國立政治大學社會科學學院經濟學系

碩士學位論文

論城投債何去何從：以違約風險為例

指導教授：李文傑 博士

王信實 博士

研究生：蔡震

中華民國一百零八年五月

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

摘要

本研究使用多種方法，對中國大陸房價調控政策密集出臺和地方官員晉升錦標賽背景下的城投債券違約風險變動進行量化分析。研究整理了城投債券的歷史發展脈絡及其詳盡的風險關聯，並由此提煉或有風險誘因。進一步聚焦 35 個地級市，2010 年至 2016 年間，城投債風險溢價水準受房價變動與地方官員換屆的實際影響。模型運算結果得出：首先，城投債風險溢價與地方政府財政赤字率顯著呈現正相關關係，城投平臺與地方政府間的密切關聯實際並未應 2014 年政策要求而徹底切斷。其次，房價變動顯著影響城投債風險溢價水準，呈反向變動，該結論佐證了地方政府運用土地融資的邏輯合理性。最後，城投債風險溢價水準受地方官員換屆的負面衝擊，被官員履新對房價的推動所掩蓋。上述結果說明在難解的財政壓力下，現階段地方政府有動機通過房價和城投債信用風險間的互相回饋，維繫地方發展。但也應認識到，它們之間的關係在規範地方政府債務和房價調控的趨勢下不甚穩固。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

Abstract

This research intends to bridge the links among heating housing bubbles, local fiscal imbalances and policy instabilities. By considering the grand tax reallocation starting from the 1994 Chinese tax reform, the Chinese local government has founded the local Chengtou platform to make up for the local fiscal balance with collaterals of land usage rights provided by local governments. It is generally agreed in the literature that the heating up competition among Chinese local agencies on growth target have shaped the escalating fiscal imbalance among Chinese local areas. We then have a theoretic guess that housing price correlates with the issue scale of Chengtou bonds. To prove the above hypothesis, we have hand-collected a dataset delineating Chengtou bonds, housing prices and the replacement of city mayors. The constructed detailed dataset has lent support to our empirical evidence to the proposed hypotheses. We then verify that the skyrocketing stock of Chengtou bonds joint with future declining trend of housing price may cause the follow-up foreseeable default on expired Chengtou bonds. This result is also sustainable by the replacement of city mayors having weak local attachment and eager to be promoted by achieving fabulous economic growth performance.

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

目次

第一章　緒論.....1
第一節　研究動機.....1
第二節　目標問題.....4
第三節　論文架構.....5
第二章　城投債風險整理.....6
第一節　城投債的發展歷程.....6
第二節　城投平臺脆弱的基礎.....8
第三節　政策衝擊帶來的風險.....9
第三章　文獻回顧.....12
第一節　房價與土地融資.....12
第二節　債券違約風險.....13
第三節　地方官員晉升錦標賽.....15
第四章　研究設計.....16
第一節　債券範圍.....16
第二節　變數選擇與資料搜集.....17
第三節　資料整理與敘述統計.....20
第四節　模型建立與待驗假設.....23
第五章　實證分析結果.....26
第六章　結論與建議.....31
第一節　研究結論.....31
第二節　未來研究建議.....32
參考文獻.....33
附錄.....37

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

圖次

圖 1　城投信用事件和房市調控路徑.....3

圖 2　未來城投債券到期兌付壓力統計.....3

圖 3　論文主幹架構.....5

圖 4　城投債發展階段.....6

圖 5　城投債相關政策匯總（按作用時間劃分）.....11

圖 6　城投債相關政策匯總（按作用主體劃分）.....11

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

表次

表 1　原始資料特徵.....20

表 2　目標城市清單.....20

表 3　因變數和核心自變數的敘述統計表.....22

表 4　有無中介變數的區別.....25

表 5　房價、城投債存量規模一階差分的 LLC 單位根檢驗（每半年為一個區間）.....26

表 6　因果關係的 Wald 檢驗結果（每半年為一個區間）.....26

表 7　房價與城投債存量規模一階差分的 LLC 單位根檢驗（每年為一個區間）.....26

表 8　因果關係的 Wald 檢驗結果（每年為一個區間）.....26

表 9　GMM 回歸結果.....27

表 10　中介變數的認定(Sobel-Goodman Mediation Tests).....28

表 11　直接效果.....29

表 12　根據 SEM 結果計算的影響程度大小.....29

附表 1　房市調控政策說明.....37

附表 2　城投信用事件說明.....38

附表 3　城投債相關政策的詳情.....39

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

「與我國發展較快的其他金融工具相比，尤其是在我國儲蓄率較高、廣義貨幣（M2）占 GDP 比例較大的背景下，我國公司債發展較慢，實際在國民經濟中發揮的作用確實相當有限。同時，公司債市場發展滯後，還使我國金融市場融資結構很不合理，整個金融體系隱含了相當大的風險，很可能給社會經濟發展帶來比較嚴重的後果。」

——周小川 2005 年在中國債券市場發展高峰會上的講話

第一章　緒論

第一節　研究動機

始於 1994 年的分稅制改革，改變此前財政部在 1977 年引入的「分灶吃飯」的財政包乾體系，目的是要提高中央財政的收入比例。[1]於是在分稅改革和地方 GDP 競相追逐的雙重壓力下，地方政府面臨財權與事權不一致的局面。[2]例如華東某縣 2018 年 1-5 月的財政收入為 20 多億，但每月僅用於公務人員薪資、政府機構運轉和民生支出的資金就超過 5 億，這意味著稅收中的一大半要用於剛性支出，僅此財政收入已難覆蓋，更不用說該縣 1-5 月全部財政支出近 100 億。由於稅收目標一般根據前一年的徵收水準來制定，本年的高徵收額就預示著來年更高的徵稅目標，地方政府為了完成既定任務傾向於同時誇大收入與支出。且為了尋找新方法來規避中央的稅收，獲取地方建設所需的越來越多的資金，地方政府開始選擇各種脫離預算控制的政策（例如：設立稅費名目、土地出讓，等）增加財政收入。[3]

財政收入更多向中央集中的情況不禁讓人聯想起宋朝在唐末、五代後的財政變革。[4]宋太宗認為「國之興衰,視其威柄可知矣。五代承唐季喪亂之後，權在方鎮，征伐不由朝廷，沽勢內侮。故王室微弱，享國不久。」故而在宋太祖之後繼續實行「強幹弱枝」之國策：加強中央集權管理，把軍政、財政、稅收、人事任

[1] 財政包乾意味地方政府與中央政府簽定長期的收入分配合同，合同規定了地方政府需要上繳給中央政府的收入總額。由於當時中國財政收入主要依賴於國企，但在飛速變革的市場經濟轉型中，國企的盈餘由於生產率的下降和新生非國有企業的競爭而減少，於是地方政府徵收後與中央分成的財政收入不斷下降。

[2] 地方財力較薄弱，卻要承擔著巨大的交易處理權力，從而需要巨量的資金。

[3] 因為中央政府和它的部門自己也在徵收額外的預算外收入，想要阻止地方政府這樣做就很困難。

[4] 唐末期，為應對安史之亂，中央把部分財權下放至地方藩鎮和州府，借助地方力量平定叛亂。中央政府的財權是確定全國財政支出定額，並將其攤派到各州，即確定各州府承包上供中央的額度，通過這種定額管理，確保中央政府的財政支出需求。這與 1994 年以前財政包乾的情況相似。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

免等權利都收歸中央。王安石變法失敗之後，情況愈加劇烈，到南宋時達頂峰。而財政的中央集權，為宋的積弱與消亡埋下三個苦果：1.中央政府默許州縣通過法外徵斂解決財政困難。這種非制度化的方式，導致了地方吏治的腐敗；2.宋朝創始的磨勘考課制度把對官員的政績考核與其官階升黜結合在一起，地方官吏為達到晉升之目的會加重徵斂；3.「州縣既無贏餘以給官吏、養軍兵，而朝廷發下離軍、歸正等人又無紀極，支費日增，無所取辦」的情況，一定程度上造成邊軍疲敝，為宋對陣遼、西夏、金的頹勢再蒙陰影。[5]借古鑒今，這不得不讓我們對財政壓力下預算外政策的或有風險產生擔憂。

1994 年後，地方政府對預算外收入的探索中就包括設立代表其行使投融資職能的城投平臺。平臺最重要的融資管道之一就是通過發行城投債券來募集城市發展所需大量資金。因發債平臺的政府背景，一直被當作「准金邊債券」的城投債，在近年一系列規範政府債務的政策變動影響下，2018 年 8 月，迎來了它的第一次實質違約事件——17 兵團六師 SCP001 延期兌付。其實，不僅是城投債券出現違約，2018 年以來全國城投平臺非標逾期事件共有 23 起，涉及資管計畫、信託計畫、私募基金、定向融資等多個方面。[6]

平臺信用事件頻發和房市調控政策的密集出臺呈現一致的發展。這與一直以來我們對於地方政府「土地財政」的認識是一致的。地方政府財政收入難以支撐城市化進程所需的大量資金，所以就依靠出讓土地使用權的收入一定程度上彌補地方財政支出。雖然在某些地市「土地直接稅收及城市擴張帶來的間接稅收占預算內收入的比例」和「土地出讓金收入占預算外收入的比例」雙雙超過 50%，但巨大的財政壓力，使得地方政府進一步由「土地財政」演變成為對「土地金融」的追逐。其中就包含地方政府以土地出讓金作為擔保和償債來源，發行城投債並大量用於城市建設。隨著地方政府「土地融資」模式的一再運用，會導致了一些不容忽視的負面影響，特別是土地融資與地價、房價之間的互動攀升，土地融資推高地價的同時也作用於房價，形成新的房地產泡沫。遠超出實體經濟發展速度的房地產泡沫對總體經濟和金融市場的影響不容小覷，特別是近年來頻繁的房價調控所催生的房價增長乏力的事實，或將為以「土地融資」為基礎的城投債帶來

[5] 原文出自朱熹《庚子應詔封事》。

[6] 非標即非標準化債權資產，即未在銀行間市場和滬深交易所上市交易的債權性資產，如信託貸款等。比起標準化債券資產，這類資產一般不公開發行，風險較高，流動性也低，缺乏標準化的證券特徵，但名義收益率會高很多。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

風險。

最近以發行地方政府債券和各種專項債券為主的一些措施，通過合理安排新增地方債務，為二級市場注入流動性等，致力於扭轉城投債給地方政府債務帶來的不良影響，但較城投債而言發行規模還很小，政策效力尚待發揮。結合現存發債情況，城投債是我國債券市場規模最大的債券品類，且會在接下來幾年面對不小的兌付壓力，迎來新一輪兌付高潮。所以，城投債的違約風險仍應是關注的焦點。

