

## 风险传导视角下的地方政府隐性债务问题探究

东方金诚：冯琳 税海舟 刘暮菡 丛晓莉

习近平总书记在党的二十大报告中指出，国家安全是民族复兴的根基，要以经济安全为基础，建设更高水平的平安中国，以新安全格局保障新发展格局。金融是现代经济的核心，引导着资金流向，是国家资源配置和宏观调控的重要治理工具。金融安全是经济安全实现的重要基础和载体，也是国家安全的重要组成部分。以更加主动的态度应对风险隐患，切实维护经济金融安全和社会和谐稳定，是贯彻二十大会议精神的一项紧迫任务，也是坚决打好防范化解重大风险攻坚战中的题中之义。

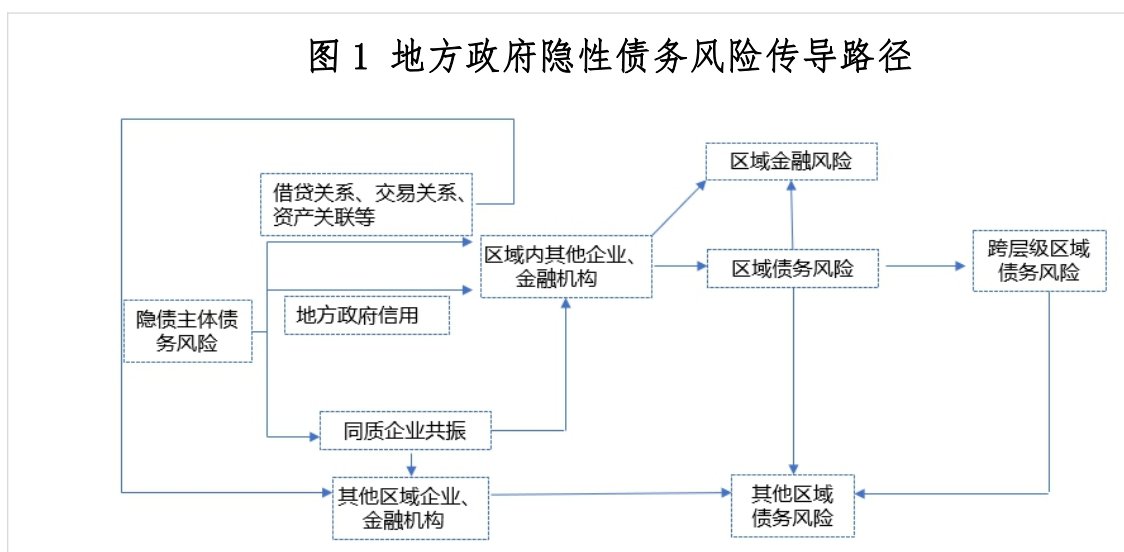
改革开放四十多年来，地方政府债务伴随着我国经济发展而逐渐积累形成。隐性债务存量规模巨大，产生方式隐蔽且多样化，本身就具有很大的化解难度，更重要的是，隐性债务风险具有很强的传染性，在风险暴露过程中极易带来跨主体、跨部门、跨层级、跨区域的传导，甚至引发系统性风险，因此，地方政府隐性债务风险被视为可能引发我国系统性金融风险的“灰犀牛”之一，容易引发系统性财政金融风险，阻碍我国经济的积极发展变革。

深刻理解地方政府隐性债务风险的传导路径和风险放

大因素，进而建立并完善更具针对性的风险防控和传导阻断机制，对防范系统性风险，维护总体国家安全具有重要意义，同时也有助于深化供给侧结构性改革、推进我国经济向高质量发展阶段转变。

## 一、 地方政府隐性债务风险的传导路径

地方政府隐性债务风险的溢出和蔓延具有复杂且多线程的特征。即当融资平台等隐性债务主体发生风险暴露时，会传导至区域内其他企业和金融机构，引发区域债务风险和金融风险，进而波及同质区域和上级区域，造成风险的跨区域和跨层级，其基本的传导路径如下图所示：



