥政府投资带动作用。党的二十届三中全会明确提出“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”。近年来专项债募投领域持续拓宽，2023年已涵盖11大领域、超50个具体投向，后续要进一步优化并合理拓宽，可交由地方自主选择需要放开的领域。同时，逐步放开专项债可用作资本金的投向领域限制，建议先和专项债的募投领域打通、各领域专项债均可用作项目资本金，而后再继续放开限制，赋予地方决定权，由地方自主判定和选择适宜领域或项目，更加精准有效地发挥政府投资带动作用。

第四，广义基建仍有空间，后续需要结合重点支持领域加强合格项目储备，提升全流程管理水平。虽然当前我国宏观效率逐步走低，传统基建项目趋于饱和，但广义基础设施建设仍有较大空间，经济转型发展中的重点领域仍需地方政府债券加大支持，如新型城镇化、以数字经济为代表的新基建领域等。后续要结合宏观发展阶段支持重点领域，围绕党的二十届三中全会提出的“建立政府投资支持基础性、公益性、长远性重大项目建设长效机制”要求，**加强重点项目储备，以项目数量与质量为核心，逐步完善募投项目储备长效机制，**短期可注重稳增长，加快实施“两重”、继续聚焦投资拉动大的领域，长期注重调结构与促转型，积极落实国家重大规划、持续布局新领域寻找新的增长点。**此外，加强“借用管还”全流程管理，推动质与量的平衡。**其一，不断完善专项债项目穿透式监测机制，依托信息化手段强化项目全生命周期管理，有效识别项目实际需求变化、提前做好应急预案。其二，健全专项债违规使用处理处罚机制，加大违规行为追责力度，切实发挥制度效能。其三，全面开展资金使用绩效管理，引导提升债券资金使用效率，并加强结果应用，充分发挥激励约束作用。

（二）长期把握好“四个关键”推动长效机制构建

第一，统筹化债与发展，把握好债务规模、结构与效率的平衡。短期内决策层化债意图仍然明显，但地方经济发展需求同样迫切，需统筹好化债与发展。一要继续推进“控增化存”，用好财政、金融、盘活地方国资等既有手段，以时间换空间缓释流动性风险；二要适当调整优化存量化债政策，如允许城投债利息借新还旧、避免“利息本金化”，动态优化“名单制”管理，加强全口径地方债务管理、完善透明监管等，还需注重对调升赤字率、中央加杠杆置换、AMC 参与化债等增量化债政策的储备。**中长期来看，需把握好经济增长与最优债务规模、财政可持续的关系。**一要深化新旧动能转换、“先立后破”，加强新能源、新基建、新型城镇化建设等新动能培育，并保持房地产平稳运行，在发展中解决问题；二要基于“资产-负债”视角把握好经济增长与最优债务规模、财政可持续的关系，建立完善政府资产负债表，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理，为债务化解和后续发展提供参考，同时对地方债务要合理扩容、优化结构、提高效率。

第二，健全地方债务法律法规和监管体系，强化制度约束及立法保障。近年来我国在加强地方债务监管、完善债务治理能力建设方面取得了积极成效，但与美、日等国家相比仍缺少一定法律层面约束。后续来看，一要推动出台针对地方债务领域的专门法律，加强地方债务“借用管还”的顶层约束和立法保障；二要建立显隐性全口径信息披露制度，提高披露频

率、设立信息披露奖惩机制，并不断完善信用评级管理体系、合理反应差异性，强化市场约束作用；此外，可继续探索偿债基金制度，在地方财政承压、债务到期普遍依赖借新还旧的背景下，继续探索按需设立偿债准备金制度，减轻即期偿还压力、防范债券兑付风险。

第三，进一步理顺中央与地方的关系，深化财税体制改革，提升财事权匹配程度。一是优化央地事权及支出责任划分，缓解地方财政压力。在既有15个央地事权与支出责任划分改革领域细化落实，并适当加强中央事权、提高中央支出比例，合理上移教育、社保等社会民生领域地方支出责任，同时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。**二是深化税制改革、加快地方税建设，增厚地方自主财力。**适当提高共享税地方分享比例，培育地方专享主体税种，并探索适度下放税权的可行性，推进消费税征收后移并稳步下划地方，并持续深化新旧动能转换，建立与新业态相适应的税收制度，此外还要规范非税收入管理。**三是推进省以下财政体制改革，提升市县财力同事权相匹配程度。**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。

第四，处理好政府与市场的关系，逐步推动政府职能转变。将有效市场与有为政府有机结合，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，提升资源配置效率。对于公益属性强且关系社会民生的纯公共领域，仍以政府投资为主，但需优化财政支出结构，重点支持“三保”、重大战略任务等；对于市场化程度较高、公益属性逐步减弱的准公共领域，注重发挥财政资金“四两拨千斤”作用、引入社会资本，如地方政府授予特许经营权以引入市场机制等；对于经济效益明显高于社会效益、完全可由市场机制解决的领域，放权市场、逐步从地方财政供给范围内剥离，既能减轻政府事权、降低负债压力，又能让市场在经济建设、风险定价和资源分配中发挥决定作用。

论坛第三单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“地方政府债务风险化解的长效机制”展开讨论。

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**认为，过去基于中国土地的二元体系，构建了以地兴市，以地兴企，以土地作为杠杆快速工业化、城镇化、金融化的模式。但是目前这种模式已经走到了末端，由于投资回报的下降和投资成本的上升，地方政府债务不断累积，产能过剩、供求失衡以及国民经济循环不畅等后果已经系统性地显现出来。**这说明传统的有为政府在产业定位、功能定位和项目定位方面**

