央地之间：债务结构问题优化研究

白彦锋　蒋思宇

摘　要　新冠疫情过后，为了促进经济的恢复，积极的财政政策需要进一步加力提效，尤其要发挥政府债务的作用。但当前我国许多地方政府财政收支压力大，地方债务的扩张空间不足，继续维持以地方政府债务为主的债务结构将会加大地方债务风险，对经济增长也不利。与地方财政举债相比，由中央财政举债对于建立全国统一大市场、降低融资成本以及减轻对民间投资的挤出效应方面作用更大，且更具有信用和管理优势。因此，优化我国央地债务结构既具有必要性又具有可行性，应当从增发中央政府债务、控制地方债务规模及合理安排增发国债资金的支出方面开展行动。

关键词　债务结构　债务风险　经济增长

一、引言

新冠疫情过后，经济的恢复成为我国亟待解决的问题。但由于2023年外部环境不稳定、不确定、难预料成为常态，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，经济运行不确定不稳定因素增多[①]，给我国经济的恢复发展造成严重的阻碍。另外，近些年大规模的减税降费使得地方政府财政收入下降，对房地产市场的持续调控使得土地出让金收入大不如前，我国许多地方政府面临着巨大的财政收支压力。2022年12月30日，遵义道桥建设集团发布公告，决定将155.94亿元的银行贷款进行重组，重组后银行贷款期限调整为20年，年利率调整为3%~4.5%，前十年仅偿还利息，后十年分期还本付息[②]。紧接着，2023年5月，武汉市财政局公开发布债务催收联合公告引起公众对武汉市政府债务的关注[③]。接二连三的地方债务问题使我们不得不警惕地方债务风险并积极寻求风险化解办法。为了进一步刺激经济增长，解决地方债务问题，需要继续实施积极的财政政策，发挥政府债务的逆周期调节作用。截至2022年底，考虑城投平台有息债务后，我国地方政府广义债务率和广义负债率分别达到320.4%和74.4%[④]，均处于较高

白彦锋，中央财经大学研究生院院长、财政税务学院教授；蒋思宇，中央财经大学财政税务学院。

① 关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告[EB/OL].(2023-03-15)[2023-12-19].https://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746960.htm。

② 遵义道桥建设（集团）有限公司关于推进银行贷款重组事项的公告[EB/OL].(2022-12-30)[2023-12-19].https://www.chinabond.com.cn/xxpl/ywzc_fxyfxdh/fxyfxdh_zqzl/zqzl_zyz/qyz_qtggtz/202307/t20230716_853444315.html。

③ https://www.audit.gov.cn/n5/n25/c63642/content.html。

④ 专访罗志恒：化解地方财政债务风险，须从体制上根除“小马拉大车”现象[N].第一财经，2023-8-16.

水平；而 2022 年底，我国的国债负担率仅为 21.4%[①]，中央财政的负债率仍处于较低水平。地方政府债务扩张的空间明显不足，中央财政举债自然就成了财政扩张的重要发力点，基于此，本文提出所要研究的问题：是否有必要扩大中央政府债务？中央财政进一步举债扩张是否可行？优化我国央地债务结构应该如何操作？

本文的结构安排如下：第二部分进行文献回顾，对中央财政举债和地方财政举债的优势、劣势及影响进行梳理；第三部分是中央政府债务扩大的必要性分析；第四部分是中央政府债务扩大的可行性分析；第五部分针对优化我国央地债务结构提出建议。

二、文献回顾

（一）国内文献综述

通常来说，国债具有弥补财政赤字、筹集建设资金及调节宏观经济运行的功能，自 1981 年我国恢复国债发行以来，许多学者以国债为研究主题，围绕中央财政举债进行了广泛的研究。从政府职能履行的角度来说，白景明（2007）、唐在富（2010）、倪红日（2012）、王永钦 等（2015）均认为由中央财政举债对于中央政府履行职能、推进基本公共服务均等化、维持经济社会正常运转及缩小地区差异具有重要意义。而从财政政策与货币政策协同的角度看，国债作为连接财政政策和货币政策的重要纽带，是我国央行开展公开市场操作、维护金融市场稳定的重要工具，对于金融市场利率形成具有引导作用（姚东旻和朱泳奕，2020）。但 1994 年分税制改革后，财权上移成为我国政府间财政关系的一个明显趋势，这不利于地方因地制宜地安排财政预算与管理，不利于地方调控经济社会发展（宋立，2005），这也成为了中央财政举债的严重缺陷。

