

地方政府债务、 企业违约风险与金融稳定

刘穷志 廖韞琪

近年来，地方政府债务规模持续扩张及其潜在风险引发广泛关注。地方政府债务不仅影响财政可持续性，也可能通过融资成本上升、信用资源挤出、市场预期转弱与债务结构差异等渠道改变企业融资条件，进而影响企业违约风险及金融市场稳定。同时，债务期限结构失衡与隐性担保强化对流动性与道德风险具有不同影响，短债占比过高或担保过度均提升违约风险。因此，研究地方政府债务对企业违约风险的影响机制及其向金融市场的传导路径，对防范化解重大风险、维护经济金融稳定具有重要的理论意义与现实意义。

为有效防范和化解地方政府债务风险，我国出台一系列重要政策措施。2021年3月，国务院国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，要求压实地方国资监管责任。2023年9月，国务院发布“35号文”即《关于金融机构支持融资平台化解债务风险的通知》，明确金融机构支持融资平台化债的相关要求。2024年11月，全国人大常委会批准增加6万亿元债务限额，用于三年内置换存量隐性债务；之后，再新增6万亿元地方政府债务限额，叠加连续5年每年安排8000亿元新增专项债券用于化债，结合2万亿元棚改隐性债务按原合同偿还，合计形成约12万亿元的地方化债安排。上述举措有助于减轻地方债务对企业违约与金融稳定的冲击，维护市场效率。

现有文献研究表明，地方债主要经三条渠道推升企业违约风险并传导至金融稳定：一是资源错配和信用配给提高企业的现金流脆弱性；二是隐性担保、救助预期改变风险定价；三是再融资约束、监管切换导致的离散跳跃以及顺周期性增强。因此，本文以地方政

府债务、企业违约风险与金融稳定之间的关系为研究主线，聚焦三个问题：一是地方债与企业违约风险是否存在非线性关系；二是该关系如何传导并影响金融稳定；三是政策调整是否改变上述关系。

理论部分从债务扩张带来的财政挤出效应和隐性担保预期入手，将地方政府债务、企业违约风险、金融稳定等纳入统一分析框架，刻画各因素之间的作用关系；同时考虑债务风险或监管压力达到一定水平后的阶段性变化，并引入连续性冲击和突发性制度事件，以反映地方债务风险波动的现实特征。在政策分析层面则聚焦债务调节和监管行动两类工具，以进一步说明地方债务风险治理中的政策调整逻辑。

实证部分基于 2014—2022 年的城市一年份面板数据，围绕地方债务如何影响企业违约风险这一核心问题，在控制城市和年份差异的基础上，分析地方政府债务与企业违约风险之间的关系。结果表明，地方债务扩张对企业违约风险的影响并非简单线性变化，而是具有一定阶段性特征。为提高结论可靠性，本文从不同角度进行识别和检验，并比较政策实施前后及不同阶段的调节效果。检验结果显示，违约风险和影子银行活动都是地方债务影响金融稳定的重要传导环节。进一步地，本文从银行侧、市场侧和综合指数三方面衡量金融不稳定性，分析地方债务、企业违约风险与金融稳定之间的关系。

本文得出以下主要结论：第一，地方政府债务扩张是企业违约风险的驱动因素之一，且呈显著非线性与阈值特征：在低债务区间财政资金具有缓冲作用；一旦越过临界点，融资成本上升、资源挤出与预期恶化叠加，违约风险迅速放大。第二，企业违约风险在地方政府债务影响金融稳定的过程中发挥重要传导作用。第三，金融稳定同时受到地方债的直接冲击，以及经由企业违约风险形成的间接传导冲击，两条作用路径在不同口径的金融稳定指标下均稳健成立。第四，政策评估表明，不同节点的平均处理效应存在阶段性差异。实践中，应分阶段推进增量约束、定向风控和结构优化，持续

