

国内外系统性金融压力高企，有必要加强对整体金融压力的监测与研判，实施更具针对性的绿色信贷逆周期调节措施，如适时适度提高绿色再贷款额度、扩大绿色再贴现支持范围等等。尤其在当前全球经济增长放缓、政策环境多变的背景下，应积极引导社会资金重回可持续发展轨道，防范出现大规模信贷“脱绿”。同时，在金融压力缓解、市场预期改善的关键窗口期，可配合相应激励政策，推动信贷资源更多流向绿色环保项目，避免形成持久性的绿色信贷收缩。

第三，促进金融监管的省际协调合作，防止因信贷“脱绿”而引起跨区域风险蔓延。分析显示，单一省份的信贷“脱绿”冲击可能外溢至邻省企业，加剧区域防范绿色金融风险的难度。对此应建立跨区域绿色金融协调监管机制，以政策顶层设计推进省际监管协作，对出现显著“脱绿”趋势的重点地区展开差异化监管。同时，考虑将信贷“脱绿”指数纳入区域信用风险监测预警系统，并基于局部地区信贷“脱绿”等情境开展压力测试，识别易受到“脱绿”冲击的重点区域，及时干预和处置。

非标违约后地方债务的可持续路径： 资金腾挪还是产业升级？

刘思瑶 董青马 尚玉皇 汤继强

现阶段，实现地方债务可持续不是刚性控制地方债务规模，2025年《政府工作报告》明确指出“在发展中化债，在化债中发展”。“发展中化债”弥补了资金腾挪的不足，能促进发展的产业升级是有效的“造血”方式，国际上，德国等国家持续推进制造业高端化、建设创新生态系统，扩大税基拓宽财政收入渠道增强经济韧性，平稳应对欧债危机等金融风险冲击。我国目前也推出了一系列举措推动产业升级，促进地方自我“造血”，例如：推进现代服务业升级，实施服务业综合改革，在重点城市设立服务业开放示范

区；加大对科技创新的支持，整合地区技术、人力资本，强化企业研发投入与核心技术攻关；建设区域创新高地，发挥创新极核的带动作用，推动实体经济高质量发展。

全面防范和化解地方债务风险、实现地方债务可持续需要地方政府既具有“输血”能力解决短期流动性问题，也要长期自我“造血”获得稳定的财政收入。但在实践中资金腾挪往往是首选方案，这是因为资金腾挪见效快且实施要求低，对财政压力的缓解效果立竿见影（张莉等，2018；邱志刚等，2022），比较而言，产业升级受到资源禀赋、经济结构等因素的影响具有较大难度（汪浩瀚和潘源，2018；王鹤等，2025）。因此，推动地方债务可持续的关键在于，通过短期“输血”来守住地方债务不爆雷的底线，进而根据地方财政、要素实际情况找到资金腾挪和产业升级的平衡点，实现地方债务的长期可持续。

因隐性担保的存在，我国地方债务极少出现实质性违约的情况。但我国地方债务结构中包含一类非标准化债务合约（简称“非标”），对地方隐性债务管理造成重大挑战。自2018年起大量城投非标准化债务出现违约（下文简称“非标违约”），至今已有百起城投非标违约事件分布在上海、天津、重庆、贵州、云南等省份或直辖市，违约数量呈现上升趋势。城投非标违约规模超过197亿元。从发债主体所属行业看，城投公司非标违约数量在全行业中占比为35%，排名第一。作为典型的表外债务，城投非标违约呈现出分散化和隐蔽性的特点（周世愚，2021）。同时，城投非标违约分布范围广，个别省份或地区在不同年份出现重复违约的现象。

如何妥善治理城投非标违约成为亟待解决的难题。综上所述，需要研究并厘清以下关键问题：短期资金腾挪与长期产业升级，是否为地方政府应对非标违约的有效路径？在何种条件下，地方政府更倾向于采取资金腾挪策略，或选择着眼于长期产业升级来防范债务风险，实现“在发展中化债”？

本文通过手工检索筛选公开信息，整理出2014-2021年过百起

城投公司非标违约数据，讨论非标违约对债务可持续的影响。本文基于理论分析和实践经验将实现地方债务可持续的路径划分为资金腾挪和产业升级两类提出假设命题，并对不同路径的有效性进行检验，以及考察不同路径的适用和转换条件。

