

# 除旧疾，解新忧：国际主权债务风险化解

白晓柯

**摘要** 地方政府债务问题牵扯主体多，波及范围广，对宏观经济大盘影响大，受到社会各界的广泛关注，已成为当前防范化解重大风险的关键环节。2023 年以来，党中央多次开会研究地方政府债务相关问题，表述从“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”到“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”再到“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”，债务风险化解的思路不断明晰，全面系统地化债方案呼之欲出。本文结合国际主权债务风险化解历程，针对中国债务风险实际特征，提出可供在实操中参考的化债建议。

**关键词** 主权债务 债务重组 化债方案

## 一、引言

根据 IMF 统计,2022 年全球债务率(债务总额和 GDP 的比值)达 238%。以美元计价,2022 年全球债务达到 235 万亿美元,比 2021 年水平高出 2 000 亿美元,已经达到历史高位。发展中国家为应对内外部冲击,公共债务增速明显快于发达国家,随着当前地缘政治不断恶化,国际融资环境收紧,经济恢复存在不确定性,全球主权债务风险,特别是发展中国家违约风险不断提升(万志宏和史鹏燕,2023)。回顾国际主权债务风险化解历程,各国面临内外部冲击导致债务无法持续,主动或被迫通过各种手段化解债务风险,债务重组是较常见的手段。中国近年来公共债务水平不断提升,与全球国家债务高企的趋势一致,

债务的可持续除了同其他发展中国家一样面临的全球性的外部冲击,还受到经济增速放缓、土地出让收入不确定性等内生因素(梁琪和郝毅,2019)。另外,地方政府债务问题与分税制度不完善、地方官员激励扭曲、地方融资平台不规范、宏观调控和财政政策需要等因素联系在一起更加错综复杂(龚强等,2011)。因此,要针对性地通过债务重组等手段,坚持短期目标和长期目标相结合,改革式地除“旧疾”,解“新忧”,构建与经济高质量发展水平相适应的债务体系。

### (一) 国际公共债务存在“内外之分”

根据债务条款依据的法律不同,主权公共债务大致分为依据国内法律偿还本息的国内债务(内债)及依据国外法律的国

白晓柯,中国银行间市场交易商协会。本文系个人观点,与所在机构无关。



外债务（外债）。根据 IMF 债务划分（IMF，2021），对于本国公民持有或以本国货币计价的债务也被视作内债，由外国居民持有或以外国货币计价的债务视为外债。在发展中国家中，低收入国家（LICs）国内金融资源有限，多依赖国外融资渠道举借的外债。新兴市场国家（EMs）此前大力改革发展金融市场能够灵活利用国内市场相对扩大内债规模。根据世界银行统计（International Debt Report 2022），低收入国家（LICs）外债占比高，达到公共债务的一半及以上，持有人包含了外国双边官方组织、多边组织以及私人债权人。新兴市场国家的内债占比相对较高，中国、巴西、印度、俄罗斯等国家的国内债务占比都超过 70%。

## （二）主权公共债务风险化解的分阶段特征

受债务结构、债务风险水平、金融市场发展程度等因素影响，不同国家会考虑不同的债务化解策略，化债成本代价也不尽相同。根据（Reinhart & Rogoff，2011；Asonuma & Trebesch，2016）对 1980—2020 年有公开记录的国际债务重组事件梳理<sup>①</sup>（附表 2），除希腊和塞浦路斯债务重组是在欧元危机背景下，其他均为发展中国家（包含部分 1990 年的东欧转型经济体），债务风险存在“南北差异”。从化债方式来看，主要包括金融抑制（比如通过国有银行或其他国有控制实体直接持有政府债

券、强制政府债券利率低于市场水平等）、高通货膨胀、预扣税相关政策以及必要时开展债务重组。

回顾主权公共债务风险化解历程（附图 4），存在着典型的分阶段特征。一是在 20 世纪 90 年代及之前，通货膨胀和金融抑制政策是主要化债手段，外债和内债重组少见。二是 20 世纪 90 年代中期后，在新兴市场国家大力开展国内金融市场改革，通货膨胀被纳入货币政策目标的背景下，通货膨胀不是化债优先策略，债务重组尤其是内债重组变得频繁。

## 二、不同情境冲击下的债务重组代价

从债务结构来看，内债和外债在公共债务中的占比影响债务重组选择策略。通常外债占比高的国家会考虑外债重组，内债占比高的国家选择内债重组。从重组难度来看，主权公共债务重组可能导致国家主体评级下调，影响非金融部门的融资成本和融资渠道。外债依据的为外国法律，持有人多为境外居住的组织及个人，谈判协调难度大，债务重组较为困难。如金融体系有一定韧性，能够吸收重组损失，并确保非金融部门能够获取正常融资的情况下，考虑开展内债重组。

### （一）债务重组的触发情形

受各类不同的内外部冲击导致经济下行，政府财政压力加大出现债务不可持续，会进一步引起金融市场波动，为解

<sup>①</sup> 附图1至附图5、附表1至附表2，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



