



上海财经大学
公共经济与管理学院

第四篇 债务：魔鬼与天使

第8讲 “关后门”与“开前门”

张牧扬

zhang.muyang@mail.shufe.edu.cn





中国政府债务到底高不高？ 国际比较的视角

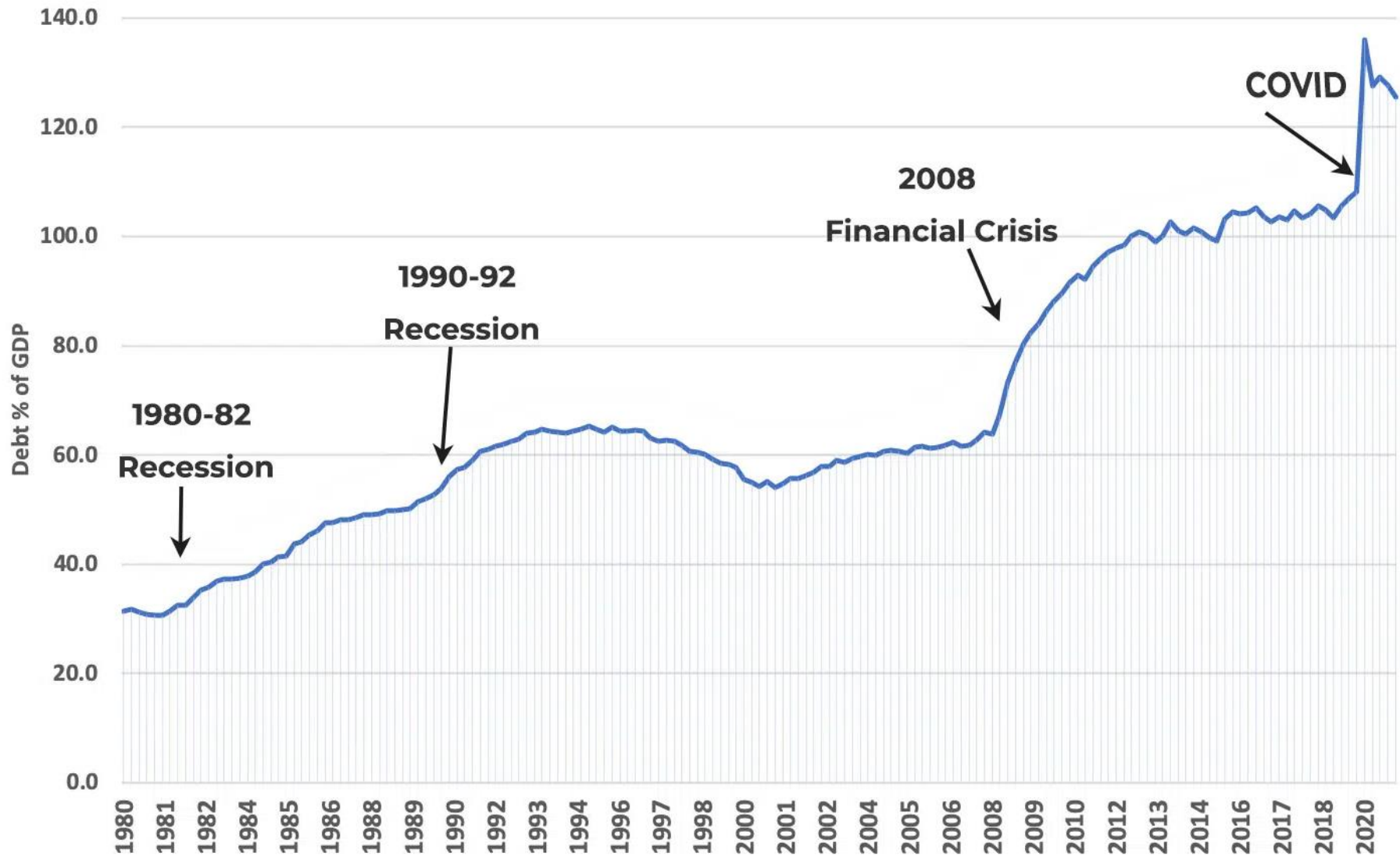
中国政府债务到底高不高？



上海财经大学
公共经济与管理学院

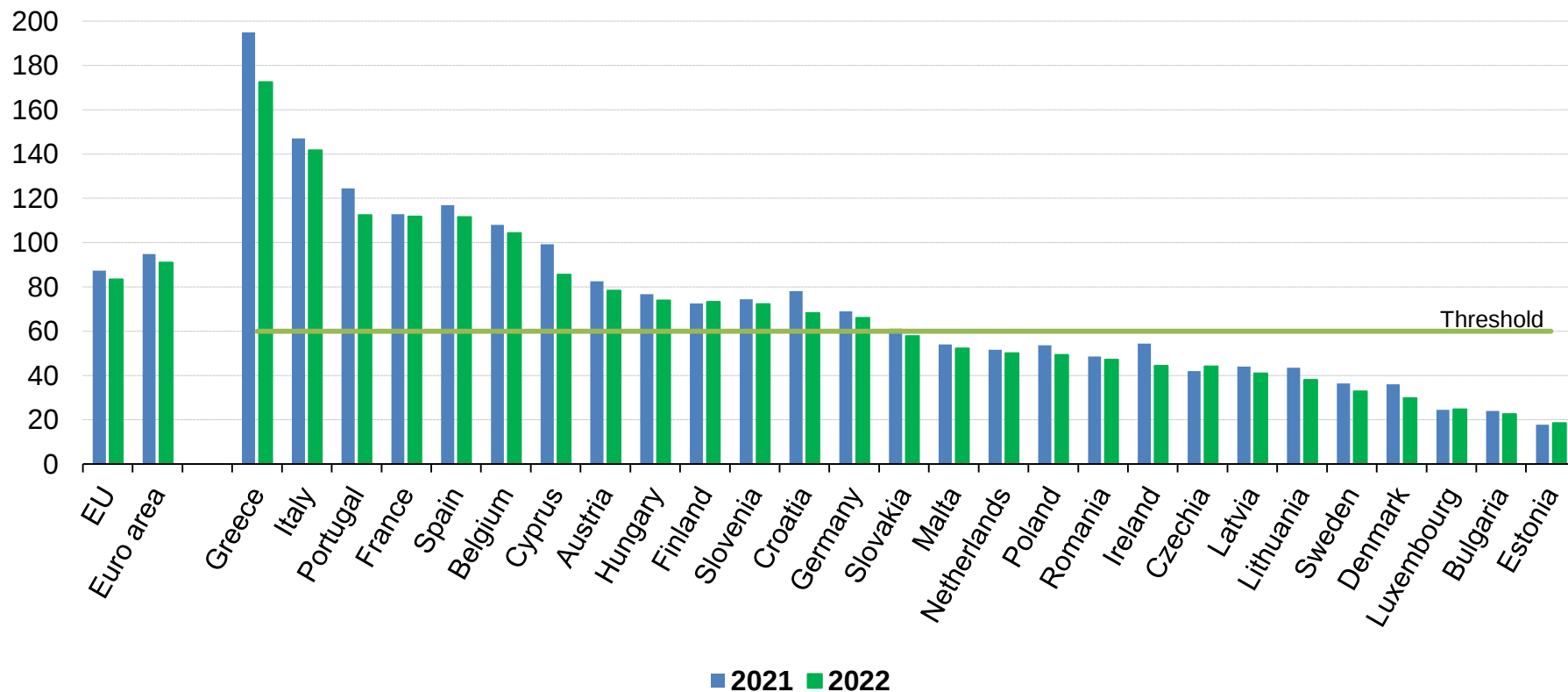
- 2023年3月10日，财政部长刘昆答记者问：
 - 我国去年法定债务的负债率(债务/GDP)约为50%左右，这个指标在全世界、在经济界都是比较低的。
 - 中国地方政府的债务主要是分布不均匀，一些地方债务风险较高，还本付息压力较大。
 - 财政部已督促有关地方切实承担主体责任，抓实化解政府债务风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
- 事实上，地方政府债务的统计口径复杂且不统一。
 - 根据财政风险矩阵，可将地方政府债务分为显性直接债务、显性或有债务、隐性直接债务和隐性或有债务。
 - 国发〔2014〕43号文出台之前，银监会主要依据与政府有关的融资平台债务来统计地方政府债务。
 - 该文件出台后，国务院将地方政府债务统一界定为地方政府债券(包括一般债券和专项债券)以及经清理甄别认定的存量债务。但2015年下半年以来借助非标准业务等方式快速增加的隐性债务不包含其中。

US Federal Debt % GDP



www.economicshelp.org | Source: St Louis Fed - GFDEGDQ188S - Accessed 31 August 2021

General government debt, 2021 and 2022 ⁽¹⁾ (General government consolidated gross debt, % of GDP)

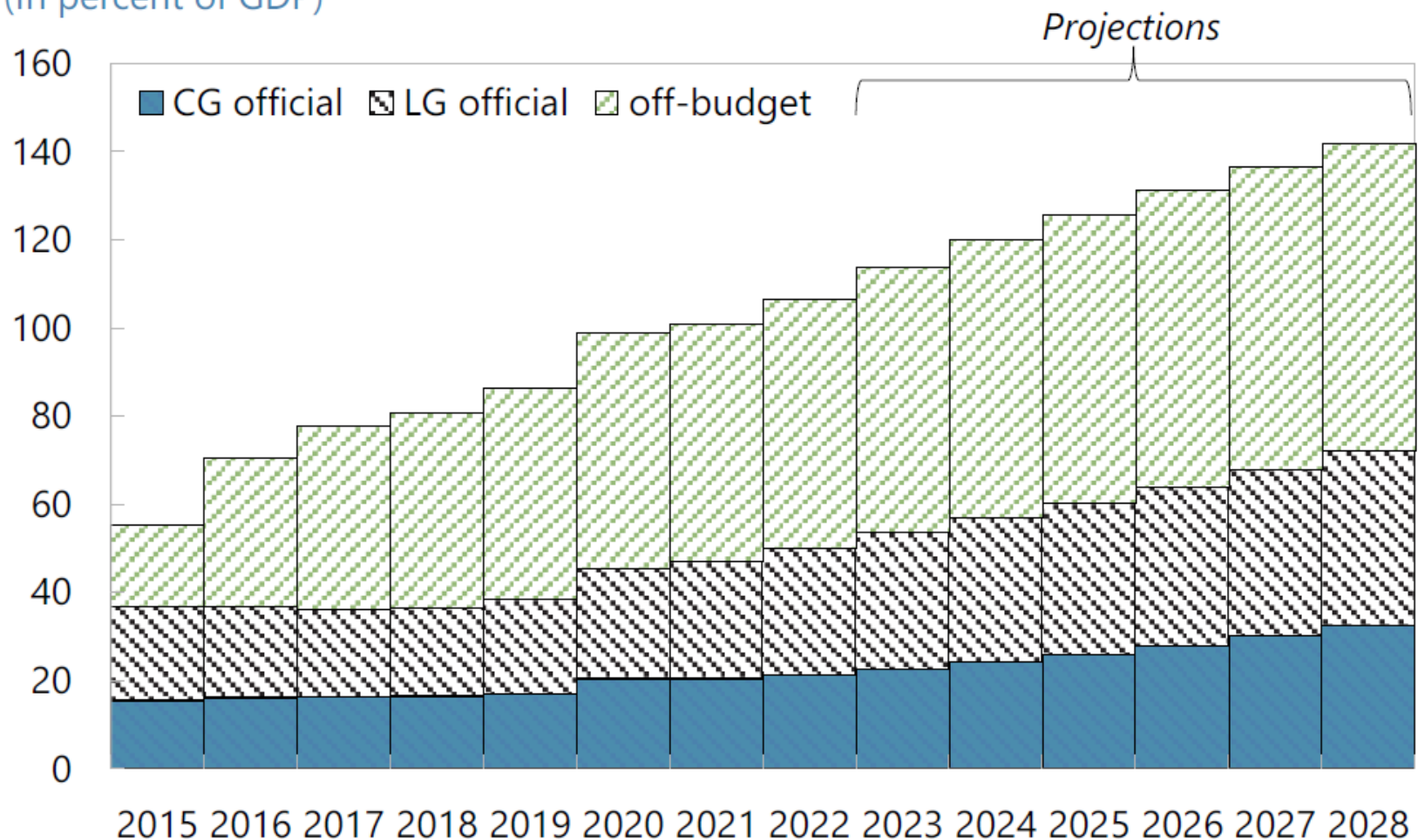


(1) Data extracted on 20.10.2023
Source: Eurostat (gov_10dd_edpt1)

Public debt should be no higher than **60% of GDP**. If it is higher, it should be reduced by 1/20th of the excess above 60% every year, as an average over three years.

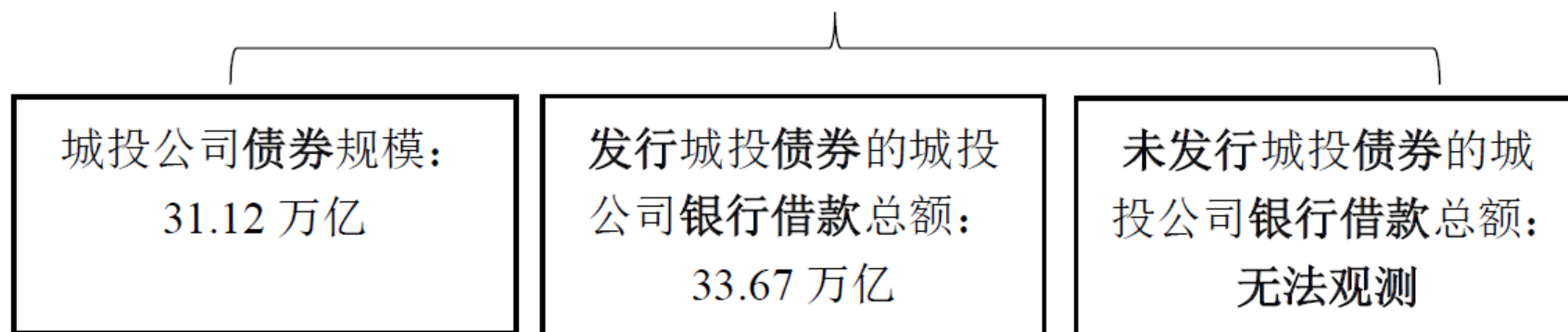
General Government Debt

(In percent of GDP)



Sources: IMF World Economic Outlook July 2023 vintage; and IMF staff calculations.

理论上城投债总额的统计范畴



至少 64.79 万亿的统计范畴

国务院关于加强地方政府性债务管理的意见(国发〔2014〕43号)



二、加快建立规范的地方政府举债融资机制

(二)建立规范的地方政府举债融资机制。**地方政府举债采取政府债券方式**。没有收益的公益性事业发展确需政府举借一般债务的，由地方政府发行**一般债券**融资，主要以一般公共预算收入偿还。有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行**专项债券**融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。

(四)加强政府或有债务监管。**剥离融资平台公司政府融资职能**，融资平台公司不得新增政府债务。地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的范围内，并根据担保合同依法承担相关责任。地方政府要加强对或有债务的统计分析和风险防控，做好相关监管工作。



现行预算法	修改后的预算法
第二十八条 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。	第三十五条 地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，除本法另有规定外，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。	经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。举借债务的规模，由国务院报全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会批准。省、自治区、直辖市依照国务院下达的限额举借的债务，列入本级预算调整方案，报本级人民代表大会常务委员会批准。举借的债务应当有偿还计划和稳定的偿还资金来源，只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。
	除前款规定外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。
	除法律另有规定外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保。
	国务院建立地方政府债务风险评估和预警机制、应急处置机制以及责任追究制度。国务院财政部门对地方政府债务实施监督。

开前门

关后门



开前门：地方政府专项债券



地方政府专项债券发行管理暂行办法(财库〔2015〕83号)



- 第二条 地方政府专项债券(以下简称专项债券)是指省、自治区、直辖市政府(含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府)为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。
- 第四条 单只专项债券应当以单项政府性基金或专项收入为偿债来源。单只专项债券可以对应单一项目发行，也可以对应多个项目集合发行。
- 第五条 专项债券期限为1年、2年、3年、5年、7年和10年，由各地综合考虑项目建设、运营、回收周期和债券市场状况等合理确定，但7年和10年期债券的合计发行规模不得超过专项债券全年发行规模的50%。
- 第六条 专项债券由各地按照市场化原则自发自还，遵循公开、公平、公正的原则，发行和偿还主体为地方政府。

地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)(财预〔2017〕62号)



- 第三条 本办法所称地方政府土地储备专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还的地方政府专项债券。
- 第六条 发行土地储备专项债券的土地储备项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。
- 第七条 土地储备专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。土地储备专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。
- 第二十五条 土地储备专项债券的发行和使用应当严格对应到项目。根据土地储备项目区位特点、实施期限等因素，土地储备专项债券可以对应单一项目发行，也可以对应同一地区多个项目集合发行，具体由市县级财政部门会同本级国土资源部门、土地储备机构提出建议，报省级财政部门确定。
- 第二十六条 土地储备专项债券期限应当与土地储备项目期限相适应，原则上不超过5年，具体由市县级财政部门会同本级国土资源部门、土地储备机构根据项目周期、债务管理要求等因素提出建议，报省级财政部门确定。

地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)(财预〔2017〕97号)



- 第三条 本办法所称地方政府收费公路专项债券(以下简称收费公路专项债券)是地方政府专项债券的一个品种,是指地方政府为发展政府收费公路举借,以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。
- 第六条 发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源,对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息,实现项目收益和融资自求平衡。
- 第七条 收费公路专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。
- 第二十八条 收费公路专项债券的发行和使用应当严格对应到项目。根据政府收费公路相关性、收费期限等因素,收费公路专项债券可以对应单一项目发行,也可以对应一个地区的多个项目集合发行,具体由省级财政部门会同省级交通运输部门确定。
- 第二十九条 收费公路专项债券期限应当与政府收费公路收费期限相适应,原则上单次发行不超过15年,具体由省级财政部门会同省级交通运输部门根据项目建设、运营、回收周期和债券市场状况等因素综合确定。

试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理 办法(财预〔2018〕28号)

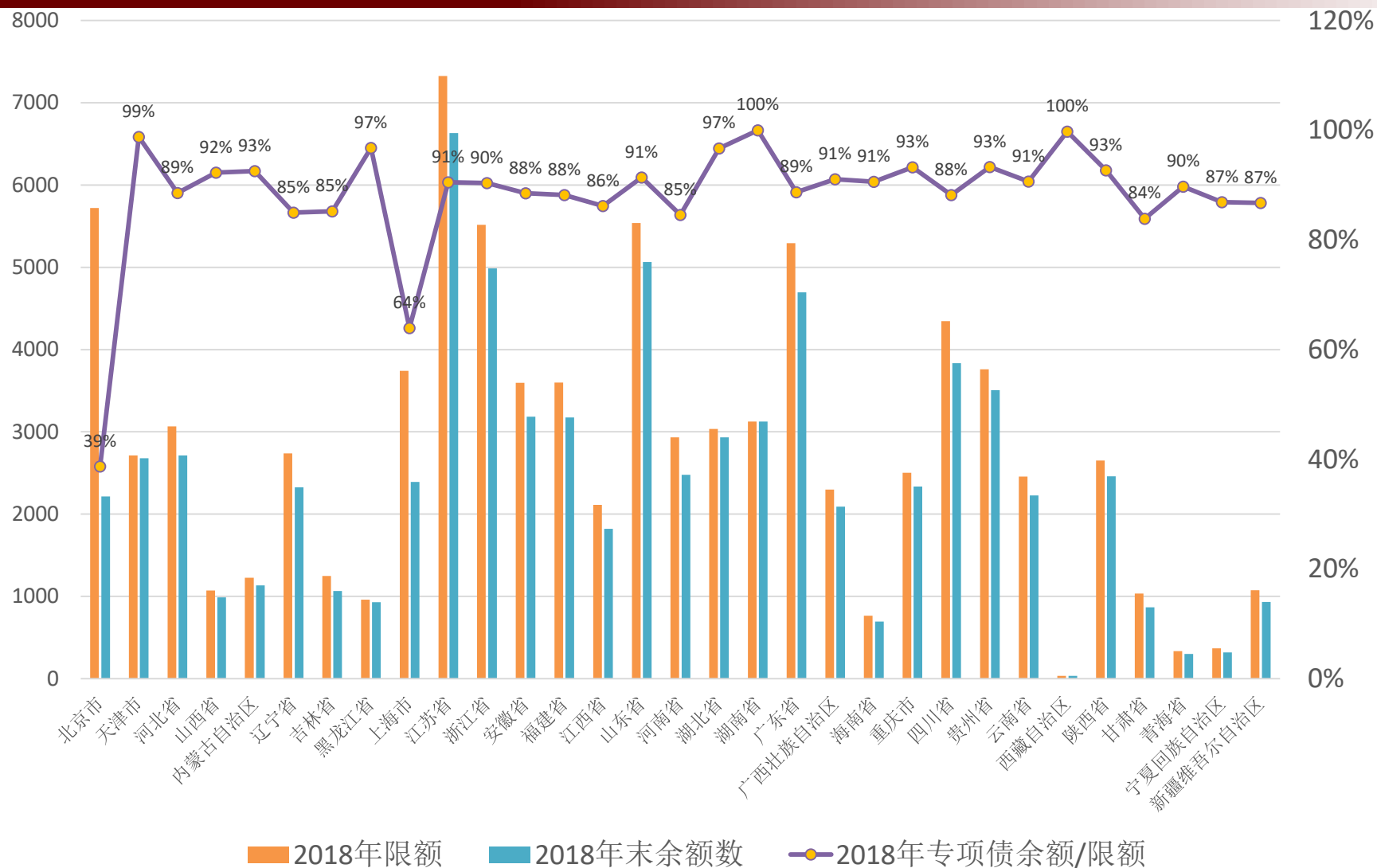


- 第三条 本办法所称地方政府棚户区改造专项债券(以下简称棚改专项债券)是地方政府专项债券的一个品种,是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行,以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。
- 第六条 试点发行棚改专项债券的棚户区改造项目应当有稳定的预期偿债资金来源,对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息,实现项目收益和融资自求平衡。
- 第七条 棚改专项债券纳入地方政府专项债务限额管理。棚改专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理。
- 第二十七条 棚改专项债券的发行和使用应当严格对应到项目。根据项目地理位置、征拆户数、实施期限等因素,棚改专项债券可以对应单一项目发行,也可以对应同一地区多个项目集合发行,具体由市县级财政部门会同本级棚改主管部门提出建议,报省级财政部门确定。
- 第二十八条 棚改专项债券期限应当与棚户区改造项目的征迁和土地收储、出让期限相适应,原则上不超过15年,可根据项目实际适当延长,避免期限错配风险。具体由市县级财政部门会同本级棚改主管部门根据项目实施周期、债务管理要求等因素提出建议,报省级财政部门确定。

亿元



上海财经大学
公共经济与管理学院





亿元

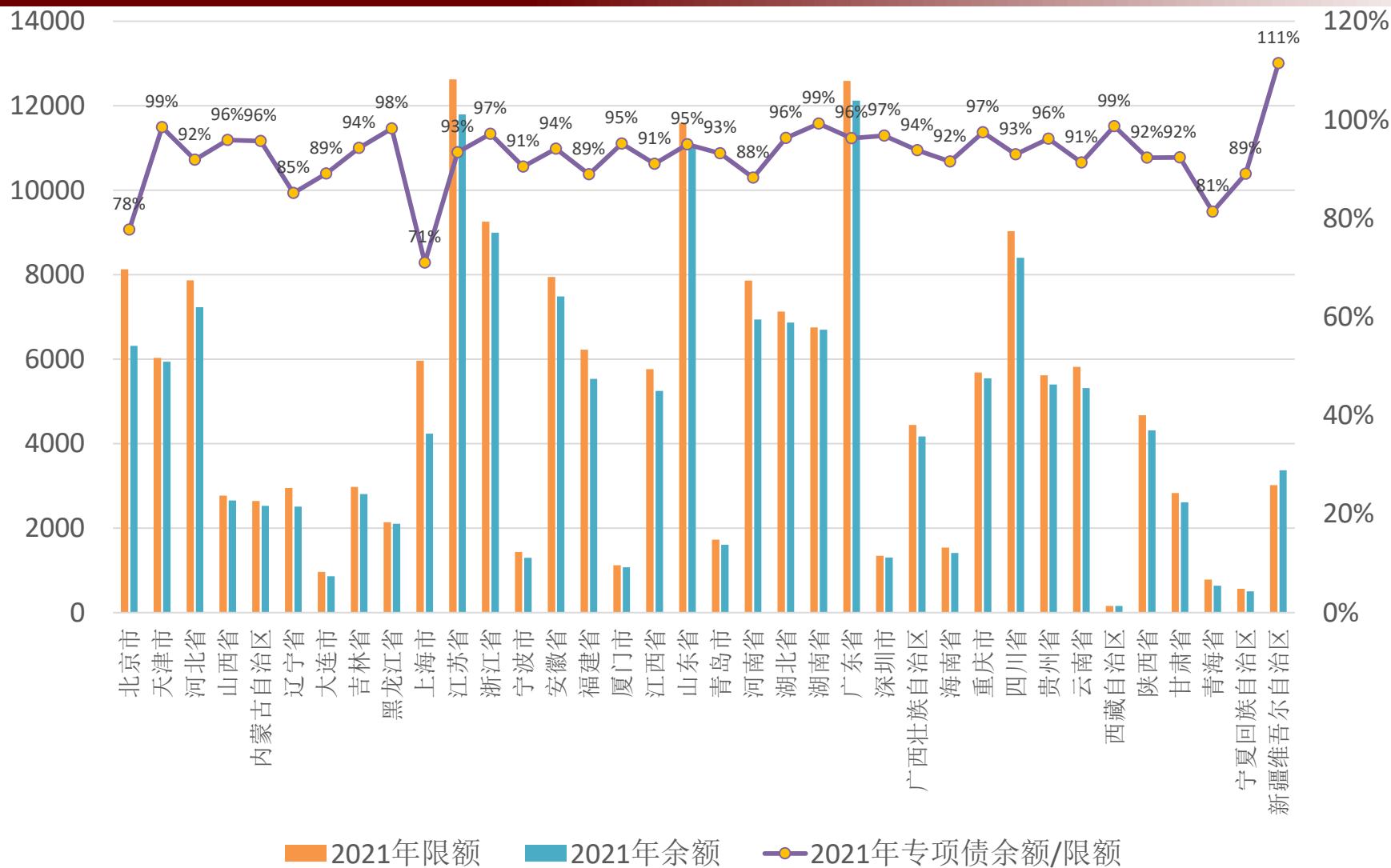
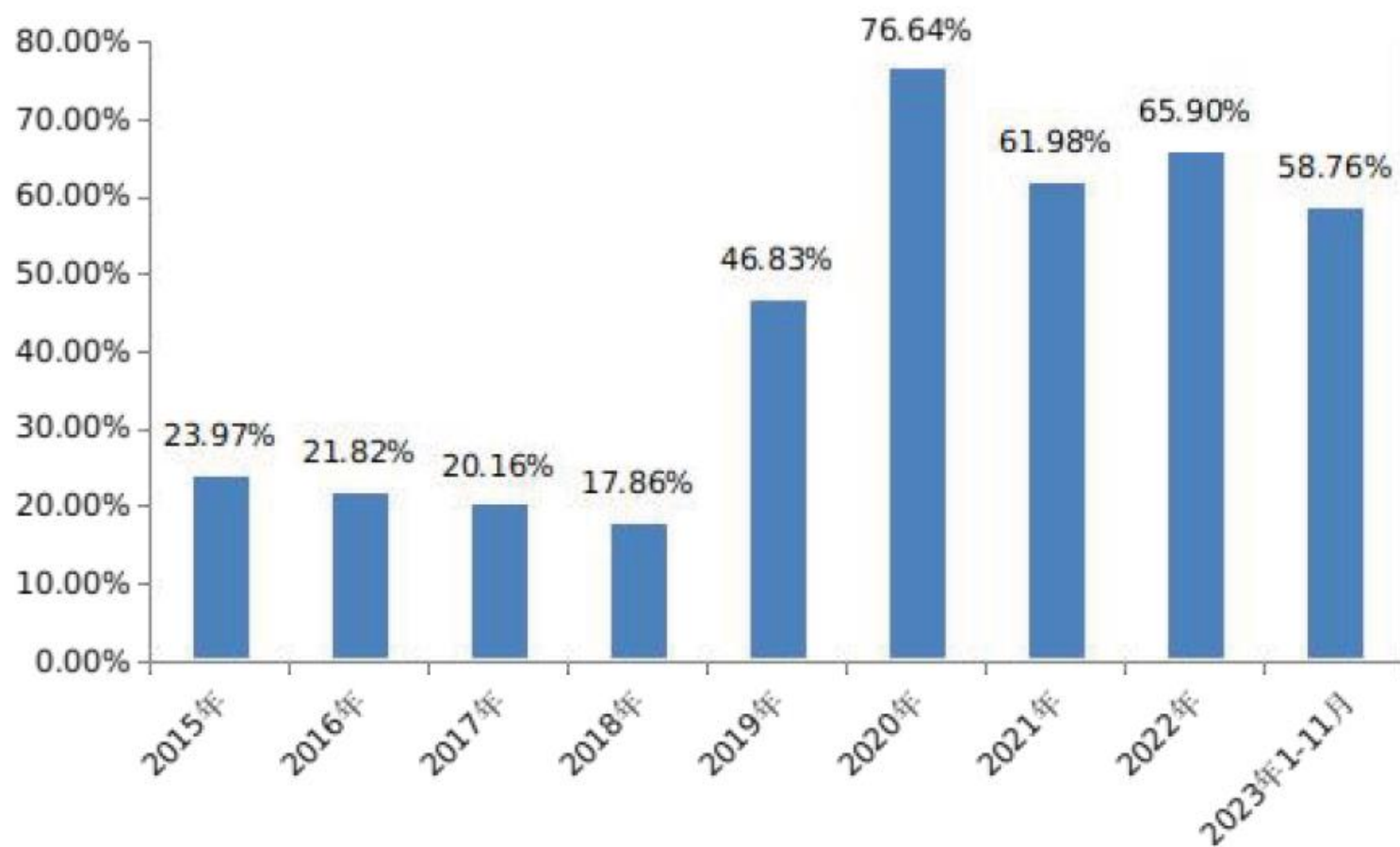


