

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 我国地方政府杠杆率对金融稳定性的影响研究

研究生姓名: 杜梦春

指导教师姓名、职称: 王霞 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融投资

提交日期: 2021年5月25日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 杜梦春 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 王霞 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意”/“不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 杜梦春 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 王霞 签字日期： 2021.5.25

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

# **Research on the Impact of China's Local Government Leverage Ratio on Financial Stability**

**Candidate : Du MengChun**

**Supervisor: Wang Xia**

## 摘 要

政府作为连接财政金融的重要载体,不仅在推动地区经济增长方面发挥重要作用,还在维护地方金融稳定方面有着举足轻重的地位。我国政府杠杆率从 2008 年到 2020 年的十二年时间,从原来的 27.1% 上升 45.6%。地方政府杠杆率在 2020 年全年增长四个百分点,达到 25.6% 的水平。我国地方政府杠杆率虽未达到警戒值,但其增长速度过快的的问题不容小觑。我国地方政府债务有着鲜明的历史特性,照搬国外经验盲目降低政府杠杆率,势必会对我国金融稳定发展造成影响。因此根据我国实际发展情况,判断和分析我国地方政府杠杆率与区域金融稳定协调发展之间的关系,探求有效防范债务风险和金融风险的方法是十分重要的。本文在此背景下深入研究和分析我国地方政府杠杆率对金融稳定性的影响。

首先,本文阐述了财政分权理论、财政预算软约束理论,从理论上归纳出地方政府债务和地方政府杠杆率积累和攀升的过程,并从金融加速器理论、金融不稳定假说理论出发,整理归纳我国地方政府债务与金融稳定之间的理论关系,为研究我国地方政府杠杆率与金融稳定之间的传导渠道提供理论基础。其次,结合我国经济发展现状和外部发展环境分析我国地方政府杠杆率现状,从地方政府融资平台、政府间风险传递、区域金融机构三个角度提出地方政府杠杆率影响金融稳定性的作用路径和传导机制,并基于机理分析提出研究假设。紧接着,本文收集 31 个省市自治区 2015 年到 2019 年的年度数据,借助固定效应模型实证分析探索了我国地方政府杠杆率对金融稳定性的影响。实证研究结果表明:地方政府杠杆率的提升会显著加大金融杠杆率波动率,即地方政府杠杆率越高,地区金融杠杆率波动幅度越大,金融越不稳定。最后,基于实证研究结果,本文从地方政府融资平台、中央和地方政府、地方金融机构三个角度提出对策建议:加快地方政府融资平台经营模式的转型,加强地方政府对平台类公司监督的同时敦促地方政府下放在融资平台投资项目中的决策权;优化地方政府债务结构,处理好地方政府与中央政府之间的关系,合理降低地方政府杠杆率,从根源上解决地方政府杠杆率的结构问题;厘清地方金融系统与地方财政之间的关系,防止债务风险与金融风险之间的相互转化,合理分散金融风险。

**关键词：**地方政府杠杆率 金融稳定 地方政府债务风险 地方金融发展水平

## Abstract

As an important carrier connecting finances, the government not only plays an important role in promoting regional economic growth, but also plays a pivotal role in maintaining local financial stability. In the twelve years from 2008 to 2020, the leverage ratio of the Chinese government has increased by 45.6% from the original 27.1%. The leverage ratio of local governments will increase by four percentage points throughout 2020, reaching a level of 25.6%. Although the leverage ratio of local governments in my country has not reached the warning value, the problem of its excessive growth rate should not be underestimated. my country's local government debt has distinctive historical characteristics, copying foreign experience and blindly reducing government leverage will inevitably have an impact on my country's financial stability and development. Therefore, it is very important to judge and analyze the relationship between my country's local government leverage ratio and the coordinated and balanced development of regional financial stability according to my country's actual development situation, and to explore effective methods to prevent debt risks and financial risks. In this context, this article deeply researches and analyzes the influence of my country's local government leverage ratio on financial stability.