资料来源：东方金诚

具体而言，地方政府隐性债务风险的传导路径可以拆解为五条，分别是个体传导（企业→企业）、区域传导（企业→区域）、跨部门传导（企业部门→金融部门）、跨层级传导（下级区域→上级区域）和跨区域传导（区域→区域），

这五条路径排布于不同的层次但有所交叉，影响范围逐层扩大。

### （一）个体传导（企业→企业）

一般而言，当个体企业发生债务风险暴露时，其风险会向其他企业外溢。溢出方式主要有四：一是通过股权关系或共同控制人产生的传导，如当母公司陷入财务困境时，可能会处置子公司股权，给子公司造成经营困难。二是沿着产业链向上下游相关企业的传导，主要影响包括需求下降、资产减值损失、坏账等。三是通过同质企业共振引发的传导，包括同行业企业、同区域企业以及具有相似股权结构、商业模式和财务特征的企业等。四是通过担保链发生的传导，即当被担保企业无力清偿债务时，担保企业的担保责任会转变为真实负债，造成利润侵蚀——由于典型的担保链延续方式即为同区域企业、同行业企业、上下游企业、集团子母公司和关联企业等，这会导致不同溢出方式的叠加，进而对个体风险的外溢产生催化和撮合作用。

### （二）区域传导（企业→区域）

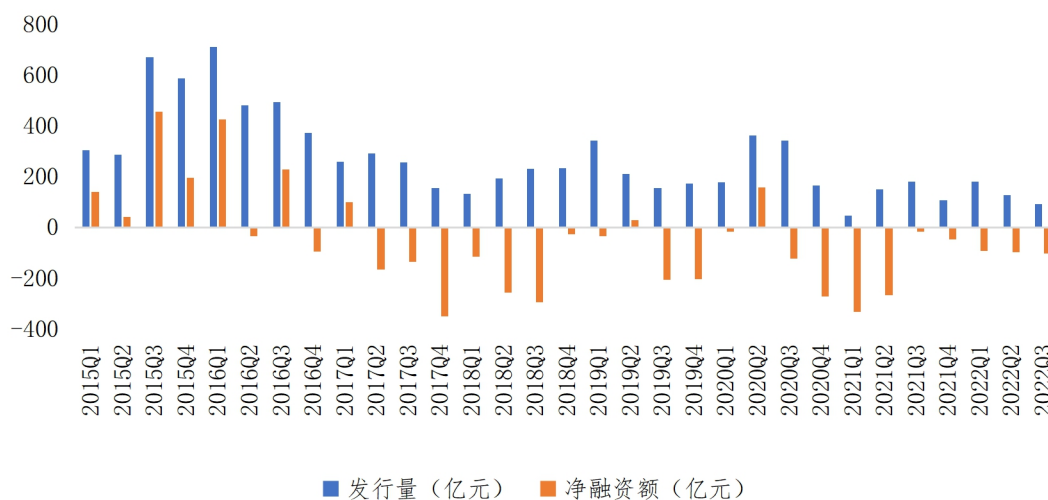
个体企业债务风险会通过引发同区域企业共振而在区域内扩散蔓延，这是风险“企业→区域”传导的一般路径。对于融资平台等隐债主体而言，债务风险的区域传导方式并不限于此。由于隐债主体存在预算软约束，其举债部分遵从于地方政府意志，且参与项目多为棚改、基建等地方重大民

生类项目，因此，市场相信当此类主体面临债务危机时，地方政府出于维稳考虑，有较强的意愿加以干预并协助其化解风险——这也是市场城投信仰和国企信仰的支撑。一旦这一信仰落空，即地方政府“放任”隐债主体债务风险暴露，会被市场直接归结为地方政府财政实力差且金融资源调配能力弱，由此便会波及区域内其他国有企业的再融资，导致区域整体信用环境恶化。

**东特钢违约事件是个体债务风险扩大为区域再融资风险的典型案例。**2016年3月，东北特殊钢铁集团有限责任公司（简称“东特钢”）发行的“15东特钢CP001”未能按期足额偿付，成为我国债券市场上首个发生实质性违约的地方国企，这给其所在的辽宁省信用债发行造成了剧烈且持续的负面影响。

