

对口帮扶的信用援助效应

——来自城投债发行定价的证据

梁伟娟 纪翔阁 宁博 朱峪*

摘要: 本文从被帮扶地区城投债发行信用利差视角考察对口帮扶的政策成效。研究发现,对口帮扶政策显著降低了被帮扶地区城投债的发行利差,呈现出明显的信用援助效应,核心机制是其能提升地方政府隐性担保的能力和意愿。当经济更差的被帮扶地区和援助激励更强、能力更大的帮扶地区结对时,上述效应更加明显;此外,政策实施后帮扶双方的发行利差呈现正向联动。最后,加强债务风险管理,以及引导市场注意力和人力资本流向被帮扶地区有助于提升政策效果。

关键词: 对口帮扶;城投债;信用利差

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2025.03.12

一、引言

我国由于疆域广阔,各地在经济区位、资源禀赋等方面存在较大差别,同时因区域市场分割、地方保护主义倾向等原因,区域间均衡发展存在较大的阻碍(Young, 2000; 李兰冰, 2020; 郝宪印和张念明, 2023)。为了解决区域间发展失衡的问题,早在1979年,我国就开始组织内地省市对口支援边境地区和少数民族地区,形成区域间对口帮扶政策的雏形。随后几十年里,我国逐渐探索出多领域、多层次、多形式、多内容的对口帮扶模式,在我国脱贫攻坚、西部大开发等国家重大战略中发挥着重要作用(王禹滢, 2022; 李曦辉等, 2023)。近年,对口帮扶政策相关的丰富实践及其经济影响开始引发学术界的关注。一部分学者从政治经济学视角,在理论层面讨论对口帮扶的经济意义(王禹滢, 2022),另一部分学者则基于大样本数据开展实证分析,从宏观视角证实对口援藏、对口援疆等政策对被帮扶地区的经济增长具有积极影响(徐明和刘金山, 2018; 李曦辉等, 2023; 张可云等, 2023)。其中,资源的跨区域横向转移被认为是对口帮扶政策实现相关经济影响的关键因素。

在推进区域协调发展的过程中,资金是欠发达地区最稀缺的基础资源之一(易玄等, 2021)。为此,对口帮扶政策在解决欠发达地区的资金约束方面开展了大量工作,例如通

* 梁伟娟,厦门大学管理学院;纪翔阁,厦门国家会计学院;宁博、朱峪,厦门大学管理学院。通信作者及地址:宁博,福建省厦门市思明区思明南路422号厦门大学管理学院,361005;电话:0592-2183869;E-mail:ningbo@xmu.edu.cn。作者感谢匿名审稿专家的建设性意见,以及国家自然科学基金面上项目(72472133)和国家自然科学基金青年科学基金项目(72302200,72102201)的资助。

过无偿提供帮扶资金实现资金从发达地区向欠发达地区的定向转移(徐明,2023)。但客观来看,对于欠发达地区而言,来自外部的资金支持始终有限且难以长久,并不足以满足其长期可持续发展的经济发展需求。并且,在中央政府层面,通过持续输血来推动欠发达地区经济发展也并非对口帮扶政策的初衷。因而,一个值得讨论的问题是,对口帮扶政策在实现资金等资源的横向转移之外,能否进一步提升欠发达地区自身的外源融资能力,进而助力其形成更加可持续的经济发展格局?最近二十多年,基于政府信用发行债券成为地区发展经济的主要资金来源,其中城投债作为重要的外源融资,为区域经济发展作出了突出贡献(范剑勇和莫家伟,2014;吕健,2015)。不过,即使是被认为有政府背书的城投债,其融资成本也存在地区间的差异。本文猜测,对口帮扶政策除了直接对被帮扶地区提供帮扶资金支持,还可能通过改变市场对于地方政府隐性担保能力和担保意愿的评价,进而影响被帮扶地区城投债发行的信用利差,即对被帮扶地区的外源融资具有信用援助效应。

本文以2012—2021年西部地区地级市层面的城投债为研究样本,基于2016年12月对口帮扶政策重大调整的实验场景,深入考察对口帮扶制度对被帮扶地区城投债发行信用利差的影响,以期为进一步优化和完善区域协调发展相关的政策体系补充新的经验参考。研究发现,对口帮扶政策实施后,被帮扶地级市城投债的发行信用利差显著降低,显示出对口帮扶政策具有明显的信用援助效应。机制分析显示,对口帮扶政策的实施有助于改善被帮扶地区城投公司的信用评价,提高政府隐性担保能力(表现为被帮扶地区的经济增长以及土地财政收入增加)和隐性担保意愿,进而降低被帮扶地区城投债的发行信用利差。进一步地,从结对关系的配对策略来看,当经济发展水平更差的欠发达地区和援助激励更强、援助能力更大的发达地区结对时,对口帮扶的信用援助效应更加明显;此外,在对口帮扶政策实施后,帮扶双方的发行信用利差呈现明显的正向联动。最后还发现,被帮扶地区政府良好的债务风险管理、帮扶地区对被帮扶地区的市场注意力和人力资本的定向引导,有助于优化政策效果。

和既有研究相比,本文主要有如下贡献:首先,本文丰富了我国对口帮扶相关的经济学文献。对口帮扶是我国推动区域协调发展的重要举措,在脱贫攻坚、推动共同富裕等方面发挥着积极作用(燕继荣,2020;张可云等,2023)。现有文献主要从理论上展开讨论,集中于政治学、公共管理以及财政学领域(石绍宾和樊丽明,2020;王禹瀚,2022),关于对口帮扶政策的效果评估,相关研究方兴未艾,且主要关注对被帮扶地区整体经济水平的影响(李曦辉等,2023;徐明,2023;张可云等,2023)。本文从被帮扶地区的城投债发行成本的微观视角,证实对口帮扶政策具有信用援助效应,并进一步厘清其内在机理,有助于市场各方更加全面深入地洞悉对口帮扶政策的经济意义,弥补相关经济学研究与丰富市场实践不相称的文献缺憾。

其次,本文深化扩展了城投债定价影响因素的理论认知。探索建立合理的风险定价体系是城投债发行的关键问题(刘晓蕾等,2021),现有文献大多直接集中于地方政府或平台特征,考察政府隐性担保(利用地区财政收入、GDP水平等进行测度)对城投债定价

