



No. 2305

Working Paper

地方政府隐性债务的金融风险传导机制研究

宋科 孟源祎 尹李峰

【摘要】 地方政府隐性债务持续累积可能会引发债务危机，并在很大程度上会向金融体系传导，引发金融风险。本文基于 2012-2018 年中国 268 个地级市的数据，分析地方政府隐性债务对金融风险的影响及传导机制。结果表明，地方政府隐性债务积累能够显著地传导并引发金融风险。在经济增速较慢、财政分权程度更高的地区，地方政府隐性债务对金融风险的影响更为显著。机制分析发现，地方政府隐性债务会通过银行业金融机构行为与地方政府行为渠道影响金融风险。本文将土地制度、财政制度与金融制度等纳入统一分析框架，所得结论对于深化地方政府隐性债务管理，并以此推动高质量发展提供了有益的经验证据与决策参考。

【关键词】 地方政府 隐性债务 金融风险 传导机制

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2305



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

地方政府隐性债务的金融风险传导机制研究

宋科¹ 孟源祎² 尹李峰³

【摘要】地方政府隐性债务持续累积可能会引发债务危机，并在很大程度上会向金融体系传导，引发金融风险。本文基于2012-2018年中国268个地级市的数据，分析地方政府隐性债务对金融风险的影响及传导机制。结果表明，地方政府隐性债务积累能够显著地传导并引发金融风险。在经济增速较慢、财政分权程度更高的地区，地方政府隐性债务对金融风险的影响更为显著。机制分析发现，地方政府隐性债务会通过银行业金融机构行为与地方政府行为渠道影响金融风险。本文将土地制度、财政制度与金融制度等纳入统一分析框架，所得结论对于深化地方政府隐性债务管理，并以此推动高质量发展提供了有益的经验证据与决策参考。

【关键词】地方政府 隐性债务 金融风险 传导机制

一、问题提出

长期以来，我国地方政府通过融资平台公司等变相举借了大量隐性债务，在一定程度上促进经济社会发展的同时，也带来诸多潜在风险，成为当前我国地方政府债务管理面临的重要命题。党的十九大明确提出，要健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。十四五规划进一步提出，要完善债务风险识别、评估预警和有效防控机制，稳妥化解地方政府隐性债务，严惩逃废债行为。特别是在党的二十大明确提出“要坚持以推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”、“着力推进城乡融合和区域协调发展，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的大背景下，进一步加强地方政府隐性债务管理并切实防范向金融体系的风险传导，对于在新时期统筹发展与安全，维护金融稳定具有重大意义。

地方政府隐性债务规模大、增长速度快、方式多样隐蔽且风险关联复杂，如果不及时化解很容易引发系统性财政金融风险^[1]，存在向财政金融体系加速风险传导的重大隐患。从传导机制看，一方面，地方政府隐性债务通过地方政府行为向金融系统传导风险。隐性债务高度依赖土地，融资平台公司进行融资时多以土地为担保^[2]，土地出让收入也是债务偿还的重要保障^[3]；同时，地方政府通过对土地储备和拍卖机制的控制推高房地产市场价格以便于获得融资^[4]，这种对土地的依赖造成对土地价格和房地产价格的冲击，可能形成房地产市场泡沫^[5]，并引发系统性金融风险。另

¹ 宋科，中国人民大学国际货币研究所副所长，财政金融学院副教授

² 孟源祎，中国人民大学财政金融学院博士生

³ 尹李峰，西藏自治区财政厅

一方面，地方政府隐性债务也会通过银行业金融机构行为向金融系统传导风险。由于地方融资平台具有高杠杆、高负债率特征^[6]，一旦隐性债务规模继续扩大，很容易对融资平台现金流产生冲击，造成还款困难，从而引起银行信用风险。

本文以 2012—2018 年中国 268 个地级市为样本，使用融资平台有息债务作为地方政府隐性债务的代理变量，从银行业金融机构行为和地方政府行为两个维度，系统地分析了地方政府隐性债务引发金融风险的影响机制。结果表明，政府隐性债务积累能够显著地传导并引发金融风险。异质性分析发现，在经济增速较慢、财政分权程度更高的地区，地方政府隐性债务对金融风险的影响更为显著。风险传导机制分析表明，基于银行业金融机构行为链条，地方政府隐性债务会通过影响银行贷款集中度和风险偿付能力等渠道，增加金融风险。基于地方政府行为链条，隐性债务主要通过增加地方政府对土地财政的依赖程度，通过获得更高的成交土地均价与土地出让金，从而增大金融风险。