存在问题，进而引发了地方政府的收支矛盾。所以，对于适应高质量发展，适应新质生产力的发展，适应全国大市场构建要进行新型生产关系的重构。其中最为核心的是政府职能和定位的调整，即政府是否需要回归到服务型政府，是否需要从传统的经济引领和建设功能转变为创新功能、服务功能和社会功能，这种重构必须在财政收支项目和收支功能上有所体现。由于房地产行业的深度调整以及财政面临困境，为改革提供了窗口期。我们必须抓住当前改革的内生动力和契机，从根本上寻找问题，制定中长期的框架和措施，以协调短期部署。

财达证券副总经理**胡恒松**指出，**第一，地方政府债券的监管应该兼顾“法度”与“温度”。**地方政府债券发行额度应公开透明，建议对一些困难区域加大专项债倾斜力度；项目包装策划须“科学严谨”；但后续监管需“有温度”， 地方政府面临诸多压力，建议在监管查处过程中给予一定的包容性。

第二，数据表明，中央政府在举债方面仍有较大空间，而地方政府确实面临巨大压力。当前整体利率下行，**建议短期抓住政策风口期，以时间换空间，加快对隐形债务的置换。从中期来看，城投公司转型对防范地方政府债务风险、推动地方政府减少举债和地方经济发展有积极作用，监管应避免“一刀切”。长期仍需关注税收在中央与地方的关系问题。**

第三，经济发展与债务风险防范之间存在博弈关系，需要平衡稳增长与防风险。一方面，稳步化解债务风险，不可一刀切，也不可急于求成；另一方面，客观看待债务问题，不“谈债色变”，也不“掉以轻心”， 适当举债在一定程度上是可行的，但投资要重视回报。最后，分类管理债务，既要解决存量偿债问题，也要解决发展新增资金问题。中国财政科学研究院金融研究中心主任、研究员**赵全厚**认为，“十三五”时期开始隐性债务的化解，“十四五”时期是化解隐性债务的关键时期。预计到“十五五”时期，隐性债务风险将得到较大缓解，但专项债券风险值得关注。**专项债券可能在一段时间内继续承担逆周期调控任务，新增专项债券规模短期内将处于较高水平，因此应提高专项债券项目质量。**

首先，在逆周期调控中扩大专项债券的使用范围，建议取消正面清单，让地方政府基于投资条例范围和项目质量进行投资，同时控制风险。其次，借鉴美国地方政府收入债券的经验，鼓励市场主体在公共领域提供准公共服务或特许经营项目，通过市场主体发起的项目由政府进行审核以后，把专项债转给市场主体，可以解决目前政府项目收益和现金流不足的问题。最后，建立高质量发展的政府债务管理制度，以优化中央和地方政府债务结构，通过增加一般债券或国债等方式来逐步淡化专项债券的逆周期调控任务。

中国人民大学财政金融学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**贾俊雪**提出有效化解地方政府债务，需处理好五组关系。**一是统筹发展与安全的关系，**未来需要特别注意债务融资投资项目的收益情况。**二是政府与市场的关系，**通过深化市场化改革来理顺政府与市场的关系，优化调整政府职能。**三是央地财政关系，**通过深化财税体制改革，理顺中央与地方的关系，从源头上遏制地方举债的动机。**四是财政政策和货币政策的关系，**协调两者关系，使其能够同向发力，缓解对财政政策的依赖性。**五是行政管控和市场约束的关系，**债券市场相对规模较小，约束地方政府行为的作用有限，而行政管控太过刚性且与任期有关。建议完善地方的投融资体系，针对不同类型的投资项目采取差异化的融资模式。科学界定地方政府性债务，进行分类管理，目前地方政府债务可分为一般责任债券和收益债券，前者主要是投入基础设施等公益性项目，后者则是地方非融资平台国有企业的债务。完善地方政府债务监管和风险预警体系，建立统一的地方政府债务统计口径，加强全口径管理。

以“全面反思、中期定位、职能重构”为核心进行地方债务处置方案再设计

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90期）上的发言

2014年9月26日，国务院颁布的《关于加强地方政府债务管理意见》全面揭开了地方政府债务问题。但这些年地方债务不仅没有控制住总量，而且在持续膨胀中也没有实现规范化和阳光化，乱收费和恶乱举债等问题依然存在。所以，我们需要在反思和总结过去10年来国家化债行动的基础上谋划下一轮实质性改革方案。

一、地方债务持续增长的根本原因

反思一：以债化债的方案是否能够真正遏制债务增长；反思二：在财政权力与事权不匹配的情况下，地方政府拥有大量隐形权力，能否有效控制其进行持续举债和乱收费的内在冲动和实际行动。例如，去年7月国家出台了一揽子化债方案，要求地方政府签署责任书并接受考核。然而，一些地方仍然通过非标形式和高额利息进行发债。

所以，我们需要找到债务持续增长的根本原因，并探究深层次的机制和体制原因。过去，在分权模式下建立了“地方锦标赛”模式，地方政府通过各种规划和融资手段推动工业化和城市化，取得了显著成就，以财政分权为主体的有为政府模式做出了巨大贡献。为什么这种模式能够形成持续动力，使地方政府愿意并且能够做好呢？因为过去的发展阶段、考评模式与地方政府获取租金模式是相匹配的。**过去赋予了地方政府许多发展空间和先行先试的权利，中央政府也鼓励各地大规模推进城市化和工业化建设，但以分税与转移支付为主体的公共财政是无法给与地方政府这些职能的财政支持，这就产生了地方公共财政赤字和赤字融资模式的创新。**房地产商品化改革和土地二元体系为地方政府找到了巨大的资金来源，城乡土地价格差异以及房地产税为地方政府快速推进城市化和工业化提供资金。后来，随着地方财权与事权缺口的扩大，地方政府找到了以储备土地、各类资产以及资金来源为抵押进行的新融资模式，地方投融资平

