

No. 2608

研究报告

IMI

中央加杠杆：化解 风险还是转移风险

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

中央加杠杆：化解风险还是转移风险¹

一、引言

近年来，央地的债务结构正发生重要转变，稳增长、化风险、保民生的部分压力，正在更多地向中央财政转移，形成“中央加杠杆”的倾向。2026年3月，财政部提请全国人大审查《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的报告》（以下简称《预算报告》），报告显示，2026年拟新增政府债务11.89万亿元，其中中央财政举借国债合计6.69万亿元、地方财政举借地方政府债券合计5.2万亿元，中央在新增政府债务中的占比约为56.3%，明显高于地方的43.7%。此外，报告明确提出，全国财政的“赤字增量全部列在中央”。

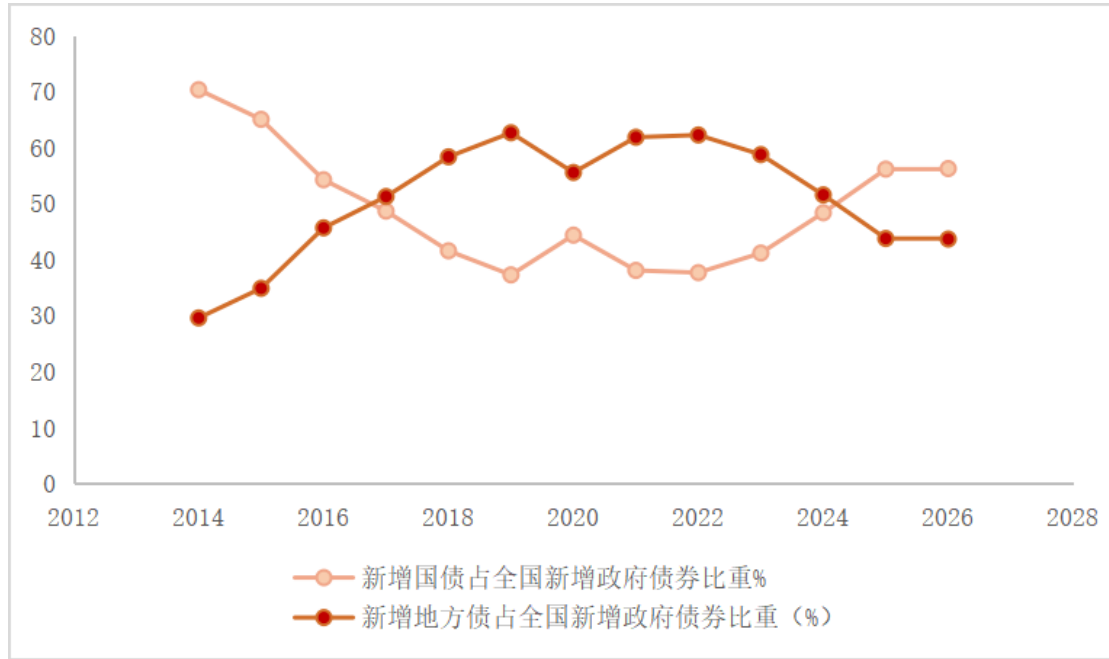


图1 新增国债、地方债占全国新增政府债券比重

数据来源：第一财经

从近年来新增债务的结构看，这种“中央加杠杆”的趋势也非常清晰，表现为中央债务在全国新增政府债券中所占比重在不断提升。根据中央和地方预算报告，2016年以前，中央财政新增举债规模占比高于地方，但随着预算法允许地方举债，且地方政府举债规模逐年攀升，2017至2024年地方政府举债规模占比高于中央财政，且始终处于上涨趋势。然而，从2022年开始，中央财政新增举债规模占比开始出现上涨趋势，到2025年超过地方政府举

¹ 报告执笔人：肖伊琪

债规模占比，表现出一定的“中央加杠杆”特征。

这一现象是基于什么背景，将会如何影响债务风险，未来应如何处理好财政平衡和化解风险的关系？本文针对上述问题进行深入分析，以期提供一个理解“中央加杠杆”现象的全新视角。

二、为什么会出现“中央加杠杆”

论研究表明，政府举债发生在财政收入不足以覆盖公共服务成本的背景下，关键在于如何在中央与地方之间合理分配债务。“中央加杠杆”正是基于地方政府债务风险不断攀升的背景，为了优化债务结构、化解债务风险而实施的积极财政手段。

