

地方政府的债务究竟有多少，没人知道确切数字。账面上明确的“显性负债”不难算，麻烦主要在于各种“隐性负债”，其中融资平台公司的负债占大头。学术界和业界对中国的地方政府债务做了大量研究，所估计的地方债务总额在2015年到2017年间约为五十万亿元，占GDP的六成，其中四成是隐性负债。

地方债总体水平虽然不低，但也不算特别高。就算占GDP六成，再加上中央政府国债，政府债务总额占GDP的比重也不足八成。相比之下，2018年美国政府债务占GDP的比重为107%，日本更是高达237%。而且我国地方政府借来的钱，并没有多少用于政府运营性支出，也没有像一些欧洲国家如希腊那样去支付社会保障，而主要是投资在了基础设施项目上，形成了实实在在的资产。虽然这些投资项目的回报率很低，平均不到1%，但如果“算大账”，事实上也拉动了GDP，完善了基础设施，方便了民众生活，整体经济与社会效益可能比项目回报率高。

但是债务风险不能只看整体，因为欠债的不是整体而是个体。如果某人欠了1亿元，虽然理论上全托人民每人出几分钱就够还了，但实际上这笔债务足以压垮这个人。地方债也是一样的道理，不能用整体数字掩盖局部风险。纵向上看，层级越低的政府负担越重，风险越高。特别是融资平台公司投资回报率低，收入就低，还债就有困难。由于有地方政府背后支持，这些公司只要能还上利息和到期的部分本金，就能靠借新还旧滚动和延续其余债务。但大多数融资平台收入太少，就算是只还利息也要靠政府补贴。2017年，除了北京，上海，广东，福建，四川和安徽等六省市外，其他省份的融资平台公司的平均收入，若扣除政府补贴，都无法覆盖债务利息支出。但政府补贴的前提是政府有钱，这些钱主要来自和土地开发有关的各种收入。一旦经济遇冷，地价下跌，政府也背不起这沉重的债务。

债务关系让经济各部门之间的联系变得更加紧密，任何部门出问题都可能传到到其他部门，一石激起千层浪，形成系统风险。银行既贷款给个人，也贷款给企业。若有人不还房贷，银行就会出现坏账，需要压缩贷款；得不到贷款的企业就难以维持，需要减产裁员；于时更多人失去工作，还不上放贷；银行坏账进一步增加，不得不继续压缩贷款.....如此，恶性循环便产生了。如果各部门负债都高，那应对冲击的资源 and 办法就不多，风吹草动就可能引发危机。这类危机往往来势汹汹，暴发和蔓延速度很快。

中国债务迅速上涨的势头始于2008年。当年金融危机从美国蔓延至全球，严重打击了中国出口。为防止经济下滑，中央立即出台了财政刺激计划，同时放宽了许多金融管制和对地方政府的投融资限制，带动了基础设施投资大潮，也推动了大量资金涌入房地产。在不断的投资扩张和房价上涨中，融资平台，房地产企业，贷款买房的居民，债务都迅速上升。其他企业也在宽松的金融环境中举债扩张，但投资回报率却在下降，积累了低效产能。

2008年至2009年，为应对全球金融危机，我国迅速出台“4万亿”计划，其中中央政府投资1.18万亿元，地方政府投资2.82万亿。为配合政策落地，帮助地方政府融资，中央放松了对地方融资平台的限制，同时不断降准降息，放宽银行信贷。当年的这些刺激资金找到了基建和房地产两大载体，相关投资迅猛增加。比如地方政府配合当时的铁道部，大量借债建设高铁；全国铁路固定资产投资从2007年2500亿元，猛增到2009年的7000亿元和2010年的8300亿元。

2010年到2011年，前期刺激下的经济出现过热迹象，再加上猪肉价格大涨影响，通货膨胀抬头，所以货币政策开始收紧。2011年，欧债危机爆发，国内制造业陷入困境，于是央行在2012年又开始降准降息，放松了对地方融资平台发债的限制，城投债于是激增，融资额又翻番。当年，信托贷款为主的影子银行开始扩张，把大量资金引向融资平台，推动当年基建投资猛涨，债务负担从2012年起再次加速上涨。

2015年遭遇股灾，人民币对美元汇率一路贬值。央行又开始降准降息，中央进一步放松了对房地产的调控，带动房价进一步上涨。时间到了2018年上半年，在连续两年相对宽松的外部条件下，央行等四部委联合出台“资管新规”，试图降低累计多年的金融风险。信用和资金开始收缩，民营企业的融资困难全面暴露。下半年，中美贸易战开始，经济增长继续放缓。2018年末，我国债务总量占比达到GDP的258%；其中居民债务为54%，政府债务为51%，非金融企业为154%。在政府债务中，中央国债约为17%，地方政府债务为34%。

对债务人来说，偿债是个算数问题：或提高收入，或压缩支出，或变卖资产拆东补西。实在还不上，就只能违约，那债权人就要受损。如果借来的钱能用好，能变成优质资产，产生更高收入，那债务负担就不是问题。但如果投资失败或干脆借钱消费挥霍，那就没有新增收入，还债就得靠压缩支出；居民少吃少玩，企业裁员控费，政府削减开支。但甲的支出就是乙的收入，甲不花钱乙就不挣钱，乙也得压缩支出。大家一起勒紧裤腰带，整个经济就会收缩，大家的收入一起减少。若收入下降得比债务还快，那就越来越穷。这个过程很痛苦，日子紧巴巴，东西没人买，反而会加重实际债务负担，因为没钱。如果抛售资产去还债，资产价格下跌，银行抵押物价值跟着下降，广大居民的商品房价值也要下降，将引发可怕的连锁反应。大家好好想一想，我们现在不正是这样吗？