图 5：2015 年-2023 年（1-11 月）10 年期及以上债券占比



专项债项目的“悖论”



- 2014年“43号文”：有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资。
- 2020年9月4日国务院常务会议：专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
- 怎样的项目适用专项债？



国务院关于 2022 年度中央预算执行和 其他财政收支的审计报告

——2023 年 6 月 26 日在第十四届全国人民代表大会

常务委员会第三次会议上

审计署审计长 侯凯

三是专项

债券管理存在一些问题。20 个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券 198.21 亿元。5 个地区将 50.03 亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域；47 个地区违规挪用 157.98 亿元；



处置历史遗留问题：地方政府置换债券

第一轮置换：发行置换债券



- 2014年10月财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号）。文件要求：对截至2014年12月31日尚未清偿完毕的存量债务，进行清理甄别，为将政府债务分门别类纳入全口径预算管理奠定基础。
- 2015年12月财政部印发《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号）。文件规定：切实加强地方政府债务限额管理，建立健全地方政府债务风险防控机制，妥善处理存量债务。文件明确，将在三年左右的过渡期内，发行地方政府债券置换存量政府债务中非政府债券形式的债务。
- 2017年4月财政部等六部门印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）。文件明确：自2015年1月1日起融资平台公司新增债务，依法不属于地方政府债务。

第二轮置换：



建制县隐性债务化解试点

- 2018年8月中共中央、国务院印发《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27号文）。文件要求：地方政府在5-10年内化解隐性债务。文件规定：以2017年7月14日全国金融工作会议为时间界限，对继续举借隐性债务负有直接责任的主管人员和直接责任人员，不得提拔或进一步使用。
- 2018年8月后财政部陆续印发《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》《政府隐性债务认定细则》等文件。要求各地政府依规将截至2018年8月31日的隐性债务余额、资产等数据，填报至财政部设立的地方全口径债务监测平台。
- 2019年6月国务院办公厅转发财政部、国家发展改革委、人民银行、审计署、银保监会和证监会六部门联合发文《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函2019年40号）。文件对地方、金融机构任何开展隐性债务置换以及如何处理新增地方政府隐性债务，提出了一系列的要求。
- 2019年，至少有36个地区纳入建制区县隐性化解试点，涉及贵州、湖南、辽宁、内蒙古、云南、甘肃等6个省市，共累计发行了1579亿元地方政府债用于置换政府存量债务。其中，湖南、辽宁分别纳入9个，内蒙古纳入8个、贵州纳入5个、云南纳入4个、甘肃纳入1个。

第三轮置换：特殊再融资债券

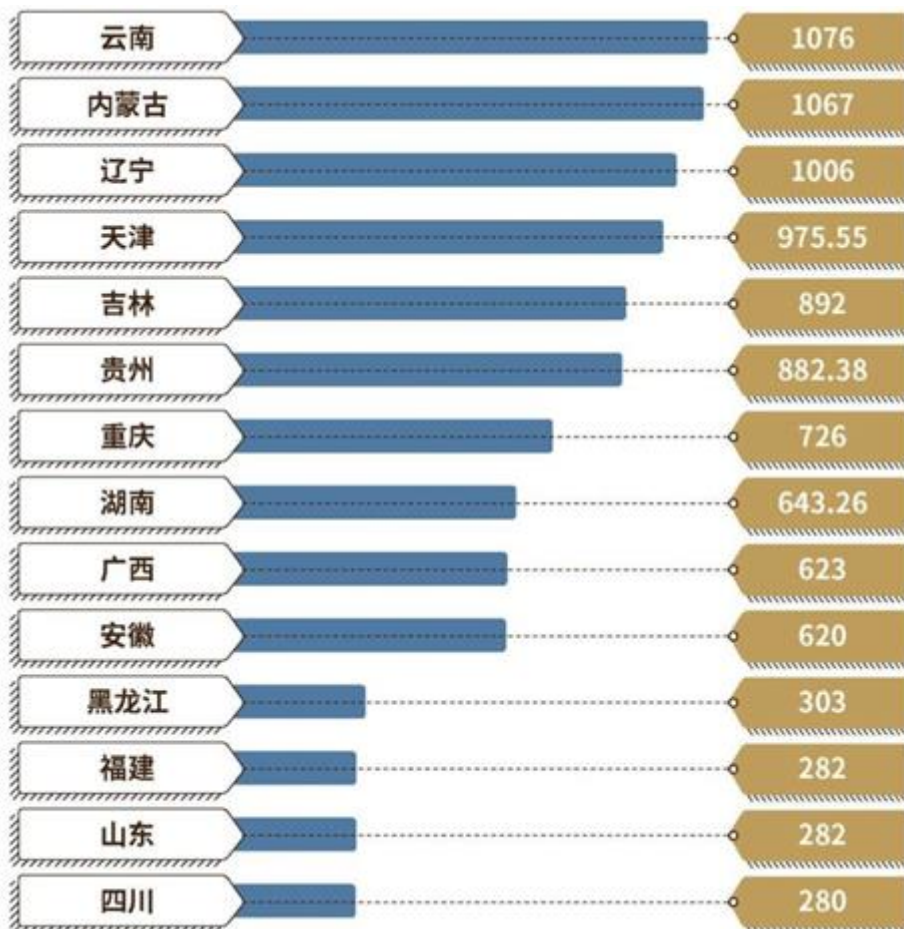


- 2021年3月国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发〔2021〕5号）。文件特别强调：要把防范化解地方政府隐性债务风险，作为一项重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。
- 再融资债券：用于偿还同类型到期债券
- 特殊再融资债券：用于偿还存量债务



2023年各地特殊再融资债券发行情况

(单位:亿元)



• 数据来源:中国债券信息网
截止时间:2023年11月5日

南方周末记者 | 吴超 | 数据整理
梁淑怡 | 制图

多轮置换缘何？

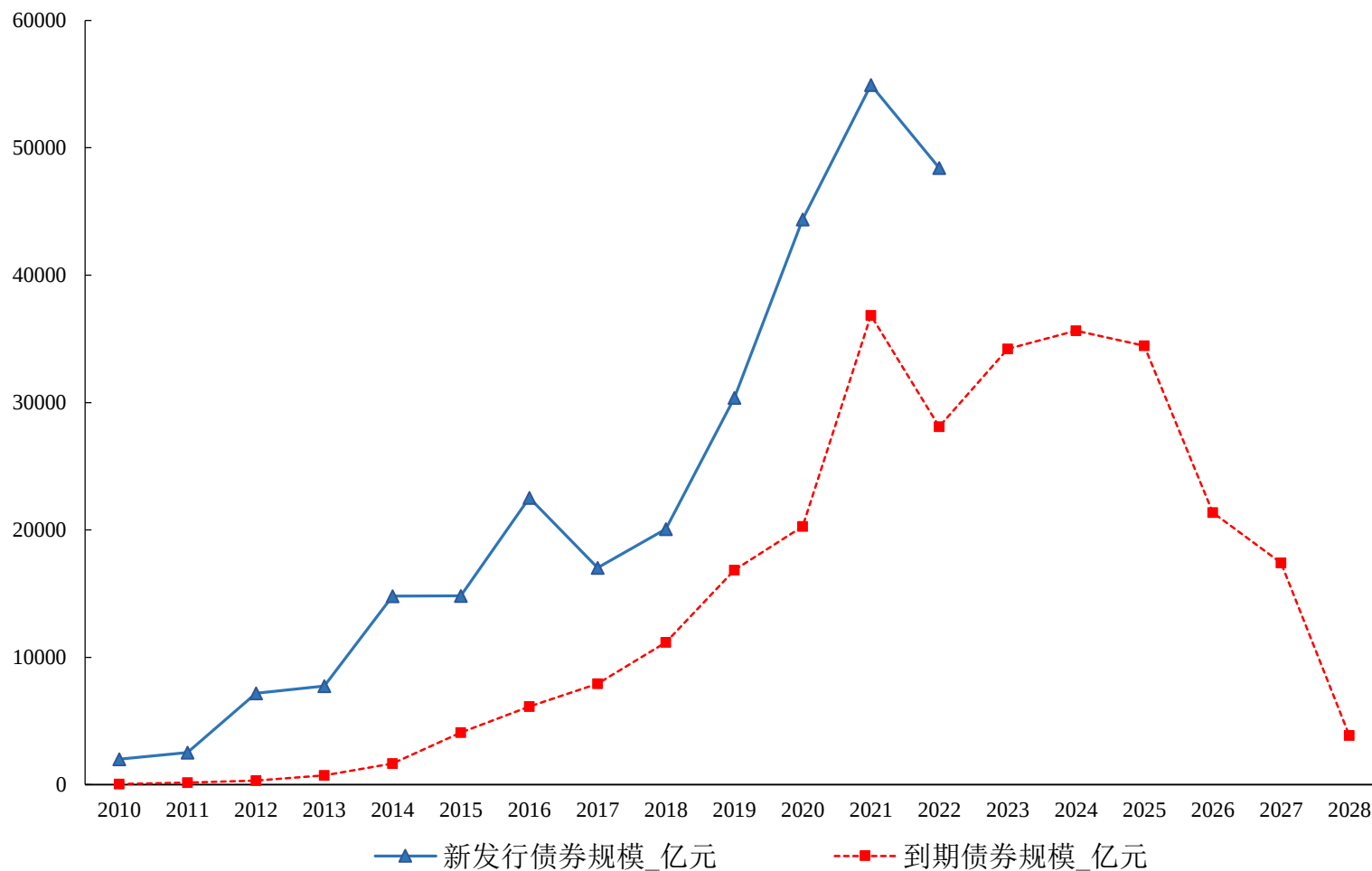


- 城投融资平台债务规模仍在上升
 - 未有效解决地方政府道德风险（预算软约束）问题
- 地区间差异较大，部分地区违约风险较高
- 受房地产市场下行叠加影响

城投融资平台债务规模仍在上升



上海财经大学
公共经济与管理学院



哪些地方城投负债率高？



2022年末省、市两级城投负债率均超60%警戒线的城市

地区	超预警省份	全省负债率	超预警城市数	超预警城市(负债率)
东部	浙江	97.25%	10	湖州 (258.51%)、绍兴 (187.38%)、嘉兴 (128.10%)、舟山 (118.48%)、杭州 (86.10%)、金华 (73.55%)、宁波 (73.04%)、衢州 (72.32%)、台州 (60.76%)
	江苏	79.11%	8	淮安 (119.77%)、南京 (115.03%)、盐城 (111.01%)、泰州 (102.94%)、连云港 (101.02%)、常州 (93.90%)、南通 (83.14%)、镇江 (82.21%)
中部	江西	76.28%	6	上饶 (117.53%)、景德镇 (115.72%)、赣州 (92.30%)、萍乡 (82.25%)、宜春 (74.32%)、鹰潭 (70.65%)
西部	四川	101.21%	3	成都 (95.35%)、宜宾 (64.22%)、眉山 (61.31%)
	贵州	93.02%	4	贵阳 (76.38%)、六盘水 (69.84%)、安顺 (68.68%)、遵义 (62.83%)
	甘肃	91.54%	1	兰州 (107.98%)
	陕西	65.96%	1	西安 (74.18%)

注：负债率=城投公司有息债务/地方GDP

哪些地方城投负债率高？



上海财经大学
公共经济与管理学院

2022年末仅市级城投负债率超60%警戒线的城市

地区	省份	全省负债率	超预警城市数	超预警城市(负债率)
东部	山东	47.78%	2	青岛(91.08%)、潍坊(73.76%)
	广东	18.31%	1	珠海(105.29%)
中部	安徽	44.37%	6	淮北(75.38%)、亳州(72.33%)、马鞍山(65.99%)、 安庆(62.94%)、宣城(62.75%)、铜陵(61.51%)
	湖北	50.91%	1	黄石(105.40%)
	湖南	54.71%	2	株洲(71.56%)、张家界(61.21%)
	吉林	51.90%	1	吉林市(64.01%)
西部	广西	54.52%	1	柳州(86.66%)
	新疆	37.92%	1	乌鲁木齐(78.79%)
	西藏	30.67%	1	拉萨(62.58%)

注：负债率=城投公司有息债务/地方GDP

银行间市场清算所股份有限公司

2019 年便函第 257 号

关于未足额收到“16呼和经开PPN001”付息兑付资金的通知

“16呼和经开PPN001”各投资人：

2019年12月6日是呼和浩特经济技术开发区投资开发集团有限责任公司2016年度第一期非公开定向债务融资工具（代码：031667031，简称：16呼和经开PPN001）的投资人回售行权执行日及付息日。截至今日日终，我公司仍未足额收到呼和浩特经济技术开发区投资开发有限责任公司的付息兑付资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息兑付工作。

特此通知。

银行间市场清算所股份有限公司

2019年12月6日

抄报：总行市场司

抄送：交易商协会、呼经开发投资公司、恒丰银行

五矿资本股份有限公司 关于信托产品的提示性公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

近日，五矿资本股份有限公司（以下简称“公司”）下属控股子公司五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）受托管理的“恒信国兴636号-昆明基投集合资金信托计划”、“恒信国兴657号-赢胜51号集合资金信托计划”及“五矿信托-恒信国兴659号-新都1号集合资金信托计划”三个信托产品出现逾期兑付的情形。

五矿信托作为上述三个信托产品的受托管理人，受投资人委托管理相关资产，承担受托管理责任。五矿信托将持续与融资人保持沟通谈判，持续努力推进催收工作，督促相关方尽快筹措资金按约定偿还应付未付款项，以及督促保证人等尽快履行相应担保责任。

五矿资本将持续支持和督促五矿信托合规经营、履职尽责，维护投资者利益。上述三个信托产品逾期兑付的情形不会对公司财务数据产生重大不利影响，目前公司经营正常，运营良好。

公司提醒投资者注意，《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》及上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）为公司指定的信息披露媒体，公司所有信息均以上述报纸和网站刊登的公告为准，敬请广大投资者理性投资，注意投资风险。

特此公告。

2024年4月12日

- 产品层面：集中于信托、定向融资工具等产品
- 暂未蔓延到银行间市场和交易所公开发行的债券
- 地区层面：多数集中于中西部地区弱地级市和县级



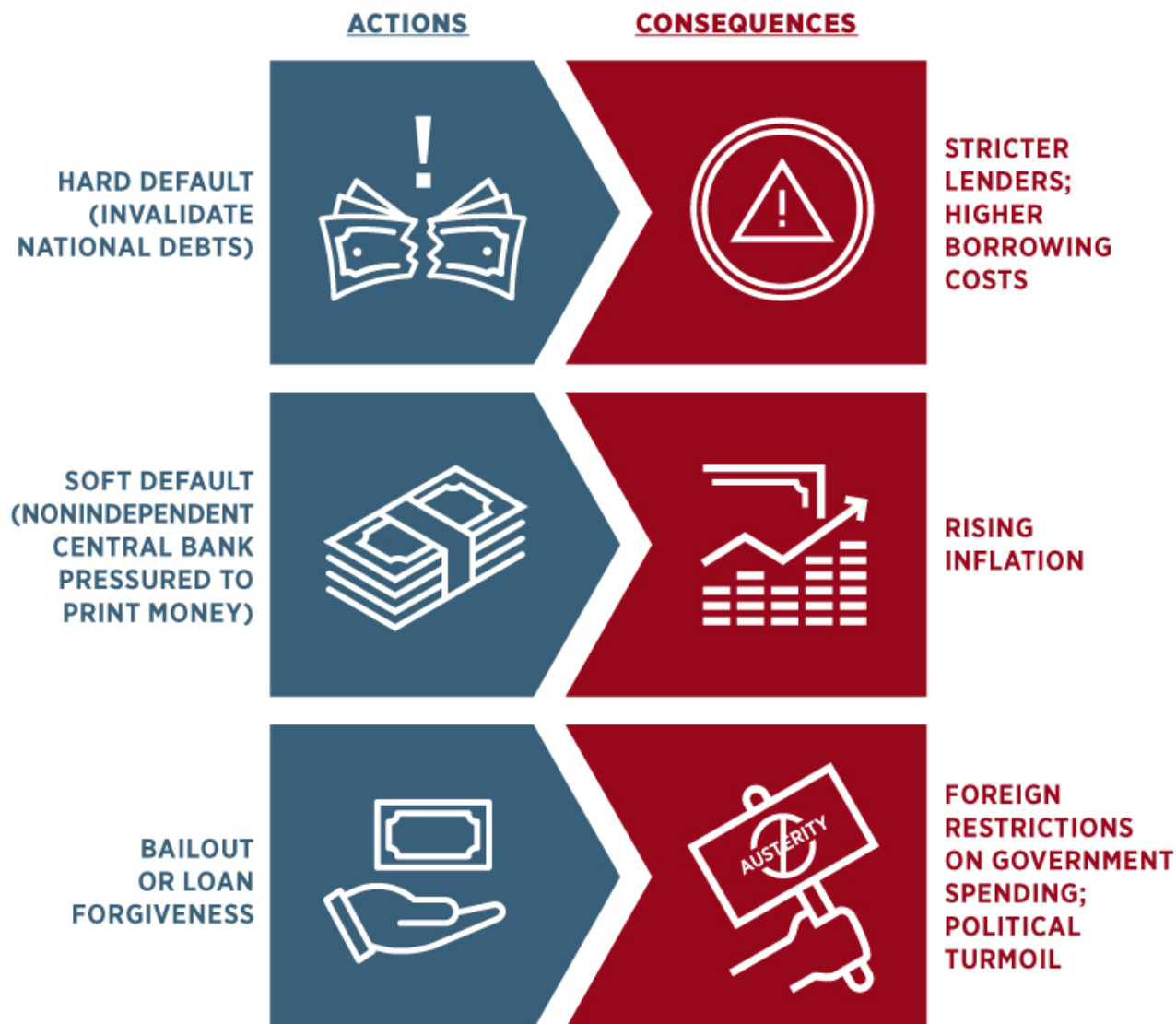
化解地方政府债务风险

如何化债？



上海财经大学
公共经济与管理学院

WHEN NATIONS DON'T PAY THEIR DEBTS



- 如何在确保不发生系统性风险的情况下，防范地方政府道德风险（预算软约束）问题？
- 不解决地方政府道德风险（预算软约束）问题，债只会越化越多。

关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见（国办发35号文）



- 非标融资：重点省份要求金融机构配合展期降息，其它省份建议协商展期降息
- 城投债：至少要在2025年以前不出现兑付风险
- 各省根据当地GDP规模与社融增速进行债务管控，如要求债务规模不能超过GDP规模、债券增速不能超过当地社融增速等。
- 12个高风险重点省份：天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏

关于金融支持融资平台债务风险化解的 指导意见（国办发〔2023〕35号文）



- 央行通过设立流动性工具（SPV）来支持城投平台偿付标债，同时省级政府要提供抵押物
- 央行设立“紧急贷款”，对地方政府暂难偿还的债务（含公开债券及非标贷款）进行“紧急性”的流动性支持，但最长期限不得超过两年，仅可用于“紧急”事项
- 调整后的贷款期限不得超过10年，调整后的贷款利率不得低于同期限国债利率，调整后的还款方式应做到每年还本比例至少达到10%
- 除之前明确的1-1.5万亿特殊再融资券正常发行外，再发行万亿规模地方政府债券用于偿还工程款等
- 12个重点省份可在年度债券发行额度内“统借统还”，支持资质较好融资平台承接弱资质融资平台借新还旧债券发行额度
- 允许省级城投发债偿还区县级平台的债券

重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）（国办发〔2023〕47号文）



上海财经大学
公共经济与管理学院

- 12个重点省份除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省级或市一级**2024**年不得出现政府投资新开工项目
- 推迟或停止目前使用投资不到一半的项目建设
- 要求这些省市应尽一切努力将“债务风险降至中低水平”

关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知（国办发〔2024〕14号文）



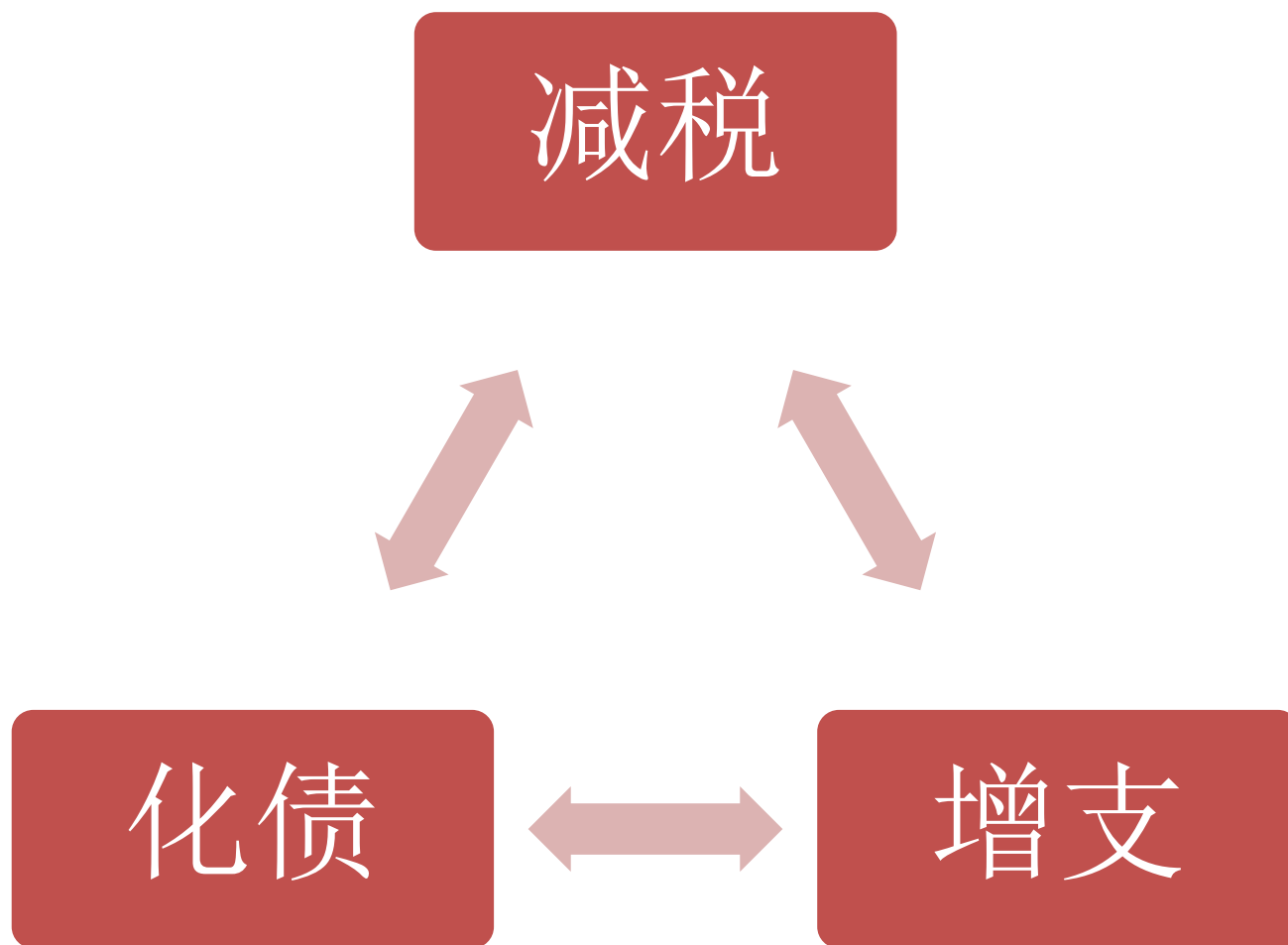
上海财经大学
公共经济与管理学院

- 35号文之外的19省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。

财政三元悖论



上海财经大学
公共经济与管理学院



- 地方政府债务风险产生的原因是什么？
- 如果地方政府无法偿还到期债务，中央政府应不应该对地方政府进行债务救助？
- 当前，如何处理财政三元悖论？