首先，近年来地方债务规模呈现出不断提高的趋势。这一趋势主要是由于地方政府支出责任长期居高不下，中国自 1994 年分税制改革后，形成了“财权上收、事权下放”的格局，限制了地方财力的自主性。根据 2026 年的《预算报告》，地方一般公共预算支出 244361.18 亿元，占全国一般公共预算支出的 85%，说明当前大部分的财政支出责任仍由地方承担。与此同时，为了满足经济刺激政策对资金的巨大需求，地方政府纷纷建立地方融资平台。这些平台作为地方政府变相举债的载体，通过发行公司债券、获得银行贷款等方式为地方建设项目筹集资金，导致地方政府债务余额占比较高。截至 2025 年末，全国地方政府债务余额 54.82 万亿元，超过中央财政国债余额的 41.23 万亿元，体现了地方政府财权和事权不匹配导致的债务规模高企。

其次，地方债务占比较高时容易积累债务风险。2008 年国际金融危机以来，地方公共债务为维护经济发展和满足公共投资需求提供了巨大支持，但债务规模持续低效率膨胀蕴含的潜在风险隐患日益暴露。长期以来，地方政府依托地方融资平台变相举债的行为缺乏有效监管和规范，融资平台债务规模以超过 10% 的年均增速迅速扩张，部分地区经济发展与负债水平严重不匹配，债务风险不言而喻。作为财政金融制度的关键联结，地方公共债务扩张深刻影响地区金融资源的配置方式和效率，并通过银行间网络等渠道将风险向金融系统转移。随着实体经济与金融部门的联系日趋紧密，地方公共债务的风险不再局限于金融系统，更会在实体部门传染扩散。大量文献指出地方公共债务扩张会挤占企业信贷资源、提高企业融资成本并降低其全要素生产率。

最后，中央通过发行国债加杠杆，能够降低地方政府财政支出压力，助力地方债风险的化解。国债发行能够显著地促进地方政府债务结构优化，直接降低地方政府财政支出压力。

增发国债相当于利用中央财政空间合理转移债务负担，而发行国债的成本显著低于政府债务，这将更有利于降低政府债务成本，延长还本付息期限，从总体上优化债务结构，降低地方政府债务风险。随着近年来地方隐性债务逐步得以控制与化解，积极的财政政策持续发力，特别国债、超长期国债等不断发行的情况下，明确了部分国债资金用于各地水利、抗灾和高标准农田等建设，还用于支持“两重两新”领域建设，进一步减轻了地方政府支出端压力。总体看，优化了政府债务结构，防止信贷资源被过度挤占，进而缓解微观企业信贷约束，降低了企业投资波动，发挥了经济稳定器作用。

因此，中央加杠杆是地方债务约束不断加深的结果。当地方债务已经开始影响地方稳增长能力、公共服务供给能力和金融稳定时，债务结构就需要依赖中央财政的主动介入来重构。

三、中央加杠杆对债务风险的影响

一方面，中央加杠杆可以发挥中央举债的独特优势，从而助力风险的化解。中央举债具有超长期限、低成本、中央统筹等独特优势，中央加杠杆有助于债务结构的优化。（来源：《1.3 万亿元超长期特别国债，将用在哪儿？》）我国实行中央集权体制，地方政府可视为中央政府的行政延伸，其收支平衡高度依赖中央转移支付。在这种大背景下，仅仅把地方政府债务拿出来做一个完全独立的安排，客观上来讲地方政府是很难平衡的。鉴于地方政府收入能力相对有限，且其债务发行、滚动操作常面临市场质疑，融资成本显著高于国债，由中央统一发债可同步降低利息负担、提升债务效率，并从整体上维护政府信用。因此，未来可以加大中央杠杆的力度，以中央政府债务置换地方政府债务。

另一方面，中央加杠杆也有可能影响中央财政平衡，带来新的风险形态。在我国经济增长模式转型的背景下，地方政府债务问题的解决面临着三难问题，即中央政府财政平衡、地方政府财政平衡和经济增长这三个目标难以兼容。我国正处于投资主导型经济增长模式的转型期，财政扩张是经济增长模式转型和经济稳定增长的必要条件，而在政府部门总体赤字的情况下，财政扩张的负担需要在中央政府和地方政府之间分配。因此，这三个目标是难以同时实现的。如果这个三难问题得不到合理解决，那么地方政府债务问题就会陷入“一管就死，一放就乱”的怪圈：如果中央政府看重中央政府财政平衡目标，在地方政府债务受到强约束的情况下，经济增长就会受到抑制；这时中央政府不得不容许中央政府和地方政府债务的扩张，从而优先达成经济增长目标；随着地方政府债务风险和中央政府财政平衡再次得到重视，中央政府不得不紧缩财政，经济增长将再次受到抑制。

四、如何兼顾财政平衡与风险治理

传统观念遵循平衡财政或健全财政原理，认为中央政府和地方政府的财政关系是一种零和博弈。这种财政思想认为，财政支出受到其财政收入的限制。尽管通过发行政府债务能够暂时扩大财政支出，但是这些债务在未来仍然需要通过税收等非债收入来偿还。因此，无论是中央政府还是地方政府，它们都必须以长期的财政平衡为目标，从而避免政府债务违约，维持财政可持续性。根据这种思想，当中央政府和地方政府对有限的税收收入进行划分时，两者的财政政策空间和财政支出能力也就确定了。因为税收收入是有限的，所以一方支出能力的扩大意味着另一方支出能力的缩小。并且，在政府部门总体处于赤字的情况下，中央政府的财政平衡目标和地方政府的财政平衡目标是相冲突的。

根据平衡财政或健全财政思想，我国的政府债务已经达到了一定规模，长期财政可持续性需要引起重视。在经济下行的背景下，这种观点最多只支持我国实施短期的财政扩张，而对长期财政扩张持暧昧态度。然而，如上文所述，在投资主导型经济增长模式转型的背景下，财政扩张政策是长期必要的。无论是弥补总需求不足还是修复其他部门资产负债表，财政赤字和政府债务增加都将会是长期而非暂时的状况。因此，经济增长和财政平衡的矛盾是无法回避的。

事实上，传统的平衡财政思想未能基于主权货币制度的运动规律来认识中央政府和地方政府的财政活动。在人民币、美元、英镑等主权货币体系中，中央政府和地方政府处在截然不同的位置。

中央政府是本国货币的发行者，本国货币是中央政府发行的信用货币。在这种情况下，中央政府总是可以通过创造货币的方式进行支出，按时兑付以本国货币计价的债务，而不会发生主权债务违约。因此，中央政府的财政支出不会受到本币融资约束，不是由其财政收入决定的。中央政府发行国债的主要作用是为货币政策稳定利率提供政策工具，即用一种付息的政府债务(国债)替代一种不付息的政府债务(本国货币)。因此，中央政府应该遵循的不是平衡财政或健全财政原则，而是功能财政原则。也就是说，中央政府的财政活动应以充分就业、价格稳定、民生改善、产业升级、环境保护、国防安全等作为目标，而不以财政决算结果为目标。

地方政府是本国货币的使用者。这意味着，在进行支出之前，地方政府必须通过税收、债务、中央政府转移支付等方式先取得主权货币的融资。如果地方政府无法获得足够的主权货币融资，那么它就无法进行支出，甚至可能发生地方政府债务违约。因此，地方政府的财政

支出面临着融资约束,受其财政收入限制。地方政府发行的债务是地方政府的融资工具,在中央政府不提供担保的情况下,存在违约风险。如果中央政府不为地方政府提供无限的债务担保,那么地方政府就应该遵循平衡财政原则,将财政平衡作为其财政活动的主要目标之一。

总之,中央政府和地方政府应该遵循不同的财政政策原则。功能财政是与平衡财政和健全财政相对的财政政策原则。平衡财政和健全财政原则认为政府至少应该在长期实现财政平衡,否则就会发生政府债务危机。功能财政则主张财政活动应该以实际政策效果为目标,而不考虑财政决算结果是盈余还是赤字。应该采取哪种财政政策原则取决于政府在主权货币体系中的位置。对于发行主权货币的中央政府来说,中央政府不存在本币融资约束,因此,它应该遵循功能财政的原则,而非为了财政平衡而舍本逐末。对于财政政策空间有限的地方政府来说,它应该遵循平衡财政的原则,避免地方政府债务危机。必须说明的是,功能财政不等于总需求微调政策,也不等于大水漫灌式的财政扩张。中央政府仍应关注其经济政策目标以及实现这些目标的有效方式,关注财政政策的规模、结构和实施方式。

以上讨论说明,我国的政府债务结构存在明显的风险倒挂问题。一方面,人民币是主权货币,中央政府作为人民币的发行者不会面临人民币计价的债务违约风险,而地方政府则可能无法按期偿付债务。另一方面,当前我国的政府债务集中在地方政府,中央政府债务所占比重低于地方政府债务。这种风险倒挂错配了中央政府和地方政府的债务负担,放大了我国政府债务的风险,限制了财政政策在经济增长模式转型中发挥应有的作用。

当前地方政府债务压力已经成为限制财政政策发挥应有作用的重要因素。在主权货币系统中,中央政府和地方政府有着不同的财政政策空间,因此,将地方政府债务置换为中央政府债务有助于缓解地方政府的财政压力,优化我国政府债务结构,维持我国政府债务的总体可持续性。

