

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

钟宁桦，陈姗姗，马惠娴，王姝晶

[摘要] 近年来地方融资平台的基本面不断恶化,却仍然能在市场上持续发债,以较低的成本获得融资,本文认为其背后是“隐性担保”预期影响市场投资主体对地方融资平台风险的判断。针对这一现象,本文采用两种方法测度该预期的强度,并得到了比较一致的结论。结果表明:该预期使得城投债的融资成本比非国有企业发行的债券降低约四成。在信用评级较低的城投债以及经济较为落后地区的地方融资平台所发行的债券上,该预期更强。2014年“43号文”出台后,新增城投债的“隐性担保”预期出现短暂下降,而存量城投债的“隐性担保”预期不降反升,尤其是纳入置换计划的存量城投债。本文进一步探究“隐性担保”的形成机制,发现一个省发行的置换债券的相对规模是市场对当地城投债“隐性担保”预期的重要解释因素。另外,该预期也与地方融资平台的财务风险以及地方政府的财政实力正相关。本文建议相关部门重点监管城投债中“隐性担保”预期较强的部分,更好地发挥显性债务在基础设施建设融资中的作用,降低对于隐性债务的依赖,同时要加快推进地方融资平台的市场化改革,提高盈利能力,并调整城投债的评级体系。

[关键词] 城投债；隐性担保；债务置换

[中图分类号]F123 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2021)04-0005-19

一、引言

2020年新冠肺炎疫情爆发后,在党中央因时因势的政策部署下,中国经济逆风破浪开创新格局。过去一年,为对抗新冠肺炎疫情冲击、稳定经济增长,各地政府加快政府债券发行和使用速度以扩大有效投资。据财政部统计,2020年全国发行地方政府债券共计6.44万亿元,为地方做好“六稳”工作、落实“六保”任务提供了有力保障。不过,在大规模扩张地方政府债务的同时,部分地方政府债务风险有所显现,部分地区地方政府债务率接近警戒线。近年来,中央反复强调要在稳增长与防风险之间取得平衡。2020年末,中央经济工作会议在提出“推动经济持续恢复和高质量发展”的同时,

[收稿日期] 2020-11-14

[项目基金] 国家社会科学基金重大项目“新形势下地方债务风险管控的目标、难点与实现路径研究”(批准号19ZDA073);国家自然科学基金面上项目“08年金融危机后我国金融效率下降与国有企业改革”(批准号71973101);国家自然科学基金青年项目“散户投资者的需求效应和资产定价——基于中国分割市场的研究”(批准号71902140)。

[作者简介] 钟宁桦,同济大学经济与管理学院教授,博士生导师,金融学博士;陈姗姗,同济大学经济与管理学院博士研究生;马惠娴,同济大学经济与管理学院博士研究生;王姝晶,同济大学经济与管理学院副教授,金融学博士。通讯作者:王姝晶,电子邮箱 shujingwang@connect.ust.hk。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

也强调防范地方政府债务风险的重要性,尤其是要抓实化解地方政府隐性债务风险。

据 IMF 估计,中国地方政府融资平台的债务在 2020 年末可能达到 35 万亿—40 万亿元。地方政府融资平台是地方政府隐性债务的主要举债主体之一,近些年举借的城投债规模迅速增长。2015—2019 年,年均新发行城投债超过 2 万亿元,2020 年更是高达 4 万亿元。然而近十年中,一些地方融资平台的经济基本面越来越差。图 1 显示,2011 年之后,发行债券的地方融资平台的平均 ROA 迅速下滑,2019 年跌至 0.5%。同时,地方融资平台却仍然能够不断地以较低的成本在资源有限的金融市场上借到资金,2014 年开始,其负债率不断攀升。这说明,除了基本面之外,还存在着其他机制影响市场投资主体对于这些城投债风险的判断。本文认为,其中一个较为关键的因素是市场投资者对政府“隐性担保”的预期在发生变化。

地方政府通常是融资平台的第一大股东或唯一股东。Wind 数据显示,在所有发行过城投债的融资平台中,控股股东为地方政府的占比约为 82%。同时,融资平台肩负着地方基础设施建设的职责^①,地方政府会为其注入土地、国有股权等资产,进而达到债券发行的门槛条件(张路,2020)。因此,当融资平台面临财务困境或者违约风险时,一方面,地方政府职能中隐含着应当承担的责任;另一方面,地方政府可能会面临一些现实的政治压力(刘尚希和赵全厚,2002)。市场普遍预期政府部门会对地方融资平台提供帮助并代偿一部分债务。由于这种担保或救助关系并未经由合同或者法律规定,因而被称为“隐性担保”。一些文献认为,“隐性担保”的普遍存在是中国债券市场的重要特征,降低了市场投资主体对融资平台的风险评估,从而压缩了举债主体的融资成本(陈道富,2015;罗荣华和刘劲劲,2016;Liu et al.,2017),助长了城投债的扩张(马文涛和马草原,2018)。在此基础上,本文强调对于“隐性担保”的预期一方面使得城投债的定价与其基本面相背离,另一方面由于缺乏明文规定,市场对地方政府负责偿还融资平台债务的预期并不统一,且地方政府的偿债能力与偿债意愿往往被高估。在此情况下,一旦救助预期发生突变,城投债的价格很可能会出现显著下调,债券市场的稳定性将受到冲击。2011 年发生的“云南城投债危机”和 2020 年的“永煤逃废债”事件为这一观点提供了重要佐证。2011 年 6 月以前,中国债券市场上还未出现过企业债违约的情况。2011 年 6 月 27 日,媒体爆出云南公路开发投资有限公司在 4 月向债权银行发函宣布“只付息不还本”。同年 7 月,随着与违约风险相关的信息被不断披露,投资者的恐慌情绪迅速在市场上蔓延,城投债被大规模抛售,一时间整个信用债市场价格急剧下跌。进一步地,恐慌从二级市场蔓延至一级市场,引起债券融资成本大幅度上升,并直接导致国家开发银行债券推迟发行、部分地方债流标等后果。2011 年 7—9 月,上证公司债指数下跌 1.6%,沪城投债指数下跌 3.47%,而同期上证国债指数上涨 0.95%。“云南城投债危机”事件表明,“隐性担保”较强的城投债很可能会因为市场预期的突然变化而出现大幅度的价格下跌(钟宁桦等,2018),并进一步引发债券市场信用危机。近几年债券违约频

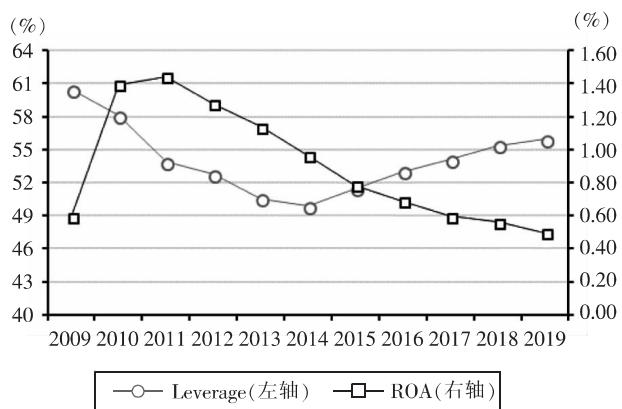


图 1 发行债券的地方融资平台基本面变化

资料来源:Wind 数据库。

^① 据 Wind 数据库统计,2009—2019 年城投债所募集的资金中投向基础设施建设的资金占 91.56%。

繁发生。2020年10月以来,多个高评级国有企业发生债券违约,甚至直接破产,涉事集团的相关存续债连续大跌,市场对弱资质国有企业的政府“隐性担保”预期受挫。例如,2020年11月10日,永城煤电控股集团(简称“永煤”)违约后,煤炭行业相关债券以及包括永煤在内的多个河南省省属国有企业的债券价格出现大幅下跌,部分债券折价幅度甚至超过90%;在“永煤逃废债”事件冲击下,11月河南省没有一只地方国有企业债及城投债发行成功,信用债取消发行规模创年内新高。

本文认为,有限范围的债券违约对于债券市场的长期健康发展可能是有益的,有助于强化市场约束。但考虑到新冠肺炎疫情影响尚未完全消退,国内外经济形势仍存在较大不确定性,防范债券市场重大风险,对于稳增长、保民生、保运转等宏观任务的实现是一个必要条件。尤其值得注意的是,未来几年将是城投债偿还的高峰期。据Wind数据库统计,2021年和2022年到期的城投债规模将分别超过3.35万亿元和2.22万亿元。在这样的背景下,进一步分析支撑城投债价格的重要因素,并对潜在的风险点作出预判,对于稳妥化解地方政府隐性债务风险至关重要。

准确测度“隐性担保”预期是本文的研究基础。本文首先基于2009—2019年企业债和公司债的二级市场交易数据,采用“利差估计法”识别“隐性担保”。这一方法本质上是试图回答,假设某个融资平台是民营企业,以其基本面,在市场上获得的融资成本是多少。结果显示,“隐性担保”预期使得城投债的融资成本平均降低约46%。为了考察估计结果的稳健性,本文还采用“虚拟变量法”对此进行验证。模型中,在较为全面地控制了包括债券特征、公司基本面和地方财政状况等影响债券信用利差的因素后,引入“是否为城投债”的虚拟变量,并将这部分由城投属性所解释的利差视作“隐性担保”预期。结果发现,“隐性担保”预期使得城投债的融资成本平均降低约38%,与“利差估计法”得到的结论基本一致。进一步,本文对不同评级、不同地区以及不同年份的城投债“隐性担保”预期估计发现:在评级上,评级较低的城投债有更强的“隐性担保”预期,这可能说明投资者在投资低评级债券时更看重发债主体背后的政府隐性支持(王博森等,2016)。在地区上,西部地区城投债的“隐性担保”预期最强,中部地区次之,东部地区最弱。在时间上,2010—2011年城投债的“隐性担保”预期较弱,而2012—2019年城投债的“隐性担保”预期整体呈上升趋势。值得注意的是,2014年10月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(简称“43号文”)明确规定地方政府不得再为融资平台提供担保。那么,为何投资者对城投债“隐性担保”的预期反而增强了呢?