我们统计了2016年1-6月辽宁省信用债取消发行情况，可以看到，东特钢违约后辽宁省债券取消发行数量显著增加，由2016年一季度的1只增加到第二季度的13只。与此相对应，2016年二季度，辽宁省信用债发行量锐减，净融资转负，且此后该省信用债发行和净融资始终未能恢复到违约事件前的水平。

图2 辽宁省信用债发行量和净融资情况



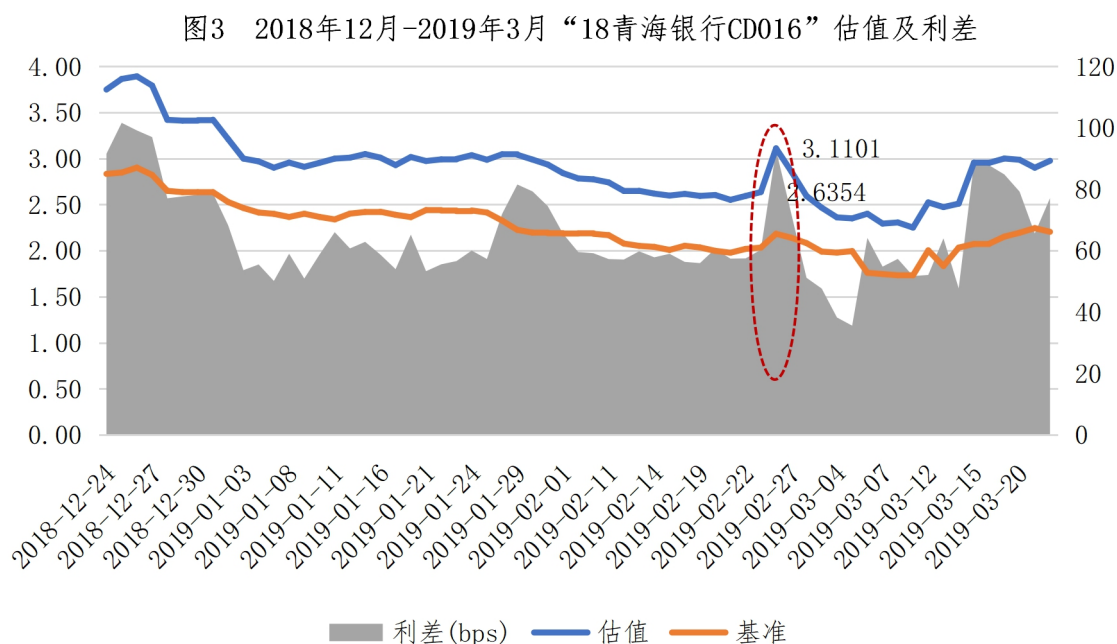
数据来源：Wind，东方金诚

### （三）跨部门传导（企业部门→金融部门）

隐性债务的债权人是金融机构，故其在发生时就与金融机构和金融市场之间产生紧密关联。金融机构对地方政府呈现出关联度高、透明度低的“软约束”关系，偏好向具有地方政府隐性担保的融资平台等隐债主体提供融资，同时作为法定债务的政府债券也多被商业银行持有，这就导致财政金融化趋势以及地方政府债务风险和金融风险的互溢。这在个别违约事件带来的后续反应中已有所体现。

例如，青海省投技术性违约事件就对青海省银行债券的估值造成影响。2019年2月，青海省投资集团有限公司（简称“青海省投”）发行的“18青投PPN001”发生技术性违约，其后其他债务发生实质性违约。青海省投作为青海省重要的国有企业，其风险事件随即对青海省银行发行的同业存单估值造成一定影响。以青海银行为例，青海省投技术性违

约事件发生次日，尚处于存续期的“18青海银行CD016”中债估值较前一日上浮47bps，利差扩大32bps。



数据来源：Wind，东方金诚

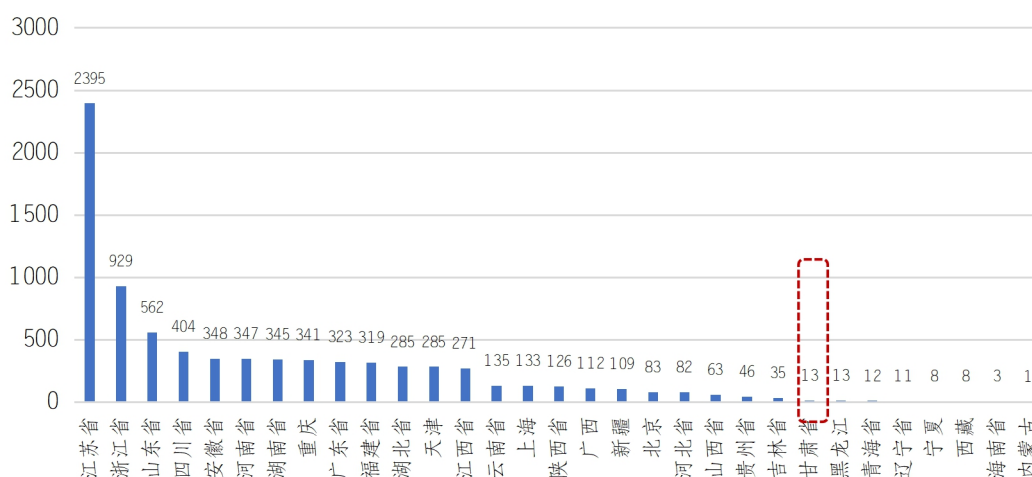
#### （四）跨层级传导（下级区域→上级区域）

当行政层级较低的政府发生隐性债务风险事件时，其债务风险有可能向上级政府的财政风险转化，造成隐债风险的跨层级传染。尤其是在当前发债城投行政层级不断下沉的过程中，区县级城投平台的融资需求持续加大，对应地方政府的债务问题更加突出，这一债务负担层级低端化的趋势会加速地方政府债务风险的层级传导。一旦低层级政府债务负担加剧或风险事件发生，很容易冲击其上级政府的安全信仰，导致债务风险跨层级扩散并加大波及范围。

兰州城投信用风险事件就是典型的跨层级传导案例。自2021年起，兰州城投及其母公司兰州建投不断发生非标逾期、

贷款展期等负面事件，评级机构陆续调低甚至取消相关主体评级。受此影响，兰州城投和兰州建投自 2021 年 11 月起再无新债发行，债务滚续和流动性压力进一步上升。2022 年 8 月，兰州城投发生技术性违约。在兰州城投信用风险暴露过程中，兰州市和甘肃省的信用环境均受到较大波及。从城投债发行情况来看，2021 年 9 月-2022 年 8 月，兰州市新发城投债仅 6 亿元，甘肃省仅 13 亿元，且净融资持续为负。

图4 2021年9月-2022年8月末各省市城投债发行情况



数据来源：Wind，东方金诚

### （五）跨区域传导（区域→区域）

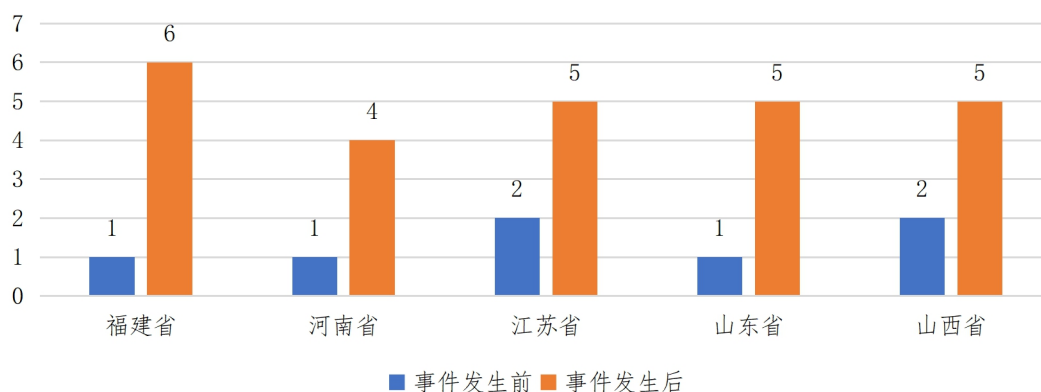
由于信息不对称甚至信息扭曲的存在，当个体企业发生风险事件时，会带来市场对相同类型主体信任度的恐慌性下降，进而通过这些同质化主体将风险向其他区域扩散。对于融资平台等隐债主体而言，债务风险的跨区域传导方式亦不限于此。由于地方政府隐性债务直接指向政府信用，且隐性债务的来源具有复杂性和隐蔽性的特征，市场往往难以根据



当地的经济财政水平准确判断各区域是否已经过度举债，进而判断地方政府对当地国有企业的支持能力。因此，当某个隐债主体债务风险暴露并波及所在区域时，往往也会影响市场对经济、财政、金融特征相似的其他区域债务风险的判断，造成风险在更大范围上的跨区域扩散。

永煤违约事件即为同质主体和区域风险共振带来风险跨区域扩散的典型案列。2020年11月，永煤控股发行的“20永煤SCP003”发生实质性违约。作为河南省大型地方国企，永煤的超预期违约对信用债市场造成剧烈冲击：（1）国企债券遭到恐慌式的抛售，二级市场价格大幅波动；（2）一级市场大量债券取消发行，永煤所属的煤炭行业受波及最为明显；（3）河南省内融资平台、地方国企以及以煤炭为支柱产业的山西省都受到较大影响。

图5 2020.11.02-2020.11.16期间永煤违约事件前后部分省份信用债取消发行支数变化



数据来源：Wind，东方金诚

## 二、 地方政府隐性债务风险的传导驱动和风险放大因素



对地方政府隐性债务风险传导的分析需要关注两个问题。一是风险传导的路径，二是推动风险传导并影响风险放大的因素，这些因素也是地方政府隐性债务风险传导机制的重要组成部分。我们分析认为，主要有以下三个方面。

**一是地方政府、隐债主体和金融机构之间的利益联动。**从隐性债务的产生方式来看，一方面，由于融资平台等隐债主体本质上是为政府融资，地方政府为了提升其融资能力，会通过财政注资、划拨资产或向金融机构出具承诺函等方式，使其能够从金融机构和债券市场获得更多的授信限额和发债额度。同时，土地财政下，隐性债务项目也多以土地资产收入作为抵押品和还款来源。另一方面，金融机构，尤其是城商行和农商行等区域性金融机构，其重要股东往往有当地政府性机构，地方政府对区域内的资金融通行为可进行干预，且金融机构也有向隐债主体提供融资以换取地方政府在政策等方面扶持的动机，从而进一步加剧融资体制的扭曲。

这种地方政府、隐债主体和金融机构之间的利益联动，导致了隐性债务的快速积累，令其存量化解成为隐性债务问题的最大风险，同时也造成了隐债主体与地方政府的深度关联以及隐性债务风险与金融风险的交织，成为隐性债务风险向区域财政风险和金融风险传导的重要推动因素。一旦隐债主体因资金链断裂而出现偿付风险，会快速向地方政府的资产负债表蔓延，并通过与金融机构之间的资金融通关系实现

风险的跨部门传染。这种情况下，金融机构往往会采取抽贷、抛售债券等方式及时止损，这会进一步加速隐性债务风险的暴露，从而形成风险在隐债主体、地方政府和金融机构之间的交叉传染和放大效应。

**二是隐性债务由政府信用兜底的市场信仰。**2015年实施的新预算法提出将融资平台债务剥离政府债务范围，此后隐性债务管理的大思路是“中央不救助，政府不兜底”，即要坚决打消地方政府认为中央政府会“买单”的“幻觉”，坚决打消金融机构认为政府会兜底的“幻觉”。但因前文所提到的地方政府和隐债主体之间的利益联动和深度关联，同时考虑到我国政治体制的特殊性，市场并未真正的将隐性债务和地方政府债务以及地方政府债务和中央政府割裂对待，对于隐性债务的政府信用兜底仍存“幻觉”。这种“幻觉”会导致个体性的隐性债务风险暴露很容易冲击地方政府债务的安全信仰，从而加快隐债主体的债务风险向地方政府资产负债表和区域性债务风险蔓延的速度。

