

地方政府姿态与城投债的发行数量与风险溢价*

郭峰¹, 徐铮辉²

(1. 上海财经大学公共经济与管理学院, 上海 200433; 2. 国盛证券有限责任公司, 上海 200120)

摘要: 文章以地方政府工作报告中关于城投债的姿态与城投债的实际发行情况为例, 考察了政府政策文宣与政策实际执行之间的关系。基于对2006—2017年中国308个地级市3600余份地方政府工作报告的统计, 文章发现地方政府表现出了越来越强的抑制地方债务风险的姿态。但将地方政府工作报告中的姿态数据与城投债实际发行数据匹配后却发现, 某地区之前发行的城投债数量对地方政府关于地方债的姿态没有显著影响, 而该地区今年准备发行的城投债数量越多, 该地方政府越倾向于在年初的政府工作报告中表现出抑制地方债务风险的姿态。进一步研究发现, 防范风险的姿态可以在边际上降低城投债发行数量增加带来的风险溢价, 这意味着计划增加发债时, 强调抑制债务风险对地方政府而言是理性的。

关键词: 政府工作报告; 城投债; 债务风险

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)12-0018-14

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.12.002

一、引言

文章以地方政府工作报告中关于城投债的姿态与城投债的实际发行情况为例, 考察政府政策文宣与政策实际执行之间的关系。作为发展型政府, 为完善基础设施、促进当地经济增长, 中国地方政府有很大的资金缺口, 但由于长期以来中国政府一直严禁地方政府直接负债融资, 因此城投公司和地方融资平台的模式逐渐兴起。这些城投公司和地方融资平台发行的债券被称为“城投债”, 虽然其发行主体不是地方政府, 但政府却承担隐性担保责任, 城投债在事实上扮演着“市政债”的角色(孙辉, 2004; 罗党论和余国满, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016; 杨继东等, 2018)。城投债的发行确实较好地解决了地方政府资金缺口的问题, 在中国的基础设施建设和快速推进的城市化进程中, 城投债曾发挥了非常积极的作用。但在城投债发展过程中也出现了不少问题, 地方政府在获得大量融资的同时, 负债问题也开始加速显性化。许多地方政府过度依靠外部资金, 负债规模迅速增长, 一些地方的债务率远远超过了风险控制警戒范围, 带来了很大的风险隐患, 引起了全社会的广泛关注。

因此, 加强对城投债的管控, 特别是风险管控, 就显得格外重要, 而这也成为了最近几年中国中央政府在城投债管理工作上的重心。例如, 为了防范已发行城投债背后所隐藏的地方债务风险, 财政部于2014年10月出台了《地方政府存量债务清理处理办法》, 明确规定2016年后停止发行新的城投债, 已发行在外的城投债也要纳入政府预算管理。2016年以来, 抑制城投债风险

收稿日期: 2019-04-23

基金项目: 国家社会科学基金青年项目(16CJY065)

作者简介: 郭峰(1984—)(通讯作者), 男, 河北邯郸人, 上海财经大学公共经济与管理学院副教授;
徐铮辉(1995—), 男, 江苏无锡人, 国盛证券有限责任公司固定收益组分析师。

更是成为政策主线,陆续出台了一系列监管政策,旨在规范地方政府的融资担保,严格把控变相融资增加政府债务负担。

虽然有中央政府的高度重视,但切实做到降低城投债风险还有赖于地方政府的态度和行动。在债券市场上,一般市场参与者都会认为地方政府会为本地融资平台公司发行的城投债提供“隐性担保”。尽管中央政府多次发文否定这种做法,但市场参与者仍会认为当城投债出现兑付问题时,地方政府很可能会用财政收入对城投债进行代偿。在中央三令五申地要求加强地方债管理的情况下,地方政府也确实开始重视这一问题,纷纷在不同场合和各类文件中表现出防范地方债务风险的姿态。特别是地方政府似乎越来越倾向于在政府工作报告中表现出抑制地方债务风险的姿态。例如,湖南省怀化市2016年政府工作报告中明确指出要“加强政府投资项目的财政监管,防范政府债务风险”;辽宁省本溪市2017年政府工作报告中指出,必须“严格执行限额管理,有效控制债务规模,规范举债行为”。

然而,抑制地方债务风险,降低城投债发行数量显然是最直接的手段,但在2017年以前,城投债发行数量一直是节节攀升的。我们观察到一个奇特的现象,一方面城投债发行数量屡创新高,另一方面地方政府工作报告中抑制地方债务风险的声调不断高涨。因此本文中,我们考察了地方政府工作报告中对城投债的姿态与城投债实际发行之间的关系。我们发现,某地区之前发行的城投债数量对地方政府关于地方债的姿态没有显著影响,即城投债的存量风险并没有影响到地方政府工作报告中对城投债发行和债务风险的姿态,而该地区未来准备发行的城投债数量越多,该地方政府越倾向于在年初的政府工作报告中表现出抑制地方债务风险的姿态,即似乎地方政府是在未来准备发行更多城投债的时候,才倾向于表达出抑制债务风险的姿态。此外,本文进一步的研究表明,防范债务风险的姿态可以在边际上降低城投债发行数量的风险溢价,这意味着计划增加发债时,强调抑制债务风险对地方政府而言是理性的。对这些问题的考察有助于我们理解地方政府在中国城投债市场中所扮演的角色,为防范和化解地方债务风险提供参考。也有助于我们深刻理解地方政府的政策文宣与政策实际执行之间的关系,为相关改革提供参考。另外,本文的研究也可为从文本中提取大数据进行情感分析的研究提供启发,即文本中表达的情感和态度究竟是真实想法,还是仅仅为一种姿态宣示。

二、文献综述

中国地方政府对城投债的倚重有很深的体制性根源。地方政府所承担的“事权”与其所控制的“财权”长期以来一直都不匹配,地方财政需要承受非常大的压力(傅勇和张晏,2007)。然而,根据有关规定,地方政府不得向商业银行直接借款,且长期以来也不能直接发行债券,从而激发了城投债这种变通的地方政府负债模式(杨继东等,2018)。而在城市基础设施等的建设中,城投债也的确发挥了重要作用,研究表明,地方政府举债融资对中国城市经济发展有显著的正向促进作用(徐长生等,2016)。如果体制性原因是城投债模式在中国兴起的“地利”,那么2008年的全球金融危机则为城投债的大量发行创造了“天时”。危机爆发后,为刺激经济维持平稳较快增长,中国中央政府发布了一系列经济政策,其中包含4万亿投资计划。在4万亿计划中,中央政府只承担约30%的责任,剩余部分则需要地方政府自行筹集。为了鼓励地方政府提供配套资金,中央对地方政府拓宽融资渠道转为积极支持的态度,于是地方融资平台大量涌现,地方政府债务迎来了爆发性增长(牛霖琳等,2016)。这一时期的基础设施建设和新城建设都迈上了新台阶,常晨和陆铭(2017)的研究显示,2009年后大规模的新城建设是城投债爆发式增长的一大原因。“天时”和“地利”之外,还有“人和”的原因,即中国地方政府和地方官员有强烈的负债发展