在梳理相关政策后,本文发现“43号文”只是明确了地方政府不得借助融资平台举债,而降低城投债风险的具体措施则是后续的债务置换计划。由此,本文将城投债样本分为三类:新增城投债、未纳入置换计划的存量城投债,并重点考察2015年后这三类债券“隐性担保”预期的变化,结果如图2所示。新增城投债的“隐性担保”预期在2015—2016年明显减弱,而在2017年后开始增强。纳入置换计划和未纳入置换计划的存量城投债在2015—2018年置换政策实施期间的“隐性担保”预期比较接近,且均保持上升趋势。本文还采用“虚拟变量法”对该结果进行检验并得到类似的发现:置换计划

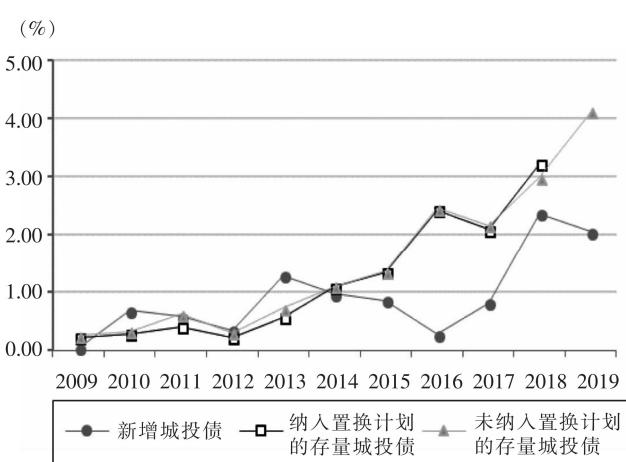


图2 城投债“隐性担保”预期的时间趋势

使得存量城投债的信用利差整体上显著降低 95 个基点,并且纳入置换计划的存量城投债的“隐性担保”预期要高于未纳入置换计划的存量城投债。

存量城投债“隐性担保”预期的增强暗示着置换计划可能强化了市场投资主体对于政府部门为融资平台纾困或救助预期。本文提供了一种可能的假说,即市场投资者将债务置换视作政府控制债务风险的一种解决方案,因此进一步增强了对于政府部门救助意愿的预期。为了检验上述假说,本文构建了地方政府债务置换强度(各省份当年地方政府置换债券发行规模/该省份当年的财政收入)这一解释变量来衡量政府部门潜在的救助意愿。一方面,该比值越高,说明就当地的财政水平而言,地方政府的债务负荷越高、偿债能力越弱,因此需要更大规模的置换以延缓其债务到期时间,未来债务继续需要由上级政府救助的可能性也更大(郭玉清等,2016)。另一方面,地方政府债务置换额度由财政部规定,可能被误认为置换后的地方政府债务最终可能会由上级政府通过新的措施解决,因此该值向市场提供了增量信息(沈红波等,2018)。

事实上,2015—2018 年,地方政府债发行规模大幅增长,平均约 70% 的比例用于置换旧债。而且一些经济基本面较差的西部省份更多地发行置换债券。在此基础上,本文将前述“利差估计法”得到的“隐性担保”预期作为被解释变量、置换强度作为解释变量进行回归检验。结果显示,当年该省份的债券置换强度越高,投资者对于该省份的城投债“隐性担保”预期越强;另外,财政能力越强的地区以及财务指标越差(如 ROA 较低、负债率较高等)的城投债“隐性担保”预期越强。通俗地说,融资平台财务风险越高,或融资平台所处地级市政府的财政能力越强,或所属省级政府的债务置换强度越高(救助的意愿越强),投资者预期其发行的城投债被政府救助的可能性越大。本文用“隐性担保”= $F(\text{财务风险} \times \text{地方政府财政实力} \times \text{政府部门潜在的救助意愿})$ 这个函数关系来概括地表示“隐性担保”预期的决定因素。

本文的主要贡献包括以下几个方面:①现有文献大多忽略债券异质性,采用主成分分析法(罗荣华和刘劲劲,2016)、正交分解法(王叙果等,2019)、结构化模型法(王博森等,2016;赵丹和徐承龙,2020)、虚拟变量法(韩鹏飞和胡奔明,2015;魏明海等,2017;张雪莹和王玉琳,2019)以及事件冲击法(Jin et al., 2018)等方法估计出的“隐性担保”多为整体层面的相对大小或平均水平。本文假定地方融资平台是普通的民营企业,用一般企业债券的定价模型估计城投债在市场化情况下的利差水平,将市场化的利差和真实利差的差值视作城投债背后的“隐性担保”预期,进一步用“虚拟变量法”检验该结果的稳健性。这一估计方法更准确地测度出城投债个体层面的“隐性担保”预期,为研究“隐性担保”问题提供了更优的识别策略。在此基础上,本文细致地分析了城投债“隐性担保”预期的分布特征,有助于理解地方政府隐性债务的结构性问题。②已有文献主要从地区财政实力或经济发展水平等视角来分析城投债“隐性担保”的成因(罗荣华和刘劲劲,2016;钟辉勇等,2016;王博森和吕元稹,2016)。然而,若基于不同方面对“隐性担保”预期作出判断,往往会得出相反的结果。如一些中西部地区财政能力偏弱,用财政能力代理“隐性担保”,会得出西部地区“隐性担保”较弱的结论(汪莉和陈诗一,2015)。但同时这些地区的部分融资平台的基本面比较差、评级较低,因此,也有文献认为这些地区的债券更需要政府支持,因而“隐性担保”比较强(王博森等,2016)。本文基于丰富的实证结果认为“隐性担保”的决定因素至少包括三个方面,尤其强调不同地区政府救助意愿的预期这一因素,由此对城投债“隐性担保”预期的形成机制做出更为全面、深入的分析和描述。③现有研究对于债务置换计划的政策效果存在争议。部分研究认为债务置换能够缓解地方政府偿债压力,降低地方政府违约风险(洪源和胡争荣,2018)与宏观经济风险(梁琪和郝毅,2019)。但也有研究发现债务置换加剧经济波动,使得债务风险上升(武彦民和竹志奇,2017),并且债务置换只是转移并

非消除风险,这些风险可能在其他领域产生不利影响,如挤占金融市场资源,使得债务货币化或财政风险金融化,甚至诱发官员转嫁债务或逃避责任等道德风险(李安安,2018)。然而,这些研究大多从宏观层面考察债务置换,尚未落实到具体的债券上。同时,“43号文”和债务置换计划的政策主旨相辅相成,颁布时间也比较接近,政策效果难以精确划分。本文以城投债为研究对象,综合探讨“43号文”和债务置换计划对新增城投债和存量城投债影响的差异,从更微观的视角评估债务置换政策的实施效果。本文的发现表明,债务置换确实帮助地方政府降低了城投债的信用风险,但在一定程度上降低了债券市场的定价效率,由此为更全面地评估债务置换政策提供一些重要证据。

二、“隐性担保”预期的形成机制

近年来城投债规模迅速扩大,其背后是投资者对政府“隐性担保”的预期。而随着近期地方政府性债务违约事件增多,该预期变得日渐脆弱。在这样的背景下,亟需对“隐性担保”的形成机制做深入分析,并以此为指导,逐步有序打破“隐性担保”预期。