**三是信息不对称导致的“羊群效应”。**由于地方政府缺乏与金融机构和金融市场的有效沟通机制，加之隐债主体信息披露质量不佳，因而存在信息不对称甚至信息扭曲问题。金融机构因不愿支付过高的信息收集和处理成本，一旦受到负面事件冲击，很容易在行为上跟随其他金融机构或金融市场投资者，产生“羊群效应”。这就导致，个体性的隐性债

务风险暴露会因为市场恐慌情绪和群体行为而被过度放大，从而向区域性债务风险演变，并加速风险的跨区域传导。

### 三、 阻断地方政府隐性债务风险传导的对策建议

党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央统筹兼顾，在危机中育先机、于变局中开新局，战胜一个又一个挑战，其中一个重要的原因就是办好了发展和安全两件大事。习近平总书记在二十大报告中强调，**要确定稳中求进工作总基调，统筹发展和安全**。我们谈防范化解金融风险，首先也应当正确认识发展与安全的辩证关系。发展是党执政兴国的第一要务，这个发展是安全发展、高质量发展，是满足人民美好生活需要的发展。安全是发展的前提，发展就是最大的安全，这是我们在应对风险挑战的丰富实践中形成的深刻认识，也是有效防范化解系统性金融风险的必然逻辑。

面对地方政府隐性债务风险，不能因噎废食，忽略否认融资平台在促进国家基础设施建设等方面的积极作用，而应通过制度性、流程性和技术性的安排，对相关风险进行有效的防范化解。这一方面需要关注政府信用背书信仰导致的隐性债务风险显性化的问题，另一方面需要密切防范由于隐债主体、地方政府和金融机构及金融市场的密切关联而带来的风险传染和蔓延，这就需要建立涵盖“风险预防→风险发现→风险协同管理→风险处置”全流程的隐性债务风险传导阻断机制。

## （一）风险预防：多渠道化解存量债务风险，严控新增债务

阻断风险传导的第一步是将风险点掐灭在源头，对于隐性债务风险而言，应当是因地制宜积极化解存量债务，严控新增债务，避免因债务进一步扩张而积累更大的风险。严控新增隐性债务，既需要地方政府完善预算管理体系，规范融资行为，避免通过资产划拨、偿债背书等方式提升融资平台金融势能，为其举债提供支持，同时也需要金融机构打破对隐性债务政府兜底的信仰，避免向融资平台等地方国企过度融资。在存量隐债化解的过程中，需要根据可能造成的风险传播力度分层次进行，避免因为激进化债而主动刺破风险。对于潜在风险传染性较大的债务主体，在化解上可能需要当地政府进行适当协调，即使无法运用财政资金进行直接支持，也可通过债务重组或转化来合理疏导和释放信用风险。

近年来，监管部门已从“开正门”和“堵后门”两个方面出台多项措施，助力防范化解隐性债务风险。一方面，不断增加地方政府债的发行，同时创新再融资债募集资金用途以助力隐性债务化解。另一方面，对融资平台债券、信贷和非标等多种融资监管均呈现适度收紧的态势，持续加强对融资平台融资行为的规范管理。例如，2016年9月，上交所通过窗口指导提高了类平台发行公司债的门槛，由“双50%”调整为“单50%”；2021年后，交易所将融资平台划分为

红黄绿三档，对部分区域融资平台融资进行一定程度限制等。系列政策组合拳推出后，近年城投债发行增速持续放缓，城投债务扩张速度得到有效控制。

推进隐性债务“化存量、控增量”，还需要加速财政体制改革予以配合。核心是明确划分中央政府和地方各级政府的事权，形成稳定的各级政府事权、支出责任和财力相适应的制度，解决当前省以下财政事权和支出责任划分不尽合理的问题，避免由于上下级政府间的责任推诿而导致基层政府财政负担加重、债务缺口放大，进而从根源上杜绝基层政府增加隐性债务的动机。