相较于已有研究，本文可能的边际贡献主要体现在：①全面考察地方政府隐性债务对金融风险的影响及其传导机制，丰富了地方政府隐性债务风险向金融风险传导渠道的研究。②在手动整理并改进现有融资平台名单基础上，以地市一级融资平台有息债务数据衡量隐性债务规模，相比以往研究中使用城投债数据，更能准确地刻画中国地级市的地方政府隐性债务规模。③将土地制度、财政制度与金融制度等纳入统一分析框架，着重探讨地方政府隐性债务积累在向金融风险传导过程中的银行业金融机构行为与地方政府行为的双重演进逻辑，对于在新时期准确把握地方政府隐性债务累积的经济效应，加强地方政府债务管理和系统性金融风险防范具有重大意义。

本文余下结构安排如下：第二部分是政策背景、理论分析与研究假设；第三部分是研究设计，包括模型设定、变量说明和样本选择；第四部分是基准回归结果及稳健性检验；第五部分为机制分析；最后总结全文并提出政策建议。

二、政策背景、理论分析与研究假设

（一）政策背景与文献综述

1. 政策背景

新中国成立至今，我国地方政府债务实践与政策演变大致分为 5 个阶段：①零星举债（1950-1977 年）。中央高度管制，仅在部分省级地方政府出现零星举债。政策上以禁止为主，高度严控。②逐步举债（1978-2007 年）。举债由点及面，各地区各层级地方政府都开始举借债务。政策上，严格限制地方政府发行政府债券，但对地方政府通过银行贷款举借债务等方式缺乏规范。③快速膨胀（2008-2013 年）。以融资平台公司债务为主体的地方政府性债务规模快速膨胀。政策上，以探索建立地方政府债券发行制度、规范地方政府融资平台公司管理为主，开启了我国全面规范地方债的序幕。④全面建制（2014-2017 年）。地方政府债务“由乱到治”，进入全面规范管理的建章立制阶段。政策上，从立法和政策层面出台了基于“四梁八柱”的法律和政策体系，同时对融资平台公司等地方政府变相举债进行严格管控。⑤重点规范（2018 年至今）。按照“开大明渠，

“严堵暗道”原则，重点加强专项债券和隐性债务管理。政策上，在继续完善专项债券等地方政府债券机制的同时，出台一系列政策措施防范化解地方政府隐性债务风险。可以看到，我国地方债的政策实践与财政体制演变高度契合，财政制度、金融制度与土地制度成为地方政府进行举债的制度基础^[7]。因此，厘清地方政府隐性债务的政策实践逻辑需要将土地制度、财政制度与金融制度等纳入统一分析框架予以探讨。

2. 文献综述

我国地方政府债务规模庞大且复杂，其中隐性负债是重要组成^[8]。政府隐性债务的概念早在1992年就已提出。Brixi^[9]提出的财政风险矩阵将政府负债分为显性与隐性、直接与或有四个维度。进一步，隐性债务被界定为地方政府在法定债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。基于此，毛捷和徐军伟^[7]认为，我国地方政府隐性债务具体包括地方政府提供财政担保形成的债务，地方所属的国有企业和事业单位举借的政府债务，政府对各类投资基金、政府与社会资本合作（PPP）项目、政府产业基金违规做出保底收益形成的债务，以及不规范的政府购买服务未来的支出责任等。其中，地方融资平台债务形成时间早、发展历程久、债务规模大，是地方政府隐性债务的重要组成部分^[10]，主要包括标准化债务（城投债）和非标准化债务。

部分文献涉及到地方政府隐性债务可能引发的金融风险及其传导机制。例如，陶玲和朱迎^[11]认为在转轨期，我国财政风险可能传导至金融体系，快速增长的显性和隐性债务造成的债务问题都有可能波及金融机构。吴盼文等^[12]认为，政府性债务风险向金融机构集中，债务扩张不利于金融稳定。毛锐等^[13]通过构建DSGE模型发现，随着政府投资规模不断扩大，地方政府融资规模会呈现顺周期式加速扩张趋势，商业银行作为融资平台公司的应债主体会承担债务膨胀带来的金融风险，扭曲信贷配给效率，从而导致风险加速叠加，引发系统性金融风险。李建强等^[14]认为，政府债台高筑在长期内将会滋生并积累金融风险隐患，加剧金融脆弱性。此外，马万里等^[6]等从理论层面就地方政府隐性债务进行了探讨，认为政府隐性债务规模不断增加可能引发债务违约风险与流动性风险等。

