



NI=FD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

金融專報

2021 年第 43 期 总第 132 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2021 年 11 月 3 日

中国地方政府债务：特征事实、潜在风险与化解策略

张明 孔大鹏

- 中国地方政府债务呈现如下特征：一是地方政府显性债务风险虽总体可控，但已逼近警戒线；二是不同区域债务负担差别显著，经济越欠发达地区债务负担越大；三是地方政府隐性债务规模庞大，潜在风险较高；四是融资成本过高是地方债务高企的重要原因。
- 中国地方政府债务至少面临以下四方面潜在风险：其一，过高宏观杠杆率带来了巨额付息压力；其二，广义政府部门高杠杆率居高不下；其三，中西部地区政府债务压力更

为突出；其四，财政和金融风险相互溢出。

- 妥善化解地方政府债务风险，需要保持相对较快的经济增长、避免债务利率过快上升，以及透明、有序地实施大规模债务置换和债务重组。

一、中国地方政府债务的特征事实

2015 年前后，一系列推动地方政府债务“显性化”的政策先后实施，我国地方政府债券市场开始步入快速发展阶段。到 2018 年末，此前审计部门报告的地方政府总债务已经基本置换为地方政府债券。然而，地方政府与地方融资平台的关系错综复杂，彻底厘清两者的边界不可能一蹴而就。要理解中国地方政府债务的特征事实，不仅要看到显性债务，更要关注隐性债务。

第一，地方政府显性债务风险虽总体可控，但已逼近警戒线。

政府债务率是衡量政府偿债能力的关键指标，一般用当年末政府债务余额与同期政府综合财力的比值来表示，IMF 给出的风险控制参考区间为 90%~150%，我国将地方政府债务的整体风险警戒线定为 100%。地方政府债务余额由一般债务余额与专项债务余额组成，可以视为地方政府的显性债务，这两项数据公开易得。由于对综合财力的理解、使用的口径不尽相同，不同研究对地方政府债务率的测算结果

呈现明显差异。有消息称，2020 年财政部曾在未公开的“118 号文件”中规定了债务率测算标准，并提出了“红橙黄绿”风险评级分类。

从测算结果来看，2020 年地方政府的显性债务呈现出如下特点：第一，经济越发达的地区，其政府当年的综合财力越能覆盖政府性债务余额。第二，天津、贵州、内蒙古、青海、辽宁、宁夏、云南和福建 8 个省市的债务率已经超过 100% 的警戒线。其中天津的债务率高达 153%，超出 IMF 提出的风险上限。天津、贵州和内蒙古三地债务率由于超过 120%，已经进入黄档区间，其余 28 个省份债务风险均位于绿档。换言之，大多数地方政府的显性债务风险仍是可控的。

总体上看，近年来我国地方政府显性债务率呈现上升态势，可能已经接近警戒线。根据财政部披露的数据，从 2018 年末至 2019 年末，地方政府债务余额从 18.39 万亿元增长到 21.31 万亿元，与此同时地方政府债务率从 76.6% 上升到 82.9%。受新冠疫情等内外冲击的影响，到 2020 年末，我国地方政府性债务余额已经增加到近 26 万亿元，地方政府债务率很可能已经逼近 100% 的警戒线。

第二，不同区域债务负担差别显著，部分省份债务负担较重。

截至 2020 年底，地方政府债券余额已经接近 26 万亿元，占同期债券市场托管余额（117 万亿元）的比重约为 22%，

成为债市第一大券种。总体来看，经济规模较大、相对发达的省份债务余额更高。Wind 数据显示，广东、江苏、山东和浙江 4 个省份的地方政府债券余额分别达到 1.51、1.71、1.65 和 1.46 万亿元。

负债率，又称债务负担，通常用地方政府性债务余额（即地方政府债券余额）与当地 GDP 的比值来表示，用来衡量一个地区经济规模对政府债务的承担能力，或者一单位政府债务可以产生 GDP 的能力，该指标的警戒线为 60%。测算的结果显示，在经济越欠发达的地区，债务负担越大，而经济总量越大的地区，债务负担越小。

与 2019 年相比，2020 年所有省份的地方性债务余额都在增加，其中中西部地区增加的幅度更大。这些地区的债务负担不断上升是短期内难以扭转的趋势，其偿债压力将进一步加剧。此外，比较各地区人均 GDP 水平与负债率的关系可以看出，中西部省区市普遍面临经济发展水平低、负债率高的双重困境。

第三，地方政府隐性债务规模庞大，潜在风险较高。

近年来，地方政府隐性债务激增。尤其从 2016 年开始，PPP 项目的升温曾引起地方政府隐性债务骤然升高 79%，进而带动中国政府部门总负债率突破 60% 的警戒线。地方政府隐性债务具有“或有债务”的性质。只有在债务出现违约的情况下，地方财政才可能承担部分责任。因此，如果把所有