一直以来,不少文献以地区财政收入状况以及经济发展水平衡量地方政府“隐性担保”。所使用的指标包括地区财政收入、GDP、税收收入(罗荣华和刘劲劲,2016)、土地出让收入、财政转移支付(钟辉勇等,2016)、固定资产投资(王博森和吕元稹,2016;潘俊等,2018)、地方政府财政盈余与GDP比值(汪莉和陈诗一,2015),并扩展到房地产价格(Ang et al.,2015;秦凤鸣等,2016;邹瑾等,2020)、地方政府可流动性资产(潘琰和吴修瑶,2017)和地方政府负债率(Liu et al.,2017)等不同维度的地区宏观指标上。这些指标不仅衡量了地方政府不同来源的隐性支持能力,也赋予“隐性担保”多维经济含义,将“隐性担保”的经济内涵衍射到预算软约束(王永钦等,2016)、财政分权(龚强等,2011;陈菁和李建发,2015)和土地财政(张莉等,2018;杨继东等,2018)等理论范畴中。这些理论有助于从制度上深入理解“隐性担保”问题。然而,衡量地方财政实力的指标多样,无形中扩大了“隐性担保”度量范围,并增加了结论的模糊度。而且既有研究所使用的测度大多为地方政府财政能力或区域经济状况,较少考虑举债主体自身的财务风险以及政府部门潜在的救助意愿在“隐性担保”形成机制中所起的作用。但是,地方政府的担保能力并不等同于地方政府对融资平台的担保意愿。具体而言,地方政府在城投债未陷入危机前所拥有的财政实力更多地体现了地方财政统筹分配资源的能力和空间,但无法涵盖当地方融资平台陷入困境后地方政府主动担保或纾困的意愿,也不足以解释“隐性担保”预期在评级更低或所在地区经济发展水平更差的发债主体上更强等现象。

徐军伟等(2020)指出,地方政府对融资平台公司存在“资产延伸”和“风险联保”,使得地方政府与融资平台构成一个风险共同体,因此,地方政府对平台债务有刚性约束,而平台的风险会影响当地政府的风险管理或平抑对策。例如,2020年5月,受新冠肺炎疫情影响,甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司作为省内重要的公路投融资平台陷入财务困境,在省政府的协调下,省内16家银行组建银团贷款对其进行巨额债务重组。类似地,在2019年末和2020年末,贵州省国有资产监督管理委员会两次要求茅台集团无偿转让股权以及利用茅台集团的良好信用在资本市场低息发债筹集资金,用于化解贵州高速等融资平台的债务。这就是说,面对陷入危机的融资平台,为了避免地区金融风险和信用风险的扩大,当地政府有动机通过调度各种资源以化解其风险。而融资平台财务风险越高,政府救助的可能性越大,从而投资者的“隐性担保”预期越强。

部分文献还从央地关系上解释了“隐性担保”的根源。国外的一些研究发现,在预算软约束下,当地方政府可支配财力短缺时,中央政府可能迫于压力对债务危机严重的地区视情况予以救助(Talvi and Carlos,2005),如借助征税或发债等风险分摊和展期手段为高风险区域纾困(Krogstrup

and Wyplosz, 2010)。郭玉清等(2016)将政治激励嵌入纵向分权的政府架构中,构建中央政府为地方政府举债融资提供“隐性担保”下的央地互动博弈模型,发现“隐性担保”和地方政府秉持的中央政府“救助预期”是导致地方债规模持续扩大的制度原因。类似地,在中国现行的金融分权、户籍管制以及分税制等特征下,马文涛和马草原(2018)的研究发现,无论基于对通胀的担忧还是基于对金融风险防范的考量,上一级政府都有动机对地方政府实施隐性担保;进一步,为维持产出增速,地方政府对融资平台等微观个体的担保也隐含了上一级政府对地方政府的纵向担保。鉴于这些文献的发现,本文推测,在“隐性担保”预期的形成中一个不可忽略的因素是上级政府部门的救助意愿。与之相关的一个现象是,一些学者注意到近年来中央出台了以“43号文”为代表的一系列监管政策,但投资者的“隐性担保”预期并未消退。邹瑾等(2020)认为,“43号文”之后虽然中央政府兜底或救助的无限责任被打破,但地方政府的责任难以切割,市场增强了对于地方政府救助的预期。牛霖琳等(2016)、张雪莹和王玉琳(2019)则认为,“43号文”的出台实际上缓解了融资平台的违约风险,并且2015年开启的债务置换使得融资平台偿债能力提升,同时,市场上民营企业债务违约事件猛增,反而凸显城投债的避险资产属性。客观地看,债务置换计划显著降低存量债务的信用风险(郭玉清等,2016)。这对城投债市场的投资者而言是一个有利的事件。因此,这一事件可能向投资者传递了增量信息,尤其是有关上级政府潜在的救助意愿和概率,而后者又影响了投资者对“隐性担保”的预期。

基于已有的研究,本文拟在数据上使用更长的时间跨度以及更细维度的城投债样本,以一般企业债为参照系来度量城投债估计利差和实际利差的差距,并测度每只城投债的“隐性担保”,而后进一步从地方融资平台、地方政府及上级政府这三个不同的层面对隐性担保形成机制进行更为全面、深入的剖析以验证上述推测,并构建“隐性担保”预期形成机制的理论框架模型。

三、数据来源、模型设定与变量说明

1. 数据来源

债券二级市场的交易价格相比一级市场的发行价格能够更加充分、及时地反映债券发行人信用风险的变化。本文选取2009—2019年所有的企业债和公司债的交易数据作为研究样本,以季度为窗口,记录并整理观测值。在剔除数据缺失的观测值后,最后的样本数据包含7059只债券,总计63377个债券—季度观测值。本文所使用的债券基本特征数据以及企业基本面特征数据均来源于Wind数据库,地区的宏观经济数据来源于历年《中国城市统计年鉴》。为避免异常值的影响,本文对所有财务变量进行两端1%水平的缩尾处理。

2. “隐性担保”预期的识别策略

在市场有效的情况下,债券利差主要跟信用风险、流动性风险有关。为了控制流动性风险,本文构造非流动性指标Amihud(Amihud, 2002)作为控制变量。信用风险主要由债券特征和企业基本面情况决定。与传统的制造企业不同,地方融资平台的主营业务集中在土地整理开发、市政工程建设和基础公共服务等方面,较少涉及经营性业务,具体表现为其资产端的大部分为土地使用权,经营性资产比例较少,而基建类投资的收益率往往较低,这导致地方融资平台的基本面较差。但是由于“隐性担保”预期的存在,即使基本面恶化,地方融资平台仍然能够持续发债,并且以较低的成本获得债务融资。这使得债券利差与其基本面背离,价格在一定程度上被扭曲(陈道富, 2015; 魏明海等, 2017),进而削弱地方融资平台的财务信息含量,降低债券市场上的定价效率(王永钦等, 2016)。基于上述特点,若使用传统的资本资产定价模型(CAPM)研究城投债,将出现较大偏差。因此,本文提出采用“利差估计法”测度城投债的“隐性担保”预期。这种方法的优点是可以估计出单个债券的“隐

性担保”预期。另外,为检验实证结果的稳健性,本文也采用了较为常用的“虚拟变量法”对结论进行一致性检验和补充说明。

(1)利差估计法。本文考虑把非国有企业发行的债券作为参考标准。使用一般企业债的样本,估计债券特征(包括其流动性特征)、企业基本面与债券利差的相关关系,进而代入地方融资平台的债券特征和基本面信息来估计城投债在市场化情况下的利差水平,并将该利差的估计值与实际值相减,差值即为城投债背后“隐性担保”预期。按照上述思路,建立如下模型:

$$\begin{aligned} Spread_{i,t} = & \beta_0 + \sum Bond_controls_{i,t} + \sum Firm_controls_{i,t-1} + Industry + Quarter + \\ & Rating + Province + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

具体步骤:①采用一般企业债样本数据对模型(1)进行回归,得到各个变量系数的估计值;②将城投债的实际参数分别与上述各个形式参数系数的估计值相乘,拟合出城投债利差的估计值 \widehat{Spread} ;③将利差的估计值与实际值相减,即 $\widehat{Spread} - Spread$,得到城投债利差由于政府的“隐性担保”而被低估的利差水平,即“隐性担保”预期的强度(*Imp_guarantee*)。采用类似的方式,估计其他各类型有属性债券背后的“隐性担保”预期。

(2)虚拟变量法。本文也使用债券定价模型测度城投债的“隐性担保”预期,模型如下:

$$\begin{aligned} Spread_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LGFP_i + \beta_2 COE_i + \beta_3 SOE_i + \sum Bond_controls_{i,t} + \sum Firm_controls_{i,t-1} + \\ & \sum City_controls_{i,t-4} + Industry + Quarter + Rating + Province + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

具体而言,在较为全面地控制债券特征(*Bond_controls*)、滞后一季度的企业财务特征(*Firm_controls*)、滞后一年的地区经济发展水平(*City_controls*),以及行业(*Industry*)、年份季度(*Quarter*)、评级(*Rating*)、省份(*Province*)的固定效应后,本文通过估计虚拟变量LGFP的系数来度量城投债利差与一般企业债利差的差值,并将这部分无法用基本面以及地区宏观情况解释的利差视作地方政府的“隐性担保”预期。考虑到中央企业以及地方国有企业发行的债券也具有政府部门的“隐性担保”预期(韩鹏飞和胡奕明,2015),本文同样基于上述方法测度中央企业债和地方国有企业债的“隐性担保”预期,从而排除了控制组中存在“隐性担保”的情况。