First of all, this article elaborates the theory of fiscal decentralization and soft budget constraint theory, theoretically summarizes the process of accumulation and rise of local government debt and local government leverage ratio, and starts from the theory of financial accelerator and the theory of financial instability hypothesis. The theoretical relationship between my country's local government debt and financial stability provides a theoretical basis for studying the transmission channel between my country's local government leverage ratio and financial stability. Secondly, it analyzes the current situation of China's local government leverage ratio in combination with the current economic development and external development environment in my country, and proposes the role and transmission of local government leverage ratio influencing financial stability from the three perspectives of local government financing platforms, intergovernmental risk transmission, and regional financial institutions. Mechanism, and put forward research hypotheses based on mechanism analysis. Next, this article collects annual data from 2015 to 2019 in 31 provinces, municipalities, and autonomous regions, and explores the impact of my country's local government leverage ratio on financial stability with the help of empirical analysis of fixed effects models. Empirical research results show that the increase in local government leverage will significantly increase the volatility of financial leverage, that is, the higher the local government leverage, the greater the

volatility of regional financial leverage and the more unstable the financial sector. Finally, based on the results of empirical research, this article proposes countermeasures and suggestions from three perspectives: local government financing platforms, central and local governments, and local financial institutions: speed up the transformation of local government financing platforms' business models, and strengthen local governments' supervision of platform companies while urging The local government delegates the decision-making power in financing platform investment projects; optimizes the local government debt structure, handles the relationship between the local government and the central government, reasonably reduces the local government leverage ratio, and solves the structural problem of the local government leverage ratio from the root; Clarify the relationship between the local financial system and local finance, prevent the mutual transformation between debt risks and financial risks, and reasonably diversify financial risks.

**Keywords:** The leverage ratio of local government ; Financial stability;  
Local government debt risk; Local financial development level

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 地方政府杠杆率和地方政府债务测度方面的研究.....	3
1.2.2 地方政府杠杆率和债务风险形成机制方面的研究.....	5
1.2.3 地方政府债务与金融稳定相关性方面的研究.....	6
1.2.4 文献述评.....	7
1.3 研究方法与内容.....	8
1.3.1 研究方法.....	8
1.3.2 研究内容.....	9
1.4 创新与不足之处.....	9
1.4.1 创新点.....	9
1.4.2 不足之处.....	10
<b>2 我国地方政府杠杆率与金融稳定的理论基础</b> .....	<b>11</b>
2.1 地方政府杠杆率相关经济学理论.....	11
2.1.1 财政分权理论.....	11
2.1.2 财政预算软约束理论.....	12
2.2 金融稳定相关经济学理论.....	14
2.2.1 金融加速器理论.....	14
2.2.2 金融不稳定假说.....	15
<b>3 地方政府杠杆率对金融稳定的影响机制分析</b> .....	<b>17</b>
3.1 地方政府杠杆率与地方政府债务的发展现状.....	17
3.1.1 地方政府杠杆率的发展现状.....	17
3.1.2 地方政府债务的发展现状.....	19

3.2 地方政府杠杆率对金融稳定的影响机制.....	21
3.2.1 基于地方政府融资平台的金融稳定机理分析.....	22
3.2.2 基于地方政府自身风险传递的金融稳定机理分析.....	24
3.2.3 基于区域银行体系的金融稳定机理分析.....	27
<b>4 我国政府杠杆率与金融稳定性的实证分析.....</b>	<b>30</b>
4.1 提出假设.....	30
4.2 面板数据线性回归模型设定.....	30
4.2.1 个体固定效应模型.....	31
4.2.2 时间固定效应模型.....	31
4.2.3 随机效应模型.....	31
4.2.4 混合模型.....	32
4.2.5 模型构建.....	32
4.3 变量选取与描述.....	33
4.3.1 变量选取.....	33
4.3.2 变量测度及数据来源.....	33
4.3.3 描述性统计.....	35
4.3.4 相关性分析.....	35
4.4 地方政府杠杆率对融稳定影响的实证分析.....	36
4.4.1 模型选择.....	36
4.4.2 固定效应面板回归.....	38
<b>5 结论及政策建议.....</b>	<b>41</b>
5.1 研究结论.....	41
5.2 对地方政府杠杆率和金融稳定性的建议.....	42
5.2.1 针对地方政府融资平台的政策建议.....	42
5.2.2 针对我国政府的政策建议.....	43
5.2.3 针对区域金融体系的政策建议.....	45
5.2.4 针对地方金融发展的政策建议.....	46
<b>参考文献.....</b>	<b>47</b>

