



防范地方政府债务风险 与提高资本利用率

Preventing Local Government Debt Risk and Improving Capital Efficiency

范亚琴

摘要：本文通过梳理地方债务问题的根源及现状，详细测算了疫情后地方政府债务的结构和规模变化，考察了地方债务尤其是隐性债务对宏观金融风险、实体融资效率的影响，并据此提出政策建议。研究发现，疫情后我国地方债务未见明显恶化，但包含了隐性债务的广义地方负债率较高，涉及的企业和金融机构甚广，融资平台的资金使用效率不高，中长期债务风险应予重视。监管方面，短期内收紧地方债融资不宜激进，中长期应继续削弱隐性担保，并从制度根源上推进财税体系和破产法改革，加强金融基础设施建设。

关键词：政府债务 金融风险 资本效率

Abstract: This study analyzes the origin and status of China's local government debt, and its structural change after the COVID-19 pandemic. Also, it evaluates the effect of local government debt on financial risk and capital efficiency, especially for implicit debt, and provides regulatory suggestions. It finds the debt problem didn't deteriorate after COVID-19, but the debt ratio including the implicit part is much too high. More notably, too many firms and financial institutions are involved, while the capital efficiency of most local government financing vehicles is low. In the long run, the debt risk is of concern, and the implicit guarantee should be weakened, while in the short run, drastic changes in local debt financing are unlikely. Risks will not be dispelled without thorough reform of the fiscal system and the bankruptcy law, alongside a strengthened financial infrastructure.

Keywords: Government Debt, Financial Risk, Capital Efficiency

范亚琴，东方证券博士后、财富管理业务总部研究员。

引言

新冠疫情后，欧美各国普遍实施了规模空前的财政刺激政策，主要经济体的财政赤字率创下2008年以来新高。长期低利率背景下，宽货币的政策空间相对有限，通过宽财政直接刺激实体部门，加速了疫情后经济复苏，但也为后续高通胀埋下了伏笔。2022年初以来，俄乌冲突引发的能源危机，叠加美联储激进加息抗击高通胀，全球衰退预期上升，欧洲遭受的冲击尤为强烈，引发了市场对其债务可持续性的担忧。根据Reinhart & Rogoff（2010），对于发达或发展中经济体，当政府债务/GDP比率超过90%，债务积压均会拖累经济增长；此外，虽然大多发达经济体的通胀对债务率不敏感，对于美国和新兴市场，高债务会推升通胀。

“四万亿”财政刺激后，我国资本错配问题加剧，信贷资源不成比例地流入了国企和地方政府偏好的私人部门。短期内的巨量财政刺激，虽然有助于外生冲击下的经济企稳，随之而来的信贷过度扩张及地方债务积压，反而会拖累长期经济增长和资本配置效率（Cong et al., 2019）。我国吸取“四万亿”财政刺激的经验教训，疫情后虽然也采取了财政宽松，但政策力度远不及2008年，2021年初国内疫情缓解、领先于海外复工复产后，货币财政政策便逐渐回归常态。近年来，随着投资驱动的增长逻辑弱化，我国地方债务治理初

见成效，即使2022年疫情反复、地产持续低迷带来了较大经济下行压力，中央在稳增长政策持续发力的同时，对于地方政府债务监管依然持谨慎态度。

疫情后地方政府债务的结构和规模有哪些变化？长期以来的政府隐性担保、市场定价低效等问题是否改善？本文对以上问题进行了分析，并考察了地方政府债务对宏观金融风险、实体经济效率的影响，据此提出政策建议。

地方债务问题的根源及现状

我国地方政府债务问题的根源，可追溯至分税制改革和2008年金融危机。1993年分税制改革后，地方政府的大部分税权被收归中央，而事权基本不变，仅依靠地方税收、中央转移支付、专项拨款，难以维持预算，且地方政府无法直接向银行贷款，相关债券必须由财政部代发，直接融资渠道受阻。地方政府面临的财政压力较大，于是通过设立融资平台并为之提供隐性担保的方式举债，以获得各地基建投资、公共事业发展所需的资金。地方政府融资平台一般由相应地方政府完全控股，法律上同其他生产性国企无异，2008年前作为地方政府的表外融资工具，所能获得的信贷资源相对有限。“四万亿”财政刺激推出后，由于中央政府支出仅1.18万亿元，地方政府财政压力剧增（图1）。为支持地方财政和信贷扩张，中央2009年出

