

地方政府债务对区域金融发展的影响

——基于面板分位数的研究

史亚荣¹ 赵爱清²

(1.兰州财经大学金融学院,甘肃兰州 730020;2.西南财经大学金融学院,四川成都 610074)

摘要:防控地方政府债务风险是守住不发生系统性金融风险的重中之重,地方政府债务对区域金融安全的影响不容忽视。本文基于2007~2016年省级面板数据,采用面板分位数回归方法实证检验了地方政府债务与区域金融发展的关系。研究表明:地方政府举债融资会显著促进地区金融发展,有利于实现金融资源优化配置,但在不同金融发展水平的分位数上影响系数存在显著差异;金融发展相对落后地区的地方政府在举债融资过程中处于劣势,地方政府债务带动金融资源配置的效果较弱。金融发展落后地区必须着力改善金融生态环境,提高金融资源配置效率,方能增强地方政府债务的资源配置效率。

关键词:地方政府债务;分位数回归;金融发展;资源配置效率

中图分类号:F812.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2020)01-0105-09

一、引言

近年来,我国地方政府债务规模持续扩大,截至2018年10月底,全国地方债务余额较2017年底增长了约12%,地方政府债务累积的潜在风险逐渐显现。党的十九大报告将防范化解系统性金融风险列为三大攻坚战之首,有效防控地方政府债务风险是防范系统性金融风险的重中之重。地方政府债务问题本身存在高度的复杂性^[1],对我国经济社会发展的影响是多方位的,对我国金融安全的影响是突出的。既有研究对地方债务的分析主要聚焦于经济增长、财政状况、地价等少数经济变量与地方债务的关系,遗漏了一些重要分析维度,尤其是金融发展。地方政府债务与区域金融发展与安全具有双向联动机制。地方政府举债融资会对地区金融资源的配置产生影响,会影响该地区的金融发展,进而影响区域的经济社会发展;同时,地区金融发展对地方政府债务具有一定的反作用力,将决定地方政府债务的资源配置效率。对这个问题的探讨,一方面有助于我们全面看待地方政府债务,为以后研究地方政府债务增添了新的分析维度。另一方面,当前地方政府债务风险问题依然存在,探讨地方政府债务与金融发展之间的关系十分必要。因此,只有厘清

收稿日期:2019-06-14

基金项目:国家社会科学基金资助项目“区块链视角下地方政府隐性债务治理问题研究”(18XJY019)

作者简介:史亚荣(1975—),女,甘肃庆阳人,兰州财经大学金融学院教授;

赵爱清(1974—),女,黑龙江哈尔滨人,西南财经大学金融学院副研究员。

地方政府债务与金融发展的关系并把握二者的发展态势,才能积极应对地方政府债务对区域金融安全可能造成的影响。

二、文献述评

虽然理论界关于地方政府债务与金融发展关系的研究起步较晚,而关于地方政府行为与金融发展关系的研究则较为丰富,这些文献为本文研究工作提供了有益借鉴。与本文内容相关联的有如下三方面文献。

(一)地方政府行为与金融发展关系

关于地方政府行为与金融发展的关系有两类主要观点:第一种观点是地方政府在金融发展中扮演了“掠夺之手”的角色,即地方政府通过干预金融市场,掠夺金融资源,使金融风险积聚,资源配置效率降低,抑制了金融发展^{[2][3][4]},这一观点得到一些研究支持^[5]。但也有分析认为该观点并不适用于金融发展水平的低级阶段^[6]。与之密切相关的是“地方政府竞争”观点:地方政府为促进辖区经济增长,展开对金融资源的竞争,可能会导致金融资源配置扭曲,造成富者愈富、穷者愈穷的“马太效应”^[7]。第二种观点是地方政府在金融发展中发挥了“扶持之手”的功能,即地方政府通过弥补金融市场失灵,合理引导金融资源的配置,充分发挥金融市场的作用,促进金融发展^[8](P17-18)]。伍艳通过实证分析发现,地方政府行为对地区金融发展具有显著的正向作用^[9]。余明桂、潘红波认为我国金融市场尚处于建立和完善阶段,地方政府行为能够维护金融市场稳定,促进金融发展^[10]。总体而言,目前关于地方政府行为与金融发展关系的研究仍存在一些分歧,这为本文结合地方债务进一步分析提供了可能空间。

