

# 从“主动负债”到“被动负债”： 中央监管转变下的隐性债务扩张变化

聂 卓 刘松瑞 玄 威<sup>\*</sup>

**摘要：**中国地方债扩张受地方政府激励推动，而地方政府激励的作用方向受中央监管导向的塑造。本文发现，2015年前后中央监管导向趋严，地方隐性债务的扩张模式由“主动负债”转向“被动负债”。“主动负债”模式主要由地方政府激励驱动，以基础设施建设为主要用途。“被动负债”模式主要由地方政府偿债压力驱动，以借新还旧为主要用途。对隐性债务风险的分析表明，这一转变遏制了债务存量的扩张，但是债务利息成本与偿债可持续性仍然具有一定风险。

**关键词：**地方政府隐性债务；中央监管导向；地方政府激励

**DOI：**10.13821/j.cnki.ceq.2023.06.05

## 一、引 言

中国地方债问题受到学者和政府决策者的高度关注 (Bai et al., 2016; 张晓晶等, 2019)。财政部公布的数据显示，2019年地方政府显性债务存量为 21.3 万亿元。<sup>①</sup>对于地方政府隐性债务，不同的测算显示其规模大致在 20 万—40 万亿元之间 (汪德华和刘立品, 2019)。为了实现稳妥化解地方债务风险的目标，需要对地方债扩张的机制有深入的了解。

已有文献指出，地方债扩张受地方政府多方面激励与约束的影响。一支文献关注地方债总量的扩张问题。一方面，地方政府的激励扮演了重要角色。激励较强的官员会发行更多债务来扩张基建，推动地方发展 (曹婧等, 2019; 钟宁桦等, 2019; 汪峰等, 2020)。另一方面，地方政府的负债能力各有不同。给定负债动机，地方政府拥有的财政资源越多，市场信用越好，负债能力也越强 (钟辉勇和陆铭, 2015; 杨继东等, 2018; 张莉等, 2018; 毛捷等, 2019)。另一支文献关注地方债的借新还旧问题，发现融资平台在面对到期债务压力时，存在普遍的借新还旧现象 (Chen et al., 2020; 郁芸君等, 2020)。这些研究为理解地方债的扩张提供了丰富的视角。总体而言，以城投债为代表的融资平台债务表现出明显的“政策债”特点 (徐军伟等, 2020)。这意味着，地

\* 聂卓，对外经济贸易大学国际经济贸易学院；刘松瑞，中国人民大学应用经济学院；玄威，美国南加利福尼亚大学经济学系。通信作者及地址：刘松瑞，北京市海淀区中关村大街 59 号中国人民大学应用经济学院，100872；电话：18811162896；E-mail：liusongrui@ruc.edu.cn。感谢对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金(22QD31)的资助。作者感谢李力行、刘勇政、刘畅、马光荣、欧德赟、魏福成、席天扬、张牧扬、张惠强等提供的帮助和评论，以及两位匿名审稿人富有建设性的建议。当然文责自负。

① 参见中国地方政府债券信息公开平台 <http://www.celma.org.cn/>，访问时间：2021年6月15日。

方政府自身的激励并非孤立地发挥作用，还要受到中央监管导向的调节。2015年前后，以2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“国务院43号文”)的颁布和2015年新《中华人民共和国预算法》(以下简称“新《预算法》”)的实行作为标志，中央对地方债的监管逐渐严格(毛捷和徐军伟，2019)。在这一背景下，地方债的扩张机制出现了怎样的变化？这些变化对防范化解地方债风险会带来哪些影响？

本文从地方政府发展激励和到期债务压力两个角度切入，考察了融资平台债务扩张机制在2015年前后的变化。本文发现2014年以前，激励较强的官员辖区内的融资平台会发行更多的城投债，且这些债务主要用于基建投资；同一时期，到期债务压力对融资平台新发行城投债的正向影响较小。这一时段内，融资平台债务的发行主要受地方发展激励的影响。本文将这一时段的融资平台债务扩张模式总结为“主动负债”。

2015年后随着中央监管趋严，本文发现地方政府发展激励对城投债发行不再有正向影响。在这一阶段，由于融资职能受限，融资平台现金流变得紧张。同时，前期积累的债务开始逐渐到期，使得平台面临的债务兑付压力上升。在这些因素的作用下，本文发现到期债务压力对融资平台新发行城投债的正向影响显著增大，且这一影响主要集中在用于借新还旧的城投债。这一时段内，融资平台债务的发行主要受到到期债务压力的影响。本文将这一时段的融资平台债务扩张模式总结为“被动负债”。

从“主动负债”到“被动负债”的这一转变，与中央监管导向的转变密切相关。2008年金融危机发生后，为了配合经济刺激计划(以下简称“四万亿”)的实施，中央对地方政府融资平台的监管十分宽松。在宽松的监管环境下，地方政府融资平台能够轻易获得大量资金，其负债的规模主要取决于地方政府负债推动经济发展的意愿，即“主动负债”。随着地方债规模的不断扩大和潜在风险的不断累积，中央的监管态度趋严。以2014年年底国务院43号文的出台和2015年新《预算法》开始实施为标志，2015年前后中央陆续采取了包括将地方债纳入政绩考核、剥离融资平台融资职能、允许地方政府合法负债等一系列措施，加强对融资平台的监管约束。在趋严的监管导向下，主政官员大幅扩张债务的意愿和能力均受到限制。然而，严格的监管也导致融资平台现金流更加紧张，使其面对到期债务的兑付压力时被迫发行更多债务用于借新还旧，即“被动负债”。

债务扩张模式的变化对地方债风险会产生怎样的影响？首先，本文对融资平台有息负债存量进行了分析。结果显示，官员激励在2015年以前对其影响显著为正，2015年后影响消失。这一发现表明，2015年以来中央严监管有效抑制了地方政府基于发展动机的“主动负债”。到期债务压力在2015年前对融资平台有息负债存量影响不显著，2015年后影响显著为负，表明融资平台虽然存在借新还旧的“被动负债”现象，但其仍然化解了部分债务。因此从债务存量的角度看，中央的严监管措施已经有效抑制了融资平台债务的扩张。其次，从融资成本的角度，本文发现2015年后到期债务压力的增加，会导致新发行城投债的利率显著上升。中央对融资平台的严监管使得后者在市场上的信用下降；为了获得再融资确保到期债务兑付，融资平台不得不付出更高的利息成本。最后，从偿债可持续性的角度，本文发现2015年后到期债务压力的增大伴随着土地出让收入、一般债券收入，以及非税收入的显著增长。地方政府为了支持融资平台偿付债务，只能通过增加土地出让、获得更多一般债券额度，以及加强非税收入征集

来获得资金。

上述结果表明，存量债务的扩张风险已经得到有效控制。与此同时，高昂的利息成本可能产生的潜在债务风险也需要关注。从偿债可持续性的角度来看，在近年减税降费的大背景下，地方政府财力愈发紧张，只能通过依靠上级分配（或是努力向上级争取）更多显性债务额度、增加土地出让、筹集非税收入来应对融资平台到期债务的兑付。根据本文的测算，实际得到化解的融资平台债务中，有 66.9% 都是通过显性债务置换来偿还的。这一发现意味着地方政府通过增收化解隐性债务的能力有限。因此，在短期内利用显性债务发行化解隐性债务风险的同时，应当持续规范地方政府的举债冲动和举债方式，从而在长期中避免政府性债务总体水平过度扩张，实现债务风险的有效化解。

