

地方公共债务与资本跨区流动

——基于不同财政纵向失衡度的分组考察

岳明阳¹ 刘穷志²

(1.中共江苏省委党校 经济学教研部,江苏 南京 210009; 2.武汉大学 经济与管理学院,湖北 武汉 430072)

摘要:中国地方政府债务规模持续增长的同时,跨区资本呈现出不对称流动的特征,严重影响财政金融的稳定,但鲜有文献对此作出系统解释。本文采用2008—2021年的地级市面板数据,实证检验了地方公共债务对资本跨区流动的效应与影响机制。研究发现,在财政纵向失衡程度低的地区,地方公共债务扩张导致资本净流入;在财政纵向失衡程度高的地区,地方公共债务扩张则导致资本净流出。机制分析表明,调整公共投资和实际税率是地方公共债务影响资本跨区流动的作用路径。异质性分析表明,承诺性税收征管策略的实施进一步强化了地方公共债务对资本的虹吸效应,而自愿性税收征管策略对资本的虹吸效应次之,强制性税收征管策略则无显著性影响。依赖条件分析表明,地方公共债务对资本流入的正向影响依赖于地区商业银行数字化程度和地区财政监管力度的提高。本文揭示了地方公共债务扩张导致不同地区的财政竞争工具政策效果出现明显分化,这一结论为地方政府因地制宜完善债务管理政策提供了有益参考。

关键词:地方公共债务;资本流动;财政纵向失衡;税收征管;全国统一大市场

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)04-0039-15

一、引言和文献综述

2024年中央经济工作会议强调,要“健全多层次金融服务体系,壮大耐心资本”“深化资本市场投融资综合改革,打通中长期资金入市卡点堵点,增强资本市场制度的包容性、适应性”。当前,随着金融一体化程度的提高,区域间资本异常流动的现象愈发凸显^[1]。一方面,资本在地区间的大进大出变得愈发频繁,表现为资本在资本接收地和资本流出地之间的顺周期波动过高,这一现象的出现不仅增加资产暴跌风险,而且加剧金融失衡风险^[2]。另一方面,国内资本要素市场面临严重分割,表现为各种阻碍资本自由流动的“有形”和“无形”壁垒依然存在,资本市场一体化建设明显滞后,这一现象的出现不仅拉大了区域间的经济发展差距,而且成为构建全国统一大市场的难点和堵点^[3]。由此可见,削弱资本的异常流动进而减缓其对经济金融稳定性的负面冲击显得尤为重要。

收稿日期:2025-03-18

基金项目:国家社会科学基金重点项目“兼顾经济增长目标的财政再分配机制研究”(21AJY005)

作者简介:岳明阳(1993—),男,湖北浠水人,中共江苏省委党校经济学教研部讲师;

刘穷志(1965—),男,湖北浠水人,武汉大学经济与管理学院教授,博士生导师。

为应对 2008 年金融危机引发的经济增速放缓等问题,我国实施了以“四万亿”投资计划为代表的系列扩大内需政策。在此背景下,地方政府主要通过银行贷款和融资平台发债等方式筹集配套资金,导致其债务规模迅速攀升。截止 2024 年末,国债余额 345723.62 亿元,控制在全国人大批准的国债限额内;地方政府债务余额 475370.55 亿元(含用于置换存量隐性债务的地方政府债务),包括一般债务余额 167012.77 亿元、专项债务余额 308357.78 亿元,也控制在全国人大批准的地方政府债务限额以内^①。此外,从理论上,债务与资本流动关系密切。债务不仅在资本形成和实体经济发展中发挥着关键作用,也是推动资本积累和经济增长的重要动力^[4]。具体而言,地方公共债务可能从两个方面影响资本流动。第一,税收分配渠道。在财政纵向失衡程度较高的地区,为应对不断扩大的债务规模需求,地方政府可能采取削减开支、减少税收优惠等方式增强偿债能力;反之,纵向失衡程度较低或财政空间较充裕的地区,地方政府则可能保持或增强税收竞争力以吸引生产要素流入^{[5][6]}。第二,公共投资渠道。地方公共债务作为政府跨期调配资源以优化公共投资的关键工具,承担着两大核心职能。一是填补公共投资领域的财政资金短缺;二是推动物质资本积累并优化生产要素的分配格局^[7]。通过举债融资策略来跨期配置政府公共投资,不仅能有效驱动社会总需求的扩张,还能大幅提升基础设施的质量。此策略不仅增强了私人资本的投资吸引力,还削减了企业的相对生产成本,进而产生了显著的集聚效应^[8]。

与本文研究紧密相关的文献主要分为两类。第一类聚焦于地方公共债务的经济效应。从研究视角来看,这类文献可进一步划分为宏观和微观两个维度。从宏观层面分析,地方公共债务被视为地方政府推动经济增长的重要资金来源。尽管学界对政府债务与经济增长的关系进行了广泛探讨,但尚未形成统一结论。部分研究肯定了其积极作用,认为地方公共债务不仅通过直接投资促进地区 GDP 增长,还借助基础设施建设和工业用地价格调控吸引外部投资,从而对推动经济增长产生杠杆效应^{[9][10]}。然而,也有研究持相反观点,指出地方公共债务的扩张可能推高长期利率,导致税率上升和通胀压力,进而对资本积累、全要素生产率及经济增长产生抑制作用^{[7][8]}。此外,还有研究表明,地方公共债务与经济增长之间存在“倒 U 型”关系,且各地区债务平衡点因财政状况、房地产业发展水平和经济基础的差异而有所不同^{[11][12]}。从微观视角看,地方政府债务不仅影响区域经济社会发展,还会对企业的经营行为产生显著作用。部分学者研究了地方公共债务规模扩张对企业融资约束的影响,发现随着地方公共债务规模扩大,信贷资源被挤占,导致政府与企业间的融资竞争加剧^{[8][13][14]}。这种竞争对国有企业表现为融资约束的缓解,而对非国有企业则加剧了融资困难^{[15][16]}。此外,一些学者以债务对融资约束的影响作为传导机制,揭示了更深层次的经济效应,研究表明,地方债务融资不仅加重了企业融资压力,还推动了企业金融化,进而抑制了非国有企业的劳动力需求,阻碍了其全要素生产率的提升^{[8][17]}。同时,还有学者指出,地方债务扩张的影响会外溢至金融领域,促使银行更多地参与影子银行业务,而银行面临的杠杆率监管压力是这一现象的重要内在驱动因素^{[18][19]}。

第二类研究主要探讨资本流动的驱动因素。其一,政府治理效能对资本流动的影响备受关注。研究表明,宏观审慎政策的实施能够有效平抑金融周期引发的资本流入波动,而行业标准的规范化则通过降低交易成本促进了跨区域资本流动^[20]。此外,政务服务一体化平台的建设不仅加速了省内资本流动,还增强了对外省资本的吸引力^{[21][22]}。其二,自贸区的设立对资本流动产生了积极影响。研究发现,自贸区不仅促进了国际资本流入,也推动了国内资本对外投资,且其对对外直接投资(ODI)的推动作用显著强于外商直接投资(FDI)^{[23][24]}。其三,税收竞争也是影响资本流动的重要因素。研究表明,地方政府间的税收竞争加剧了地区间税负差异,进而扩大了资本分布的不均衡。高税负地区更容易出现资本外流,但投资环境的优化能够有效吸引资本流入,从而推动经济增长^{[9][25][26]}。