防范化解地方债务风险。

基于上述结论，本文提出以下政策建议：

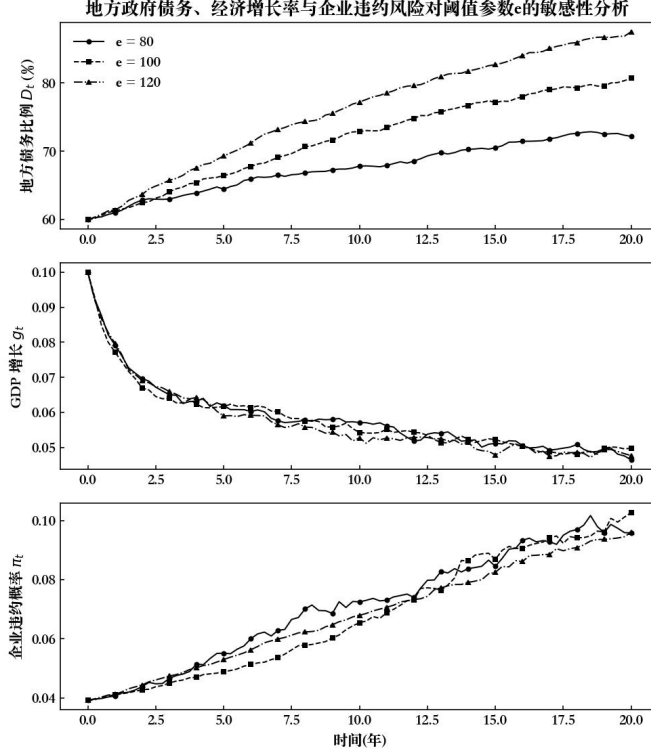
其一，强化地方政府债务的规模约束与结构优化，防止对企业融资形成挤出并积累金融风险。研究表明，地方政府债务与企业违约风险存在显著非线性关系，债务水平提高后风险效应上移并在高债区间表现为风险抬升。可依托宏观审慎框架搭建分区分级监测预警机制，对高债务区域适度收紧融资限额与动态考核要求，缓解滚动融资引发的期限错配与风险累积；同时优化资金使用效能与投放方向，合理压降低效投入、提升财政资源边际收益，并逐步规范隐性担保行为，弱化预算软约束对市场化融资的扰动影响。

其二，搭建企业违约风险与金融稳定之间的风险缓释机制。实证表明，企业杠杆在债务风险传导过程中作用关键，高杠杆主体对地方债扩张的风险敏感度相对更高。可围绕资本结构、盈利水平与现金流稳健性完善监测指标、优化考核约束，稳步增强企业抗风险能力；同时强化财政政策与货币政策协同配合，增强中长期治理可持续性，缓释风险经由银行资产负债表、风险溢价渠道产生的放大效应。

其三，进一步健全中央—地方分层协同的制度安排，提升政策执行的可预期性，减少风险共振效应。从制度设计来看，中央可明确统一的监管标准、核心目标、预警区间及逆周期调节规则，地方则结合自身财政实际情况，制定差异化的实施时序与风险处置方案，合理统筹新增债务约束与存量债务化解的节奏；同时将债务化解进度、资本性支出效益及区域融资环境改善等指标纳入相关考核，形成与转移支付等政策工具相衔接的激励约束机制。

《地方政府债务、企业违约风险与金融市场稳定》附录

附录 1 地方政府债务、经济增长与企业违约风险的关系



附图 1：地方政府债务、经济增长与企业违约概率的动态模拟结果

本文不对 ϵ 作经验估计, 数值模拟仅将债务率线性重标并取 $\epsilon=100$, 同时报告 $\epsilon=80$ 、 $\epsilon=120$, 结论依赖阈值结构而非特定取值。

附录 2 HJB 与最优反馈策略（规范性最优控制）

在上述状态转移方程基础上, 考虑中央监管当局在有限期 T 内的规范性最优控制问题。为避免将受随机冲击驱动的状态变量与政策工具混同, 本文将控制变量明确界定为政策行动强度 $u(t) = (u_D(t), u_R(t))'$, 并将违约风险损失、债务水平成本、金融稳定偏离成本、监管强度偏离成本以及政策工具使用（调整）成本统一纳入贴现损失函数：

$$\min_{\{u_D(t), u_R(t)\}_{t \in [0, T]}} \mathbb{E}_0 \left[\int_0^T \underbrace{\frac{e^{-\rho t}}{\rho}}_{\text{贴现因子 (时间偏好} > 0 \text{, 社会贴现率 } \rho)} \left(\underbrace{P_d(t)^2}_{\text{违约风险损失}} + \underbrace{\lambda_1 D_g(t)^2}_{\text{债务水平成本}} + \underbrace{\lambda_2 (S_m(t) - S_m^{target})^2}_{\text{金融稳定偏离成本}} + \underbrace{\lambda_3 (R_c(t) - R_c^{target})^2}_{\text{监管强度偏离成本}} + \underbrace{\frac{\psi_D}{2} u_D(t)^2 + \frac{\psi_R}{2} u_R(t)^2}_{\text{政策工具使用(调整)成本/边际调整成本}} \right) dt \right] \quad (1)$$

$\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3 > 0$ 分别刻画债务水平成本、稳定偏离成本与监管强度偏离成本的权重； $\psi_D, \psi_R > 0$ 为政策工具使用（调整）成本系数，用于刻画政策行动的凸性调整成本与现实中的执行摩擦。令 $V(t, X)$ 为价值函数，则相应的 Hamilton–Jacobi–Bellman (HJB) 方程可写为：

$$\rho V(t, X) = \min_{u \in \mathcal{U}} \left\{ \underbrace{\ell(X, u)}_{\text{即时损失}} + \underbrace{V_t(t, X)}_{\text{价值函数的时间变化项}} + \underbrace{V_X(t, X)' \mu(X, u, t)}_{\text{漂移项对价值的边际贡献}} + \underbrace{\frac{1}{2} \text{tr} [\Sigma(X, t) \Sigma(X, t)' V_{XX}(t, X)]}_{\text{扩散项带来的二阶效应}} \right. \\ \left. + \underbrace{(V(t, X + J(X, t)) - V(t, X)) v}_{\text{跳跃项的期望修正 (跳幅 } J \text{ 和跳跃强度 } v)} \right\} \quad (2)$$

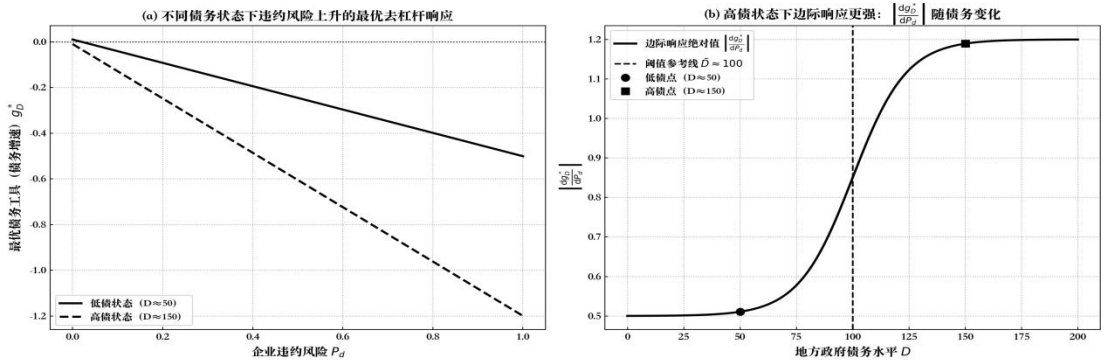
$\ell(X, u)$ 对应式(40)括号未贴现的当期损失（违约风险、债务成本、金融稳定偏离、监管偏离与工具调整成本之和）；贴现通过价值函数定义中的 $e^{-\rho(s-t)}$ 及 HJB 中的 ρV 项体现； v 表示跳跃强度。最优政策呈连续线性反馈形式如下所示：

$$u^*(t) = -\frac{1}{2} \Psi^{-1} G' (2A(t)X(t) + B(t)), \Psi \equiv \begin{pmatrix} \psi_D & 0 \\ 0 & \psi_R \end{pmatrix}, G \equiv \begin{pmatrix} 0 & 0 \\ 0 & 0 \\ b_D & 0 \\ 0 & b_R \end{pmatrix} \quad (3)$$

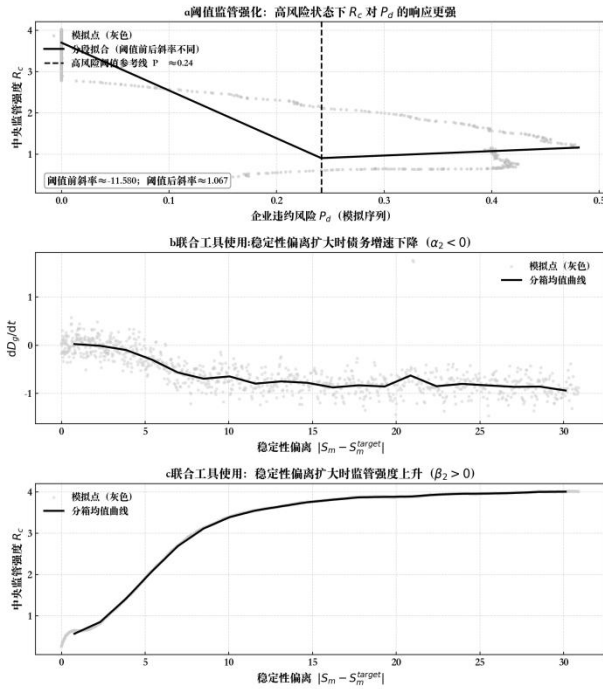
$A(t)$ 为对称矩阵， $B(t)$ 为线性项系数向量；矩阵 G 刻画政策工具对状态漂移的直接传导结构， Ψ 则度量政策工具使用的边际调整成本。政策行动通过漂移项进入状态方程，其对状态演化的直接传导结构由矩阵 G 刻画，而其使用的边际调整成本（工具摩擦）由 Ψ 度量。因此，最优行动强度 $u^*(t)$ 由影子价格项 $(2A(t)X(t) + B(t))$ 所驱动，并在 G 的传导约束与 Ψ 的成本约束下进行动态调整，将上式压缩表示为最优政策反应函数：

$$\begin{aligned} u_D^*(t) &= \alpha_0(t) + \alpha_P(t)P_d(t) + \alpha_S(t)(S_m(t) - S_m^{target}) + \dots, \\ u_R^*(t) &= \beta_0(t) + \beta_P(t)P_d(t) + \beta_S(t)(S_m(t) - S_m^{target}) + \dots \end{aligned} \quad (4)$$

附录3 三个假说的数值模拟



附图2 不同债务状态下最优债务工具对违约风险的响应与边际敏感性（对应假说1）



附图 3 监管阈值强化与稳定性偏离下的“减债—监管”联合政策（对应假说 2 和 3）

附录 4 地方政府债务-企业违约-金融稳定度的系统化模型

为系统刻画地方政府债务、企业违约与金融稳定度之间的动态交互机制，本文构建涵盖微观决策层、中观传导层与宏观调控层的三级耦合模型。微观层面聚焦企业杠杆调整（ L_f ）与企业融资额度（ I_f ），通过动态方程 $\frac{dL_f}{dt} = \phi_1(r_f - P_d)$ 揭示企业融资行为对违约风险（ P_d ）的敏感性；中观层面刻画地方政府债务（ D_g ）的时空扩散效应，整合违约风险的区域传导与监管政策（ R_c ）的抑制效应；宏观层面则以金融市场稳定性（ S_m ）为核心目标，分析多因子动态均衡。需要说明的是，下表给出的是包含时滞项与空间算子等机制的一般化结构；为保持规范求解的可操作性，本文在 HJB 解析推导部分采用不含时滞与空间扩散项的基准模型（相应取 $\tau_1 = \tau_2 = \tau = 0$ ，并忽略空间扩散算子），下文的函数与最优反馈解均基于该基准设定展开。该分层框架在政策作用上与前文 HJB 条件下得到的最优控制 $\{u_D^*(t), u_R^*(t)\}$ 保持一致，并在此基础上嵌入跨层级反馈关系：企业杠杆调整影响地方债务的扩散过程，监管强度的变化则通过抑制风险传导作用于中观层风险积累。

附表 1 地方政府债务-企业违约-金融稳定度体系三级动态耦合模型

层级	含义	关键变量	模型方程
			动态方程
微观决策层	企业杠杆调整金融机构信贷供给	$L_f(t)$: 企业杠杆水平 $I_f(t)$: 企业融资额度	$dL_{f,t} = \mu_{L_f}(r_f, P_d)dt + \sigma_{L_f}dW_t + \kappa_{L_f}dN_t$ $\mu_{L_f}(r_f, P_d) = \phi_1(r_f - P_d)$
中观传导层	地方政府债务动态区域风险扩散	$D_g(t)$: 地方债务规模 $P_d(t)$: 企业违约风险	$dD_{g,t} = \mu_{D_g}(P_d, R_c, u_D)dt + \sigma_{D_g}dW_t + \kappa_{D_g}dN_t$ $\mu_{D_g}(P_d, R_c, u_D) = \theta_1 P_d + \theta_2 \nabla^2 P_d - \theta_3 R_c + b_D u_D$
宏观调控层	金融市场稳定中央监管响应	$S_m(t)$: 市场稳定指数 $R_c(t)$: 中央监管强度	$dS_{m,t} = \mu_{S_m}(P_d, L_m, R_c)dt + \sigma_{S_m}dW_t + \kappa_{S_m}dN_t$ $\mu_{S_m}(P_d, L_m, R_c) = \beta_1 P_d + \beta_2 L_m - \beta_3 R_c$
微观-中观反馈	企业杠杆率与地方债务的交互与时滞		$dP_{d,t} = \mu_{P_d}(D_g, L_f; \tau_1)dt + \sigma_{P_d}dW_t + \kappa_{P_d}dN_t$ $\mu_{P_d}(D_g, L_f; \tau_1) = \alpha_1 D_g(t - \tau_1) + \alpha_2 L_f(t) + \gamma D_g(t) L_f(t) - \delta P_d(t)$

中观-宏观传导	区域风险扩散对金融稳定的空间影响（理论扩展：含网络/空间扩散与时滞）	$dS_m(x, t) = \mu_{S_m}(x, t)dt + \sigma_{S_m}(x, t)dW_t + \kappa_{S_m}(x, t)dN_t$ $\mu_{S_m}(x, t) = \underbrace{D\nabla^2}_{\text{稳定性的空间扩散}} S_m(x, t) + \beta_1 P_d(x, t - \tau_2) + \beta_4 \underbrace{\sum_{y \in \Omega} w_{xy} S_m(y, t)}_{\text{也可写成图拉普拉斯算子 } L_W S_m}$
宏观-微观调控	中央监管对金融机构/微观主体的实时干预（理论扩展：预期项+记忆核）	$dR_{c,t} = (\mu_{R_c}(S_m, P_d) + b_R u_R)dt + \sigma_{R_c} dW_t + \kappa_{R_c} dN_t$ $\mu_{R_c}(S_m, P_d) = \underbrace{k_1 E_t[S_m(t+1)]}_{\text{前瞻预期对监管的驱动}} + k_2 \underbrace{\int_0^t e^{-\rho(t-s)} P_d(s) ds}_{\text{对违约冲击的指数记忆核}}$

注： $u_D(t)$ 为债务调节行动强度的政策工具，通过 $b_D u_D$ 进入漂移项； $R_c(t)$ 为监管强度状态变量。

附录 5 核心变量的描述性统计

附表 2 核心变量的描述性统计

	均值	标准差	最小值	p1 .	p5	p10	中位数	p75	最大	偏度	峰度
企业违约风险	0.401	0.49	0.000	0	0	0	0	1	1	.405	1.164
地方政府债务无风险利率	277.215	265.166	11.700	11.7	12.953	14.455	174.891	408.254	993.345	1.139	3.485
股票收益偏度	2.368	.113	2.000	2	2	2.25	2.385	2.385	4	2.403	34.582
市场下跌波动率	-.423	.775	-4.682	-2.839	-1.742	-1.333	-.374	.051	4.84	-.448	5.93
股价崩盘指标	-.295	.493	-2.091	-1.528	-1.101	-.898	-.292	.017	1.876	-.068	3.782
	.078	.269	0.000	0	0	0	0	0	1	3.137	10.839
银行侧金融稳定性指标	1.7	137.089	0.000	.295	.427	.488	.702	.826	19164.64	139.78	19539.688
影子银行化指标	20.878	1.563	17.004	17.004	18.237	18.921	20.891	21.928	30.502	.158	3.822
市场压力综合指数	0	1	-2.736	-2.468	-1.551	-1.15	-0.32	0.51	3.234	0.4	4.101

注：股票收益偏度（NCSKEW）、市场下跌波动率（DUVOL）、股价崩盘指标（CRASH）。

附录 6 交错 DID 事件分析法及平行趋势检验

每个节点分别运行 csdid。令处理状态为：

$$D_{it}^{(m)} \equiv \mathbf{1}(t \geq G_i^{(m)}) \cdot \mathbf{1}(G_i^{(m)} > 0),$$

并以 not-yet-treated 作为对照组。CS 的核心参数为分队列—分时间的平均处理效应：

$$ATT^{(m)}(g, t) \equiv E[Y_{it}(1) - Y_{it}(0) | G_i^{(m)} = g], t \geq g.$$

estat event 在给定事件窗内报告事件时间维度的动态效应聚合结果，并同步给出处理前平均（Pre_avg）与处理后平均（Post_avg）统计量。在设置中取事件窗 [-5,5]。该窗口选择同时服务于处理前期数数的平行趋势观察、处理后中期动态调整的覆盖，以及远端事件期样本稀疏导致的估计不稳定性权衡。

图 5.1 2017 节点 CS 事件研究

图 5.2 2021 节点 CS 事件研究

图 5.3 2023 节点 CS 事件研究

注：图中报告 CS 方法下的动态处理效应，采用 not-yet-treated 作为对照组并使用 dripw 估计；横轴为事件时间 τ ，纵轴为动态效应点估计，误差棒对应 95% 置信区间（estat event 输出）。处理前各期（ $\tau < 0$ ）用于平行趋势检验，处理后各期（ $\tau \geq 0$ ）用于刻画动态效应。

附录 7 分组分析

附表 3 地方政府债务对企业违约风险的异质性分析

Panel A 按财政收入分组				
企业违约 风险变量	高财政收入地区：OLS 回归 (1)	高财政收入地区：非线性回归 (3)	低财政收入地区：OLS 回归 (4)	低财政收入地区：非线性回归 (4)
地方政府 债务水平	-1.3268** (0.5500)	-0.5191 (0.6325)	0.7970*** (0.2303)	0.7212 (6.5544)
债务平方 项	0.0060 (0.0487)	0.0305 (0.0928)	0.0083*** (0.0020)	0.0079 (0.6044)
资产负债 率	23.1938*** (0.2608)	25.3787*** (0.5333)	18.8467*** (0.2145)	18.6289*** (1.3547)
企业杠杆 率	0.0002 (0.0019)	-0.0036 (0.0040)	-0.0009 (0.0007)	-0.0008 (0.0255)
净资产收 益率	1.8010*** (0.1729)	3.3656*** (0.6122)	1.1894*** (0.1292)	1.4715 *** (0.3999)
截距项	-64.7455*** (1.7653)	-73.0278*** (3.5072)	-46.6879*** (1.0393)	-48.6228*** (22.7132)
R ²	0.6759	0.4490	0.6746	0.3521

Panel B 按企业规模分组				
企业违约风险 变量	大企业样本：OLS 回归 (5)	大企业样本：非线性回归 (6)	小企业样本：OLS 回归 (7)	小企业样本：非线性回归 (8)
地方政府债务水平	-2.5890*** (0.2803)	-3.0515** (1.3538)	-0.8350** (0.3866)	-1.8174*** (0.3950)
债务平方项	-0.0213*** (0.0024)	-0.0256 (0.3549)	0.3335*** (0.0836)	0.4325* (0.2278)
资产负债率	22.5350*** (0.2388)	21.9269*** (1.2810)	16.8495*** (0.2245)	14.5437*** (0.3603)
企业杠杆率	0.0086*** (0.0008)	0.0103 (0.0196)	-0.0023 (0.0009)	-0.0047*** (0.0015)
净资产收益率	0.5363 (0.3281)	-2.4230*** (0.4668)	0.3537 (0.1504)	0.1231 (0.1811)
截距项	-64.7025*** (1.5268)	-58.5566*** (6.0422)	-35.7573*** (0.8691)	-30.4669*** (1.1124)
R ²	0.6579	0.3606	0.7102	0.2613

注：***、**、*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著，括号内使用稳健标准误。

附录 8 中介效应分口径复核

附表 4 银行侧口径复核：因变量为 LDR_z 的中介效应（Bootstrap）

Panel A 违约风险为中介						
路径	点估计	BootSE	p 值	95% CI 下限	95% CI 上限	
间接效应 a×b	0.00005518	0.00006044	0.361	-0.0000206	0.0001909	
a: 地方政府债务 → 企业违约风险	0.00263323	0.00010138	<0.001	0.0024367	0.0028438	
b: 企业违约风险 → 金融市场稳定	0.02095656	0.02301069	0.362	-0.0078708	0.0735136	
c: 地方政府债务 → 金融市场稳定（控制风险）	-0.00005460	0.00006303	0.386	-0.0001957	0.0000313	

Panel B 影子银行为中介						
路径	点估计	BootSE	p 值	95% CI 下限	95% CI 上限	
间接效应 a×b	-0.00005968	0.00005644	0.290	-0.0002029	0.00000139	
a: 地方政府债务 → 影子银行	-0.00431115	0	-	-0.0043111	-0.0043111	
b: 影子银行 → 金融市场稳定	0.01384260	0.01309135	0.290	-0.0003232	0.0470606	
c: 地方政府债务 → 金融市场稳定（控制 SDB）	0.00006001	0.00005668	0.290	-0.00000421	0.0002024	

注：Bootstrap 重复 2000 次。被解释变量为综合不稳定性指标 $FS_{pca1,z}$ ，其构造为 $FSI_{comp} = Xv_1$ ，其中 $X = (LDR_z, MSI_z)$ ，并在估计后按 $\text{corr}(FSI_{comp}, MSI_z)$ 统一符号（若相关性为负则取相反数）并再标准化。故本文按不稳定性口径解释：指标值越大表示越不稳定；回归系数为正（负）分别表示债务扩张提高（降低）金融不稳定性。

附表 5 市场侧口径复核：因变量为 MSI_z 的中介效应（Bootstrap）

Panal A 违约风险为中介

路径	点估计	BootSE	p 值	95% CI 下限	95% CI 上限
间接效应 a×b	-0.0167	0.0025	<0.001	-0.0212	-0.0113
a: 地方政府债务 → 企业违约风险	0.0026	0.0001	<0.001	0.0024	0.0028
b: 企业违约风险 → 金融市场稳定	-6.3544	0.7744	<0.001	-7.6527	-4.6377
c: 地方政府债务 → 金融市场稳定（控制风险）	0.0128	0.0021	<0.001	0.0085	0.0166

Panal B 影子银行为中介

路径	点估计	BootSE	p 值	95% CI 下限	95% CI 上限
间接效应 a×b	0.0187	0.0000	<0.001	0.0187	0.0187
a: 地方政府债务 → 影子银行	-0.0043	0.0000	<0.001	-0.0043	-0.0043
b: 影子银行 → 金融市场稳定	-4.3448	0.0000	<0.001	-4.3448	-4.3448
c: 地方政府债务 → 金融市场稳定（控制 SDB）	-0.0312	0.0000	<0.001	-0.0312	-0.0312

注：Bootstrap 重复 2000 次；被解释变量为综合不稳定性指标 $FS_{pca1,z}$ ，其构造为 $FSI_{comp} = Xv_1$ ，其中 $X = (LDR_z, MSI_z)$ ，并在估计后按 $\text{corr}(FSI_{comp}, MSI_z)$ 统一符号（若相关性为负则取相反数）并再标准化。故本文按不稳定性口径解释：指标值越大表示越不稳定；回归系数为正（负）分别表示债务扩张提高（降低）金融不稳定性。