本文对已有文献有如下贡献。第一，本文丰富了对政府债务的理解 (Alesina and Passalacqua, 2016)。已有文献主要从税收平滑、财政幻觉、政治周期、部门利益、官员寻租、预算规则等角度出发，讨论了政府债务扩张背后的制度和政治机制 (Buchanan and Wagner, 1977; Barro, 1979; Yared, 2010; Azzimonti et al., 2016)。本文从不同层级政府间的互动出发，指出地方政府举债面对的制度激励因素并非静态，而是可能与中央政府监管导向和发展战略产生复杂的互动。在中国地方债的案例中，当中央政府倾向于鼓励地方政府发展经济，从而对地方债采取相对宽松的监管态度时，地方政府的发展激励会推动债务的快速扩张。当中央政府更关注债务风险防范从而加强监管时，地方政府发展激励对债务积累的正向作用便大大减弱。

第二，本文拓展了对中国地方债的认识。已有文献对存量隐性债务规模进行了基于多种口径的测算 (汪德华和刘立品, 2019)。学者们从官员激励、发展动力和财政体制等制度因素出发，强调地方债扩张背后的地方政府激励 (缪小林和伏润民, 2015; 冀云阳等, 2019; 毛捷等, 2019; 彭冲和陆铭, 2019; 钟宁桦等, 2019; 曹婧等, 2019; 汪峰等, 2020)<sup>①</sup>。与此同时，地方债扩张中的借新还旧现象也受到了学者的关注 (Chen et al., 2020; 郁芸君等, 2020)。在地方政府激励之外，学者们发现中央政府对地方债发行制度进行的改革在硬化地方政府预算约束、化解地方债风险方面起到了积极作用 (朱莹和王健, 2018; 吕炜等, 2019)。在理解地方债扩张机制的基础上，已有研究讨论了债务风险的定价逻辑、触发机制和传导路径等问题 (王永钦等, 2016; 项后军等, 2017; 毛锐等, 2018)。然而，随着中央监管导向发生变化，地方债扩张背后的地方政府激励机制以及风险特征，在不同时期存在着较大变化 (毛捷和徐军伟, 2019)。对这一问题，目前文献还缺乏系统的实证分析。本文对“主动负债”与“被动负债”两个阶段的划分，考虑到了“中央对地方融资平台监管导向的不同”这一因素，从一个更全面的分析视角，深化了对地方债扩张的理解。随着中央监管趋严，融资平台债务的扩张模式从发展激励驱动的“主动负债”，转向确保到期债务兑付的“被动负债”。在这种转变下，债务风险的积累也从债务存量规模扩张，转向利息负担加重和偿债收入可持续性挑战。

需要说明的是，在融资平台债务之外，还存在包括“明股实债”PPP、违规政府购

<sup>①</sup> 给定地方政府扩张债务的激励和能力，一系列文献讨论了地方政府如何通过资产延伸和风险联保来利用融资平台扩张债务。这些文献包括汪莉和陈诗一 (2015)、钟辉勇等 (2016)、马文涛和马草原 (2018)、张莉等 (2019)、徐军伟等 (2020)、张路 (2020)。

买服务在内的多种地方政府隐性债务。不同的隐性负债模式有各自的特点，但与融资平台模式一致的是，地方政府举借这些隐性债务的初衷都是为了推动地方社会经济的发展。因此，尽管本文的结论不能直接套用到非融资平台债务的隐性债务上，但本文提供的框架对于理解作为整体的地方政府隐性负债行为是具有一般意义的。

## 二、中国地方债的制度变迁

### (一) “四万亿”与地方政府“主动负债”

2008年年底为应对经济危机，中国政府推出了“四万亿”刺激计划。2009年银监会92号文进一步提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。在中央政府的鼓励下，地方政府融资平台负债规模快速上升。国家审计署2011年发布的《全国地方政府性债务审计结果》显示，截至2010年年底，全国地方政府性债务余额107 174.91亿元，其中52 358.8亿元为2009年和2010年两年间举借，地方债规模快速扩张。

融资平台债务的快速积累不久就引发了中央关注。2010年国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，指出“要抓紧清理核实并妥善处理融资平台公司债务，加强对融资平台公司的融资管理和银行业金融机构等的信贷管理”。然而，出于促进经济增长等原因，中央并未限制融资平台为政府融资的职能，更未要求对存量债务进行化解。根据审计署2013年发布的《全国政府性债务审计结果》，截至2013年6月底，地方政府债务总额达到178 908.66亿元。附录Ⅰ图A1展示了2007—2018年间全国人均融资平台有息债务增量占GDP比重随时间变化的趋势。<sup>①</sup>可以看到，2015年以前全国人均融资平台债务增量持续快速增长。

融资平台在“四万亿”后的大规模举债有较松的中央监管环境作为外部条件，同时也离不开地方政府推动发展的发债动机。大量关于地方债的新闻报道，都提及地方政府发展激励在其中的作用。<sup>②</sup>一系列文献在实证研究中也发现，地方政府发展激励的确与“四万亿”后融资平台债务的扩张密切相关（曹婧等，2019；钟宁桦等，2019）。

### (二) 中央严监管与地方政府“被动负债”

地方政府隐性债务的扩张引发了国内和国际社会对于系统性金融风险的担忧。2015年前后中央政府对地方债的监管逐渐转向严格。中央对地方债的监管措施大体可以分为三类。第一，将政府性债务正式纳入政绩考核。2014年10月，国务院发布《国务院关于深化预算管理制度改革的决定》，提出“把政府性债务作为一个硬指标纳入政绩考核。明确责任落实，省、自治区、直辖市人民政府要对本地区地方政府性债务负总责。”2017年中央金融工作会议提出“各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。”2018年中央政府下发《地方政府隐性债务问责办法》，对隐

<sup>①</sup> 限于篇幅，附录未在正文报告，感兴趣的读者可在《经济学》（季刊）官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载。

<sup>②</sup> 参见 <http://politics.people.com.cn/n1/2020/0716/c1001-31786670.html>，访问时间：2021年5月10日。

性债务的问责作出了具体规定。在中央政府的督促下，各级地方政府也陆续将政府性债务纳入政绩考核当中。<sup>①</sup>

第二，剥离融资平台为政府融资的职能。2014 年 10 月，国务院 43 号文提出“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务。”2015 年开始实行的新《预算法》进一步提出允许地方合法发行地方政府债券，除此以外“地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。”在这一思路指导下，中央政府加强了对地方隐性债务的监测，从 2014 年开始对全口径隐性债务进行摸底，并于 2018 年正式上线全口径债务监测系统。中央政府要求融资平台不得承担土地储备职能，限制融资平台利用土地抵押获得贷款，禁止将公益性资产注入融资平台，并对融资平台通过 PPP 和政府购买服务违规举债进行了直接制止。<sup>②</sup> 针对存量隐性债务，中央在 2018 年要求各地用五到十年进行化解。<sup>③</sup>

第三，允许地方政府合法负债以满足地方政府的合理融资需求。新《预算法》规定，在中央政府规定的限额内，允许地方政府合法发行一般债和专项债。一方面，在债务存量方面，地方政府债券中的一定额度用于置换 2014 年年底甄别确定的隐性债务，以加强监管，降低利息成本。2015—2019 年间，全国合计发行地方政府一般债券 12.76 万亿元，其中数万亿元直接用于置换隐性债务。另一方面，在债务增量方面，2015—2019 年间，地方政府合计发行了 22.77 万亿元的地方政府债券，其中与建设项目明确对应的专项债 10.01 万亿元。在相当部分融资需求被显性债务满足后，地方政府通过融资平台违法违规融资的冲动下降。

在上述中央监管措施的合力下，融资平台为政府举债扩张基建的行为受到了明显的约束。附录 I 图 A1 显示 2015 年开始，融资平台有息债务增量呈现出明显的下降趋势。在附录 I 图 A2 中，本文进一步展示了 2007—2018 年分用途的城投债发行情况。可以看到，用于基建投资的城投债发行规模从 2015 年开始逐渐下降。

中央的严格监管有效抑制了地方政府通过融资平台“主动负债”扩张基建的行为，但融资平台在市场上的融资规模仍然十分巨大。附录 I 图 A2 显示，城投债发行规模在 2015 年后仍然快速增长，且这一趋势主要由用于借新还旧的城投债驱动。这一现象背后有两方面原因。一方面，中央监管宽松时，融资平台的现金流较为充裕；即便有部分债务到期，也不一定需要专门进行借新还旧。随着中央监管转严，融资平台通过过去的融资渠道获得的现金流不断减少，从而更加需要通过借新还旧来获得用于偿还债务的现金流。另一方面，由于债务不断积累，到期债务的规模随着时间推移越来越大。附录 I 图 A3 展示了 2007—2018 年全国地级市及以下级别融资平台到期债务规模变化情况，可以看到 2009 年后融资平台到期债务压力不断上升；2015 年后每年平均到期债务规模是 2014 年以前的两倍以上。即便有地方政府在现金流上的支持，融资平台有限的收入也难以应对高额的债务兑付压力，从而其借新还旧的需求增加。尽管在 2015—2018 年间，中央

<sup>①</sup> 相关报道可参见 [http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201410/t20141021\\_4539916.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201410/t20141021_4539916.html), <https://weekly.caixin.com/2018-03-09/101219173.html>, 访问时间：2021 年 7 月 5 日。

<sup>②</sup> 参见 2016 年《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》、2017 年《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，以及 2017 年《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》。

<sup>③</sup> 相关报道参见 <https://weekly.caixin.com/2018-10-05/101332136.html>, 访问时间：2021 年 7 月 5 日。

政府逐步批准发行了数万亿元置换债券，用于对部分融资平台债务进行置换，但根据学术界对存量隐性债务规模的测算，未置换的融资平台债务规模依然很大。由于大部分当年到期的债务并非于现任官员主政期间举借，现任官员很大程度上是被动地应对不断到期的融资平台债务。<sup>①</sup>因此，本文将由到期债务压力驱动、主要关注借新还旧的债务扩张模式称为“被动负债”。

“被动负债”阶段的一个显著特征是融资平台需要承受高昂的利息成本。例如2017年有公开新闻采访提到，“以其所在的平台为例，主要集中在公益性基础设施建设领域，存量债务压力大，2014年底地方政府债务清理甄别时，只有约三分之一的债务纳入地方政府债务，其余存量债务需由平台自身还本付息，平台公司不得不借新还旧，每年仅利息支出就高达数十亿元，利息偿付压力较大……”。<sup>②</sup>面对巨大的还本付息压力，一些平台通过各种渠道举借利率较高的资金。例如，2018年有报道指出，“……现在银行和金融机构的资金受到限制，（融资平台）更多通过信托或者地方交易所募集普通民众的资金，对收益率要求更高，平均融资成本在9%以上。”<sup>③</sup>

在借新还旧之外，地方政府也在努力筹措资金帮助融资平台确保兑付。然而在近年大规模减税降费的背景下，税收收入增长空间有限，因而地方政府往往通过增加土地出让和取得上级支持来筹措资金。附录Ⅰ图A4展示了2009—2018年间全国人均土地出让收入变化情况。除去2013年因棚改导致的土地出让大幅增加之外，2015年以前全国人均土地出让收入稳定在2000元上下。然而从2016年开始，地方政府土地出让收入持续上升，2018年人均土地出让收入超过4000元，几乎是2015年的两倍。在上级支持方面，中央政府提供的显性债务额度对融资平台债务的置换起到了重要作用。2015—2019年间，全国合计发行地方政府一般债券12.76万亿元，其中数万亿元直接用于置换隐性债务。

### 三、数据和变量

#### （一）数据来源

本文使用的主要数据如下。曹婧等（2019）基于新的融资平台名单，搜集并公开了地级市层面的城投债和融资平台有息债务数据。本文使用这套数据作为融资平台债务分析的基础。同时，本文也使用Wind口径的城投债数据作为稳健性检验。由于曹婧等（2019）没有公开其使用的新口径融资平台名单，因此作者基于Wind口径的融资平台名单，在Wind数据库中获取了融资平台财务报表数据。为了讨论融资平台的融资成本，作者从Wind上导出了债券层面的城投债信息，包括发行金额、发行利率、发行期限等。为了讨论地方政府发展激励的影响，作者从CCER官员数据库（姚洋等，2020）中获得了地级市市委书记的年龄、任期、学历等特征信息。城市层面社会经济变量来自CEIC数据库、《中国城市统计年鉴》，以及《区域经济统计年鉴》；土地出让收入来自《中国

① 2007—2018年间，市委书记任期长度的中位数为3年，而城投债发行期限的中位数为5年。

② 新闻原文参见 <https://weekly.caixin.com/2017-10-28/101162391.html?p0#page2>，访问时间：2021年7月20日。

③ 新闻原文参见 <https://weekly.caixin.com/2018-03-09/101219173.html>，访问时间：2021年7月20日。

国土资源统计年鉴》。省份层面财政收入相关变量来自《中国财政年鉴》和财政部地方政府债券信息公开平台。本文对所有的连续变量在 1% 和 99% 分位数处进行了缩尾(winsorize) 处理。

## (二) 变量说明

发债规模。本文参考钟辉勇和陆铭 (2015)，使用当年人均城投债发行金额来度量融资平台当年的发债情况。在稳健性检验中，本文还使用了当年是否发债、发债只数、Wind 口径人均城投债发行金额。在针对债务存量的讨论中，本文使用人均融资平台有息债务金额(对数)来度量融资平台债务存量的变化情况。表 1 展示了融资平台债务相关变量的描述统计。

融资利率。本文使用城投债发行票面利率作为融资平台融资成本的度量。为了排除无风险利率波动的影响，已有文献在回归中通常使用某一期限的国债利率，或者期限相近的国债利率作为无风险利率。然而，由于国债的发行期限类别不如城投债多样，这种匹配通常会导致一定的误差。本文在涉及利率的回归中控制了债券发行期限  $\times$  年份的固定效应，从而能够剔除任一期限的无风险利率波动对本文回归结果的影响。表 1 中可以看到，城投债发行的平均票面利率为 5.852%，高于地方政府债券 (3.600%)。<sup>①</sup>

到期债务压力。本文使用上一年地级市区域内所有融资平台的流动负债之和与地级市人口的比值(对数)来度量当年地级市到期债务压力。本文在稳健性检验中使用融资平台当年偿还债务的现金支出来替换上年流动负债。从表 1 中可以看到，两种度量的描述统计非常接近，说明使用上年流动负债规模来度量当年到期债务压力是可靠的。

表 1 融资平台债务变量描述统计

变量名	观测值数量	均值	标准差	最小值	最大值
人均新发行城投债金额(对数)	3 471	3.028	3.301	0	8.851
是否新发行城投债	3 471	0.471	0.499	0	1
新发行城投债只数(对数)	3 471	0.670	0.931	0	5.063
人均新发行城投债金额(Wind, 对数)	3 471	2.999	3.297	0	8.883
人均融资平台有息债务存量(对数)	3 471	6.862	2.918	0	11.221
人均新发行基建投资城投债金额(对数)	3 471	2.261	2.936	0	7.608
人均新发行借新还旧城投债金额(对数)	3 471	1.261	2.479	0	8.131
到期债务压力	3 268	6.774	1.771	1.675	10.299
到期债务压力(稳健性检验)	3 327	6.392	1.870	1.477	10.610
城投债发行票面利率	9 794	5.852	1.369	2.970	9.300
城投债发行期限	9 794	4.324	2.379	0.356	10

<sup>①</sup> 需要说明的是，在中国的城投债实际发行过程中，相当一部分融资成本以顾问费等形式支付。因此相比真实的城投债融资成本，观测到的票面利率仍然存在低估。根据作者与业界人士交流，这种低估经常是为了掩盖已经十分高昂的借新还旧成本。在这种情况下，本文如果发现到期债务压力对新发行城投债利率有正向影响，那么这种观测到的正向关系更可能是被低估的。

(续表)

变量名	观测值数量	均值	标准差	最小值	最大值
是否市级平台发行	9 794	0.695	0.460	0	1
单只城投债发行金额（对数）	9 794	1.944	0.657	0.000	3.401

注：表中所有连续变量均在1%和99%分位数处进行了缩尾(winsorize)处理。对存在0值和负值的变量取对数时，本文采用反比例双曲函数(即 $\log(x + (1 + x^2)^{-1}(1/2))$ )取对数的方法。

地方政府发展激励。参考Xi et al. (2018)、姚洋和张牧扬(2013)，本文使用市委书记年龄小于或等于57岁来表示地方主政官员发展激励较强。由于厅级官员退休年龄为60岁，且在绝大多数情况下退休前两年官员便不会再得到提拔，因此57岁通常是地厅级官员最后的晋升机会。所以相比58岁及以上的官员，57岁及以下的官员更有激励推动地方发展。本文定义“市委书记发展激励”虚拟变量，当市委书记年龄小于或等于57岁时取1，否则取0。从表2中可以看到，有11.4%的市委书记年龄超过了57岁。

中央监管力度。本文选取2015年新《预算法》正式实行作为中央监管由松转严的标志，并定义2015年及以后为严监管时期。国务院2014年43号文当然也是一个地方债监管的重要文件，但其颁布时间为2014年10月，因此对融资平台债务发行产生的影响主要也发生在2015年以后。需要说明的是，中央监管力度的趋严是一个渐进的过程，并非2015年便一蹴而就；相应地，中央监管在2015年后也不是每个时间点都保持绝对严格。本文的分析着眼于2015年前后中央监管导向的总体变化，认为2015年后平均而言，中央监管比2014年及以前明显更加严格。转向严监管的时间点选取2015年只是一种分析上的方便，选取2014年或2016年并不会对本文的分析产生本质上的影响。<sup>①</sup>

各项财政收入。为了研究地方政府在“被动负债”阶段的偿债可持续性，本文考察了土地出让、转移性收入、非税收入、税收收入四种收入来源。其中，转移性收入定义为一般预算支出与一般预算收入的差值。2014年及以前，转移性收入主要是上级拨付的转移支付收入；2015年以后，其中还包括了一般债务净收入(即一般债务收入与一般债务还本支出的差值)。由于没有一般债务的发债权，地级市政府只能在上级分配的限额内，通过上级政府转贷的方式获得一般债务收入。这种情况下，地级市政府的一般债务收入与转移支付收入类似，都高度依赖上级分配。因此，我们使用“转移性收入”来称呼一般预算支出与一般预算收入的差值。在指标构造方面，以土地出让收入为例，本文使用人均土地出让收入(对数)。这四项财政收入指标的描述性统计见表2。

其他控制变量。参考毛捷等(2019)、钟宁桦等(2019)，本文选取GDP(对数)、人口数(对数)、第二产业GDP占比、人均GDP(对数)、GDP增速作为控制变量。为了使控制变量更加外生，回归中这些变量均滞后一期。为了控制债务存量对发债行为的影响，回归中控制了滞后一期的人均融资平台有息债务存量(对数)。除年龄之外，根据汪峰等(2020)，市委书记上任时间长度也可能对地方债扩张产生影响。本文在回归中控制了市委书记上任时间长度(年)的固定效应。同时，回归中还控制了市委书记是否为本地人。控制变量的描述统计参见表2。

<sup>①</sup> 稳健性检验的结果见附录II。

表 2 官员特征、财税变量和控制变量描述统计

变量名	观测值数量	均值	标准差	最小值	最大值
<b>官员特征</b>					
市委书记激励	3 471	0.886	0.318	0	1
市委书记任期	3 471	2.641	1.705	1	10
市委书记是否为本地人	3 471	0.035	0.183	0	1
<b>财税变量</b>					
人均土地出让收入(对数)	3 403	6.923	1.225	3.565	9.742
人均转移支付收入(对数)	3 471	8.433	1.716	-5.750	10.342
人均非税收入(对数)	2 999	7.022	0.958	4.191	9.200
人均税收收入(对数)	2 999	7.372	1.022	4.890	9.925
<b>控制变量</b>					
GDP 增长率(滞后一期)	3 471	0.134	0.085	-0.190	0.372
第二产业占比(滞后一期)	3 471	0.484	0.110	0.181	0.794
人口总数(滞后一期, 对数)	3 471	8.117	0.629	6.836	9.062
GDP 总额(滞后一期, 对数)	3 471	4.578	0.910	2.828	6.246
人均 GDP(滞后一期, 对数)	3 471	10.306	0.784	8.644	12.334

注：表中所有连续变量均在 1% 和 99% 分位数处进行了缩尾(winsorize) 处理。对存在 0 值和负值的变量取对数时，本文采用反比例双曲函数(即  $\log(x + (1 + x^2)^{(1/2)})$ ) 取对数的方法。

## 四、城投债扩张模式的转变：从“主动负债”到“被动负债”

### (一) “主动负债”：基准回归

本节使用的回归设定如下：

$$Debt_{ct} = \alpha + \beta_1 Inc_{ct} + \beta_2 Inc_{ct} \times Post2015_t + X_{ct} + \delta_c + \lambda_t + \gamma_p \times \lambda_t + \epsilon_{cpt}, \quad (1)$$

其中， $Debt_{ct}$  为融资平台发债相关变量，基准回归中为人均新发行城投债金额(对数)； $Inc_{ct}$  代表地级市主政官员激励； $Post2015_t$  为虚拟变量，当年份为 2015 及以后时取 1，否则取 0。 $X_{ct}$  为上文第三部分中提到的一组控制变量。 $\delta_c$  和  $\lambda_t$  分别为城市固定效应和年份固定效应。 $\gamma_p \times \lambda_t$  为省份固定效应与年份固定效应的交互项，用于控制省份层面随时间变化的各种不可观测因素，如省级领导的偏好等。 $\epsilon_{cpt}$  为聚类到城市层面的误差项。 $\beta_1$  代表 2014 年及以前官员激励对融资平台发债的影响， $\beta_2$  代表 2015 年及以后官员激励影响相对 2014 年以前的变化。

表 3 展示了基于式(1) 的回归结果。列(1) 控制了城市固定效应和年份固定效应；列(2) 在列(1) 的基础上加入了省份×年份固定效应；列(3) 在列(2) 的基础上加入了控制变量。列(4)–(6) 在列(1)–(3) 的基础上加入了市委书记激励与 2015 年后虚拟变量的交互项。可以看到，列(1)–(3) 中市委书记激励对城投债发行的影响

为正，但均不显著。在加入市委书记激励与 2015 年后虚拟变量交互项后，列（4）—（6）中市委书记激励系数在 0.5 左右，约为列（3）中相应系数大小的 3 倍，且均在 5% 的显著性水平上显著。由于被解释变量为对数形式，因此这一系数可以理解为，2014 年以前市委书记发展激励导致城投债发行规模上升了约 50%。这一结果验证了中央监管宽松时期地方政府“主动负债”模式的存在。

进一步考察市委书记激励与 2015 年后虚拟变量交互项的系数，可以看到交互项的系数在列（4）—（6）中均在 -0.76 左右，且在 5% 的显著性水平上显著。这一交互项系数的绝对值略大于市委书记激励的系数，表明 2015 年中央监管趋严后，市委书记激励对融资平台城投债发行的促进作用大幅减弱，“主动负债”模式式微。

表 3 市委书记激励对城投债发行的影响：基准回归

	被解释变量 = 人均新发行城投债金额（对数）					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
市委书记激励	0.1865 (0.147)	0.1750 (0.157)	0.1874 (0.158)	0.3626 * (0.218)	0.5122 ** (0.213)	0.5396 ** (0.209)
市委书记激励 × 2015 年后				-0.3237 (0.309)	-0.7625 ** (0.323)	-0.7811 ** (0.317)
观测值数量	3 471	3 471	3 471	3 471	3 471	3 471
R <sup>2</sup>	0.560	0.634	0.637	0.562	0.635	0.638
城市固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
省份 × 年份固定效应	否	是	是	否	是	是
控制变量	否	否	是	否	否	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

## （二）“被动负债”：基准回归

分析“被动负债”时，本文使用的回归模型如下：

$$Debt_{ct} = \alpha + \beta_1 Repay_{ct} + \beta_2 Repay_{ct} \times Post2015_t + X_{ct} + \delta_c + \lambda_t + \gamma_p \times \lambda_t + \epsilon_{cpt}. \quad (2)$$

式（2）与式（1）唯一不同之处在于，将市委书记激励替换为了到期债务压力。式（2）的其余设定与式（1）完全一致，故在此不再赘述。

表 4 展示了基于式（2）的回归结果。列（1）控制了城市固定效应和年份固定效应；列（2）在列（1）的基础上加入了省份 × 年份固定效应；列（3）在列（2）的基础上加入了控制变量。列（4）—（6）在列（1）—（3）的基础上加入了到期债务压力与 2015 年后虚拟变量的交互项。可以看到，列（1）—（3）中到期债务压力对城投债发行的影响为正，且系数至少在 5% 的显著性水平上显著。尽管如此，在加入了到期债务压力与 2015 年后虚拟变量的交互项后，列（4）—（6）中交互项的系数均显著为正，且在 1% 的显著性水平上显著。从系数大小看，列（6）中交互项的系数大小 0.4158 约为到期债务压力系数大小 0.1340 的 3 倍，表明到期债务压力对城投债发行的促进作用在 2015 年后

增加了约 3 倍。这些结果显示，2015 年后，到期债务压力对融资平台城投债发行的影响大幅上升。也就是说，在 2015 年后“被动负债”模式在城投债扩张中起到了更加重要的作用。

一种对表 4 结果的担忧是，到期债务压力对城投债发行的影响可能存在内生性问题。由于大部分到期债务均为前任官员在任期间举借，因此对当年城投债发行相对外生。<sup>①</sup> 同时，接下来的第三小节区分了城投债的债务用途，发现到期债务压力在 2015 年后主要影响用于借新还旧的城投债。由于到期债务压力与借新还旧之间的因果关系非常直接，因而内生性问题对表 4 结果的影响不大。

表 4 到期债务压力对城投债发行的影响：基准回归

	被解释变量 = 人均新发行城投债金额（对数）					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
到期债务压力	0.1872** (0.073)	0.1623** (0.068)	0.1786*** (0.068)	0.1609** (0.066)	0.1353** (0.064)	0.1340** (0.064)
到期债务压力 × 2015 年后				0.4364*** (0.068)	0.3912*** (0.079)	0.4158*** (0.082)
观测值数量	3 268	3 268	3 268	3 268	3 268	3 268
R <sup>2</sup>	0.560	0.633	0.635	0.568	0.637	0.640
城市固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
省份 × 年份固定效应	否	是	是	否	是	是
控制变量	否	否	是	否	否	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

### （三）债务用途分析

为了更好地理解“主动负债”与“被动负债”两种债务扩张模式背后的机制差异，本文考察了不同用途城投债在不同的债务扩张逻辑下，受到的影响有何差异，结果见表 5。列(1)、(3) 和列(2)、(4) 分别使用人均新发行基建投资城投债金额（对数）和人均新发行借新还旧城投债金额（对数）作为被解释变量。列(1)、(2) 和列(3)、(4) 分别研究市委书记激励和到期债务压力的影响。从列(1) 和列(2) 中可以看到，2014 年以前市委书记激励对基建投资城投债发行影响为正，且系数在 5% 的显著性水平上显著。相比之下，市委书记激励对借新还旧城投债发行的影响虽然也为正，但在统计上不显著，且系数要小于对基建投资城投债的影响。这一结果显示，“主动负债”更多地是影响融资平台基建用途的债务。在 2015 年后，市委书记激励对基建投资和借新还旧城投债的影响均大幅减弱。

在“被动负债”方面，考察列(3) 和列(4) 可以看到，2015 年以前到期债务压力

<sup>①</sup> 样本中市委书记任期长度中位数为 3 年；而城投债发行期限中位数为 5 年。

仅与基建投资城投债发行有微弱的正相关，与借新还旧城投债发行相关性极弱。2015年以后，到期债务压力对基建投资城投债和借新还旧城投债的正向影响都有所上升，但对后者影响的增加要远远大于前者 ( $0.6538 > 0.1345$ )。这一结果显示“被动负债”主要作用于借新还旧。

综合列(1)—(4)的发现，可以对样本期内城投债扩张机制的变化做出如下概括：在2014年以前，中央对融资平台监管态度相对宽松，在主政官员激励促进下，融资平台大规模发行城投债扩张基建；在这一阶段，由于融资平台现金流十分充裕，且到期债务规模有限，因而融资平台到期债务压力对借新还旧的影响相对较小。2015年后，随着中央监管导向趋严，主政官员激励对融资平台发债的促进作用大幅减弱；在这一时期，严监管限制了融资平台的融资职能，使得其现金流变得十分紧张，不断增长的到期债务压力使得融资平台对借新还旧的依赖大幅上升。

表5 “主动负债”与“被动负债”的差异：区分债务用途

	基建投资城投债 (1)	借新还旧城投债 (2)	基建投资城投债 (3)	借新还旧城投债 (4)
市委书记激励	0.4735** (0.203)	0.2066 (0.175)		
市委书记激励×2015年后	-0.6062* (0.321)	-0.5241* (0.277)		
到期债务压力			0.1080* (0.058)	-0.0189 (0.054)
到期债务压力×2015年后			0.1345* (0.077)	0.6538*** (0.078)
观测值数量	3 471	3 471	3 290	3 290
R <sup>2</sup>	0.534	0.678	0.535	0.701
城市固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

## 五、“被动负债”模式下的债务风险问题

上文指出，目前城投债扩张已经从“主动负债”转向了“被动负债”。那么，这种债务扩张模式转变会如何影响地方债的潜在风险？本部分将从存量债务、利息负担，以及地方政府偿债可持续性三个角度进行分析。

### (一) 存量债务规模

理论上，“主动负债”时期地方政府通过融资平台大规模举债扩张基建，会导致存量债务不断积累。随着中央监管转严，地方政府通过融资平台扩张基建的激励和能力都被削弱，而“被动负债”阶段的借新还旧本身并不会创造新的存量债务。因此，“被动负债”阶段存量债务的扩张风险应该已经得到了较好的抑制。

为了检验这一逻辑，本小节将被解释变量替换为人均融资平台有息债务存量（对数），回归结果见表 6。列（1）和列（2）考察了市委书记激励对融资平台有息债务存量的影响如何在 2015 年前后变化。列（1）中市委书记激励本身以及与 2015 年后虚拟变量的交互项符号均与基准回归表 3 中一致，且在 5% 的显著性水平上显著。在加入省份×年份固定效应后，市委书记激励系数仍然显著为正；其与 2015 年后虚拟变量的交互项虽然在统计上不显著（ $p$  值 = 0.118），但系数仍为负，且绝对值大于市委书记激励的系数。这些结果表明，“主动负债”阶段地方官员出于发展激励扩张债务的风险，在中央严监管下得到了有效抑制。

列（3）和列（4）考察了到期债务压力对存量债务的影响。两列中到期债务压力的系数都很小且均不显著，表明在 2014 年以前地方政府对存量债务的化解力度很小。到期债务压力与 2015 年后虚拟变量的交互项在两列中均显著为负，表明虽然融资平台存在大规模借新还旧的现象，但在 2015 年后中央严格的化债要求之下，还是对相当部分债务进行了化解。根据列（4）估计的结果，可以得到每 1 元的到期债务中，有 0.378 元没有通过融资平台借新还旧的方式存续（即实际得到了化解）。①

表 6 债务扩张模式转变与存量债务风险

	被解释变量 = 人均融资平台有息债务存量（对数）			
	(1)	(2)	(3)	(4)
市委书记激励	0.1958** (0.085)	0.1638* (0.096)		
市委书记激励 × 2015 年后	-0.2657** (0.105)	-0.2015 (0.129)		
到期债务压力			-0.0219 (0.046)	-0.0407 (0.046)
到期债务压力 × 2015 年后			-0.0813* (0.042)	-0.1080** (0.046)
观测值数量	3 471	3 471	3 268	3 268
R <sup>2</sup>	0.828	0.856	0.827	0.856
城市固定效应	是	是	是	是

① 2015—2018 年样本人均融资平台有息债务均值为 12 424 元/人，到期债务压力均值为 4 891 元/人，人均融资平台有息债务对到期债务压力的弹性为  $(-0.0407) + (-0.1080) = -0.1487$ ，故得到  $12 424 \times 0.1487 / 4891 = 0.378$ 。

(续表)

	被解释变量=人均融资平台有息债务存量(对数)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
年份固定效应	是	是	是	是
省份×年份固定效应	否	是	否	是
控制变量	是	是	是	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

## (二) 利息负担

在存量债务之外，债务风险还体现在利息负担方面。因此，本小节考察融资平台的融资成本在“被动负债”阶段的特征。回归模型如下：

$$\text{rate}_{cbt} = \alpha + \beta_1 \text{Repay}_{ct} + \beta_2 \text{Repay}_{ct} \times \text{Post 2015}_t + X_{ct} + K_{bt} + \delta_c + \lambda_t + \gamma_p \times \lambda_t + \epsilon_{cbpt}, \quad (3)$$

其中， $\text{rate}_{cbt}$  代表城市  $c$  在年份  $t$  发行城投债  $b$  的票面利率。 $K_{bt}$  是债券层面的控制变量，包括发行金额（对数）、发行期限固定效应与年份固定效应的交互项、发行融资平台隶属行政级别与年份固定效应的交互项。 $\epsilon_{cbpt}$  是聚类到城市层面的误差项。其余符号的含义与式（2）完全一致。

基于式（3）的回归结果见表 7。列（1）仅控制了城市固定效应和省份×年份固定效应；列（2）在列（1）的基础上控制了城市和官员特征；列（3）在列（2）的基础上控制了债券层面特征。无论在哪种设定下，2015 年以前到期债务压力对城投债发行利率都没有显著影响。这一结果说明，在中央监管较为宽松时，融资平台获取资金相对容易，到期债务兑付压力不大，不会影响市场对其风险的评价。

相比之下，2015 年后到期债务压力对城投债发行利率的影响在三列回归中均显著为正。列（3）中，到期债务压力与 2015 年后虚拟变量的交互项在 1% 的水平上显著为正。经过计算，到期债务压力在 2015 年后平均而言导致城投债发行利率上升了 0.6183 个百分点，相当于 2015 年后城投债发行平均利率 5.524% 的 11.2%。<sup>①</sup> 考虑到融资成本越高的地区，越有动机将部分融资成本以顾问费等形式隐藏起来，这里得到的估计结果很可能存在低估。随着中央监管变得愈加严格，融资平台的融资能力受到限制，市场对其到期债务再融资可能伴随的违约风险也变得更加重视，从而对其要求更高的利率。

本小节的发现表明，尽管在“被动负债”阶段存量债务扩张风险已经得到抑制，但陆续到期的债务给融资平台带来了较大的再融资压力，导致其不得不负担高昂的利息成本。尽管中央对相当部分的融资平台债务进行了置换，但剩余的融资平台债务规模仍然不可小觑。这部分未置换债务所产生的利息成本，可能导致潜在债务风险。

<sup>①</sup> 到期债务压力在 2015 年后均值为 7.5407，因此平均而言到期债务压力在 2015 年后导致城投债发行利率上升了  $7.5407 \times 0.0820 = 0.6183$ 。城投债发行利率在 2015 年后的均值为 5.524，因此到期债务压力能够解释 2015 年后城投债利息成本的  $0.6183 / 5.524 = 11.2\%$ 。

表 7 “被动负债”与利息成本

	被解释变量 = 城投债发行票面利率		
	(1)	(2)	(3)
到期债务压力	0.0393 (0.053)	-0.0118 (0.056)	-0.0156 (0.052)
到期债务压力×2015 年后	0.0452* (0.026)	0.0673** (0.029)	0.0820*** (0.027)
观测值数量	9 789	9 789	9 789
R <sup>2</sup>	0.546	0.548	0.710
城市固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是
城市和官员控制变量	否	是	是
债券控制变量	否	否	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

### (三) 地方政府偿债可持续性

本部分第（一）小节指出，虽然融资平台存在大规模的借新还旧现象，但其仍然兑付了部分债务。考虑到绝大多数融资平台的经营收入都十分有限，其到期债务兑付主要依靠当地政府的资金支持。那么，地方政府财政对融资平台支持的可持续性如何呢？表 8 考察了到期债务压力对地方政府不同收入的影响。列（1）—（4）被解释变量分别为人均土地出让收入（对数）、人均转移性收入（对数）、人均非税收入（对数）和人均税收收入（对数）。在 2014 年以前到期债务压力对土地出让收入影响显著为正，2015 年后土地出让收入并未进一步增加。这一结果显示，土地出让收入一直是融资平台偿债资金的重要来源。在 2015 年后，到期债务压力对转移性收入和非税收入的正向影响显著增大，表明随着到期债务压力增大和中央监管趋严，为了确保融资平台到期债务兑付，地方政府在土地出让收入之外，对非税收入和来自上级的转移性收入变得更加依赖。在税收收入方面，2015 年后到期债务压力对其负面影响增大（尽管在统计上并不显著），这可能是由于到期债务的借新还旧挤出了实体经济的融资需求，从而对税基产生了负面影响（Huang et al., 2020）。

表 8 “被动负债”阶段地方政府的财政应对

	人均土地出让收入	人均转移性收入	人均非税收入	人均税收收入
	(1)	(2)	(3)	(4)
到期债务压力	0.0504** (0.022)	-0.0136 (0.014)	0.0047 (0.016)	-0.0096 (0.008)

(续表)

	人均土地出让收入 (1)	人均转移性收入 (2)	人均非税收入 (3)	人均税收收入 (4)
到期债务压力×2015年后	-0.0063 (0.027)	0.0638* (0.033)	0.0237* (0.014)	-0.0043 (0.008)
观测值数量	3 208	3 279	2 856	2 856
R <sup>2</sup>	0.884	0.867	0.924	0.987
城市固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是

注：稳健标准误均聚类在城市层面；\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

上文指出，2015年后到期债务压力推动了地级市获得的转移性收入显著增长。那么，这种增长是来自转移支付还是显性债务的发行呢？表9中本文尝试使用省层面数据进行考察。列(1)被解释变量为人均转移性收入（对数），到期债务压力及其与2015年后交互项的系数与表8列(2)高度接近。这一结果表明，省层面回归能为我们理解相关问题提供有效的信息。列(2)被解释变量为人均转移支付收入（对数），到期债务压力对其影响在2015年后显著为负，表明到期债务压力引致的转移性收入增加并非来自转移支付。

在列(3)中，本文使用人均一般债务净收入（对数）作为被解释变量。需要说明的是，由于大规模的显性政府债务收入是从2015年新《预算法》实施才开始发生，因此列(3)–(4)的样本期均为2015—2019年。列(3)中到期债务压力的系数为正，大小为1.2851。由于到期债务压力和一般债务净收入均取对数形式，这一结果意味着一般债务净收入对到期债务压力的弹性大于1。这一系数在统计上不显著，可能是因为省份层面2015—2019年观测值太少，系数估计的精度不足。列(1)–(3)的结果表明，2015年后到期债务压力对转移性收入的正向影响，主要来自一般债务净收入的上升。

值得注意的是，仅考察一般债务净收入并不足以反映到期债务压力对显性债务收入的全部影响。如上文所述，一般债务净收入=一般债务收入—一般债务还本支出，其中一般债务还本支出包含了两部分：2015年后发行的一般债券到期的还本支出，以及2015年以前举借、在2015年后被置换为一般债务的地方债到期还本支出。其中，大部分一般债务还本支出主要是用于化解2015年以前举借（无疑主要是融资平台举借）的到期债务。<sup>①</sup>因此，进一步考察一般债务收入能够更加全面地反映到期债务压力对显性债务收入的正向影响。列(4)使用人均一般债务收入（对数）作为被解释变量，发现到期债务压力的系数为0.8837，且在10%的显著性水平上显著。尽管这一系数略小于列(3)中的1.2581，但考虑到人均一般债务收入的均值(2 235.151元/人)约为人均

<sup>①</sup> 在2015—2019年间，一般债务还本支出总额为94 735亿元，其中2015年后发行的一般债券到期的还本支出仅为21 581亿元。

一般债务净收入 (710.738 元/人) 的 3 倍, 因此到期债务压力对人均一般债务收入绝对值的影响约为对人均一般债务净收入影响的 2 倍。<sup>①</sup> 基于这一估计结果, 可以得到 2015 年后每 1 元到期的融资平台债务中, 有 0.253 元是由一般债务收入来支付。<sup>②</sup> 结合本部分第 (一) 小节所得出每 1 元到期融资平台债务中有 0.378 元未通过融资平台借新还旧存续, 可以推算出目前实际化解的融资平台债务中, 有 66.9% 都是通过显性债务置换化解。

表 9 到期债务压力与各项转移性收入: 省层面回归

	人均转移性收入 (1)	人均转移支付收入 (2)	人均一般债务净收入 (3)	人均一般债务收入 (4)
到期债务压力	0.0062 (0.033)	0.0132 (0.038)	1.2851 (1.130)	0.8837* (0.442)
到期债务压力×2015 年后	0.0776** (0.033)	-0.0552*** (0.017)		
观测值数量	403	403	155	155
R <sup>2</sup>	0.980	0.992	0.318	0.513
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
省层面控制变量	是	是	是	是
样本期	2007—2019		2015—2019	

注: 省份层面控制变量与地级市层面回归保持一致。稳健标准误均聚类在省份层面; \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ 。

## 六、结 论

基于 2007—2018 年融资平台债务数据, 本文研究了中国地方债扩张逻辑的转变, 以及对应的债务风险变化。本文发现 2015 年前后, 融资平台债务扩张模式由地方政府发展激励推动的“主动负债”, 转向到期债务压力推动的“被动负债”。本文认为, 这种债务扩张模式的转变, 与中央监管导向在此期间逐渐由松转严密切相关。在债务风险方面, 本文发现在“被动负债”阶段, 存量债务扩张的风险在中央严监管下已经得到了有效抑制。但是, 高昂的利息成本仍然可能引发潜在的债务风险。在存量融资平台债务的化解中, 显性债务对其的置换起到了重要作用。

本文对深入理解中国地方债问题具有重要的理论和政策意义。在理论上, 本文的发现表明, 以融资平台债务为代表的隐性债务承载主体虽然是地方政府及其下辖的融资平台, 其扩张却是地方政府激励和中央监管导向之间复杂互动的结果。在讨论中国地方债问题时, 如果仅考虑地方政府激励, 忽略中央不断调整的动态监管导向, 就可能在理解地方债扩张机制及其变化时有所缺失。在讨论融资平台债务以外的地方政府隐性负债,

<sup>①</sup> 作者还考察了人均专项债务收入(对数)作为被解释变量。回归发现, 到期债务压力对其影响较小, 且在统计上并不显著, 表明在现实中专项债务并未承担化解到期债务风险的职能。

<sup>②</sup> 表 9 列 (4) 使用样本的到期债务压力均值为 7 797.524 元/人, 故  $2235.151 \times 0.8837 / 7797.524 = 0.253$ 。

如“明股实债”PPP和违规政府购买服务时，本文的框架也能起到很好的参考作用。同时，在政策含义方面，本文的结果显示融资平台仍有大量未置换的存量债务，其借新还旧的需求仍在产生高昂的利息成本，给融资平台带来了沉重的负担。在防范化解地方债务风险方面，应重点关注融资平台存量债务的利息成本。

## 参 考 文 献

- [1] Alesina, A., and A. Passalacqua, “The Political Economy of Government Debt”, *Handbook of Macroeconomics*, 2016, 22599-2651.
- [2] Azzimonti, M., M. Battaglini, and S. Coate, “The Costs and Benefits of Balanced Budget Rules: Lessons from a Political Economy Model of Fiscal Policy”, *Journal of Public Economics*, 2016, 13645-61.
- [3] Bai, C., C. Hsieh, and Z. M. Song, “The Long Shadow of a Fiscal Expansion”, 2016.
- [4] Barro, R. J., “On the Determination of the Public Debt”, *Journal of Political Economy*, 1979, 87 (5, Part 1), 940-971.
- [5] Buchanan, J. M., and R. E. Wagner, “Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes”, 1977.
- [6] 曹婧、毛捷、薛熠，“城投债为何持续增长：基于新口径的实证分析”，《财贸经济》，2019年第5期第40卷，第5—22页。
- [7] Chen, Z., Z. He, and C. Liu, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, 2020, 137 (1), 42-71.
- [8] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, “Local Crowding-Out in China”, *The Journal of Finance*, 2020, 75 (6), 2855-2898.
- [9] 冀云阳、付文林、束磊，“地区竞争、支出责任下移与地方政府债务扩张”，《金融研究》，2019年第1期，第128—147页。
- [10] 吕炜、周佳音、陆毅，“理解央地财政博弈的新视角——来自地方债发还方式改革的证据”，《中国社会科学》，2019年第10期，第134—159页。
- [11] 马文涛、马草原，“政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱”，《经济研究》，2018年第5期第53卷，第72—87页。
- [12] 毛捷、刘潘、吕冰洋，“地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角”，《中国社会科学》，2019年第9期，第45—67页。
- [13] 毛捷、徐军伟，“中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实”，《财政研究》，2019年第1期，第3—23页。
- [14] 毛锐、刘楠楠、刘蓉，“地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制”，《中国工业经济》，2018年第4期，第19—38页。
- [15] 缪小林、伏润民，“权责分离、政绩利益环境与地方政府债务超常规增长”，《财贸经济》，2015年第4期，第17—31页。
- [16] 彭冲、陆铭，“从新城看治理：增长目标短期化下的建城热潮及后果”，《管理世界》，2019年第8期第35卷，第44—57页。
- [17] 汪德华、刘立品，“地方隐性债务估算与风险化解”，《中国金融》，2019年第22期，第53—54页。
- [18] 汪峰、熊伟、张牧扬、钟宁桦，“严控地方政府债务背景下的PPP融资异化——基于官员晋升压力的分析”，《经济学》(季刊)，2020年第3期，第1103—1122页。
- [19] 汪莉、陈诗一，“政府隐性担保、债务违约与利率决定”，《金融研究》，2015年第9期，第66—81页。
- [20] 王永钦、陈映辉、杜巨澜，“软预算约束与中国地方政府债务违约风险：来自金融市场的证据”，《经济研究》，2016年第11期第51卷，第96—109页。
- [21] Xi, T., Y. Yao, and M. Zhang, “Capability and Opportunism: Evidence from City Officials in China”, *Journal of Comparative Economics*, 2018, 46 (4), 1046-1061.
- [22] 项后军、巫姣、谢杰，“地方债务影响经济波动吗”，《中国工业经济》，2017年第1期，第43—61页。
- [23] 徐军伟、毛捷、管星华，“地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角”，

- 《管理世界》, 2020年第9期第36卷, 第37—59页。
- [24] 杨继东、杨其静、刘凯, “以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究”, 《财贸经济》, 2018年第2期第39卷, 第52—68页。
- [25] 姚洋、席天扬、李力行、王赫、万凤、张倩、刘松瑞、张舜栋, “选拔、培养和激励——来自CCER官员数据库的证据”, 《经济学》(季刊), 2020年第3期第19卷, 第1017—1040页。
- [26] 姚洋、张牧扬, “官员绩效与晋升锦标赛——来自城市数据的证据”, 《经济研究》, 2013年第1期第48卷, 第137—150页。
- [27] Yared, P., “Politicians, Taxes and Debt”, *The Review of Economic Studies*, 2010, 77 (2), 806—840.
- [28] 郁芸君、张一林、陈卓、蒲明, “缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台‘借新还旧’的证据”, 《经济学》(季刊), 2022年第3期第22卷, 第955—976页。
- [29] 张莉、年永威、刘京军, “土地市场波动与地方债——以城投债为例”, 《经济学》(季刊), 2018年第3期第17卷, 第1103—1126页。
- [30] 张莉、魏鹤翀、欧德贊, “以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析”, 《金融研究》, 2019年第3期, 第92—110页。
- [31] 张路, “地方债务扩张的政府策略——来自融资平台‘城投债’发行的证据”, 《中国工业经济》, 2020年第2期, 第44—62页。
- [32] 张晓晶、刘学良、王佳, “债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越”, 《经济研究》, 2019年第6期第54卷, 第4—21页。
- [33] 钟辉勇、陆铭, “财政转移支付如何影响了地方政府债务?”, 《金融研究》, 2015年第9期, 第1—16页。
- [34] 钟宁桦、汪峰、张牧扬, “城投债风险如何防范?——基于晋升动机与终身问责缺失的分析”, 工作论文, 2019年。
- [35] 钟辉勇、钟宁桦、朱小能, “城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据”, 《金融研究》, 2016年第4期, 第66—82页。
- [36] 朱莹、王健, “市场约束能够降低地方债风险溢价吗?——来自城投债市场的证据” 《金融研究》, 2018年第6期, 第56—72页。

## From “Active Leveraging” to “Passive Leveraging”: Contingent Local Government Debt Expansion under Transforming Regulations of the Central Government

NIE Zhuo

(University of International Business and Economics)

Liu Songrui\*

(Renmin University of China)

Xuan Wei

(University of Southern California)

**Abstract:** Local government debt expansion in China is driven by the incentive of local governments, while the specific relationship between them is shaped by regulations of the central government. We find

\* Corresponding Author: Liu Songrui, School of Applied Economics, Renmin University, No. 59 Zhongguancun Road, Haidian District, Beijing 100872, China; Tel: 86-18811162896; E-mail: liusongrui@ruc.edu.cn.

that around 2015, the central regulatory guidance became stricter, and the expansion mode of contingent local government debts changed from “active leveraging” to “passive leveraging”. The “active leveraging” mode is mainly driven by local government incentives, with infrastructure construction as the main purpose. The “passive leveraging” mode is mainly driven by the pressure of local governments to repay debts, and its main purpose is refinancing. The analysis of contingent local debt risk shows that this change has restrained the expansion of debt stock, but there are still some risks in debt interest cost and debt repayment sustainability.

**Keywords:** contingent local government debts; regulations of the central government; local government incentives

**JEL Classification:** H74, H77, P26