融资平台债务都算作政府隐性债务，实际上会夸大地方政府的隐性债务率。由财政负担偿还的隐性债务应是地方隐性债务折算之后的结果，折算系数的极限应为 20%。具体到不同省份，可依据其显性债务率的高低对折算系数进行赋值。

在纳入地方融资平台债务之后，绝大部分地区的全口径地方政府债务率都显著上升了。这表明即便在保守估计下，地方政府隐性债务依然庞大。在显性债务率结果中，16 个地区的债务率低于 90%，12 个地区的债务率位于 90%~150% 风险控制区间之内，1 个地区超出了风险区间上限。而在加入隐性债务的折算后全口径债务率结果中，24 个地区的债务率已经进入风险区间，2 个地区债务率明显超出警戒范围，仅有 3 个地区债务率是安全的。

实际上，在不对地方融资平台债务进行折算的情况下，得出的全口径债务率更为惊人。例如，天津的全口径债务率达到了 492%，江苏为 311%，贵州为 304%，云南、湖南、重庆、山东、福建、江西、四川、陕西、浙江和湖北均超过了 200%。全口径债务率结果与折算后的结果之间的差距提醒我们，地方政府隐性债务风险不容乐观。

第四，融资成本过高是地方债务高企的重要原因。

中国地方政府债务近年来显著攀升的重要原因之一，是地方政府用市场化融资成本来为公共产品建设融资。具体而言，地方政府承担了大量提供本地公共产品的职能，这些公

共产品具有良好的正外部性，其融资成本原本应显著低于市场化融资成本。但实际上很多地方政府恰恰在用市场化成本为公共产品提供进行融资。

而在金融市场发达的美国，发行市政债是其地方政府开展公共交通等基础设施建设的主要融资渠道。美国市政债发行期限可以达到 30 年甚至更长，市政债的发行成本相较于国债的溢价并不明显。相比之下，中国地方政府通过融资平台举债履行对基础设施投资的责任。过高的融资成本成为地方政府债务快速攀升的重要原因之一。正是由于城投公司承担了部分政府职能，即便其回报率低于融资成本，也能在政府的隐性担保下获得融资。这种预算软约束使得城投公司能以高利率发行债券，并持续挤出市场化主体的融资份额。

在很大程度上，过高融资成本与地方债务攀升两者之间可能形成恶性循环。背后的机制在于，地方债务合约中存在复杂的委托代理关系，由此产生巨大的代理成本带来了地方债务的预算软约束问题，地方政府通常存在过度举债倾向。而随着债务风险的显性化，地方政府债务的整体利率水平也会被不断推高。

二、中国地方政府债务的潜在风险

目前，中国地方政府债务至少面临以下四方面潜在风险，需要格外加以重视。

其一，过高宏观杠杆率带来了巨额付息压力。近年来，

包含我国政府部门债务在内的宏观杠杆率一直维持在高位。国家金融与发展实验室的数据显示，截至 2021 年 3 月底，我国宏观杠杆率约为 267.8%。我国债务的还本付息压力较大，2018 年我国债务的利息支付额是名义 GDP 增量的 1.5 倍，2019 年为 1.8 倍，到 2020 年已经上升到了 2 倍以上。

自 2008 年全球金融危机爆发以来，中国政府部门债务占 GDP 比重持续上升，从 2008 年的 31.7% 增加到 2018 年的 50.6%。在财政空间越来越有限的同时，政府部门付息成本也持续上升。未来一旦长期利率上升，政府部门存量债务的还本付息压力将会进一步加剧，甚至可能导致违约风险的爆发。因此，宏观杠杆率高不仅本身是一个潜在风险，而且正在流量上造成显著压力。

其二，广义政府部门高杠杆率居高不下。中国宏观杠杆率高，归根结底是公共部门，尤其是广义政府部门杠杆率高，而地方政府隐性债务对其贡献相当明显。简单匡算来看，地方融资平台债务大约占到中国实体经济债务的五分之一。考虑到中国宏观杠杆率（实体经济债务占 GDP 的比重）约为 270%，这也就意味着地方融资平台的债务已经占到 GDP 的 50%。目前，地方融资平台债务仍被算进了企业部门债务内，如果将其重新归类为政府部门债务，那么按照上述匡算方法，中国政府部门债务与 GDP 之比已然接近 100%，突破了国际警戒线。

其三，中西部地区政府债务压力更大，自身恐难以还本付息。目前，中国地方政府债务分布不均衡，总体来看中西部地区债务负担更大。如前所述，就地方政府显性债务率而言，东部沿海发达地区的综合财力对其政府性债务余额的覆盖更为充分，债务率超过警戒线的地区基本上都是中西部省份。就负债率而言，中西部地区仍是债务负担较重的地区，例如青海和贵州的负债率分别达到了 81.1% 和 65.1%，云南、甘肃、新疆、海南和宁夏的负债率则正逼近 50%。在 2019 年，湖南、内蒙古和天津的地方政府债务余额就已经接近债务限额，未来新增债务空间相对有限。

