

# 地方政府债务风险的传导机制及化解路径

曹婧 韩瑞雪

**摘要:**厘清地方政府债务风险向财政、金融领域的传导路径,是建立防范化解地方债务风险长效机制的前提。研究发现,土地财政遇冷叠加项目收益不及预期,导致专项债偿付压力明显上升,定价机制和信用评级不健全难以引导投资者对专项债风险形成合理预期。隐性债务积累引发财政金融风险交织共振:一方面,政府隐性担保导致融资平台债务风险向财政集中;另一方面,融资平台债务风险通过金融机构资产负债表和风险溢价渠道与金融风险相互传导,并借助银行间资金拆借和融资平台担保网络形成风险跨区域传染。防范化解地方政府债务风险应兼顾短期政策应对和中长期改革治理,建立同高质量发展相适应的全流程债务监管机制。

**关键词:**专项债 融资平台债务 风险传导 风险化解

## 一、引言

为应对经济下行压力,财政政策更加积极有为,债务规模扩张与经济增速放缓共同驱动地方政府负债率攀升,债务风险不断累积。若仅考虑地方政府显性债务,2022年全国显性负债率由2017年的19.5%上升至29.0%,债务风险总体可控。若同时考虑地方政府显性债务和融资平台债务,2022年全国宽口径负债率由2017年的35.5%上升至65.3%,超过国际通行的60%警戒线(图1)。近年来,我国地方政府债务管理坚持“开前门、堵后门”,寻求稳增长与防风险的动态平衡。一方面,地方政府专项债早发快用支持重点项目建

设,对带动扩大有效投资、保持经济平稳运行发挥了重要作用。2023年新增专项债提前批额度高达2.19万亿元,较2022年提前下达的1.46万亿元增长50%,专项债发行使用节奏明显加快。另一方面,对于地方政府隐性债务保持高压监管态势,坚决遏制隐性债务增量,稳妥化解隐性债务存量。截至2022年底,地方政府隐性债务增长势头得到遏制,隐性债务减少1/3以上,隐性债务风险缓释可控,其中广东、北京已率先实现全域隐性债务清零。

当前地方政府债务风险监管取得积极成效,但在经济短期下行压力加大和房地产市场转向新发展模式的背景下,应高度警惕地方政府债务风险特征和传导机制

曹婧,中国社会科学院金融研究所助理研究员;韩瑞雪(通讯作者),首都经济贸易大学财政税务学院讲师,电子邮箱:hhanruixue@163.com。本文系国家自然科学基金青年项目“地方政府土地融资模式转变:形成机理与经济效应”(72203228)的阶段成果。

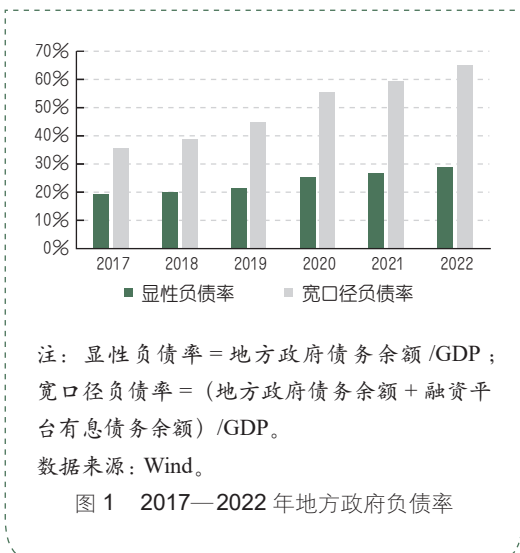


图 1 2017—2022 年地方政府负债率

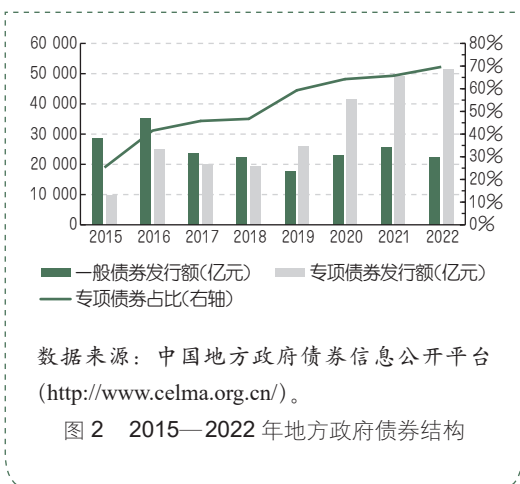


图 2 2015—2022 年地方政府债券结构

发生的新变化，尤其是地方政府债务、房地产、金融等重点领域风险互溢。为有效防范化解地方政府债务及其衍生的金融风险，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，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”，明确了地方政府债务治理的中长期改革方向。本文从显性债务和隐性债务两个方面梳理总结当前