决债务风险政府启动债务重组 (Reinhart & Rogoff, 2011 ; Asonuma & Trebesch, 2016)。1980—2020 年间大约有 70% 的债务重组事件由严重的实体经济衰退、外汇汇率冲击、银行业破产危机触发, 其余由政治动荡、严重的财政压力导致。总体来看, 实体经济衰退是触发债务重组的普遍情形。

### (二) 不同债务重组选择的代价(附图 5)

① 内外债同时重组 (EDR/DDR) 的损失代价大于单独进行内债重组 (DDR) 或外债重组 (EDR)。EDR/DDR 后的经济增速水平明显低于单独 DDR 或者 EDR 的经济增速。通过对国内信贷和 GDP 的比值及总资本流入和 GDP 的比值, 可以看出 EDR/DDR 会造成国内外融资渠道的同时受损, 导致重组代价更大。

② 伴随银行业危机的债务重组经济代价更大。对于危机驱动型的债务重组, 最严重的 GDP 下滑发生在 EDR/DDR 且同时出现银行业危机。在内债占比高的国家, 国内金融机构是公共债务的最大债权人, 重组对于银行业有较大影响。此外, 货币贬值等外部冲击同样会对重组后的经济恢复造成较大影响。因此, 保持国内或国外融资渠道的通畅, 能够为债务重组创建有利的环境。

③ 债务重组的时机导致不同结果。预先债务重组 (Pre-emptive) 即在没有出现债务偿付违约或仅暂时出现个别暂时无法兑付的情形下启动债务重组, 这在 DDR 中相对应用普遍, 而 EDR/DDR 大多在违约后开展。此外, DDR 可能由于预先重组

的方式以及主权国家对法律法规的更强掌控力, 时间成本明显低于 EDR 或者 DDR/DDR。在阿根廷的案例中, 政府在主权债务违约后开始债务重组, 比索短期严重贬值, 高度美元化的经济受到严重冲击, 不利于后续化债的开展。

## 三、债务重组方案要清晰有序

债务重组目标一方面是通过债务重组实现债务可持续, 另一方面, 要将重组对金融市场和宏观经济的潜在影响降到最低。根据 IMF 定义 (IMF, 2002 ; IMF, 2021a), 债务可持续有两层含义: 一是政府能够在合理市场化的利率水平实现公共债务的存续, 并能够为后续财政发力留有空间; 二是政府要保持稳健的债务水平, 但并不意味着政府要保持长期盈余来牺牲潜在经济增长。此外, 为了对冲重组的负面影响, 政府可充分利用财政救济等措施对国内债权人补偿, 确保银行满足资本充足率要求, 因此债务重组成本估算除了债务置换的直接成本, 还要考虑此类间接财政补偿成本。

### (一) 明确重组范围, 特定问题具体分析

国内公共债务大部分由银行、保险机构、养老金等机构持有, 个人债权人相对较少。在考虑重组范围的过程中, 要以恢复债务可持续、减少潜在市场影响为前提, 考虑不同债权人的配合程度及损失吸收能力, 合理确定公共部门债务的重组范围。希腊在债务重组过程中经过评估, 确定重组包括其发行的 85.8% 的内债以及 69% 的



外债，共计 2 020 亿欧元。

首先，由政府直接或间接承担的债务都可以考虑纳入重组范围。除中央政府债务外，大概分为三类：第一类为公共预算支持，无法偿付的地方政府直接债务；第二类是基于国家法律框架下的公共部门实体，比如是独立法律实体但无法履约的国有企业（SOEs）债务；第三类是政府有间接偿付责任的其他债务。以希腊为例，2012 年希腊启动债务重组之初就明确其主权债务置换范围，包括希腊法律下的内债和适用外国法律的外债，还包括由公共国有企业发行的 36 只适格的政府担保债券。

其次，对各类政府债券（本币或外币计价）、贷款、政府拖欠账款以及相关金融衍生产品做有针对性的重组分析。①短期期限的政府国库券不适合进行重组置换。短期国库券的一级市场发行规模大、发行频率高，二级市场交易活跃，直接影响银行间市场流动性，对央行公开市场操作也有影响，重组影响大不建议纳入重组范围。目前开展大规模短期国库券置换的国家只有俄罗斯。1993 年后俄罗斯在汇率贬值及石油价格大幅度下跌背景下，为应对财政危机发行了大量的 12 月以内的短期国库券（the GKO），均由国内金融机构持有，规模在 1997 年超过 GDP 的 12%。俄罗斯后来不得不围绕 GKO 开展多轮重组，影响金融市场稳定，重组难度较大。②银行贷款及金融机构预付款等债务在双边基础上平等磋商置换重组。非市场化的债务比如贷款可以置换为债券等证券化工具或者置换为新的贷款。比如希腊案例中很多

政府贷款被置换为债券。对于期限长、流动性弱的资产，考虑匹配养老金等长期机构持有人。③政府拖欠账款需要开展真实性、有效性验证。政府对于供应商的欠款如纳入重组范围，需要独立的审计机构对真实性、有效性进行验证。④关注债务货币计价单位以及相关衍生工具。对于依照本国法律的政府债务，即便是外币计价也可考虑重组难度部分纳入。对于以政府债务资产为抵押，或是相关的金融衍生工具，重组衔接要考虑是否涉及 ISDA Master Agreement 等国际协议。