上述两个估计“隐性担保”预期的回归模型中涉及的变量的具体定义见表1。表2列示了各变量的描述性统计。由表2可知,LGFP的均值超过0.56,意味着样本中1/2以上的债券是城投债。

四、“隐性担保”预期的测度与分布

1. “隐性担保”预期的估计

首先对四类债券利差进行描述性统计分析,见表3。可以看出,相较于一般企业债券,城投债、中央企业债以及地方国有企业债的利差平均而言都要更低,其中城投债利差比一般企业债的利差平均低109个基点。

进一步,本文采用“利差估计法”分别计算出每只债券背后的“隐性担保”预期。表4列示了不同类型债券的“隐性担保”预期的均值统计。在整体样本期间内,平均而言,城投债背后的“隐性担保”预期最强,其利差平均被低估了1.79%,由表3可知城投债利差的平均值为2.13%,即“隐性担保”预期使得城投债的信用利差平均降低约46%^①。考虑到融资平台大多从事市政基础设施服务的企业,本文还尝试以市政基础设施服务相关的一般企业债作为对照组进行回归,并得到了一致的结论。^②

^① 以城投债利差作为参考基准,城投债利差被低估的程度为: $1.79\%/(1.79\%+2.13\%) \approx 46\%$ 。

^② 具体结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 1

变量定义

变量名称	定义和计算方法
主要研究变量	
利差(<i>Spread</i>)	债券当季度最后一个交易日的到期收益率-到期期限匹配的国债到期收益率
估计的“隐性担保”(<i>Imp_guarantee</i>)	估计的利差与实际利差相减得到的差值
中央企业债(<i>COE</i>)	债券发行主体为中央企业时取值为 1,否则为 0
地方国有企业债(<i>SOE</i>)	债券发行主体为地方国有企业时取值为 1,否则为 0
城投债(<i>LGFP</i>)	债券发行主体为地方融资平台时取值为 1,否则为 0
债券基本特征的控制变量(<i>Bond_controls</i>)	
债券发行规模(<i>Size</i>)	债券发行规模的对数
非流动性(<i>Amihud</i>)	当天收益率的绝对值/当天交易额,按季度取均值
票面利率(<i>CP</i>)	债券发行的票面利率(单位:%)
剩余期限(<i>Mat</i>)	债券到期年份-债券当期年份
存续期限(<i>Age</i>)	债券当期年份-债券发行年份
非上市公司发行(<i>NList</i>)	债券发行主体是否为非上市公司,若为非上市公司取 1,否则取 0
沪深交易所(<i>Nbank</i>)	债券交易场所是否为沪深交易所,若为沪深交易所取 1,否则取 0
显性担保(<i>GRT</i>)	是否存在抵质押担保或者不可撤销连带担保责任,若存在取 1,否则取 0
回售条款(<i>Put</i>)	含权债中是否包含回售条款,若包含则取 1,否则取 0
赎回条款(<i>Call</i>)	含权债中是否包含提前偿还或者赎回条款,若包含取 1,否则取 0
企业基本面特征的控制变量(<i>Firm_controls</i>)	
总资产规模(<i>Asset</i>)	总资产规模(单位:亿元)的对数值
资本负债率(<i>Leverage</i>)	债务总额/总资产(单位:%)
总资产周转率(<i>Turnover</i>)	营业总收入/总资产
总资产回报率(<i>ROA</i>)	净利润/总资产(单位:%)
现金流与债务比(<i>Cash_debt</i>)	经营活动产生的现金流量净额/债务合计
速动比率(<i>QR</i>)	(流动资产-存货)/流动负债(单位:%)
宏观经济的控制变量(<i>City_controls</i>)	
地区财政收入(<i>Fiscal</i>)	债券发行所在城市的地方财政一般预算内收入(单位:万元)的对数值
经济总量(<i>GDP</i>)	债券发行所在城市的年度 GDP(单位:万元)的对数值
金融发展水平(<i>Loan</i>)	债券发行所在城市的年末贷款余额(单位:万元)的对数值

接着采用“虚拟变量法”测度城投债“隐性担保”预期,并与“利差估计法”得到的结果进行比对。这种方法的关键是在充分控制债券特征、企业财务特征、地区经济情况后考察城投债的利差比一般企业债低多少。表 5 报告了回归结果,三列回归分别表示依次加入债券基本特征、企业基本面特征和宏观层面的控制变量后的结果。其中,债券流动性指标(*Amihud*)均不显著,说明中国信用债券利差更主要是受到信用风险的影响,流动性溢价并不明显;*LGFP*、*COE*、*SOE* 的系数均显著为负数,说明城投债、中央企业债和地方国有企业债的利差显著低于一般企业债,即这三类债券背后均存在“隐性担保”预期;*LGFP* 的系数绝对值最大,表明在整体样本期间内,平均而言,城投债背后的“隐性

表 2

主要控制变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Spread	63377	2.1707	1.4574	-3.4840	1.9784	9.7151
LGFP	63377	0.5610	0.4963	0.0000	1.0000	1.0000
COE	63377	0.1216	0.3268	0.0000	0.0000	1.0000
SOE	63377	0.1755	0.3804	0.0000	0.0000	1.0000
Size	63377	20.9149	0.6162	18.4207	20.9056	22.3327
Amihud	63377	0.0087	0.0333	0.0000	0.0000	0.2411
CP	63377	5.9989	1.3381	2.9500	6.1000	8.5900
Mat	63377	3.8523	2.2339	0.1726	3.7014	11.9699
Age	63377	3.0264	2.0568	0.0329	2.6831	9.8033
NList	63377	0.2140	0.4101	0.0000	0.0000	1.0000
Nbank	63377	0.5271	0.4993	0.0000	1.0000	1.0000
GRT	63377	0.3840	0.4864	0.0000	0.0000	1.0000
Put	63377	0.4037	0.4906	0.0000	0.0000	1.0000
Call	63377	0.4501	0.4975	0.0000	0.0000	1.0000
Asset	63377	24.4528	1.3659	20.8211	24.2135	28.6595
Leverage	63377	57.2162	14.7811	13.5389	58.0738	88.9138
Turnover	63377	0.1693	0.2583	0.0008	0.0626	1.5970
ROA	63377	1.1873	1.6972	-1.3988	0.6703	11.2086
Cash_debt	63377	0.0104	0.0939	-0.3988	0.0102	0.3588
QR	63377	1.5887	1.4942	0.1873	1.1128	9.6851
Fiscal	63377	15.4978	1.4044	11.6649	15.3454	17.9754
GDP	63377	17.7242	1.1494	14.9509	17.7203	19.5299
Loan	63377	18.0240	1.4540	14.5544	18.1163	20.3735

表 3

不同类型债券利差

单位: %

债券类型	观测值	均值	标准差	25%分位数	中位数	75%分位数
一般企业债	8996	3.2263	1.9868	1.8969	2.8776	4.0709
城投债	35552	2.1337	1.2077	1.3827	2.0833	2.8349
中央企业债	7705	1.3156	0.9453	0.8011	1.2329	1.6837
地方国有企业债	11124	2.0276	1.4822	1.1533	1.7630	2.5835
所有样本债券	63377	2.1707	1.4574	1.2637	1.9784	2.8539

表 4

对比不同类型企业债券“隐性担保”预期的均值

单位: %

债券类型	观测值	均值
一般企业债	8996	0.0000
城投债	35552	1.7897
中央企业债	7705	0.1005
地方国有企业债	11124	0.6321

担保”预期最强。由列(3)可知，城投债利差比一般企业债利差低 1.24%。而一般企业债利差的均值为 3.23%，即“隐性担保”预期使得城投债的融资成本平均降低了约 38%^①，与前一种方法得到的结论基本一致。这也表明采用“利差估计法”得到的估计结果是比较可靠的。

此外，本文还分析了控制变量的回归结果，得到如下结论：①在债券基本特征层面，“显性担保”(*GRT*)的系数为正，即抵质押担保或不可撤销连带担保责任的存在反而增加了债券利差，这可能是因为风险越高的企业债券发行越需要外部担保。此外，债券的票息(*CP*)越低、存续时间(*Age*)越长，利差越低。而且由非上市公司(*NList*)发行的债券利差更低，这可能是因为样本中城投债占比较高的缘故。②在企业基本面特征层面，公司的资产规模(*Asset*)越大、负债率(*Leverage*)越低、经营能力(*ROA*)越强、短期偿债能力(*QR*)越强，债券的利差越低；③在地区宏观经济层面，若一个地区 GDP 越高，则该地区的债券利差越低。整体上，财务风险越低以及发行人所在地区的经济发展能力越强的债券信用风险越低。