（二）理论分析与研究假设

我国地方政府隐性债务主要来源于金融系统。现阶段，由于金融业务蓬勃发展而导致的各类银行业金融机构之间关联度明显提升，债务风险极易因债务关联而在各区域金融机构之间相互溢出，催生区域金融风险。地方政府债务扩张所致的债务风险一旦爆发，将极有可能迅速传染至银行等金融机构，加速金融风险积累^[15]。由此造成的后果不仅限于县、市或省级财政运行困难，极有可能通过金融系统传导，引发系统性金融风险，甚至经济金融危机^[16]。据此，本文提出：

假设1：地方政府隐性债务会加剧金融风险累积。

银行业金融机构在我国地方政府隐性债务形成和积累过程中扮演了重要角色，是融资平台公司债务的主要资金来源^[17]，也是潜在金融风险集聚点。地方隐性债务长期积累以及宏观环境变化等因素均会影响银行系统的风险承担^[18-19]，改变银行行为，诱发金融风险。首先，由于地方政府的注资，融资平台公司能够在有限资源的竞争市场中获得有利地位。同时，融资平台所获得的资

金大部分都投向了基础设施以及具有公益性质的投资领域，这些领域的产业周期长、收益率低，并存在着短贷长用问题，使得银行中长期贷款占比高，贷款结构失衡^[6]。一旦未来财政出现问题，融资平台无法按时足额偿还贷款，就会出现债务违约风险，严重影响着金融机构的资金回流以及正常运行^[20]。其次，由于地方政府的干预以及担保作用，金融机构调整其信贷发放结构，将大量资金贷给地方融资平台^[21]，从而导致其杠杆率和信贷溢价提升^[13]，同时也会对中小微企业融资形成挤出效应，加剧融资难、融资贵问题。最后，相当数量的地方融资平台贷款过于集中在城商行，这使得城中行的中长期贷款占比过高，信贷结构不合理，容易造成债务集中风险，从而影响其信贷资源配置效率^[22]。可见，地方政府隐性债务长期积累会改变银行业金融机构行为，破坏其资产负债结构，从而引发金融风险。据此，本文提出：

假设 2:地方政府隐性债务累积将会通过影响银行业金融机构行为将风险传导至金融系统。

在地方政府隐性债务向金融系统传导风险的过程中，地方政府行为同样起到了重要作用。从地方政府隐性债务与土地财政的关系看，在城镇化过程中，地方政府可以通过出让土地直接获取城市建设资金^[23]。过去很长时间内，随着各地 GDP 竞赛愈演愈烈，在政治晋升激励下，地方政府更加倾向于依靠土地财政获得收入或偿还欠款。但是，土地财政在长期内是不可持续的。当土地收入难以为继时，地方政府便会积累大量隐形和或有债务，形成严重偿债风险。在此基础上，地方政府对土地财政的长期依赖也会导致房地产价格上涨^[24]，引发金融风险。据此，本文提出：

假设 3:地方政府隐性债务会通过影响政府行为引发金融风险。

三、研究设计

(一) 模型设定

本文的基准回归采用的具体方程如下：

$$bankrisk_{b,c,t} = \alpha + \beta_1 \ln (imp_debt_{c,t}) + X'_{b,c,t} \times \theta_1 + X'_{c,t} \times \theta_2 + \lambda_b + \mu_t + \varepsilon_{b,c,t} \quad (1)$$

$$\ln (houseprice_{c,t}) = \alpha + \beta_2 \ln (imp_debt_{c,t}) + X'_{c,t} \times \theta + \lambda_c + \mu_t + \varepsilon_{c,t} \quad (2)$$

对于金融风险，我们分别从银行业金融机构层面（公式 1）和地级市层面（公式 2）构建指标。在机构层面，我们使用银行的风险承担（ $bankrisk_{b,c,t}$ ）衡量金融风险，将银行不良贷款率作为代理变量；在地级市层面，我们使用商品房销售价格的对数（ $\ln (houseprice_{c,t})$ ）作为金融风险的衡量指标。核心解释变量 $imp_debt_{c,t}$ 为地方政府隐性债务，使用 t 年 c 市当年有息债务发行额的对数衡量。 $X'_{c,t}$ 表示城市层面的控制变量，包括经济发展水平、人口增长率、产业结构、对外开放水平、固定资产投资、财政分权、财政赤字水平、金融相关率。 $X'_{b,c,t}$ 为金融机构层面控制变量，包括存款资产比、贷款资产比、总资产、总资产的平方项、银行收入的多元化程度、银行核心资本充足率、拨备充足率。 α 是截距项， μ_t 是年份固定效应， λ_c 是地区固定效应， λ_b 是银行层面的固定效应， $\varepsilon_{b,c,t}$ 和 $\varepsilon_{c,t}$ 是残差项。

