

地方政府债务置换对 企业债务违约风险的影响研究

陈创练 吴安兵 朱 莹 孙传旺

近年来，我国地方政府隐性债务问题较为突出，成为影响财政可持续性和金融稳定的重要因素。随着经济增速放缓和土地财政弱化，地方政府债务压力不断加剧，企业债务违约风险值得关注。单个企业的违约可能通过供应链传导、关联担保和网络关联效应等演化为系统性金融风险。自 2014 年颁布新《预算法》首次允许地方政府依法举债以来，债务置换成为化解地方政府债务风险的核心政策工具，从最初的“明债明还”到 2014 年推出的“十万亿元”隐性债务置换计划，其本质是通过将短期、高息、分散的隐性债务置换为长期、低息、规范的地方政府债券，由此重塑地方财政金融生态体系。债务置换政策不仅改变地方政府债务结构，也通过复杂的信贷资源再配置机制对微观企业主体的债务风险产生深刻影响。更重要的是，随着我国经济转型深化，企业违约风险成为影响金融整体运行稳定的重要因素，而地方政府债务置换将通过影响区域风险定价和银行资产质量与预期作用于微观企业的投融资行为，此时，厘清该政策对企业债务违约风险的影响机制和传导效应，尤其是不同类型行业、企业以及不同区域之间的差异，有助于制定更具针对性和前瞻性的债务置换规模和期限结构政策，以期更好地平衡财政风险和企业发展需求，从而为防范化解地方政府债务风险提供参考。

但已有相关研究仍有三个问题未充分关注：（1）多数研究未区分“是否置换”与“置换了多少”，本质上将债务置换视为一个发生即有效的“开关变量”，忽略了规模过大可能产生截然不同的效应。（2）现有文献普遍隐含线性假设，尚未系统检验债务置换规模

对企业违约风险是否存在非线性阈值效应。(3) 多数研究关注的是杠杆率、信贷可得性等中间变量，而对企业违约风险这一更具“最终后果”特征的指标关注不足。鉴于此，本文的核心研究问题是：地方政府债务置换如何以及多大程度上影响企业债务违约风险？围绕这一问题，本文构建了一个区分“政策效应”（是否置换）与“规模效应”（置换多少）的双渠道分析框架，并实证检验其具体传导机制。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面：（1）构建了区分“政策效应”与“规模效应”的双维分析框架。现有研究多将债务置换视为“发生即有效”的开关变量，本文从理论上区分了政策宣告带来的预期传导与置换规模引发的信贷重构两条不同渠道，有助于更好地理解债务置换的微观风险效应。（2）识别了债务置换规模对企业违约风险的非线性 U 形阈值效应。本文发现适度置换通过信贷“量”的扩张缓释风险，但越过阈值后银行资产端收益率挤压引致信贷“价”升，风险缓释效果递减，揭示了“并非越大越好”的化债逻辑。（3）基于 2013 年债务审计数据构建了多重外生工具变量。此举有效缓解了政策内生性问题，为识别债务置换与企业违约风险之间的因果关系提供了更可靠的实证支撑。

故此，本文构建了包含地方政府、商业银行与非金融企业的三阶段序贯博弈模型，基于政策信号与信贷重构双渠道框架，利用 2010 - 2023 年沪深 A 股非金融企业数据，采用多期 DID 等方法，实证考察了地方政府债务置换对企业违约风险的影响。主要结论如下：（1）债务置换政策显著降低企业债务违约风险，该结论通过了 PSM - DID、替换变量及工具变量等多重稳健性检验。（2）债务置换通过降低区域系统性风险、改善企业还款能力以及提升银行风险承担水平三条渠道对企业的债务违约风险产生缓释效应。（3）债务置换的政策效应呈现显著差异，对非国有企业、中小企业、高杠杆企业、金融资产占比较高企业、低市场化地区及高财政能力地区企业的风险缓释作用更强，揭示了政策效应在不同微观主体和制度环

境下的差异化受益格局。(4) 债务置换规模与企业违约风险呈 U 形非线性关系。适度置换通过信贷量扩张缓释风险，但当置换规模超过一定阈值后，银行资产端收益率挤压效应可能引致信贷定价上浮或供给收缩，使政策的风险缓释效果边际递减。

基于上述结论，本文提出以下政策建议：(1) 保持化债政策连续稳定。债务置换可通过强化隐性担保预期、降低融资成本、缓解期限错配等渠道显著降低企业违约风险，应保持政策的连续性与稳定性，避免“急转弯”冲击市场预期；同时注重通过信息披露与预期引导强化政策信号传导，使风险缓释效应充分释放。(2) 科学把控置换节奏。通过研究可知，“规模并非越大越好”，需科学测算各省最优置换区间，控制短期集中发行对银行资产负债表的冲击，防止信贷“量缩价升”削弱政策红利；合理安排发行节奏，密切监测信贷投放与利率变化，及时调控。(3) 疏通政策传导的关键堵点，强化银行信贷的正向调节作用。信贷“量”与“价”是规模效应传导的核心中介，且随置换规模扩大，银行“挤压效应”会削弱政策效果。应引导商业银行保持信贷投放稳定性，通过定向降准、差异化监管、再贷款支持等方式激励银行将释放的信贷资源有效配置至实体经济，尤其向受益更明显的非国有企业、高杠杆企业倾斜；同时鼓励银行优化内部资金定价，避免简单转嫁息差压力，并加大对中长期信贷投放，巩固期限错配的改善效果。(4) 实施差异化的区域化债策略，增强政策的精准性与有效性。可在财力薄弱地区配套中央转移支付、省级统筹、限额倾斜等协同措施，夯实信用基础。高财政能力地区可赋予更大置换自主权，发挥财政信用优势。同时加强低杠杆、下游企业等群体的政策传导，避免红利结构性失衡，实现风险化解与资源优化配置的统一。