第 2 卷第 1 期　　政府与市场经济研究　　Vol. 2，No. 1：66-93
2026 年 3 月　　Research in Government and Economics　　March 2026

中国地方政府债务：为何产生、如何治理

马光荣　徐艾静*

【摘　要】中国地方政府债务的持续扩张，是理解当代中国经济治理的重要议题。中国地方政府举债呈现出若干有别于西方国家的显著特征：债务规模持续扩张、地方债占比远超中央、显性与隐性债务并存、资金投向高度集中于投资性支出。这一格局内嵌于中国独特的发展模式——地方政府深度参与甚至主导经济增长，形成于快速城市化的特定阶段，其根源在于一系列具有中国特色的制度安排：央地财政关系的非对称格局与地方官员的增长压力，构成了举债冲动的内生激励；独特的土地制度以及政府对金融资源的实质性影响力，赋予了地方政府大规模动员资金的客观能力；而在内需持续不足的宏观背景下，财政政策依托地方执行的“地方化”模式，进一步推动了债务向地方层面的累积。地方债务的经济影响具有显著的阶段依赖性。城市化快速推进阶段，债务融资的公共投资兼具短期稳定经济与长期促进增长的双重效应；而随着基建投资边际回报递减、挤出效应累积及财政金融风险交织加深，其负向效应在当前发展阶段日益凸显。从根本上化解地方债务问题，不仅需要完善“开前门、堵后门”的债务管理框架，更关键的是要推动激励相容的制度重构。其核心在于理顺央地财政关系、切实转变政府职能，以此构建长效机制。这不仅是当前中国财政治理的核心命题，也为政府与市场经济学理论研究提供了重要的现实参照。

【关键词】地方政府债务；举债激励；隐性债务；软预算约束；债务治理

* 马光荣（通信作者），中国人民大学财政金融学院，E-mail：grma@ruc.edu.cn；徐艾静，中国人民大学财政金融学院。

中国知网　https://www.cnki.net

一、引言

政府与市场是现代经济学最为核心的理论命题之一，也是各国经济治理实践中最难以回避的制度选择。自亚当·斯密以来，经济学思想史上围绕这一命题的争论从未停息：古典自由主义强调市场机制的自发秩序与资源配置效率，凯恩斯主义则在大萧条的历史冲击下重申了政府干预的必要性，此后新古典综合、公共选择理论、新制度经济学各流派又从不同维度深化了对政府与市场边界的理论认识。然而，理论的分歧从未妨碍一个基本共识的形成：市场存在失灵，政府同样存在失灵，真正的挑战不是在“市场”和“政府”之间做出非此即彼的选择，而是如何在具体的制度环境与发展阶段中，构建二者有效互补、相互制衡的治理框架。

政府债务既是财政政策与金融体系的交汇点，亦是政府与市场经济学的核心议题。一方面，政府通过举债进入金融市场，以主权信用吸引私人储蓄，将市场化的资金动员机制纳入公共财政的运作轨道；另一方面，政府举债所支撑的公共投资，既可能弥补市场失灵、提升社会总福利，也可能挤压私人投资空间、扭曲资源配置，乃至在债务不可持续时引发系统性的财政与金融风险。就此而言，政府债务既是财政政策工具，也是政府作为市场主体参与市场活动的重要体现，具体可从以下五个维度加以审视。

第一，政府举债意味着政府以市场主体的身份参与金融市场，须接受市场规则的约束与定价机制的检验。无论是纳入预算管理的地方政府债券，还是通过地方投融资平台（城投平台）发行的企业债，均须在债券市场上接受投资者的信用评估与风险定价，市场纪律由此对地方政府的举债行为形成一定约束。

第二，政府通过债务工具积极利用市场。若政府仅依赖当期财政收入安排支出，其可调配的资金规模将受到严格限制。债务融资使政府得以借助金融体系扩大资金总量，并通过跨期配置实现公共资源的时间维度优化，从而支撑规模更大、周期更长的公共投资项目。

第三，政府举债在一定程度上弥补了市场失灵。以过去数十年间我国城镇化进程为例，基础设施领域具有典型的公共物品属性，社会回报率显著高于私人回报率，私人资本参与意愿相对不足。地方政府通过举债为基础设施建设提供资金，有效填补了私人投资的缺位，促进了公共资本的积

中国知网　https://www.cnki.net

累。此外，在经济运行不景气时，政府通过举债扩大支出规模，是主要的宏观调控手段之一，也是弥补宏观上市场失灵的重要表现。

第四，政府举债在弥补市场失灵的同时，也可能对私人部门产生一定的挤出效应。过去一段时间，地方政府及城投平台大规模融资，在信贷资源有限的条件下，挤占了本已较为稀缺的融资渠道，对中小民营企业的融资可得性造成不利影响，对民间投资产生挤出效应。

第五，政府债券在金融体系中扮演着“基石”资产的关键角色。政府债券，尤其是中央政府发行的国债，因其违约风险极低而被视为高信用等级的安全资产，被广泛用于金融交易中的抵押品安排。国债收益率在各国金融体系中通常充当无风险利率基准，构成资产定价的重要参照。央行通过买卖国债来调节基础货币和利率，是货币政策传导的核心操作方式之一。

中国的地方政府债务问题，则在以上五个维度之上叠加了独特的制度背景。在央地财政关系高度非对称、土地制度赋予地方政府独特资产动员能力、政治激励与经济激励深度交织的制度环境下，中国地方债务的形成逻辑、风险特征与治理难题，既与其他国家的政府债务问题存在深刻的共性，又在诸多维度上呈现出鲜明的中国特色。理解中国地方债务，不能脱离中国的政府与市场关系格局；而反过来，中国地方债务的演进经验，也为理解政府与市场经济学这一宏观命题提供了极为丰富的观察样本。本文以此为出发点，围绕地方债务实践的典型事实、理论逻辑与治理路径三个维度展开系统分析，试图在厘清中国地方债务基本面貌的同时，从政府与市场经济学的理论视角，对其深层成因、经济效应与治理方案构建一致性的解释框架。

二、地方政府债务的典型事实

理解中国地方政府债务问题，需首先厘清其在规模、结构、形态与用途四个维度上的基本事实。过去数十年间，我国地方债务的演进呈现出四大显著特征：政府债务规模持续扩张、地方债务占比畸高、隐性债务规模庞大，以及举债资金高度集中于基础设施投资。这四大特征并非相互孤立，而是共同根植于中国的央地财政关系及政府与市场互动模式之中，内嵌于中国特色的发展模式之中。

（一）政府债务规模持续扩张

我国政府债务规模自 21 世纪初以来呈现出持续上升的长期趋势。

中国知网 https://www.cnki.net

2007 年，中央与地方政府合并口径下的政府债务占 GDP 比重（简称政府负债率）仅为 34%。彼时，预算法明确禁止地方政府出现财政赤字、自主举借债务，举债权限归于中央。然而，地方政府对资金的现实需求远超当期财政收入所能支撑的规模，由此催生了通过城市融资平台进行表外融资的制度性变通安排。典型案例如重庆市于同期设立的“八大投”平台，标志着地方政府隐性举债模式的早期成型。

截至 2025 年，政府负债率已大幅攀升（见图 1）。若仅统计纳入预算管理的显性债务，债务余额约为 96 万亿元，负债率约为 68.5%；但是，在预算之外，仍然有庞大的隐性债务。2024 年开展的全国隐性债务摸底调查，要求各地向中央上报本地区隐性债务规模，汇总数字约为 14 万亿元。然而，地方政府普遍采取保守的申报策略。因此，在 14 万亿之外，地方政府经由融资平台、城投公司等渠道形成的隐性债务，迄今仍无权威统一的统计数据[①]。

