

# 中国增长模式视角下的地方债务风险 及其化解<sup>\*</sup>

陶 然 余家林

**【摘要】** 有效化解地方政府债务风险是中国经济守住不发生系统性风险底线的关键。过去二十多年，中国逐步建立了特定的增长模式并实现了超常规的出口增长和经济增长。为应对2008年国际金融危机，中央政府推动了多轮次的大规模财政和信贷刺激，地方政府借势举债融资，引发地方政府债务的快速扩张。数据评估结果显示，地方政府债务的结构性、区域性风险仍需引起高度重视。未来应该在全国范围内推动地方政府债务重组，并对债务严重地区实施财政重整。同时，还应该推动市场化导向的结构性改革，逐步打破三类行政性垄断，在遏制新增债务的同时通过释放经济活力、推动经济增长来消化存量债务。

**【关键词】** 中国增长模式 地方政府债务 债务化解

**【作者】** 陶然（1972—），男，湖南宁乡人，经济学博士，香港中文大学（深圳）人文社科学院院长讲座教授，研究方向为中国经济转型、区域经济发展、城市化与土地制度；余家林（1993—），男，河南商丘人，经济学博士，中国社会科学院农村发展研究所助理研究员，研究方向为地方政府债务、土地制度、农村组织与制度。

**中图分类号：**F812.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1674-0602-（2024）02-0072-19

2008年国际金融危机之后，中国地方政府债务快速增长，带来了日益严重的财政风险<sup>[1]</sup>和金融风险。<sup>[2]</sup>自2010年起，中央经济工作会议几乎每次都提到地方政府债务问题，从2010年的“加强地方政府性债务管理”到2013年的“控制和化解地方政府性债务风险”，再到2021年的“坚决遏

\* 本文研究得到国家社会科学基金重大项目“农民获得更多土地财产权益的体制机制创新研究”（项目编号：17ZDA075）和香港中文大学科研启动基金的资助，文责自负。

[1] 刘蓉、李娜：《地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究》，载《管理世界》2021年第3期，第51-66页。Y. I. Huang, Marco Pagano, U. G. O. Panizza, “Local Crowding-out in China”, *Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6 (2020), pp. 2855-2898.

[2] 李双建、田国强：《地方政府债务扩张与银行风险承担：理论模拟与经验证据》，载《经济研究》2022年第5期，第34-50页。Zhuo Chen, Zhiguo He, Chun Liu, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, No. 1 (2020), pp. 42-71. Haoyu Gao, Hong Ru, Dragon Yongjun Tang, “Subnational Debt of China: The Politics-Finance Nexus”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 141, No. 3 (2021), pp. 881-895.

制新增地方政府隐性债务”，化解地方政府债务的工作部署不断细化。2023年12月召开的中央经济工作会议把地方政府债务视为有效防范化解风险的重点领域，强调“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。

要有效化解地方政府债务风险，必须从当前中国经济增长模式整体性角度理解地方政府债务形成的内在机制。如果对地方政府债务形成的内在机制认识不到位，那么很难找到地方政府债务化解的突破口，更无法从根源上化解地方政府债务风险。自20世纪90年代上半期开始，中国逐步建立了具有中国经济增长模式，催生了包括地方政府债务扩张在内的诸多经济现象<sup>[3]</sup>。基于此，本文第一部分从中国增长模式的视角解释中国地方政府债务形成的内在原因，第二部分评估中国地方政府债务规模及风险，第三部分进一步讨论中国地方政府债务形成的制度性根源及化解思路。

## 一、理解地方政府债务：一个增长模式的视角

### （一）中国增长模式简述

中国现有增长模式肇始于20世纪90年代上半期。为突破当时经济的困局，从广东省首先开始，中国加大了针对包括港台资本在内的“华侨资本”招引力度，设置加工企业税费减免等各种特殊优惠政策，招商引资并促进出口。

也正是20世纪90年代中期前后，中国沿海地区前一阶段发展的、以满足国内消费品需求为主的地方国有企业和乡镇企业因产能过剩出现大面积亏损，而银行体系也因商业化改革而不能继续为亏损企业输血，引发了地方国有和乡镇企业的大规模破产、重组、改制。到21世纪初，很多国有企业和乡镇企业基本完成改制，地方政府难以再依靠本地举办的公有制企业取得利税。不少沿海地区逐渐转向吸引以外资为主、出口导向且更具流动性的民营制造业投资。在各种优惠政策和廉价劳动力的吸引下，原来分布在香港、台湾等地的全球价值链加快延展移动到中国沿海，逐步形成了加工出口生产网络的群聚。实际上，大规模建设工业开发区集中招商引资为主要表现形式的区域竞争就从之前乡镇企业非常发达、但地方企业改制后急需新税基的苏南地区开始启动。工业开发区建设热潮首先从苏南地区开始，逐步延伸到东部沿海其他城市，2005年前后又开始向中部地区扩散。

各地政府招商引资所积累巨额消费品产能的主要去处，仍然是以发达国家为主要对象的庞大国际消费品市场。20世纪90年代正是东亚韩日等先行经济体相对劳动密集型的产业/生产环节因成本上升而选择外迁的时代。中国则在国内一般消费品严重过剩的背景下迅速推动出口导向的外向型发展策略，结合本国的便宜土地、丰富劳动力、低门槛的劳工与环境保护政策，全力吸引外资，尤其是相邻东亚经济体的投资，利用后者掌握的技术和国际市场渠道，实现了出口奇迹。这些东亚先行经济体来华投资的企业原来就掌握了国际市场，尤其是发达国家消费品市场的相当份额，来华投资则进一步降低了生产成本，甚至还有效地扩大了国际市场份额。特别是2001年加入WTO之后，全球消费品市场对华基本上实现了全面开放，中国制造的消费品可以按最惠国关税进入164个WTO成员国市场。

20世纪90年代中后期到21世纪第一个十年，中国逐步成为全球劳动密集型乃至部分污染密集型产业或产业链环节的“投资天堂”。除地缘因素外，主要还是因为中国能全面推动其他欠发达经

[3] 陶然、苏福兵：《经济增长的“中国模式”：两个备择理论假说和一个系统性分析框架》，载《比较》2021年第3期，第128-189页；陶然：《人地之间：中国增长模式下的城乡土地改革》，辽宁人民出版社2023年版。

济体难以推动的“国际和国内两层逐底式竞争”：即中央政府以抑制汇率升值、出口退税、出口信贷等组合拳进行“国际逐底式竞争”<sup>〔4〕</sup>，而地方政府则通过降低劳工待遇、放松环保管制和压低工业地价等多种方式推动“国内逐底式竞争”。其中，“国内逐底式竞争”能顺利推动的关键，就在于中国有一个极强的“利维坦式”官僚体系，尤其是地方党政官僚体系。后者不仅具备强大的基础性能力，建设基础设施完备、为企业服务到位的各类工业开发区，有力推动了中国的工业化，还掌握了维护社会稳定的强大力量，使得失地农民、以农民工为主体的劳动力、社会环保群体对工业化的制约尽可能降低。也正是在这个背景下，中国取得了制造业出口增长的奇迹，2002—2008年期间年均出口增长率超过了20%。

图1给出一个考察当前中国增长模式的基本分析框架，可称之为“三二一”分析框架。简单说，从20世纪90年代中期以来，中国逐步发展出来一整套比较成型乃至日益固化的经济增长模式，在该模式中存在着“金融部门、上游制造业与非金融高端服务业、城市商住用地的三领域行政性垄断”；与此同时，中央和地方政府协力推动的“国际和国内两层逐底式竞争”有力支持了“出口导向型非公有制企业的一类市场化竞争”，实现了21世纪以来大规模的出口创汇和超高的贸易顺差，并在中国特有的汇率体制下积累了巨额外汇储备，同时超发了大量对冲性的人民币基础货币，最终为各级政府取得税收与非税收入，为上游国企、国有银行和地方政府分别从三领域行政性垄断中抽取高额垄断租金奠定了基础。<sup>〔5〕</sup>