台大规模出现，全面推进了地方支出的增长，以弥补财权与事权之间的缺口。这种投融资模式逐渐从城投债转变为PPP，再转变为一系列新形式，促进内在激励和新型融资方式在过去的发展阶段相互循环、相互匹配。**但是目前这种模式已经走到了末端，房地产深度调整阶段和房地产供求关系发生根本性变化的新阶段难以支撑传统的以地兴市，以地兴企，以土地作为杠杆快速工业化、城镇化、金融化的模式。**

在新发展阶段，通过大规模的财政支出和基础设施建设，中国的城市化和工业化体系已经建立了坚实的基础，我们已经从“中国制造”转向“中国创造”。传统的投资项目和投资领域面临投资成本持续上扬与投资收益持续下行的困境。尤其是基础设施项目，并没有实现真正的收益，投资收益无法匹配投资成本导致当前地方政府的债务水平居高不下。**由于投资回报的下降和投资成本的上升，债务不断累积，产能过剩、供求失衡以及国民经济循环不畅等后果已经系统性地显现出来。这说明传统的有为政府在产业定位、功能定位和项目定位方面出现问题了，地方政府的收支矛盾全面恶化。所以，为了适应高质量发展，适应新质生产力的发展，适应全国大市场构建必须进行新型生产关系的重构。其中最为核心的是政府职能和定位的调整，**即政府是否需要回归到服务型政府，是否需要从传统的经济引领和建设功能转变为创新功能、服务功能和社会功能，这种重构必须在财政收支项目和收支功能上有所体现。职能和定位的转变才能真正提高国民投资的回报，实现宏观化债、整体化债、动态化债和积极化债的最终目标。

二、政策建议

第一，我们需要通过反思自2014年以来各项改革中出现的问题，找到真正有效的化债方案，**这需要从新型生产关系的重构，尤其是政府职能的重构入手。**

第二，**由于房地产行业的深度调整以及财政面临困境，为改革提供了窗口期。我们必须抓住当前改革的内生动力和契机，从根本上寻找问题，制定中长期的框架和措施，以协调短期部署，**即提出一个中期一揽子方案的布局，然后结合当前面临的难题进行实施，而不仅仅解决短期问题，因为目前许多短期宏观问题都是由体制性和结构性的深层次原因引发的。我们期待下一步能够围绕财政体制改革，全面推进政府职能的重构。

期待财政政策有更大突破，政府债务发力是应有之举

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90期）上的发言

9月26日中央政治局会议强调“加力推出增量政策”、“加大财政货币政策逆周期调节力度”，市场对于财政政策发力的预期进一步升温，也支撑了现阶段情绪面的持续回暖。不仅是对预期的积极引导，从政策效果看，要从根本上解决信心不足、需求疲软、信用收缩的问题，的确需要财政政策有更大的突破，与货币宽松形成合力，放大合成效应。当前财政政策发力的关键在于发挥好政府债务的作用，要做到“量”的合理增长，即与经济增速相适应，同时做到“质”的有效提升，把握好“两个关键”。

一、财政政策应当在逆周期调节发挥更加重要作用

近期，央行等金融监管部门出台了史无前例的宽货币政策，多箭齐发提振市场信心，市场也给予了很好的回应。9月26日中央政治局会议又进一步做出更加全面的部署，强调“加力推出增量政策”、“加大财政货币政策逆周期调节力度”，市场对于财政政策发力的关注和期待明显升温。我认为，这个预期也成为支撑现阶段市场情绪面持续回暖的重要因素，短期内市场积极反应可能会进一步延续。不仅是对预期的合理引导，情绪面的改善能否实质传导至基本面，或者说真正形成正向反馈，离不开财政政策的进一步发力，发挥其在逆周期调节中的应有作用。

通常来说，货币政策主要通过调整利率和货币供应量来影响经济，解决的更多是流量问题，在分配等方面的效应相对有限，并且随着长期的货币供给高增长，它对于拉动经济增长目前已经出台的宽货币政策中，部分措施在市场看来并不一定对当前面临的信心问题、需求问题等有立竿见影的效果。例如降准，在传统情况下它可以是货币宽松的导向，适时释放长期流动性，但现在这个导向没有太多意义、甚至大多被市场提前“消化”，它对于核心矛盾也就是宽货币传导至宽信用的作用很有限，市场主体开始主动降杠杆是目前难点，降准等操作并不能简单扭转这种“信用收缩”的趋势。

因此，对于当前仍处在周期筑底过程中的中国经济而言，在投资主体、消费主体基本面没有实质性改善的情况下，货币宽松并不是“万能药”，要从根本上解决信心不足、需求疲软、信用收缩的问题，需要财政政策有更大的突破。通过加强财政支出来重新配置资源，与货币宽松形成合力，放大合成效应，对其他部门的支出收缩形成有效对冲，从而推动需求从收缩走向扩张，才是破解短期和中长期经济问题的“长效药”。

二、合理的政府债务规模是经济发展的重要基础条件

财政政策发挥作用的关键在于财政有更大的支出。而财政支出取决于财政收入，其基本来源是税收，但经济下行周期中扩大税收是不明智的，我们需要把期待的目光投向另一个来源——政府债务，发挥好它在逆周期调节中的重要作用。

一个时期以来，中国政府债务水平是否过高、风险是否可控成为国内外关注的焦点。当前我国经济处于周期筑底的阶段，外部环境更加严峻复杂，国内有效需求不足，新旧动能转换存在阵痛，房地产行业的超调也不断加大地方财政压力，市场对于政府债务尤其是地方债务风险的担忧进一步上升。党的二十届三中全会提出建立防范化解隐性债务风险长效机制，在增强风险意识和底线思维的要求下，国家去年推出了一揽子化债，目前取得了初步成效，但也不可避免的出现了一些增长收缩效应，那在经济发展转型压力加大的当下，如何统筹好化债与发展、构建债务长效机制成为大家关心的重要话题。

但同时我们要认识到，在当前社会信用收缩、经济强制重启的特殊时期，居民和企业部门流动性面临冲击、力量逐步衰竭，政府部门收缩是不现实的，需要进一步担当起来，保持合理的债务规模是十分必要的。事实上，目前市场对于政府债务积极扩张是有一些杂音的，因为历史上的国际金融危机和经济大萧条，通常认为过度负债和高杠杆是导致危机的基本因素之一。但从目前我国政府债务水平看，考虑中央政府债务、地方政府显性债务

以及融资平台债务为主的地方政府隐性债务后的广义债务规模大概是133万亿，对应杠杆率在100%左右，跟世界G7工业国相比只略高于加拿大和德国，远低于其他G7国家特别是日本、美国、英国等国家。因此，对于现阶段我国经济表现而言，政府债务规模和GDP的比例关系需要突破原来的一些红线，不能把关注度过多放在债务扩张上，而是正确认识并期待政府债务在逆周期调节中发挥引擎作用，在其他引擎都失效的情况下，通过政府支出来弥补市场支出的不足，推动需求从收缩走向扩张。

三、政府债务不能无限制扩张，把握好两个关键做到“质”的提升

在逆周期调节中政府债务是一种特别宝贵的政策资源，珍惜并用好这些债务工具是非常重要的，不可以无限制的扩张，要做到量的合理增长，即与经济增速相适应，同时做到质的有效提升，避免以往粗放式增长模式下可能带来的潜在风险，在总量扩容的基础上注重债务风险的防范。

在这个过程中要做到两个关键，第一个关键是调整债务的结构，让中央加杠杆，加大国债发行力度。去年末我国中央政府杠杆率是23.8%，这一水平在全球主要经济体中是显著偏低的，无论是财政联邦体系下的美国，还是财政中央集权与地方自治相结合的日本，中央政府杠杆率都超过100%，教育、卫生、养老等公共支出责任也更多由中央承担。相比之下，我国中央和地方在事权的一致性是不够的，地方政府承担了大量事权责任，去年考虑大规模中央转移支付后的财政收入覆盖情况也只有86%，并且转移支付链条较长，在预算编制、资金使用、绩效管理等方面也存在一些问题。在这种情况下，扩大中央政府的债务，将地方政府债务合理腾挪给中央，既能降低债务成本，提升我国政府债务的整体信用，也能为地方政府减负，增强地方活力。

第二个关键是调整债务的用途。一是向居民部门倾斜，核心还是解决收入来源和消费意愿问题。传统凯恩斯主义重视就业的原因是它认为通过增加就业可以提高劳动者也就是最终消费者的报酬，进而刺激需求、促进经济增长。但在工业化进程中，随着技术的进步和装备的升级，生产过程中资本对劳动力的需求逐步减少，和过去相比，资本有机构成不断提高，现在的公共工程建设中大量使用现代装备，使得劳动者占比较少，仅仅依靠基建工程很难达到显著改善就业的效果，并且随着传统基建项目逐步饱和、投资效率走低，当

前政府债务的使用需要向居民部门倾斜。发放现金补贴是在短期内扩大劳动者收入、增加消费者利益最有效的方法，可以进一步展开研究。**二是解决政府的信用问题，特别是政府对于企业的欠款问题。**这里面既有对于民营企业的欠款，也有对于国有企业的欠款，根据媒体的整理，当前有超过上百个地方政府被地方法院列为失信被执行人，这些案例中包括拖欠工程款、拖欠拆迁安置补偿、拖欠项目开发费用等等。从某种意义上看这些都属于地方政府的负债，可以通过政府债务工具置换来偿还，不改变资产负债表以及债务总量，但债务的结构和形式发生优化，能够有效改善政府信用，并且推动这些投资主体的好转。

处理好四大关系，以促进地方政府债务长效机制的构建

孙晓霞 财政部金融司原司长

以下观点整理自孙晓霞在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第90期）上的发言

很高兴参加CMF宏观经济热点问题研讨会暨《中国地方政府债券蓝皮书（2024）》发布会，与大家共同见证2024年度地方债蓝皮书的发布，一起探讨地方债务长效机制构建的问题。

首先我谨向蓝皮书的编撰单位中诚信国际信用评级有限公司，出版单位社会科学文献出版社表示热烈的祝贺，向会议的联合主办方中国宏观经济论坛表示衷心地感谢！向参会的各位领导、专家、学者表示诚挚地欢迎！

自2021年首创以来，地方债蓝皮书系列连续发布4份报告，它是国内首本全景式分析地方债的书籍，逐步成为我国地方债市场历史的发展记载者和思考者。蓝皮书每年的报告既保持了连续性和可比性，又主动吸纳、守正创新，不断结合历史最新的宏观经济动向、债务管理政策以及各领域实践，坚持提出新问题、研究新思路、关注新趋势。在一揽子化债推进背景下，2024年度蓝皮书涉及到对特殊再融资债重启等方面的研究，提出了建立防范化解地方债务风险长效机制以及同高质量发展相适应的政府债务管理机制等重要课题。

截至2023年底我国地方政府债务余额超过40万亿元，加上以融资平台债务为主的隐性债务，地方政府债务压力整体较大，化债已成为当前的焦点问题。一年来，各地通过发行特殊再融资债、金融机构参与债务置换、盘活国有资产等方式开展化债，政策措施不断完善，地方政府债务风险总体缓解，“一揽子化债方案”取得一定成效。**正如蓝皮书所提出的，我们仍需着眼长远，努力构建地方政府债务长效机制，实现债务可持续发展，这是从根本上解决债务问题的要义所在。**

在推进化债过程中，后续应处理好四大关系，以促进地方政府债务长效机制的构建。

一是要处理好化债与财政金融体系健康运转的关系。当前，地方财政收支矛盾较大，部分地区财政困难，而化债压力也在向财政体系传导。地方政府在“三保”和债务化解中面临多重

压力，可能会顾此失彼。此外，政策鼓励商业银行等金融机构参与债务处置，债务置换往往采取延长期限、降低利率等方式，债务风险极易向金融体系转移，尤其是债务负担较重的区域性银行，其资产质量会受到拖累。因此，我们需要关注化债过程中财政金融领域面临的压力与风险，平衡好完成化债业务与财政金融体系健康运转的关系。

二是要处理好化债与经济稳步发展的关系。化债不是消灭债务，而是保持可持续发展，达成债务规模增长与经济增长之间的良性循环。在严格的化债政策约束下，地方新增融资受限，投资审批趋严，部分地区基建投资资金缺口大，面临较大增长与投资的压力。未来要更加注重化债和发展的平衡，尤其是关注重点地区，统筹好两者的关系，一揽子化债政策可以更加精细化，比如“一省一策”等，合理满足地方投融资和经济发展的需要。

三是要处理好化债与新增发债的关系。长期以来，我国对赤字较为谨慎，赤字率水平在全球范围内并不算高。当前我国财政支出压力较大，应坚持动态的、发展的眼光，在保障财政可持续的前提下适当调升赤字率，在低利率环境下扩大发债规模，开展债务置换以减轻财政支出压力。同时，注重债务优化结构，从央地层面看，我国中央政府债务相对较少，截至2023年末全国政府债务余额70.77万亿，其中国债余额30.03万亿，占比42.43%，而地方政府债务余额40.74万亿，占比57.57%。相比之下，中央财政仍有扩张的空间，可考虑增加全国财政赤字，减轻地方负担。从地方层面看，一般债少、专项债多，但专项债项目收益水平偏低，可考虑增加一般债的比重，缓解“三保”压力，提升整体的资金效率。

四是要处理好化债与推动新质生产力的关系。当前我国正处于新旧动能转换过程中，新质生产力是实现新旧动能转化和高质量发展的关键，一方面要通过化债减轻地方压力，增加发展活力，为新质生产力的发展壮大提供动力和空间。另一方面，逐步构建与经济高质量发展相适应的长效债务机制，提高举债效率，培育和支持新质生产力发展，推动经济转型，在发展中解决问题。

最后预祝本次研讨会暨发布会圆满成功，也祝蓝皮书越办越好！

扩大专项债券使用范围，提高专项债券项目质量

赵全厚 中国财政科学研究院金融研究中心主任、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90期）上的发言

一、地方债风险化解进程及专项债券面临的问题

如果说“十三五”时期（（2016 年至 2020 年））是开启了隐性债务化解的进程，自2018年隐性债务化解工作便已经开始。“十四五”前半期或者说整个“十四五”时期是隐性债务化解的关键阶段。从长远来看，到“十五五”期间，隐性债务风险基本能够告一段落。然而，在此过程中，法定债务风险尤其是专项债券的风险，如项目虚化、项目一般化等方面隐含的风险，值得高度关注。今年二十届三中全继续提出，不断探索扩大地方政府专项债券的使用范围、运作资本金的范围以及规模比例。由此可见，专项债券可能在一段时间内仍然承担着比较大的逆周期调控任务。这便引发了一个问题，即新增专项债券的规模在短期内会处于一个比较高的规模水平，在此情形下，如何抓好专项债券的质量。去年中央金融工作会议提出，“要构建与高质量发展相适应的政府债务管理体制。”我们应与高质量发展相适应，思考怎样通过扩大专项债券使用范围等方式，提高专项债券项目质量，使其既能够有效参与逆周期调控，同时又能够将风险放在项目层面进行包含和包容，以免对后续财政资源造成比较大的冲击，这无疑是一个值得关注的问题。

二、提高专项债券项目质量的建议

提高专项债券的质量，有两方面的考虑。一方面，抓好专项债券项目质量的设计。自2019年开始专项债券使用的范围和用作资本金的范围不断扩大，到目前为止专项债券的使用领域扩大到11个，专项债券应用到资本金的范围在细化的领域中有17个领域。专项债券做资本金的范围是在整个专项债券使用的大领域中的细化项，按照发改委投资项目分类细化来看，很多专项债券在具体领域的应用仍有拓展空间，比如交通领域中的东部城市轨道交通地铁这块还未开始允许专项债券资金用作项目资本金。这些设计是在这方面多为正面清单，其好处在于能够有效确保专项债券对国家重大项目的支持作用。然而，在专项债券规模较大的情况下，这样的方式很难提高有质量项目的比重，这就隐含着未来的风险。按照目前的格局，如果2027年、2028年如期完成专项债券的化解，若此时不在提高专项债项目质量方面下功夫，

那么在那之后可能会出现另一种隐性债务问题，即专项债项目虚化、一般化带来的隐性债务问题。

我认为，专项债券项目质量要两手抓，一手是在参与逆周期的过程中，尽可能的扩大专项债券使用范围，尽可能细化专项债券做项目资本金的范围。但目前每次细筛、细评这些领域的速度恐怕赶不上专项债券虚化的速度。我建议在这方面可以考虑不再搞正面清单，只要符合政府投资条例，政府可以直接进行投资。在这些领域，可以适当放权给地方政府，使其以项目质量为基础开展工作。一方面让债券资金能够支持此类项目发展，另一方面让现金流更能与项目的全生命周期相匹配。如此一来，便无需再每年扩大一两个领域。如果考虑到项目质量的整体全面性，只要符合政府投资范围内的都可以用专项债券做项目债务融资，也可以用专项债券做项目资本金。当然，在此过程中都要控制项目风险，即把工作精力拓展专项债券使用领域转向一个更大的范围内风险控制方面，并适当给予地方放权。中央政府可以通过一些资本金的激励措施引导地方政府向中央期望的领域发展，这种引导是需要谨慎把握的。这旨在防一种风险刚化解完，另一种风险又接踵而至的情况，**相比滚动式化险，前瞻式的衔接更为可取。**