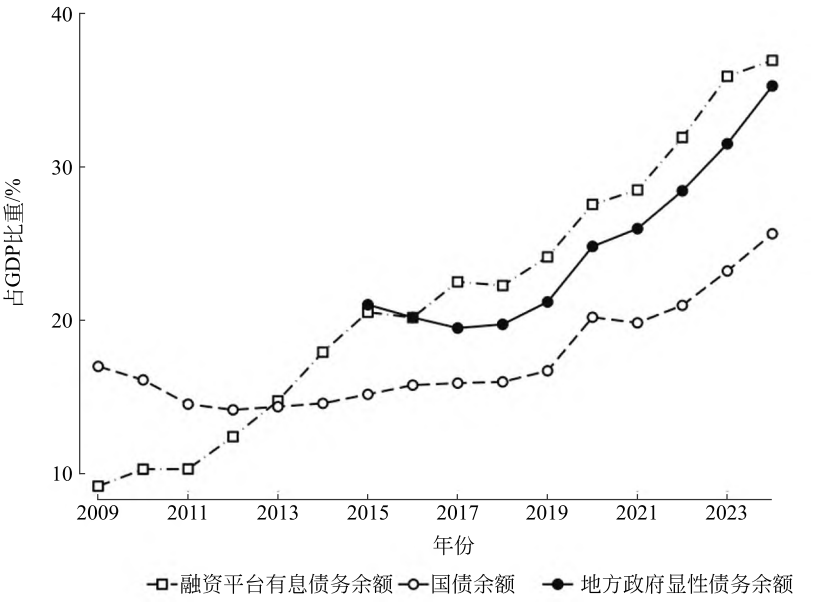


图 1　2009—2024 年不同类型政府债务余额占 GDP 比重变化趋势

数据来源：财政部网站、企业预警通数据库。

现有学术研究中，一种较为通行的估算方法是以城投平台有息债务总额作为代理指标。城投公司在资本市场发债时须依法披露财务信息，其中有息

① 该类债务因未被认定为隐性债务，官方在 2024 年后称之为“融资平台经营性债务”。本文仍将之称为“隐性债务”。

中国知网　https://www.cnki.net

债务总额是核心披露项目。根据企业预警通数据库，汇总各地城投平台的有息债务规模，估算总额约为 50 万亿元。然而，这一口径存在一定偏差：一方面，仅发债城投平台有信息披露义务，大量县级小型融资平台并不发债，相关债务游离于统计之外，导致该口径可能低估隐性债务的真实规模；另一方面，部分具有较强自身造血能力的城投平台可以自行偿债，无需政府承担救助责任，因而对此部分也存在一定程度的高估。我们结合其他数据估算，两个偏差相互抵消后，当前我国地方政府隐性债务总量约为 52 万亿元。加之显性债务后，广义口径政府债务负债率约为 100%，较 2007 年大幅提升。

从国际横向比较来看，高债务水平并非中国独有。G7 国家政府负债率平均约为 126%，其中美国约为 121%，日本更高达 237%（见图 2）。就绝对水平而言，我国负债率尚低于上述主要发达国家。然而，需要重点关注两方面结构性隐忧：其一，我国政府债务已不再呈现典型的周期性特征。自 2007 年以来，负债率始终处于单边上升通道，尚无企稳迹象，若当前趋势延续，负债率将在可预见的未来超越部分发达国家水平。其二，我国面临“未富先债、未老先债”的问题。我国当前人均收入水平与经济发展阶段尚未达到主要发达国家的水平。与此同时，虽然当前我国老龄化率还低于发达国家均值，但我国的人口老龄化进程正在加速。国际经验表明，随着老龄化程度的加深，财政在养老金、医疗卫生等社会保障方面的支出将大幅增长，政府财政空间将进一步受压。在债务扩张尚未停止的当下，提前锁定如此高水平的债务负担，将对未来财政可持续性构成实质性约束。

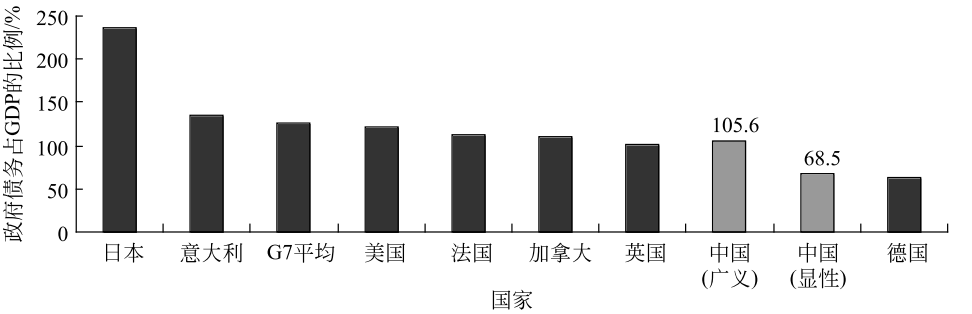


图 2 2025 年中国和 G7 国家政府债务占 GDP 的比例

数据来源：IMF 数据库、财政部网站、企业预警通数据库。

（二）地方债务占比畸高

我国政府债务的第二个结构性特征，是债务分布高度向地方层级集

中国知网 https://www.cnki.net

中。在全国政府债务总量中，地方政府债务约占 80%，中央政府债务仅占 20%。这一比例结构与多数发达国家形成显著反差（见图 3）。以美国为例，联邦政府债务约占其全部政府债务的 80%，州及地方政府债务合计仅占 20%左右。中美两国呈现出几乎完全相反的债务层级分布格局。

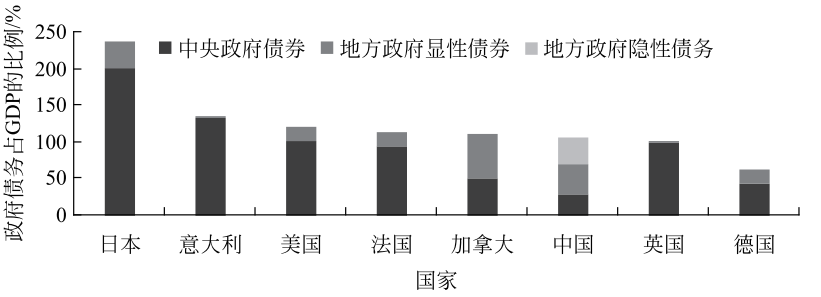


图 3　2025 年中国和 G7 国家中央与地方债务占 GDP 的比率

数据来源：IMF 数据库、财政部网站、企业预警通数据库。

这一结构性差异的形成，与我国的央地治理模式高度相关。在我国现行体制下，地方政府承担了规模庞大的事权责任，但在财力分配上，地方可自主调配的财政资源相对有限。在治理体制要求地方政府承担大量公共支出职责，而财政收入向上集中的同时，地方债务的大规模积累便成为制度运行的内生结果。

地方债务主导的债务结构，也使我国政府债务风险的性质及治理路径与西方国家存在根本差异。国债主导型债务与地方债主导型债务所呈现的风险特征截然不同，集中体现在以下三个方面：第一，中央政府债务依托国家信用，违约风险极低；而地方政府债务依托各地自身信用，地方可调配的财力资源相对有限，整体风险敞口更大。第二，中央政府的举债行为纳入全国预算，透明度较高，易于投资者监测；而地方债务分散于全国各地，信息披露不均，风险隐蔽性强，容易产生监管盲区，并积累集中爆发的条件。第三，在地方债务主导的格局下，防范地方政府道德风险成为治理的核心难题。由于地方普遍存在中央政府将为债务风险兜底的预期，这一软预算约束心态持续弱化了地方的举债自律意识。如何通过制度设计化解地方政府的道德风险，是约束其无序举债行为、维护财政纪律的根本性问题。

（三）隐性债务规模庞大

我国地方政府债务的第三个特征，是规模庞大的隐性债务长期存在。

中国知网　https://www.cnki.net

2015 年起我国地方政府可以发行一般债与专项债两种合法的显性债券。近年来积极财政政策持续推进，扩大地方政府显性债务成为重要政策工具，其中扩大专项债券发行规模是核心举措之一。图 4 显示，一般债券规模总体增长相对平缓，而专项债券年度发行规模持续大幅扩张，成为驱动地方显性债务规模增长的主要力量。