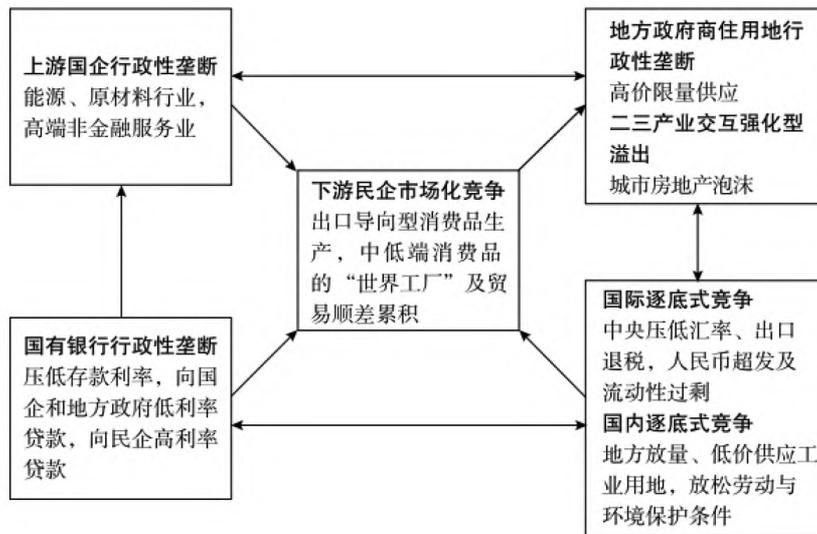


图1 中国经济增长模式的一个简化图示

注：图片引自陶然和苏福兵的研究。<sup>〔6〕</sup>

〔4〕 传统的“东亚发展型国家”模式之所以能成功实现出口导向型工业化，恰恰是集权政治下领导者为追求经济增长和税收最大化而采取了对资方非常友好的政策，依托其强大官僚体系压制劳工待遇、压低（存贷款）利率、推动出口退税、研发补贴以及对外企实施市场准入限制，为本土出口导向型制造业发展提供了巨大便利。这些政策虽然有效拉动了本土投资，但也压低了国内工资收入和居民储蓄利息收入，并最终抑制了国内消费。与此同时，人为压低劳动力和资本价格又刺激了投资并使国内产能远远超过国内需求，结果是政府必须压制本币汇率和出口退税等措施促进出口并消化国内过剩产能。

〔5〕 陶然、苏福兵：《经济增长的“中国模式”：两个备择理论假说和一个系统性分析框架》，载《比较》2021年第3期，第128—189页。

〔6〕 陶然、苏福兵：《经济增长的“中国模式”：两个备择理论假说和一个系统性分析框架》，载《比较》2021年第3期，第128—189页。

在这个模式下，国有企业在能源、原材料和非金融高端服务业上游的行政性垄断和非公有制企业在下游消费品制造业部门的市场化竞争分别来自于 20 世纪 90 年代中后期公有制企业改革进程中推动的“抓大”和“放小”改革，而地方政府在商住用地的行政性垄断来自于 20 世纪末以来的“国际、国内两层逐底式竞争”中逐步构建的、以制造业带动本地服务业发展并全面捕获商住用地增值收益的“土地财政”体系。至少在 2008 年国际金融危机发生之前，中国大部分二线及以下级别城市，只有制造业招商引资成功了，才会出现对住宅和商业服务业的规模化需求，而规模化商品房销售更是地方政府取得高额土地出让金净收益的基础。

这个“三二一”框架有助于理解 20 世纪 90 年代中期以来中国工业化、城市化和经济增长模式的运行机制及其对宏观杠杆率、收入分配、社会福利及环境治理等多方面的影响。它可以解释地方政府为什么对工业用地和商住用地采取迥异的出让策略，即以“招拍挂”方式垄断、限量、高价供应商住用地，却以协议方式放量、低价供应工业用地，最后导致城市土地利用结构的严重扭曲、城市房价的过快上涨、工业园区和新城区“大跃进”、工业用地价格过低且利用非常不集约等现象。它也有助于解释为什么随着更多城市加入制造业的“逐底式竞争”，中国商住用地和工业用地之间价差会持续扩大等现象。

整体来看，该增长模式构成了一个人类历史上极为惊人的收入和财富创造的过程，同时也是一个极为惊人的财富分配和再分配过程。其中，垄断性国企、地方政府所发挥的作用，当然也有财富创造、提供公共物品和基本服务的部分，但更多地是通过行政性垄断实现垄断租金的抽取和财富的再分配。

## （二）从“土地财政”到“土地金融”

以上分析框架还有助于理解为什么自 2009 年以后，地方政府从“土地财政”转向“土地金融”并工具性地利用储备土地等资产实现超常规的财政增长和基础设施建设。2009 年之前，对地方政府来说，更重要的是土地使用权出让所产生的利润，也就是说，城市土地使用权的市场价值与其成本之间的差额。出于收益最大化的目的，地方政府已经形成了一个迂回的策略性出让办法：一方面以协议、定向挂牌等方式低价、放量供应工业用地，另一方面以“招拍挂”方式高价、限量供应商住用地。通过这种策略性土地出让方法，工业用地能对商住用地产生“财政溢出效应”，而后者又能对前者进行“交叉补贴”，最终实现地方政府收入最大化。<sup>[7]</sup>

在土地财政模式下，土地出让收入已成为地方政府基金性收入的主要组成部分。根据《中国国土资源统计年鉴》，仅在 2007 年，商服用地出让金高达 2349.51 亿元，住宅用地出让金更是高达 7530.88 亿元，两者之和接近 1 万亿元。商服用地和住宅用地平均出让价格分别是 871.01、1131.18 元/平方米，而工矿仓储用地平均出让价格仅有 155.59 元/平方米。《中国统计年鉴》数据显示，1995 年，国有土地使用权出让金收入仅有 183.67 亿元，但到了 2022 年，国有土地使用权出让金收入达到 6.53 万亿元，占全国政府性基金收入的 83.86%。

随着 2008 年国际金融危机的蔓延，中国出口受到严重冲击。国家统计局数据显示，中国出口同比增速自 2008 年 7 月开始下滑，在 2008 年 11 月跌至 -2.22%。为应对 2008 年国际金融危机，2008 年 11 月，中国调整了宏观经济政策，将财政政策基调调整为“积极”，将货币政策基调调整为“适

[7] 陶然、陆曦、苏福兵、汪晖：《地区竞争格局演变下的中国转轨：财政激励和发展模式反思》，载《经济研究》2009 年第 7 期，第 21-33 页。Fubing Su, Ran Tao, “The China Model Withering? Institutional Roots of China’s Local Developmentalism”, *Urban Studies*, Vol. 54, No. 1 (2017), pp. 230-250.

度宽松”，并部署进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。经初步匡算，实施这十项措施需要投资约4万亿元，其中中央政府安排1.18万亿元，地方政府配套1.25万亿元。<sup>[8]</sup>

依据1994年颁布的《预算法》明确提出，“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”换言之，法律禁止地方政府直接实施债务融资。然而，为解决当时地方配套资金来源问题，地方政府开始被允许通过设立融资平台公司的方式举债融资。2009年3月，中国人民银行与原中国银行业监督管理委员会出台了《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），鼓励地方政府利用融资平台公司举债融资，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。这样的制度设计不仅解决了地方政府融资问题，而且由于预算外融资不用纳入预算，就规避了1994年的《预算法》的制度约束。<sup>[9]</sup>财政部也紧接着出台了《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），允许地方政府利用融资平台公司筹措资金作为配套资金。

此后，各地政府纷纷通过注入储备土地等多种国有资产，设立各种类型的融资平台公司，包括各类综合性投资公司，如建设投资公司、建设开发公司、投资开发公司、投资控股公司、国有资本经营管理中心等，以及行业性投资公司，如交通投资公司等。融资平台公司融资的形式多样，包括银行贷款、企业债券（通常被称为“城投债”）、以融资租赁和信托私募为主的金融衍生品。其中，银行贷款所占的比重最高。根据某审计署数据，当地融资平台公司90%的负债来自银行，其中70%以上的贷款是通过土地抵押，偿债资金也主要来自土地出让金。<sup>[10]</sup>

融资平台公司举债融资活动与地方土地运营存在着紧密联系。<sup>[11]</sup>2013年，国家审计署公布的《全国政府性债务审计结果》也指出，地方政府债务对土地出让收入的依赖程度较高，截至2012年底，承诺以土地出让收入偿还的债务余额占负有偿还责任债务余额的37.23%。一方面，融资平台公司以所持有的土地作抵押，从银行等金融机构获得贷款。根据《城市房地产管理法》、《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》等法律法规，可设定抵押的土地权利仅限于土地使用权。以土地作为抵押物进行抵押贷款，必须有相应土地证书。因此，在土地储备中，土地管理部门根据规划确定储备土地的供应用途、年限等，向土地储备中心发放土地使用权证，以此作为向银行申请土地抵押贷款的凭证。另一方面，地方政府利用未来的土地收入，为融资平台公司举债融资提供隐性担保。在运作中，政府将土地和其他有价值资产注入平台公司，隐性支持融资平台债务，借入资金被用于支持各类城市开发项目，包括道路、水处理厂、旅游区、经济适用房等。如果项目进展顺利并产生收入，土地价值上升后政府储备土地的土地出让收入就能偿还债务。如果项目进展不好，地方政府则需注入更多资产并由融资平台公司出售这些资产偿还债务。实际上，这个运作模式在20世纪90年代已经形成，但直到2008年国际金融危机出现后才被地方政府普遍利用，“土地财政”于是开始滥觞成为“土地金融”。<sup>[12]</sup>

[8] 《财政部等就加强地方政府融资平台公司管理答问》，见：[https://www.gov.cn/gzdt/2010-08/19/content\\_1683661.htm](https://www.gov.cn/gzdt/2010-08/19/content_1683661.htm)。

[9] Chong-En Bai, Chang-Tai Hsieh, Zheng Michael Song, “The Long Shadow of China's Fiscal Expansion”, *NBER Working Paper*, No. 22801 (2016).

