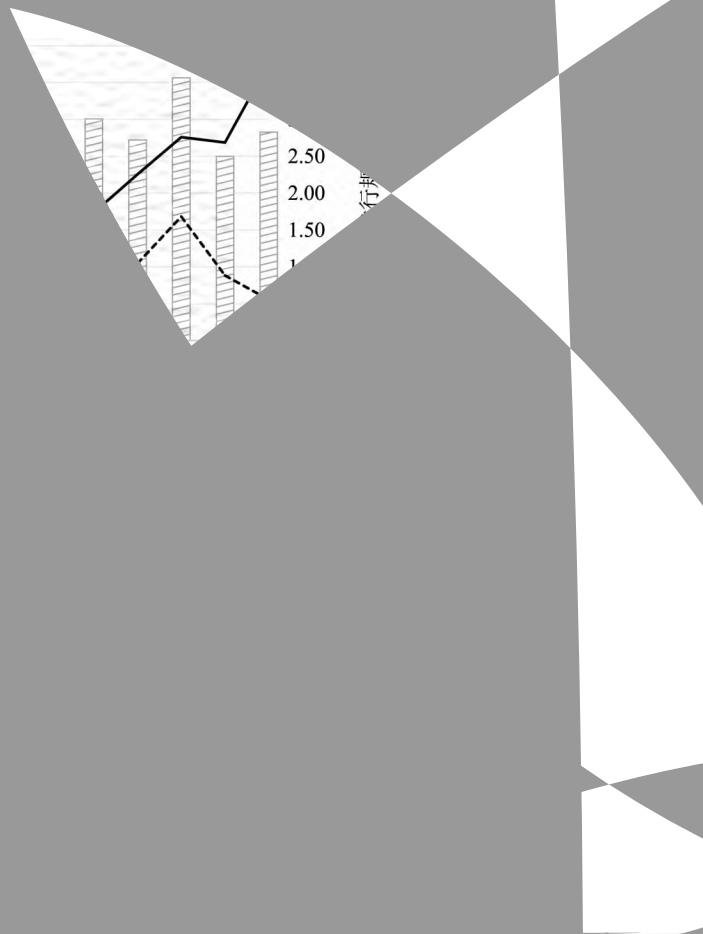
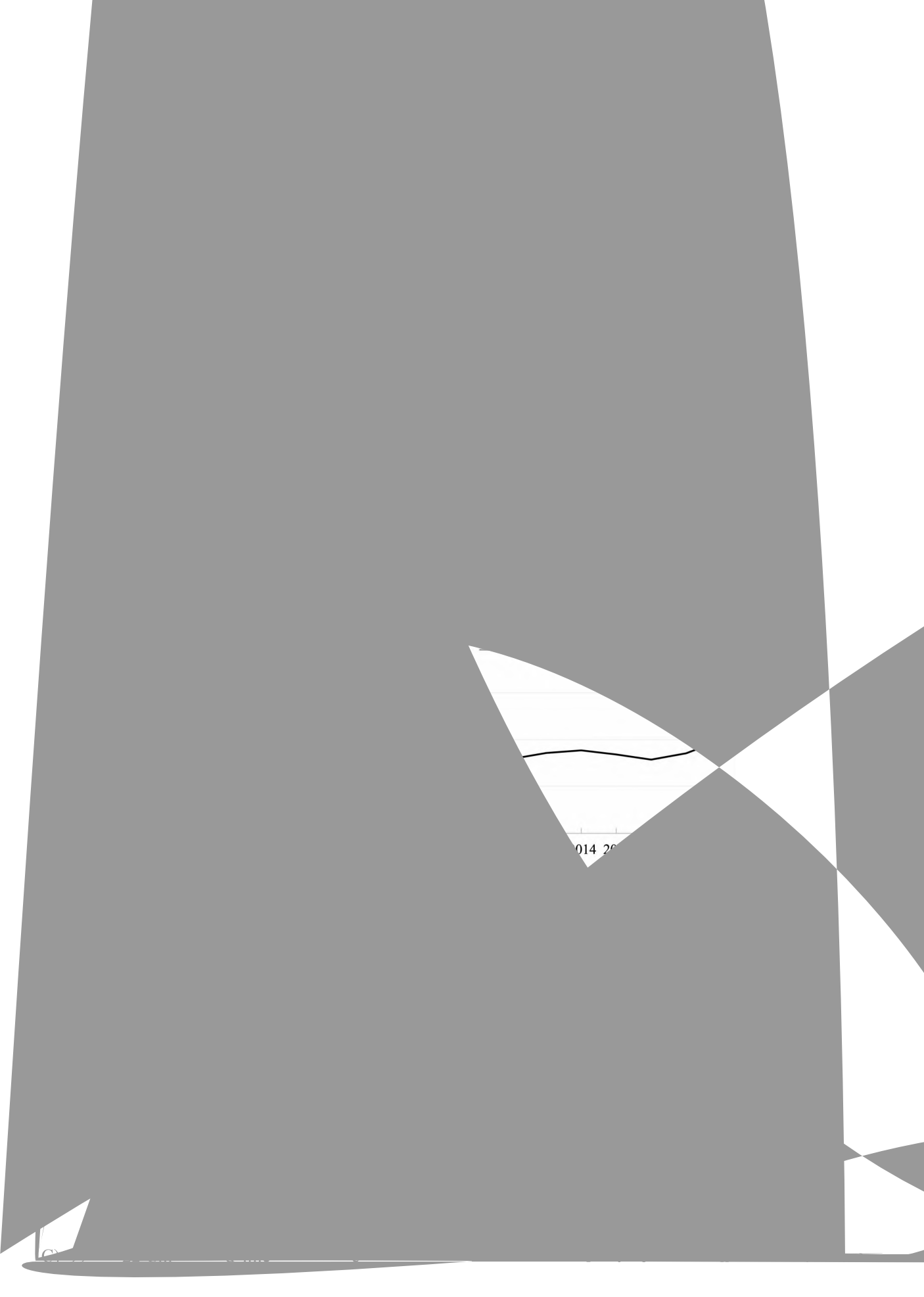