研究发现：非标违约通过传递风险信号抑制地方债务可持续性，而地方政府则通过一系列短期资金腾挪或长期产业升级方式缓解非标违约的抑制效应。进一步分析表明，地方政府若仅依靠资金腾挪“输血”，将面临举债成本上升与债务“滚雪球”的双重压力，从而促使其转向推动产业升级、增强财政“造血”功能，实现“发展中化债”的可持续路径。

基于上述结论，本文提出如下建议。

一是优化短期资金腾挪以提升“输血”效率。全面掌握债务情况，精准评估风险规模，警惕非标违约等在时空维度上的传染效应。对资源禀赋不足、产业转型困难地区，可设计短期融资工具等，缓解其债务滚续压力。同时，合理引导债务结构调整，避免过度依赖资金腾挪导致债务扩张与结构失衡，提前做好机制设计与风险管控。

二是推动产业升级，提高地方财政的“造血”能力。发挥政府引导作用，吸引社会资本投入，提升地方金融发展水平，为产业升级提供必要的资金支持。引导地方政府整合本地产业、技术、人才等资源，鼓励跨区域共享协作，强化创新极核的辐射带动作用。提升区域创新能力，支持高附加值产业培育，探索中央与地方对新兴产业税收的弹性分成机制。促进区域资源合理配置，减少要素错配，发挥金融资源与服务型经济对产业升级的支撑作用。此外，将“债务风险防控”与“产业升级成效”共同纳入地方政府考核体系，推动形成“产业升级—财政改善—债务可持续”的良性循环。

《非标违约后地方债务的可持续路径：资金腾挪还是产业升级？》

附录

附录 1 稳健性检验

（一）平行趋势检验

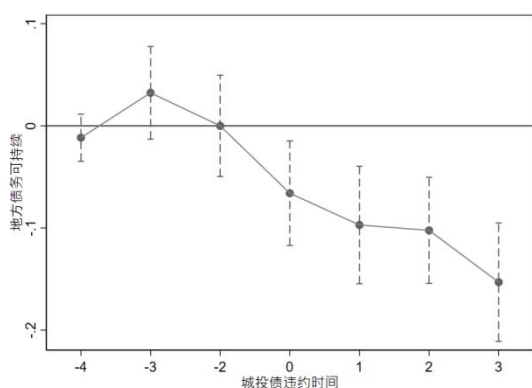
本文进行平行趋势检验的模型设定如下：

$$Totalfisc_{it} = \alpha_0 + \sum_{t=-4}^3 \alpha_t dum_{it} + \lambda X_{it} + \gamma_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

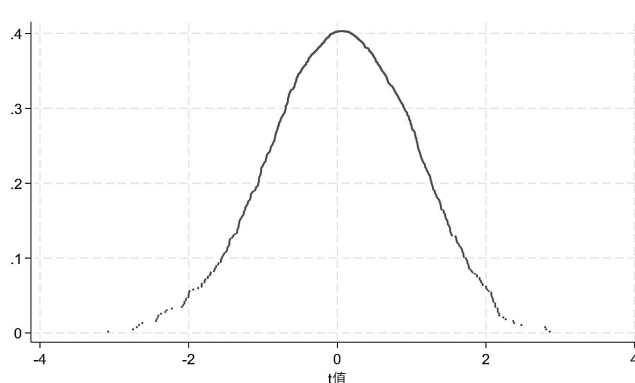
上式（1）中， dum_{it} 为表示城投非标违约事件的虚拟变量。选择非标违约事件发生前一期作为基准期， α_t 为 t 在非标违约前 4 期到违约后 3 期的一系列估计值。本文使用模型（1）进行平行趋势检验，附图 1 报告了 α_t 的估计结果（置信区间 90%），由附图 1 可以看出，非标违约前四期处理组和对照组地方债务可持续水平满足平行趋势假设，非标违约发生后的三年地方债务可持续水平显著降低，平行趋势检验通过。

（二）1000 次抽样安慰剂检验

随机抽样 1000 次进行安慰剂检验。保持非标违约发生的时间不变，随机生成处理组，如果在 t 年有 m 个地级市债务发生违约就从没有发生过违约的地级市样本中随机抽取 m 个城市作为新的处理组，以新的处理组和控制组为样本重新估计基本模型，由此完成 1 次安慰剂检验，共进行 1000 次抽样检验。结果如附图 2 显示，绝大多数 t 值估计值集中在 0 附近近似服从正态分布，安慰剂检验通过。