2. “隐性担保”预期的分布

本文进一步对估计的“隐性担保”进行分样本统计，考察城投债背后的地方政府“隐性担保”预期在不同评级债券、不同地区以及不同年份上的分布特征。

由表 6 第 2 列可知，城投债的评级大多集中在 AA+ 和 AA，评级最高的 AAA 级数量较少，AA- 及以下评级的样本量最少。进一步，对比不同评级城投债“隐性担保”预期可知，随着评级降低，城投债的“隐性担保”预期增强。类似地，王博森等(2016)的研究也发现 AA 级中央企业债和国有企业债的“隐性担保”水平更高，政府兜底概率更大，这与本文的研究结论一致。

图 3 展示了不同省份城投债“隐性担保”预期的均值。分地区看，西部省份发行的城投债的“隐性担保”预期最强，其次是中部地区，而东部地区城投债的“隐性担保”预期相对较弱。这表明在经济欠发达的中西部地区，“隐性担保”预期对当地城投债券的支撑强度更高。

图 4 展示了城投债的“隐性担保”预期在 2009—2019 年间的变化。从中可见，2010—2011 年，城投债的“隐性担保”预期相对较弱；2012—2016 年，城投债的“隐性担保”预期逐渐增强，尤其 2016 年该强度迅速上升。实际上，在 2014 年 10 月“43 号文”颁布后，当季市场上城投债发行数骤减，甚至出现常州市天宁区财政局和乌鲁木齐市财政局先后拒绝为当地城投债担保导致债券中止发行的事件。这预示着市场投资主体对城投债“隐性担保”预期的减弱。2015 年 1 月《中华人民共和国预算法》作出修订，规定除发行地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得通过任何方式举借债务(第三十五条)，即 2015 年后新增的城投债应被视为普通企业债，地方政府将不再为其进行信用背书。所以，2015 年之后，市场上现存并有交易的城投债的“隐性担保”预期本应逐渐减弱，而本文在此估计出的“隐性担保”预期却呈现整体增强的趋势。

五、债务置换计划的政策效果

“隐性担保”预期的变化可能与债务置换计划有关。为了避免地方政府因资金链断裂而违约、缓解地方政府偿债压力，2015 年财政部、中国人民银行和原中国银行业监督管理委员会推出债务置换计划，将 2015 年以前存量的短期高风险债务置换为以地方政府为举债主体的长期低息的地方政府债券，并纳入地方财政预算范畴内进行统一监管。同年 3 月、6 月、8 月，财政部开展了三批次、总规模高达 3.2 万亿元的地方债务置换。2015 年 12 月，经国务院批准印发《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确将在三年左右的过渡期内发行地方政府债券置换存量政府债务

^① 以一般企业债利差为参考基准，城投债利差被低估的程度为： $1.24\%/3.23\% \approx 38\%$ 。

表 5 采用虚拟变量测度“隐性担保”预期的强度

变量	(1)Spread		(2)Spread		(3)Spread	
	系数	t 值	系数	t 值	系数	t 值
LGFP	-1.1467***	(-12.5732)	-1.2253***	(-14.0695)	-1.2427***	(-13.6794)
COE	-0.9895***	(-8.3485)	-1.0266***	(-9.9700)	-1.0384***	(-10.2159)
SOE	-0.8262***	(-7.0155)	-0.8926***	(-8.1228)	-0.9004***	(-8.2151)
Size	-0.0221	(-0.6424)	0.0005	(0.0216)	-0.0038	(-0.1564)
Amihud	-0.2625	(-0.4167)	-0.3169	(-0.5061)	-0.3275	(-0.5327)
CP	0.2384***	(4.7661)	0.2350***	(4.9022)	0.2311***	(4.7970)
Mat	0.0081	(0.8646)	0.0080	(0.8515)	0.0087	(0.8813)
Age	-0.1003***	(-4.2917)	-0.1007***	(-4.2359)	-0.0996***	(-4.3170)
NList	-0.3012***	(-5.8257)	-0.2814***	(-5.1980)	-0.2779***	(-5.2724)
Nbank	-0.0424**	(-2.6527)	-0.0322**	(-2.3042)	-0.0280*	(-1.9419)
GRT	0.3689***	(7.6967)	0.3453***	(8.0241)	0.3181***	(8.1011)
Put	-0.1046***	(-3.0749)	-0.1219***	(-3.8982)	-0.1230***	(-3.9084)
Call	-0.2415***	(-4.3077)	-0.2557***	(-5.1243)	-0.2724***	(-5.6635)
L.Asset			-0.0453**	(-2.7982)	-0.0450**	(-2.7674)
L.Leverage			0.0027*	(1.9085)	0.0032**	(2.4185)
L.Turnover			-0.0830	(-1.6581)	-0.0793	(-1.5946)
L.ROA			-0.0657***	(-6.3427)	-0.0661***	(-6.3194)
L.Cash_debt			0.0057	(0.0654)	0.0042	(0.0519)
L.QR			-0.0059	(-1.2972)	-0.0090*	(-1.9661)
L.Fiscal					-0.0151	(-0.5728)
L.GDP					-0.1475***	(-3.0042)
L.Loan					0.0409	(1.3804)
行业固定效应	控制		控制		控制	
季度固定效应	控制		控制		控制	
评级固定效应	控制		控制		控制	
省份固定效应	控制		控制		控制	
观测值	63377		63377		63377	
R ² _adj	0.4155		0.4213		0.4237	

注:***、** 与 * 分别表示系数在 1%、5% 与 10% 的水平上显著。括号内为系数在行业层面进行聚类调整的 t 统计量。公司财务变量中 L 表示滞后一季, 地区经济变量中 L 表示滞后一年。以下各表同。

表 6 不同评级的城投债“隐性担保”预期 单位: %

评级等级	观测值	均值	25%分位数	中位数	75%分位数
AAA	6245	1.3210	0.2445	1.2102	2.2369
AA+	13207	1.8406	0.8296	1.6787	2.7100
AA	15953	1.9252	0.9391	1.7819	2.7497
AA-及以下	147	2.4276	1.6061	2.3175	3.2151

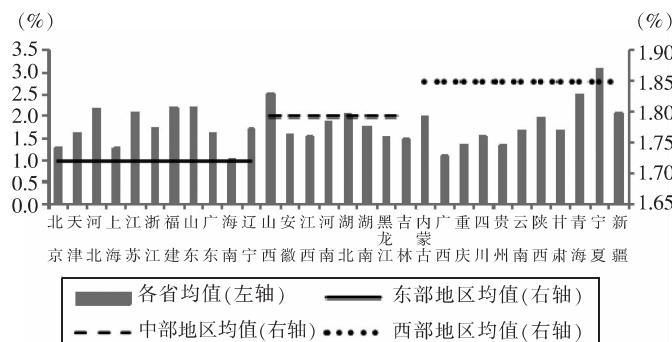


图3 不同省份的城投债“隐性担保”预期的均值

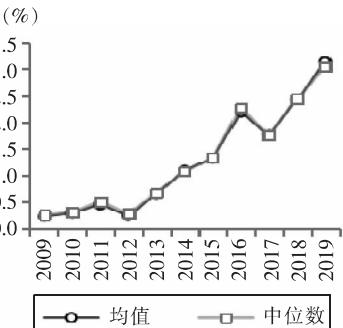


图4 城投债“隐性担保”预期的时间趋势

中非政府债券形式的债务。^①此后,地方政府发行的债券大部分为地方政府置换债券,2015—2018年地方政府债券每年的新增规模分别为3.8万亿元、6.0万亿元、4.3万亿元、4.1万亿元,相应的置换债券规模分别为3.2万亿元、4.8万亿元、2.7万亿元、2.0万亿元。经过债务置换后,原城投债的债务人由融资平台变为省级政府,降低了平台的风险,为进一步管控地方债务问题以及进行融资平台改革争取时间。

本文以2015年第一季度为债务置换事件的起点,研究置换计划对城投债信用风险的影响。由于“43号文”明确规定,2015年后新增的城投债不再属于地方政府债务,理论上这些新增债券不具有地方政府的“隐性担保”。同时,债券置换计划是针对存量城投债,其对2014年12月前发行的债券的影响可能相对较大,尤其是部分可能被置换的城投债。因此,本文将样本中地方融资平台发行的债券划分为三类:新增城投债、未纳入置换计划的存量城投债以及纳入置换计划的存量城投债。其中,由于预计置换计划实施时间为2015—2018年,对于2014年12月前发行的存量城投债,本文将2015—2018年到期的部分划分为纳入置换计划的存量城投债,其余视为未纳入置换计划的存量城投债。由于不能获得置换债券的具体名单,本文采取这一近似做法。本文认为,2015—2018年到期的城投债中大部分是被纳入置换的债券,这一假设很可能是成立的。原因是,2014年12月31日以前发行的存量城投债规模为2.83万亿元,其中2018年12月31日之前到期规模约为0.79万亿元,而财政部批准的置换债额度远大于此规模。另外,这种划分方法会高估被置换的城投债的数量,从而低估被置换城投债的真实“隐性担保”预期的强度,因此,这个估计值可以作为被置换城投债的“隐性担保”预期的下界。同样地,这种划分方法会低估未被置换的存量城投债的数量,因此,这个估计值是未被置换的存量城投债的“隐性担保”预期的下界。在此基础上,本文考察了2015年后这三类城投债背后地方政府“隐性担保”预期的变化。

