

地方政府债务置换与民营企业投资活力

——基于政府债务融资模式转型视角

郭玉清 钱森萍

摘要: 激发民营企业投资活力是当前实现债务风险防控与经济增长双赢的关键路径。本文基于2015—2018年地方政府置换债券数据和2011—2022年民营上市公司数据,使用强度双重差分模型,实证分析地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响。研究发现,地方政府债务置换提振了民营企业投资活力,该结论在经过内生性分析和一系列稳健性检验后仍然成立。机制分析表明,地方政府债务置换主要通过优化外源融资结构和改善内源融资效率两条渠道提振民营企业投资活力。异质性分析结果显示,地方政府债务置换对投资活力的提振效应在非产融结合、高市场地位、弱供应链网络关系的民营企业,以及在高财政压力、非优质营商环境地区和非管制行业的企业中更为明显。据此,本文提出了优化信贷配置、清理账款拖欠、出台差异化政策、完善民间投资机制等政策建议。

关键词: 债务置换 民营企业 投资活力 融资结构 外源融资 内源融资

中图分类号: F812.7; F272.3

文献标识码: A

文章编号: 1000-7636(2026)06-0143-18

一、问题提出

在中国民营企业数量稳步提升,民间投资呈现高位增长态势的背景下,民营经济已成为中国经济的中坚力量^[1]。作为国民经济增长的内生动力,民营企业投资对产业链供应链的牵引带动作用维系经济循环的关键^[2]。2025年4月出台的《中华人民共和国民营经济促进法》更是设立“投资融资促进”专章,以法律形式保障民间资本参与重大项目的权利。然而,当前民间投资意愿不足、扩张动能减弱,成为经济高质量发展的关键堵点。随着地方政府存量债务持续累积、付息压力不断加大,隐性债务风险正持续侵蚀民营企业投资扩张的资金基础^[3]。2025年全国一般公共预算收入同比下降1.7%,土地出让收入同比下滑14.7%,地方政府债券付息支出同比增长9.6%,付息支出占财政收入比重创历史新高^①,一些公共债务水平过高的地区甚至只能依靠中央转移支付来实现公共治理^[4]。在财政紧平衡的背景下,部分地方政府存在表外举债、拖欠中小民营企业账款的策略动机。2015年地方政府债务置换作为中国地方债务治理的标志性制

收稿日期:2026-01-26;修回日期:2026-05-22

基金项目:教育部哲学社会科学实验室专项基金项目“全国地市财政债务数据库建设研究”(H0124701)

作者简介:郭玉清 南开大学经济学院教授、博士生导师,天津,300071;

钱森萍 南开大学经济学院博士研究生,通信作者。

① 详见财政部发布的《2025年财政收支情况》和《2025年12月地方政府债券发行和债务余额情况》。

作者感谢匿名审稿人的评审意见。

度改革,通过发行标准化置换债券化解存量非规范债务,实现了地方政府债务融资模式转型。对于民营企业面临的现实困境,充分发挥地方政府债务置换的正向效应,释放被隐性债务挤占的金融资源,进而提振民营企业投资活力,已成为畅通经济内循环、实现化债中发展的重要着力点^[5]。

深入梳理中国地方政府债务置换的政策发展历程,需要追溯至1994年分税制改革。分税制改革后,中央与省之间“财权上移、事权下放”的分权治理框架被逐级延伸至市县,使基层政府面临严峻的财力与事责错配局面。为填补因纵向失衡导致的财力缺口,依托政府信用背书的融资平台作为中国式融资工具创新应运而生,为市政基础设施建设筹集了大量资金。然而,这种模式长期脱离预算监管,潜藏着因表外举债引发的道德风险与资源错配,导致地方政府表外债务规模持续扩张^①。为规范政府债务,2015年《中华人民共和国预算法》(以下简称新《预算法》)正式赋权地方政府通过发行政府债券筹措资金,从根本上改变了地方政府债务融资模式。其后,中央政府密集施策,出台为期三年的债务置换计划,通过省级政府代发政府债券,置换截至2014年底以非政府债券形式存在的存量政府债务。相关政策部署见表1。

表1 2015—2018年债务置换政策实施过程

出台时间	政策文件	相关政策内容
2014年8月	《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国预算法〉的决定》	以法律形式赋权地方政府发行债券
2014年9月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	剥离融资平台的政府融资职能
2014年10月	《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》	要求地方政府清理甄别存量债务
2015年5月	《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》(财库[2015]102号)	以定向承销方式置换部分存量债务
2015年12月	《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预[2015]225号)	通过三年左右的过渡期,置换非政府债券形式的存量债务
2018年2月	《财政部关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	在国务院明确的期限内完成存量政府债务置换工作

根据财政部2019年1月发布的《2018年地方政府债券发行和债务余额情况》,经过这一轮大规模债务置换,2018年底非政府债券形式存量政府债务降至3151亿元。公开透明的政府债券融资模式取代了原先的融资平台表外举债模式,为后续政府债务治理奠定了坚实基础。既有研究针对地方政府债务置换的经济效应展开了诸多探讨。部分学者通过构建动态随机一般均衡(DSGE)模型探讨地方政府存量债务置换的作用效果,包括缓释宏观经济风险,降低政府债务违约风险,促进地区经济增长和贸易扩张,以及优化并拓展未来的财政空间等^[6-7]。在微观经济效应方面,一些学者从融资平台债务视角出发,认为债务置换释放的流动性虽然降低了城投债发行利差^[5],但提升了存量城投债的隐性担保预期,导致地方政府隐性债务规模扩张^[8-9]。另有少数学者基于政府债务构成,认为债务置换释放了融资平台银行贷款额度,缓解了企业融资困境^[10]。与本文密切相关的是李志生等对地方政府债务置换与企业杠杆率分化的研究^[11]。可以发现,现有研究关于债务治理政策如何向民营经济传导以及如何激发民营企业投资活力的探讨仍相对不足。厘清地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响,既是落实党中央战略部署、衔接《中华人民共和国民营经济促进法》实施要求的必然举措,也是优化债务资源配置、实现在化债中发展的重要探索。因此,本文旨在从政

① 根据财政部发布的《关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案的说明》,截至2014年底,全国地方政府负有偿还责任的债务余额为15.40万亿元。

府债务融资模式转型视角切入,实证分析地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响。

本文的研究贡献主要体现在三个方面。第一,考虑到在化债中发展是中国政府债务治理工作的长期主基调,本文将地方政府债务置换这一宏观财政政策与微观民营企业投资活力直接关联,弥补了现有研究多聚焦政府债务规模扩张、少关注政府债务融资模式转型的不足,丰富了政府债务治理的研究视角。第二,区别于既有文献仅从企业信贷可得性、政府账款拖欠等单一渠道考察政府债务治理对企业投资的传导机制,本文基于企业外源融资结构与内源融资效率的双重维度,系统识别并检验了地方政府债务置换影响民营企业投资活力的传导路径,深化了地方政府债务影响微观企业行为的机制研究。第三,本文证实了地方政府债务置换对信贷市场资源错配格局的矫正作用,为科学评估地方政府债务置换政策效果和充分激发民营企业高质量发展动力提供了相关政策启示。

二、文献综述

地方政府债务置换将原本游离于财政监管体系外的表外债务,转换为纳入全口径预算管理的表内债务,实现了地方政府债务的规范化、透明化。但债务置换的过程还涉及大量表内债务的发行,并且政府债务融资与企业融资相互关联,进而影响民营企业投资活力。本文据此展开相关文献述评。

(一) 政府债务对民营企业投融资的影响

地方政府与微观企业在债务融资方面存在竞争关系,而民营企业受融资挤出影响更为明显。由于总体可放贷资金有限,政府债券通常被认为是安全资产,在金融体系中具有优先配置权,银行等金融机构更倾向于增持政府债券,从而直接压缩对企业的融资供给空间^[12]。除了资金竞争以外,部分学者认为地方政府和企业债务融资之间还存在价格竞争。例如,政府债务融资需求增加将整体推高市场利率水平,间接抬升企业融资成本,进而加大企业获取外源融资难度^[13]。此外,当地方政府债务融资规模扩张时,银行往往将有限的信贷资源向国有企业倾斜,导致民营企业信贷可得性下降^[14]。