(二) 变量说明

1. 地方政府隐性债务

第一，融资平台公司名单。目前对融资平台公司的界定主要有两种口径：一是政策口径。按照国务院和中央有关部门文件规定，地方政府融资平台公司是由地方政府及其部门和机构、所属事业单位等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，具有政府公益性项目投融资功能，并拥有独立企业法人资格的经济实体。按照上述口径，财政部组织各地对融资平台公司进行了统计，但一直没有公开。二是机构口径。各类机构也尝试对融资平台公司进行统计，但口径多变，近几年虽然根据政府口径做了一些调整，但由于公益性项目、政府连带还款责任等要素存在边界模糊或缺乏统一标准等问题，难以准确界定。也有一些机构和学者根据调研掌握情况，对融资平台公司名单进行了适当修正，从而构建了一套更高质量的城投债数据^[1]。但总体而言，由于融资平台公司数量巨大，特别是具体到微观层面，处于不同区域或发展阶段的企业经营状况千差万别，单纯从企业名称、工商登记经营范围或业务比例划分等判定是否是融资平台公司，并不准确。

鉴于此，本文对地方融资平台公司名单进行了改进。主要思路为：根据 2014 年以来一系列中央政策文件精神，融资平台公司要剥离政府融资职能，地方政府原则上不得新设融资平台公司，据此推断，2015 年后融资平台公司新增成立的增量很少，主要是 2014 年清理前已经成立的存量公司，因此，比较接近真实情况的融资平台公司名单，应首先确定截至 2014 年底已经成立的融资平台公司，再根据变化情况予以修正。根据上述思路，采取的主要步骤如下：一是对 2014 年底有关地方国有企业名单进行整理，按照相关中央文件精神和政策口径，进行逐一甄别，筛选出截至 2014 年底的融资平台公司初步名单。二是根据 2015 年后清理规范融资平台公司的政策要求，逐笔核对初步名单所含公司的注销、合并、改名等情况，形成截至 2018 年底的融资平台公司名单。三是将截至 2018 年底的融资平台公司名单，与 Wind 数据库名单进行比对验证，对后者名单中独有的融资平台公司，按照第一步的做法进行甄别，确属地方新设融资平台公司的纳入名单。四是由于发行过债券的公司按要求需要公开相关信息，而未发债的公司公开信息难以获取，基于债务数据可得性，剔除未发债融资平台公司后，形成本文实证分析使用的融资平台公司名单。

第二，债务数据。本文在前述整理的融资平台公司名录基础上，逐家从 Wind 数据库采集汇总各家融资平台公司分年度的有息债务数据。具体包括存量债券、贷款（短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款）、非标（长期应付款）和应付款项（应付账款及应付票据+其他应付款）等四种类型，后三类用企业合并报表中资产负债表原始列报的科目。本文系统整理了 2012-2018 年融资平台公司有息债务，构建起一套更加符合我国地方政府隐性债务举借实际情况且覆盖各主要管理阶段的度量数据。一方面，采用了范围更加全面的有息债务，覆盖了银行贷款、企业债券、应付账款等地方政府举借隐性债务的主要方面，更为接近各地区隐性债务真实情况。另一方面，数据覆盖了隐性债务各主要管理阶段，时间跨度更加完整，能够更好地反映隐性债务向金融风险传导的变化趋势。

2. 金融风险

本文采用两个指标来衡量金融风险。在银行业金融机构层面，许多学者基于多角度构建了衡量金融风险的综合指数^[11]，本文参考系统性金融风险指标中的金融机构维度，使用不良贷款率衡量银行被动的资产风险承担。不良贷款率反映了信贷质量恶化对银行资产造成的风险暴露，是文

献中常见的度量银行信用风险的指标。在地级市层面，地方政府通过出让土地使用权获取土地出让金以及与土地相关的税收等方式增加财政收入，为融资平台提供担保，土地出让价格的上涨提高房地产的开发成本，房价水涨船高。房地产投资和房价快速增长不仅导致家庭和银行部门杠杆率的显著攀升，而且引发系统性金融风险积聚^[25]。因此，本文使用地级市商品房平均销售价格的对数衡量金融风险。