后 记.....51

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与意义

### 1.1.1 研究背景

为应对 2008 年的全球性金融危机，我国政府提出“四万亿刺激计划”，我国经济在世界经济处于下行阶段时依旧发展迅猛，很好的化解了金融危机对我国经济造成的影响。然而在接下来的十几年时间内，计划余温未退，地方政府债务规模超出合理范围，国内生产总值保持低速增长，导致地方政府杠杆率逐年保持高速增长，尽管仍低于世界政府部门杠杆率的平均水平，但是其增长势头不容小觑。相关数据显示，截至 2020 年底，我国政府杠杆率由 2008 年的 27.1% 翻番增长到 45.6%，与美国及其他西方国家相比，我国政府杠杆率增加将近百分之七十，速度远超发达国家的增长规模。尤其是近两年，我国政府杠杆率增长速度越来越快，2019 年的中美贸易战加重了我国经济下行压力，“贸易战”带来的后果就是我国整体宏观杠杆率水平攀升 6.1 个百分点，2020 年新冠肺炎疫情对我国乃至世界经济的影响，致使我国政府杠杆率一年内增长百分之七点一，达到 45.6% 的水平，增幅高于之前两场金融危机期间的政府杠杆率增幅，达到历史政府杠杆率增幅最高。

剔除 GDP 的影响，单独来看我国地方政府债务，我国地方政府债务在过去的十几年内，持续保持高速增长，在 2015 年开展为期三年的中央地方政府债务置换行动过后，地方政府债务问题得到了有效解决，但 2019 年开始地方政府债务又萌生高速增长态势，2020 年全年地方政府债务增加了 4.35 万亿元，达到历史新高。随着地方政府债务进入集中还款期，地方政府的财政收入加上融资平台投资项目的相关收益恐难以持续偿还高额债务，爆发债务风险的可能性极大，相应的，由地方政府杠杆率过高引起的隐患也逐渐浮出水面，威胁着我国实体经济的持续健康发展以及金融系统的稳定运行。

我国地方政府与金融机构之间的关系盘根错节，十分复杂，地方政府的财政系统和金融系统息息相关。分税制改革至今，我国中央政府和地方政府分别建立

了相互独立的财政体系，近年来，财权与事权不匹配现象愈演愈烈，和中央政府相比，有限的财政收入导致地方政府承担了过多的债务压力，因此，地方政府不得不借助地方政府融资平台拓宽融资渠道，间接导致地方政府与商业银行之间的关系更为复杂化，随之而来的债务风险和金融风险也交织蔓延，地方政府杠杆率升高的同时，地方金融稳定性也受到严重冲击。我国地方政府债务风险以及金融机构产生的金融风险已经达到了不容忽视水平，因此也引起了国家层面的关注。

为了维护地区金融稳定，党的十九大报告中明确指出，金融体制仍然需要不断深化改革，金融的脱虚向实工作也要抓紧推进，从而实现金融资源配置的帕累托有效状态，使金融资源在实体经济发展中更好的发挥积极作用，化解地方政府债务风险和降低金融风险发生概率成为政府未来的工作重心。2021年的政府工作报告中指出，未来一段时间要提升财政政策的执行质量，增强政策有效性，稳妥的化解地方政府债务风险，紧接着在3月15日举行的国务院常务会议上，党中央首次提出“我国政府杠杆率要有所降低”，这代表着我国整体宏观杠杆率保持平稳，中央政府杠杆率仍有提升空间，而地方政府要通过转化债务结构和方式来降低杠杆率。在这样的大背景下，深挖地方政府债务与触发金融风险之间的传导路径，找到地方政府杠杆率快速攀升背后的原因，提出切合实际的解决方法是十分重要的。