地方政府债务风险的传导机制，并聚焦“借、用、管、还”四个环节提出防范化解地方政府债务风险的可行路径，以期为构建地方政府债务风险全流程监管机制提供参考。

## 二、地方政府债务风险的传导机制

本文分别考察地方政府显性债务和隐性债务风险的主要特征和传导机制。当前我国显性债务风险总体可控，但专项债偿债压力加大且定价机制扭曲，隐性债务风险传导主要表现为财政风险与金融风险的累积叠加效应。

### (一) 显性债务扩张引发专项债风险凸显

2015 年以来，地方政府专项债从无到有，发行规模不断增加，使用范围持续扩大，成为扩投资和稳增长的重要政策工具。2015—2018 年，专项债发行处于起步阶段，年均发行规模约 1.9 万亿元，主要投向土地储备、收费公路、棚户区改造和轨道交通四大领域。自 2019 年起，专项债发行规模大幅增加、发行进度明显加快，投向领域逐步扩大至 11 个，用作项目资本金范围也扩大至 13 个，近三年专项债发行额占地方政府债券比重均超过 60% (图 2)。在加快专项债发行使用的同时，也需警惕专项债规模增长带来的风险隐患。土地出让收入下滑叠加项目收益低于预期对专项债原有偿债模式造成冲击，加上专项债发行定价市场化程度不高，共同导致专项债风险日益凸显且向财政金融领域传导。

第一，土地财政遇冷叠加项目收益虚

高加大专项债偿付风险,可能触发财政重整。专项债以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为偿债资金来源,由于专项债项目收益水平偏低,还本付息对土地出让收入依赖度较高。一方面,随着房地产市场进入深度调整期,土地出让收入增速下降造成专项债付息压力加大(图3)。2022年土地出让收入出现负增长,而专项债付息支出达到0.62万亿元,占地方政府性基金收入的比重从2021年的5.0%升至8.4%,占地方政府性基金支出的比重从2021年的4.3%升至5.9%,逐渐接近触发财政重整的10%红线<sup>①</sup>。此外,土地出让收入被用于土地拆迁补偿、乡村振兴等刚性支出的比例逐年升高,部分PPP项目、政府投资基金也寻求土地财政作为兜底保障,进一步挤压了专项债的偿债空间。另一方面,地方政府为了争取专项债资金对专项债项目过度包装,项目收益不及预期加大了专项债偿债隐忧。《国务院关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》披露,20个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目包装成收益与融资规模平衡,借此发行专项债券198.21亿元。江苏省审计厅抽查2019年以来的346个专项债项目发现,有275个近3年资金平衡方案预期收益未实现,其中

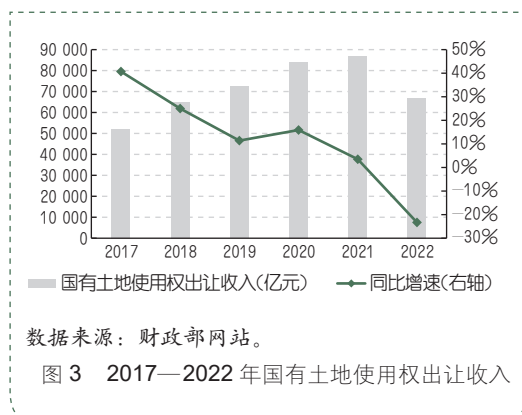


图3 2017—2022年国有土地使用权出让收入

255个未达预期的50%<sup>②</sup>。

第二,专项债价格难以真实反映项目管理和信息披露的差异,定价机制扭曲潜藏金融风险。当前专项债发行定价市场化程度仍待提升,主要表现为两方面。一是专项债定价主要与省级政府信用挂钩,未能充分体现项目管理情况(温来成和徐磊,2021)。造成这一现象的体制性成因是缺乏权责统一的专项债发行机制,专项债发行主体是省级政府,但前期准备、资金使用、项目管理和还本付息均由市县负责,专项债发行和偿还主体权责分离加剧预算软约束问题。作为专项债的主要持有者,银行等金融机构更加关注省级政府主体信用以及项目是否符合发债要求,但对项目经营性现金流能否覆盖专项债本息的偿债能力关注不足,难以对专项债的市场化发

① 根据《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函[2016]88号),“市县政府年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出10%的,或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出10%的,债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。国办函[2016]88号文出台以来,因专项债付息支出占比超过10%红线,四川省资阳市的安岳县和雁江区在2018年进行了财政重整并于次年5月成功退出,黑龙江省鹤岗市在2021年启动了财政重整。”