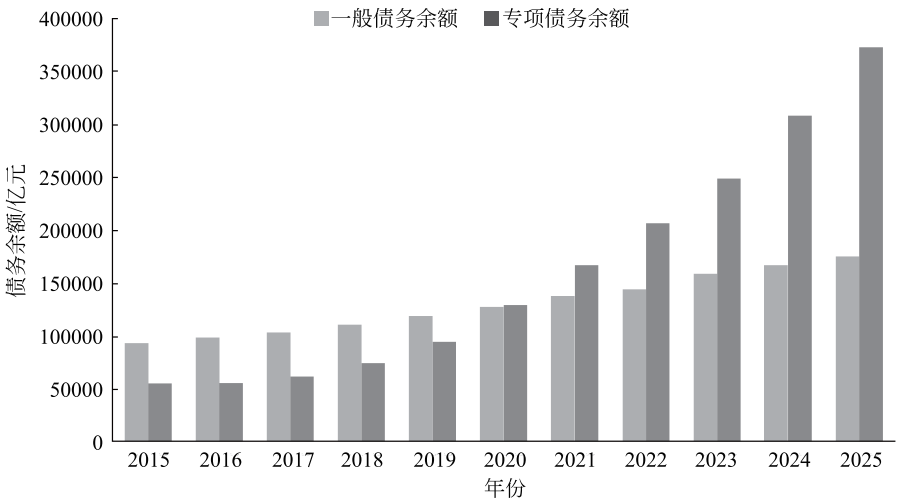


图 4 2016 年以来历年地方政府一般债务与专项债务余额

数据来源：财政部网站。

然而，过去十年间，地方政府隐性举债的规模并未因显性举债的“前门”持续扩大而收缩。以城投公司有息债务规模为衡量口径，其 2015 年约为 19 万亿元，目前已增至 52 万亿元左右，增长了 1.7 倍。

从法律层面看，城投平台属于地方政府旗下的国有企业，其债务在名义上属于企业债务。然而，将城投平台债务认定为地方政府隐性负债的根本依据，在于其业务的实质性政府属性。城投平台的核心功能是承担城市基础设施建设与运营，此类项目具有显著的公共品属性，项目收益率普遍偏低，相当一部分项目甚至完全不产生直接经营收入。自负盈亏的市场化主体在正常情况下不会参与此类投资，城投公司承接相关项目本质上是依据政府行政指令代行政府职能，而当地方政府预算内通过一般债与专项债所能筹集的资金不足以覆盖全部投资需求时，城投平台便充当了通过市场化渠道动员额外资金的替代渠道。

在实际运作中，由于城投平台所承载的基建项目现金流回报不足，投

中国知网 https://www.cnki.net

资者与商业银行对其偿债能力存有疑虑，城投平台往往难以仅凭自身信用从金融体系获取资金。地方政府由此通过多种方式为城投平台提供信用支撑，包括提供各种形式的隐性担保、注入土地使用权等优质资产，以及在项目建成运营后以财政补贴的形式弥补资金缺口等。当城投平台出现流动性危机时，地方政府通常须承担最终兜底责任（张晓晶等，2019）。从经济实质而言，城投平台债务虽名为企业债务，实则构成政府的或有负债。与显性债务相比，隐性债务除具有游离于预算管理之外、透明度低的基本特征外，还呈现出以下加剧其风险程度的结构性缺陷。

第一，规模缺乏有效约束。显性债务受预算管理和中央限额控制的双重约束，地方举债不得突破核定限额；而隐性债务通过城投平台举借形成，既无额度上限，又缺乏有效的信息披露机制，客观上为地方政府过度举债提供了制度空间。

第二，融资成本高企，形成严重的成本错配。图 5 显示，城投平台的债券融资与银行贷款利率普遍比政府显性债券高出 2 个百分点以上，西部地区更是高出 4 个百分点以上。在监管趋严的政策环境下，城投平台的债券发行与银行信贷均受到严格约束，由此倒逼部分城投平台转向委托贷款、融资租赁、信托贷款等非标融资渠道，融资成本进一步攀升，利率比政府显性债券平均高出 6 个百分点，甚至在部分地区出现非法集资行为。城投平台所承载的高度公益性项目本身收益率极低，本应匹配低成本的长期资

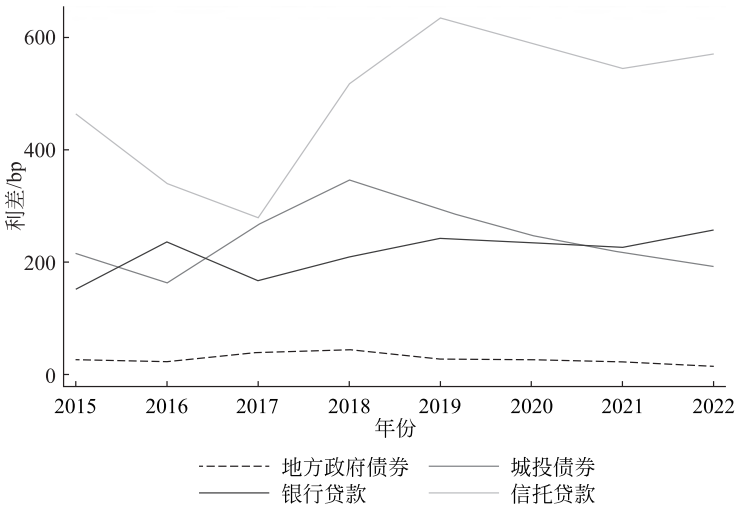


图 5　各类隐性债务与地方政府债券融资成本

数据来源：企业预警通数据库。

中国知网　https://www.cnki.net

金，却被迫依赖高成本的短期融资，由此形成“低收益投资－高成本融资”的根本性错配，其内生偿债能力严重受损。

第三，融资期限偏短，形成显著的期限错配。城投平台所投资的基建项目，除收益率低外，投资回收期也极为漫长。以桥梁建设为例，通常需要数十年的通行收费才能覆盖建设与融资成本。政府在基建融资中的制度优势恰恰在于，可凭借国家信用在债券市场发行期限长、成本低的政府债券，与基建项目的超长回收期形成匹配。然而，城投平台的实际融资期限却与此相悖。图 6 的数据显示，城投平台新发行债券的平均期限从 2012 年的 6.3 年缩短至 2025 年的 3.5 年，银行贷款期限则从 12.8 年压缩至 3.5 年。如此短的融资期限意味着，项目甫一竣工、尚未形成运营收益便须启动还本程序，城投平台不得不依赖持续的借新还旧来维持债务接续。一旦外部融资环境收紧或信用条件发生不利变化，债务滚动便面临中断风险，进而引发严峻的流动性危机。

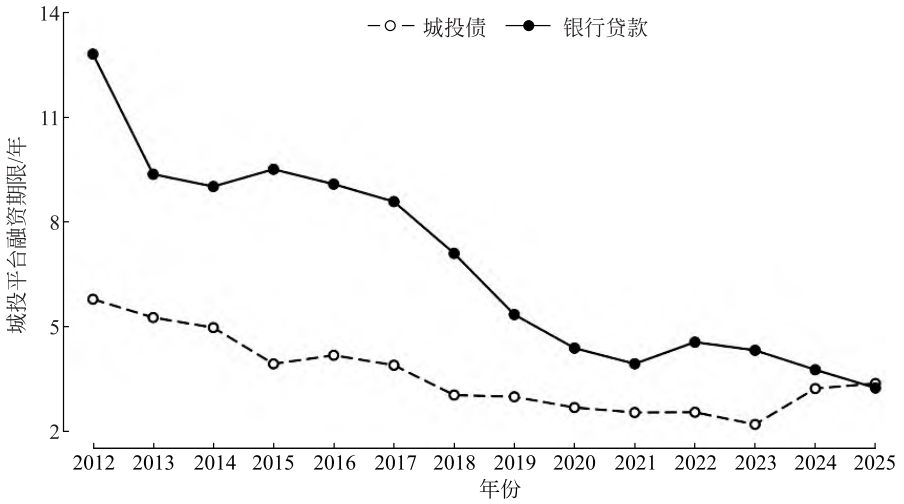


图 6 城投平台银行贷款和城投债的融资期限

数据来源：企业预警通数据库。

值得注意的是，上述成本错配与期限错配问题在显性债务中相对温和。专项债融资成本仅比同期国债高出 0.2 个百分点左右，期限可达 16 年，与基建项目的财务特征具有较高适配性。这也在一定程度上说明，我国当前地方政府债务风险的主要来源和矛盾焦点，集中于隐性债务领域。近年来多个省市城投公司相继发生非标债务违约事件（见图 7），正是这一