相较于已有研究,本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。第一,研究视角的创新。已有文献虽系统探讨了地方公共债务对基础设施建设、劳动力需求和企业融资等领域的传导效应^{[17][18]},但尚未深入考察其与资本流动的关联机制。本文尝试从资本要素跨区域配置视角揭示地方公共债务的溢出效应,这为理解债务扩张的经济影响开辟了新思路。第二,从理论和实证两方面为地方公共债

务融资如何影响资本跨区流动提供了新的经验证据。第三,财税政策工具研究的边际拓展。既有关于资本流动驱动因素的研究多局限于税收优惠、征管弹性等常规政策工具^{[6][25][26]},而对政府债务这一重要财政手段的关注明显不足。本文尝试厘清地方公共债务对资本要素空间配置的影响效应,这不仅拓展了财税政策工具的理论边界,也从债务治理视角为优化区域资本配置效率提供了有益的启示。

二、理论模型与研究假设

假定一个经济总体 i 由两个辖区组成, $i=1,2$ 。时间跨度 t 为两期, $t=1,2$ 。两个行政辖区都有一定规模的初始债务水平,然后在第一阶段以信贷市场上给定的利率发行新债务。各辖区政府之间进行的是没有事前承诺的财政政策博弈,即两地政府在各时期的财政政策选择都是非合作的。但各辖区政府的目标是一致的,即在其管辖范围内使企业数量和公共消费品的贴现收益最大化。因此,辖区间的财政竞争包含税率竞争和基础设施支出两方面的竞争。

(一)私人部门

假定每家企业选择一个行政区落址,并在不同期可以无经济成本的切换所在地。企业的偏好分为两类(有的更看重税率,有的更看重基础设施建设),企业偏好的异质性由特定参数 $\delta \in [0,1]$ 给定。因此, δ 型企业在辖区 i 获得的净收益 $\theta_i(\delta)$ 可表示如下:

$$\theta_i(\delta) = \begin{cases} \mu + \delta w + \varphi g_i - \tau_i & , i=1 \\ \mu + (1-\delta)w + \varphi g_i - \tau_i & , i=2 \end{cases} \quad (1)$$

假定一般回报率 $\mu \geq 0$ 且为足够正值,原因是保证总体回报率 $\theta_i \geq 0$,企业总是会在两个管辖区之一做出选择,而不是完全不运营。 $w \geq 0$,代表财政竞争强度。 $g_i \geq 0$,代表基础设施存量。 $\varphi \geq 0$,代表公共基础设施释放的效用。 $\tau_i \geq 0$,代表实际税率。此外,辖区内的企业数量与公共基础设施投资正相关,与实际税率负相关,所以它是二者差分的线性函数。由此,各辖区内的企业数量(F_i)表示如下:

$$F_i(\tau_i, \tau_{-i}, g_i, g_{-i}) = \frac{1}{2} + \frac{\varphi \Delta g_i - \Delta \tau_i}{2w} \quad (2)$$

式(2)中, $\Delta g_i = g_i - g_{-i}$, $\Delta \tau_i = \tau_i - \tau_{-i}$ 。当两类政策的正负效用完全抵消时(即 $\Delta g_i = \Delta \tau_i = 0$),那么企业数量将平均分布在两个辖区;参数 w 代表企业对税率和基础设施支出的敏感性。

(二)公共部门

假定政府 i 在每个时期都会做出两项决定,设定统一的税率 τ_{it} ,提供一定数量的公共品 p_{it} 。在时期 1,政府 i 偿还初始债务 b_{i0} ,并决定新增基础设施投资水平 z_{it} 以及新发行债务水平 b_{i1} , d_{i1} 的规模可能受到限制,但需在时期 2 偿还。新增投资提高了基础设施的现有存量 g_{it} , g_{it} 的折旧率为 $\gamma \in [0,1]$,所以 g_{it} 可表示如下:

$$g_{it} = (1-\gamma)g_{it-1} + z_{it-1} \quad (3)$$

进一步,结合基础设施的投资成本 $e(m_i)$ 以及政府发行债券的固定利率 r ,可得到各辖区政府在各期能提供的公共品数量表示如下:

$$p_{i1} = \tau_{i1} F_{i1} - e(m_i) - (1+r)b_{i0} + b_{i1} \quad (4)$$

$$p_{i2} = \tau_{i2} F_{i2} - (1+r)b_{i1} \quad (5)$$

无论哪个辖区政府,目标都是同质的,都是将吸引企业和政府公共品支出而产生的贴现效益最大化。因此,效用函数可表示如下:

$$U^i = q_{i1}(v_{i1}) + \alpha q_{i2}(v_{i2}) = q_{i1}(F_{i1} + \lambda p_{i1}) + \alpha q_{i2}(F_{i2} + \lambda p_{i2}) \quad (6)$$

式(6)中效用函数的线性设定与前期文献(Brueckner, 1998)一致,其中公共物品的边际效益($\lambda > 1$)是恒定的,并且隐含表示了私人效益和公共消费的相对权重。 α 是贴现系数,令 $\alpha = 1/(1+r)$ 。在跨期结构的效用函数设定中, q_{i1} 和 q_{i2} 是凹的,且至少有一个是严格凹的, $q'_{i1} > 0$, $q'_{i2} > 0$, $q''_{i1} < 0$, $q''_{i2} \leq 0$ 。

(三)市场均衡

预算约束下稳态的市场均衡有两个组成部分。第一,不同期各辖区政府的政策行为。在时期 1, 政府做出一揽子决策,包括投资水平(即设定 z_i)、新债务额度 b_{i1} 、实际税率 τ_{i1} 和公共产品数量 p_{i1} 。接着企业做出在哪个辖区投资的决定。在时期 2, 政府选择税率 τ_{i2} 和公共产品 p_{i2} , 与此同时偿还债务 b_{i1} 。随后,企业再次做出选址决策。各辖区政府会严格遵守已做出的决策,但不承诺未来的政策。第二,企业间的选址博弈和选址偏好行为。在给定两辖区政府的财政政策参数和其他企业的区位决策的情况下,某特定企业会做出唯一的选址决策,最终所有企业在稳态下都会找到适合自己的辖区。

1.封闭经济中的情形

时期 1 分为两个阶段。在第一阶段,政府确定将要实施的财政政策。从第二阶段开始,企业以与时期 2 相同的方式选择他们的所在地。时期 2 时,各辖区政府对本地区税率和公共品水平做出决策。但有一个前提,时期 1 的政策选择给定,即两个辖区的债务水平 b_{i1} 和基础设施水平 g_{i2} 已知。政府 i 对税率的选择会影响本辖区的企业数量 F_{i2} , 企业数量的变化会进一步影响政府效用,所以从最大化时期 2 的政府效用出发,可得如下的一阶条件:

$$U_{\tau_{i2}}^i = \frac{\partial U^i}{\partial \tau_{i2}} = q'_{i2} \frac{\partial (F_{i2} (1 + \chi \tau_{i2}))}{\partial \tau_{i2}} = 0, i = 1, 2 \quad (7)$$

