

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”的经验证据

郁芸君 张一林 陈卓 蒲明*

摘要 近年来，城投债的融资目的从基建投资转变为借新还旧，债务风险呈现出新的特征。地方融资平台到期债务压力巨大，在自我造血能力不足的流动性约束下，只能依靠举借新债来偿付旧债，这一问题根植于地方融资平台的非市场化属性。本文指出，借新还旧只能暂缓偿债压力，要从根本上防范化解城投债的风险，关键在于推动地方融资平台转型，实现自我造血，否则一旦借新还旧无以为继，地方融资平台将面临资金链断裂和债务违约的风险。

关键词 城投债，地方融资平台，借新还旧

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2022.03.11

一、引言

近年来，地方政府债务及其风险已然成为决定金融安全和经济稳定的重要因素。截至 2019 年年末，纳入政府预算的全国地方政府债务达到 21.3 万亿元，约占当年国民生产总值的 21.5%。此外，由于前期不规范的债务融资，地方政府还面临着体量庞大而不透明的或有债务（例如可能承担救助责任的债务）。这些超常规膨胀的地方债务不仅会挤出私人投资（Huang *et al.*, 2020；田国强和赵旭霞，2019）、加剧经济波动（Ambrose *et al.*, 2015；Huang and Du, 2018；项后军等，2017），还严重威胁着金融稳定和金融安全（Lu and Sun, 2013；毛锐等，2018）。化解地方债务风险是中央政府防范化解系统性金融风险的重要部署。

防范区域和地方政府的金融风险，关键之一在于防范化解地方融资平台的风险。地方融资平台是指由地方政府及其部门发起设立，承担政府性投、

* 郁芸君、蒲明，西南财经大学金融学院；张一林，中山大学岭南学院、中山大学国家治理研究院新结构经济学研究中心、中山大学高级金融研究院；陈卓，清华大学五道口金融学院。通信作者及地址：张一林，广东省广州市海珠区新港西路 135 号中山大学南校区岭南行政中心 623 室，510275，电话：(020) 84111191；E-mail: zhangyilin29@mail.sysu.edu.cn。感谢国家自然科学基金（72132010、71790605、71790591）、广东省基础与应用基础研究基金（2019A1515012157）、中山大学中央高校基本科研业务费专项资金（22wkqb04）的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

融资职能的法人主体。在发展初期,它被视为政府投融资模式的重要创新,为区域经济发展做出了贡献(范剑勇和莫家伟,2014;吕健,2015)。尤其是在2008年全球金融危机发生后,中央政府推出庞大的财政刺激计划以维护我国宏观经济的平稳运行,默许甚至鼓励地方政府组建地方融资平台以满足经济建设需求(Cong *et al.*, 2019)。自此之后,得益于政府信用的隐性担保(Liu *et al.*, 2017; 汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016)、以地融资的融资模式(Liu *et al.*, 2013; Ang *et al.*, 2019; 张莉等, 2018),地方融资平台及其债务规模迅速扩张,成为地方政府债务的重要组成部分。

鉴于地方融资平台与地方政府债务的紧密关联,理解平台的债务活动(尤其是信息相对公开透明的债券融资活动)是识别、防范地方债务风险的关键所在。我们手动整理截至2018年每只城投债(地方融资平台发行的债券)披露的募集资金用途,并将其分解为“基础投资”用途和“偿还债务”用途。¹图1展示了2004—2018年全国范围内城投债发行规模占GDP的比重以及两种用途的债券募集资金占GDP的比重。不难发现,募集资金用途的结构性变化——从基础投资转向借新债还旧债——是城投债发行中的新现象。我们如何对这一现象做出解释,该现象背后是否反映出地方融资平台的债务风险已呈现出新的特征?

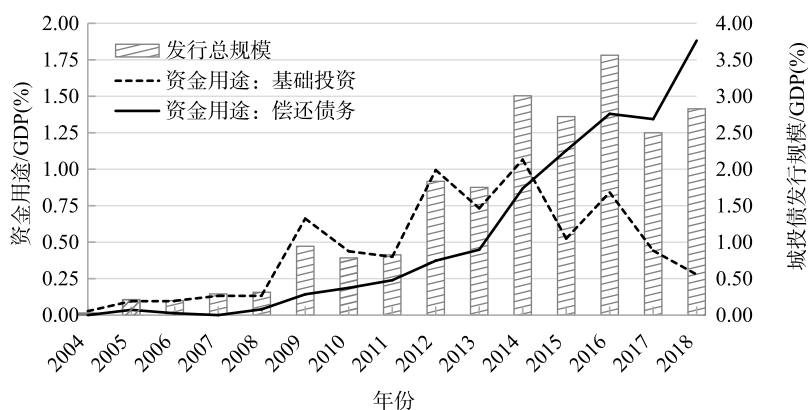


图1 地方融资平台的债券融资

已有地方债务的文献集中于讨论债务规模膨胀的原因。基本达成共识的是,特殊的财政分权体制(Anderson and Hua, 2018; 龚强等, 2011)、以GDP为导向的官员考核评价机制(Li and Zhou, 2005; Guo, 2009; Liu *et al.*, 2018; Chen and Kung, 2019; 周黎安, 2007; 陈菁和李建发, 2015; 贾俊雪等, 2017)以及政治经济体制下的权责不一致问题(郭玉清等, 2016; 姜子叶和胡育蓉, 2016)是债务超常规增长的根源。尽管这些文献可以解释

¹ 此外,募集资金用途还涉及补充流动或营运资金等其他用途。

地方融资平台在过去为什么会发行大量债券并将其投入基础设施建设，但是难以回答为什么近年来地方融资平台不断地在债券市场上借新债还旧债？这与地方债务风险存在着怎样的关联？本文将通过一系列的实证检验来回答上述问题。

少部分文献也已关注到城投债发行中的借新还旧现象（Chen *et al.*, 2020；沈红波等，2018；张莉等，2018），但这些文献均未就借新还旧与地方债务风险的关系展开深入研究。目前不管是学术界还是监管部门，大多认为防控地方债务风险的核心环节是严格控制地方债务的总量规模、严格限制地方政府（和地方融资平台）的杠杆率。但如果借新还旧与债务违约风险有关，那么即便地方融资平台并未主动地加杠杆，只是通过借新还旧将杠杆率维持在某一水平，地方融资平台的金融风险也不容小觑。厘清借新还旧与债务风险之间的关系能够为地方债务的风险化解机制提供新的理论依据。

本文的边际贡献和可能的创新可概括为三个方面：第一，本文刻画出地方融资平台募集资金用途从基建投资转向借新债还旧债的结构性变化，并为这一现象提供了一个可能的解释。地方融资平台现金流短缺的流动性困境使其高度依赖借新还旧式的债务腾挪以补充流动性，这一现象与地方融资平台所承担的政府性投、融资职能密不可分。第二，本文揭示出地方债务风险的新特征，监管部门在防范治理地方债务风险时应警惕地方融资平台的借新还旧行为。本文研究发现，借新还旧难以实质性地消除地方融资平台的债务压力，而仅仅是实现了短期偿债压力和长期偿债压力之间的期限转换，借新还旧是债务风险的信号。监管部门应持续关注平台的借新还旧行为及其真实流动性状况，谨防债务风险的循环叠加。²第三，本文为防治地方债务风险提供了一定的政策启示。本文研究表明，化解地方融资平台债务风险的关键在于剥离平台附属于地方政府的非市场化属性，并进一步通过结构重组、市场化转型等各种方式使平台拥有自负盈亏、自我偿债的造血能力。

余文结构安排如下：第二部分阐述地方融资平台的到期债务压力与流动性需求，第三部分介绍数据和变量，第四部分检验流动性需求与借新还旧的关系，第五部分剖析借新还旧的制度原因，第六部分讨论借新还旧背后的风险信号，第七部分是全文的总结。

² 针对监管部门是否应该以及在多大程度上允许平台借新还旧，本文尚不能对此给出确定性结论，但本文可以为未来研究提供方向和思路：借新还旧帮助地方融资平台暂时性地提高偿债能力，避免发生债务违约。但如果地方融资平台的造血能力未能改进，仅依靠借新还旧来兑付债务，则容易造成债务风险的循环堆积。地方政府应权衡借新还旧的利弊，结合地方实际情况确定是否允许地方融资平台借新债还旧债。

二、到期债务压力与流动性需求

(一) 到期债务压力与借新还旧的流动性需求

经历了前期大规模举债投资的扩张阶段后,地方融资平台为区域经济发展做出了一定的贡献,但也遗留下了巨大的债务负担。图2统计了2004—2018年地方融资平台的平均到期债务压力和现金能力。³地方融资平台到期债务规模的体量非常庞大,单靠经营活动产生的现金净流入难以满足到期兑付的资金需求,必须从外部融资渠道寻求帮助以避免发生债务违约。又因为近年来政策收紧了对平台的信贷供给,地方融资平台越来越多地依靠债券融资以满足自身的流动性需求(Chen *et al.*, 2020)。有鉴于此,本文预期到期债务规模的增加会激励地方融资平台在债券市场发行新的债券以补充流动性。如果这一猜想成立,则相应的推论是:若地方融资平台可变现资产越少,或者是所处的银行信贷环境越紧缩,则平台的流动性越紧张,在债券市场上借新还旧的需求越大。

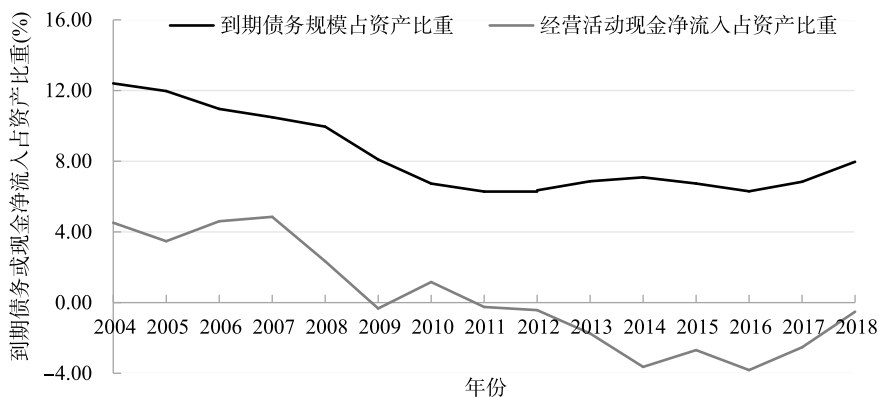


图2 地方融资平台的到期债务规模与现金能力

(二) 借新还旧的制度原因

地方融资平台的借新还旧来源于债务压力居高不下、造血能力薄弱、流动性不足的困境,这一点与地方融资平台的制度背景紧密相关。在新《预算法》颁布之前,地方政府因没有自主举债权而缺乏筹资渠道,不得不设立地方融资平台,通过土地注资、财政补贴等手段为地方融资平台提供财务支持,

³ 统计对象仅为发行过债券的地方融资平台,经资产加权后得到到期债务规模和现金能力的年度均值,变量定义见后文。

由其代为履行政府性投、融资职能，以此满足基础设施建设为代表的公益性项目的投融资需求（龚强等，2011；张路，2020）。由于基础设施为代表的公益性投资往往具有规模大、周期长、资产回报率低的特性，地方融资平台难以在短期内收回投资，投入与产出的不均衡致使平台缺乏自负盈亏、自我偿债的造血能力。使问题更为复杂的是，特殊的官员考核评价体制所产生的激励扭曲导致地方政府对基础设施过度投资（周黎安，2007），地方融资平台不仅因满足地方政府的投资需求而背负巨额债务，更因重复建设、面子工程等问题而缺少经营流入，本就不尽如人意的经营绩效更加“雪上加霜”。本文预期在地方政府复杂的行为激励下，如果地方融资平台与地方政府的依存关系越紧密，则平台承担的政府性投、融资职能就越多，在债券市场上借新还旧的需求也越大。

（三）借新还旧，何去何从？

尽管借新还旧帮助地方融资平台暂时性地渡过兑付危机，但其仅仅将短期的偿债压力腾挪到未来，债务违约的可能依然存在。本文依据债券发行规模、票面利率和到期期限等信息初步推算平台每年需要偿还的本金和利息。由于我们仅统计了截至2018年的城投债，加之样本范围内债券期限的中位数为5年，图3给出了截至2023年的债券到期兑付规模。图3显示，近几年地方融资平台面临着比较大的债券兑付压力，并在2021年进入兑付高峰期，当年总计到期的债券本息和约占2018年国内生产总值的2.97%。进一步地，考虑到2018年之后的新发债券未计入样本，实际的债券兑付压力远高于本文的估计值。不难想象，如果创造流动性的造血能力未得到根本上的改善，则等到用于偿还存量债务（和其他用途）的新发债券到期后，地方融资平台又将开始新一轮的借新还旧，也即陷入“债务压力—借新还旧—债务压力”的循环。

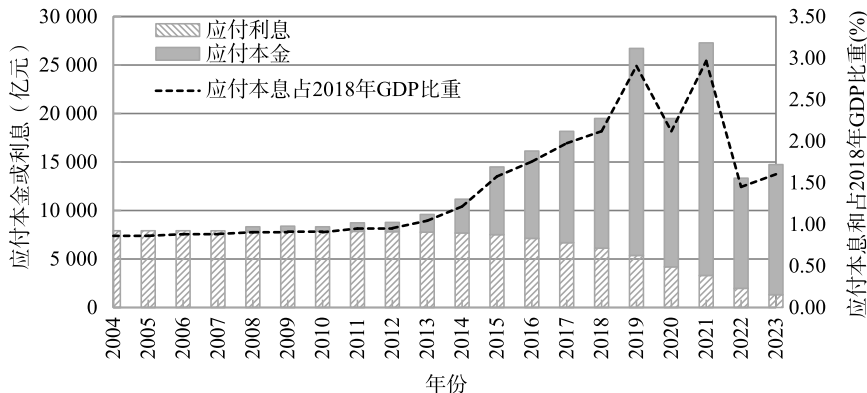


图3 地方融资平台债券到期兑付规模（截至2018年的城投债）

三、数据、变量与描述性统计

(一) 数据与样本

本文以2004—2018年发行过债券的地方融资平台为研究对象。城投债(包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具等)及其发债主体的相关数据来自Wind数据库;区域经济数据来自CEIC数据库。样本处理如下:从Wind数据库中提取出城投债,剔除跨市场流通的重复样本,剩余债券的发债主体被认定为地方融资平台;参考Huang *et al.* (2020)和Gao *et al.* (2021),剔除隶属于直辖市的平台,以防数据不具有可比性;由于区域经济数据主要集中于地级市,将县级平台匹配到对应的地级市;剔除区域经济数据大量缺失的平台。最终样本范围的地方融资平台为2048家,涉及272个地级市。

(二) 变量定义

本文研究既要识别城投债的募集资金用途,也要确定地方融资平台的到期债务压力。

1. 借新还旧

本文手动搜集每一只城投债的募集说明书,根据披露的“募集资金用途”梳理融资目的。如果地方融资平台在某一年内发行了债券且募集说明书提到部分或所有募集资金用于偿还存量负债,则该平台就在借新还旧债。此外,我们逐年加总了地方融资平台用于偿还存量负债的募集资金规模,以此度量借新还旧的发生规模,并使用期初总资产进行标准化。

2. 到期债务压力

本文从总量水平和相对水平两个层面测度地方融资平台的到期债务压力,总量水平是指下一年度待偿还债务规模的自然对数,相对水平是指下一年度待偿还债务规模占总资产的比重,涉及的会计科目包括短期借款、应付短期债券和一年内到期的非流动负债等。

3. 控制变量⁴

本文控制的公司特征包括:资产规模(公司总资产的自然对数),有形资产占比(存货、固定资产之和与总资产的比值),杠杆水平(资产负债率),现金能力(经营活动现金净流量与期初总资产的比值),盈利能力(净利润与期初总资产的比值),发展能力(总资产增长率)。

本文控制的城市特征包括:地方经济发展水平(地区生产总值GDP的自

⁴ 既可能影响借新还旧的需求,也可能改变发债能力。

然对数），地方经济增长速度（地区生产总值 GDP 的对数差分），产业结构（第一、二产业生产总值占 GDP 的比重），财政实力（地方政府预算内收入与预算内支出之差占 GDP 的比重）。此外，本文还控制了省级财政水平、地方政府债券发行规模占省内生产总值的比重。

（三）描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计，连续变量均经过1%和99%分位数上的缩尾处理。

表1 主要变量的描述性统计

变量名	单位	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
借新还旧	无量纲	13 854	0.189	0.391	0.000	0.000	1.000
借新还旧的规模	%	13 854	0.790	2.118	0.000	0.000	11.510
ln（到期债务）	无量纲	13 854	6.071	2.301	0.000	6.524	9.779
到期债务占资产比重	%	13 854	6.831	6.331	0.000	5.109	29.291
资产规模	无量纲	13 854	9.563	1.007	6.358	9.512	12.218
有形资产	无量纲	13 854	0.409	0.241	0.000	0.411	0.919
杠杆水平	无量纲	13 854	0.494	0.171	0.066	0.504	0.859
现金能力	无量纲	13 854	-0.007	0.101	-0.487	0.009	0.231
盈利能力	无量纲	13 854	0.025	0.028	-0.018	0.017	0.171
发展能力	无量纲	13 854	0.290	0.411	-0.120	0.175	2.696
ln（GDP）	无量纲	2 677	4.885	0.859	3.352	4.831	7.457
GDP 增长率	无量纲	2 677	0.114	0.068	-0.080	0.111	0.249
产业结构	%	2 677	61.209	8.712	33.199	62.299	76.288
财政实力	%	2 677	-9.503	7.611	-29.641	-7.639	0.903
省级财政实力	%	381	-12.143	7.861	-29.137	-10.792	-1.214
地方政府债券	%	381	1.606	3.478	0.000	0.000	15.501

四、实证分析

（一）借新还旧

1. 基础回归

本文的基础工作旨在检验地方融资平台当年的到期债务压力是否导致其在债券市场借新还旧，具体的实证模型是：

$$I(Mcb_{i,t} > 0) = \alpha + \beta Pressure_{i,t-1} + \gamma controls_{i,t-1} + \mu_i + year_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

$$Mcb_{i,t} = \alpha + \beta Pressure_{i,t-1} + \gamma controls_{i,t-1} + \mu_i + year_t + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

其中,下标 i 和 t 分别代表地方融资平台和年份。被解释变量 $I(Mcb_{i,t} > 0)$ 是地方融资平台 i 在 t 年借新还旧的示性变量,是则取 1,反之取 0;被解释变量 $Mcb_{i,t}$ 是地方融资平台 i 在 t 年借新还旧的发生规模。关键解释变量 $Pressure_{i,t-1}$ 是地方融资平台 i 在 $t-1$ 年年末的到期债务压力。 $controls_{i,t-1}$ 是控制变量的集合。 μ_i 和 $year_t$ 是地方融资平台的个体固定效应和年份固定效应。标准误聚类在城市层面。

表 2 报告了相应的回归结果。第 (1)、(2) 列的被解释变量是借新还旧发生概率,第 (3)、(4) 列的被解释变量是借新还旧发生规模,分别使用含固定效应的线性概率模型(LPM)、线性回归模型(OLS)进行参数估计。⁵结果显示,到期债务压力的估计系数在 1% 的显著性水平下为正。以第 (2)、(4) 列为例,到期债务规模占资产比重增加 1 个标准差,借新还旧的发生概率、发生规模较样本均值提高 $20.10\% \left(\frac{0.006 \times 6.331}{0.189} \right)$ 和 $37.67\% \left(\frac{0.047 \times 6.331}{0.790} \right)$ 。⁶

表 2 到期债务压力与借新还旧

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(到期债务)	0.012*** (4.86)		0.082*** (5.76)	
到期债务占资产比重		0.006*** (6.78)		0.047*** (7.53)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司效应	控制	控制	控制	控制
年份效应	控制	控制	控制	控制
样本量	13 854	13 854	13 854	13 854
调整后 R^2	0.155	0.157	0.109	0.115

注:表中报告的是估计系数,括号内为 T 值,标准误经城市聚类处理。***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著。下同。

⁵ 线性模型相对非线性模型的优点,请见 Angrist and Pischke (2008)。

⁶ 囿于篇幅限制,未报告控制变量的回归结果,备案。

2. 针对内生性的简单讨论⁷

上文结果易受遗漏变量和双向因果等内生性问题的干扰，本小节处理内生性问题，以防参数估计的不一致性。

(1) 补充控制变量

地方融资平台当期的债券发行规模、到期债务压力均与历史债券发行规模有关，为了避免遗漏变量，本文将地方融资平台前三年的债券发行规模作为控制变量引入实证模型，结论保持不变。除此之外，地方融资平台的各项活动均受到地方政府的影响，我们在模型中加入“城市-年度”固定效应，以此控制以官员激励为代表的特定因素对估计结果的影响，结论保持不变。

(2) 倾向得分匹配

紧接着构建倾向得分匹配，寻找到两家地方融资平台，二者有尽可能相似的公司特征、区域经济特征但有不同的到期债务规模，以此排除经营特征对募集资金用途的影响，具体地：第一，逐年根据到期债务压力的中位数将地方融资平台划分为高债务压力组和低债务压力组；第二，在原有控制变量的基础上，额外引入前三年债券发行规模、前三年投资支出占总资产比重的平均值、财务费用率、成本费用率和流动比率等作为协变量，以此进一步控制与发债意愿、发债能力相关的特征⁸；第三，逐年使用 Logit 模型进行无放回且有卡尺（卡尺为 0.05）的最近邻匹配；最后，使用匹配样本重新回归，结论保持不变。

(3) 工具变量回归

最后引入工具变量回归。基础工具变量是地方融资平台所在地级市是否设立城商行的虚拟变量 *Nocombank*，否则取 1，是则取 0。从相关性来看，地方政府可干预城商行的信贷资源来获取“第二财政”（Wang *et al.*, 2017；钱先航等，2011；李维安和钱先航，2012；纪志宏等，2014），城商行的设立情况与地方融资平台的债务压力相关，满足相关性要求⁹；从外生性来看，绝大部分城商行的成立时间早于样本期，可视为前定变量，基本满足外生性要求。¹⁰考虑到城商行的设立情况缺乏时间变动性，为了防止其被固定效应吸收，回归使用的工具变量是城商行虚拟变量与地方融资平台所在地级市其他平台的合计到期债务规模占 GDP 比重 (*Pre_city*) 的交乘项，即 $Nocombank \times$

⁷ 囿于篇幅限制，部分回归结果未在正文汇报，备索。

⁸ 使用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金衡量投资支出；财务费用率是指财务费用与营业收入的比值；成本费用率是指营业成本与费用之和与营业收入的比值；流动比率是流动资产与流动负债的比值。

⁹ 若地级市设立了城商行，则地方政府可及时地安排城商行为平台授信，缓解平台的债务压力。

¹⁰ 剔除了多家城商行整合重组形成的股份制商业银行或省级商业银行。另外，工具变量不是完美的。

Pre_city。表 3 报告了工具变量回归的结果,第 (1)、(2) 列是第一阶段回归,第 (3)–(6) 列是第二阶段回归。¹¹表 3 显示,控制内生性问题带来的估计偏误后,关键变量的估计系数依然显著为正。

表 3 到期债务压力与借新还旧 (工具变量)

被解释变量	第一阶段回归		第二阶段回归			
	到期债务压力 (自然对数)	到期债务压力 (%)	是否借新还旧		借新还旧规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
工具变量	0.046*** (3.70)	0.215*** (4.80)				
ln(到期债务)			0.134* (1.89)		1.243** (2.37)	
到期债务占资产比重				0.028** (2.40)		0.264*** (3.21)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	13 135	13 135	13 135	13 135	13 135	13 135
不可识别检验	11.43***	11.61***	11.43***	11.61***	11.43***	11.61***
(P 值)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
弱工具变量检验	13.70	23.07	13.70	23.07	13.70	23.07

注:不可识别检验是 Kleibergen-Paap rk LM 统计量,弱工具变量检验是 Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量。

(二) 借新还旧与流动性需求

本文预期地方融资平台因无力偿还到期债务的流动性困境而借新还旧,如果这一假说成立,则流动性水平越差,借新还旧的边际倾向越强。¹²为了验证上述猜想,本小节检验借新还旧的边际倾向是否受流动性的影响。

表 4 使用地方融资平台的流动比率(流动资产与流动负债的比值)来衡量流动性,如果地方融资平台的流动比率越大,则资产变现能力越强,在债券市场上借新还旧的流动性需求越小。我们逐年根据流动比率的中位数将地方融资平台划分为高流动性组和低流动性组,发现低流动性组中到期债务压

¹¹ 样本量小于基准回归,这是因为部分地级市只有一个发行过债券的地方融资平台,无法计算 *Pre_city*。

¹² 除了流动性假说之外,其他可能的原因是成本调整假说和投资驱动假说。本文发现,现阶段的借新还旧并不完全产生于成本调整和投资驱动假说,有必要从流动性的角度来解释借新还旧现象。备案。

力的估计系数更大，组间系数差异在绝大多数情况下具有统计显著性，证实借新还旧是为了缓释现金流短缺的兑付危机。

表4 借新还旧的直接原因：地方融资平台的流动比率

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	低流动比率	高流动比率	低流动比率	高流动比率
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模				
到期债务压力	0.022*** (4.32)	0.007*** (3.02)	0.180*** (5.78)	0.034*** (3.01)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	6 920	6 934	6 920	6 934
调整后 R^2	0.141	0.134	0.108	0.093
系数差异 (经验 P 值)		0.015*** (0.004)		0.146*** (0.000)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	0.007*** (4.84)	0.004*** (2.79)	0.058*** (6.22)	0.027*** (3.78)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	6 920	6 934	6 920	6 934
调整后 R^2	0.143	0.134	0.115	0.094
系数差异 (经验 P 值)		0.003 (0.143)		0.031** (0.037)

注：使用费舍尔检验来分析组间系数差异的统计显著性，经过1 000次重复抽样得到系数差异的经验 P 值。如无特殊说明，后文均使用重复抽样1 000次的费舍尔检验来分析组间系数差异。

表5使用地方融资平台所处的信贷环境来测度流动性，如果信贷环境越宽松，则平台可以利用银行信贷获取流动性，在债券市场上借新还旧的需求相对越小。考虑到银行对地方融资平台的信贷供给与货币供应紧密相关，我们使用广义货币供应量(M2)占GDP比重来衡量地方融资平台所面临的信贷环境，并依据样本范围内的中位数来判断信贷环境的松紧。¹³结果显示，在信贷相对紧缩的年份里，到期债务压力对借新还旧的边际作用会更大，支持借新还旧的流动性假说。

¹³ 这里的信贷环境并非全社会的信贷环境，社会信贷供应方面，不排除低M2但有大规模精准投放的可能性，但由于精准投放并不涉及地方融资平台，低M2大概率意味着平台信贷的紧缩。

表5 借新还旧的直接原因：平台所处的信贷环境

被解释变量	是否借新换旧		借新还旧的规模	
	信贷紧缩	信贷宽松	信贷紧缩	信贷宽松
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模				
到期债务压力	0.014*** (5.08)	0.009*** (2.95)	0.110*** (5.87)	0.051*** (3.30)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	7 599	6 255	7 599	6 255
调整后 R ²	0.109	0.101	0.066	0.069
系数差异		0.005*		0.059***
似无相关检验		3.09		9.97
(P 值)		(0.079)		(0.002)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	0.007*** (6.36)	0.005*** (4.32)	0.057*** (6.48)	0.037*** (5.18)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	7 599	6 255	7 599	6 255
调整后 R ²	0.111	0.104	0.073	0.076
系数差异		0.002		0.020**
似无相关检验		0.66		5.49
(P 值)		(0.418)		(0.019)

注：数据不支持重复抽样，改用似无相关检验来检验组间系数差异。由于似无相关检验不支持固定效应，先对样本数据进行组内去心处理，再进行截面回归。

五、借新还旧的制度性因素

本部分考察借新还旧背后的制度性因素，从四个角度代理地方政府与地方融资平台的依存关系，以此为地方融资平台特殊的制度背景与借新还旧的流动性风险提供经验证据。

表6根据地方政府的土地注入来推断地方政府对地方融资平台的支持力度。地方政府的土地注入越多，表示对平台的支持力度越大，平台承担的政府性职能也越多。参考张路（2020）的研究，将无形资产的增量变化视作地

方政府的新增土地注入。¹⁴我们逐年加总了地方政府对平台的土地注入，根据各年土地注入占GDP比重的中位数将地级市划分为低土地注入组和高土地注入组。¹⁵结果显示，高土地注入组中到期债务压力的估计系数更大，系数差异至少有10%的显著性。这一结果表明，地方政府对地方融资平台的支持力度越大，则当地平台对借新还旧的依赖度越高。

表6 借新还旧的制度原因：土地注入

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	低土地注入	高土地注入	低土地注入	高土地注入
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模				
到期债务压力	0.004 (1.16)	0.017*** (5.44)	0.028* (1.67)	0.117*** (6.37)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	3 485	9 553	3 485	9 553
调整后 R^2	0.128	0.123	0.094	0.093
系数差异 (经验 P 值)		-0.013*** (0.001)		-0.089*** (0.001)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	0.004** (2.17)	0.007*** (5.26)	0.033*** (2.60)	0.055*** (6.31)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	3 485	9 553	3 485	9 553
调整后 R^2	0.130	0.125	0.0979	0.0984
系数差异 (经验 P 值)		-0.003* (0.056)		-0.022** (0.018)

表7根据地方政府的基础设施投资来推测地方政府对地方融资平台的依赖度。地方政府的基础设施投融资需求越大，就越需要地方融资平台来筹集资金。我们从《中国城市建设统计年鉴》收集了地级市在建设道路、桥梁、轨道交通、园林绿化、市容环境卫生等可视性基础设施方面的支出，根据可视性基础设施投资占GDP比重的中位数将地级市划分为弱基建组和强基建组。¹⁶结果显示，可视性基础设施的投资力度越大，到期债务压力对借新还旧

¹⁴ 若某年无形资产较上年减少，则将地方政府对平台的土地注入视作为0。

¹⁵ 样本量小于基准回归，这是因为无形资产有缺漏。

¹⁶ 吴敏和周黎安(2018)发现，地方政府在晋升激励下更偏重于增加可视性基础设施的投资。样本量小于基准回归，这是因为基础设施投资有缺漏。

的边际作用也越大。表 7 说明基础设施的投融资需求会提高地方政府对地方融资平台的依赖度, 增加平台在债券市场上借新还旧的流动性需求。

表 7 借新还旧的制度原因: 可视性基础设施投资

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	弱基建	强基建	弱基建	强基建
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模				
到期债务压力	0.004 (1.26)	0.015*** (4.77)	0.038** (2.12)	0.106*** (5.43)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	4 115	9 694	4 115	9 694
调整后 R^2	0.123	0.159	0.092	0.113
系数差异 (经验 P 值)	-0.011*** (0.001)		-0.068*** (0.001)	
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	0.004** (2.42)	0.006*** (5.55)	0.042*** (4.09)	0.047*** (6.06)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	4 115	9 694	4 115	9 694
调整后 R^2	0.125	0.161	0.098	0.117
系数差异 (经验 P 值)	-0.002* (0.074)		-0.005 (0.249)	

表 8 根据 PPP 开展情况来判断地方政府对地方融资平台的依赖度。PPP 模式是公共产品或服务的供给新模式, 如果地方政府根据 PPP 模式的精神合规地开展 PPP 项目, 则可以借由社会资本来满足基础设施的投融资需求, 减轻其对地方融资平台的依赖度。但如果假借股权融资的名义变相地债权融资, 则由于地方政府负有对社会资本的兑付责任, 未来仍需要利用地方融资平台来筹集资金。本文预期, 当且仅当地方政府开展规范性 PPP 且不假借 PPP 变相债权融资时, 地方政府对地方融资平台的依赖度才会有所下降; 反之, 地方政府对平台的依赖度不会发生实质性变化。为了验证这一猜想, 我们依据问题性 PPP、规范性 PPP 的开展情况进行双重分组, 具体地:

① 识别问题性 PPP 和规范性 PPP。财政部 2017 年 11 月发布《关于规范政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台项目库管理的通知》, 明确提出“防止 PPP 异化为新的融资平台”, 要求将问题性 PPP 清理出库。为此, 我们根据项目是否被清理出库来识别 PPP 项目是否为问题性 PPP。② 完成分类统计后, 只保留进入执行阶段的 PPP 项目, 并计算各地级市截至 2017 年总计问

题性 PPP 和规范性 PPP 项目规模占 GDP 的比重。¹⁷③根据问题性 PPP 占 GDP 比重的中位数来判断各地级市明股实债问题的严重性。④根据规范性 PPP 占 GDP 比重的中位数来判断地方政府是否切实推进 PPP 的规范发展。

表 8a 和表 8b 报告了双重分组的回归结果。第 (1)、(2) 列发现，当地方政府不同程度地假借 PPP 变相融资时，地方融资平台对借新还旧的依赖度并没有系统性差异；第 (3)、(4) 列发现，如果地方政府规范地开展 PPP（而非利用 PPP 变相债权融资），则地方融资平台对借新还旧的依赖度会随 PPP 规范发展而下降；第 (5)、(6) 列发现，如果 PPP 异化为债权融资工具的问题越突出，则 PPP 的发展难以减轻地方融资平台对借新还旧的依赖度。可能的解释是，在问题性 PPP 越严重的地方，即便我们从数据上看到该地区还有许多未被清库的 PPP 项目，但地方政府是否未动用财政资金对社会资本进行担保兜底，具有很大的不确定性。以上结果表明，只有当地方政府切实推动 PPP 规范化发展时，才有望减轻平台对借新还旧的依赖度。

表 8a 借新还旧的制度原因：问题性、规范性 PPP 发展

被解释变量	是否借新还旧					
	明股实债少		明股实债多			
	(1)	(2)	低真 PPP (3)	高真 PPP (4)	低真 PPP (5)	高真 PPP (6)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模						
到期债务压力	0.012*** (4.20)	0.012** (2.35)	0.014*** (3.33)	0.010*** (2.69)	0.007 (1.31)	0.015* (1.75)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 412	3 442	4 970	5 442	1 553	1 889
调整后 R ²	0.158	0.161	0.175	0.146	0.196	0.157
系数差异 (经验 P 值)		-0.000 (0.265)		0.004 (0.461)		-0.008 (0.255)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重						
到期债务压力	0.007*** (5.95)	0.005*** (3.64)	0.009*** (6.69)	0.004** (2.55)	0.004* (1.76)	0.005*** (2.84)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 412	3 442	4 970	5 442	1 553	1 889
调整后 R ²	0.161	0.162	0.182	0.147	0.198	0.158
系数差异 (经验 P 值)		0.002 (0.369)		0.005** (0.039)		-0.001 (0.480)

¹⁷ 使用截至 2017 年的 PPP 项目是因为 2017 年起中央政府颁布一系列政策以规范 PPP 发展，改变了 PPP 项目的入库条件，使 2018 年前后的 PPP 项目不具有可比性。仅保留执行阶段是因为执行阶段的 PPP 项目才具备融资资格，这与汪峰等 (2020) 一致。

表 8b 借新还旧的制度原因：问题性、规范性 PPP 发展

被解释变量	借新还旧的规模					
	明股实债少	明股实债多	明股实债少		明股实债多	
			低真 PPP	高真 PPP	低真 PPP	高真 PPP
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	
Panel A: 未来一年内到期的债务规模						
到期债务压力	0.083*** (4.77)	0.088*** (3.62)	0.121*** (4.21)	0.049** (2.60)	0.067** (2.45)	0.093** (2.24)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 412	3 442	4 970	5 442	1 553	1 889
调整后 R ²	0.108	0.126	0.124	0.097	0.153	0.121
系数差异 (经验 P 值)		-0.005 (0.215)		0.072* (0.078)		-0.026 (0.317)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重						
到期债务压力	0.050*** (6.17)	0.041*** (6.17)	0.076*** (6.83)	0.025*** (3.17)	0.044*** (3.32)	0.037*** (5.90)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	10 412	3 442	4 970	5 442	1 553	1 889
调整后 R ²	0.115	0.130	0.139	0.099	0.159	0.123
系数差异 (经验 P 值)		0.009 (0.410)		0.051*** (0.000)		0.007 (0.304)

表 9 依据债券是否被移出中央国债登记结算有限责任公司（简称“中债登”）的“城投债名单”来推测地方融资平台的市场化程度。依据中债登的债券分类标准，一旦债券被移出城投债名单，则或者发行人不再从事公益性项目，或者发行人经营能力有明显提高，由此释放出平台减少参与公益性项目、恢复自我造血能力的信号。我们搜集债券被纳入、移出城投债名单的时间信息，并将最后一只债券被移出城投债名单的年份定义成地方融资平台被移出名单的时间。结果显示，当地方融资平台移出名单之后，到期债务压力的估计系数不具有统计显著性。可能的解释是，平台与地方政府的依存度减弱，进而有助于减轻平台对借新还旧的依赖度。

表 9 借新还旧的制度原因：被移出平台名单

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	未移出名单	移出名单	未移出名单	移出名单
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 未来一年内到期的债务规模				
到期债务压力	0.009*** (3.39)	0.002 (1.43)	0.080*** (4.84)	0.010* (1.79)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制

(续表)

被解释变量	是否借新还旧		借新还旧的规模	
	未移出名单	移出名单	未移出名单	移出名单
	(1)	(2)	(3)	(4)
样本量	11 161	2 693	11 161	2 693
调整后 R^2	0.217	0.106	0.145	0.038
系数差异		0.007**		0.070***
似无相关检验 (P 值)		5.68 (0.017)		14.81 (0.000)
Panel B: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	0.006*** (5.69)	0.000 (0.15)	0.048*** (6.43)	0.003 (0.99)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	11 161	2 693	11 161	2 693
调整后 R^2	0.220	0.106	0.151	0.037
系数差异		0.006***		0.045***
似无相关检验 (P 值)		14.66 (0.000)		29.37 (0.000)

注：数据不支持重复抽样，改用似无相关检验来检验组间系数差异。由于似无相关检验不支持固定效应，先对样本数据进行组内去心处理，再进行截面回归。

六、借新还旧与债务风险的初步讨论

借新还旧帮助平台足额兑付到期本息，这种准时而安全的债务兑付是否意味着债务风险很小，以至于监管者和市场投资者无需关注债务违约的可能？本部分从财务负担、主营业务效益这两个角度讨论借新还旧背后的风险信号。¹⁸如果借新还旧后，出现财务负担下降、主营业务效益（包括主营业务收入的大小和利润的稳定性）提升的迹象，则意味着平台的债务风险有所缓和¹⁹；反之则说明债务压力并没有得到根本解决，未来大概率要继续依靠借新还旧来腾挪债务风险，频繁的借新还旧成为平台风险的警示信号。

表 10 中 Panel A 分析借新还旧与财务负担之间的关系。我们使用利息负担率、利息负担增长率来衡量地方融资平台的财务负担，利息负担率是指利息支出占期初有息负债的百分比（%），利息负担增长率是指利息负担的变动值与期初利息负担的比值（无量纲）。表 10 中 Panel A 第（1）列是变量的样

¹⁸ 借新还旧与债务风险之间不可避免地存在内生性问题，又因为借新还旧这一行为是中性的，关键在于行为背后所透露出的风险迹象，为此，这一部分并不旨在从因果推断的层面上干净地识别借新还旧对债务风险的影响，仅仅从相关分析的视角给出借新还旧与债务风险的相关关系。为了验证结果的稳健性，还构造借新还旧与财务负担、主营业务效益的工具变量回归，以供交叉验证，备案。

¹⁹ 财务负担反映偿债压力，营业收入的大小、盈利能力的稳定性反映偿债能力，均与债务风险息息相关。

本均值, 结果显示, 当地方融资平台完成借新还旧后, 利息负担率较之前显著增长 33.2%, 也即平台的利息负担没有下降。

表 10 借新还旧与债务风险的相关性分析

变量	样本均值		组间差异	
	T 期借新还旧 (1)	T 期未借新还旧 (2)	无条件均值差异 (3)	条件均值差异 (4)
Panel A: 利息负担				
T 期利息负担	3.143*** (55.43)	2.669*** (91.44)	0.473*** (4.59)	0.191*** (2.98)
T+1 期利息负担增长率	0.332*** (6.09)	0.778*** (19.20)	-0.447*** (6.48)	-0.159 (1.34)
样本量	1 796	8 341	10 137	10 137
Panel B: 营业收入				
T 期营业收入	18.809*** (31.49)	16.332*** (68.42)	2.477** (2.16)	0.432 (1.38)
T+1 期营业收入增长率	0.018* (1.77)	0.077*** (9.83)	-0.059*** (4.54)	0.006 (0.25)
样本量	2 058	11 385	13 443	13 443
Panel C: 经营风险				
T 期经营风险	0.653*** (25.18)	1.157*** (63.36)	-0.504*** (12.29)	0.037 (0.84)
T+1 期经营风险增长率	0.307*** (6.97)	0.123*** (9.39)	0.184*** (4.60)	0.135** (2.11)
样本量	1 098	8 623	9 721	9 721

注: 数据缺失导致样本量小于基础回归。第 (4) 列的控制变量与基础回归一致。括号内为 T 值, 标准误经城市层面的聚类处理。

利息负担的变化可能与监管部门收紧平台融资的宏观政策有关, 我们引入其他平台的利息负担作为参照, 以此消除宏观政策的影响。表 10 中 Panel A 第 (2) 列给出其他平台利息负担率、利息负担增长率的样本均值, 第 (3) 列是借新还旧平台与其他平台的无条件均值差异检验, 第 (4) 列是控制个体效应、年度效应以及其他控制变量后的条件均值差异检验。从利息负担的水平值来看, 借新还旧平台有更重的利息负担, 第 (3)、(4) 列无条件均值差异检验和条件均值差异检验都具有 1% 的显著性。从利息负担增长率来看, 第 (3) 列发现借新还旧平台的利息负担增长率低于其他平台, 但第 (4) 列控制个体效应、年度效应和其他控制变量后, 组间差异不再具有统计显著性。上述结果表明, 借新还旧平台的利息负担更重, 在借新还旧之后, 平台的利息负担并未实质性地下降, 有必要警惕借新还旧平台的债务风险。

表 10 中 Panel B 和 Panel C 从营业收入和经营风险这两个角度评估地方债务风险的变化。营业收入是营业收入占期初总资产的比重 (%), 经营风险

是地方融资平台未来三年资产利润率的标准差（无量纲），增长率是指当期变动值与期初值的比值（无量纲）。表10中Panel B和Panel C的第（1）列是变量的样本均值，结果显示，当地方融资平台完成借新还旧后，营业收入略微增长1.8%，但经营风险增长达到30.7%。

同样地，我们引入其他平台作为参照以更准确地分析营业收入与经营风险的变化趋势。表10中Panel B和Panel C第（2）列给出其他平台的样本均值，第（3）、（4）列分别是无条件均值差异检验和有条件均值差异检验。从水平值来看，在借新还旧的发生期，借新还旧平台有更高的营业收入、更小的经营风险，这说明往往是历史业绩表现尚可的地方融资平台才有能力在债券市场上借新还旧。²⁰当第（4）列控制住地方融资平台的个体特征差异后，在借新还旧的发生期，分组间的营业收入、经营风险不再有统计上的显著差异。从增长率来看，第（3）列发现借新还旧平台的营业收入增长率显著落后于其他平台，经营风险增长率显著大于其他平台。当第（4）列控制住地方融资平台的个体特征差异后，分组间的营业收入增长率并无统计上的显著差异，但借新还旧平台的经营风险增长率更大，且具有5%的显著性。

以上结果表明，在地方融资平台借新还旧之后，尽管营业收入稍有提高，但经营业绩的稳定性变差、偿债能力不确定性变大。值得注意的是，表10中Panel C并不能说明借新还旧是造成债务风险的“因”，更恰当的理解是，一些固有的问题——如承担大量政府性投、融资职能——既决定了地方融资平台要依靠借新还旧来缓解偿债压力，也决定了地方融资平台的借新还旧仅仅是把偿债压力和可能的违约风险往后推移，没有从根本上解决偿债能力不足的问题。特别地，由于当前地方融资平台没有债务违约的迹象，未来的债务风险被借新还旧隐藏起来，构成一种隐性违约风险。有鉴于此，有必要盯紧地方融资平台的借新还旧现象，以避免债务风险悄无声息地积聚。

七、结论与启示

本文着眼于地方融资平台债券募集资金用途从“基础设施投资”转变为“借新债、还旧债”的结构性变化，据此考察地方债务风险的新特征。研究发现，面对着居高不下的到期债务压力，地方融资平台因资金短缺的流动性困境而在债券市场借新债还旧债。这一问题与地方融资平台承担的政府性投、融资职能密不可分，如果地方政府与地方融资平台的依存关系越紧密，则平台对借新还旧的依赖度越高。进一步研究表明，当地方融资平台完成借新还旧后，利息负担并未实质性下降，反而出现经营风险升高的迹象，频繁的借新还旧是平台风险的警示信号。如果地方融资平台难以扭转造血能力不足的困境，则很可能陷入“债务压力—借新还旧—债务压力”的债务循环，导

²⁰ 这与基础回归发现盈利能力会提高借新还旧的发生率一致。

致债务风险像滚雪球般越滚越大。

本文的政策启示是：监管部门需持续关注因流动性压力而频繁在债券市场上借新还旧的地方融资平台。尽管借新还旧暂时性地提高平台的偿债能力，但并不能实质性地消除地方融资平台的债务风险，反而容易使债务风险被债务兑付的假象掩盖。监管部门应对地方融资平台的借新还旧实施有效的监督与管理，不仅要关注地方融资平台的真实流动性状况，以掌握真实的平台风险，也要关注市场流动性对地方融资平台债务风险的影响，以防市场流动性收紧后，高度依赖借新还旧但缺乏造血能力的平台面临资金链断裂的债务违约风险，避免出现突发性的债务违约以及违约风险传染。进一步地，监管部门应实质性地剥离地方融资平台承担的政府性职能，加速地方融资平台的市场化转型，使其获取自负盈亏、自担风险的造血能力，以此从根本上化解地方融资平台的债务风险。在此过程中，应尽可能推动 PPP 的规范化发展、积极探索新的基础设施投融资模式等，减轻地方融资平台的转型阻力。

参 考 文 献

- [1] Ambrose, B. W., Y. Deng, and J. Wu, "Understanding the Risk of China's Local Government Debts and Its Linkage with Property Markets", Working Paper, 2015.
- [2] Anderson, R. W., and L. Hua, "Sustainable Local Public Finance in China: Are Muni Bonds the Structural Solution?", Working Paper, 2018.
- [3] Ang, A., J. Bai, and H. Zhou, "The Great Wall of Debt: Real Estate, Political Risk, and Chinese Local Government Financing Cost", Working Paper, 2019.
- [4] Angrist, J. D., and J. S. Pischke, "Mostly Harmless Econometrics: An Empiricist's Companion", Princeton University Press, 2008.
- [5] 陈菁、李建发, "财政分权, 晋升激励与地方政府债务融资行为——基于城投债视角的省级面板经验证据", 《会计研究》, 2015年第1期, 第61—67页。
- [6] Chen, T., and J. K. S. Kung, "Busting the 'Princelings': The Campaign Against Corruption in China's Primary Land Market", *Quarterly Journal of Economics*, 2019, 134 (1), 185-226.
- [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] Cong, L. W., H. Gao, J. Ponticelli, and X. Yang, "Credit Allocation Under Economic Stimulus: Evidence from China", *Review of Financial Studies*, 2019, 32 (9), 3412-3460.
- [9] 范剑勇、莫家伟, "地方债务, 土地市场与地区工业增长", 《经济研究》, 2014年第1期, 第41—55页。
- [10] Gao, H., H. Ru, and D. Y. Tang, "Subnational Debt of China: The Politics-Finance Nexus", *Journal of Financial Economics*, 2021, 141 (3), 881-895.
- [11] 龚强、王俊、贾坤, "财政分权视角下的地方政府债务研究: 一个综述", 《经济研究》, 2011年第7期, 第144—156页。
- [12] Guo, G., "China's Local Political Budget Cycles", *American Journal of Political Science*, 2009, 53 (3), 621-632.
- [13] 郭玉清、何杨、李龙, "救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理", 《经济研究》, 2016年第3期, 第81—95页。
- [14] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, "Local Crowding Out in China", *Journal of Finance*, 2020, 75 (6), 2855-2898.

- [15] Huang, Z., and X. Du, "Holding the Market Under the Stimulus Plan: Local Government Financing Vehicles' Land Purchasing Behavior in China", *China Economic Review*, 2018, 50, 85-100.
- [16] 纪志宏、周黎安、王鹏、赵鹰妍, "地方官员晋升激励与银行信贷——来自中国城市商业银行的经验证据", 《金融研究》, 2014年第1期, 第1—15页。
- [17] 贾俊雪、张晓颖、宁静, "多维晋升激励对地方政府举债行为的影响", 《中国工业经济》, 2017年第7期, 第5—23页。
- [18] 姜子叶、胡育蓉, "财政分权, 预算软约束与地方政府债务", 《金融研究》, 2016年第2期, 第198—206页。
- [19] Li, H., and L. A. Zhou, "Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China", *Journal of Public Economics*, 2005, 89 (9-10), 1743-1762.
- [20] 李维安、钱先航, "地方官员治理与城市商业银行的信贷投放", 《经济学》(季刊), 2012年第11卷第4期, 第1239—1260页。
- [21] Liu, L., H. Shu, S. Wang, and K. J. Wei, "The Political Cycle of Corporate Investments: New Evidence from Chinese Manufacturing Firms", Working Paper, 2018.
- [22] Liu, L. X., Y. Lyu, and F. Yu, "Implicit Government Guarantee and the Pricing of Chinese LG-FV Debt", Working Paper, 2017.
- [23] Liu, Z., P. Wang, and T. Zha, "Land-price Dynamics and Macroeconomic Fluctuations", *Econometrica*, 2013, 81 (3), 1147-1184.
- [24] Lu, Y., and T. Sun, "Local Government Financing Platforms in China: A Fortune or Misfortune?", Working Paper, 2013.
- [25] 罗荣华、刘劲劭, "地方政府的隐性担保真的有效吗? ——基于城投债发行定价的检验", 《金融研究》, 2016年第4期, 第83—98页。
- [26] 吕健, "地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角", 《中国工业经济》, 2015年第11期, 第16—31页。
- [27] 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。
- [28] 钱先航、曹廷求、李维安, "晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为", 《经济研究》, 2011年第12期, 第72—85页。
- [29] 沈红波、华凌昊、张金清, "城投债发行与地方融资平台主动债务置换——基于银行授信视角", 《金融研究》, 2018年第12期, 第91—104页。
- [30] 田国强、赵旭霞, "金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角", 《经济研究》, 2019年第8期, 第4—20页。
- [31] Wang, C., "Crony Banking and Local Growth in China", Working Paper, 2017.
- [32] 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19卷第3期, 第1103—1122页。
- [33] 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。
- [34] 吴敏、周黎安, "晋升激励与城市建设: 公共品可视性的视角", 《经济研究》, 2018年第12期, 第97—111页。
- [35] 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。
- [36] 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17卷第3期, 第1103—1126页。
- [37] 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—60页。
- [38] 周黎安, "中国地方官员的晋升锦标赛模式研究", 《经济研究》, 2007年第7期, 第35—50页。

Debt Rollover and the Implicit Default Risk of Local Government

—Evidence from Debt Refinancing of Local Government Financing Vehicles

YUNJUN YU MING PU

(*Southwest University of Finance and Economics*)

YILIN ZHANG*

(*Sun Yat-sen University*)

ZHUO CHEN

(*Tsinghua University*)

Abstract The usage of Chinese municipal corporate bonds has changed from infrastructure investment to debt repayment, which reflects the new characteristics of debt risk. Due to huge debt pressure and poor solvency, local government financing vehicles (LGFVs) rely on debt rollover to make up for the shortage of liquidity and to avoid debt default. This problem is rooted in LGFVs' non-marketization nature. These findings indicate that debt rollover can only temporarily relieve the debt repayment pressure, regulators need to strengthen the solvency of LGFVs by deleveraging, debt replacement and functional transformation so as to reduce the debt risk of LGFVs.

Keywords Chinese municipal corporate bonds, local government financing vehicles, debt rollover

JEL Classification G32, H63, H74

* Corresponding Author: Yilin Zhang, Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, Guangdong 510275, China; Tel: 86-20-84111191; E-mail: zhangyilin29@mail.sysu.edu.cn.