



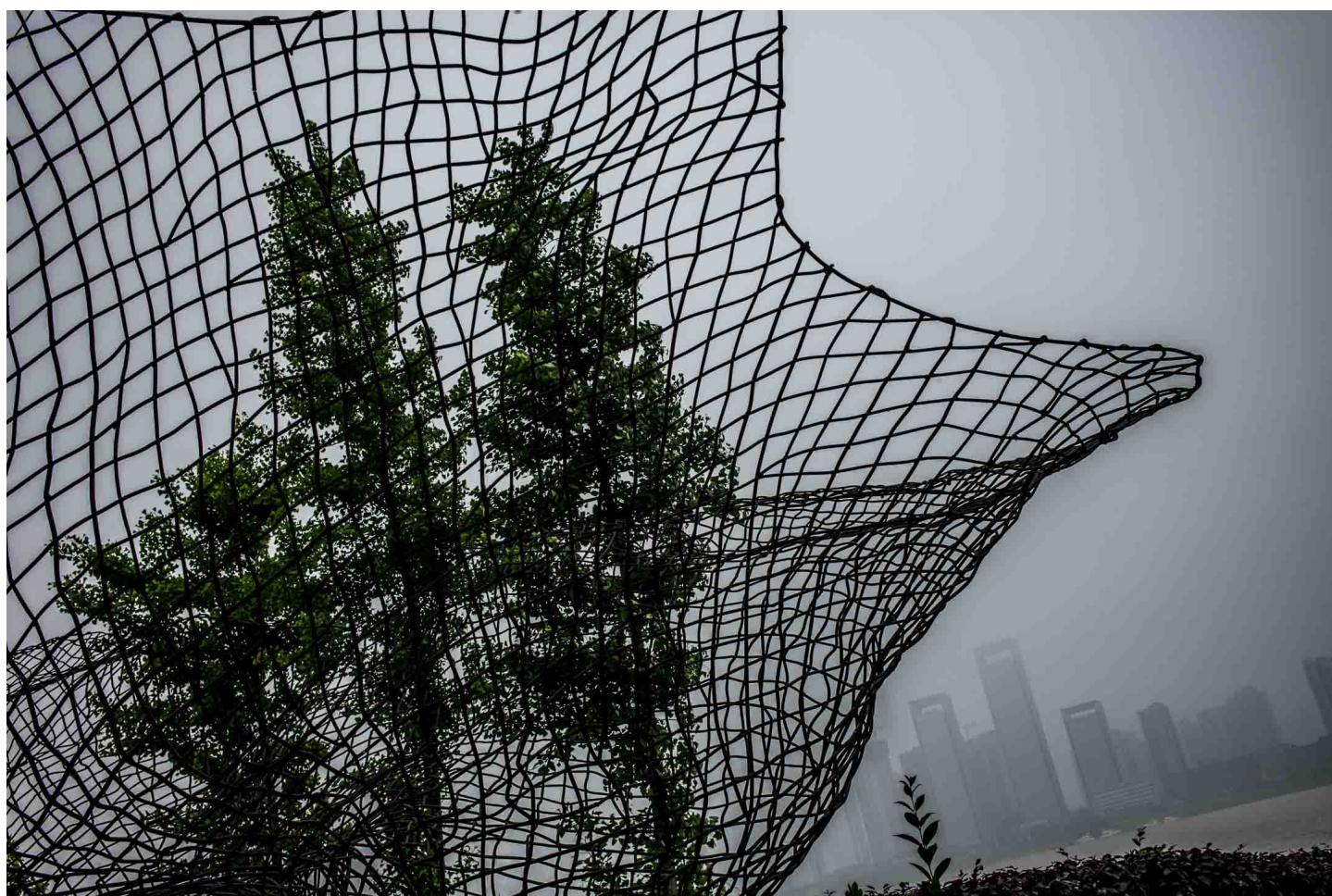
深度

数说中国经济

# 那些负债累累的地方政府：钱是怎么借的、又该如何还？

为保GDP增长，十年间，中国地方政府不断举债、投资基建，仅2020年就有2万亿债券到期，足以再建14个香港国际机场。

端传媒记者 杨钰 发自香港 | 2019-11-26



2019年4月，湖南长沙一个被浓雾笼罩的清晨。摄：林振东/端传媒

编者按：端传媒将在未来一个月陆续推出“数说中国经济”系列报道，通过大量数据和图表展示中国经济的温度、困境与未来走势。今天是系列报道的第一篇，聚焦在“危机四伏”的地方债上，接下来的报道还会关注消费、制造业和中美贸易战。“数说中国经济”专题完结后，还会推出“数说台湾经济”，敬请期待。

2018年9月，600余人走上湖南省耒阳市街头，将矿泉水瓶、啤酒瓶、甚至少量砖头和鞭炮，砸向当地公安局大门，共46人因此被拘捕。冲突起因于政府为削减财政开支而缩小公立学校班级规模，部分小学五、六年级的学生被要求转至费用更高、教学质量却普遍更差的私立学校，家长们愤而抗议。

这并非耒阳市政府第一次捉襟见肘。就在同年5月，当地政府拖欠公务员薪资一周，至湖南省下拨应急资金才得以缓解；几个星期后，耒阳市政府拥有的一家融资基建企业，亦未能如期偿还一笔非银行机构的贷款。

耒阳市的窘境不是孤例。据FT中文网报道，仅2019年已有831个地方政府（村委会、街道办等）被法院列入失信被执行人（指有能力还钱却拒不按照法院生效判决还钱者）名单，地方政府累积拖欠款项达69亿（人民币，下同）——而这不过是中国地方政府债务的冰山一角。

事情要回溯到2009年，中国政府为应对金融危机、启动4万亿救市计划，地方政府纷纷通过融资平台大规模举债、筹集资金推动基础设施建设。此后十年，为保证经济稳定增长，地方政府亦通过各种渠道融资，累积下大量债务。