言

为决定金融安全和经济稳定的重
全国地方政府债务达21.6"万
由于前期不规范举债, 债务, (例如可



分。第二，在防范化解金融风险时应警惕地方政府融资平台债务风险的累积，应通过制度性地消除地方政府融资平台债务压力之间的期限错配，规范地方政府融资平台的借新还旧行为及其真实现金流，从而为防治地方政府融资平台债务风险提供制度保障。第三，应逐步通过



014 20

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，2015；张路，2015）。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，2008），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 2014 年的城投债，加之样本范围内债券期限的中位数为 3 年，图 1 给出了截至 2014 年的债券到期兑付规模。图 1 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 2015 年进入兑付高峰期，当年总计到期的债券本息和约占 2014 年国内生产总值的 1.6%。进一步地，考虑到 2014 年之后的新发债券未计入样本，

书，根据披露的

发行了债券且募集

平台就在借新债还旧债。此外，

的募集资金规模，以

。

:>

B

#6:#:

#6#!<

C #6#:<

#6>::

C #6: !#

#6.: 6=;

6<\$;

"6"\$!

>6<"

B6>\$B

=<

C #6#<#

" "6:

与借新还旧

借新还旧

(")

#6#<!***

(\$6B=)

第三，

配；最后，使用

地方融资平台所在地是否

是则取#。从

”（U

△11**

::6=:

#:)

(#6##:)

(#6

!"6#B

:"6B#

变量检验是 X32^V20F2((tT))C 4)3H

77
:)

控制

= ; ! #

#6: : \$

#6# ; >

#6# " : **

(:

##

B \$,

#6#B"

#6#!#^{*k}

\$6>;

(#6#::;)

寻。由于似乎

#CULTURE

\$! 6=# %

控制

" > \$

#6#;B;

> ::\$

#6#;<

C #6##\$

(#6!>;)

融资平台的信

根据工

#6#:>

#6#:#

"6""

(!6=;)

(:6

)

制

控制

控制

控制

#

\$ >>!