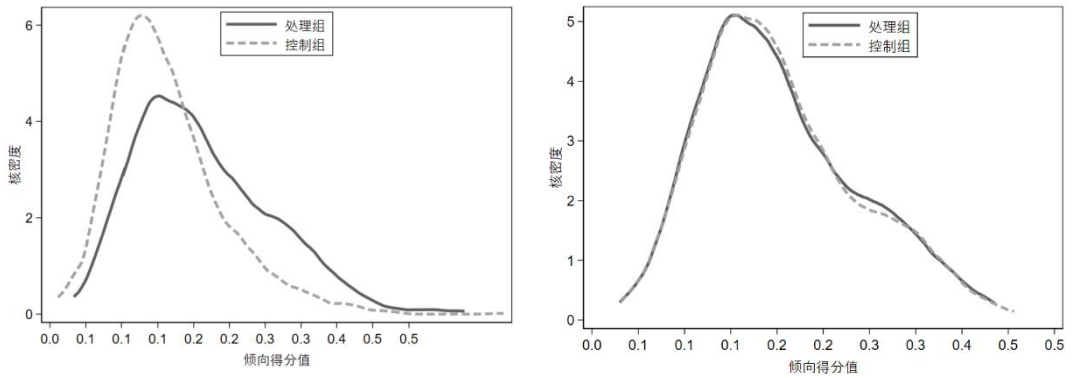
附图 1 平行趋势检验结果



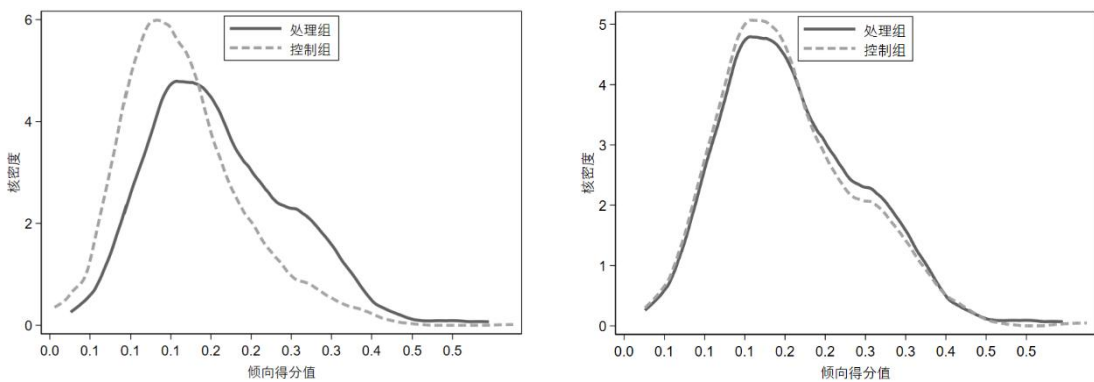
附图 2 安慰剂检验 1000 次抽样结果

（三）PSM 方法

为避免选择性偏误导致的内生性问题，本文将样本数据进行 PSM 匹配后再进行回归分析。根据样本情况基于宏观经济变量按照 1:1 近邻匹配有放回的抽样方法对处理组进行匹配，绘制核密度曲线图（见附图 3）。附图 3 所示匹配前两组样本核密度存在较大差异，匹配后两组样本的核密度曲线图形差异缩小，表明匹配结果的可靠性。对初始样本进行近邻匹配后回归，结果表明受到非标违约的影响，地方债务可持续性在 1% 的水平上显著下降（如附表 1 列（1））。同时本文更换 PSM 匹配方式对初始样本进行核匹配后再回归，匹配结果和回归结果见附图 4 和附表 1 列（2），与近邻匹配后的实证结果一致，表明了分析结果的可靠性。



附图3 PSM 近邻匹配核密度图（左图为匹配前，右图为匹配后）



附图4 PSM 核匹配核密度图（左图为匹配前，右图为匹配后）

附表1 倾向值得分匹配后的回归结果

| 变量 | (1) | (2) |
|----------------|------------------------|-------------------------|
| | PSM 近邻匹配 | PSM核匹配 |
| <i>DiD</i> | -0.0681** (-2.3403) | -0.0898*** (-3.1619) |
| 控制变量 | Yes | 是 |
| 地区固定效应 | Yes | 是 |
| 时间固定效应 | Yes | 是 |
| 样本量 | 628 | 662 |
| <i>Adj. R2</i> | 0.6086 | 0.6035 |