3.机制变量

根据前文的研究假设，地方政府隐性债务会通过银行业金融机构行为和地方政府行为将风险传导至金融系统。对于银行业金融机构行为，我们使用银行贷款集中度和风险偿付能力进行衡量。根据巴塞尔协议的限定，通过分散贷款客户来降低信贷风险，已成为银行风险管理的重要举措，银行贷款集中度越大，特定客户向银行的风险传递就可能越高。本文参考刘春志和范尧熔^[26]，使用银行单一最大客户贷款比例来衡量银行贷款的集中程度。同时，本文借鉴 Laeven 和 Levine^[27]的做法，使用银行 Z_score 衡量银行风险偿付能力， Z_score 的计算方式如下：

$$Z_score = \frac{ROA + \frac{E}{A}}{\sigma ROA} \quad (3)$$

其中， ROA 表示银行的资产回报率， σROA 代表资产回报率的标准差， $\frac{E}{A}$ 表示银行所有者权益与总资产的比例。 Z_score 越大，表明银行的偿付风险越小，银行的总体稳定性也越高。

为考察隐性债务规模通过土地财政影响房地产价格的机制，本文使用地级市成交土地均价、土地出让金占 GDP 的比例、土地出让金占一般预算内财政收入的比例衡量土地价格进行机制检验。

（三）样本选择

本文使用 2012—2018 年中国 268 个地级市的有息债务数据与其他数据进行匹配。其中，有息债务数据来自手工整理，商品房销售价格数据来自国家信息中心宏观经济与房地产数据库，控制变量所用数据主要来自 EPS 全球统计数据库，一些缺失数据主要由 Wind 数据库、中国研究数据库（CNRDS）进行填补。本文同时使用地方商业银行数据作为研究样本，并将其按照银行所在地级市与有息债务数据进行匹配，所用数据主要来自 Wind 数据库、BankScope 及其改版 ORBIS BankFocus 数据库，一些缺失数据使用各商业银行年报进行填补。由于本文考虑的主要是地方政府有息债务对金融风险的影响，因此在选择银行样本过程中相应剔除了国有商业银行、股份制商业银行、政策性银行和外资法人银行。为消除离群值对回归结果的影响，本文对主要变量在上下 1%分位点进行缩尾处理。

四、实证结果分析

（一）基准回归结果

表 1 第（1）、（2）列给出了基于方程（1）的回归结果。从结果中可以发现，在加入宏观层面控制变量、控制地区和年份固定效应后，隐性债务规模对不良贷款率的影响在 1%的水平下显

著为正。具体而言，城市当年有息债务发行额增加 10%，不良贷款率增长 0.007 个百分点。上述结果验证了地方政府隐性债务会放大银行层面的金融风险。表 1 第（3）、（4）列给出了使用商品房平均销售价格对数作为被解释变量的回归结果，结果表明，无论是否加入控制变量，自变量的系数均在 1%的水平下显著为正。以第（4）列的结果为例，有息债务发行额每增长 10%，商品房平均销售价格增长 0.9%。上述回归结果说明隐性债务偿还依靠政府出让土地，政府通过拉动地价，形成“高房价-高地价”的循环，造成房地产市场过热与金融风险的积聚。基于上述分析，验证假设 1。

表 1 基准模型：隐性债务规模与金融风险

	不良贷款率		Ln(商品房平均销售价格)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ln(有息债务发行额)	0.023 (0.034)	0.070*** (0.025)	0.100*** (0.012)	0.090*** (0.010)
宏观层面控制变量		控制		控制
银行层面控制变量		控制		
地区固定效应			控制	控制
银行个体固定效应	控制	控制		
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	1000	855	1,064	1,064
调整 R2	0.773	0.839	0.643	0.343

注：括号内均为聚类到市的稳健标准误。*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。下表同。

（二）内生性分析与稳健性检验

1. 内生性分析

本文识别隐性债务发行规模对金融风险的影响需要解决内生性问题。为缓解这一问题，本文加入金融风险的滞后项，使用系统广义矩估计方法（System-GMM）进行估计。表 2 展示了使用系统广义矩估计方法进一步缓解潜在的内生性问题的结果。加入被解释变量的滞后项进行回归，可以看出，结果与基准回归模型一致，即隐性债务发行规模的扩大会带来金融风险的提升。Hansen 检验的结果证明模型不存在工具变量过度识别问题。而且，Arellano-Bond 自相关检验显示，原模型不存在自相关问题，这也说明表 2 中系统 GMM 模型的设置是合理的。因此，本文基准模型中的结论能够进一步得到验证。