② 数据来源:《江苏省2022年度省级预算执行和其他财政收支情况审计结果》。

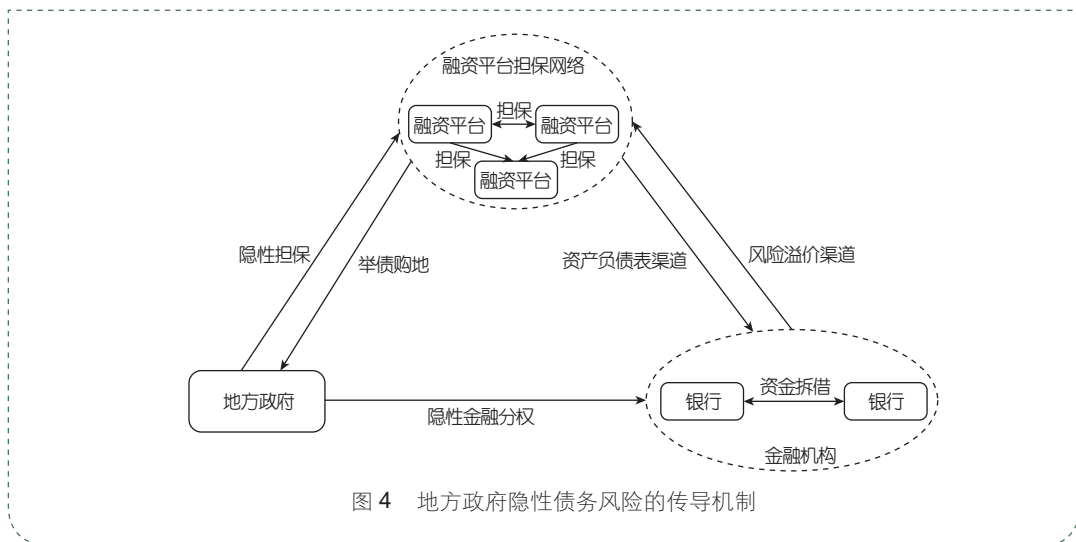


图 4 地方政府隐性债务风险的传导机制

行产生有效约束。二是专项债信用评级同质化，价格区分度较弱。由于存在省级政府的隐性担保，专项债信用等级大多为 AAA 级，无法体现地方政府财政实力、偿债能力、债务风险以及专项债项目质量之间的差异。加上地方政府往往多地区、多项目集合打包发行专项债，进一步抹平了专项债的发行定价差异。对于财力较强的市县政府，省级政府统一发行专项债的利率通常高于其自身发债能获得的市场利率水平，使其承担不必要的债务融资成本；而对于财力较弱的市县政府，省级政府打包发行专项债降低了融资成本，从而掩盖了真实债务风险（范子英，2023）。

## （二）隐性债务积累加剧财政金融风险互溢

地方政府隐性债务多以融资平台公司

为举债主体和风险载体，融资平台债务既会通过隐性担保和土地购置加大财政风险，又会通过金融机构资产负债表和风险溢价渠道与金融风险相互传导，并借助银行间市场资金拆借和融资平台担保网络引发财政金融风险跨区域、跨部门传染（图 4）。

### 1. 融资平台债务积累加大财政风险

第一，融资平台债务违约强化财政风险兜底。隐性债务扩张的重要制度基础是政府隐性担保和隐性金融分权<sup>①</sup>，即地方政府在中央政府兜底预期下无序举债，隐性金融分权创造的弱融资约束环境为融资平台公司举债提供了制度便利（毛捷等，2019）。目前多数融资平台公司市场化转型尚未完成，在股权构成、融资投向、债务偿还等方面仍与地方政府保持一定关联，融资平台债务违约风险加大地方财政

① 隐性金融分权是指在中央统一规范的金融制度安排之外，地方政府对地方性金融机构进行干预和管理，从而控制地方信贷资源分配。

兜底压力, 财政风险随之上升。更进一步地, 由于存在上级政府兜底预期, 一旦本级地方政府依靠自身财力难以化解债务风险, 融资平台债务违约还会向上级政府传导, 进而引发区域性财政风险。

第二, 融资平台公司举债购地造成隐性债务风险和土地财政风险相互交织。分税制改革以来, 地方政府以土地作为融资工具主导和推动经济发展, 形成了以土地出让和土地抵押为核心的“以地谋发展”模式(刘守英等, 2020)。随着房地产市场和人口增长迎来结构性拐点, 土地出让收入持续下滑打破了“以地谋发展”模式的底层逻辑, 融资平台债务风险逐渐显现。2022年以来, 全国土地出让收入同比下降近三成, 对融资平台债务的覆盖程度大幅下滑。为应对房地产市场下行引发的土地财政风险, 一些地方政府借助融资平台公司举债购地托底土地市场, 并通过返还土地出让金变相注入土地资产(张路和龚刚, 2020)。鉴于融资平台公司购地可能引发地方政府财政收入虚增和隐性债务风险, 中央及时出台《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》(财预〔2022〕126号), 对融资平台公司举债购地行为予以纠偏。

