中国地方隐性债务风险化解的深层次挑战与对策完善——欧元区成员国债务风险化解的启示

蒋一乐　仲文娜　董兵兵　张　春

摘　要　地方政府隐性债务风险化解，是中国在发展与治理、财政与金融交织作用下亟待解决的重要课题。其核心挑战在于：既要防止地方政府因过度依赖中央救助而产生道德风险，又要避免为化解隐性债务而采取货币超发手段，同时还要推动财政与金融的高效协作。回顾2011年欧债危机，从危机爆发、风险传染到救助中各方博弈，都与我国地方政府隐性债务风险化解存在诸多相似之处。欧盟在应对成员国债务流动性风险时，采取了财政主导、货币配合的组合策略，以平衡各方利益冲突；同时建立了激励相容的救助机制，以解决重债国的道德风险。基于此，我国需要构建财政、金融和体制改革相结合的框架，在既有化债措施的基础上，着重应对地方政府隐性债务的流动性风险。具体而言，可以探索建立一个由中央政府、地方政府和金融市场共同出资的金融救助机制，设立激励相容的救助措施，发挥法治化市场化的救助模式，推动各地实现“风险共担”。从长期来看，地方政府隐性债务风险的彻底化解仍有赖于发展转型和治理改革的持续推进。

关键词　地方政府　隐性债务风险　欧债危机　国际比较

一、中国地方政府隐性债务风险化解的宏观定位剖析

中国当前面临的金融风险主要集中在三个重点领域：房地产风险、地方政府隐性债务风险和中小金融机构风险。其中，地方政府隐性债务风险因其高度复杂性与化解难度，成为三大风险中最为核心的部分，涉及财政、金融以及地方治理等多个层面。尽管这三类风险相互关联，但地方政府隐性债务风险与房地产企业和中小金融机构风险存在显著差异。中国地方政府并不存在传统意义上的“破产”机制，这一特点与美国等西方国家截然不同，也使得地方政府隐性债务风险的化解更为复杂。

要合理有效地化解地方政府隐性债务风险，首先需要深入理解其形成机制。自1994年中国实施分税制改革以来，地方政

蒋一乐，上海交通大学中国金融研究院（CAFR）博士后；仲文娜（通信作者），上海交通大学中国金融研究院（CAFR）青年研究员；董兵兵，上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）副教授；张春，上海交通大学上海高级金融学院（SAIF）金融学教授、汇付天下讲席教授。本文不代表供职单位意见。作者感谢以下基金项目：国家社会科学基金一般项目“地方政府财政空间的统计测度和扩大路径研究”（24BTJ009）；国家社会科学基金重大项目“完善住户部门资产负债表体系建设研究”（20&ZD136）；教育部人文社会科学青年基金项目“非金融企业杠杆率与宏观经济政策研究”（20YJC790018）；国家自然科学基金重大项目“结构性货币政策支持科技创新的机制设计与优化”（72495153）。

府的财权与事权呈现显著不匹配，导致地方财政持续存在缺口。在地方政府债券等正规融资渠道受限的情况下，地方政府借助各种隐性方式进行融资。2008 年国际金融危机后，为落实经济刺激计划，地方土地财政兴起，与基建和房地产行业深度绑定的地方融资平台大量涌现，从银行及其他渠道借入巨额资金，地方融资平台债务迅速膨胀，土地财政演化为土地金融。地方政府隐性债务不仅包括地方融资平台的银行贷款、公开发行债券、从影子银行（如理财、信托等）获得的融资，还包括从其他实体经济部门（如上下游企业）获得的融资。新冠疫情暴发后，受经济增速放缓、土地市场低迷等因素影响，地方政府收支矛盾进一步加剧，隐性债务规模不断攀升，而偿债能力大幅下降（吉富星，2018；宋寒凝 等，2024）。

地方政府隐性债务背后，政府隐性担保和软预算约束是根本诱因，而这与中国政府体制的特点密切相关。中国政府体制的特点源于深厚的历史和文化渊源，尤其是中央与地方政府之间的关系。一方面，中华民族历史上秉持“大一统”的理念，强调中央政府的权威，使得地方政府不存在传统意义上的“破产”机制；另一方面，中国地域辽阔，政治体制的日常运作高度依赖各级地方政府。在中国，地方政府通过消费和投资深度参与经济活动，在推动经济增长和提高就业水平方面发挥着重要作用。刘尚希 等（2022）指出，西方发达国家的央地财政关系正逐步向财政集权发展，中央收入和支出占比逐渐上升，而中国的财政关系呈现出分权化趋势，地方财政收支占比在世界大国中具有独特性。白重恩 等（2024）指出，与国际上其他经济体相比，中国经济建设支出占财政总支出的比重较高，而社会福利性支出相对较低。此外，在中央、省、市、县乡这四级政府中，县乡财政是中国财政支出的主要部分。因此，中国地方政府存在利用债务支持财政支出以推动本地经济发展的根本需求。毛捷 等（2019）在财政分权基础上进一步认为，隐性金融分权导致地方政府的融资约束变弱，为地方政府扩大债务规模提供了条件。

