

融资平台市场化转型与债券融资成本： 政府与企业双重视角

刘贯春 柳杭娟 吴佳其 何 枫

1994 年“分税制”改革后，地方政府财权与事权不匹配程度加剧，为促进基础设施建设与保障经济平稳增长，地方政府举借了大量债务。相比于显性债务，借助融资平台举借的隐性债务规模庞大、透明度低，且游离于政府会计核算体系之外，难以有效监管。凭借“隐性担保”与“救助预期”，隐性债务持续扩张，不仅挤占了有限的信贷资源，对实体企业融资形成挤出效应，其风险还会外溢并与金融部门风险相互强化，成为威胁金融稳定与经济安全的重大隐患。因此，推进地方政府隐性债务治理，对实现“稳增长”与“防风险”双重目标具有重要意义。近年来的法规与宏观政策反复强调要剥离融资平台的政府融资功能。通过市场化转型提升融资平台的自我造血能力，切断其与地方政府的信用关联，已成为从根源上遏制债务扩张、防范化解隐性债务风险的关键。

考虑到债券市场是我国资本市场的重要组成部分，探究隐性债务治理对债券融资成本的影响，有助于理解债务治理中的政企互动关系。已有大量文献分别探讨了地方政府隐性债务与微观主体的债券融资成本，但鲜有研究探讨地方政府隐性债务治理（特别是融资平台市场化转型）对多层次债券融资成本的影响。本文建立了这两支文献之间的关联，为防范化解地方债务风险、缓解企业融资约束提供了新的视角和经验证据。

具体而言，本文基于手工收集的融资平台市场化转型数据及 2013—2023 年债券发行数据，构造多时点双重差分模型进行因果识别。按发债主体所在地级市是否存在转型事件构建实验组与控制组，考察地方政府隐性债务治理对城投债与企业债券发行利差的影响。

响，并从融资平台自身造血能力与企业融资约束两个维度分析传导机制。研究发现：第一，融资平台市场化转型实现了城投债与企业债券发行利差的“双重压降”。基准回归结果显示，融资平台市场化转型后，城投债发行利差平均降低了约 14.83 个基点，能够解释样本均值的 7.18%；同时，非平台企业发行的债券融资成本也随之降低，企业债券发行利差平均降低了约 29.11 个基点，能够解释样本均值的 16.70%。这一“双重压降”效应在经过内生性处理及一系列稳健性检验后依然成立。

第二，机制检验表明，融资平台市场化转型主要通过平台与企业两个维度的路径发挥作用。在平台自身维度，转型显著制约了隐性债务的扩张，削弱了对政府信用的依赖，从而倒逼融资平台完善公司治理、改善主营业务状况，提升了自身的经营造血能力；在实体企业维度，平台剥离政府融资功能后，减弱了对资金的过度挤占，从而向市场释放出信贷资源，有效缓解了非平台企业的融资约束。这两方面机制共同促成了两类债券融资成本的压降。

第三，分组分析显示，融资平台市场化转型对债券发行利差的降低作用存在非对称影响。具体而言，在地方财力薄弱的地区，由于前期受隐性债务的挤压更重，转型带来的边际改善更为突出；在盈利能力偏弱的发债主体中，市场化转型对其经营效率的倒逼提升作用更大；在融资约束较为严重的企业中，信贷资源释放带来的“挤入效应”更为明显。因此，在这三类样本中，转型对债券发行利差的降低作用更为显著。

本文的边际贡献在于：一是系统考察了地方政府隐性债务治理对债券融资成本的影响，有效缓解了内生性问题；二是深入探究了融资平台转型的微观经济后果；三是为债务治理及平台转型的经济效应提供了来自债券市场的经验证据，为统筹“稳增长”与“防风险”提供了参考。

结合研究结论，本文提出以下政策建议：第一，持续推进融资平台市场化转型，强化隐性债务治理。应保持政策连贯性与稳定

性，确保融资平台顺利实现从依赖政府到自主经营的转变。加强对转型的指导与支持，帮助平台提升经营能力、优化业务结构。同时实施动态监测，定期评估效果，及时解决问题，确保转型目标实现。

第二，实施差异化政策支持，强化分类指导与动态监督。政策制定应避免“一刀切”，需针对不同情况实施差异化支持。引导财力薄弱地区的融资平台通过资产重组、引入战略投资者等优化融资结构；加强对盈利能力较弱平台的培训支持，推动其向市场化业务转型；对转型滞后的地区和企业进行定向帮扶，确保债务化解与转型协同推进。

第三，畅通金融传导渠道，巩固隐性债务治理对实体经济的“挤入效应”。强化政策引导，将从平台剥离出的资金精准“滴灌”至实体企业，严防资金在金融体系内空转，切实将地方债务治理的“减负”红利，转化为实体经济高质量发展的动能。

数字金融、居民绿色消费与环境库 兹涅茨曲线拐点跨越

吴鼎纹 李建强 张振堃 王红建

党的二十大报告明确提出，“倡导绿色消费，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式”。作为绿色生活方式的重要组成部分，绿色消费不仅是推进生态文明建设和实现“双碳”目标的关键抓手，也是引导需求侧结构优化、推动经济高质量发展的内在要求。在新发展阶段，如何有效激发居民绿色消费需求、培育可持续的消费模式，已成为统筹经济增长与环境保护、推动发展方式绿色转型的重要问题。尽管绿色消费得到了广泛倡导，但目前消费者的实际响应和参与程度仍相对不足。如何化解居民绿色消费的实际摩擦，进而释放经济内循环的绿色消费潜力，已成为亟待破解的现实