除融资挤出外,地方政府债务膨胀还可能异化为账款拖欠问题,影响民营企业内部现金流^[15]。财政收支紧张是地方政府债务压力的核心表现之一。在企业承接各类政府工程建设项目后,地方政府可能因财政资金缺口而难以及时兑付工程款和服务费。对于民营企业而言,经营性应收账款是企业现金流的重要组成部分,此类款项长期被占用,会直接增加企业的资金周转压力^[16]。基于“政府—国有企业—民营企业”债务传导链条,张杰和杨富钧研究发现,随着民营企业深度融入各类国有企业主导的供应链,政府拖欠国有企业项目账款,国有企业进一步拖欠下游民营企业的工程款和原材料款,最终造成民营企业现金流承压^[2]。这种供应链上的连环拖欠,将进一步恶化宏观信用环境,制约民营企业生存和发展^[17]。

政府债务对民营企业融资的影响,将传导至民营企业投资活动中。由于抵押担保能力不足以及信息不对称问题,民营企业长期存在信贷约束难题^[4]。银行等金融机构的信贷投放高度依赖抵押担保机制,由于民营企业普遍规模较小,呈现“轻资产”特征,难以满足银行贷款的抵押担保要求。此外,当民营企业信用积累不足,缺乏权威信用评级支撑时,银行等金融机构无法准确评估其真实偿债能力,往往通过降低信贷额度或提高贷款利率等方式“惜贷”。当地方政府债务进一步挤占了本地民营企业的信贷资源时,即便民营企业拥有净现值为正的优质投资项目,也会因资金缺口而难以落地,从而导致民营企业投资不足^[18]。尽管民营企业信贷融资受限时可以转向商业信用等替代性融资渠道,但是这类融资渠道的融资成本明显高于银行信贷成本。高融资成本将挤压投资项目的预期回报率,使得民营企业延迟投资决策,或主动放弃风险较高的长期投资项目,进而抑制整体投资规模^[19]。除外源融资渠道外,民营企业的投资资金主要依赖于内部现金流。由于民营企业经营现金流本身易出现波动,地方债务风险溢出将会与民营企业经营现金流易波动的特

征形成共振,使企业资金链断裂风险呈指数级增长,最终迫使民营企业出于风险规避动机,降低投资意愿,缩减投资规模^[20]。

(二) 地方政府债务置换的影响效应

2015年新《预算法》颁布后,地方政府开展大规模债务置换计划,对微观企业发展产生了深远影响。部分研究聚焦于银行信贷,认为地方政府债务置换将高风险的融资平台贷款置换为低风险的地方政府债券,改善了银行资产质量,有助于提升银行的风险承担意愿与信贷供给能力,增加企业信贷可得性,进而为企业实体投资提供“市场推力”^[6]。但也有研究指出地方政府债务置换压缩了银行利润空间,银行通过垄断定价将损失转嫁给借款企业,提高了企业的融资成本,将抑制企业投资意愿^[9]。不同于上述研究,李增福和徐晓珠基于政府账款拖欠视角,认为地方政府债务治理能够减少企业对供应链上其他企业的资金挤占,从而促进企业自身投资增长^[21]。此外,部分学者认为地方政府债务置换对不同所有制企业的影响存在异质性。李志生等发现政府债务融资模式转型减弱了隐性担保预期为国有企业带来的融资优势,从而缓解了政府债务对民营企业的融资挤出效应^[11]。王等人(Wang et al.)得到了类似的结论,即地方政府债务置换缓解了民营企业的融资约束,但对国有企业的影响较为模糊^[10]。

现有研究关于地方政府债务置换对企业投融资的影响尚未达成一致。一方面,由于金融市场中存在信贷歧视,地方政府债务置换对不同所有制企业信贷资源配置的影响存在差异^[22]。若研究样本未区分企业产权性质,将降低研究结论的普适性^[23]。另一方面,商业信用融资是银行信贷的替代性融资渠道,而民营企业普遍面临融资难融资贵问题,其投资活动也更依赖以供应链金融为载体的商业信用融资模式。仅聚焦于单一渠道难以全面捕捉地方政府债务置换对民营企业投融资决策的综合影响。

三、理论分析与研究假设

(一) 地方政府债务置换对民营企业投资活力的提振效应

在新《预算法》引领的一揽子债务置换计划开始之前,地方政府表内发债融资权受限与其所承担的刚性投资责任之间存在明显矛盾。为缓解这一矛盾,融资平台作为承接市政项目、对接市场融资的核心政策性工具应运而生。由于自身资金实力难以满足大规模的市政项目支出需求,融资平台主要依托地方政府信用背书进行表外融资。为筹集地区发展资金,地方政府往往通过出具“担保函”“宽慰函”等方式,引导银行等金融机构为融资平台提供增信支持^[24]。考虑到民营企业规模较小、缺乏抵押担保品,银行等金融机构出于风险规避动机,更倾向于为融资平台等政府关联企业提供贷款额度,压缩了本地民营企业的融资空间,不利于提升民营企业投资活力。此外,在融资平台开展市政项目建设过程中,其供应链上下游集聚了大量民营企业,涵盖工程施工、材料供应、劳务服务等多个环节。在行业实践中,工程垫资已成为民营供应商企业参与融资平台项目的普遍现象。已完成的项目工程款、供货款被长期拖欠,将对民营企业现金流构成隐性占用,导致大量具有正净现值的投资项目被迫搁置,进而抑制民营企业投资活力。

不同于原先隐性、高息、平台主导的融资模式,地方政府债务置换标志着政府全面转向显性、低息、法定债主导的融资模式。这种融资模式转型明确了政府债务边界,重构了政府与市场、财政与金融的边界,有助于消除隐性担保乱象,稳定金融市场预期^[5]。在可预期的营商和融资环境中,金融机构基于企业经营状况与现金流进行授信,能够降低民营企业融资不确定性,将提振民营企业长期投资意愿和投资活力。同时,地方政府债务置换盘活了原先被隐性债务占用的信贷资源,尤其是被融资平台债务刚性占用的企业类授信额度,有助于缓解民营企业融资约束,为其投资活力提升提供资金支撑。此外,债务置换大幅降低了地方政府

债务付息支出,拓宽了地方政府的财力空间,有助于其清偿拖欠企业的账款,从而增加民营企业资金流动性^[6]。在政府债务问题中,部分处于配套环节的民营企业逐渐演变成项目账款拖欠的承压主体。地方政府债务置换释放的财政资金用于偿还对民营企业的工程、服务、货物欠款,可有效化解“三角债”“连环债”问题^[2]。民营企业应收账款快速回笼,现金流压力得到缓释,不仅能够避免因资金沉淀导致的机会成本损失,还有助于带动供应链上企业资金周转效率提高,促进民营企业投资活力提升。

基于此,本文提出假设 1:地方政府债务置换有助于提振民营企业投资活力。

(二) 外源融资结构的机制分析

地方政府债务置换前,融资平台依靠地方政府信用背书占用大量银行信贷,对民营企业形成了信贷挤出效应;而债务置换通过压降政府部门信贷需求、减轻银行资金占用压力,有助于破解民营企业信贷困局。首先,债务置换以标准化政府债券替代银行贷款为主的融资平台债务,释放了被存量平台债务刚性锁定的企业授信额度。政府债券作为标准化债券类资产,不计入传统信贷额度管理范畴,且风险权重明显低于一般企业贷款。通过债务置换,原先被地方政府表外债务长期固化占用的企业授信额度与风险资本得以盘活,银行可自由调配的资金配置空间相应拓宽,为民营企业信贷供给扩容奠定基础。其次,债务置换将贷款风险权重较高的融资平台债务置换为低风险的政府债务,优化了银行资产风险结构^①。遵循巴塞尔协议Ⅲ及国内监管规则,银行需要根据资产信用风险等级计提资本金。地方政府债务置换后,银行资产组合的整体风险水平降低,既有效缓解了资本充足率约束,也降低了银行的风险补偿需求。伴随银行风险偏好提升,其出于风险规避而对民营企业的惜贷动机相应减弱,更倾向于通过差异化定价,将释放的信贷资源投向优质民营企业^[11]。考虑到商业信用融资作为民营企业重要的替代性融资渠道,信贷可得性提高将推动民营企业外源融资结构优化。根据融资约束理论,当外部融资可得性提高并且融资成本降低时,民营企业可以提前执行投资扩张的实物期权,使得原本因融资约束而搁置的投资需求迅速落地,推动投资规模扩张^[25]。