如今，到了还债的时候。

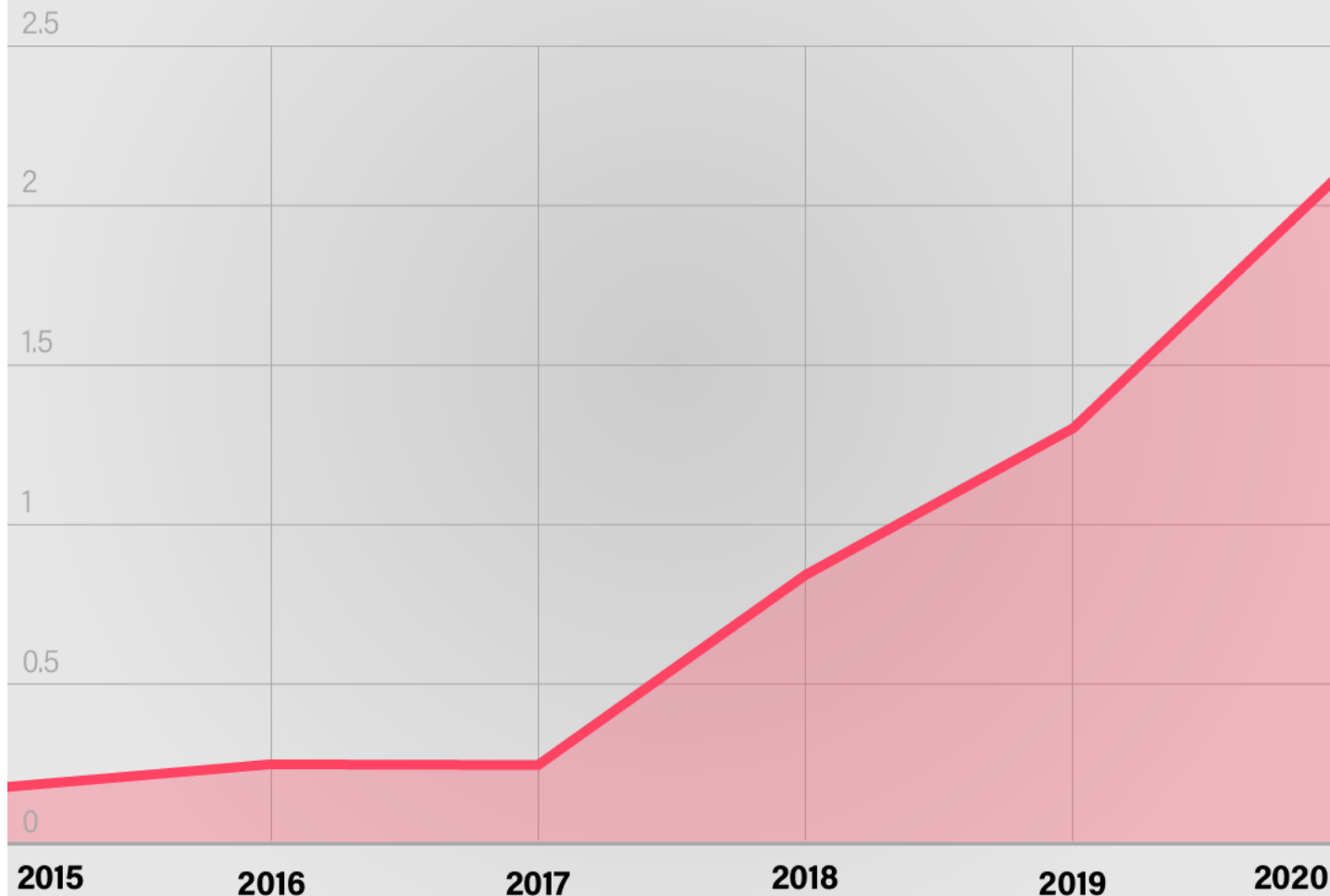
## 地方债有多重？

地方债，指地方政府或地方公共机构发行的债券，用于筹措财政收入。据Bloomberg统计，2020年，将有2万亿的地方政府债券集中到期，额度为历年最高。这笔金额，足以再建14个香港国际机场。

## 历年到期的地方政府债

2020 年，将有 2 万亿人民币的地方政府债券集中到期，额度为历年最高。

(万亿人民币)



