**化债进行时：地方政府债务问题的前因后果及解决方案**

**摘要：**地方政府债务问题起因于地方融资约束、1994年分税制改革导致的地方财权和事权不匹配以及城镇化建设导致的财政资金缺口。目前地方债务风险总体可控，但局部风险和隐性债务风险犹存。针对地方政府债务问题，2017年以来，中央最高层对地方政府债务“遏增量，化存量”的态度是一以贯之的，相继出台并实施了相关具体措施，包括加强投融资平台的治理、细化相关监管机制和健全落实问责机制、发行特殊再融资债、债务展期、借新还旧、置换等市场化方式、盘活或出售资产以及投融资平台市场化等。本文认为要从源头化解地方债务问题，财税制度改革是必要的。此外，信用衍生工具的运用能够增加金融机构对债务展期、借新还旧、置换等的意愿，同时分散了集中于金融体系的地方债风险。

# 1引言

债务是一把双刃剑。适当的债务融资可以拓宽地方政府财政资金来源，弥补地方政府自身的财政赤字，支持地方政府重大项目的上马落地，推动地方经济发展。但是，债务融资的好处仅仅建立在一单位债务融资带来的财政收入大于一单位债务融资的利息支出的基础之上。由于优质的地方项目总是有限的，债务融资遵循“边际收益递减”规律，地方政府无序的债务扩张很可能导致地方财政入不敷出，危及地方政府信用，反而不利于地方的发展。因此地方债务存在适度性的问题，然而现实可能并非如此。

地方政府债务按表现形式可以分为显性债务和隐性债务。显性债务是以债券和非债券形式存在的法定政府债务，以及原有融资平台债务中明确规定由地方政府偿还的债务。隐性债务是法定政府债务之外、未纳入地方政府限额管理但实际上仍由地方政府承担的表外债务，其形成原因主要是由于地方政府部门通过非金融类国企、机关事业单位、融资平台等违规举债或提供担保，常见的表现形式有明股实债、购买服务、抽屉协议、保证回购等。

据中国地方政府债券信息公开平台显示，从2015年到2023年，全国地方显性债务由14.76万亿增长到40.73万亿，增长了1.76倍，而同期全国GDP仅增长0.86倍，地方债务和GDP增长的不匹配说明了地方债务的非理性扩张。更可怕的是地方隐性债务，其游离在地方政府预算之外，信息不透明，运行不规范，风险高于显性债务，目前虽没有官方的统计数据，但从贵州、云南等省份的城投债违约便能对其风险窥探一二。那么地方债务的雪球是如何越滚越大的？它的危害有多大？目前政府对此的态度？解决思路是什么以及具体措施有哪些？这些政策的利弊是什么，还有其他解决措施吗？本文试图对此一一作答。

# 2地方政府债务问题的历史沿革和现状

## 2.1历史沿革

### 2.1.1起因

我国地方政府债务并非凭空产生的，它的兴起源自地方政府融资约束、分税制改革以及城镇化建设三大原因。

**地方政府融资约束**：新中国成立初期，为迅速发展经济，出现了一些地方政府债务发行，但规模较小。直到1981年开始允许发行以政府公信力为担保、经地方政府审批的国有企业内部债券，地方政府债务才得到初步发展。但由于经验不足，在此过程中出现了强制摊派、财政透支、经济过热等乱象，因此1985年国务院暂停了地方政府的发债权，并在1994年的《预算法》中明确规定：“地方政府不得发行地方政府债券”。2008年后，地方政府被允许发行地方政府债券，但发行条件较高，2015年后地方债券的发行还存在中央预算的约束。

**分税制改革**：1994年国家正式实施分税制，重新调整了中央和地方的财权与事权，逐渐形成财权往中央集中、事权向地方下移的地方政府事权和财权不对等的格局。地方政府虽有心办大事，但财政收入却不允许。当然，中央还是给地方留了一个口子，即通过土地出让的方法补充财政资金。但是，随着我国经济增速的放缓以及疫情的冲击，2020年后房地产市场持续低迷，地方通过卖地的方式获得的财政资金大幅减少。