这一具有中国特色的政府体制，在金融机构和土地金融等金融要素的催化下，带来地方政府隐性债务快速增长，宏观经济不稳定不平衡因素不断累积。在地方政府不能“破产”的制度安排下，金融机构认为相关企业有地方政府信用背书，地方政府则认为自己有上一级政府乃至中央政府的信用背书。在这种双重背书机制下，地方政府债务规模不断攀升。与此同时，在各地方相互竞争、尽力保持高增长的制度格局下，地方政府逐步“企业化”，过度依赖土地财政和土地金融，追求地方经济增长与利润，尤其是较低层级的地方政府，往往忽视全国经济金融稳定与民生福祉的提升。

经济理论和实践表明，债务增长总是有约束的。在经济发展初期，地方政府债务规模较小，债务对当地经济增长的拉动作用较为明显。然而，一旦地方政府债务压力超过其财政能力，债务风险将显著上升。研究表明，目前某些地方的财政可持续性和财政自主抉择空间较为严峻（李永友和杨春飞，2023；吕冰洋 等，2024），地方政府隐性债务的流动性问题也日益凸显（郁芸君 等，2022；马光荣 等，2024）。在中国的政治体制下，这种风险会

向上一级政府传导，甚至成为中央政府的实质性债务风险。近年来，财政压力开始向社会其他领域蔓延，营商环境受到影响。这不仅是地方的经济问题，更是全国的社会稳定问题，地方政府隐性债务风险的化解任务已越发紧迫。

二、中国化解地方政府隐性债务风险的深层次挑战

中国自 2011 年起就开始重视地方政府债务问题，并采取了一系列措施加以应对。第一轮化债于 2015—2018 年开展，第二轮化债于 2018—2022 年实施。[①] 最近的第三轮化债始于 2023 年 7 月，制定并实施了一揽子化债方案，包括重启发行特殊再融资债、发行新增专项债置换隐性债务、偿还政府拖欠企业账款，2024 年 11 月一次性增加较大规模的地方债务限额以置换地方政府存量隐性债务，这些属于财政化债举措；同时稳妥推进金融化债措施，推动国有大型银行和政策性银行通过债务重组和置换等方式，化解融资平台的贷款、债券、非标等金融债务，中央银行也设立了应急流动性支持计划；强调进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求。

由此可见，中国地方政府隐性债务风险化解的手段经历了几个重要变化：从应急处置单个风险暴露转为主动化解风险累积，从单个试点转化为制度完善，纳入化债计划的债务类型和区域范围不断扩大，从单一政策拓展为一揽子政策组合，从中央政府兜底转向地方政府自担责任，中央与地方及各部委之间的协作、财政和金融的协作日益紧密。从效果看，2024 年 11—12 月地方政府隐性债务风险化解的效果明显，地方政府债务利息负担下降、期限延长。据笔者测算，2024 年 11—12 月地方政府特殊再融资专项债的平均发行利率分别为 2.26% 和 2.13%，较同期国债收益率分别高出 9.69 和 7.29 个基点，而地方融资平台的银行贷款利率普遍在 5% ~ 7%、城投债利率平均票面利率为 2.77% 和 2.50%；其间发行的地方政府特殊再融资专项债的发行期限分别为 17.92 和 18.86 年，而融资平台新增贷款和城投债的期限在 3 至 5 年。

然而，目前化债仍存诸多挑战。从历次化债效果看，地方政府实际承担的隐性债务风险未实质性消除，比如，2024 年 11 月大规模化债安排覆盖的隐性债务仅是地方债务存量的一部分，其他如城投经营性金融债务、非标债务和境外债等债务的风险化解，因难以全面监管和缺乏透明化，进展相对缓慢且复杂。这体现了地方政府债务风险化解的复杂程度。在中国，化债措施呈现出“阶段化、集中化、时点化、自上而下”的特点，当地方政府隐性债务风险较为凸显时，中央会集中出台一批化债措施，针对某一时点的存量隐性债务进行风险化解。这种做法的好处是短期效果明显，但可能缺乏系统性和连续性，不利

① 第一轮化债在2015—2018年开展，由中央牵头，通过发行地方政府债券置换融资平台贷款、城投债等形式的地方债务。第二轮化债在2018—2022年实施，推出了建制县化债试点、特殊再融资债券化债和“全域无隐性债务”试点，主要工具为特殊再融资债，化债逻辑从中央政府兜底转变为地方政府自担。同时，2021年加快推动地方政府投融资平台的市场化转型。

于长期内地方政府控制隐性债务增长。除此之外，目前采用的“名单制”下高风险债务地区认定的动态调整不足，对于不在名单内的地区，债务风险暴露缺乏及时的缓释工具，容易造成风险向其他金融和社会领域蔓延。