(二)地方政府债务对金融发展的影响机理

自从部分学者分析了地方债务扩张与我国的金融资源配置方式有一定程度的相关关系开始^[11],一些学者类似地分析了地方债务对金融发展的影响。从已有的研究来看,大多是从地方政府对金融资源干预的角度分析,论证地方政府债务对区域金融发展的负面影响。Ismihan 和 Gulcin 认为在金融发展水平较低的地区,政府债务对该地区的金融发展会产生一定的抑制作用^[12]。纪志宏指出地方举债的动力很强,这使得我国银行体系受到较大的融资需求压力,地方政府对金融机构进行干预,导致银行信贷配置效率低,风险上升^[13]。这说明地方政府举债对金融资源的配置效率很低,从而抑制了区域金融发展。张军认为地方政府融资使区域内的金融资源财政化,转变成了可支配的财政能力,导致金融资源配置功能的扭曲,致使金融机构承担了相应的债务风险,不利于深化金融发展和提高融资效率^[14]。但也有学者从地方债务的资源配置角度分析发现,地方债务具有金融资源的整合效应,包括金融资源的初次配置和再配置,其对金融发展影响很大^[15]。

(三)关于金融发展对地方政府债务的影响研究

关于金融发展对地方政府债务的影响主要表现金融市场、金融生态环境以及金融业态等方面。从既有的研究文献来看,金融发展对地方政府债务的影响在这些方面都具有显著的区域差异性。有学者研究发现不同地区的金融发展水平对地方政府债务的影响具有差异性,主要是金融发展水平较高的地区,较为发达的金融市场由于其融资渠道多样、融资成本较低、债券发行市场化等因素有利于地方政府举债^{[16][17]}。有学者从金融生态环境的视角分析了区域金融生态环境的优劣对地方政府债务融资成本的影响,结果发现区域金融生态环境越好,地方政府举债融资成本越低^[18]。也有学者就不同的金融类型对地方政府债务产生的影响进行了分析,结果表明开发性金融相比商业性金融对地方政府债务形成的影响较弱,在地方政府债务的约束下,开发性金融对地方经济发展的效率更高,为地方政府融资模式的选择提供了经验证据^[19]。此外,还有学者认为金融发展水平对地方政府债务规模具有“门槛效应”^[20]。这说明在不同的金融发展水平下,地方政府债务的适度规模不同。有学者认为,虽然金融发展能够降低地方政府的杠杆率,但是要谨防影子银行等业务的出现,防止变相增加地方政府隐性债务规模^[21]。

已有文献就地方政府债务与金融发展的关系,主要从地方政府对金融发展的干预角度分析,表明地方政府债务对金融发展造成了负面影响^[22]。但也有文献提出相反的观点,认为地方债务能够优化金融资源配置,从而促进金融发展^{[23](P18-24)}。历史经验也表明,适度的政府债务规模对于金融发展具有重要的作用^[24]。相关文献对于这一问题的探讨还存在以下不足:(1)由于对地方政府债务的金融资源配置等作用认识不足,鲜有研究考察地方政府债务对金融发展的影响,尚未提供二者关系研究的经验证据。(2)我国各地区在金融发展水平方面存在较大差异,地方政府债务对金融发展的影响存在的区域异质性在既有研究中鲜有涉及。鉴于此,本文研究的创新处在于利用2007~2016年的省级面板数据进行了实证分析,提供了地方政府债务对地区金融发展影响的经验证据,并分析地方政府债务对不同金融发展水平地区的异质性影响,以补充现有文献的不足。

三、理论分析与研究假设

地方政府债务与区域金融发展与安全具有双向联动机制。地方政府债务对区域金融安全与发展存在一定的影响机制,在影响区域金融安全方面:第一,地方政府主要的筹资工具为地方债与城投债,如果地方政府债务发行出现空档期,则意味着地方债与城投债违约风险上升,而地方债与城投债是金融机构的主要资产,这将直接造成金融机构持有的债券资产损失,降低金融机构资产质量,其间接冲击更加复杂,因为信息不对称所引发的不信任感和不确定性是引发金融危机的重要原因,由于投资者无法准确了解我国政府部门的资产负债情况,一旦个别政府债券或政府担保债券暴露问题,可能引发市场恐慌,进而冲击整个金融市场。第二,地方政府债务扩张会加大通胀风险进而影响金融机构资产业务的实际收益率,并通过推升土地、房地产等资产价格加速资产价格泡沫累积,最终危及金融机构的各类不动产抵押贷款业务。第三,自从2014年新《预算法》颁布后,以融资平台、国有企事业单位为融资主体的银行贷款是地方政府隐性债务的主要融资来源,以银行资源维系地方政府性债务扩张将加大银行贷款信用风险及资金流动性风险,一是因为受政府较多干预控制的融资平台本身风险较高,二是因为大量的银行贷款投向投资周期长、见效慢的城市基础设施领域,导致期限错配进而会引发银行的流动性风险。在影响区域金融发展方面:地方政府债务从最初产生到逐渐发展,这个过程始终与金融发展保持着密切联系。随着地方政府举债规模的逐渐扩大,各种创新性金融工具也开始出现,融资方式日益多样化,相应地各地区金融机构也逐渐发展壮大,金融市场也在不断完善,地方政府债务的金融资源配置作用逐渐凸显。2008年以来,地方政府融资平台公司逐渐成为地方政府举债的重要载体,为有效解决政府的融资需求,融资平台公司加强对城投债、中期票据等各类金融工具的使用,活跃了当地金融市场的交易,使地方政府债务带动金融资源配置的作用愈益明显。

地方金融发展水平对地方政府债务的管理也具有一定的影响。从地方政府债务资金的用途结构来看,相比较于金融欠发达地区,金融发达地区的金融机构对国有企业信贷资金申贷理由审查更为理性,对其用途的监督更为严格,进而使得政府债务资金的投向更为合理,符合金融发达地区更注重内涵式发展的理念与思路。在新发展理念的指引下,金融发达地区地方经济发展将逐渐进入高质量发展阶段,这为地方政府债务的可持续性提供了有力保障。基于以上分析,本文提出以下两个竞争性的研究假设:

假设1:地方债务规模增加不利于区域金融发展与安全;

假设2:地方债务规模增加有利于促进区域金融发展,且对于不同金融发展水平的地区来说,地方债务对金融发展的影响可能存在异质性。

四、模型、方法与数据

(一)模型构建

为了考察地方债务与地区金融发展之间的关系,本文借鉴林勇等的做法构建如下计量模型^[25]:

$$fgdp_{it} = \alpha_0 + \beta_1 debt_{it} + \beta_2 \sum control_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中, $debt$ 和 $fgdp$ 分别表示地方政府债务和地区金融发展水平, i 表示省份, t 表示年份, $\sum control_{it}$ 表示模型包含的所有控制变量, ϵ_{it} 为随机误差项。对式(1)进行面板固定效应估计。另外, 本文借鉴 Koenker 提出的研究方法, 构建面板分位数回归模型:

$$Q\tau_{it}(fgdp_{it} | debt_{it}) = a_i + \beta_1 \tau debt_{it} + \beta_2 \tau z_{it} + u_{it} \quad (2)$$

式(2)中, τ 表示分位数, 本文选取了下四分位数、中位数、上四分位数等重要的条件分位数, a_i 为固定效应, z 表示选取的一系列控制变量, u_{it} 为随机误差项。

模型中的被解释变量为地区金融发展水平 ($fgdp$)。本文首先使用金融相关率, 即金融资产占国内生产总值的比重来测度地区金融发展水平, 具体的计算公式为: 金融相关率 = 年末金融机构本外币存贷款余额/地区生产总值。然后借鉴 Hall、Jones 等学者的研究方法, 构造我国各省、自治区和直辖市金融发展水平的(横向)相对指数, 即 $fgdp = rfgdp / \max\{rfgdp\}$ 。

解释变量为地方债务 ($debt$)。由于地方债务数据难以获得与部分缺失, 本文借鉴黄春元和毛捷的做法, 对地方债务的相关信息和数据进行归类整理和计算^[26]。地方债务主要包括两个部分, 一是直接债务, 二是或有债务。对于直接债务, 用国债转贷收入和地方政府债券净收入进行统计, 而或有债务用地方融资平台发行的城投债余额进行统计。本文地方债务统计口径是国债转贷收入、地方政府债券净收入与城投债余额之和^①。地方债务规模用当年地方政府债务余额表示, 其计算公式为: 本年地方债务余额 = 本年地方政府债券余额 + 本年地方国债转贷收入 + 本年地方城投债余额。本文基准回归主要使用地方政府债券余额与地方城投债余额之和, 记为地方债务 1, 稳健性检验使用地方政府债券余额、地方城投债余额及地方国债转贷收入之和, 记为地方债务 2。

本文添加了以下控制变量, 以避免遗漏变量出现内生性问题。控制变量有: 经济发展水平 ($rjgdp$), 用人均 GDP 来衡量; 对外开放水平 ($iesgdp$), 用各省进出口总额占当年 GDP 的百分比来衡量; 城镇化水平 (urb), 用非农人口占地区总人口的比重来衡量; 科技发展水平 ($rdeii$), 用 R&D 经费投入强度来衡量; 工业化水平 ($idgdp$), 用第二产业增加值占 GDP 的比重来衡量。从有些学者对影响区域金融发展水平的因素分析来看, 以上变量对地区金融发展水平均有重要影响^[27]。

(二) 研究方法与数据说明

通常使用的回归模型仅能研究解释变量对被解释变量的局部变化影响, 其实是均值回归, 难以全面地反映整个条件分布的影响。分位数回归不仅能够准确地反映解释变量对被解释变量的变化范围以及不同条件分布下的影响程度, 而且还能在一定程度上消除各变量分布中的异方差, 回归结果也不易受到极端值的影响, 结果更为稳健。因此, 采用分位数回归方法比传统回归(如 OLS)所估计的回归系数更为可靠, 能够更好地考察在不同金融发展水平的地方债务规模增加对金融发展的影响程度。本文首先使用固定效应模型, 该估计方法能控制省份个体固定效应的影响, 结果较为准确, 然后采用分位数回归方法进行分析, 并比较这两种回归结果的异同。

本文采用 2007~2016 年中国内地 30 个省、直辖市和自治区(西藏缺失数据较多, 故剔除)的面板数据进行实证分析。由于以货币单位表示的数据均为当年价格, 为剔除通货膨胀的影响, 利用 CPI 指数将数据进行不变价处理, 均转化为 2007 年的不变价格变量。将地方债务和经济发展水平进行了对数处理。年末金融机构本外币存款余额和贷款余额来源于中国经济社会发展统计数据库, 地方国债转贷收入的数据是根据历年《中国财政年鉴》相关信息整理得到, 地方政府债券净收入来源于《中国财政年鉴》、中国债券信息网站以及财政部网站等相关信息, 城投债的数据来源于 Wind 数据库。经济发展水平、对外开放水平、城镇化水平、科技发展水平、工业化水平的数据均来自于《中国统计年鉴》《中国科技统计年鉴》和中国经济社会发展统计数据库。本文变量的描述性统计如表 1 所示。

表 1

变量的描述性统计

变量	符号	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
金融发展水平	fgdp	300	0.3681	0.2084	1.0000	0.0637
地方债务 1	debt1	300	5.0257	1.2015	7.2003	0.9163
地方债务 2	debt2	300	5.0303	1.1915	7.2003	1.0296
经济发展水平	rjgdp	300	3.4275	0.5007	4.5323	2.0641
对外开放水平	iesgdp	300	0.3966	0.6493	4.1990	0.0074
城镇化水平	urb	300	0.5354	0.1356	0.8960	0.2824
科技发展水平	rdeii	300	0.1451	0.1059	0.6010	0.0210
工业化水平	idgdp	300	0.3038	0.1948	0.8113	0.0245

五、实证结果与分析

(一) 面板分位数回归结果

表 2 列出了不同分位数处的各变量的回归结果,同时,为了对比也列出了固定效应模型回归的结果。截距项不是本文重点考察的影响金融发展水平的因素,故没有列出。

表 2

面板分位数估计结果

解释变量	固定效应模型	分位数回归		
		下四分位数	中位数	上四分位数
debt1	0.0056 * (0.0032)	0.0069 ** (0.0029)	0.0124 *** (0.0019)	0.0392 *** (0.0015)
rjgdp	-0.1059 *** (0.0313)	-0.0322 (0.0213)	-0.0785 *** (0.0137)	-0.0801 ** (0.0334)
iesgdp	-0.00371 (0.0116)	0.1130 *** (0.0039)	0.1491 *** (0.0037)	0.1152 *** (0.0059)
urb	0.1530 (0.2280)	-0.4266 *** (0.0990)	-0.6962 *** (0.0818)	-0.6366 *** (0.1888)
rdeii	0.4284 *** (0.1198)	0.3897 *** (0.0493)	0.5962 *** (0.0300)	0.7578 *** (0.0294)
idgdp	0.2418 *** (0.0677)	0.2842 *** (0.0392)	0.0898 (0.0591)	0.5927 *** (0.0494)
样本数	300	300	300	300

注:分位数回归括号内数字为使用 MCMC(Markov Chain Monte Carlo)方法的得到的估计标准误;***、**、* 分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著;下表同。

根据表 2 的回归结果可知,地方债务在各个分位数上均对地区金融发展有显著影响,并且都为正向促进作用,这与固定效应模型回归结果相一致。故拒绝假设 1,假设 2 得到了验证。这表明近年来地方债务规模扩张对地区金融发展产生了积极影响。进一步观察各个分位数上地方债务与金融发展的关系,随着地区金融发展水平从较低分位向较高分位上升,地方债务对金融发展的正向促进作用呈上升态势。具体来说,地方债务规模每上升 1%,将使得地区金融发展水平下四分位数上升 0.69%,中位数上升 1.24%,上四分位数上升 3.92%。其中,中位数及以下分位数上,也即金融发展水平处于中下水平的地区,地方债务对金融发展的促进作用较小,而对于金融发展水平较高的地区,地方债务产生的促进效应更大。反映出在金融发展领先的地区,地方政府举债融资对地区金融发展的推动效果更强,但是在金融发展落后的地区,地方债务促进金融发展的效果较弱。这是因为影响地区金融发展的因素很多,除了本文实证分析中所考虑的因素之外,还有比如资源禀赋^②、动能禀赋^③、制度环境等因素,地方政府举债融资推动地区金融发展是建立在这些因素之上的综合作用结果。对于金融发展领先的地区,由于自身的要素禀赋较好,债务的筹资能力较强,债务融资的成本较低,债务增加可以

更好地发挥金融资源的整合效应,提高金融资源配置效率,从而促进地区金融发展。而金融发展落后的地区,地方债务的金融整合效应较弱,这是由于这些地区起点较低,在发展过程中自身要素禀赋不足,可能会限制地方政府在市场上寻找化解债务包袱的金融渠道,筹资能力较弱,债务融资的成本较高,地方政府举债会造成债务偿还困难,盲目扩大债务规模不仅不能有效发挥债务的整合效应,从而促进金融发展,还可能增加债务风险。

在控制变量中,经济发展水平除了在下四分位数处不显著外,在其他分位数处均显著为负,这说明经济发展水平的提高抑制了金融发展,这与传统理论相悖,一个可能的解释是长期以来我国普遍存在着较为严重的金融抑制,金融发展效率较低,金融市场结构尚不能与经济增长相适应,经济增长与金融发展之间存在着非对称关系,导致经济增长对金融发展的正向促进作用没有发挥出来,尤其是金融发展水平较低的地区,经济发展水平的提升对金融发展的作用还未能体现出来。对外开放水平在所有的分位数水平上都显著为正,并且随着地区金融发展水平的提高呈现出增长的趋势,这说明一个地区对外开放水平越高,其对金融发展的促进作用可能会越大。城镇化水平在所有的分位数水平上都显著为负,这说明如果盲目提高城镇化水平并不能促进地区金融发展。科技发展水平在所有的分位数水平上都显著为正,这说明无论在金融发展水平较低还是较高的地区,科技发展水平的提高对金融发展均有促进作用,这意味着地方政府需要加大科技投入,以科技发展带动金融发展。工业化水平除了在中位数处不显著外,在其他的分位数水平上都显著为正,这可能是由于金融发展水平适中的地区,其正处于产业结构调整之中,工业化发展较缓慢,导致其对金融发展的促进作用未能显现出来。这意味着地方政府需要注重提升工业化水平,以工业化带动金融发展。

(二)稳健性检验

1. 替换核心变量

为了检验结果的稳健性,本文采用包含国债转贷收入的地方债务 2 代替地方债务 1,回归结果见表 3。检验结果显示,无论是固定效应模型还是面板分位数回归模型,核心解释变量的估计系数仍显著为正,这与前文的研究结果一致,说明主要结论是可靠的。

表 3 稳健性检验:替换核心变量的检验结果

解释变量	固定效应模型	分位数回归		
		下四分位数	中位数	上四分位数
debt2	0.0056* (0.0033)	0.0086*** (0.0008)	0.0197*** (0.0008)	0.0433*** (0.0018)
rjgdp	-0.1059*** (0.0314)	-0.0513*** (0.0056)	-0.0441*** (0.0059)	-0.1786*** (0.0116)
iesgdp	-0.0036 (0.0117)	0.1464*** (0.0033)	0.1779*** (0.0072)	0.1129*** (0.0054)
urb	0.1533 (0.2279)	-0.1796*** (0.0296)	-0.8563*** (0.0558)	-0.0475 (0.0393)
rdeii	0.4276*** (0.1198)	0.3259*** (0.0236)	0.5399*** (0.0317)	0.7833*** (0.0224)
idgdp	0.2423*** (0.0677)	0.3418*** (0.0255)	0.1606*** (0.0293)	0.7447*** (0.0103)
样本数	300	300	300	300

2. 内生性问题

地方债务与金融发展水平之间可能存在双向因果关系,为了缓解内生性问题,本文采用滞后 2 期的地方债务进行回归。从表 4 中可以看出,固定效应模型估计系数显示地方债务对金融发展的影响不显著,但面板分位数回归结果显示在各分位数处均显著为正,说明面板分位数模型估计结果更为准确,地方债务对金融发展存在显著的促进作用,进一步验证了上述结果的稳健性。

解释变量	固定效应模型	分位数回归		
		下四分位数	中位数	上四分位数
L2.debt1	0.0041 (0.0036)	0.0063 *** (0.0009)	0.0152 *** (0.0013)	0.0246 *** (0.0014)
rjgdp	-0.1089 *** (0.0410)	-0.0211 (0.0143)	-0.1097 *** (0.0219)	-0.1492 *** (0.0121)
iesgdp	-0.0177 (0.0130)	0.1001 *** (0.0053)	0.1511 *** (0.0041)	0.1567 *** (0.0130)
urb	0.1896 (0.2284)	-0.4595 *** (0.0789)	-0.3809 ** (0.1534)	-0.2462 *** (0.0504)
rdeii	0.3503 ** (0.1508)	0.3628 *** (0.0381)	0.4111 *** (0.0485)	0.7220 *** (0.0298)
idgdp	0.2430 *** (0.0684)	0.3823 *** (0.0361)	0.1894 *** (0.0348)	0.3475 *** (0.0421)
样本数	240	240	240	240

3. 区域异质性分析

本文进一步考察了不同地区地方债务对金融发展水平产生的影响,回归结果见表 5^④。表 5 的结果显示,地方债务对地区金融发展存在区域异质性。东部地区地方债务规模增加对金融发展具有正向促进作用,随机效应模型的结果显示,其促进作用较西部地区更大。这说明东部地区自身的要素禀赋较好,金融发展水平较高,债务增加可以更好地发挥金融资源的整合效应,提高金融资源配置效率,从而促进地区金融发展。而固定效应模型显示,中部和西部地区地方债务规模增加对金融发展影响并不显著。这可能是由于中部和西部地区大多是经济欠发达地区,金融发展水平较低,地方债务的承载力较弱,地方债务的金融整合效应较弱,相较于东部地区而言,中部和西部地区地方债务规模的增加对金融发展的影响较弱。

六、结论及政策建议

本文运用 2007~2016 年省级面板数据,基于面板分位数模型实证检验了地方债务与区域金融发展的关系,得出如下结论:(1)地方政府举债融资会显著促进地区金融发展。这反映出地方政府债务具有金融资源的配置作用,会对地区金融发展产生积极影响。(2)面板分位数模型得出的结论更加准确,实证结果显示,在不同的分位数水平下,地方债务促进金融发展的表现不同,也就是说,对于不同金融发展水平的地区,地方政府举债融资对金融发展的促进效果不同。当金融发展水平较高时,地方债务的增加可以更好地发挥金融资源的整合效应,提高金融资源配置效率,吸引更多金融资源的流入,从而促进地区金融发展。反之,在金融发展滞后的地区,地方债务促进金融发展的效果较弱。(3)金融发展滞后地区盲目扩大地方债务可能会引发债务风险。金融发展滞后地区由于自身禀赋较差,金融生态环境较差,增加地方债务而忽略该地区缺少化解债务包袱的金融渠道以及地方政府财政的承载力,这不利于风险的控制,因此在金融发展滞后地区需要高度重视金融生态环境的优化。(4)地

表 5 区域异质性分析

解释变量	随机效应模型	固定效应模型
东部地区	0.0182 *** (0.0066)	0.0145 * (0.0076)
中部地区	0.0048 (0.0045)	0.0006 (0.0035)
西部地区	0.0110 *** (0.0041)	0.0036 (0.0035)
rjgdp	-0.0961 *** (0.0366)	-0.0979 *** (0.0293)
iesgdp	0.0498 *** (0.0168)	0.0093 (0.0157)
urb	0.0392 (0.2669)	0.1414 (0.2321)
rdeii	0.5223 *** (0.1318)	0.3261 ** (0.1324)
idgdp	0.4675 *** (0.1025)	0.2372 *** (0.0706)
样本数	300	300

注:表中的债务变量均是该地区的地方政府债务规模与所对应的组虚拟变量的乘积所组成的交互项。

方政府债务与地区金融发展具有相互影响的机理。地方政府债务可以影响地方金融资源整合与配置的效应;反之,区域金融的发展状况将影响该地区地方政府债务的承载力。由此,防控地方政府债务风险的有力举措是通过优化区域金融生态来促进地方金融发展,以此来提升对地方政府债务的管控能力与水平。

本文认为需要进一步厘清地方债务对金融发展的影响机理。首先,地方政府债务在影响金融资源配置的同时,相应地也实现了金融资源的整合,具体影响表现在两个方面。一方面,在地方政府的举债过程中,地方政府会充分利用各种金融工具进行融资,吸引各类金融机构参与进来,从而聚集不同类型(包括本地和外地)的资金到该地区,金融资源由此实现了跨域整合,提高了融资效率,促进了金融发展。另一方面,在地方政府融资平台公司对金融资源的配置过程中,融资平台公司通过设立投资公司、小贷公司、担保公司等“类金融公司”,将金融资源通过“类金融公司”的通道配置给中小企业等市场主体,在一定程度上满足了这些企业的融资需求。其次,这种整合效应的发挥可能会部分抵消金融资源的扭曲配置带来的负面影响,使其充分发挥正面影响。最后,长期以来由于我国各地区金融发展不平衡现象突出,地方债务规模表现出显著的区域差异性,这对于不同金融发展水平的地区来说,地方债务对区域金融发展的影响存在异质性。具体来说,金融发展滞后地区应通过以下举措优化金融生态并完善政府债务管理:

1.构建多元化的金融系统。从生态系统平衡的规律可以得到启示,保持物种的多样性,有助于维持生态系统的平衡。类似地,对于金融生态环境而言,金融系统的多元化决定了金融生态环境的稳定性。金融发展落后地区往往资本市场发展相对比较薄弱,对银行信贷等间接融资方式依赖程度比较高。所以亟需构建多元化金融系统。第一,健全多元化的融资渠道。地方政府应当积极探索与学习借鉴新型融资方式,使融资方式多样化,为融资畅通拓宽渠道来源。大力引进各类金融机构参与融资,并鼓励和支持外地各类金融机构来本地设置经营网点,给予一定的政策优惠。同时,地方政府要积极主动地向经济发达地区的金融市场靠拢,借助其市场优势进行融资,实现资金的跨域配置。第二,建立多元化的金融信息协调共享机制。覆盖范围应当包括地方政府、金融监管部门、各类金融机构和企业。然后通过信息共享平台及时更新各种金融信息,为各个参与主体提供决策参考。加强各个参与主体的信息交流,进一步完善金融信息协调共享机制,避免金融风险的发生。第三,完善多元化的融资风险管理手段。逐步建立融资风险预警评价指标体系,对融资风险的大小以及隐患程度进行实时监测,对发现的融资风险要及时预警。合理安排债务偿还计划,对按期未能完成偿还的债务可以进行延期偿还,但要用市场化手段进行债务利息的结算,防范地方政府持续扩大债务规模,同时要注重使用多元化的金融产品,从而降低债务风险。运用偿债基金机制来弥补大规模的债务资金偿还困难问题,及时补充基金,确保债务偿还顺畅。

2.巩固信用基石,加强金融发展环境建设。金融发展落后地区往往征信体系构建滞后,信用基础普遍薄弱,所以亟需在个人、企业、政府间树立诚信理念。具体来说需要坚持信用信息透明化并加强对失信行为的惩戒力度。信用信息的公开透明有助于加强市场约束,减少逆向选择与道德风险的发生,从而有效减少各类失信行为;建立失信档案,对各种失信行为采取“一处失信,处处受限”的方式。金融发展落后地区应建设高效、稳定的金融发展环境,完善相关的法律制度来维护投资者应有的权利,界定投资方与被投资方的权利义务,明确奖惩措施,为投资者构造一个健全友好的金融法制环境,同时加大金融执法力度,开通相应的司法服务通道以方便投资者维护自身合法利益;加大对金融犯罪行为的惩戒力度,维护金融市场稳定。

3.规范债务资金的用途。一是,根据当地经济金融发展的实际情况,金融发展滞后地区应将债务资金优先用于改善民生等较为迫切的方面,同时兼顾经济发展,保证经济的平稳运行。防止地方政府将债务资金用于“形象工程”“政绩工程”等方面建设。二是,追求经济增长的同时兼顾内涵式发展。地方政府应当注重生态文明建设,坚持经济高质量发展方向,以减少低水平和低效率的投资项目,提高债务资金的投资回报率。三是,鼓励和扶持民营企业发展,帮助解决融资需求问题。地方政府举债

行为可能会对民营企业融资造成一定影响,将债务资金用于促进民营企业的发展,可以改善金融资源错配的现象,对当地的金融生态会产生一定的积极效应。

4.大力引进金融人才,助力金融发展。金融人才是优化金融生态环境的重要因素,要着力加强金融人才队伍建设,须从以下三方面着手。第一,加强与金融专业相关的高校和科研机构交流与合作,积极培养与引进高校和科研机构的金融专业人才,优化当地的金融人才结构。第二,大力改善金融人才的发展环境,在住房、就业以及各种待遇问题上实行政策倾斜,帮助解决金融人才的后顾之忧。在后续的发展培养中,积极展开对金融人才的组织培训,提高金融人才的专业能力。第三,建立金融人才引进和培养制度,从引进到培养全方位地进行专业能力的塑造与提升。同时要加强对海外金融人才的引进力度,不仅要借鉴国外以及发达地区的经验做法,也要兼顾当地金融发展的实际,有针对性地引进符合当地发展实际需要的金融人才,更好地助力金融发展。

5.金融发展滞后地区应多管齐下夯实经济发展基础。良好的经济基础是优化金融生态环境的根本。金融发展滞后地区应深化产业结构调整,转变经济增长方式,提高地区核心竞争力。鉴于金融与经济相辅相成的关系,为了满足金融欠发达地区经济结构转型和产业升级的客观要求,金融部门更应从科技金融、消费金融、绿色金融、普惠金融等方面加大对实体经济的支持力度。更应因地制宜地开展普惠金融服务。

总之,地方政府债务可以成为地方政府实现金融资源优化配置的一种手段,但其能否对地区金融发展形成较好的积极影响取决于其是否能被投向适合地区和规范发行。目前我国地方政府债务风险总体可控,但存在的局部风险不容忽视。鉴于本文的研究,我们认为可以适当发挥地方债务带动的金融资源配置作用,但要根据当地经济和金融发展阶段的实际情况规范地方政府融资行为,采取相对审慎态度,加强风险审核和控制,构建良好的金融生态环境,守住不发生区域系统性金融风险的底线。

注释:

①关于地方债务的统计数据口径较多,本文采用的地方政府债券余额、城投债余额等数据较为明确。本文的统计方法可能会低估地方债务规模,得出相对保守的实证结果,但该数据中不会包含非地方债的信息,从而得出有失偏颇的实证结果。

②资源禀赋是指该地区的经济总量、综合财力、国有资产规模等。

③动能禀赋主要包括偿还债务资金的预算安排、财政担保、财政补贴等。

④本文将中国内地(不含西藏自治区)的30个省、自治区、直辖市划分为三个区域,东部地区包括北京市、天津市、河北省、辽宁省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省和海南省,中部地区包括山西省、吉林省、黑龙江省、安徽省、江西省、河南省、湖北省和湖南省,西部地区包括陕西省、四川省、云南省、贵州省、广西壮族自治区、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、内蒙古自治区和重庆市。

参考文献:

[1] 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.

[2] 冯涛,宋艳伟,路燕.财政分权、地方政府行为与区域金融发展[J].西安交通大学学报(社会科学版),2007,(5):20—27.

[3] Shen,C.H., Lin,C.Y. Why Government Banks Underperform: A Political Interference View[J]. Journal of Financial Intermediation,2012,21(2):181—202.

[4] 李青原,李江冰,江春,Kevin, X.D.H.金融发展与地区实体经济资本配置效率——来自省级工业行业数据的证据[J].经济学(季刊),2013,12(2):527—548.

[5] 王姣.新常态下地方财政“风险新形态”问题研究——以山东省为例[J].山东财经大学学报,2018,30(3):32—39.

[6] 邹伟,凌江怀.政府干预、地方金融发展与经济增长[J].当代财经,2018,(4):14—24.

[7] 郭峰,胡军.地区金融扩张的竞争效应和溢出效应——基于空间面板模型的分析[J].经济学报,2016,3(2):1—20.

[8] 蔡陈晨.地方政府金融资源竞争中的金融风险研究[D].华南理工大学,2015.

[9] 伍艳.地方政府行为与区域金融发展:理论与实证研究[J].西南民族大学学报(人文社科版),2009,30(12):101—105.

(下转第126页)