的冲动。在中国的行政体制和官员考核体制下,地方政府本就有强烈的发展经济的冲动(Li and Zhou, 2005),而地方官员频繁的调动又催生了其执政理念的短视化(罗党论和余国满, 2015),促使地方政府通过发债来为经济建设融资(余国满等, 2015)。具体而言,根据我们的统计,地方政府发行的城投债期限中值为5年,且26.5%的城投债期限在7年或以上,而地方政府主要官员的任期大多在3至4年左右,即本届官员所借债务,往往并不用本届官员负责筹资偿还,而创造的良好基建政绩则可以归为本届官员,这在一定程度上刺激了地方政府对城投债模式的青睐。

但随着城投债发行数量的增长,地方政府偿债压力增大,城投债问题开始引起广泛关注。国内外很多文献对地方政府债务风险的原因和机制进行了讨论,如Polakova(1999)认为隐性的或有债务对地方财政安全构成了潜在威胁,王永钦等(2016)认为中国地方债务存在较严重的预算软约束问题。也有学者试图从实证上分解市政债券的流动性风险和违约风险(Dick-Nielsen等, 2012; Schwert, 2017)。虽然以政府表内的显性负债率计算,中国政府的总债务率并未达到欧美国家的警戒线水平,但除负有直接偿还责任的显性债务外,中国政府,特别是地方政府还存在城投债这种负有担保责任及可能承担救助责任的或有债务(马建堂等, 2016)。随着经济增长的放缓,土地财政和其他收入有衰减迹象,政府债务隐患更加凸显(杨继东等, 2018)。例如,张莉等(2018)的研究认为,城投债依赖于地方政府土地出让金收入,而后者又依赖于房地产业,从而城投债这种融资模式放大了地方经济对房地产市场波动的敏感度。同时,也有文献研究认为,城投债融资模式缺乏透明度,管理不规范,可能成为引发系统性金融风险隐患(牛霖琳等, 2016; 毛锐等, 2018)。

关于城投债隐藏的风险问题,不少文献都已展开了研究。例如,郭玉清(2011)从地方债务形成中央或有隐性债务风险的角度,分析了地方债务危及中央财政安全的传递机制与可能性,建议对中国财政风险进行科学的量化管理,构建风险预警指标。Xu和Zhang(2014)指出,基础设施建设的长周期和城投债中短期限的错配可能会导致短期内偿债风险。范剑勇和莫家伟(2014)对地方举债与土地市场和地区工业增长的内在联系及资源配置扭曲导致的系统性风险做了机制建模和实证分析,并指出以债务推动的工业增长模式不可持续。Ang等(2016)使用城投债数据研究了风险溢价与企业经营、地方宏观经济、政府官员腐败等因素之间的关系。而毛锐等(2018)的研究则表明,地方政府投资冲动驱使地方政府债务规模呈现顺周期特征,商业银行对地方政府债务的大量认购会导致债务风险转化为金融风险。

中央政府高度重视城投债中隐藏的风险。为化解地方债务风险,2014年开始,国家综合运用行政、经济与法律等多重手段对地方债进行了治理。在化解地方债务风险上,地方政府作为当事一方,其态度和行动非常关键,因为虽然债务名称为企业债,但由于存在政府的隐性担保,实际上城投债最坚实的偿债机制是政府的财政收入,这一观念在中国是根深蒂固的(刘东民, 2013),因此,地方财政的实力在很大程度上会影响城投债的违约风险和风险溢价。不过,虽然大量文献对此进行了研究,但得到的结论却不尽相同。地方政府的财力状况越好,政府的担保意愿和担保能力就越强,使得地方政府的整体担保水平上升,可以降低城投债的信用违约风险,进而拉低城投债的发行利差(罗荣华和刘劲劲, 2016)。但有文献认为,地方政府以违规的方式提升地方融资平台债券的信用评级,会增加地方融资平台债券投资者的风险,如韩鹏飞和胡奕明(2015)发现,政府隐性担保可以降低国有企业债券的风险,但却增加了地方融资平台的风险溢价。也有研究发现政府担保对城投债风险溢价的影响存在异质性,如汪莉和陈诗一(2015)发现,政府隐性担保对城投债利率的影响依赖于发行人所在地的经济发展状况,即当区域经济发展状况不理想时,政府隐性担保无法改善投资者对债券未来违约风险的预期,从而无法降低债券发行企业的融资

成本；但对于经济发展状况较好的地区，政府隐性担保变得更加可信，进而可以降低城投债利率。此外，还有文献考察了官员对城投债风险的影响，如 Ang 等(2016)发现，地方官员的腐败程度会显著影响城投债的利差。而罗党论和余国满(2015)认为，官员更替导致的政策不确定性会增加地方债务的偿债风险，使得城投债风险溢价上升。

不管是地方政府与城投债的研究，还是地方官员与城投债的研究，此类文献均聚焦于地方政府和官员的客观特征，而本文则独辟蹊径，考察地方政府和官员的主观姿态与城投债的关系，以期得到一些新的启发。随着数据获得性和分析手段的提高，越来越多的学者开始使用各级政府工作报告或其他文件来考察政府工作的关注重心及其影响。例如，郭毅等(2010)考察了中共中央、国务院等发布的国企改革红头文件相关表述如何起到“以言兴事”的作用。吴璟等(2015)利用文本挖掘方法，基于2003—2012年中大城市政府工作报告编制得到地方政府住房市场干预倾向指数。侯新烁和杨汝岱(2016)借助2002—2013年中央和地方政府工作报告，刻画了相关有效关键词词频对政府城市化建设意志的影响。王印红和李萌竹(2017)利用省级政府工作报告文本，考察了地方政府生态环境治理注意力的变化规律。

政府在文件中如何说，是否就代表政府将会如何做呢？有时候可能确实如此，例如徐现祥和刘毓芸(2017)的研究发现，政府文件中的经济增长目标变动一个百分点，实际经济增长速度也跟着变动一个百分点，两者呈现相互协调的关系。而吴璟等(2015)也认为，政府工作报告中的住房干预倾向只有对住房市场产生显著影响时，才算是有效的。但中国语言博大精深，相同的语言放在不同的情形下，就可能会有不同的意思。地方政府工作报告等文件中所表现出的姿态和立场，是否真的代表地方政府的真实立场还需要慎重探究。余泳泽和宋晨晨(2017)研究发现，如果地方政府在政府工作报告中制定的经济增长目标有“以上”、“确保”等确定性的修饰，则这个目标会对环境污染产生影响，而如果伴随着“左右”、“上下”等语气，则经济增长目标对环境污染就没有显著影响。类似地，Shi 等(2019)也发现，地方政府工作报告中关于环境治理表述的字数与政府实际环境治理投资额没有显著关系，但从地方政府工作报告中提炼出的反映政府决心的“必须”、“坚决”等与环保相关的语气词数量与实际环境治理投资额显著正相关。在此基础上，本文借鉴文本情感分析方法的精神(Loughran 和 McDonald, 2016)，将政府工作报告中关于地方债的相关表述进行正负两极评分，并考察其与地方债实际发行之间的关系。