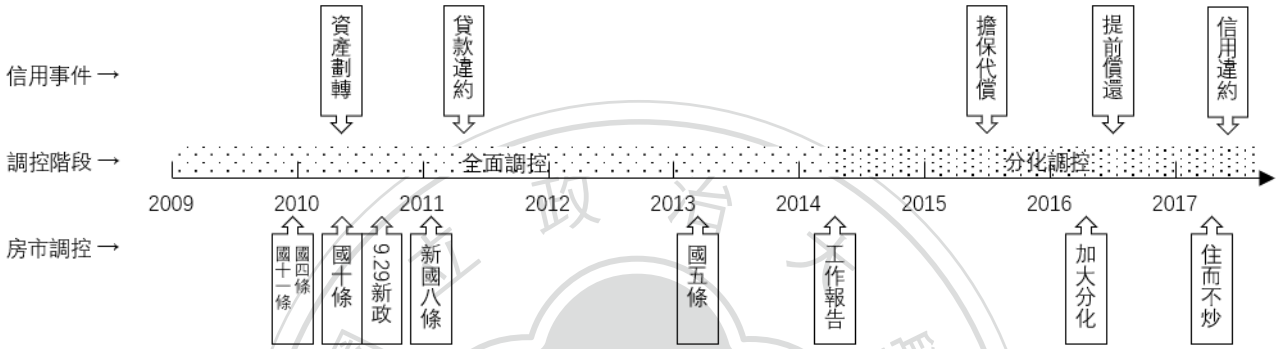
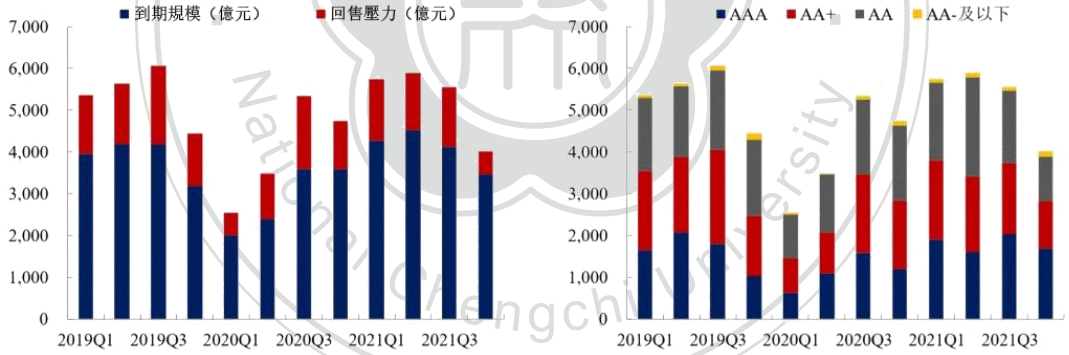


圖 1：城投信用事件和房市調控路徑



數據來源：WIND

圖 2：未來城投債券到期兌付壓力統計

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第二節　目標問題

本研究更加注重從風險背景的角度出發，把城投債券與地方政府面臨的壓力和行為方式結合起來，核心旨在探討房價在城投債信用風險中扮演的角色。認為在地方政府依賴土地和房地產的高槓桿融資背景下，密集的房價調控政策，會為城投債券的信用風險帶來措手不及的打擊。因此，總結本文三大研究目的條列如下：

（1）探究地方財政壓力與城投債信用風險的關係，預測城投債信用違約事件更加可能在哪些城市發生。

（2）探究房價與城投債信用風險的關係，歸納持續的房價下行壓力會否給城投債帶來新的信用風險。

（3）探究地方政府「錦標賽」與城投債信用風險的關係，初步描繪地方政府行為方式如何給城投債帶來負面影響。

首先，我們通過驗證城投債發行規模與房價間的因果關係，說明土地融資與房價之間的互動攀升。而後，更具體的，我們採用附加控制變數的合適的計量方法，探究地方財政壓力與房價對城投債信用風險的影響。此外，本文進一步理解地方政府的行為特徵，考慮 Bai, Hsieh 和 Song (2014)文章模型中提到的兩個關鍵參數，對單支城投債券存續期間的地方官員換屆情況做了進一步的識別，為模型加入了官員任期的影響。

本文有別於現存研究的主要方面在於：（1）現有的與地方財政壓力和城投債相關的研究，多用地方政府土地出讓行為做連結，但實際中，每年的土地出讓計畫、具體地塊技術指標、實際地塊成交情況，都存在很大的特異性，例如每每出現的匪夷所思的土地成交溢價率就顯得無跡可尋。所以本文更傾向於使用房價作為與城投債違約風險相關的一個環節，房價除了能展現地方政府土地供應情況，並且與更大範圍的投資消費端的情緒反應相連；（2）本文不僅僅從政府行為探討房價變動對城投債風險的影響，而是以城投平臺為核心，整理與之相關的風險連結；（3）通過引入地方政府換屆的事實，闡釋了在地方政府「錦標賽」(Bai, Hsieh, and Song 2014)的背景下，地方政府有動機維持甚至推升房價,也即房價作為中介變數，地方政府換屆對城投債風險的影響具有雙面性。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第三節　論文架構

要實現對上文所述目標問題的探討，首先，對城投債的歷史發展脈絡及其伴隨的風險圖景的描繪必不可少。這其中，本文又詳細把風險劃分為城投平臺的脆弱基礎和遭遇政策衝擊的風險，這有助於我們更準確的找到潛在風險的關鍵觸發點。此外，鑒於城投債這一債券品類的特殊性，現存文獻對它的關注多數較片面，沒有注意整體的風險連結。於是我們試圖跳脫這個難題，轉而根據從風險圖景中整理出來的關鍵因素，對相關文獻進行有針對性的回顧，包括房價與土地融資、債券違約風險和地方晉升錦標賽。在具備研究的正當性後，需要考慮採用合適的資料與基礎模型確實驗證我們的合理猜測，在後文的模型中房價、財政壓力和地方官員的晉升追逐成為我們關注的三個主要方面。最終通過對模型實證結果的分析，驗證本文假設，形成完整的文章。

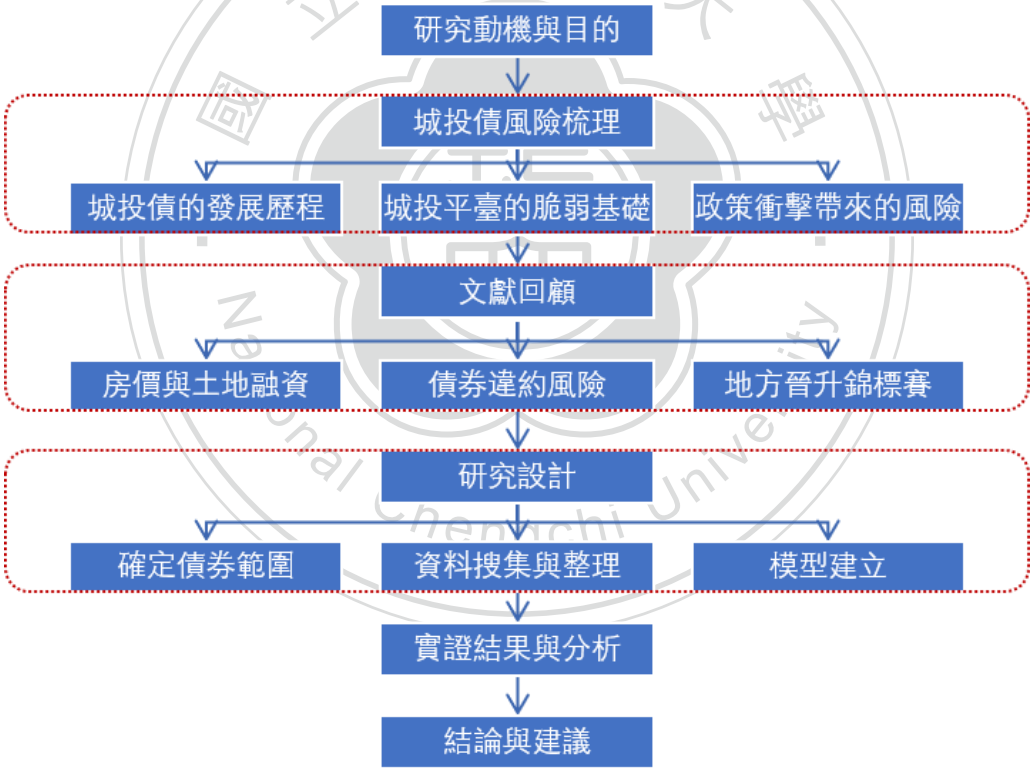


圖 3：論文主幹架構

即本文剩餘部分安排如下：第二章就城投債的發展歷程、風險關聯與近年的政策衝擊做背景介紹；第三章將對房價、債券違約風險和地方政府的動機進行既有文獻回顧；第四章將介紹變數選取與資料搜集處理過程，進而建構符合研究目標的模型；第五章為實證結果展示與分析；第六章為結論與建議。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第二章　城投債風險整理

第一節　城投債的發展歷程

城投債的風險關聯複雜，厘清風險關聯有助於更好的描繪風險傳導圖景。因地方政府債務管理和地方融資平臺發展二者與政策變動息息相關，孫彬彬和高志剛(2018)指出政策及其執行力度的變動，透過投資者預期的變化，對城投債的一級發行和二級估值均有較大影響。所以對城投債風險的研究，離不開對其發展階段的考量。本文根據地方政府債務管理政策走向將 2009 年後城投債快速發展的進程分為如下幾個階段：

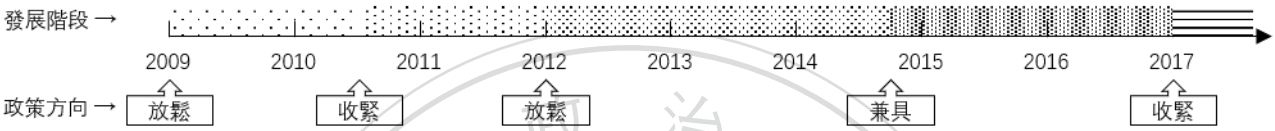


圖 4：城投債發展階段

（1）第一階段(2009-2010 年)：2009 年中國人民銀行、財政部和原銀監會發文鼓勵地方政府設立並合理利用融資平臺籌措地方發展所需資金。由此拉開了地方融資平臺競相設立、城投債大規模發行的序幕。[7]

（2）第二階段(2010-2011 年)：2010 年 6 月，國務院下發《關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》，對地方政府利用融資平臺進行的融資行為開啟規範，政策變動主要體現在發改委對平臺發債條件的收緊。[8]

（3）第三階段(2012-2014年)：此一階段，發改委和銀行間市場交易商協會同時放鬆了地方融資平臺的發債條件。加之2012年末中央經濟工作會議指出城鎮化是我國現代化建設的歷史任務，也是擴大內需的最大潛力所在。導致城投平臺設立和城投債發行呈現爆發式增長。

（4）第四階段(2014-2016年)：2014年9月，國務院下發《關於加強地方政府性債務管理的意見》，簡稱43號文。[9]該文一改政策導向，明確政府債務不得通過企業舉借，剝離地方融資平臺的政府融資職能。此後幾年中，雖然關於地方政府債務監管的政策頻繁出臺，但是由於受到穩增長壓力的影響，發改委和銀行間交易商協會並未收緊城投平臺發債條件，同時，由於交易所實施新的公司債

[7] 《關於進一步加強信貸結構調整促進國民經濟平穩較快發展的指導意見》，詳見 http://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1336375.htm

[8] 文件詳見 http://www.gov.cn/zwgk/2010-06/13/content_1627195.htm

[9] 文件詳見 http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

管理辦法，地方融資平臺的交易所發債機制也被完全打通。實際看來，此一階段，各平臺發債並未過多受到政策轉向的影響。

（5）第五階段(2017年至今)：一系列43號文的後繼政策，進一步規範政府債務和平臺融資行為，糾正43號文之後仍然存在的部分違法違規融資問題。

接下來，我們提取上述城投債發展的一些關鍵時點，來說明城投債的自身特質和政策導向是如何決定城投債的風險連結的。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第二節　城投平臺脆弱的基礎

本節計畫從城投債的起源與平臺運作特徵切入，整理其所蘊含的風險。

1994 年正式啟動的分稅制改革帶來的最直接影響是中央財政收入占全國財政收入的比例當年即從 22%快速上升至 56%，但支出比例近乎不變。Wildasin (1996)和 de Mello (2000)指出地方政府的財政收入與支出無法以相當的比例增長，則其赤字及融資壓力將隨著分權改革的深化不斷提高。而後，1995 年開始施行的舊《預算法》第二十八條規定「除法律和國務院另有規定外，地方政府不得發行地方政府債券」這從法律層面上切斷了地方政府通過直接負債來融資的可能。地方政府財權和事權的不匹配導致地方政府有強烈的融資需求，但又礙於不得以政府名義舉債的禁令。陳菁和李建發(2015)指出上述境況導致地方政府不得不另闢蹊徑，即通過組建融資平臺來變相舉債。而且肖鵬和劉炳辰(2017)指出財政分權的程度越高，城投債發行的規模也越大。Hana (1998)提出財政機會主義的概念，即若短期內政府面臨較大的財政赤字和政治壓力，政策計畫者往往有通過預算外政策積累或有財政風險的傾向。