[10] Zhenfa Li, Fulong Wu, Fangzhu Zhang, “The Political Economy of China's Local Debt”, *China Quarterly*, (2023), pp. 1-19.

[11] Joseph Gyourko, Yang Shen, Jing Wu, Rongjie Zhang, “Land Finance in China: Analysis and Review”, *China Economic Review*, Vol. 76, (2022), pp. 101868.

[12] Thomas Orlik, *China: The Bubble That Never Pops*, Oxford University Press, 2020.

融资平台公司虽然为许多重要的基础设施项目提供了资金，但对地方政府激励和整体金融体系逐步产生了日益增大的负面影响。首先，地方政府对融资平台的隐性担保模糊了融资平台公司债务与地方政府债务的界限。融资平台公司债务成为地方政府债务的主要组成部分。根据 2013 年国家审计署公布的《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，在 10.89 万亿元地方政府负有偿还责任的债务中，融资平台公司举借的有 4.08 万亿元，占 37.44%；在 2.67 万亿元地方政府负有担保责任的债务中，融资平台公司举借的有 0.88 万亿元，占 33.14%；在 4.34 万亿元地方政府可能承担一定救助责任的债务中，融资平台公司举借的有 2.01 万亿元，占 46.36%。其次，由于其金额庞大、缺乏透明度和不确定性，融资平台公司债务对中国金融体系带来了巨大风险。<sup>[13]</sup> 融资平台公司大多是准财政实体，其本身在财务上不可持续。一旦将真正的借贷成本和补贴考虑在内，融资平台公司利息非常低。但如果没有补贴，那么大多数融资平台公司将没有足够的收入来支付真正的利息支出。

意识到地方平台债务蕴含的金融风险后，中央开始加强对融资平台公司的管理。2010 年 6 月，国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号），强调要清理核实并妥善处理融资平台公司债务、清理规范融资平台公司、加强对融资平台公司的融资管理、禁止地方违规为融资平台公司融资行为提供担保。然而，这项政策采取的措施因其“堵而不疏”而效果不彰。融资平台公司当无法正常向银行贷款时，开始通过影子银行体系进行举债融资。Chen 等人研究发现，2009 年银行贷款增速异常高的省份在 2012–2015 年期间出现了更多的影子银行贷款。<sup>[14]</sup>

2014 年 9 月，国务院出台的《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），以及后续整理规范地方债务的多份文件，开始更加注重“疏堵结合”，“疏”的措施包括允许地方政府发行政府债券、推广政府和社会资本合作（Public-Private-Partnership, 简称“PPP”）模式，“堵”的政策包括禁止融资平台公司新增政府债务。除此之外，该政策也提出，允许地方政府发行地方政府债券，用于置换地方政府存量债务。以此为起点，地方政府债务形式出现了以下三个方面的变化。

一是地方政府债券发行管理有所规范。地方政府债券由中央政府管理，地方政府必须向财政部申请特定项目的年度债券配额，地方政府债券配额是根据地方政府的财政能力和项目的融资需求分配的。<sup>[15]</sup> 地方政府债券主要分为一般债券和专项债券。根据《地方政府债券发行管理办法》（财库〔2020〕43 号），“一般债券是为没有收益的公益性项目发行，主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源的政府债券；专项债券是为有一定收益的公益性项目发行，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券。”这实际上意味着，专项债券可用于基础设施建设资金筹措。在操作上，地方政府用基础设施项目未来现金流或未来土地出让收入，发行专项债券。因此，专项债券设置为地方政府债务融资提供了正式和合法的渠道。此外，2015 年正式启动的地方政府债务置换项目让地方政府发行置换债券，置换存量政府债务。由于置换债券期限长、利率低，因此债务置换项目为地方政府节省了利息支出，减轻了债务压力。<sup>[16]</sup> 为了确保大量新发行

[13] Zhenfa Li, Fulong Wu, Fangzhu Zhang, “The Political Economy of China’s Local Debt”, *China Quarterly*, (2023), pp. 1–19.

[14] Zhuo Chen, Zhiguo He, Chun Liu, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, No. 1 (2020), pp. 42–71.

[15] Zhenfa Li, Fulong Wu, Fangzhu Zhang, “Adaptable State-Controlled Market Actors: Underwriters and Investors in the Market of Local Government Bonds in China”, *Environment and Planning A: Economy and Space*, (2023), pp. 0308518X231174023.

[16] W. Raphael Lam, Jingsen Wang, “China’s Local Government Bond Market”, *IMF Working Papers*, Vol. 2018, No. 219 (2018), pp. 1–20.

的地方政府债券有买家,财政部要求银行通过“指定额度”购买地方政府债券。<sup>[17]</sup>

二是PPP项目的金融风险日益显现。十八届三中全会就明确提出允许社会资本通过特许经营方式参与城市基础设施的建设和运营,之后财政部、发改委及相关部委又开始密集出台大量推广PPP模式的政策性文件,给地方政府带来了可以变相举债的新路径。在此类项目的实际运行中,社会资本不参与项目的论证、设计、建设和运营,仅向地方政府提供资金,而后者则承诺通过回购股份、支付固定收益等方式承担还本付息责任。地方政府往往让融资平台公司作为政府代表方,与社会资本共同成立项目公司,而由于民营资本往往无足够财力承担庞大的公共项目,或缺乏资源中标,因此PPP项目的社会资本方大多是央企或地方国有企业。这就使得PPP模式从“Public-Private-Partnership”异化成了“Public-Public-Partnership”,变成了地方政府和央企或地方国企一起融资的“外壳”。<sup>[18]</sup>PPP项目不仅加大了地方政府和央企的债务风险,甚至可能存在故意做大成本等问题。类似被异化为融资模式的还有政府投资基金和政府购买服务。由于地方政府资金饥渴症,PPP与近年来兴起的政府投资基金、政府购买服务一起,都不同程度地成为地方政府的实际举债工具。<sup>[19]</sup>

三是融资平台公司债务风险防范工作任重道远。2018年,中央政府要求各省提交“隐性债务化解方案”,其中概述了债务削减的数额以及减少地方政府隐性债务的具体机制。地方干部尽管对实现债务削减目标负有责任,但采取的措施往往仅是采用各种办法借入新资金,偿还到期的政府或融资平台公司债务。从这个意义上讲,地方债务管理中的“前门”已经打开,但是“后门”却迟迟关不上。“开前门”政策和各种债务削减计划的唯一影响是地方政府融资平台公司债务增长放缓,但地方政府仅以存量政府债券衡量的债务水平在随后几年中快速增长。一方面,在2014年地方政府债务管理加强后,地方政府仍在通过融资平台公司举借债务。2022年7月,财政部发布《关于融资平台公司违法违规融资新增地方政府隐性债务问责典型案例的通报》。这些通报案例的一个共同点是在2015年及以后,融资平台公司向银行等金融机构举债融资,或发行公司债券,为地方政府提供资金支持,新增地方政府隐性债务。另一方面,融资平台公司的债务陆续到期,偿还压力不断加大,违约事件开始发生。大公国际报告称,根据公开资料,2022年,20余家融资平台公司发生非标违约事件。<sup>[20]</sup>

## 二、地方政府债务风险评估

如前所述,地方债务可分为显性债务和隐性债务。其中,显性债务主要指地方政府依法纳入预算管理的债务,如地方政府债券,能全部在债务管理系统中反映。而地方隐性债务界定相对模糊。《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发[2020]27号)首次给出官方界定,“地方政府隐性债务指地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担

[17] Victor C. Shih, “Financial Repression Still: Policy Concerns and Stagnation in China’s Corporate Bond Market”. in J. Delisle & A. Goldstein, eds., *To Get Rich is Glorious: Challenges Facing China’s Economic Reform and Opening at Forty*, Washington DC: Brookings Institution Press.