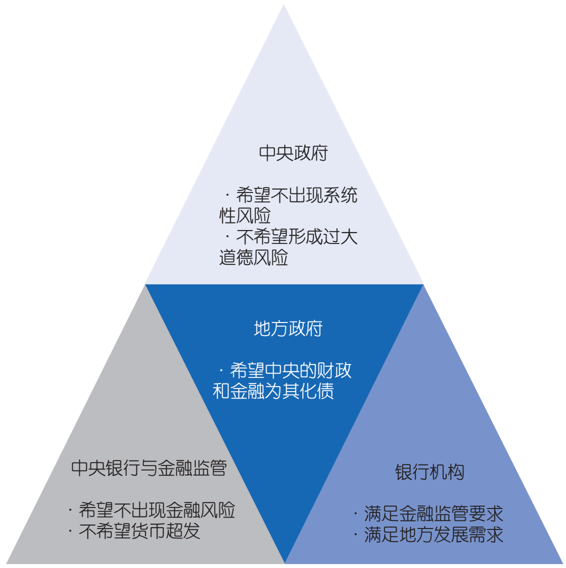
尤其是，考虑到县级行政区化债难度较大，容易产生“自下而上”的风险暴露和传染。在现有债务治理框架下，市县政府不具备独立发债的资格，如确有需要由省级政府代为举借，省级政府需要为市县政府信用进行背书，省级政府对市县政府承担潜在的“兜底”救助责任（周世愚，2021；郑洁和李国豪，2024）。而且从现实情况看，除了中央一级外，地方上的省、市、县区基本有独立运行的融资平台，县级行政区（包括市辖区、县级市和县）的融资平台数量远多于省级和市级平台。① 由于层级越低的政府，经济发展水平越低，自身财力通常较为薄弱，更为依赖土地财政且融资渠道窄，因此隐性债务负担和风险往往越大。比如，根据国家通报的地方隐性债务违规案例，涉及的城投平台多为区县级平台，其信用评级多为AA及以下。

为何中国地方隐性债务风险化解如此复杂？如何理解当前化债的整体思路？为何多轮化债后，隐性债务风险化解效果仍不理想？我们提出了一个“四方博弈”框架来统一理解化债措施和效果。从发展和治理的角度来看，地方政府隐性债务风险化解涉及中央政府、地方政府、中央金融管理部门（中央银行和金融监管部门）以及金融机构四方的博弈。前两者主要涉及财政领域，后两者则主要涉及金融货币领域。图1展示了四方博弈的主体及其不同的政策目标，其中地方政府处于核心位置，因为其目标相对单一，但与其他三个主体存在冲突。

在中国的政治经济体制下，央地博弈是核心主题之一。中央政府积极推进地方隐性债务风险的化解，以避免出现系统性风险，但面临的首要挑战是如何避免地方政府形成过大的道德风险。对中央决策者而言，如果当前救助某个地方政府，未来这些地方政府可能会减少财政整顿和改革的动力，继续依赖债务进行过度投资，从而引发未来更大的救助需求，进一步消耗国家信用资源。此外，中央还需要在化债中保持公平性。例如，北京、上海、广东等地已宣布隐性债务清零，与重债地区形成明显反差。若中央过度支持化债，可能会对这些地区产生反向激励。因此，目前中央尚未通过发行国债来支持地方化债，而只是允许地方发行特殊再融资债，用于置换财政部认定的、有紧迫到期偿债需求的地方政府隐性债务，以及部分拖欠企业的工程款。最终的债务责任主体依然是地方政府，即“谁家的孩子谁抱”。

除了财政方面的央地博弈，金融领域也面临诸多挑战。中央银行和金融监管部

① 截至2023年底，中国大陆共有333个地级行政区（包括293个地级市）、2 844个县级行政区（包括977个市辖区、397个县级市和1 299个县），以及38 656个乡级行政区（包括9 045个街道和21 421个镇）。县级融资平台分布在全国各地，例如，陕西省汉中市下辖2个市辖区和9个县，2020年在推动市县融资平台资产整合重组前，每个市区和县几乎都有自己的融资平台。再加上国家级和省级开发区的相关平台，平台数量进一步增加。



资料来源：笔者绘制。

图 1　中国地方政府隐性债务风险化解的四方博弈

门希望避免系统性或区域性的金融风险，但又不希望由此产生货币超发，从而引发通货膨胀和本币汇率贬值，有悖于其职责目标。从这一点来看，中央银行与中央政府的目标是一致的。因此，目前央行设立了应急流动性支持计划。若地方政府隐性债务不符合财政化债或金融化债的标准，可由地方政府向央行申请紧急贷款，以避免平台债券或非标债务违约，阻断风险传染至金融体系。

金融机构则处于地方政府和金融监管之间，处境较为艰难。如前所述，金融机构尤其是商业银行是地方政府隐性债务的主要债权人，为地方发展提供了资金支持。2024 年出台的金融化债政策推动商业银行置换或重组非标债务，但非标债务处置存在资产穿透难度大、定价机制不健全的技术难点。在资产穿透方面，非标债务（如明股实债、供应链 ABS、非标信托等）常通过多层嵌套结构隐藏，难以通过传统财务报告识别，而且有关数据分散且不透明；在定价机制方面，城投应收账款、土地储备等非标资产缺乏流动性，难以形成公允估值，尤其是中西部地区土地、产业园等资产变现能力弱。对银行而言，如果许多平台的非标债务无法穿透到具体项目或者无法获得合理估值，就无法满足信贷准入、风险控制等合规和监管要求，银行将变得非常审慎。更何况，与法定债务和纳入财政化债计划的隐性债务相比，非标债务本身不够透明，偿付优先级相对靠后。因此，目前许多银行已将存量隐性债务客户的授信业务上收总行集中审批，以保证符合监管要求，并防止分行违规新增隐债。这是目前金融化债推进较慢的客观原因（丁锋和程思炜，2024）。