三、研究设计与数据说明

(一)研究设计。本文要考察的两个核心问题是：(1)什么样的地方政府更倾向于表现出抑制地方债务风险的态度？(2)地方政府抑制地方债务风险的态度是否真的能降低城投债风险溢价？对第一个问题，我们主要以城投债发行在外的存量和即将发行的数量作为解释变量，考察城投债的历史存量和规划数量如何影响地方政府的姿态。再通过对第二个问题的回答来考察第一个问题答案背后的理性基础。换言之，对第二个问题的回答即是第一个问题的理论机制。

1. 城投债发行数量与地方政府姿态。考察第一个问题时，我们在计量方程中以地方政府关于地方债的姿态($posture_{it}$)为被解释变量，以各地级市城投债发行数量(num_{it})为核心解释变量。这里的城投债发行数量，既使用已发行在外的存量数据，也用当年即将要发行的数量，以辨析究竟是何因素影响了地方政府关于城投债的姿态。具体而言，基本模型设定如下：

$$posture_{it} = \alpha + \beta num_{it} + \lambda X_{it} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，下标 i, t 分别代表所属城市及对应年份， α 为截距项， ε_{it} 为随机误差项， μ_i 代表城市固定效应， σ_t 代表年份固定效应。被解释变量 $posture_{it}$ 为地方政府表现出的对城投债等地方债务的姿

态,其度量方法下文会详细阐述。核心解释变量 num_{it} 为 i 城市 t 年发行的城投债数量或 $t-1$ 之前的历史存量和下一年即将发行的数量等。 X_{it} 代表控制变量,主要包括两类:第一类为宏观经济因素;第二类为城市主要官员特征。此外,也控制了上级政府的姿态。

2. 地方政府姿态与城投债风险溢价。为回答第二个问题,我们利用城投债的微观数据来考察政府姿态对城投债风险溢价的影响。此时,我们更关注地方政府关于城投债的姿态对城投债发行数量上升所导致的风险溢价变化的边际影响。此时的基本模型设定如下:

$$spread_{dit} = \alpha + \beta posture_{it} + \gamma num_{it} + \delta posture_{it} \cdot num_{it} + \lambda X_{dit} + \mu_i + \sigma_t + \varepsilon_{dit} \quad (2)$$

其中,下标 i, t, d 分别代表所属城市、年份和具体债券。被解释变量 $spread_{dit}$ 为城投债发行日的信用利差,即城投债发行利率减去同期限的国债利率,用来度量城投债的风险溢价。核心解释变量 $posture_{it}$ 为地方政府姿态。 num_{it} 代表了当地发行城投债的数量。 X_{dit} 代表控制变量,主要包括四类:城投债特征、城投公司特征、城市特征和官员特征。

(二)数据说明。

1. 政府姿态。根据研究设计,需要对地方政府表现出的关于地方债发行和地方债务风险防范的姿态进行判定,这种判定主要是依据地方政府工作报告中的相关表述。之所以使用政府工作报告,是因为它是一种中国各级政府非常重要的定期发布的公文。各级政府都必须在每年召开的人民代表大会会议和政治协商会议(即“两会”)上发布这一报告。政府工作报告一般在对过去一年的工作进行简要回顾和总结后,会将重点聚焦于对未来一年工作重点的规划和部署上。政府工作报告是该级政府未来一年工作重心的重要指向标,是各界关注的重点。因此,我们通过梳理地方政府工作报告中关于地方债务的相关表述来判定地方政府对地方债的姿态。

首先,通过政府网站、搜索引擎和地方年鉴等途径对各地级市历年地方政府报告进行收集整理。在剔除个别报告缺失严重的地区之后,最终选出了2006—2017年期间308个地级市(自治州、地区等,以下均简称地级市)的3633份地方政府工作报告作为初始样本。^①其次,对地方政府工作报告中有关地方债的相关姿态进行梳理。^②为了尽可能覆盖更完整的样本,减少信息缺失,我们利用Python软件对“债”、“城投”和“融资平台”等关键词进行机器识别,然后提取这些关键词所在的句子。之后,还需要对这些文本句子进行人工判定,因为有些句子其实并不是关于地方债或城投债的。剔除后,剩余的句子就作为我们判定地方政府关于地方债姿态的文本素材。^③2006—2017年间308个地级市中共有2290份地方政府工作报告中提到过有关地方债的表述,占报告总样本量的60.3%,提及次数共计3789次。最后,通过人工阅读的方式判定地方政府对城投债“姿态”的具体属性。参考文本情感分析的方法,将地方政府对城投债的姿态分成“支持”和“抑制”两种。

图1给出了历年持“支持”和“抑制”姿态的城市数量分布,从中可以看出共有1629份地方政府工作报告表达过“支持”地方债的姿态,占政府工作报告总数的44.8%，“支持”姿态累计2568次;共有1028份地方政府报告提及“抑制”地方债务风险,占政府工作报告总数的

① 缺失的地区主要是中西部的自治州等,这些地区原本发行地方债的机会也比较少。此外,在对历年样本进行搜集整理后,我们进行了核校,最后发现这308个城市中仍有少量缺失,共计缺失63份。

② 由于地方政府长时期以来不能直接负债,而是主要以城投债这种变通的方式来融资,因此我们在整理数据时,没有对地方债和城投债进行区分。

③ 在机器识别出历年以“债”、“城投”和“融资平台”等关键字的表述之后,我们进行了统计,发现3633份政府工作报告中提及“债”的总次数为13248次,提及“城投”的总次数为506次,提及“融资平台”的总次数为1956次。人工识别时,剔除了其中其实与地方债无关的表述,剔除比例约75%。

28.3%，“抑制”姿态累计1221次。^①从支持与抑制姿态的历年分布情况来看，在2008年金融危机之后，“支持”地方债的城市数量迅速增长，到2010年高达201个城市表态要“支持”地方债发行，且2010年之后持“支持”姿态的城市数量仍维持在较高水平，但有减少的趋势，特别是最近几年。值得注意的是，持“抑制”姿态的城市数量在2008至2013年间相对平稳，但到2014年后，受中央政策转变影响，突然开始增长，之后数年基本维持在较高水平，与同年“支持”姿态的数量基本持平，甚至略高。

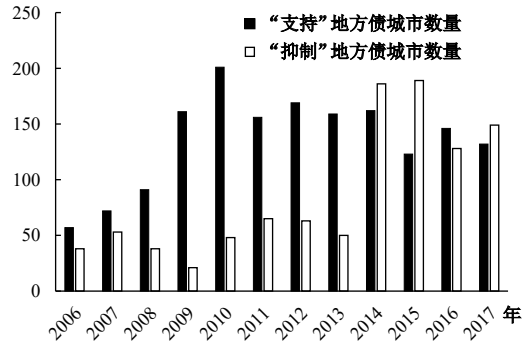


图1 历年“支持”城投债与“抑制”城投债的城市数量分布

资料来源：作者根据政府工作报告整理。

2. 城投债发行数量与风险溢价。关于城投债数据，本文主要选择了2006—2017年城投类企业债作为初始样本，数据来源于Wind数据库。通过将历史数据库纳入已到期的城投债，但剔除跨市场交易的样本，截至2017年末，统计到的城投债样本共计10984个。^②考虑到城投公司隶属关系和政府工作报告的影响机制，剔除了城投公司非国企的样本，也剔除了城投公司隶属于中央国企和省级政府的样本，保留了地级市及其以下级别的样本，同时剔除了2006年之前的样本，保留的城投债样本共计8755个。^③在研究地方政府关于地方债的姿态对城投债风险溢价的影响时，将城投债信用利差作为城投债风险溢价的度量。信用利差指企业债券的到期收益率与无风险债券收益率之间的差值。参考现有文献（牛霖琳等，2016），选择同期限的国债利率作为无风险债券利率。

3. 控制变量。

(1) 城投债特征，主要包括城投债发行面额(*scale*)、发行期限(*period*)和是否有担保(*guarantee*)等。(2) 融资平台特征，主要包括：融资平台的总资产(*asset*)、总资产报酬率(*roa*)、现金比率(*cs*)、利息保障倍数(*intcov*)和是否上市公司(*list*)等。为了缓解融资平台特征对城投债风险溢价影响存在的内生性问题，这些特征均滞后1期处理。城投债及融资平台相关数据来源于Wind数据库。(3) 城市特征，为了控制城市经济实力的影响，我们从城市的经济规模、发展水平和财政状况等方面选取控制变量。城市经济水平方面，控制了GDP总规模(*rgdp*)、人均GDP(*rpgdp*)、GDP增长率(*gdpg*)、财政赤字水平(*govgap*)（用预算内支出与预算内收入的差比上GDP表示）、金融信贷余额与GDP比重(*loan*)、固定资产投资水平与GDP比重(*inv*)。同样为了缓解内生性问题，城市特征指标也滞后1期。城市特征相关数据皆来自历年《中国城市统计年鉴》。(4) 城市主要官员特征，在中国，地方政府的姿态实际上往往就是地方政府主要领导的态度，因此我们控制了一些地方主要领导特征。选取市委书记任期(*tenure*)、年龄(*age*)、是否更替(*change*)、性别(*male*)和教育程度(*edu*)作为官员特征控制变量。

^① 需要注意的是，由于部分政府工作报告中，可能既有表述说要支持城投债发行，又有表述说要抑制城投债发行，所以这里的“支持”姿态和“抑制”姿态加总样本超过总提及样本。而且，极个别句子还可能既有抑制地方债的意思，又有支持地方债的意思，如黄冈市2014年的表述“在防控政府债务风险基础上，做大做强城市投融资平台”，对此类表述，我们将其“支持”和“抑制”各计1次。

^② 根据曹婧等(2019)基于手工整理的数据库，Wind中的城投债数据相对于城投债实际发行数量有遗漏。他们整理的2006—2017年城投债数量有13926个。

^③ 北京、天津、上海、重庆四个直辖市的样本予以保留。

四、实证结果分析

(一)城投债发行数量与地方政府的姿态。我们先考察第一个问题:地方政府什么时候更倾向于表现出抑制地方债务风险和城投债发行的姿态。

1. 直观图表。首先,表 1 给出了主要变量的描述性统计。^①2006—2017 年“抑制”地方债姿态的均值约为 0.283,即 28.3% 的政府样本在政府工作报告中表现出了“抑制”的姿态。“支持”姿态均值则约为 0.446,即 44.6% 的政府在政府工作报告中表现出了“支持”的姿态。两种姿态的标准差均较大说明“支持”与“抑制”姿态在不同城市或者不同时间差异巨大。同时,表 1 也显示地级市城投债发行数量均值为 2.167,标准差约为 7.537,最大值为 149。除此之外,在各地级市历年发债情况进行统计之后发现,共有 2 258 个样本当年城投债发行数量为 0,占城市样本总量的 61.1%,这也从侧面说明,城投债发行数量在不同城市或者不同年份差异极大。这些差异有助于我们得到可信的结论。

表 1 政府姿态、经济和市委书记特征描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>control</i>	3 633	0.283	0.450	0.000	1.000
<i>support</i>	3 633	0.446	0.497	0.000	1.000
<i>num</i>	4 004	2.167	7.537	0.000	149.000
<i>rgdp</i>	3 692	15.006	21.540	0.437	234.546
<i>rpgdp</i>	3 691	3.236	2.561	0.010	42.205
<i>gdpg</i>	3 691	12.081	4.493	-19.380	108.800
<i>govgap</i>	3 692	9.461	9.292	-7.114	138.328
<i>loan</i>	3 692	0.802	0.480	0.112	7.450
<i>inv</i>	3 692	0.657	0.273	0.087	2.197
<i>tenure</i>	3 746	2.247	1.588	0.000	11.000
<i>age</i>	3 746	50.965	3.898	37.000	65.000
<i>change</i>	3 746	0.243	0.429	0.000	1.000
<i>male</i>	3 746	0.939	0.239	0.000	1.000
<i>edu</i>	3 746	2.948	0.755	0.000	4.000

为了使对第一个问题的回答更加直观,我们按照某年一个城市城投债发行数量对地级市进行区间划分,然后考察在这些区间中,地方政府工作报告对城投债“支持”和“抑制”姿态的比例。从图 2 可以看出,对于当年未发行城投债的城市,有 21.4% 的城市表态要“抑制”地方债务风险,而 41.7% 的城市则表态“支持”地方债发行。随着城投债发行数量的逐渐增加,地方政府“抑制”的倾向越来越高,“支持”的倾向却越来越低。具体而言,发行 2 至 3 支城投债的地级市持“抑制”城投债姿态的比例已达到 41.4%,较没有发行城投债的样本提高 20 个百分点,较仅发行 1 支城投债的样本提高 13.1 个百分点。发行 11 支以上城投债的城市抑制“姿态”比例高达 57.4%。而持“支持”城投债的比例,仅在城投债发行从无到有时有所上升,之后随着城投债发行数量增加,地方政府已不再继续“支持”城投债,而且发行数量越多,“支持”姿态的比例越低。当年发行 11 支以上城投债的城市中,“支持”姿态的比例下降到了 30% 以下。换言之,图 2 已经清