式(7)定义了政府在时期 2 的最优决策,结合式(2),可以得到 $\tilde{\delta} = 1/2 - \varphi \Delta g_{i2} / 6w$, 企业数量 $F_{i2} = 1/2 + \varphi \Delta g_{i2} / 6w$, 其中 $\Delta g_{i2} = \Delta g_{i2}(z_i, z_{-i}) = \Delta \bar{g}_i (1 - \gamma) + \Delta z_i = (\bar{g}_i - \bar{g}_{-i}) (1 - \gamma) + (z_i - z_{-i})$ 。令 $\chi w > 1$, 在基础设施投资水平 (z_1, z_2) 和第一时期借款水平 (b_{11}, b_{21}) 给定的情况下,时期 2 的财政政策选择(税率水平和公共品供给水平)存在唯一的均衡解,表示如下:

$$\tilde{\tau}_{i2}(z_i, z_{-i}) = w + \frac{\varphi \Delta g_{i2}}{3} - \frac{1}{\chi} \quad (8)$$

$$\tilde{p}_{i2}(z_i, z_{-i}, b_{i1}) = \tilde{\tau}_{i2} \tilde{F}_{i2} - (1+r)b_{i1} \quad (9)$$

2.比较分析:不同财政纵向失衡程度的影响

本文假定辖区 $i=1$ 的财政纵向失衡程度高,即 $b_{i1} \leq \bar{b}_i$; 辖区 $i=2$ 的财政纵向失衡程度低,即 $b_{i1} > \bar{b}_i$; 那么在考虑两个辖区不同财政纵向失衡程度的前提下,进一步结合式(8)和式(9),各辖区的效用最大化问题进一步表示如下:

$$\max_{\tau_{i1}, p_{i1}, b_{i1}} U^i = q_{i1} (F_{i1} + \chi (\tau_{i1} F_{i1} - e - (1+r)b_{i0} + b_{i1})) + \alpha q_{i2} (\tilde{F}_{i2} + \chi (\tilde{\tau}_{i2} \tilde{F}_{i2} - (1+r)b_{i1})) \quad (10)$$

$$\text{s.t. } p_{i1} \geq 0, z_i \geq 0 \quad (11)$$

进一步,由式(10)(11),一阶条件表示如下:

$$\frac{\partial U^i}{\partial \tau_{i1}} = q'_{i1} \frac{\partial (F_{i1} (1 + \chi \tau_{i1}))}{\partial \tau_{i1}} = 0 \quad (12)$$

$$\frac{\partial U^1}{\partial z_1} = -q'_{11} \chi e' + \alpha q'_{12} \frac{\partial (\tilde{F}_{12} (1 + \chi \tilde{\tau}_{12}))}{\partial z_1} = 0 \quad (13)$$

$$\frac{\partial U^2}{\partial z_2} = -\chi e' + \alpha \frac{\partial (\tilde{F}_{22} (1 + \chi \tilde{\tau}_{22}))}{\partial z_2} = 0 \quad (14)$$

由式(12)(13),得到 $H = \begin{pmatrix} \partial^2 U^1 / \partial z_1^2 & \partial^2 U^1 / \partial \tau_{11} \partial z_1 \\ \partial^2 U^1 / \partial z_1 \partial \tau_{11} & \partial^2 U^1 / \partial \tau_{11}^2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \partial^2 U^1 / \partial z_1^2 & 0 \\ 0 & \partial^2 U^1 / \partial \tau_{11}^2 \end{pmatrix}$, 如果最大化

式(12)和式(13),那么 H 必须是负定的,当且仅当满足如下条件:

$$\frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1^2} = q''_{11} (\chi e')^2 - q'_{11} \chi e'' + \alpha q''_{12} \left(\frac{\partial \tilde{F}_{12} (1 + \chi \tilde{\tau}_{12})}{\partial z_1} \right)^2 + \alpha q'_{12} \frac{\chi \varphi^2}{9w} < 0 \quad (15)$$

$$\frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1^2} \frac{\partial^2 U^1}{\partial \tau_{11}^2} > 0 \quad (16)$$

进一步,对 b_{10} 求一阶条件的全微分,可得到如下的方程组:

$$\begin{pmatrix} \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1^2} & \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial z_2} \\ \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2 \partial z_1} & \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2^2} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} dz_1 \\ dz_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial b_{10}} \\ 0 \end{pmatrix} db_{10} = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix} \quad (17)$$

进而,由式(17)可以得到:

$$\frac{dz_1}{db_{10}} = -\frac{1}{\eta} \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2^2} \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial b_{10}} < 0, \quad \frac{dz_2}{db_{10}} = \frac{1}{\eta} \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2 \partial z_1} \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial b_{10}} > 0 \quad (18)$$

$$\text{式(18)中, } \eta = \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1^2} \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2^2} - \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2 \partial z_1} \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial z_2} > 0, \quad \frac{\partial^2 U^1}{\partial z_1 \partial b_{10}} < 0, \quad \frac{\partial^2 U^2}{\partial z_2 \partial z_1} = -\frac{\chi \varphi^2}{9w} < 0. \text{ 此外,我们还可以}$$

得出 b_{10} 的变化对 τ_{i2}^* 和 F_{i2}^* 的影响,表示如下:

$$\begin{aligned} \frac{d\tau_{i2}^*}{db_{10}} &= \frac{\varphi}{3} \frac{d\Delta g_{i2}}{db_{10}} = \frac{\varphi}{3} \left(\frac{dz_i}{db_{10}} - \frac{dz_{-i}}{db_{10}} \right), \\ \frac{dF_{i2}^*(\tau_{i2}^*(b_{10}))}{db_{10}} &= \frac{dF_{i2}^*}{d\tau_{i2}^*} \cdot \frac{d\tau_{i2}^*}{db_{10}} = \frac{1}{2w} \cdot \frac{\varphi}{3} \frac{d\Delta g_{i2}}{db_{10}} = \frac{\varphi}{6w} \left(\frac{dz_i}{db_{10}} - \frac{dz_{-i}}{db_{10}} \right) \end{aligned} \quad (19)$$

由式(19)可知, b_{10} 的变化不仅会影响 τ_{i2}^* ,还会通过 τ_{i2}^* 影响 F_{i2}^* 。此外结合式(18)和式(19),对财政纵向失衡程度高($i=1$)和财政纵向失衡程度低($i=2$)的地区,分别可得出如下结论:

$$\frac{d\tau_{12}^*}{db_{10}} < 0, \quad \frac{dF_{12}^*}{db_{10}} < 0, \quad \frac{d\tau_{22}^*}{db_{20}} > 0, \quad \frac{dF_{22}^*}{db_{20}} > 0 \quad (20)$$

由式(18)和式(20)可知,随着地方政府债务规模增加,不同财政纵向失衡程度的地区采取完全相反的财政竞争策略。在财政纵向失衡程度高($i=1$)的地区,其政策组合呈现“公共投资收缩”“实际税率竞争性下调”和“市场主体流失”的三重特征。产生此现象的原因可能在于,短期税收竞争策略与长期财政稳固目标的冲突。即降低名义税率虽可产生要素流入的静态激励,但公共投资收缩带来的企业隐性交易成本抬升,将导致资本边际产出率加速衰减,最终在跨期决策框架下企业基于净现值比较形成资本净流出共识。

在财政纵向失衡程度低($i=2$)的地区,其政策组合呈现“公共投资扩张”“实际税率稳中有升”和“市场主体集聚强化”的三重特征。产生此现象的原因可能在于,公共投资的价值增值对税率提升的替代弹性,即高质量基础设施产生的正外部性可部分抵消企业税负增加的影响。据此,本文提出如下研究假设。