第二，可借鉴美国地方政府收入债券的组成架构改进我国专项债券资金使用机制。美国地方政府收入债券和中国地方政府专项债券相似度比较高，具有一定的借鉴意义。当前，我国专项债券发起人主要为地方政府，或者地方政府的部门和事业单位。其优势在于属于政府直接投资项目，便于政府把控节奏。但自2015年以来，在地方政府专项债券制度设计过程中，主要**是**以各主管部门下面的建设单位和事业单位为主的。在这种情况下，地方政府既要审核它的项目质量，同时又是一个项目的编制者，这就使得其把控项目质量的边际效应弱化。美国地方政府收入债券有两种类型：一种是地方政府发起的，他们要找到一个特许经营项目或者自行发起组织项目来收入债券；另一种是在整个政府允许的特许经营范围内，由市场主体发起，属于公共领域投资，且属于准公共服务范畴。此种情况由市场发起的，政府通过发行收入债券，在适当意义上进行征信以降低融资成本，拓展融资期限。在中国，专项债券的开发或者在一定许可范围内，可以鼓励一些市场主体在公共领域提供准公共服务，或特许经营的市场主体可以在政府公共投资范围内进行再设计。如此设计以后，更能发挥政府审核优势，如果审核的项目良好，政府可以给予支持。自去年以来，我国实行政府与社会资本合作的新机制，在公共领域引入社会资本。社会资本进入也需要一定的融资，但考虑到融资成本的控制，政府可以通过发一定的专项债券转贷给这些实体。在审核的项目的全生命周期中，

既能够提升准公共服务，又能够进行优质的设计，政府处于一个审核者和支持者的位置，政府作为发起方，市场主体也作为发起方，双方共同发力，两条腿走路。我们涉及的主体也应适当调整，放宽一些限制，这样专项债券才有可能比我们目前设计的专项债券更有可能有质量的去发展。这是地方政府专项债券在未来一段时间承担较大逆周期调控任务的时候应该予以考虑的方面。

三、专项债券的未来发展

去年提出要建立高质量发展的政府债务管理制度，以优化中央和地方政府债务结构。**在逐步优化的过程中，应淡化专项债券承担逆周期调控的任务，可以通过增加一般债券、增加国债或者增加特别国债等方式，来减轻地方政府专项债券承担逆周期任务。**就个人观点而言，逆周期调控的债券从中央看应该是普通国债，从地方看应该是一般债。因为它给予财政信用的，它属于赤字型债务。如果专项债券过多地承担了逆周期调控任务，项目质量容易虚化，因为逆周期要求项目设计要迅速，实务工作推进速度也要快，这就使得项目设计缺乏长周期的考量。在这方面，“十五五”以后要逐步进行优化。如此，各方面的风险在一定程度上可以得到控制，同时也能够优化中央和地方的债务结构。

有效化解地方政府债务，需处理好五组关系

贾俊雪 中国人民大学财政金融学院副院长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自贾俊学在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第90期）上的发言

一、统筹发展与安全的关系

1998年积极财政政策以来，地方政府债务成为促进经济发展的重要政策手段。事实上，1998年和2008年两次积极财政政策期间也是我国地方政府债务快速累积的两个时段。不过，纵观改革开放以来我国的财政政策实践，可以发现，我国政府较好地统筹了经济发展和财政安全（或者说是财政可持续性）。例如，1998年积极财政政策采取了扩大公共投资的做法，这其中有很大一部分是借助政府债务来融资的；另一方面，1998年积极财政政策采取了有增有减的结构性减税政策，其实际上是结构性增税政策，从而有效避免了赤字规模和债务规模的过快增长，确保了财政可持续性。近年来，债务风险尤其地方政府债务风险成为我国财政安全的潜在风险点。原因是多方面的，但有一点值得特别关注。之前政府债务融资的投资项目主要集中在基础设施领域，效益较为明显。而从投资边际收益递减的规律来看，当前政府债务融资的投资项目如果仍主要集中在传统的基础设施领域，效益必然会有所下降。按照黄金法则来看，政府债务应主要用于支持收益率较高的投资项目，所以在**利用政府债务融资进行投资时，必须关注收益情况**，因为政府债务融资与一般公共预算不同，需要考虑偿还的问题。因此，今后需要特别注意债务融资的投资项目的收益情况。其他更深层次的原因和我下面要谈的几组关系有关。

二、政府与市场的关系

改革开放四十多年来，我国取得了巨大的发展成就，处理好政府与市场的关系是重要的原因之一。良好的政府与市场关系，既能让市场的作用得以彰显，又能让政府的作用有效发挥。但目前存在一种不良倾向，即对财政的依赖程度不断加大，许多问题都希望借助财政手段加以解决。这无形之中导致地方政府的职能界限不够清晰、政府与市场的边界不够明确，这也是导致地方政府债务规模持续扩张的一个重要原因。今后，需要持续深化经济体制改革，理顺政府与市场的关系，促进地方政府转变职能，从而有效缓解地方政府财政压力，遏制地方政府的过度举债行为。

三、央地财政关系

地方政府举债的动机与我国1994年分税制改革有一定关系。1994年分税制改革采取了财权上移，支出责任下放的做法，导致地方出现了支出责任与财权错配的问题。在这种情况下，为了履行支出责任，地方政府就必然会通过各种渠道举债。因此，党的二十届三中全会明确提出要进一步深化财税体制改革，特别强调要适当加强中央事权，提高中央财政支出比例；适当下放财权，提升地方自有财力。**通过深化财税体制改革，理顺中央与地方财政关系，可以从源头上遏制地方过度举债的冲动。**