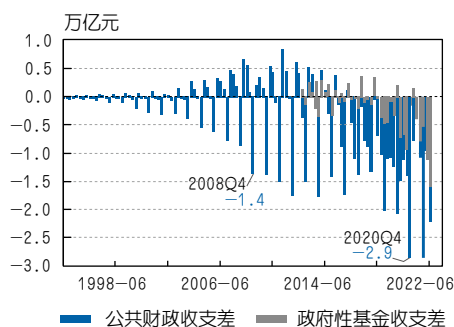


台系列规定，鼓励地方政府新设融资平台向银行贷款（如财政部和住建部631号文^①、人民银行和原银监会92号文^②）。由于缺乏有效管理，地方政府债务由此迅速扩张，尤其是以融资平台债务为代表的或有隐性债务（图2）。

随着地方政府债务风险引起广泛重视，中央分别于2011年和2013年进行了地方政府性债务的甄别工作，以明确将政企债务分离切割，并开始在全国范围内整治地方融资平台过度举债的问题。根据审计公告，截至2013年6月，地方政府性债务总计17.9万亿元，占当年GDP约30%，其中负有偿还责任的部分为10.9万亿元，负有担保、可能承担一定救助责任的或有部分为7万亿元。根据Wind数据，当时

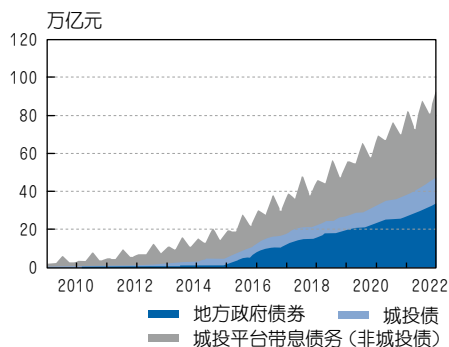
城投平台带息债务约10.6万亿元，地方政府债券规模约0.66万亿元，这说明审计报告中的地方政府性债务，绝大部分为融资平台债务。Bai et al. (2016) 的测算也证实了这一点，他们认为，地方政府性债务中的绝大部分同融资平台债务重合，其中相当部分进入了地方政府偏好的私人部门，“四万亿”实际进入实体部门的信贷资源，可能接近20万亿元。根据Chen et al. (2020) 测算，2009年地方融资平台新增贷款约2.3万亿元，其中2.06万亿元来自商业银行，0.26万亿元来自政策性银行，融资平台以外的非居民部门获得约1万亿元，剩余1.3万亿元主要以按揭贷款的形式流向居民部门。

2013年后，监管政策进一步收紧，



数据来源: Wind、东方证券财富管理业务总部。

图1 2008年金融危机、新冠疫情后地方财政压力剧增



数据来源: Wind、东方证券财富管理业务总部。

图2 以融资平台债务衡量的隐性地方债务持续增加

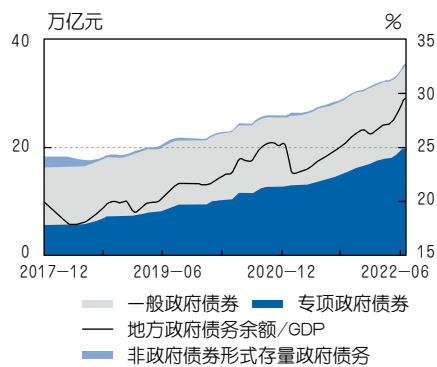
① 关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知（财建〔2009〕631号）。