H1:在财政纵向失衡程度低的地区,地方公共债务规模扩大导致资本净流入;在财政纵向失衡程度高的地区,地方公共债务规模扩大则导致资本净流出。

H2:财政纵向失衡程度低的地区印证了“税债互补理论”,地方公共债务规模扩大会促使辖区采取增加对公共基础设施的投资和提高实际税率的财政竞争工具组合,最终资本净流入。

H3:财政纵向失衡程度高的地区印证了“税债替代理论”,地方公共债务规模扩大会促使辖区采取减少对公共基础设施的投资和降低实际税率的财政竞争工具组合,最终资本净流出。

三、研究设计

(一)实证模型和变量设定

为了考察地方公共债务对区域资本流动的影响,本文首先构建固定效应模型,具体设定如下:

$$\text{capfl}_{it} = \alpha + \beta_0 \text{Debtsa}_{it} + \delta X_{it} + \mu_i + \eta_t + \epsilon_{it} \quad (21)$$

在式(21)中, i 是地级市, t 是年份,其他度量设定如下。

1.被解释变量

区域间资本流动(capfl_{it})是本文的被解释变量。借鉴现有文献的做法^[27],从地区的货物与服务净出口中减去国外居民对本地区的货物和服务消费,得到地区外居民对该地区的货物与消费支出,其数值为正代表本地区的资本流动为净流入,其数值为负代表本地区的资本流动为净流出。

2.核心解释变量

地方公共债务存量(Debtsa_{it})是本文的核心解释变量。参考前期文献,本文使用隐性债务和显性债务之和占GDP的比重来度量各地级市的公共债务存量情况^{[28][29]}。关于隐性债务测度,本文借鉴前期学者的做法^[8],使用各地级市融资平台公司的有息债务余额占GDP的比重来衡量。关于显性债务测度,本文借鉴前期学者的做法^[30],使用各地级市一般债务和专项债务的余额占GDP的比重来衡量。

3.分组变量

财政纵向失衡(VFI)是本文的分组变量。借鉴前期学者的做法^[31],财政纵向失衡(VFI)=1-(财政收入分权/财政支出分权)×(1-财政收支缺口率)。

4.控制变量

为准确考察地方公共债务对地区资本流动的影响,本文参考前期学者^{[9][24]}的做法,加入以下控制变量。(1)贸易开放度(trade)。用各地区进出口总额占GDP的比重衡量。(2)地区营商环境(busenv)。本文首先构建营商环境评价指标体系,其中包括4个一级指标^②和15个二级指标^③,然后采用熵权-TOPSIS方法对各个指标进行赋权,进而得到样本内的营商环境指数。(3)劳动生产率(lab)。用地区就业人员的平均工资与全国平均工资的比值的对数测度该地区的劳动生产率情况,该值越高表明劳动生产率越高。(4)固定资产投资水平(inv)。用各地区固定资产投资总额占GDP的比重衡量。(5)土地出让收入(land)。用各地区土地出让收入占GDP的比重衡量。 μ_i 、 η_t 和 ϵ_{it} 分别表示地区固定效应,时间固定效应和随机扰动项。

(二)数据来源

上述变量的原始数据均来自历年《中国固定资产投资统计年鉴》《中国财政统计年鉴》《中国国土资源统计年鉴》《中国统计年鉴》《中国城市统计年鉴》及EPS数据库。在样本选择上,本文最终选择2008—2021年的地级市面板数据作为研究样本。进一步,本文对多重共线性问题进行检验,发现各自变量之间的相关系数均未超过0.5,远低于经验临界值0.8;方差膨胀因子(VIF)值为2.54,远低于经验临界值10,以上的参数检验结果均表明可忽略多重共线性问题对估计结果的影响。主要统计指标见下表1。

表1 主要指标含义及统计描述(观测值=3164)

变量	含义	均值	标准差	最小值	最大值
capfl	资本流动	-1.440	2.467	-11.696	14.857
debtsa	地方公共债务	0.440	0.624	0.010	3.577
trade	贸易开放度	0.391	0.477	0.105	2.291
busenv	地区营商环境	0.207	0.098	0.056	0.523
lab	劳动生产率	-0.069	0.345	-0.569	1.054
inv	固定资产投资水平	0.568	0.362	0.054	1.682
land	土地出让收入	0.012	0.014	0.004	0.129

四、实证分析

(一)基准回归分析

为了考察不同财政纵向失衡水平下地方政府债务对地区资本流动的影响是否存在差异,本文以

VFI 的中位数为标准总体样本划分为财政纵向失衡较低组(实验组: VFI=0)和财政纵向失衡较高组(参照组: VFI=1),再进行实证检验。表 2 报告了在不同财政纵向失衡分组下,政府公共债务对资本流动影响的回归结果。从第(1)(2)列可以看出,debtssa 系数显著为正,表明在财政纵向失衡低的地区,随着公共债务规模的增加,资本为净流入。从第(3)(4)列可以看出,debtssa 系数显著为负,表明在财政纵向失衡高的地区,随着公共债务规模的增加,资本为净流出,初步验证了本文的 H1。其他变量的回归结果基本符合预期。贸易开放度、地区营商环境、劳动生产率、固定资产投资水平和土地出让收入的正向变化均有利于地区的资本流入。

表 2 面板数据基准回归结果

变量	财政纵向失衡较低(VFI=0)		财政纵向失衡较高(VFI=1)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
debtssa	0.255 *** (0.051)	0.193 *** (0.054)	-0.320 ** (0.125)	-0.219 *** (0.033)
trade		0.399 ** (0.160)		0.295 *** (0.060)
busenv		0.502 *** (0.064)		0.970 *** (0.169)
inv		0.162 *** (0.046)		0.607 ** (0.272)
lab		0.353 * (0.193)		0.261 *** (0.079)
land		0.395 (0.362)		0.601 *** (0.189)
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1582	1582

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著,括号内为标准误。下表同。

(二)稳健性检验

上述回归结果初步证实了本文的 H1,即在不同的财政纵向失衡地区,地方公共债务规模的增加对资本流动的影响完全相反。接下来,本文从以下三个方面进行稳健性检验。

第一,更换被解释变量测度。本文借鉴前期学者们的研究,使用各地级市资本存量占全国比例的变动来表征资本在区际的相对流动,记为 $capfl_{it}^*$ [32]。第二,更换解释变量测度。地方公共债务具有存量和流量两个维度,存量指的是尚未偿还的地方公共债务余额,流量指的是每年新发行的地方公共债务 [8]。所以,此处使用融资平台公司每年新发行的城投债规模以及各地级市一般债务和专项债务的余额来衡量地方公共债务的流量情况,记为 $Debtli_{it}$ 。第三,时间敏感性检验。以 2014 年为分界线,我国地方政府债务经历了从“无制度”向“有制度”转变的阶段,并且在“有制度”的年份,相关政策频频出台,对地方政府债务的管理日趋完善,制度强度发生明显变化。为了验证 2014 年前后债务管理制度强度的差异化影响,本文就地方公共债务对资本流动的影响进行时间敏感性检验。