五、结语

在长期,一方面,随着投资主导型经济增长模式进入末期,总需求不足的问题不会自动消失;另一方面,随着政府债务的积累,财政平衡思想对财政扩张的反对会愈发强烈。这时,财政平衡与经济增长的矛盾会变得更加难以调和。有必要从经济增长模式转型的视角来认识地方政府债务治理的三难问题,基于主权货币制度的运动规律寻求三难问题的破解思路,突破平衡财政思想的束缚,从而真正理顺央地财政与经济增长的关系,让财政政策在构建平衡型经济增长模式中发挥应有作用。

参考文献

- [1]财政部.关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告 [EB/OL]. https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202603/t20260316_3985331.htm.
- [2]第一财经.央地债务结构调整：中央财政新增债务占比连续两年高于地方 [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/-t56DmeWFD-fO6Trjolaag>.
- [3]陆铭,蔡心依,钟辉勇.分权激励与道德风险：央地关系与债务治理的国际比较[J].当代财经,2025,(5): 3-16.
- [4]财政部.2026 年中央财政预算 [EB/OL]. <https://yss.mof.gov.cn/2026zyczys/>.
- [5]周小昶,曾艺,程可为.地方公共债务在实体部门的风险传导——基于关联担保的视角 [J].经济研究, 2025,60 (10):107-129.
- [6]袁金凌,李琪琦.政府债务的经济稳定器作用：债务结构优化视角[J].金融与经济,2025,(10): 40-51, 73.
- [7]人民日报.1.3 万亿元超长期特别国债,将用在哪儿? [EB/OL]. <https://finance.sina.com.cn/china/2026-03-10/doc-inhqnvwn6304944.shtml>.
- [8]中国宏观经济论坛 CMF.建言“公共财政与债务可持续”,《中国地方政府债券蓝皮书(2025)》及 CMF 专题报告发布 [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/HTWJfCVL7WFZbwbLZYwnng>.
- [9]贾根良,何增平.地方政府债务治理新战略：主权货币制度的视角[J].教学与研究,2025,(7): 65-80.

编号	名称	作者
IMI Report No.2607	央行购金走到了何处？	IMI
IMI Report No.2606	人工智能赋能金融——效率提升与风险治理	吴轲
IMI Report No.2605	更加积极有为：“十五五”开局年的政策协同与新范式	高昊宇 李戎
IMI Report No.2604	AI时代金融机构智能化转型与本体论轻量化落地方案	张鲲鹏
IMI Report No.2603	国际货币体系与主权债务面临的危机和挑战	Anoop Singh
IMI Report No.2602	欧洲的地缘政治与经济挑战	David Marsh
IMI Report No.2601	全球视野下的中国跨境支付体系变迁	仇乙彤
IMI Report No.2535	地缘经济风险对中国的宏观影响	IMI
IMI Report No.2534	美元稳定币加快发展带来深刻警示	王永利
IMI Report No.2533	稳定币的经营模式、发展影响与监管框架	朱太辉
IMI Report No.2532	稳定币的发展历程、成败叙事及其对中国的启示	柏亮
IMI Report No.2531	关税博弈维度下的人民币汇率波动与趋势研判	陆利平
IMI Report No.2530	从“参与者”到“定价者”：人民币债市国际化如何乘势突围？	宗良
IMI Report No.2529	AI、大数据与区块链：财富管理的未来已来	田力
IMI Report No.2528	传统中国思想精英对货币形态本质特征及其功能的长期追	何平
IMI Report No.2527	离岸金融视角下沪港国际金融中心协同发展思考	邓志超
IMI Report No.2526	低利率时代金融机构的韧性重塑之路	高昊宇
IMI Report No.2525	人民币汇率波动与美联储政策预期	管涛
IMI Report No.2524	人工智能如何重塑金融业	姜富伟
IMI Report No.2523	新时代全球财政债务管理如何破局？	Anoop Singh
IMI Report No.2522	稳定币的风险、挑战与中国对策	邓建鹏
IMI Report No.2521	现实世界中的货币流动性分析	王剑
IMI Report No.2520	地缘经济风险与全球产业链供应链格局再调整	IMI
IMI Report No.2519	人民币国际化指数（RII）：最新走势与世界货币格局变更	IMI
IMI Report No.2518	地缘经济风险对人民币国际化的深刻影响	IMI
IMI Report No.2517	金融制裁、地缘经济风险与全球支付体系	IMI
IMI Report No.2516	2025 人民币国际化课题成果发布稿：不断深化的地缘风险	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn