

地方融资平台债务与银行风险

——基于地方政府隐性担保的视角

施宇 沈坤荣*

摘要: 防控地方政府债务风险对于守住系统性金融风险底线具有重要意义。本文基于2009—2019年的省级面板数据,研究了地方政府隐性担保是否会对地方融资平台债务导致的银行风险造成影响。研究结论表明,地方融资平台债务会导致银行风险增加,而地方政府隐性担保可以通过转移风险的方式掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险,导致真实的银行风险被低估。进一步讨论发现,对于经济政策不确定性更高的时期和金融发展水平更高的地区来说,地方政府的隐性担保作用会更加显著。本文的研究结论为打破财政兜底幻想的政策取向提供了有力支撑,同时建议在加强地方政府债务风险监管的过程中,需重点加快地方融资平台的转型,守住不发生系统性金融风险的底线。

关键词: 地方融资平台债务;隐性担保;银行风险;系统性金融风险

中图分类号: F832.1

一、引言

防控地方政府债务风险是防范化解重大金融风险的重中之重。地方政府为了弥补2008年“四万亿”计划的资金缺口,开始通过地方融资平台大规模举债融资,积累了大量存量债务,使得融资平台负债成为地方政府债务的主要载体(沈坤荣、施宇,2022)。即使2014年的新《预算法》明确提出剥离地方融资平台的政府融资职能,但地方融资平台的债务问题仍然存在,且逐渐影响防范化解重大风险攻坚战顺利进行和中国经济高质量发展的进程。因此,治理地方融资平台债务、加快地方融资平台转型升级是目前解决地方政府债务问题的主要任务。

鉴于银行在金融体系中的重要地位,在治理地方融资平台债务风险的过程中需要重点关注银行风险的变化。由于地方融资平台债务的主要债权人为银行,因此地方融资平台债务风险会传导至银行领域,引发银行风险。地方融资平台的债务违约风险会对银行的资金流造成压力,影响银行的资产质量和风险水平。近年来,国际国内经济面临下行压力,地方

*施宇,南京大学商学院,邮政编码:210093,电子信箱:shiyu870621@sina.com;沈坤荣,南京大学商学院,邮政编码:210093,电子信箱:shenkr@nju.edu.cn。

本文得到国家社会科学基金重大项目“我国高质量发展的能力基础、能力结构与推进机制研究”(批准号:19ZDA049)的资助。感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

融资平台债务的基本面不容乐观,但是地方商业银行仍然倾向于将钱借给地方融资平台,本文认为背后是地方政府的隐性担保^①在起作用。

由于地方融资平台的实际控制人为地方政府,地方商业银行对地方融资平台存在财政兜底的幻想,因此地方商业银行对地方融资平台债务风险的判断并不基于债务本身的经济基本面,而是基于对地方政府的隐性担保预期。地方政府的隐性担保影响了地方商业银行对地方融资平台债务风险的判断,也在无形之中影响了地方融资平台债务导致的银行风险水平变化。地方商业银行过于信赖地方政府隐性担保而忽视地方融资平台债务基本面的行为,违背了市场规律,不仅不利于债券市场的健康发展,而且容易导致地方融资平台债务带来的银行风险被转移至地方政府,掩盖了其真实的债务风险水平和可能带来的银行风险水平。一旦掩盖的风险在短时间内被大量释放,则易引发系统性金融风险。例如2020年永城煤电控股集团有限公司(简称“永煤”)的违约事件导致相关债券价格出现大幅下降,河南省的信用债取消规模创年内新高,对当时的债券市场造成了巨大的冲击,引发了金融市场的较大波动(钟宁桦等,2021)。

考虑到这种情况,近年来国家为了防范化解地方政府债务风险,一直强调打破财政兜底幻想。2021年中国银行保险监督管理委员会(以下简称银保监会)发布的《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发〔2021〕15号文)再一次提出规范地方融资平台公司,打破财政兜底幻想。而在化解地方融资平台债务风险和打破财政兜底幻想的过程中,地方融资平台债务风险与银行风险的关系会如何变化是需要思考的重要问题。在疫情不断反复、经济不确定性不断加强的背景下,准确分析潜在风险,对于防范化解地方政府债务风险具有重大意义。

纵观现有研究,已有不少学者探讨了地方融资平台债务的形成原因。地方融资平台债务的积累与地方官员的晋升机制、财政制度、土地制度、经济增长压力和隐性担保等多种因素有关(蒲丹琳、王善平,2013;陈菁、李建发,2015;张莉等,2019;刘若鸿等,2021;钟宁桦等,2021;张帆等,2022),其中地方政府隐性担保作为地方融资平台债务持续增长的深层次原因,一直是近年来学界研究的重点。钟宁桦等(2021)通过对地方政府隐性担保预期的测度刻画了地方融资平台风险的演化情况,发现政府隐性担保可以降低城投债的融资成本。与之类似,罗荣华和刘劲劲(2016)通过城投债的发行定价检验了地方政府隐性担保的有效性,并且发现地方政府的财力状况会影响城投债的发行定价。

同时,也有不少学者关注了地方融资平台债务对金融风险造成的影响,探讨了地方融资平台债务影响金融系统的具体机制(杨艳、刘慧婷,2013;谢思全、白艳娟,2013;毛锐等,2018),发现地方商业银行等金融机构是地方融资平台债务风险传导至金融领域的重要渠道(伏润民等,2017;马树才等,2020)。而且在2014年新《预算法》发布之后,影子银行等类金融机构成为地方政府通过融资平台违规举债的新渠道(吕健,2014;张平,2017)。但是,似乎很少有学者关注到地方政府隐性担保这一导致融资平台债务持续增长的深层次原因会对融

^①隐性担保主要指没有明确法律法规确定的担保,是政府出于道义或者责任自愿进行担保的现象,如地方政府通过出具担保函、承诺函、知悉函等明示或暗示该项目存在政府财政兜底,地方政府对PPP(政府与社会资本合作)项目承诺保底或者回购本金等。

资平台债务产生的银行风险造成什么影响。地方政府隐性担保作为影响地方融资平台债务增长的重要因素,很有可能会影响持有融资平台债务的银行风险水平变化。

本文可能的研究贡献之处主要在于:(1)结合打破财政兜底幻想的现实背景,抓住融资平台债务增长背后的深层次原因,研究地方融资平台债务与银行风险之间的关系变化。考虑到现有文献主要关注地方融资平台债务影响金融风险的渠道,而忽视了地方融资平台债务背后的因素可能对金融风险或者银行风险造成的影响。从地方政府隐性担保的特征事实出发,探讨地方政府的隐性担保作用是否会掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险,拓展了现有文献的研究视角,丰富了现有文献的研究内容。(2)本文的研究结论揭示了地方政府的隐性担保作用会掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险,即掩盖其真实的银行风险,提高潜在的金融风险。本该由地方融资平台自身承担的部分银行风险在无形之中被转移至地方政府身上,导致地方政府承担了过多的债务风险。一旦出现地方政府的偿债危机,则会影响整个金融市场甚至社会的安全与稳定。本文的研究结论为坚持打破财政兜底幻想的政策取向提供了理论依据。

二、重要特征事实与理论分析

(一)重要特征事实:地方政府隐性担保普遍存在

1.地方融资平台盈利水平下降但负债规模却连年上升

地方政府隐性担保的存在首先体现在地方融资平台盈利水平下降但负债规模仍连年上升的特征事实上。图1显示了2009—2019年地方融资平台的负债规模和盈利水平的变化情况,可以发现2009—2019年地方融资平台的总资产回报率(ROA)和净资产收益率(ROE)均处于不断下降的趋势,盈利水平在持续恶化。但是,地方融资平台的负债规模却在稳步上升,存量债务规模每年均有增加。在地方融资平台盈利水平持续下降的情况下,地方融资平台的债务规模仍然连年上升,背后的原因是地方融资平台债务存在地方政府的隐性担保(钟宁桦等,2021),银行基于对地方政府隐性担保的信任愿意持续为盈利状况不断恶化的地方融资平台提供融资。

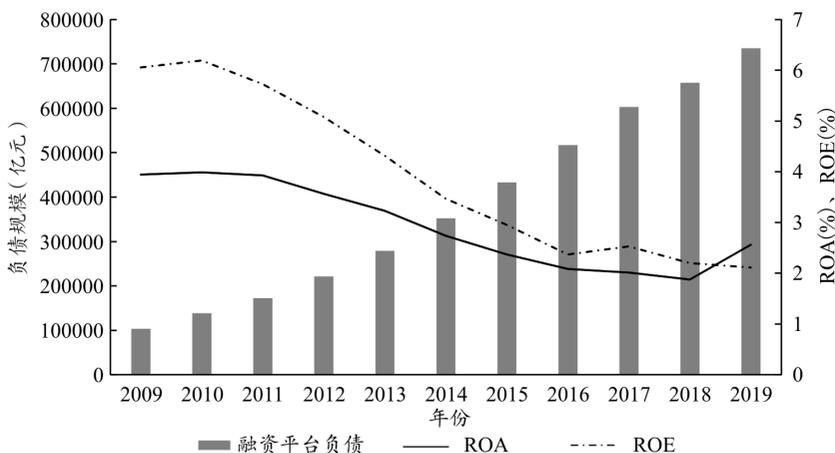


图1 地方融资平台2009—2019年的负债规模和盈利水平变化

(数据来源:根据WIND数据库相关数据绘制。)

2. 即使监管力度不断加大,城投债的发行规模总体依然呈上升趋势

市场对地方政府隐性担保的信任也可以体现在发行规模总体呈上升趋势的城投债上。城投债是地方融资平台的一种标准化债务,包括企业债、银行间债券市场非金融企业债务融资工具、公司债、私募债和资产证券化等。在城投债持续发行的过程中,国家加大了对城投债的监管力度以防范地方政府的债务风险。2014年新《预算法》的出台明确提出剥离地方融资平台的政府融资职能,当年的城投债发行规模明显减少。2017年中央明确提出遏制地方政府隐性债务风险,各种政策新规持续出台,导致2017年和2018年的城投债发行规模也大幅减少。但通过图2可以发现,即使国家对城投债发行的监管力度不断加大,一旦监管收紧周期过去,城投债的发行规模马上呈现出反弹式的爆炸式增加。总的来说,虽然部分年份因国家监管力度的加大导致当年的城投债发行规模与上一年相比有所下降,但仍未打断城投债发行规模不断攀升的势头。在持续收紧的监管环境下,城投债的发行规模依然保持上升趋势,这其中固然有地方政府融资需求旺盛的原因,但也证实了城投债背后地方政府隐性担保的存在。

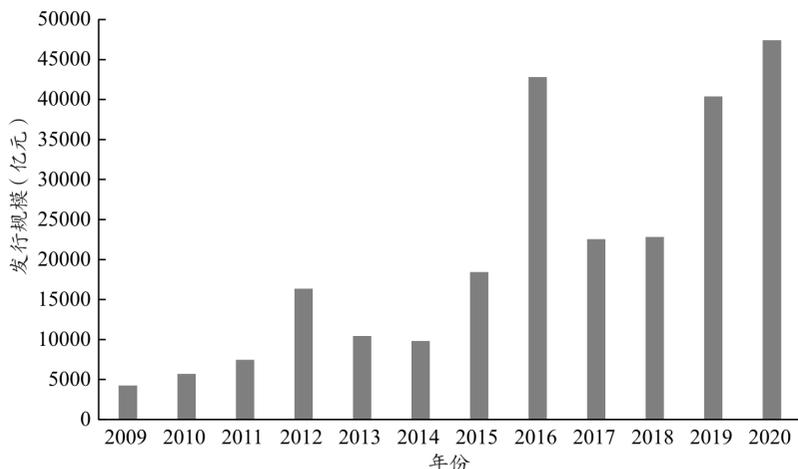


图2 2009—2020年城投债的发行规模变化

(数据来源:根据WIND数据库相关数据绘制。)

3. 地方融资平台债务的投资项目效率低下,但相关债券的市场评级却不低

(1) 地方融资平台债务大多投向公益性质项目

地方政府通过融资平台举债的目的是进行地方经济建设,主要是进行基础设施建设,因此地方政府投资项目大部分为公益性质项目。根据2013年发布的《全国地方政府性债务审计结果》也可以发现,大部分地方政府债务均投向市政建设和交通运输。此类公益性质项目具有周期长、回报率低的特点。

由表1可知,大部分城投债的期限超过了5年,部分城投债的期限甚至超过10年。地方政府项目投资周期过长难免会带来资金流紧张和回报周期过长的问题,增加了地方融资平台的债务偿还压力,特别是资金投向占比最大的市政建设,基本无现金流可以用来偿还债务。

(2) 城投债的市场评级较高

地方政府的融资项目虽然建设周期长、回报率低、经济基本面较差,但是项目发行的债券评级却并不低,这从侧面印证了地方融资平台债务背后存在地方政府的隐性担保。由表2可知,城投债的债券只数占比和债务余额占比最大的均是AAA级债券,只有极少数的城投债债券评级较低。可见市场对城投债的风险评估较为乐观,对地方融资平台债务的偿还信心较强。

表1 城投债的期限结构

期限类别	只数(个)	只数占比(%)	余额(亿元)	余额占比(%)
1年以内	977	6.05	6 396.17	5.10
1-3年	978	6.06	6 443.59	5.14
3-5年	4 360	27.02	32 526.54	25.92
5-7年	7 031	43.57	58 714.15	46.80
7-10年	2 216	13.73	15 156.18	12.08
10年以上	576	3.57	6 229.69	4.97
合计	16 138	100	125 466.32	100

数据来源:WIND数据库,数据截至2021年9月30日。

表2 城投债的债券评级结构

债券评级	只数(个)	只数占比(%)	余额(亿元)	余额占比(%)
AAA	3 464	21.46	36 948.38	29.45
AA+	3 164	19.61	23 816.62	18.98
AA	1 934	11.98	10 744.56	8.56
AA-	12	0.07	85.24	0.07
A-1	263	1.63	1 845.58	1.47
其他	7 301	45.24	52 025.93	41.47
合计	16 138	100	125 466.32	100

数据来源:WIND数据库,数据截至2021年9月30日。

上述事实分析表明了我国地方融资平台债务背后普遍存在政府隐性担保。市场对存在政府隐性担保的地方融资平台债务持乐观态度,导致地方融资平台债务在下行压力较大的经济环境下仍然保持上升态势。但是,这可能会导致地方融资平台的债务风险被低估,被低估的债务风险流入金融市场,最终影响真实的金融风险。

(二)理论分析

地方商业银行是地方融资平台债务风险的主要载体(毛锐等,2018)。根据2011年和2013年发布的《全国地方政府性债务审计结果》,2011年银行贷款占地方政府债务的79.01%,融资平台债务占地方政府债务的46.38%;2013年银行贷款占地方政府债务的56.56%,融资平台债务占地方政府债务的38.96%。一方面地方融资平台可以直接作为债务人向银行申请贷款,另一方面银行也是城投债的主要持有者。而且地方政府对城市商业银行等金融机构拥有控股权,甚至对金融机构经营者拥有任命权,在竞争锦标赛机制下,地方官员会通过干预地方金融机构使其优先贷款给地方融资平台公司(钱先航等,2011)。此外,影子银行是传统银行渠道之外地方融资平台债务风险外溢至银行风险的又一方式(张平,2017)。在2014年之后,影子银行成为地方政府通过融资平台间接举债的热门途径(Chen et al., 2017),通过政信合作、融资租赁和银行理财产品等方式逃脱监管。因此,地方融资平

台债务风险易转化为银行风险,对金融体系的安全和稳定造成影响。

地方融资平台债务对银行风险的影响主要体现在地方融资平台债务的违约风险上。一方面,地方融资平台债务具有偿债结构不合理、资金流与偿债期限不匹配的问题,本身就具有一定的债务违约风险。另一方面,地方融资平台与土地资源关系密切,地方政府将土地资源注入融资平台以提高其融资能力,通过土地抵押的方式获得融资。因此,土地价格的波动会影响地方融资平台的债务风险,抵押的土地未来收益有可能会演变为银行的不良贷款(张平,2017)。一旦地方融资平台债务违约,首先会对商业银行造成较大的资金流压力,直接冲击银行的资产负债表,增加银行的信贷风险,影响银行的资产质量,甚至会通过金融体系内部的金融加速器影响相关联银行的风险水平。其次,商业银行的利润来源之一是其信贷资产的利差。一旦地方融资平台担保或抵押的资产价值大幅缩水,将严重影响商业银行缓释信贷风险的能力(胡援成、张文君,2012),最终影响银行风险。因此,本文提出:

命题1:地方融资平台债务会影响银行风险。

虽然地方融资平台债务风险易引发银行风险,但是地方商业银行仍然倾向于贷款给地方融资平台,这背后是地方政府隐性担保在起作用。政府补贴也成为很多融资平台公司的重要收入来源。因此,地方政府与融资平台之间存在着密切的联系,隐性担保关系难以切割。地方商业银行对地方融资平台债务存在财政兜底的幻想。如果地方政府放弃对融资平台违约债务的救助,很有可能会影响市场对地方政府的担保预期,最终影响地方政府的未来利益(罗荣华、刘劲劲,2016),倒逼地方政府不得不对融资平台债务进行救助。因此,地方政府隐性担保在无形之中影响了地方融资平台债务风险,以及其可能带来的银行风险水平。

其一,市场对地方政府隐性担保的预期使得城投债的融资成本低于其他债券(汪莉、陈诗一,2015;钟宁桦等,2021),降低了融资平台的债务违约概率。其二,即使地方融资平台债务的关联项目投资周期长、回报率低,存在较大的债务偿还压力,但是由于地方政府隐性担保的存在,在地方融资平台债务到期难以偿还的时候,地方政府大概率会动用财政资金进行救助,从而化解了原本可能因地方融资平台债务违约而导致的银行风险。其三,相关政策文件的出台可能反而加强了市场对政府隐性担保的预期。2014年的债务置换计划是国家化解地方政府债务风险的重要手段,通过将短期高利率债务转换为长期低利率债务,有效缓解了当时面临的地方政府债务违约风险,进而化解了原本可能因地方融资平台债务违约而导致的银行风险和金融风险,同时也加强了市场对政府隐性担保的预期和信赖(钟宁桦等,2021)。市场对地方政府隐性担保信赖的加强,又倒逼地方政府对融资平台债务的救助,进而进一步化解了可能因地方融资平台债务而导致的银行风险。最终地方政府通过自身能力替融资平台偿债,体现出地方政府隐性担保降低融资平台债务导致的银行风险方式是通过将风险转移至自身实现的,从而掩盖了部分应由融资平台本身承担的银行风险。基于上述简单的逻辑演绎,本文提出:

命题2:地方政府隐性担保表面上可以降低地方融资平台债务造成的银行风险,实际上会导致部分真实的银行风险被掩盖。

土地财政是地方政府一般公共预算收入之外的重要收入来源,同样影响着地方政府的隐性担保能力。2007年土地出让收入被纳入政府基金性收入,逐渐在政府基金性收入中占据重要地位。而且《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)已经

明确规定专项债务的偿债来源是政府基金性收入,因此土地出让收入成为地方政府偿债的重要收入来源,也是判断地方政府偿债能力的重要依据。2016年财政部、国土资源部、中国人民银行和银监会四部门发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综〔2016〕4号)规范土地储备行为,不允许地方政府进行土地抵押,地方政府进入卖地模式,土地出让收入不断增加,土地财政的依赖程度也不断提高。因此,土地价格越高,土地出让收入越多,地方政府的土地财政实力越强,地方政府的偿债能力越强,越有能力化解地方融资平台债务导致的银行风险。除此之外,地方政府将土地资产纳入融资平台的行为^①,有可能被市场认为是地方政府释放担保意愿的信号(张路,2020)。因此,土地财政也是银行衡量地方政府隐性担保能力强弱的重要依据,本文提出:

命题3:土地财政可以起到地方政府的隐性担保作用,同样可以掩盖部分地方融资平台债务造成的银行风险。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文的样本为2009—2019年30个省份的面板数据。^② 融资平台债务和银行的数据来源于WIND数据库,2019年的不良贷款率数据来源于各地《2020年金融运行报告》。土地财政数据来自《中国国土资源年鉴》,其他数据来源于CSMAR和EPS数据库。

(二) 模型设定

本文的基准模型设定如下:

$$Risk_{it} = \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 Guarantee_{it} + \alpha_3 X_{it} + \sum year + \sum province + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Risk_{it} = \alpha_1 Debt_{it} + \alpha_2 Guarantee_{it} + \alpha_3 Debt_{it} \times Guarantee_{it} + \alpha_4 X_{it} + \sum year + \sum province + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Risk_{it} = \alpha_1 Debt_{it-1} + \alpha_2 Land_{it-1} + \alpha_3 Debt_{it-1} \times Land_{it-1} + \alpha_4 X_{it} + \sum year + \sum province + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

模型(1)用来检验地方融资平台债务是否会影响银行风险,模型(2)用来检验地方政府隐性担保是否可以掩盖部分地方融资平台债务导致的银行风险,模型(3)用来检验土地财政是否也可以掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险。考虑到土地价格在市场中的反应存在滞后性,模型(3)使用滞后一期的土地财政变量和滞后一期的融资平台债务变量。其中*i*表示省份,*t*表示时间,*Risk_{it}*表示银行风险,*Debt_{it}*表示地方融资平台债务,*Guarantee_{it}*表示地方政府的隐性担保,*Land_{it}*表示土地财政,*X_{it}*表示控制变量,同时控制住省份固定效应和时间

^①虽然2017年财政部发文《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)规定,地方政府不得将储备土地注入融资平台,不得承诺将储备土地预期收入作为融资平台的偿债资金来源。但在实际执行操作中,地方政府仍用“F+EPC(融资+工程总承包)”、“ABO(授权-建设-运营)”等模式打擦边球。

^②由于2008年金融危机之后地方融资平台债务规模开始大幅增加,因此将样本起始年份定为2009年。因西藏缺失数据较多,故将其剔除。

固定效应。

1. 被解释变量

银行风险(*Risk*), 本文选用各省银行的不良贷款率作为银行风险的代理变量(胡援成、张文君, 2012; 方意, 2015)。不良贷款率可以衡量银行的信贷风险情况, 是监管机构对银行进行评估的重要指标。而且不良贷款率更多被用来衡量银行的被动风险承担情况, 而非主动风险承担, 是对银行资产质量的直接衡量。而地方融资平台债务对银行风险的直接影响渠道即是影响银行的资产质量(赵尚梅等, 2013)。同时, 考虑到 Z 值也是衡量商业银行风险的常用指标, 在稳健性检验部分使用 Z 值进行回归。

2. 关键解释变量

地方融资平台债务(*Debt*), 本文使用当年的城投债举债规模(亿元)作为地方融资平台债务的代理变量, 取对数处理。使用城投债的数据一方面是基于数据可得性, 另一方面是因为城投债是地方融资平台债务的代表性债务, 可以较好地反映地方融资平台债务的变化情况。城投债的主要持有者是银行, 购买城投债的其他债务主体也与银行之间有着千丝万缕的联系, 因此城投债的波动会对银行风险产生直接或间接的影响。银行持有城投债, 假如城投债违约, 无法进行兑付, 那么银行持有的城投债则可能变成不良贷款。在稳健性检验部分, 使用地方政府融资平台的债务规模进行检验。

3. 调节变量

(1) 地方政府隐性担保能力(*Guarantee*)^①。地方政府的财政实力是衡量其隐性担保能力的主要变量, 财政状况更好的地方政府更有能力对地方融资平台债务进行救助(钟辉勇等, 2016; 罗荣华、刘劲劲, 2016), 因此用各省份财政收入(亿元)的对数作为地方政府隐性担保能力的代理变量。(2) 土地财政(*Land*)。土地出让主要分为协议出让和招拍挂出让, 其中协议出让主要适用于工业用地, 招拍挂出让主要用于商业用地, 而商业用地承担了大部分地方政府债务(梅林、席强敏, 2018), 且招拍挂土地出让收入是土地出让收入的主要来源。因此, 本文同时采用土地价格和招拍挂土地价格的对数作为土地财政的代理变量。土地价格(万元/公顷)和招拍挂土地价格(万元/公顷)分别用土地出让成交价款与出让面积的比值和招拍挂土地出让成交价款与招拍挂出让面积的比值计算。由于土地出让收入的数据只更新到 2017 年, 因此土地财政的样本时间为 2009—2017 年。

4. 控制变量

与银行相关的控制变量有贷款增速(*Speed*)、贷款结构(*Structure*)和赫芬达尔-赫希曼指数(*HHI*), 贷款增速与贷款结构用来控制银行的贷款情况, 赫芬达尔-赫希曼指数用来控制银行业的集中度。宏观层面的控制变量有 GDP 增长率(*GDP*)、CPI 增长率(*CPI*)、M2 与 GDP 比值(*M2/GDP*)、固定资产投资(亿元)的对数(*Fixed*)、股票总市值与 GDP 的比值(*Stock/GDP*)、保费收入与 GDP 的比值(*Insurance/GDP*)和房地产投资完成额累计同比增幅(*RealEstate*)。

^①由于地方政府隐性担保意愿变量的衡量难度较大, 因此本文主要针对隐性担保能力进行回归分析。而隐性担保意愿理论上也会对银行风险产生影响, 因此本文的估计结果可能会因缺乏对隐性担保意愿的衡量而产生偏误。这里特别感谢审稿人提出的宝贵意见。

表3是各变量的含义及详细说明,表4是各变量的描述性统计结果。

表3 变量的含义及说明

变量名称	变量含义	变量说明
<i>Risk</i>	银行风险	银行不良贷款率(%)
<i>Debt</i>	地方融资平台债务	城投债举债规模的对数
<i>Guarantee</i>	地方政府隐性担保能力	地方财政收入的对数
<i>Land₁</i>	土地财政	土地价格的对数
<i>Land₂</i>	土地财政	招拍挂土地价格的对数
<i>Speed</i>	贷款增速	银行贷款增长速度(%)
<i>Structure</i>	贷款结构	短期贷款/中长期贷款(%)
<i>HHI</i>	赫芬达尔-赫希曼指数	银行业的行业集中度
<i>CPI</i>	通货膨胀率	居民消费价格指数同比增幅(%)
<i>GDP</i>	经济发展水平	GDP增长率(%)
<i>Stock/GDP</i>	股票市场	股票总市值/GDP(%)
<i>M2/GDP</i>	货币政策	M2/GDP(%)
<i>Insurance/GDP</i>	保险市场	保费收入/GDP(%)
<i>RealEstate</i>	房地产市场	房地产投资完成额累计同比增幅(%)
<i>Fixed</i>	固定资产投资	固定资产投资额的对数

表4 各变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最大值	最小值	观测值
<i>Risk</i>	1.5685	0.8671	7.8600	0.3500	330
<i>Debt</i>	5.7055	1.6268	8.7820	1.7579	321
<i>Guarantee</i>	7.4352	0.8946	9.4455	4.4744	330
<i>Land₁</i>	6.9050	0.9014	10.3013	5.0369	270
<i>Land₂</i>	6.9850	0.9125	10.4829	5.0485	270
<i>Speed</i>	14.1036	5.8225	37.1539	0.8699	330
<i>Structure</i>	56.1395	26.4112	177.1954	16.4247	330
<i>HHI</i>	6.4164	3.7312	15.5120	3.6813	330
<i>CPI</i>	2.3389	1.4823	6.3382	-2.3462	330
<i>GDP</i>	9.3582	2.9797	17.4000	-2.5000	330
<i>Stock/GDP</i>	62.2786	118.5819	1017.6350	9.4620	330
<i>M2/GDP</i>	190.3146	11.9339	207.6738	173.9438	330
<i>Insurance/GDP</i>	3.2597	1.0740	7.1641	1.5600	330
<i>RealEstate</i>	16.6633	16.5135	85.1583	-30.1546	330
<i>Fixed</i>	9.3836	0.8480	10.9865	6.6824	330

四、实证结果分析

(一) 基准模型回归

为了考察地方融资平台债务对银行风险的影响以及地方政府隐性担保对地方融资平台债务导致的银行风险的影响,将模型(1)和模型(2)的回归结果列于表5。

表5 基准模型的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
$Debt_{it}$	0.0600 (0.82)	0.1813 ** (2.51)	0.6650 ** (2.61)	0.7022 *** (2.78)		1.5160 *** (2.77)	0.1952 *** (2.69)
$Debt_{it-1}$					0.7051 ** (2.49)		
$Guarantee_{it}$		-0.1045 (-0.22)	-0.8300 ** (-2.21)	0.1675 (0.34)	0.4115 (0.71)	1.2190 (1.64)	-0.0848 (-0.19)
$Debt_{it} \times Guarantee_{it}$			-0.0864 ** (-2.33)	-0.0764 ** (-2.15)		-0.2010 *** (-2.67)	
$Debt_{it-1} \times Guarantee_{it}$					-0.0809 ** (-1.99)		
$Debt_{it} \times Guarantee_{it} \times Treat_t$							-0.0186 ** (-2.58)
$Treat_t$							-34.5796 (-0.55)
$Speed_{it}$		-0.0511 ** (-2.50)		-0.0474 ** (-2.37)	-0.0518 ** (-2.26)	-0.0460 ** (-2.19)	-0.0465 ** (-2.27)
$Structure_{it}$		0.0022 (0.75)		0.0011 (0.35)	0.0008 (0.27)	0.0009 (0.17)	0.0011 (0.37)
HHI_{it}		0.0721 (0.24)		0.0300 (0.10)	-0.0152 (-0.03)	-0.3457 (-1.62)	-2.9178 (-0.58)
CPI_{it}		0.0187 (0.24)		0.0933 (1.24)	0.0376 (0.39)	0.2081 * (1.77)	0.0693 (0.90)
GDP_{it}		0.0339 (0.96)		0.0382 (1.12)	0.0338 (0.88)	-0.0141 (-0.42)	0.0351 (1.04)
$Stock_{it}/GDP_{it}$		0.0025 *** (2.82)		0.0025 *** (2.75)	0.0021 (1.48)	-0.0024 (-1.02)	0.0024 *** (2.86)
$M2_{it}/GDP_{it}$		0.0090 (0.06)		0.0016 (0.01)	0.0233 (0.17)	-0.1456 (-1.46)	0.0205 (0.14)
$Insurance_{it}/GDP_{it}$		0.2728 *** (3.15)		0.1965 ** (2.17)	0.2478 ** (2.53)	0.0256 (0.20)	0.1885 ** (2.03)
$RealEstate_{it}$		-0.0042 ** (-1.36)		-0.0029 (-0.92)	-0.0040 (-1.19)	0.0018 (0.47)	-0.0020 (-0.63)
$Fixed_{it}$		-0.4984 ** (-2.46)		-0.5451 ** (-2.59)	-0.5759 ** (-2.59)	-1.3560 *** (-5.00)	-0.5413 *** (-2.66)
c	1.4840 *** (5.16)	2.3709 (0.08)	8.2596 *** (2.95)	3.2432 (0.11)	-2.5406 (-0.09)	35.5996 * (1.68)	47.2193 (0.87)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R^2	0.5718	0.6487	0.6063	0.6563	0.6815	0.7916	0.6572
N	321	321	321	321	291	166	321

注:括号内为对应的 t 值,***、**和*分别表示在1%、5%和10%置信水平上显著。下同。

表5列(1)是在没有加入控制变量的情况下模型(1)的回归结果,发现地方融资平台债

务变量的系数并不显著。列(2)是加入控制变量之后模型(1)的回归结果,发现地方融资平台债务变量的系数在5%的水平上显著为正,系数为0.1813。表明在考虑了干扰银行风险的其他因素之后,地方融资平台债务会显著提高地方商业银行的风险水平,基本验证了命题1。控制变量方面,贷款增速、房地产投资完成额累计同比增幅和固定资产投资与银行风险之间负相关,股票市场和保险市场与银行风险之间正相关,其他控制变量的系数不显著。

列(3)是在没有加入控制变量的情况下模型(2)的回归结果,显示地方融资平台债务变量的系数在5%的水平上显著为正,地方融资平台债务与政府隐性担保变量的交互项系数在5%的水平上显著为负,说明地方政府隐性担保可以导致地方融资平台债务带来的银行风险水平下降。列(4)是在加入了控制变量之后模型(2)的回归结果,地方融资平台债务与隐性担保变量的交互项系数仍然在5%的水平上显著为负,系数为-0.0764,表明在考虑了可能干扰银行风险因素的情况下,地方政府隐性担保仍然可以降低或者转移地方融资平台债务带来的银行风险水平,最终导致部分银行风险水平被掩盖,命题2基本得到验证。因此,从表面上看地方政府隐性担保可以降低融资平台债务引发的银行风险,但实际上银行风险在无形之中被转移至地方政府身上,使得地方政府承担了一部分本该由融资平台自身承担的风险。这种债务风险的转移,一方面容易导致地方政府承担并累积过多的风险,另一方面也容易导致真实的银行风险被掩盖、被低估,成为影响系统性金融风险的一颗“不定时炸弹”。

(二)内生性讨论

虽然本文不大可能存在因反向因果而产生的内生性问题,但是模型仍然有可能存在因测量误差或者遗漏变量而产生的内生性问题。这里主要针对命题2进行内生性讨论。首先,使用滞后一期的城投债举债规模和滞后一期的城投债举债规模与地方政府隐性担保变量的交互项进行回归,滞后一期的变量可以在一定程度上缓解内生性问题。回归结果列于表5的列(5),显示滞后一期的城投债举债规模与地方政府隐性担保变量的交互项系数在5%的水平上显著为负,表明地方政府隐性担保会掩盖部分地方融资平台债务导致的银行风险水平,再一次验证了命题2。

接着,考虑到地方政府的债务规模可能与当地的经济条件有关,而经济条件又会影响到银行风险。虽然本文已经加入反映经济条件的控制变量,但仍然可能因为不可观测的因素导致内生性问题,为此,采用倾向评分匹配法(PSM)弱化该内生性问题。根据每年的债务规模中位数将样本分为高债务规模组与低债务规模组,以地方财政收入、GDP增长率、CPI增长率、固定资产投资、股票总市值与GDP的比值、保费收入与GDP的比值、房地产投资完成额累计同比增幅作为协变量,使用Logit模型进行无放回的卡尺为0.1的最近邻匹配。匹配后的检验结果显示两组之间的协变量差异不再显著,即两组之间不存在显著的经济条件差异。将匹配后的样本进行模型(2)的回归,结果列于表5列(6),显示交互项的系数在1%的水平上显著为负,表明地方政府隐性担保会掩盖地方融资平台债务导致的银行风险水平,结论稳健。

最后,利用2014年发布新《预算法》的政策冲击进行内生性讨论。新《预算法》的发布实际上加深了市场对地方政府隐性担保的预期(钟宁桦等,2021),因此在2014年之后地方政府隐性担保的作用应该会进一步加强。倘若在2014年之后,地方政府隐性担保掩盖银行风险的程度加深了,在一定程度上可以证明地方政府隐性担保确实可以掩盖部分银行风险。

设置政策冲击变量 $Treat$, 2014 年之前设置为 0, 2014 年及之后设置为 1, 将政策冲击变量、地方融资平台债务与地方政府隐性担保这三个变量的交互项纳入模型进行回归, 回归结果列于表 5 列 (7)。可以发现三个变量的交互项系数在 5% 的水平上显著为负, 表明在新《预算法》发布之后, 地方政府隐性担保对因地方融资平台债务带来的银行风险的降低作用进一步增强, 掩盖的风险水平进一步增加, 符合预期, 也再一次验证了命题 2。

(三) 土地财政

为了进一步验证土地财政的作用, 将模型 (3) 的回归结果列于表 6。

表 6 土地财政的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
$Debt_{i-1}$	0.5914 ** (2.38)	0.6364 *** (2.79)	0.5955 ** (2.22)	0.6456 ** (2.51)
$Land_{i-1}$	0.5544 (1.59)	0.6335 ** (2.18)	0.5652 (1.63)	0.6277 ** (2.10)
$Debt_{i-1} \times Land_{i-1}$	-0.1033 ** (-2.59)	-0.1095 *** (-3.00)	-0.0969 ** (-2.23)	-0.1038 *** (-2.52)
$Speed_{it}$			-0.0221 (-1.59)	-0.0227 * (-1.67)
$Structure_{it}$			0.0001 (0.04)	0.0004 (0.12)
HHI_{it}			-0.2437 ** (-2.25)	-0.2476 ** (-2.29)
CPI_{it}			-0.0508 (-0.61)	-0.0536 (-0.65)
GDP_{it}			-0.0356 (-1.19)	-0.0335 (-1.12)
$Stock_{it}/GDP_{it}$			0.0014 (1.07)	0.0013 (0.94)
$M2_{it}/GDP_{it}$			-0.0268 (-1.39)	-0.0271 (-1.40)
$Insurance_{it}/GDP_{it}$			-0.1744 (-1.32)	-0.1773 (-1.34)
$RealEstate_{it}$			-0.0014 (-0.44)	-0.0015 (-0.47)
$Fixed_{it}$			-0.5861 ** (-2.33)	-0.6000 ** (-2.37)
c	-1.9388 (-0.78)	-2.5802 (-1.26)	11.4847 ** (2.18)	11.2236 * (2.17)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
R^2	0.6918	0.6921	0.7209	0.7221
N	231	231	231	231

在不考虑控制变量的情况下, 分别用土地价格和招拍挂土地价格的对数作为土地财政代理变量的回归结果列于表 6 的列 (1) 和列 (2)。可以发现, 滞后一期土地财政与滞后一期的地方融资平台债务变量的交互项系数分别在 5% 和 1% 的水平上显著为负。加入控制变量

之后的回归结果列于列(3)和列(4),发现在考虑了可能干扰银行风险因素的情况下,核心交互项的系数绝对值略微减小,仍然分别在5%和1%的水平上显著为负。这说明土地财政作为地方政府隐性担保能力的另一衡量标准,也可以掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险,基本验证了命题3。土地财政实力越强代表地方政府的隐性担保能力越强,掩盖的真实银行风险水平越高,同时也意味着融资平台债务本身应承担的银行风险水平被转移得更多。

(四) 稳健性检验

为了增加文章结论的可靠性,本文分别采用更换关键解释变量的代理变量、更换被解释变量的代理变量和更换实证方法这三种方式进行稳健性检验。

一是使用融资平台的债务数据进行回归。首先根据银监会2018年第四季度发布的地方融资平台名单,手工将11736家融资平台逐一在WIND数据库的中国企业库中进行查询,最终找到1661家财务数据公开的融资平台,接着将WIND数据库里发行过城投债的融资平台名单与之匹配查询,增加其中没有重复的融资平台名单,得到3271家融资平台名单,最后根据企业的属性进行检查去除14家中央国有企业,最终得到3257家地方融资平台名单,进而根据名单收集了分省的地方融资平台债务规模(亿元),取对数处理。回归结果列于表7列(1),显示地方融资平台债务变量与地方政府隐性担保的交互项系数在1%的水平上显著为负,表明地方政府隐性担保可以掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险水平,回归结果稳健。

二是将地方政府隐性担保能力的代理变量分别更换为人均财政收入和税收收入,同样取对数处理,回归结果分别列于表7列(2)和列(3)。结果显示地方融资平台债务与人均财政收入变量的交互项系数在1%的水平上显著为负,地方融资平台债务与税收收入变量的交互项系数在5%的水平上显著为负,再次表明地方政府隐性担保可以掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险水平,与上文结论一致。

三是更换银行风险的代理变量。使用 Z 值^①衡量地方商业银行的风险, Z 值越高,商业银行的风险越低,因此在具体回归过程中使用 Z 值的倒数作为被解释变量,同时增加银行规模、存贷比、核心资本充足率、资本资产比、风险加权资产的比重、净息差和成本收入比等控制变量以控制银行个体层面的特征可能对银行风险造成的影响^②。回归结果列于表7列(4),结果表明核心交互项系数在1%的水平上显著为负,仍然验证了本文的核心观点,回归结果稳健。

四是更换本文的回归方法。考虑到滞后一期的银行风险会对当期的银行风险产生影响,因此将滞后一期的银行风险纳入解释变量,其他变量不变,同时采用系统GMM进行回归以弱化模型的内生性问题,回归结果列于表7列(5)。回归结果显示核心交互项系数在5%的水平上显著为负,表明地方政府隐性担保会掩盖部分地方融资平台负债带来的银行风险水平,与上文结论一致。

总之,无论是改变核心解释变量的代理变量、改变被解释变量的代理变量还是改变文章的实证方法,本文的回归结果均没有发生原则性变化,关键变量的回归结果均保持一致,研

^① Z 值使用ROA的滚动标准差除以ROA和资产资本比率之和计算。

^②银行个体层面的数据来自bankscope数据库。

究结论始终成立,可以认为本文的研究结论较为可靠,具有较大的参考价值。

表 7 稳健性检验的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$Risk_{i,t-1}$					0.9820*** (5.18)
$Debt_{it}$	1.0085** (2.59)	1.4685*** (3.05)	0.6998*** (2.97)	0.0273*** (3.11)	1.3307*** (2.89)
$Guarantee_{it}$	0.8958 (1.51)	0.9341 (1.64)	0.3861 (0.67)	0.0183* (1.95)	2.0009 (1.53)
$Debt_{it} \times Guarantee_{it}$	-0.1439*** (-2.87)	-0.1749*** (-2.68)	-0.0806** (-2.31)	-0.0033*** (-3.14)	-0.1967** (-2.40)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
AR(1)					0.016
AR(2)					0.389
Hansen 检验					0.992
R^2	0.6500	0.6639	0.6575	0.3118	-
N	330	321	321	689	297

注:第(5)列括号内为对应的z值。

(五) 异质性分析

在2014年新《预算法》发布之后,国家赋予地方政府自主发债的权利,地方政府隐性债务的概念逐渐清晰。从严格意义上说,地方融资平台负债属于地方政府隐性债务,而地方政府债券属于地方政府显性债务。一方面,地方政府显性债务与地方政府隐性债务一样,同样属于地方政府债务的范畴。另一方面,地方政府显性债务与地方政府隐性债务有着本质的区别,地方政府债券被严格纳入地方政府的预算管理体制,因此债务风险水平相对而言也较低。考虑到地方政府债务的异质性,将当年地方政府债券发行规模(亿元)的对数作为地方政府显性债务的代理变量,代入回归模型进行分析,其他变量不变,回归结果列于表8。

表 8 地方政府显性债务的实证结果

	(1)	(2)	(3)
$Debt_{it}$	0.3704 (1.23)	0.2448 (0.94)	
$Debt_{it-1}$			0.3927 (1.61)
控制变量	不控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
R^2	0.6320	0.7306	0.7823
N	158	158	128

表8列(1)是未加入控制变量时模型(1)回归结果。回归结果显示地方政府显性债务变量的系数虽然为正,但是并不显著。列(2)是在加入控制变量之后的回归结果,地方政府显性债务变量的系数仍然不显著。列(3)是进一步使用滞后一期的地方政府显性债务变量的回归结果,核心变量的系数仍然不显著。因此可以认为,地方政府显性债务几乎不会导致银行风险水平增加,也可以体现出国家对地方政府债券风险的良好管理。

(六) 拓展性分析

1. 考虑经济政策不确定性的影响

近年来,突发疫情冲击、中美贸易冲突、经济下行压力加大,导致经济政策不确定性增加。在经济政策不确定性不断增加的背景下,探究环境变化是否会影响地方政府的隐性担保作用,有利于在新形势下更好地防控地方政府债务风险和守住不发生系统性金融风险的底线。

本文利用 Baker 等构建的 EPU 指数^①作为经济政策不确定性的代理变量,具体回归结果列于表 9。可以发现无论是否加入控制变量,在未加入地方融资平台债务、地方政府隐性担保和经济政策不确定性三个变量两两交互项的情况下,三个变量的交互项系数均在 1% 的水平上显著为负。在进一步加入地方融资平台债务、地方政府隐性担保和经济政策不确定性三个变量两两交互项的情况下,三个变量的交互项系数在 5% 的水平上显著为负。表明经济政策不确定性的提高可能会帮助地方政府隐性担保进一步降低或转移地方融资平台债务导致的银行风险水平。即在经济政策不确定性更高的环境下,地方政府的隐性担保作用会更加显著,被转移至地方政府的风险水平更高,被掩盖的真实的银行风险水平会更高。这可能是因为在经济政策不确定性更高的环境下,市场生存环境更加恶劣,银行的债务人偿债压力加大,银行贷款的违约风险增加,此时银行对市场的信心会降低,地方政府的偿债能力相对于市场债务人来说更加值得信任,因此银行会更加看重地方政府的隐性担保作用。

表 9 考虑经济政策不确定性的回归结果

	(1)	(2)	(3)
$Debt_{it}$	0.1963 *** (2.93)	0.2621 (3.55)	-0.6956 (-1.33)
$Guarantee_{it}$	-0.9347 *** (-3.01)	0.0211 (0.05)	-0.4502 (-0.94)
EPU_{it}	0.0064 *** (4.16)	0.0049 *** (3.37)	-0.0223 * (-1.70)
$Debt_{it} \times Guarantee_{it} \times EPU_{it}$	-0.0001 *** (-4.09)	-0.0001 *** (-4.47)	-0.0006 ** (-2.23)
$Debt_{it} \times Guarantee_{it}$			0.1132 * (1.77)
$Debt_{it} \times EPU_{it}$			0.0046 ** (2.00)
$Guarantee_{it} \times EPU_{it}$			0.0033 * (1.93)
控制变量	不控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
R^2	0.6399	0.6768	0.6942
N	321	321	321

2. 考虑金融发展水平的影响

一个地方的银行风险敏感度与该地区的金融发展水平有着紧密关系,因此探究在金融发展水平不同的地区,地方政府隐性担保掩盖因地方融资平台债务而导致的银行风险是否

①具体可见 <http://www.policyuncertainty.com>。

存在显著差异,对于防控地方政府债务风险的差异化管理具有重要意义。

本文使用各地区金融机构本外币贷款余额与该地区 GDP 的比值作为金融发展水平 (*Finance*) 的代理变量进行回归,回归结果列于表 10。列(1)和列(2)的结果显示,在不加入地方融资平台债务、地方政府隐性担保和地区金融发展水平三个变量的两两交互项的情况下,无论是否加入控制变量,三个变量的交互项系数并不显著。但是在加入地方融资平台债务、地方政府隐性担保和地区金融发展水平三个变量的两两交互项之后,三个变量的交互项系数在 1% 的水平上显著为负,表明金融发展水平的提高可以进一步增加地方政府隐性担保转移地方融资平台债务而带来的银行风险水平。即在金融发展水平更高的地区,地方政府的隐性担保作用会更加显著,被转移至地方政府的风险水平更高,被掩盖的真实的银行风险水平也会更高。这可能是因为在金融发展水平更高的地区,银行风险的敏感程度更高,导致地方政府隐性担保的作用更加明显。因此,在金融发展水平更高的地区,更加需要注重防控地方政府债务风险和管理银行风险,在打破银行对地方政府财政兜底幻想的过程中,需要更加谨慎、稳妥地进行,防止银行风险大幅波动引发系统性金融风险。

表 10 考虑金融发展水平的回归结果

	(1)	(2)	(3)
<i>Debt_{it}</i>	0.1029 (1.30)	0.2320*** (2.84)	-2.4741** (-2.11)
<i>Guarantee_{it}</i>	-0.8508** (-2.61)	-0.0773 (-0.17)	-2.7922*** (-3.35)
<i>Finance_{it}</i>	0.0141*** (3.54)	0.0132** (2.60)	-0.1792*** (-3.39)
<i>Debt_{it} × Guarantee_{it} × Finance_{it}</i>	-0.0001 (-0.90)	-0.0001 (-1.35)	-0.0036*** (-3.33)
<i>Debt_{it} × Guarantee_{it}</i>			0.3591** (2.45)
<i>Debt_{it} × Finance_{it}</i>			0.0257*** (3.01)
<i>Guarantee_{it} × Finance_{it}</i>			0.0258*** (3.66)
控制变量	不控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
R^2	0.6242	0.6632	0.6785
N	321	321	321

五、结论与政策建议

本文基于地方政府隐性担保普遍存在的特征事实,采用 2009—2019 年的省级面板数据,研究了地方政府隐性担保对地方融资平台债务导致的银行风险的影响,得出了以下几个主要结论:(1)地方融资平台债务会导致银行风险增加,而地方政府债券并不会导致银行风险增加,因此要加快完善地方政府债券发行制度。(2)无论是以土地财政还是以一般公共财政收入作为地方政府隐性担保能力的衡量指标,均表明地方政府的隐性担保可以通过转移风险的方式掩盖部分地方融资平台债务带来的银行风险,导致真实的银行风险被低估,潜在的金融风险增加。一方面,银行这种以地方政府隐性担保作为衡量融资平台债务风险指标

的方式违背了市场的规律,不利于债券市场的健康发展、市场约束力的建立和有效市场的形成;另一方面,地方政府承担了过多的债务风险,偿债压力增加。一旦出现政府救助能力无法达到融资平台偿债要求或者没有满足银行对其担保能力预期的情况,不仅城投债的价格会发生突变,整个债券市场乃至金融市场的稳定性都会受到影响,甚至会引发系统性金融风险。因此要坚持逐步打破市场对地方政府财政兜底的幻想。(3)特别是在如今经济政策不确定性相对较高的新形势下,地方政府的这种隐性担保作用更加显著,即更容易转移融资平台债务导致的银行风险,进而掩盖真实的银行风险,提高潜在的金融风险。(4)对金融发展水平更高的地区来说,银行风险的敏感度更高,地方政府的这种隐性担保作用也更加显著,因此要注重地方融资平台债务风险的差异化管理。

综上,一方面需要坚持打破市场对地方政府的财政兜底幻想,合理看待地方融资平台的债务风险,推动债券市场的健康发展。一是重点加快融资平台的转型升级。对于可完全覆盖自身债务的融资平台可转型成民营企业,对于承担公益项目且可部分覆盖自身债务的融资平台可转型为市场化融资的国有企业或混合所有制企业,对于完全依靠财政收入的融资平台应进行合理合规地清除,实现规范融资。转型中的地方融资平台也可助力国家的乡村振兴战略,改善乡村地区的基础设施建设和人居环境,使其成为自身转型升级、拓展产业链的发力点。二是进行土地财政改革。坚持市场化改革方向,降低地方政府发展经济对土地的依赖度,成立国有土地经营公司,发行土地专项债,告别“以地谋发展”的经济发展模式。三是加强对金融风险的联合管理,特别加强金融发展水平较高等重点地区的风险管理,防范金融风险的扩散。加强资本市场的合规性管理,管控新增项目融资的金融闸门。四是完善地方政府债券发行制度,促使地方政府通过规范发债、合法融资的方式进行地方经济建设与发展,形成实物工作量,推动基建稳增长。

另一方面,也必须注重政策实施的力度,防范处置风险的风险。因为一旦将银行对地方政府的隐性担保预期彻底打破,因地方政府隐性担保而掩盖的银行风险很有可能直接凸显出来,导致银行风险激增,易触发系统性金融风险。因此,不可直接采取“一刀切”的政策手段防范地方政府债务风险。化解地方政府债务存量风险是长期目标,需要允许融资平台借助金融机构采取展期的方式缓解存量债务偿还压力。

参考文献:

- 1.陈菁、李建发,2015:《财政分权、晋升激励与地方政府债务融资行为——基于城投债视角的省级面板经验证据》,《会计研究》第1期。
- 2.方意,2015:《货币政策与房地产价格冲击下的银行风险承担分析》,《世界经济》第7期。
- 3.伏润民、缪小林、高跃光,2017:《地方政府债务风险对金融系统的空间外溢效应》,《财贸经济》第9期。
- 4.胡援成、张文君,2012:《地方政府债务扩张与银行信贷风险》,《财经论丛》第3期。
- 5.刘若鸿、邓晓兰、鄢伟波、许晏君,2021:《经济增长目标与地方政府财务支持策略——来自地方融资平台的证据》,《经济科学》第6期。
- 6.罗荣华、刘劲劲,2016:《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》第4期。
- 7.吕健,2014:《影子银行推动地方政府债务增长了吗》,《财贸经济》第8期。
- 8.毛锐、刘楠楠、刘蓉,2018:《地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制》,《中国工业经济》第4期。
- 9.马树才、华夏、韩云虹,2020:《地方政府债务影响金融风险的传导机制——基于房地产市场和商业银行视角的研究》,《金融论坛》第4期。
- 10.梅林、席强敏,2018:《土地价格、产业结构与城市效率——基于中国城市面板数据的经验分析》,《经济科

学》第4期。

11. 蒲丹琳、王善平,2013:《官员晋升激励、经济责任审计与地方政府投融资平台债务》,《会计研究》第4期。
12. 钱先航、曹廷求、李维安,2011:《晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为》,《经济研究》第12期。
13. 沈坤荣、施宇,2022:《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》,《经济学动态》第7期。
14. 汪莉、陈诗一,2015:《政府隐性担保、债务违约与利率决定》,《金融研究》第9期。
15. 谢思全、白艳娟,2013:《地方政府融资平台的举债行为及其影响分析——双冲动下的信贷加速器效应分析》,《经济理论与经济管理》第1期。
16. 杨艳、刘慧婷,2013:《从地方政府融资平台看财政风险向金融风险的转化》,《经济学家》第4期。
17. 张帆、孟磊、毛佳莹,2022:《财政不平衡、转移支付与地方政府债务融资》,《江南大学学报(人文社会科学版)》第5期。
18. 张莉、魏鹤翀、欧德赞,2019:《以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析》,《金融研究》第3期。
19. 张路,2020:《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》,《中国工业经济》第2期。
20. 张平,2017:《我国影子银行风险助推了地方政府债务风险吗?——风险的传导机制及溢出效应》,《中央财经大学学报》第4期。
21. 赵尚梅、史宏梅、杜华东,2013:《地方政府在城市商业银行的大股东掏空行为——从地方政府融资平台贷款视角的研究》,《管理评论》第12期。
22. 钟辉勇、钟宁桦、朱小能,2016:《城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据》,《金融研究》第4期。
23. 钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶,2021:《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》第4期。
24. Chen, Z., Z. He, and C. Liu. 2017. “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes.” NBER Working Paper 23598.

Local Financing Platform Debt and Bank Risk: Based on Local Government's Invisible Guarantee

Shi Yu and Shen Kunrong

(College of Business, Nanjing University)

Abstract: Prevention and control of local government debt risk has important meaning to hold the bottom line of systemic financial risks. Based on 2009–2019 provincial panel data, the paper studies that whether local government's invisible guarantee affect bank risk which is brought by local financing platform debt. The paper finds that local financing platform debt can increase bank risk and local government's invisible guarantee can cover some bank risk which is brought by local financing platform debt by transferring risk, leading to an underestimation of real bank risks. Further discussion finds that for periods of higher economic policy uncertainty and regions with higher levels of financial development, the local government's invisible guarantee's effect is more obvious. The paper supports to break the fantasy of financial subsidy and suggests that in the process of strengthening the supervision of local financing platform debt, we need to accelerate the transformation of financing platforms and hold the bottom line of systemic financial risks.

Keywords: Local Financing Platform Debt, Invisible Guarantee, Bank Risk, Systemic Financial Risks

JEL Classification: G21, F62

(责任编辑:惠利、陈永清)