由此可见，由于存在“四方博弈”的现状，目前地方隐性债务风险仍存隐忧，风险化解仍需持续。

三、中国需高度重视地方政府隐性债务的流动性风险

党的二十届三中全会为下一阶段地方化债指明了方向：完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型。这有助于解决当前化债措施“阶段化、集中化、时点化、自上而下”所带来的问题，在长期内有助于管理地方政府隐性债务风险。然而，在这一制度建设的过程中，需要高度重视存量隐性债务的流动性风险。正如上文所述，目前一些债务风险暴露缺乏及时的缓释工具，容易造成风险向其他金融和社会领域蔓延，尤其是县级行政区隐性债务容易产生“自下而上”的风险暴露和传染。早在疫情之前，地方融资平台就已经出现了“借新还旧”和融资期限缩短等现象[①]，这意味着地方融资平台的流动性风险开始凸显，如何应对即将到期的债务成为新的焦点，而非新增投资的收益性。而且，还需考虑如何在金融层面阻断隐性债务流动性风险向整个金融体系扩散。例如，地方隐性债务流动性风险的集中暴露可能导致某家银行出现流动性短缺或资不抵债风险，甚至引发全国范围内融资平台或地方债整体融资成本普遍上升，银行体系流动性恶化或资本遭受侵蚀，系统性金融风险显著加剧。一旦处理不当，可能对金融稳定构成系统性风险。在中国，商业银行是地方政府的主要债权人[②]，且绝大多数商业银行由政府直接或间接持有。一旦银行出现危机，将诉诸政府救助，最终可能形成金融体系与主权债务风险的恶性循环。

那么，在“四方博弈”的制度背景下，如何设计隐性债务流动性风险应对策略？2009 年欧债危机为我们提供了一个有益的观察窗口。其爆发源于某些成员国的财政困难，市场对其偿债能力产生怀疑，导致其政府无法在公开市场以合理利率发行新债，甚至面临“融资断裂”，属于典型的流动性风险，这在一定程度上与我国某些地方政府面临的债务风险问题相似。从危机传导途径来看，欧元区金融体系在一定程度上更侧重于银行机构，商业银行同样是成员国的主要债权人，并依赖于通过抵押成员国国债从欧央行获得流动性。因此，银行体系成为财政风险向金融风险传导的主要路径，甚至引发了财政风险和金融风险相互恶化的反馈效应（Farhi & Tirole，2018 ；豪厄尔，2024）。在债务风险应对和危机救助过程中，欧盟或欧元区的财政、金融和货币政策都进行了相关实践。由于并非所有成员国都面临债务问题，因此降低部分成员国的道德风险也是救助政策的重要考量。与其他政府债务危机（如拉丁美洲债务危机和亚洲金融危机）相比，欧盟在应对欧债危机时有更多考虑，

① 郁芸君 等（2022）发现，2015年以后，地方融资平台债券融资中，用于偿还债务的债券发行超过了用于基础投资的债券发行。根据粤开证券的测算，2023年城投债募集资金中，用于借新还旧和偿还有息债务的比重分别为69.1%和24.1%，二者合计占比高达93.2%，而用于项目建设和补充流动资金的占比分别仅为2.3%和2.1%。标普中国（2024）估算，2024年上半年，融资平台发行的债券约95%已用于偿债，而三年前这一比例仅为32%。

② 根据瑞银的估算，截至2022年底，61%的政府融资平台债务为银行贷款，23%为城投债券，地方性城市和农村商业银行的相关敞口远高于大型国有银行和全国性股份制银行。

例如，维护欧元区和欧元的稳定性。因此，欧盟的危机应对更具主动性，手段也更加丰富。

因此，欧元区成员国债务风险化解过程中也存在“四方博弈”（图 2）。德国和法国等国主导的欧盟类似于中央政府，以希腊、葡萄牙、意大利、爱尔兰和西班牙为代表的重债成员国类似于地方政府，欧洲央行行使中央银行和部分金融监管职能，而银行机构既要满足欧元区的监管要求，又要服务于成员国政府的融资需求（主要是通过购买成员国国债）。由此可见，基于中国实际情况，2009—2014 年欧债危机的应对经验对中国地方政府隐性债务风险化解具有重要的参考意义。

四、欧元区成员国债务风险化解经历

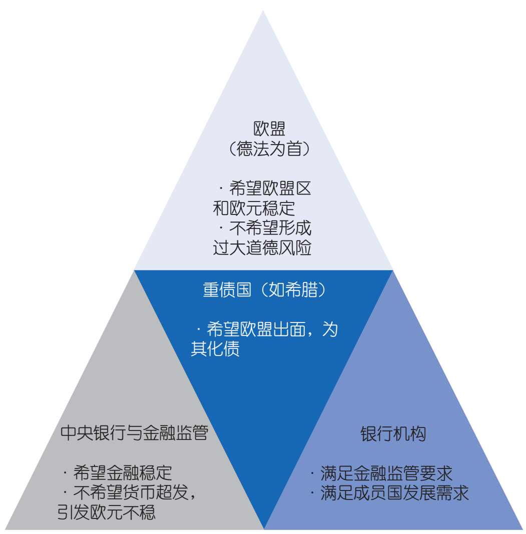
2009—2014 年，为了应对主权债务危机，欧盟和欧央行等推出了一系列救助措施，救助重点是希腊、爱尔兰等债务负担较重的国家。那么，欧元区是如何在“四方博弈”的背景下，应对成员国债务流动性风险的？与我国有何区别？对我国又有何启示？

（一）欧债危机主要应对工具

1. 欧盟、欧央行和国际货币基金组织共同成立的紧急救助机制

欧盟、欧洲央行和国际货币基金组织（IMF）共同成立的紧急救助机制是欧债危机最重要的一个应对工具，其设立过程经历了艰难的谈判。在欧债危机期间，欧盟、欧洲央行与 IMF 陆续出台了多项紧急救助措施，主要可以分为三个发展阶段：2010 年 IMF 和欧盟联手对希腊提供的单项救助计划，2010—2011 年作为过渡性机制设立的欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲金融稳定机制（EFSM），以及 2012 年作为永久性机制设立的欧洲稳定机制（ESM）。

ESM 是由欧元区成员国共同成立的国际金融机构，其最大贷款能力为 5 000 亿欧元，核心目标是为那些面临严重经济



资料来源：笔者绘制。

图 2　欧元区成员国债务风险化解的“四方博弈”

困难或金融不稳定的欧元区成员国提供援助，从而确保整个欧元区乃至每个成员国的金融稳定。ESM 具有以下特征。

一是 ESM 拥有雄厚的资本基础。 ESM 总资本为 7 000 亿欧元，其中 800 亿欧元为实缴资本，由欧元区成员国分期缴纳；剩余的 6 200 亿欧元为通知即付资本，作为备用资金用于应对潜在的资本需求。成员国在 ESM 中的资本份额根据其在欧央行资本贡献比例中的份额来确定，这最终反映的是各国在欧盟总人口和 GDP 中的比例（ESM，2013）。

二是 ESM 享有较低的融资成本。 ESM 主要通过金融市场发行票据和债券进行融资，期限从 1 个月到 45 年不等，也可以向 ESM 成员国、金融机构或其他第三方借款。凭借其雄厚的资本基础，尤其是 800 亿欧元的实缴资本，ESM 在债券市场享有非常高的信用等级，2013 年国际评级机构穆迪和惠誉对其长期评级分别为 Aa1 和 AAA，优于 EFSF，因此其债券融资成本更低，流动性更好。

三是 ESM 提供多元化的金融救助工具。 ESM 工具箱包含五种救助工具，其中大部分是危机管理工具，在成员国或其金融部门的情况已经相当恶化时作为最后手段使用。稳定支持贷款主要面向那些已经失去市场融资能力的经济体，比如，2013 年对塞浦路斯和 2015 年对希腊的贷款；一级市场支持工具和二级市场支持工具通过在一级市场或二级市场购买受援国债券，以恢复或支持政府债务市场的正常运作；间接银行资本重组贷款主要针对的是金融部门，比如，2012 年对西班牙银行业危机的援助。预防性信用额度是唯一一个具有预防性的工具，允许 ESM 成员在其尚未面临资本市场上筹集资金重大困难之前获得援助。ESM 贷款享有类似于 IMF 的优先债权人地位，同时接受 IMF 优于 ESM 的优先债权人地位。

四是 ESM 所有援助都附有严格的条件并接受监督，以防范道德风险。 根据 ESM 的法律基础《欧洲稳定机制条约》，ESM 可以“向那些正面临或已经经历金融危机威胁的成员国提供稳定支持”，但此支持必须“满足严格的条件限制”。这些条件是宏观经济调整计划的一部分，其主要内容包括：财政整顿，如削减公共支出、增加税收，以减少财政赤字和公共债务；结构性改革，涉及劳动力市场、养老金制度、国有企业和公共管理等领域，以提高经济竞争力和促进就业；金融部门改革，如银行资本重组、不良贷款处置、强化监管框架，以确保金融体系的稳健性。比如，对西班牙救助的附加条件主要针对其银行部门，包括关闭问题银行、设立坏账资产管理公司、实施劳动法改革；而希腊经济调整方案更多的是为了恢复公共财政的可持续性，并通过实施结构性改革来支持长期经济增长。而且，ESM 会根据改革的实施情况分阶段拨付救助款。受援国需要定期向欧盟委员会、欧央行和 IMF 报告改革进展，确保改革措施得到有效执行。若偏离改革路线图，ESM 可暂停拨款或加收罚息（ESM，2012）。比如，塞浦路斯在 2013 年 5 月至 2014 年 3 月间分四批获得总计 46 亿欧元，每批均需满足银行资本重组和财政紧缩的阶段性目标。

五是 ESM 十分重视贷后管理。 为确保受援国能按时偿还贷款，ESM 建立了早期预警系统（Early Warning System, EWS），这需要评估受援国的短期流动性状况、市