地方政府在融資平臺背後作為實際資金需求方，使其有充分的動機為平臺運作及融資行為提供支援，從而減少平臺融資過程中的摩擦，降低融資成本。這種支持可以歸為兩個方面——為平臺注入各種資產、不同程度的還款承諾和「隱性擔保」。其中，關於平臺的土地資產，司海平等(2016)認為土地出讓收入與地方發債收入作為地方增加財政收入的兩種主要途徑，有著此消彼長的關係。當土地市場價格增長乏力，直接出讓的收入減少，政府更傾向於把精力轉向融資平臺，發揮土地的金融屬性以獲取更多的外部融資(邵雪亞，2014；孫國偉等，2013)。而在對「隱性擔保」的探討方面，Dick et la. (2012)認為政府隱性擔保的存在有利於降低債務違約的可能性。方紅星等(2013)的研究表明國有產權能夠發揮隱性擔保作用，降低公司債的違約風險，城投公司顯然擁有毋庸置疑的國有背景。更進一步，汪莉和陳詩一(2015)得到政府隱性擔保的效力與地方經濟發展狀況相關的結論，即地方經濟表現越好，政府隱性擔保就變得越可信。

在風險中降生的城投平臺，雖然政府的支持賦予它一定能量，但也正是因為這種高度依賴關係，使得城投平臺極易遭受政策變化帶來的不確定因素影響。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第三節　政策衝擊帶來風險

先讓我們通過最近的一個事件，瞭解城投債的風險發展：2018 年 7 月，某國有銀行徵信主管被湖南某地級市最大的融資平臺告知不能按期歸還貸款，並要求展期。但由於期限已近，以至於在接到通知時連借新還舊走流程的時間都不夠，無奈該主管已準備把手中的兜底函寄到審計署去。[10]2014 年 43 號文發佈之後，該主管曾給融資平臺批了不少貸款，但對於地方政府來說，在建專案不是說停就能停的，這在客觀上造成地方的實際支出壓力，加之上級部門對違規融資通道進行堵塞，導致地方政府無法借新還舊。該地級市，年財政收入過百億，但在該主管看來市財政已然徒有其表，除去保民生的錢外，幾乎沒有了機動資金，甚至地方企業之間的資金拆借都已經停止。之前的財政收入主要來源——棚改之後的土地出售，也將告一段落。[11]該事件反映出地方債務面臨巨大的展期壓力，或者有部分債務乾脆無法展期，是地方債務問題目前最直接的風險來源，而風險的核心就是政府因為巨大的財政支出壓力和融資管道收緊的夾擊，生出許多不那麼合規的融資。

於是，本節關注「地方財政」、「城投平臺」、「房地產行業」、「商業銀行」、「影子銀行」五個主體。[12]以政策演化為時間順序，以政策衝擊效果為切入點，剖析關鍵政策出臺給每個主體帶來的潛在風險。

（1）限制銀行向地方融資平臺提供貸款。2010年「4萬億」刺激計畫結束後，6月國務院下發《關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》，要求「對於不能產生收入的公共項目，不得提供銀行貸款」。[13]而絕大部分城投平臺的項目都屬於毫無收益的公共項目，於是此舉使面對債務展期壓力的融資平臺不得不把目光轉向「影子銀行」，導致地方債務融資的槓桿率迅速加高。

（2）加強政府或有債務監管。2014年國發43號文明確要求「剝離融資平臺公司政府融資職能，融資平臺公司不得新增政府債務」。從2015年開啟為期三年的存量債務置換，割離為融資平臺背書的地方政府信用，劃斷新老城投債券，即2014年之後的新發債券將得不到政府的書面與隱性擔保。

---

[10] 兜底函與承諾函一樣，都是地方政府在通過融資平臺借款時提供的一種擔保增信的函，財政部要求地方政府不准出具各種擔保函承諾函。

[11] 棚改即棚戶區改造，是中國政府為改造城鎮危舊住房、改善困難家庭住房條件而推出的一項民生工程。

[12] 他們通過債券的「擔保、發行、持有、抵押」互相糾纏。

[13] 文件詳見 http://www.gov.cn/zwgk/2010-06/13/content_1627195.htm

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

（3）2014新《預算法》實施。[14]在經歷了2009-2014間，由「代發代還」到「自發代還」再到「自發自還」的逐步試點以後。新《預算法》明確地方政府必須以預算約束下自發自還政府債券的方式舉債。完全放開了地方政府發行地方政府債券的限制。加之之後陸續出臺的地方政府專項債券品類，一系列更加規範的地方債品類陸續進入市場，為新發行城投債帶來不利影響。

（4）密集的房價調控政策。房價會從以下幾個方面影響城投債券的風險：①房價下降會減少相關行業繳交的稅收，進而減少地方政府的一般預算收入；②房價下降引起地價下降，從而影響土地出讓收入、土地抵押價值和與城投平臺掛鉤的金融產品（例如：信託產品）的價值；③房價的下跌也會影響投資者情緒和相關聯諸方的信心，加之土地與地上物業資產減值，金融機構很可能做出資產減持、提高擔保條件等要求，進而導致地方政府或由其設立的融資平臺的融資成本大幅度上升。上述幾方面的影響可以歸結為房價增長乏力造成融資成本上升、再融資困難，進而導致城投債券違約風險升高。

（5）資管新規落地。2018年4月《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》正式落地。[15]其中一個監管重點落在嚴控信貸管道，一方面，要避免流向過度集中於房地產、地方政府以及產能過剩行業；另一方面，信託（剔除信託貸款）和券商資管的續作難度增大，非標逾期和違約將更為嚴重。

雖然政策的變遷給城投債帶來許多衝擊與不確定因素，但 Walter and Howie (2012)的總結值得我們關注，文章指出在過去的十年中，中國國內通過股權市場進行融資的比例在包括貸款和債券在內的融資總金額中只是個位數。銀行承銷並持有的債券總額超過 70%。更進一步那些在一級市場尋求投資的機構，它們的資金也有很大一部分來自於銀行信貸。所以債券市場的風險很大程度上都被銀行承擔。

[14] 法條詳見 http://www.mof.gov.cn/mofhome/fujian/lanmudaohang/zhengcefagui/201501/t20150108_1177747.html

[15] 文件詳見 http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529600/index.html

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

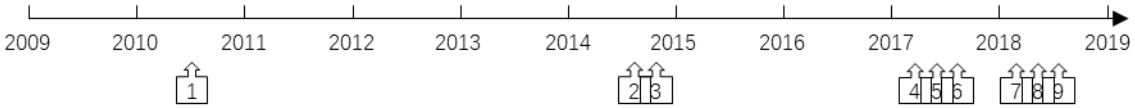


圖 5：城投債相關政策匯總（按作用時間劃分，序號對應具體政策見附表 3）

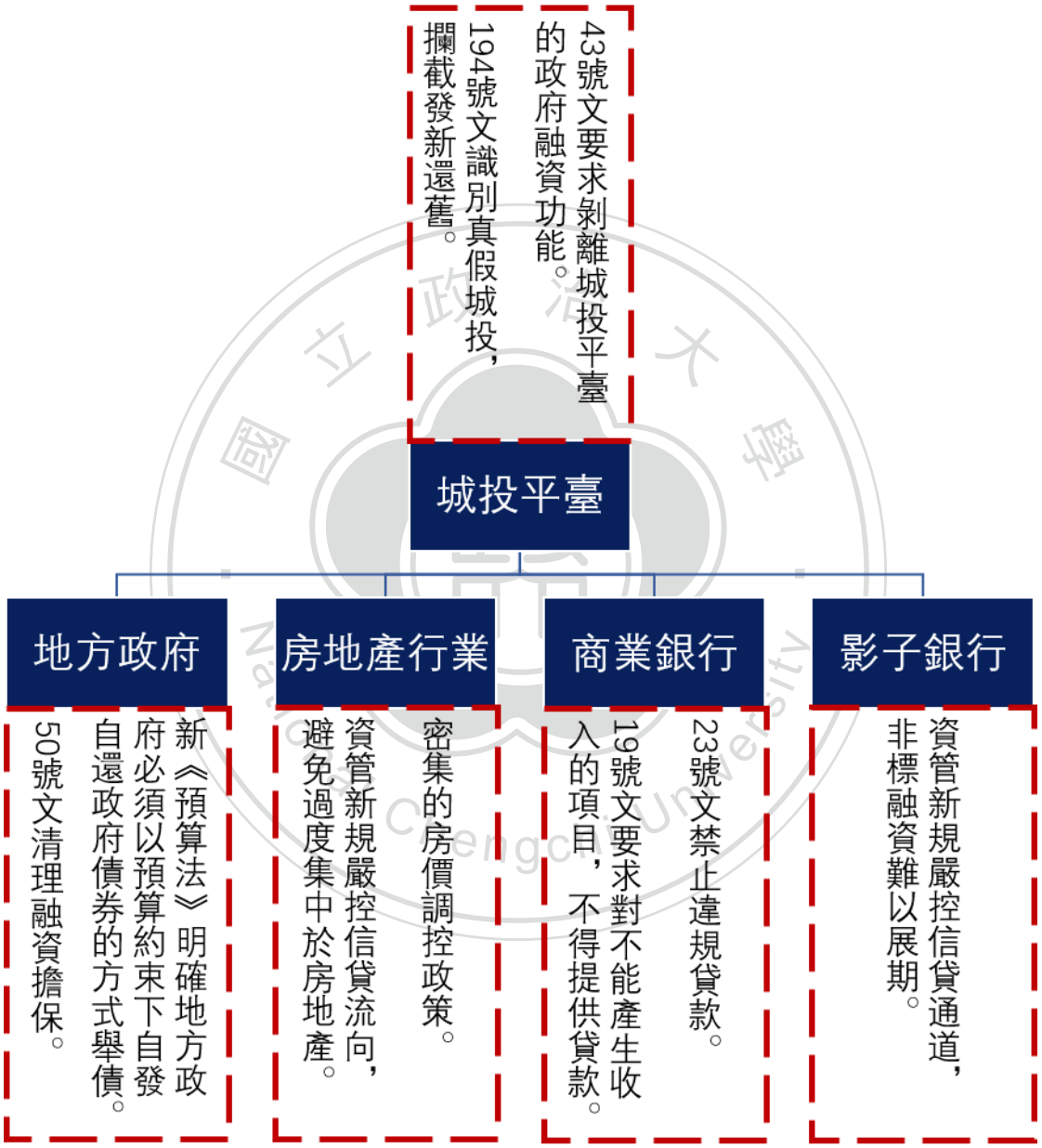


圖 6：城投債相關政策匯總（按作用主體劃分）

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第三章　文獻回顧

城投債的或有風險不是無源之水，而風險一旦爆發很可能會殃及池魚。鑒於上文對城投債的風險關聯已有較完整的描繪，本章不只聚焦於債券違約，而且還鋪展風險關聯中的關鍵因素，把文獻回顧分為房價與土地融資、債券違約風險和地方晉升錦標賽三部分。房價與地方晉升錦標賽的設置是為了細緻瞭解它們如何作用於債券違約風險。債券違約風險部分則為我們提供了關於研究方法的見解。

第一節　房價與土地融資

地方政府財政收入難以支撐城市化進程所需的大量資金，所以就依靠其賣方壟斷權以低價出讓工業用地換取產業發展、高價出讓商住用地獲得財政收入(張少輝，余泳澤，2019)。不僅如此，毛捷和徐軍偉(2019)解釋了資產是如何在融資平臺運營中發揮作用的，即地方融資平臺與部分國有資產的捆綁，為平臺的融資能力奠定了基礎，其中最主要的就是土地資產，平臺以政府注入的「生地」為抵押向金融機構融資，而後再利用部分債務資金將土地熟化從而達到出讓條件，獲取土地出讓資金。[16]張莉，年永威和劉京軍(2018)進一步指出地方政府的「土地融資」模式，除了「土地出讓收入」和「土地抵押借款」，還應該包含地方政府以土地出讓金作為擔保和償債來源，發行地方債並大量用於城市建設。