^① 不同数据源匹配到一起的时候,损失了一些样本。

晰地显示,某年即将发行越多城投债的地区,越倾向于在年初的政府工作报告中表现出要抑制地方债务风险的姿态,而不是与城投债发行数量更多相匹配的支持和鼓励发债的姿态。

2. 回归分析。在上述直观的图表证据之后,我们以地方政府对城投债的姿态($posture_{it}$)为被解释变量,各地级市城投债发行数量(num_{it})为核心解释变量进行回归分析。在省级层面进行了聚类稳健标准误调整,这是考虑到同属一个省份的城市会有一些共同的遗漏因素进入误差项,进而导致误差项省份组内相关。一般而言,政府工作报告是年初发布的,因此首先以上一年末各城市城投债发行在外而又未到期的存量作为核心解释变量,考察城投债的存量风险是否会对下一年政府工作报告对城投债的态度产生影响。表2第(1)列未控制任何因素,观察回归变量的系数可以发现,城投债存量数量系数不显著。为了控制城市特征和官员特征的影响,我们在表2第(2)列和第(3)依次加入城市特征和市委书记特征作为控制变量,此时城投债发行存量系数依然不显著。上述结果表明,地方政府关于城投债的姿态并不受之前城投债存量的影响,即地方政府对抑制债务风险和城投债发行的姿态,并非由真实的城投债存量风险驱动。

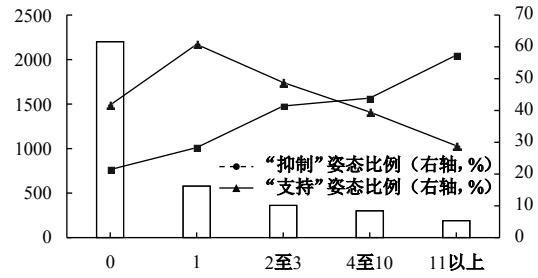


图2 地级市城投债发行数量与“抑制”和“支持”姿态比例

资料来源:根据统计结果整理得到。

表2 基本回归结果

被解释变量:	(1)是否“抑制”	(2)是否“抑制”	(3)是否“抑制”	(4)是否“抑制”	(5)是否“抑制”	(6)是否“支持”
num 存量	0.001(0.001)	0.001(0.001)	0.001(0.001)		-0.001(0.001)	-0.001(0.001)
num				0.005*** (0.001)	0.007*** (0.002)	-0.001(0.002)
$rgdp$		0.000(0.002)	-0.000(0.002)	-0.001(0.002)	-0.001(0.002)	-0.002(0.002)
$rpgdp$		0.016*** (0.006)	0.016*** (0.006)	0.014** (0.005)	0.013** (0.006)	-0.023*** (0.006)
$gdpg$		-0.006** (0.003)	-0.006* (0.003)	-0.006** (0.003)	-0.006** (0.003)	-0.000(0.003)
$govgap$		0.000(0.002)	0.000(0.002)	0.000(0.002)	0.000(0.002)	0.001(0.002)
$loan$		-0.019(0.031)	-0.020(0.030)	-0.022(0.030)	-0.023(0.030)	-0.034(0.023)
inv		0.117* (0.066)	0.114* (0.067)	0.113* (0.066)	0.112(0.066)	-0.049(0.070)
$control_p$		0.047*** (0.009)	0.047*** (0.009)	0.046*** (0.009)	0.046*** (0.009)	-0.010(0.010)
$support_p$		0.010(0.017)	0.010(0.017)	0.010(0.017)	0.011(0.017)	0.003(0.017)
$tenure$			0.004(0.005)	0.004(0.005)	0.004(0.005)	-0.010** (0.005)
age			0.005** (0.002)	0.005* (0.002)	0.005* (0.002)	-0.006** (0.003)
$change$			-0.000(0.012)	-0.001(0.012)	-0.001(0.012)	0.009(0.020)
$male$			-0.086* (0.044)	-0.080* (0.043)	-0.079* (0.044)	0.055(0.048)
edu			-0.005(0.015)	-0.006(0.014)	-0.006(0.015)	-0.014(0.016)
年份效应	不含	不含	含	含	含	含
N	3 633	3 358	3 357	3 357	3 357	3 357
$Adj-R^2$	0.199	0.204	0.206	0.208	0.208	0.0888

注:①()内数值为回归系数的聚类稳健标准误,聚类层次为省。②*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平。下同此注。

那么地方政府关于城投债的姿态是否受到规划中的城投债发行数量的影响呢?回答这个问题的最理想方式是知道地方“两会”召开之时规划发行的城投债数量,但城投债发行审批时间节

点数据缺失,我们只能以当年实际发行的城投债作为年初时规划发行数量的替代变量。^①这样的处理会使研究设计存在因遗漏变量和测量误差而带来内生性问题,下文将通过工具变量的方法进行处理。在表2第(4)列,我们以地方政府关于城投债的姿态($posture_{it}$)为被解释变量,各城市城投债当年发行数量(num_{it})为核心解释变量。为了缓解内生性问题,我们控制了一系列城市经济特征和书记特征以及城市固定效应和年份固定效应。表2第(4)列的回归结果显示,当年即将发行的城投债数量系数显著为正。换言之,在控制住其他因素后,城投债规划发行数量的增加带来的是政府“抑制”地方债务风险姿态的增加。表2第(5)列则同时将城投债发行存量与当年即将发行数量纳入回归,此时的回归结果依然显示城投债发行在外的存量对姿态没有显著影响,当年即将发行的城投债数量则可以显著刺激地方政府增加对城投债的“抑制”姿态。

表2第(6)列在第(5)列的基础上,将被解释变量改为地方政府是否持“支持”地方债的姿态($support$),此时城投债发行存量数量和当年即将发行数量的系数均不显著。在控制其他因素影响之后,城投债发行存量和规划数量的增加对政府是否表达“支持”城投债姿态没有显著影响。我们知道,要抑制地方债务风险,最直接的方式就是降低城投债发行数量,但这里的结果却显示当年规划发行城投债更多的地级市,更倾向于表现出“抑制”地方债务风险的态度,而不是与实际行动更匹配一些的“支持”地方债发行的姿态。之前发行在外的城投债存量越多,意味着该地区地方债务风险隐患越大,地方政府更应该表现出“抑制”的姿态,但回归结果却显示并非如此,这说明地方政府防范债务风险的态度并非由真实的城投债风险隐患驱动,这一结果可以反证我们对基准回归的解释逻辑是可信的,即将发行更多城投债的时候表态抑制债务风险,更多的是一种策略性信息披露。而之所有这样的策略性信息披露行为,下文将给出进一步的解释。

为了进一步对回归结论进行验证,下面我们进行一些稳健性分析,分析结果如表3。在表2的回归中,我们将是否“抑制”与是否“支持”的姿态分别作为被解释变量进行回归,但我们知道,实际上存在部分既表态要“支持”又表态要“抑制”的地区,而且是否“抑制”回归中,“抑制”的“对照组”既包括未表态样本,也包括“支持”样本,存在一些混杂因素。因此我们首先将“抑制”姿态的回归中表态过“支持”的样本删除,即只对比分析城投债发行数量在“抑制”姿态与不表态之间的变化。表3第(1)列结果显示,此时当年即将发行城投债数量的回归系数依然显著为正,而之前发行在外的存量数据则依然不显著。此外,由于被解释变量是一个0-1变量,因此,在表3第(2)列中,我们采用地级市城投债发行数量对政府“抑制”姿态进行面板Probit回归,从回归结果来看,地级市城投债即将发行数量的上升对地方政府的“抑制”姿态依然有明显的提升作用,而之前发行的存量依然不显著。表3第(3)列是处理态度度量问题的另一个思路,此时我们不仅考虑地方政府是否表现出了“抑制”姿态(0-1变量),还要考虑其在一份政府工作报告中具体表现出几次“抑制”的姿态。计算可得,共计有167个政府工作报告曾超过1次表达了“抑制”的姿态。回归结果表明,当城投债即将发行数量越多时,地方政府越倾向于更多地表达对地方债的“抑制”姿态,而之前发行的存量依然不显著。进一步地,表3第(4)列中被解释变量仍为地方政府表达“抑制”姿态的总次数,但剔除了城投债发行数量为0的样本,此时的回归结果跟之前几列结果基本相同,唯有之前发行的城投债存量变得显著为负。表3第(5)列则从城投债发行思路出发进行稳健性检验,不再选取前面几列中使用的发行数量,而是使用发行规模($scale$,用

^①我们也核实了少数几个审批节点信息披露较好的城投债信息,发现城投债在发行之前,需要经过聘请承销商进行发行材料准备、获得监管部门审批、交易所注册备案等流程,其周期较长,一般需要一年左右的时间。如无锡市交通产业集团有限公司2017年10月16日发行的一支短期融资券,是2016年10月26日在中国银行间市场交易商协会注册备案的。再如杭州余杭创新投资有限公司2018年5月3日发行的一支中期票据,是2017年12月25日完成备案的。因此,年初“两会”时,对当年该地区准备发行几支城投债,往往已在规划和意料中。

GDP 规模平减), 此时的回归结果显示, 即将发行的城投债规模依然在 5% 的显著性水平上对地方政府的抑制姿态产生正的影响, 但之前在外的城投债规模则没有显著影响。因此, 无论是规划中的城投债发行数量的增加, 还是发行总规模的上升, 均可以促使地方政府在年初的政府工作报告中表达“抑制”地方债务风险的态度, 而之前发行城投债的存量则基本没有影响。

表 3 “抑制”姿态的稳健性回归结果

被解释变量	(1) 是否“抑制”	(2) 是否“抑制”	(3) “抑制”次数	(4) “抑制”次数	(5) “抑制”次数
<i>num</i> / <i>scale</i> 存量	-0.002(0.001)	-0.009*(0.005)	-0.008(0.005)	-0.012**(0.006)	-0.371(0.006)
<i>num</i> / <i>scale</i>	0.010*** (0.003)	0.038*** (0.011)	0.026*** (0.009)	0.029*** (0.010)	5.321** (2.079)
城市特征	含	含	含	含	含
市委书记特征	含	含	含	含	含
年份效应	含	含	含	含	含
<i>N</i>	1 859	1 859	1 515	540	1 697
<i>Adj-R</i> ²	0.200				0.202

注: ①第(1)列、第(5)列为面板固定效应回归, 第(2)列为面板 *Probit* 回归, 第(3)列、第(4)列为面板负二项回归。②第(5)列核心解释变量为城投债发行相对规模, 其他几列均为城投债发行数量。

3. 两阶段最小二乘法。为了解决内生性问题, 需要寻找合适的工具变量。经探索, 选择本省其他城市当年城投债加权平均发行数量(以两个地区的人均 *GDP* 差值的绝对值倒数作为权重)作为本城市城投债发行数量的工具变量。中国地方政府倚重城投债的一个原因在于地方政府存在围绕经济增长的晋升竞争。因此, 地方政府有很强烈的冲动利用财政手段, 包括负债手段, 与其他地区开展经济增长的竞争。即当地方政府看到本省其他地区都在大力发行城投债进行负债发展时, 其自身也会有更大激励发行城投债, 以避免经济增长落后于竞争对手。即本省其他城市的城投债发行数量与本城市城投债发行数量有明显的相关关系。同时, 其他地区的城投债发行数量又不会对本地政府工作报告关于城投债的姿态产生直接的影响, 因此满足外生性条件。

表 4 给出了工具变量的回归结果。如表 4 第(1)列所示, 使用工具变量之后的两阶段最小二乘法回归结果显示, 城投债即将发行的数量的增加对政府“抑制”城投债姿态的影响仍在 5% 水平上显著为正, 系数甚至略有增加。换言之, 此时地方政府“策略性信息披露”的特征更加明显。而解决了其中存在的内生性问题之后, 城投债即将发行数量对地方政府“支持”地方债姿态的影响依然不显著。工具变量回归结果说明, 正是地方政府预计到今年将要发行更多的城投债, 所以才表现出要“抑制”地方债务风险的态度。

表 4 工具变量回归

	(1) “抑制”次数	(2) “抑制”次数	(3) “支持”次数	(4) “支持”次数
<i>num</i>	0.009** (0.004)	0.011* (0.006)	-0.002 (0.006)	-0.005 (0.009)
交叉样本	含	不含	含	不含
城市特征	含	含	含	含
书记特征	含	含	含	含
年份效应	含	含	含	含
<i>N</i>	3074	1694	3074	2263
<i>Adj-R</i> ²	0.133	0.0472	0.0113	0.00140
<i>K-P-L-M</i> 检验	3.513 [0.061]	3.892 [0.049]	3.513 [0.061]	2.661 [0.103]
<i>Kleibergen-Paak F</i> 值	46.81	43.14	46.81	19.97

注: *Kleibergen-Paak LM* 统计量检验的零假设是工具变量识别不足。

(二)地方政府姿态与城投债风险溢价。如前文所述,既然地方政府是因为准备今年发行更多城投债而在年初的政府工作报告中表现出“抑制”地方债务风险的姿态。那么,地方政府为什么要如此言行不一呢?这种打左灯向右转的行为符合地方政府的利益吗?这可以转换为如下具体问题:在即将发行更多城投债的时候,地方政府表现出抑制地方债务风险的姿态,是否真的能降低城投债风险溢价?对此,我们利用城投债的微观数据来考察政府姿态对城投债风险溢价的影响。表 5 给出了城投债和融资平台主要特征的描述性统计。^①

表 5 地级市城投债和融资平台特征的描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>spread</i>	8 717	2.420	1.072	-2.640	7.530
<i>scale</i>	8 717	9.955	7.287	0.200	100.000
<i>period</i>	8 717	4.503	2.512	0.080	20.000
<i>guarantee</i>	8 717	0.129	0.335	0.000	1.000
<i>asset</i>	8 683	443.253	985.870	0.050	23 134.529
<i>cs</i>	8 692	2.128	99.742	0.000	8 878.134
<i>roa</i>	8 685	2.260	1.920	-43.477	26.706
<i>intcov</i>	7 404	-464.049	33 216.946	-2 680 155.000	474 050.813
<i>list</i>	8 717	0.029	0.167	0.000	1.000

表 6 第(1)列首先考察城投债发行总数量对城投债风险溢价的总体影响,回归结果显示,即将发行城投债数量越多的地区,城投债风险溢价越高,城投债发行成本越高,这是很直观的逻辑,尽管总体而言回归系数并不显著。紧接着,第(2)列和第(3)列分别是非持“抑制”姿态的城市和持“抑制”姿态城市的分样本回归结果,从中可以看出,在地方政府没有表态要“抑制”地方债务风险的情况下,城投债发行数量越多,风险溢价越大;而在地方政府表态要抑制地方债的情况下,城投债发行数量对城投债风险溢价的影响不再显著。这初步说明城投债“抑制”地方债务风险的姿态可能真的在边际上起到了降低城投债风险溢价的作用。表 6 第(4)列的交互项回归结果再次确认了上述结果,即地方政府表现出“抑制”地方债的姿态,可以在边际上降低城投债发行数量上升所带来的风险溢价。第(5)列在“抑制”姿态交互项基础上,又加入了“支持”姿态及其与城投债发行数量的交互项。此时的回归结果显示,“抑制”姿态依然可以在边际上降低城投债的风险溢价,而“支持”姿态则没有这个作用。表 6 的回归结果表明,在准备发行更多城投债的时候,地方政府表现出“抑制”地方债务风险的姿态比表现出“支持”地方债更能节省发行成本,更符合地方政府利益。换言之,发债越多越要表现出“抑制”债务风险的姿态这种“打左灯,向右转”的做法,对地方政府而言是理性的。

表 6 发行数量与政府姿态对城投债信用利差的影响

	(1)全部城市	(2)非“抑制”城市	(3)“抑制”城市	(4)交互项	(5)交互项
<i>num</i>	0.001(0.002)	0.007***(0.002)	-0.002(0.004)	0.004(0.003)	0.004(0.003)
<i>control</i>				0.146***(0.046)	0.140***(0.045)
<i>con_num</i>				-0.005**(0.002)	-0.004**(0.002)
<i>support</i>					0.007(0.040)
<i>sup_num</i>					0.002(0.002)

① 不同数据源合并时,依然损失了一些样本。

续表 6 发行数量与政府姿态对城投债信用利差的影响

	(1)全部城市	(2)非“抑制”城市	(3)“抑制”城市	(4)交互项	(5)交互项
城投债和城投公司特征	含	含	含	含	含
城市特征	含	含	含	含	含
书记特征	含	含	含	含	含
省×年份效应	含	含	含	含	含
<i>N</i>	7 212	3 412	3 770	7 212	7 212
<i>Adj-R</i> ²	0.469	0.531	0.416	0.470	0.470

注: ①()内数值为回归系数的聚类稳健标准误, 聚类层次为城市。②本表的回归中, 我们控制了“省×年份”层面的固定效应, 以求更好地缓解遗漏变量问题带来的干扰。

五、结 论

包括政府工作报告在内的各类文件在中国政府治理体系中扮演着非常重要的角色, 信息的上传, 政策的下达基本上都是通过各类文件来实现的。本文以地方政府工作报告中关于城投债的姿态与城投债的实际发行情况为例, 考察了地方政府政策文宣与政策实际执行之间微妙而有趣的关系。在对 2006—2017 年中国 308 个地级市的 3 633 份地方政府工作报告进行统计之后, 我们发现, 随着中央对地方债务风险的重视, 地方政府在政府工作报告中表现出越来越强的抑制地方债务风险的“姿态”。但在将地方政府工作报告中的姿态数据与城投债实际发行数据匹配后却发现, 实际上是某年准备发行城投债数量越多的地区, 地方政府越倾向于在年初的政府工作报告中表现出抑制地方债务风险的态度, 而不是与实际发债数量上升更加匹配的“支持”姿态, 之前城投债发行在外的存量对地方政府的“姿态”没有显著影响。换言之, 在城投债的政策文宣与城投债的政策实际执行之间呈现出一种“打左灯, 向右转”的策略性信息披露现象。

在此基础上, 本文也利用城投债的微观数据考察了政府姿态对城投债风险溢价的影响, 我们发现, 在准备发行城投债的时候, 表现出“抑制”地方债的姿态可以在边际上降低城投债发行数量对城投债风险溢价的正向影响。这意味着准备发债越多越要强调抑制债务风险对地方政府而言是理性的。本文的研究结论表明, 需要加大对地方政府政策执行力的监督, 避免中央有关部署只单纯体现在政策文本中。此外, 本文的相关结论也对那些使用网络、文本等大数据进行情感分析的研究有一定启发, 使用这些数据构造出来的“情感”, 首先要谨慎探讨这是当事人的“真情流露”, 还是仅仅是一个给别人看的“姿态”。甄别“真情流露”和“姿态”本身也是一个有趣的大数据研究领域。

* 本文还获得上海财经大学“两个服务行动计划”课题、北京大学—林肯研究院城市发展与土地政策研究中心 2018—2019 年度研究基金的资助。

主要参考文献:

- [1]曹婧, 毛捷, 薛熠. 城投债为何持续增长: 基于新口径的实证分析[J]. 财贸经济, 2019, (5): 5—22.
- [2]常晨, 陆铭. 新城之殇——密度、距离与债务[J]. 经济学(季刊), 2017, (4): 1621—1642.
- [3]范剑勇, 莫家伟. 地方债务、土地市场与地区工业增长[J]. 经济研究, 2014, (1): 41—55.
- [4]傅勇, 张晏. 中国式分权与财政支出结构偏向: 为增长而竞争的代价[J]. 管理世界, 2007, (3): 4—12.
- [5]郭毅, 王兴, 章迪诚, 等. “红头文件”何以以言行事?——中国国有企业改革文件研究(2000~2005)[J]. 管理世界, 2010, (12): 74—89.
- [6]郭玉清. 逾期债务、风险状况与中国财政安全——兼论中国财政风险预警与控制理论框架的构建[J]. 经济研究, 2011, (8): 38—50.

- [7]韩鹏飞,胡奕明.政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J].金融研究,2015,(3):116-130.
- [8]侯新烁,杨汝岱.政府城市发展意志与中国区域城市化空间推进——基于《政府工作报告》视角的研究[J].经济评论,2016,(6):9-22.
- [9]刘东民.中国城投债:特征、风险与监管[J].国际经济评论,2013,(3):112-122.
- [10]罗党论,余国满.地方官员变更与地方债发行[J].经济研究,2015,(6):131-146.
- [11]罗荣华,刘劲劲.地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J].金融研究,2016,(4):83-98.
- [12]马建堂,董小君,时红秀,等.中国的杠杆率与系统性金融风险防范[J].财贸经济,2016,(1):5-21.
- [13]毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J].中国工业经济,2018,(4):19-38.
- [14]牛霖琳,洪智武,陈国进.地方政府债务隐忧及其风险传导——基于国债收益率与城投债利差的分析[J].经济研究,2016,(11):83-95.
- [15]余国满,罗党论,杨晓艳.地方资源禀赋、制度环境与地方债发行[J].统计研究,2015,(5):13-19.
- [16]孙辉.中国准市政债券的特征及其成因分析[J].金融研究,2004,(11):62-66.
- [17]汪莉,陈诗一.政府隐性担保、债务违约与利率决定[J].金融研究,2015,(9):66-81.
- [18]王印红,李萌竹.地方政府生态环境治理注意力研究——基于30个省市政府工作报告(2006—2015)文本分析[J].中国人口·资源与环境,2017,(2):28-35.
- [19]王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,(11):96-109.
- [20]吴璟,郭尉,罗晨曦,等.地方政府住房市场干预倾向的度量与影响因素分析[J].财贸经济,2015,(12):147-157.
- [21]徐长生,程琳,庄佳强.地方债务对地区经济增长的影响与机制——基于面板分位数模型的分析[J].经济学家,2016,(5):77-86.
- [22]徐现祥,刘毓芸.经济增长目标管理[J].经济研究,2017,(7):18-33.
- [23]杨继东,杨其静,刘凯.以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究[J].财贸经济,2018,(2):52-68.
- [24]余泳泽,宋晨晨.经济增长目标约束与环境污染:来自230个城市政府工作报告的经验证据[R].南京财经大学国贸学院工作论文,2017.
- [25]张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].经济学季刊,2018,17(3):1103-1126.
- [26]Ang A, Bai J, Zhou H. The great wall of debt: Real estate, political risk, and Chinese local government credit spreads[R]. Columbia Business School Research Paper No. 15-57, 2016.
- [27]Dick-Nielsen J, Feldhütter P, Lando D. Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(3): 471-492.
- [28]Li H B, Zhou L A. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China[J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89(9-10): 1743-1762.
- [29]Loughran T, Mcdonald B. Textual analysis in accounting and finance: A survey[J]. *Journal of Accounting Research*, 2016, 54(4): 1187-1230.
- [30]Schwert M. Municipal bond liquidity and default risk[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72(4): 1683-1722.
- [31]Polakova H. Contingent government liabilities: A hidden fiscal risk[J]. *Finance & Development*, 1999, 36(1): 46-49.
- [32]Shi C, Shi Q, Guo F. Environmental slogan and action, the rhetoric of local government work reports in China[J]. *Journal of Cleaner Production*, forthcoming, 2019.
- [33]Xu J G, Zhang X. China's sovereign debt: A balance-sheet perspective[J]. *China Economic Review*, 2014, 31: 55-73.

Local Governments' Postures and the Actual Issuance of Urban Construction Investment Bonds in China

Guo Feng¹, Xu Zhenghui²

(1. *School of Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China*; 2. *Guosheng Securities Co., Ltd., Shanghai 200120, China*)

Summary: The relationship between the policy propaganda and the policy implementation of local governments in China is investigated in this study, using local governments' postures on urban construction investment bonds (UCIBs) showed in their annual government work reports (AGWRs) and the actual issuance of UCIBs as an example. As a development-oriented government, in order to improve infrastructure and promote local economic growth, local governments in China have a large funding gap. However, due to the prohibition of debt financing by the central government, urban investment companies and local financing platforms are gradually emerging in China. The bonds issued by these urban investment companies and local financing platforms are called "UCIBs", with distinct Chinese characteristics: Although the issuing subject is not local governments, the government bears the implicit guarantee responsibility, and the actual debt repayment mechanism is also the government finance. The issuance of UCIBs does solve the funding gap problem of local governments. However, there are also many problems in the development of UCIBs. In some places, the debt rate is far beyond the scope of risk control, which has brought great risks and caused widespread concern of the whole society.

Therefore, it is particularly important to strengthen the risk control of UCIBs, which has indeed become the focus of the central government since 2014. Although the central government attaches great importance to it, it still depends on the attitude and action of local governments. Based on the statistics of more than 3600 AGWRs of 308 cities in China from 2006 to 2017, it is found that with more attention of the central government being paid to debt risks, local governments in China have shown more and more strong postures on restraining UCIBs issuance and preventing debt risks. However, if to curb local debt risks is the real purpose of local governments, reducing the number of UCIBs issued is obviously the most direct means, but until 2017, the number of UCIBs issued has been rising steadily. On the one hand, the number of UCIBs has reached a new high; on the other hand, the voice of restraining local debt risks in the AGWRs of local governments has been rising.

After matching those posture data in AGWRs with the actual issuance information of UCIBs, it is found that in a certain year, the cities in which UCIBs will be issued more, local governments are more inclined to show the postures of restraining debt risks in AGWRs at the beginning of the year. There is a direct contradiction between policy propaganda and policy implementation. However, further research also finds that the postures on restraining UCIBs can reduce the risk premiums of UCIBs at the marginal level, which means that it is rational for local governments to put more emphasis on the restraint of debt risks, when they are going to issue more UCIBs.

The investigation of this study will help us to understand the role of local governments in China's market of UCIBs, and provide reference for preventing and resolving local debt risks. Moreover, the investigation of this issue will help us to understand the relationship between the policy propaganda and the actual implementation of local governments, and provide reference for the relevant reform. Finally, the research of this paper can also provide inspiration for the research of extracting big data from the text for emotional analysis: whether the emotion and attitude expressed in the text is a reflection of the real idea or just a propaganda declaration.

Key words: AGWRs; UCIBs; debt risks

(责任编辑 石头)