

安徽师范大学
ANHUI NORMAL UNIVERSITY

债务卸责、政绩竞争与借新还旧

——官员流动任职的视角研究

余吉祥 吴 思

（安徽师范大学经济管理学院）



北京友万德科技有限公司
www.yuone-tech.cn

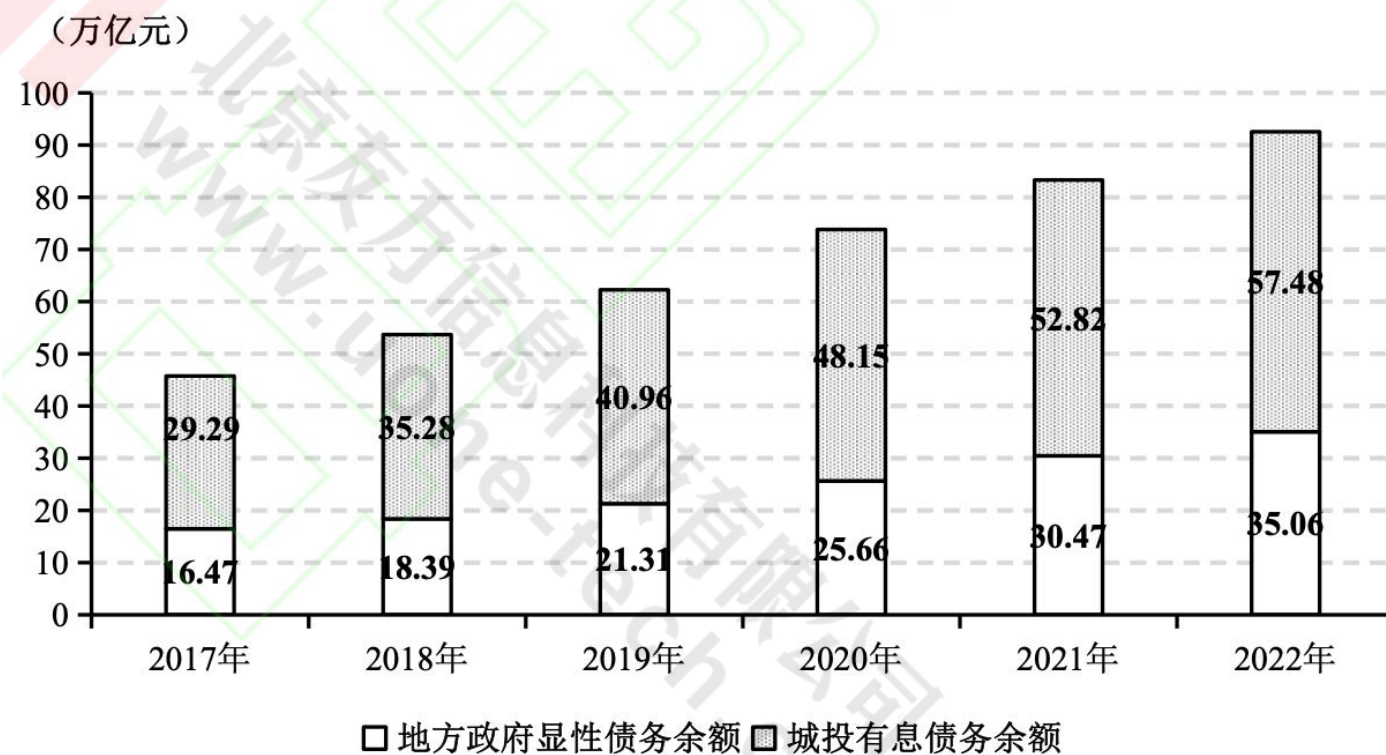
一、提出问题

问题：地方政府债务到期后如何清偿？

- 到期债务的主要清偿方式
 - 卖地还债（时红秀和王薇，2024）
 - 借新还旧（郁芸君等，2022；聂卓等，2024）
- 官员流动任职制度下的理性选择是：借新还旧
- 激励机制是：官员流动任职引发的债务卸责和政绩竞争
- 策略性借新还旧的后果
 - 不再是为了避免偶发债务违约而被动实施的应对行为
 - 而是官员为了债务卸责和政绩竞争而主动实施的策略性行为，催生地方债务风险。

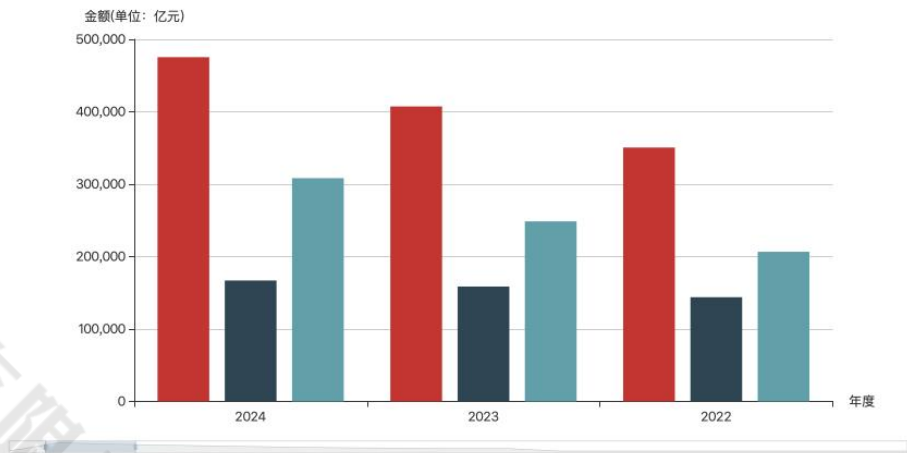
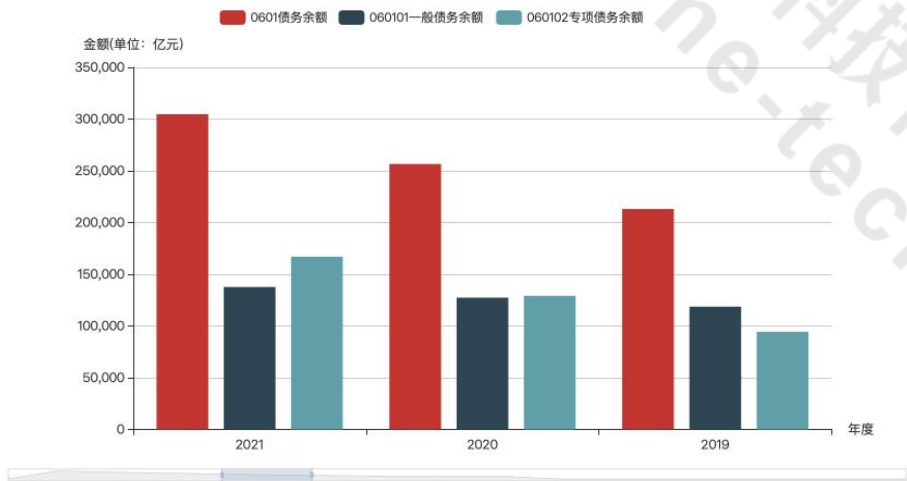
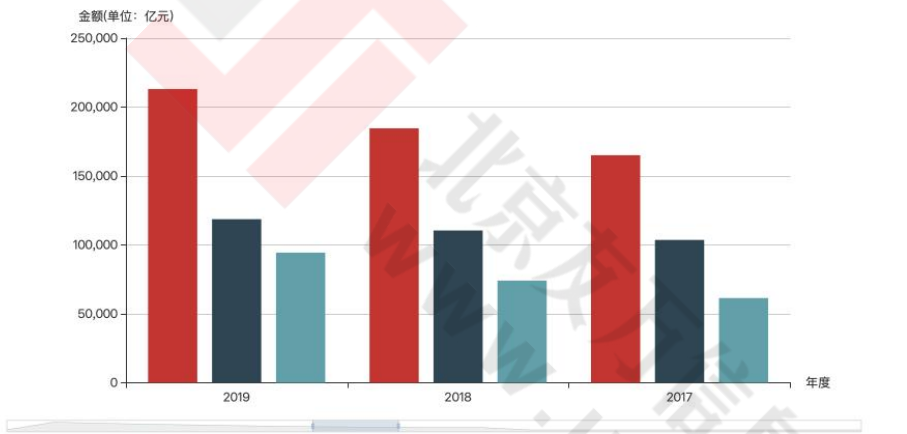
研究背景

中国地方债务持续累积（时红秀和王薇，2024）



研究背景

专项债和一般债余额持续累积



数据来源: 中国地方政府债券信息公开平台

问题：地方债务为何在治理中持续累积？

- 两个原因：

1. 只借

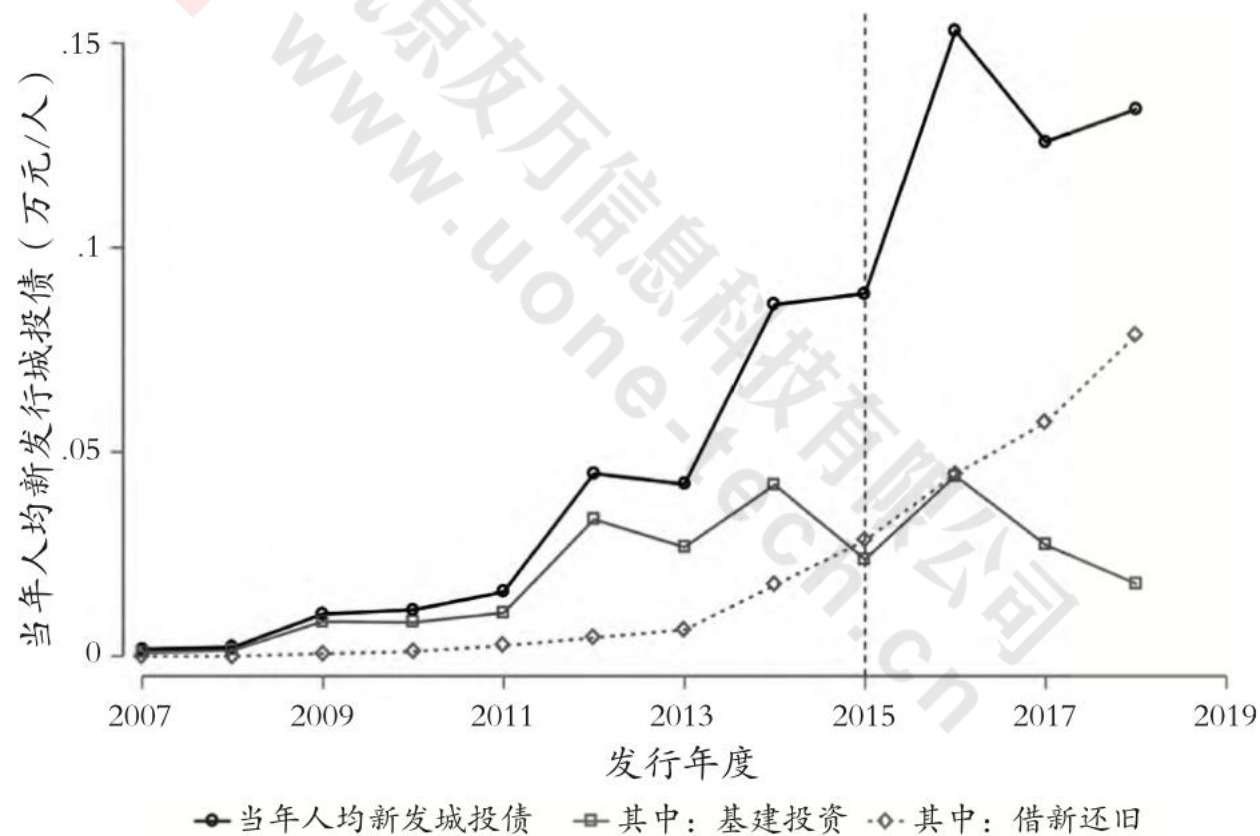
2. 不还（不实质性偿还）

- “不还”的表现

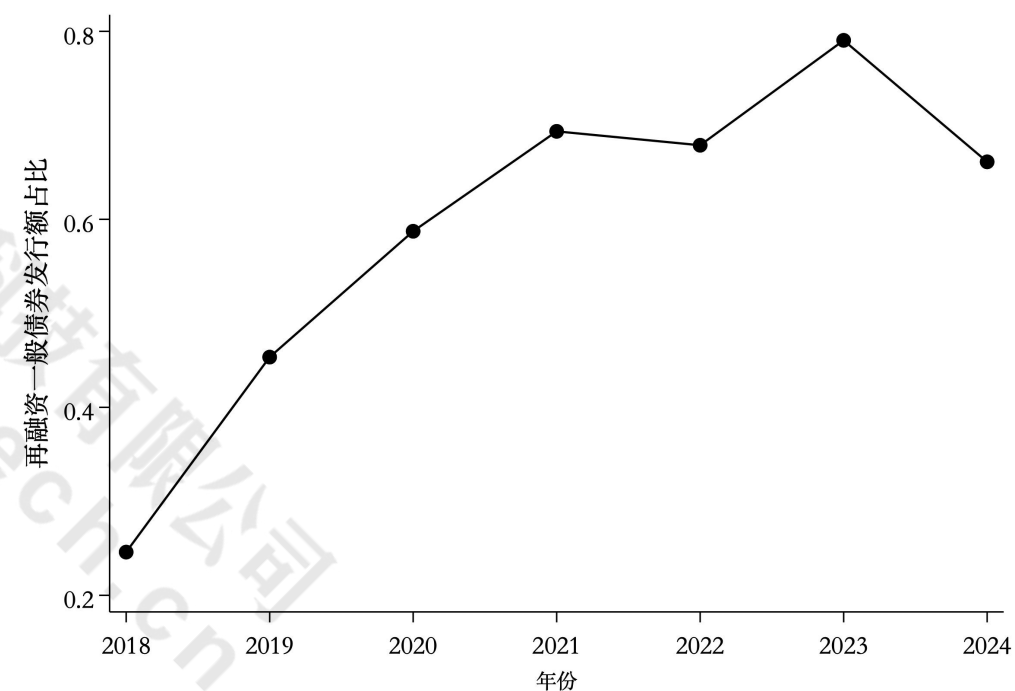
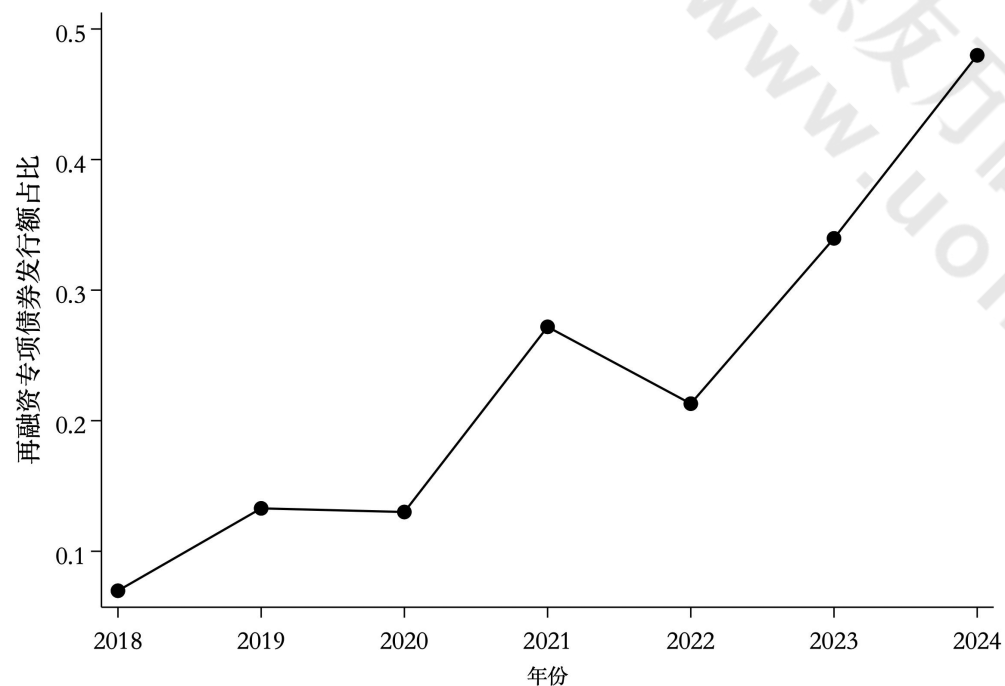
1. 借新还旧（城投债）

