

政府债务置换的宏观经济效应及其传导机制

——基于安全资产短缺的视角分析

付大利 耿智 孙宁华

(南京大学, 江苏 南京 210093)

摘要: 以债务置换为主要工具的地方政府债务化解是下一阶段财政工作的主要内容。本文基于安全资产短缺的理论视角, 探究政府债务置换的宏观经济效应及其传导机制。特征事实分析表明, 预防性动机增强导致私人部门超额储蓄增加, 避险情绪上升导致非法人产品增持政府债券。理论分析表明, 中央与地方政府债务置换增加了安全资产供给; 风险厌恶程度上升、避险情绪加剧, 人口老龄化以及周期下行引发安全资产的超额需求, 最终导致安全利率持续走低; 在此背景下, 政府债务置换能扩大总需求, 增加总产出, 同时也可能使经济进入低利率环境; 低利率环境下, 政府债券供应的变化会影响金融机构的决策行为, 导致规模异质性银行风险承担达到新的分离均衡。本文为当下实施更加积极的财政政策提供了理论支撑, 并对政策实施过程中对不同金融机构风险进行分类监管具有一定的现实指导意义。

关键词: 债务置换; 更加积极的财政政策; 安全资产短缺; 地方政府债务

中图分类号: F015;F062.6;F812;F832.1 **文献标识码:** A

基金项目: 国家社科基金项目“数字货币的宏观经济效应及货币政策调控机理研究”(21BJL027); 中国博士后科学基金第 75 批面上项目“住房公积金制度扩面对农业转移人口市民化的影响及其优化研究(2024M751357)”。

作者简介: 付大利, 南京大学经济学院博士研究生, 主要研究方向: 宏观经济学、金融经济学; 耿智, 南京大学经济学院博士研究生, 主要研究方向: 政治经济学; 孙宁华, 南京大学经济学院教授, 博士生导师, 主要研究方向: 宏观经济学与中国经济;

一、问题提出

2024 年 11 月, 第十四届人大常委会第十二次会议召开, 审议并批准了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》, 建议增加 6 万亿元地方政府债务限额(专项债限额)置换存量隐性债务, 一次报批, 分三年实施, 同时在 5 年内安排每年 8000 亿元共计 4 万亿元地方政府专项债券用于置换隐性债务^[1]。两项合计动用 10 万亿元财政资源用于化解地方政府债务风险。在全社会引发了广泛的关注, 以债务置换为主要工具的地方政府债务化解也成为下一阶段财政工作的主要内容。

为什么中央和地方政府要进行债务置换? 中央与地方政府进行债务置换的原因在于: (1) 地方政府的财政不可持续, 可能会滑入“债务陷阱”。例如, 在一些欠发达地区, 官员出于政治晋升的动机, 举债融资发展, 积累了大量的债务。债务到期需要还本付息, 在房地产市场繁荣时期, “土地财政”收入尚可以覆盖本息, 当土地财政不可持续时, 地方政府要么使用税收偿还, 要么使用“借新还旧”(发行新债偿还旧债)的方式偿还。国地税分离, 财权上移, 很多地方政府只能采用后者进行偿还。地方政府债券以地方政府信用为背书, 根据价格水平的财政理论(Fiscal Theory of Price Level, FTPL), 政府债券的基本面价值取决于政府未来收入的折现^[2]。因此, 理论上, 欠发达地区新发行的债券的利率可能需要更高, 原本 4% 的收益率就可以, 现在需要 5% 甚至是 6% 的收益率才能满足投资者的需求, 将债券发行出去, 如此恶性循环下去, 债券的发行利率不断攀升, 付息压力越来越大, 地方政府最终只能违约或者破产。(2) 地方政府的付息压力, 造成了诸多负面影响, 阻碍经济可持续发展。日益加剧的债务付息压力不仅可能也成为进一步引致地方债务风险的导火索, 而且已经扭曲了地方政府的行为, 为了增加收入, 除了增加税收征管努力之外, 还诉诸于非税收入。例如, 2024 年 1-11 月非税收入 37088 亿

元，同比增长 17%，主要是罚没收入异常增长，“近海垂钓”和“远洋捕捞”严重损害营商环境，不利于中国经济可持续发展。(3)地方政府的付息压力导致“收缩效应”，公共投资乏力，阻碍经济可持续发展。近年来，我国地方政府债务付息压力持续增长，2023 年地方政府债券支付利息 12288 亿元，2024 年 1—11 月，地方政府债券支付利息 12612 亿元。据学者粗略计算，“十四五”时期，大约四分之一的省级财政 50% 以上的财政收入将用于债务的还本付息^[3,4]，这造成的结果就是地方政府的公共投资乏力，积极的财政政策的效果不显著。

因此，中央和地方政府进行债务置换成为了必然选择。一方面，显著减少了地方政府的隐性债务规模，隐性债务风险得到化解，例如，截止到 2024 年末，北京、上海和广东地区的隐性债务已全部清零。另一方面，优化了地方政府的债务结构，降低了地方政府的融资成本。法定债务以官方信用为背书，法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息成本。经财政部估算，本轮地方债化解五年累计可节约 6000 亿左右。此外，债券期限结构得以延长，截至 2025 年 1 月，地方政府债券剩余平均年限为 9.8 年，较 2019 年初拉长 5.4 年，以时间换空间，在发展中化解债务。

基于以上分析，我们尝试回答了中央和地方政府进行债务置换的原因以及债务置换可能的正向效应。本文接下来尝试回答以下问题：**债务置换如何影响这些金融机构的行为决策，从而影响到资本市场，进而影响到实体经济呢？**

已有一些实证研究开始从不同的视角讨论政府债务置换的经济影响，一方面，债务置换能缓解欠发达地区的偿债压力^[5]，促进企业商业信用供给增加^[6]，提高债务负担地区的财政支出和总产出^[7]。另一方面，债务置换会加剧地方政府的道德风险^[8]，融资平台新增城投债规模上升^[9]，对债务可持续性和经济增长产生双重不利影响^[10]，甚至可能会带来系统性金融风险上升的副作用^[11]。现有文献的研究结论存在明显的分歧，究其原因在于未能在一个统一的理论分析框架进行分析^[5]，而且多数研究中几乎都忽略了政府债券的安全资产属性，中央与地方政府债务置换本质上增加了安全资产的供给，而且当下政府债券的投资者结构和私人部门的超额储蓄均发生着重要的变化，深刻影响安全资产的需求。阅读所及，鲜有文献从安全资产短缺的理论视角对政府债务置换的宏观经济效应及其传导机制进行理论分析。有鉴于此，本文尝试从安全资产短缺的理论框架下，对政府债务置换的宏观经济与传导机制进行理论分析。

本文的边际贡献在于：一是在一个统一的理论框架下，从一个新的理论视角——安全资产短缺的理论视角探讨了政府债务置换的宏观经济与传导机制；二是丰富了政府债务置换领域的理论研究；最后，中国政府正在实行新一轮的“十万亿”债务置换政策，在化解地方存量隐性债务的同时，注意防范金融风险向经济欠发达地区的小规模银行集聚，本文的结论为当下实施更加积极的财政政策提供了理论依据和决策支持。