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平，括号内为 *t* 值。下表同。

（四）反事实检验

本文在仅保留各地级市非标违约事前样本的基础上，将非标违约事件发生时间人为提前一年和两年构造虚拟事件时点进行反事实检验，如果变量 *DiD* 系数检验结果不显著，则虚拟事件时点的反事实检验通过，证实了地方债务可持续性下降是由非标违约造成的。附表 2 列（1）（2）分别展示了非标违约事件发生时间提前一年和两年的检验结果，结果均不显著，说明地方债务可持续水平下降确实是由非标违约引起。反事实检验通过。

（五）变换样本范围、修正离群值和改变被解释变量衡量方式

首先，考虑到北京、天津、上海、重庆四个直辖市财政情况与其他地级市的区别，所以本文将数据剔除再进行回归分析，结果如附表 2 列（3）所示仍然是显著的。其次，本文将连续变量最大与最小 5% 的样本进行缩尾后再次回归，结果如附表 2 列（4）所示仍然是显著的。进一步增强了结果的稳健性。同时，本文改变被解释变量的衡量方式后再进行回归，用地级市新发行城投债和地方政府债之和与公共财政收入之比表示地方债务可持续水平，回归结果如附表 2 列（5）所示，结果稳健。

附表 2 反事实检验、变换样本范围、修正离群值、改变被解释变量衡量方式回归结果

| 变量 | (1) 提前一年 | (2) 提前两年 | (3) 变换样本范围 | (4) 修正离群值 | (5) 改变被解释变量衡量方式 |
|----------------|--------------------|--------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>DiD</i> | 0.0092 (0.3237) | 0.0040 (0.2439) | -0.0963*** (-3.4317) | -0.0900*** (-3.3464) | -0.0904*** (-3.4396) |
| 控制变量 | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 地区固定效应 | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 时间固定效应 | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| 样本量 | 1934 | 1934 | 2048 | 2080 | 2080 |
| <i>Adj. R2</i> | 0.6786 | 0.6786 | 0.6584 | 0.6238 | 0.6803 |

（六）工具变量检验

本文构造第一个工具变量（IV1）为 2016 年过剩产能产业国企违约潮事件的虚拟变量与事件发生年（2016 年）各地级市城投有息债务总额在全省有息债务总额中占比的乘积。从相关性看，城投有息债务占比越高，城投公司在地方金融体系中的风险集中度越高，受国企违约潮在市场渠道的冲击越强（王叙果等，2019；王伟同等，2022），非标违约风险越大。从外生性看，过剩产能产业国企违约潮源于行业周期变化，对单一地级市城投公司的影响具有外生性，同时城投有息债务占比取值为冲击发生当年（2016 年），反映历史债务积累，规避了反向因果。第二个工具变量（IV2）为 2019 年民企违约潮事件的虚拟变量与地级市地形起伏度的乘积。地级市地形起伏度越大，城投公司承担基础设施建设的成本越大，且起伏度越大的地级市通常会因为交通不便等原因导致自身经济实力相对较弱，更有可能面临城投非标违约。此外，2019 年民企违约潮根源可能来自于宏观经济下行和金融监管收紧，民企违约潮后信用风险在市场蔓延，引发了华晨债和永煤债等代表性违约事件，在市场上引起了对地方隐性担保预期的下降（曹婧，2023；柳永明和殷越，2024）。民企和城投分属完全不同的经济部门，民企违约潮事件具有一定的外生性，同时地形起伏度是自然地理特征，也具有强外生性。将两个工具变量同时加入模型进行检验，检验结果如附表 3 所示，与基本模型结论一致。

附表 3 工具变量检验结果

| | (1) <i>DiD</i> | (2) <i>Totalfisc</i> |
|------------|-----------------------|-------------------------|
| <i>IV1</i> | 2.6963*** (2.9298) | |
| <i>IV2</i> | 0.0972*** | |

| | | |
|-------------------------------|----------|-------------------------|
| | (5.9895) | |
| <i>DiD</i> | | -0.2446*** (-3.1094) |
| Kleibergen-Paap rk LM 统计量 | 40.30*** | |
| Kleibergen-Paap Wald rk F 统计量 | 24.78*** | |
| Hansen J 检验 P 值 | | 0.3357 |
| 控制变量 | Yes | Yes |
| 地区固定效应 | Yes | Yes |
| 时间固定效应 | Yes | Yes |
| 样本量 | 2080 | 2080 |