② 关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见（银发〔2009〕92号）。

2014年国务院出台《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），限制地方融资平台新增政府担保性债务。2015年新预算法规定，地方政府通过省级政府发行地方政府债券，是唯一合法的地方政府融资渠道。发展改革委和财政部随后推出专项债券，正式启动地方债务置换工作^①，将地方负有偿还责任且即将到期的高息债务，逐步置换为利率相对较低的政府债券，截至2018年末，官方认定的地方政府存量债务已基本置换为政府债券形式（图3）。

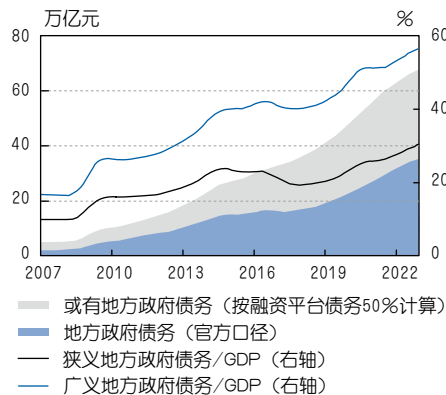
经过三年债务置换，融资平台债务

理应逐渐剥离地方政府债务属性，回归企业债务属性，地方政府债券取代城投债，成为债市中的地方债主体。但事实上，融资平台债务难以完全脱离地方政府隐性担保，2015年以后持续扩张。首先，债务置换以偿还前期积压的地方政府性债务为主，对部分资质尚可的融资平台借新债影响有限；其次，在经济下行压力增大的时期，如2018年去杠杆、2020年疫情后，政府基建支撑实体企稳仍发挥着重要作用。在2015年金融去杠杆开启阶段，部分融资平台即面临资金链断裂的风险，监管部门出于防范系统性金融风险的考量，对融资



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图3 官方口径下的地方政府债务结构



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图4 疫情后地方政府债务/GDP比率有所回升^②

- ① 经国务院批准，财政部于2015年3月下达了第一批1万亿元置换债券额度，允许地方政府将部分即将到期的高成本债务，转换为利率较低的地方政府债券。置换债券资金必须用于偿还审计署确定的、截至2013年6月30日政府负有偿还责任的债务中于2015年到期的债务本金，不得用于付息，不得用于偿还应由企事业单位等自身收益偿还的债务。
- ② 2013年前根据两次政府性债务审计公告测算，后续年份以官方口径下地方政府债务余额衡量负有偿还责任的部分，以城投平台带息债务的50%衡量或有部分，该比例设定参考两次债务审计公告。



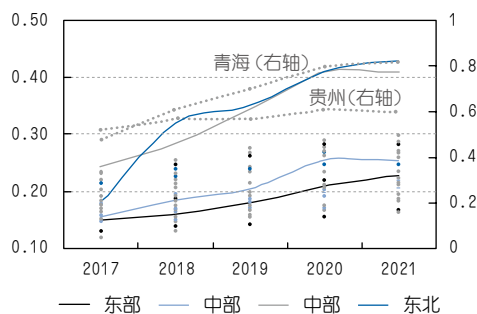
平台的信贷监管有所放松，监管重点暂时转向PPP和地方建设基金。疫情后地方政府债务显著增加，根据Wind数据，截至2022年6月，城投平台带息债务达61.2万亿元，其中城投债约13.6万亿元，官方口径地方政府债务余额仅34.8万亿元。目前，融资平台债务依然是负有偿还责任的地方债务之外、规模庞大的隐性部分，但由于其政府担保比例难以界定，测算真实的地方政府债务率相当困难。

疫情后的地方政府债务

沿用官方对地方政府性债务的定义^①，分别测算狭义和广义地方政府债务及负债率。2013年前参考两次债务审计公告，假定或有债务比例为40%；随后年份以政府负有偿还责任的部分衡量狭义地方政府债务，以城投平台带息债务的50%衡量或有债务，两者共同构成广义地方政府债务。根据测算结果，假定2022年GDP增速约3.6%，以2019—2021年地方公共财政和政府性基金收入之和的均值衡量地方收入，截至2022年6月，广义地方政府债务规模约65.4万亿元，相应的地方债务/GDP约55.2%，债务/收入比约262.7%；若将全部城投平台带息债务视作或有地方债务，