基于此,本文提出假设 2:地方政府债务置换通过优化民营企业外源融资结构,提振民营企业投资活力。

(三) 内源融资效率的机制分析

地方政府债务置换前,融资平台作为地方政府的表外融资载体举借了大量高息隐性债务,而债务置换通过省级政府代发债券定向置换来自融资平台的高息债务,释放出政府财力,为化解对民营企业的账款拖欠提供了资金支撑。省级政府代发的置换债券利率约为 3.5%,而融资平台债务多为信托、融资租赁等非标融资,利率在 10%左右。地方政府通过债务置换,不仅大幅降低了利息负担,更节约了大量低成本资金用于账款清欠。此外,置换债券被纳入地方政府预算管理,资金拨付与使用程序全程透明、可追溯,能够确保账款清偿资金精准流向民营企业。民营企业账上长期沉淀的应收账款转化为可自由支配的现金,将有效改善民营企业经营预期,激发企业投资意愿^[26]。当前,融资平台等各类国有企业已成为中国债务循环机制的核心传导枢纽,部分民营企业存在被平台拖欠、拖欠自身供应商的“连环债”问题。地方政府债务置换驱动的账款清欠行动,为“政府—国有企业—民营企业”这一债务传导链条注入了外部流动性,有助于修复产业链上的企业信用,推动供应链资金周转效率的整体提升。根据融资优序理论,内源融资具有低成本、低风险、决策灵活等优势,是企业投资主要的资金来源。民营企业内源融资效率提升,能够有效降低资金成本,提升投资项目预期收益率,从而增强民营企业投资活力^[27]。

基于此,本文提出假设 3:地方政府债务置换通过改善民营企业内源融资效率,提振民营企业投资活力。

^① 在中国现行金融监管框架下,地方政府债券通常适用 20% 的风险权重。相比之下,2013—2018 年中国五大银行对企业贷款设置的平均风险权重超过 80%,即便对信用评级最高的企业贷款,其平均风险权重也超过 50%,明显高于地方政府债券的风险权重。

四、实证设计

(一) 样本选取与数据来源

考虑到2015年中国正式启动地方政府债务置换改革,以及为排除2023年7月中央政治局会议首次提出“一揽子化债方案”的潜在干扰^[21],本文将样本期设定为2011—2022年。此外,本文以民营上市公司作为研究对象,并按以下步骤完成基础数据的搜集整理工作:第一,从中国地方政府债券信息公开平台搜集整理得到2015—2018年地方政府置换债券的发行数据^①;第二,从《中国城市统计年鉴》和企业预警通数据库整理得到地区层面数据;第三,从深圳希施玛数据科技有限公司CSMAR中国经济金融研究数据库整理得到沪深A股民营非金融上市公司财务数据。在此基础上,本文根据民营企业总部注册地址,将上市公司财务数据与地区层面数据进行匹配。为增强样本可比性,本文对初始样本进行如下处理:(1)剔除金融行业样本;(2)剔除被标记为ST、*ST和PT的样本;(3)剔除核心变量缺失和企业上市以前的样本;(4)对民营企业财务特征变量进行1%的双边缩尾处理。最终得到14 668个观测值。

(二) 模型设定

本轮置换债券的发行规模以2014年末全国地方政府性债务专项审计结果为基准^[5],该审计数据具有非公开性与事前锁定的特征。因此,置换债券规模与政策实施期内的地区经济环境相关性较弱,这为识别债务置换政策的因果效应提供了良好的外生冲击条件。进一步地,地方政府债务置换属于中央层面统一部署推行的普惠性政策,各地区仅存在政策实施强度的差异。因此,参考现有研究^[12-13],本文设定如下强度双重差分(intensity DID)计量模型,评估地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响:

$$Inv_{it} = \alpha + \rho \times Replace_p \times Post_t + X'_i \beta + \lambda_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,下标*i*、*t*、*p*分别代表民营企业、年份和地区。被解释变量为民营企业投资活力(Inv_{it}),核心解释变量为债务置换强度同政策时间虚拟变量的交互项($Replace_p \times Post_t$)。X'_{*i*}为控制变量向量。其中,公司特征变量控制财务杠杆、资产结构、盈利绩效等微观因素的影响,地区特征变量控制经济发展水平、地区产业结构、市场消费潜力等宏观因素的影响。 λ_i 、 μ_t 分别为企业固定效应、年份固定效应。 ε_{it} 为随机扰动项。

(三) 变量说明

1. 被解释变量

本文核心的被解释变量是民营企业投资活力(Inv),使用“(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额)/总资产”指标进行衡量^[16]。该指标测度民营企业在对内长期资产构建和对外并购扩张中的实际现金支出规模,经总资产标准化后,能够直接反映民营企业投资决策的整体态势与活力水平。

2. 核心解释变量

本文解释变量是债务置换强度同债务置换改革时间虚拟变量的交乘项($Replace \times Post$)。2015—2018年地方政府债务置换属于全国性政策,各省份均落地实施并发行了置换债券,不存在完全未受政策冲击的绝对控制组。据此,本文结合各省份置换债券发行规模与财政禀赋差异,采用“4年置换期内置换债券平均规模/平均综合财力”构建债务置换强度指标 $Replace$,依托地区间政策执行力度的横向异质性识别核心因果效应;以2015年作为债务置换启动时点,设定时间虚拟变量 $Post$,将政策当年及后续年份赋值为1,否则赋值为0。

^① 2015—2018年这一轮债务置换目的在于规范2014年底存量政府债务。2017年7月召开的中央政治局会议首次明确定义“隐性债务”,2019年7省入选“建制县(区)隐性债务化解试点”,虽然名义上仍然是发行置换债券融资,但置换性质发生转变,本文未将这一部分置换债券纳入考量。

3. 控制变量

参考现有文献^[28],本文纳入了公司特征和地区特征控制变量。其中,公司特征控制变量包括:(1)资产负债率(*Lev*),采用总负债占总资产的比值进行衡量,民营企业财务杠杆率高通常意味着信贷可得性高和融资渠道多元,这有助于企业扩大投资规模;(2)公司规模(*lnSize*),采用公司总资产的自然对数进行衡量,民营企业能够凭借规模效应降低其在采购、生产、销售等环节的成本,增强投资活力;(3)净资产收益率(*ROE*),采用息税前利润占平均净资产的比值进行衡量,资产收益率越高,说明民营企业资金管理能力越强,越具有扩大投资的核心竞争力;(4)盈利能力(*Profit*),采用本年营业收入增长率进行衡量,强盈利能力有助于减轻高管对未来的不确定性预期,进而强化投资意愿;(5)存货密度(*Inventory*),采用存货净额占总资产的比值进行衡量,存货销售不畅将降低民营企业资产流动比率,导致实体投资不足;(6)股权集中度(*CR5*),采用前五大股东持股数量占总股数的比值进行衡量,股权越集中越有利于减轻代理成本,促进民营企业投资决策尽快落地。

地区特征控制变量包括:(1)经济发展水平(*lnGDPP*),采用人均地区生产总值的自然对数进行衡量,地区经济发展水平高通常意味着基础设施建设更为完善,要素供给水平更优,能够直接降低民营企业投资成本;(2)地区产业结构(*Industry*),采用地区第二产业增加值占地区生产总值的比值进行衡量,新兴工业产业快速发展,能够为民营企业带来承接高级化产业的投资机会;(3)市场消费潜力(*Market*),采用社会消费品零售总额占地区生产总值的比值进行衡量,地区市场消费潜力大,企业可预期的投资回报更高,但也容易导致市场竞争加剧,抑制中小民营企业投资。

(四) 变量描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。可以看出,民营企业投资活力(*Inv*)的均值为0.0578,最大值为0.2422,最小值为0.0003,表明不同民营企业的投资活力存在明显差距。地方政府债务置换(*Replace×Post*)的最大值为0.4188,最小值为0,说明不同地区间地方政府债务置换存在较大差异。其余变量的描述性统计结果均在合理范围之内。