场融资能力、公共债务的中长期可持续性以及系统性风险。具体而言，ESM 会跟踪受援国的利息、费用和本金偿还情况，确保其未来 12 个月内有足够的流动性来偿还 ESM 的贷款，并结合欧洲委员会的分析，评估其未来一年的预算和经济前景。若发现还款风险，内部风险委员会将启动多级响应，包括与欧盟机构协商、通知成员国董事会，并启动保密谈判（ESM，2019）。

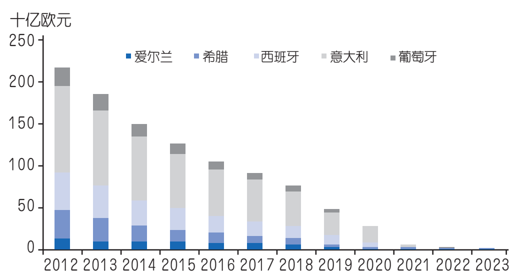
2. 欧央行设立临时定向债券购买计划并扩大银行抵押品范围

除了欧盟与欧央行共同行动，欧央行还在其职责范围内推出了化债工具。在欧元区，银行依赖于通过抵押债券从欧央行获得流动性，因此抵押品质量直接影响银行的流动性稳定乃至金融稳定。由于市场恐慌情绪的蔓延，货币政策工具的有效性受到严重制约，欧央行因此引入了一系列非常规货币政策工具。

欧央行在二级市场购买高负债国家的国债，实施“定向主权债务救助”。2010 年 5 月，欧央行推出了证券市场计划（Securities Markets Programme, SMP），允许欧元区各中央银行从二级市场购买希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙等国的政府债券和其他合格证券，旨在应对欧元区主权债务危机中的市场流动性问题，并恢复货币政策传导机制的正常运作。在宣布启动 SMP 时，欧央行并未公布具体的关键特征，如将购买哪些证券、购买数量以及该计划的持续时间，所有干预决策均由欧央行管理委员会决定（Smith，2020）。

截至 2012 年末，欧元区各中央银行在 SMP 下的投资组合名义价值为 2 180 亿欧元。10 年后，这些投资组合大多已持有到期（图 3）。这表明，SMP 是一个临时性的危机救助计划，并非长期操作工具，实际运作期限至 2012 年 9 月 6 日，随后被“直接货币交易”计划（Outright Monetary Transactions, OMT）取代。OMT 计划宣布，在满足严格前提条件的情况下，欧洲央行将在二级市场无限量购买成员国的政府债券，从而稳定市场信心。

欧央行还启动了多轮长期再融资操作（Long-Term Refinancing Operations, LTRO）。2009 年 6 月，欧央行在原有 1 个月和 6 个月期限基础上，增加 1 年期的 LTRO，并将一些评级降低的国债纳入抵押品范围。① 2011 年 12 月，欧央行进一步将 LTRO 的期限延长，推出两项 3 年期的超长期再融资业务，规模分别为 4 890 亿欧



数据来源：欧央行。

图 3　欧央行证券市场计划（SMP）购债持有量

① European Central Bank.Longer-term refinancing operations[EB/OL].https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090507_2.en.html.

元和 5 295 亿欧元。[①] 这一系列措施既有效缓解了银行系统的流动性紧张，又为金融机构提供了长期流动性支持，鼓励其购买本国政府债券，从而降低了高债务国家国债的收益率。这对于稳定主权债务市场起到了至关重要的作用，也有助于阻断金融风险和财政风险的相互恶化。

（二）欧元区成员国债务风险化解对我国的启示

欧元区在化解成员国债务风险方面的经验为中国提供了有益借鉴。

一是欧盟采取了财政主导与货币配合的政策组合，以平衡财政与中央银行的诉求。在一个缺乏中央财政的政治联盟中，ESM 实际上承担了欧盟“中央”财政手段的角色，以应对成员国流动性风险。对德国、法国等欧盟经济大国而言，如何避免重债国在获得救助后继续向欧洲央行施压要求购买债券，从而引发货币超发并影响欧元稳定，始终是一个潜在风险。从经济理论角度看，由于欧元区债务发行国（如某个国家）与支持欧元稳定的机构（如欧洲央行）之间存在利益不一致的情况，某些国家可能会过度借债，从而对整个欧元区的经济和金融稳定产生外部性影响。这正是经济学中的代理问题。因此，在工具设计中，ESM 的出资方为欧盟成员国和金融市场，欧洲央行并未参与出资，仅承担部分工具操作的职责。

二是建立激励相容的救助机制，以解决重债国的道德风险问题。ESM 的财政援助仅提供给已签署财政契约的成员国。该财政契约要求成员国将平衡预算规则纳入本国宪法，并建立自动纠正机制，以确保财政纪律的执行。此外，违反规定的成员国可能面临罚款等惩罚措施。在救助过程中，还引入了 IMF 作为第三方监督机构，确保受援国遵守既定的改革承诺。如果受援国未能履行承诺，救助资金可能会被暂停或终止。这种“胡萝卜加大棒”的约束机制，旨在解决重债国在获得救助后可能继续产生外部性甚至道德风险的问题，即受援国可能因预期未来会得到救助而忽视财政整顿。