则广义地方政府债务高达约96万亿元，债务/GDP、债务/收入比分别高达81%、385.8%，前者已接近90%阈值，后者则超过300%阈值。

总体来看，地方政府债务/GDP比率在2015—2018年去杠杆期间回落明显，2020年疫情、2022年随着经济下行压力增大显著回升（图4）。分地区来看，仅考虑官方口径下的地方政府债务/GDP，青海、贵州、甘肃等西部省份债务压力较大，天津、东北省份也值得重点关注。2017年以来，西部、东北省份的负债率上行幅度显著高于中部和东部，东三省的债务水平更是快速抬升，目前已超过大部分西部省



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图5 疫情后大部分省份负债率显著上行，随后趋缓^②

① 财政部从2019年起根据地方债务率，将债务风险等级分为红（300%及以上）、橙（200%~300%）、黄（120%~200%）、绿（120%以下）四类，其中债务率以广义地方政府债与地方财政收入之比衡量，负债率以地方政府债务/GDP衡量。

② 负债率为相应省份的地方政府债务/GDP中位数，右轴为各省散点图分布区间。

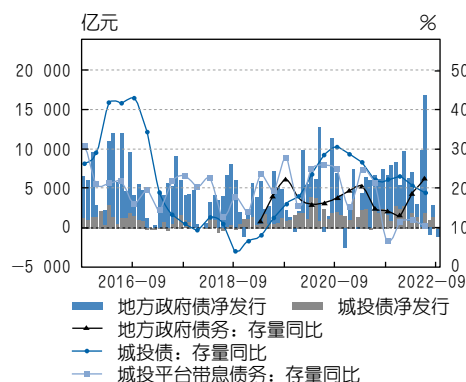
份。疫情后，虽然大部分省份负债率显著上行，2021年随着经济好转、财政政策边际收紧，中西部债务增速随之回落（图5），反映了跨周期视角下中央对地方债务风险的重视。

官方口径下的地方政府债务，尤其是专项地方债，呈现出明显的财政周期性，即在经济周期下行时增加投放，在经济状况好转时边际收紧，该部分债务风险相对可控。反映地方隐性债务的融资平台债务，近年来增速维持在相对稳定的区间，疫情后也未见大幅扩张。其中，城投债存量同比随着地方债务治理开启，从2015年的峰值迅速回落，但2018年以来，尤其是疫情后，又呈现大幅上行。2021年初，中央收紧了高负债地区的城投平台融资渠道，7月提出要做好宏观政策跨周期调节，对地方政府债务风险的态度趋于谨

慎，宽财政重新发力、专项债投放加速的背景下，融资平台债务、城投债增速逆势下行，其中，融资平台债务同比已位于历史低位区间（图6）。此外，随着利率市场化机制完善，城投债和地方政府债的发行利率跟随基准定价利率逐渐下行，疫情后随着宽货币进一步走低，部分缓解了地方政府及城投平台发新债的偿债压力（图7）。虽然从绝对规模上看，地方债务风险已不可小觑，短期内，狭义和广义口径下的地方政府债务风险依然相对可控，至少疫情后未见明显恶化。

