

人大国发院十大核心产品系列

# 政 策 简 报

2023年9月 第16期 总第157期

在经济复苏阶段转换关键期，重新思考政府  
债务风险防范问题

刘晓光



—— 中國人民大學 ——  
**国家发展与战略研究院**  
National Academy of Development and Strategy, RUC

## 人大国发院简介

中国人民大学国家发展与战略研究院（简称“人大国发院”）是中国人民大学集全校之力重点打造的中国特色新型高校智库。现任理事长为学校党委书记张东刚教授，现任院长兼首席专家为校长林尚立教授。2015年人大国发院入选全国首批“国家高端智库”建设试点单位，并入选全球智库百强，2018年初在“中国大学智库机构百强排行榜”中名列第一。

人大国发院积极打造“小平台、大网络，跨学科、重交叉，促创新、高产出”的高端智库平台，围绕经济治理与经济发展、政治治理与法治建设、社会治理与社会创新、公共外交与国际关系四大研究领域，汇聚全校一流学科优质资源，组建跨学科研究团队，对中国面临的各类重大社会经济政治问题进行深入研究。

人大国发院以“中国特色新型高校智库的引领者”为目标，以“国家战略、全球视野、决策咨询、舆论引导”为使命，扎根中国大地，坚守国家战略，秉承时代使命，致力于建设成为“最懂中国的世界一流大学智库”。

地址：北京市海淀区中关村大街59号中国人民大学立德楼1105室

网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>



人大国发院微信

## 作者简介

刘晓光，中国人民大学国家发展与战略研究院中国政府债务中心联席主任、北京市经济学总会副秘书长、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，兼任中国政府债务研究中心主任、经济研究所所长助理、财政部国际财经研究专家工作室固定成员，教育部2020年度“青年长江学者”、第九届“北京市优秀青年人才”。

欢迎媒体摘发、转载或采访。

媒体热线：张雯婷；办公电话：010-62510291

---

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院（首批国家高端智库试点单位之一）

主编：刘青

编辑部主任：邹静娴

本期责编：邹静娴 张雯婷

## 摘要

在地方政府债务经历了十年高速发展的当下，从为什么要进行政府债务融资以及为什么要区分中央债务和地方债务两个基础性问题出发，以宏观调控和金融加速器机制两个政府债务增长动力为抓手，在对政府债务可持续发展标准重新考虑的基础上，对我国目前面临的政府债务风险进行重新思考。疫情后经济开始复苏，但恢复得仍不够充分，现阶段是经济复苏阶段转换的关键期，这个关键期既是经济恢复的增长期，也是各种潜在风险显化矛盾的爆发期，所以，在复苏阶段转换的关键期防范化解地方政府债务风险，应该和疫情前、疫情期间的思路都有所不同。更重要的是，要统筹稳增长和防风险的关系，统筹化解存量风险和防范增量风险的关系，对于结构性、区域性风险，要提前配置包括压力测试、设立公共基金、奖惩机制等在内的约束机制。

## 一、对政府债务两个基础性问题的重新思考

第一，为什么要进行政府债务融资？政府需要提供公共服务，需要收入，备选方案可以包括税收和超发货币。不能通过税收来完成融资是因为税收太高会抑制大家对于投资的积极性，抑制大家参与劳动的积极性，所以税收只能保持相对平稳，甚至在特殊时期还要采取减税措施。至于超发货币，如果短时间内发行太多，很容易造成通货膨胀的问题。因此，这里隐含了一个边界，即选择增发政府债务而非选择备选项的成本边界。增发政府债务有它的备选项，之所以还要增发债务是要通过相对市场化的方式保持短期经济稳定的态势。如果政府债务继续增发还不如增加税收或者超发货币，那么就已经达到了政府债务融资的隐性边界。如果这种服务是一种特殊服务，像基建投资这种需要短期投入、收益在未来若干年才能收回的长期投资，这时候会优先选择政府债务融资，因为短时间内增加很多税收或超发很多货币进行基建投资完全不如政府债务融资。因此，政府债务融资有它的优势，也有相应的边界。