可見，土地財政演變成「土地融資」，給地方政府帶來更大債務負擔，也增加了金融風險（鄭思齊等，2014；楊繼東等，2018）。不僅如此，王雅齡和王力結(2015)利用信號博弈模型發現地方政府通過控制土地儲備推高了房價。[17]也即地方政府不僅會擴大土地出讓規模、增加土地融資的金融杠杆，而且還有動機維持甚至推升房價與地價，從而帶來更多的預算外收入。

[16] 生地即未經土地整理，不具備出讓條件的地塊。熟化，即指對生地進行一級整理以達到出讓條件。

[17] 土地儲備，是指各級政府依照法定程式在批准許可權範圍內，對通過收回、收購、徵用或其他方式取得土地使用權的土地，進行儲存或前期開發整理，並向社會提供各類建設用地的行為。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第二節　債券違約風險

Uribe (2006)主要從貨幣政策的角度出發研究主權風險溢價和相應的違約風險，指出均衡違約率和主權風險溢價是可預測的，並且延遲違約可能造成適得其反的效果。Bi (2012)利用拉弗曲線(Laffer curves)把政府償債能力與財政限額內生化，進而開發了一個封閉的經濟模型，證明主權風險溢價與政府債務水準之間存在非線性關係，且短期的財政緊縮行為無益於對風險溢價的控制，只有長期財政改革計畫可靠地改變市場對未來財政政策的預期，才能緩解風險溢價的上升。不同於國外對於主權債務的探討，由於城投債發行主體的特殊性，使其兼具主權債和公司債的一些特點。2002 年開始，國內逐漸出現對市政債券風險問題的關注。韓立岩等(2003, 2005)把 KMV 及其拓展模型應用於地方財政資料，探究地方市政債券的信用風險與安全發行規模，結果認為隨著債務規模擴大，違約概率呈加速上升態勢。韓鵬飛和胡奕明(2015)使用城投債當年最後一天平均債券信用利差，發現地方政府隱性擔保會增加城投債券風險，顯然只採用最後一天的資料很可能是有問題的。Ang et al. (2015), Wang and Yu (2014)使用城投債資料研究了風險溢價和企業經營、地方經濟基本面等因素間的關係，但資料範圍只局限在省一級層面所發債券，這與縣市級城投公司在發債行為、償債能力和風險防範方面均有差異。齊天翔和陳瑞(2016)、陳瑞等(2018)在控制地方經濟增長或 CPI 的情況下，用簡單回歸驗證了房價水準對地方債規模產生了顯著的正向影響，但採用的是納入地方政府債務審計報告的債務規模。吳洵和俞喬(2017)採用混合面板回歸(Pooled OLS)的方法，驗證了城投債風險溢價與房價和城投公司財務流動性均呈現負相關關係，由於模型加入了很多城市級別的總體經濟指標，混合面板回歸無法解決變數的內生性問題，從而可能造成係數估計的偏誤。還有一些文獻關注了，在經濟面臨下行壓力時債券違約風險的變化，例如，Arellano (2008)認為資產市場的不完全性是債務違約的重要原因，當經濟衰退時，風險厭惡的借款人對非狀態依存型債務的償還成本增加，違約概率會因此升高。

不難發現，現有文獻大多是把城投債的一級與二級市場割裂開討論信用風險問題。Chen et la. (2017)為我們提供了一個探討公司債券信用風險的新方法，其模型的一個關鍵點是用新發行的展期債券的一級市場發行價格來連結二級市場與公司違約決策，發行價反映了二級市場非流動性（具有前瞻性的 H 型投資者

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

考慮到他們將來可能面臨流動性衝擊)。[18]通過這個管道，二級市場非流動性進入公司的展期現金流，影響公司的違約決策。其研究結果意在管理者應該在合適的時機選擇讓無法維持的公司破產清算，而不是凍結其現金流，因為這種行為會進一步惡化與公司相關的債券在二級市場的流動性，為投資者造成不必要的更大的損失。這個模型設計巧妙，而且還可以計算出城投債違約的具體條件。但為什麼本文沒有採用呢？是因為城投債券一級市場不加區別的統一定價，使得該模型的關鍵設定無法發揮效力。Red capitalism: The fragile financial foundation of China's extraordinary rise 一書的作者 Carl E. Walter 和 Fraser J. T. Howie 指出：「由於價格的人為操縱，對於發行債務的公司來說，選擇哪種形式的債務並沒有太大的差別，債券和貸款對公司來說其實是一回事。更重要的是，債券市場對承銷商和投資者來說也沒有什麼差別，因為別指望從兩者都賺到錢。沿襲蘇聯的計劃經濟體制下的原則，利率並不反映市場中的資金供需，債券的定價也因此並不反映真實的市場價格。這也正是『體制』所中意的，領導人認為他們在衡量風險和定價的問題上要比任何市場更有效」。如此看來，城投債的情況可能更糟，一級市場的無差別定價反映了政府急於尋求有效快捷的融資方式，甚至部分放棄了對風險的衡量，而僅僅遵循於習慣。

國立政治大學 National Chengchi University

[18] 文章把債券持有人分為 H 和 L 兩種類型，H 的債券持有成本為 0，L 的債券持有成本為正值，他們在二級市場的買賣行為不相同。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第三節　地方官員晉升錦標賽

上文一直沒有說明的一個問題是，地方政府面臨巨大財政壓力，但他們為什麼還有動力迎難而上，創造「土地融資」等更具風險的方式推動地方建設與發展。

Montinola et al. (1995), Jin et al. (2005)提出的中國特色聯邦主義(Federalism, Chinese Style)假說，即行政分權與財政分權使地方政府有熱情競相推動地方經濟增長。在以 GDP 為核心的考核機制下，各地官員處在一場以經濟指標為核心的晉升錦標賽中，這種激勵形式導致地方官員表現出強烈的政績需求及明顯的 GDP 追逐動機(周黎安，2007; 劉偉和李連發，2013)。由於上下級之間的資訊不對稱，地方官員傾向於通過實施投入大、規模大、難度大的「資源密集型」工程來向上級政府傳達積極的政績信號，以便獲得升遷(Guo, 2009; 王敘果等，2012) 。

為了更加系統性的理解地方政府的行事方式與動機來源，本文將詳細介紹 Bai, Hsieh 和 Song (2019)的文章中對地方政府如何利用「特殊交易」發展地方經濟的描繪。先回望上世紀 80 年代，當時進入中國的外商投資者被迫接受著名的「鳥籠」理論，即投資者不得不和效率不高的中國合作夥伴組建合資公司。在那之後，每一個地方政府都希望能擁有屬於自己的開發區和來自國外的「鳥兒」，所以在整個 90 年代，開發區開始遍及全國，逐漸變得沒那麼特殊。這個故事完美展現了 Bai, Hsieh 和 Song (2019)的文章中地方政府如何能利用「特殊交易」發展地方經濟的前提條件。他們認為中國的政治權力被下放到數千個地級和縣級政府。每個政府都有能力也有動機通過調動當地資源向與自己連結更緊密的公司提供便利，並從中獲得利益。但它無法阻止其他地方政府同樣支援他們自己的公司，這些公司可能會提供更好的產品，即有大量地方政府在以同樣的做法相互競爭。

當然，這種晉升錦標賽在促進經濟成長的同時，難免帶來一些不易察覺的問題，周黎安(2004, 2007)指出晉升錦標賽作為中國政府官員的激勵模式是中國經濟奇跡的重要根源，且這種具有非合作傾向的競爭導致了地方保護主義和重複建設的問題。楊繼東和楊其靜(2016)考察了「四萬億」刺激計畫對工業用地出讓的影響，結果證明保增長壓力會促使政府選擇出讓更多的工業用地，且地方官員的晉升激勵會強化這一行為。趙凱和劉成坤(2018)識別了城市間的空間依賴關係，證明相鄰城市會出現房價相互模仿推升、地價你追我趕的競爭局面。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第四章　研究設計

本章承上啟下。以前文所述內容為指導，透過債券、平臺、城市、總經狀況幾個層次的變數，切實建立研究模型供後續實證分析。一方面，因本文是站在政策演進的當下，對城投債這個興起不久的議題，討論其最新的風險隱憂；另一方面，因城投債發行主體的特殊性，許多資料被掩蓋在表觀之下。這就難免給本文的變數設置和資料取得帶來不小的障礙，但本文盡力一一克服。具體內容涉及債券範圍、變數選擇與資料搜集、資料整理與序數統計、模型建立及待驗假設四部分如下。

第一節　債券範圍

目前對於城投債主要有「中央國債登記結算有限責任公司（中債登）」、「銀監會」、「WIND 資料庫」三個統計口徑。其中，中債登於 2014 年 5 月 19 日推出了「中債城投債收益率曲線」，曲線所選取的樣本券即其定義的城投債券；銀監會的定義是參考每季度各地政府融資平臺名單，名單裡平臺公司所有未到期兌付的債券即銀監會口徑城投債；而 WIND 標準的城投債在數量上是最多的，自 2014 年 12 月 29 日開始，WIND 對於新發債券不再判斷它是否是城投債，若新債是中債城投債收益率曲線的樣本券，則自動納入 WIND 的城投債。對於此前已經劃分為城投債的債券暫不做清理，待地方政府債務甄別結果視情況而定。目前，幾乎所有的歷史研究都採用 WIND 資料庫的對城投債的定義方法來確定城投債的範圍，於是，本文也遵循此法，在 WIND 資料庫中的債券板塊下載截止 2018 年 11 月為止的所有城投債資料。可以發現，該資料庫計入的第一支城投債券發行於 1997 年，但由於其他資料的日期範圍限制（下文會有說明），實際上我們只使用了 2010-2016 年間存續的債券資料。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第二節　變數選擇與資料搜集

根據第一章所列研究目的，計畫搜集如下五方面的變數：

一、風險溢價

把信用利差，即債券的風險溢價水準作為因變數。施燕平和劉娥平(2018)認為公司債券信用利差反映了市場投資者對標的債券信用風險的收益要求權。也即投資者在持有債券時，對未來可能出現的無法充分受償的違約情形而要求的風險補償報酬率。由於公司債券的價格構成可以拆解為無風險收益率與風險收益率，Ang and Bai (2016)認為債券收益率反映了平臺融資成本、地方政府的收入流、地方政府的紓困意願。根據方紅星等(2013)對無風險收益率的描述，把國債收益率定義為債券的無風險收益。則單支公司債券在某個時點的風險溢價可以定義為它在該時點的到期收益率與相同剩餘期限類型的國債收益率之差。

我們通過 CSMAR 資料庫的債券市場板塊獲取「單支債券的到期收益率」和「中債國債到期收益率」的相關資料。[19]把自 WIND 而來的債券資料中的債券編碼匯入 CSMAR，以此搜尋 CSMAR 中的城投債資料，目的是從月度交易資料中獲得「月收盤日到期收益率」。同時，在該板塊內下載「中債國債收益率情況表」以獲得國債歷史收益率情況（無風險收益率）。下載後可以發現，CSMAR 中的城投債支數要少於 WIND 中的債券支數，這是因為 CSMAR 只包含了滬深兩市交易的城投債資料，而沒有在銀行間市場交易的城投債資料。銀行間交易市場並不那麼透明，幾乎沒有任何統計資訊傳達給外界。

二、房價

本文選取中國兩大地產資料庫之一的「克而瑞」作為資料來源。因為經濟發展和城市變遷的緣故，在不同的時期，並不是每個城市的房價都能得到同等程度的關注，這也就導致並非每個城市的歷史房價資料都被完整記錄。我們下載了資料庫中能找到的所有城市的「商品住宅月度成交均價」資料以待處理。

三、財政壓力

前文提到，地方財政可分為預算內部分和預算外部分：(1)財政收支及赤字率，國際通行的財政赤字率的計算方法為按當前市場價格計算的實際的政府赤字與

[19] CSMAR 資料庫是中國目前規模大、資訊精准、資料全面的經濟金融研究型資料庫。借鑒美國芝加哥大學 CRSP、標準普爾 Compustat 等國際知名資料庫的專業標準開發而成。其使用者視窗與 Compustat 十分相似。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

國內（地區）生產總值的比率。根據朱瑩和王健(2018)的觀點，認為可以用財政赤字率來衡量地方政府的隱性擔保水準。(2)土地出讓收入，地方政府除了每年度的一般預算收入，還有很大一部分是不計入一般預算收入之外的政府性基金收入。因為對一般預算收入的使用有嚴格的限制，那麼地方政府很大一部分存量債務，包括城投平臺的債務的還款來源都是政府性基金收入，而政府性基金收入中的絕大部分又來自於地方政府的土地出讓收入，那麼土地出讓收入的多寡就可能實際影響城投平臺的到期兌付能力，即影響城投債的違約風險大小。因為並未對地方政府需在其決預算檔中公佈政府性基金收入做強制要求，所以我們無法確知各地政府性基金收入到底規模幾何，就以其最主要來源「土地出讓收入」作為代表。

以上資料來源均為各年度《中國城市統計年鑒》，因該年鑒目前只出版至 2016 年，所以需要把其他變數的時間範圍也統一控制在 2010-2016 年內。

四、地方官員換屆

延續文獻回顧中 Bai, Hsieh 和 Song (2014)的文章。地方官員晉升同時也意味著地方官員換屆，會有新的官員來領導地方各項事務，他們傾向於利用和自己連結更加緊密的公司取得大的或特殊的政績。由此可以想像，前後任領導者可能由於對目標實現有不同的路徑選擇，故對不同城投平臺和建設項目的支援程度也會有差異，進而帶來相應城投平臺和債券的風險變動。故對城投債券存續期間的地方官員換屆情況進行識別，並把換屆後的新任官員分為四類（以新任市長為例，分為沒有換屆、本市升任、本省到市和外部調任）。之所以根據新任官員的經歷細分，是為了區分官員與履職地政治連結的親疏遠近。Fisman (2001)認為政治連結可以影響企業價值，進而影響投資決策。因此，希望透過該變數評量地方政府官員的行事方式，以描繪晉升錦標賽給城投債違約風險帶來的影響。

五、控制變數

本文參考羅党論和佘國滿(2015)以及汪莉和陳詩一(2018)，將控制變數分為債券特徵變數、城市特徵變數和總經變數。

（一）債券特徵

劉娥平和施燕平(2014)、施燕平等(2016)研究發現信用評級會顯著影響公司債券收益率。Houweling et al. (2005)發現公司債券的總發行量、債券期限、已上市時間，等變數對債券收益率的影響；King and Khang (2005)的研究則發現公司

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

的槓桿比率、信用等級、資產波動率、債券發行量、已發行時間、久期、息票利率等變數與債券風險緊密相關。因為城投平臺的運作並不公開透明，甚至無法確定各平臺具有可信的會計帳目。所以本文在債券特徵方面只參考了債券公開交易資料，而未涵蓋平臺的財務資料。使用之前在 WIND 資料庫下載的城投債資料中的：(1)發行面額、(2)發行時主體評級、(3)發行時債券評級、(4)債券增信情況。其中，債券發行面額越大，平臺可能面臨更大的償付風險，投資者會要求更高的風險溢價。雖然無法獲取城投平臺的財務資料，但主體評級一定程度反映了平臺的運營狀況，可以認為評級高的平臺擁有較低的債務風險，其債券風險溢價也就低。增信對風險溢價的影響無法確定，有可能增信會給投資者更大的信心，但也可能是平臺運營狀況或債券對應的具體專案表現不佳，需要增信才能獲得融資。

（二）城市特徵

考慮我們的研究目標，城市特徵主要聚焦於「地方 GDP」和與房地產市場發展相關的「固定資產投資」等變數。具體為：(1)各城市實際 GDP 的對數。[20]其反映了一個地區的經濟實力，預期與風險溢價呈反向變動，即若一個地區的經濟發展狀況越好，不僅能直接增加其債務還款能力，而且也會給市場和投資者以更大的信心和良好的預期。(2)固定資產投資，各地固定資產投資最主要的兩大成分為「建築安裝工程投資」和「房地產投資」，其中，建築安裝工程投資通過提升城市基建水準、擴展城市建設面積等管道抬升地價或房價，而房地產投資多寡不僅可以直接影響房地產市場表現，而且還可以通過產業佈局與產業引進達到抬升地價和房價的效果。故此，固定資產投資水準不僅會影響地方政府的財政支出去向，影響可用於城投平臺債務償還資金的多寡，而且還會通過影響基建水準與房地產市場表現來影響城投債的風險溢價。該部分資料來自《中國城市統計年鑒》。

（三）總經變數

一方面，從第二章提到的那位銀行徵信主管的事例可以看出，地方城投平臺並不只局限於向當地的金融機構尋求貸款或其他形式的融資支持；另一方面，城投債的發行、交易、持有更是把城投債與全國市場緊密結合起來，而且在第二章中已經明確了中國債券市場的風險主要由銀行承擔。那麼本文選取「銀行家宏觀經濟信心指數」作為最具代表性的總經控制變數。資料來源為 CSMAR。

[20] 以 2010 年為基期平減。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第三節　資料整理與敘述統計

一、資料整理

因所搜集資料涉及五個不同來源，陳列原始資料特徵，有助於明確之後資料整理的步驟。

表 1：原始資料特徵

來源	序號	資料	時間範圍	格式	備註
WIND	1	債券代碼	1997-2018	每個樣本對應一支債券	以發行時間統計
	2	債券特徵	1997-2018	每個樣本對應一支債券	
克而瑞	3	歷史房價	2008-2018	各城市的月度資料	存在大量不連續的缺失值
CSMAR	4	單支債券歷史收益率	2009-2018	各債券的月度平均到期收益率	只有在滬、深兩市交易的城投債券
	5	國債歷史收益率	2009-2018	國債月度到期收益率	
中國城市統計年鑒	6	發行城市總經變數	2009-2016	各城市年度資料	統計年鑒只出版至 2016 年
網路公開資訊	7	市委書記和市長換屆情況	2009-2018		

根據上述資料特徵，把資料整理分為如下四個步驟：

（一）確定目標城市房價

在資料搜集部分提到，並非每個城市的歷史房價資料都被完整記錄，存在大量時間上不連續的缺失值。且之後實證部分要用到檢驗追蹤資料(panel data)因果關係的計量模型，該模型強制要求資料是連貫(with no gap)且平衡(balanced)的。遵從這兩方面限制，盡可能在資料的時間跨度和納入的城市數量兩方面做到最大化，經過多番嘗試，確定了 35 個目標城市 2010-2016 年的房價(price)資料。

表 2：目標城市清單

類型	城市
一線城市	上海、北京、深圳、廣州
直轄市、計畫單列市與省會城市	天津、成都、武漢、杭州、南京、青島、長沙、寧波、鄭州、大連、合肥、濟南、福州、長春、瀋陽、廈門、南寧、太原、蘭州
其他地級市	蘇州、無錫、佛山、泉州、東莞、煙臺、徐州、泰州、洛陽、衡陽、汕頭、益陽

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

（二）債券存量累積

從 WIND 城投債券資料中，把上述目標城市各城投平臺發行的債券篩選出來，並按城市和發行時間排序。因為每支債券都有不同的存續期間，舉例而言，若希望得到債券月度的存量資訊，則需把當月仍存續債券的相關變數值累加起來。本文決定按照月度、季度、半年和年度四種方法分別累積各目標城市相應期間的城投債存量規模(scale)。特別指出，因為城投平臺的融資名義上幾乎都用於地方建築安裝工程，所以城投債券的存量規模也一定程度上反映了地方建安投資的存量規模。而建安工程項目勢必存在年度折舊，所以本文參考了金戈(2016)和薛桂芝(2018)關於中國基礎設施資本存量的研究，把基礎設施年折舊率確定為 6.9%，從而更加科學的計算城投債存量。

（三）單支債券風險溢價的計算

從 CSMAR 資料庫取得各單支城投債券的歷史到期收益率資料和各到期類型的國債歷史收益率。[21]識別在各統計時點(每個月)，每支債券距離到期日還有幾個月，並進一步轉化為相應的到期類型。而後，把該時點相同到期類型的城投債到期收益率與國債到期收益率匹配起來，它們的差值即為信用利差，也即城投債的風險溢價(riskPremium)。因為 35 個目標城市 2010-2016 年期間在上市、深市發行的城投債券共 90 支，且每支債券還會有每個月的風險溢價資料，所以該部分整理得到的資料類型為追蹤資料。

（四）控制變數和官員換屆資料整合

根據債券代碼和發行機構所在地，為上述追蹤資料的每一個樣本匹配相應的控制變數，包括債券特徵(scale, rate, bondLevel, platformLevel, increaseTrust)，城市特徵(lnGdp, landRevenue, deficitRatio, fixedAsset, residence)，總經變數(nationalYield, bankerConfidence)。並同時匹配地方官員換屆情況(secretary, secretaryType, mayor, mayorType)。

[21] 中債國債收益率曲線對債券到期類型的劃分如下：1 個月、2 個月、3 個月、6 個月、9 個月、1 年、3 年、5 年、10 年、15 年、20 年和 30 年。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

二、敘述統計及符號預期

表 3：因變數和核心自變數的敘述統計表

變數意涵	單位	Variable		Mean	Std.Dev.	Min	Max	Observations	預期符號
城投債風險溢價	%	risk Premium	overall	1.255	1.102	-13.250	5.85	N=1256	
			between		0.597	0.149	3.761	n=90	
			within		0.909	-13.312	5.786	T-bar=13.956	
房價	百元	price	overall	220.422	98.25	61.35	607.26	N=1256	
			between		109.296	73.556	440.685	n=90	-
			within		37.735	104.981	542.291	T-bar=13.956	
土地收益	億元	landRevenue	overall	886.418	532.712	37.532	2059.777	N=1256	
			between		500.586	134.961	1777.145	n=90	-
			within		253.237	93.408	1806.341	T-bar=13.956	
財政赤字率	%	deficitRatio	overall	2.279	1.582	-0.73	5.513	N=1256	
			between		1.791	-0.73	5.457	n=90	+
			within		0.646	0.052	5.844	T-bar=13.956	
市委書記有無換屆（有為 1，無為 0）	-	secretary	overall	0.021	0.145	0	1	N=1256	
			between		0.063	0	0.333	n=90	+
			within		0.14	-0.312	1.009	T-bar=13.956	
新任書記類型（沒有新任為 0，本市升任為 1，本省到市為 2，外部調任為 3）	-	secretaryType	overall	0.033	0.249	0	3	N=1256	
			between		0.115	0	0.75	n=90	+
			within		0.238	-0.717	2.976	T-bar=13.956	
市長有無換屆（有為 1，無為 0）	-	mayor	overall	0.041	0.197	0	1	N=1256	
			between		0.076	0	0.333	n=90	+
			within		0.191	-0.293	1.028	T-bar=13.956	
新任市長類型（沒有新任為 0，本市升任為 1，本省到市為 2，外部調任為 3）	-	mayorType	overall	0.094	0.486	0	3	N=1256	
			between		0.211	0	1	n=90	+
			within		0.465	-0.906	3.005	T-bar=13.956	

注 1：overall、between 和 within 分別對應全部、組間和組內的敘述統計情況，每一組涵蓋一支債券的不同時期。

注 2：Observations 這一行的 N 代表樣本數，n 代表城投債券支數，T-bar 代表平均年數。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第四節　模型建立及待驗假設

第一章條列的研究目的並不是互相孤立的，在模型建立之前，有必要再次概述前文核心內容。本文有兩個至關重要的概念：(1)地方政府迫於財政壓力，以土地融資為核心擴大收入，這其中就包含發行城投債券；(2)房價變動不是無本之木，雖然房價調控政策持續出臺，但地方政府晉升錦標賽的誘因卻貫穿於地方官員任期始終。這兩個重要概念間的聯繫——發行城投債券，這種對於地方政府來說成本極低、風險小、融資效果顯著的工具，在晉升錦標賽的誘因下尤為堪用。