的影响(汪莉和陈诗一,2015;罗荣华和刘劲劲,2016;吴文锋和胡悦,2022)。^①然而,由于东部发达地区城投债发行数量较多,当前基于所有城投债样本的研究或未能深入关注并理解欠发达地区城投债发行定价的特定影响因素。同时,随着中国区域协调发展战略的持续推进,地方政府间的合作日益频繁,但学术界对于区域间的协调互动如何影响城投债的发行定价依然缺少必要的讨论。本文聚焦于欠发达地区的债券发行问题,在现有文献的基础上实现向研究影响政府隐性担保能力和意愿的前置因素的有效扩展,证实对口帮扶政策能够通过带动当地经济高质量发展和提高土地财政收入等方式提升政府隐性担保能力和意愿,进而降低地方债务融资成本,是对既有城投债定价研究的有益补充。

最后,本文可以为完善区域协调发展战略、化解地方债务风险提供有益的政策参考。推动区域协调发展是实现中国式现代化的应有之义,但随着国内外经济环境日趋复杂,欠发达地区在获取资金支持方面存在更大的约束,发展愈加受限;与此同时,经济发展承压又进一步导致地方政府债务压力持续增大。因此,对于欠发达地区而言,其所面临的经济增长和债务风险的矛盾,需要从资产端解决问题(邱志刚等,2022)。本文聚焦于欠发达地区的公共债务融资和经济发展问题,证实通过发达地区和欠发达地区结对子的方式,能够有效引导市场改变对欠发达地区的发展预期并切实带动当地经济高质量发展,进而帮助其降低政府债务融资成本,这将有助于欠发达地区形成经济发展和债务融资的良性循环机制。本文研究结论对于思考如何进一步优化区域协调发展的政策支持体系以及以更低的融资成本帮助欠发达地区实现经济增长具有很好的政策参考价值。

二、政策背景和理论逻辑

(一) 政策背景

对口帮扶是国家应对东西部发展不平衡的重要政策。早在1979年,我国就开始组织内地省市对口支援边境及少数民族地区。1988年,邓小平提出“两个大局”战略思想,强调促进地区共同繁荣和共同富裕,为对口帮扶提供了思想指导。1994年的“八七”扶贫攻坚计划和1996年“九五”规划进一步提出由东部地区对口帮扶中西部省区。1996年10月,我国正式将对口帮扶作为打好扶贫攻坚战的关键措施,并明确了实施方案。《2008年东西扶贫协作工作指导意见》适当调整了区县级对口帮扶结对关系。2016年12月,中共中央办公厅和国务院办公厅印发的《关于进一步加强东西部扶贫协作工作的指导意见》(以下简称《东西部协作意见》)再次对对口帮扶制度进行调整,完善了省际结对关系,不仅实现了对民族自治州和西部贫困程度较深市州的全覆盖,还实现了从基础设施的“硬”支援到人才、管理和技术的“软”支援的转变,标志着东西部扶贫协作政策在广度和强度上全面加强。

《东西部协作意见》明确指出“把东西部扶贫协作工作纳入国家脱贫攻坚考核范围,

^① 现有文献对城投债发行定价的影响因素已经做了较为深入的探讨,本文对相关文献进行了回顾与总结,以进一步凸显本文与现有文献的差别与贡献。限于篇幅,相关文献回顾见附录I,感兴趣的读者可在《经济学》(季刊)官网(<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>)下载。

作为国家扶贫督查巡查重要内容,突出目标导向、结果导向”,并提出从减贫成效、劳务协作、产业合作、人才支援、资金支持五个方面进行考核评估。此后,各地各部门积极落实文件要求,不断完善协作机制、加大资金支持,狠抓政策落实考核,推动扶贫协作工作迈入新阶段。根据《中国扶贫开发年鉴 2021》的数据(见附表 A1),2017 年东部省市向扶贫协作地区提供财政援助资金 58.76 亿元,是 2016 年的 2 倍,且后续保持较高增长;在产业协作方面,2017 年协作企业增至 2 121 家,较 2016 年增长近 6 倍,且之后稳定在 2 000 家以上;在人力资源帮扶方面,包括人才交流、培训教育和劳务协作等方面在 2017 年均实现全面增长。这些数据表明,自《东西部协作意见》出台后,东西部扶贫协作步伐提速,政策执行效果显著提升,值得进一步研究其对被帮扶地区发债融资成本的影响和作用机制。

(二) 对口帮扶对城投债发行定价的信用援助效应

对口帮扶政策在强度和广度上均持续增强,预期其对地方经济的帮扶作用也会更为凸显。具体到本文关注的城投债定价问题,本文认为,随着对口帮扶机制的深化升级,被帮扶地区的城投债融资成本将明显受益,即对口帮扶呈现出明显的信用援助效应。具体影响机制如下:

第一,对口帮扶提高了被帮扶地区的经济发展水平,能够改善其政府隐性担保能力,进而提高市场对当地城投债的信用评价,降低其融资成本。长期以来,中国东部与西部地区之间存在资源要素错配和经济发展不平衡的情况(李兰冰和刘秉镰,2020)。对口帮扶在东西部地方政府间建立结对关系,通过基础设施建设帮扶、产业扶贫和培训教育扶贫等模式,促进地区间资源要素流动(张可云等,2023),助推被帮扶地区经济发展。在基础设施建设帮扶方面,双方政府及企业利用东西部协作资金、财政资金等修建道路、水利等设施,促使基础设施投资迅速上马,直接提高被帮扶地区的经济水平(Melo et al., 2013)。在产业扶贫方面,一方面,立足被帮扶地区资源和生态禀赋,通过消费帮扶、产销对接等方式带动当地特色产业的发展(Zhong et al., 2024);另一方面,通过建立工业园区、产业园区,设置优惠条件,招企业、落项目,促进产业发展、提高经济水平(李曦辉等, 2023)。此外,对口帮扶的目标由短期收入提升转向长期发展能力的提升(王禹滢, 2022),因而通过培训教育帮扶、人才交流等措施,引入高质量人力资本和先进管理理念有助于形成可持续的经济增长(Moretti, 2004; Kline and Moretti, 2014; 徐明, 2023)。上述帮扶措施共同改善被帮扶地区的经济状况,提高了城投平台的项目收益和地方政府的隐性担保能力(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016),从而降低城投债的发行利差。与此同时,这些措施改善了基础设施、优化了投资环境、增加了劳动岗位,带动商业发展和吸引人口流入,能够提高商业和住宅用地需求,进而增加土地财政收入。土地财政收入的增加不仅能够充盈地方财政进而降低城投债发行利差,而且城投债发行通常以土地出让收入作为担保(张莉等, 2018),因而土地财政收入的增加能够直接改善投资者对城投平台债务偿还能力的预期,促使其要求更低的风险溢价。