中国知网 https://www.cnki.net

风险积累的集中显现，也进一步表明隐性债务的防范化解是当前地方债务风险治理的核心议题。

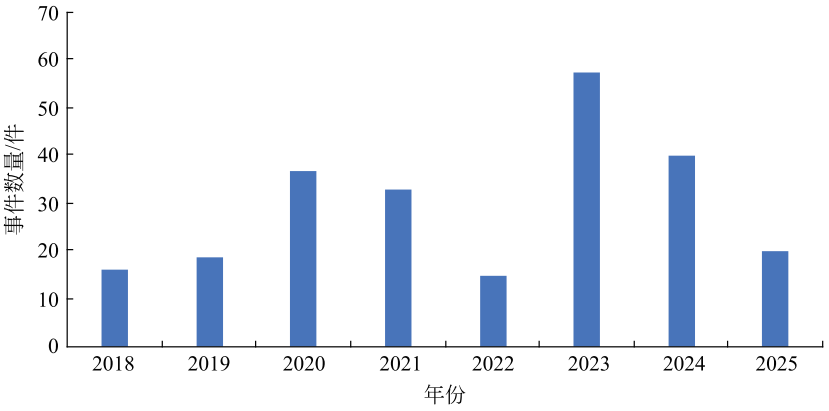


图 7　城投非标违约事件数量

数据来源：企业预警通数据库。

（四）举债资金高度集中于基础设施投资

在多数发达国家，政府举借的债务资金主要用于民生福利支出，并不沉淀为固定资产；而我国政府举债资金主要投向固定资产投资，尤其是城市和区域基础设施建设领域。这主要源于我国当前所处的发展阶段——在快速城镇化进程中，既需要大规模基础设施投入，也离不开政府的推动。

举债资金用途的差异引发了一种较为普遍的判断：西方国家将债务资金消耗于消费性支出，债务形成后缺乏对应的资产支撑；而中国的债务扩张则伴随着大量基础设施实物资产的积累，债务与资产的对应关系更为清晰，偿债能力相应更强，债务风险因此无需过度担忧。

然而，这一判断的成立有一个不可回避的前提条件：债务所形成的资产必须能够被有效盘活并产生可持续的现金流，方可用于支撑债务偿还。以贵州独山县斥资数十亿元修建“天下第一水司楼”为典型案例，此类脱离当地实际需求与经济基本面的形象工程，投入大量债务资金后几乎无法产生可观的经营收益，资产的名义规模与其实际偿债价值之间存在根本性背离。

近年来，面临偿债压力的地方政府已尝试通过盘活资产化解债务风险，包括引入社会资本接手并运营存量资产。但实践表明，这一路径面临

中国知网　https://www.cnki.net

较高的市场门槛：只有具备合理回报预期的优质资产方能吸引社会资本参与；而那些因过度投资、超前建设或脱离实际需求而形成的低质资产，在市场上往往难寻买家，资产的实际处置价值极为有限。

因此，我国政府举债形成资产的特征确实在一定程度上构成偿债能力的基础性支撑，但这一逻辑的有效性高度依赖于资产投资决策的质量。举债资金用于投资并非偿债能力的充分条件，关键在于项目是否能够产生足以覆盖债务成本的直接财务回报，抑或是否能够通过促进区域经济增长、扩大税基，间接增强政府的长期偿债能力。这也进一步揭示出适度举债、防范风险的核心命题所在：政府举债的最终约束，在于举债资金使用效率的高低，在于举债资金是否能够支撑经济增长或形成项目回报。

综合上述四大典型特征，即政府债务规模持续扩张、地方债务占比畸高、隐性债务规模庞大，以及举债资金高度集中于基础设施投资，共同勾勒出我国地方政府债务问题的基本轮廓。这四大特征并非偶发性现象，而是中国特定发展阶段与发展模式的内生产物，根植于央地财政关系的制度安排及政府与市场的互动逻辑之中。这四大特征也决定了，政府债务风险具有持续累积、透明度低、成本错配、期限错配、治理难度大等基本特点，这也构成本文后续从理论层面解析地方政府举债激励机制，进而探讨债务风险治理路径的基本出发点。

三、地方政府债务的理论问题

在厘清我国地方政府债务的基本事实之后，有必要进一步从理论层面加以审视。围绕地方政府债务的理论分析，主要涉及三个相互关联的核心问题：其一，债务因何形成，即地方政府大规模举债的制度根源与行为逻辑；其二，债务产生何种影响，即地方债务扩张对宏观经济运行的正负两方面效应；其三，债务规模以何为度，即如何在理论上界定政府债务的适度边界。这三个问题分别指向债务的生成机制、经济效应与规模约束，构成理解地方债务问题的完整理论框架。

（一）地方政府债务的形成机制

我国地方政府债务的持续扩张，根源于两大深层因素：央地财政关系的结构性失衡，政府与市场关系所赋予的独特举债能力与激励结构。

中国知网 https://www.cnki.net

1. 央地财政关系：举债的客观需要与主动激励

从央地关系的视角来看，地方政府债务的形成兼具被动与主动两重逻辑。

首先，就被动举债的客观需要而言，1994 年分税制改革是理解这一问题的重要制度起点（王永钦等，2015）。改革显著提升了中央政府的财政集权程度，财力向上集中，但与此同时，由于事权在地方政府，大量支出责任仍高度下沉于地方政府，形成财力与事权之间长期存在的结构性缺口。过去二十余年间，地方政府承担了涵盖民生保障、城市建设与基础设施投资在内的广泛事权，而这一时期恰逢我国经历人类历史上规模最大、速度最快的城镇化进程。城镇化率从 2000 年的 36%攀升至目前的 67%，约四至五亿人口在二十余年内完成了由农村向城市的转移，城镇人口翻番，城市建成区面积增长了近 2 倍，基础设施存量发生了根本性变化。上述大规模公共投资支出责任主要由地方政府承担，在财力来源有限的情况下，举债成为弥补资金缺口的必然选择。

值得注意的是，事权与财力不匹配的矛盾自分税制改革之后便已存在，但在 2020 年以前，土地财政在相当程度上发挥了缓冲和掩盖作用。2021 年以来，中央对房地产市场实施严格调控，房地产行业进入持续下行周期，多地土地出让收入大幅下降，地方政府收支矛盾由此全面暴露，财政压力骤然加剧。

其次，就主动举债的行为激励而言，地方政府的举债冲动不仅来自客观的资金缺口，更源于现行政治激励体系的内生驱动。在以 GDP 增长与固定资产投资为核心考核指标的官员晋升机制下，地方官员具有强烈的“铺摊子、上项目”的政治激励，倾向于通过举债扩大投资、推动短期经济增长，而将债务偿还压力留给后任（Chang et al.，2025）。这一激励结构因地方官员任期较短而进一步放大：地方政府负责人通常在任期内大规模举债，而三至五年后便已调任，债务偿还责任实际由继任者承担，形成明显的跨期激励扭曲。

此外，与联邦制国家不同，我国集中统一的行政管理体制客观上强化了地方政府对上级政府兜底的预期。以美国为例，底特律市政府破产后，联邦政府并未实施救助；而在我国，地方政府普遍存在中央将最终承担债务兜底责任的预期，由此形成典型的软预算约束，进一步削弱了地方政府的债务自我约束能力。

中国知网　https://www.cnki.net

上述主动举债的制度性激励与被动举债的客观需要相互叠加，共同推动了地方债务规模的持续膨胀。

2. 政府在市场中的角色：举债能力的制度来源

如果说央地财政关系解释了地方政府举债的动机，那么政府在市场中的角色定位则从能力层面解释了地方政府何以能够如此大规模地动员金融资源。首先，独特的土地制度赋予了地方政府极为稀缺的抵押品资源。在我国，城市土地归国家所有，地方政府实际掌握土地一级市场的供给控制权。土地作为优质抵押资产，在过去二十余年城镇化进程中持续大幅升值，为城投平台的信用背书提供了强大支撑。地方政府通过向城投平台注入土地资产，以土地信用为杠杆，撬动了远超当期财政收入所能支撑的金融资源规模（刘守英等，2020）。这种“以土地谋增长”的方式，在实践中被地方政府进一步延伸为“以债谋增长”，即土地资产向资本转化，该转化在很大程度上是通过举债这一路径实现的。

此外，我国地方政府还具备对金融资源配置施加实质性影响的能力。地方政府直接掌控大量城市商业银行与农村商业银行，对四大国有银行在各地的分支机构，也能通过财政性存款存放等手段形成隐性约束与激励。这使得地方政府能够在一定程度上引导商业银行信贷流向，从而相对便捷地为城投平台融资活动提供金融渠道支撑（毛捷，2023）。

以上两大关系的独特性，解释了我国地方债务规模的持续增长。相应地，中国式的地方债务特征，内嵌于中国独特的发展模式——地方政府深度参与甚至主导经济增长。从更长的历史维度来看，上述以举债驱动投资、以投资推动增长的发展模式，在特定发展阶段具有其内在合理性。

在我国城镇化快速推进的早期和中期阶段，大量基础设施尚处于供给严重不足的状态，基建投资的边际回报率普遍较高，举债形成的公共资本存量对经济增长的拉动效应较为显著。重庆“八大投”的实践案例颇具代表性：2002 年至 2017 年间，中国房地产市场正处于繁荣周期，城投平台所持有的土地资产持续升值，为平台的融资与投资活动提供了强大的资本金支撑，这一时期举债驱动基建的模式总体尚能维持可持续性。

然而，随着我国城镇化水平不断提高，基础设施存量已形成相当规模，当前阶段新增基础设施投资的边际回报呈现明显下降趋势。这不仅体现在投资项目对经济增长的拉动作用逐渐减弱，也反映在项目自身的财务可持续性上：即便部分项目能够产生一定现金流，其回报率也往往不足以覆

中国知网 https://www.cnki.net

盖相应的债务本息。发展阶段的根本性转变使既有增长模式的内在张力愈发突出：当举债形成的投资回报不再能够支撑债务偿还时，债务风险的累积便具有了结构性而非周期性的特征。在发展逻辑已经深刻变化的背景下，若发展模式未能实现相应转型，债务风险的持续积累将难以避免。

3. 财政政策“地方化”：债务扩张的宏观背景

2008 年至 2012 年以及 2016 年之后，受外部需求冲击影响，在经济面临内需疲软的环境下，政府需通过逆周期调节扩大支出，以托底经济增长、维护社会稳定。然而，中央政府的举债幅度相对有限，刺激任务不得不更多落在地方层面。但值得注意的是，2015 年之前，地方预算内尚不允许列支赤字；2015 年新预算法实施后，即便地方获得了依法举债的权限，其债务限额依然较低。在此约束下，地方政府不得不大量借助融资平台等“隐性”渠道筹措资金，从而推动了债务规模的持续扩张。因此，在持续内需不足的宏观背景下，财政政策依托地方执行的“地方化”模式，进一步推动了债务向地方层面的累积。

当然，为什么中国财政政策呈现出“地方化”特征，而没有像大多数发达国家那样，主要依靠中央政府举债来实施扩张性财政政策？其关键在于，逆周期调控的主要抓手是扩大基建投资，而基建项目具有较强的地域属性——其实施高度依赖地方层面的信息优势，建成后也主要服务于本地经济社会发展。因此，由地方政府主导项目决策与资金筹措，不仅在信息匹配上更具效率，也有助于实现“收益与责任”的对等：地方政府作为主要受益方，理应承担相应的融资责任，并通过其所掌握的土地相关收入形成可持续的偿债来源。

（二）债务的经济效应

地方政府债务对宏观经济的影响是一把双刃剑，兼具促进增长与抑制效率的双重效应，需要从正反两个维度加以审视。

1. 正向效应

地方债的正向效应主要体现在两个层面。

一是短期稳定效应。政府举债本身是经典的逆周期财政政策工具。当经济面临下行压力时，政府通过举债扩大支出，可在短期内有效支撑总需求、稳定经济运行。2008 年国际金融危机后，中央政府推出“四万亿”经济刺激计划，财政资金直接投入约 4 万亿元，但通过地方城投平台举债所

中国知网　https://www.cnki.net

撬动的社会资金规模达到 40 万亿元，主要资金就来自地方融资平台在预算外的债务扩张。正是地方政府的大规模举债，推动了彼时中国经济的迅速复苏，展示了举债作为逆周期工具的关键作用。

二是长期增长效应。我国举债资金高度集中于基础设施投资，而基础设施是经济增长的基础性条件。在市场发育尚不完善的发展中国家，基础设施领域存在典型的市场失灵：私人投资回报率低于社会回报率，私人资本参与意愿不足，公共物品供给容易陷入系统性短缺。政府通过举债为基建投资提供低成本资金，是弥补市场失灵、奠定长期增长物质基础的重要路径。中国在二十余年内完成了发达国家历经两百年的城镇化进程，城市基础设施的集中建设固然带来了债务规模的快速扩张，但同时也为此后持续的经济增长奠定了不可或缺的物质基础。

2. 负向效应

地方债的负向效应同样不容忽视，主要体现在以下三个方面。

一是对私人部门的挤出效应。政府举债的资金来源于金融市场，举债规模过度扩张必然占用本可流向私人部门的信贷资源。数据显示，我国企业部门融资总量中约 60%流向国有企业，而国有企业信贷融资中城投平台约占其半数，由此可见城投平台在信贷市场占据了相当大的份额。金融资源向地方融资平台的过度集中，在客观上降低了中小企业与民营企业的融资可得性。中小企业与民营企业是创新活动与创业精神的主要载体，其融资约束的收紧，将对长期经济效率产生不可忽视的负面影响。

二是对财政政策乘数效应的理论质疑。传统凯恩斯主义框架强调政府举债在经济下行期具有正向的需求拉动效应，然而这一结论受到李嘉图等价定理的挑战。若消费者具有完全前瞻性，预期到当期政府举债必然意味着未来税收负担的增加，则会相应减少当期消费以应对未来偿债压力，从而抵消政府支出的扩张效果，使逆周期调节的实际政策效力大打折扣。尽管该定理在现实中能否完全成立尚存争议，但它对于评估财政举债的宏观刺激效果提出了重要的理论修正。

三是债务违约引发的系统性金融风险。地方政府的举债资金主要来源于商业银行体系，一旦政府债务出现大规模违约，将通过连锁传导机制对银行资产质量造成直接冲击，引发商业银行资本充足率下降乃至信用收缩，进而威胁整个金融体系的稳定运行（马海涛和吕强，2004）。商业银行是现代经济的核心枢纽，其系统性风险的暴露将严重扰乱实体经济的正常

中国知网 https://www.cnki.net

运转，其危害远超单纯的财政失衡（刘尚希等，2017）。

正是基于上述系统性风险的现实存在，中央明确将地方债务、房地产和中小金融机构列为防范化解重点领域金融风险的三大核心议题。三者之间存在深度的风险交织与相互强化机制：房地产市场持续下行导致地方土地出让收入大幅缩减，城投平台持有的土地资产价值随之缩水，地方政府偿债能力因此受到实质性削弱；与此同时，房地产企业与地方政府的债务资金均来源于金融机构，相关风险必然蔓延至金融体系；而中小金融机构因资本规模有限、治理机制与风险管控能力相对薄弱，是上述风险传导链条中的脆弱节点，成为系统性金融风险的重点防控领域。

（三）最优债务规模

地方债的双重效应表明，无论是完全放弃举债还是无序扩张债务，均非最优政策选择。对发展中国家而言，基础设施投资需求巨大，完全禁止举债意味着主动放弃驱动长期增长的重要动力；而举债过度则将导致基建投资边际回报递减、财政政策乘数下降、挤出效应强化，并积累系统性金融风险。这与政府支出规模、税率水平的最优化问题类似，核心都是在收益递减与成本递增之间寻求平衡点，使得债务规模与经济增长之间呈现倒 U 形关系（见图 8）。因此，理论上存在一个适度的举债规模（图 8 中的 B 点），过高或过低的债务水平均会损害整体经济效率。也正因此，界定政府债务的适度规模，对于评估当前财政政策立场、回答地方政府应当扩债还是减债这一核心政策问题，具有重要的理论与现实意义。

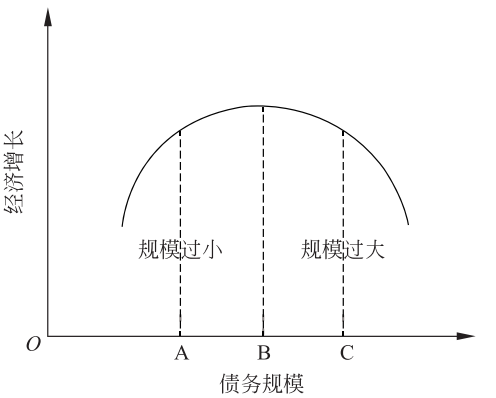


图 8　最优债务水平示意图

中国知网　https://www.cnki.net

从分析框架来看，这一问题的核心在于：我国当前的负债率究竟位于“债务规模－经济增长”倒 U 形曲线的左侧还是右侧？若位于曲线左侧，则意味着债务扩张仍能带来净正向效应，尚存一定的举债空间；若已越过曲线顶点位于右侧，则意味着当前债务规模已超过最优水平，进一步举债将对经济增长产生净负向效应，应当推进债务压降与结构调整。

最优政府负债率到底是多高？有两个著名但并非公认的参考点：

第一个参考点是 60%。1992 年欧盟《马斯特里赫特条约》规定，负债率（债务余额与 GDP 比率）不得超过 60%。但这一数字实际上是各国博弈的产物，缺乏理论基础。在条约谈判过程中，德国曾提议将上限设为 50%，而法国等国则认为这一要求过于严苛，经过近一年的政治博弈，最终才妥协定为 60%。欧盟各国当时之所以能接受这一标准，很大程度上是因为 20 世纪 90 年代中期欧洲经济处于上升期，各国具备控制赤字的能力。进入 21 世纪，这一“马约红线”屡遭突破。2003 年后，德、法、意等核心国家债务率相继超过 60%，条约名存实亡。到 2024 年欧盟整体债务率已达 81%，其中法国债务率更是高达 113%。

第二个参考点是 90%。Reinhart and Rogoff（2010）通过跨国面板数据的回归分析，发现当政府负债率达到 90%时对经济增长的正向效应最强，超过这一阈值后增长效应将趋于下降乃至转负。当然这一研究存在诸多不足，尤其是未解决债务规模的内生性问题，因而最优债务规模到底是多高，在实证层面研究界和政策界都还未有定论。从现实案例来看，日本政府负债率超过 200%却未爆发债务危机，而乍得政府负债率仅 48%却深陷困境。当然，即便在未发生显性危机的情况下，如此高的负债率对日本经济究竟是利是弊，仍存在广泛争议（Hansen and İmrohoroğlu，2016）。

实际上，最优债务规模究竟是多少这一问题也不应该有放之四海而皆准的铁律，必须结合具体国情来考量。我们可以明确的是，一个国家的最优债务水平应该考虑以下具体国情：

首先，发展中国家在经济起飞和爬坡的关键时期，往往需要大规模的基础设施投资，而金融体系的不完善又天然阻碍了从储蓄向投资的有效转化。在这种背景下，通过政府举债来推动公共投资、加速资本积累，就成为一种重要的经济发展手段。以中国为例，过去二十多年间，城镇基础设施建设取得了令人瞩目的成就，支撑了城市化的快速推进。因此，不同的经济发展阶段和城镇化速度，在很大程度上决定了债务水平应当处于何种区

中国知网 https://www.cnki.net

间才算合理。

其次，最优债务水平也受到经济周期波动的影响。债务的一项重要政策目标就是平抑经济波动，即实施逆周期财政政策。当经济处于低谷时，适度提高债务水平是必要的，这也就是通常所说的“周期性赤字”。从这个角度看，最优债务水平本身也会随着经济周期而呈现出波动性。

最后，最优债务水平还与政府支出的投向密切相关。财政资金是用于经常性支出还是资本性支出，其对效率的影响截然不同。若财政资金投向能够带动未来经济增长的资本性项目，那么可以承受的债务水平就会相对更高。这也是为什么许多观点认为，尽管中国债务率较高，但风险相对可控——因为大量债务转化为了有效资本，投入基础设施建设，既能产生一定的经营收益，也能通过显著的社会效益推动经济增长。更进一步说，我们还需要审视资本性支出的效率。如果基建项目高效务实，能够切实满足城镇化进程和经济发展的需要，那么我们就可以容忍一个相对更高的最优债务水平。在以债务与 GDP 之比衡量政府负债率这一指标的基础之上，Blanchard(2019)提出，只要政府债务利率满足“$r<g$”(r 为利率，g 为经济增长率)，债务总体上就具备可持续性。其核心逻辑在于，若仅需支付债务利息，且利息率低于经济增长率，则税收收入的增量部分足以覆盖利息支出。但是，我国债务可持续性的核心公式也并非简单的“$r<g$”，而应该是“$r<g+p$”(其中，p 代表基础设施建设形成资产的项目回报率)。若能提升投资项目回报率，则将更有助于防范化解债务风险。

这些因素共同表明，对我国最优债务规模的判断，不能简单套用基于发达国家经验估算的国际通行阈值，需要在充分理解我国体制特征、发展阶段、经济周期的基础上加以审慎评估。

四、地方债务的治理问题

在厘清地方债务的实践事实与理论逻辑之后，本文转向治理层面的核心问题。如前文所述，我国政府债务高度集中于地方层级，且仍处于持续扩张通道之中。这一结构性特征决定了防范化解政府债务风险的重心，必然落脚于地方债务的有效治理。本文从三个递进的维度展开讨论：其一，从形成债务的体制根源入手，通过理顺两大核心关系构建长效治理机制；其二，在中近期政策层面，完善债务管理制度，推进“疏堵结合”的系统性改

中国知网　https://www.cnki.net

革;其三,引入和强化市场约束机制,以价格信号弥补行政监管的固有局限。

(一)从源头入手:理顺两大核心机制

如前文理论分析所揭示,我国地方政府债务规模持续扩张,根源在于央地财政关系的结构性失衡,以及政府与市场关系的特定格局所内生的举债激励。倘若能够针对这两大深层机制推进实质性改革,则可从根本上铲除地方政府无序举债的制度土壤。从长效治理的视角来看,以下两方面机制的理顺是根本性的政策方向。

1. 理顺央地财政关系

1994 年分税制改革以来形成的事权下沉与财力上收的非对称格局,是地方政府产生系统性举债需求的制度根源。因此,推进新一轮财税体制改革、促进地方财力与事权的相对匹配,是从源头上缓解地方举债压力的根本路径。党的二十届三中全会已将此列为新一轮财税体制改革的核心方向,改革沿两条路径推进:一是适度上移部分事权,将适合由中央政府统一承担的支出责任上收,减轻地方政府的支出压力;二是适当下放财权,通过完善税收分成制度、拓展地方税源等措施,增强地方政府的财政汲取能力,缩小其财力缺口。

上移事权与下放财权的有机结合,在理论层面具有有效缓解央地财力与事权错配的内在逻辑。然而,这一改革的实质性推进面临相当复杂的利益协调与制度配套挑战。事权的调整涉及各层级政府职能边界的重新界定,财权的下放则牵涉中央税收格局的深层调整,两方面均需大量配套制度安排,改革进程具有长期性,短期内进展相对有限。

2. 理顺政府与市场的关系

债务问题的另一深层根源,在于地方政府在经济活动中的角色定位与行为方式。中国特色社会主义市场经济的重要优势,在于有效市场与有为政府的有机结合。然而,在当前发展阶段,这一结合的具体形式亟须与时俱进地加以调整。如果地方政府的行为模式不实现根本性转型,债务扩张的内生逻辑将难以从根本上改变。

转型的核心,是推动地方政府从生产型政府向服务型政府转变,即从以大规模举借债务支撑粗放投资、追求短期经济总量增长,转向更加注重公共服务供给质量、民生保障完善与创新驱动增长。在基础设施投资领

中国知网 https://www.cnki.net

域,亟须进一步厘清政府投资的合理边界。党的二十届三中全会明确提出,基础设施领域应向各类市场主体开放。随着我国市场发育程度的持续提升,未来应更广泛地引入民间投资参与传统基建领域,相应减少政府直接投资的比例。

此外,从源头治理的制度层面来看,优化地方官员政绩考核体系同样是不可或缺的配套举措。现行以 GDP 增长与固定资产投资为核心导向的考核体系,是激发地方政府举债冲动的重要制度诱因。推动政绩考核标准从单一的经济总量指标转向涵盖债务可持续性、民生服务质量等多维综合指标,是引导地方政府树立正确政绩观、从激励层面抑制无序举债冲动的基础性制度建设。

上述两方面改革之所以被界定为长效机制,原因在于其改革方向已形成高度共识,但制度落地却内在地要求渐进推进:无论是央地财政体制的结构性调整,还是政府与市场关系的深层重塑,均涉及复杂的利益格局与深层次的体制约束,难以在短期内实现根本性突破。然而也正因如此,长效机制的构建具有不可替代的战略价值,唯有从形成债务的体制根源处着力,才能真正实现债务风险防范化解的标本兼治。

(二)完善债务管理制度:疏堵结合的系统性改革

在长效机制建设尚需时日的现实约束下,完善近期的债务管理制度,是当前防范化解地方债务风险的主要政策着力点。党的二十届三中全会在多处涉及地方债务管理问题上,总体政策取向仍为坚持疏堵结合的系统性思路,在严格约束隐性举债的同时,积极拓宽显性举债渠道,引导地方政府融资行为向规范化转变。2014 年以来,中央持续完善“开前门、堵后门”的债务管理政策框架,但隐性举债行为屡禁不止,隐性债务规模总体仍在扩张,反映出后门管控尚未取得根本性突破。

1. 强化“堵”:遏制隐性举债的增量扩张

堵后门工作的首要前提是实现全面有效的债务监测。当前,部分地方已试行“三债统管”机制,即将显性债务、财政部门认定口径的隐性债务以及融资平台经营性债务,统一纳入政府债务监测监管体系,通过全口径管理控制新增隐性债务规模。中央提出的建立全口径债务监测监管体系,是完善债务监管的重要制度方向。

然而,监管实践表明,“堵”的有效性面临持续的规避压力。中央推动

中国知网　https://www.cnki.net

融资平台市场化转型后，部分地方政府通过“退平台”的形式宣布城投公司不再承担政府融资职能，但在许多案例中，相关主体的实质业务并未发生根本改变，仍在承接几乎不产生经营收益的公益性基建项目，仍依赖政府兜底承诺维持融资。随着监管部门明确以名称与业务属性界定融资平台范围，部分地方政府甚至通过将城投公司更名为“产业投资公司”等方式，在形式上规避监管认定，而实质融资行为并未改变。一些地方还通过“肥瘦搭配”的方式，将公益性项目与盈利性项目打包，并将其包装成商业项目，再指令城投公司承建，以此规避审计和监管。相较于传统手段，地方变相新增隐性债务的新手段，形式更为隐蔽，更难以追责，融资主体更为多元，“名单式”管理近乎失效。上述现象表明，在地方政府合理资金需求无法通过合规渠道得到充分满足的条件下，单纯依赖行政管控封堵后门，难以从根本上消除隐性举债的制度诱因，地方政府将持续寻求规避监管的变通路径。

2. 做好“疏”：拓宽并优化前门渠道

正是基于上述逻辑，“疏”与“堵”必须协同推进，二者缺一不可。地方政府的资金需求中固然包含由扭曲政绩激励所驱动的不合理需求，但也存在服务于正当发展目标的合理需求，后者理应通过完善合规的前门渠道予以满足。做好“疏”的工作，包含“开大前门”与“便利前门使用”两个相互配合的政策维度。

开大前门主要有两条路径。第一条路径是提高地方政府显性债务限额。目前，一般债券和专项债券的发行规模均受中央限额管理的严格约束，整体额度偏紧。适当提高地方政府显性举债的限额标准，有助于将更多合理的融资需求引导至成本低、期限长、透明度高的显性举债渠道，从而缓解地方政府借道城投平台举借高成本、短期限隐性债务的制度压力。第二条路径是扩大中央举债规模，通过增加国债发行并将资金以转移支付方式下达地方，由中央承担举债与偿还责任。由于中央举债空间大、融资成本低，这一路径可以有效降低地方资金压力。然而，这一方案意味着，在央地事权划分未改革的情况下，地方财力将更为依赖中央转移支付，容易诱发新的地方道德风险。因此，扩大中央举债规模，需要与加强中央事权的财政体制改革同步推进。

便利前门使用同样是改革的重要维度。实践中，部分地方反映专项债在制度设计上存在结构性缺陷：一方面，项目申报须经层层审批，审批链条

中国知网 https://www.cnki.net

长、资金管理要求严格，限制了专项债资金的使用灵活性；另一方面，更深层的问题在于，专项债项目的立项前提是具备可覆盖本息的项目收益，但真正需要政府介入的公益性项目恰恰以缺乏稳定经营收益为基本特征，而那些具备足够现金流的项目往往可以吸引社会资本参与，并不必然需要政府举债。这一内在矛盾使专项债制度的实际适用范围受到明显限制。从这一角度审视，未来的债务额度结构或应适当调整，在维持或适度压缩专项债占比的同时，给予地方政府更多的一般债额度，赋予其更大的资金使用自主权，以更好地匹配公益性支出的现实需要。

（三）完善市场约束机制

从各国实践经验来看，约束政府举债行为通常依赖两种互补的机制：规则约束与市场约束。规则约束主要通过法律规定与行政管控，对举债规模和行为设定刚性边界；市场约束则依托资本市场的价格发现机制，通过利率定价将信用风险信号传递给借贷双方，从而在市场层面自发形成对过度举债的制衡。

当前，我国约束地方政府举债的机制高度依赖规则约束，突出表现为两个特征：一是对显性债务建立严格的分级限额管理体系，中央将发债额度依次分配至省、市、县各级，额度限定很低，各地区额度使用几乎贴近限额。二是实施“省级统一代发、转贷市县使用”的体制，举债资金的实际使用与偿还主体是市、县级政府，但是实际发债主体被限定为省级政府，省以下各市、县不具备独立发债资格。由此导致借款主体与用款主体、责任承担者之间的错位，市场无从对真实的风险承担主体（市、县级政府）进行独立评估与定价。

在成熟的地方政府债券市场中，债券发行价格能精准体现各地区政府违约风险的差异，即高信用风险区域的政府融资成本相对更高，这一机制对其债务扩张需求形成了有效制约。诸如美国、德国等国家，其发达的地方政府债券市场通过市场价格信号，及时呈现并反馈不同地方政府的举债风险，从而强化了市场约束机制的作用。然而，我国地方政府债券的发行利率普遍偏低，与国债利率的差异极为有限，各地财政状况差异悬殊却未在债券定价中得到合理体现（如图 9 所示），地方政府债券定价存在“国债化”的倾向，这表明债券市场目前几乎未能对地方政府的差异化信用风险形成有效甄别与定价约束，市场纪律在地方政府举债领域实际上处于缺位

中国知网　https://www.cnki.net

状态。产生这一问题的制度根源就是“省级统一代发、转贷市县使用”的体制，导致各地区信用混同。

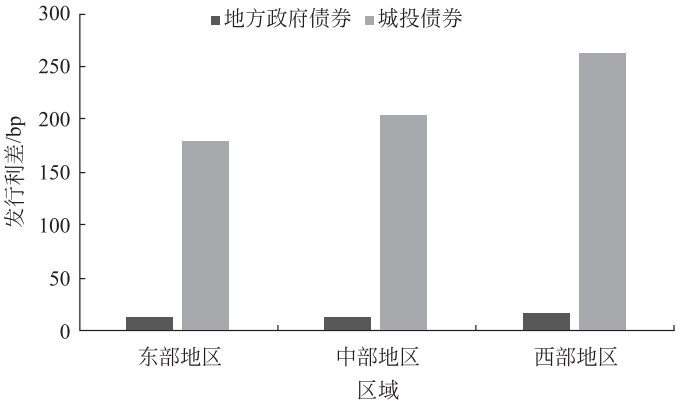


图 9 地方政府债券和城投债券的发行利差

数据来源：企业预警通数据库。

要充分发挥市场约束在地方债务治理中的积极作用，一个重要的制度改进方向是有序推进举债权限的适度下放，至少应先行探索赋予市级政府独立发债资格。通过明确市级政府作为独立举债与偿债的法律责任主体，可为资本市场提供对不同市级政府进行差异化信用评估的制度前提。在此基础上，市场能够依据各地财政实力、债务负担与偿债能力，对其发行的债券进行差异化定价，使举债成本真实反映地方信用风险。这一价格信号机制将引导资本自发流向财政基础较为稳健、债务资金配置效率较高的地区，实现市场机制与行政规则的协同约束，从而在更广泛的层面上提升地方政府举债行为的规范性与可持续性。

五、结论

本文围绕中国地方政府债务问题，从实践事实、理论机制与治理路径三个层面展开了系统性分析。综合全文的讨论，可以得出以下几方面核心结论。

（一）地方债务是政府与市场特定互动机制下的内生产物

中国地方政府债务问题，从根本上是政府与市场特定互动机制下的内

中国知网 https://www.cnki.net

生产物，而非单纯的财政管理问题。四大结构性特征，即政府债务规模持续扩张、地方债务占比畸高、隐性债务规模庞大、举债资金高度集中于基础设施投资，共同植根于我国独特的央地财政体制与政府主导型经济增长模式。在事权下沉与财力上收的非对称格局下，地方政府面临系统性的资金缺口；在以 GDP 与投资为核心导向的政治激励下，地方政府具有主动扩张举债的内生冲动；在土地资产可抵押、金融资源可干预的制度条件下，地方政府又具备持续举债的客观能力。三重因素相互叠加，共同构成了地方债务持续扩张的制度性根基。

这一格局揭示出政府主导型增长模式的内在张力：政府对资源配置的深度介入，在弥补市场失灵、加速基础设施积累方面发挥了重要作用，但同时也产生了对私人部门的挤出效应、软预算约束所引发的道德风险，以及财政－金融风险交织的系统性脆弱性。

（二）地方债务的经济效应具有阶段依赖性

地方债务的经济效应并非一成不变，而是高度依赖于所处的发展阶段与投资收益结构。在城镇化快速推进、基础设施供给严重短缺的早中期发展阶段，政府举债支撑公共投资兼具短期稳定经济与长期促进增长的双重正向效应，是弥补市场失灵、加速资本积累的有效手段。然而，随着发展阶段的跃迁，同一模式的效益边界正在系统性收窄：基建投资边际回报递减使债务形成资产的偿债逻辑趋于脆弱；挤出效应的持续累积压制了民营经济与创新活动的活力；债务规模的累积存在向系统性金融风险演化的传导路径。当增长模式的内在逻辑未能随发展阶段的转变而及时调整时，债务风险便具有了结构性而非周期性的特征。

这一阶段依赖性揭示出一个重要的政策启示：对政府举债效应的评估，既不能脱离发展阶段简单套用“债务即有害”的自由主义教条，也不能固守“投资即增长”的凯恩斯主义逻辑而忽视边际效应的递减规律。中国当前所处的发展转型节点，要求财政政策作出更为精准的动态调整，将举债重心从规模扩张转向结构优化，从投资驱动转向效率导向。

（三）债务治理的核心是设计合理的政府激励以优化举债行为

从底层治理逻辑来看，地方债务风险的根本性化解，最终指向对政府角色的重新校准和激励机制的重新设计，而非仅仅依赖财务技术层面的债

中国知网　https://www.cnki.net

务重组或额度管控。当前的治理框架虽在制度建设上取得了一定进展，但仍有若干深层矛盾尚待破解。

其一，“疏堵结合”的债务管理逻辑已基本确立，但疏与堵之间的制度平衡尚未实现。在合规举债渠道供给不足的条件下，单纯强化后门管控只能驱使地方政府持续寻找新的规避路径，行政管控的实效因此大打折扣。只有将前门的实质性扩大与后门的有效封堵同步推进，并辅以对地方政府合理资金需求的制度性回应，疏堵结合才能真正形成合力。

其二，规则约束与市场约束之间的失衡，是当前债务治理机制的重要结构性缺陷。政府债券定价的国债化倾向，表明市场机制尚未在地方债务领域发挥应有的约束功能。引入真正意义上的市场约束，即举债权限的适度下放、独立信用评级体系的建立与完善，以及违约风险的合理市场化定价，是补齐现行治理框架短板的关键步骤。市场约束与规则约束的协同，有助于形成多层次、可自我强化的债务约束体系。

其三，长效机制的建立终究有赖于更深层次的体制变革。财税体制改革所要求的央地财力—事权匹配，以及政府职能转型所要求的从生产型政府到服务型政府的角色重塑，是从根本上改变地方政府举债行为逻辑的制度前提。在此意义上，地方债务问题的终极解决方案，并不仅仅是一个财政政策问题，更是一个涉及国家治理体系深层结构的制度改革命题。

（四）更广泛的理论启示

从更宏观的理论视野来看，中国地方政府债务的演进历程，为理解发展中国家政府如何参与市场、重塑市场提供了具有重要价值的研究案例。它揭示出政府主导型发展模式的内在逻辑：在市场发育不完善、制度环境不健全的初期发展阶段，政府对资源配置的主动介入往往具有一定的合理性，能够有效克服协调失败与市场失灵；然而，随着市场机制的逐步成熟与发展阶段的持续演进，政府的激励机制应及时调整，否则其产生的制度扭曲成本将超过其带来的效率收益，并通过债务积累的形式将这一成本延迟显现。

这一逻辑在公共选择理论的框架下同样获得印证：政府官员并非无私的社会福利最大化者，而是在特定制度激励下追求自身目标的理性行为主体。软预算约束的存在、官员任期制度的短期化效应、政治激励与财政纪律之间的结构性冲突，共同构成了政府失灵在债务领域的具体制度表现。

中国知网 https://www.cnki.net

因此，有效的债务治理框架，既需要通过激励相容的制度设计约束政府的机会主义行为，又需要借助市场机制的价格信号弥补行政监管在信息获取与执行动力上的不足，二者缺一不可。

就中国而言，地方债务问题所揭示的深层矛盾，本质上是如何在中国的政治经济制度框架内，构建出兼顾效率与可持续性的公共财政秩序。这不仅是当代中国经济治理面临的核心命题，也为政府与市场经济学理论研究提供了重要的现实参照。

参考文献

刘尚希，石英华，武靖州. 2017. 制度主义公共债务管理模式的失灵——基于公共风险视角的反思[J]. 管理世界，(1)：5-16.

刘守英，王志锋，张维凡，等. 2020. “以地谋发展”模式的衰竭——基于门槛回归模型的实证研究[J]. 管理世界，36(6)：80-92，119.

马海涛，吕强. 2004. 我国地方政府债务风险问题研究[J]. 财贸经济，(2)：12-17.

毛捷. 2023. 混合公债与地方债务风险化解[J]. 财政科学，(9)：12-26.

王永钦，戴芸，包特. 2015. 财政分权下的地方政府债券设计：不同发行方式与最优信息准确度[J]. 经济研究，50(11)：65-78.

张晓晶，刘学良，王佳. 2019. 债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越[J]. 经济研究，54(6)：4-21.

Blanchard O. 2019. Public debt and low interest rates[J]. American Economic Review，109(4)：1197-1229.

Chang J，Wang Y H，Xiong W. 2025. Taming cycles：China’s growth targets and macroeconomic management[J]. Brookings Papers on Economic Activity，2025(1)：1-51.

Hansen G D，İmrohoroğlu S. 2016. Fiscal reform and government debt in Japan：a neoclassical perspective[J]. Review of Economic Dynamics，21：201-224.

Reinhart C M，Rogoff K S. 2010. Growth in a time of debt[J]. American Economic Review，100(2)：573-578.

中国知网　https://www.cnki.net

Local Government Debt in China: Why Did It Emerge, How Should It Be Governed

MA Guangrong XU Aijing

(School of Finance, Renmin University of China)

Abstract: The sustained expansion of local government debt in China is a key issue for understanding contemporary Chinese economic governance. Local government borrowing in China exhibits several distinctive characteristics that set it apart from those in Western countries: continuous debt expansion, a share of local debt far exceeding that of central government debt, the coexistence of explicit and implicit liabilities, and a high concentration of fund allocation in investment-oriented expenditures. This pattern is embedded in China's unique development model—where local governments deeply participate in and even lead economic growth—and has taken shape during the specific stage of rapid urbanization. Behind it lies a series of institutional arrangements with Chinese characteristics: the asymmetric distribution of fiscal authority between central and local governments, combined with growth pressures on local officials, creates endogenous incentives for borrowing; the unique land system and the government's de facto influence over financial resources grant local governments the objective capacity to mobilize funds on a large scale; and against the backdrop of sustained insufficient domestic demand, the "localized" implementation model of fiscal policy, which relies on subnational execution, further drives the accumulation of debt at the local level. The economic impact of local debt is notably phase-dependent. During periods of rapid urbanization, debt-financed public investment served a dual purpose: stabilizing the economy in the short term and fostering long-term growth. However, as the marginal returns on infrastructure investment diminish, crowding-out effects accumulate, and fiscal and financial risks become increasingly

中国知网 https://www.cnki.net

intertwined, the negative effects have become more pronounced in the current stage of development. Addressing the local debt issue fundamentally requires not only improving the debt management framework of "opening the front door and blocking the back door" but, more critically, promoting institutional realignment that aligns incentives. The core of this effort lies in rationalizing central-local fiscal relations and transforming government functions to establish a long-term mechanism. This is not only central to China's current fiscal governance but also provides an important real-world reference for research on the Government and Economics.

Keywords: local government debt; borrowing incentives; implicit debt; soft budget constraint; debt governance

中国知网　https://www.cnki.net