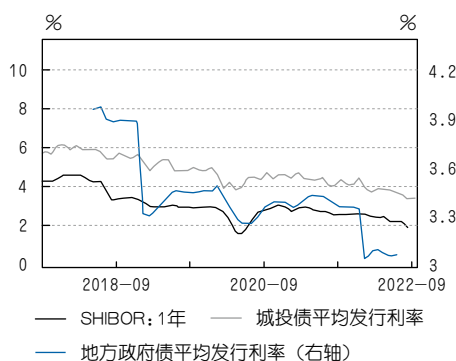
对金融风险 and 实体效率的影响

市场对中长期债务风险的担忧，还是集中在隐性地方债务的政企边界不明，以及融资平台债务的可持续性。城投平台的盈利性2010年以来持续下滑，当前虽有



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图6 疫情后城投债增速明显，2021年后逐渐下行



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图7 地方政府债和城投债发行利率持续下行

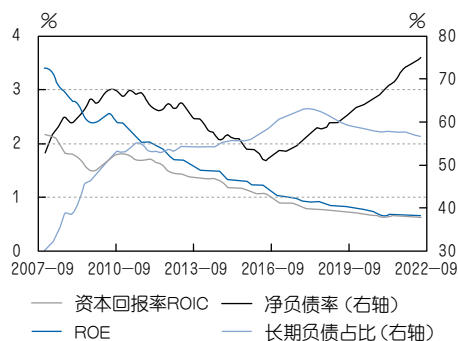


所企稳，超半数的资本回报率和ROE不足1%。从债务结构来看，负债中的长期债务占比2018年后回落明显，目前接近2016年水平；净负债率自2010年的高点持续回落，2016年后又开始大幅上行，疫情后中位数已接近80%（图8）。

疫情后增速放缓、偿债压力增大的背景下，地方国企违约数明显增加，2020年首次违约的地方国企高达7家，城投平台非标债务违约37例，数量较2018年翻番。随着城投债务的高收益、保本性逐渐削弱，尤其是2018年资管新规落地、银行理财净值化以来，市场对融资平台债务及城投债投资日趋谨慎，对地方债务风险的定价效率有所提升。从城投债信用利差对地

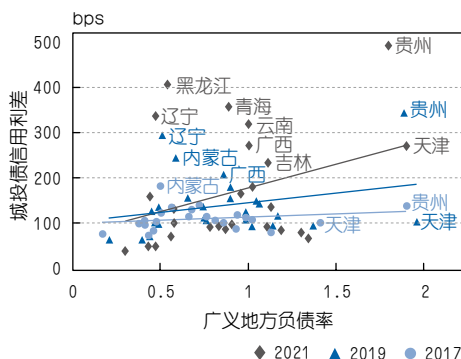
方负债率的敏感度来看，不同地方债务风险下的城投信用利差已出现分化，疫情后风险偏好上升，该趋势更加明显，以贵州和天津为例，2021年城投信用利差相对前期大幅提升（图9）。

从地方债务风险的金融市场暴露来看，无论是规模还是债务可持续性都值得担忧。截至2022年9月，地方政府债券存量规模约34.5万亿元，其中超过80%（约29万亿元）为商业银行持有，而中债托管的商业银行持有债券约59.4万亿元，说明其中近半为地方政府债。城投债的投资者结构数据尚未公开，结合银行理财投向信用债的规模、城投债在信用债中所占比例，保守估计银行理财持有城投债约4.5万



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图8 城投平台净负债率持续上升，盈利能力低下^①



数据来源：Wind、东方证券财富管理业务总部。

图9 债券市场对地方债务风险的定价效率有所提升^②

① 以上指标均为Wind口径下所有城投平台的中位数。

② 广义地方负债率=（地方政府债务+城投带息债务）/GDP。

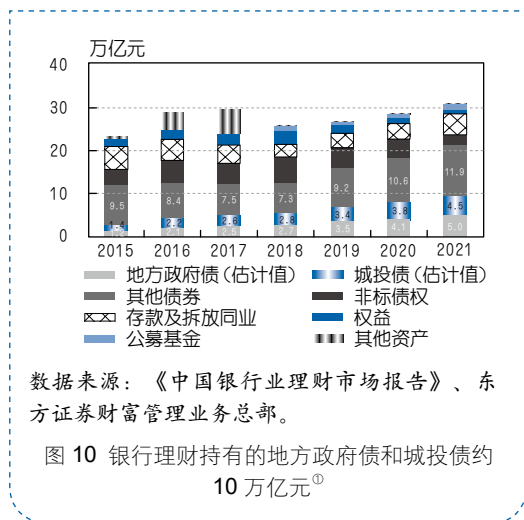
亿元，约为城投债存量规模10.6万亿元的42.5%（图10）。由于银行理财负债端来自居民存款，资金期限相对较短，负债压力和波动性较大，资产端规模约32万亿元，即使不考虑非标债权中和融资平台相关的部分，对接的债券类地方政府债务占比约1/3，且地方政府债务的期限相对较长。