2. 发行再融资债券（专项债券和一般债券）

城投债“借新还旧”的表现（聂卓等，2024）



专项债和一般债“再融资”占比



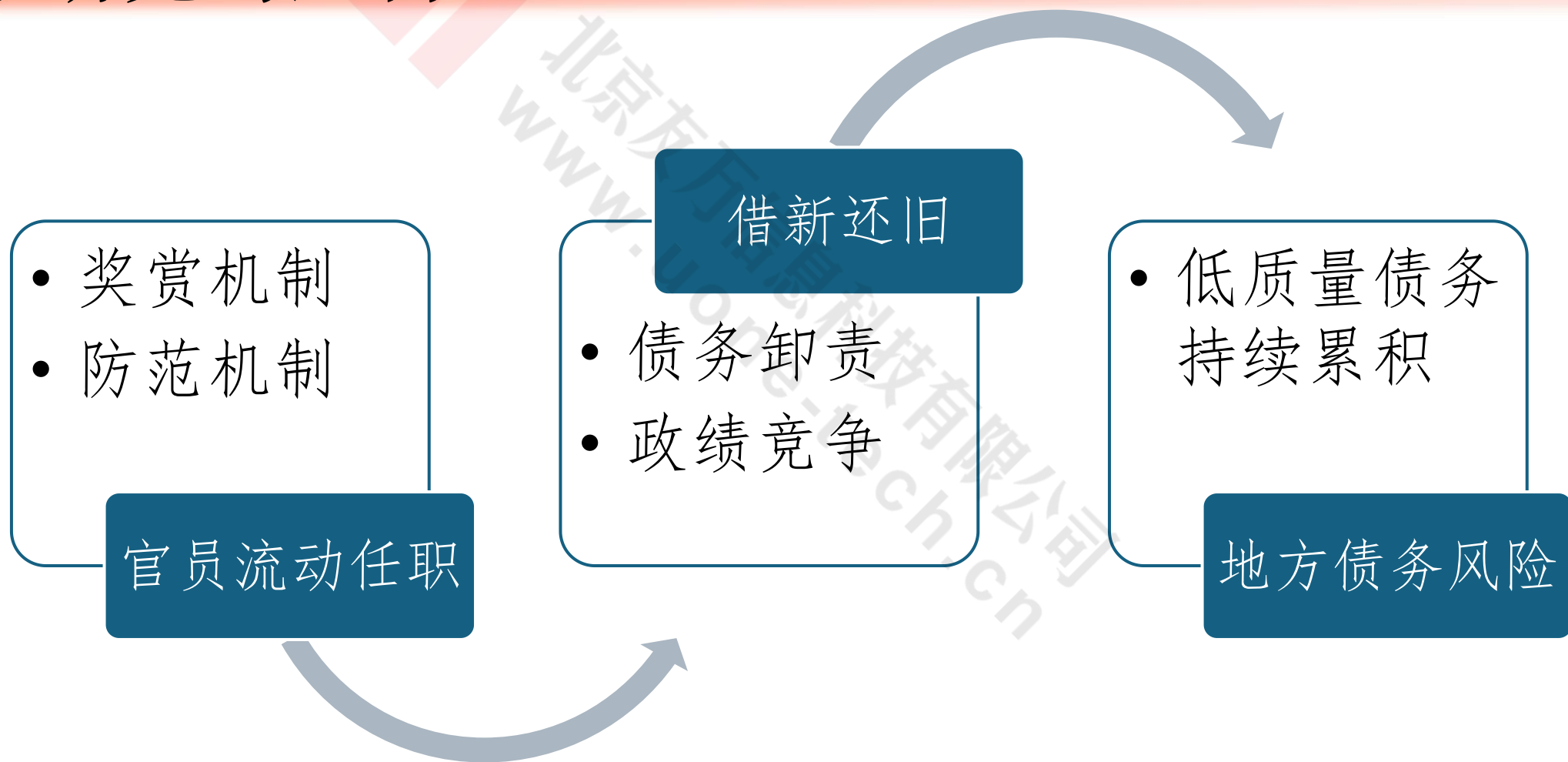
对于到期债务偿还为何采用借新还旧？

- 被动负债的解释（主打“没钱还”）
 1. 城投举债用途已从主动的基建投资转向被动的借新还旧（聂卓等，2023）。
 2. 土地市场降温加剧借新还旧（周佳音和陆毅，2024）。

对于到期债务偿还为何采用借新还旧？

- 本研究认为，借新还旧是地方政府主动选择的结果（主打“不想还”）
 - 城投债的清偿手段之一是“卖地还钱”（时红秀和王薇，2024）
 - 卖地的钱可以用来“还债”，也可以用来“出政绩”。如果可以借新还旧，为什么要用卖地的钱来还债？
 - 而这建立在“所借新债到期后与自己无关”这一假设基础上。官员流动任职制度下，这不是假设，而是事实！

本研究的逻辑



本研究的工作

- 场景设置：市长晋升市委书记（要获得官员流动任职的影响，得有一个不流动的对照）
- 研究思路：市长本地晋升为市委书记和异地晋升为市委书记在借新还旧上有何不同？
- 逻辑机制：两种晋升方式都偏好借新还旧（因为可以债务卸责），但异地晋升为市委书记后，市长任期内的政绩贬值，政绩竞争压力更大，借新还旧更多。
- 研究方法：双重差分，观察市长晋升为书记前后借新还旧城投债发行额的差异，再观察这一差异在本地晋升和异地晋升间的差异。
- 分析工具：stata MP/16.1 官方正版

本研究的发现

- 借新还旧是主动策略，而不是被动应对。
- 由于前期政绩贬值，市长异地晋升为市委书记（流动任职）政绩焦虑更强，借新还旧力度更大。
- 2017年中央加强债务卸责道德风险管理后，流动任职对借新还旧的影响显著弱化，但力度还不够。

本研究的贡献

- 借得更多 VS. 还得更少
 - 地方官员为何借得更多？财政压力视角的解释（曹光宇等，2020；聂卓等，2023）；晋升压力视角的解释（周黎安，2007；曹婧等，2019；汪峰等，2020）。
 - 地方官员为何还得更少？被动借新还旧的解释（聂卓等，2023a；周佳音和陆毅，2024）；主动借新还旧的解释（本文）。
- 官员流动任职与持续的政绩竞争压力
- 对防范和化解地方债务风险的新启示