## （二）风险发现：更好发挥信用评级机构作用，建立多方联动的风险发现和上报机制

个体风险发现的第一责任主体应当为企业，但企业在自身风险揭示方面缺乏独立性。因此，有效的风险发现和上报机制需要企业、金融机构、地方政府、金融监管部门和第三方中介机构之间的有效联动。

首先，地方政府应加快建立健全地方国有企业债务风险监测预警机制，完善重点债务风险指标监测台账，充分利用信息化等手段加强对各级企业债务风险的动态监测。2021年3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，其中提到，各地可参照中央企业债务风险量化评估体系，结合地方实际情况，探索建立地方国有企业

债务风险量化评估机制，综合债务水平、负债结构、盈利能力、现金保障、资产质量和隐性债务等，对企业债务风险进行精准识别。

其次，为提升风险揭示的独立性，解决信息不对称问题，应当更好发挥信用评级机构“看门人”的作用。信用评级机构作为债券市场的“看门人”，是相对发行企业和投资者更加独立的金融中介机构，在揭示风险、解决信息不对称等方面“在其位”、有其优势，因而应当更好“谋其职”。一方面，信用评级机构可以建立各地方政府主体信用和企业主体信用的跟踪监测机制，在根据披露信息动态评价地方政府和企业偿债能力的同时，密切跟踪各类舆情、市场信息和债券市场价格波动。另一方面，信用评级机构应主动畅通与金融监管机构和地方政府的交流渠道，一旦发现风险异动，应及时向金融监管部门和地方政府上报，助力监管机构和地方政府实现风险的“早识别、早预警、早应对”。

### **（三）风险协同管理：搭建跨部门、跨层级、跨区域的风险联防联控机制**

地方政府隐性债务风险具有跨部门、跨层级、跨区域传导的可能性，为阻断传导基础，应当建立跨部门（地方政府与金融市场和金融监管部门）、跨层级（上下级政府）、跨区域（地区间地方政府）的信息共享平台和风险协同管理机制。

其一，考虑到信息不对称是造成投资者恐慌情绪并助推风险传导的重要原因，因此，地方政府应建立与金融市场参与者之间的信息共享平台和日常交流机制，做好信息披露和市场沟通。具体来说，一方面应加强对地方经济、财政、金融等相关信息的对外披露，保证信息披露的及时性和有效性，同时应指导区域内企业强化信息披露质量，向市场参与各方传递地方政府和企业债务的真实状况，避免因信息不对称或信息扭曲而遭遇“无辜牵连”；另一方面，地方政府可以通过聘用信用评级机构、投行等金融中介机构，获得债务风险预警和风险管理方面的专业支持。

另一方面，应加强地方政府和金融监管机构、上下级政府和各地区政府之间的信息联动和风险联防联控。这在帮助地方政府拓宽信息获取渠道的同时，也能更好地畅通风险信息的共享和上报机制——即当企业或金融中介机构向地方政府揭示风险后，地方政府可以通过联防联控机制及时将风险信息分享给金融监管部门、上级政府和其他地方政府，实现风险的多维度、多层次上报，为协同应对风险、有效阻断风险传导赢得时间。

**（四）风险处置：健全债务危机处置机制，阻断风险的进一步扩散。**

当隐性债务主体发生风险暴露后，市场情绪推动下的风险传导难以避免。此时，地方政府应尽快采取措施阻断风险



的进一步扩散，应对的关键有二：一是建立健全债务危机处置机制，当个体风险暴露时，尽快通过债务重组、行政改革等方式化解风险主体债务危机；二是通过召开投资者恳谈会、承诺力保区域内债券兑付、设立信用保障基金或风险缓释基金等举措，快速重塑市场信心，避免因市场悲观情绪发酵导致的风险无序蔓延。在这个过程中，金融监管部门可以发挥两方面作用。一是为各方搭建交流平台，畅通交流渠道，助力地方政府与金融机构之间的沟通和协商；二是通过加强投资者教育，完善投资者保护，降低负面冲击后的“羊群效应”对隐性债务风险传导的推动和放大效应，逐步培育市场理性。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。