二、典型事实

政府部门的负债形成私人部门的资产，政府部门是安全资产端的供给方，私人部门是安全资产的需求方，本部分阐述政府债务置换相关的典型事实，为后文的理论分析提供现实支撑。

（一）政府债务规模及结构

我国政府总体负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家。根据国际货币基金组织最新统计数据，2023 年末 G20 国家平均政府负债率达 118.2%，G7 国家平均政府负债率达 123.4%；同期我国政府负债率为 67.5%，包括隐性债务在内的总体政府负债率为 84.38%。负债结构上呈现中央政府负债低、地方政府的负债高，一般债券占比低、专项债券占比高的特点，利率结构上呈现一般债券利率高、专项债券利率低的特征。例如，截至 2024 年 11 月末，国债托管余额 33.8 万亿，全国地方政府债券余额 46.33 万亿，其中一般债券余额 16.48 万亿元，专项债券余额 29.85 万亿元，加上非政府债券形式存量政府债务 1662.16 亿元，全国地方政府债务余额约为 46.50 万亿元，地方政府债券平均利率 3.08%，其中一般

债券 3.12%，专项债券 3.05%。^①我国政府债务规模及结构的特征事实表明，债务置换的操作空间充足，安全资产供给的潜力较大。

（二）政府债券的投资者结构

政府债券的投资者以机构投资者为主，具体来看，银行间债券市场是政府债券的最大持有方，四类金融机构是政府债券的最大持有方，其中商业银行占比最大，非法人产品其次。以 2024 年为例，银行间债券市场投资者持有地方政府债券 43.93 万亿元，占比 96.12%；柜台市场投资者和其他市场投资者分别占比 0.04%和 3.84%。银行间债券市场投资者中，商业银行持有 35.34 万亿元，占比 77.33%；非法人产品^②持有 3.41 万亿元，占比 7.45%；保险机构持有 2.05 万亿元，占比 4.49%；其他境内机构共持有 3.12 万亿元，占比 6.84%；境外机构持有国债 2.08 万亿元，占境外机构在中国债券市场的托管余额 50.1%^③，境外机构持有地方政府债券 72.45 亿元，占比 0.02%。

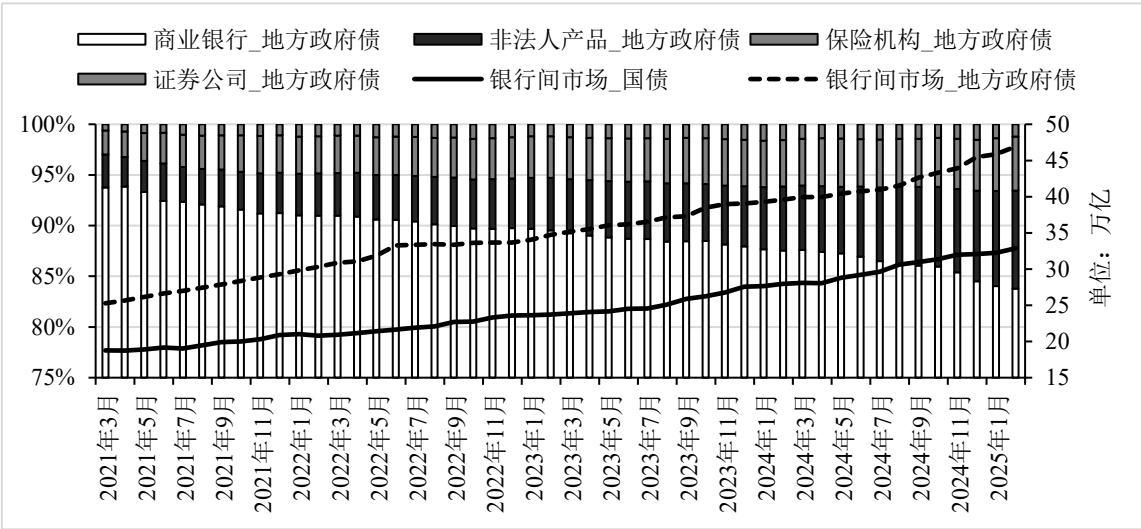


图 1 银行间市场政府债券持有者结构

注：根据中国债券信息网相关数据整理。

银行间市场的政府债券规模不断增加，非法人产品持有规模增速最快。如图 1 所示，2021 年至 2025 年初，银行间市场投资者持有的国债由 18.78 万亿增长至 32.86 万亿，持有的地方政府债券由 25.27 万亿增长至 46.91 万亿，其中非法人产品在四类持有者中所占的份额逐年增加，由 0.77 万亿增长至 4.01 万亿，增速最大，保险机构所占份额略有增加，商业银行所占份额相对降低。2018 年以前，宏观经济增速较快，社会融资规模存量随之快速上升，三类资产均保持较高增速。近年来经济面临转型，信贷投放不畅，且信托贷款等非标资产被严格监管，债券市场涌入增量资金，以银行理财资金和信托资金为代表的非法人产品对债券资产的需求增加，这侧面反映出机构投资者的避险情绪上升。

（三）私人部门超额储蓄

私人储蓄增加是超额储蓄的主因。如图 2 所示，2015 年至 2024 年 4 月，储蓄总量持续增长，我们计算得到境内存款年平均增速为 14.96%，其中住户存款的年增速为 19.66%，非金融企业与政府存款的年平均增速分别为 10.96%和 8.77%。2019 年之后，私人部门储蓄的增长率为 68.74%，远高于公共储蓄

^① 数据来源：财政部，https://kjhx.mof.gov.cn/yjbg/202501/t20250106_3951189.htm

^② “非法人产品”投资者包括境内各类非法人产品，“境外机构”投资者包括境外法人机构和境外非法人产品。根据 2023 年最新版《中央国债登记结算有限责任公司账户业务指引》，非法人产品包括但不限于：证券投资基金、银行理财产品、信托计划、保险产品，经基金业协会备案的私募投资基金，住房公积金，社会保障基金，企业年金，养老基金，慈善基金等

^③ 数据来源：中国政府网，https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202501/content_6996669.htm

的 28.94%。根据国家统计局和世界银行的数据，2008 年-2019 年国内总储蓄率^①一直呈现下降趋势，2019 年-2023 年一直维持在 43%-45%之间。储蓄率高位震荡表明，这一时期内消费需求增长乏力。

预防性动机增强是私人储蓄增加的动因。本文测算 2015 年之后，活期存款的年均增速为 12.15%，而定期存款的活期增速为 23.85%，2019 年之后，活期存款的年均增速下降至为 8.44%，而定期存款的年均增速上升为 25.09%。预防性储蓄上升反映出私人部门的风险偏好发生变化，避险情绪上升，人们更加厌恶风险。