表2 主要变量描述性统计结果

变量类型	变量	样本量	均值	标准差	最大值	最小值
被解释变量	<i>Inv</i>	14 668	0.057 8	0.049 1	0.242 2	0.000 3
解释变量	<i>Replace×Post</i>	14 668	0.101 1	0.062 2	0.418 8	0.000 0
控制变量	<i>Lev</i>	14 668	0.369 2	0.194 9	0.864 3	0.045 4
	<i>Size</i>	14 668	7.56×10^9	2.44×10^{10}	6.01×10^{11}	5.82×10^6
	<i>ROE</i>	14 668	0.066 0	0.135 9	0.369 8	-0.630 8
	<i>Profit</i>	14 668	0.165 2	0.370 8	2.203 9	-0.562 9
	<i>Inventory</i>	14 668	0.136 8	0.117 2	0.665 9	0.000 4
	<i>CR5</i>	14 668	0.528 9	0.149 8	0.852 6	0.198 5
	<i>GDPP</i>	14 668	1.15×10^5	4.65×10^4	2.57×10^5	1.09×10^4
	<i>Industry</i>	14 668	0.396 9	0.110 4	0.893 4	0.135 5
	<i>Market</i>	14 668	0.389 4	0.080 7	0.995 8	0.054 4

五、实证结果与分析

(一) 基准回归

本文基于强度双重差分模型,评估地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响,表3报告了基准回归结果。其中,列(1)为仅包含控制变量、未包含任何固定效应的回归结果;列(2)为包含控制变量,以及企业和年份固定效应的回归结果。由表3可知,无论是否加入固定效应, $Replace \times Post$ 的回归系数均显著为正。就经济意义而言,在控制其他变量与企业、年份固定效应后,地方政府债务置换强度每提高1个百分点,能够带动民营企业投资活力提升0.0837个百分点,较样本均值(0.0578)提升约1.45个百分点。由此,基准回归结果证实了假设1,即地方政府债务置换有助于提振民营企业投资活力。

表3 基准回归结果

变量	(1)	(2)
$Replace \times Post$	0.1108*** (0.0086)	0.0837*** (0.0248)
Lev	0.0213*** (0.0041)	0.0293*** (0.0053)
$\ln Size$	-0.0014* (0.0007)	0.0098*** (0.0013)
ROE	0.0366*** (0.0039)	0.0214*** (0.0038)
$Profit$	0.0189*** (0.0014)	0.0098*** (0.0013)
$Inventory$	-0.0972*** (0.0048)	-0.0639*** (0.0070)
$CR5$	0.0350*** (0.0041)	0.0468*** (0.0066)
$\ln GDPP$	-0.0095*** (0.0016)	-0.0022 (0.0045)
$Industry$	0.0332*** (0.0064)	0.0051 (0.0181)
$Market$	-0.0266*** (0.0080)	-0.0304*** (0.0103)
常数项	0.1653*** (0.0262)	-0.1605*** (0.0610)
企业固定效应	未控制	控制
年份固定效应	未控制	控制
R^2	0.1257	0.5373
样本量	14668	14668

注:***、**、*分别代表1%、5%、10%的显著性水平,括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,后表同。

(二) 平行趋势假设评估

双重差分模型的适用前提是在政策实施前,处理组和控制组具有一致的变动趋势。本文基于事件分析法构建动态模型,进行平行趋势假设评估,并将政策实施前一年作为基期予以剔除。由图1可知,在债务置换政策实施前,估计系数均分布在零值附近且未通过显著性检验,说明不同债务置换强度地区的民营企业投资活力不存在事前显著差异。在地方政府债务置换政策实施后,置换强度变量的估计系数曲线明显抬升且显著异于零,这表明本文构建的强度双重差分模型符合平行趋势假定。

(三) 内生性分析

尽管强度双重差分模型可以识别出地方政府债务置换对民营企业投资活力的净效应,但在2015—2018年债务置换窗口期内,民营企业投资活力可能反向影响政府债务置换进程,使基准回归结果存在偏误。考虑到地方政府债务置换的核心在于通过显性化方式规范政府债务,本文使用政府工作报告披露的债务词频信息反映“债务显性化”程度,并将该指标与“官员任期”虚拟变量交乘,构造工具变量(IV)以处理内生性问题。

首先,鉴于政府工作报告是地方政府向本级人大报告债务管理情况的官方文

本,本文搜集了历年地级市政府工作报告并进行债务信息深度挖掘。具体地,本文构建了政府债务主题基准词典,并在此基础上,通过训练 Word2Vec 模型,查找与基准词典高度相关的近邻词^①,扩充基准词典的词汇量和语义覆盖范围,从而形成“政府债务”主题词典^②。本文采用政府工作报告披露的政府债务词频占文本总词频比重这一指标来反映地方政府对“债务显性化”的落实力度。一方面,政府债务信息公开披露是债务置换政策的核心配套环节,而政府工作报告作为地方政府传递政策导向、披露治理重点的权威载体,其债务相关词频占比能直接反映地方政府对隐性债务显性化的重视程度与执行意愿,满足相关性假设;另一方面,政府工作报告中债务词频信息的披露逻辑独立于民营企业微观投资决策的形成过程,不会直接干预企业投资行为或被企业投资决策反向影响,满足外生性假设。

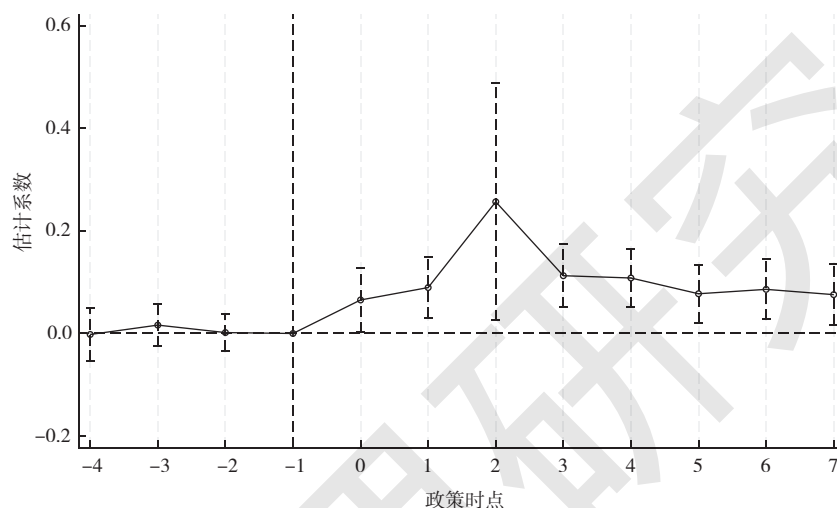


图1 平行趋势假设评估

其次,地方政府债务底数和置换额度的确定,以2013年6月全国地方政府债务全面审计结果为基础,并在2014年第四季度增加了补充摸底。因此,2013年6月至2014年底新上任的市委书记推动债务置换的主观意愿可能更强烈^[29],以这一时段市委书记是否发生更替为依据构建的“官员任期”虚拟变量,满足相关性假设;此外,党的十八大以来,中央反腐败斗争和“43号文”等一系列举债监管政策的密集出台,加强了地方政府举债约束,官员在任期内扩张城投债规模实现短期政绩的路径被切断^[22],因而“官员任期”变动独立于民营企业投资决策,满足外生性假设。

鉴于此,本文构造“债务显性化”指标与“官员任期”虚拟变量的交乘项作为工具变量,执行两阶段最小二乘(2SLS)估计。表4前两列回归结果显示,Kleibergen-Paap rk LM 统计量的相伴概率显著拒绝不可识别的原假设,Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量大于弱工具变量检验的临界值,排除弱工具变量问题,因此本文构造的工具变量是统计有效的。为进一步检验工具变量的排他性,本文将工具变量和核心解释变量同时纳入计量方程并进行回归。表4最后一列回归结果显示,工具变量的回归系数不显著,而地方政府债务置换的回归系数显著为正。这进一步证实,本文设计的工具变量并不直接影响民营企业投资活力,基准回归结果在处理改革政策的潜在内生性问题后依然稳健可靠。

① Word2Vec 模型能够捕捉复杂语义和语法关联,将词语映射到固定维度的高质量稠密向量,使词语产生可度量的距离和角度关系。为提高模型精度,本文采用 Skip-gram 训练算法,将词向量维度设定为 300,训练窗口设置为距离中心词 10 个词语,并剔除无意义停用词以及出现次数少于 5 次的词语。

② “政府债务”主题关键词包括债务风险、隐性债务、债务限额、举债、债务、债务管理、偿债、化债、到期债务、政府债务、债务率、债务增量、专项债、债券、一般债、新增债券、REITs、债务余额、利息支出、本息、借新、举借、用债、融资券、发债、再融资、融资、高息、债务展期、债务还本付息、PPP、投资信托、EPC、BOT、BT、公私、TOT、偿还债务、爆雷、负担沉重、还债、预警线、偿债基金、高利、发行债券、投融资体制改革、政府与社会资本合作、预算管理。

表 4 内生性分析回归结果

变量	2SLS		排他性检验
	第一阶段	第二阶段	
<i>IV</i>	5.526 7*** (0.810 1)		-0.728 4 (1.246 0)
<i>Replace×Post</i>		0.299 4** (0.137 8)	0.084 0*** (0.024 9)
常数项	-0.018 2 (0.014 5)	0.175 4*** (0.017 6)	-0.1660*** (0.0612)
控制变量	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
Kleibergen-Paap rk <i>LM</i>	48.200***		
Kleibergen-Paap rk Wald <i>F</i>	46.538		
R^2			0.537 5
样本量	14 598	14 598	14 597

(四) 稳健性检验^①

1. 安慰剂检验

为排除民营企业投资活力的提高可能由预期效应或其他未被观察到的因素引致的情况,本文执行安慰剂检验。具体地,本文首先进行时间安慰剂检验,将地方政府债务置换政策启动前的某个时期随机设定为“伪处理时间”以进行反事实估计。图 2 时间安慰剂检验的结果显示,将政策分别提前 1—4 年,处理效应均不显著,这表明地方政府债务置换政策不存在预期效应。

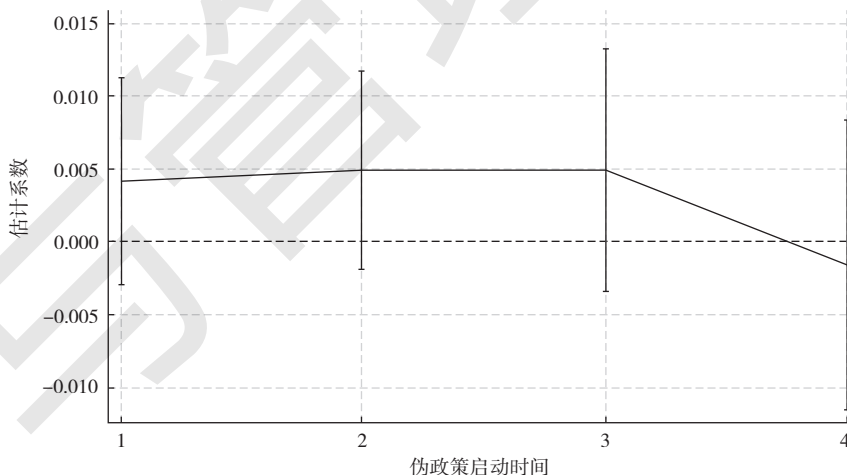


图 2 时间安慰剂检验结果

其次,本文进行混合安慰剂检验,随机选择“伪处理个体”和“伪处理时间”并对基准模型重新进行回归估计。为避免小概率事件影响,增强安慰剂检验效力,本文将上述过程重复 500 次,并绘制了 500 个估计系数的核密度分布图。图 3 混合安慰剂检验的结果显示,随机化的估计系数集中分布于 0 值附近且大量回归结果均不显著,从而进一步证实了基准回归结果的有效性,即民营企业投资活力提升应归因于地方政府债务置换政策,而非难以观测的其他偶然因素。

2. 排除其他政策干扰

除地方政府债务置换外,样本期内的其他政策冲击同样可能影响民营企业投资活力,因而需要执行排

^① 限于篇幅,排除其他政策干扰、其他稳健性检验结果留存备案。

除其他政策干扰的稳健性检验。第一,2014年中国逐步开展地方债“自发自还”改革试点,推动地方政府债券信息披露呈现多渠道与集中化特点,这有助于降低民营企业的信息获取和处理成本。为排除这一政策的可能影响,本文构造了“自发自还”政策的虚拟变量,并将其纳入基准回归模型重新进行检验。第二,2015年中国人民银行宣布取消金融机构存款利率浮动上限,推进了利率

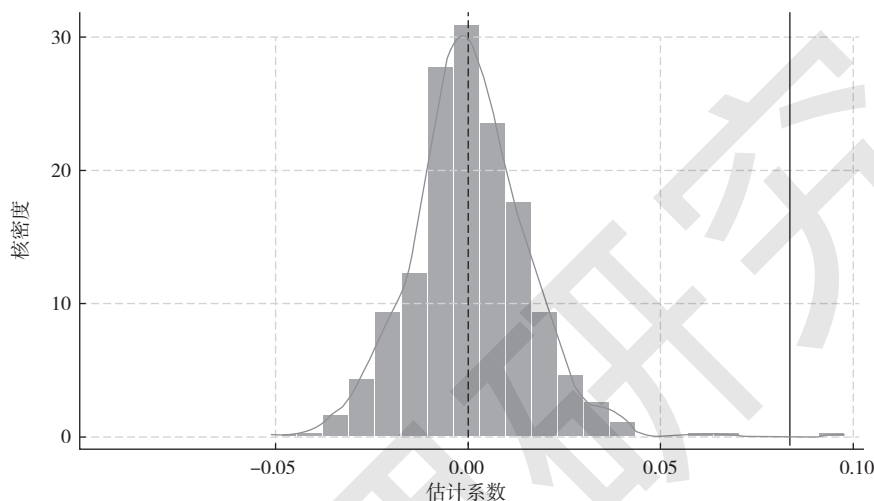


图3 混合安慰剂检验结果

市场化改革进程。这项改革有助于提高金融机构信贷供给能力,缓解利率管制扭曲和企业融资约束。本文在基准回归模型中加入“利率市场化改革前一年银行网点密度”和“利率市场化改革虚拟变量”的交互项,从而排除利率市场化改革的制度影响。第三,2016年中国实施的“营改增”税制改革普遍降低了企业税费负担^①,有助于进一步降低融资平台投资成本,激发实业投资动力。为排除“营改增”税制改革影响,本文以“所得税费用/利润总额”指标反映公司实际税负,并将其纳入基准回归模型重新进行检验。第四,新冠疫情冲击可能会对企业的融资决策和营商环境产生影响,进而干扰本文的研究结果。为了排除2019年疫情对研究结论可靠性的影响,本文剔除2019年之后的样本后重新进行回归分析。第五,2018年之后财政部陆续试点发行特殊再融资债券来置换地区隐性债务,可能通过改善地方财政空间、清欠企业账款等渠道影响民营企业投资行为。为排除这一潜在干扰,本文手工整理了“建制区县隐性债务化解试点”和“全域无隐债试点”名单,利用城市试点与政策时点的交乘项构造“特殊再融资债务置换”指标,并将其纳入基准回归模型重新进行检验。排除上述政策干扰后,地方政府债务置换的促投资效应依然稳健成立。

3. 其他稳健性检验

第一,变换解释变量。本文根据债务置换强度变量的中位数划分处理组和控制组,重新进行回归。其中,置换强度更高的地区为控制组($Treat=1$),较低的地区为对照组($Treat=0$)。2015年及之后的年份视为政策发生期($Post=1$),债务置换政策变量为 $Treat$ 和 $Post$ 的交乘项。第二,更改变量测度方式。本文使用“企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金/总资产”来重新度量民营企业投资活力并进行回归。第三,纳入更多固定效应。不同行业和城市层面可能面临差异化的政府补贴、税收优惠或其他产业政策,这类政策往往难以完全纳入控制变量,但可能会影响民营企业投资活力。本文在基准回归模型中加入行业和城市固定效应,以控制行业和城市层面的不可观测因素。第四,调整民营企业数据样本。为增强本文结论的普适性,本文基于2011—2020年全国税收调查数据库对基准回归结果进行验证。参考现有研究^[30],本文使用固定资产变动额占年末资产数的比重衡量民营企业投资活力,并将企

^① 详见《中华人民共和国增值税暂行条例》(中华人民共和国国务院令 第538号)、《财政部国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号)以及《营业税改征增值税试点实施办法》等相关配套文件。

业资产负债率、企业规模、存货密度、盈利能力、运营能力作为控制变量进行回归。上述检验均验证了本文核心结论的可靠性。

(五) 机制检验

在前文研究的基础上,本文进一步厘清地方政府债务置换对民营企业投资活力的影响机制。地方政府债务置换的特点是优化地方政府债务结构,盘活信贷资源,修复政商与营商信用关系,缓解债务挤出效应,从而提升民营企业投资活力。因此,本文基于外源融资结构和内源融资效率两个方面,针对地方政府债务置换如何促进民营企业投资活力提升展开机制分析。