表 3 为更换被解释变量和更换解释变量的估计结果,从表 3 的第(1)(3)列看出,无论是哪种稳健性检验方式,在财政纵向失衡较低的地区,地方公共债务的增加均会促进本地区的资本净流入。同理,表 3 第(2)(4)列显示,在财政纵向失衡较高的地区,地方公共债务的增加会促使本地区的资本净流出,本文的 H1 得以进一步证实。

表 4 为时间敏感性检验,从表 4 第(1)(3)列看出,对于财政纵向失衡较低的地区而言,“有制度”的时期地方公共债务对资本的虹吸效应更显著。从表 4 第(2)(4)列看出,对于财政纵向失衡较高的

地区而言,“有制度”的时期地方公共债务对资本的挤出效应被削弱。可能的原因是制度约束与区域财政禀赋的差异化联动效应重塑了市场预期:低失衡地区因事权与财权匹配度高,债务扩张受硬预算约束限制,财政纪律强化与政策工具协同提升了资本配置效率^[33];而对于失衡较高地区,其制度性干预机制始终围绕“财政失衡—风险累积”的传导链条展开,具体为失衡压力下融资平台被迫转型重构债务周转路径,极大地弱化了债务扩张对私人资本的挤出强度^[34]。

表 3 稳健性检验一

变量	更换被解释变量		更换解释变量	
	财政纵向失衡较低 (VFI=0)	财政纵向失衡较高 (VFI=1)	财政纵向失衡较低 (VFI=0)	财政纵向失衡较高 (VFI=1)
	(1)	(2)	(3)	(4)
debt _{tsa}	0.153 * (0.092)	-0.137 ** (0.057)		
debt _{liq}			0.223 * (0.116)	-0.298 *** (0.042)
控制变量	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1372	1372	1246	1246

表 4 稳健性检验二

变量	时间区间:2008—2014 年		时间区间:2015—2021 年	
	财政纵向失衡较低 (VFI=0)	财政纵向失衡较高 (VFI=1)	财政纵向失衡较低 (VFI=0)	财政纵向失衡较高 (VFI=1)
	(1)	(2)	(3)	(4)
debt _{tsa}	0.105 (0.083)	-0.602 * (0.204)	0.480 ** (0.213)	-0.151 * (0.080)
控制变量	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	791	791	791	791

(三)内生性检验

虽然上文在基准回归中加入了一系列控制变量,并通过增加地区效应和年份效应来尽可能控制其他不可观测因素的影响,但本文的实证结果仍然可能存在内生性问题,本文采取如下两种方法来展开进一步研究。

1.工具变量回归。在工具变量的选取上,本文借鉴前期文献的研究^[8],构造全国层面负债率与地级市经济增长目标的交互项,作为地级市负债率的工具变量。检验结果见表 5 第(1)(2)列,从统计结果可见,工具变量 LM 检验的 P 值分别为 0.0001 和 0.0216,拒绝了原假设,表明工具变量与内生变量之间具有显著的相关性;此外,第一阶段 F 值均大于 10,拒绝了“存在弱工具变量”的原假设。由两阶段工具变量法的检验结果可见,在控制内生性因素之后,在财政纵向失衡较低组,debt_{tsa} 变量的系数仍然显著为正;在财政纵向失衡较高组,debt_{tsa} 变量的系数仍然显著为负,与基准回归结果保持一致。

2.滞后一期的解释变量回归。为切断被解释变量对解释变量的反向影响,本文在将解释变量滞后一期的基础上,对模型重新估计。因为当期资本流动受到上一期公共债务增发的递沿影响,但当期资本流动无法对上一期公共债务规模造成影响,进而有效解决反向因果问题。检验结果见表 5 第(3)(4)列,结果显示 debt_{tsa} 变量滞后一期估计系数的符号均与基准回归结果保持一致。

3.动态面板回归。本文接下来采用系统 GMM 对公共债务与资本流动之间的关系重新估计。检验结果见表 5 第(5)(6)列,从统计结果可见,Arellano-Bond(AB)检验显示,扰动项的差分存在一阶自相关,但不存在二阶自相关,故接受“扰动项无自相关”的原假设。Sargan 检验在 10%的显著性的水平下接受“所有工具变量都有效”的原假设。由系统 GMM 的检验结果来看,debt_{tsa} 变量估计系数的符号与基准回归结果仍一致。

表 5 内生性检验

变量	IV 估计		滞后一期估计		系统 GMM 估计	
	财政纵向 失衡较低 (VFI=0)	财政纵向 失衡较高 (VFI=1)	财政纵向 失衡较低 (VFI=0)	财政纵向 失衡较高 (VFI=1)	财政纵向 失衡较低 (VFI=0)	财政纵向 失衡较高 (VFI=1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
debt _{tsa}	0.228 [*] (0.132)	-0.261 [*] (0.150)			0.198 ^{***} (0.015)	-0.290 ^{***} (0.019)
L.debt _{tsa}			0.247 ^{**} (0.121)	-0.269 ^{***} (0.073)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1469	1469	1469	1469
LM 检验(P 值)	0.0001	0.0216				
第一阶段 F 值	11.010	24.165				
AR(1)					0.063	0.066
AR(2)					0.736	0.640
Sargan(P)					0.946	0.993

五、拓展性分析

(一)机制检验

结合本文提出的 H2,财政纵向失衡程度低的地区印证了“税债互补理论”,地方公共债务规模扩大会促使辖区采取增加对公共基础设施(infrastru)的投资和提高实际税率(mtax)的财政竞争工具组合,最终导致资本净流入。公共基础设施(infrastru)采用每平方公里的的公路里程衡量^[35]。公共基础设施完善会通过空间溢出效应等机制促进产业结构转型升级,进而吸引资本流入。实际税率(mtax)采用税务机关征收的税收与本地 GDP 之比来衡量^[36]。下文通过中介效应模型重点检验该渠道效应是否存在,检验结果见表 6。表 6 第(1)列为地方公共债务对资本流动的影响,与基准回归结果一致。第(2)(3)列结果显示,随着地方公共债务规模的增加,辖区内的公共基础设施投资和实际税率均提高。第(4)列结果显示,公共基础设施投资的提高促进资本流入,实际税率的提高却导致资本流出,但公共基础设施投资的系数绝对值大于实际税率的系数绝对值。综上所述,在财政纵向失衡程度低的地区,随着地方公共债务规模扩大,实际税率也会随之提高,“税债互补理论”得以验证,但是公共基础设施投资每提高一单位带来的正向效应大于实际税率每提高一单位带来的负向效应,资本最终实现净流入,本文的 H2 得以验证。

结合本文提出的 H3,财政纵向失衡程度高的地区印证了“税债替代理论”,地方公共债务规模扩大会促使辖区采取减少对公共基础设施的投资和降低实际税率的财政竞争工具组合,最终导致资本净流出。下文通过中介效应模型重点检验该渠道效应是否存在,检验结果见表 7。表 7 第(1)列为地方公共债务对资本流动的影响,与基准回归结果一致。第(2)(3)列结果显示,随着地方公共债务规模的增加,辖区内的公共基础设施投资和实际税率均降低。第(4)列结果显示,公共基础设施投资的降

低导致资本流出,实际税率的降低却促进了资本流入,但公共基础设施投资的系数绝对值大于实际税率的系数绝对值。综上所述,在财政纵向失衡程度高的地区,随着地方公共债务规模扩大,实际税率会随之降低,“税债替代理论”得以验证,但是公共基础设施投资每降低一单位带来的负向效应大于实际税率每降低一单位带来的正向效应,资本最终实现净流出,本文的 H3 得以验证。