另外，1994 年分税制改革以后，地方政府的财政收支缺口不断加大，不断有学者呼吁赋予地方政府举债权。李金龙（2012）提出我国一些经济发展较快的城市或地区已经具有较强的承债能力，要求赋予地方政府举债的权力。2015 年新《预算法》实施后，我国地方政府正式拥有了举债权，地方债务融资开始走向规范化、透明化道路（李升，2019），这对于化解地方债务风险具有重要意义（刘澜飚，2023）。但自分税制改革以来，由于“公共池塘”问题、“预算软约束”和地区间竞争等因素影响，我国地方政府存在过度举债的倾向，导致地方债务规模迅速膨胀（龚强 等，2011；李金龙，2012）。截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务约 10.89 万亿元，负有担保责任的债务约 2.67 万亿元，可能承担一定救助责任的债务 4.34 万亿元[②]。即使是新《预算法》实施以后，地方政府仍然存在很大的隐性债务风险（刘尚希，2018；尹旭，2019）。另外，地方政府专项债券在设立之初便要求用于具有

① 国家金融与发展实验室：中国宏观杠杆率数据。

② 2012年第32号公告：全国政府性债务审计结果[EB/OL].(2013-12-30)[2023-12-19].https://www.audt.gov.cn/n5/n25/c63642/content.html。

一定收益的公益性项目，以项目收益偿还债务，实现融资自求平衡，但地方政府专项债券的公益性和收益性界定不清晰（赵琦，2020），且专项债券项目领域过泛、项目组合不统一规范等原因使得项目收益得不到保障（王泽彩和郑金宇，2021），地方政府专项债一般化趋势加重（罗志恒，2023），这些都成了地方财政继续举债扩张的劣势。

（二）国外文献综述

国外文献从财政分权理论与政府债务风险的角度分析了中央财政和地方财政举债的优势、劣势及影响。Stigler（1957）提出与中央政府相比，地方政府能够更加准确地掌握本地居民的偏好，满足不同地区对公共产品的需求。Oates（1972）也阐述了地方政府更具有信息优势。Tresch（1981）在以往财政分权理论的基础上，提出“偏好误识”的分权理论，认为中央政府可能误解地方政府辖区内的公民对公共产品的消费偏好，因而不能有效地提供公共产品，而地方政府可以准确地理解当地公民的偏好。但地方财政举债的缺陷在于，如果地方政府面临着预算软约束，就有激励进行过度借款和财政支出，对投资项目质量投入的关注则较少（Boadway & Tremblay，2005）。另外，Baber et al.（2013）对美国市政当局进行研究并指出地方政府可能会对审计机构等第三方中介施加压力，促使审计机构对政府信息披露中出现的问题进行选择性忽略，以此来配合政府的举债行为，这很可能导致政府债务风险的发生。

上述研究具有启示意义，尤其是国债对于中央政府职能履行、财政货币政策协调的作用及地方财政举债的一些缺陷，为扩大中央政府债务提供了一定的支撑。但受到财政分权理论和我国 2015 年新《预算法》赋予地方政府举债权的影响，很多文献突出了地方财政举债的优势，虽然关于地方债务风险及专项债券问题的研究从侧面反映了地方财政举债的劣势，但其研究目的仍然是希望完善地方债务管理，而非突出中央财政举债的重要性。本文在此基础上的贡献主要有两点：一是使用大量具有时效性的数据分析当前的经济形势与我国中央和地方政府的财政情况，在此基础上提出提高中央政府债务比重并优化我国央地债务结构的主张，使论证更有说服力；二是与大多数文献关注赋予地方政府举债权的优势和影响不同，本文更关注中央财政举债的优势，并系统全面地分析了中央财政举债相对于地方财政举债的优势及能产生的效果，突出了两者之间的对比。

三、中央政府债务扩大的必要性分析

（一）地方政府债务压力较大

为了更准确地了解各地的债务压力，明确我国地方政府债务风险的地区分布，本文使用粤开证券数据[①]，对除港澳台之外的 31 个省、自治区、直辖市的广义负债率进行了分析（表 1），其中，广义负债率 =

① 罗志恒,牛琴.城投平台全面梳理：界定、转型与隐性债务测算[R].粤开证券,2023-09-24.