[18] 陶然:《人地之间:中国增长模式下的城乡土地改革》。

[19] 2017年11月,财政部出台《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号),开始规范PPP项目运作,防止PPP异化为新的融资平台。2023年6月,审计署发布的《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》指出,PPP项目存在“入库环节审核不严”、“履约环节不诚信”、“建设运营环节不当推责揽责”、“部分项目形成损失浪费”等问题。

[20] 王燕、常浩敏、郑椿小:《大公国际:2022年城投大事件》,载大公国际官方网站,2023年1月10日发布,见:<https://www.dagongcredit.com/uploadfile/2023/0111/20230111014514240.pdf>,最后访问日期:2024年1月20日。

保等方式举借的债务”。它主要包括两类：一类是融资平台公司、地方国有企事业单位等替政府举借，由政府支持偿还的债务；另一类是地方政府在设立政府投资基金、开展 PPP 模式、政府购买服务等过程中，形成的政府中长期支出事项债务。根据国际货币基金组织的测算，2020 年，增扩概念的地方政府债务规模有 74.64 万亿元，相当于 GDP 的 72.76%。<sup>〔21〕</sup>

受底层数据所限，现有研究均无法真实测量地方政府债务规模及其蕴含的风险。本文首先利用官方公开数据，分析地方政府显性债务情况。考虑到地方政府显性债务的主要形式是地方政府债券，本文接着分析地方政府债券余额和偿还情况。地方政府债务风险评估的难点在地方政府隐性债务，本文使用尽可能多的公开数据，包括公司财务数据、官方网站披露信息，分析融资平台公司债务和 PPP 项目投资，试图在数据可得性条件约束下尽可能反映地方政府债务的真实情况。

### （一）地方政府显性债务

地方政府显性债务呈现如下三个特征：一是地方政府显性债务规模总量大、增速快。地方政府显性债务规模从 2015 年的 15.76 万亿元增至 2022 年的 35.07 万亿元，年均增长 13.16%，尤其在 2018 年后增速进一步提升（见图 2）。其中，一般债务规模从 2015 年的 9.26 万亿元增至 2022 年的 14.40 万亿元，年均增长 6.50%，而专项债务规模从 2015 年的 5.49 万亿元增至 2022 年的 20.67 万亿元，年均增长 20.84%。可以看出，专项债务规模尽管在 2015 年及之后的几年间低于一般债务，但因增速更快，自 2020 年起便开始超过一般债务，且与后者差距日益拉大。

二是地方政府显性债务的区域差异明显。2015 年，各省份的地方政府显性债务规模均值为 4781 亿元。其中，江苏省、山东省、贵州省的地方显性债务规模位列前三，分别达到 10556 亿、9059 亿、8755 亿元。2022 年，各省地方显性债务规模均值 11311 亿元，是 2015 年的 2.37 倍。其中，广东、山东、江苏规模位列前三，分别为 2.51 万亿、2.36 万亿、2.07 万亿元。从增速来看，2015—2022 年间，各省显性债务年均增长率均值为 14.21%。其中，西藏债务基数小，年均增长率最快，为 32.79%；天津、甘肃紧跟其后，年均增长率分别为 21.17% 和 21.16%；辽宁、贵州、内蒙古的地方债务年均增长率位列末三位，分别为 3.56%、5.19% 和 7.99%。

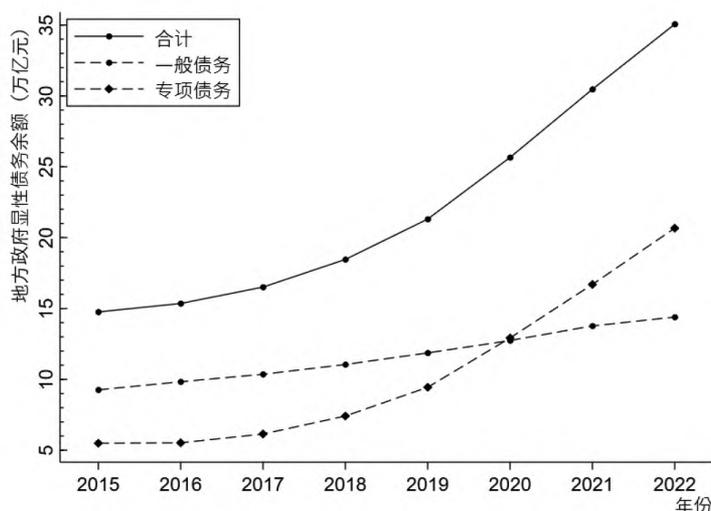


图 2 地方政府显性债务余额变动

注：数据来自中国地方政府债券信息公开平台。

〔21〕 《国际货币基金组织国别报告第 23/67 号》。

三是地方政府显性债务风险总体可控,但个别地区债务风险开始显现。从地方政府显性债务与GDP之比来看,2022年,全国地方政府显性债务余额与GDP之比是28.97%,比2015年(21.42%)上升7.55个百分点(见图3)。其中,青海和贵州的地方显性债务余额与GDP之比最高,分别为84.32%和61.85%。吉林、甘肃、天津、海南、新疆的地方显性债务余额与GDP之比也超过50%。从增幅来看,2015—2022年间,天津、甘肃、吉林的地方显性债务余额与GDP之比增幅最大,分别是32.29、30.12、27.37个百分点。从地方显性债务与地方财政收入之比来看,2022年,全国地方显性债务余额与地方财政收入之比是322.40%,比2015年(177.79%)上升144.61个百分点(见图3)。分省份看,青海、吉林、甘肃的地方显性债务余额与地方财政收入之比位列前三,分别为924.95%、842.30%、670.63%,上海、山西、北京最低,分别为112.24%、181.99%、184.88%。

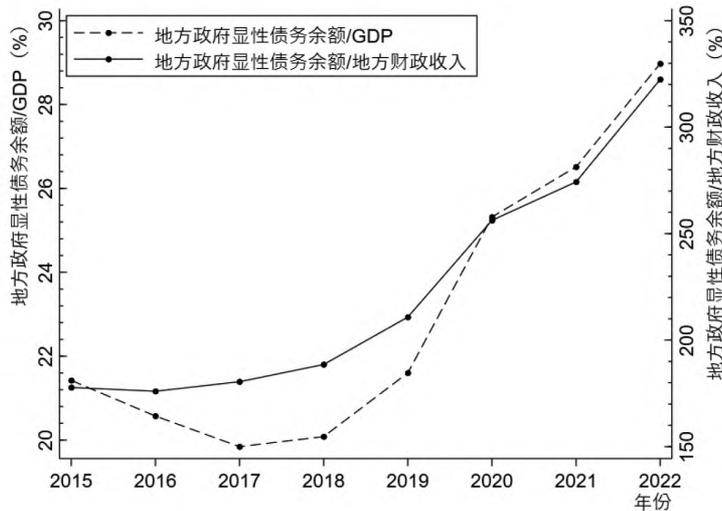


图3 地方政府显性债务风险

注:数据来自中国地方政府债券信息公开平台。

## (二) 地方政府债券

数据分析发现,地方政府债券,尤其专项债券呈快速增长态势,地方政府债券还本付息压力开始显现。一是地方政府债券呈快速增长态势,专项债券尤其明显。2022年,地方政府债券余额为34.90万亿元,比2015年的4.83万亿元增长6.23倍(见图4)。2015—2022年间,地方政府债券余额年均增长率高达32.66%。分债券类型看,专项债券虽然规模在早期低于一般债券,但是增速快于一般债券,使得规模在2020年超过一般债券。2022年,专项债券余额是20.65万亿元,超过一般债券的14.25万亿元达6.40万亿元。2015—2022年间,专项债券余额年均增长率高达54.59%,而一般债券余额年均增长率为20.55%。

全国地方政府债券余额与GDP之比快速上升,从2015年的7.01%增至2022年的28.84%,增加21.83个百分点(见图4)。分省份看,2022年,各省份的地方政府债券余额与GDP之比的平均值是36.47%。其中,青海省、贵州省、吉林省的地方政府债券余额与GDP之比位列前三,分别是83.52%、61.62%和54.41%;江苏省、上海市、广东省的地方政府债券余额与GDP之比最低,分别是16.83%、19.12%、19.29%。与2015年相比,青海省、天津市、吉林省的地方政府债券余额与GDP之比增加最多,分别增加55.12、46.63和43.76个百分点,江苏省、上海市、福建省增长最少。

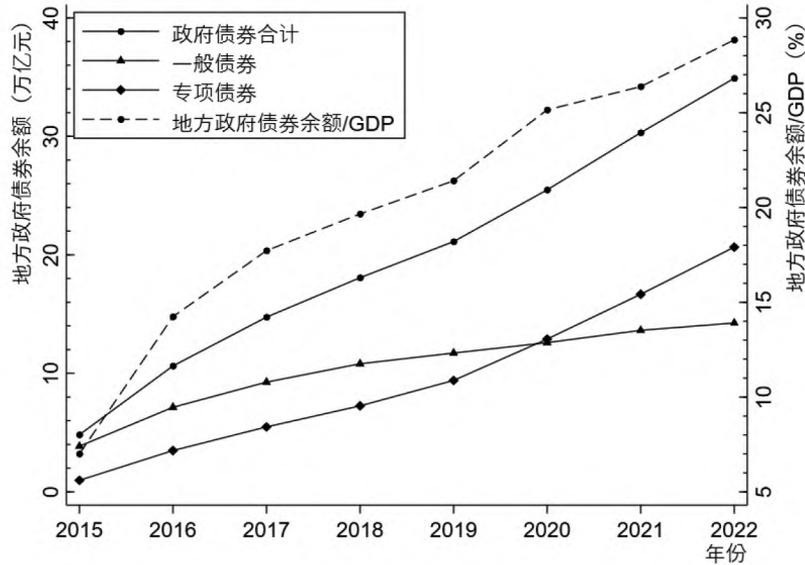


图4 全国地方政府债券余额变动

注：数据来自中国地方政府债券信息公开平台。

二是地方政府债券还本付息压力开始显现。在债券还本方面，地方政府债券还本额从2015年的1714亿元增至2022年的2.78万亿元，年均增长48.93%。分省份看，2022年，江苏、山东、浙江的地方政府债券还本额位列前三，分别为2080亿、1633亿和1536亿元，西藏、宁夏、青海地方政府债券还本额较少，分别为53亿、188亿和238亿元。在债券付息方面，地方政府债券付息额从2015年的481亿元增至2022年的1.12万亿元，年均增长56.80%。分省份看，广东、山东、江苏的地方政府债券付息额位列前三，分别为769亿、737亿和678亿元，西藏、宁夏、青海的地方政府债券付息额最少，分别为18亿、70亿和100亿元。

2022年，地方政府债券还本额与地方财政收入之比是25.61%。分省份看，贵州、吉林、青海、云南的地方政府债券还本额与地方财政收入之比排前四位，分别是78.40%、72.62%、72.32%和67.25%，均超过了60%。上海、广东、山西的地方政府债券还本额与地方财政收入之比排末四位，分别是8.00%、10.01%、13.81%。而地方政府债券付息额与地方财政收入之比在2022年达到10.31%，超过了10%警戒线。全国31个省中，24个省份的地方政府债券付息额与地方财政收入之比超过10%。其中，青海省、吉林省、贵州省位列前三，分别为30.39%、27.50%、22.90%。上海、北京、山西、广东最低，地方政府债券付息额与地方财政收入之比分别是3.23%、5.09%、5.70%、5.80%。

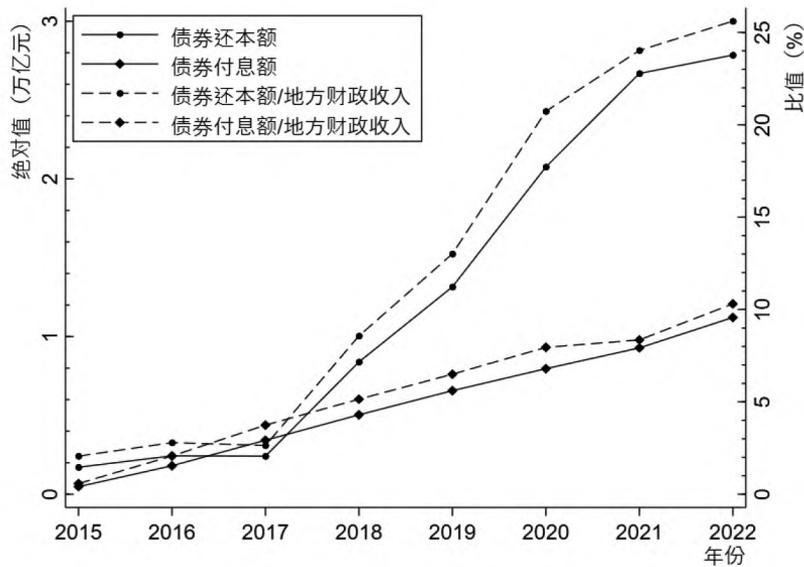


图5 地方政府债券还本付息情况

注：数据来自中国地方政府债券信息公开平台。

### (三) 融资平台公司债务

目前公开的地方融资平台公司名单存在严重的遗漏或错选等问题，明显增加融资平台公司债务的度量误差。<sup>[22]</sup>因此，本文利用 Wind 数据库的债券数据，根据实际控制人、经营范围、主要产品及业务等公司信息，逐一识别融资平台公司名单，然后再利用天眼查、企查查等工商信息查询平台，根据融资平台公司的控股股东信息，整合融资平台公司的财务数据，避免债务重复计算。为了全面、客观刻画融资平台公司的债务情况，本文使用了两个指标：一个是融资平台公司的负债，即资产负债表中的“负债合计”科目。根据《企业会计准则》，“负债是指企业过去的交易或者事项形成的、预期会导致经济利益流出企业的现时义务”。另一个是融资平台公司的债务。根据 Huang 等人的定义<sup>[23]</sup>，本文用短期债务与长期债务之和，计算融资平台公司的债务。其中，短期债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付短期债券和其他流动负债，长期债务包括长期借款和应付债券。可以看出，负债不仅包括了债务的各项款项，而且包括预收账款、合同负债、应付职工薪酬、应交税费等无息款项。

测算结果显示，融资平台公司负债规模不断上升（见图6），从2006年的2.29万亿元增至2022年的85.12万亿元，年均增长25.35%。融资平台公司债务规模低于负债规模，但增长趋势类似，从2006年的1.63万亿元增至2022年的56.75万亿元，年均增长24.84%。其中，长期债务从规模和增速上都高于短期债务。长期债务从2006年的1.07万亿元增至2022年的39.77万亿元，年均增长25.35%；短期债务从2006年的0.56万亿元增至2022年的16.99万亿元，年均增长23.77%。分省份看，2022年，江苏、浙江、山东的融资平台公司债务规模位列前三，分别为9.11万亿、5.70

[22] 徐军伟、毛捷、管星华：《地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角》，载《管理世界》2020年第9期，第37—59页。

[23] Y. I. Huang, Marco Pagano, U. G. O. Panizza, “Local Crowding-out in China”, *Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6 (2020), pp. 2855–2898.

万亿和 4.18 万亿元，西藏、宁夏、青海的融资平台公司债务规模最少，分别为 455.88 亿、510.02 亿和 578.71 亿元。从增速看，2006—2022 年间，贵州省、四川省、江西省的年均增速位列前三，分别为 68.55%、43.38% 和 40.56%，上海市、青海省和宁夏回族自治区的年均增速最低，分别为 10.66%、10.84% 和 12.72%。

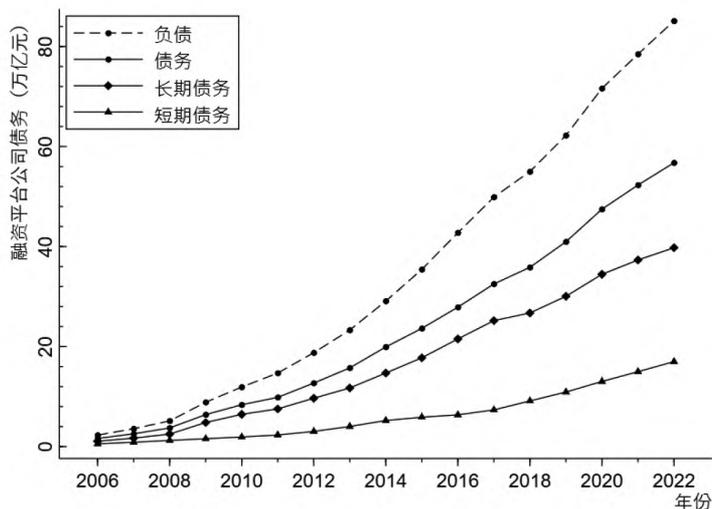


图 6 融资平台公司债务情况

融资平台公司债务风险总体显著加大，且部分地区平台债务问题突出。全国融资平台公司负债与 GDP 之比从 2006 年的 10.44% 增至 2022 年的 70.34%，增加了 59.90 个百分点。全国融资平台公司债务与 GDP 之比从 2006 年的 7.43% 增至 2022 年的 46.89%，增加了 39.46 个百分点。其中，长期债务与 GDP 之比从 2006 年的 4.88% 增至 2022 年的 32.86%，增加 27.98 个百分点；短期债务与 GDP 之比从 2006 年的 2.55% 增至 2022 年的 14.04%，增加 11.49 个百分点。分省看，北京、天津、贵州的融资平台公司负债与 GDP 之比位列前三，分别为 149.16%、139.76% 和 130.46%，辽宁、内蒙古、海南的融资平台公司负债与 GDP 之比最少，分别为 6.47%、10.67% 和 16.22%。天津、北京、贵州的融资平台公司债务与 GDP 之比位列前三，分别为 89.81%、87.19% 和 77.83%，辽宁、内蒙古、海南的融资平台公司债务与 GDP 之比位列末位，分别是 6.56%、9.70% 和 10.06%。

融资平台公司领域的腐败问题受到关注。2022 年 1 月，中央纪委国家监委网站发布《深度关注 | 严防国有平台公司成腐败温床》<sup>[24]</sup>，明确揭露融资平台公司领域存在着腐败问题，指出，“有的利用公司在政府项目、政策倾斜、资金集中等方面的优势，在工程发包中暗箱操作”，“有的在融资、举债过程中吃回扣、吃利差”，“有的县 2020 年查处的腐败案件 70% 发生在平台公司”。2022 年 5 月发表的《经济观察报》援引广发证券固收研究数据，指出，2018 年以来，发债城投现任高管中违法违纪被查的数量有 109 位，涉及 103 家城投公司，仅 2022 年头 5 个月里就有 26 位发债城投高管被查。<sup>[25]</sup>以镇江市为例。2019 年 1 月 18 日，在 2018 年度江苏省全面从严治党主体责任述职会上，时任省委书记指出，“镇江市在重点领域监管方面存在薄弱环节，政府隐性债务风险突出，甚至存

[24] 韩亚栋、薛鹏：《严防国有平台公司成腐败温床》，载中央纪委国家监委网站，2022 年 1 月 11 日发布，见：[https://www.ccdi.gov.cn/toutiaoon/202201/t20220111\\_163531.html](https://www.ccdi.gov.cn/toutiaoon/202201/t20220111_163531.html)，最后访问日期：2024 年 1 月 20 日。

[25] 蔡越坤：《百位发债城投高管为何被查》，载《经济观察报》2022 年 5 月 28 日，第 10 版。

在腐败问题”。<sup>[26]</sup> 2022年1月,针对融资平台公司低成本融资背后的贪腐谋利问题,镇江市纪委监委开展融资领域腐败问题专项整治,先后查处6名涉及市县两级融资平台公司“一把手”的严重违纪违法案件,查处涉及跨区域介入融资业务并获取高额中介费、向融资平台公司干部行贿的10名资金“掮客”。<sup>[27]</sup>

#### (四) PPP项目

PPP项目管理库包含了处于准备阶段、采购阶段和执行阶段的PPP项目。考虑到处于执行阶段的PPP项目才能够开展项目建设和投资,本文主要分析处于执行阶段的PPP项目(以下仍简称为“PPP项目”)。PPP项目在2009—2013年间增速缓慢(见图7),项目投资额年均值为472.58亿元。2014年,PPP模式开始作为一种拓宽基础设施建设的新融资渠道被政策制定者积极推广。之后,PPP项目投资快速增长,在2014年达到3742亿,并在2017年达到4.12万亿元的峰值。2017年11月,财政部开始规范PPP项目,PPP项目投资开始不断下降(见图7)。2022年,PPP项目投资只有579.05亿元。截至2022年,PPP项目计划总投资额达到14.28万亿元。分省份看,各省份的PPP项目累计投资均值是4606.91亿元。其中,云南、贵州、四川的PPP项目投资位列前三,分别是1.18万亿、1.05万亿和1.03万亿元,西藏、上海、青海的PPP项目投资位列末位,分别是1.62亿、30.23亿和526.76亿元。

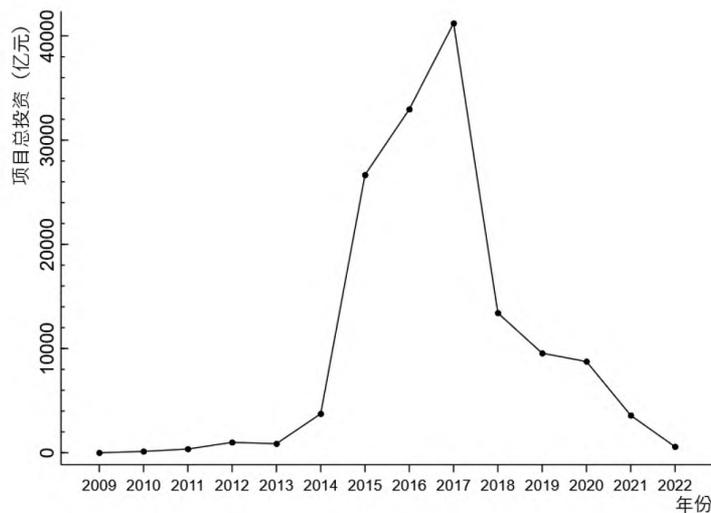


图7 PPP项目投资

注:数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。

从回报机制看,截至2022年,可行性缺口补助PPP项目占比最大,为68.53%,其次是政府付费PPP项目(22.61%),最后是使用用户付费PPP项目,仅占8.65%。从省份看,各省PPP项目投资均值是4606.91亿元。其中,云南省、贵州省、四川省的PPP项目投资位列前三,分别是1.18万亿、1.05万亿和1.03万亿元,西藏、上海、青海的PPP项目投资位列末位,分别是1.62亿、30.23亿和526.76亿元。分省份看,在省内的PPP项目中,西藏、青海、天津的可行性缺口补助PPP项目投资占比最高,分别是100%、93.75%、90.70%,山西、上海、海南的可行性缺口补助PPP项目投

[26] 孙权:《出实招下真功 不让责任空转》,载《中国纪检监察报》2019年1月27日,第1版。

[27] 吕佳蓉:《江苏镇江融资领域腐败专项整治挽回经济损失近16亿元》,载中央纪委国家监委网站,2023年1月9日发布,见: [https://www.ccdi.gov.cn/yaowenn/202301/t20230109\\_240609.html](https://www.ccdi.gov.cn/yaowenn/202301/t20230109_240609.html),最后访问日期:2024年1月20日。

资占比最少，分别是 39.87%、39.98% 和 43.84%。上海、海南、广东的政府付费 PPP 项目占比最高，分别为 60.02%、53.00% 和 48.54%；甘肃、云南、西藏的政府付费 PPP 项目占比分别为 3.61%、2.64% 和 0.00%。山西、陕西、四川的使用者付费 PPP 项目占比最高，分别为 29.53%、27.48% 和 25.20%；吉林、宁夏和天津的使用者付费 PPP 项目占比低于 1%，上海、西藏没有使用者付费 PPP 项目。

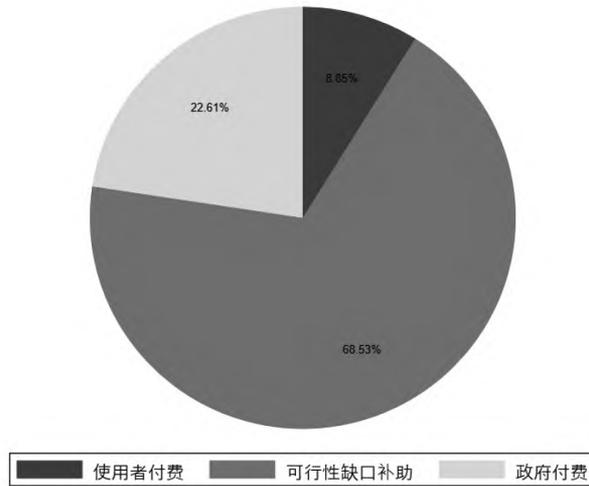


图 8 不同回报机制的 PPP 项目分布

注：数据来自中国研究数据服务平台 (CNRDS)。

从运作方式看，截至 2022 年，BOT 项目占比最高，为 79.29%，TOT 与 BOT 相结合的 PPP 项目占 3.76%，TOT、ROT、BOO 项目分别占 3.10%、2.44% 和 1.25%，TOT 与 BOO 相结合的 PPP 项目最少，仅占 0.02%，OM 项目也仅占 0.26%。分省份看，在省内的 PPP 项目中，湖南、山东、江苏的 BOO 项目占比最高，分别为 2.18%、1.87%、1.60%；西藏、上海、黑龙江的 BOT 项目占比最高，分别为 100.00%、99.40% 与 97.21%；河北、湖南、北京的 OM 项目占比最高，分别为 0.48%、0.29% 和 0.18%；安徽、内蒙古、广东的 ROT 项目占比最高，分别为 8.34%、2.54% 和 1.92%；辽宁、天津、青海的 TOT 项目占比最高，分别为 22.22%、21.06% 和 5.94%。

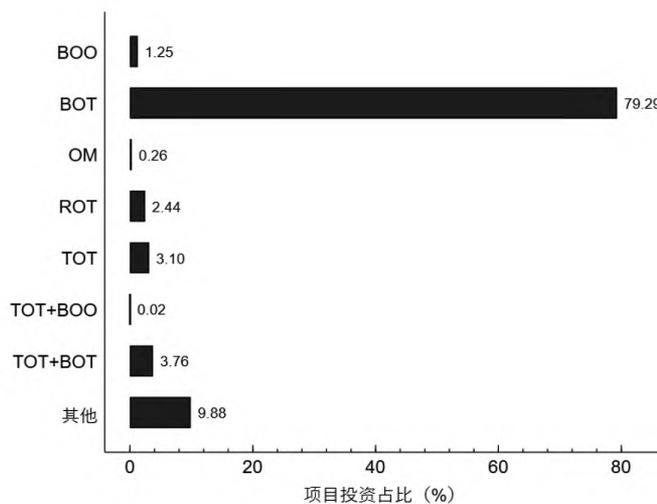


图 9 不同运作方式的 PPP 项目投资

注：数据来自中国研究数据服务平台 (CNRDS)。

从行业分布来看,交通运输、市政工程、城镇综合开发的PPP项目位列前三,分别为35.19%、29.25%和12.08%,生态建设和环境保护、水利建设、保障性安居工程的PPP项目占比分别为6.75%、2.37%和2.03%,体育、科技、能源、农业、养老、社会保障的PPP项目投资最少,均低于1%。分省份看,在省内PPP项目中,云南、宁夏、甘肃的交通运输PPP项目占比最高,分别为71.42%、68.67%和65.58%;天津、海南、上海的市政工程PPP项目占比最高,分别为74.09%、70.61%和69.63%;江苏、湖北和河北的城镇综合开发PPP项目占比最高,分别为31.22%、30.13%和29.86%。