附录 2 非标违约对债务可持续性的影响在空间维度的传染效应

所属省份相同的地级市受同一上级政府管理，具有相似的经济和制度环境，基础设施建设等项目会受到统一规划。省级政府对所辖地级市债务具有担保责任。地方国有企业违约易产生风险外溢效应（王伟同等，2022）。因此当地发生非标违约后，所属省份相同的地级市的债务易受到风险外溢作用的影响。本文按地级市所在省份是否已经发生城投非标违约的方式进行分类，一组是所在省份已有地级市发生过非标违约，一组是所在省份尚未有地级市发生非标违约，检验非标违约对债务可持续在空间维度的影响。附表 4 列出了样本分类后的回归结果。附表 4 列（1）汇报了相同属地样本的回归结果，列（2）汇报了不同属地样本的回归结果。结果显示，非标违约对属地相同地级市的地方债务可持续性具有显著负向影响，对属地不同地级市的影响不显著。表明属地相同地级市受非标违约事件的冲击更大，违约具有一定的属地跨区域传染效应。

附表 4 跨区域传染效应检验结果

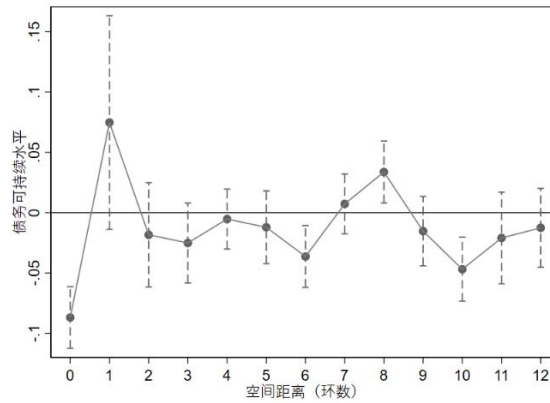
| 路径 | (1) | (2) |
|----------------|-------------------------|--------------------|
| | 属地相同 | 属地不同 |
| <i>DiD</i> | -0.0896*** (-3.1443) | 0.0130 (0.6477) |
| 控制变量 | Yes | Yes |
| 地区固定效应 | Yes | Yes |
| 时间固定效应 | Yes | Yes |
| 样本量 | 1352 | 728 |
| <i>Adj. R2</i> | 0.6205 | 0.7509 |

本文进一步研究了空间距离和非标违约传染效应之间的关系。参考 Lu et al. (2019) 的设定检验非标违约的空间传染效应。构造如下模型：

$$Totalfisc_{it} = c_0 + c_1 DiD_{it} + \sum_{n=1}^{12} \sigma_n Ring(30(n-1), 30n)_i \times Post_t + \lambda X_{it} + \gamma_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

上述式（3）中 $Ring(30(n-1), 30n)_i$ 是一个虚拟变量，表示地级市 i 是否位于发生非标违约地级市周围的第 n 个环中，距离在 $30(n-1)$ 到 $30n$ 千米之间， $n = 1, 2, \dots, 12$ 。 c_1 表示发生非标违约地级市的处理效应， σ_n 是非标违约对第 n 个环的传染效应。绘制 c_1 的变化趋势，

这里产生了一系列估计值 \hat{c}_{1j} ，其中 $j = 1, 2, \dots, 12$ ，回归时剔除发生非标违约的地级市附近30j千米范围内的未发生非标违约的地级市，如附图5所示。非标违约对地方债务可持续产生显著的外溢作用，发生在第6个环、第8个环和第10个环的范围内，结果进一步表明城投非标违约具有跨区域传染效应，且传染效应具有空间异质性，但影响是有限的。



附图5 空间距离传染效应检验结果

参考文献

曹婧，2023，《刚兑信仰分化：隐性担保预期与城投债定价》，《世界经济》第6期，第85~107页。

柳永明和殷越，2024，《国企债券违约、隐性担保预期与唤醒效应——来自永煤违约事件的证据》，《财经研究》第3期，第122~137页。

王伟同、辛格和周佳音，2022，《债务违约、属地信用与风险外溢》，《世界经济》第12期，第201~224页。

王叙果、沈红波和钟霖佳，2019，《政府隐性担保，债券违约与国企信用债利差》，《财贸经济》第12期，第65~78页。

Lu, Y., Wang, J. and Zhu, L., 2019, "Place-based Policies, Creation, and Agglomeration Economies: Evidence from China's Economic Zone Program," *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(3), pp.325~360.