表 1　2022 年各地方政府（除港澳台）广义负债率比较（单位：亿元）

地区	广义负债率（%）	GDP	地方政府债务余额	城投平台有息债务	地区	广义负债率（%）	GDP	地方政府债务余额	城投平台有息债务
贵州	131.5	20 164.6	12 470.1	14 037.3	山东	73.4	87 435.1	23 588.0	40 546.5
新疆	129.6	17 741.3	7 852.7	15 138.6	湖北	73.2	53 734.9	13 900.1	25 415.2
甘肃	116.2	11 201.6	6 087.5	6 926.4	北京	68.3	41 610.9	10 565.3	17 842.3
青海	105.8	3 610.1	3 044.3	774.1	河北	63.1	42 370.4	15 749.1	10 966.1
浙江	101.8	77 715.4	20 168.8	58 951.1	河南	61.1	61 345.1	15 103.8	22 385.2
云南	100.9	28 954.2	12 098.3	17118	黑龙江	61.1	15 901.0	7 290.9	2 430.8
四川	100.6	56 749.8	17 705.4	39 396.9	宁夏	59.7	5 069.6	1 996.3	1 031.0
重庆	99.6	29 129.0	10 071.0	18 929.1	西藏	59.2	2 132.6	567.9	693.8
天津	95.7	16 311.3	8 645.5	6 965.1	辽宁	54.6	28 975.1	10 979.8	4 834.2
吉林	95.6	13 070.2	7 167.6	5 332.6	山西	54.1	25 642.6	6 285.8	7 592.4
江西	92.9	32 074.7	10 859.5	18 950.3	海南	53.3	6 818.2	3 486.6	148.8
广西	90.8	26 300.9	9 714.2	14 162.0	内蒙古	52.1	23 158.7	9 339.8	2 714.5
江苏	85.1	122 875.6	20 694.1	83 875.5	福建	47.3	53 109.9	11 901.7	13 240.4
湖南	82.3	48 670.4	15 405.1	24 664.5	上海	43.4	44 652.8	8 538.6	10 857.9
陕西	81.5	32 772.7	9 782.2	16 936.5	广东	39.9	129 118.6	25 082.3	26 437.2
安徽	74.6	45 045.0	13 304.1	20 287.8					

数据来源：粤开证券（2023），数据截至 2022 年底。

（地方政府债务余额 + 城投平台有息债务）/GDP。

如果参考《马斯特里赫特条约》60% 的负债率警戒线，被统计的 31 个地方政府的广义负债率中，有 22 个省（自治区或者直辖市）的广义负债率超过了警戒线，债务负担较重，存在较大的债务风险。其中贵州、新疆、甘肃、青海、浙江、云南、四川七个地方政府的广义负债率最高，已超 100%，而重庆、天津、吉林、江西、广西五个地方政府的广义负债率超过 90%，江苏、湖南、陕西三个地方政府的广义负债率超过 80%，以上十五个地方政府的负债率已经远高于 60% 的警戒线，债务风险化解的迫在眉睫。而安徽、山东、湖北、北京、河北、河南、黑龙江这七个地方政府的广义负债率处于 60%~80% 之间，略超过 60% 的警戒线，在经济下行压力加大的背景下，应强化对本地债务的管理，在避免债务规模进一步扩大的基础上，采取措施将负债率降低至安全线内。好在宁夏、西藏、辽宁、山西、海南、内蒙古、福建、上海、广东九个地方政府的广义负债率较低，风险较小，但也应当继续提高地方政府债务的管理水平。总体来看，约 2/3 的地区的广义负债率处于较高水平，存在一定的债务风险，债务扩张的空间较小，需要保持警惕。

（二）建立全国统一大市场的要求

根据受益范围的不同，公共物品可以划分为全国性公共物品、地方性公共物品和交叉性公共物品，为全国性公共物品提供财力应属于中央政府的财政职能，为地

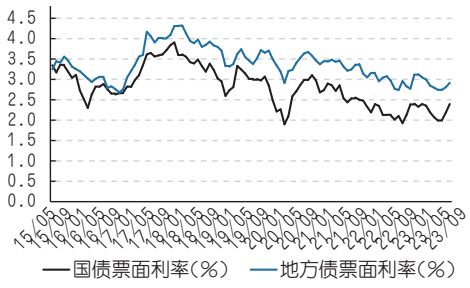
方性公共物品提供财力应属于地方政府的财政职责，交叉性公共物品由中央和地方政府共同负责。虽然普遍认为财政分权有利于发挥地方政府的信息优势，帮助地方政府更好地履行职能，但也有学者发现，经济分权会导致地区间的市场分割、重复建设与效率损失。中国的财政分权体制为地方政府采取市场分割和地方保护主义政策提供了激励并造成分工的低效率和社会产出损失，同时国内市场的分割也使得中国经济增长难以发挥中国经济本应具有的规模经济优势（王永钦 等，2007），并且地方政府为了保护税基和增加本级财政收入，倾向于多办“自己的企业”，多搞那些投资少、见效快、预期价高利大产品的项目，搞低水平重复建设，“以邻为壑”现象愈演愈烈（刘志彪和孔令池，2021）。而中央政府在使用债务资金的时候往往会从全局的角度考虑，优化资金的配置，避免重复低水平建设，能够发挥我国规模经济的优势。

分税制改革之后，适度加强中央事权和支出责任的呼声也很高，特别是进入新时代之后，在推进全国统一大市场建设过程中，跨区域的公共产品的需求量更大。中央财政举债更有助于弥补区域性和全国性公共产品供给相对不足的问题，也有助于破除地方利益，推进公共服务均等化。以基础研究为例，基础研究对于增强我国统一大市场的竞争力至关重要，但是基础研究通常需要投入大量的时间和大规模的资金，因此风险较大，且基础研究的成果具有很强的外部性，导致许多企业没有足够的动力进行基础研究。在合理划分中央和地方政府在基础研究投入的事权和支出责任的基础上，根据基础研究的特点由中央财政举债并给予部分资金支持，可以有效弥补地方财政在这方面支出的不足，促进我国经济的高质量发展。