表 2 内生性分析：GMM 模型

	不良贷款率	Ln(商品房平均销售价格)
	(1)	(2)
ln(有息债务发行额)	0.080** (0.039)	0.016*** (0.004)
L.不良贷款率(总贷款)	0.322*** (0.039)	
L.ln(商品房平均销售价格)		0.949*** (0.024)
宏观层面控制变量	控制	控制
银行层面控制变量	控制	

地区固定效应		控制
银行个体固定效应	控制	
年份固定效应	控制	控制
AR (1)	0.000	0.000
AR (2)	0.519	0.535
样本量	871	878
Hansen 检验 P 值	0.100	0.326

2.稳健性检验

本文采用以下方法进行稳健性检验：（1）考虑到少数民族地区可能存在一定的特殊性，本文去除上述样本进行回归，得到与基准回归中相同的结论。（2）更换解释变量的衡量方式，使用隐性债务的存量规模，即有息债务余额占 GDP 的比重作为解释变量，重新检验地区隐性债务和金融风险之间的关系，主要结论保持稳健。（3）剔除数据连续期少于 4 年的样本。由于本文所用研究样本的年限是 6 年，为避免可能存在的样本选择问题，本文剔除所用变量少于 4 年的银行样本。在此基础上，回归结果与基准模型保持一致¹。

（三）异质性分析

为考察隐性债务规模对金融风险的影响在不同特征的地级市中存在的差异性，本文将样本按照经济增速、财政分权分样本进行回归。

本文首先按照样本 GDP 增速的中位数进行分样本回归。表 3 中，第（1）、（3）列为 GDP 增速高于中位数的地级市样本，第（2）、（4）列为 GDP 增速低于中位数的地级市样本。可以看出，在 GDP 增速相对较低的地区，隐性债务规模和金融风险之间的正相关关系更加显著。一般而言，经济增速较高的地区，城市相对集聚，地方政府的财政担保能力也随之提升，因此隐性债务规模扩大向金融系统传导风险的程度较低。

表 3 异质性分析：基于不同经济增长速度²

	(1)	(2)	(3)	(4)
	高组	低组	高组	低组
	不良贷款率		Ln(商品房平均销售价格)	
Ln(有息债务发行额)	-0.039 (0.039)	0.103** (0.050)	0.006 (0.010)	0.019** (0.010)
银行个体固定效应	控制	控制		
地区固定效应			控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	429	439	573	491
调整 R2	0.616	0.533	0.874	0.812

隐性债务规模对金融风险的影响也可能在财政分权程度不同的地区具有不同的反应。本文按照每年财政分权程度（地级市财政支出/本省财政总支出）的中位数分样本进行回归。地方政府财政支出对应着财政分权中地方政府的事权，分权程度越大说明地方政府在财政支出方面拥有越多的配置权，地方政府对财政支出自主安排权力越大，越有可能发生超支行为^[25]。地方官员为了追

¹ 由于篇幅原因，稳健性检验的结果不在正文中展示，有兴趣的读者可以向作者索取。

² 异质性分析的结果均控制了城市以及银行层面的控制变量，鉴于篇幅原因未展示在表格中。

求政绩，可能更多使用融资平台举债满足融资需求，而缺乏对隐性债务扩张带来的风险的评估。因此，本文预计财政分权程度越高的地区其隐性债务的金融风险传导作用越显著。表 4 中，第（1）（3）列为财政分权程度相对较高的地级市样本，第（2）（4）列为财政分权程度相对较低的地级市样本。可以看出，在财政分权程度相对较高的地区，隐性债务规模拉升金融风险的作用更为显著。

表 4 异质性分析：基于不同财政分权程度

	(1)	(2)	(3)	(4)
	高组	低组	高组	低组
因变量	不良贷款率		Ln(商品房平均销售价格)	
Ln(有息债务发行额)	0.026 (0.052)	-0.014 (0.050)	0.021** (0.009)	0.001 (0.006)
银行个体固定效应	控制	控制		
地区固定效应			控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	364	552	513	551
调整 R2	0.505	0.610	0.866	0.822