Bai, Hsieh 和 Song (2014)文章開創性地描繪了地方政府是如何在壓力和誘因的雙重驅使下發展地方經濟的。文章假設存在兩種生產技術：傳統家庭生產技術為$\mathrm{A}(i)$、現代生產技術為$\gamma\mathrm{A}(i)$。同時，廠商的生產運營活動會遭受ϕ的摩擦（於是，高摩擦情況下$(1-\phi)\gamma<1$，低摩擦情況下$(1-\phi)\gamma>1$）。

因為晉升錦標賽的緣故，地方政府有動機通過一定程度的便宜行事，減少和自己連結更加緊密的公司的市場摩擦，來獲得租金，

$$\mathrm{B}(i)=\beta[(1-\phi+\theta)\gamma-1]A(i)$$

其中，θ表示減少的摩擦，β表示官員的議價能力（公司願意支付的租金的比例）。若地方官員便宜行事的成本為一固定常數 F，那麼只有在收益不小於成本，即$\mathrm{F}\leq\mathrm{B}(i)$時，地方官員才有動力為某些公司便宜行事創造條件。接著把不等式展開，

$$\mathrm{A}(i)\geq\frac{F}{\beta[(1-\phi+\theta)\gamma-1]}\equiv\underline{A}$$

這說明，公司想要獲得便宜行事的好處，需要有一個門檻，只有產出超過一定水準的公司，才能獲得被便宜對待的入場券。

接下來考慮在上述模式下的地方總產出。定義$f(A)$為A的密度函數，則：

$$\mathrm{Y}=\int_0^{\underline{A}}Af(A)dA+\int_{\underline{A}}^{\infty}(1-\phi+\theta)\gamma Af(A)dA$$

對θ微分，得

$$\frac{dY}{d\theta}=\int_0^{\underline{A}}Af(A)dA+\int_{\underline{A}}^{\infty}\gamma Af(A)dA+[(1-\phi+\theta)\gamma-1]\underline{A}f(\underline{A})d\left(-\frac{d\underline{A}}{d\theta}\right)$$

地方官員傾向於通過實施投入大、規模大、難度大的「資源密集型」工程來向上級政府傳達積極的政績信號，以便獲得升遷(Guo, 2009; 王敘果等, 2012) 。即上式θ反映出的可以通過「減少連結公司的摩擦」和「擴大連結範圍」兩個方

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

式來增加產出，從而帶來明顯或不那麼明顯的各種利益。特別是在城投債的問題上，融資平臺完全是地方政府為了地方融資而設立，地方政府對平臺具有絕對的控制力，如此一來地方政府向公司提供便利條件的成本 F 大大減小。這意味著：①幾乎沒有提供便宜條件伴隨的政治風險，使得大膽行事或者過度建設成為可能；②F 減小，會使進入門檻$\underline{A}$相應減小，有更多的平臺可以為地方政府所掌控，這在城投債的問題上顯然是理所當然的，因為所有平臺都依託於各自的地方政府。

根據上述邏輯，進一步細化第一章中的研究目的，提出三個具體的待檢驗假設如下，並選擇合適的實證方法進行驗證：

H1：城投債存量規模和房價間存在因果關係。

本假設意在說明土地融資模式與房價間的互動攀升。即地方政府認為城投債券是一個好的工具，且通過房價提升可以更好的發揮該工具的效力，也讓發行和保有更多城投債成為可能。因為整理後的資料為追蹤資料，所以普通的格蘭傑因果檢驗並不適用。本文參考 Dumitrescu & Hurlin (2012)和 Lopez & Weber (2018)的方法，該方法目前被普遍用於追蹤資料的因果關係檢驗。

H2: 財政壓力（如第四章第二節所述，把財政壓力用財政赤字率和土地出讓收入代表）和房價會影響城投債的風險溢價。

更具體的，我們採用附加控制變數的計量模型，探究地方財政壓力和房價對城投債信用風險的影響。回歸方程設定如下：

$$\text{riskPremium}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{price}_{i,t} + \beta_2 \text{deficitRatio}_{i,t} + \beta_3 \text{landRevenue}_{i,t} + \text{BX}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中 i 代表城市， t 代表月份。price、deficitRatio 和 landRevenue 是本文關心的主要解釋變數。等式右側之所以沒有納入滯後期的影響，主要是考慮到原始資料統計頻率的差異。因變數是債券的風險溢價，債券在二級市場的收益率對經濟狀況反應迅速，每天都在歷經變化。而對於統計頻率沒有那麼高的房價、財政赤字率和地方土地收益來說，滯後期在此就顯得沒有必要。此外，式中用 X 代表控制變數組成的矩陣，相應的 B 就是這些控制變數的係數矩陣。μ_i反映只與城市特徵相關的固定效應。

因為資料可得性的緣故，自變數並未涉及城投平臺財務資料和二級市場債券交易資料，這些資料都被隱含在$\varepsilon_{i,t}$中，它們或多或少會與模型現有的某些自變數

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

存在相關關係，即模型包含內生解釋變數。[22]所以在操作上本文擬選取合適的工具變數，用 GMM(Generalized method of moments)法解決內生性問題。

H3：地方官員換屆會影響城投債的風險溢價。

以 Bai, Hsieh 和 Song (2014, 2019)的理論為基礎，探究地方官員換屆對城投債風險溢價的影響。通過幾個簡單的檢驗，發現地方官員換屆對城投債風險溢價的作用並不直接，而是通過房價作為中介變數(mediator)發揮效力。[23]中介的思想萌芽於 20 世紀 30 至 50 年代，心理學家 Tolman 和社會學家 Hyman 在研究中注意到瞭解中介過程的必要。現代學界所常用的中介效果分析多基於 Baron & Kenny (1986)的 BK 法，以及 James & Brett (1984)的 SEM 法。中介變數回答了 why（為何 X 影響 Y）和 how（X 透過何種途徑影響 Y）的問題。我們在前一條回歸式中重點討論的房價(price)對城投債風險溢價(riskPremium)的影響，但不能僅停留於知其然而不知其所以然，根據本文前三章的說明，房價的變動部分是「土地融資」和「地方晉升錦標賽」在背後驅動。Baron & Kenny (1986)建議用回歸分析檢驗中介作用，並以 Sobel test 檢定間接效果的顯著性，如果變數屬於中介變數，則可以用 SEM 檢驗其因果關係。

表 4：有無中介變數的區別

結構方程模型(Structural equation modeling, SEM)是一種融合了因素分析和路徑分析的多元統計技術，它的優勢在於多變數間交互關係的研究。不同於對多條回歸式逐次處理的辦法，SEM 可以一次性在多個有聯繫的算式中，檢驗變數之間的因果關係，這也避免了逐次回歸中可能存在的誤差高度相關的問題。應用於本文，結構方程模型由如下兩個回歸式組成：

$$\text{price} = \delta_0 + \delta_1\text{secretary} + \delta_2\text{secretaryType} + \delta_3\text{mayor} + \delta_4\text{mayorType}$$

$$\text{riskPremium} = \gamma_0 + \gamma_1\text{price} + \gamma_2\text{secretary} + \gamma_3\text{secretaryType} + \gamma_4\text{mayor} + \gamma_5\text{mayorType}$$

[22] 例如，隨機誤差項中的債券流動性會影響債券收益率，而流動性必然與投資者對於總經變數的反映息息相關。即自變數與隨機誤差項相關，無法得到一致的估計參數。

[23] 中介效果需符合以下條件：1.自變數對因變數有顯著影響效果(X→Y)；2.中介變數對因變數有顯著影響效果(M→Y)；3.自變數對中介變數有顯著影響效果(X→M)；4.同時看自變數和中介變數對因變數的影響時，自變數原本(X→Y)的效果會減弱或不顯著。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第五章　實證分析結果

承接第三章末尾提出的三個假設，得到三個相應的結果如下：

一、因果檢驗結果

因果檢驗的基本觀點是：在包含了 X 和 Y 的過去資訊的條件下，對 Y 的預測效果要優於只單獨由 Y 的過去資訊對 Y 的預測效果。Dumitrescu & Hurlin (2012) 和 Lopez & Weber (2018)的方法的原假設為: X 不是引致 Y 的格蘭傑原因。於是，我們分別檢驗：（1）房價變動不是引致城投債存量規模大小的格蘭傑原因；（2）城投債存量規模大小不是引致房價變動的格蘭傑原因。

表 5：房價、城投債存量規模一階差分的 LLC 單位根檢驗（每半年為一個區間）

	d1_price	d1_scale
Adjusted t*	-2.5362***	-5.9362***

表 6：因果關係的 Wald 檢驗結果（每半年為一個區間）

	scale	price
scale		1.5263
price	1.9050	
Diagnostic test		
Z-bar	3.7860***	2.2016**
Z-bar tilde	2.0960**	0.9701

表 7：房價與城投債存量規模一階差分的 LLC 單位根檢驗（每年為一個區間）

	d1_price	d1_scale
Adjusted t*	-5.5270***	-6.2619 ***

表 8：因果關係的 Wald 檢驗結果（每年為一個區間）

	scale	price
scale		2.4764
price	3.1585	
Diagnostic test		
Z-bar	9.0295***	6.1686***
Z-bar tilde	1.8722*	1.0139

注：***、**、*分別代表在 1%、5%、10%的水準上顯著。

本文分別嘗試了在時間維度上，以每月、每季、每半年和每年為統計區間。每一區間內的房價由月度房價的代數平均為代表，每一區間內的債券規模則是由在該時間段內仍存續的各城投債券的規模加總。並且組內一階差分取得平穩序列。

參考 Z-bar 統計量的結果，上表僅列示了強烈拒絕原假設的兩種情況。[24]即

[24] 對於大 N 樣本，以 Z-bar 為准，對於 N 和 T 相近的樣本，以 Z-bar tilde 為准。因本例中以半年或年為統計區間，T 較小，故以 Z-bar 為准。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

在以每半年和每年為統計區間的情況下，可以同時拒絕：（1）房價變動不是引致城投債存量規模大小的格蘭傑原因；（2）城投債存量規模大小不是引致房價變動的格蘭傑原因。也即，可認為城投債存量規模與房價變動之間互為格蘭傑因果關係。

二、GMM 結果

首先明確本回歸所用資料為追蹤資料格式，但其中有一小部分例外——控制變數中與債券特徵相關的 4 個變數是非時變的。直接把非時變變數應用於追蹤資料模型顯然是錯誤的。所以在進行正式的 GMM 回歸之前，通過在計量運算中指定這四個變數的非時變特徵，發現它們對城投債風險溢價的變動並無顯著作用。這樣的情況也是容易理解的：一方面，發行特徵對交易特徵的影響有限；另一方面，第三章第二節中已說明，城投債券在發行定價上同質性很高。

表 9：GMM 回歸結果

VARIABLES	riskPremium
lnGdp	-7.552*
	(4.347)
deficitRatio	1.299*
	(0.711)
lrdd	-0.101
	(0.602)
fixedAsset (excluding residential)	0.00828
	(0.00676)
fA2	-1.37e-06*
	(7.98e-07)
residence	0.0141**
	(0.00680)
bankerConfidence	0.0805
	(0.0655)
nationalYield	0.333
	(0.608)
price	-0.0315***
	(0.00814)
Observations	1,252
Number of code	89
R-squared	-0.210

注：***、**、*分別代表在 1%、5%、10%的水準上顯著。

據上表，本文所關注的財政赤字率和房價均對城投債風險溢價產生顯著影響。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

其中，財政赤字率的回歸係數為正，與在第四章中所作預期相同，說明財政赤字率越高的城市，所發行的城投債的風險溢價越高，較可能出現信用風險事件；房價的回歸係數為負，與在第四章中所作預期相同，說明房價越低城投債的風險溢價越高，即當前房價疲軟給城投債信用違約蒙上一層新的陰影。

簡要分析控制變數的表現。GDP 对数值的回归系数为负，说明地方 GDP 增长会减少城投债违约风险。[25]另一個值得關注的特點，不包含住宅投资的固定資產投資对城投债风险溢价的影响不显著，而固定資產投資中的住宅投資部分卻對城投債的風險溢價有顯著的正向影響，這或許與第三章第一節中提到的過量的土地融資增加了金融風險有關。此處因不是主要關注變數，不做過多探討。