: \$\$"

<<;

#6:>=

#6

#>

)

(#6###)

算有限责任公司（简称“有限合伙企业”）的退出市场化程度。依据中债网的债券发行主体类型，投资者发行人不再从事房地产业务的平台减少参与二级市场出城招

(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
	(:)	(!)	(")	(>)
样本量	:: :=:	! =;"	:: :=:	! =;"
调整后 2 ¹	#6!:B	#6:#=	#6:>\$	#6#"<
系数差异	#6##B**		#6#B#***	
似无相关检验	\$6=<		:>6<:	
(7 值)	(#6#:B)		(#6###)	
T)(23 J: 未来一年内到期的债务规模占总资产比重				
到期债务压力	#6##=***	#6###	#6#><***	#6##"
	(\$6=;)	(#6:\$)	(=6>")	(#6;;)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
样本量	:: :=:	! =;"	:: :=:	! =;"
调整后 2 ¹	#6! !#	#6:#=	#6:\$:	#6#"B
系数差异	#6##=***		#6#>\$***	
似无相关检验	:>6==		! ;6"B	
(7 值)	(#6###)		(#6###)	

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。^①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^②；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 :# 中 T)(23 9 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 :# 中 T)(23 9 第 (:) 列是变量的样

(;!6!;)

#6:<>****

(>6=#)

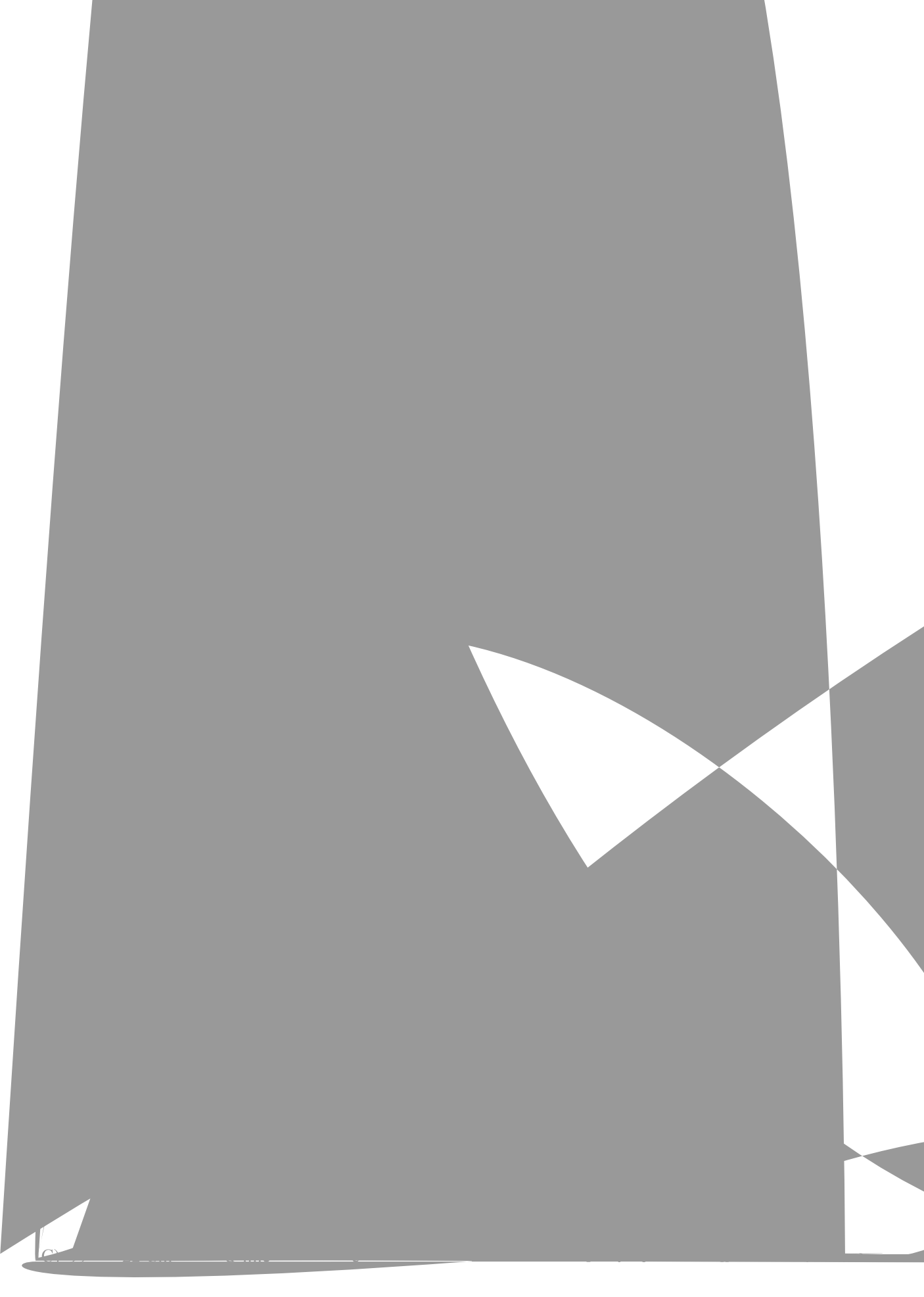
(!