（三）降低融资成本的要求

2015 年新《预算法》正式实施，地方政府正式享有发行地方政府债券的权力。如图 1，虽然在举债初期地方政府债券与国债的票面利率相差不大，且在少数时间点存在票面利率倒挂的情况，但随着时间的推移，二者之间的利差逐渐拉开并稳定下来，在大多数时期，地方政府债券的票面利率要远高于国债的票面利率，因此扩大中央政府的债务有利于降低政府的融资成本，并且至少还能产生两方面效果：一是同等债务规模所需支付的利息减少，中央财政可以将更多的国债资金投入到基础设施建设等领域，拉动经济增长；二是国债还本付息的压力减轻，能够进一步提高我国的举债空间。以日本为例，2022 年日本的国债负担率为 214.27%[①]，数倍于 60% 的国际警戒线，一个大重要原因就在于日本国债的利率较低，这可以通过日本政府发行的十年期国债的收益率看出，如图 2 日本政府 2023 年 1–9 月十年期国债的收益率维持在 0.8% 以下，大大减轻了日本政府的偿债压力。因此通过提高中央政府债务比重的方式能够显著降低政府债

① IMF全球债务数据库。



注：票面利率为每月发行的债券票面利率的加权平均利率

数据来源：Wind。

图 1　国债与地方政府债券票面利率对比

数据来源：Wind。

图 2　2023 年 1—9 月日本十年期国债收益率

务的融资成本，进而提高我国的举债空间，增强我国财政可持续能力。

（四）减轻对民间投资的挤出

一国政府的债务可以分为内债和外债，由于内债资金来源于国内的储蓄，因此会对国内民间投资产生挤出效应，但外债资金来源于国外，除了应付的利息以外，不会挤出国内民间投资。近些年来，国债成为外资配置的主要资产，根据中国债券信息网统计，截至 2023 年 9 月，银行间债券市场中境外机构持有国债余额为 20 703.89 亿元，占比 8%，而境外机构持有地方政府债券余额为 92.05 亿元，占比约 0.02%，无论是持债规模还是持债比重，境外机构持有的地方政府债券均远低于国债。即平均而言，融入相同规模的资金，通过地方政府债券融资占用的国内资金远高于通过国债融资占用的国内资金，因此地方政府债券的挤出效应大于国债的挤出效应。另外，与地方政府债券相比，隐性债务对民间投资的挤出作用更强，而且当地方政府的隐性债务占比过高时，地方政府债务的扩张会对经济增长产生更为显著的负向影响（刘哲希 等，2020）。因此由中央财政举债有利于降低政府债务对民间投资的挤出，更有利于促进经济的增长。

四、中央政府债务扩大的可行性分析 ①

（一）中央政府的信用优势

公债作为一种信用融资的政策工具，中央财政拥有更加雄厚的财力可以保障公债本息的偿还，因此无疑比地方财政拥有更强的信用和更好的条件。

1. 中央政府的税收收入比重大

1994 年分税制改革将当时的税种划分成了中央税、地方税、中央和地方共享税，

① 为了进一步说明我国中央政府债务扩大的可行性，本文还将中国与国际主要经济体的央地债务结构、中国与美国的负债率和储蓄率进行了比较，详细内容见附录，中国知网—《金融市场研究》。

表 2　2016—2022 年中央与地方获得的税收收入对比（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中央财政获得的税收收入	58 842.2	67 674.32	72 416.56	81 020.33	79 644.23	88 946.4	89 977.07
地方财政获得的税收收入	50 208.96	68 672.72	75 954.79	76 980.13	74 668.06	83 789.27	76 636.89
中央财政获得的税收收入的比重(%)	56.67	52.43	51.44	51.28	51.61	51.49	54.00

数据来源：2016—2022 年中央财政决算报表。

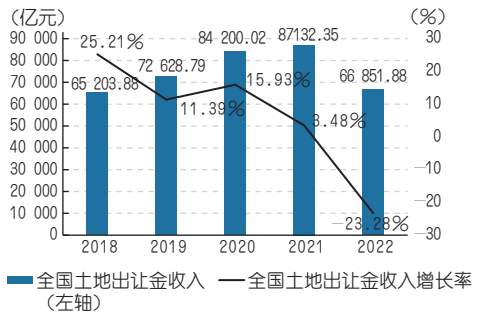
将维护国家权益、实施宏观调控所必须的税种划归中央，如关税和消费税，将适合地方征管的税种如营业税（2016 年全面“营改增”后取消）、个人所得税和房产税划为地方税，将增值税、证券交易税和资源税划为中央和地方共享税，中央和地方的分享比例增值税为 75∶25（2016 年全面“营改增”后分享比例调整为 50∶50），证券交易税为 50∶50（2015 年后调整为中央专享），资源税中的海洋石油税归中央，其他资源税归地方。虽然还建立了增值税和消费税的税收返还制度，但总体来说，中央财政获得的税收收入远高于地方财政获得的税收收入。如表 2 所示，在不考虑税收返还的基础上，2016 年全面“营改增”以后的各年中央财政获得的税收收入与地方财政获得的税收收入情况，其中，可以看出，2016—2022 年中央和地方政府税收收入总体呈不断上升趋势，到 2022 年末，中央财政获得的税收收入已经达到 89 977.07 亿元，而且从中央财政获得的税收收入占全国税收收入的比重来看，中央财政获得的税收收入的比重均大于 50%，这一级政府占据如此庞大的税收收入为中央政府债务扩张提供了坚实的信用背书。

2. 地方政府土地出让金收入锐减

同样，分税制改革使得地方政府承担较多的支出责任，但地方政府的财政收入相对较少，从而产生了严重的财政收支缺口，而在调节中央财政与地方财政关系及弥补地方财权与事权不匹配中，土地出让金收入发挥了难以替代的作用。土地出让金收入主要是国有土地使用权出让金收入，还包括国有土地收益基金收入和农业土地开发基金收入（陈共，2020）。随着出让土地使用权的市场化，土地出让金收入迅速增加，于 2010 年达到顶峰，成为了地方财政的主要支柱。伴随着城镇化的不断推进，地方政府不断进行大规模的基础设施投资，为了解决财力不足的问题，地方政府通过卖地获得收入，然后偿还债务，也刺激了地方政府债务的扩张。但随着土地财政时代逐渐落入尾声，地方政府的土地出让金收入受到了严重的影响。

如图 3 所示，2018—2021 年地方政府土地出让金收入分别为 65 203.88 亿元、72 628.79 亿元、84 200.02.03 亿元、87 132.35 亿元，土地出让金收入不断增加，到 2022 年土地出让金收入仅为 66 851.88 亿元，与 2018 年的水平相差不大。而从增长率来看，虽然 2021 年土地出让金收入的绝对值在增加，但其增长率大大下降，只有 3.48%，到了 2022 年土地出让金收入的增长率变为了 –23.28%。2023 年以来，这

一局面尚未改变，根据财政部 2023 年前三季度财政收支情况统计，2023 年 1—9 月国有土地使用权出让收入为 30 875 亿元，同比下降 19.8%。土地出让金收入的减少直接影响地方政府的政府性基金收入，从而使得地方政府的财力下降，其偿债压力自然也会加大，债务违约风险加大，地方政府的财政扩张的空间不足。相比之下，中央政府的财政收入并不依赖于土地出让收入，受到土地财政时代落幕的影响不大，拥有更加充足的财力，因此信用条件更好。



数据来源：财政部官网。

图 3　2018—2022 土地出让金收入与土地出让金收入增长率

3. 中央政府的货币发行权优势

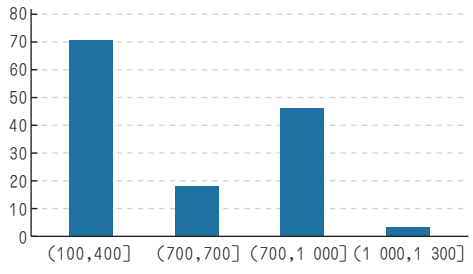
如果政府负债规模过大，中央和地方政府可以采取的应对措施不同。地方政府在必要时可以启动财政重整计划，而中央政府则可以正确合理地发挥其货币发行权的优势，采取货币政策，由中央银行发行货币来为中央政府的财政赤字融资。1995 年通过的《中华人民共和国中国人民银行法》规定：“中央银行不得向财政提供借款和透支，亦不得直接购买债券。”不过，中央银行通过公开市场操作的方式间接购买国债来为财政赤字融资，这使得国债的价格和发行量等都可以接受市场机制各方面的约束。具体的，这一优势体现在以下两个方面。一方面，政府向公众与银行等机构发行公债会在一定程度上挤占社会资金，不能完全发挥公债刺激需求的作用，但是由中央银行在二级市场上购买国债不仅可以防止政府债务规模的进一步扩大，还可以规避国债的挤出效应，将其全部转化成社会总需求，刺激效果更显著。另一方面，李嘉图等价认为政府今天的债务就是明天的税收，具有前瞻性的消费者不会增加当前的消费需求，自然也不会对经济增长产生影响。但是由中央银行在二级市场上购买国债可以规避李嘉图等价原理的制约，对经济增长产生更加显著的影响。