中西部地方政府仅靠自身实力实现还本付息的可能性也非常有限。例如，从 2021 年到 2025 年，贵州省存量地方债的年到期规模均超过 1000 亿元，面临较大的集中偿付压力。而在 2017 年至 2019 年期间，贵州省已经面临债务可用空间显著缩小、一般公共预算收入增速减缓、财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）下降、对上级补助依赖过高等挑战。近期，城投债到期收益率基本上比地方债高出近 1 个百分点，考虑到全国城投债 11.6 万亿元的巨大规模，1 个百分点的利差就会使地方政府产生约 1000 亿元的额外支出。这对于财力有限、将城投债募资用于“借新还旧”的中西部地方政府而言，无疑是雪上加霜。

其四，财政和金融风险相互溢出。在地方政府债务问题

上，还应特别留意财政和金融风险相互溢出造成的风险。如果地方债出现违约，表面上看遭受损失的是债券投资者，但事实上银行体系才是我国地方债的最终买家。迄今为止，我国地方债的投资者结构依然较单一。截至 2020 年 6 月，在地方债投资者结构中，商业银行占到 86%，政策性银行占到 7%，而商业银行又以区域性中小银行为主。

上述格局导致了财政政策的货币化以及金融政策的财政化，并使得财政风险和金融风险互溢性增强。这意味着一旦地方政府债出现违约，地方金融体系安全将会受到冲击，甚至有可能引爆区域性金融危机。考虑到银行业稳健运行对于中国金融体系的重要性，一旦爆发银行业危机，中国政府势必会介入救援。在地方政府资金捉襟见肘的情况下，中央财政不得不通过自身加杠杆的方式筹集资金。

三、中国地方政府债务的化解策略

笔者认为，中国政府应采取以下政策措施来妥善化解地方政府债务风险。

一是保持相对较快的经济增速。衡量债务负担一般用的是债务与 GDP 之比，因此如果经济增速显著下降，也即分母相对变小，那么债务负担就会显著加剧。目前，我国正处于新冠疫情冲击之后的恢复阶段，保持相对较快的经济增速对于成功化解地方政府债务风险极为重要。在中长期，要在加快供给侧结构性改革的过程中形成地方举债长效机制，实现

地方财政收支高质量发展；在短期，则应保持适度扩张的宏观经济政策，防止宏观政策过快收紧对经济复苏产生不利影响。

二是避免债务利率过快上升。宏观政策的过快收紧不仅会影响经济复苏，还会引起债务利率过快上升，进而导致债务问题恶化。目前，中国宏观杠杆率已经约 270%，存量债务已接近 GDP 的 2.7 倍，这意味着利率上升将显著增加利息支出，甚至引爆债务危机。

美国的案例值得借鉴。近年来，美国政府的债务规模虽然不断上升，但其利息支出占 GDP 比率却有所下降。由于债务利率很低，即便美国联邦政府债务占 GDP 的比重已经超过 135%，但依然有底气实施大规模财政刺激计划。相比之下，当前我国国内的长期利率已经不低了。此外，过高的国内利率水平不仅会加剧地方政府还本付息压力，还会维持过大的中外利差，吸引大量短期资本流入，进而加剧人民币汇率升值压力。

三是以透明、有序的方式实现大规模债务置换和债务重组。如前所述，对中国中西部部分地方政府而言，仅靠自身实力处置债务的能力较为有限。这意味着中央政府和商业银行体系应是化解地方政府债务风险的主力军，而中央政府无疑将发挥决定性作用。具体来看，要从根本上化解当前的地方政府债务风险，既需要一次中央政府主导的大规模债务置换，又需要一次银行体系与地方政府相互配合的债务重组。

在进行债务置换和债务重组之前，有必要推动新一轮地方政府债务审计，目的在于对地方债进行甄别和归类：一类是为提供纯粹公共产品产生的债务，另一类则是由其他原因产生的债务。

债务置换主要针对的是中西部偿债能力弱的省份的第一类债务。中央政府可以通过发行特别国债的方式对地方债进行置换。这样做的原因有两点：其一，目前中央政府的举债空间依然较大，及时开展债务置换可以将解决债务问题的最终成本最小化。其二，通过发行较低利率的国债置换较高利率的地方债，不仅能够明显降低地方债付息压力，还可以拉长期限，平滑偿债过程。

对于剩余的地方政府债务，由于其成因复杂，如果同样采取债务置换的方式，势必会产生巨大的道德风险。因此，这部分债务需要由商业银行与地方政府在密切配合的前提下进行债务重组，二者在博弈中分担化解债务的成本。商业银行可通过增加拨备与充实资本金的方式来分担债务重组成本。对于地方政府而言，可以把地方国企混合所有制改革与地方债处置结合起来，尤其是那些存量债务较高的省份，更应率先加速国企混改。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联 系 人：陈双莲

电子邮箱：chensl@gzhu.edu.cn

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

国家金融与发展实验室学术成果系列

正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）