第三, 地方政府通过减值处置国有资产化解隐性债务, 引发国有资产流失风险。财政部提出的六种化债方式之一是出让政府股权和经营性国有产权益偿还债务, 但实际操作中面临一定难度。一方面, 优质国有资产、政府资产可供出让的资源非常有限, 个别地区实际已经达到砸锅卖铁

的地步, 国资体系下的资产(包括优质上市公司资产)基本已被抵押或质押。另一方面, 地方政府为偿付融资平台债务而抛售国有资产, 往往存在减值处置资产情况, 造成国有资产流失风险。例如, 一些地方政府并未按照规定程序对拟出租或出售的国有资产价值进行科学合理评估, 也未严格遵循招投标流程出租或出售国有资产, 导致国有资产流失现象时有发生(陆江源等, 2022)。

## 2. 融资平台债务风险与金融风险相互溢出

第一, 融资平台债务借助金融机构资产负债表渠道进行风险传递, 并通过银行间市场资金拆借形成风险扩散。融资平台债务风险与金融风险紧密关联的直接表现是融资平台债务以银行贷款、城投债等形式存在于商业银行资产负债表中, 融资平台债务违约对金融机构资产负债表产生冲击, 从而引发系统性宏观金融风险。其一, 地方政府隐性担保影响市场投资者对城投债信用风险的判断, 城投债价格非市场化波动导致金融体系内在脆弱性(Minsky, 1978; 曹婧, 2023)。其二, 融资平台举债主要用于地方基础设施建设, 投融资成本与期限错配引发金融风险。基础设施建设具有投资周期长、项目自身收益率低、社会综合收益率高等特征, 融资平台公司的综合融资成本通常高于基建项目投资回报率, 且融资期限明显短于基建项目投资周期。基建投资扩张导致融资平台债务风险顺周期积累, 通过作用于商业银行内生流动性风险最终引致金融风险(毛锐等,



2018)。其三，随着银行贷款和发债融资监管趋严，融资平台公司更加依赖信托贷款、融资租赁、银行理财等影子银行业务融资，影子银行之间业务关联、风险传递，更易触发系统性金融风险。其四，地方性商业银行是本地融资平台债务的主要持有者，且往往需要在银行间市场中拆借资金，各区域地方性商业银行通过银行间资金拆借形成网络关联，从而导致不同区域的融资平台债务通过银行网络关联间接地联系在一起，形成隐性债务风险的跨区域外溢（熊琛等，2022）。

第二，金融风险通过风险溢价渠道向融资平台债务风险传导。一方面，金融风险上升引致的实际净资产损失导致金融部门融通资金能力受限，金融机构为满足资本监管而被迫去杠杆和收缩信贷，并对持有的融资平台债务要求更高的风险溢价。另一方面，金融部门资产损失导致实体经济衰退，进而引发融资平台债务违约率上升，风险溢价随之提高（熊琛和金昊，2018）。因此，金融风险上升通过提高融资平台债务风险溢价，加剧融资平台再融资压力和偿债风险。

### 3. 融资平台债务风险通过担保网络跨区域传导

融资平台公司之间通过签订担保合同，建立了以网络形态呈现的复杂担保关系（即担保网络）。融资平台债务风险沿着担保链条在担保网络中加速传递和放大，

融资平台担保网络可能由原来的“互助集团”异化为“违约联盟”，导致因局部债务风险跨区域外溢而引发系统性财政金融风险。借鉴毛捷等（2023）的做法，本文基于2009—2019年融资平台公司财务报表，手工搜集融资平台担保数据，并借助网络分析方法构建融资平台担保网络关联。在担保网络中，融资平台公司是网络中的节点，融资平台公司之间的担保关系是网络中的连边（图5）。

节点中心性分析是地方政府债务风险网络研究中的重要内容，主要研究个体或群体在网络结构中的重要性或权重，为判定经济主体在债务风险传染中的系统重要性提供了理论依据。典型的中心性分析指标包括节点度、中介中心度和接近中心度（毛捷和韩瑞雪，2022），其中，节点度和中介中心度对本文研究的有向担保网络更有意义<sup>①</sup>，这两个指标的区别在于对重要性的界定标准不同。节点度（ $k_i$ ）是指与节点*i*直接相连的边数和，侧重于衡量直接风险传染路径数量。在担保网络中，融资平台*i*的节点度越大，说明融资平台*i*的直接担保交易对手数量越多，风险传染路径越广泛，越容易受到来自其他融资平台债务违约、经营不善等状况的牵连，从而加剧风险传染。中介中心度（ $between_i$ ）是指网络中原本不具有直接关联的节点之间，须通过节点*i*被间接连接起来的最短路径