第二,对口帮扶具有较强的“政治任务”属性(王禹滢, 2022),有助于提高地方政府的隐性担保意愿,缓解市场对于城投债失信的担忧。理论上,市场机制是最经济高效的解

决方案,但在区域协调发展问题上,显然政府干预是必要且有效的。对口帮扶作为一种政府干预手段,通过政治权力机制实现资源再配置,进而解决区域发展不平衡的问题(王禹滢,2022)。地理空间不相邻的地方政府间的“对口关系”是一种政治关系,中央权威是维系帮扶双方有序运行的基本凭藉与主导力量(李瑞昌,2017;侯景新和于子冉,2021)。政治任务实行的是“任务分解、层层落实”的运行模式,因此,对口帮扶的成效最终将由中央政府予以评价。例如,在《东西部协作意见》中明确规定将东西部扶贫协作工作纳入国家脱贫攻坚考核范围,在减贫成效、劳务协作、产业合作、人才支援和资金支持五个方面进行督查巡查和考核,考核结果向党中央、国务院报告。在此背景下,如果被帮扶地区未按期偿还地方债务,将可能成为负面指标(特别是地方政府或城投债违约往往会在市场中引发广泛关注),直接影响对口帮扶绩效考核。因此,在这种政治任务约束下,市场预期政府对城投债的隐性担保意愿会更高,从而提升对城投债的信用评价,降低债券融资成本。

三、实证设计

(一) 样本与数据

本文通过考察 2016 年 12 月出台的《东西部协作意见》对被帮扶地区城投债发行信用利差的影响来识别对口帮扶政策的信用援助效应。本文使用 2012—2021 年(政策实施前后各 5 年)地级市层面的城投债数据,即发行城投债的城投公司主体所属地方政府的行政级别为地级市。具体而言,本文样本处理具体如下:(1)为增加样本的可比性,限定为国家统计局定义的西部地区的地级市样本。但考虑到对口援疆、援藏一直是我党的工作重点,有单独的政策安排,且西藏地区的数据缺失严重,以及重庆市作为直辖市在行政级别上与其他城市不可比,因此本文剔除西藏自治区、新疆维吾尔自治区和重庆市的样本。(2)剔除短期债券样本(王雷等,2022;曹婧,2023),因为这些债券的发行期限较短(1 年之内),与其他信用债券的定价机制差异较大。本文最终得到 70 个西部地级市共发行的 1 485 个债券样本数据。

城投债相关数据来自 Wind 数据库,地级市层面数据来自 CNRDS、CSMAR、CEIC、《中国统计年鉴》、《中国城市统计年鉴》等数据库或年鉴。为降低极端值的影响,本文对连续变量在 1% 以下以及 99% 以上分位数进行缩尾处理。

(二) 模型设计和变量说明

本文借鉴钟宁桦等(2021)、曹婧(2023)的研究,基于以下模型,采用双重差分法检验对口帮扶对被帮扶地区城投债信用利差的影响。

$$\begin{aligned} spread_{i,j,c,t} = & \beta_0 + \beta_1 dkb f_{c,t} + \beta_2 Bondctrls_{i,t} + \beta_3 Issuerctrls_{j,t-1} + \\ & \beta_4 Cityctrls_{c,t-1} + \delta_j + \lambda_{p,t} + \eta_{i,r} + \epsilon_{i,j,c,t}, \end{aligned} \quad (1)$$

其中,下标 i, j, r, c, t 分别表示债券、债券发行主体、债券发行评级、所在地级市和发行年份, $\epsilon_{i,j,c,t}$ 为随机扰动项,本文基于地级市层面聚类调整标准误。具体变量说明如下:

1. 被解释变量

被解释变量为城投债发行信用利差 *spread*, 信用利差能够反映市场对城投债的信用评价, 当信用评价低时, 要求的风险补偿更高, 信用利差相应变大。信用利差为城投债发行利率减去发行当日相同期限国债到期收益率。在稳健性检验中, 本文还选取国开债到期收益率作为无风险利率重新计算债券发行信用利差。

2. 解释变量

2016年12月出台的《东西部协作意见》, 调整了东西部扶贫协作结对关系, 西部地区的部分地级市被指定为被帮扶对象, 具体包括: 贵州省的六盘水市、遵义市、铜仁市、黔东南苗族侗族自治州、黔西南布依族苗族自治州、安顺市、黔南布依族苗族自治州、毕节市, 青海省的西宁市和海东市, 甘肃省的定西市、临夏回族自治州、陇南市, 四川省的甘孜藏族自治州、凉山彝族自治州, 云南省的昭通市、怒江傈僳族自治州。因此, 如果城投债的发行主体所属地级市在《东西部协作意见》中指定为被帮扶地级市, 且时间在2017年及之后, 则对口帮扶政策的实施 *dkbf* 取值为1, 否则为0。本文处理组样本为被帮扶地级市的城投债发行样本, 控制组为未指定被帮扶的其他西部地级市的城投债发行样本。

本文通过查阅历年的《中国扶贫开发年鉴》, 手工收集整理2014—2020年东部省市对被指定为帮扶对象的地级市所提供的财政帮扶资金。图1显示, 东部省市对被帮扶地级市的援助资金在2017年呈现显著增长, 且后续仍保持增长趋势。这也印证了自《东西部协作意见》实施之后, 对于被指定为帮扶对象的地级市, 对口帮扶政策的贯彻力度及执行成效得到显著提升, 以《东西部协作意见》作为政策冲击展开实证检验具有坚实的实践依据。

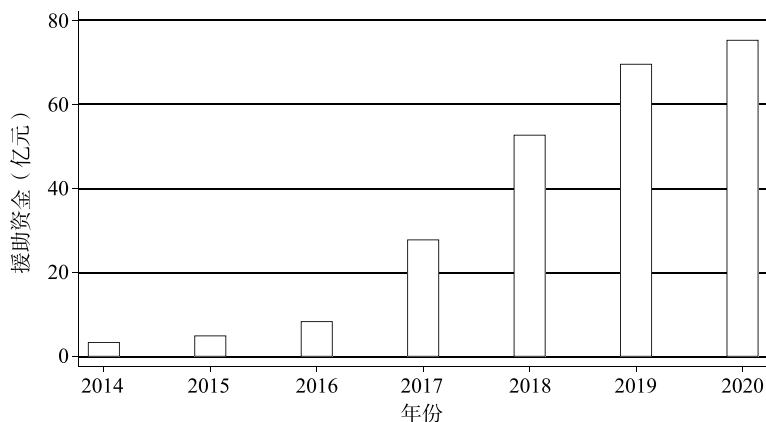


图1 东部省市向被帮扶地级市提供的财政帮扶资金

数据来源: 根据2014—2021年的《中国扶贫开发年鉴》收集整理。

3. 控制变量

参考罗宏等(2023)研究, 主要选取以下控制变量: 债券发行特征 (*Bondctrls*), 包括债券发行规模 *size* (取对数)、债券发行期限 *maturity* (取对数)、是否含权债 *ifop* (是则取值为1, 否则为0)、是否有显性担保 *ifgua* (有则取值为1, 否则为0); 发行主体城投企业的财务特征 (*Issuerctrls*), 包括企业总资产 *asset* (取对数)、资产负债率 *lev*、资产报酬率 *roa*、资产周转率 *turnover*; 地区发展水平 (*Cityctrls*), 包括地区生产总值总量 *gdp* (取对数)、产业结构 *second* (第二产业增加值占比)、财政收入水平 *revenue* (取对数)、转移支付

收入 *transfer* (以一般性转移支付与专项转移支付之和占 GDP 的比例度量)、金融发展水平 *finance* (以金融机构贷款余额与 GDP 的比值度量)。参考曹婧(2023)的研究,由于企业财务指标和地区宏观经济变量发布的滞后性及可能的反向因果问题,发行主体和地级市层面控制变量分别为债券发行上一会计年度的数据。在固定效应方面,考虑到西部地区在省份层面也有指定被帮扶,为剔除省级层面帮扶政策等变化的潜在影响,本文控制省份与年份的交乘固定效应 $\lambda_{p,t}$;同时,控制发行主体个体固定效应 δ_j 和债券评级固定效应 $\eta_{i,r}$ 。具体变量定义见附表 A2。

（三）描述性统计

表 1 报告了本文主要变量的描述性统计结果。西部地区城投债发行利差均值为 3.227%,说明其融资成本相对较高。对口帮扶政策 *dkbf* 的均值为 0.078,说明在《东西部协作意见》实施后指定为被帮扶城市的城投债发行数量占比有 7.8%。其他控制变量的分布均在合理范围内,详见表 1。

表 1 变量的统计描述

变量	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>spread</i>	1 485	3.227	1.168	0.600	3.273	5.505
<i>dkbf</i>	1 485	0.078	0.268	0.000	0.000	1.000
<i>size</i>	1 485	20.323	0.641	18.421	20.367	21.640
<i>maturity</i>	1 485	1.499	0.362	0.693	1.609	2.303
<i>ifop</i>	1 485	0.596	0.491	0.000	1.000	1.000
<i>ifgua</i>	1 485	0.167	0.373	0.000	0.000	1.000
<i>asset</i>	1 485	24.305	0.957	21.631	24.339	26.388
<i>lev</i>	1 485	56.102	13.342	16.356	57.699	83.799
<i>roa</i>	1 485	1.626	1.517	-0.262	1.224	9.904
<i>turnover</i>	1 485	0.071	0.073	0.005	0.048	0.442
<i>gdp</i>	1 485	26.206	0.875	24.287	26.161	28.203
<i>second</i>	1 485	0.344	0.187	0.003	0.390	0.635
<i>revenue</i>	1 485	23.594	1.017	21.506	23.494	25.747
<i>transfer</i>	1 485	0.096	0.082	0.009	0.071	0.366
<i>finance</i>	1 485	1.559	0.965	0.460	1.057	4.239

四、实证结果分析

（一）基准回归结果

表 2 展示了本文的基准回归结果,均控制了发行主体固定效应、省份×年份固定效应与债券评级固定效应,列(1)未加入控制变量,列(2)—(3)分别依次加入债券发行特征和发行主体财务特征、地级市层面控制变量。结果显示,*dkbf* 系数均在 5%置信水平显著为负且未发生较大变化,表明对口帮扶政策有助于降低被帮扶地级市的城投债发行信用利差,且这种关系受到企业和地级市特征的影响较少,验证了本文的猜想。

表2 基准回归结果

变量	<i>spread</i>		
	(1)	(2)	(3)
<i>dkbf</i>	-0.6298** (0.2839)	-0.6538** (0.2960)	-1.0964** (0.4175)
债券发行特征控制变量	否	是	是
发行主体层面控制变量	否	是	是
地区层面控制变量	否	否	是
发行主体固定效应	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是
评级固定效应	是	是	是
N	1 485	1 485	1 485
调整后 R ²	0.5948	0.6159	0.6282

注：(1)***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平下显著；(2)括号内为标准误值，模型标准误经过地级市层面聚类调整。下同。

(二) 影响机理分析

1. 对口帮扶政策对发债主体信用评级的影响

债券主体评级作为反映城投公司信用风险的直观指标，是城投债发行定价的重要影响因素(林晚发等，2022)。鉴于我国少有城投债违约事件，本文参考 Kang and Liu (2007)、余峰燕等(2020)的思路，选取城投公司主体评级上调(上调则 *cftrate* 取值为 1，否则为 0)为城投公司信用风险的代理变量。如果对口帮扶具有信用援助效应，那么被帮扶地区发债主体的信用评级将得到提升。具体地，本小节构建了城投公司发行主体层面的面板数据，最终获得西部地区城投公司-年份层面共 1 377 个样本数据。表 3 列(1)的结果显示，*dkbf* 的系数在 1% 置信水平下显著为正，说明在对口帮扶政策实施后，被帮扶地级市城投公司的主体信用评级得到提升，验证了本文的机制猜想。