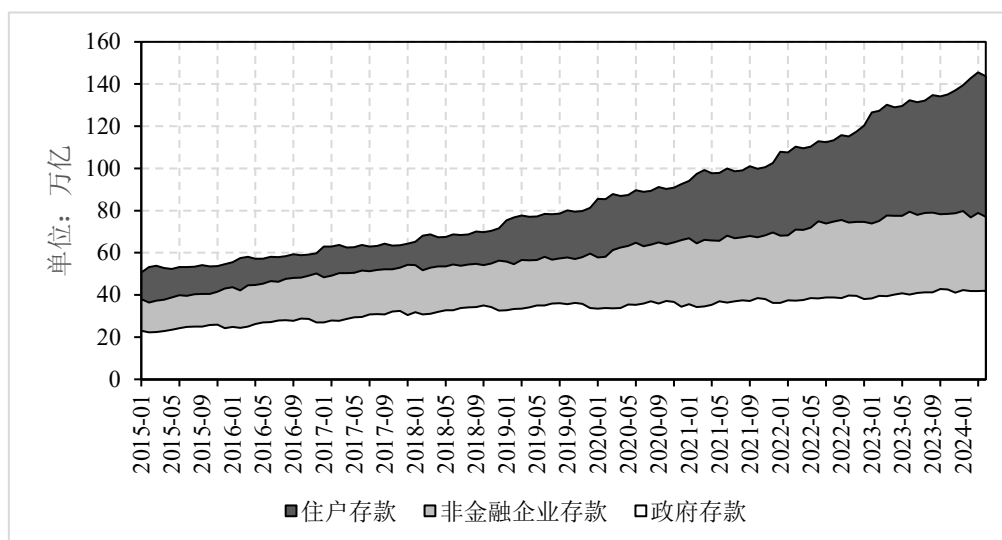


图 2 2015-2024 年中国公共储蓄与私人储蓄

注：2019 年之后的政府存款根据财政存款与机关团体存款加总得到，数据来源于国泰安数据库

总体而言，上述特征事实说明，中国中央政府的财政政策空间仍然充足，进行债务置换的操作空间仍然较大，安全资产的供给潜力较大，与此同时，超额储蓄以及机构投资者对安全资产的需求也在迅速增长，安全资产的供给力量与需求力量均发生着深刻改变。因此，分析债务置换的宏观经济效应，需要综合考虑安全资产的供给与需求，并且对影响安全资产供给与需求的决定因素进行深入探讨。这需要一个统一的理论框架下进行讨论，本文尝试在安全资产短缺理论的理论框架下进行探讨。

三、安全资产短缺理论的框架

所谓安全资产，是一种被大家广泛认为可以保值的债务工具，其特征就在于在不利的系统性风险中依然保持其价值，其资产形式可以是现金、银行存款、国债等，在一定情况下安全资产的范围也可以延伸到公司债券、股票、互换协议、金融衍生品、房地产以及以房地产做抵押的各类资产，也被称为“准安全资产”。安全资产可以分为国内安全资产和全球安全资产，美国是全球安全资产的主要供给方^[12,13]。Caballero 首次提出资产短缺理论^[14]，该理论认为，全球经济中安全资产的需求超过了供给，导致均衡利率下降，甚至出现负利率，从而抑制了投资和总需求，加剧了长期停滞^[15]。

安全资产短缺理论假设经济中存在两类投资者——风险中性投资者(Neutrals)和风险厌恶型投资者(Knightians)，均衡时风险中性投资者持有风险资产，风险厌恶型投资者持有安全资产，其理论的基础是安全资产的供给方程和安全资产的需求方程^[16]，可以将其简化为安全资产供给曲线与安全资产需求曲线。

^① 即国内总储蓄占 GDP 的百分比，其中，国内总储蓄=GDP-最终消费支出（总消费），总储蓄率以国家统计局公布的数据为准，并且使用世界银行的数据进行验证，二者相差不大。

(一) 安全资产供给曲线

安全资产供给曲线可以表示为：

$$V^S = \rho \mu^- \frac{X}{\theta} \quad (1)$$

其中， V^S 表示安全资产的供给量， ρ 可以视为证券化能力或者金融市场的发展水平， X 是潜在产出， μ^- 表示潜在不利冲击的大小， μ^-X 表示经济体在遭受不利冲击（如经济衰退）后，仍能维持的实际产出水平。 θ 为世代交叠模型中的老年人口死亡率，在世代交叠模型中，死亡率影响着人口结构和财富积累，死亡率越高，人口老龄化程度越严重，由于死亡的个体会将持有的资产卖出以供消费， θ 在模型中也可以等价视为关于财富的边际消费倾向。因此死亡率越高，意味着安全资产的持有时间短，市场上流通的资产就会越多，从而影响其长期价值，进而降低安全资产供给。

综上所述，安全资产供给的影响因素包括证券化能力（ ρ ），外部冲击（ μ ）与潜在产出（ X ）。具体而言，一国的证券化能力越高，金融市场越发达程度，抵御不利冲击的能力越强，潜在产出越高，安全资产的供给越大。

(二) 安全资产需求曲线

安全资产需求曲线可以表示为：

$$W^k = \frac{\alpha(1-\delta)\xi X}{(\theta - r^k)} \quad (2)$$

其中， W^k 表示安全资产的需求， α 表示经济体中风险厌恶型投资者的比例， α 越大，风险厌恶程度越高。 δ 为股息在产出中的占比，即经济体产出中以股息形式分配给投资者的比例。 ξ 是产能利用率，代表经济体利用现有生产能力的比率，如果 ξ 增大，那么经济越景气。 r^k 是安全利率（Safe Interest Rate），即持有安全资产的回报率，也可以视为无风险利率。

综上所述，安全资产需求的影响因素包括风险厌恶程度（ α ），安全资产回报率（ r^k ），人口结构（ θ ），经济周期（ ξX ）。具体而言，一个经济体中风险厌恶程度越高，安全资产的回报率越高，老龄化程度越严重，安全资产的需求越大。此外，经济周期（ ξX ）也会影响安全资产需求。

(三) 安全资产供给需求与总需求

安全资产供给需求共同决定均衡利率（无风险利率）与总需求。如图 3 所示，安全资产的供给与需求共同决定均衡时的安全利率（ r^k ），安全资产供给曲线和需求曲线的移动会引起安全利率的变动。在其它情况保持不变的情况下，安全资产供给曲线右移会导致利率上升，在其它情况保持不变的情况下，安全需求曲线的右移会导致利率下降。Baldwin 和 Teulings 以及 Caballero 和 Farhi 假设安全资产的供给曲线与 r^k 无关^[15,16]，事实上，当 r^k 较低时，政府的融资成本较低，发行安全资产创造的冲动更大，近期的一些关于低利率环境下财政可持续性的文献表明，在较低利率下，政府债务通过借新还旧能够实现债务的永续迭代^[17,18]。因此，安全资产的供给曲线可能是向右下方倾斜，即利率越低，安全资产的供给更大。可以发现，当安全资产的供给关于 r^k 无关时，当安全资产的需求曲线向右移动时， r^k 下降更大，这种情况下可以实现利率，先升后降。

在不考虑价格水平变动的情况下，产品市场和安全资产市场均衡时，总供给曲线（AS）可以表示为：

$$AS(\xi X) = \xi X \quad (3)$$

其中，产能利用率 $\xi \in (0,1]$ ， $\xi = 1$ 表示经济体以全部产能运行； $\xi < 1$ 表示经济体存在未利用的产能（衰退）。

总供给曲线表示在存在名义刚性的情况下，厂商愿意在既定价格水平下提供任何数量的商品和服务，直到达到其最大生产能力，如图 3 所示，总供给曲线是一条斜向上的 45 度线。与凯恩斯主义的思想一致，总供给由总需求决定。

总需求曲线（AD）可以表示为：

$$AD(\xi X) = \theta W^k + \theta W^N = \underbrace{(1-\alpha)(1-\delta)\xi X}_{\text{风险中性者的总劳动收入}} + \underbrace{\delta \xi X - r^k V^S}_{\text{风险中性者的净股息收入}} + \underbrace{\theta V^S}_{\text{风险厌恶者的消费需求}} \quad (4)$$

化简后可以得到：

$$AD(\xi X) = (\delta + (1 - \alpha)(1 - \delta))\xi X + (\theta - r^k)V^s \quad (5)$$

其中， W^k 为风险厌恶型投资者持有的财富总量，均衡时 $W^k = V^s$ 。 W_N 为风险中性投资者持有的财富总量。 $(1 - \alpha)(1 - \delta)\xi X$ 为风险中性者的总劳动收入，在均衡时等于其总消费。 $\delta\xi X - r^k V^s$ 为风险中性者除去安全资产的回报后的净股息收入， θV^s 为风险厌恶者的消费。总体来看，总需求取决于风险厌恶投资者的比例 α ，安全利率 r^k ，安全资产的供给 V^s 。具体而言，一个经济体中，风险厌恶投资者的比例越低，安全资产的供给越高，安全利率越低，总需求越大。

总需求曲线由风险厌恶型投资者和风险中性投资者的消费构成。由于风险厌恶型投资者只持有安全资产，因此其消费取决于安全资产的价值。风险厌恶型投资者的消费 (θW^k) 等于消费倾向乘以其持有的安全资产价值。安全资产的供给(V^s)增加，对安全资产的需求和消费也会提升。如图 3 所示，AD 曲线是一条斜率小于 1 的向上倾斜的曲线，其截距受到安全资产供给和安全利率的影响，其斜率受到风险厌恶程度(α)的影响。

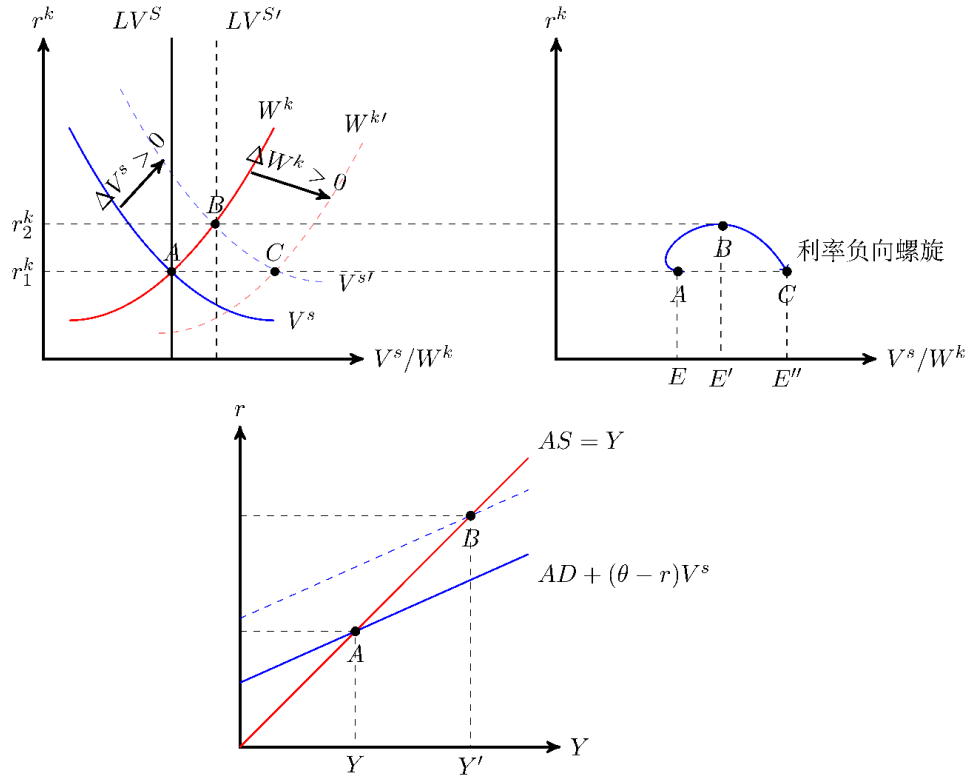


图 3 安全资产供给与需求以及宏观影响

注：根据 Baldwin & Teulings^[15]和 Caballero & Farhi^[16]拓展

安全资产供给变化会影响总供给与总需求的变动。图 3 中可以看到，安全资产的供给会影响总需求曲线的移动，当安全资产供给增加时，总需求曲线向上移动，均衡点有 A 点移动到 B 点，实际总产出增加 $Y' - Y$ 。其中对总产出的增加机制可以简单分解为

$$\ln Y = \ln(\theta - r^k) + \ln V^s \quad (6)$$

一方面， V^s 上升直接增加了风险厌恶型投资者的财富总量，通过财富效应渠道增加了消费需求，另一方面供给曲线右移导致 r^k 上升，削弱了风险中性投资者的净股息收入，通过挤出效应渠道抑制了其消费需求。与凯恩斯交叉一样，边际消费倾向对总需求的影响至关重要，此外，安全资产短缺理论认为风险厌恶投资者的比例 α 对总需求的影响同样重要。

四、政府债务置换的传导机制与宏观经济影响

（一）债务置换增加安全资产供给

政府进行债务置换，实质上是安全资产的供给增加。中央政府与地方政府进行债务置换，本质上是将地方债务的风险转嫁到中央，因为中央政府的债务以国家信用为背书，在世界范围内看，我国中央政府债务占 GDP 的比重低于 75%，从财政空间上来看，中央的财政空间更为充裕，将地方政府隐性债务转移到中央，从结构上来看，更加稳健，从结果上来看，即使不考虑公共债务的绝对值的增加，债务结构的优化相对意义上增加了安全资产的实际总供给。2025 年中央政府赤字率突破 3%，其中中央财政赤字 48600 亿、地方财政赤字 8000 亿^[19]，则绝对意义上进一步增加了安全资产的总供给。

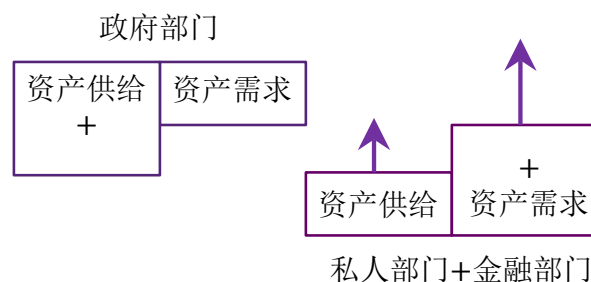


图 4 债务置换视角下的安全资产供给与需求

依据安全资产短缺的理论，安全资产供给增加，安全资产供给曲线右移， r^k 应该上升，即政府债券的平均回报率应该增加。然而，美国等西方发达国家的经济数据表明，公共债务扩张、但是真实利率一直呈现下降趋势。1980 年以来，美国家庭部门和政府部门的债务增加了 100%，不同证券的金融资产实际回报率下降了 3 至 5 个百分点，经过税收调整的安全利率下降了超过 6 个百分点^[20,21]。同样地，随着公共债务的增加，G7 国家的长期真实利率一直呈现下降趋势^[22]。安全资产短缺理论似乎与发达国家的经济现实相违背。中国的公共债务存量上升，利率也呈现下降趋势。国内债务由 2008 年的 5.30 万亿，增长至 2016 年的 11.88 万亿，增加了 125.02%^①，同时期，宏观总体资本回报率出现了较为明显的下降趋势，从 2008 年的 13.36% 下降至 2016 年的 4.13%，下降幅度达到 69.09%^[23]。如图 6（b）所示，10 年期国债到期收益率由 4.16%，降低至 3.01%，之后逐渐走低，2024 年至今已逐渐降低到 2% 以下。这表明，目前可能存在安全资产供给增加而安全利率下降的异象。