三是欧央行根据金融稳定职责，应对成员国债务风险对银行体系的影响。考虑到财政风险会向金融领域蔓延并相互传染，欧央行根据其货币政策和金融稳定职责，支持债券市场和商业银行的正常运行。在商业银行面临抵押品不足的情况下，欧央行适当放宽抵押品要求，以确保商业银行获得必要的流动性，从而防止财政风险转化为金融风险。在债券价格暴跌时，欧央行作为流动性提供者，充当债券的最后买家，直到市场恢复正常。这些欧央行工具都体现了临时性、职责边界清晰的特征。

（三）欧元区成员国债务风险化解与我国地方政府隐性债务风险化解的区别

用欧元区经验分析中国问题时，需要充分考虑欧元区与中国在多方面的差异。

一是债务风险源头不同。欧元区成员国债务风险主要源于国债规模超过自身财政能力，而中国地方政府债务风险主要源于隐性债务，体现为融资平台的各类债务。

① European Central Bank.ECB announces measures to support bank lending and money market activity[EB/OL].https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html.

即便债务风险源头不同，但由于中国地方政府并不存在传统意义上的“破产”机制，若隐性债务风险不及时化解和控制，最终可能转化为地方政府法定债务甚至中央政府法定债务的风险。

二是政治体制差异。虽然欧元区创新了一些成员国债务风险救助工具，其做法和启示值得中国借鉴，但这些工具并未真正解决欧元区成员国债务风险问题。欧元区是一个分散的政治体系，成员国之间难以迅速达成共识，这是欧债危机救助和债务重组进展缓慢的原因之一。在“统一货币、分散财政”的体制下，欧盟各成员国政府在举债时缺乏有效的约束机制，容易出现过度举债的现象。虽然欧盟在欧债危机期间和之后推出了一系列财政治理改革措施[①]，但作为政治联盟，德国、法国等核心国家并不具备真正约束其他成员国过度举债的手段，而且德国、法国自身债务水平也在攀升，这一“示范效应”增加了财政治理改革的执行和监督难度（Andrle et al.，2015），部分成员国（如英国）因主权让渡等政治博弈问题拒绝参与（叶斌，2013）。

相比之下，中国的政治体制较为集中，中央与地方以及各部委之间的协调相对顺畅，这为快速推出“财政化债”和“金融化债”方案提供了制度条件，也为完善政府债务管理制度、建立防范化解隐性债务风险长效机制奠定了制度基础。例如，贵州在中央和地方的积极配合下，采取了多种化债措施，比如，早期无偿转让茅台股份为城投企业提供资金支持、设立高信用资质的省级金控平台为城投企业融资提供信用担保，以及2023年后依托中央“一揽子化债方案”，在市场上大规模发行特殊再融资债券置换隐性债务，参与“金融化债”的金融机构也由之前的省内银行拓展为政策性银行和国有大行。相比之下，欧元区化债工具较为单一，推出过程较为艰难。

三是财政体制差异。欧元区是一个政治联盟，成员国之间没有统一的财政体系，而中国则拥有中央财政，财政部和税务总局对全国的财政进行统一安排和划拨。这使中国可以通过中央财政转移支付机制，缓解区域发展不平衡，保障各地区基本公共服务水平。这种机制是美国、英国等拥有中央财政体系的国家常用的财政工具，意味着中国在地方政府化解隐性债务风险方面拥有更多的政策工具。但是这并不意味着中国的中央政府能解决一切地方隐性债务问题，在“四方博弈”下中央财政不能完全兜底，这与欧元区的情况有相似之处。

四是金融体制差异。尽管欧元区拥有统一货币，但在欧债危机爆发之前，欧元区缺乏统一的银行监管框架，欧洲央行也

① 2011年的“六部立法”（Six-Pack）要求债务水平超过GDP 60%的成员国每年以5%的超额债务比例削减债务，同时细化结构性赤字目标，要求成员国逐步实现接近平衡或盈余的中期预算目标，通常为GDP的-0.5%（高负债国家为-1%）。2012年的“财政契约”进一步将这一目标升级到各国立法层面，要求签约国将结构性赤字上限写入国内宪法或同等效力的法律，确保其长期约束力。此外，“六部立法”还引入了支出基准规则，限制政府支出增速不得超过潜在GDP增速，以防止过度支出和财政失衡的积累。2013年“两部立法”则要求欧元区成员国提前提交年度预算草案供欧盟审查，欧盟委员会可要求成员国修订不符合规则的财政方案。

未能发挥“最后贷款人”的角色。这种局面直到危机后才逐渐改善。相对而言，中国拥有统一的货币和金融监管体系，人民银行、金融监管总局、证监会、外汇局是中央金融管理部门，由中央金融委员会负责金融稳定和发展的顶层设计和统筹协调，这使中国在应对地方隐性债务风险时具备更高的行动效率。然而，中国和欧元区的银行体系所持有的政府债务类型不同。欧元区的银行持有的是成员国政府的公开发行债券，这决定了欧央行可以通过在二级市场对某些国债实施定向救助，来化解成员国和银行的流动性风险；而中国的银行不仅持有地方融资平台公开发行的债券，还直接或者间接持有其多种非公开发行的债务。这意味着，中国地方政府隐性债务更为隐秘，金融管理部门和银行在化解债务风险时所面临的问题更为复杂。

这些差异使得中国地方隐性债务风险化解的“四方博弈”更为复杂，但同时也提供了更多工具、更快速度、更多部门协调来应对地方隐性债务风险。不过，考虑到地方政府隐性债务的隐蔽性和复杂性，中国需在目前化债措施中，重视应对地方政府隐性债务流动性风险，欧元区的经验在这方面具有一定的借鉴意义。

五、对未来我国地方政府隐性债务风险化解的一些看法

党的二十届三中全会对未来央地财政改革做出了重要部署，预计未来地方财政收支倒挂现象将逐步得到缓解。目前，政府债务管理制度、防范化解隐性债务风险的长效机制、全口径地方债务监测监管体系以及地方融资平台改革转型，都在稳步推进过程中。然而，这些制度建设和转型需要较长时间才能实现，受经济增长放缓、房地产市场低迷以及“关税战”等外部冲击的影响，未来地方政府隐性债务的偿付风险仍不可轻视。在“四方博弈”的约束下，应对地方政府隐性债务偿付风险需要财政和金融共同发挥作用，欧债危机应对措施对我国化解地方政府流动性风险具有一定参考意义。

具体而言，我国可以探索建立财政金融救助机制，对遇到困难的地方政府提供临时流动性支持。借鉴欧盟的欧洲金融稳定基金（EFSF）和欧洲稳定机制（ESM）等金融救助模式，中国可以设立专门的债务风险处置或救助基金，用于应对可能出现的地方政府债务危机，帮助地方政府渡过难关。该基金的资金来源可以包括中央财政拨款、地方政府出资以及通过金融市场筹集的资金。具体机制如下：一是地方政府出资可兼顾财政实力和债务风险，采用实缴资本和通知即付资本相结合的方式进行。二是设立激励相容的救助措施，规范使用救助资金。一旦接受救助，应附加相应的改革要求和监督机制，并与法治和政治问责制度联动，确保地方政府在获得救助后能够采取有效措施化解债务风险，督促其在保证民生福祉和社会正常运转的前提下，缩减不必要的开支，避免未来缺乏经济效益和社会效益的投资。这一基金的使用情况不仅需接受政府审计部门监督，还需要接受各级人民代表大会监督。

这种方式在中国体制下具备多个优势。一是中央与地方共同出资，确保风险承担主体与投资决策主体的一致性，从而减少中央和地方之间因代理问题产生的负面作用；二是该基金通过发行债券融资，相当于为受困地方政府增信，降低其融资

成本、拓宽资金来源；三是该基金有助于建立法治化、市场化的救助模式，避免发生风险后再“一事一议”，导致延误救助时机，或导致地方政府倒逼中央出资。而且，这一机制可以作为常备机制，作为现有集中式、阶段式化债政策的补充；四是考虑到地方政府隐性债务的债务人和债权人可能存在跨省分布的特点，这一由中央和地方共建的基金可以推动各地实现“风险共担”作用，阻断债务风险跨省传染。

与此同时，在金融领域，需持续监测金融机构对地方隐性债务风险的敞口，必要时为金融机构和金融市场提供流动性支持，以阻断地方政府隐性债务流动性风险向金融体系的蔓延。考虑到“四方博弈”，在为地方政府提供紧急流动性时，应以财政领域设立的基金为主，中央银行可在金融稳定职责范围内参与。N ①

学术编辑：韦燕春

Eurozone Debt Risk Resolution and the Implications for China's Hidden Local Debt

JIANG Yile[1] ZHONG Wenna[2] DONG Bingbing[2] CHANG Chun[2]

(1. China Academy of Financial Research, Shanghai Jiao Tong University;

2. Shanghai Advanced Institute of Finance, Shanghai Jiao Tong University)

Abstract The resolution of local government implicit debt risk is an important issue that China urgently needs to address. This is a complex challenge that involves the intertwined effects of development and governance. The core challenge lies in preventing local governments from generating moral hazard due to over-reliance on central government bailouts, while avoiding the use of excessive money supply measures to resolve implicit debt. Instead, there is a need for the promotion of efficient collaboration between financial authorities and the financial sector. Looking back at the European debt crisis of 2011, the outbreak of the crisis, the contagion of risks, and the interests of the parties in the rescue process all have many similarities with the resolution of local government implicit debt risk in China. When dealing with the liquidity risks from the debt of member states, the EU adopted a combination of fiscal-led and monetary-supported measures to offset the conflicts of interests among the parties. It also established an incentive-compatible rescue mechanism to address the moral hazard of heavily indebted countries. Based on this experience, China needs to build a framework that integrates financing, the financial sector overall, and institutional reform. On the basis of existing measures, it should focus on addressing the liquidity risks of local government implicit debt. Specifically, it can explore the establishment of a financial rescue mechanism funded by the central government, local governments, and the financial market. It can also set up incentive-compatible rescue measures, implement a rule-of-law and market-oriented rescue model, and promote the sharing of risks among different regions. In the long term, the complete resolution of local government implicit debt risk still depends on the continuous advancement of development transformation and governance reform.

Keywords Local Government, Debt Risk, Eurozone Debt Crisis, International Comparison

JEL Classification H63 H74 G28

① 参考文献[1]~[20]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。