表3 对口帮扶政策与发债主体信用评级的检验结果

变量	<i>cftrate</i>
	(1)
<i>dkbf</i>	0.0743*** (0.0270)
发行主体层面控制变量	是
地区层面控制变量	是
发行主体固定效应	是
省份×年份固定效应	是
N	1 377
调整后 R ²	0.0109

2. 对政府隐性担保能力机制的检验

本文认为,对口帮扶政策能够提升被帮扶地区的经济增长水平和土地财政收入规模等,进而增强政府的隐性担保能力,从而降低城投债发行利差。本小节首先检验对口帮扶对西部欠发达地区政府隐性担保能力的影响。本文以被帮扶城市的经济增长率(*growth*)衡量地区经济增长情况,以土地出让收入的对数值衡量土地财政收入规模(*land*)。其次,为进一步探讨对口帮扶政策作用于地区经济发展的机制,本文还检验了对口帮扶政策对被帮扶地区基础设施建设投资(人均城市市政公用设施建设固定资产投资 *infrastructure*)、产业投资(来自东部地区上市公司在被帮扶地区设立子公司的新增投资额的对数值 *industryinv*)、人力资本投资(教育事业费支出的对数值 *eduinv*)与创新发展(申请专利数的对数值 *capatent*)等方面的影响。采用西部地级市-年份层面的面板数据展开分析的结果如表 4 所示。列(1)—(2)结果显示,对口帮扶政策的实施显著提高了被帮扶城市的经济增长率与土地出让收入。列(3)—(6)结果显示,对口帮扶政策显著增强了被帮扶地区的基础设施建设、产业投资、人力资本投资与创新发展。这些结果表明,对口帮扶政策在多个层面均发挥出积极效应,进而提高被帮扶地区的土地财政收入与经济发展。良好的经济发展状况是地方政府的隐性担保能力的基础来源,因此表 4 的结果为理解信用援助效应提供了经济发展水平视角的直接证据支持。

表 4 政府隐性担保能力机制的检验结果

变量	<i>growth</i>	<i>land</i>	<i>infrastructure</i>	<i>industryinv</i>	<i>eduinv</i>	<i>capatent</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>dkbf</i>	1.1727** (0.4746)	0.5929** (0.2369)	0.0835* (0.0484)	2.4915** (1.0189)	0.0824*** (0.0290)	0.2496*** (0.0820)
地区层面控制变量	是	是	是	是	是	是
地级市固定效应	是	是	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是	是	是
N	1 025	1 004	783	1 025	894	1 025
调整后 R ²	0.7070	0.8682	0.7044	0.2166	0.9560	0.9669

注:部分结果样本个数的减少是因为相关变量的数据缺失。

3. 对政府隐性担保意愿机制的检验

本文认为对口帮扶政策的成效受到党中央高度重视,进而会提高地方政府对城投公司的潜在救助意愿。由于政府隐性担保意愿较难直接验证,本小节尝试从以下视角展开检验。其一,市场投资者可以通过地方政府债务置换计划感知到政府潜在的救助意愿,进而提升对政府隐性担保的预期。换言之,如果本文的机制之一是政府隐性担保意愿,那么对于已经开展地方债务置换计划的被帮扶地区,市场会对当地政府未来的担保意愿形成更积极的预期,从而降低债券发行成本。为此,本文参考钟宁桦等(2021)、邱志刚等(2022)的研究,基于省级层面用于置换的地方政府债券发行规模与省份的一般公共预算收入的比值 *replacratio* 度量地方政府的潜在救助意愿,这一比值越大,表明政府对城投债的潜在救助可能性越大。其二,财政转移支付不仅是中央对地方财政支持的一种体

现,也反映出中央对地方政府未来可能的救助预期(钟辉勇和陆铭,2015),地方政府获得的财政转移支付越多,市场对其未来获得救助的预期也就越强。基于这一逻辑,如果政府隐性担保意愿是本文研究的机制之一,那么对于那些获得较高财政转移支付 *transfer* 的被帮扶地区,市场可能会预期这些地区的政府更有可能在未来得到救助,进而降低地区城投债的发行成本。表5中的结果显示, $dkbf \times replaceratio$ 、 $dkbf \times transfer$ 的系数均显著为负,证实了本小节的猜想,即地方政府的潜在救助意愿与预期是影响对口帮扶政策作用发挥的重要机制。

表5 政府隐性担保意愿机制的检验结果

变量	<i>spread</i>	
	(1)	(2)
<i>dkbf</i>	-0.7428 (0.6960)	0.1371 (0.4290)
$dkbf \times replaceratio$	-0.7120* (0.3949)	
$dkbf \times transfer$		-6.8928*** (2.2150)
<i>transfer</i>	-5.4270*** (1.5521)	-5.0587*** (1.1752)
债券发行特征控制变量	是	是
发行主体层面控制变量	是	是
地区层面控制变量	是	是
发行主体固定效应	是	是
省份×年份固定效应	是	是
评级固定效应	是	是
N	1 166	1 485
调整后 R ²	0.6824	0.6304

注:*replaceratio* 为省级层面的时变变量,与固定效应共线,因此单独项被吸收。此外,列(1)样本个数的减少是因为2015年起才有地方政府债券发行数据。

(三) 针对对口帮扶配对策略及联动效应的讨论

本小节关注如何改善对口帮扶双方的配对组合,从而增强信用援助的效果。^① 从被帮扶地区特征来看,当被帮扶地区的经济、财政和金融发展水平越落后时,对口帮扶政策的实施对于城投债发行信用利差的降低程度越大。从帮扶地区的特征来看,当提供帮扶的地方政府激励越大、经济实力越强时,对口帮扶政策的政策效果越明显。

进一步地,本文探讨帮扶地区和被帮扶地区的融资成本联动性。研究结果显示,相对于较高债务发行成本地区,较低债务发行成本地区提供帮扶的政策效果相对更大,但这一差异在统计上不显著。不过本文观察到,在对口帮扶政策实施后,被帮扶地区与帮

① 限于篇幅,相关内容见附录Ⅱ。

扶地区的城投债发行信用利差呈现出明显的正向联动。一个可能的解释是,对口帮扶政策可能通过加强地区间的要素流动、产业协同与基础设施共建等实现了利益捆绑,进而加强债券发行利差的同向变动。

(四) 针对如何更好地释放政策效果的讨论

本小节主要探讨在给定对口合作关系的情况下,如何进一步更好地释放对口帮扶的政策效果。

1. 被帮扶地区政府的债务风险管理与政策效果发挥

近年来,我国部分地方政府债务风险较大,债务违约事件频发,损害了地方政府信用,可能会削弱对口帮扶政策的效果。例如,研究发现,地方国企债务违约存在地区内的传染效应,会导致同地区内其他国企融资成本的上升(刘晓蕾等,2023),表明这种信用冲击会产生外溢效应。在本文的样本区间内,城投债券违约较少,但近年来城投平台的非标资产违约事件屡见报端。为此本文根据地级市的城投企业是否曾发生过非标资产违约事件测度地方政府的信用损失情况 *default*,如果在地级市城投企业发生第一起非标资产违约事件及以后,*default* 取值为 1,否则取值为 0。此外,地方政府较高的债务率可能会导致政府隐性债务风险的累积(刘晓蕾等,2021)。本文参考毛捷等(2019)的研究,基于地区融资平台公司有息债务余额(包括短期借款、应付票据、应付短期债券、长期借款以及应付长期债券的合计金额)与地区 GDP 的比值衡量地方政府债务风险 *debt ratio*。检验结果如表 6 列(1)—(2)所示,对口帮扶政策实施 *dkbf* 与 *default*、*debt ratio* 的交乘项系数均显著为正,验证了我们的猜想,即被帮扶地方政府如果信用管理失败和债务风险增加,会显著弱化对口帮扶政策的政策效果。

2. 帮扶地区的市场关注度与政策效果发挥

在对口帮扶政策的实施过程中,帮扶地区如果更关注被帮扶地区,将有助于增进了解,缓解信息不对称程度,进而更有针对性地提升被帮扶地区的经济增长潜力,从而强化对口帮扶政策的信用援助效应。但如果关注度不足,一方面表明帮扶地区政府不够重视,另一方面也表示帮扶地区的资本等资源对被帮扶地区不感兴趣,这将削弱对口帮扶政策效果。本文参考施炳展和金祥义(2019)的思路,通过百度指数收集帮扶地区对被帮扶地区的名称词条进行搜索的结果,将互联网年均搜索频数作为统计指标,来反映各帮扶省市对被帮扶地区的关注情况,搜索指数越高则代表关注度越高。并据此将对口帮扶政策的结对模式分为关注度高组(搜索指数高于每年的中位数 *dkbf_baidu1* 取值为 1,否则为 0)和关注度低组(搜索指数低于每年的中位数 *dkbf_baidu0* 取值为 1,否则为 0)。表 6 列(3)系数的对比结果表明,关注度高组结对模式的估计系数绝对值显著大于低组,即当帮扶地区对被帮扶地区的关注度越高时,信用援助效应越明显,验证了我们的猜想。

3. 地区间的人力资本流动与政策效果发挥

对口帮扶地区间的人力资本流动不仅能帮助加强区域市场间的联系、减少信息传递摩擦,促进更多资源流向被帮扶地区;而且通过持续的人力资本流动,能够让欠发达地区更容易接受来自发达地区的人才、技术、资本等资源,有助于提升被帮扶地区的经济增长

潜力。本文首先根据2020年第七次全国人口普查数据中的迁移数据,通过“现住地和五年前常住地”识别省市(市市)之间的人口流动活跃程度,以各东部帮扶省市到西部被帮扶地级市的流动人口占西部被帮扶地级市人口总量的比例度量。在此基础上,将对口帮扶政策的结对模式分为人口流动活跃度高组(流动人口占比高于中位数 $dkbf_pop1$ 取值为1,否则为0)和人口流动活跃度低组(流动人口占比低于中位数 $dkbf_pop0$ 取值为1,否则为0)。表6列(4)系数的对比结果表明,人口流动活跃度高组结对模式的估计系数绝对值显著大于低组,说明增强向欠发达地区的人力资本流动能进一步强化对口帮扶政策的信用援助效应。

表6 政策效果优化的检验结果

变量	<i>spread</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>dkbf</i>	-1.2189*** (0.4115)	-2.0368*** (0.6693)		
<i>default</i>	-0.5704** (0.2243)			
<i>dkbf</i> × <i>default</i>	0.9379*** (0.3154)			
<i>debratio</i>		-0.2142 (0.2291)		
<i>dkbf</i> × <i>debratio</i>		2.3712** (1.1420)		
<i>dkbf_baidu1</i>			-1.6149*** (0.4623)	
<i>dkbf_baidu0</i>			-0.8447** (0.3757)	
<i>dkbf_pop1</i>				-1.4214*** (0.4550)
<i>dkbf_pop0</i>				-0.7698* (0.3861)
债券发行特征控制变量	是	是	是	是
发行主体层面控制变量	是	是	是	是
地区层面控制变量	是	是	是	是
发行主体固定效应	是	是	是	是
省份×年份固定效应	是	是	是	是
评级固定效应	是	是	是	是
N	1 485	1 485	1 485	1 485
调整后 R ²	0.6283	0.6294	0.6299	0.6292
系数差异检验(<i>p</i> 值)	—	—	0.0220	0.0866

五、稳健性检验

为验证基准回归结果的可靠性,本文还进行了如下系列检验:①平行趋势检验;②排除对定价机制扭曲的担忧;③加入选择变量与时间线性趋势的交互项或采用 PSM-DID 方法,以缓解政策非随机选择被帮扶城市所导致的内生性问题;④反事实检验;⑤调整估计模型、替换被解释变量、改变样本期间。上述结果均表明,本文基准结论稳健。^①

(一) 平行趋势检验

DID 估计结果有效的前提是满足平行趋势假设,本文利用事件研究法进行平行趋势检验,同时也考察对口帮扶政策实施的动态效应。在样本 2012—2021 年间,本文根据被帮扶城市被指定帮扶的时间分别设置虚拟变量。其中,对口帮扶关系确定的前一年(-1)为基准组。结果如图 2 所示,政策实施前窗口期的系数均不显著,即在对口帮扶政策实施前,被帮扶城市与未被帮扶的西部城市之间的城投债发行信用利差并没有显著差异。动态效应显示,当西部城市指定为被帮扶城市之后,对口帮扶政策能够产生持续且稳定的经济影响。

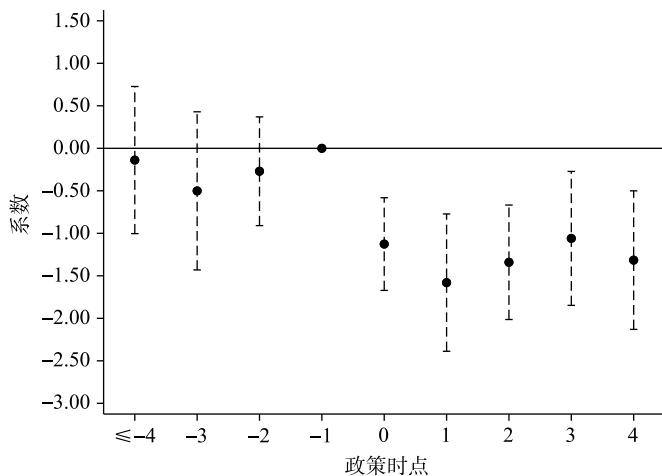


图 2 平行趋势检验

(二) 排除对定价机制扭曲的担忧

城投债作为一种特殊的市场化融资工具,政府隐性担保对融资平台的财务包装与信用替代可能会扭曲城投债定价的底层逻辑(曹婧等,2023),即城投债发行利率的下降并不能完全说明市场认可其风险溢价的下降。为此,本文进一步探讨对口帮扶政策对城投债一二级价差的影响,以检验一级市场发行价格的真实性。参考林晚发等(2023)的计算方式,以二级市场价格作为基准,通过发行票面利率与上市首日到期收益率的差值测算

^① 限于篇幅,下文讨论了前两类检验,其他检验详见附录Ⅲ。

得城投债一二级价差 op 。如果 op 为负值,则说明城投债一级市场价格存在高估现象(体现为发行利率较低),反映出一级市场定价存在扭曲的可能性。研究结果显示(见附录Ⅲ表Ⅲ1),本文并未发现对口帮扶政策对城投债一二级价差产生显著影响,对口帮扶政策未导致城投债一级市场发行定价出现明显扭曲(否则 $dkbf$ 系数应显著为负),排除了对定价机制扭曲的担忧。

六、政策启示

本文研究有以下政策启示:首先,对于中央政府来说,新时代新征程缓解欠发达地区债务压力、推进区域间协调发展,应尤其重视对口帮扶等区域间协作政策的运用。促进区域协调发展首先要解决资金支持的问题,可以在既有合作模式的基础上,探索形成合作内容更加广泛的对口协作模式,并形成相应的政治激励机制,通过带动实质性的经济增长更好地释放对口帮扶的政策效果,助力解决欠发达地区的融资难题,对区域间协调发展形成持续的推动作用。

其次,被帮扶地方政府应高度重视对政府信用的管理和债务风险的防范,避免帮扶、化债等中央支持政策的落地效果受限。中央政府为缓解中西部地区的债务压力和推动当地经济发展,在政策支持方面一直予以一定倾斜,但欠发达地区对于政府信用的管理失败和较高的政府债务风险会对中央支持政策的效果发挥产生负面冲击。因此,欠发达地区的地方政府,需高度重视政府信用的维护和债务风险的管理,避免因小失大,导致中央的支持政策难以发挥真实成效,最终对全面实现共同富裕的进程形成阻碍。

最后,提供帮扶的发达地区政府应探索形成体系化、多方位的配套机制,助力对口帮扶政策释放更大效能。为加速落实区域协调发展战略,提供帮扶的发达地区政府应在政府关注、舆论引导、人才支持等方面做更多制度探索和方式创新,推动更多资本、人才、技术等流向被帮扶的欠发达地区,引导更多的市场力量参与到我国实现全体人民共同富裕的事业之中,为推进中国现代化进程贡献更大力量。

围绕地方城投债的研究已经积累较多,对于对口帮扶政策,未来可继续开展如下工作:对口帮扶既有市场信号机制,也有政治上的任务属性,更有实质上的人财物流动,这一内涵丰富的制度创新带来的影响必然是多维度、全方位的,后续研究应不受限于宏观叙事之窠臼,可更多从普通个体、投资者、企业等微观视角深入探究其潜在影响,从而在丰富相关学术见解的同时,为新时代新征程持续完善区域协调发展战略相关政策提供更多有益参考。

参考文献

- [1] 曹婧,“刚兑信仰分化:隐性担保预期与城投债定价”,《世界经济》,2023年第6期,第85—107页。
- [2] 范剑勇、莫家伟,“地方债务、土地市场与地区工业增长”,《经济研究》,2014年第1期,第41—55页。
- [3] 郝宪印、张念明,“新时代我国区域发展战略的演化脉络与推进路径”,《管理世界》,2023年第1期,第56—58页。

- [4] 侯景新、于子冉,“对口合作的形成机制与实践启示”,《区域经济评论》,2021年第2期,第56—62+2页。
- [5] Kang, J., and W. Liu, “Is Universal Banking Justified? Evidence from Bank Underwriting of Corporate Bonds in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(1), 142-186.
- [6] Kline, P., and E. Moretti, “Local Economic Development, Agglomeration Economies, and the Big Push: 100 Years of Evidence from the Tennessee Valley Authority”, *The Quarterly Journal of Economics*, 2014, 129(1), 275-331.
- [7] 李兰冰,“中国区域协调发展的逻辑框架与理论解释”,《经济学动态》,2020年第1期,第69—82页。
- [8] 李兰冰、刘秉镰,“‘十四五’时期中国区域经济发展的重大问题展望”,《管理世界》,2020年第5期,第36—51+8页。
- [9] 李瑞昌,“地方政府间‘对口关系’的保障机制”,《学海》,2017年第4期,第54—59页。
- [10] 李曦辉、王贵铎、段朋飞、黄基鑫,“对口支援的政策逻辑与经济效果评估——以对口援藏援疆为例”,《管理世界》,2023年第9期,第89—107页。
- [11] 林晚发、刘岩、赵仲匡,“债券评级包装与‘担保正溢价’之谜”,《经济研究》,2022年第2期,第192—208页。
- [12] 林晚发、赵仲匡、刘岩、方梅,“银行承销商投资角色与债券定价效率——基于严控债券代持业务自然实验的分析”,《中国工业经济》,2023年第9期,第98—116页。
- [13] 刘晓蕾、吕元镇、余凡,“地方政府隐性债务与城投债定价”,《金融研究》,2021年第12期,第170—188页。
- [14] 刘晓蕾、刘俏、李劭、朱妮,“债券违约的区域性影响——信息效应与逃离效应分析”,《金融研究》,2023年第8期,第74—93页。
- [15] 吕健,“地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角”,《中国工业经济》,2015年第11期,第16—31页。
- [16] 罗宏、陈韵竹、刘天红,“资产减值信息与地方政府隐性债务风险预测”,《管理世界》,2023年第8期,第132—154页。
- [17] 罗荣华、刘劲劭,“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”,《金融研究》,2016年第4期,第83—98页。
- [18] 毛捷、刘潘、吕冰洋,“地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角”,《中国社会科学》,2019年第9期,第45—67+205页。
- [19] Melo, P. C., D. J. Graham, and R. Brage-Ardao, “The Productivity of Transport Infrastructure Investment: A Meta-Analysis of Empirical Evidence”, *Regional Science and Urban Economics*, 2013, 43(5), 695-706.
- [20] Moretti, E., “Workers’ Education, Spillovers, and Productivity: Evidence from Plant-Level Production Functions”, *American Economic Review*, 2004, 94(3), 656-690.
- [21] 邱志刚、王子悦、王卓,“地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析”,《中国工业经济》,2022年第4期,第42—60页。
- [22] 施炳展、金祥义,“注意力配置、互联网搜索与国际贸易”,《经济研究》,2019年第11期,第71—86页。
- [23] 石绍宾、樊丽明,“对口支援:一种中国式横向转移支付”,《财政研究》,2020年第1期,第3—12+44页。
- [24] 王雷、李晓腾、张自力、赵学军,“失信风险传染会影响债券定价吗?——基于担保网络大数据的实证研究”,《金融研究》,2022年第7期,第171—189页。
- [25] 汪莉、陈诗一,“政府隐性担保、债务违约与利率决定”,《金融研究》,2015年第9期,第66—81页。
- [26] 王禹瀚,“中国特色对口支援机制:成就、经验与价值”,《管理世界》,2022年第6期,第71—85页。
- [27] 吴文锋、胡悦,“财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据”,《中国社会科学》,2022年第8期,第143—162+207页。
- [28] 徐明,“中国省际合作帮扶政策的经济效应——对21世纪‘19省市对口援疆大型区域扶贫项目’的评估”,《经济学》(季刊),2023年第3期,第1202—1225页。
- [29] 徐明、刘金山,“省际对口支援如何影响受援地区经济绩效——兼论经济增长与城乡收入趋同的多重中介效应”,《经济科学》,2018年第4期,第75—88页。
- [30] 燕继荣,“反贫困与国家治理——中国‘脱贫攻坚’的创新意义”,《管理世界》,2020年第4期,第209—220页。
- [31] 易玄、吴蓉、谢志明,“资本市场扶贫新政促进了贫困地区企业价值创造吗——基于新三板挂牌企业的实证”,《会

- 计研究》，2021年第9期，第136—149页。
- [32] Young, A., “The Razor’s Edge: Distortions and Incremental Reform in The People’s Republic of China”, *The Quarterly Journal of Economics*, 2000, 115(4), 1091-1135.
- [33] 余峰燕、李温玉、梁琪, “中国城投债市场制度环境与地方关系承销研究”, 《管理科学学报》, 2020年第8期, 第78—100页。
- [34] 张可云、冯晟、席强敏, “东西部协作政策效应评估——基于要素流动的视角”, 《中国工业经济》, 2023年第12期, 第61—79页。
- [35] 张莉、年永威、刘京军, “土地市场波动与地方债——以城投债为例”, 《经济学》(季刊), 2018年第3期, 第1103—1126页。
- [36] 钟辉勇、陆铭, “财政转移支付如何影响了地方政府债务?”, 《金融研究》, 2015年第9期, 第1—16页。
- [37] 钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶, “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”, 《中国工业经济》, 2021年第4期, 第5—23页。
- [38] Zhong, Z., W. Zhou, J. Li, and P. Li, “Regional Poverty Alleviation Partnership and E-Commerce Trade”, *Marketing Science*, 2024, <https://doi.org/10.1287/mksc.2023.0214>.

The Credit Assistance Effect of Paired Assistance: Evidence from the Pricing of Municipal Investment Bonds

LIANG Weijuan

(Xiamen University)

JI Xiangge

(Xiamen National Accounting Institute)

NING Bo*

(Xiamen University)

ZHU Yu

(Xiamen University)

Abstract: This study evaluates the effectiveness of the paired assistance policy by analyzing the credit spreads on municipal investment bonds issued in assisted regions. The findings indicate that the policy significantly reduces credit spreads, reflecting a notable credit assistance effect, primarily by enhancing the local governments’ implicit guarantee capacity and willingness. This effect is more pronounced when regions economically weaker are paired with regions with stronger incentives and greater capacity. Additionally, the policy fosters a positive correlation in credit spreads between the assisting and assisted regions. Strengthening debt risk management, as well as directing market attention and human capital to the assisted regions, further enhances its effectiveness.

Keywords: paired assistance; municipal investment bonds; credit spread

JEL Classification: R58, G12, H63

* Corresponding Author: NING Bo, School of Management, Xiamen University, Siming District, Xiamen, Fujian 361005, China; Tel: 86-592-2183869; E-mail: ningbo@xmu.edu.cn.