为了进一步检验安全资产供给增加与安全利率的关系，我们采用最小二乘方法对债券发行额和发行利率进行拟合。债券发行额和发行利率均采用当月值进行度量。时间区间选择为 2017 年 11 到 2025 年 2 月的月度数据，数据来源于财政部。如图 5 所示，国债、地方政府债券和地方政府专项债券发行额与发行利率呈现显著的负相关关系，债券供给的增加并没有如传统理论那样，导致利率的上升，“债券发行，利率承压”并不如此。接下来我们将要探讨造成这一现象的原因。

（二）安全资产的超额需求与安全利率下行

安全资产的超额需求增加是导致 r^k 下行的原因。安全资产供给增加，最终 r^k 下降，原因必然出现在需求方。安全资产的供给与需求共同决定均衡时的 r^k 。安全资产的需求增加，安全资产的需求曲线向右移动，如图 3 所示，当安全资产需求增加 ΔW^k 时， r^k 维持原来的水平，当安全资产的需求进一步增加时， r^k 则低于原来的水平，也即政府债券的平均回报率下降。当安全资产的供给曲线为垂直线（斜率为 ∞ ），即安全资产的供给无弹性时， r^k 下降地更大。

^① 数据来源：中国财政部、中国国家税务总局，由 EPS 数据平台整理

为了进一步检验安全资产的超额需求是导致 r^k 下行的主要影响因素，我们采用最小二乘法分别对地方政府债券中的专项债和一般债发行额和发行利率的当月值进行拟合。债券发行额和发行利率均采用当月值进行度量。时间区间选择为 2017 年 11 到 2025 年 2 月的月度数据，数据来源于财政部。专项债券和一般债券同属于法定地方政府债券，但在发行目的、使用范围以及还款来源等方面存在区别，简言之，一般认为专项债的风险更低，相较于一般债券，专项债的安全属性更大，因此其安全资产的超额需求更大。图 5 显示的结果证实了这一点，地方政府专项债券发行额与发行利率呈现负相关关系，一般债券发行额与发行利率呈现正相关关系。

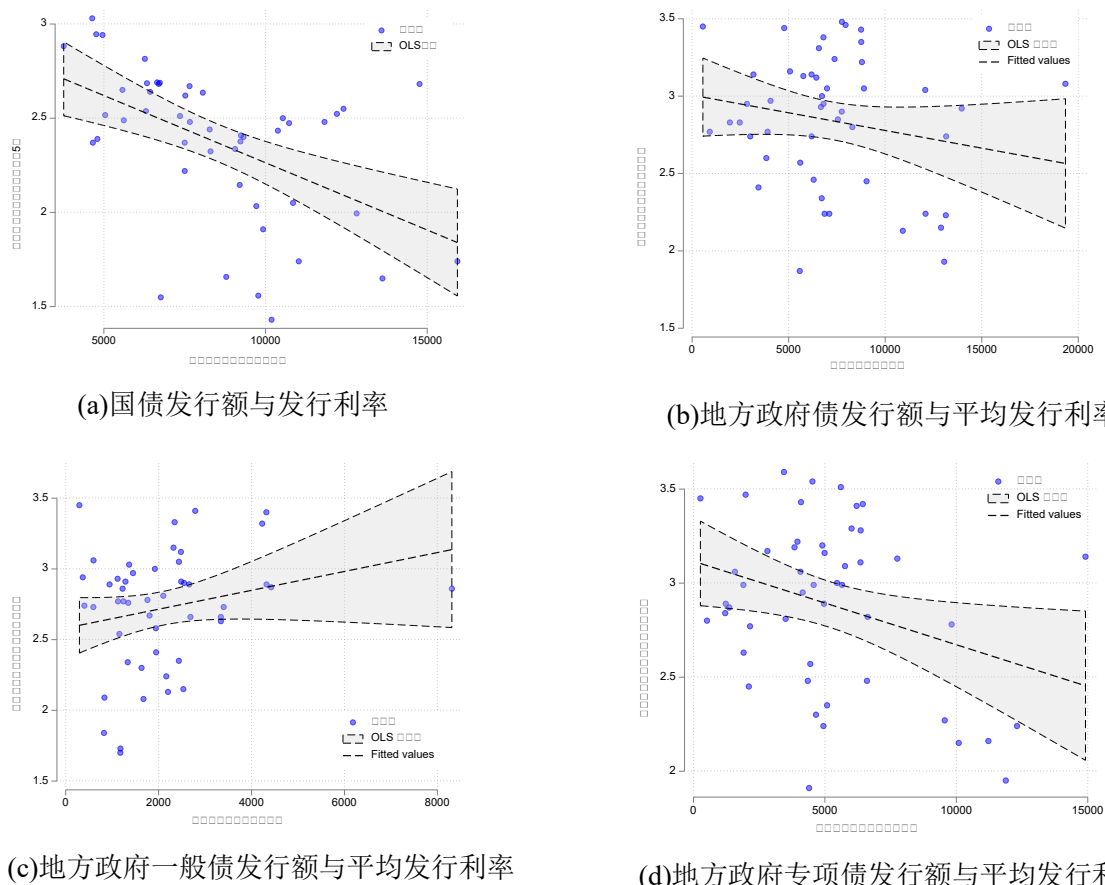


图 5 安全资产供给与发行利率

注：阴影部门表示 95% 的置信区间，债券的发行额与发行利率数据来源于财政部。

当下中国，什么因素导致了安全资产需求曲线的移动？依据安全资产短缺理论，安全资产回报率(r^k)影响安全资产的需求沿着安全资产需求曲线变动，但不影响安全资产需求曲线的移动。风险厌恶程度上升，人口老龄化以及经济周期下行会使得安全资产需求曲线向右移动。

风险厌恶程度上升是导致安全资产需求曲线右移的主因。在宏观层面上，风险溢价可以反应全社会的风险厌恶程度，无风险利率下降，而风险溢价大幅上升，则意味着面临相同风险，投资者要求更高的投资回报，投资者更加厌恶风险。我们使用 AA 级企业债券的发行利率经过无风险利率调整得到 2008 年以来的风险溢价^①，图 6 的结果显示，无风险利率分阶段震荡下跌，2017 年之后，风险溢价大幅度上升，由 2% 上升至 5.5%。在微观层面上，在二级市场中的非法人产品开始转向标准债券。信托

^① 选用无担保的 AA 级企业债券的发行利率进行测度的原因在于：出于对“刚性兑付”的认知依赖，有担保的债券不能完全反应市场的风险，并且评级在 AA+ 及以上的债券，基本上并未出现过违约，出于央行抵押品扩容政策、有研究也表明 AA+ 以上的债券，近乎于有担保的债券。

贷款等非标资产被严格监管后，保险与非法人产品募集的资金对债券资产愈加青睐，2018 年之后，普遍都开始转向标准化的债券。值得说明的是，在古典和新古典主义经济学中，理性人假设将个体的风险偏好视为常数，然而现实是，人的风险偏好是会随时间或者事件发生变化的，例如，Bernanke 就认为，在 2008 年全球金融危机之后，投资者变得更加厌恶风险，并将更多资金投入安全资产中，而不是风险更高（但可能更有成效）的投资项目^[24]。在宏观经济中的表现为，风险溢价上升、安全资产需求增加、中性利率降低^[25,26]。究其原因，一方面是受到经济下行的影响，没有好的投资项目和投资标的，另一方面，与新的金融监管政策有关。中植系事件和 2018 年民企违约潮爆发，给信托行业敲响了警钟，短期内重塑了资管部门和家庭部门的风险偏好，风险厌恶程度增加，避险情绪加剧，造成了安全资产的超额需求。在银行间市场表现为非法人产品持有政府债券份额增加，在可贷资金市场中表现为家庭部门的超额储蓄，尤其是定期存款的显著上升，

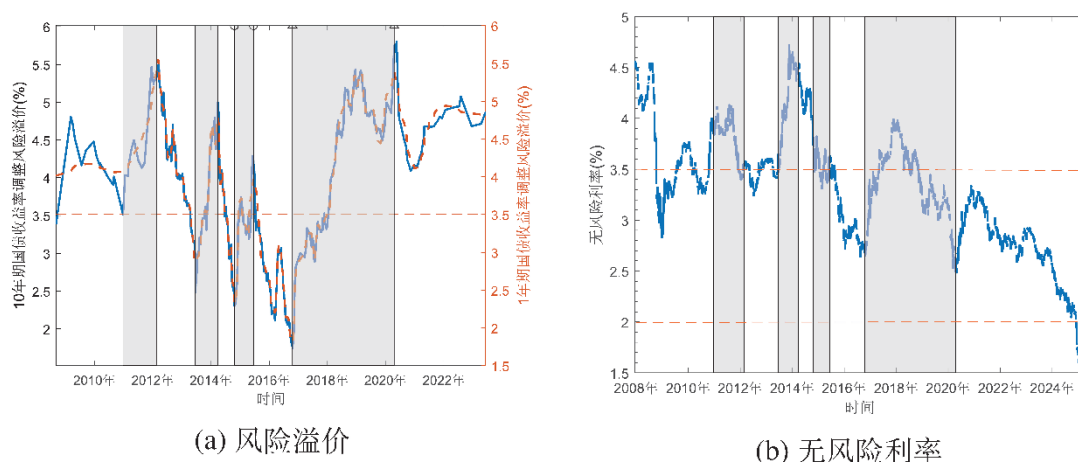


图 6 周期波动与风险溢价

注：风险溢价使用无担保的 AA 级企业债券的发行利率减去无风险收益率进行衡量，无风险收益率分别采用 1 年期国债的到期收益率和 10 年期国债的到期收益率进行衡量。无担保的 AA 级企业债券的发行利率，数据来源于 wind。1 年期国债的到期收益率和 10 年期国债的到期收益率，数据来源于中证指数有限公司。

人口老龄化叠加周期下行放大了对安全资产的超额需求。我国已进入中度老龄化阶段，根据国家统计局发布的数据显示，截至 2024 年底，我国 60 岁及以上人口比重为 22.0%，其中 65 岁及以上人口比重为 15.6%。^①根据联合国的方案预测结果^[27]，我国将在 2035 年以前进入重度老龄化阶段，2050 年以前进入极度老龄化阶段^②。“未富先老”是当下中国经济面临的又一挑战，人口老龄化使得储蓄增加，增加了对安全资产的需求。人口老龄化主要体现为家庭老年抚养比的上升，中国的社会保障体系尚不完善，并且受传统文化的影响，中国的老年人馈赠动机较强，这使得家庭增加预防性储蓄而抑制了消费需求^[28]。此外，周期下行引致的收入冲击，增强了人们对于未来不确定性的感知，进一步放大了储蓄动机和安全资产的超额需求。

总体而言，风险厌恶程度上升、避险情绪加剧，人口老龄化以及周期下行会激发人们对安全资产的超额需求，导致安全资产需求曲线向右大幅移动。因此，尽管政府债务置换和更加积极的财政政策增加了安全资产的供给，最终的宏观经济仍表征为公共债务存量上升，利率下降。安全资产短缺的现状不改变，安全利率将会维持在低位震荡，经济将进入低利率环境。值得说明的一点是，中国早在 1994 年就进入资产短缺阶段，金融资产供需缺口一直未得到根本性转变，但随着经济的发展，导致安

^① 数据来源：国家统计局

^② 按照联合国划分标准，65 岁以上人口超过 14%为中度老龄化阶段，超过 21%为重度老龄化阶段，超过 28%为极度老龄化阶段。

全资产短缺的主因发生了变化，1994-2018 年，中国经济的持续快速增长和金融发展的严重滞后，是造成当前中国资产短缺的最重要因素^[29-33]，主要原因在安全资产的供给侧，即安全资产供给方程中的 ρ 和 μ^+X 。^⑨本文认为，**2018-至今，安全资产的超额需求是造成中国资产短缺的主因。**

（三）政府债务置换的宏观经济影响

依据安全资产短缺理论，安全资产短缺会抑制总需求，政府债务置换增加了安全资产的供给，理论上会缓解安全资产短缺的情况，扩大总需求，使得产出增加。因此，在当下总需求不足的情况下，进行政府债务置换、扩大财政赤字、实行更加积极的财政政策，从安全资产短缺的理论视角是合意的选择。同时也要看到，随着避险情绪与风险厌恶程度的上升，家庭部门与金融机构的共同作用，放大了安全资产的总需求，安全资产的超额需求使得长期安全资产回报率 r^k 下降，最终导致安全利率持续走低。一方面，安全利率的走低，降低了政府债务融资的成本，有利于财政可持续性，另一方面，经济将进入低利率环境。

低利率环境下，政府债券供给的变化可能会导致规模异质性银行风险承担达到新的分离均衡。具体而言，安全资产供给增加可能导致银行风险承担机制发生分离，大型银行和小型银行的风险承担达到了一个分离均衡。例如，当国债和地方政府债券等法定政府债券的供给增加之后，东部地区的一些银行（以江苏地区的银行为例），标准债券在资产端的配置比例明显上升，安全性更高，单位资产的收益率有所降低，整体的风险降低了，与之相反的是，东北地区和西部地区的一些中小银行，其资产分布却聚集到了一些高风险与高收益的项目，整体的风险增加了。从表 1 中也可以观察到，不同所有制银行的不良贷款率的时间变化趋势，除民营银行之外，其它所有制银行的不良贷款率，基本上都呈现一个倒 U 型的变化，即到达一个峰值之后开始逐步下降，而民营银行的不良贷款率却是逐步上升。这表明，在低利率环境下，民营银行与其它所有制银行的风险承担机制在安全资产供给增加时有所不同。

一个客观事实是，中国的储蓄规模在疫情之后激增，储蓄上升，尤其是定期储蓄上升，银行可支配的资金就会增加，但是这些储蓄的分布，在地理上并不是均匀分布的，在不同所有制的商业银行中也不是均匀分布的。直观上看，东部地区储蓄多，东北地区和西部地区储蓄少，也即东部地区银行可供支配的资金（资本）多，东北地区和西部地区可供支配的资本少。大型国有商业银行储蓄多，小型民营商业银行储蓄少，也即大型国有商业银行可供支配的资金（资本）多，小型民营可供支配的资本少。按照《资本论》中关于资本积累和资本集中的观点，大资本允许单位资本的利润率低，而小资本要想维持原先的利润，要么提高单位资本的剥削程度，要么提高资本的流通速度^[34,35]。因此，在东部地区和大型国有商业银行，银行选择投资于标准债券和安全资产，尽管利率较低，但是资金量大足以弥补这一缺陷，因此，这些银行总体的风险降低了。但是东北地区、西部地区的小型民营银行，要想维持既有的利润，只能寻找高利润率的项目，高利润率必然伴随着高风险，因此，这些银行增加了风险承担。在房地产市场繁荣时，对银行而言，针对个人的房贷项目是一项优质资产，且受银行所有制和规模的限制较少。房地产市场的下行，加速了这一进程。最终导致风险向经济欠发达地区的小规模银行集聚。

表 1 2014-2024 年不同所有制银行不良贷款率

时间	大型商业银行	股份制商业银行	城市商业银行	农村商业银行	外资银行	民营银行
2014-9	1.12	1.09	1.11	1.86	0.69	
2015-9	1.54	1.49	1.44	2.35	1.19	
2016-9	1.67	1.67	1.51	2.74	1.41	
2017-9	1.54	1.76	1.51	2.95	0.76	0.6

^⑨ 与 μ^- 相反， μ^+ 表示潜在有利冲击的大小

2018-9	1.47	1.7	1.67	4.23	0.73	0.48
2019-9	1.32	1.63	2.48	4	0.83	0.99
2020-9	1.5	1.63	2.28	4.17	0.67	1.4
2021-9	1.43	1.4	1.82	3.59	0.59	1.31
2022-9	1.3	1.34	1.89	3.29	0.83	1.47
2023-9	1.27	1.3	1.91	3.18	0.94	1.64
2024-9	1.25	1.25	1.82	3.04	1.1	1.79

注：根据国家金融监督管理总局网站数据整理,商业银行出于年度考核的动机，可能会操纵不良贷款率，因此，不良贷款率的峰值往往出现在第二季度和第三季度，表中展示第三季度的情况。

为了进一步验证低利率环境下，规模异质性银行风险承担行为的差异，我们采用最小二乘方法对不良贷款率和利率环境进行拟合。分别选用大型商业银行和民营银行的不良贷款率度量风险承担，利率环境则以 10 年期国债的到期收益率度量，数据来源于中证指数有限公司，我们以 3%作为断点，将低于 3%的区间设定为低利率环境，时间区间选择为 2014 年一季度到 2025 年二季度的季度数据，数据来源于国家金融监管总局。如图 7 所示，在 3%的正常利率环境下，大型商业银行与民营银行的风险承担行为表现一致，在低利率环境下，二者的风险承担行为有明显差异。如前所述，大型商业银行在低利率环境下，利率与不良贷款率呈现显著的正相关关系，而民营银行的不良贷款率与利率呈现明显的正相关关系，表明随着利率的降低，不良贷款率仍会上升。

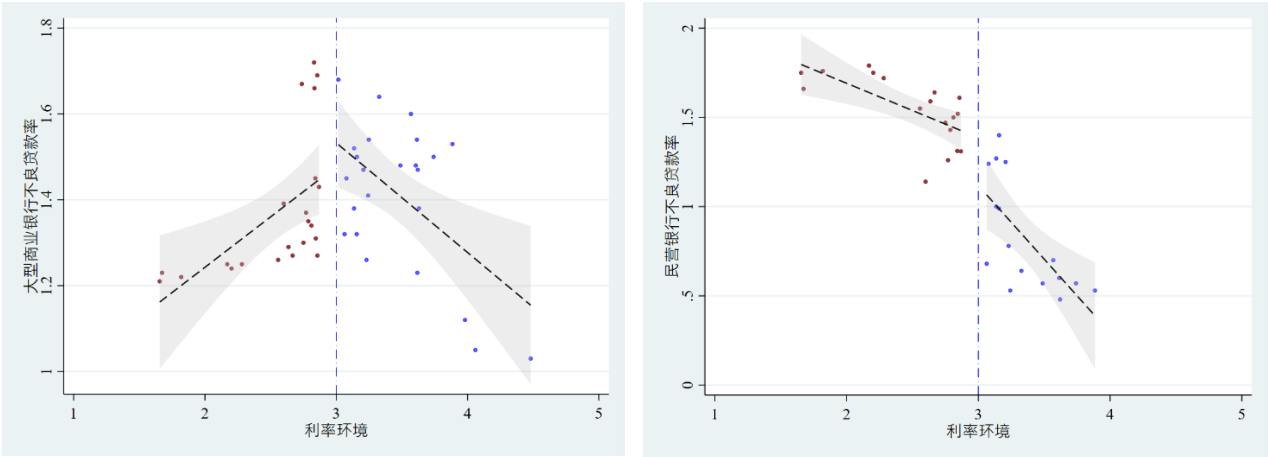


图 7 低利率环境下的银行风险承担

注：阴影部分为 95%的置信区间

五、结论与政策建议

地方政府隐性债务的化解是当前中国经济发展面临的一个重大挑战。2025 年政府工作报告中指出要“坚持在发展中化债、在化债中发展”。以债务置换为主要工具的地方政府债务化解是下一阶段财政工作的主要内容。我们首先概括回答了中央和地方政府进行债务置换的原因和债务置换可能的好处。在正式分析债务置换的潜在经济效应与传导机制之前，我们首先从政府债务规模和结构、政府债券的投资者结构和私人部门超额储蓄介绍了三个典型事实。其次详细介绍了安全资产短缺理论的核心内容，包括安全资产供给方程及其影响因素，安全资产需求方程及其影响因素，安全资产供给需求如何共同决定均衡利率（无风险利率）与总需求。然后将政府债务置换在安全资产短缺理论的框架之下进行分析，并且进一步探讨现实与理论相悖的深层原因。最后讨论安全资产供给增加的宏观经济效应。

我国政府总体法定负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家，负债结构上呈现中央政府负债低、地方政府的负债高，一般债券占比低、专项债券占比高的特点，利率结构上呈现一般债券利率高、专项债券利率低的特征。因为地方政府的财政不可持续，巨大的付息压力扭曲了地方行为，造成了诸多的负面影响，极有可能滑入“债务陷阱”中去。出于化解地方政府的隐性债务风险，优化地方政府债

务结构，降低地方政府融资成本的目的，中央和地方政府进行债务置换，并且扩大财政赤字，实行更加积极的财政政策。近年来，预防性动机增强导致私人部门超额储蓄增加，银行间债券市场是政府债券的最大持有方，四类金融机构是政府债券的最大持有者，其中商业银行占比最大，非法人产品其次，且近年来增长迅速。风险厌恶程度和人口结构是安全资产需求的重要影响因素，政府债务置换本质上是安全资产供给的增加，但是随着避险情绪与风险厌恶程度的上升，人口老龄化与经济下行，导致安全资产的超额需求，最终导致安全利率持续走低。一方面，政府债务置换增加了安全资产的供给，缓解安全资产短缺的情况，能扩大总需求，增加总产出。另一方面，长期来看，经济可能进入低利率环境。低利率环境下，政府债券供给的变化可能会导致规模异质性银行风险承担达到新的分离均衡，导致风险向经济欠发达地区的小规模银行集聚。

安全资产短缺会抑制总需求，理论上，存在两条缓解安全资产短缺的路径，一是增加安全资产的供给，二是降低安全资产的需求。根据以上分析和研究结论，提出以下政策建议：

(1) 从供给侧进一步增加安全资产的供给。首先，应该采用更加积极的财政政策，打破所谓 3% 的财政赤字率限制，国债是优质的安全资产，中央政府应该适度加大国债发行的力度，提高政府支出空间。其次，进行大规模债务置换，进一步增加显性债务与隐性债务、中央债务与地方债务的置换，对地方政府隐性债务进行评估、审计、重组，盘活存量资产实现新增融资，增加法定政府债券的供给，同时有序扩大地方政府专项债的使用比例和投向范围。最后，发展金融市场（提高 ρ ），尝试推动商业银行柜台市场交易扩容，增加柜台交易业务涉及的政府债券品种。