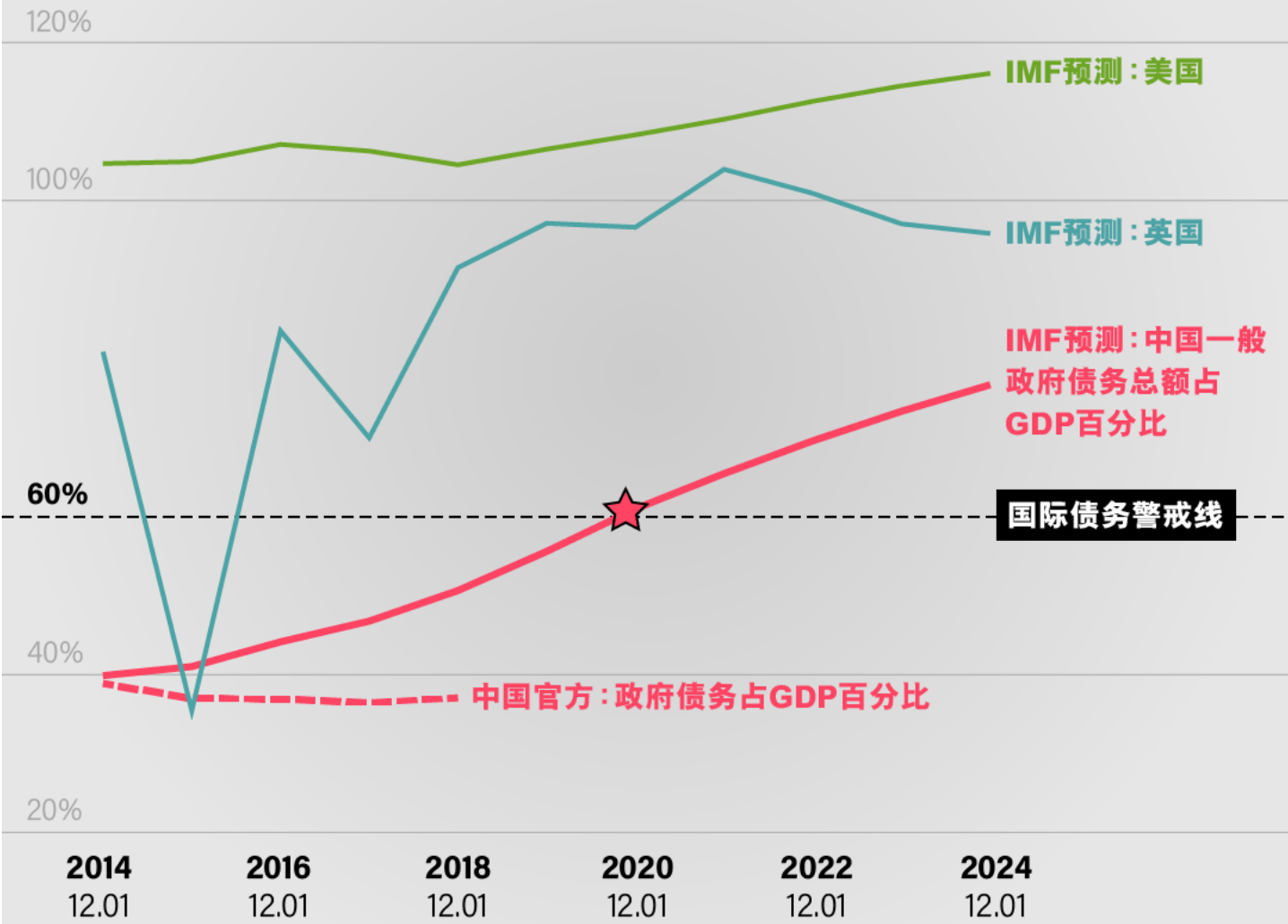
资料来源：Bloomberg

历年到期的地方政府债。图：端传媒设计部

情况或许会进一步恶化。据国际货币基金组织（IMF）估算，2021年，中国政府债务率（债务/GDP）将可能超过60%——这是欧盟《稳定与增长公约》中设定的警戒线。

# IMF预测各国政府债务占GDP比重及中国官方数值

60% 为观测参考，政府债务的实际风险因经济体制而各异。有的国家（如美国、英国）数值上目前已超过，而有的地区 50% 时压力便已很大。

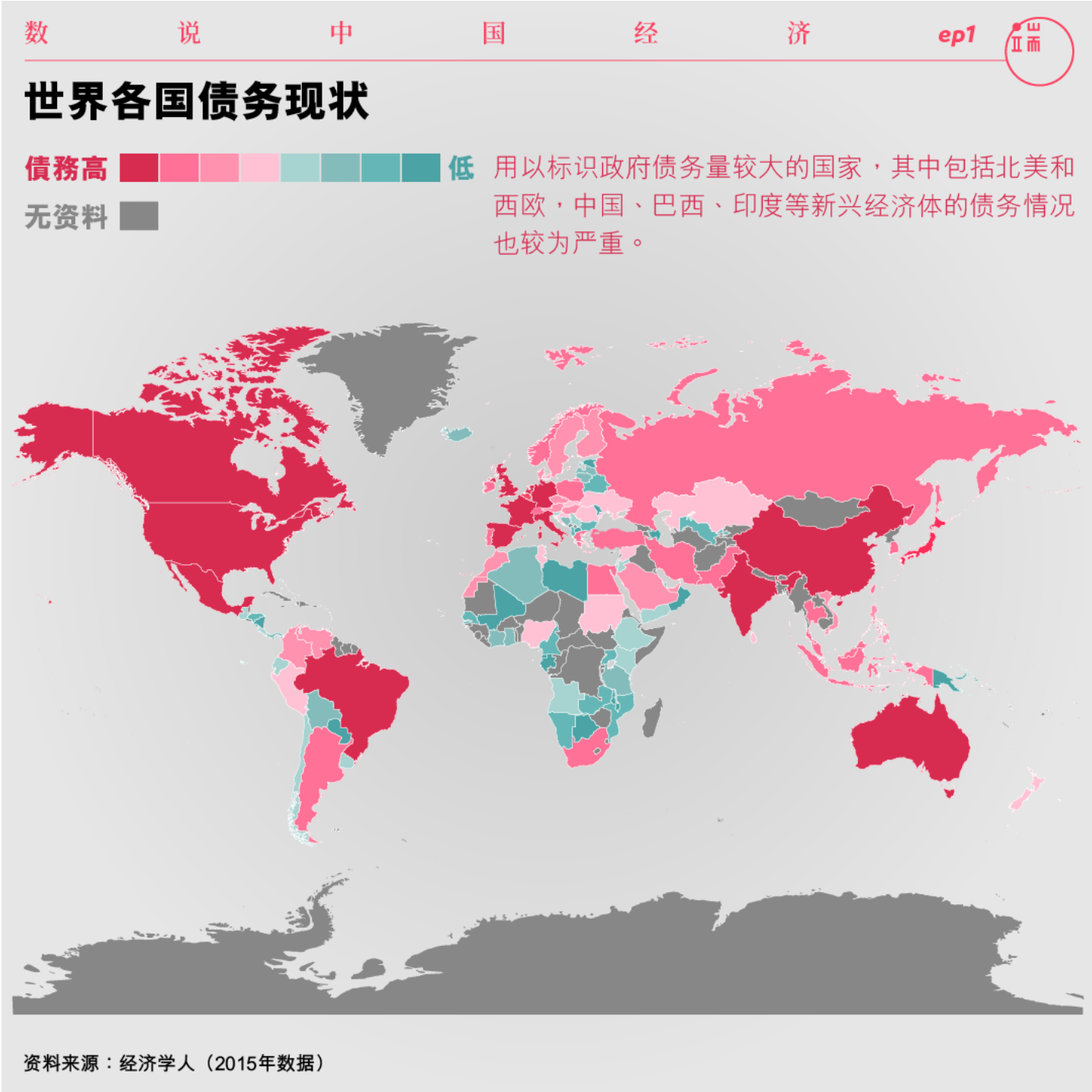


資料來源：中國財政部、國際貨幣基金組織（IMF）

IMF预测各国政府债务占GDP比重及中国官方数值。图：端传媒设计部

不过，一位不愿具名的宏观经济学者对端传媒指出，60%仅为一种学术的观测参考。由于经济体制差异，政府债务的实际风险会大不相同，有的国家（如日本、美国等）已超过警戒线，有的在50%时压力便已很大。

债务问题的确不是中国独有。《经济学人》在全球债务时钟图上，用深红色标识出政府债务量较大的国家，除了中国、巴西、印度这样的新兴经济体，也包括曾受金融危机重创的北美和欧债危机中的国家。



世界各国债务现状。图：端传媒设计部



和债务量相比，更关键的问题是——经济增长是否可以确保还债的能力。这几年，中国GDP增速持续下跌，至2019年第三季度（6.0%），已跌至近2010年（10.6%）的一半，创1992年有数据记录以来的最低值，纵然在全球经济下行中仍处于较高水位，但统计局及经济学者均表示明年仍不容乐观。与此同时，赤字率却逐年增加。赤字，指财政支出超过财政收入的部分，赤字率即赤字占GDP的比重——反映了一个国家或地区对债务的偿还能力，高赤字率意味着过重财务负担可能影响经济运行。

目前，相关机构对赤字率的统计算法有三种：中国官方标准、国际标准及国际广义口径。依中国官方标准计算，财政收入囊括了往年结转结余资金（即被规定用途的过往财政结余）和调入资金（为平衡财政赤字而将预算支出外的资金调入），则得出的赤字率仍低于国际通行的3%警戒线——同样出自欧盟《稳定与增长公约》。

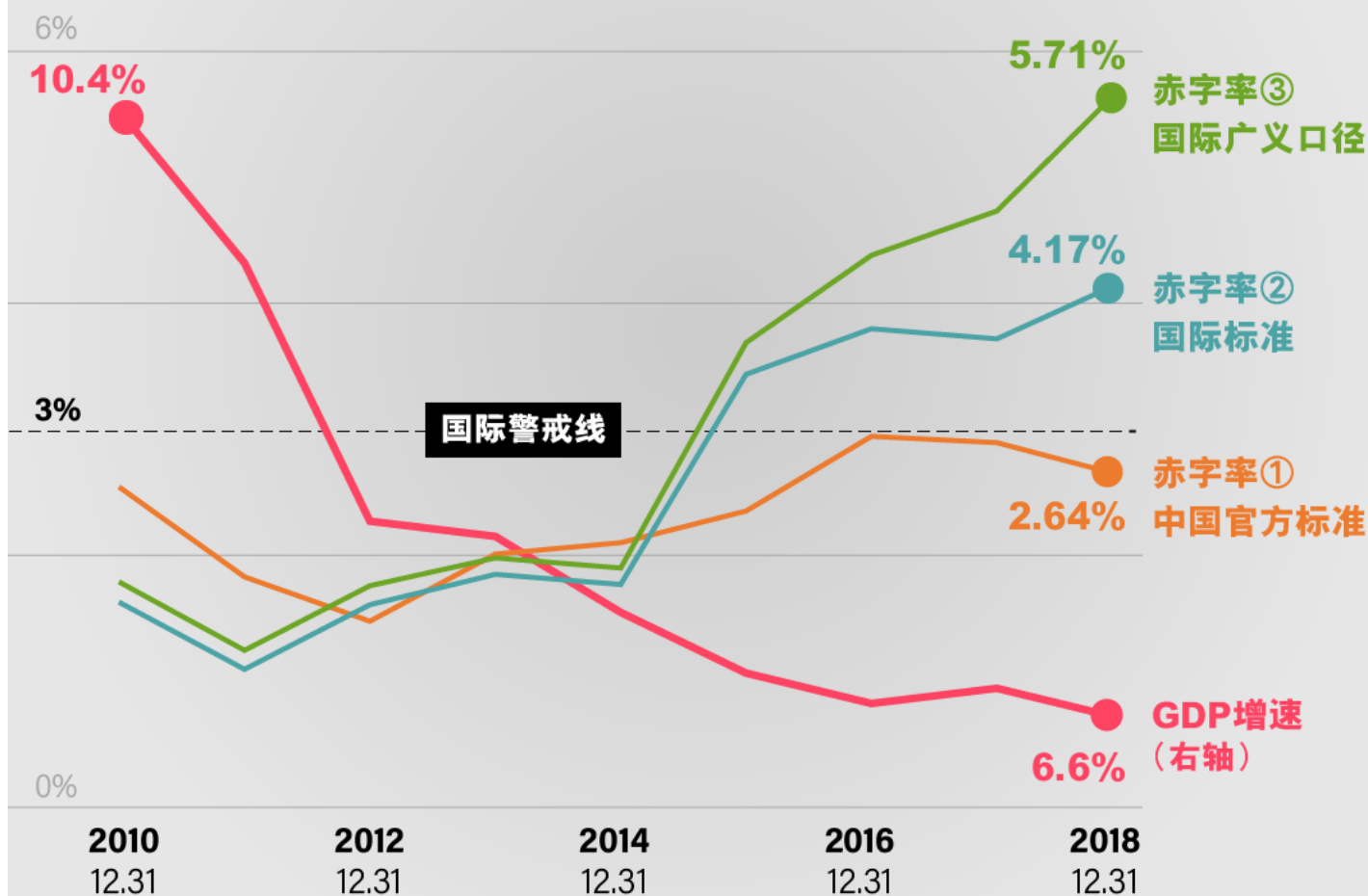
不过，若依照国际标准（即财政收入不计入结转结余资金和调入资金），中国的赤字率则早在2015年便超过警戒线——这样的数据差异意味着，中国政府于2015年后开始在财政支出上大幅动用往年财政结余。2015年中国财政的结转结余与调入项为0.82万亿，到2018年，这个数字已高达1.48万亿。