最后，重组安排要考虑持有人特征。央行对于稳定金融体系作用至关重要，重组安排要避免影响央行履职能力。对于公共部门实体持有人，重组要考虑其财务承受能力、政府预算关系以及系统重要性。对于非金融公共实体持有人，在充分评估吸收损失能力的前提下可以考虑纳入债务重组范围。个人和家庭部门持有人吸收损失能力较弱，需要谨慎考虑纳入重组范围。

## （二）坚持市场化、法治化原则，长短期目标相结合

① 主权政府在内债重组中不能过度依赖当地法律优势。在内债重组中，主权政府可以通过改变相关法律法规直接调整债务条款，还能影响涉及的诉讼达成重组目标。但如果政府过度依赖当地法律优势，忽视与国内各类债权人的平等协商，将导致投资者在今后的债务投资中倾向于使用外国法律，并要求投资溢价，不利于市场的长远发展（杨健健和李芳竹，2023）。内

债重组可以考虑通过在债权条款中增加各类集体行动机制，坚持按照市场化、法治化的原则平等沟通协商。

② 主权政府应构建有效公共债务管理体系框架。根据 (Awadzi, 2015) 研究，各国政府债务重组的共性难题是确定政府债务规模，尤其是确认中央政府直接债务外的地方政府直接及间接债务。因此，要制定公共债务管理框架对政府债务加强管理，除直接债务外还考虑将政府间接负有的债务纳入，设置合理的债务报告制度（比如报告规模、报告频率、报告单位）。

③ 债务重组要配合长期持续的宏观经济政策改革。根据 (Strauch et al., 2016) 研究，债务重组通过对名义本金和利息进行减值导致债权人短期承担一定损失，但考虑宏观经济能够长期向好的条件下，损失会逐步减小。债务重组能够实现“以时间换空间”，一方面严肃财政纪律构建债务管理体系，确保长期债务可持续，另一方面还要加强经济改革措施，推动经济增长发展。

### （三）减缓金融市场的直接冲击，确保运行稳定

#### 1. 银行体系风险暴露高，要精准评估及时干预

债务不可持续导致债务重组，银行作为公共债务最大持有人也暴露在风险中，同时还要受到其他的冲击。经济下行时银行业的资产质量降低，面临外部冲击银行业流动性风险不断上升。政府财政压力加大倾向于利用国内金融机构融资。此外，债务重组中的本金减计、利息减免以及延

长期限等非市场化行为会对银行的资产负债表会产生不利影响，但银行的真实损失可能因会计计量方式选择、公开披露压力等原因无法在资产负债表真实体现。在希腊案例中，希腊国内银行将大部分主权债务分类为持有至到期 (HTM)，在当时 IAS39 准则下没有强制要求按公允价值计量，银行没有能够精准及时确认本金减记以及净现值损失带来的资产负债表损失。之后国际财务报告标准 (IFRS 9) 将金融资产划分为为了以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI) 及以摊余成本计量的金融资产 (AMC)，旨在及时确认债务重组前的潜在损失。因此，需要配合严格的资本监管措施，运用适当的会计准则来确认银行损失，及时进行危机管理，确保银行体系安全。

#### 2. 关注非银金融机构风险，制定风险防范措施

非银机构根据自身业务特征开展投资，比如保险机构和养老金长期持有政府债券，债务重组也会冲击其资产负债表，可能遭受较大损失。由于银行的业务规模大，系统重要性程度高，监管的标准和关注均高于非银机构。有必要事前制定详细的债务重组方案，及时发挥风险缓冲作用。特别是债务重组后可能面临养老金支出陡增的情形，在支出大于收入的情形下要防止储备的快速消耗，并制定短期及中期的养老金改革计划，对详细的参数进行调整，保证养老金运行稳定。



### 3. 保障中央银行履职能力，建立应急流动性支持机制

新兴经济体因为金融市场不够发达，合格抵押品的可选范围有限，在重组后放开合格抵押品标准可能会进一步降低央行的资产质量，极端情况下需要进行资本调整。流动性是金融稳定的生命线，债务重组后部分金融机构可能面临资金渠道不通畅、储蓄外逃的情形，设置金融稳定基金能够提供应急流动性支持，帮助恢复市场信心。希腊为重建金融市场稳定设立了500亿欧元的金融稳定基金来帮助银行。俄罗斯在债务违约以及卢布贬值触发的银行业危机后，没有强有力的央行稳定金融系统，导致国有银行及中央政府偿外债偿付困难，1999年5月不得不宣告违约，外部融资渠道直接阻断，直到2002年12月才重新在国际市场进行融资，教训惨痛。