1. 外源融资结构

地方政府债务置换有助于降低政府信贷融资需求,扩大银行信贷供给并改善信贷风险溢价,从而打破民营企业信贷约束困局。参考刘金东等^[31]的做法,本文使用“长期借款与短期借款加总值”衡量民营企业银行贷款情况,并对其取自然对数来反映银行贷款规模。表5回归结果显示,地方政府债务置换增加了民营企业获得的银行贷款规模。考虑到商业信用融资是民营企业自身资金链紧张时的替代性融资,当企业自身资金不足以支付货款时,只能通过拖欠上游供应商款项维持运营,或通过向下游客户预收账款来缓解资金压力。这意味着,当债务置换增强了民营企业信贷可得性后,将减少民营企业占用上下游企业的资金。参考顾雷雷等^[32]的研究,本文以“(应付账款+应付票据+预收账款)/总资产”指标反映民营企业商业信用融资情况,其中“应付账款”和“应付票据”反映占用的上游供应商资金,“预收账款”反映占用的下游客户资金。表5回归结果显示,地方政府债务置换后,民营企业无需再依靠占用上下游的商业信用来维持资金链,能够按时足额支付供应商货款、降低预收账款比例,被动性的商业信用融资规模随之下降。

本文进一步使用融资约束和融资成本指标反映民营企业外部融资能力的变动情况,这是影响民营企业投资活力的关键因素。本文首先基于企业规模和年龄构建SA指数。SA指数通常为负值,且绝对值越大意味着融资约束程度越高,即SA指数与融资约束程度呈负相关。其次,参考卡普兰和津加莱斯(Kaplan & Zingales)^[33]、魏志华等^[34]的思路,本文通过企业的经营性净现金流、现金股利、现金持有、资产负债率及托宾Q值等核心财务指标构建KZ指数。KZ指数与融资约束程度呈正相关,即指数越大,表明上市民营企业面临的资金获取难度越高。表5回归结果显示,无论是使用哪一类指数,地方政府债务置换均减轻了民营企业所面临的融资约束。由于地方政府债务置换提供了更优的资金选项,民营企业信贷可得性增加,即使商业信用融资减少,仍然缓解了融资约束。最后,参考余明桂和王空^[35]的做法,本文使用“利息支出占银行贷款的比重”来反映民营企业融资成本。表5回归结果显示,地方政府债务置换降低了民营企业融资成本。这表明,地方政府债务置换释放了地区信贷资源,缓解了民营企业融资约束,降低了民营企业融资成本,有助于优化民营企业外源融资结构,从而提振民营企业投资活力。

表5 外源融资结构的机制检验回归结果

变量	银行贷款规模	商业信用融资规模	SA 指数	KZ 指数	融资成本
<i>Replace</i> × <i>Post</i>	1.296 5*	-0.100 3*	0.215 6**	-2.483 2**	-1.467 7*
	(0.685 6)	(0.053 7)	(0.087 4)	(0.993 8)	(0.758 5)
常数项	-5.787 3***	0.170 2	-3.504 4***	6.665 0***	-0.352 3
	(1.633 1)	(0.122 4)	(0.177 5)	(2.217 7)	(3.101 0)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制

表5(续)

变量	银行贷款规模	商业信用融资规模	SA 指数	KZ 指数	融资成本
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.851 1	0.817 5	0.964 9	0.750 0	0.354 2
样本量	11 148	14 668	14 668	14 668	11 148

2. 内源融资效率

地方政府债务置换降低了地方政府债务付息支出,释放了财政空间以用于清偿账款拖欠。置换债券资金到位后,政府将资金用于清偿拖欠的民营企业账款,这表现在民营企业的资产负债表中,即“应收账款”通过回款变成了“货币资金”。本文使用“应收账款、应收票据与预付款项之和”衡量民营企业被拖欠账款规模,并对总资产进行标准化处理。表6回归结果显示,地方政府债务置换减轻了民营企业应收款项负担,减少了被隐性占用的资金。原先被拖欠方“无息占用”的货款提前变现,有助于释放民营企业现金流,从而提升投资意愿。

考虑到地方政府债务置换清偿了核心主体(政府)的拖欠账款,有助于打破债务传导链条,推动资金循环畅通。本文进一步使用营运资金周转率来反映民营企业的资金配置效率。表6回归结果显示,随着置换债券资金到位,民营企业的资金周转效率明显提升。这表明,地方政府债务置换下的政府清欠行动有助于修复政商、营商信用环境,破解“连环债”问题,进而带动资金周转效率的提升。民营企业内源融资约束缓解、融资效率提高,将有效提升投资意愿和投资决策的灵活性,从而提振投资活力。

表6 内源融资效率的机制检验回归结果

变量	被拖欠账款规模	营运资金周转率
<i>Replace×Post</i>	-0.151 0** (0.066 5)	1.190 2** (0.486 1)
常数项	0.586 4*** (0.144 6)	0.664 5 (1.313 9)
控制变量	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
R^2	0.807 6	0.120 2
样本量	14 668	14 668

(六) 异质性分析

1. 基于企业自身特征

考虑到地方政府债务置换有助于减轻政府债务对民营企业信贷额度和营运资金的“双重挤出”,本文分别从产融结合、市场地位以及供应链网络关系强度这三个企业自身特征视角展开异质性分析,研究地方政府债务置换政策对民营企业投资活力的影响效应差异。

首先,企业自身融资能力差异将直接影响企业投资决策。长期受资金缺口制

约的民营企业,即使面对具有盈利前景的投资项目,也可能因融资受到约束或融资成本过高而放弃投资机会。通过参股金融机构实施产融结合战略的民营企业,在融资可得性和融资成本两方面均优于未参股的企业。因此,本文根据是否持有银行股份或持有其他金融机构股份对民营企业进行分组回归。表7回归结果显示,地方政府债务置换提高了未实施产融结合战略的民营企业投资活力;对于实施产融结合战略的民营企业而言,地方政府债务置换的影响较小。原因在于,地方政府债务置换的核心政策红利是释放普惠性信贷资源,切实解决民营企业融资难融资贵问题,这使得原先因资金短缺而搁置的投资项目得以落地,提振了投资活力。对于实施产融结合战略的民营企业而言,地方政府债务置换带来的外部融资增量仅是边际改善,

不足以对投资决策产生关键影响。

其次,企业市场地位决定了供应链议价能力和商业信用融资格局。现实中,具有市场优势地位的企业更容易通过批量采购或长期合作等方式要求上游延长账期,同时对下游收取预付款,主动占用供应链资金^[36]。参考张新民等^[37]的研究,本文根据企业年度销售额和行业样本中位数进行比较来划分企业市场地位,将企业年度销售额占行业销售额的比值大于行业样本中位数的企业划分为高市场地位组,否则划为低市场地位组。表7回归结果显示,地方政府债务置换提高了高市场地位的民营企业投资活力;对于低市场地位的民营企业而言,地方政府债务置换的影响较小。原因在于,地方政府债务置换释放了优质信贷资源,高市场地位的民营企业用低成本、长期稳定的信贷资源,替代了高隐性成本、短期不稳定的商业信用融资,主动实现融资结构优化。当地区提供了更优的资金选项时,即使商业信用融资减少,民营企业投资活力也会因资金质量升级而增加。

最后,供应链网络关系强度反映了企业与上下游合作伙伴的多层级协同深度。随着上下游合作伙伴的关系深化,企业间零和博弈式拖欠将减少,从而提高供应链资金流转效率。参考蒋晶等^[38]的研究,本文利用企业当年前五大供应商采购比例和前五大客户销售比例的均值来衡量企业供应链网络关系强度,并按照样本中位数进行分组回归。表7回归结果显示,在供应链网络关系强度较低的民营企业中,地方政府债务置换提高了投资活力;对于供应链网络关系强度较高的民营企业而言,地方政府债务置换政策的影响较小。原因在于,面对政府与国有企业的账款拖欠,供应链网络关系强度较低的民营企业,更容易因信任缺失难以周转资金,导致投资能力与投资意愿双低。地方政府债务置换通过清偿政府拖欠账款,向民营企业注入低成本长期资金,将直接改善供应链信用评级较低企业的现金流状况。供应链网络关系强度高的民营企业能够通过供应链协同机制进行资金周转,因而地方政府债务置换所释放的现金流对其投资促进的边际效用较低。

表7 企业自身特征的异质性分析回归结果

变量	产融结合		企业市场地位		供应链网络关系强度	
	否	是	高	低	强	弱
<i>Replace</i> × <i>Post</i>	0.076 2*** (0.028 3)	-0.030 8 (0.224 9)	0.074 5*** (0.026 5)	0.066 5 (0.046 5)	0.028 5 (0.046 2)	0.088 7** (0.042 3)
常数项	-0.160 9** (0.063 0)	-0.356 3 (0.233 3)	-0.249 6*** (0.080 8)	-0.240 1** (0.101 4)	-0.189 7* (0.108 7)	-0.152 5* (0.086 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>R</i> ²	0.544 4	0.726 1	0.596 0	0.556 8	0.582 6	0.577 3
样本量	14 047	579	6 764	7 620	6 384	6 414

2. 基于外部环境特征

地方政府债务置换通过盘活银行信贷资源,清偿政府账款拖欠,有助于修复政商与营商信用关系。本文分别基于政府财政压力、地区营商环境和行业准入壁垒进行异质性分析,研究地方政府债务置换所发挥的政策效果差异。

首先,在地区财政收支缺口较大时,地方政府存在拖欠民营企业工程款、采购款的策略动机。本文以“地方财政一般预算内支出/地方财政一般预算内收入”指标衡量地区财政压力,按指标中位数进行分组回归。表8回归结果表明,在低财政压力的民营企业中,地方政府债务置换的影响较小;而在高财政压力的民营企业中,地方政府债务置换提高了投资活力。原因在于,在财政压力高的地区,被拖欠账款是制约民营企

业投资活力的关键痛点。地方政府通过债务置换减轻短期偿债压力,释放财政支出空间,从而有能力落实清欠民营企业账款的政策要求,精准打破民营企业投资的资金瓶颈;而在低财政压力地区,政商信用关系更为优良,地方政府债务置换所带来的边际改善有限,投资促进效应较为模糊。

其次,营商环境能够综合反映民营企业所在地区的融资环境和信贷配置效率。参考樊纲等^[39]的研究,本文以历年“中国分省份市场化指数”的样本中位数进行分组,地区市场化水平高表明市场营商环境更为优质。表8回归结果显示,地方政府债务置换的回归系数在优质营商环境中不显著,而在非优质营商环境中却显著为正。原因在于,在营商环境发展相对滞后的地区,信贷资源长期向政府关联主体倾斜,民营企业面临严重的信贷资源错配,即使是优质企业也难以获得信贷资金,导致项目投资缺乏落地资金。地方政府债务置换一方面通过盘活被平台债务刚性占用的银行信贷额度,为民营企业拓宽融资渠道;另一方面,通过降低投资者对政府关联企业的隐性担保预期,有效降低了民营企业融资成本,从而使得影响效应更为突出。相比之下,在营商环境相对优质的地区,信贷资源主要基于市场化规则配置,民营企业具有相对畅通的融资渠道,因而地方政府债务置换带来的融资改善效应尚不明显。

最后,行业准入壁垒直接限制了民营企业的产业链参与深度、信贷市场化程度以及投资决策空间。本文根据企业所处行业是否属于管制行业^①对样本进行分组回归。表8回归结果表明,地方政府债务置换的回归系数在管制行业中不显著,而在非管制行业中显著为正。原因在于,管制行业的信贷资源配置存在较强的所有制偏向,银行基于政策风险和资产安全考量,优先将信贷资源投向承担核心业务的国有企业,民营企业外源融资改善的幅度极小。受限于资源获取能力,民营企业在管制行业中天然被挤压至产业链配套环节,地方政府债务置换带来的资金不足以支持其在管制行业的核心领域投资;而在非管制行业中,民营企业对于信贷变化的反应更为灵敏,在获得外源资金后的投资决策自主化程度更高,信贷资金能够快速转化为生产性投资支出。

表8 外部环境的异质性分析回归结果

变量	地区财政压力		优质营商环境		管制行业	
	低	高	否	是	否	是
<i>Replace</i> × <i>Post</i>	0.019 2 (0.040 5)	0.085 7*** (0.032 9)	0.070 4** (0.032 4)	0.031 4 (0.077 7)	0.093 2*** (0.029 9)	0.042 6 (0.040 3)
常数项	-0.252 5** (0.100 2)	-0.149 9* (0.085 6)	-0.215 2** (0.095 0)	-0.363 2*** (0.108 8)	-0.058 3 (0.071 7)	-0.324 8*** (0.112 1)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.547 8	0.574 8	0.542 4	0.621 3	0.550 5	0.537 2
样本量	7 112	7 060	7 171	7 279	10 119	4 505

六、结论与建议

通过发行地方政府置换债券将大量表外债务纳入地方预算管理,是中国表外债务治理的一次有益尝试。本文以2015—2018年大规模地方政府债务置换计划为研究对象,探究政府债务融资模式转型对民营企

① 管制行业的核心逻辑涉及国计民生、资源垄断、公共服务或产业安全,需政府严格准入与监管。管制行业包括采矿业,制造业中的石油、煤炭及其他燃料加工业,化学原料和化学制品制造业,非金属矿物制品业,橡胶制品业,塑料制品业,有色金属冶炼和压延加工业,金属制品业,电力、热力、燃气及水生产和供应业,交通运输、仓储和邮政业,信息传输、软件和信息技术服务业,房地产业,文化、体育和娱乐业。

业投资活力的影响。研究表明,随着地方政府债务融资模式向市场化、规范化和透明化转变,政府债务对民营企业信贷资源和营运资金的挤占效应减轻,地方政府债务置换通过优化外源融资结构和改善内源融资效率两个渠道缓解了民营企业的流动性约束,为促进民营企业投资活力提升提供了重要的资金支撑。异质性分析表明,地方政府债务置换的促投资效应主要体现在未实施产融结合战略、具有优势市场地位、供应链网络关系较弱的民营企业中。地方政府债务置换政策为这部分民营企业提供了充足且低成本的信贷资源和营运现金流,从而发挥了更强的政策增量效应。此外,地方政府债务置换主要促进了处于高财政压力和非优质营商环境的地区,以及非管制行业的民营企业投资活力提升。这表明,地方政府债务置换能够减弱地方财政收支缺口和营商环境建设不足对民营企业投资所造成的负面影响,但对于存在刚性壁垒的管制行业而言,地方政府债务置换所能发挥的政策效应有限。

基于上述结论,本文提出以下政策建议:

第一,深化隐性债务源头治理,化解民营企业信贷资源被挤占的风险。信贷资源配置的结构性失衡是制约民营企业投资活力的重要现实问题,而地方政府债务置换将表外债务转换为表内债务并进行规范化治理,重塑了信贷资源在不同所有制企业之间的配置结构。鉴于地方政府债务置换有效推动了市场融资环境优化,未来中国应依托大规模存量隐性债务置换政策,充分激发民营企业高质量发展活力。

第二,规范政府与民营企业合作模式,专项清理各类变相拖欠民营企业账款行为。大部分民营企业资产实力较弱,应收账款长期难以收回,既直接制约企业日常营运周转,也削弱其生产投资和市场扩张的能力。针对该问题,一方面应开展由政府牵头的清欠民营企业账款专项行动,重点督促地方政府以及附属平台公司按期支付民营企业账款,改善民营企业现金流状况,继而稳定民营企业投资决策;另一方面,应持续完善市场化履约机制,推广政府和社会资本合作项目的规范化管理,避免政府单方面向民营企业转嫁成本,从源头遏制拖欠行为。

第三,构建差异化政策体系,靶向赋能民营企业投资活力提升。当外部投融资环境恶化时,实施产融结合战略以及搭建供应链关系网络的民营企业,可依托资源整合优势和内生融资缓冲机制,维持投资稳定。而中小民营企业风险承担能力较弱,需强化财政金融政策的靶向性,确保化债释放的金融资源能够高效、精准地滴灌至目标群体,促进中小民营企业投资活力充分释放。

第四,鼓励民间资本深耕关键领域,完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制。管制行业核心领域的制度壁垒是民营企业进入的首要障碍,单纯资金支持难以突破资质要求、行政审批等刚性约束,因而需统一准入规则,实现制度松绑。推行管制行业核心领域民营企业准入正面清单与负面清单的双重管理。设立正面清单明确民营企业可进入领域与持股比例底线,逐步缩减不合理的市场准入限制;对于负面清单之外领域,严禁以任何形式增设行政许可或隐性门槛。

循着上述路径进一步思考,如何实施配套的融资支持政策放大地方政府债务置换政策增量效应,围绕结构升级和效率优化等维度培育民营企业高质量发展动力,以及如何强化供应链协同、充分激发民营企业的牵引带动作用等问题,都是有意义的深入研究方向。

参考文献:

- [1] 吕鑫,李如兵,付文林. 地方政府债务与民营企业成长——基于行业异质性的研究[J]. 财政研究,2023(4):68-81.
- [2] 张杰,杨富钧. 中国“政府-国企-民企”债务循环机制的内在特征、影响效应与解决思路[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2026(1):158-168.
- [3] 梁若冰,王群群. 地方债管理体制与企业融资困境缓解[J]. 经济研究,2021,56(4):60-76.

- [4]王军红,潘双吉,崔馨予.新质生产力发展视阈下全要素生产率对财政空间的影响研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2025,40(4):93-105.
- [5]张家才,余典范,王婷.政府采购如何助力民营企业投资?[J].经济与管理研究,2026,47(4):17-33.
- [6]梁琪,郝毅.地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J].经济研究,2019,54(4):18-32.
- [7]樊成杰,张屹山,赵子英.地方债务置换的宏观经济效应与财政政策选择[J].数量经济技术经济研究,2025,42(7):25-46.
- [8]钟宇桦,陈姗姗,马惠娴,等.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021(4):5-23.
- [9]李林巍,李一花,潘晗.债务置换与企业融资困境[J].财政研究,2022(11):53-73.
- [10]WANG Y, GUO F J, GUO C Y. The impact of local government debt replacement on corporate financing constraints: evidence from China[J/OL]. *Applied Economics*, 2025[2026-01-25]. <https://doi.org/10.1080/00036846.2025.2572539>.
- [11]李志生,汪颖栋,金凌.地方政府债务置换与企业杠杆率分化——兼论优化地方债务结构[J].经济研究,2024,59(2):23-41.
- [12]ZHANG M, BROOKINS O T, HUANG X W. The crowding out effect of central versus local government debt: evidence from China[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2022, 72: 101707.
- [13]刘芳志,白云.政府债务增加降低了企业杠杆吗?[J].财政研究,2020(3):71-84.
- [14]HUANG Y, PAGANO M, PANIZZA U. Local crowding-out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [15]金碚.债务支付拖欠对当前经济及企业行为的影响[J].经济研究,2006(5):13-19.
- [16]李增福,李铭杰,汤旭东.政府欠款清理与民营企业投资:基于专项督导的准自然实验[J].世界经济,2023,46(1):170-191.
- [17]余泳泽,郭梦华,胡山.社会失信环境与民营企业成长——来自城市失信人的经验证据[J].中国工业经济,2020(9):137-155.
- [18]CONG L W, GAO H Y, PONTICELLI J, et al. Credit allocation under economic stimulus: evidence from China[J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(9): 3412-3460.
- [19]ZHENG Y T, LUAN X, LU X, et al. A new view of risk contagion by decomposition of dependence structure: empirical analysis of Sino-US stock markets[J]. *International Review of Financial Analysis*, 2023, 90: 102920.
- [20]PEGKAS P. The effect of government debt and other determinants on economic growth: the Greek experience[J]. *Economics*, 2018, 6(1): 10.
- [21]李增福,徐晓珠.地方政府债务治理如何重塑企业商业信用?[J].数量经济技术经济研究,2025,42(11):47-65.
- [22]CHEN Z, HE Z G, LIU C. The financing of local government in China: stimulus loan wanes and shadow banking waxes[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 137(1): 42-71.
- [23]董启琛,赵雪晴,许江波,等.中国自由贸易试验区设立对企业投资的影响研究[J].经济与管理研究,2023,44(12):67-84.
- [24]郭玉清,姜晓妮.债务空间留存度如何影响融资平台杠杆率——来自地市级政府预算执行公报的经验证据[J].南开经济研究,2022(6):26-46.
- [25]张骏,郭娜.银行金融科技对实体企业融资效率的提升效应——基于银企关联视角的经验研究[J].经济与管理研究,2025,46(5):37-55.
- [26]MA H Y, HOU D S. Local government debt and corporate maturity mismatch between investment and financing: evidence from China[J]. *Sustainability*, 2023, 15(7): 6166.
- [27]梅冬州,温兴春,吴娱.财政扩张、信用违约和民营企业融资困境[J].经济研究,2021,56(3):116-131.
- [28]RAJKOVIC T. Lead independent directors and investment efficiency[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101690.
- [29]李一花,李林巍,王一迪.地方债务置换与融资平台债务扩张[J].财贸经济,2024,45(7):40-56.
- [30]田彬彬,张欢,林超,等.税收任务、征管裁量权与税收优惠落地[J].经济研究,2024,59(8):57-76.
- [31]刘金东,徐军伟,初虹,等.地方政府债务与企业商业信用——基于供应链风险溢出的视角[J].中国工业经济,2024(11):156-173.
- [32]顾雷雷,王南萱,彭俞超,等.货币政策与市场结构:来自龙头企业供应链资金占用的证据[J].经济研究,2025,60(5):140-156.
- [33]KAPLAN S N, ZINGALES L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169-215.
- [34]魏志华,曾爱民,李博.金融生态环境与企业融资约束——基于中国上市公司的实证研究[J].会计研究,2014(5):73-80.
- [35]余明桂,王空.地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J].经济研究,2022,57(2):58-72.
- [36]胡琨,张伯超,韩清,等.超大规模市场优势下技术创新对企业市场势力的影响[J].首都经济贸易大学学报,2026,28(2):111-126.
- [37]张新民,王珏,祝继高.市场地位、商业信用与企业经营性融资[J].会计研究,2012(8):58-65.
- [38]蒋晶,许玲燕,杜建国.供应链网络能否提升涉农企业生产率?[J].华南农业大学学报(社会科学版),2025,24(2):81-91.
- [39]樊纲,王小鲁,马光荣.中国市场化进程对经济增长的贡献[J].经济研究,2011,46(9):4-16.

Local Government Debt Swaps and Investment Vitality of Private Enterprises

—Based on the Transformation in Government Debt Financing Modes

GUO Yuqing, QIAN Senping

(Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: As a core endogenous driver for national economic growth, private enterprise investment plays a driving role in industrial and supply chains, which is a key to sustaining economic flows. To alleviate the crowding-out effect of government debt on the investment and financing of private enterprises, China implemented local government debt swap policies from 2015 to 2018. These policies converted the off-balance-sheet debt originally outside the fiscal supervision system into on-balance-sheet debt incorporated into the full-caliber budget management, thus driving the transformation of local government financing modes toward standardization and transparency. Clarifying the impact of debt swaps on the investment vitality of private enterprises constitutes an important exploration for optimizing the allocation of debt resources and achieving development during debt reduction.

Based on data on local government swap bonds from 2015 to 2018 and from private listed companies from 2011 to 2022, this paper constructs an intensity difference-in-differences model to empirically examine the investment-promoting effect of debt swaps. The paper finds that debt swaps can boost the investment vitality of private enterprises, and this conclusion remains robust after a series of endogeneity treatments and robustness tests. Mechanism analysis shows that, on the one hand, debt swaps drive private enterprises to shift from informal credit occupation to formal bank credit, thereby optimizing their external financing structure; on the other hand, the debt clearance initiative under debt swaps helps unclog capital bottlenecks in industrial and supply chains and improve the internal financing efficiency of private enterprises. Therefore, debt swaps boost the investment vitality of private enterprises by alleviating both internal and external financing constraints. Heterogeneity analysis indicates that this investment-promoting effect is more pronounced for private enterprises with non-industry-finance integration, high market status, and weak supply chain network ties, as well as those located in regions with high fiscal pressure and low levels of marketization, and those operating in non-regulated industries.

This paper confirms the corrective role of local government debt swaps in addressing resource misallocation in the credit market and proposes policy recommendations from four aspects: optimizing credit allocation, clearing up accounts receivable arrears, introducing differentiated policies, and improving the private investment mechanism. These findings not only enrich the relevant research on debt governance that boosts corporate investment but also provide empirical evidence and policy references to further unlock the policy dividends of debt swaps and enhance the dynamism and vitality of private enterprises for high-quality development.

Keywords: debt swap; private enterprise; investment vitality; financing structure; external financing; internal financing

编校:蒋 琰;张笑愚