<sup>①</sup> 接近中心度对网络结构的要求较为严格，需要网络是完全连通的（陈运森和谢德仁，2011），但融资平台担保网络并不满足全局连通条件，因此接近中心度不适用于本文分析。

的条数<sup>①</sup>, 计算公式为:  $between_i = \sum_{s \neq d} \frac{n_{sd}^i}{g_{sd}}$ 。

其中,  $g_{sd}$  为从节点  $s$  到节点  $d$  的最短路径数量,  $n_{sd}^i$  为从节点  $s$  到节点  $d$  的  $g_{sd}$  条最短路径中经过节点的最短路径数量。中介中心度侧重于衡量节点之间的间接关联关系, 中介中心度越大, 节点在担保网络中所起的“桥梁”作用越强, 利用中介位置进行风险传染的概率也越高(欧阳红兵和刘晓东, 2014)。结合上述对担保网络的定义和节点中心性指标的刻画, 研究发现融资平台债务风险通过担保网络跨区域传导呈现以下特点。

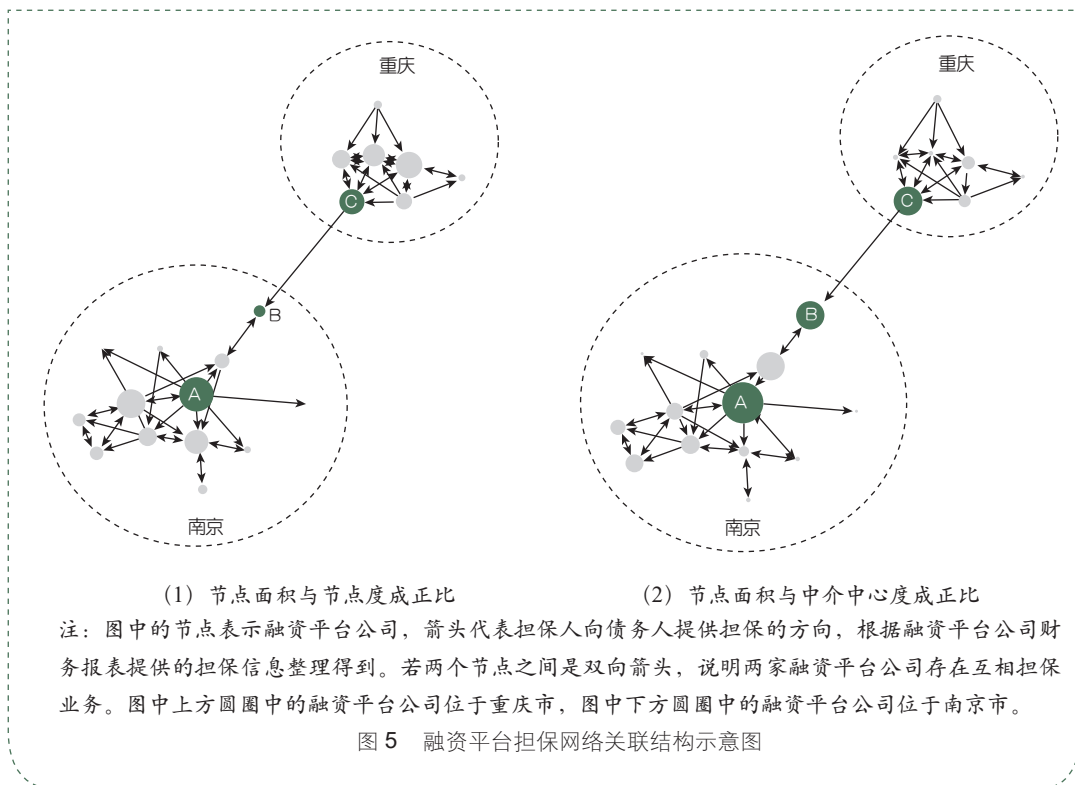
第一, 担保网络将多家融资平台公司绑定在同一网络结构中, 为债务风险进一步传染蔓延提供了必要条件。担保网络的风险传导路径主要有两种。一是直接传导, 当担保关系中的一方出现债务危机时, 另一方也将受到不利影响。具体地, 当被担保企业出现债务违约时, 需由担保企业履行代偿责任, 债务风险从被担保企业传导至担保企业; 若担保企业出现危机并失去了对外担保能力, 会使被担保企业的融资得不到有效担保而难以进行再融资, 导致被担保企业的资金链断裂产生风险, 债务风险从担保企业扩散至被担保企业。二是间接传导, 融资平台公司的风险事件会通过企业间级联效应传导至与之没有直接担保关系的融资平台公司(吴德胜等, 2021)。原因在于担保网络具有典型的“小世界”特征,