前文图2是估计的各类城投债“隐性担保”预期的时间趋势。从中可知,在置换计划实施之后的2015—2016年,新增城投债的“隐性担保”预期明显减弱,但2017年后,新发行的城投债的“隐性担保”预期又呈现出大幅上升的趋势。而对于存量城投债而言,置换计划实施之后,纳入置换的存量城

^① 根据2013年《全国政府性债务审计结果》,地方政府性债务合计17.89万亿元,地方融资平台举借的债务总计6.97万亿元,其中政府负有偿还责任的债务、政府负有担保责任的债务和政府可能承担一定救助责任的债务分别为4.07万亿元、0.88万亿元、2.01万亿元。截至2014年底,地方政府债务余额是15.40万亿元,除过去批准发行债券的1.06万亿元外,剩余的通过银行贷款、融资平台等非债券方式举措的存量债务属于待置换债务。

投债和未纳入置换的存量城投债的“隐性担保”预期整体迅速增长。

债务置换计划这一外生冲击也为本文探究“隐性担保”预期的变化机制提供了一个良好的准自然实验。因此,本文进一步采用双重差分法(DID)考察债务置换计划对城投债“隐性担保”的影响。为此建立模型(3),模型中控制了包括债券剩余期限(*Mat*)和债券存续期限(*Age*)在内的债券特征、财务特征以及地方财政特征:

$$\begin{aligned} Imp_guarantee_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LGFP_i + \beta_2 Post_t + \beta_3 LGFP_i \times Post_t + \sum Bond_controls_{i,t} + \sum Firm_controls_{i,t-1} \\ & + \sum City_controls_{i,t-4} + Industry + Quarter + Rating + Province + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

表7报告了模型(3)的回归结果^①。列(1)考察置换计划推出后新发行城投债的“隐性担保”的变化情况。结果显示,2015年后新发行的城投债“隐性担保”预期变化不显著,这与图2中新增城投债“隐性担保”预期在2015—2016年先下降而后上升的趋势在一定程度上一致。列(2)考察2015年前发行的存量城投债的“隐性担保”预期在受置换计划影响后的变化。列(3)、列(4)将存量城投债进一步区分为纳入置换的存量城投债和未纳入置换的存量城投债,并分别考察这两种城投债的“隐性担保”预期在2015年后是否比之前更强。列(2)—列(4)显示LGFP×Post系数为正,表明在置换计划下,存量城投债的“隐性担保”预期明显上升,尤其是纳入置换计划的存量城投债,其“隐性担保”预期增长幅度更大,这也说明相比其余非城投国有企业债,置换计划对城投债“隐性担保”预期的影响更为显著。而LGFP系数为负,说明在置换计划之前,相比中央企业债和国有企业债,市场投资者对于城投债的隐性担保预期较弱。结合图1可知,2014年之后地方融资平台负债率不断攀升的同时,ROA在下滑,说明其基本面在逐渐恶化、财务风险上升,因此,更可能出现需要政府救助的情形,从而投资者对于城投债的“隐性担保”预期也随之上升。

表7 置换计划后不同类型城投债“隐性担保”与中央企业债、国有企业债的差异

	(1)Imp_guarantee 新增城投债		(2)Imp_guarantee 存量城投债		(3)Imp_guarantee 纳入置换的存量城投债		(4)Imp_guarantee 未纳入置换的存量城投债	
	系数	t值	系数	t值	系数	t值	系数	t值
LGFP×Post	0.1375	(1.6803)	0.7190***	(7.6080)	0.8583***	(7.5413)	0.6243***	(7.7654)
LGFP	-0.0624	(-1.2488)	-0.2523***	(-6.2927)	-0.2441***	(-5.4080)	-0.2171***	(-4.7823)
Post	1.7180***	(9.1563)	1.7654***	(13.3284)	1.5992***	(7.8863)	1.8272***	(12.8172)
控制变量	控制		控制		控制		控制	
行业固定效应	控制		控制		控制		控制	
季度固定效应	控制		控制		控制		控制	
评级固定效应	控制		控制		控制		控制	
省份固定效应	控制		控制		控制		控制	
观测值	1451		41945		23530		34503	
R ² _adj	0.7206		0.6424		0.5515		0.6619	

注:由于不同季度发行的城投债在发行年度的季度样本量不一致,为了避免由于样本量差异导致的结果偏差,新增城投债仅保留了年末观测值。

为确保本文所使用的DID方法有效,本文进行了平行趋势检验。回归结果显示,置换计划出台后,相比一般企业债,城投债的债券利差才开始出现差异。进一步,为排除样本选择偏误,本文将城投债和中央企业债、国有企业债按照债券特征,包括债券剩余期限(*Mat*)和债券存续期限(*Age*)等在

^① 表7仅列示核心解释变量,完整的回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

内的因素进行倾向值匹配(PSM),在此基础上对匹配后的新样本进行回归。整体上,置换计划实施后,投资者对市场上交易的城投债的“隐性担保”的预期变得更强。纳入置换计划的存量城投债的“隐性担保”预期强度比未纳入置换计划的存量城投债的“隐性担保”预期强度更大。本文还采用虚拟变量法考察了置换计划对城投债“隐性担保”预期的影响,发现2015—2019年,相对于一般企业债,存量城投债背后的地方政府“隐性担保”使其利差平均低了165个基点。其中,纳入置换计划的存量城投债背后的“隐性担保”要稍强一些。进一步,这些纳入置换的城投债券在2010—2012年风险较高,投资者在此期间对于这些城投债的“隐性担保”预期很弱;但是2015年之后,投资者对所有存量城投债的“隐性担保”预期的平均水平开始逐年增大,并且纳入置换计划的存量城投债的“隐性担保”预期更大。估计结果显示,债务置换计划公告发布后,地方政府“隐性担保”使存量城投债利差比之前平均低了95个基点。上述稳健性检验结果^①均与原结论基本一致,验证了本文结论的稳健性。

六、“隐性担保”预期的形成机制分析

上述实证结果显示,债务置换计划实施后,城投债背后的政府“隐性担保”预期不降反升,表明债务置换也是影响城投债“隐性担保”预期的重要因素。当城投债风险较大时,中央政府出台了一系列政策,并且通过财政部设定置换额度,批准地方政府实施置换计划,从而实现债务展期、降低利息费用并缓解地方政府债务风险的目标。债务置换计划的推行可能会在市场中产生一种预期,即地方政府债务风险较大时,政府部门可能出台一些债务展期或者风险缓释策略。因此,本文认为,置换计划影响了市场投资者对于政府部门潜在的救助意愿的预期,而后者是影响“隐性担保”预期的重要因素之一。

为了检验这一想法,本文构建了置换强度变量(*GbondRatio*)。具体而言,本文以各省份地方政府置换债券的发行规模与发行省份当年的财政收入的比值来衡量。一方面,该比值越高,说明就当地政府的财政收入水平而言,地方政府偿还置换债务的能力可能越弱,未来的债务风险越高;另一方面,地方政府的债务置换额度是由财政部规定^②,因此,在投资者看来,该值越大,也可能说明政府潜在的救助意愿越强^③。

本文以估计出的城投债“隐性担保”预期的强度(*Imp_guarantee*)为被解释变量,置换强度(*GbondRatio*)为解释变量,并同时加入行业、年份季度、评级、省份的固定效应进行回归。考虑到地方政府的债务置换额度可能还取决于地方政府债务余额、债务人的政治话语权等因素,同时政府救助意愿可能与融资平台的风险敞口有关,本文进一步加入以下变量:各省份地方政府债务余额比重(*Debt*),即各省份地方政府债券余额与城投债余额之和/各省份财政收入;融资平台行政级别

① 稳健性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 财政部多次发文(如财预[2015]225号、财预[2017]35号、财预[2018]34号)称,合理确定地方政府债务总限额,对地方政府债务余额实行限额管理。债务限额指标的制定是财政部根据各地区财政的具体情况而下达的,基本能满足地方政府预算内的融资需求。具体地,根据各省财政部网站每年公布的数据,本文发现各省份当年发行的地方政府债券小于等于财政部分配的债务限额,即各省份均没有用满发行地方政府债券的额度。

③ 地方政府置换强度指标与财政部、地方政府以及融资平台都相关,涉及融资平台债务风险、地方政府财政情况以及中央宏观调控目标等多方面内涵。具体而言,债务置换后,各地区的债务纳入财政预算统筹管理,这使得债务置换强度指标能在2015—2018年传达中央政府对各地方政府的直接扶持力度;而地方政府对融资平台存量债务负有直接偿还责任,从而债务置换强度指标又间接体现了政府部门对融资平台的救助意愿。现有文献中的其他政府救助意愿度量指标并没有包含如此多层面的含义。