四、财政关系和货币政策的关系

目前，我国宏观治理对财政政策的依赖性较强，对积极财政政策的要求越来越高。然而，如果看赤字率（特别是广义赤字率或全口径赤字率）的话，可以发现目前财政政策的积极力度已经处于历史上一个非常高的水平。当然，由于各种因素的制约，其政策效力可能不如1998年和2008年的积极财政政策那么显著。今后，要处理好财政政策与货币政策二者的关系，使之能够更好地同向发力，这样就可以在一定程度上缓解对财政政策的依赖性进而缓解地方政府对地方债务的依赖性。

五、行政管控和市场约束的关系

2014年，新《中华人民共和国预算法》实施之前，我国规定除特殊情况外，禁止地方政府发债，这是一种行政管控行为。实际上，地方政府通过各种渠道特别是投融资平台借债，累积了大量的显性和隐性债务。2014年，新《中华人民共和国预算法》允许地方政府发债（额度由中央政府控制），希望通过债券市场来约束地方政府的举债行为，起到“开前门”“堵后门”的作用。然而，从现实情况来看，“前门”开了，“后门”似乎并没有完全堵住。这是值得我们深思的。我国的债券市场规模较小，很难完全起到约束地方政府举债行为的作用。而行政管控往往存在较大刚性，因此完全依靠行政管控也会导致诸多问题——由于债务风险是累积的，这就意味着当真正出现债务风险时，官员追责往往具有一定的实操难度。今后，需要处理好行政管控和市场约束的关系。

一个有效的解决办法应该是进一步加强相关制度建设。

（1）完善地方投融资体制。地方政府往往“重发行、轻绩效”，对债务资金使用绩效不佳所产生的各类风险认识不足。因此一旦融资能力提升，融资约束又弱，就会极大刺激地方政府扩大举债。为此，应尽快完善地方投融资体制，针对不同类型（经营性、准经营性或非经营性）的投资项目采取差异化融资模式，积极强化项目储备制度、专家咨询制度、项目公示制度、绩效评价制度和责任追究制度等制度建设，加强对地方政府性债务融资的期限、成本、偿债资金来源和效益等方面的审核、评估和监测。

（2）科学界定地方政府性债务，进行分类管理。目前，地方债可分为一般责任债券和收益债券。前者主要投向基础设施等公益性项目，用以解决因正外部性而导致的市场提供不足等问题，是政府的传统职责也是政府擅长管理的领域；后者则主要是地方非融资平台国有企业债务。我国尚未对这两类债务进行分类管理，既不利于提高管理效率，也可能导致地方政府性债务泛化，引发道德风险，加重政府债务负担。今后应逐步将地方非融资平台国有企业债务的管理职能从政府剥离给国有企业，按照企业债券进行管理。

（3）完善地方政府性债务监管和风险预警体系。将地方隐性债务纳入管理体系，建立统一的地方隐性债务统计口径，加强隐性债务统计及信息披露，逐步以显性债务置换隐性债务存量。建立健全地方政府性债务风险预警机制，包括建立科学合理的指标监测体系，进行多阈值分阶段监测——当监测指标触及较低警戒线时采取审慎监管策略，而当触及较高警戒线时则应由中央政府监管处理债务问题，并对地方领导进行问责。探索建立偿债准备金制度，可考虑在地方债发行时将部分资金存入中央财政账户，在地方政府出现偿债困难时利用这部分资金扣款偿债。

总之，有效防范地方政府债务风险，既要有一些短期的、针对性强的措施，也还要有一些长期的制度建设和持续深化改革的措施。

客观看待债务问题，不“谈债色变”，不“掉以轻心”

胡恒松 财达证券副总经理

以下观点整理自胡恒松在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第90期）上的发言

一、地方政府债券：“法度”与“温度”并存

1、发行额度应公开透明

从相关数据来看，目前地方政府债券，尤其是专项债券，东部和中部地区的新增额度明显高于西部地区。发达地区获得的地方政府债券额度，尤其是专项债额度较大。以2023年为例，山东为3081亿，浙江达2303亿。专项债额度并非依据经济体量分配，理论上应是基于项目分配，但最终分配方案并未公开。客观而言，由于开始存在许多经过包装策划出来的项目，专项债券开始逐渐具有一般债“属性”。基于此，建议对一些困难区域加大专项债券倾斜力度，甚至可论证尝试拿出部分专项债额度用于解决隐性债务问题。

2、项目规划须“科学严谨”

当前部分项目规划存在夸大现象，为达到对项目收益覆盖率的要求，有些三方机构进行了一些“无中生有”的项目策划。今年的审计中也发现许多诸如此类问题。我们建议项目规划必须严谨，否则将直接导致未来可能会面临的较大偿还压力，甚至可能转化成为隐性债务，未来仍需依靠再融资继续偿还。

3、后续监管需“有温度”

地方面临诸多压力，部分地方政府把专项债券资金用于发工资、偿还到期债务、偿还拖欠工程款实属不得已而为之。此外还有三种较为普遍情形，第一种是专项债券资金挪用或闲置；第二种是项目进展缓慢，部分地方由于冬天不具备开工条件，但专项债由省里统一发放，资金已到位；第三种是由于申报不够严谨严格，资金获批后与项目需求不匹配。建议在监管查处过程中给予一定的包容性。同时，希望专项债券发挥逆经济周期或者逆经济区域的调节作用，向相对困难的地区适当给予一定支持。

二、地方政府债务：从“怎么看”到“怎么办”？

1、怎么看：地方政府债务规模“创新高”

长期以来，债务问题一直备受讨论。然而，由于经济的起伏，对债务的关注度或者对违规举债的检查力度也是相应变化，与经济增长相适应。当经济增长态势好时，违规举债查处力度往往就会有所增强，经济形势欠佳时，力度则相对减弱。直观来看，地方政府债务的规模持续攀升、屡创新高。首先，地方政府专项债已达40多万亿，今年规模更高一些。2014年修改了《中华人民共和国预算法》，允许地方发行专项债，但依个人之见，专项债是否可以直接用国债代替呢？自专项债券允许地方发行以来，虽然对经济有一定拉动作用，但或许没有达到预期效果。根据统计数据分析并借鉴国际经验，相较各国政府而言，中国整体债务水平并不是最高。当然，中国在2017年7月中央政治局会议上创新性地提出地方政府隐性债务概念。放眼全球，只有中国存在隐性债务这一概念，其他国家仅有中央政府债务和地方政府债务之分。数据表明，中央政府在举债方面仍有较大空间，而地方政府确实面临巨大压力。

2、怎么办：短期追风口，中期重转型，长期促改革

北京、上海、深圳、广东宣布实现全域无隐性债务，其主要途径无一例外是通过地方政府专项债置换。当前整体利率下行，建议短期应抓住政策风口期，以时间换空间，加快对隐形债务的置换。目前，我国专项债置换的案例有很多，天津、贵州等债务较重区域都进行了专项债置换，置换期限起步五年，更多的是十年。现在的债务和当年申报的隐性债务期限相匹配。我国已经确定了十年化债目标，到2027年底必须完成化债，因此建议抓住风口期，其中专项债的置换是重要途径之一。

从中期来看，不可回避的一个问题是城投公司，中国的城投公司具有特殊性。地方政府与城投公司相互依存。在这个过程中，城投转型有助于地方政府防范债务风险，也可能推动地方政府减少举债，甚至如果地方城投具备一定的经营能力，还可能有助于地方经济发展。当前环境下，监管呈现“一刀切”态势，城投若不转型则坚决不允许融资。目前，既有实质性的转型，也有形式上的转型。大量城投首先在名字上实现转型，把“城投”两个字去掉，改成“产投”。无论是真转还是假转，市场化转型、产业转型的目的，除了借新还旧以解决债务偿还压力和发展的问题外，还希望能够新增一定量的资金。因此，中期仍需抓住平台转型这一关键。

从长期来看，我认为化解债务立竿见影的方法是给地方多一些税源。目前，我国也在积极推进财税体制进行改革。根据有关数据可知，分税制改革后，中央税源由原来20%多增长到现在的50%左右。但是，中央支出责任却进一步下降了，一部分中央的事权分摊给地方来承担。最终造成的结果是，如果税源多分配给地方一些，地方凭借税收便能较快偿还部分压力比较重的债务。此次党的二十届三中全会提出，有些支出责任由中央承担。我们对此进行探讨，比如义务教育、住房保障、养老与医疗等方面。从长期来看，仍需关注中央与地方的税收分配关系问题。

三、地方经济增长：“稳增长”“防风险”存在的博弈关系

在经济发展的进程中，一个不可回避的问题是，为了有效防范风险以及化解隐性债务，在一定程度上牺牲了部分经济增长。尤其是全国范围内城投公司众多，近两年其净融资呈现下降态势。由于净融资的下降，许多建设项目的推进也受到了影响。在此情境下，存在着一定的博弈关系。

1、稳步化解债务风险，防止引发“次生风险”，防止债务“滚雪球”增大

化解债务风险，不可“一刀切”，也不可急于求成，如果化债太快可能产生“次生风险”。目前，有很多平台公司只要有隐性债就采取“一刀切”的方式，银行流贷不予提供，新增债就更无从说起。在压力之下，部分地方发生了一定程度的违约现象。同时，还要防止“滚雪球”，我国的债务是不断增加的，经过实证分析，我国自2014年以来进行大胆探索，将24万亿城投债券纳入系统进行置换，置换完成后城投公司得以轻装上阵，然而，2015年经济压力大，2016年、2017年又开始融资，不到两年时间再次融资至少30万亿。目前我国的债务规模庞大，预估显性债务加隐性债务不低于100万亿。

我国发改委负责宏观政策，人民银行负责货币政策，财政部负责财政政策，债券由证监会和交易商协会分别管理。由于监管涉及不同部委，经济政策在实施过程中有的部门“踩刹车”，有的“踩油门”，有的产生叠加效果，有的则互相掣肘。比如一方面要求加大地方债，促进经济发展，另一方面只要在隐债名单里一律不准新增融资。这种政策的不连贯性、监管的割裂性和多元性造成政策几乎三年一调整，债务在不断的调整的波动中增加持续，由2014年24万亿增长到现在至少100万亿。

2、客观看待债务问题，不“谈债色变”，不“掉以轻心”

地方城投与区域经济和城市开发共进退，我们应该客观看待债务问题，适当举债在一定程度上是可行的，发达国家的债务也在不断提升。我国江苏、浙江、四川、山东发债较多，与经济发展相匹配的举债是可以接受的，不能“一刀切”，认为只要有债务都不行。当然我们也不能“掉以轻心”。江苏是全国融资最大的省份，也是经济发展排名第二的省份，它的压力也不容小觑，我们既不能惧怕债务，也不能掉以轻心。我们的融资投入要重视回报，如果投资后债务不断滚雪球式增长，这样的投资是无效的且会造成更多的债务问题；如果投资回报高，则有助于经济发展，有助于债务化债。

3、分类管理债务，既要解决存量偿债问题，也要解决发展新增资金问题

存量偿债问题是各级政府都要面对的，无论是城投债务还是各省财政厅发的专项债，都有偿债义务。然而，我们也要解决发展中新增资金的问题。目前，经济下行压力大，根本原因之一在于化债过程中，对于当年纳入隐性债务系统的一律不让新增融资，这个“紧箍咒”一直压制着实体经济，尤其推动区域发展重要的力量——城投公司，使其在经济托底过程中有心无力，主要问题就在与缺乏新增资金。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

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

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼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：