（二）中央政府债务的管理优势

1981 年我国恢复国债的发行，经过几十年的发展，我国国债在发行规模、债券流通以及还本付息方面都表现出明显的优势。

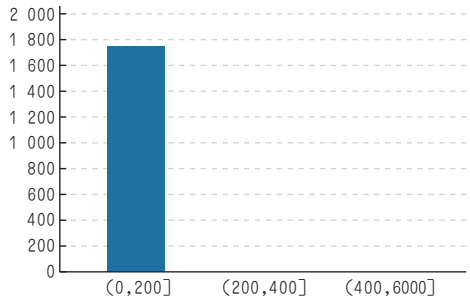
1. 发行规模方面

从总体债务规模的控制来看，我国实行国债余额管理制度，财政部在一个预算年度内可以自行安排发行国债的规模，只要保证年末国债余额不超过全国人民代表大会审批的限额即可，因此国债纳入预算进行管理，明确由中央财政资金进行偿还。虽然当前地方政府债券也实行了预算内限额管理制度，但地方政府隐性债务十分复杂，从隐性债务资金来源可以分为银行贷款、信托贷款、PPP 项目、保险资管等，从融资主体看也可分为城投平台、PPP 项



数据来源：Wind。

图 4a　2023 年 1—9 月单只国债的规模



数据来源：Wind。

图 4b　2023 年 1—9 月单只地方政府债券规模

目公司、政府投资基金等，导致地方政府隐性债务底数不清，其规模也很难受到控制。

从单只政府债券的发行规模来看，由于某一省份的举债资金通常用于本省范围内的经济建设，而国债资金用于全国范围内的若干事项，所以国债的规模远大于某一省份政府债务规模，自然单只国债的发行规模也远大于单只地方政府债券的发行规模，如图 4a 与图 4b，单只地方政府债券规模的规模主要在 200 亿元以下，远不如单只国债的规模。由于单只国债的发行规模远大于单只地方政府债券的发行规模，因此中央财政在举债过程中拥有比地方财政更强的议价能力，且由于中央财政的信用优势，国债的融资成本会小于地方政府债券的融资成本。

2. 债券流通方面

截至 2023 年 9 月，国债与地方政府债券的持有者结构如表 3 所示，仅就银行间债券市场来说，商业银行持有的国债规模为 180 149.62 亿元，占比为 69.65%，而商业银行持有的地方政府债券比例达到了 85.4%，严重影响了地方政府债券的流动性。此外，除保险机构之外的债券持有者的持有国债比例均在不同程度上大于持有地方政府债券的比例，也有利于国债流动性的增强。从国债市场来看，我国目前已经建立了场内和场外两个交易市场，其中场内市场包括证券交易所国债市场，场外市场包括银行间国债市场和柜台国债市场。除了现券交易以外，我国于 1991 年建立了国债回购市场，于 1994 年建立了国债期货市场，这一系列的市场的建立和发展对我国国债的流动性产生了重要的积极作用。根据 2022 年债券业务统计分析报告，2022 年银行间债券市场中国债的换手率为 213.05%，地方政府债券的换手率为 27%，企业债券的换手率为 55.26%，国债的流动性远远高于其他债券的流动性。

3. 还本付息方面

科学设置政府债务的期限结构能够均

表 3　国债与地方政府债券持有者结构（单位：亿元）

债券持有者	国债	占比（%）	地方政府债券	占比（%）
商业银行	180 149.62	69.65	318 416.45	85.40
信用社	2 804.04	1.08	1 811.70	0.49
保险机构	6 650.92	2.57	16 077.53	4.31
证券公司	8 597.86	3.32	4 873.31	1.31
非法人产品	16 930.93	6.55	20 641.47	5.54
境外机构	20 703.89	8.00	92.05	0.02
其他	22 814.05	8.82	10 951.52	2.94
合计	258 651.32	100	360 363.22	100

数据来源：中国债券信息网。

衡政府在各时期还本付息的压力，不至于出现在某一时间段需要集中偿债的情形，根据中国债券信息网披露的数据，2023 年上半年，我国共发行国债 42 992 亿元，其中一年期以下的国债共发行 11 780.3 亿元，占比 27.4%，既考虑了短期内国债的偿债压力，又保证了国债的流动性。另外，2022 年 3 月 29 日，财政部发布《关于对部分国债券种实施到期日管理有关事宜的通知》（财库〔2022〕13 号），决定对记账式附息国债实行到期日管理，规定每期记账式附息国债的到期日为到期月份的 15 日或 25 日。由于到期国债时间分布的不集中会导致国库款流出的波动，通过到期日管理改革固定到期日，对于稳定市场预期、提高资金的配置效率具有重要意义。

五、优化央地债务结构的建议

（一）增发中央政府债务，提高中央政府债务比重

首先应当测算我国国债的举债空间。虽然中央财政进一步举债是可行的，但也不能盲目扩张，以防国债风险的发生。因此财政部应当组织专家团队，建立科学合理的举债空间测算模型，充分运用大数据技术，将我国的经济发展状况、未来的财政收支情况、融资成本及居民储蓄率等因素纳入该模型，提高模型预测的精准度，并以我国国债的举债空间为限，根据未来各年份的经济发展情况，逐步提高中央政府债务比重。

其次应当选择合适的国债品种。我国的国债可以分为普通国债与特别国债，其中特别国债可以即收即支，只需要全国人大常委会审议通过后便可增发，比普通国债发行更加便捷，且无需列入财政赤字，因此在特定经济背景下或者出于特定目的时，应当考虑特别国债的增发。