(Level),省级、地级市以及区县级融资平台分别赋值3、2、1;第一大股东持股比例(Nego);融资平台Z值(Zscore),预警Z值越小,说明企业信用风险敞口越大。具体模型如下:

$$\begin{aligned} Imp_guarantee_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GbondRatio_{p,t-4} + \sum Bond_controls_{i,t} + \sum Firm_controls_{i,t-1} \\ & + \sum City_controls_{i,t-4} + Industry + Quarter + Rating + Province + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

此外,本文还将模型(2)拓展,在模型(2)中加入LGFP和滞后一年的GbondRatio的交互项以及滞后一年的GbondRatio,得到模型(5),交互项LGFP×GbondRatio的系数 β_1 考察了在置换强度较高地区的城投债的“隐性担保”预期。具体模型如下:

$$\begin{aligned} Spread_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LGFP_i \times GbondRatio_{p,t-4} + \beta_2 LGFP_i + \beta_3 GbondRatio_{p,t-4} + \beta_4 COE_i + \beta_5 SOE_i + \\ & \sum Bond_controls_{i,t} + \sum Firm_controls_{i,t-1} + \sum City_controls_{i,t-4} + Industry + Quarter + \\ & Rating + Province + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

表8报告了模型(4)和模型(5)的回归结果。其中,列(1)中GbondRatio的系数均显著为正,说明置换计划的相对规模显著影响市场投资主体的预期,并降低了该地区融资平台发行的城投债的利差。列(2)中交互项LGFP×GbondRatio的系数显著为负,同样说明在债务置换强度越高的省份,城投债的“隐性担保”预期越高。这些回归结果说明,政府部门潜在的救助意愿是城投债“隐性担保”预期形成的重要因素之一^①。

列(1)的结果显示,债券发行规模越大(Size)、流动性越低(Amihud)、票面利率越高(CP)、剩余期限越短(Mat)的债券,其背后的“隐性担保”预期越高。此外,由列(1)可知,变量Fiscal和GDP的系数均显著为正,这表明地方政府的财政收入水平也是城投债“隐性担保”的重要因素,即当城投债出现违约时,该地区的政府财政实力越强,投资者预期其能为地方融资平台提供救助的能力和概率越大。Debt系数为负,说明若某省份债务余额越多,该地区地方政府的担保能力相对越弱,从而降低了“隐性担保”预期。Level和Nego的系数均为正,说明若融资平台行政层级越高或股权越集中,“隐性担保”预期越强。同时,公司资产规模越小、负债率越高、周转率越低、资产报酬率越低、Z值越低的公司,其发行债券的“隐性担保”预期越高,即投资者认为财务风险越高的地方融资平台越需要政府的“隐性担保”。

根据上述实证结果,本文将投资者预期的“隐性担保”的构成机制总结如下:

$$\text{“隐性担保”} = F(\text{财务风险} \times \text{地方政府财政实力} \times \text{政府部门潜在的救助意愿}) \quad (6)$$

其中,F表示三元函数,满足 $F'(\text{财务风险})>0$, $F'(\text{地方政府财政实力})>0$, $F'(\text{政府部门潜在的救助意愿})>0$ 。也就是说,若地方融资平台财务风险越高、地方财政能力越强或政府部门对存量债务潜在的救助意愿越高,城投债风险被低估得越多,“隐性担保”的预期越强。这也说明“隐性担保”预期与三个方面的主体均有关系,包括融资平台自身的财务风险、发行人所在地的地方政府财政能力以及上级政府的救助意愿。

本文对这一公式有两点补充:一是同一省份中不同城投债的“隐性担保”预期可能不同。其原因是,同一省份的融资平台很多,虽然其财政能力或者政府部门救助意愿相同,但是这些公司基本面存在一定的差异,如由于地方融资平台的基本面较差,一个发达的东部城市会有“隐性担保”很强的地方融资平台。同理,一个欠发达的西部城市也存在基本面较好、“隐性担保”较弱的地方融资平台。

^① 对于政府救助意愿这一指标,本文也采用了中央对地方转移支付比重(钟辉勇和陆铭,2015;钟辉勇等,2016)来衡量,同样发现政府救助意愿越强,投资者的“隐性担保”预期越高。具体回归结果详见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

二是对于一个地区的整体城投债“隐性担保”预期的判断,除地方融资平台自身财务风险外,还需要考虑所在地方政府的财政收入及政府的救助意愿。例如,经济发展水平较低的西部地区,虽然财政实力较弱,但该地区地方融资平台的财务风险相对更高,并且政府部门的置换强度相对更大,因而使得该地区城投债整体的“隐性担保”预期可能更强。

表 8 城投债“隐性担保”预期的形成机制

变量	(1)城投债		(2)全样本	
	<i>Imp_guarantee</i>		<i>Spread</i>	
	系数	t 值	系数	t 值
<i>L.GbondRatio</i>	0.0034***	(3.5301)	0.0080	(1.4572)
<i>LGFP×L.GbondRatio</i>			-0.0126*	(-1.9642)
<i>LGFP</i>			-1.3366***	(-15.6252)
<i>COE</i>			-1.1653***	(-10.0191)
<i>SOE</i>			-0.9502***	(-8.9034)
<i>Size</i>	0.1207***	(8.7262)	0.0238	(0.6404)
<i>Amihud</i>	4.7388***	(23.9606)	0.3088	(0.3796)
<i>CP</i>	0.4309***	(26.5683)	0.2312***	(4.1778)
<i>Mat</i>	-0.0680***	(-6.2204)	0.0163	(1.4565)
<i>Age</i>	0.1067***	(5.0398)	-0.1102***	(-5.9698)
<i>NList</i>	0.1855	(0.8535)	-0.4334***	(-3.5099)
<i>Nbank</i>	0.0104	(0.1861)	-0.0227	(-0.8140)
<i>GRT</i>	-0.0838*	(-1.9449)	0.4107***	(8.7072)
<i>Put</i>	-0.1046	(-0.7219)	-0.1787***	(-5.0638)
<i>Call</i>	0.1360	(1.2769)	-0.3429***	(-7.2166)
<i>L.Asset</i>	-0.2253***	(-13.2880)	-0.0379	(-1.6186)
<i>L.Leverage</i>	0.0041**	(2.6309)	0.0059***	(4.7204)
<i>L.Turnover</i>	-0.5287**	(-2.7093)	0.1512	(1.4691)
<i>L.ROA</i>	-0.1065***	(-4.4174)	-0.0890***	(-8.5830)
<i>L.Cash_debt</i>	-0.1505	(-1.6665)	-0.0277	(-0.3847)
<i>L.QR</i>	0.0445***	(10.9709)	-0.0083	(-1.0633)
<i>L.Zscore</i>	-0.0845***	(-4.8852)	0.0003	(0.0068)
<i>Nego</i>	0.3634***	(3.4273)	-0.3526**	(-2.1606)
<i>L.Fiscal</i>	0.1396**	(2.2280)	-0.0389	(-0.9067)
<i>L.GDP</i>	0.1598***	(5.7545)	-0.1146**	(-2.6335)
<i>L.Loan</i>	-0.1398***	(-3.9173)	0.0381	(1.1711)
<i>L.Debt</i>	-0.1717***	(-7.8316)	0.0881***	(3.8248)
<i>Level</i>	0.0972***	(4.2270)		
行业固定效应	控制		控制	
季度固定效应	控制		控制	
评级固定效应	控制		控制	
省份固定效应	控制		控制	
观测值	24213		42075	
<i>R²_adj</i>	0.5282		0.4137	

七、结论与政策建议

近年来，地方融资平台的基本面状况不断恶化，却仍然能以较低的成本持续发债来获取资金，其背后是市场投资主体对政府“隐性担保”的预期会影响其对城投债风险的判断。低成本的城投债为基础设施建设和稳增长任务提供了有力的支撑。不过，融资平台基本面不断变差以及“隐性担保”预期突然改变也可能成为债券市场风险的一个重要来源。为了抓实化解城投债风险，本文使用2009—2019年的企业债和公司债季度数据，试图准确测度城投债背后“隐性担保”预期的强度并分析其分布特征。进一步，利用债务置换计划检验并发现政府潜在的救助意愿确实是构成城投债“隐性担保”预期形成的重要因素之一。基于上述研究分析，本文就防范化解地方融资平台的债务风险提出以下政策建议：

(1) 基于“隐性担保”预期落实防化城投债风险。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出，完善债务风险识别、评估预警和有效防控机制，健全债券市场违约处置机制，推动债券市场统一执法，稳妥化解地方政府隐性债务，严惩逃废债行为。基于本文的实证结果，建议相关部门重点监管城投债中“隐性担保”预期较强的部分，尤其是信用评级较低的城投债和中西部地区部分融资平台发行的债券。进一步，落实刘鹤副总理2018年提出的“借钱是要还的，投资是要承担风险的”指导原则，逐步打破投资者对“隐性担保”的预期，整肃债券市场纪律。