网络成员密切关联、相互制约。一旦网络中一家融资平台公司发生债务违约, 风险很可能出现“债务危机-担保关系-传染-再传染”的多米诺骨牌式传播(吕静等, 2022)。以图5为例, 如果在担保网络中位于南京市的融资平台公司A发生债务违约, 由于融资平台公司A与B存在直接担保关系, 融资平台公司B会受到直接传染。位于重庆市的融资平台公司C虽与融资平台公司A不存在直接担保关系, 但可能通过融资平台公司B间接受到融资平台公司A造成的负面影响, 属于债务风险间接传染。

第二, 担保关系在网络中分布不均, 少数融资平台公司在担保网络风险传染中扮演着至关重要的角色。图5中左图对融资平台公司之间直接风险传染渠道的数量差异进行了可视化展示, 其中, 节点面积的大小与节点度成正比。节点面积越大, 表示节点度越高, 即融资平台公司拥有更多的直接担保关系数量, 意味着其风险传染渠道更为广泛。担保网络中存在部分核心节点, 例如融资平台公司A, 其节点度为12, 说明融资平台公司A拥有12条担保关系(包括对内接受担保和对外提供担保), 而大多数节点只与少量节点相连。这一特征有助于监管部门有针对性地监测担保网络中具有系统重要性的融资平台公司, 并对其加强管控从而阻断风险传染。

第三, 部分融资平台公司具有“弱

① 在网络理论中, 若两个节点可以通过一些首尾相连的边连接起来, 则称这两个节点是可达的, 并把连接路径中边数最少的路径称为最短路径(马恩涛和李鑫, 2017)。



连接优势”，为债务风险的跨区域外溢提供了可能渠道。网络成员之间的连接关系可分为强连接和弱连接，强连接主要存在于经济社会特征相似的个体之间，而弱连接则存在于特征差异较大的个体之间。通过强连接所获得的信息和资源往往具有较高的冗余性和同质性，而弱连接获得的信息、资源以及风险更加多元化和差异化（Granovetter, 1973；谢德仁和陈运森, 2012）。在图 5 中，融资平台公司 B 具有明显的弱连接优势，尽管其直接风险传染路径很少（如左图所示，融资平台公司 B 的节点度较小），但该节点位于连接南京市和重庆市这两个网络结构的关键路径上，使得其中介中心度较高（如右图所示），在

债务风险的跨区域传导过程中发挥了重要的“桥梁”作用。

### 三、地方政府债务风险的化解路径

随着隐性债务化解工作的持续推进，地方政府结合自身经济实力、资源禀赋和债务情况不断探索符合区域特点的化债模式，目前常用的化债方式有三类。一是债务偿还，即安排财政资金，或出让政府股权和经营性国有资产权益偿还债务，适用于财政实力较强和国有资产丰富的地区。部分地区地方财政收支矛盾凸显，政府股权和经营性国有资产可供出让资源有限，难以依靠地方自有财力推进化债工作。二是债务置换和重组，通过拉长债务期限和

压降融资成本,以时间换空间,逐步化解存量债务。例如,发行特殊再融资债券置换高成本隐性债务,已用于建制县隐性债务化解试点和全域无隐性债务试点。隐性债务置换虽然有助于缓释债务短期偿付风险,但可能强化财政金融实力较弱地区的隐性担保,反而促进了融资平台债务扩张,违背了“开前门、堵后门”的初衷(邱志刚等,2022)。又如,协调金融机构支持债务重组、展期降息,但金融机构出于监管要求往往提高融资平台公司参与债务重组时的信用资质和抵质押资产质量要求,弱资质融资平台公司申请债务重组难度较大。大规模展期降息可能造成银行(尤其是城农商行)盈利能力下降、不良资产率提高,融资平台债务风险向金融体系加速传导。三是债务转化,即推进融资平台公司市场化转型,将隐性债务转化为企业经营性债务。部分融资平台公司市场化转型后仍以承接公益性项目为主,可产生稳定现金流的经营性项目尚未步入正轨,陷入资产质量不高和盈利能力较弱的困境。

当前隐性债务控增化存取得积极成效,缓释债务风险的短期政策应对固然重要,但更为关键的是推动中长期体制改革。聚焦“借、用、管、还”四个环节,构建统筹稳增长与防风险的地方政府债务管理长效机制。

第一,坚决遏制隐性债务增量,健全规范的地方政府举债融资机制。在严堵“后门”方面,进一步深化财税金融体制和政绩考核体系改革,形成可持续的债务积累机制。规范和重塑央地财政关系,防止地方政府超出财力盲目举债。综合考虑地方经济

发展水平、财政可持续和金融稳定性,构建地区债务稳健性综合指数作为考核指标,将稳增长与防风险统一到政绩考核体系中。分类推进融资平台公司市场化转型,妥善处理融资平台公司债务和资产,剥离融资平台公司政府融资职能。在开好“前门”方面,坚持“谁举债、谁偿还”的原则,完善借债主体与偿债主体相统一的举债融资机制,硬化预算约束。短期内压实市县一级政府偿债责任,科学做好还款安排,防范专项债偿付风险。同时,严格地方建设项目审核,减少收益来源单一和过度依赖土地出让收入的专项债项目。从中长期看,适时允许符合条件的地区先行试点市县政府自发自还专项债,待时机成熟再逐步推广,减少省级政府对市县政府举债的信用背书和隐性担保。加快完善专项债信息披露和信用评级制度,使专项债价格真实反映项目收益和资产价值,从而形成以市场化风险定价为基准的可持续的债务积累模式。

第二,加强央地举债融资与支出责任相匹配,有效发挥政府债务资金撬动作用。其一,根据基本公共服务受益范围、信息管理复杂程度等事权属性,明晰界定支出责任和相应的债务资金来源。对于没有收益的公益性项目,尤其是全国性和区域性的重大基础设施建设,应直接发行国债和省级政府一般债进行融资,避免地方政府或融资平台公司过度依赖期限短、成本高的隐性债务。对于有一定收益的公益性项目,发行专项债并鼓励融资平台公司承接专项债项目。对于经营性项目,由融资平台公司按照市场化原则自行融资,并通过改善经营状况、提高资产收益等方式偿债。



其二，适当扩大专项债用作项目资本金的范围，吸引民间资本参与重大项目投资建设。进一步挖掘交通、水利、清洁能源、新型基础设施等领域市场空间大、发展潜力强、符合国家重大战略和产业政策要求的项目，拓宽专项债用作项目资本金的适用范围，鼓励民间资本积极参与专项债项目的建设运营，充分发挥专项债对扩大有效投资的撬动作用。

第三，动态识别隐性债务风险网络的结构变化，建立跨部门、跨区域、跨政策的债务风险监管协调机制。本文梳理了隐性债务风险跨区域、跨部门的传导路径，以及财政、金融和房地产政策对隐性债务风险的影响，因此应稳步推进隐性债务和法定债务合并监管，建立风险化解处置全局性协调机制。其一，综合考虑网络节点度和中介中心度两个维度的指标，识别融资平台担保网络中核心的风险传染企业，对防范化解跨区域系统性风险具有重要意义。融资平台担保网络中的重要风险节点主要包括两类：一是担保关系复杂的融资平台，二是在担保网络中占据“桥梁”位置的融资平台。对此，应加强部门间信息共享和协同监管，从银行信贷、债券和非标融资等多个市场维度构建融资平台公司及其与金融机构之间的风险传染网络，并审慎监管银行信贷和债券发行中的无序担保行为。其二，加强金融体系内隐性债务风险和房地产风险敞口统筹监管，防范隐性债务、房地产、金融等领域风险相互溢出。结合隐性债务风险敞口、房地产风险敞口及银行自身的系统重要性，赋以审慎

监管的资产风险权重惩罚，并通过增加拨备计提等预防性措施维护金融稳定。

第四，提高“债务-资产”转化效率，财政金融政策协同处置债务风险。一是加快编制地方政府资产负债表，提高国有资产变现能力。我国债务扩张与资产积累同步进行，编制和公布地方政府资产负债表有助于提高财政管理透明度，客观评价政府债务风险，健全政府举债市场约束机制。以国企混合所有制改革和 REITs 为抓手推动国有资产保值增值，对于应对债务风险、保持债务可持续性具有重要作用。二是在央地政府、融资平台公司、金融机构和投资者合理分担风险的前提下，加强财政、货币、金融监管政策的协调配合，共同应对隐性债务风险。一方面，对于因中央与地方共同事权形成的隐性债务，通过发行国债予以置换。考虑到当前中央政府仍有较大的加杠杆空间，且国债利率水平较低，在严肃财经纪律和规避道德风险的前提下，通过发行国债置换地方政府隐性债务，是缓释债务风险、维护政府信用的有效策略。另一方面，金融部门制定货币政策和推进金融监管应有效配合化债政策。为配合中央发债置换隐性债务，央行可通过公开市场操作从二级市场购买国债，保持市场利率水平合理稳定，避免因利率快速上升加重债务压力。针对融资平台贷款展期对银行资产质量和盈利能力的负面冲击，金融监管部门可酌情考虑对贷款风险分类出台特别指引或设置过渡期，避免金融机构信用过度收缩引发区域性甚至系统性债务风险。[\[N\]](#)

学术编辑：曾一巳

## 参考文献

- [1] 曹婧.刚兑信仰分化:隐性担保预期与城投债定价[J].世界经济,2023,46(06):85-107.
- [2] 陈运森,谢德仁.网络位置、独立董事治理与投资效率[J].管理世界,2011(07):113-127.
- [3] 范子英.信用扭曲与地方债的风险背离:基于专项债券的研究[R].工作论文,2023.
- [4] 刘守英,王志锋,张维凡,等.“以地谋发展”模式的衰竭——基于门槛回归模型的实证研究[J].管理世界,2020,36(06):80-92+119+246.
- [5] 陆江源,盛雯雯,宋立义.规范地方政府隐性债务的金融风险分析和总体判断[J].经济研究参考,2022(06):32-46.
- [6] 吕静,王莹,郭沛.担保网络风险传染机制:路径分析与实证检验[J].管理评论,2022,34(03):66-78.
- [7] 马恩涛,李鑫.PPP模式下项目参与方合作关系研究——基于社会网络理论的分析框架[J].财贸经济,2017,38(07):49-63+77.
- [8] 毛捷,韩瑞雪,刘冲.融资平台债务增长的新机理研究——基于担保网络的视角[R].工作论文,2023.
- [9] 毛捷,韩瑞雪.复杂网络在地方公共债务风险研究中的应用[J].财政科学,2022(06):11-23.
- [10] 毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].中国社会科学,2019(09):45-67+205.
- [11] 毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J].中国工业经济,2018(04):19-38.
- [12] 欧阳红兵,刘晓东.基于网络分析的金融机构系统重要性研究[J].管理世界,2014(08):171-172.
- [13] 邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022(04):42-60.
- [14] 温来成,徐磊.项目管理、信息披露与地方政府专项债券价格形成机制[J].财政研究,2021(03):70-83.
- [15] 吴德胜,曹渊,汤灿,等.分类管控下的债务风险与风险传染网络研究[J].管理世界,2021,37(04):35-54.
- [16] 谢德仁,陈运森.董事网络:定义、特征和计量[J].会计研究,2012(03):44-51+95.
- [17] 熊琛,金昊.地方政府债务风险与金融部门风险的“双螺旋”结构——基于非线性DSGE模型的分析[J].中国工业经济,2018(12):23-41.
- [18] 熊琛,周颖刚,金昊.地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角[J].经济研究,2022,57(07):153-171.
- [19] 张路,龚刚.房地产周期、地方政府财政压力与融资平台购地[J].财经研究,2020,46(06):4-18.
- [20] Granovetter M S.The Strength of Weak Ties[J].American Journal of Sociology,1973,78(6):1360-1380.
- [21] Minsky H P.The Financial Instability Hypothesis: A Restatement[J].Thames Papers in Political Economy,1978.

## Transmission Mechanism and Resolution of Local Government Debt Risk

CAO Jing<sup>1</sup> HAN Ruixue<sup>2</sup>

(1.Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences;

2.School of Public Finance and Taxation, Capital University of Economics and Business)

**Abstract** Clarifying the transmission path of local government debt risk to the fiscal and financial fields is the premise of establishing a long-term mechanism to prevent and resolve local debt risk. This paper finds that as land transfer income decreases and the return on investment fails to meet expectations, special-purpose bonds face higher repayment pressure. Due to a flawed pricing mechanism and an unhealthy credit rating system, investors face added difficulties in assessing special-purpose bonds risks. The accumulation of local government implicit debt has led to a convergence of fiscal and financial risks. On one hand, implicit guarantees lead to the concentration of debt risk from local government financing vehicles (LGFVs) in the fiscal system. On the other hand, the debt risks of LGFVs are transmitted to each other through bank balance sheets and the risk premium channel. Interbank lending and the guarantee network of LGFVs lead to risk spillover across regions. To prevent and resolve local government debt risk, we should take into account short-term policy responses and medium and long-term governance reforms in order to establish a comprehensive debt supervision mechanism that is compatible with high-quality development.

**Keywords** Special-Purpose Bond, LGFVs Debt, Risk Transmission, Risk Resolution

**JEL Classification** H63 H70 G18