最后应当优化我国国债的期限结构。当前我国存量国债剩余期限如表 4 所示，截至 2023 年 9 月，剩余期限在 5~6 年、7~8 年、8~9 年、9~10 年的国债数量较少，

尤其是剩余期限为 7~8 年的国债规模最小，因此建议将增发国债的还本时间设置在这类还本压力较小的年份，防止某一年还本付息压力猛增的情况。

（二）控制地方债务规模，防范化解地方债务风险

首先应当明确主要矛盾。各地方政府的负债水平与债务风险的大小不一，应当将贵州、新疆、甘肃等十多个风险偏高的地区作为债务风险防范化解的工作重点，而对于广东、上海等风险偏低的地区，允许其在限额内发行地方政府债券即可，高债务风险地区政府可努力向低债务风险地区政府争取远期低息贷款，减轻当下的还本付息压力。

其次，要督促高风险地区积极开展化债工作。应当根据当地的经济发展水平、资源资产状况，给各地设定科学合理的债务风险安全警戒线与本地的化债目标，在债务风险明显过大的地区，建议突出化债成绩在相关领导干部政绩考核指标体系中的作用。各地方政府也应当根据自身情况制定一揽子化债方案，如贵州通过“茅台化债”、债务重组等方式化解地方债务。对于部分债务风险过高的地方政府，中央政府应当允许其发行地方政府债券来置换部分隐性债务，缓解政府的偿债压力。

最后，地方政府也应当按照国务院办公厅发布的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(国办发〔2022〕19 号)，在已有案例经验的基础上，根据本地存量资产的特点，选择合适的存量资产盘活方式，同时积极促进民营企业参与到存量资产盘活过程中来，推动“四资运作”的发展完善，实现存量资产的有效盘活，其中债务压力过大的地区可将回收的资金用于本地债务的偿还，确保地方隐性债务只降不升。

表 4　存量国债剩余期限 (2023 年 9 月 30 日)

类别	债券余额 (亿元)	余额比重 (%)
1 年以内	57 837.51	20.69
1~2 年	31 696.90	11.34
2~3 年	38 259.98	13.68
3~4 年	20 549.40	7.35
4~5 年	25 213.50	9.02
5~6 年	14 453.50	5.17
6~7 年	22 012.00	7.87
7~8 年	7 187.10	2.57
8~9 年	11 194.30	4.00
9~10 年	9 616.60	3.44
10 年以上	41 556.77	14.86
合计	279 577.56	100.00

资料来源：Wind。

（三）合理安排增发国债资金支出，提高资金使用效益

在增发国债资金的使用主体方面，增发国债资金应主要由中央直接支出。当前经济下行压力进一步加大，需要中央政府充分发挥财政的逆周期调节与跨周期调节的作用，但长期以来，我国宏观调控存在地方化的问题，地方政府也承担了一部分宏观调控职能，如 2008 年 4 万亿元财政刺激计划要求地方政府提供 2.82 万亿元的配套资金，致使地方政府的隐性债务迅速攀升，地方债务风险加大。实际上，若

过多地通过地方来实施宏观调控，宏观效果将会随之加速递减，甚至会演变为各级政府的行政行为，在市场上产生挤出效应，并给其带来更大的不确定性（张均斌，2021）。因此，要适度加强中央的事权与支出责任，增发的国债资金应主要由中央直接支出，尽量避免将增发国债资金转移支付给地方政府，减少财政资金的碎片化使用情况，以便发挥国债资金使用的规模效益，提高中央政府的宏观调控能力。

在增发国债资金的用途方面，增发国债资金应主要用于全国统一大市场的构建。一方面，应当拒绝用增发国债资金置换地方政府隐性债务，防止道德风险的发生导致地方债务规模大规模增加；另一方面，增发国债资金的使用不仅要尽量避免影响市场效率，还要推动市场主体的活力提升。因此国债资金应投向那些民营企业不愿意投的、风险较大的领域，建议将增发的国债资金用于补贴重大基础研究、支持跨区域的基础设施等硬件建设以及推动全国统一的要素和资源市场建设中去，发挥中央财政在推进全国统一大市场建设中的关键作用，同时也为激发市场主体投资活力提供良好的市场环境。

完善国债资金绩效管理，提高资金的使用效益。在国债尤其是新增国债发行之前，应当对发债项目的资金需求进行科学的评估论证，确保发债规模的合理性，并围绕国债的经济效益、社会效益以及生态环境效益等维度设定合理明确的绩效目标，对执行过程中产生的偏差应当及时调整；在国债资金使用过程中，通过大数据技术加强对国债资金使用的动态监控，确保财政资金在规定用途内高效使用，防止不规范使用国债资金的情况发生；在国债资金使用结束后，要加强国债资金使用绩效评价结果的应用，将有关单位下一年度的预算资金与国债资金使用绩效评价结果挂钩，对未达到绩效目标的项目负责人进行问责，并将问责结果通过政府官网、媒体等途径公开，增强社会公众对国债资金使用的监督。

总之，从保持经济可持续发展的角度来看，不管中央债还是地方债，都只是一种辅助性的工具，不可能成为“主攻手”，关键还是要充分调动市场经济主体，尤其是民营经济和外资企业及地方政府的积极性。唯其如此，我国的债务风险才能随着社会经济的不断发展而逐步化解。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 白景明.客观认识我国的中央政府财权集中度[J].财贸经济,2007(08):42-47+128.