(2) 用地方政府债券逐步替代城投债。2015年以来，地方政府债券发行管理和市场建设快速推进，发行规模始终处于高位。截至2020年末，地方政府债券发行总额达到26.43万亿元，为地方政府债务风险的防范和化解以及疫情防控下积极财政政策的实施发挥了重要作用。在“十四五”规划提出“建立现代财税体制，强化预算约束和绩效管理”的战略部署下，结合本文的实证发现，建议用纳入财政预算管理的显性债务逐步取代以城投债为主的隐性债务融资，更好地发挥地方政府专项债券在基础设施建设融资中的作用，并逐步降低地方政府财政对融资平台的支持力度以及融资平台对地方政府财政的依赖程度。同时，在债务管控上，建议把地方融资平台的隐性地方政府债务纳入年度审计范围，完善跨年度预算平衡机制，统筹管控显性债务和隐性债务，以此做到在“开前门”的同时坚决“堵后门”。

(3) 加快地方融资平台转型，提高公司盈利能力。本文发现，债务置换只是延缓或转移风险的一种方式，并未消除风险，且可能被市场误解。债务防范和化解最终还需落实到提升地方融资平台的盈利能力上。为此，要加快推进地方融资平台的市场化改革，促进地方融资平台的公共职能与企业职能的分离，完善内部激励和治理机制，使地方融资平台转变为一个真正以经营业绩为导向的市场化企业，并以混合所有制改革、盘活国有资产等多种方式来实质性提升经营业绩。

(4) 调整城投债券的评级体系。由于中国债券评级市场上存在“评级虚高”“评级采购”等问题，削弱了评级的有效性。根据本文的研究结论，城投债风险的评估应该重点关注公司自身财务质量，减弱政府支持能力和政府支持意愿的影响，在对城投债违约率的分析中，将地方政府财政资源及上级政府通过地方政府向融资平台传递额外支持的可能性排除，以此促进各类市场投资主体将地方融资平台视作一般企业并对其债券风险作出评价，提升债券市场定价效率。

[参考文献]

- [1]陈道富. 我国融资难融资贵的机制根源探究与应对[J]. 金融研究, 2015,(2):45–52.
- [2]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[J]. 会计

- 研究, 2015,(1):61–67.
- [3] 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[J]. 经济研究, 2011,(7):144–156.
- [4] 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[J]. 经济研究, 2016,(3):81–95.
- [5] 韩鹏飞, 胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J]. 金融研究, 2015,(3):116–130.
- [6] 洪源, 胡争荣. 偿债能力与地方政府债务违约风险——基于 KMV 修正模型的实证研究[J]. 财贸经济, 2018,(5):21–37.
- [7] 李安安. 地方债务置换风险分配的理论检讨与法治化改造[J]. 法学, 2018,(5):118–128.
- [8] 梁琪, 郝毅. 地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J]. 经济研究, 2019,(4):18–32.
- [9] 刘尚希, 赵全厚. 政府债务:风险状况的初步分析[J]. 管理世界, 2002,(5):22–32.
- [10] 罗荣华, 刘劲劲. 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[J]. 金融研究, 2016,(4):83–98.
- [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[J]. 经济研究, 2018,(5):72–87.
- [12] 牛霖琳, 洪智武, 陈国进. 地方政府债务隐忧及其风险传导——基于国债收益率与城投债利差的分析[J]. 经济研究, 2016,(11):83–95.
- [13] 潘俊, 王禹, 王亮亮, 王博森. 城投债与地方政府债券发行定价差异及其机理研究[J]. 会计研究, 2018,(9):31–38.
- [14] 潘琰, 吴修瑶. 可流动性资产对地方政府债务违约风险的影响——来自城投债的实证检验[J]. 经济学家, 2017,(4):82–88.
- [15] 秦凤鸣, 李明朋, 刘海明. 房价与地方政府债务风险——基于城投债的证据[J]. 财贸研究, 2016,(5):90–98.
- [16] 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[J]. 金融研究, 2018,(12):91–104.
- [17] 王博森, 吕元稹. 隐性还是显性?——地方政府在城投债定价中的角色研究[J]. 会计与经济研究, 2016,(4):43–60.
- [18] 王博森, 吕元稹, 叶永新. 政府隐性担保风险定价:基于我国债券交易市场的探讨[J]. 经济研究, 2016,(10):155–167.
- [19] 汪莉, 陈诗一. 政府隐性担保、债务违约与利率决定[J]. 金融研究, 2015,(9):66–81.
- [20] 王叙果, 沈红波, 钟霖佳. 政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J]. 财贸经济, 2019,(12):65–78.
- [21] 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[J]. 经济研究, 2016,(11):96–109.
- [22] 魏明海, 赖婧, 张皓. 隐性担保、金融中介治理与公司债券市场信息效率[J]. 南开管理评论, 2017,(1):30–42.
- [23] 武彦民, 竹志奇. 地方政府债务置换的宏观效应分析[J]. 财贸经济, 2017,(3):21–37.
- [24] 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[J]. 管理世界, 2020,(9):37–59.
- [25] 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[J]. 财贸经济, 2018,(2):52–68.
- [26] 赵丹, 徐承龙. 隐性担保下债券定价的结构化模型及实证分析[J]. 同济大学学报(自然科学版), 2020,(10):1506–1514.
- [27] 张莉, 年永威, 刘京军. 土地市场波动与地方债——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018,(3):1103–1126.
- [28] 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[J]. 中国工业经济, 2020,(2):44–62.
- [29] 张雪莹, 王玉琳. 地方政府债务治理与政府隐性担保效果——基于债券市场数据的分析 [J]. 证券市场导报, 2019,(1):28–36.
- [30] 钟辉勇, 陆铭. 财政转移支付如何影响了地方政府债务[J]. 金融研究, 2015,(9):1–16.
- [31] 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[J]. 金融研究, 2016,(4):66–82.

- [32] 钟宁桦, 唐逸舟, 王姝晶, 沈吉. 散户投资者如何影响债券价格?——基于交易所同一只信用债的价格差分析[J]. 金融研究, 2018, (1):121–137.
- [33] 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[J]. 财经科学, 2020, (9):93–107.
- [34] Amihud, Y. Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects [J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5(1):31–56.
- [35] Ang, A., J. Bai, and H. Zhou. The Great Wall of Debt: Real Estate, Political Risk, and Chinese Local Government Financing Cost[R]. Social Science Electronic Publishing, 2015.
- [36] Jin, S. M., W. M. Wang, and Z. M. Zhang. The Value and Real Effects of Implicit Guarantees [R]. SSRN Electronic Journal, 2018.
- [37] Krogstrup, S., and C. Wyplosz. A Common Pool Theory of Supranational Deficit Ceilings [J]. European Economic Review, 2010, 54(2):269–278.
- [38] Liu, L. X., Y. Lyu, and F. Yu. Implicit Government Guarantee and the Pricing of Chinese LGFV Debt[R]. Social Science Electronic Publishing, 2017.
- [39] Talvi, E., and C. A. Végh. Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries[J]. Journal of Development Economics, 2005, 78(1):156–190.

The Evolvement of Debt Risk of Local Government Financing Platforms —Based on Measuring the Expectation of “Implicit Guarantee”

ZHONG Ning-hua, CHEN Shan-shan, MA Hui-xian, WANG Shu-jing
(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200082, China)

Abstract: In recent years, the fundamentals of local government financing platforms (LGFPs) have been deteriorating, but they can still issue bonds in the market and obtain financing at a lower cost. This paper holds that the expectation of “implicit guarantee” has a significant impact on the market investors’ judgment of the risks of LGFPs. In view of this phenomenon, this paper uses two methods to measure the strength of the expectation of “implicit guarantee”, and obtains a relatively consistent conclusion. The empirical results show that compared with the bonds issued by non-state-owned enterprises, this expectation reduces the financing cost of urban investment bonds by about 40%. This expectation is stronger for the urban investment bonds with lower credit rating and the bonds issued by LGFPs in economically backward areas. In terms of time trend, after the “No. 43” document was issued in 2014, the intensity of “implicit guarantee” of newly added urban investment bonds decreased temporarily, while the intensity of “implicit guarantee” of old urban investment bonds increased instead of decreasing, especially the remained urban investment bonds included in the replacement plan. This paper further explores the formation mechanism of “implicit guarantee”, and finds that the relative scale of replacement bonds issued by a province is an important explanatory factor for the market’s expectation of “implicit guarantee” of local urban investment bonds. In addition, the expectation is also positively related to the financial risk of LGFPs and the financial strength of local government. Based on the research of this paper, it is suggested that the relevant departments should focus on the supervision of the strong part of “implicit guarantee” in urban investment bonds, give better play to the role of explicit debt in infrastructure financing, reduce the dependence on implicit debt, accelerate the market-oriented reform of LGFPs to improve profitability, and adjust the rating system of urban investment bonds.

Key Words: urban investment bond; implicit guarantee; debt replacement

JEL Classification: G12 G38 H81

[责任编辑: 覃毅]