#### （四）针对本国实际情况，应对各种间接负面影响

债务重组间接影响需要统筹考虑，有的国家可能会出现银行挤兑、存款外流，社会对于政府能力质疑，导致各种混乱情形，不利于重组后经济秩序的快速恢复。

①关注国内资本流出。债务重组引发境内资金避险，大规模的资本流出容易冲击外汇市场，汇率贬值压力加大。IMF建议制定暂时资本流动管理措施（CFM），在经济恢复后考虑退出。在俄罗斯、乌克兰、塞浦路斯、阿根廷等案例中，债务重组后都引发了严重的货币贬值和资本流出。

②关注大规模的信用收缩。重组后银行受损，可能会减少对于家庭部门和企业部

门的贷款，信用收缩影响经济潜在产出。

③关注资产价格迅速下跌。在银行去杠杆以及政府财政重整的过程中，对于持有资产的甩卖可能会导致资产价格的迅速下跌。

④关注风险传染性。当前信息传播速度快，金融市场数字化程度高，风险传染速度远超以前。因此，债务重组的事前、事中及事后阶段，各类相关谣言会影响市场投资人的信心，因此要制定方案传递积极信号，减少信息不透明带来的恐慌。

## 四、中国与其他发展中国家地区的不同点

中国在全球化过程中扮演重要角色，经济发展和世界深度融和，债务风险一定程度上和世界普遍公共债务风险高企的大气候同频共振，也有中国自身的特殊情况。

#### （一）债务角色有全球特殊性，既要“攘外”也要“安内”

在全球债务危机加剧的背景下，中国在全球债务体系角色特殊，受到两面相反的冲击。一方面，随着中国债务水平不断走高，尤其是近年来公共债务攀升，在面临内外部冲击的情况下，防范化解国内债务风险的压力不断加大；另一方面，我国已经成为全球最大的官方债权人，对外债权头寸仍在快速增长，主权债务违约不可避免将出现常态化、持续性多发状态，新冠疫情进一步加剧了这一问题（周诚君等，2021）。

#### （二）中国央地财税关系特殊，地方隐债成为突出问题

中国政府债务问题的核心是地方政府

债务风险，最重要的特征是基于央地财政特殊关系下的地方政府债务隐性债务风险（周世愚，2021）。受新冠疫情等压力影响，我国债务风险的结构性和区域性风险加速分化，化债的紧迫性进一步增强。根据IMF统计（图1），2022年中国政府一般债务（法定债务）为61万亿元，而估算出的中国地方融资平台债务达到56.67万亿元，其他债务大约13.73万亿元，隐性债务规模总共预计为70万亿元左右，因此宽口径下中国政府债务预计达到132.3万亿元左右。化解地方政府隐性债务，已经成为防范系统性重大风险的关键环节。

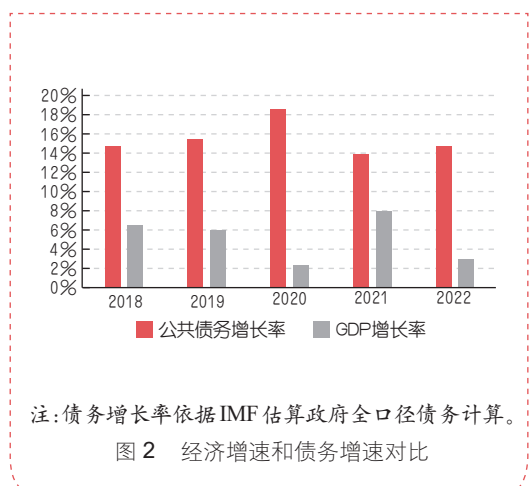
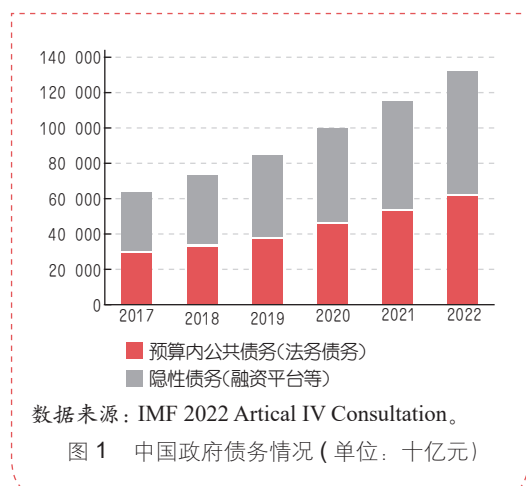
### （三）经济内生动能还在恢复，多重因素影响债务可持续性

国际债务重组案例中的实体经济增长缓慢、外汇市场剧烈波动、银行业危机等都会使财政承受重压，影响债务可持续性以至于不得不开展债务重组化解风险。中国经济除受到全球性外部影响外，还面临其他情形。2023年是疫情影响消退与经济基础恢复的一年。中国经济的核心任务

是实现宏观经济恢复性增长和微观基础深度修复，进而重返扩张性增长轨道。不同于以往经济周期，本轮中国经济复苏需要经历社会秩序与交易修复、资产负债表修复、常态化扩展三个不同阶段，而且在阶段转换上也可能会遭遇阻碍（刘晓光等，2023）。我国为进一步提振经济实施“逆周期”政策组合，公共部门债务水平处于高位，经济增长率和债务增长率之差不断加大，影响债务可持续性（图2）。

## 五、结合国情对债务重组的思考

根据外汇局数据，我国外债结构与规模合理稳定，2022年末我国（不包含中国香港、中国澳门及中国台湾）全口径外债余额2.45万亿美元，其中广义政府外债余额为30385亿元人民币（等值4363亿美元），外债负债率为13.6%，短期外债与外汇储备的比例为42.8%，均处于国际公认的安全线内。鉴于我国外债相对稳定安全，国内金融体系具有一定的损失吸收能力，可以考虑在成本最小化的前提下开展内债





重组化解债务风险。

### （一）择时化债稳定预期，防止出现系统性风险

通过对国际债务重组事件的分析，不同国家在不同时机化债对于后续的经济增长有不同影响。通常来看，出现主权债务违约、银行业危机以及经济陷入严重衰退后开展债务重组，会导致更加严重的经济冲击，需要更多时间恢复至危机前的经济发展水平，化债代价沉重。俄罗斯和阿根廷，都在主权债务正式违约后被迫开展债务重组，经济冲击大恢复慢。因此，要准确分析经济形势，评估债务可持续，在金融市场出现重大波动前，预先债务重组能够主动稳定市场预期，牢牢守住不发生系统性风险的底线，确保宏观经济大盘稳定。

### （二）明晰债务重组范围，多层次多角度分类施策

债务重组要确保国内金融体系稳定运行，在损失最小化的前提下开展，具体方案要综合考量多重因素，分类施策。从债务口径角度，化解地方政府债务要应纳尽纳，不留隐患。除了考虑地方政府法定债务外，对地方政府直接或间接负有偿付责任的其他隐性债务统筹考虑（毛振华等，2018）。从覆盖区域角度，化解地方政府债务应从全局角度来看，区域范围包含两个层面。一是统筹全国范围。除了要防范部分经济基础薄弱省份的短期违约风险，还要关注其他经济相对发达但增长有放缓趋势的省份。化债目的在于稳定全局，经济发达省份债务违约会导致风险迅速蔓延，影响程

度要远甚于经济落后省份“爆雷”。二是统筹境内境外。在地方政府债务重组过程中，要特别关注近年城投发行的中资美元债。参考房地产企业中资美元债的风险处置事件，由于中资美元债适用外国法律，债权人多为非本国居民，一旦违约其处置难度非常大，对市场信心和国家信用有较大负面影响。要吸取房企海外债券暴雷相关经验，统筹考虑城投企业存续的外债。

### （三）坚持法治化、市场化理念，合理分担债权人损失

政府在债务重组中拥有当地法律优势，但过分依赖政府权威的债务重组会影响市场功能和投资人信心，促使市场主体今后倾向于外国法律，不利于本国经济的长远发展。因此，在债务化解过程中，要坚持法治化、市场化理念，在与债权人平等协商的基础上，尊重原有条款协商重组事宜。比如对于债券，可以考虑完善发挥债券持有人会议等现有沟通机制。在损失分担方面，对于实力较强的国有大行可以适当多分担重组损失，对损失吸收能力较弱的债权人，比如中小金融机构以及通过各类信托、理财产品持有地方政府债务的自然人，要防止出现“风险处置的风险”。

### （四）加强全局统筹协调，对化债加强全过程审计监督

债务重组涉及地方政府以及各类债权人的沟通协调，为确保金融市场稳定，需从全局角度统筹。我国地方政府债务多由国内金融机构持有，即便拖欠供应商账款的债权人也多为境内居住的本国公民，沟通协调难度相对较小。另外，债务化解

是系统性工程，要对债务化解全过程加强审计监督，既要加强地方债务已报送的债务，也要关注地方政府“隐瞒”的债务（毛捷等，2023）。对于纳入报送范围的，对于公开市场债务比如债券，应加强对政府关联度的核查，确保地方政府隐性债务的不遗漏；对于非公开市场债务，比如非标、贷款以及其他融资工具，对其非市场化操作造成的成本、期限重点关注；对于地方政府拖欠供应商的拖欠账款，根据国际经验要加强合同的法律审查，确保其有效性以及真实性；对于未纳入报送范围的，要加强对地方政府的相关部门单位以及地方国企的审计监督，按照实质大于形式的原则，穿透关注地方政府隐性担保。

#### **（五）重点关注银行业风险，发挥央行稳定器作用**

金融市场运行是否稳定，特别是银行业能否维持稳健经营是开展债务重组的重要前提以及成功保障。银行业和实体经济共生共荣，受经济波动影响运行压力不断加大，而房地产市场不振、地方政府债务风险等又使得相关资产质量下降。同时，各类刺激政策的实施，银行业又需要向实体经济提供充足的流动性，贷款利率不断下调，息差空间进一步收窄，银行合理利润区间被压缩。通常而言，金融周期和经济周期的不同步使得银行不良风险暴露有一定的滞后性，加之金融管理部门当前对不良资产认定有所调整，比如2023年2月发布的《商业银行金融资产风险分类办法》对次级类资产、不良资产、可疑及损失类资产的具体认定有所放松，展期天数不再