表1 PPP项目投资行业分布

所属行业	项目投资额	
	规模(亿元)	比例(%)
交通运输	50255.75	35.19
市政工程	41767.26	29.25
城镇综合开发	17250.04	12.08
生态建设和环境保护	9637.45	6.75
水利建设	3390.31	2.37
保障性安居工程	2904.45	2.03
教育	2704.84	1.89
旅游	2483.97	1.74
政府基础设施	1972.50	1.38
其他	1966.30	1.38
林业	1804.34	1.26
医疗卫生	1694.14	1.19
文化	1623.77	1.14
体育	874.53	0.61
科技	741.41	0.52
能源	677.58	0.47
农业	535.70	0.38
养老	428.13	0.30
社会保障	101.78	0.07
合计	142814.25	100.00

注:数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。

### (五) 地方政府债务风险的一个初步评估

基于上述数据可以判断当前中国地方政府债务规模及风险。到2022年,地方政府显性债务规模达到35.07万亿元,而就地方政府隐性债务来看,2022年融资平台公司债务规模达到56.75万亿元,PPP项目投资额涉及14.28万亿元。基于融资平台公司债务来测算地方政府隐性债务,必须扣除融资平台公司因投资经营性项目而形成的债务。后者属企业债务,不需地方政府承担,因此融资平台公司债务并不全是地方政府债务。根据汪涛和张宁的研究,约73%的融资平台公司债务属于地方政府债务。<sup>[28]</sup>据此估计,在56.75万亿地方融资平台公司债务中,属于地方政府债务的约有41.43万

[28] 汪涛、张宁:《解析中国财政挑战与地方融资平台债务风险》,载“首席经济学家论坛”微信公众号,2023年7月27日发布。

亿元。而使用 PPP 项目数据测算地方政府隐性债务时，需要注意的是，一方面，本文统计的 PPP 项目投资规模是 PPP 项目规划情况，不是已经落实的项目投资，因此 PPP 项目投资规模可以看作地方政府债务的未来来源；另一方面，政府代表公司和社会资本自身会提供项目资本金，因此，PPP 项目投资额并不全部通过融资获得，未来不会全部形成地方政府债务。按照 PPP 相关政策规定和现实 PPP 项目设置，资本金一般约占项目投资额的 20%。因此，14.28 万亿元 PPP 项目投资约有 11.42 万亿元可能已经形成或未来将形成地方政府债务。

综上，本文可以给出两个地方政府债务指标作为地方政府债务规模的参照。一个指标是地方政府债务，用地方政府显性债务与融资平台公司来源的地方政府隐性债务之和来衡量，合计达到 76.50 万亿元。另一个指标是更广义地方政府债务，用第一个地方政府债务指标和 PPP 来源的地方政府隐性债务之和衡量，合计为 87.92 万亿元。从融资成本看，地方政府债券利率最低，平均约为 3%，银行贷款利率一般在 4%—5%，而 PPP 项目融资成本一般在 8%，信托融资利率则更高。即使按 5% 的平均利率，地方政府债务每年利息支出也将高达 3.8 万亿元左右，更广义的地方政府债务每年利息支出约 4.4 万亿元。

特别需要指出，部分地区的地方政府债务风险偏高，结构性和区域性问题的不容忽视。比如，利用上面的广义地方政府债务指标，江苏、浙江、山东、四川、广东的地方政府债务规模位列前五，分别达到 9.29 万亿、6.94 万亿、6.00 万亿、5.61 万亿和 4.81 万亿元。从地方政府债务与 GDP 之比来看，全国 31 个省中，有 24 个省份的地方政府债务与 GDP 之比超过《马斯特里赫特条约》规定的 60% 警戒线，贵州、天津、甘肃、云南、青海、吉林更是超过了 100%。

需要注意的是，受地方政府隐性债务数据不可得限制，本文测算的地方政府债务规模存在两类低估问题，因此可以看作是地方政府债务规模的下限。一类低估问题是本文仅分析了融资平台公司债务和 PPP 项目投资，遗漏了政府投资基金、政府购买服务形成的地方政府隐性债务，另一类低估问题是本文分析的融资平台公司债务数据来自发行过公司债券的融资平台公司，遗漏了没有发行过公司债券的融资平台公司借债，以及非融资平台类国企乃至部分民企为地方政府代借的债务。因此，中国地方政府债务实际规模很可能已接近甚至超过 100 万亿元，考虑到 2009 年以来地方政府土地出让金累积达到 69 万亿元已经全部支出，地方政府债务还从 2009 年的 9.02 万亿增加到当前规模，确实是惊人的增长。<sup>〔29〕</sup>

### 三、中国地方债务的体制性根源与化解思路

随着 2008 年国际金融危机的蔓延，为缓解出口增速下降对经济增长的负面影响，中国政府于 2009 年实施了大规模的财政信贷刺激，并在过去 14 年中开启了多轮主动货币超发和大规模金融刺激。2009—2010 年、2013 年、2015—2017 年，以及 2020—2021 年新冠疫情期间进行的四次大规模信贷投放，实际上把 2009 年前为对冲外汇储备而超发人民币后通过“蓄水池”锁住的部分人民币以及 2009 年后为对冲出口持续顺差而超发的人民币逐步地释放出来。其结果是不仅房地产价格在各线城市的轮番上涨，而且地方政府实施超常规基础设施建设，并引发了地方政府显性和隐性债务的快速增加。

以超常规的基础设施投资来看，自 2009 年以来，不少制造业基础原本较差的城市也开始大规模建设工业开发区，并逐步演变出一个如下的格局：中央货币宽松政策带动了城市房地产业发展，地

〔29〕 2009 年地方政府债务数据是根据 2011 年国家审计署公布的《全国地方政府性债务审计结果》计算而得。

方政府大规模建设新城区,试图获取商住用地出让金,同时以新城区土地储备等资产为抵押,或以政府未来收入为隐性担保,大规模举债建设工业开发区以及其他各类交通、环保、管网等物质类基础设施。以工业开发区和新城区建设为例,2009年以来,地方政府,包括中西部很多制造业基础原本较弱的市县,以“土地财政”为基础,利用融资平台公司进行“土地金融”加杠杆操作,新建和扩建了比之前“黄金发展期”更多数量、更大规模的工业开发区和新城区。在2009—2013的5年中,中国以工业用地为绝对主体的工矿仓储用地出让总计90.7万公顷,比2004—2008年的56万公顷还要高出62%。<sup>[30]</sup>如贵州这样的西部欠发达省份,每个县都大规模建设了工业开发区。当大规模刺激政策消退后,大量中西部乃至东部的新城区、开发区成为“鬼城”。

显然,相对于投资人力资本(如基础教育、公共卫生)或其他公共服务,基础设施和城市建设投资更容易创造寻租的机会。地方政府对新建道路、桥梁、港口这些容易识别的基础设施投资具有很高的积极性,并倾向于人为扩大项目的建设规模。2002年,基础设施投资占GDP的比重从2002年的8%,增至2008年的13%,又在2016年达到24%。该比例在2002年是所有发展中国家平均比例的2倍,2016年更提升到将近5倍。基础设施投资占GDP比重自2003年起就位于所有发达国家和新兴经济体相应比例的95百分位之上,2009年后更快速提升到所有发展中国家相应占比的95百分位之上,之后仍然持续攀升。<sup>[31]</sup>

国家统计局数据显示,2010—2020年间,中国基础设施投资总额就达到108万亿。2009年后的多轮信贷刺激都是以各类传统基建和新基建项目为抓手。无论是地方政府推动的各类新城区、开发区建设,还是城市道路交通(地铁、轻轨、大容量公交等)、城市管网(供水、污水、雨水、燃气、供热、通信、电网、排水防涝、防洪以及城市地下综合管廊试点等)、污水和垃圾处理、生态园林等城市基础设施建设,都成为难以监督的大规模腐败的温床。已有研究表明,中国很多的基础设施项目只能产生很少的现金流甚至根本不能产生任何现金流,最终只能依靠政府未来的财政收入偿还。此类基础设施建设虽然有助于实现短期经济增长,但也必然会带来地方政府的巨额负债。<sup>[32]</sup>

在实际操作中,大部分城市基础设施项目由地方融资平台公司主导或与央企合作推动。很容易观察到的一个现象就是,近年的公共项目都尽可能提高工程复杂程度和建设标准,企图以此提高造价并拓展寻租空间。虽然这些基础设施项目大都由国有企业总包,但相当份额的工程被外包给了利益关联的民营建设商,并在工程款结算后进行利益再分配。这种“国企总包、私企分包”模式之所以能成为寻租的主要方法,恰恰是因为相比于传统寻租方法,通过公共项目支出进行利益再分配的寻租更难进行有效监管。中纪委曾指出,“一些平台公司偏离设立初衷,有的利用政府项目、政策倾斜、资金集中的业主优势,在工程发包中暗箱操作;有的在融资、举债过程中吃回扣、吃利差;有的在土地整理经营上冒用身份低价承包、高价租赁,肥一己之私”,结果是“有的县2020年查处

[30] 2008年国际金融危机爆发后,各地大规模建设工业园区的势头不仅没有下降,反而加速上升。工业用地出让规模在2009年与2010年分别达到12.3万和13.8万公顷,而危机前的高点是2006年与2007年的13.8万和13.5万公顷。2012年和2013年,全国工业用地出让甚至达到了历史最高的18.2万和18.3万公顷。工业用地出让规模之后虽然有所下降,但每年依然保持在10万公顷以上的高水平。

[31] Emin M. Dinlersoz, Zhe Fu, “Infrastructure Investment and Growth in China: A Quantitative Assessment”, *Journal of Development Economics*, Vol. 158, (2022), pp. 1—20.