第二，既然是政府投资，为了提供公共服务、基建投资和中长期结构性改革，为什么还要区分中央债务和地方债务？从成本上看，地方债务融资相对于中央债务来说成本高，无论是地方债这种地方政府显性债务，还是城投公司发的隐性债务，融资成本均远远高于国债。从期限上看，国债的期限选择更多、时限更长，地方政府债券期限选择很少。在融资成本和期限选择都不占优势的情况下还要发行地方政府债务有以下三个原因。第一，地方政府债务具有地方性，对于存在

一定地方归属性的公共服务和地方性基建投资而言，获利方更多的是地方。第二，地方政府更了解地方基建项目，例如，对于哪里更需要造桥修路，显然是地方政府更熟悉情况。第三，由于存在利率需要偿还的约束，地方通过债务融资而非中央进行转移支付或各种资金的方式，能够更好地利用政府债务。

如果上述三个原因的权衡已经发生变化，地方政府专项债券为了赶进度反而效率很低，不如中央实施效果显著，这时候隐性边界就要调整他们的比例关系。站在今天这个时点，尤其是地方政府债务经历了十年高速发展的当下，重新思考地方债务问题时，可以从这两个基础性问题出发来梳理各方面的比例关系。

## 二、中国政府债务增长的两个动力机制

第一个动力是宏观调控，在逆周期调节下一定增加政府债务。过去几年欧美国家政府债务大幅度增长，尤其在疫情期间。在中国，一般是中央政府宏观调控，地方政府深度参与，如要求地方政府增发专项债，要尽量前置、加快进度，这使得地方政府债务增长发挥了一种宏观调控的功能，从而改变了区分中央债和地方债的标准，产生出新的不平衡。

疫情三年，以 GDP 做分母来衡量，中央政府债务率提高了 5 个百分点，地方显性债务提高了 7 个百分点，城投有息债务提高了 7 个百分点，其他债务提高了 4 个百分点。实际上整个宏观调控的债务加杠杆功能，绝大部分由地方政府来承担，无论通过显性债务、城投债务、还是其他一些债务的增长，都影响了地方政府债务的利用效率，

地方债务整体都只能起到稳增长的宏观调控功能。如果未来要提高地方政府债务利用效率，就要将这一部分职能收回到中央。

第二个动力是过去十几年的土地财政或金融加速器机制。地方政府通过城投公司来提供比较低价的工业用地，提供基础设施建设，实现招商引资，推进城镇化发展，显然工业用地和基建项目的收益不足以弥补支出，收益主要来自于土地出让。过去十几年间顺畅运行这种循环模式的城市，经济规模、城镇化水平、基建完善程度的确有了非常大的提升。但是目前这成为了一个遗留问题，地方政府积累了很多债务，导致循环周转在过去三年土地出让市场下行的情况下遇到很多问题。

政府债务目前的衡量指标是占 GDP 的比重，即分子是政府债务，分母是 GDP。不管看短期 GDP 还是长期 GDP，都是政府债务的一个函数，一个地方经济发展的好坏和这个地方举借债务有一定关系。当地方政府能够带来大于 1 的增长弹性时，政府债务率是可以降低的，归根结底还是在于提高债务利用效率。





## (中国) 政府债务增长的两个动力机制

- (中国特色) 宏观调控
- (土地财政) 金融加速器

$$\text{政府债务率} = \frac{\text{政府债务}}{\text{GDP(政府债务)}}$$

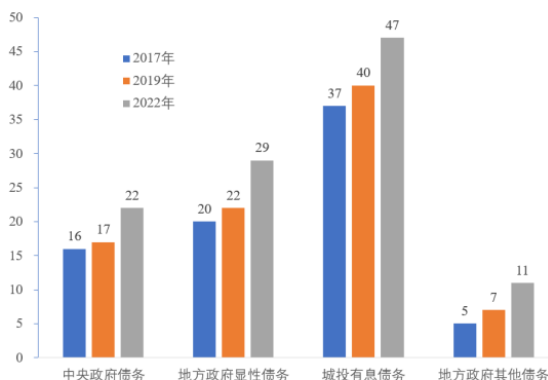


图1 2017年、2019年、2022年三年的政府债务率

### 三、政府债务可持续发展的两个标准

政府债务可持续性有两个标准，一个是关注度较高的财务标准。能否按时还本付息，即信用违约风险。从全球范围来看，政府债务可持续性很难有一个明确标准，下图是全球各地区债务率示意图，在统一口径下，从全球来看中国政府债务率并不算特别高，北美和西欧的数据都要比中国高出很多，一些发展中国家如印度、埃及、南美的数据和中国近乎持平。全球很多主权债务违约一个共同的核心特点是主要以外债为主，如果全部是内债，例如：日本债务率已经超过200%，美国为120%，也依然没有发生主权债务违约。因此，财务标准只能起到提示风险的作用，债务率过快上升或债务率很高的时候容易产生风险，但难以界定达到一个什么样的标准就会爆发债务违约。原因在于，政府除了债务融资方式之外，还有铸币权和税收权，即使政府债务达到了违约临界点，还可以靠铸币税来缓解政府债务问题。



另一个标准是受关注较少的经济标准。回到政府为什么要发债，为什么要区分中央和地方的权衡问题。当经济效率特别是地方政府债务利用效率降低到不再产生任何效果时，也就达到了政府债务可持续的内在标准，这个标准可能会比财务标准还要低，但一旦到达这个标准，证明需要进行一定的政策调整。此时，即使增发更多地方债，效果也不如中央债，更不如直接增发货币，显然到了一个政府债务需要调整的节点。



### 政府债务可持续发展的两个标准

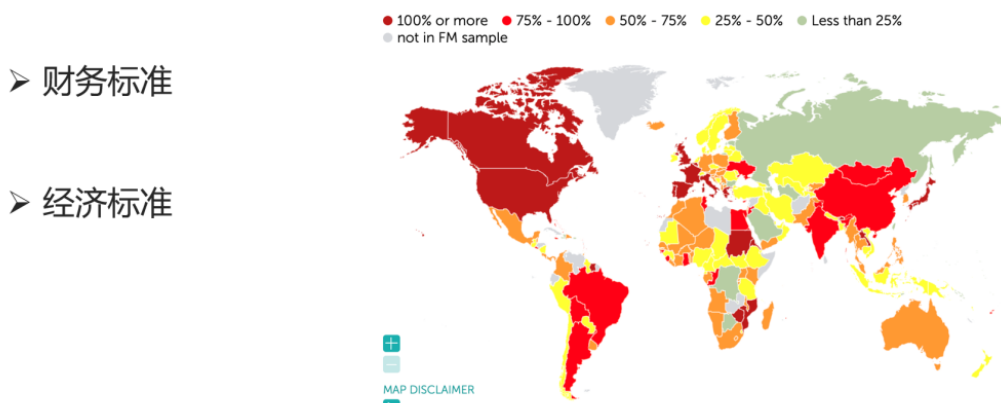


图 2 全球各地区债务率示意图

#### 四、中国经济复苏下的政府债务风险防范

在当前情况下讨论中国政府债务风险防范问题，必然要考虑到经济复苏。疫情后经济开始复苏，但恢复得仍不够充分，从经济周期角度讲，现在处于一个周期性低点，从长期趋势看，与潜在增长轨道还有很大距离。因此，现在为了防范政府债务风险而极大控制政府债务，就造成了政府、企业、家庭抢跑资产负债表修复的状况，不利于经济

恢复。政府的资产负债表修复一定要排在企业和家庭资产负债表修复之后，才有可能使宏观经济回到潜在增长轨道上。

现阶段是经济复苏阶段转换的关键期，这个关键期既是经济恢复的增长期，也是各种潜在风险显化矛盾的爆发期，整个复苏的痛点和难点有“五个 20%”，其中一个地方土地出让收入同比下降 20%，背后原因是很多地方土地金融加速器机制出现逆转，在收支行为上存在困难。



### 现阶段经济复苏的痛点与难点

现阶段既是中国经济复苏的恢复性增长期，也是各种潜在风险显化和矛盾的爆发期。经济复苏的痛点与难点集中表现为“五个 20%”，这表明相关领域压力已经突破自我修复能力。集中治理好这“五个 20%”，也就牵住了中国经济复苏的牛鼻子。

- 青年群体的调查失业率突破 20%
- 工业企业利润总额同比下降 20%
- 地方土地出让收入同比下降 20%
- 房地产新开工面积同比下降 20%
- 消费者信心指数的缺口高达 20%



图 3 现阶段经济复苏痛点和难点的“五个 20%”

今年上半年的宏观政策体现出一个明显的特点：由于土地出让收入下降，地方政府性基金收入不及预期，上半年财政政策力度远远低于年初预算目标。在年初预算时，政府性基金收入预测增长微弱，预计政府支出增速将会大于 6%，结果是政府性基金收入前五个月下降了 15%，政府性基金支出同比减少 12.7%。最后公共支出和政府性基金支出前五个月增长加起来只有 0.6%，而年初预算目标是 6%。实际

上，上半年经济复苏情况不理想有很多原因，原因之一是公共财政政策力度不及预期，大幅低于年初预算目标。



**全国政府性基金收入不及预期，地方财政收支困难的局面延续**

- 在市场主体绩效恶化和土地市场低迷的背景下，公共财政收入和政府性基金收入不及预期。
- 地方政府和融资平台债务运转出现困难，政府总支出增速（0.6%）低于年初预算目标（6%）。



图4 2019年3月—2022年5月公共财政、全国政府性基金、政府收支

今年经济复苏很重要的风险点就是宏观政策力度不足，或者是提前回撤导致复苏中断的风险。这次复苏要经历不同阶段，而且要完成阶段转换，目前正处在阶段转换的关键期。上半年的恢复性增长主要是社会秩序和交易的修复，下一阶段是资产负债表的修复，最后再回到常态化增长阶段。现在每个阶段间并不是自然而然发生的，正处于从第一阶段向第二阶段转换的关键期。对于宏观政策部门，政府债务可持续性显然是财政政策部门有收紧政策力度，甚至是提前回撤的内在动力。

经过疫情三年，居民部门加杠杆、增加债务的意愿下降了很多，如果不统计城投公司和地方政府融资平台，企业杠杆是下降的。唯一能够且有意愿增加债务的就是政府部门，而政府部门里由于中央债务

增加得少，实际上更多依靠地方。因此，地方政府的确遇到了包括还本付息、债务利用效率下降等在内的多重压力。

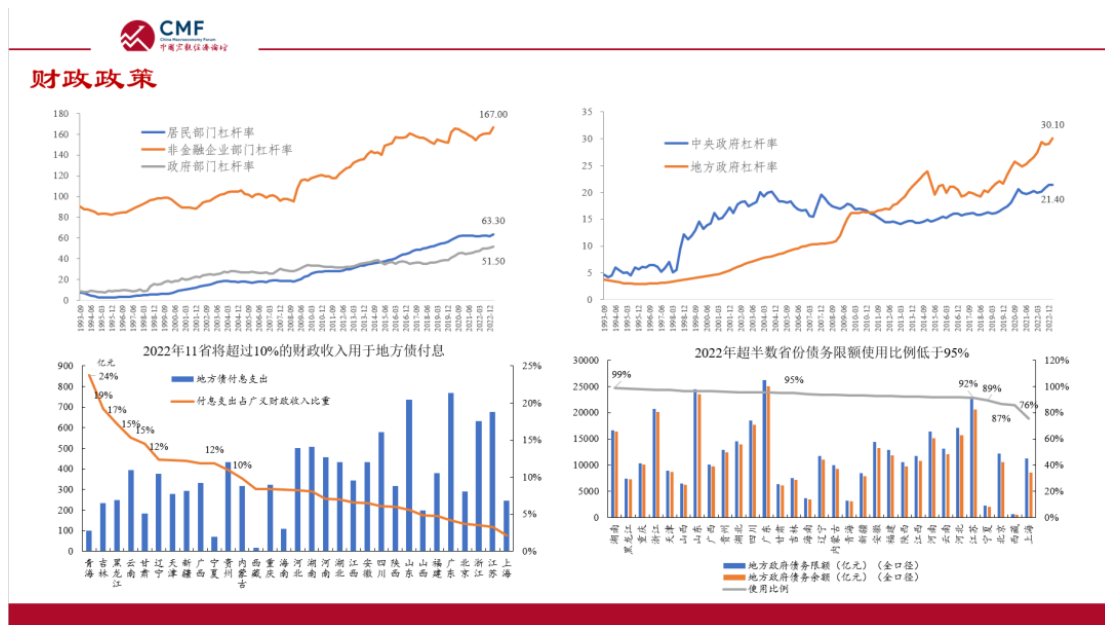


图5 过去我国财政政策相关数据解读

货币政策在过去几年也显得尤为谨慎，从2019年底疫情暴发至今三年左右的时间，分四次累计下降了0.5个百分点的基准利率。过去两年依靠的是数量增长，比如社会融资增速、M2增速，靠数量的宽松带动。但今年以来，也出现了社会融资增速和M2增速的负向缺口，以及M1增速和M2增速的负向缺口。如果出现了流动性陷阱的问题，市场上交易、投资的行为减少，那么下半年对于财政政策还会有更大需求。

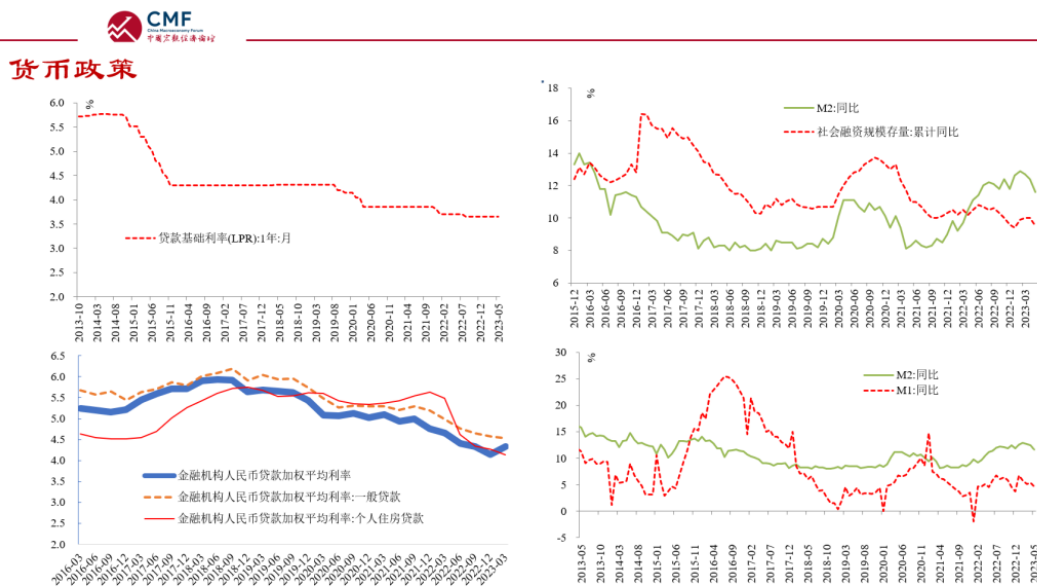


图6 过去我国货币政策相关数据解读

所以，在复苏阶段转换的关键期防范化解地方政府债务风险，应该和疫情前、疫情期间的思路都有所不同。更重要的是要统筹稳增长和防风险的关系，统筹化解存量风险和防范增量风险的关系。一方面，需要把握好风险处置的节奏和力度，避免财政条件突然收紧影响经济复苏进程，更多要依靠经济稳健复苏来化解大部分潜在风险，这是一个相对底线的目标。另一方面，对于可能触发连锁反应、引发市场动荡的重大区域性风险事件，需要提升监测和应急处置能力，通过快速有效的化解，守住不发生系统性金融风险的底线。

供稿：中国人民大学国家发展与战略研究院。所有权利保留。任何机构或个人使用此文稿时，应当获得作者同意。如果您想了解人大国发院其他研究报告，请访问 <http://nads.ruc.edu.cn/zkcg/zcjb/index.htm>