表 6 机制检验一

变量	capfl	infrastru	mtax	capfl
	(1)	(2)	(3)	(4)
debtssa	0.193*** (0.054)	0.157** (0.063)	0.087* (0.052)	0.164*** (0.040)
infrastru				0.399* (0.214)
mtax				-0.270* (0.162)
控制变量	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1582	1582

表 7 机制检验二

变量	capfl	infrastru	mtax	capfl
	(1)	(2)	(3)	(4)
debtssa	-0.219*** (0.033)	-0.150*** (0.046)	-0.172** (0.074)	-0.197* (0.107)
infrastru				0.230*** (0.083)
mtax				-0.181*** (0.037)
控制变量	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1582	1582

(二)异质性检验

税收征管策略可分为强制性、自愿性与承诺性三种类型,分别依托法律强制力、柔性引导机制和契约协议纽带服务于规范执法、柔性服务及精准监管目标。三类策略分别从刚性规制、柔性激励与契约平衡维度协同构建现代税收治理体系,推动征管效率与纳税人遵从度的双重提升。那么,这三种税收征管策略在地方公共债务影响资本跨区流动中的作用存在显著差异吗?为此,本文接下来进行异质性检验。强制性税收征管策略(Mantax)采用所在地级市是否在当年已经实施“社保入税”政策来衡量^[37],若实施则取值为 1,否则为 0;自愿性税收征管策略(Voltax)采用所在地级市是否在当年已经实施“银税互动”政策来衡量,若实施则取值为 1,否则为 0;承诺性税收征管策略(Protax)采用所在地级市是否在当年已经实施“国别报告”政策来衡量,若实施则取值为 1,否则为 0。

表 8 第(1)(3)列为在财政纵向失衡较低的地区分别实施承诺性(protax)、自愿性(voltax)与强制性(mantax)税收征管策略的回归结果,可以看到交互项 $debtssa \times protax$ 和 $debtssa \times voltax$ 的系数均显著为正,交互项 $debtssa \times mantax$ 的系数不显著,并且交互项 $debtssa \times protax$ 的系数大于 $debtssa \times voltax$ 的系数。因此,在财政纵向失衡较低的地区,承诺性税收征管策略的实施进一步强化了地方公共债务对资本的虹吸效应,而自愿性税收征管策略的强化效应次之,强制性税收征管策略则无显著性影响。表 8 第(4)(6)列为在财政纵向失衡较高的地区分别实施承诺性(protax)、自愿性(voltax)与强制性(mantax)税收征管策略的回归结果,可以看出交互项 $debtssa \times protax$ 和 $debtssa \times voltax$ 的系数均显著为正,交互项 $debtssa \times mantax$ 的系数不显著,并且交互项 $debtssa \times protax$ 的系数大于 $debtssa \times voltax$ 的系数。因此,在财政纵向失衡较高的地区,承诺性税收征管策略的实施进一步缓解了地方公共债务对资本的挤出效应,而自愿性税收征管策略的缓解效应次之,强制性税收征管策略则无显著性影响。

导致三种税收征管策略在地方公共债务影响资本跨区流动的作用中存在显著差异的原因在于,在财政纵向失衡较低的地区,地方政府因财政自主权较强,更倾向于通过承诺性税收征管策略向资本释放长期稳定的政策信号,直接降低企业边际成本并形成“税收优惠—资本流入—债务扩张—进一步优惠”的正反馈循环,从而显著强化地方公共债务对资本的虹吸效应;自愿性策略虽通过降低交易成本间接吸引资本,但其效果依赖营商环境整体改善和长期信任积累^[38],引资速度与债务关联性弱于承诺性策略的显性激励;而强制性策略因侧重合规威慑而非资本吸引,甚至可能抑制风险敏感型投资^[39],在低财政失衡环境下与债务驱动的资本虹吸目标存在功能冲突,故无显著影响。在财

政纵向失衡较高的地区,地方政府因财政自主权受限且依赖中央转移支付,面临更强的债务约束和资本挤出压力,此时承诺性税收征管策略通过契约化锁定政策稳定性,降低企业因地方债务风险引发的政策不确定性预期^[40],从而增强资本留存意愿,缓解公共债务扩张对私人投资的挤出效应;自愿性策略虽能通过提升征管效率间接改善营商环境,但其依赖地方政府有限的财政资源投入和服务能力,在高压力的债务约束下难以系统性降低资本外流风险,缓解效果弱于承诺性策略的显性制度保障;而强制性策略因加剧征纳对抗性、放大企业税收负担感知,在高失衡地区可能进一步抑制市场主体的投资积极性,甚至加速资本规避行为,其刚性特征与缓解债务挤出的“稳预期”目标存在冲突,故无显著影响。

表 8 异质性检验

变量	财政纵向失衡较低(VFI=0)			财政纵向失衡较高(VFI=1)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
debtsa	0.137 ** (0.063)	0.116 * (0.067)	0.310 ** (0.109)	-0.529 ** (0.199)	-0.371 ** (0.171)	-0.561 ** (0.262)
protax	0.594 *** (0.151)			0.870 * (0.497)		
debtsa×protax	0.615 *** (0.189)			0.860 ** (0.396)		
voltax		0.529 *** (0.155)			0.157 * (0.084)	
debtsa×voltax		0.210 ** (0.091)			0.404 * (0.200)	
mantax			0.011 (0.573)			0.253 (0.410)
debtsa×mantax			0.169 (0.237)			0.216 (0.685)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1582	1582	1582	1582

(三) 依赖条件检验

由上文的理论推导可知,在不同的财政纵向失衡地区,随着地方公共债务规模的扩大,资本流动的方向不一样。说明当地方公共债务规模增加,资本的反应并不是唯一的,可能通过一些缓冲或促进机制调节债务政策的实际影响。那么地方公共债务对资本流动的影响存在哪些依赖条件? 本文认为地方公共债务对资本流动的影响依赖于地区商业银行数字化程度和地区财政监管力度的提高。具体理论逻辑如下。

第一,地区商业银行数字化程度的提高对公共债务的资本流入效应的调节机制主要通过增强金融体系韧性和改善资本跨期配置两个维度实现。在金融韧性维度,数字化技术的深度整合重塑了银行的风险治理架构,通过智能风控系统和实时监测平台,显著提升了金融机构识别、评估和缓释债务风险的能力,降低了信息不对称导致的资源配置扭曲^{[41][42]}。在资本配置维度,数字化转型推动了信贷决策模式的创新,通过构建智能化的资金定价和分配机制,实现了公共部门债务融资与私人部门投资需求的结构性协调,缓解了公共债务扩张对市场主体的信贷可获得性冲击^[43]。

第二,地区财政监管力度的提高对公共债务的资本流入效应的调节机制主要通过风险防控和融资环境优化两个渠道实现。在风险管控维度,健全的财政监管框架通过约束政府举债行为、强化债务透明度以及建立风险预警体系,显著降低违约概率,进而提升市场主体的投资预期稳定性,增强投资者信心^[44]。在融资环境维度,财政监管强度的提升促使财政资金配置效率优化,通过规范预算执行、强化绩效评估和完善问责机制,有效改善区域金融生态^{[45][46]}。具体而言,在财政监管力度较强的地

区,审计监督等治理工具能够及时识别和化解债务风险,抑制地方政府过度举债的冲动,从而缓解债务扩张对私人投资的挤出效应。

由此可见,地区商业银行数字化程度和地区财政监管力度的提升均对公共债务的资本流入效应具有显著的正向调节作用。为验证该推断,本文接下来进行实证检验,采用北京大学商业银行数字转型程度指数下的四个子指数(国有银行、股份制银行、城市商业银行以及农村商业银行数字转型指标)构建了省份层面地区商业银行数字化程度指标(dieci)^[41];采用地方政府审计执行强度作为财政监管力度(finregu)的代理变量^[44]。具体如下:finregu=(应上缴财政+应减少财政拨款+应归还原渠道资金+应调账处理)/(一般预算收入+一般预算支出)。具体的参数估计结果如表9所示。表9第(1)(3)列汇报了地区商业银行数字化的依赖条件检验结果,可以看到交乘项 debtsa×dieci 的系数均显著为正,表明地区商业银行数字化的提高对于财政纵向失衡较低的地区而言,可以进一步加快资本的流入;对于财政纵向失衡较高的地区而言,则可以进一步减缓资本的流出。表9第(2)(4)列汇报了地区财政监管力度的依赖条件检验结果,可以看到交乘项 debtsa×finregu 的系数均显著为正,表明地区财政监管力度的提高对于财政纵向失衡较低的地区而言,可以进一步加快资本的流入;对于财政纵向失衡较高的地区而言,则可以进一步减缓资本的流出。

表 9 依赖条件检验

变量	财政纵向失衡较低(VFI=0)		财政纵向失衡较高(VFI=1)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
debtsa	0.133 *** (0.045)	0.451 * (0.266)	-0.618 ** (0.257)	-0.657 * (0.377)
dieci	0.268 *** (0.059)		0.323 *** (0.088)	
debtsa×dieci	0.112 *** (0.026)		0.297 ** (0.115)	
finregu		0.515 *** (0.163)		0.876 *** (0.283)
debtsa×finregu		0.459 ** (0.209)		0.568 ** (0.273)
控制变量	控制	控制	控制	控制
地区固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1582	1582	1582	1582

六、结论与政策建议

本文采用 2008—2021 年的地级市面板数据,检验了地方公共债务对资本跨区流动的影响效应与机制,研究发现,在财政纵向失衡程度低的地区,地方公共债务扩张导致资本净流入;在财政纵向失衡程度高的地区,地方公共债务扩张则导致资本净流出,该结论在一系列稳健性检验和内生性问题处理后依然成立。机制分析表明,调整公共投资和实际税率是地方公共债务影响资本跨区流动的作用路径,但不同财政纵向失衡程度的地区,其调整策略呈现差异性。异质性分析表明,承诺性税收征管策略的实施进一步强化了地方公共债务对资本的虹吸效应,而自愿性税收征管策略的强化效应次之,强制性税收征管策略则无显著性影响。依赖条件分析表明,地区商业银行数字化程度和地区财政监管力度的提升均对公共债务的资本流入效应具有显著的正向调节作用。

基于上述研究结论,本文提出如下几点政策建议。第一,构建科学的地方公共债务规模调控体系。研究发现,财政纵向失衡程度较高的地区更易因债务扩张引发资本外流。因此,各地方政

府应建立多维度债务监测预警机制,实现债务规模与财政能力的动态平衡。具体可从以下两个方面推进。其一,实施差异化的债务限额动态管理。在现行债务余额控制制度基础上,需建立包含区域经济周期特征、中长期财政可持续性 & 风险抵御能力的多因子评估模型,制定与地方发展实际相匹配的债务弹性限额标准。其二,建立全周期责任追溯机制。依托区块链等数字技术构建债务全生命周期监管系统,通过终身追责和回溯审查制度强化举债主体的风险约束,构建“借、用、管、还”一体化治理闭环。

第二,优化财政金融政策工具组合。研究发现,在财政纵向失衡高的区域,地方政府应对债务扩张时普遍存在政策工具选择的结构性矛盾,即倾向于采用低强度公共投资与税率竞争策略的组合模式。这种非协同性政策组合不仅抑制了资本积累效率,还通过降低辖区要素回报率加速了资本外流进程。为解决这一深层次矛盾,具体可从以下两个方面重构政策框架。其一,建立政策工具适配性评估体系。针对不同财政失衡程度的地区,构建包含资本流动敏感性、税基弹性系数等参数的动态测算模型,明确财政支出强度与税收调节力度的最优匹配区间,避免政策组合的短期化与碎片化倾向。其二,强化跨周期调控能力建设。通过设立“逆周期调节准备金”等结构化融资工具,增强财政政策在债务扩张期的投资带动效应,同时运用定向税收优惠、绿色金融激励等工具提升资本留存率。

第三,健全金融科技创新与财政监管的协同治理机制。研究发现,区域性金融机构数字化转型与地方财政监管效能提升存在显著的正向协同效应,能够有效对冲公共债务扩张引致的资本配置扭曲。前者通过数字化转型降低交易成本与道德风险,修正公共债务扩张引发的资本回报率扭曲,形成“效率增进—资本沉淀”的正向循环,增强资本吸引力。后者通过高强度财政监管通过信号传递效应,向资本市场释放财政纪律承诺,缓解债务风险对资本流入的挤出效应,提升市场信心。为强化这种调节作用的政策传导,具体可从以下两个方面进一步展开:其一,强化商业银行数字化转型的资本导流功能,重点提升区域性金融机构的数字化服务能力,构建资本流入的“引力场”;其二,完善财政监管的风险对冲机制,通过监管技术创新强化债务风险防控,构建资本流动的“稳定器”。

注释:

①数据来源为《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》。

②分别是宏观经济环境、市场环境、公共设施环境和政府政策环境。

③分别是人均GDP、人均收入水平、消费率、GDP增长率、人均固定资产投资额;外贸依存度、TFP、城镇就业率、信贷约束;人均医疗卫生床位数、人均城市道路面积、供电量、人均货运总量;政府干预水平、企业税收压力。

参考文献:

[1] 谭小芬,耿亚莹,苟琴.跨境资本流动、信贷配置风险与银行体系稳定[J].经济研究,2024(1):129—147.

[2] 虞梦微,谭小芬,宋佳馨.全球金融周期、宏观审慎政策和跨境资本流动——兼论“三元悖论”和“二元悖论”之争[J].金融研究,2024(6):1—19.

[3] 何凡,陈波,黄炜.行业规范标准化与资本跨区流动——基于企业异地投资的研究[J].管理世界,2024(7):204—225.

[4] 李建军,范志昊.金融法治建设如何支持实体经济——基于长期债务融资的视角[J].中国工业经济,2024(12):80—97.

[5] 岳明阳,刘穷志.地方公共债务与税收政策周期性:效应与机制[J].财经理论与实践,2024(6):59—68.

[6] 储德银,纪凡,刘俸奇.税收竞争、资本流动与收入不平等[J].经济研究,2024(6):88—106.

[7] 缪小林,赵一心.地方债对地区全要素生产率增长的影响——基于不同财政独立性的分组考察[J].财贸经济,2019(12):50—64.

[8] 陈宝东,孔文平.地方债务扩张对企业债务融资的门槛效应——基于债务规模和债务结构双重视角[J].财会月刊,2023(8):45—52.