[32] Atif Ansar, Bent Flyvbjerg, Alexander Budzier, Daniel Lunn, “Does Infrastructure Investment Lead to Economic Growth or Economic Fragility? Evidence from China”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 32, No. 3 (2016), pp. 360—390.

的腐败案件 70% 发生在平台公司”。<sup>[33]</sup> 作为承担政府投资项目融资功能的主要经济实体，融资平台公司成为资金、土地、股权等公共资源相对集中的“富集区”，也是违规融资担保、违规借款、违规举债投资等问题的“高发区”。

在这个背景下，相当一段时期内各级地方政府对大规模、超标准基础设施建设具有难以遏制的冲动就不再难理解，而其建设融资恰恰来自于中央多轮信贷刺激释放的巨额流动性。地方政府一般先将储备土地、国有企业股权、规费、国债收入等资产划拨注入融资平台公司，然后再从银行取得贷款或通过发行公司债券（通常被称为“城投债”）从债市融资，而一些难以从银行贷款或发行城投债的城市则主要通过融资租赁、项目融资、信托私募等方式以更高利率向资本市场融资<sup>[34]</sup>，最后不得不买单的仍然是地方各级政府和中央政府。

鉴于中国是一个单一制国家，很多超常规基础设施建设项目如果没有中央财政、信贷政策支持，就很难大规模推动起来。正是从这个意义上讲，过去十几年地方政府债务增加如此之快，本质上还是一个体制性问题：首先是对地方政府行为的监督和问责不足，其次还与过去二十多年以来形成的经济发展模式和地方推动增长的方式有关。一旦经济增速下滑，各级地方政府就会对中央施加政策宽松和货币放水的压力，而中央政府也习惯性地推动宏观刺激，直到经济过热和泡沫过大后，再进行各类行政性调控，之后再开启新一轮宏观周期。因此，从 2009 年开始，中国经济就出现了“增长承压—加杠杆—杠杆上升过快—以宏观调控及微观干预控制杠杆—增长再度承压—再加杠杆—再控制”的“刺激、控制、再刺激、再控制”的多次循环往复。在这个过程中，地方政府和中央政府对目前形成的巨额地方政府债务，都负有一定的责任。

要有效解决地方政府债务问题，显然不能像过去那样继续推动大规模经济刺激和基础设施建设了。中央政府应该在风险尚可控的时点，尽快下决心推动全国范围内的地方政府债务重组，并对部分债务严重甚至连利息都还不起的地方及早推动财政重整。这需要中央政府统筹主导和地方政府通力配合，在全面摸清地方政府债务存量的基础上，通过发行国债、与银行为主的债权人协商降息和展期、甚至是变卖部分国企（包括央企）在内的国有资产等方式，应对地方政府存量债务风险。中央政府如果要承接部分地方政府债务，那么就必须要要求相应的地方政府推动财政重整，如地方政府必须全力减员增效，地方财政收入只能用于保基本运转和保基本公共服务，任何多余资金都必须用于偿还债务。

整体来看，地方政府存量债务出清需要中央和地方各级财政出资，债务重组需要金融机构让利，而融资平台市场化转型需要地方政府逐步减少对土地财政作为“第二财政”的依赖度。而要实现这一点，关键还在于各级政府坚决推动市场化导向的结构性改革，其中最重要的就是国企和土地改革。中央和地方政府都需要变卖部分国企股权，取得用于还债的资金，并以此为契机，有效地打破那些行政性垄断行业，如石油、石化、钢铁、煤炭、电力、电信、交通行业的国企垄断。土地制度改革

[33] 韩亚栋、薛鹏：《严防国有平台公司成腐败温床》，载中央纪委国家监委网站，2022年1月11日发布，见：[https://www.ccdi.gov.cn/toutiaon/t20220111\\_163531.html](https://www.ccdi.gov.cn/toutiaon/t20220111_163531.html)，最后访问日期：2024年1月20日。

[34] 不少县市政府，由于没有足够资信，也缺乏正规金融系统的网络，往往难以获得低息融资，而地方政府又偏要“大干快上”，就只能通过本地融资平台企业举借所谓“非标”债务，主要是融资租赁、金融资产交易所定向融资产品、信托贷款等债务。这些非标债务不仅相对隐蔽，而且利率显著高于银行贷款利率，还存在期限短、到期后偿付压力大等问题。近两三年来，多起地方政府违约事件都源于这些非标债务。在中国特有的金融体系下，这些非标债务不仅牵涉地方债务，还涉及金融业的“影子银行”业务、违规募集等问题，可谓盘根错节，成为地方债务问题的深水区。正是由于融资平台的非标债务规模过大，许多地区长期借新还旧，债务压力对地方综合财力压力巨大，处理不好就会出现系统性风险。

则应在房地产市场稳定之后,逐步打破人口流入地城市的地方政府对住宅用地供应的垄断,增加人口流入地主要城市住宅用地的供应,逐步增加商品房和租赁房的供给,逐步缓解房地产泡沫和降低地方政府对“土地财政”与“土地金融”的依赖,从制度上消除地方政府通过过度举债实施超常规基础设施建设的激励。

## 结 语

尽管中国政府高度重视地方政府债务化解工作,开展了地方政府债务管理改革等相关工作,但是地方政府债务化解效果不彰。要从根源上解决地方政府债务问题,前提是真正理解地方政府债务形成的内在逻辑,找到地方政府债务扩张的根源。自20世纪90年代上半期以来,中国逐步建立起了一整套比较成型乃至日益固化的经济增长模式:中央和地方政府协力推动的“国际和国内两层逐底式竞争”有力支持了“出口导向型非公有制企业的一类市场化竞争”,实现了经济高速增长,也为“金融部门、上游制造业与非金融高端服务业、城市商住用地的三领域行政性垄断”获取垄断租金奠定了基础。

在这个增长模式下,为应对2008年国际金融危机对中国经济的负面影响,中央政府实施了多轮主动货币超发和信贷刺激,地方政府则注入储备土地等多种国有资产成立融资平台公司,进而利用融资平台公司举债融资,实施了超常规的城市开发和基础设施建设,引发了地方政府债务急剧扩张。未来必须在全面摸清地方政府债务存量的基础上,坚定决心,在全国范围内推动地方政府债务重组,控制地方存量债务风险,并对债务严重地区进行财政重整,遏制地方政府新增债务。总之,只有尽快通过全国债务重组和大范围的地方财政重整,才能防止债务问题演化为大规模的经济和金融危机。与此同时,仍然需要尽快推动市场化改革,逐步打破本文第一部分所指出的中国经济中的三类行政性垄断,在拉动经济增长、增加就业和税收的同时,有效降低企业生产成本和百姓的生活居住成本,最终通过做大国民经济和金融系统资产总量,通过增加财政收入来逐步降低包括地方政府债务在内的不良债务比例,化解金融和经济的系统性风险,最终实现中国经济的软着陆和长期繁荣。

(责任编辑 陈夏红)

**Abstract:** Effectively resolving local government debt risks is crucial for China's economy to avoid systemic risks. Over the past two decades, China has gradually built a unique growth model that helped the country achieve extraordinary export growth and significant economic development. In response to the 2008 international financial crisis, the central government initiated multiple rounds of large-scale fiscal and credit stimulus. Local governments took the advantage and financed extensively, which led to the rapid expansion of local government debt. Our assessment in this research indicates that there are significant structural and regional risks of local government debt. In the future, it is necessary to promote nationwide local government debt restructuring and implement fiscal restructuring in regions with severe debt. It is also essential to promote market-oriented structural reforms, gradually breaking the three types of administrative monopolies in the economy. These structural reforms would not only curb the further accumulation of local government debt but also unleash economic vitality that brings about further economic growth to finally resolve the issue of huge existing local debt.

**Keywords:** China's growth model, local government debt, resolving debt