

地方债务置换与融资平台债务扩张*

李一花 李林巍 王一迪

内容提要:中央主导债务置换极易强化地方政府的救助预期。本文将通过依申请公开途径收集整理的241个城市2015—2018年置换债券和融资平台新增城投债数据相匹配,研究债务置换对融资平台债务扩张的影响。结果发现,债务置换导致融资平台城投债净发行额增多,其内在机制在于债务置换激励了地方财政支出(尤其是投资性支出)过度扩张并且降低了投资支出效率,由此助长了新增城投债的举债需求。异质性分析发现,上述影响主要存在于地方政府债务管理体制深化改革尚未落实、出现专项债券用途调整、PPP项目融资规模较小、省以下财政体制改革不完善和金融监管力度较弱的城市。拓展分析表明,债务置换阻碍了融资平台的市场化转型,不利于提升融资平台的自生能力。本文的分析为研究债务置换与地方隐性债务风险提供了新的经验证据,同时对建立防范化解地方债务风险长效机制提供政策启示。

关键词:债务置换 地方政府融资平台 城投债 隐性债务 救助预期

作者简介:李一花,山东大学经济学院教授,山东大学国家治理研究院研究员,250100;

李林巍(通讯作者),山东大学经济学院博士研究生,250100;

王一迪,山东大学经济学院硕士研究生,250100。

中图分类号:F812.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)07-0040-17

一、引言和文献综述

为解决地方融资难题和加强地方预算约束,2014年颁布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“43号文”)以及修订后的新《预算法》赋予了地方政府适度举债权,同时剥离融资平台的政府融资职能,并对2014年底约12.2万亿元存量地方政府性债务实施债务置换,明确要求地方政府对预算内举借的法定债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则。但一个不争的事实是,2015年后,地方政府仍然出现了违法违规举债融资现象,“明股实

* 作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,感谢山东大学经济学院硕士研究生潘同昶、张可在数据收集工作中的帮助,文责自负。李林巍电子邮箱:582535179@qq.com。

债”、以政府购买服务名义变相举债、融资平台持续大量发债等问题突出。如果进一步考虑地方政府快速扩容的法定债券,全口径地方债务风险自然引发决策层和全社会高度关注与担忧,尤其是我国融资平台债务和政府法定债券均主要由商业银行购买,在政府税收和土地财政增收乏力的情况下,一旦地方政府出现偿债危机,地方债务风险就极易演变为金融风险。因此,“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”,“建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”成为2023年中央金融工作会议的重要内容。此后召开的中央经济工作会议和2024年国务院政府工作报告延续这一思路,强调持续有效防范化解包括地方债务在内的重点领域风险,坚决守住不发生系统性风险的底线。

实际上,2015年后中央对地方隐性债务一直高度警惕和持续防范。2017年全国金融工作会议强调各级地方党委和政府要树立正确的政绩观,严控地方政府债务增量,终身问责,倒查责任。2017年12月,《财政部关于坚决制止地方政府违法违规举债 遏制隐性债务增量情况的报告》指出,“坚持中央不救助原则,做到‘谁家的孩子谁抱’,坚决打消地方政府认为中央政府会‘买单’的‘幻觉’,坚决打消金融机构认为政府会兜底的‘幻觉’”。2018年8月,财政部在全国范围内开展隐性债务摸底统计,并要求地方政府在5~10年内化解隐性债务。在新一轮隐性债务化解进程中,无论是2019年通过“置换债券”开展建制县隐性债务化解试点,还是2020—2022年实施以“特殊再融资债券”置换隐性债务,均是采取债务置换方式,将表外隐性债务置换为表内法定债券。2023年7月,中共中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”。其中,特殊再融资债券是一揽子化债方案的重要工具。

如何看待2015年后出现的地方隐性债务“边置换、边新增、再置换”的现象?2015年后开展的大规模债务置换,对地方新增隐性债务产生了何种影响?对于2015年后融资平台持续举债问题,郁芸君等(2022)认为,根源在于融资平台缺乏自生能力,不得不依靠借新债还旧债。聂卓等(2023)认为,2015年后地方隐性债务的扩张呈现从以基础设施建设为主要用途的“主动负债”向以借新还旧为主要用途的“被动负债”转变。徐军伟等(2020)指出,政府对融资平台的资产延伸和风险联保导致融资平台债务超常增长。邹瑾等(2020)认为,2015年后的一系列改革使中央隐性担保被打破,但省级担保犹存。与上述文献不同,本文从债务置换的视角探究融资平台持续大量举债的成因。与本文研究比较接近的是邱志刚等(2022)、钱一蕾等(2023)的研究。这两项研究的共同点是认为债务置换强化了市场投资者的隐性担保预期,导致隐性债务增长。本文与他们的区别有两点。第一,与他们使用省级层面置换债券或地方显性债务余额(限额)不同,本文使用的是地市层面的置换债券,能更准确地刻画各地债务置换水平。第二,本文进一步揭示了债务置换导致地方隐性债务新增的财政支出扩张机制和投资支出效率下降机制,提供了债务置换影响地方政府隐性债务融资需求变化的有力证据,这是他们的研究所缺乏的。除了以上两项研究外,类似的还有李娜等(2023)的研究。该研究以隐债清零试点事件为例,发现市场对隐债清零试点事件释放的脱钩与救助信号具有非对称性反应,选择性相信救助而非脱钩,导致隐性担保预期被强化。本文认为,尽管隐债清零事件也属于债务置换范围,但个别地区的试点很难代表全局,且该研究主要聚焦于试点地区隐债清零事件的外部性,而不是对试点地区本身的影响。总之,本文是国内较早利用地市置换债券和融资平台新增城投债数据,开展债务置换与地方隐性债务关系研究的新尝试。基准回归结果显示,债务置换导致融资平台新增城投债上升。机制分析发现,融资平台新增城投债是地方财政支出的过度扩张冲动(尤其是投资性支出的激励)和投资支出效率下降的共同结果。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。首先,本文从地市层面研究了债务置换对新增城

投债的影响。一方面,债务置换是我国地方存量债务风险缓释的重大创新,但其隐含的救助预期对地方隐性举债的影响没有受到充分重视,本文是对该领域研究的重要补充。另一方面,由于债务置换与地方隐性举债的实际发生主体均是市县政府,与既有研究使用省级层面数据不同,本文手工收集整理的地市层面置换债券数据能够更加精准也适配研究该问题。在研究方法上,为克服实证中存在的内生性问题,本文使用交互固定效应、工具变量法和强度 DID 模型,科学识别变量之间的因果关系。其次,本文从地方政府救助预期角度为债务置换影响新增城投债提供了新的机制解释。有别于金融市场救助预期下的隐性担保路径,本文将债务置换影响地方融资平台债务扩张与地方政府救助预期加深后的财政支出行为结合起来,实证检验了债务置换通过激励地方过度扩张支出(尤其是投资性支出)和降低投资支出效率助长了地方新增城投债的现象,是对现有债务置换影响机理的有益补充。最后,本文从地方债管理体制等多个角度对债务置换和新增城投债的关系展开了丰富的异质性检验,为谋划新一轮财税体制改革和加强地方债监管提供参考。此外,本文还对债务置换影响融资平台市场化转型做了初步讨论。

二、制度背景和研究假说

(一)制度背景

1. 地方政府债务置换计划

2014年,在“43号文”基础上,财政部印发了《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》,对截至2014年底的地方政府性债务进行清理甄别,为实施债务置换和将政府债务分门别类地纳入全口径预算管理打下基础。财政部计划从2015年起,通过三年左右的时间,将审计甄别为有偿还责任的、期限短的、利率高的非政府债券(包括银行贷款、城投债、信托融资等)置换为期限长的、利率低的地方政府债券。通过实施债务置换,减轻利息负担,延长债务期限,节省更多资金用于重点项目建设。

债务置换计划主要包括以下内容。(1)置换债券期限:置换债券以中长期债券品种为主,原有银行贷款的平均期限大约为3.5年,债务置换后地方政府债券的平均期限达到6.5年。(2)置换债券利率:置换债券利率一般紧贴同期发行的国债利率,远低于银行贷款利率。根据财政部的统计,1万亿元地方政府置换债券可以减少利息负担400亿~500亿元。(3)置换债券发行方式:有公开市场发行和定向承销两种方式。公开市场发行是采用公开招标方式发行置换债券。定向承销是地方政府与原债权人(即贷款到期的银行)协商,以定向承销方式发行债券置换相应的贷款。由于2015年公开市场发行遇冷,定向承销成为主要发行方式。(4)置换债券预算管理:置换债券分为一般置换债券和专项置换债券,一般置换债券和专项置换债券均纳入政府预算管理。(5)置换债券规模:按照中国地方政府债券信息公开平台的数据测算,2015—2018年置换债券年发行额分别为3.2万亿元、4.9万亿元、2.8万亿元和1.3万亿元。截至2018年底,非政府债券形式的存量政府债务余额为3151亿元。^①

2015—2018年债务置换计划结束后,债务置换并没有完全退出。2019年,第二轮债务置换实施。湖南、贵州和云南等六个省份的部分建制县纳入隐性债务化解试点,通过发行置换债券来化

^① 资料来源:《中国政府预算改革发展年度报告2020:聚焦地方政府债务管理》;财政部网站, http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201503/t20150308_1199335.htm;中国地方政府债券信息公开平台。

解隐性债务。2020—2022年,第三轮债务置换实施。全国有28个省份共发行1.1万亿元的特殊再融资债券,主要用于“全域无隐性债务试点”(北京、上海、广东)以及建制县区隐性债务化解试点。截至2023年12月底,全国有27个省份陆续发行特殊再融资债券,置换隐性债务规模接近1.4万亿元。

2. 融资平台城投债的发展

为应对2008年国际金融危机,中央政府允许地方政府成立融资平台进行融资以配合“四万亿”经济刺激计划,此后融资平台发展大爆发。地方政府多为融资平台的第一大股东或唯一股东,持续为其注入土地、国有股权等进行资产延伸和风险担保,以城投债为代表的融资平台债务驶入快速上升通道。2015年新《预算法》施行后,地方政府走上依法公开发债之路,但受债务限额以及发债自主权较小等因素影响,地方政府违规举债、变相举债行为仍有发生。融资平台债务具有自主性高、隐蔽性强、受预算约束少、市场接受度高等特点,发行城投债仍然是地方市县融资的重要模式。2015年后城投债发行并未随着债务置换结束而偃旗息鼓。2016年,全国人大常委会预算工作委员会调研组发布的《关于规范地方政府债务管理工作情况的调研报告》指出,地方政府仍然通过城投债或其他非地方政府债券形式进行债务融资,并将这类债务转入地方政府存量债务,增加了后续置换工作的困难。根据Wind数据库统计,2015—2020年,城投债的发行规模分别为1.5万亿元、2.4万亿元、1.8万亿元、1.9万亿元、2.9万亿元和4.2万亿元。2023年末,城投债余额已超过11.7万亿元,融资平台有息负债超过70万亿元。

(二) 研究假说

2015年启动的债务置换,其基本逻辑是以金融手段化解财政风险,通过银行等债权人向地方政府让利的方式避免地方债大规模违约。从表面上看,债务置换不属于中央事后救助,而是财政风险金融化。但是,从置换债券的低利率和长期限到定向发行和预算偿还,债务置换计划无不体现着中央为地方债务纾困的政策意图。虽然中国从未发生过中央对地方的救助事实,但地方对中央的救助预期一直存在。如果2015年之前的地方债务规模膨胀和定价扭曲来源于地方对中央的隐性担保预期,那么2015年后的地方隐性债务扩张则来源于债务置换将地方救助预期变为现实强化,由此产生的举债激励强度更大。正是在中央政府的统一安排下,债务置换才有可能迅速地将原本集中在地方政府的债务风险改由地方政府、银行、融资平台三方共担,结果是使前期举债越多的地区被置换的债务规模越大,从中受益越多,符合Wildasin(2004)提出的中央救助的本质,即凡是偏离政府间正常财政关系的补贴,从而对其产生逆向激励,对社会福利产生一定的“社会危害性”,都可以视为救助。这也与孟世超和王擎(2023)对政府隐性担保认定的标准一致,在偿付规则方面,担保并不仅限于补偿贷方损失,亦可用于减轻借方偿债压力或破产成本;在偿付方式方面,担保并不总是以财政资金代偿债务,政府影响力可通过多种形式实现担保功能。钟宁桦等(2021)、邱志刚等(2022)的研究表明,在投资者眼中,债务置换是中央政府救助意愿加强的体现。李娜等(2023)对隐债清零试点事件的研究结论与此类似。可见,中央政府通过债务置换变相实施事后救助的行为加剧了地方政府的救助预期,助长了隐性债务增长。由此本文提出假说1。

假说1:债务置换会强化地方政府的救助预期,导致融资平台新增城投债规模增加。

当地方政府救助预期加强后,通过何种驱动机制加剧隐性债务扩张,需要进一步探讨。本文认为,债务置换可能通过两个途径影响隐性债务新增:一是债务置换引发的预算软约束激励地方政府过度扩张财政支出,尤其是投资性支出,会助长新增城投债的发行;二是债务置换导致地方政

府出现卸责倾向,投资支出效率下降,会进一步扩大隐性举债需求。

就财政支出扩张而言,根据 Kornai (1986) 对预算软约束的定义,预算软约束意味着上级政府让下级政府产生了被救助预期,这种救助预期对地方支出扩张产生了正向影响。因此,本文认为,债务置换导致新增城投债增加的关键机制是地方政府过度扩张财政支出的激励。一方面,在财政分权体制下,一旦地方政府预期自身遭遇财政困境时,上级政府会出面援助,必然出现支出扩张和放松纪律约束 (Padovano, 2014)。另一方面,在共同池效应作用下,地方政府参与竞争的财政成本大大下降,这会激励地方政府间展开激烈的财政竞争 (Goodspeed, 2002)。此外,单一制的大国政治稳定需要激励地方财政行为超出预算约束。由于预期中央政府不会对地方的财政危机坐视不管,地方不计后果的财政不谨慎行为难以抑制,随意扩大支出以及隐蔽举债融资行为比较普遍。陈思霞和卢盛峰 (2014) 等研究证实,地区竞争越激烈,地方政府支出的激励强度越大,尤其表现在投资性支出上。陈志勇和陈思霞 (2014) 的研究表明,分权导致的以经济增长为标尺的地方政府投资冲动是造成地方预算软约束的重要原因。地方政府支出的内在扩张趋势,同样被方红生和张军 (2009) 的研究所证实。

就投资支出效率下降而言,救助预期的加强很可能会放松监管压力,降低投资支出效率,进而对新增城投债的需求增加。Hayes 等 (1998) 认为,相关利益集团将私人利益置于优先位置导致了政府支出的无效率。Migue 和 Belanger (1974) 的研究发现,公共服务成本大大超出合理水平,引致预算规模最大化和卸责行为。洪源等 (2020) 研究表明,在预算软约束与财政竞争的共同作用下,债务绩效出现下降趋势。陈抗等 (2002) 对财政分权下地方政府行为的研究发现,地方政府正在从“攫取之手”演变为“掠夺之手”。平新乔和白洁 (2006) 的研究则认为,在预算外收入扩大的助力下,地方政府规模扩张,财政资金的配置效率降低。郭玉清等 (2016) 也认为,在共同池效应下,地方预期支出成本可由其他地区分担,将诱发项目甄别松懈,释放低效投资,影响投资效率。由此本文提出假说 2。

假说 2: 债务置换通过推动财政支出过度扩张,尤其是投资性支出增加,以及降低投资支出效率导致新增隐性债务扩张。

三、模型和数据

(一) 计量模型

为了考察债务置换对地方融资平台债务扩张的影响,本文构建如下的固定效应模型作为基准回归模型:

$$citybond_{cpt} = \beta_0 + \beta_1 replace_{cp(t-1)} + \beta_2 X_{cp(t-1)} + \beta_3 (S_{cp} \times \lambda_t) + \delta_p + \lambda_t + \varepsilon_{cpt} \quad (1)$$

其中,下标 c 、 p 、 t 分别代表城市、省份和年份。 $citybond_{cpt}$ 表示城市层面的新增城投债,核心解释变量 $replace_{cp(t-1)}$ 为城市层面债务置换的滞后 1 期项。 β_1 是本文重点关注的系数,如果 β_1 显著大于 0,则说明债务置换显著提高了融资平台新增城投债规模。 $X_{cp(t-1)}$ 是滞后 1 期的城市层面控制变量,包括地区生产总值、经济发展压力、官员任期、融资平台有息债务率和债务限额空间等变量。为了排除一些无法控制的混淆变量同时与新增城投债和置换债券的发行相关,参照同类文献的做法,本文还在基准回归中控制了部分 2014 年先定城市特征与年份固定效应的交互项 ($S_{cp} \times \lambda_t$),包括第二、三产业比重,一般公共预算收入和地区生产总值增长率变量。 δ_p 为省份固定效应,用以控

制不随时间变化的省份特征, λ_i 为年份固定效应, 用以控制不随省份而变的宏观经济冲击, ε_{qit} 为随机扰动项。

(二) 变量定义和描述性统计

1. 被解释变量

将城市层面的城投债净发行额(取对数)作为新增城投债的代理变量。使用城投债净发行额指标可以避免债务置换受城投债发行中借新还旧和补充流动性这类债券的干扰, 真实反映债务置换政策导致融资平台新增融资的行为, 因此, 被解释变量是城投债发行额中扣除借新还旧和补充流动性债券后的净发行额。

2. 核心解释变量

使用城市层面置换债券发行额(取对数)作为地方政府债务置换的代理变量。考虑到置换债券和城投债发行过程中的时滞性, 将核心解释变量滞后1期。地方政府债务置换开始于2015年, 2019年绝大多数省市不再发行置换债券, 因此置换债券的样本区间为2015—2018年。

3. 控制变量

为了尽可能缓解遗漏变量的影响, 本文参考曹婧等(2019)的做法, 控制了其他影响城投债发行的因素。一是经济发展水平和增长压力, 包括人均地区生产总值、GDP增速和经济发展压力。其中, 经济发展压力变量通过市级政府工作报告中“经济增长”“经济发展”等关键词出现的次数构建; 以省份为小组, 对组内城市的关键词词频做标准化处理, 以反映城市之间经济发展的相对压力水平, 该指标越大说明该市较其他城市越重视经济发展, 经济发展压力越大。二是产业结构, 以第二、三产业增加值之和占GDP的比重衡量。三是财政和金融因素, 包括人均一般公共预算收入、土地出让收入占比(占GDP的比重)、债务限额空间、融资平台有息债务率(有息债务余额占GDP的比重)、金融机构贷款占比(占GDP的比重)。其中, 债务限额空间定义为预算内债务限额与债务余额之差占债务限额的比重, 可以控制地方政府获得自主发债权对融资平台举债的影响。该比值越大, 说明该市债务限额利用率越低, 表内债务额度越充足。四是官员特征和人口特征, 包括官员任期和人口密度。其中官员任期以当地市委书记任职三年为界限设定虚拟变量, 三年及以上该变量为1, 否则为0。人口密度为城市人口数量与城市土地面积之比。上述四类变量按照基准回归的设定, 各自以随时间变化的控制变量和先定城市特征与年份固定效应交互的形式引入回归模型中。

(三) 数据来源和描述性统计

收集整理城市层面的置换债券数据是本文的一项重要工作。241个城市的置换债券数据是作者通过依申请公开途径手工收集整理而来。城投债和有息债务数据来自Wind数据库, 经济发展压力数据来自历年各地市政府工作报告, 土地出让收入数据来自历年《中国国土资源年鉴》, 市委书记任期数据来自各地政府门户网站, 其他城市层面的控制变量数据来自历年《中国城市统计年鉴》。为了减轻异方差对估计结果的影响, 所有数值型变量均取自然对数, 并剔除了明显的异常值。主要变量的描述性统计结果见表1。

表1 主要变量描述性统计

变量类型	变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量	ln 城投债净发行额	476	3.424	1.408	-2.303	7.023
解释变量	ln 置换债券发行额	476	3.919	1.312	-3.605	6.997

续表 1

变量类型	变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
控制变量	ln 人均地区生产总值	476	10.885	0.694	9.427	12.836
	GDP 增速	476	0.049	0.037	-0.123	0.114
	经济发展压力	476	0.243	1.187	-3.600	3.555
	第二三产业比重	476	0.896	0.068	0.558	0.997
	ln 人均一般公共预算收入	476	8.346	0.844	6.751	10.477
	土地出让收入占比	476	0.048	0.040	0.003	0.244
	债务限额空间	476	0.085	0.109	-0.617	1.000
	有息债务率	476	0.193	0.174	0.000	0.915
	金融机构贷款占比	476	1.078	0.508	0.123	3.158
	官员任期	476	0.187	0.390	0.000	1.000
	ln 人口密度	476	7.946	0.640	6.109	9.619

四、实证结果

(一)基准回归结果

表 2 报告了基准模型的回归结果,被解释变量是城投债净发行额,解释变量是置换债券发行额的滞后项。第(1)列是不加入控制变量的结果,债务置换和新增城投债之间存在显著的正相关关系。第(2)~(3)列分别加入了随时间变化的控制变量、先定城市特征与年份固定效应的交互项($S_{cp} \times \lambda_t$),通过加入上述控制变量,模型可以更灵活地捕捉各类城市特征对因变量的异质性时间效应,并且在一定程度上减少遗漏变量带来的偏误。回归结果均表明,新增城投债规模随置换债券规模增加而上升。以第(3)列为例,置换债券发行额每增加 1%,新增城投债规模增加 0.213%,系数在 1% 的水平下显著。实证结果表明,在地方政府的救助预期下,债务置换并未抑制融资平台的新增举债需求,反而促进了城投债净发行额上升。假说 1 得到验证。

表 2 基准回归结果

变量名称	ln 城投债净发行额		
	(1)	(2)	(3)
L.ln 置换债券发行额	0.442*** (0.068)	0.205*** (0.044)	0.213*** (0.044)
L.ln 人均地区生产总值		0.413*** (0.121)	0.083 (0.297)
L. 经济发展压力		-7e-4 (0.042)	0.001 (0.042)
L. 土地出让收入占比		2.796** (1.406)	2.702* (1.422)
L. 债务限额空间		0.464 (0.305)	0.478 (0.309)
L. 有息债务率		3.578*** (0.445)	3.554*** (0.451)

续表 2

变量名称	ln 城投债净发行额		
	(1)	(2)	(3)
L. 金融机构贷款规模占比		0.174 (0.139)	0.400 (0.143)
L. 官员任期		0.204** (0.099)	0.181* (0.100)
L.ln 人口密度		0.134 (0.100)	0.122 (0.108)
常数项	1.693*** (0.260)	-4.029*** (1.478)	-2.883 (1.874)
$S_{cp} \times \lambda_t$	不控制	不控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
观测值	476	476	476
R ²	0.517	0.688	0.699

注：*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著，括号中报告的是聚类到城市的标准误。下表同。

(二) 稳健性检验^①

为验证本文的基准回归结果是否只在某些特定的变量、样本或模型设定下成立，我们进行了多种稳健性检验。第一，变换解释变量形式。本文分别构造置换债券发行额占地方政府一般公共预算收入和地区生产总值的比例作为新的解释变量重新回归，基准回归结论不变。第二，变换被解释变量形式。使用城投债余额的差分（取对数）作为城投债净发行额的代理变量重新回归，基准回归结论不变。第三，改变样本。首先，剔除直辖市、副省级城市和省会城市。这些城市享有省一级的经济管理权限，与普通地级市的差异较大，而且部分发行主体为省会城市的债券用途是覆盖全省的，发行额不能简单地归为省会城市，为此我们从样本中剔除这些城市重新回归。其次，使用融资平台层面的微观数据重新回归。使用宏观数据对微观数据回归可以部分缓解反向因果关系带来的内生性问题，也可以扩充样本量。回归结果说明，基准回归结论不变。第四，改变模型设定形式。首先，变换固定效应。将基准回归模型中的省份固定效应替换为城市固定效应，核心解释变量的系数在 1% 的水平下显著，基准回归结论不变。其次，为缓解部分极端值的影响，模型改为 Logit 模型并使用发债概率度量城投债的发行情况。如果该城市的城投债发行规模超过了样本中位数则被解释变量设置为 1，否则为 0。回归结果显示，债务置换显著提高了城投债的发行概率，置换债券发行额每上升 1%，城投债发债概率相应增加 10.5%。

此外，本文进一步控制了影响城投债发行的其他因素，以排除竞争性假说。首先，排除减税降费的影响。在债务置换期间，2016 年全面实施“营改增”以及后续增值税税率下调，给地方财政收入造成了很大冲击。为了排除减税带来的财政收入效应，在基准回归的基础上控制了营业税和增值税的因素，基准回归结论不变。其次，排除经济周期的影响。2015 年以来经济增长面临压力，地方财政支出刚性不减，逆经济周期调控的财政政策可能会激励地方政府借助融资平台发债。本文在基准回归的基础上进一步采用 HP 滤波法提取地区生产总值中的经济周期因素（年度数据参数 λ

^① 限于篇幅，稳健性检验结果未展示，留存备案。

的取值设定为6.25),由此计算并控制经济周期变量,基准回归结论不变。最后,排除融资平台自身借新还旧的影响,基准回归结论不变。

(三)内生性问题

需要说明的是,置换债券发行额是根据地方政府的历史举债行为确定的,具有一定外生性,但是基准回归的估计结果仍可能受到遗漏变量和互为因果关系干扰。本节依次采用交互固定效应、工具变量法和强度 DID 模型处理内生性问题,以避免参数估计的不一致性。

1.交互固定效应

在基准回归模型中依次加入城市 \times 年份趋势交互固定效应、省份 \times 年份趋势交互固定效应,以控制城市和省份层面随时间变化的不可观测的因素。表3第(1)~(2)列的结果显示,在控制外部环境系统性变动的情况下,置换债券发行额变量的系数显著为正,基准回归的结论不变。

2.工具变量法

本文的工具变量设计既考虑地方政府债务置换动机的差异,又兼顾地方政府间债务政策的示范效应。具体地,第一个工具变量是任期虚拟变量($Term_c$),将2013年6月至2014年末有新上任市委书记的城市设为1,其他城市设为0。将同省份其他城市置换债券发行额的平均值作为另一个工具变量($Other_{ct}$)。考虑到官员任期变量缺乏时间变动性,为了防止其被固定效应吸收,设定工具变量为官员任期和其他城市置换债券发行额的平均值的交互项,即 $Term_c \times Other_{ct}$ 。

首先,工具变量满足相关性。其一,官员任期($Term_c$)。置换债券额度是在2013年6月全国范围地方政府债务审计结果基础上,经2014年第四季度补充摸底确定的。这恰好给了2013年6月至2014年底新上任的市委书记一次厘清旧账的机会。因此,新上任的官员比留任的官员推动债务置换的主观意愿可能更强。从数据看,新上任官员地区的置换债券平均发行规模比留任官员地区高出了约2亿元,这说明官员任期工具变量与债务置换具有相关性。其二,同省份其他城市置换债券发行额的平均值($Other_{ct}$)。由于受省级政府统一领导,省内各城市的债务置换进程基本同步,其他城市发行置换债券的数量可能影响本地实际发行的置换债券规模,工具变量满足相关性。其次,工具变量满足排他性。其一,官员任期($Term_c$)。2012年党的十八大以来,中央政府的反腐败斗争打乱了官员晋升锦标赛(Chen等,2020)。尤其是在“43号文”等一系列文件规范地方政府举债融资行为后,官员任期与城投债发行的直接联系被切断,满足排他性。其二,同省份其他城市置换债券发行额的平均值($Other_{ct}$)。该指标与本地融资平台城投债之间一般不存在直接关联,满足排他性。综上所述,以 $Term_c \times Other_{ct}$ 作为工具变量满足了相关性和排他性的要求。

表3第(3)~(5)列汇报了两阶段最小二乘法的回归结果,第(3)列是第一阶段的回归结果,工具变量对本地置换债券发行额有显著正向影响,弱工具变量识别检验中F统计量的值为32.4(大于10),说明工具变量是有效的。第(4)列是第二阶段的回归结果,使用工具变量后,债务置换仍显著增加了城投债净发行额,与基准回归结论一致。工具变量的外生性要求只能通过内生变量影响被解释变量,不过在工具变量与内生变量个数相同时很难直接检验。第(5)列同时加入了内生变量和工具变量,预期同时加入内生变量和工具变量时,工具变量的系数应该不显著,回归结果显示工具变量的系数并不显著,说明工具变量是外生的。

3.强度 DID 模型

以2015—2018年各城市发行置换债券的平均规模作为债务置换外生冲击的强度变量,再根据强度变量的中位数划分对照组($treat=0$)和处理组($treat=1$),样本区间延长为2011—2019年,以获得政策前样本,2015年及之后的年份视为政策发生期($time=1$)。政策变量 DID 为 $treat$ 和 $time$ 相乘,

由此构建强度 DID 模型。表 3 第(6)列的回归结果显示,政策变量 DID 的系数显著为正,说明受债务置换影响越大的地区新增城投债的规模越大。运用 DID 模型需要满足平行趋势假定,图 1 为平行趋势检验结果,表明处理组和对照组的设定满足政策前平行趋势假定,债务置换的政策效果在当期不显著,存在时滞效应,但之后债务置换规模越大的地区发行城投债越多。

表 3 处理内生性问题的回归结果

变量名称	交互固定效应		工具变量法			强度 DID 模型
	ln 城投债净发行额		ln 置换债券发行额	ln 城投债净发行额		ln 城投债净发行额
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L.ln 置换债券发行额	0.212*** (0.048)	0.139** (0.068)		0.236* (0.135)	0.206*** (0.047)	
工具变量			0.006*** (0.001)		0.0001 (0.001)	
DID						0.304*** (0.088)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市×年份趋势交互固定效应	控制	不控制	不控制	不控制	不控制	不控制
省份×年份趋势交互固定效应	不控制	控制	不控制	不控制	不控制	不控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	474	441	476	476	476	1044
R ²	0.709	0.893	0.652	0.699	0.699	0.652

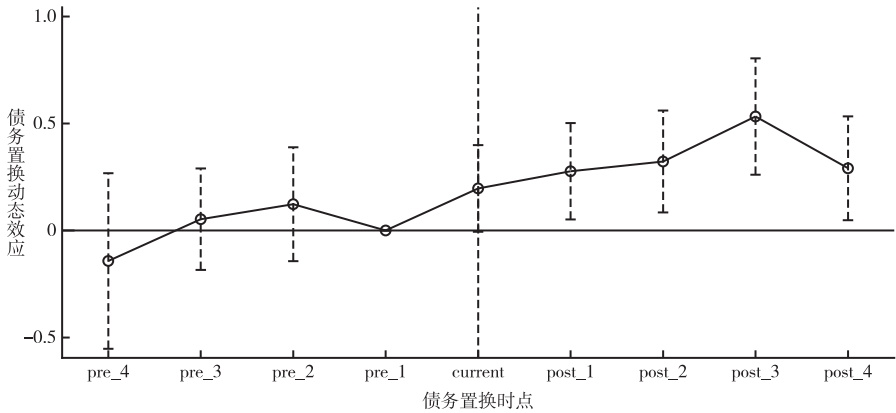


图 1 DID 平行趋势检验

(四)机制分析

理论分析中指出,债务置换可能助推了地方财政支出(尤其是投资性支出)过度扩张,且降低了投资支出效率。为了检验这一机制是否成立,本文从财政支出规模、财政支出结构以及投资支出效率三个方面识别债务置换对地方财政支出行为的影响。财政支出规模方面,参考李永友等(2022)的做法,使用地方政府财政支出超出财政收入的缺口占财政收入的比重作为财政支出过度

扩张的代理变量。该指标能反映出地方政府突破自身收入的支出行为,体现了 Kornai (1986) 对预算软约束的本质定义。财政支出结构方面,采用民生性支出和投资性支出反映。其中,民生性支出使用一般公共预算中教育支出和科技支出衡量,投资性支出使用市政公用设施建设固定资产完成额衡量。为了剥离两类财政支出中的时间趋势,更细致地考察债务置换对财政支出偏离长期趋势程度的影响,本文采用 HP 滤波法对 2009—2019 年的民生性支出和投资性支出进行分解,并保留了与本文样本期匹配的财政支出波动成分。投资支出效率方面,本文使用 DEA-Malmquist 指数法计算投资支出效率。DEA-Malmquist 指数法衡量的是在既定产出水平下的最低投资水平与实际投资水平之比。为了避免规模报酬因素对投资支出效率的影响,本文选择投入视角下的 DEA-BCC 模型测度我国地方政府的投资支出效率,进而引入 Malmquist 指数模型,获得不同时期投资支出效率的动态变化情况。需要说明的是,地方政府投资支出应是预算内投资支出和预算外投资支出之和。对于预算内投资支出,2005 年后,在中央持续强调加大民生投入的情况下,地方财政支出中用于民生和三保支出的份额不断提高,预算内投资支出份额不断减少;另外,2007 年财政收支分类科目调整后,学界对地方预算内投资支出口径存在分歧以及市级预算内投资数据难获取,本文主要考虑预算外投资支出,即政府举债(法定债务和融资平台债务之和)投资支出。借鉴洪源等(2020)的做法,本文测算地方投资支出效率的投入变量是融资平台有息债务与地方政府债券规模之和(人均化)。根据审计署的 2013 年债务审计结果,地方政府性债务募集的资金投向市政建设、土地收储、交通运输、科教文卫及农林水利等领域,因此地方投资支出的产出变量选择了人均城市道路面积、人均供水管道长度、人均供热管道长度、人均供气管道长度、人均排水管道长度、人均建成区面积、人均轨道交通长度、人均道路桥梁长度、每百万人中小学在校学生数、每百万人卫生机构床位数、人均农田有效灌溉面积等指标。测算结果显示,各地投资支出整体技术效率平均值为 0.468,纯技术效率的平均值为 0.561,规模效率的平均值为 0.842。可以看出,地方政府投资支出效率整体较低,规模效率比纯技术效率更接近前沿面,说明地方政府债务管理水平对整体投资支出效率的制约作用较大。

表 4 汇报了机制分析的回归结果。首先,考察债务置换对财政支出过度扩张的影响。第(1)列的回归结果显示,债务置换对地方财政支出过度扩张具有显著正向影响。其次,分别使用剔除时间趋势后的教育、科技、市政建设支出规模,考察债务置换对地方财政支出结构的影响。第(2)~(3)列的回归结果显示,债务置换没有显著改变地方政府教育支出和科技支出的波动成分,民生性支出扩张不明显。第(4)列的回归结果显示,置换债券发行额上升显著增加了地方政府在市政建设领域的投资规模,投资性支出扩张更加突出。最后,考察债务置换对投资支出效率(技术效率)的影响。第(5)列的回归结果显示,债务置换对地方投资支出效率有显著的负向影响。缪小林和伏润民(2013)认为,财政纵向失衡体制下地方政府收入减少、支出增加,导致地方政府把大量活动转移到预算外,加重了地方政府债务风险。在财政预算内资金优先满足民生性支出的情况下,地方政府借助融资平台举债获取预算外资金以增加投资性支出,成为一种合理替代选择。姜子叶和胡育蓉(2016)的研究也认为,预算软约束下地方政府债务与基建投资规模正相关。徐超等(2020)指出,政府支出效率的降低往往伴随严重的资金滥用,造成举债资金无法完成既定任务,政府只能再次举债。因此,债务置换引发的地方救助预期加强,激励了地方过度扩张财政支出,尤其是投资性支出增加,并且降低了投资支出效率,导致更多的新增城投债,假说 2 得以验证。

表 4 机制分析的回归结果

变量名称	财政支出 过度扩张	教育支出 波动成分	科技支出 波动成分	市政建设支出 波动成分	投资支出 效率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
L.ln 置换债券发行额	0.129** (0.064)	0.064 (0.290)	0.286 (0.213)	0.453** (0.179)	-0.020** (0.010)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	476	476	476	471	470
R ²	0.652	0.117	0.222	0.719	0.182

五、异质性分析

(一)地方政府债务管理体制改革的异质性

2014年“43号文”开启了地方政府债务管理体制改革的进程。参考梁若冰和王群群(2021)的做法,本文将各地公布债券余额的时间作为债务管理改革的落实时间,考察城投债净发行额在落实地方政府债务管理体制改革的差异(落实改革为1,否则为0)。表5第(1)列回归结果显示,交互项的系数显著为负,说明债务管理体制改革的债务置换的影响效应有所抑制。这可能是地方政府债务管理体制改革的在一定程度上规范地方政府举债融资行为,有利于硬化地方政府预算约束,从而降低债务置换对新增城投债的刺激作用。

(二)专项债券用途调整的异质性

财政部2021年出台了《地方政府专项债券用途调整操作指引》,允许地方政府变更存量债券的资金用途。本文通过中国地方政府债券信息公开平台,手工整理了所有发生过专项债券用途调整的城市样本,比较城投债净发行额在有专项债券用途调整和无专项债券用途调整的城市中的差异(存在调整为1,否则为0)。表5第(2)列回归结果显示,交互项的系数显著为正,债务置换对城投债的正向影响在发生过专项债券用途调整的地区更大。本文认为,虽然允许专项债券用途调整可以视作对债务资金使用不当或管理不规范的纠错机制,可能有利于提高债券资金的使用绩效,但出现债务用途调整也意味着地方政府存在盲目发债的问题,财政行为谨慎程度不足,这与债务置换导致地方新增城投债的非理性动机是一致的。

(三)PPP项目融资的异质性

PPP项目模式为地方政府提供了新的表外融资渠道,与同属表外融资工具的城投债之间可能存在替代关系。本文手工整理了财政部政府和社会资本合作中心项目库中PPP项目微观数据,将其加总至城市层面。根据各地区PPP项目资金额度的中位数将全样本分成高、低两组(高于中位数为1,否则为0)。表5第(3)列回归结果显示,交互项的系数显著为负,表明PPP项目融资对债务置换影响新增城投债产生了抑制作用。这说明PPP项目通过引入社会资本,发挥了新增融资的作用,从而降低了地方政府新增城投债的动机。

(四)省以下财政体制改革的异质性

为验证2015年后各省份推行财政体制改革的影响,本文手工整理了2015年后各省份关于省

以下财政体制改革的文件,发现各省份改革进展存在差异。其中,实施省以下综合性财政体制改革的省份有江苏、浙江、湖北等七个,上述省份的财政体制改革涉及了省以下地方政府间事权划分、财力分配、转移支付、省直管县等多个方面,而其他省份的财政改革主要侧重于财政体制的财政事权划分方面。表5第(4)列汇报了城投债净发行额在实施综合性财政体制改革地区和侧重于财政事权改革地区的差异(综合性改革为1,否则为0),交互项的系数显著为负,表明省以下综合性财政体制改革抑制了债务置换对新增城投债的正向影响。这可能与综合性的财政体制改革有助于实现财力向市县下倾,促进事权、支出责任和财力相协调,因而更有利于降低纵向财政失衡和减少地方政府无序举债行为有关。

(五)金融监管力度的异质性

无论是地方政府债券认购,还是融资平台举债,都离不开金融机构的支持。由于城投债背后的隐性担保,金融机构也存在主动配合地方政府变相举债融资的动机。本文以省级政府金融监管支出/全省金融业增加值衡量金融监管力度(高于中位数为1,否则为0),考察城投债净发行额在不同金融监管力度下的差异。表5第(5)列回归结果显示,交互项的系数显著为负,表明金融监管抑制了债务置换对新增城投债的正向作用。本文认为,金融监管的强化有利于约束债权人的行为,金融机构为地方政府融资的各渠道受到限制,从而为从资金供给渠道控制地方盲目举债风险提供了条件。

表5 异质性分析的回归结果

变量名称	ln 城投债净发行额				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
L.ln 置换债券发行额	0.323*** (0.237)	0.172*** (0.050)	0.326*** (0.052)	0.311*** (0.047)	0.240*** (0.049)
债务管理体制变革	0.615*** (0.237)				
L.ln 置换债券发行额×债务管理体制变革	-0.184*** (0.062)				
专项债券用途调整		-0.419 (0.258)			
L.ln 置换债券发行额×专项债券用途调整		0.177*** (0.050)			
PPP项目融资			0.513* (0.289)		
L.ln 置换债券发行额×PPP项目融资			-0.252*** (0.069)		
财政体制改革				0.797** (0.362)	
L.ln 置换债券发行额×财政体制改革				-0.299*** (0.085)	
金融监管力度					-0.058 (0.398)
L.ln 置换债券发行额×金融监管力度					-0.169* (0.088)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制

续表 5

变量名称	ln 城投债净发行额				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	476	476	476	476	476
R ²	0.705	0.709	0.721	0.718	0.719

六、拓展分析

构建地方政府债务管理的新秩序,融资平台的市场化转型尤为关键。据此,本文进一步考察债务置换对融资平台市场化转型的影响。分别使用融资平台经营性现金流、主营业务收入占营业收入的比重和主营业务利润率作为融资平台市场化转型程度的代理变量。上述指标越高,说明融资平台现金流越充裕,可以通过自主经营获利且对地方政府的补贴依赖程度越低,融资平台市场化程度越高。表6第(1)~(3)列的回归结果显示,融资平台的经营性现金流、主营业务收入占营业收入的比重和主营业务利润率都随债务置换规模增加而下降,说明债务置换阻碍了融资平台的市场化转型。可能的原因是,债务置换规模越大,地方政府借助融资平台举债越多,势必导致地方政府对融资平台的干预程度越深,二者越容易被金融市场视作风险共同体,越容易以低成本获得大量举债融资。此时,融资平台并不需要过多关注债务收益能否覆盖债务本息,转型动机和能力趋向低下,转型进程愈发滞后和困难。

表 6 拓展分析的回归结果

变量名称	经营性现金流	主营业务收入占营业收入的比重	主营业务利润率
	(1)	(2)	(3)
L.ln 置换债券发行额	-1.054*** (0.586)	-0.032*** (0.009)	-3.610*** (1.518)
控制变量	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
融资平台固定效应	控制	控制	控制
观测值	3135	3516	3169
R ²	0.261	0.883	0.748

注:控制变量中加入了资产负债率、资产回报率等融资平台层面的变量。

七、结论和建议

为化解地方政府巨额存量债务并缓释宏观经济风险,在甄别存量债务的基础上,中国从2015年起把原来地方政府短期、高息债务置换成中长期、低成本的地方政府债券。本文实证研究了债务置换对融资平台新增城投债的影响,并进一步从债务置换影响地方政府财政支出规模、结构和

投资支出效率视角分析了融资平台债务扩张的机制。研究发现,第一,债务置换会强化地方政府的救助预期,导致融资平台新增城投债规模上升。该结论在一系列稳健性检验和处理内生性问题后依然成立。第二,机制分析结果表明,债务置换诱发了地方政府的财政支出(尤其是投资性支出)过度扩张,并且降低了地方投资支出效率,助长了融资平台城投债净发行额持续增长。第三,异质性分析结果显示,债务置换导致融资平台新增城投债的现象在尚未落实地方政府债务管理新体制、发生过专项债券用途调整、PPP项目融资规模较小、省以下财政体制改革不完善和金融监管力度较小的地区更加严重。第四,拓展分析还发现,债务置换不利于培养融资平台的自生能力和市场化转型。基于上述研究结论,本文提出如下政策建议。

首先,实施债务置换化解地方债务风险应谨防地方新增隐性债务。化解地方债应严格落实“省负总责,地方各级党委和政府各负其责”^①,向市场明确政府和企业债务、中央和地方政府债务的边界。如果确需实施债务置换,应当附加配套条件,如规定地方政府完成一定比例的支出削减、提高组织收入的努力、制订后续偿债计划等,切实防止陷入债务置换的周期循环。对于融资平台债务中确实难以偿还的,鼓励融资平台与金融机构自主协商展期重组,积极运用金融工具推进地方隐性债务化解,探索资产管理公司为融资平台提供短期流动性支持、剥离不良资产并参与债务实质性重组等多种化债路径。

其次,持续推进融资平台的市场化转型。在经营层面上,融资平台可以发展非公益性市场项目,重点提升平台自身盈利水平。拓展业务范围,如发挥融资平台资产和业务优势,参与新能源基础设施、社区养老产业和金融服务等领域的市场化项目,用市场化业务增加的收入偿还一部分公益性项目建设产生的债务。在市场层面上,鼓励融资平台跨区域投资,提升融资平台的市场竞争力,如建设跨区域投资的信息共享平台,支持一批具有示范意义的跨区域投资项目。此外,未来应当渐进放开融资平台债务违约,有序打破城投信仰。

最后,统筹财政体制改革和加强地方债监管,建立防范化解地方债务风险长效机制。进一步推动有效市场和有为政府的良性互动,规范拓宽地方政府基础设施建设的融资渠道,保持PPP项目的适当投资力度,尝试PPP模式和城投债、专项债相结合的发展路径。从谋划新一轮财税体制改革的视角,重点关注省以下财政体制改革,合理分配省以下各级政府间财政事权和支出责任,赋予市县地方政府更大的财政自主权,不断健全地方税体系,保持省与市县财政收入与事权、支出责任相适应,优化转移支付结构和动态调整机制。在地方债监管方面,应尽快合并法定债务和隐性债务监管,加大全口径地方债务信息公开和提高地方债使用效率,强化全口径地方债预算管理、风险预警和全过程监督,试编全口径地方政府债务预算,同时注重加强财政、金融、审计监管的协同性和加大违规举债问责力度,逐步建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。

参考文献:

- 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。
- 陈抗、Arye L. Hillman、顾清扬:《财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手》,《经济学(季刊)》2002年第4期。
- 陈思霞、卢盛峰:《分权增加了民生性财政支出吗?——来自中国“省直管县”的自然实验》,《经济学(季刊)》2014年第4期。
- 陈志勇、陈思霞:《制度环境、地方政府投资冲动与财政预算软约束》,《经济研究》2014年第3期。
- 方红生、张军:《中国地方政府竞争、预算软约束与扩张偏向的财政行为》,《经济研究》2009年第12期。
- 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。

^① 资料来源:《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》,2023年8月30日。

- 7.洪源、陈丽、曹越:《地方竞争是否阻碍了地方政府债务绩效的提升?——理论框架及空间计量研究》,《金融研究》2020年第4期。
- 8.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。
- 9.李娜、冯美乐、刘蓉:《政策脱钩与市场信念:来自隐债清零事件的证据》,《财贸经济》2023年第10期。
- 10.李永友、刘炯、王芳:《财政改革与地方政府支出激励》,《经济研究》2022年第8期。
- 11.梁若冰、王群群:《地方债管理体制与企业融资困境缓解》,《经济研究》2021年第4期。
- 12.孟世超、王擎:《政府隐性担保的测度问题:一个文献述评》,《世界经济》2023年第2期。
- 13.缪小林、伏润民:《地方政府债务风险的内涵与生成:一个文献综述及权责时空分离下的思考》,《经济学家》2013年第8期。
- 14.聂卓、刘松瑞、玄威:《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》,《经济学(季刊)》2023年第6期。
- 15.平新乔、白洁:《中国财政分权与地方公共品的供给》,《财贸经济》2006年第2期。
- 16.钱一蕾、陈姗姗、钟宁桦、解咪:《地方政府债券对城投债券发行规模与定价的影响》,《财贸经济》2023年第7期。
- 17.邱志刚、王子悦、王卓:《地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析》,《中国工业经济》2022年第4期。
- 18.徐超、庞雨蒙、刘迪:《地方财政压力与政府支出效率——基于所得税分享改革的准自然实验分析》,《经济研究》2020年第6期。
- 19.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。
- 20.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”的经验证据》,《经济学(季刊)》2022年第3期。
- 21.钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶:《地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度》,《中国工业经济》2021年第4期。
- 22.邹瑾、崔传涛、顾辛迪:《救助预期与地方政府隐性债务风险——基于城投债利差的证据》,《财经科学》2020年第9期。
- 23.Chen, Z., He, Z., & Liu, C., The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *Journal of Financial Economics*, Vol.137, No.1, 2020, pp. 42–71.
- 24.Goodspeed, T. J., Bailouts in a Federation. *International Tax and Public Finance*, Vol.9, No.4, 2002, pp. 409–421.
- 25.Hayes, K., Laura, R., & Leola, R., Bureaucratic Choice and Nonoptimal Provision of Public Goods: Theory and Evidence. *Public Choice*, Vol.94, No.1, 1998, pp.1–20.
- 26.Kornai, J., The Soft Budget Constraint. *Kyklos*, Vol.39, No.1, 1986, pp. 3–30.
- 27.Migue, J., & Belanger, G., Toward a General Theory of Managerial Discretion. *Public Choice*, Vol.17, No.2, 1974, pp. 24–43.
- 28.Padovano, F., Distribution of Transfers and Soft Budget Spending Behaviors: Evidence from Italian Regions. *Public Choice*, Vol.161, No.1, 2014, pp. 11–29.
- 29.Wildasin, D. E., The Institution of Federalism: Toward an Analytical Framework. *National Tax Journal*, Vol.57, No.2, 2004, pp. 247–272.

Local-Government Debt Swap and Debt Expansion of Financing Platforms

LI Yihua, LI Linwei, WANG Yidi (Shandong University, 250100)

Summary: In order to strengthen local budget constraints and regulate the borrowing and financing behavior of local governments, China's central government granted local governments the right to raise debt, stripped them of the government financing function of financing platforms, and implemented debt swap. The central government has established a comprehensive institutional framework to regulate local borrowing and prevent risks by opening the front door and blocking the back door. However, an undeniable

fact is that after 2015, local governments still engaged in illegal and irregular borrowing and financing.

This paper is the first to use data from local market exchange bonds and newly-issued urban construction investment bonds (UCIBs) to study the relationship between debt exchange and local implicit debt. The benchmark regression results show that debt swap leads to an increase in new UCIBs on financing platforms. Mechanism analysis reveals that the addition of UCIBs by financing platforms is a joint result of the excessive expansion of local fiscal expenditure and the decrease in debt investment efficiency. Heterogeneity analysis shows that the positive impact of debt swap on the issuance of new UCIBs is more significant in regions where local government debt management system reform is not yet implemented, where adjustments have been made to the use of special bonds, PPP financing scale is relatively small, the fiscal system reform below the provincial level is incomplete, and financial regulation is weak. Further research has found that debt swap is not conducive to improving the self-sufficiency and market-oriented transformation of financing platforms.

The marginal contribution of this paper is mainly reflected in the following three aspects. Firstly, this paper first explores the impact of debt swap on the expansion of new implicit debt from the perspective of the relationship between the resolution of existing debt and the control of incremental debt at the city level. Secondly, it provides a new mechanism explanation for how debt swap affects the expansion of new implicit debt from the perspective of local governments' rescue expectations. Finally, this paper also conducted a rich heterogeneity analysis and made a preliminary discussion on the impact of debt swap on the market-oriented transformation of financing platforms.

This paper has the following policy recommendations. Firstly, debt swap should be cautious of the risk of new implicit debts and not adopted unless necessary. Secondly, we should continue to promote the market-oriented transformation of financing platforms, and in the future, we need to gradually open up debt defaults on financing platforms and orderly overcome the blind belief in urban construction investment. Finally, we should coordinate the reform of the fiscal system and strengthen the supervision of local debt, establish a long-term mechanism for preventing and resolving local debt risks, and further promote positive interaction between effective markets and promising governments. In fact, the impact of debt swap is very broad, and newly added implicit debt is just one of them. Therefore, future research may study the other economic impact of debt swap.

Keywords: Debt Swap, Local Government Financing Platforms, Urban Construction Investment Bonds, Implicit Debt, Rescue Expectations

JEL: E62, H63, H74

责任编辑:诗 华