**城镇化建设**：随着我国经济的腾飞，大量人口由农村向城镇涌入，相应的城镇基础设施、社会保障、公共服务等都需要投入巨额的资金，即便社会保障、公共服务等项目均属公益性质的，没有回报或者回报微乎其微。

因为地方政府融资约束和财权向中央的转移，城镇化建设面临巨大的资金缺口，地方政府不得不积极地寻求融资渠道。其中通过财政拨款、土地或股权出资等形式搭建的投融资平台（主要是城投公司）成为地方政府主要的融资渠道。投融资平台名义上是国有企业，实际上是地方政府的代理人，融资得到的资金主要投向城镇化建设。伴随城镇化建设的进行，地方土地的市场价格也水涨船高，地方政府通过土地出让获得了大量的财政收入，由此支持地方政府进行更多的债务融资，并投向城镇化建设，从而驱动地方土地价格进一步上涨，如此循环。地方政府通过投融资平台，实现了债务融资和土地出让收入的相互促进，在一段时间内推动了地方经济的发展。但随着城镇化建设进入尾声以及经济增速的放缓，土地价格的上涨开始不再具有坚实的基本面支撑，地方藉由土地出让获得的财政收入开始松动，地方政府持续扩张的债务风险也开始暴露。

### 2.1.2发展历程

1994-2008年，早期投融资平台与国债转贷：在此期间，地方政府一方面搭建早期的投融资平台，吸收银行贷款和社会资本，解决地方财政资金缺口；另一方面，为应对亚洲金融危机，1998年以后中央财政将部分新增国债项目资金转贷给地方，用于国家确定的地方项目建设，并由地方政府还本付息，不列人中央预算。

2008-2015年，投融资平台大爆发与地方债券发行松绑：2008年金融危机爆发后，我国出台了4万亿元的经济刺激方案，中央政府承担1.18万亿元，剩下的由地方财政和社会资金承担，并同意地方政府发行2000亿债券。在此背景下，人民银行、银监会和财政部等先后发文，明确地方政府可通过合规设立投融资平台和发行政府债券等手段筹措资金。前者导致了地方政府融资平台爆发式增长，无论是平台数量还是融资规模都屡创新高，推动地方经济发展的同时，也留下了很多隐患。后者先后经历了财政部“代发代还”到试点“自发代还”再到全面“自发自还”三种模式。

2015年至今，地方债券和投融资平台先后规范发展：2015年1月1日起实施的新《预算法》，对地方政府债务进行了全面规范，明确地方政府只能在预算限额内直接举借债务，不得再以其他形式举债，地方国企、事业单位和融资平台的后续债务不再列入政府债务，地方政府也不承担偿还责任。但在实际操作中，仍有地方政府通过PPP项目、购买服务、出具承诺函、融资租赁等方式变相举债，导致债务总量不断扩大，隐性债务迅速膨胀。为此，自2017年7月中共中央政治局会议首次提出“隐性债务”这一概念起，地方政府隐性债务“遏增量、化存量”成为化债工作主题。但在监督高压下，仍有一些地方顶风作案，存在新增隐性债务、化债不实的情况。2023年7月，中央政治局会议首提“一揽子化债方案”，财政部于11月公开通报了8起新增隐债、化债不实的典型案例，显示了政府对化解地方隐性债务的决心，隐性债务化解进行新阶段。目前地方债务风险总体可控，但局部风险和隐性债务风险犹存。

## 2.2现状：风险总体可控，局部风险和隐性债务风险犹存

截至2023年末，我国地方政府显性债务余额约40.74万亿元，包括一般债务余额约15.87万亿元、专项债务余额约24.87万亿元，中央政府债务约29.98万亿元，均控制在全国人大批准的债务限额（42.17万亿元）之内。按照2023年约126.06万亿元全国GDP，对应我国政府法定负债率为56.1%，低于国际60%的警戒线。

但部分省市的债务风险依然较高。其中，青岛、青海、贵州、天津、吉林的法定负债率均超过60%的国际警戒线，青岛的法定负债率甚至接近100%。此外，甘肃的法定负债率为59.9%，接近国际警戒线，其地方债务风险也值得注意。

资料来源：中国地方政府债务信息公开平台

**图1 12023年末我国部分省市法定负债率（债务余额/GDP）**

另外，隐性债务风险亦不容乐观。2023年城投非标融资[[1]](#footnote-0)风险事件激增，其中实质性违约和风险提示分别发生240、134次，均创历史新高。

资料来源：公开资料整理

**图2 2城投非标融资风险事件**

# 3地方政府债务问题的严重性

如前所述，即便地方债务风险总体可控，但局部和隐性债务犹存，一些地方政府存在财政困难、偿债压力较大的情况。地方政府债务对于金融和地方经济具有重大作用，一旦违约将造成严重的后果。

一方面，地方政府债务的债权人主要是各大商业银行，风险主要集中在银行体系之内。2023年末地方政府显性债务余额约40.74万亿元（不包含隐性债务），占银行总资产的8.84%（同期银行总资产为461.09万亿元），该风险暴露不容忽视。而银行体系具有脆弱性，地方政府债务的违约易引发多米诺骨牌效应并波及整个金融体系，最终危及实体经济；另一方面，面对偿债压力，地方政府并没有发钞权，即便可以通过借新还旧在短期内予以缓解，但这也只是将债务风险后移，并未从根本上化解风险，并且风险还会持续累积，后续处置不当可能引发财政危机，对政府信用和地方经济造成严重影响。

# 4中央对地方政府债务问题的态度

2017年7月15日全国金融工作会议提出“严控地方债务增量”以来，中央最高层对地方政府债务“遏增量，化存量”的态度是一以贯之的，但不同时期侧重点有所不同。具体地，2017-2023年，中央更关注“遏增量”，如要求“各级地方党委和政府要树立正确的政绩观”“严肃财经纪律”“不以脱贫攻坚为名不良举债”等；2023年下半年开始，中央的态度向“化存量”倾斜，如2023年7月24日中共中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，10月30日中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”。

**表1 12017年以来部分中央最高层会议对地方债务的表述**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 时间 | 会议 | 具体表述 |
| 2024/4/30 | 中共中央政治局会议 | 要深入实施地方政府债务风险化解方案，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。 |
| 2023/12/13 | 中央经济工作会议 | 需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，为稳定全国经济作出更大贡献。 |
| 2023/11/8 | 2023金融街论坛年会 | 总的看，我国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平。今年以来，金融部门已会同有关部门采取多项措施，积极支持地方政府稳妥化解债务风险。一是严肃财经纪律，推动地方政府和融资平台通过盘活或出售资产等方式，筹措资源偿还债务。二是对于债务负担相对较重的地区，严格控制新增政府投资项目。三是引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。四是支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型成为不依赖政府信用、财务自主可持续的市场化企业。 |
| 2023/10/30 | 中央金融工作会议 | 建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。 |
| 2023/7/24 | 中共中央政治局会议 | 要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。 |  |
| 2022/1/21 | 中国共产党第十九届中央会议纪律检查委员会第六次全体会议 | 严格财经纪律，促进防范和化解地方政府隐性债务风险。坚决查处基础设施建设、公共资源交易等方面腐败问题，持续推进金融领域腐败治理，深化国企反腐败工作，深化粮食购销等领域腐败专项整治。 |  |
| 2021/12/11 | 中央经济工作会议 | 严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。 |  |
| 2020/12/19 | 中央经济工作会议 | 积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。 |  |
| 2018/12/21 | 中央经济工作会议 | 打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场 |  |
| 2018/2/12 | 在打好精准脱贫攻坚战座谈会上的讲话 | 一些地方出现了打着脱贫攻坚旗号大举借债、以脱贫攻坚为名搞变相融资的问题，什么东西都往脱贫攻坚上靠，穿马甲、涂脂抹粉争资源争项目，扩大地方债务，要坚决防止和纠正。 |  |
| 2017/7/25 | 中共中央政治局会议 | 要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量。 |  |
| 2017/7/15 | 全国金融工作会议 | 各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。 |  |

# 5地方政府债务问题解决思路和具体措施

## 5.1解决思路

地方显性债务虽有局部风险，但也均控制在限额之内，关键在于隐性债务风险的防范。对此的解决思路是“遏增量，化存量”，即严控地方政府债务增量，防范风险持续累积，并在此基础上，制定并实施一揽子化债方案，建立防范化解地方债务风险长效机制，从而守住不发生系统性风险的底线。

## 5.1具体措施

### 5.1.1遏增量

从“遏增量”层面来看，主要措施体现在加强投融资平台的治理、细化相关监管机制和健全落实问责机制。

（1）加强投融资平台公司治理，防止地方国有企事业单位“平台化”。目前，对于融资平台的管理，除了继续强调要推进投融资平台市场化、实体化转型发展外，多个省份（如安徽、陕西、吉林等）提出“要加强地方政府融资平台公司治理”，山东提出“落实城投公司举债融资提级管理制度”；划清政府和企业边界，防范平台债务风险向政府传导，要“防范国有企事业单位‘平台化’”。一方面，以增强平台自身的经营造血能力，另一方面，这也是确保财政可持续和政府性债务风险可控的重要举措。

（2）进一步完善债务管控和隐债化解的监管机制。一方面，建立常态化的核查机制以对隐性债务进行定期排查，如：湖南等提出要“密切关注中央政策动向,加强督导、考核和监测预警”。另一方面，也要强化债务风险的预警机制，使得风险能够早发现、早处置，如江西提出要“常态化开展地方政府隐性债务风险测算评定”。

（3）严格执行债务管理法规，建立健全违规举债问责机制。多个省份强调了要严肃查处各位违法违规举债行为，健全落实问责机制，态度也更为坚决。如：湖南强调“严肃问责违规新增隐性债务行为”；湖北、河南均提出了要严肃查处各类违法违规举债行为，防止“一边化债、一边新增”；此外，如四川、辽宁等省份也有相关表述。

评价：以上措施分别规范投融资平台、隐性债务本身以及相关责任人，从源头上遏制隐性债务的新增和预防风险暴露的增加，但不利于地方政府资金的使用和地方项目的推进，如果干预过度，可能对经济的良性发展有所影响。

### 5.1.2化存量

从“化存量”层面来看，“一揽子化债方案”已经落地实施，“防范化解地方债务风险长效机制”尚在理论层面。一揽子化债方案主要包括：

（1）发行特殊再融资债用于支持隐性债务化解。2024年2月2日，贵州省发行特殊再融资债约325亿元用以偿还包括隐性债务在内的存量债务，成为今年首个发行特殊再融资债的省份。

（2）引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等市场化方式化解融资平台债务风险。以展期举例，2023年12月13日，由长安信托发行的“长安宁-西开运营应收债权买入返售集合资金信托计划”（融资方为“西安渭北城镇开发建设运营有限公司”）项目受益人大会三分之二以上表决权通过了债务化解方案，1.276亿元本金余额分3年兑付，预计受益人预期收益率调整为税后5.7%/年，免除已产生的罚息及违约金。此外，2023年12月8日，中国农业银行渝北支行牵头的首笔5000万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司投放落地，实现了用银团贷款置换存量非标债务，这是置换方式落地的典型案例。

（3）推动地方政府和融资平台通过盘活或出售资产等方式，筹措资源偿还债务。如发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。REITs是一种依照法律程序成立的，以发行股票或基金单位的方式汇集投资者的资金，购买发行人持有的不动产，再由专业机构对该不动产进行经营管理，并将90%以上的税后收入净额分配给投资者的一种信托组织。简单来说REITs就是代客投资不动产的上市企业。地方政府或融资平台通过发行REITs，能够实现不动产未来价值迅速变现。2023年7月至今，沪深市场共有8只REITs发行，发行规模合计约213亿元，回笼资金约170亿元。

（4）支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型成为不依赖政府信用、财务自主可持续的市场化企业。

评价：

整的来讲，通过发行特殊再融资债、与金融机构达成展期、借新还旧、置换协议，可以优化债务期限结构，降低利息负担，缓解短期偿债压力，但特殊再融资债属于显性债务，受到人大批准的债务限额约束，发行量有限，而后者也会受制于金融机构的意愿。另外，两种化债方式只是将债务风险后移，并没有根本化解。

通过盘活或出售资产来化解债务，能够更好地降低债务负担，减少利息支出。但在宏观经济不佳的情况下，这种方式更像是饮鸩止渴，因为这时的资产的价值将大打折扣，REITs市场也尚不成熟，所能筹措的资金是相当有限的，而且还会造成国有资产的流失以及未来财政收入的下降。

另外，推进投融资平台市场化也存在一定困难，因为市场化之后，投融资平台散失了政府的隐性背书，融资成本将会进一步提升，面临更大的偿债压力。而且投融资平台市场化后，它们定然不会承接公益性质或回报较低的项目（如图书馆、人民公园），然而这是满足人民日益增长的对美好生活的向往所必需的。

### 5.1.3 其他可能的解决方案

（1）财税制度改革。地方政府债务问题的根源在于中央和地方的财权和事权的不匹配。因此，为真正解决地方政府债务风险，需从根本上建立权责清晰的财政体系，分配合理的中央和地方财政关系。一方面，需制定并落实中央和地方财政事权和支出责任划分改革方案，实现中央和各级地方的财政事权相互匹配。另一方面，在土地出让收入下降的背景下，需持续推进地方税体系建设，拓宽地方财政收入来源，提升地方政府财税实力。如在一些债务压力较大的地方也推行房产税试点。

（2）信用衍生工具（如CDO）的运用。前文提到通过引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等市场化方式来化解融资平台债务风险依赖于金融机构的意愿，因为不管是展期，还是借新还旧，对于金融机构都是低收益、低流动性但高风险的交易，因此有必要提升地方政府债务的吸引力，而CDO等信用衍生工具的运用可以实现该目的。因为这允许金融机构将地方政府债务打包卖给投资者，金融机构在其间只承担一个中介的作用，不需为地方政府债务的后续承担责任。并且投资者可能也是乐于接受的，一方面，银行理财产品的收益率下降已成趋势，另一方面，只要资产池足够分散，确实能够降低整体的风险。具体地，在构建资产池时，加入地方政府债务的同时也要加入足量的高等级债券。而且地方政府债务必须是分散的，来自不同的省市，但不能都是高债务风险的省市。因为我国地方债风险总体是可控的，只是部分省市偿债压力较大，因此，一个地区债务的违约不代表另一个地方的债务就必定违约，因此分散化能够降低整体的风险。此外，可以设计不同的份额类型，如高级份额、中级份额和股权份额，从资产池获得的现金流首先分配给高级份额，再分配给中级份额，最后的部分留给股权份额，高级份额面向所有的投资者，股权份额面向合格投资者，这能满足不同的投资者需求来增加产品对投资者的吸引力，同时也能实现最大限度地将集中在金融系统的地方债风险分散出去。更进一步地，为了缓解金融机构的委托代理问题，要求发行的金融机构持有一部分份额是必要的。

1. 城投非标融资：与标准城投债相对，指城投平台通过银行间市场、交易所市场之外的方法获得的融资，目前主要以信托以及地方金交所通道发行为主，其兑付劣后于标准城投债，违约风险较大。 [↑](#footnote-ref-0)