三、房價的中介效果

按照 Baron & Kenny (1986)建議的步驟。首先，對市委書記有無換屆、新任書記類型、市長有無換屆、新任市長類型，分 4 次用 Sobel-Goodman Mediation Tests 檢驗 price 的中介作用。[26]結果如下：

表 10：中介變數的認定(Sobel-Goodman Mediation Tests)

VARIABLES	Sobel
secretary	0.042
	(0.561)
secretaryType	0.063
	(1.403)
mayor	-0.081
	(-1.417)
mayorType	-0.064**
	(-2.473)

注：***、**、*分別代表在 1%、5%、10%的水準上顯著。

上表顯示新任市長類型(mayorType)可通過房價(price)的中介作用，進而影響城投債的風險溢價水準。在敘述統計部分已知按照利益關係遞減的順序，即新任官員對既有專案的持續支持程度，把新任市長分為沒有新任、本市升任、本省到市、外部調任 4 個類型。所以很明顯 Sobel-Goodman Mediation Tests 的結果支持了我們前文所做的地方官員換屆會影響城投債風險溢價的假設。（其他 3 個結果

[25] lnGDP 的回归系数比较大是因为 GDP 的增长幅度表现在其对数值上是微乎其微的。

[26] 該檢驗實質是在判斷表 4 中左圖，a, b 路徑的共同作用顯著與否。得到的 Sobel 統計量的值就是 a, b 路徑上的回歸係數的乘積。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

不顯著。一方面，可能因為地方領導官員的任期基本遵循一任 5 年的原則，而我們樣本的時間跨度僅有 7 年；另一方面，市委書記主要負責黨務工作，而市政建設主要由以市長為領導的地方政府主抓。）

既然已確定新任市長類型(mayorType)可通過房價(price)的中介，影響城投債的風險溢價水準。那麼接下來通過 GSEM 過程具體確認影響程度的大小，因為是追蹤資料格式，每個城市對應的債券不僅只有一支，所以採用雙層(two-level) SEM 模型得到結果：

表 11：直接效果

VARIABLES	(1) riskPremium	(2) price
price	-0.0112***	
	(0.00146)	
mayorType	0.0731	10.21***
	(0.169)	(3.292)
M1[city]	1	
	(0)	
M2[city]		1
		(0)
Constant	3.014***	166.0***
	(0.351)	(20.28)
Observations	1,255	1,255

注：***、**、*分別代表在 1%、5%、10%的水準上顯著。

表 12：根據 SEM 結果計算的影響程度大小

Effect	Degree	Impact on risk premium
Direct effect	0.0731	Negative
Indirect effect	-0.1145 (-0.0112×10.21)	Positive
Total effect	-0.0414	Positive

通過計算，新任市長類型(mayorType)對城投債風險溢價的間接影響的回歸係數為-0.1144807，符號為負。而新任市長類型(mayorType)對城投債風險溢價直接影響的回歸係數為 0.0731，符號為正。綜合來看，市長換屆會直接加大所在城市存量城投債的風險溢價水準，但新市長的履職反而促進了地方房價增長，總體上使得城投債風險溢價通過房價上升的中介效應降低了。新任市長和履職地市的過往關聯越小，房價上漲的幅度越大。根據上文 Bai, Hsieh 和 Song (2014)的模型，這是易於理解的：過往經歷與履職地關聯越小的官員在開始提供便利條件時，

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

F 會越大, θ 會越小, 成為關聯公司的門檻變高。鑒於城投平臺缺乏經營性資產, 對城投平臺的吸引力自然減小。所以新任官員有動機釋放房價增長的信號, 提升城投平臺持有的固定資產的價格, 且這些與履職地政治連結更小的官員在對房價施加影響時顧慮會更少。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

第六章　結論與建議

第一節　研究結論

在連年財政赤字的背景下，地方政府在法規界限內，採取政策創新與管道創新，已在過去的二十年中，運用城投債籌集了大量資金來支撐地方建設與發展。而且這種態勢仍在繼續。但不斷演化的地方政府債務問題，越來越被各方所關注，無論是中央的幾次地方政府債務摸底，還是相應出臺的地方政府債務管理政策，都為作為地方政府隱性債務組成部分的城投債，帶來了一次又一次的衝擊，讓本就脆弱的城投平臺積重難返。當前，針對地方政府違規舉債、違規融資，城投平臺的關係劃斷、融資限制的一系列政策措施，使得現存平臺與城投債本就危如累卵；加之地方政府債券、專項債券、產業債券的逐漸放開，預期未來會擠佔城投債更多生存空間。

但就目前情況，一方面，部分地方政府在財政壓力面前，仍違規與城投平臺保持不透明的聯絡；另一方面，無論是地方政府債券、專項債券，還是 PPP 項目，要麼還停留在發行規模很小的初期階段，無法籌集大量資金，要麼明修棧道，暗度陳倉，進一步積累地方財政風險。據以上情況，城投債在不遠的將來，仍會在地方建設融資中扮演不可或缺的一環，至少目前的城投債存量債務仍不得不經受前所未有的考驗與關注，以儘量避免其經由商業銀行引發系統性金融風險的可能。

本研究在細緻的觀察之上，運用 2010 至 2016 年間的資料，實證房價和地方財政壓力對城投債信用風險的影響，且以 Bai, Hsieh 和 Song (2014, 2019)的理論為基礎，別開生面地為研究加入官員換屆地影響，分析官員換屆對房價和城投債信用風險的作用。文章最終歸納發現如下：

（1）房價的變動與城投債存量規模互為格蘭傑因果的關係，存量規模的累積顯然離不開新債的發行。

（2）房價的升降水準會顯著影響城投債的風險溢價，進一步房價升高會減少城投債的風險，相反房價降低會為城投債帶來更大的風險。因為房價調控政策密集出臺，特別是 2017 年以後，調控政策出現分化，針對一些房價增長過快的城市，特別加大政策出臺密度與政策實施強度，可以預見或為城投債信用風險帶來更大壓力。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

（3）財政赤字與地方 GDP 的比率會顯著影響城投債的風險溢價，進一步財政赤字率小的城市所發行的城投債券風險更小，相反財政赤字率大的城市所發行的城投債會伴隨更大的風險。因為，近年經濟轉入新常態以後，地方經濟遭受較大的下行壓力，部分地市有較大的保增長任務，需要在地方經濟建設上投入更多財力物力。可能會進一步加劇財政負擔，提高財政赤字率，為相關城投債的信用風險帶來負面影響。

（4）在地方政府官員換屆的時點，會為城投債信用風險帶來衝擊。但地方官員有動機在履新之初推動房價上漲或放鬆房價控制力度（這也從另一個角度支持了前文所述地方政府熟練運用土地融資的方式），而房價的上揚會為城投債信用風險帶來積極影響，且這種積極影響掩蓋了地方官員換屆的負面衝擊。

第二節　未來研究建議

首先，因為城投平臺運作的不透明，目前研究各方也僅限於從平臺已知資產去推斷平臺的運營狀況，尚無資料庫涵蓋完善的城投平臺歷史財務資料。所以本研究在控制變數方面不得已放棄了對城投平臺體質特徵的描繪。隨著城投平臺與地方政府關係劃斷的深化，在平臺轉型中必定要逐步走向市場化運營，積累比此前更真實的財務資料，未來若建置城投平臺相關資料庫，則可在本研究的基礎上，進一步探索城投平臺的異質性給城投債券的風險帶來的影響。

再者，由於房價資料庫的限制，本研究僅涵蓋了 35 個地級市的資料，未能包含曾發行城投債券的全部地級市，也未能包含縣級市的情況。加之，此 35 個城市在研究期間內，均屬於房價增長較快、遭受調控較為強烈的城市。因此，本研究所得發現與結果，推論到本研究資料範圍以外的對象宜審慎。未來研究，可在完善房價資料的基礎上，將研究範圍面向更具異質性的眾多城市，如此一來，可進一步比較不同層級城市所發行城投債的風險溢價水準，以期更好地識別哪些城市更易出現城投風險隱患。以上值得作為日後相關研究與決策之參考。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

參考文獻

王敘果, 張廣婷, and 沈紅波. "財政分權, 晉升激勵與預算軟約束." 財政研究 3 (2012): 13.

王雅齡, and 王力結. "地方債形成中的信號博弈: 房地產價格——兼論新預算法的影響." 經濟學動態 4 (2015): 59-68.

毛捷, and 徐軍偉. "中國地方政府債務問題研究的現實基礎——制度變遷、統計方法與重要事實." 財政研究 1 (2019): 3-23

方紅星, 施繼坤, and 張廣寶. "產權性質, 資訊品質與公司債定價." 金融研究 4 (2013): 170-182.

司海平, 魏建, and 劉小鴿. "土地財政與地方政府債務陷阱——基於發債動機與償債能力的雙重視角." 經濟經緯 33.4 (2016): 155-160.

朱瑩, and 王健. "市場約束能夠降低地方債風險溢價嗎?——來自城投債市場的證據." 金融研究 456.6 (2018): 56-72.

劉偉, and 李連發. "地方政府融資平臺舉債的理論分析." 金融研究 5 (2013).

劉娥平, and 施燕平. "盈餘管理, 公司債券融資成本與首次信用評級." 管理科學 2014 年 05 (2014): 91-103.

齊天翔, and 陳瑞. "經濟增長, 房價水準與地方債規模." 《 深圳大學學報》(人文社科版) 33.4 (2016): 77-82.

孫國偉, and 孫立堅. "地方財政搭便車, 財政貨幣承諾與地方債務治理." 世界經濟研究 2 (2013): 9-15.

孫彬彬, and 高志剛. "城投債市場演進." 中國金融 12 (2018): 47-48.

楊繼東, and 楊其靜. "保增長壓力, 刺激計畫與工業用地出讓." 經濟研究 1 (2016): 99-113.

楊繼東, 楊其靜, and 劉凱. "以地融資與債務增長——基於地級市面板資料的經驗研究." 財貿經濟 2 (2018): 5.

肖鵬, and 劉炳辰. "財政分權促進了城投債規模擴張嗎?*——來自中國的省級面板證據." 江淮論壇 281.01 (2017): 64.

吳洵, and 俞喬. "地方政府債務風險溢價研究." 財政研究 1 (2017): 89-102.

何平, and 金夢. "信用評級在中國債券市場的影響力." 金融研究 4 (2010): 15-28.

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

汪莉, and 陳詩一. "政府隱性擔保, 債務違約與利率決定." 金融研究 423.9 (2018): 66-81.

張少輝, and 余泳澤. "土地出讓, 資源錯配與全要素生產率." 財經研究 2 (2019): 7.

張莉, 年永威, and 劉京軍. "土地市場波動與地方債——以城投債為例." 經濟學(季刊) 3 (2018): 12.

陳菁, and 李建發. "財政分權, 晉升激勵與地方政府債務融資行為——基於城投債視角的省級面板經驗證據." 會計研究 1 (2015): 61-67.

陳瑞, 葛成唯, and 傅強. "地方政府債務與房價的作用機制分析." 北京交通大學學報 (社會科學版) 17.01 (2018): 56.

羅党論, and 余國滿. "地方官員變更與地方債發行." 經濟研究 6 (2015): 131-146.

金戈. "中國基礎設施與非基礎設施資本存量及其產出彈性估算." 經濟研究 5 (2016): 41-56.

周黎安. "晉升博弈中政府官員的激勵與合作——兼論我國地方保護主義和重複建設問題長期存在的原因." 經濟研究 6.33 (2004): r40.

周黎安. "中國地方官員的晉升錦標賽模式研究." 經濟研究 7 (2007): 36-50.

鄭思齊, et al. "以地生財, 以財養地」——中國特色城市建設投融資模式研究." 經濟研究 8 (2014): 14-27.

趙凱, and 劉成坤. "住房價格, 土地價格與地方政府行為." 統計研究 35.10 (2018): 15-27.

施燕平, and 劉娥平. "產權性質、風險承擔與公司債券信用利差." 華東經濟管理 33.1 (2019): 119-128.

韓立岩, et al. "中國市政債券信用風險與發債規模研究." 金融研究 2 (2003): 85-94.

韓立岩, 年暉, and 王哲兵. "市政債券的風險識別與控制策略." 管理世界 3 (2005): 58-66.

韓鵬飛, and 胡奕明. "政府隱性擔保一定能降低債券的融資成本嗎?——關於國有企業和地方融資平臺債券的實證研究." 金融研究 3 (2015): 8.

Ang, Andrew, Jennie Bai, and Hao Zhou. "The great wall of debt: Real estate,

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

corruption, and Chinese local government credit spreads." Georgetown McDonough School of Business Research Paper 2603022 (2016): 15-57.

Arellano, Cristina. "Default risk and income fluctuations in emerging economies." American Economic Review 98.3 (2008): 690-712.

Bai, Chong-En, Chang-Tai Hsieh, and Zheng Michael Song. "Crony capitalism with Chinese characteristics." University of Chicago, working paper (2014): 39-58.

Bai, Chong-En, Chang-Tai Hsieh, and Zheng Song. "Special Deals with Chinese Characteristics." NBER Macroeconomics Annual (2019).

Baron, Reuben M., and David A. Kenny. "The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations." Journal of personality and social psychology 51.6 (1986): 1173.

Bi, Huixin. "Sovereign default risk premia, fiscal limits, and fiscal policy." European Economic Review 56.3 (2012): 389-410.

Chen, Hui, et al. "Quantifying liquidity and default risks of corporate bonds over the business cycle." The Review of Financial Studies 31.3 (2017): 852-897.

De Mello Jr, Luiz R. "Fiscal decentralization and intergovernmental fiscal relations: a cross-country analysis." World development 28.2 (2000): 365-380.

Dick-Nielsen, Jens, Peter Feldhütter, and David Lando. "Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis." Journal of Financial Economics 103.3 (2012): 471-492.

Dumitrescu, Elena-Ivona, and Christophe Hurlin. "Testing for Granger non-causality in heterogeneous panels." Economic Modelling 29.4 (2012): 1450-1460.

Fisman, Raymond. "Estimating the value of political connections." American economic review 91.4 (2001): 1095-1102.

Houweling, Patrick, Albert Mentink, and Ton Vorst. "Comparing possible proxies of corporate bond liquidity." Journal of Banking & Finance 29.6 (2005): 1331-1358.

James, Lawrence R., and Jeanne M. Brett. "Mediators, moderators, and tests for mediation." Journal of Applied Psychology 69.2 (1984): 307.

Jin, Hehui, Yingyi Qian, and Barry R. Weingast. "Regional decentralization and fiscal

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

incentives: Federalism, Chinese style." Journal of public economics 89.9-10 (2005): 1719-1742.

King, Tao-Hsien Dolly, and Kenneth Khang. "On the importance of systematic risk factors in explaining the cross-section of corporate bond yield spreads." Journal of Banking & Finance 29.12 (2005): 3141-3158.

Lopez, Luciano, and Sylvain Weber. "Testing for Granger causality in panel data." The Stata Journal 17.4 (2018): 972-984.

Montinola, Gabriella, Yingyi Qian, and Barry R. Weingast. "Federalism, Chinese style: the political basis for economic success in China." World politics 48.1 (1995): 50-81.

Polackova, Hana. Contingent government liabilities: A hidden risk for fiscal stability. Vol. 1989. World Bank Publications, 1998.

Uribe, Martin. "A fiscal theory of sovereign risk." Journal of Monetary Economics 53.8 (2006): 1857-1875.

Walter, Carl, and Fraser Howie. Red capitalism: The fragile financial foundation of China's extraordinary rise. John Wiley & Sons, 2012.

Wang, S., and F. Yu. What drives Chinese local government bond yields. Working paper, 2014.

Wildasin, David E. "Introduction: Fiscal aspects of evolving federations." International Tax and Public Finance 3.2 (1996): 121-135.

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

附錄

附錄一　圖 1 中調控政策與信用事件詳情

附表 1：房市調控政策說明

國四條	2009 年 12 月，國務院常務會議提出「國四條」，加強市場監管，穩定市場預期，遏制部分城市房價過快上漲；力爭到 2012 年末，基本解決 1540 萬戶低收入住房困難家庭的住房問題，用 5 年左右時間基本完成城市和國有工礦集中成片棚戶區改造，有條件的地方爭取用 3 年時間基本完成。
國十一條	2010 年 1 月，國務院辦公廳出臺《關於促進房地產市場平穩健康發展的通知》(「國十一條」)，主要措施包括：對已利用貸款購買住房、又申請購買第二套(含)以上住房的家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)，貸款首付比例不得低於 40%，貸款利率嚴格按照風險定價。
國十條	2010 年 4 月 17 日，國務院發佈《關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知》(「國十條」)，開啟限購：對購買首套自住房且套型建築面積在 90 平方米以上的家庭，貸款首付比例不得低於 30% ；對貸款購買第二套住房的家庭，貸款首付比例不得低於 50%，貸款利率不得低於基準利率的 1.1 倍；商品住房價格過高、上漲過快、供應緊張的地區，商業銀行可根據風險狀況，暫停發放購買第三套及以上住房貸款；對不能提供 1 年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明的非本地居民暫停發放購買住房貸款。地方政府可根據實際情況，採取臨時性措施，在一定時期內限定購房套數。
9.29 新政	2010 年 9 月「 9.29 新政」出臺。開啟全國「一刀切」的政策：對貸款購買商品住房，首付比例調整到 30%及以上(之前 90 平米以上最低為 20%)；暫停發放居民家庭購買第三套及以上住房貸款；對不能提供一年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明的非本地居民暫停發放購房貸款(「國十條」中只要求房價過高城市有選擇性地實行)。此外「房價過高、上漲過快、供應緊張的城市，要在一定時間內限定居民家庭購房套數」。
新國八條	2011 年 1 月「新國八條」出臺。1 月 26 日，國務院常務會議推出「新國八條」，行政性干預色彩繼續加重。一是限購範圍擴大：各直轄市、計畫單列市、省會城市和房價過高、上漲過快的城市，對 2 套當地戶籍居民家庭、1 套非當地戶籍居民家庭、無法證明非當地戶籍居民家庭限購（後來共有 48 個城市實行）。二是首次提出限價：2011 年各城市政府要根據當地經濟發展目標、人均可支配收入增長速度和居民住房支付能力，合理確定本地區年度新建住房價格控制目標，並於一季度向社會公佈（結果大部分城市都將房價增幅定為：不超過 GDP 或收入增幅）。三是收緊二套房貸：首付比例不低於 60%（之前不低於 50%）。四是收緊營業稅，對個人購買住房不足 5 年轉手交易的，按全額徵收。另外，國務院常務會議原則上同意部分城市進行對個人住房徵收房產稅改革試點，上海、重慶開徵房產稅。
國五條	2013 年 2 月「國五條」出臺。重要內容包括：第一，完善穩定房價工作責任制，要求全國 35 個大城市按照保持房價基本穩定的原則，制定本地區年度新建商品住房（不含保障性住房）價格控制目標。第二，嚴格執行商品住房限購措施，要覆蓋全市，一手二手房皆限，外地有證明者只能擁有 1 套房。第三，嚴格實施差別化住房信貸政策，對房價上漲過快的城市，中國人民銀行當地分支機構可根據城市政府新建商品住房價格控制目標

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

	和政策要求，進一步提高二套房首付比例和貸款利率。第四，對出售自有住房按規定應徵收的個人所得稅，通過稅收征管、房屋登記等歷史資訊能核實房屋原值的，應依法嚴格按轉讓所得的 20% 計征；擴大個人住房房產稅改革試點範圍。
2014 年政府工作報告	2014 年 3 月政府工作報告提出「針對不同城市情況分類調控」。
分化型調控	2016 年 1 季度，部分一二線城市房價快速上漲引起相關部門的關注，從滬深二市「3.25 新政」開始，打破了過去兩年全國同步寬鬆的政策走勢，開啟了部分熱點城市緊縮型調控的新進程。2017 年 4 月 1 日住建部與國土資源部出臺《關於加強近期住房及用地供應管理和調控有關工作的通知》，要求堅持「房子是用來住的、不是用來炒的」。

附表 2：城投信用事件說明

資產劃轉	2010～2013 年城投平臺「資產劃轉」事件頻發。2010 年國務院下發《關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》，針對城投平臺提出嚴監管的要求，隨後包括財政部、原銀監會、央行、國家發展改革委在內的多個中央部委或聯合或單獨發文，對城投平臺融資進行了更為詳細、具體的監管。由於原銀監會對平臺貸款設置了名單監管，因此部分城投平臺選擇劃轉現有平臺的資產或下屬公司股權設立新公司的方式來規避監管。
貸款違約	2011 年城投平臺貸款違約事件。2011 年 4 月，雲南路投被爆料向債權銀行發函聲稱，「即日起，只付息不還本」。6 月，上海申虹聲稱由於公司將大量的短期流動資金貸款用於項目建設，故本月起停止向銀行償還流動貸款，並向銀行要求延長還款期，以及把該筆款項轉換成以資產抵押的固定貸款。由於 2011 年資產劃轉頻發，加上兩起貸款違約事件，市場投資者情緒恐慌並大量拋售城投債，城投債信用利差大幅上升，信用風險甚至從城投債市場擴散至整個信用債市場。
擔保代償	2015 年城投平臺擔保代償事件。2015 年，東勝城投擔保的「12 蒙恒達」、東台交投擔保的「12 東飛 01」、射陽城投擔保的「13 大宏債」接連發生違約事件。城投平臺在處理上表達了「不履行代償責任」的信號，如：東台交投發佈公告「不承擔任何代為清償或與之類似的義務和責任」。這次違約事件引發市場對城投公司對外擔保、城投治理的擔憂。
提前償還	2016 年城投債提前償還事件。2016 年上半年，城投債進入置換階段，但是當時城投債票面利率遠高於市場利率，投資者面臨無法按照市價置換的風險，而且一旦接受置換還將面臨一定的再投資風險，市場抱有負面情緒。下半年國務院、財政部發佈 88 號文和 152 號文，明確了所有類型地方政府債務的置換流程，明確了城投債需要置換，此時部分城投平臺選擇召開債券持有人會議，提前償還或置換。由於事件集中發生，提前償還事件對城投債投資者產生了一定的負面影響。
信用違約	2018 年城投平臺信用事件。2018 年，城投平臺融資管道收緊，疊加結構性去杠杆，面臨較大的再融資壓力及存量隱性債務問題。1 月的雲南資本信託貸款事件、4 月天津市政開發資管計畫事件發生後，又接連發生了多起風險事件，共同特徵是涉及的債務均為非標債務。對市場對違約風險的預期影響格外顯著。

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06

附錄二　圖 5 中城投債相關政策詳情

附表 3：城投債相關政策的詳情

序號	時間	政策檔
1	2010 年 6 月	《國務院關於加強地方政府融資平臺公司管理有關問題的通知》（國發〔2010〕19 號）
2	2014 年 8 月	《新預算法》
3	2014 年 10 月	《關於加強地方政府性債務管理的意見》（國發〔2014〕43 號）
4	2017 年 4 月	《關於進一步規範地方政府舉債融資行為的通知》(財預〔2017〕50 號)
5	2017 年 5 月	《財政部關於堅決制止地方以政府購買服務名義違法違規融資的通知》(財預〔2017〕87 號)
6	2017 年 6 月	《關於試點發展專案收益與融資自求平衡的地方政府專項債券品種的通知》（財預〔2017〕89 號）
7	2018 年 2 月	《關於進一步增強企業債券服務實體經濟能力嚴格防範地方債務風險的通知》（發改辦財金〔2018〕194 號）
8	2018 年 3 月	《關於規範金融企業對地方政府和國有企業投融資行為有關問題的通知》（財金〔2018〕23 號）
9	2018 年 4 月	《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》（銀髮〔2018〕106 號）

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/THE.NCCU.ECONO.005.2019.F06