北京友万德科技有限公司
www.yuone-tech.cn

二、制度背景

地方债 清偿

城投债何来？

分税制
改革

- 财政收支
缺口

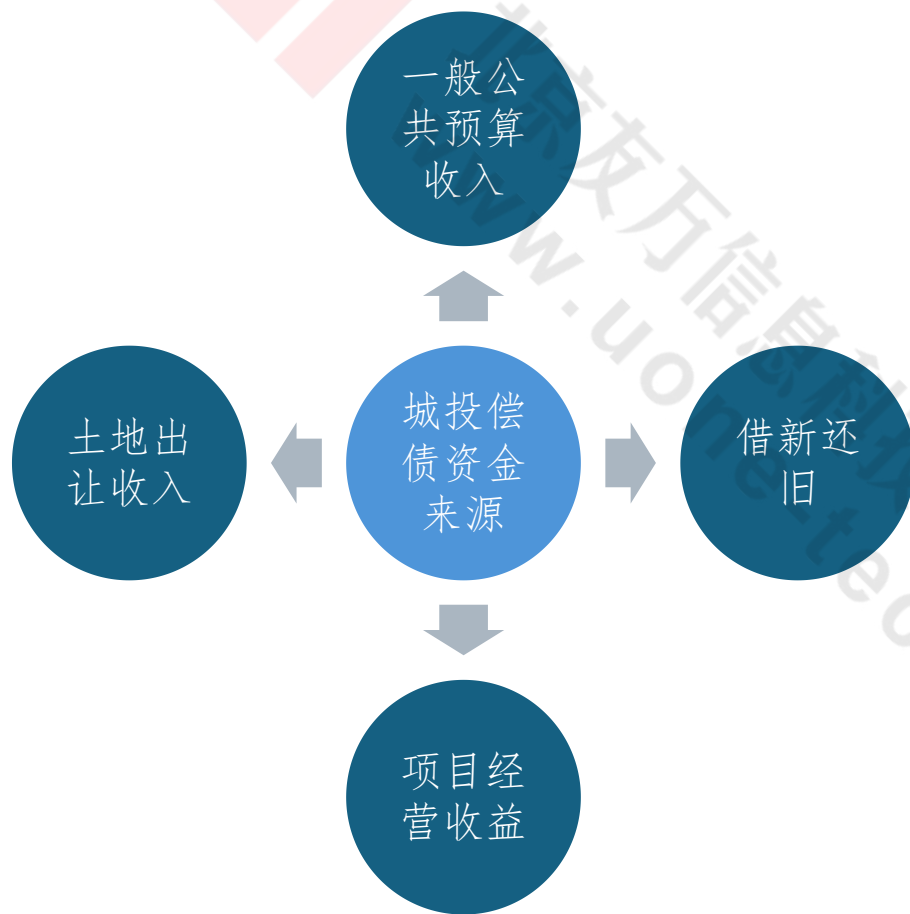
1994版预
算法

- 限制地方
政府举债

地方融资
平台兴起

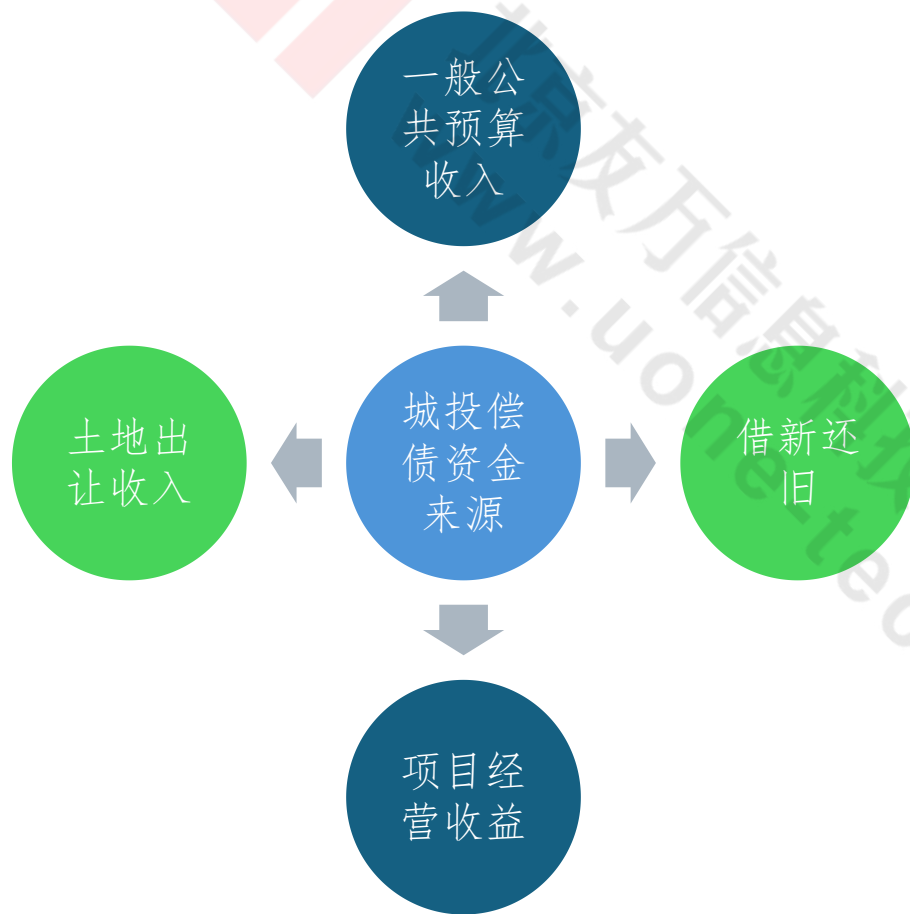
- 城投债持
续累积

理论上的清偿资金来源



- 一般公共预算收入和项目经营收益难堪重任。
- 卖地还债（时红秀和王薇，2024）
- 借新还旧（郁芸君等，2022；聂卓等，2023）

文献中的清偿资金来源

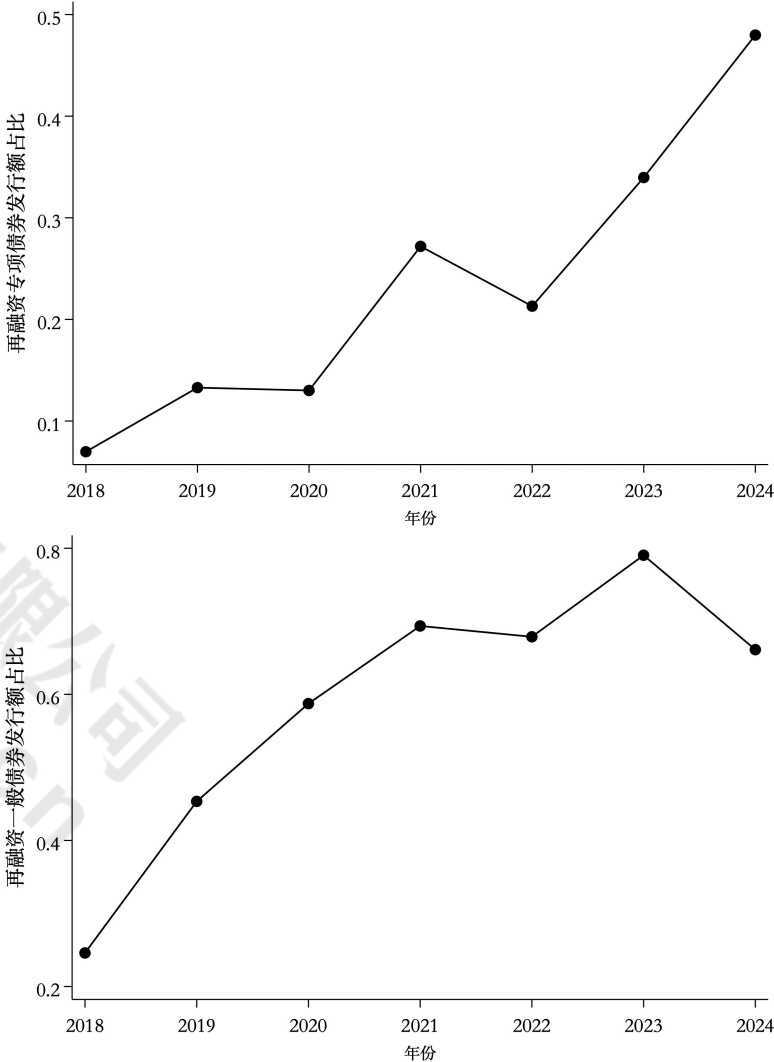
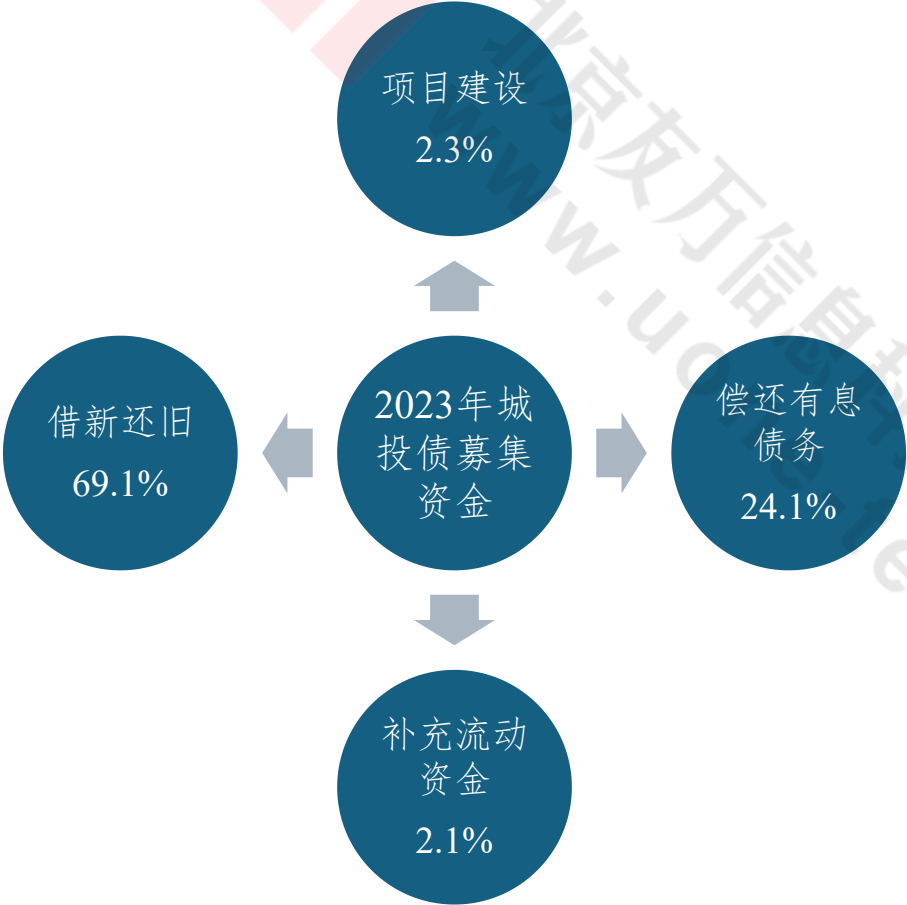


- 一般公共预算收入 (×)
- 项目经营收益 (×)
- 卖地还债 (√; 时红秀和王薇, 2024)
- 借新还旧 (√; 聂卓等, 2023)

本文认为的清偿资金来源：借新还旧而，不是土地出让收入



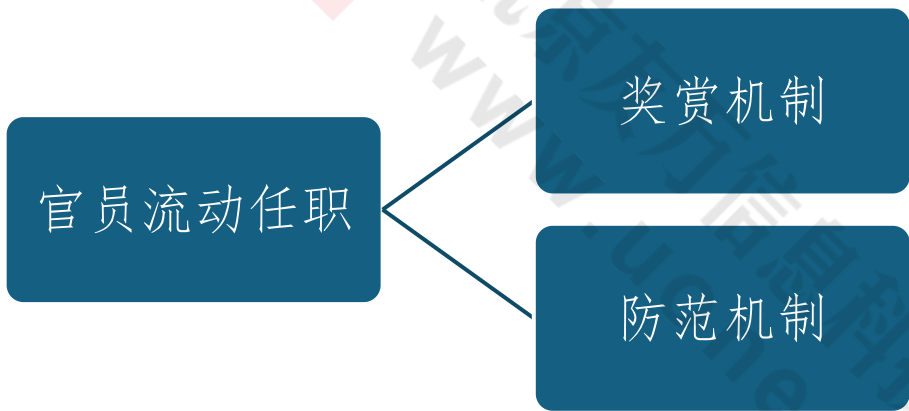
中国地方债务资金用途



不同视角中“借新还旧”的意义



源起与事实



- 奖赏机制：流动任职一般伴随着职位升迁，平调时也是从“坏”地方调任“好”地方。降职调任的情况较为少见。
 - 例如，清代山西知县要缺的流动率高于中缺和简缺，首县（阳曲县）的流动率最高（胡存璐，2024）。
- 防范机制：防范政商利益联盟形成。

周雪光等（2018，第3页）

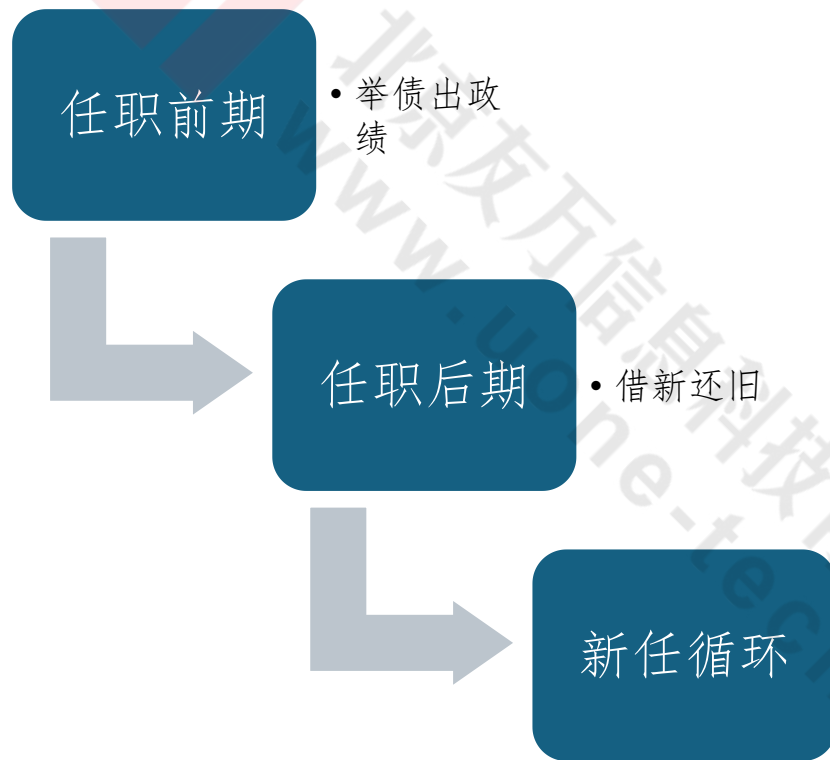
中国地方政府行为，特别是债务行为应该置于流动任职的背景下考察！



北京友万德科技有限公司
www.wone-tech.cn

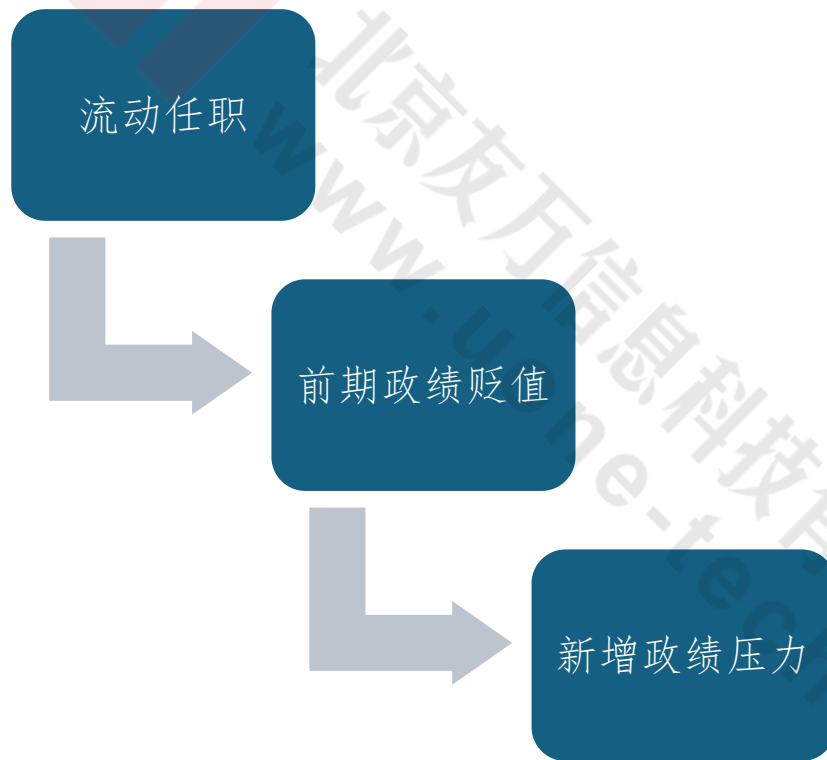
三、研究假说

流动任职引发债务卸责道德风险



- 每任官员都有激励将任期内的债务通过借新还旧方式留给后任的激励，如果不加治理，会导致：
 - 举债质量低下
 - 债务越积越多

流动任职加剧政绩竞争



流动任职使得官员在其整个政治生命周期中持续承受高强度政绩压力。

H0 借新还旧城投债发行是流动任职制度下官员的主动行为

识别策略

- 计算借新还旧城投债发行相对于到期城投债的反应系数；
- 在“被动负债”假说下（聂卓等，2023），该系数为偿债压力。土地出让收入会减小偿债压力，帮助减小这一系数。
- 如果土地出让收入没有帮助减小这一系数，“被动负债”假说不成立。

研究假说

流动任职

债务卸责
政绩竞争

借新还旧

H1 相比留守任职的官员，流动任职官员举借更多的借新还旧城投债。

H1a （主张假说）流动任职官员更大的政绩压力使得其借新还旧更多（√）。

H1b （备择假说）留守任职官员更大的偿债责任使得其借新还旧更少（×）。

H2 加强债务卸责道德风险管理弱化流动任职对借新还旧的正向影响。

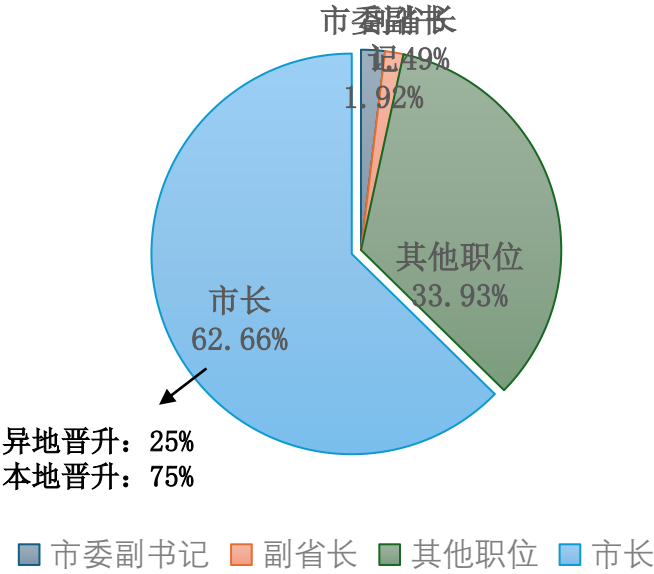


北京友万德科技有限公司
www.yuone-tech.cn

四、研究设计

从市长晋升而来的市委书记

- 以2000-2022年市委书记为研究对象，共计1837位。
- 剔除直辖市市委书记，追溯地级市市委书记前一任职位：市长1012位，占比62.7%。
- 市长升任本地市委书记占75%。
- 市长升任异地市委书记占25%。



样本构造

- 构建“市委书记（市长）—任期”面板数据
 - “市委书记（市长）”构成传统的“截面”；
 - “任期”构成传统的“时间”
 - 晋升市委书记当年time=0，往前（市长任期）分别定义为-1，-2，.....，往后（书记任期）分别定义为1，2，.....。
- 匹配城投债数据
 - 城市匹配：市委书记（含市长）任职的城市；
 - 年份匹配：每一任期所处的年份。

username	city	异地晋升	year	position	time	借新还旧_亿元	基建投资_亿元
陈树隆	芜湖市	0	2006	市长	-3	0	0
陈树隆	芜湖市	0	2007	市长	-2	0	40
陈树隆	芜湖市	0	2008	市长	-1	0	0
陈树隆	芜湖市	0	2009	市委书记	0	0	10
陈树隆	芜湖市	0	2010	市委书记	1	0	64
陈树隆	芜湖市	0	2011	市委书记	2	0	0

变量构建

变量类型	变量定义	变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	变量来源
被解释变量	借新还旧金额（+1取对数）	<i>Refinance</i>	6124	0.570	1.394	0.000	7.369	Wind数据库、RESSET数据库的《债券募集资金用途表》
	基建投资金额（+1取对数）	<i>Infrastructure</i>	6124	0.995	1.783	0.000	6.410	
	到期城投债（+1取对数）	<i>Debt</i>	6124	0.514	1.298	0.000	6.642	
解释变量	异地晋升的书记	<i>NL</i>	6124	0.249	0.432	0.000	1.000	百度百科、人民网、新华网及各地级市官方网站手工整理得到
	异地晋升后	<i>NL_Post</i>	6124	0.124	0.330	0.000	1.000	
	异地晋升书记任职前期	<i>NL_Post1</i> （0-2年）	6124	0.093	0.291	0.000	1.000	
	异地晋升书记任职后期	<i>NL_Post2</i> （3年+）	6124	0.031	0.173	0.000	1.000	
	省内本地晋升者历史政绩	<i>Comp</i> （中心化）	7709	-0.000	3.235	-18.289	11.335	-
官员特征	官员任期	<i>Tenure</i>	6124	2.496	1.499	1.000	10.000	-
经济特征	金融机构贷款/GDP	<i>Loan</i>	5265	0.841	0.448	0.075	9.227	相应年份《中国城市统计年鉴》
	固定资产/GDP	<i>FA</i>	6093	0.803	2.457	0.005	97.542	
	财政压力=支出/收入	<i>FP</i>	6117	3.019	2.582	0.649	37.443	
	第二产业增加值/GDP	<i>SI</i>	6060	0.459	0.115	0.104	0.910	
	人均GDP（+1取对数）	<i>Ln_GDP_Per</i>	6081	1.311	0.571	0.213	3.030	
	土地出让收入（+1取对数）	<i>Ln_LTF</i>	5997	3.190	1.563	0.011	7.737	
	进出口总额（+1取对数）	<i>Ln_TEIV</i>	4984	4.261	1.972	0.013	10.157	



北京友万德科技有限公司
www.d-one-tech.cn

五、模型与实证

模型设定

H0

$$Refinance_{citn} = \alpha + \beta_1 \times debt_{citn} + \gamma X_{c,t} + \delta_c + \lambda_t + \varphi_i + \mu_n + \varepsilon_{citn} \tag{1}$$

- $Refinance_{citn}$: 官员*i*在其第*n*个任期（相应地对应城市*c*在*t*年）借新还旧城市债发行额；
- $debt_{citn}$: 官员*i*在其第*n*个任期（相应地对应城市*c*在*t*年）到期城投债总额；
- β_1 : 借新还旧城投债发行对到期城投债的反应系数（“被动负债”假说下，这是到期债务对借新还旧产生的压力）；
- $X_{c,t}$: 城市特征（含土地出让收入）；
- δ_c 、 λ_t 、 φ_i 、 μ_n 分别代表城市、年份、官员个体及任期固定效应。

$$Refinance_{citn} = \alpha + \beta_1 \times debt_{citn} + \beta_2 \times debt_{citn} \times land_{citn} + \gamma X_{c,t} + \delta_c + \lambda_t + \varphi_i + \mu_n + \varepsilon_{citn} \tag{2}$$

- $land_{citn}$: 官员*i*在其第*n*个任期（相应地对应城市*c*在*t*年）的土地出让收入；
- $\frac{\partial Refinance}{\partial debt} = \beta_1 + \beta_2 \times land$
- β_2 : 到期债务对借新还旧产生的压力依土地出让收入而异；若 β_2 小于0，土地出让收入减小到期债务产生的压力。这意味着借新还旧是被动的。否则，借新还旧是主动行为。

H0检验结果

变量	Refinance	
	(1)	(2)
debt	1.318*** (0.158)	1.093*** (0.193)
debt × land		0.000 (0.000)
land	0.089*** (0.028)	0.057* (0.031)
X	控制	控制
城市固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
官员固定效应	是	是
任期固定效应	是	是
N	5949	5949
adj. R2	0.871	0.875

系数下方括号内的数值为在官员ID上聚类的稳健标准误，***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著水平。

- 到期城投债越多，借新还旧越多。
- 压力系数1.093。借新还旧能够覆盖全部到期债务。
- “被动负债”假说下，土地出让收入可以减少借新还旧。但 β_2 不显著，显示土地出让收入没有帮助减少借新还旧。
- land的回归系数始终为正。不存在土地出让收入越多，借新还旧越少的情况。
- 检验结果表明：借新还旧是官员主动选择的策略性行为，而非被动的应对行为！

模型设定

H1

$$\ln_Refinance_{citn} = \alpha + \beta_1 \times treat_i \times post_n + \gamma X_{c,t} + \delta_c + \lambda_t + \varphi_i + \mu_n + \varepsilon_{citn} \quad (3)$$

- $\ln_Refinance_{citn}$: 官员*i*在其第*n*个任期（相应地对应城市*c*在*t*年）借新还旧城市债发行额的对数值；
- $treat_i$: 官员（市长—书记）*i*是否经历了异地晋升（异地晋升=1，否则为0）；
- $post_n$: 任期*n*是否为书记任期（书记任期=1；否则为0）；
- β_1 : 市长异地晋升为书记（相对于本地晋升为书记）对借新还旧城投债发行额的影响；
- $X_{c,t}$: 城市特征；
- δ_c 、 λ_t 、 φ_i 、 μ_n 分别代表城市、年份、官员个体及任期固定效应。

样本平衡性 检验

Panel A: 两类市委书记晋升前三年城市特征

变量	本地晋升	异地晋升	差异	p值
FDI	0.016	0.015	0.001	0.689
财政压力	2.954	2.93	0.024	0.886
人均GDP（对数）	1.189	1.413	-0.224	0
第二产业占比	0.456	0.456	-0.001	0.933
固定资产投资占比	0.848	0.747	0.101	0.508
土地出让收入（对数）	2.805	3.456	-0.651	0
金融机构贷款余额占比	0.822	0.842	-0.02	0.499
到期城投债规模（加1取对数）	0.428	0.504	-0.076	0.361
借新还旧城投债发行规模（加1取对数）	0.466	0.582	-0.116	0.211

Panel B: 两类官员晋升前个人特征

变量	本地晋升	异地晋升	差异	p值
年龄	50.503	50.402	0.126	0.726
性别	0.041	0.057	-0.01	0.351
学历（博士=2，本硕=1，其他=0）	1.166	1.215	-0.049	0.131
专业（文科=1；理科=0）	0.789	0.813	-0.024	0.533
出生地工作是是否一致（一致=1，不一致=0）	0.054	0.052	0.001	0.943

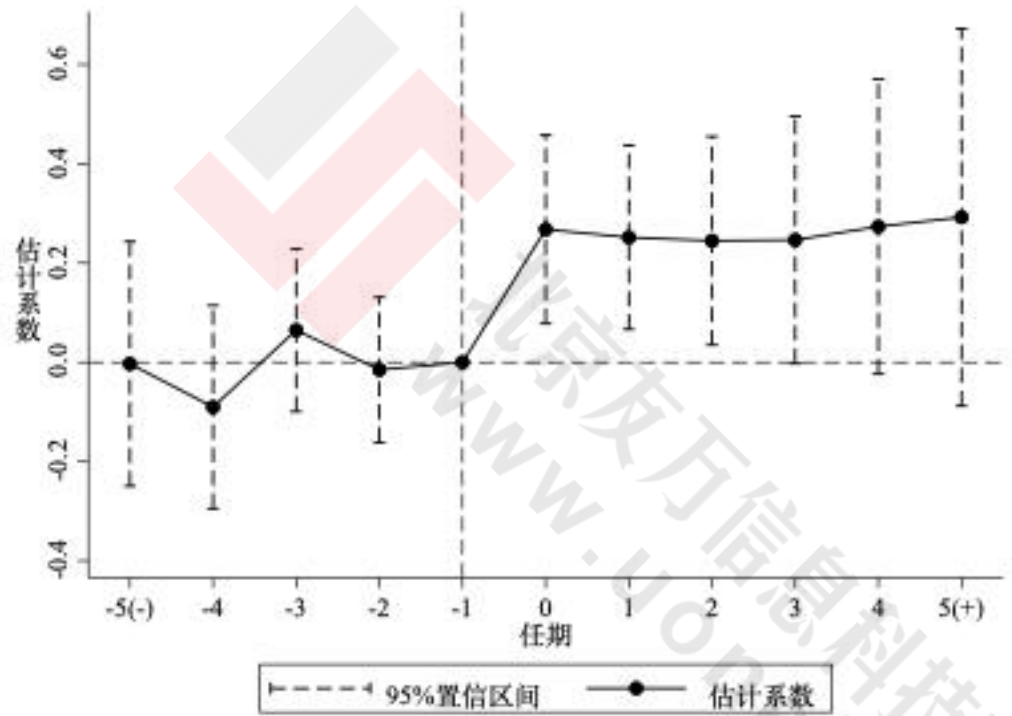
H1检验结果

变量	ln_Refinance	
	(1)	(2)
<i>treat</i> × <i>post</i>	0.222*** (0.077)	
<i>treat</i> × <i>post1</i>		0.227*** (0.076)
<i>treat</i> × <i>post2</i>		0.193 (0.123)
X	控制	控制
城市固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
官员固定效应	是	是
任期固定效应	是	是
N	5949	5949
adj. R2	0.819	0.819

系数下方括号内的数值为在地级市聚类的稳健标准误，***、**、*分别表示1%、5%和10%的显著水平。

- 市长异地晋升为市委书记比本地晋升为市委书记要多借22.2%的借新还旧城投债。
- 这一影响主要表现在书记任职的前期，后期影响不显著。两个可能的原因：
 - 书记任职后期，异地晋升市委书记借得少
 - 书记任职后期，本地晋升市委书记借得多 (√)
- 检验结果表明：借新还旧与官员流动任职正相关！

事前趋势



- 市长任期中，本地晋升市长和异地晋升市长借新还旧城投债发行规模无差异
- 书记任期中，异地晋升市长借新还旧城投债发行规模显著偏高。
- 结论：官员流动任职促进借新还旧！

Stata代码分享

```
coefplot, keep(D_n5_NL D_n4_NL D_n3_NL D_n2_NL D_n1_NL
D_0_NL D_1_NL D_2_NL D_3_NL D_4_NL D_5_NL) ///
    rename(D_n5_NL="-5(-)" D_n4_NL="-4" D_n3_NL="-3"
D_n2_NL="-2" D_n1_NL="-1" D_0_NL="0" D_1_NL="1"
D_2_NL="2" D_3_NL="3" D_4_NL="4" D_5_NL="5(+)" ) ///
    omitted ///
    vertical ///
    legend(label(1 "95%{fontface "Songti SC":置信区间}") label(2
"{fontface "Songti SC": 估计系数}") rows(1) order(1 2)) ///
    ylabel(,format(%002.1f) nogrid) ///
    xlabel(, nogrid) ///
    yline(0, lcolor(black) lwidth(thin) lp(dash)) ///
    xline(5, lcolor(black) lwidth(thin) lp(dash)) ///
    xtitle("任期") ///
    ytitle("{fontface "Songti SC": 估}" "{fontface "Songti SC":
计}" "{fontface "Songti SC": 系}" "{fontface "Songti SC": 数}",
axis(1) orientation(horizontal)) ///
    ciopts(recast(rcap) lpattern(dash) lcolor(black)
msize(medium)) ///
    mcolor(black) ///
    lcolor(black) lpattern(solid) lwidth(medium) ///
    connect(direct) ///
    graphregion(color(white)) ///
    plotregion(lcolor(white))
```

H1a检验结果

H1b检验结果

变量	ln_Refinance	
	H1a: 政绩竞争假说	H1b: 偿债责任假说
流动任职 × 书记任期	0.279*** (0.078)	
流动任职 × 书记任期 × 政绩压力	0.058*** (0.018)	
留守任职 × 书记任期		-0.253*** (0.078)
留守任职 × 书记任期 × 偿债责任		0.074*** (0.028)
X	控制	控制
城市固定效应	是	是
年份固定效应	是	是
官员固定效应	是	是
任期固定效应	是	是
N	5747	5949
adj. R2	0.821	0.820

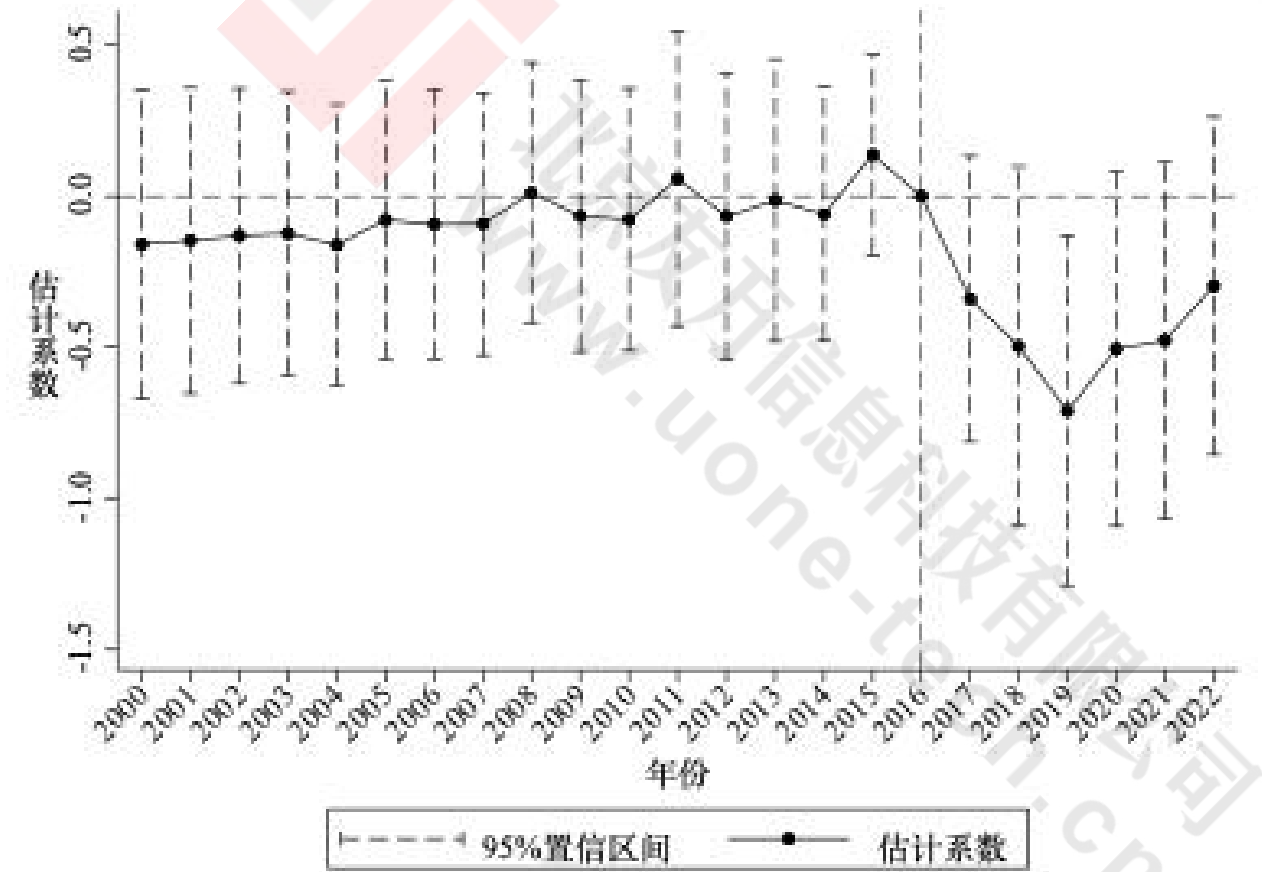
- 政绩压力度量：同省本地晋升市长的历史政绩（周雪光等，2018）
- 偿债责任度量：留守任职官员的到期城投债规模
- 流动任职官员会举借更多的城投债，如果其面临的政绩压力越大，举借的借新还旧城投债越多。
- 留守任职官员会举借更少的城投债，如果其面临的到期城投债规模越大，举借的借新还旧城投债越多。
- 检验结果支持政绩压力假说，否定偿债责任假说。

H2检验结果

	<i>ln_Refinance</i>
流动任职 × 书记任期	0.409*** (0.099)
流动任职 × 书记任期 × <i>after2016</i>	-0.457** (0.182)
X	控制
城市固定效应	是
年份固定效应	是
官员固定效应	是
任期固定效应	是
N	5949
adj. R2	0.820

- 2017年中央金融工作会议首次提出对地方政府债务“终身问责、倒查责任”。
- 实证结果显示，这一强化债务卸责道德风险管理的措施有效降低了流动任职对借新还旧行为的影响。
- 结果显示债务卸责道德风险管理的有效性。

流动任职对借新还旧影响的时间趋势



- 整体上看，2016年后的回归系数显著小于2016年前的回归系数，债务卸责道德风险管理有效。
- 分年度看，仅在2019年在5%的水平上显著为负，其余年份的显著水平尽管接近10%，但未达到。
- 实施结果显示，债务卸责道德风险管理力度有待进一步加强。



六、结论及政策启示

研究结论

1. 借新还旧是主动的策略性行为，而非被动的应对行为。
2. 官员流动任职促进借新还旧，中国地方债务累积不仅是因为“借得更多”，也是因为“还得更少”。
3. 这种效应主要来自异地晋升官员的政绩竞争压力，而不是本地晋升官员承担更强偿债责任。
4. 2017年中央金融工作会议后，流动任职官员借新还旧减少，说明强监管能够压缩地方官员策略性滚续债务的空间。但监管力度有待加强。

政策启示

- 流动任职是中国地方官员治理的千年传统，似乎无法变革。
- 强化债务问责（终身问责、倒查责任）。

谢谢！敬请批评指正！

北京友万信科技有限公司
www.uone-tech.cn