[9] 郭玉梅.财政透明度、数字化转型与地方政府专项债务风险研究[J].江南大学学报(人文社会科学版),2023(5):40—50.

- [10] 范剑勇,莫家伟.地方债务、土地市场与地区工业增长[J].经济研究,2014(1):41—55.
- [11] 毛捷,黄春元.地方债务、区域差异与经济增长——基于中国地级市数据的验证[J].金融研究,2018(5):1—19.
- [12] 刘穷志,崔邦.中国地方政府债务最优规模研究[J].中南财经政法大学学报,2022(4):54—66.
- [13] Demirci, I., Huang, J., Sialm, C. Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(2): 337—356.
- [14] Huang, Y., Pagano, M., Panizza, U. Local Crowding-Out in China[J]. Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855—2898.
- [15] 李志生,汪颖栋,金陵.地方政府债务置换与企业杠杆率分化——兼论优化地方债务结构[J].经济研究,2024(2):23—41.
- [16] 谢申祥,初虹,刘金东.地方公共债务与企业不动产投资:效应与机制[J].经济研究,2024(4):43—59.
- [17] 余明桂,王空.地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J].经济研究,2022(2):58—72.
- [18] Chen, Z., He, Z., Liu, C. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 137(1): 42—71.
- [19] 赵旭霞,田国强.地方政府债务扩张、杠杆率监管压力与影子银行[J].经济研究,2024(2):42—58.
- [20] 孙伟增,张柳钦,万广华,等.政务服务一体化对资本流动的影响研究——兼论政府在全国统一大市场建设中的作用[J].管理世界,2024(7):46—68.
- [21] Asturias, J., Hur, S., Kehoe, T. J., et al. Firm Entry and Exit and Aggregate Growth[J]. American Economic Journal Macroeconomics, 2023, 15(1): 48—105.
- [22] Blind, K., Ramel, F., Rochell, C. The Influence of Standards and Patents on Long-Term Economic Growth[J]. Journal of Technology Transfer, 2022, 47(4): 979—999.
- [23] 项后军,何康.自贸区的影响与资本流动——以上海为例的自然实验研究[J].国际贸易问题,2016(8):3—15.
- [24] 韩瑞栋,薄凡.自由贸易试验区对资本流动的影响效应研究——基于准自然实验的视角[J].国际金融研究,2019(7):36—45.
- [25] Tamai, T. Tax Competition versus Tax Coordination in a Multi-region Endogenous Growth Model with an Integrated Capital Market[J]. Economic Modelling, 2022(114): 105933.
- [26] Maebayashi, N., Morimoto, K. Global Corporate Income Tax Competition, Knowledge Spillover, and Growth[J]. European Economic Review, 2024(164): 104723.
- [27] 王喜,赵增耀.FDI与区域资本流动:抑制还是促进[J].国际贸易问题,2014(4):136—143.
- [28] 洪源,万里,单显.地方政府债务显性化与企业避税行为[J].经济管理,2024(5):190—208.
- [29] 吉富星,洪源,秦玉奇.地方政府举债融资机制与隐性债务管理——基于对撤县设区改革中政府举债行为的分析[J].中国农村经济,2024(3):166—184.
- [30] 刁伟涛.中国地方政府债务风险(2014—2017)[M].北京:社会科学文献出版社,2018:167—169.
- [31] 储德银,邵娇,迟淑娴.财政体制失衡抑制了地方政府税收努力吗?[J].经济研究,2019(10):41—56.
- [32] 王钺,白俊红.资本流动与区域创新的动态空间收敛[J].管理学报,2016(9):1374—1382.
- [33] 马文涛,张朋.政府隐性担保、市场化进程与信贷配置效率[J].财政研究,2021(8):91—106.
- [34] 赵娜,李光勤,李香菊.财政纵向失衡对资本错配的影响研究:基于我国266个地级市的面板数据[J].湖南大学学报(社会科学版),2021(5):86—95.
- [35] 汪伟,刘玉飞,彭冬冬.人口老龄化的产业结构升级效应研究[J].中国工业经济,2015(11):47—61.
- [36] 石绍宾,尹振东,汤玉刚.财政分权、融资约束与税收政策周期性[J].经济研究,2019(9):90—105.
- [37] 谢璐华.税收征管策略调整对企业所得税税负粘性的影响研究[D].江西财经大学,2023.
- [38] 杨龙见,吴斌珍,李世刚,等.“以税增信”是否有助于小微企业贷款?——来自“银税互动”政策的证据[J].经济研究,2021(7):96—112.
- [39] 孟军.把握新时代税收征管特征推进税收征管改革向纵深发展[J].税务研究,2022(9):43—48.
- [40] 邓祎璐,陈运森,戴馨.非处罚性监管与公司税收规避——基于财务报告问询函的证据[J].金融研究,2022

(1):153—166.

[41] 贾盾,韩昊哲.金融科技与商业银行竞争性负债[J].世界经济,2023(2):183—208.

[42] 刘锴,纳超洪,樊骁.企业数字化转型促进了资本跨区域流动吗——基于异地并购视角的研究[J].中南财经政法大学学报,2024(4):3—16.

[43] Tang, H. Peer-to-Peer Lenders versus Banks: Substitutes or Complements? [J]. *The Review of Financial Studies*, 2019, 32(5): 1900—1938.

[44] 蔡庆丰,吴奇艳,吴冠琛.地方隐性债务、银行风险感知与企业信贷可得性[J].中国工业经济,2024(1): 112—130.

[45] Chari, V. V., DAVIS, A., Kehoe, P. J. On the Optimality of Financial Repression [J]. *Journal of Political Economy*, 2020, 128(2): 710—739.

[46] 岳明阳,刘穷志,袁瀚坤.公共债务与收入不平等[J].财贸研究,2025(1):1—15.

Local Public Debt and Cross-region Capital Flows: Based on Inspection of the Groups with Different Fiscal Vertical Imbalance

YUE Mingyang¹ LIU Qiongzhi²

(1. *Department of Economics, Party School of C.P.C. Jiangsu Committee, Nanjing 210009, China;*

2. *School of Economics and Management, Wuhan University, Wuhan 430072, China*)

Abstract: While China's local public debt scale continues to expand, interregional capital flows exhibit an asymmetric pattern that significantly impacts economic and financial stability, yet prior literature rarely provides corresponding explanations for this phenomenon. This study employs prefecture-level panel data from 2008 to 2021 to examine the effect and mechanism of local public debt on cross-regional capital flows. The findings reveal that local public debt expansion leads to net capital inflows in regions with low fiscal vertical imbalance but results in net capital outflows in regions with high fiscal vertical imbalance. Mechanism analysis demonstrates that adjusting public investment and actual tax rates constitutes the pathway through which local public debt influences cross-regional capital flows. Heterogeneity analysis indicates that implementing pledge-based tax collection strategies most strongly amplifies the capital siphoning effect of local public debt, followed by voluntary strategies, while compulsory strategies show no significant effect. Conditional dependence analysis shows that the positive effect of local public debt on capital inflows relies on enhancements to both regional commercial bank digitalization levels and local fiscal supervision intensity. This paper reveals how local public debt expansion causes significant divergence in fiscal competition tools across regions, providing valuable insights for establishing context-specific debt management mechanisms in different areas.

Key words: Local Public Debt; Capital Flow; Fiscal Vertical Imbalance; Tax Enforcement; National Integrated Market

(责任编辑:肖加元)