此外，若依照第三种计算方式——国际广义口径赤字率，即财政支出涵盖地方政府城投债（用于基础建设投资而发行的债券），中国赤字率在2018年已达5.71%——是财政部公布的赤字率的二倍。

## 政府公共财政预算赤字率与GDP增速

近十年来，中国 GDP 增速不断下跌，而赤字率却逐年增加。依照国际标准，中国的赤字率早在 2015 年便超过警戒线。

赤字率 = 财政赤字 / GDP



資料來源：中國財政部、wind

政府公共财政预算赤字率与GDP增速。图：端传媒设计部

债务形成的困局，正在经济下行的背景下变得愈加严峻、牵一发而动全身。这对于信奉“稳定压倒一切”的中国政府来说，将是一大难关。

那么，这些债是怎样形成的？

## 4万亿计划的副作用

地方政府债务最早源于1994年的“分税制”改革，改革后，中央政府拿走全部财政收入的六到七成，地方政府只拿三到四成。为缓解财政压力，地方政府普遍采用土地开发与旧城改造的方式吸纳投资，形成“城投债”。

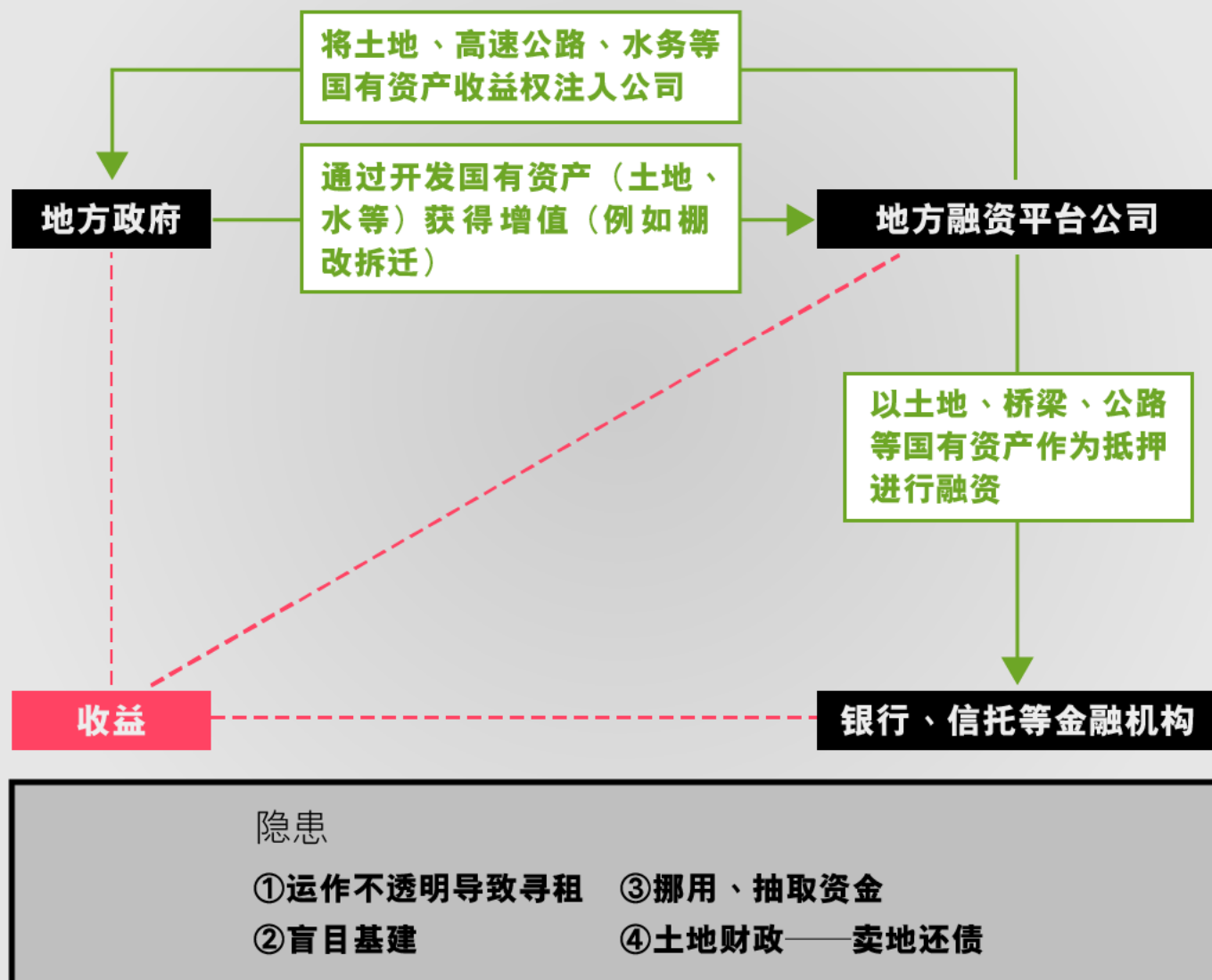
在较长一段时间里，地方债的问题并不突出，直到2008年。那一年，金融危机肆虐，美国与欧洲降低了进口需求，为了稳定经济增长，中国宣布，从2009至2010年实施4万亿（相当于当年GDP的12%）财政刺激计划，以期用拉动投资的方式稳定经济。

为筹措资金，中央破例允许地方政府发行债券，并支持有条件的地方政府组建融资平台拓宽融资渠道。地方政府融资平台（Local Government Financing Vehicles, LGFV）应运而生。这是一种把政府当作公司进行财务运营的模式。融资平台将土地等国有资产作为抵押，自银行和信托等影子银行（指非银行中介机构，提供和传统商业银行类似的金融服务）进行融资，获得的资金用以支付地方政府基础设施建设及公共服务等款项。而对土地等国有资产开发获得的增值（如铁路、桥梁建成后的增值，房地产开发商购买棚改土地获得的增值等），则由政府、融资平台及银行三方共享。



## 地方政府融资平台(LGFV)运作方式

地方政府融资平台毫无监管的运作模式，加之长官意志难以杜绝的体制，滋生出寻租、盲目基建、挪用资金及土地财政等问题。

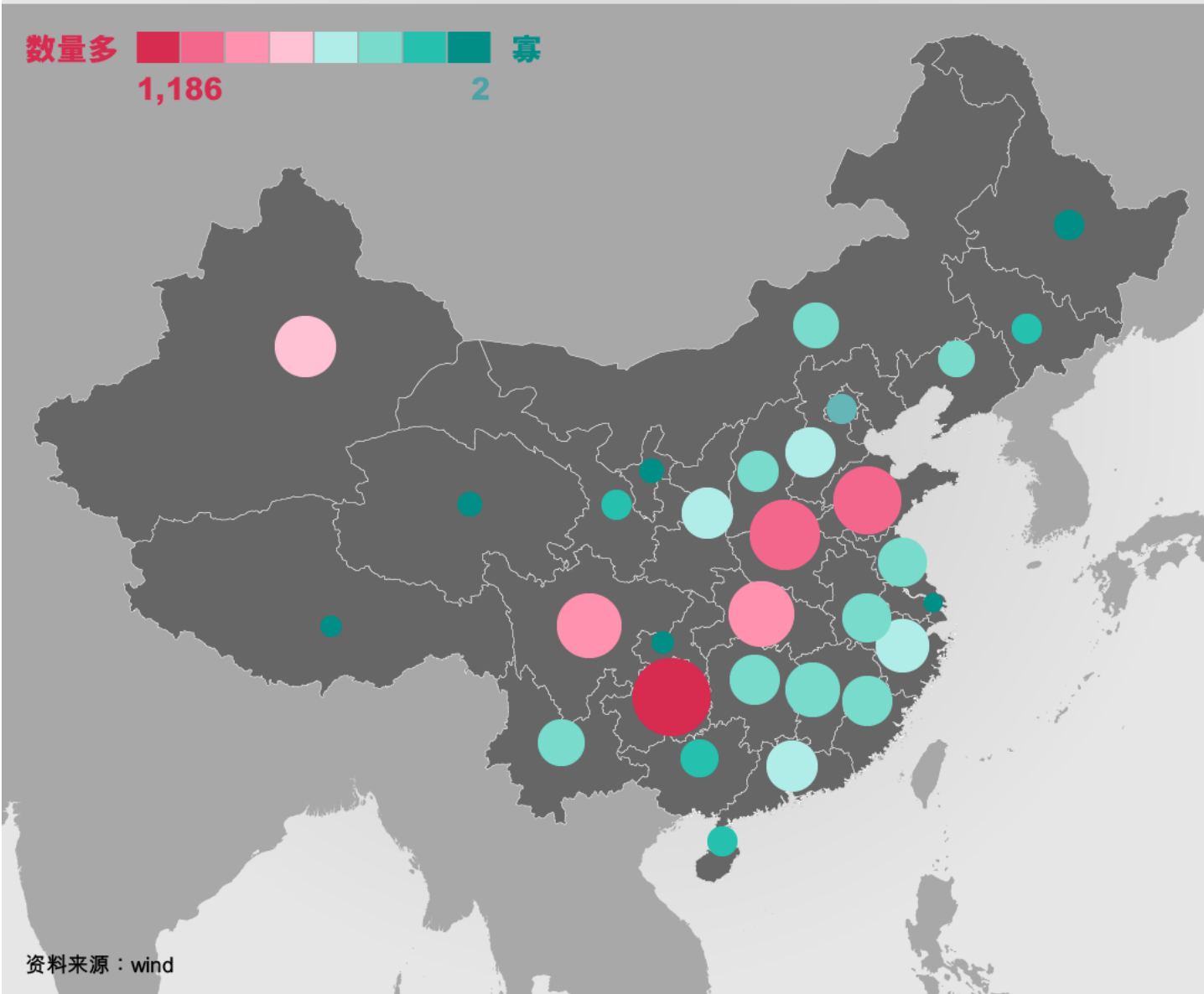


地方政府融资平台 (LGFV) 运作方式。图：端传媒设计部

据《经济学人》统计，目前，中国共有11,566家地方政府融资平台，中国大陆金融数据公司万得信息的数据则共12,206家。

## 中国各省地方政府融资平台数量

在 Wind 数据库中，目前贵州、山东、河南三地所拥有的地方政府融资平台数量最多。



中国各省地方政府融资平台数量。图：端传媒设计部

这种融资平台很大程度上缓解了地方政府的财政压力，得以持续注资基础设施建设，并带来就业机会与稳定的发展。在2008到2010年之间，中国各地大规模铺设了高铁、桥梁，城镇建设迅猛。以海底隧道为例，香港维多利亚港下仅三条隧道，而上海黄浦江下的隧道则多达14条，另有1条再建及7条规划中。

但大规模的基础建设与投资扩张，亦形成产能过剩、债台高筑等症结，比如一些城市的“鬼城”（注：很少人入住的新建住宅群）和中西部连年亏损的机场与高铁。在天津于家堡，当地政府投资约2000亿，致力于打造“中国曼哈顿”，但这一新区至今有过半写字楼空置，入住居民则更少。类似的“鬼城”还有内蒙古鄂尔多斯康巴什新区，规划容纳100万人的新城，目前仅有15万余人。

此外，据日本经济网报道，2018年中国184个中小机场约七成亏损，中国政府为此支付了18.3亿的财政补贴。另据《第一财经》报道，2019年11月4日，京沪高速铁路股份有限公司在招股书里，首次披露盈利情况：18个铁路局共12个存在亏损，2018年亏损均在百亿以上。

不过，亦有学者认为，房屋短时间的过量供应不足以对“鬼城”下定论；《第一财经》报道也指出，高铁社会效益超过盈利本身。但无论未来的效益如何，债务的压力已迫在眉睫。

## 地方政府融资平台(LGFV)债券发行量与到期日期

—●— LGFV 债券发行数据 ■ 即将到期的 LGFV 统计

(亿人民币)

500

(亿人民币)

2000

400

300

200

100

0

1000

0

2015 2016 2017 2018 2019 2019 2019 2019 2019 2020 2020  
1-5月 9月 10月 11月 12月 1月 2月

资料来源：Bloomberg

地方政府融资平台 (LGFV) 债券发行量与到期日期。图：端传媒设计部

和债务到期日一起到来的，是4万亿经济刺激计划的副作用。尽管2008年诺贝尔经济学奖得主 Paul Robin Krugman 曾撰文表示这一计划效果不错；学者白重恩、谢长泰、宋铮三人却在2016年所著的[The Long Shadow of China's Fiscal Expansion](#)中指出，经济刺激计划带来的大量基建投资，让地方政府可以利用融资平台为其青睐的私营企业提供便利，使得资源分配的总体效率降低，这或许也是总生产率与GDP增速自2010年刺激计划结束后大幅度下滑的重要原因之一。与此同时，三位学者还指出，经济刺激计划的实际金额，仅有四分之一出现在了政府资产负债表中，其余四分之三则均由表外公司（地方政府融资平台）完成。而经济刺激计划实际远超4万亿的估算结论，也得到多数学者的认同。

## 灰犀牛是怎样形成的？

经济增长趋稳后，地方政府的债务问题开始得到关注。2011年，四万亿经济刺激政策至尾声，中央开始对地方政府进行债务摸底，2013年底的[审计署公告](#)显示，至当年6月，地方政府债务（包含隐性）共达17.89万亿。不过，由于地方政府实际举债方式多样，2014年进行地方政府债务甄别后，这个数字便出现了大幅增长，达24万亿。

2014年，中国政府先后出台两道债务管理的新法例，被称为“堵后门、开前门”。其中，新《预算法》规定，地方政府举债的唯一合法方式就是发行地方政府债券——在国务院确定的限额内。另一条法例“43号文”（《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》），则禁止地方政府再通过融资平台举债——这正是前文提到4万亿计划时、政府募集资金的渠道；与此同时，鼓励推广PPP模式。

PPP（public private partnership）指政府和社会资本合作，即政府部门与私营企业以股份制合作融资，并进行公共建设和提供服务，双方共享增值盈利。

财经专栏作家李奇霖总结道：“43号文的初衷是为了切割地方政府债务和城投债务，让地方债务变得更加透明以便于监管，并通过地方政府债务限额管理控制地方债规模，同时在基础设施和公共服务领域，通过PPP模式引入社会资本，来提高基建项目和公共服务的运营管理水平。”

但实际运行情况却不尽如人意。在新法例的框架下，地方政府的融资渠道只剩下两种——发行地方政府债券和引入社会资本（比如PPP）。尽管地方政府债券发行量于2015年开始大规模上升，但是，正如李奇霖指出：“允许发行地方政府债券虽然开了正门，但限额和预算管理 with 稳增长目标之间存在难以平衡的冲突，这让地方政府利用城投或其他方式进行债务扩张的冲动一直存在。”

2015年，经济下行和稳增长的压力显著增大，政策再次出现松动，为PPP的扩张提供了窗口。融资心切的地方政府通过承诺回购、明股实债（表面是股权投资，实质上是债权投资）的暗箱操作方式融资，此举进一步扩张了地方政府的债务。据中国财政部数据，截至2019年5月底，全国PPP项目共8979个，投资额共13.55万亿。

像上述这样通过暗箱操作形成的债务，被称作“隐性债务”——一般指不在政府限额和预算管理计划内、变相举借的债。与之相对，显性债务主要为省级政府发行的地方政府债券，具体额度每年由人大常委会批准，是政府承认有完全支付责任的债务，会反映到地方政府负债表中。

在中国财政科学研究所所长刘尚希的定义中，隐性地方债包括（2014年被禁的）地方融资平台债务（LGFV）、政府与社会资本合作（PPP）中的明股暗债、棚改（指棚户区改造）形成的债务、地方“僵尸国企”债务及养老金缺口等。其他学者对于隐性债务的界定也与此相仿。



## 地方政府债务构成

政府债务分显性与隐性两种，**显性**具有完全偿还责任，**隐性**则是有时政府否认的债务。

### 显性债务

100%偿还责任

省级地方政府债券

非债券形式存在的债务  
(国企、事业单位举债等)

### 隐性债务

0-100%偿还责任

地方政府融资平台债务 (LGFV)

政府与社会资本合作 (PPP) 中的  
明股实债

养老金及社保缺口、棚改形成的债务等

地方政府债务构成。图：端传媒设计部

同样被囊括进隐性债务的养老金则更加棘手。2019年4月，中国社科院世界社保研究中心发布《中国养老金精算报告2019-2050》，指出制度赡养率将面临翻倍，即目前约为两个社保缴费者赡养一位离退休人员，至2050年，则几乎一个缴费者便要赡养一位离退休者。同时，目前养老金结余若剔除财政补助（即“小口径”统计）已为赤字，在补助下（即“大口径”统计）则将于2028年出现赤字并不断扩大，中央政府财政补助可弥补部分缺口，但仍难扭转赤字趋势。

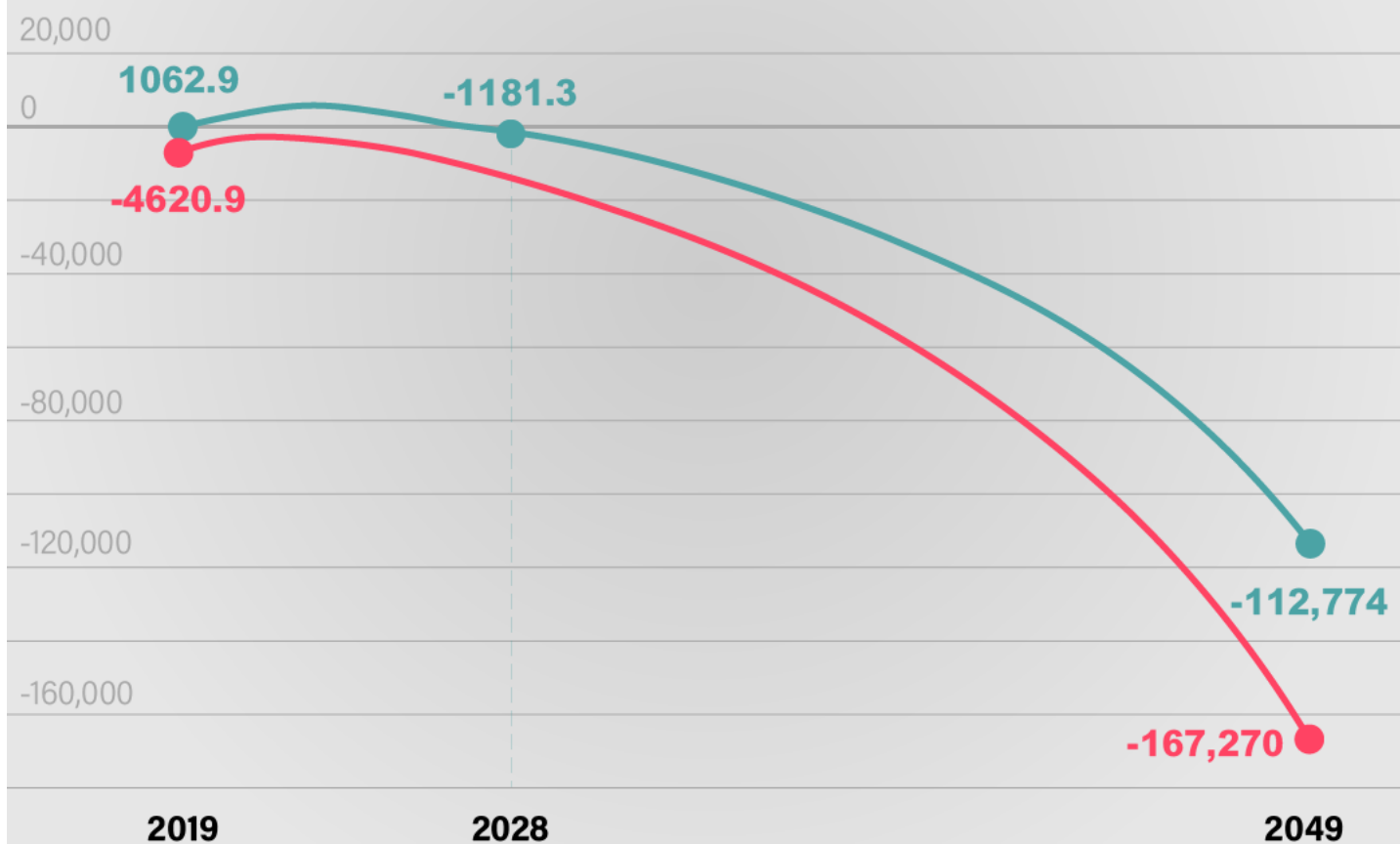
目前，黑龙江养老金已出现232亿元亏空，其相邻的辽宁、吉林、河北等地，也面对着同样巨大的养老压力。

# 中国养老金缺口

—●—「大口径」当期结余（中央政府财政补助下的养老金结余）

—●—「小口径」当期结余（不含财政补助的结余）

（亿人民币）



资料来源：中国社科院

中国养老金缺口。图：端传媒设计部

由于未被囊括在政府预算管理计划内，隐性债务怎样偿还、偿还多大比例，至今在学术界存在较大争议，理论上，是0至100之间。在中国国家审计署2013年的报告中，财政对隐性债务的偿付比例为14%-19%，具体细节则无从得知。事实上，政府对于隐性债务偿付的模糊口径，也某种程度上避免了硬性划分带来的市场剧烈波动，例如，若划定只偿还2015年之前的隐性债务，则2015年之后的隐性债务利率便会因巨大违约风险而迅速飙升。

隐性地方债因此被学界称为“灰犀牛”。这一词汇源自学者米歇尔·渥克（Michele Wucker）的畅销书《灰犀牛——如何应对大概率危机》（The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers We Ignore）。生长于非洲草原的灰犀牛，体型笨重、反应迟缓，人们看见它在远处，也不会警惕；可一旦它向人狂奔，形成的攻击力亦是致命的。“灰犀牛”因此用以比喻影响巨大且大概率发生、却被忽视的威胁。

## 学者以“八个瓶子五个盖子”来解释中国政府应对地方债的方式——即发新债、还旧债，哪里有火盖哪里。

2017年7月17日，中国大陆官媒《人民日报》在头版社论中使用“灰犀牛”一词，指向影子银行、房地产泡沫等金融风险。同月召开的中共中央政治局会议中，则首次提及“地方政府隐性债务”，随后出台的政策文件也指向对隐性地方债的控制。

据《财新》报道，2019年初，中国大陆监管部门完成了对地方政府隐性债务的摸底，大部分省份隐性债务约为显性债务的1.5到2倍。不过，第三方机构的预估均超过2倍。

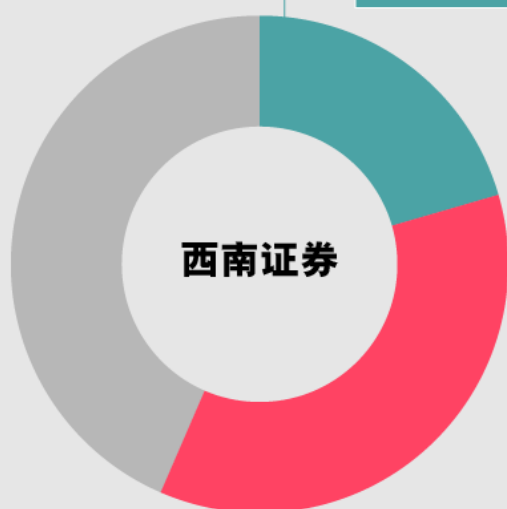
目前，不同机构对隐性债务量估算的中位数约40万亿，而2018年累计的显性债务为18.46万亿，以地方债3.8%的平均利率及隐性债务保守估计5%的平均利率计算，这些债务每年的利息便至少需要约2.7万亿。这样看来，2019年新增的官方债券（显性债）为4.2万亿——仅够支付过往债务的利息及少量还款。

## 显性、隐性债务总量及占GDP比重

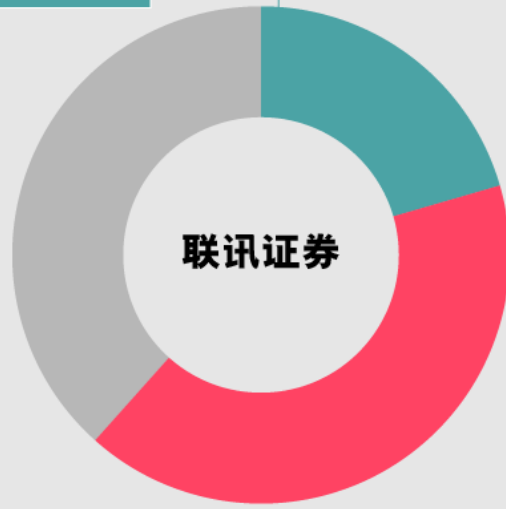
据不同机构的显隐性总债务量估计，政府债务约占中国GDP 53.8% - 77.8%（GDP以2018年约90万亿人民币计）。

隐性债务 显性债务

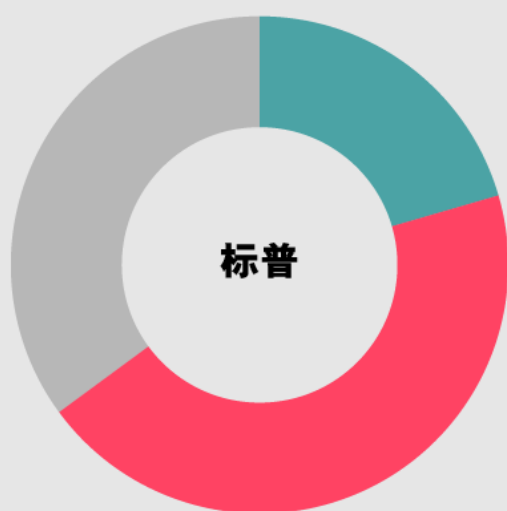
显性债务皆为相同数据：  
**18.46 万亿（累积）（20.5%）**  
来源：中国财政部



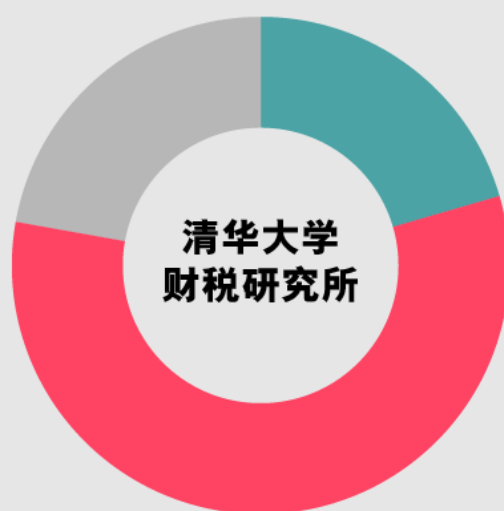
**33.3-38.9%**  
(30-35万亿)



**41.1%**  
(约37万亿)



**44.4%**  
(约40万亿)



**2017年6月末数据  
占2017年GDP 57.3%**  
(47万亿)

资料来源：综合传媒报导

显性、隐性债务总量及占GDP比重。图：端传媒设计部

债务给各地方政府带来了巨大压力。

Bloomberg 经济分析师万千对端传媒表示，学术上计算的各省政府目前债务压力与各省 LGFV 平均利率的市场态度有一定的差异，城投债情况只是债务压力的考虑因素之一，市场态度或与当地违约舆论对市场的影响有关。以贵州为例，市场对其城投债的违约风险估计最高，但 GDP 增速强劲下，学术计算的债务压力并不算高。

## “保增长”与“降风险”的拉锯战

为应对日趋严峻的债务问题，中国政府自 2016 年起实行了一系列“去杠杆”（泛指偿还债务，以降低债务收入比率）与金融监管政策，2017 年与 2018 年上半年尤为强劲。通过市场化银行债权转股权（把原先银行与企业间的债务债权关系、转化为股权产权关系）、统一金融机构监管标准、整治互联网金融、监管地方金融等方式，试图让地方政府及企业的杠杆率（负债/净资产）降下来。

2018 年末，统计数据中实体经济部门（非金融企业、居民及政府）的杠杆率出现了自 2011 年以来的首次下降——降低 0.3 个百分点，促成这一落低的主要原因是影子银行业务的萎缩。影子银行指在正规银行体系外运行的信用中介体系，主要包括传统商业银行的表外（指不列入资产负债表）业务、非银行金融机构贷款产品和民间借贷（比如 P2P）等。

长期以来，由于中国对金融干预度较高，导致正规金融借贷业务利率明显低于市场利率。在低利率的背景下，银行会优先借钱给信用度更高的政府和国企，而民企和一些地方政府融资平台的大量贷款需求便只能求助影子银行，在 2017 及 2018 年强力“去杠杆”及严格金融监管下，民企融资便成为的首要冲击对象。

另一个受冲击的是原本滋生于监管灰色地带的 P2P 等互联网金融平台，爆雷潮不断。据网贷之家统计，至 2019 年 10 月，中国正常运行的 P2P 网贷行业平台仅剩 572 家——不到鼎盛时期 6613 家的十分之一。据媒体不完全统计，截至目前，中国已有 18 个地区公布了 P2P 清退名单。

这样“一刀切”的政令是否能真正缓解债务危机？



前文那位不愿具名的学者以“八个瓶子五个盖子”来解释中国政府应对地方债的方式——即发新债、还旧债，哪里有火盖哪里——这一做法未必不可解燃眉之急，但债务终究越积越多，基础建设投资对于经济的拉动作用也会逐渐减弱。

# 中國債務相關政策時間線

■ 表示嚴控 ■ 表示放寬

2008年金融危機後  
—2010年

啟動四萬億救市計劃，地方融資平台迅速滋長，2009年已超1萬家。

2011年—2012年

加強地方債和房地產調控，基建增速自2010年的18%下滑至2011年的7%，2012年，房地產投資亦下滑。

2012年下半年

下行壓力下，放鬆對地方融資平台管控，基建投資急速反彈。

2014年9月

國務院發文，全國範圍整治地方債。

2015年

頁岩油革命致油價大跌，出現通縮壓力，再次放開房地產，「保增長」的壓力使地方政府再次大舉隱性債。

2017年—2018年

2017年強力去槓桿，基建投資暴跌，民企融資困難、P2P爆雷；2018年9月，允許嚴重資不抵債的地方政府融資平台破產，引發市場震盪。

2019年

增大省級地方政府債發行規模，6月已發完2019年全年規模。

中国政府也意识到了这一点。近两年，中央政府将16位原银行或金融监管机构的高层派往地方，任职“金融副省长”，以期解决债台高筑的地方政府财政问题及找寻新的发展动力。2018年初，中国国家统计局总经济师盛来运提及中国经济结构变革——从依赖基建投资拉动改为消费拉动经济增长。不过，经济学者们表示，消费拉动型的经济转型需要较长时间完成——这与不断滚动的债务雪球及下行压力相悖。在“保增长”的任务下，债务的闸口又一次被打开。

2019年3月，有市场人士向媒体透露，沪深交易所窗口指导放松了城投公司发行公司债的申报条件；6月，中国政府发布通知放开对政府专项债券的规定，允许将专项债作为铁路、高速公路及供电、供气项目等基建项目的资本金，进行市场化融资，此前这是不被允许的。此外，据路透统计，截至今年8月，中国地方债的发行规模达到5,695亿——已接近去年全年发行规模。

对于债务放宽的影响，学者们在再注水与策略性缓解风险的争执中意见不一。但谁也不知道，那只灰犀牛会不会在某一时刻突然狂奔起来。

中国经济

P2P

地方债



邀請好友加入端會員  
成功訂閱同享優惠

如果你喜歡  
就分享給更多人吧



---

## 热门头条

---

1. 2019区选开票中：泛民主派已得逾380席，建制派溃败，多个主要人物连任失败
2. 理大冲突：被围两日，逾百名学生被带领离场，校园仍有示威者未撤走
3. 谁发明了新疆再教育营？《纽约时报》获400页文件揭其政治动员过程
4. 【数据透视】稳胜或险胜？建制民主阵营区选数据这样说
5. 专访陈方安生：我们与中央似乎没有一个好好的沟通渠道
6. 读者来函：作为内地生，留守中大是怎样的体验？
7. 那些负债累累的地方政府：钱是怎么借的、又该如何还？
8. 金马、金鸡隔岸赛果：平行时空各自安好，华语电影的未来将要如此吗？
9. 中大事件后返台学生：“每天出门前，习惯先看台北捷运有没有停驶”
10. 内地眼中的香港局势：被刻意制造的“仇恨”舆论

---

## 编辑推荐

---

1. 缅甸有媳妇（下）：河南相亲团的缅北“爱情”之旅
2. 缅甸有媳妇（上）：缅甸姑娘的“孤身”中国婚礼
3. 季文仪：从罗永浩那里，我们还能期待什么？
4. 逾越与隔限：反修例运动中的女性力量及性别策略
5. 王宏恩：台湾不分区立委名单，民进党、小党、郭柯的选择
6. 钟剑华：逆转的香港区选后，各方的政治责任
7. 那些负债累累的地方政府：钱是怎么借的、又该如何还？
8. 这一切得来不易：金马五十六的历史价值

9. 金马、金鸡隔岸赛果：平行时空各自安好，华语电影的未来将要如此吗？

10. 【数据透视】稳胜或险胜？建制民主阵营区选数据这样说

---

## 延伸阅读

---

### 【2019两会总结】吴强：“习跃进”或逢调整，“减税”作为“政治让步”的意义

人民的力量，包括革命的可能，无论是基于虚构还是恐惧，久违地进入中国最高级别政治议程中。这或许是修宪一周年以来，甚至传言中2012年所谓“未遂政变”以来，中国政治最为积极的变化吧。

### 千亿空洞、百万“金融难民”，谁埋下了P2P的雷？

P2P遭遇去杠杆和强监管两记重拳，但真正的火引子，是十年的无序生长和阴晴不定的监管态度。

### 中国地方债置换额度增至3.2万亿

### P2P围城：爆雷后，南京一群基层公务员破产了

每天拿钱时，何晴都能听见心里花开的声音。但爆雷后，作为公务员的她必须否认自己的投资行为。

### 华尔街日报：中国以美国式破产缓冲经济放缓压力

面对债务负担沉重的中国经济，政府做出了一个令人震惊的决定：让公司倒闭。