由于城投债仅占融资平台债务约22.3%，广义地方政府债务中，值得重点关注的，还是融资平台债务中以银行贷款为主的非城投债部分。根据Chen et al. (2020)，截至2016年6月，城投平台债务约75%为银行贷款，其余部分包括城投债、信托贷款、其他非标债务等，其中近半城投债资金（约3万亿元）来自银行理财。而根据2021年10月IMF的《全球金融稳定报告》，截至2020

年，许多融资平台已连续三年收益难以覆盖利息支出，此类高风险债务规模约20.1万亿元，占融资平台债务总额约40%，即使融资平台违约率仅5%，银行体系的不良贷款也会增加75%左右。

另一个容易被忽视的中长期问题，在于地方债务积压对实体经济效率的拖累。大量研究表明，政府债务中同基建、公用事业相关的部分，有助于提高整体生产率（Ru, 2018），而地方政府债务粗放式扩张，一方面会挤占信贷资源，另一方面通过增加债务市场中安全资产的供给，扭曲了信贷资产定价，抬高了实体融资成本，进而挤出私人部门投融资（Huang et al., 2020）。

规模庞大的融资平台债务对资源配置效率的扭曲，可能是近年来我国生产率停滞不前的原因之一。根据IMF（2021）测算，融资平台涉及的企业及金融机构甚广，直接或间接投资近3 400家企业，并通过共同的母公司与另外1 600家企业关联，这5 000多家关联企业包括1 000多家私企、58家银行、112家券商、保险、信托，以及至少660家其他城投平台（图11）。其中，国企数量占数据库内全部国企的48%，资产占全部国企资产的62%，私企数量占全部私企的14%，相应资产占全部私企资产的32%。此外，关联企业的投资/收入、债务/收入比相对非关联企业更高，而投资-现



① 银行理财持有的地方政府债、城投债分别按其占利率债和信用债存量规模的比例估算。



金流敏感度、资本回报率则相对较低。

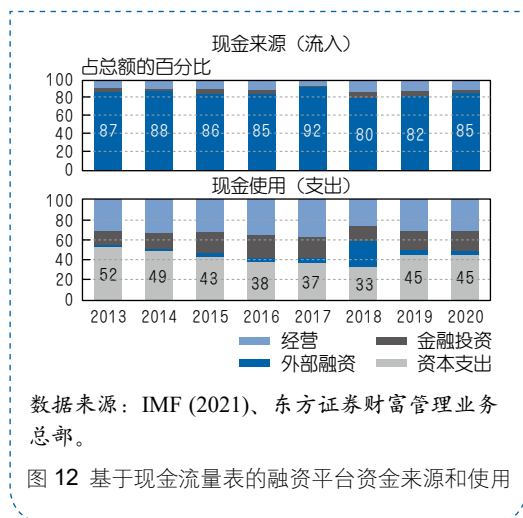
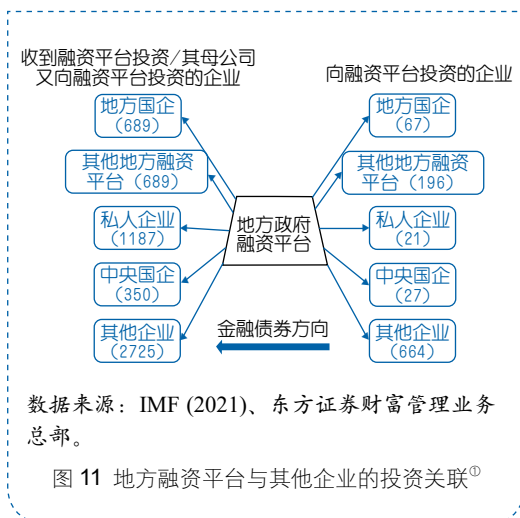
从融资平台的资本效率来看，资金使用效率普遍不高。根据融资平台的现金流量表，来自经营流入的现金流仅一成，八至九成资金来自外部新增融资，而支出端只有不到一半用于基建、公用事业或其他有助于提升总体效率的领域，大部分支出用于运营费用，如利息支付、土地和地产等存货积累、员工工资，以及金融投资，如公司股权和贷款（图12）。根据IMF（2021）测算，运营现金流为负的融资平台债务，占全部融资平台债务约3/4，在过去三年内，仅仅是用于运营和金融投资上的支出，就至少高达10万亿元，年均额相当于每年非金融企业新增社融的20%~30%；上述比例2018年后有所回落，