五、机制分析

（一）基于金融机构行为链条

根据前文理论分析得到的假设 2，隐性债务的累积将会通过影响银行业金融机构行为将风险传导至金融系统。基于此，我们使用银行贷款集中度和风险偿付能力衡量银行业金融机构行为，具体模型如公式（4）所示：

$$M_{b,c,t} = \alpha + \delta_1 \cdot \ln(\text{impdebt}_{c,t}) + X'_{b,c,t} \times \theta_1 + X'_{c,t} \times \theta_2 + \lambda_b + \mu_t + \varepsilon_{b,c,t} \quad (4)$$

其中， $M_{b,c,t}$ 是机制变量，包括 t 年城市 c 银行 b 的贷款集中度和风险偿付能力。

表 5 第（1）列的结果表明，隐性债务规模和银行贷款集中度正相关，银行所在地级市当年有息债务发行额越大，银行当年的贷款集中度相较其他银行越高。表 5 第（2）列的结果表明，隐性债务规模与银行风险偿付能力显著负相关，即隐性债务会降低银行的风险偿付能力。

进一步地，我们从三个角度检验了上述机制的稳健性，具体的检验内容与基准回归相同，稳健性检验的结果表明基于金融机构行为链条的机制分析结果是可靠的¹，从而验证假设 2。

（二）基于地方政府行为链条

根据假设 3，隐性债务会通过影响地方政府行为，即提高地方政府对土地的依赖程度从而拉高房价，引发金融风险。基于此，我们使用成交土地均价、土地出让金占 GDP 的比重以及土地出让金占一般预算内财政收入的比重来衡量地方政府对土地的依赖程度，具体模型如公式(5)所示：

$$N_{c,t} = \alpha + \delta_2 \cdot \ln(\text{impdebt}_{c,t}) + X'_{c,t} \times \theta + \lambda_c + \mu_t + \varepsilon_{c,t} \quad (5)$$

¹ 由于篇幅原因，此部分以及基于地方政府行为链条分析部分的稳健性检验结果不展示在正文中，有兴趣的可以向作者索取。

其中， $N_{c,t}$ 是机制变量，代表t年城市c地方政府土地财政依赖程度，使用成交土地均价、土地出让金进行度量。

表5结果表明，地级市隐性债务规模与成交土地均价、土地出让金占GDP的比重以及土地出让金占一般公共预算内财政收入的比重均显著正相关，意味着隐性债务规模会显著增加地方政府的土地财政依赖程度。同样地，我们针对政府行为链条也做了相应的稳健性检验，结果依然是显著的。验证假设3。

表5 机制分析：基于银行业金融机构行为及政府行为链条

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	贷款集中度	Z-score	成交土地均价	土地出让金/GDP	土地出让金/一般公共预算内财政收入
Ln(有息债务发行额)	0.089** (0.043)	-0.025* (0.014)	0.040** (0.017)	0.003*** (0.001)	0.032*** (0.012)
宏观层面控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
银行层面控制变量	控制	控制			
银行个体固定效应	控制	控制			
地区固定效应			控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	800	676	1,064	1,064	1,064
调整R2	0.637	0.975	0.670	0.427	0.389

六、主要结论与政策启示

本文使用2012—2018年中国268个地级市作为样本，使用融资平台有息债务作为政府隐性债务的代理变量，使用银行不良贷款率以及房地产价格作为金融风险的代理变量，全面系统地分析政府隐性债务规模对金融风险的影响。结果表明，政府隐性债务积累能够显著传导并引发金融风险。异质性分析发现，在经济增速较慢、财政分权程度更高的地区，地方政府隐性债务对金融风险的影响更为显著。风险传导机制分析表明，基于银行业金融机构行为链条，地方政府隐性债务会通过影响银行贷款集中度和风险偿付能力两个重要渠道，增加金融风险。基于地方政府行为链条，隐性债务主要通过增加地方政府对土地财政的依赖程度，通过获得更高的成交土地均价与土地出让金，增加金融风险。

本文的研究为政府隐性债务规模对金融风险的影响与传导机制提供了新的理论和经验证据，所得结论具有明确的政策启示：①规范地方债务管理。建立地方政府债务信息披露机制，建设更全面、有效、及时的政府会计制度和政府财务报告制度。②规范金融机构行为。增强金融机构独立性，从制度上划清财政与金融的界限，进一步规范银行与政府之间的关系。③规范地方政府行为。改革官员政绩考核机制，建立更全面完善的综合考核体系，将地方政府隐性债务情况列为地方政府主要领导干部的经济责任审计主要内容。

参考文献:

- [1]徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].管理世界,2020,36(09):37-59.
- [2]杨灿明,鲁元平.我国地方债数据存在的问题、测算方法与政策建议[J].财政研究,2015(03):50-57.
- [3]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(03):1103-1126.
- [4]王雅龄,王力结.地方债形成中的信号博弈:房地产价格——兼论新预算法的影响[J].经济学动态,2015(04):59-68.
- [5]高然,龚六堂.土地财政、房地产需求冲击与经济波动[J].金融研究,2017(04):32-45.
- [6]马万里,张敏.地方政府隐性举债对系统性金融风险的影响机理与传导机制[J].中央财经大学学报,2020(03):10-18.
- [7]毛捷,徐军伟.中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁,统计方法与重要事实[J].财政研究,2019(1):3-23.
- [8]匡小平,蔡芳宏.论地方债的预算约束机制[J].管理世界,2014(01):173-175.
- [9]Brix H P. Contingent Government Liabilities: A Hidden Risk for Fiscal Stability[M]. World Bank Policy. Research Working Paper, 1998.
- [10]刘尚希.控制公共风险是化解政府性债务风险的源头[J].经济经纬,2012(02):2-3.
- [11]陶玲,朱迎.系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究[J].金融研究,2016(06):18-36.
- [12]吴盼文,曹协和,肖毅,李兴发,鄢斗,卢孔标,郭凯,丁攀,徐璐,王守贞.我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角[J].金融研究,2013(12):57+59-71.
- [13]毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方债务融资对政府投资有效性的影响研究[J].世界经济,2018,41(10):51-74.
- [14]李建强,朱军,张淑翠.政府债务何去何从:中国财政整顿的逻辑与出路[J].管理世界,2020,36(07):41-55.
- [15]刘骅,卢亚娟.转型期地方政府投融资平台债务风险分析与评价[J].财贸经济,2016(05):48-59.
- [16]缪小林,伏润民.权责分离、政绩利益环境与地方政府债务超常规增长[J].财贸经济,2015(04):17-31.
- [17]张莉,魏鹤鹏,欧德赞.以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析[J].金融研究,2019(03):92-110.
- [18]宋科,李振,赵琼薇.“区域创新、制度环境与银行稳定”[J].金融评论,2018,10(05):46-69+124.
- [19]宋科,李振,赵宣凯.“宏观审慎政策、经济周期与银行风险承担”[J].经济理论与经济管理,2019(01):43-58.
- [20]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,2016,51(11):96-109.
- [21]伏润民,缪小林,高跃光.地方政府债务风险对金融系统的空间外溢效应[J].财贸经济,2017,38(09):31-47.
- [22]祝继高,岳衡,饶品贵.地方政府财政压力与银行信贷资源配置效率——基于我国城市商业银行的研究证据[J].金融研究,2020(01):88-109.
- [23]何杨,满燕云.地方政府债务融资的风险控制——基于土地财政视角的分析[J].财贸经济,2012(05):45-50.
- [24]Peng R, Wheaton W C. Effects of Restrictive Land Supply on Housing in Hong Kong: An Econometric Analysis [J]. Journal of Housing Research, 1994, 5(2):262-291.
- [25]司登奎,葛新宇,曾涛,李小林.房价波动、金融稳定与最优宏观审慎政策[J].金融研究,2019,(11):38-56.
- [26]刘春志,范尧熔.银行贷款集中与系统性风险——基于中国上市商业银行(2007—2013)的实证研究[J].宏观经济研究,2015(02):94-108.
- [27]Laeven L., Levine R. Bank Governance, Regulation and Risk Taking [J]. Journal of Financial Economics, 2009,93(2):259-275.

Research on financial risk transmission mechanism of Local Government Implicit Debt

Song ke Meng Yuanyi Yin Lifeng

Abstract: The continued accumulation of local government implicit debts may trigger a debt crisis and, to a large extent, transmission to the financial system, triggering financial risks. This paper analyzes the impact and transmission mechanism of local government implicit debts on financial risk based on data from 268 prefecture-level cities in China from 2012-2018. The results show that the accumulation of local government implicit debts can significantly transmit and trigger financial risks. The impact of local government implicit debts on financial risk is more significant in regions with slower economic growth and higher degree of fiscal decentralization. The intermediary mechanism analysis finds that local government implicit debts affect financial risk through the channel of banking financial institution behavior and local government behavior. This paper incorporates the land system, fiscal system and financial system into a unified analysis framework, and the findings provide useful empirical evidence and policy-making references for deepening the management of local government implicit debts and promoting high-quality development in this way.

Keywords: Local Government; Implicit Debt; Financial Risk; Transmission Mechanism



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn