

开“前门”是否有助堵“后门”？ ——地方政府专项债务发行对隐性债务举借的影响

孟源祎 聂卓 马光荣 赵耀红

近年来，我国地方公共债务规模快速增长。地方公共债务累积在起到稳经济和稳就业作用的同时，也引发了关于金融风险的担忧。党的二十届三中全会提出，要“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”。由于显性债务纳入预算并实施限额管理，风险相对可控，因而当前地方债务风险主要来自持续增长的隐性债务。研究如何控制地方政府隐性债务无序扩张，对防范化解地方公共债务风险具有重要意义。

在新《预算法》框架下，中央希望通过在专项债务上“开前门”满足地方合理融资需求，从而减少不规范的隐性债务举借。那么，专项债务发行是否确实减少了地方隐性债务的扩张？已有文献探讨了地方政府隐性债务置换对城投债券发行的影响，发现债务置换有助于减少借新还旧用途的城投债发行，但同时也可能通过强化城投债背后的“隐性担保”预期，刺激基建用途的城投债扩张。然而，置换债券的功能在于降低存量隐性债务的风险，如要从根本上降低新隐性债务举借激励，还需通过新增专项债券满足地方资本性支出的融资需求。因此，研究新增专项债发行如何影响隐性债务融资，对建立防范化解隐性债务风险长效机制具有政策意义。

理论上，新增专项债可能对隐性债务规模存在三方面效应。一是替代效应。从用途上看，2015年新《预算法》规定专项债必须用于资本性支出，而以融资平台债务为代表的隐性债务也主要用于市政基础设施、产业园区建设等投资支出。考虑到专项债务融资成本大大低于隐性债务融资，地方政府有激励使用专项债务来替代高成

本的隐性债务。现实中，地方政府几乎顶格使用中央分配的专项债务限额。二是配套效应。在限额管理下，专项债券额度通常不会覆盖对应项目的全部投资，地方政府需要寻找资金进行配套。在项目定位上，专项债大多用于收益偏低的公益、准公益项目，因此难以吸引追求利润的社会资本进入；地方政府自身在财力紧张的情况下，也难以在预算内安排足够的项目资本金。因此，地方政府依赖融资平台举债进行配套，推高隐性债务融资需求。三是隐性担保效应。由于地方政府专项债券发行得到了上级政府的批准，市场可能将其发行视为上级支持和救助的信号。这一机制可能导致隐性债务的发行利率下降、发行规模扩张。现实中地方政府专项债务发行究竟如何影响隐性债务，取决于上述三方面机制的共同作用：当替代效应的作用大于配套效应与隐性担保效应的共同作用时，专项债务发行对隐性债务规模的总体影响将是负向的，反之则为正向。

本文使用 2017—2022 年城市、融资平台以及债券层面的数据，实证检验了专项债务增加对隐性债务规模的影响。为解决专项债额度分配的内生性问题，本文结合专项债各投向领域的结构分布与地级市各领域投融资需求，为地级市新增专项债务规模构造了偏移一份额工具变量。研究发现，地级市层面新增专项债务的增加降低了隐性债务的融资规模。估计结果显示，地方政府新增专项债每增加 1 元，新增隐性债务会减少 0.72 元。这一结果表明，总体上新增专项债务对隐性债务起到了较强的替代作用，但仍存在其他机制抵消了部分替代效应。进一步分析显示，融资平台承接专项债项目会导致自身举借的有息债务规模扩张、利率升高。这一结果与“隐性担保效应”的预测不符，而与“配套效应”的预测一致，表明新增专项债的配套融资需求为地方政府增加隐性债务举借提供了激励，从而削弱了其对隐性债务的替代作用。与此同时，平台承接专项债项目会使得同一城市内其他平台的有息债务规模下降，说明城市层面新增专项债对隐性债务的替代效应主要体现在平台之间的举债替代。

基于上述结论，本文提出以下政策建议。

第一，继续加大为地方政府举债“开前门”的力度，满足地方政府合理举债需求。本文研究发现，允许地方政府发行债券满足合理融资需求，能够减少隐性债务举借，从而为“堵后门”创造条件。建议根据宏观经济运行需要，适时适当增加新增专项债限额，扩大资金投向领域，允许用于投资的专项资金跨年使用，减少债务资金闲置，更好发挥专项债券的作用。

第二，完善专项债项目配套融资管理，避免产生新增隐性债务。本文的发现表明，承担专项债项目的融资平台会由于“配套效应”而产生更多的债务融资需求，进而导致地方隐性债务规模扩张。当前配套融资政策缺乏切实可行的审核标准，容易使缺乏专项收入的项目获得市场化融资，导致隐性债务扩张。因此，要提高财政自有资金落实率，降低地方配套资金压力；同时，严格审查项目收益预测，甄别稳定长期收益，避免包装项目违规获取融资。

第三，坚决“关好后门”，强化融资平台治理。融资平台仍承担为地方政府融资的功能，是隐性债务产生的重要原因。因此，需要持续强化对融资平台违法违规举债的治理，坚决“关好后门”。具体而言，首先，切实推动融资平台市场化转型，切断地方政府与平台之间的关联，使其成为自负盈亏的主体；其次，加强违规举债问责，对新增隐性债务和化债不实等行为严肃追责，推动隐性债务问责常态化。

双向奔赴：地级市专项债投资与省级五年规划

吴 敏 冯 帆 毛 捷 柏金春

地方政府专项债作为积极财政政策发挥效用的重要工具，不仅为基础设施建设和民生项目提供了稳定资金支撑，更成为对冲经济下行压力、服务国家重大战略的重要抓手，在强基础、补短板、惠