; B!:

; B'

与基础回归一致。括

观形



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 TTT 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

- [:] 9-V0,L2,J 6 U 6 N 6 E2(F,)(H a 6 U /, “ d (H20L1)(H'(F 1&2 S' L@ ,] %&'()d R,+)3 G,020(- 2(1 E2V1L)(H K1L R'(@)F2 b'1& T0,Q2014 8)0021L”, U,00'(F T)Q20, !#:\$ 6
- [!] 9(H20L,(, S 6 U 6)(H R 6 P /), “ I/L1'()V32 R,+)3 T/V3+ W'() (+2 '(%&'(): 902 8 /(' J, (HL 1&2 I10/+1/0)3 I,3/1', (?', U,00'(F T)Q20, !#:< 6
- ["] 9(F, 9 6 a 6 J)' ,)(H P 6 D&, /, “ ^&2 G02)1 U)3 ,] E2V1: S2)3 *L1)12, T,3'1+)3 S' L@.)(H %&'(2L2 R,+)3 G,020(- 2(1 W'() (+'(F %,L1”, U,00'(F T)Q20, !#;: 6
- [>] 9(F0'L1, a 6 E 6)(H a 6 I 6 T'L+&@2, “ 8,L134 P)0-32LL *+, (, - 210'+L: 9(* - Q'0'+L1d %, - Q)(', (”, T0'(+21,(d ('020L'14 T02LL, !##< 6
- [\$] 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》, !#:\$ 年第 : 期, 第 =:—B 页。
- [=] %&2(, ^ 6)(H a 6 X 6 I 6 X/(F, “ J/L1'(F 1&2 ' T0'(+23'(FL': ^&2 %) - Q)'F(9F)'(L1

[:\$] P /)(F · D 6) (H ' 6 E / , “ P , 3 H ' (F 1 & 2 8) 0 @ 2 1 d (H 2 0 1 & 2 I 1 ' - / 3 / L T 3) (: R , +) 3 G , 0 2 0 (- 2 (1 W ' () (0 + ' (F 5 2 & ' + 3 2 L c R) (H T / 0 + &) L ' (F J 2 &) 0 ' , 0 ' (% & ' () ” , R > * F \$ 5 8 J F J 6 * 8 2 " I * " B , ! # : < , \$ # , < \$ c : ## 6

[: =] 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》, ! # : > 年第 : 期, 第 : — : \$ 页。

[: B] 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》, ! # : B 年第 B 期, 第 \$ — ! " 页。

[: <] 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》, ! # : = 年第 ! 期, 第 : ; < — ! # = 页。

[: ;] R ' , P 6) (H R 6 9 6 D & , / , “ T , 3 ' 1 ' + 3 ^ / 0 (, 0 2 0) (H * + , (, - ' + T 2 0] , 0 -) (+ 2 : ^ & 2 K (+ 2 (1 ' 0 2 S , 3 2 ,] T 2 0 L , ((2 3 % , (1 0 , 3 ' (% & ' () ” , O J M P F \$ % J K 7 M 9 % 8 5 8 J F J 6 * 8 D , ! ## \$,

9(14)(H 1,)0,
2]'(H'(FL '(H'+)12
02F/3)1,0L (22H 1, L102
1/(+1', ()310)(L],0 -)1', (L, 020
F,020(- 2(1]'() (+'