[2] 陈共.财政学[M].10版.北京：中国人民大学出版社,2020.

[3] 龚强,王俊,贾珅.财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J].经济研究,2011,46(07):144-156.

[4] 李金龙,章彤.国际经验视域下我国赋予地方政府举债权的可行性探讨[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2012,65(04):88-92.

[5] 刘澜飚,陈晨,王博.举债权放松能否缓解地方政府债务风险?[J].管理科学学报,2023,26(07):76-105.

[6] 李升.地方政府投融资方式的选择与地方政府债务风险[J].中央财经大学学报,2019(02):3-12.
[7] 刘尚希.以拆弹的精准和耐心化解地方隐性债务风险[J].地方财政研究,2018(08):4-6.
[8] 刘志彪,孔令池.从分割走向整合：推进国内统一大市场建设的阻力与对策[J].中国工业经济,2021(08):20-36.(04): 100-115.
[9] 罗志恒.专项债的作用、结构特征与问题[J].工信财经科技,2023(03):5-9.
[10] 毛捷,韩瑞雪.中国公共债务的风险在哪里？——国际比较与经验借鉴[J].国际经济评论,2020(06):85-103+6-7.
[11] 倪红日,张亮.基本公共服务均等化与财政管理体制改革研究[J].管理世界,2012(09):7-18+60.
[12] 宋立.我国公共服务供给中各级政府事权财权配置改革研究(主报告)[J].经济研究参考,2005(25):2-30.
[13] 唐在富.我国财权集中度的理论分析与现状评鉴[J].财政研究,2010(04):36-40.
[14] 王永钦,戴芸,包特.财政分权下的地方政府债券设计:不同发行方式与最优信息准确度[J].经济研究,2015,50(11):65-78.
[15] 王永钦,张晏,章元,等.中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J].经济研究,2007(01):4-16.
[16] 王泽彩,郑金宇.新增地方政府专项债券项目绩效管理机制研究[J].地方财政研究,2021(06):39-46+59.
[17] 姚东旻,朱泳奕.发挥国债市场在财政政策和货币政策协调中的关键性作用[J].债券,2021(06):23-26.
[18] 尹旭.我国市政债发行的必要性、可行性与模式分析[J].地方财政研究,2019(04):20-28.
[19] 张均斌.后疫情时代，宏观经济政策要有新思维[N].中国青年报,2021-08-24(005).
[20] 赵琦.地方政府专项债券有关问题探讨[J].地方财政研究,2020(07):26-32.
[21] Baber W R, Gore A K, Rich K T, et al. Accounting restatements, governance and municipal debt financing[J]. Journal of Accounting and Economics, 2013, 56(2-3): 212-227.
[22] Boadway R,Tremblay J. A Theory of Fiscal Imbalance[J]. FinanzArchiv / Public Finance Analysis,2006,62(1).
[23] Oates Wallace E. Fiscal Federalism[M]. New York: Harcourt Brace Jovanovic, 1972.
[24] Ricard W. Tresch. Public Finance[M]. Business Publications, Inc. 1981.
[25] Stigler, G. The Tenable Range of Functions of Local Government, in: US Congress Joint Economic Committee. Federal Expenditure Policy for Economic Growth and Stability[R]. Washington, DC: Government Printing Office, 1957.

Optimizing the Debt Structure of China's Central and Local Governments

BAI Yanfeng[1,2]　JIANG Siyu[2]

(1.Graduate School of Central University of Finance and Economics;

2.School of Finance and Taxation, Central University of Finance and Economics)

Abstract　In order to promote economic recovery from the Covid-19 pandemic, proactive fiscal policies need to be enhanced, especially through the use of government debt. However, at present, many local governments in China are facing great pressure on fiscal revenue and expenditure, and there is insufficient room to expand local debt. Maintaining a debt structure dominated by local government debt will increase financial risk and be detrimental to expanding economic growth. Compared with local government borrowing, central government borrowing plays a greater role in a unified national market. It lowers financing costs and reduces the likelihood of crowding out private investment. Optimizing the structure of China's central and local government debt is therefore a critical task. Actions should be taken to increase the issuance of central government debt, control the scale of local borrowing, and rationally apply funds raised from the issuing of treasury bonds.

Keywords　Debt Structure, Debt Risk, Economic Growth

JEL Classification　H63　H74　H81