但运营及金融支出的绝对规模依然十分庞大，且还在持续增加，2019年该支出达到了地方教育和社保总支出的近一半。

结论与政策建议

综上所述，疫情后中央加大了对地方政府债务尤其是隐性债务的监管，短期内债务风险依然可控，但中长期风险应予以重视，尤其是巨量债务积压可能对金融稳定、实体经济效率带来负面影响。地方债务风险治理的难点及监管方向，可从以下几个方面展开。

首先，短期内对融资平台债务的监管，以限制其融资渠道为主，强监管的态度不可放松，但政策节奏和力度不宜激进。根据2021年《全球金融稳定报告》测算，若城



① 投资包括直接投资和通过中介开展的间接投资。

投平台的融资渠道受到严重限制，短期内可能面临约23万亿元的运营资金缺口。考虑到其债务规模和涉及的广大机构，短期内将对金融市场尤其是中小行造成巨大冲击，甚至引发系统性金融风险。

其次，中长期应继续削弱政府隐性担保和中央纾困预期。我国地方债务长期存在软预算约束等问题，即使违约甚至波及当地金融机构，中央也往往通过向银行注入资本金、成立不良资产管理公司，甚至直接向地方政府划拨资金，将地方债务和银行不良资产转变为地方政府的当期财政赤字或中央累积债务。缓解纾困预期的具体措施包括：进一步规范化、透明化地方债务监管，减少地方政府对金融市场的干预，清理、界定隐性债务的政企边界，同时，在宏观金融风险可控的前提下，允许部分破产或违约的城投平台及国企有序重

组、退出。

最后，从法律和制度根源上，推进财税体系、企业破产重组框架改革，加强金融基础设施建设。财税制度层面，保持中央和地方财政收支之间的平衡，适度将教育、医疗等事权由地方上移至中央，以缓解地方政府的长期负债需求，同时加强对地方举债的财政监督和行政指导。公司制度层面，改进现有破产重组程序和公司法，加强一般破产程序和庭外协商、混合重组等其他方式的协同。金融层面，加强地方债和企业债券市场建设，完善相应的信用评级制度，建立、健全银行风险防范及重组办法，加强中央对地方银行尤其是中小行的信贷质量考核，成立由地方财政支持的专项纾困基金，以应对偶发债务风险事件。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]IMF.中国部分问题：重新审视地方政府融资平台[R].国别报告第22/22号,2021-12.
- [2]Bai Chong-En,Chang-Tai Hsieh,Zheng Michael Song.The long shadow of a fiscal expansion[R].NBER Working Paper,No.w22801,2016.
- [3]Chen Zhuo,Zhiguo He,Chun Liu.The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes[J].Journal of Financial Economics,Volume 137,2020(1):42-71.
- [4]Cong Lin William,Haoyu Gao,Jacopo Ponticelli,Xiaoguang Yang.Credit allocation under economic stimulus: Evidence from China[J].The Review of Financial Studies,Volume 32,2019(9):3412-3460.
- [5]Huang Yi,Marco Pagano,Ugo Panizza.Local crowding-out in China[J].The Journal of Finance,Volume 75,2020(6):2855-2898.
- [6]Reinhart Carmen M,Kenneth S Rogoff.Growth in a Time of Debt[J].American Economic Review,Volume 100,2010(2):573-78.
- [7] Ru Hong.Government credit,a double-edged sword: Evidence from the China Development Bank[J].The Journal of Finance,Volume 73,2018(1):275-316.