(2) 从需求侧进行公共预期管理。构建公共预期量化指标，对公共预期进行常态化检测，精准预判重大风险舆情，强化乐观预期引导，及时阻断负面预期传导渠道、并释放正面积极信号（降低 α ）。依据安全资产理论，人口老龄化影响安全资产的需求，政府应当适当发放生育津贴，鼓励生育，以缓解人口老龄化造成的安全资产超额需求。

(3) 此外，中国利率下行已经成为不可逆趋势，正深刻改变金融机构的风险承担。一方面，加强宏观审慎监管，在政府债务置换和法定债券增发的过程中，对不同金融机构风险进行分类监管，尤其需要关注欠发达地区中小规模银行的风险管控。另一方面，要求商业银行必须从依赖息差转向发展金融服务，在风险可控的前提下，探索综合经营，发展资产管理以及资产交易等业务，积极应对低利率环境转型。

参考文献

- [1] 财政部新闻办公室. 增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况[EB/OL]. (2024-11-09)[2025-09-17]. https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202411/t20241109_3947230.htm.
- [2] Cochrane J H. The Fiscal Theory of the Price Level[M]. Princeton University Press, 2023.
- [3] 楼继伟. 面向 2035 的财政改革与发展[J]. 财政研究, 2021(01): 3-9.
- [4] 周佳音, 陆毅, 王伟同. 税收安排与地方债务压力——来自债券利息收入税率调整的证据[J]. 经济研究, 2025(01): 22-38.
- [5] 樊成杰, 张屹山, 赵子英. 地方债务置换的宏观经济效应与财政政策选择[J]. 数量经济技术经济研究, 2025(07): 25-46.
- [6] 苏明政. 地方政府隐性债务、债务置换与企业商业信用[J]. 经济经纬, 2024(04): 149-160.
- [7] 刘磊, 王辉. 中国地方财政支出乘数研究[J]. 金融研究, 2025(03): 188-206.
- [8] 李一花, 李林巍. 债务纾困与地方政府道德风险[J]. 金融研究, 2024(03): 38-55.
- [9] 李一花, 李林巍, 王一迪. 地方债务置换与融资平台债务扩张[J]. 财贸经济, 2024(07): 40-56.
- [10] 李一花, 乔栋. 债务置换改善了地方政府债务可持续性吗?[J]. 财经理论与实践, 2024(01): 48-57.
- [11] 黄志刚, 李明琢, 董兵兵. 债务置换、系统性金融风险与宏观政策搭配[J]. 南开经济研究, 2024(01): 39-57.
- [12] Caballero R J, Farhi E, Gourinchas P O. The Safe Assets Shortage Conundrum[J]. Journal of Economic Perspectives, 2017(3): 29-46.

- [13] 袁志刚. 如何直面全球安全资产的短缺——数字货币的异化、美元危机与国际货币体系的未来[J]. 探索与争鸣, 2019(11): 19-22.
- [14] Caballero R J. On the Macroeconomics of Asset Shortages.[R]. National Bureau of Economic Research, 2006.
- [15] Baldwin R, Teulings C. Secular stagnation: facts, causes and cures[R]. Centre for Economic Policy Research, 2014.
- [16] Caballero R J, Farhi E. The Safety Trap[J]. The Review of Economic Studies, 2017(1): 223-274.
- [17] Blanchard O. Public Debt and Low Interest Rates[J]. American Economic Review, 2019(109): 1197-1229.
- [18] Blanchard O. Fiscal Policy under Low Interest Rates[M]. MIT press, 2023.
- [19] 财政部. 关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告[R]. 2025.
- [20] Mian A, Straub L, Sufi A. Indebted demand[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2021(4): 2243-2307.
- [21] Miao J, Su D. Fiscal and Monetary Policy Interactions in a Model with Low interest rate[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2024(4): 35-76.
- [22] Beaudry P, Kartashova K, Meh C. Asset demand and real interest rates[R]. National Bureau of Economic Research, 2024.
- [23] 陈英楠, 张智威, 刘仁和, 等. 中国宏观资本回报率的融合研究[J]. 经济研究, 2023(4): 41-57.
- [24] Bernanke B S, Bertaut C C, Demarco L, Kamin S. International capital flows and the return to safe assets in the united states, 2003-2007[J]. FRB International Finance Discussion Paper, 2011(1014).
- [25] Del Negro M, Giannone D, Giannoni M P, Tambalotti A. Safety, liquidity, and the natural rate of interest[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2017(1): 235-316.
- [26] Farhi E, Gourio F. Accounting for macro-finance trends: Market power, intangibles, and risk premia[R]. National Bureau of Economic Research, 2018.
- [27] UN. Population Division. World Population Prospects 2022[R]. 2022.
- [28] 李心雅, 楚尔鸣. 人口老龄化、家庭债务与消费支出[J]. 南开经济研究, 2025(02): 40-60.
- [29] 范从来, 刘绍保, 刘德溯. 中国资产短缺状况研究[J]. 经济理论与经济管理, 2013(02): 31-42.
- [30] 范从来, 邢军峰. 全球失衡的新解释:“资产短缺”假说[J]. 学术月刊, 2013(02): 82-89.
- [31] 张淦, 范从来, 郭传辉. 中国存在金融资产短缺吗?——基于金融资产供求的初步判断[J]. 南京社会科学, 2015(10): 9-16+25.
- [32] 杨胜刚, 阳旸. 资产短缺与实体经济发展——基于中国区域视角[J]. 中国社会科学, 2018(07): 59-80+205-206.
- [33] 范从来, 张前程. 资产短缺、国民财富导向与经济高质量发展[J]. 江苏社会科学, 2020(03): 100-110+242-243.
- [34] 马克思. 资本论: 第一卷[M]. 北京: 人民出版社, 2004:721-724
- [35] 马克思. 资本论: 第三卷[M]. 北京: 人民出版社, 2004:258-261

Macroeconomic Effects and Transmission Mechanisms of Government Debt Swap: A Perspective of Safe Asset Shortage

Abstract: Resolving local government debt, primarily through debt swaps, represents a central task for fiscal policy in the coming years. Considering government bonds as safe assets, we explore the macroeconomic effects and transmission mechanisms of government debt swap – which inherently increases the supply of safe assets – from the perspective of safe asset shortage. Stylized facts indicate that heightened precautionary savings motives have led to increased private sector excess savings, and that non-legal person wealth management products have rapidly grown to become the second-largest holder of government bonds. Despite the increased safe asset supply from debt swaps, heightened risk aversion and flight-to-safety behavior led to excess demand for safe assets, resulting in persistently low safe interest rates. We find that government debt swap can expand aggregate demand and increase output, potentially leading the economy into a low-interest rate environment. In this environment, changes in government bond supply can influence the decision-making of financial institutions, resulting in a new separating equilibrium in scale-heterogeneous banks' risk-taking. This paper provides theoretical support for a more proactive fiscal policy and offers practical guidance for risk-based supervision of different financial institutions during policy implementation.

Keywords: Debt Swap, More Proactive Fiscal Policy, Safe Asset Shortage, Local Government Debt