纳入逾期天数的计算范畴，重组资产的风险分类不再统一要求必须分为不良，这些柔性安排一定程度上从表面美化了银行资产负债表，但不利于准确评估银行真实经营情况以及吸收损失能力。我国银行机构多为各级财政出资，股东大部分是政府以及国有企业。如银行发生风险，政府不仅会承担直接损失，还要考虑银行开展资本重组的经济代价。在银行业资产负债表承压、盈利能力不断下降，以及头部银行和尾部银行加剧分化的背景下，要考虑由央行设置应急流动性支持安排，并且通过各种措施为银行预留安全缓冲垫，确保银行业稳健经营。

#### **（六）配合多方面稳定措施，减少债务重组副作用**

① 国内债务重组会直接影响国内融资渠道的通畅，公共部门债务重组要采取适当措施，避免银行信用过度收缩，在合理的价格水平下保障私人部门国内融资渠道通畅，同时确保境外融资渠道稳定。② 地方政府为化解债务风险出售资产要避免冲击市场价格，对于土地楼宇等固定资产，要适应房地产形势择时盘活，同时考虑期限错配的问题。③ 政府债务重组可能会影响境外投资人信心，容易出现汇率承压的情形。2022年我国资本流动情况出现变化，短期跨境资本波动大，证券投资项目出现了波动幅度较大（谭小芬和张珂珂，2023）。另外，美联储加息对我国跨境金流动的外部效应也显著存在，这些外部因素会进一步放大外汇市场波动。因此，可以考虑制定在特殊情况下的紧急资本流



动管理措施，确保债务重组期间外汇市场稳定。

## 六、构建可持续债务的中长期建议

就债务自身而言是不存在“好”或是“坏”的，当前防范化解地方政府债务风险已成为社会热点，我们既要破除“举债就能促进经济增长”的迷信，也要警惕“债务就是经济发展的毒药”的说法，树立正确的债务观。债务能够平滑经济波动，审慎运用有助于促进经济增长，中国经济的奇迹离不开债务的助力。也要看到，过度依赖债务会造成诸多不利影响，债务风险威胁经济发展的安全稳定。经济增速放缓和债务过快增长的曲线不匹配会导致债务不可持续，我国地方政府债务问题还有央地财税关系复杂的因素，因此开展地方政府债务重组是短期目标，从中长期更要保持债务处于合理水平，改革央地财税关系，增强金融市场体系韧性，推进结构化改革筑牢稳定增长点，最终实现经济的高质量发展。

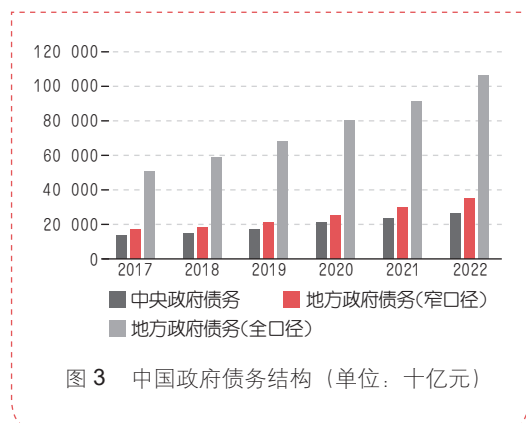
### （一）调整不平衡的债务结构，构建债务可持续长效机制

2022年中国政府法定债务余额为61.9万亿元。其中，中央政府负担的国债为26.56万亿元，地方政府债为35万亿元（一般债14.4万亿元、专项债20.7万亿元）。2022年根据IMF测算政府隐性债务大致为70万亿元，包含地方政府融资平台以及其他政府基金等债务。因此从结构来看中国政府债务存在两个突出的结构不平衡，一是中央政府债务少、地方政府债务

多；二是法定债务少、隐性债务大（图3）。中国特有的政府债务结构直接导致两个问题：第一个问题是地方政府是举债主体但财力较弱，偿债能力和债务余额存在不匹配，地方财力下滑极易引发债务不可持续造成债务风险；第二个问题是地方政府利用自身信用通过借道融资平台、设置各种产业基金、政府购买服务等方式变相举债，造成表外难以准确估算的隐性债务，成为债务化解工作的突出难点。我国政府债务结构是特有历史背景下的产物，要从着力构建长效债务可持续体系入手。针对央地结构的不平衡，要考虑通过各种安排增加中央政府债务占比，地方政府负债规模要与经济发展水平和财力水平相匹配。针对隐性债务占比高的情况，要在摸清存量规模底数的基础上，建立债务全口径且横向可比的监测体系，发挥审计监督作用，地方政府举债“走正门”，加大问责杜绝“走偏门”。

### （二）适时改革央地财税关系，约束地方非理性扩张冲动

我国政府为应对内外部冲击稳定经济增长实施各类逆周期刺激政策，加大留抵退税力度，财政收入和财政支出结构发生调整。2022年全国一般公共预算收入20.37万亿元，比2021年增长0.6%，而全国一般公共预算支出26.06万亿元，比2021年增长6.1%。从结构上来看，由于中央和地方的收入和支出结构不同，地方政府“财权”与“事权”不对称（陈硕和高琳，2012）。2022年地方一般公共预算本级收入10.89万亿元，同比下降2.1%，地方一



一般公共预算支出达到26万亿元，同比增长6.4%。而地方政府性基金本级收入7.38万亿元，同比下降21.6%。这种结构导致的地方财政压力还会抵消减税降费的效果，地方政府还可能通过各类税费变相增收，影响宏观政策效果。2022年全国非税收入增长24.4%，地方非税收入增长17.8%。因此，我国地方政府财政既要保运转，又是作为逆周期调控的支出主体，支出责任巨大的同时没有相适应的收入，即便通过“正门”举债也无法满足，在非理性政绩观的刺激下，主动绕道“走偏门”，导致两个最重要的约束失效。一是预算约束失效导致财政纪律混乱。财政预算并非刚性约束，地方政府多种方式突破预算开展预算外融资，财政纪律需要整顿。二是债务约束失效导致非理性举债。地方政府专项债作为“正门”，“转贷”又使得省级以下地方政府将其视为“隐性国债”，即便项目投资收益过低也有更上一级政府兜底。通过融资平台举债“偏门”，政府不直接作为举债主体更方便债务扩张。债务约束失效导致各地在扭曲的政绩观刺激下，“面子工程”“政

绩工程”浪费大量资源。因此，要正视目前的央地财税关系，不仅要讨论收入划分，更要对事权支出责任进行细化，整顿财政纪律，建立收支匹配、财政安全、运转高效的央地财税体系，遏制地方政府非理性冲动，避免财政资源的浪费。

### （三）大力深化金融市场改革，不断增强金融体系韧性

近年来中国公共部门债务以内债为主，规模远超过新兴市场经济体平均水平，看似债务风险较高，实则中国深化发展的金融市场能够支撑与经济发展需求相匹配且保持相对独立自主的稳定债务融资。而其他发展中国家债务融资依赖境外债权人，债务多为外币计价，受国际融资环境、地缘政治冲突等影响较大，无法保持国内经济发展的长久稳定。因此，要继续大力深化金融市场改革，尤其是推进债券市场、股票市场深化发展，从“扩容”到“提质”，高质量服务实体经济。但同时，我们也要看到中国金融市场体系的深度韧性同发达国家的成熟市场相比还有差距，如银行业存在同质化竞争严重、机构差异化不明显、竞争能力较弱的情形，“大而不强”的现象并未消除。当前我国地方政府债务风险和中小银行风险相互交织，银行和“隐性债务”深度绑定，主要原因是金融机构“主动”并“被迫”的增加对于地方政府相关资产的投入。从“主动性”来看，国内金融市场“水浅鱼少”经常出现“资产荒”，没有其他能够吸纳大量资金且满足金融机构收益要求的投资产品，市场投资机构被迫形成扭曲的“城投信仰”（乔晓楠等，



2023)，资金通过贷款、债券、基金等方式集中流向融资平台，将金融市场和地方政府债务风险深层次绑定。随着近期“一揽子化债方案”的制定实施，城投债券发行市场认购倍数异常火爆，说明市场的“城投信仰”有增无减；从“被迫性”来看，由于我国政府能够通过治理结构干预银行经营，银行的地方政府债务暴露程度高。因此，要进一步深化金融市场改革，丰富市场优质产品供给，支持金融机构“做大做强”，不断增强金融体系韧性。

#### （四）政府有为和市场有效，结构化改革助力经济增长

在出现内外部经济冲击时，我国通常会扩张政府债务加大固定资产投资来平滑经济波动。梳理我国地方政府债务风险化解脉络，2015年以来共开展了三轮化债，前两轮是以置换债的形式，第三次是以特殊再融资债的形式，更多是聚焦在地方政府隐性债务，堵住监管漏洞。相比而言，本轮化解地方政府债务风险受到的关注程度更高，一方面在于央地财税关系复杂，地方政府隐债尾大不掉，化完又化；另一方面，当前我国面临人口结构调整、供需关系转变、基建投资回报潜力下降以及土地财政难以为继等多重因素（赵扶扬和夏芊，2023），经济处于增速换挡结构调整当中，是经济增速和债务扩张不匹配的深层次原因体现，受到了党中央的高度重视。因此，化解本轮地方政府债务风险，除了短期关注化债本身，更要以长远眼光推进结构化改革，加快产业结构优化升级，促进新旧动能接续转换，实现高质

量发展。回顾国际债务重组历程，阿根廷一直徘徊在债务违约的边缘，以农业和初级工业品出口为主的经济结构受大宗商品价格波动和气候变化影响较大。阿根廷形成了经济出现波动，政府在金融资源有限的前提下补贴高通胀下的民生，产业结构升级投入不到位又会加大经济波动，形成负向循环。我国中国特色社会主义制度具有优越性，能够在生产要素配置中实现有效市场与有为政府更好结合（耿瑞霞和周绍杰，2023）。比如政府通过各种措施鼓励发展制造业，抢抓全球化浪潮，激发市场主体活力成就“世界工厂”；比如我国的数字经济发展能够取得巨大的成就，贡献因素很多，最为重要的是有为政府和有效市场的结合，有为政府不仅改善营商环境、克服市场失灵，还适当超前地建设了大量的数字基础设施，有效市场则将大量的资源特别是资金配置到新兴的数字经济产业（黄益平，2023）；比如政府鼓励绿色、创新，大力投入新能源领域鼓励市场主体参与全球竞争，新能源汽车销量爆发式增长，目前已成为世界第一大汽车出口国。因此，在经济增速换挡期和恢复期，要推动各种改革措施，优化政府投入，激发市场主体活力，构建新的经济增长点，最终实现经济的高质量发展。<sup>[N]</sup>

学术编辑：韦燕春



## 参考文献

- [1] 陈硕,高琳.央地关系:财政分权度量及作用机制再评估[J].管理世界,2012(06):43-59.
- [2] 耿瑞霞,周绍杰.有为政府促进有效市场:新能源汽车产业的实践经验[J].金融市场研究,2023(02):15-27.
- [3] 黄益平.数字经济的发展与治理[J].上海质量,2023(03):19-23.
- [4] 梁捷,郝毅.地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J].经济研究,2019,54(04):18-32.
- [5] 毛捷,王梓旭,缪小林.地方债、房价与收入分配[J].金融市场研究,2023(02):36-46.
- [6] 毛振华,袁海燕,刘心荷,等.当前我国地方政府债务风险与融资平台转型分析[J].财政科学,2018(05):24-43.
- [7] 乔晓楠,张文劲,瞿王城.城市蔓延与城投债规模——一个空间政治经济学的视角[J].金融市场研究,2023(09):1-17.
- [8] 谭小芬,张珂珂.跨境资本流动:特点、趋势与影响[J].金融市场研究,2023(05):1-12.
- [9] 万志宏,史鹏燕.发展中国家主权债务困境的现状、成因与应对思考[J].海外投资与出口信贷,2023(03):13-17.
- [10] 杨健健,李芳竹.从债券投资者保护的角度看主权债务重组[J].金融市场研究,2023(07):119-127.
- [11] 赵扶扬,夏芊.土地财政及其金融化:可持续性、部门间风险关联与政策应对[J].金融市场研究,2023(03):94-105.
- [12] 中国人民大学中国宏观经济分析与预测课题组,刘晓光,刘元春,等.夯实复苏基础的中国宏观经济[J].经济理论与经济管理,2023,43(09):18-38.
- [13] 周诚君,洪灿辉,汪浩.构建主权债务重组的“上海模式”[J].管理世界,2021,37(06):87-98+5.
- [14] 周世愚.地方政府债务风险:理论分析与经验事实[J].管理世界,2021,37(10):128-138.
- [15] Asonuma T, Trebesch C. Sovereign debt restructurings: preemptive or post-default[J].Journal of the European Economic Association,2016,14(1):175-214.
- [16] Awadzi E A. Designing legal frameworks for public debt management[M].Washington:International Monetary Fund,2015.
- [17] IMF.Assessing Sustainability[R].IMF Policy Paper,2002.
- [18] IMF.Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility: Staff Report; Staff Supplement;Press Release on the Executive Board Discussion;and Statement by the Executive Director for Greece[EB].IMF,2012a.
- [19] IMF-Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt[R].(2023-12-01).<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/11/30/Issues-in-Restructuring-of-Domestic-Sovereign-Debt-510371>.
- [20] People's Republic of China:2022 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China[EB].(2023-02-03).<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Peoples-Republic-of-China-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-529067>.
- [21] Reinhart C M, Rogoff K S.The forgotten history of domestic debt[J]. The Economic Journal, 2011,121(552):319-350.
- [22] Shuo Yang.Testing the Impossible Trinity[R].Goldman Sachs,2023-7-4.
- [23] Strauch R, Rojas J A, O'Connor F, et al. Accessing Sovereign Markets:The Recent Experiences of Ireland, Portugal, Spain, and Cyprus[M].Bruxelles:Publications Office of the European Union,2016.

## Meeting the Challenge of Resolving Public Debt

BAI Xiaoke

(National Association of Financial Market Institutional Investors)

**Abstract** The problem of growing local government debt in China has attracted widespread attention because of its potential impact on the nation's economy and financial system. The Central Committee of the Chinese Communist Party held several meetings over the past year to study issues related to local government debt, pledging to strengthen the management of existing local government debt strictly control new implicit debt and design a package of debt resolution programs. Following those meetings, the path to establishing a more effective system for managing debt risks has become clearer. This paper combines an assessment of the international sovereign debt risk resolution process with the actual characteristics of the situation in China. It also puts forward practical proposals for debt risk prevention and debt resolution in this country.

**Keywords** Sovereign Debt, Debt Restructuring, Debtization Programs

**JEL Classification** F33 H63 H87