### 1.1.2 研究意义

我国地方政府债务问题由来已久，有十年前经济刺激计划的余温，也有政策制度与现实情况的不匹配，还有根深蒂固的政府政绩观，以及不断推陈出新的金融创新等等，这些情况的出现都从某种角度影响了地方政府债务规模的正常运作和发展，厘清引起地方政府债务风险以及金融风险的具体传导路径在当下具有重要的现实意义。金融能否持续稳定发展与一国的繁盛衰退息息相关，作为国家经济的核心竞争力，维持金融的长期稳定发展是确保国家经济安全的重要手段。本文研究地方政府杠杆率与区域金融稳定之间的相互影响，具有以下两方面意义：

首先从理论角度看，近些年学术界相关研究大多集中于研究政府杠杆率以及其他部门杠杆率对经济增长的影响，对于政府尤其是地方政府高杠杆率背后的行为本质以及地方政府杠杆率与区域金融风险之间的影响机理还没有十分具体的

研究，地方政府的高杠杆率对金融风险的传导机制还未完全厘清。本文以中国杠杆率结构中的地方政府杠杆率为视角，研究我国地方政府杠杆率与金融稳定性之间的关系。在结合理论知识的前提下，深入研究地方政府杠杆率与金融稳定的影响机理。这对合理把控地方政府债务，使金融更好地服务实体经济，进一步提升宏观调控效能、强化金融稳定职能，维护金融稳定、促进经济平稳健康发展具有科学的参考价值。

其次从实践角度出发，我国经济虽然在 2008 年金融危机期间仍保持高速增长，但当年宽松的财政政策与货币政策所带来的连锁反应，在之后十几年的时间里一直困扰着地方政府。地方政府所承受的债务压力即将甚至早已突破自己的承受范围，面对即将来临的还款高峰期，地方政府如何将债务风险降到最低，合理降低地方政府杠杆率，尽力保持金融安全稳定发展是地方政府亟待解决和思考的问题。因此，在理论支撑的基础上，通过实证分析我国地方政府杠杆率与金融稳定之间的关系，结合我国地方政府债务和金融深化改革的现状，提出有针对性的合理的政策建议，对维持地方政府杠杆率的平衡、降低债务规模、防范金融风险、维护金融稳定来说是具有参考价值的。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 地方政府杠杆率和地方政府债务测度方面的研究

自从“杠杆”由物理学领域的专有名词转变为经济学领域学术名词后，他的具体含义就变为利用规模较小的资本来换取规模更大的收益，经济主体通过主动负债来获取更多的利润，杠杆率攀升的核心就是负债的增加。关于宏观经济中的地方政府杠杆率测算的研究，很多学者的研究都认同利用地方政府债务和国内生产总值的比率作为地方政府杠杆率的衡量指标，但在统计口径上存在些许差别。在政府杠杆率测算方面，国外学者 Jason Furman（2020）认为采用财政缺口来替代传统的政府债务，这样计算得到的杠杆率具有较强的政策指导意义，但财政缺口难以准确测量，有时可能存在误差。李程等（2018）认为对于我国政府而言，其合意杠杆率要在精确评估中央银行提供的各项经济指标和金融机构的信贷以及财务状况的基础上，得出可用债务的最大值来测算。李沂和闫倩（2020）在测

算政府部门合意杠杆率的过程中发现,地方政府与中央政府的实际杠杆率与合意杠杆率之间存在严重偏差。2018年之前的中央政府实际杠杆率一直保持低于合意杠杆的水平,维持在15.94%左右,相较于合意杠杆率平均值偏低3.2个百分点。2018年至今,中央政府杠杆率偏低的局面已经得到改善,接近合意杠杆率的平均值,这说明在中央政府层面的杠杆率失衡问题得到有效解决。而地方政府的实际杠杆率平均值一直居于高位,超过其合意杠杆率平均值16.99%将近四个百分点,且一直保持高速增长,与合意杠杆率之间的偏差越来越大,这不难说明我国地方政府层面的杠杆率失衡问题还未得到有效控制,并且还伴随有继续偏离正常水平的风险。

政府杠杆率测算的重点就是准确衡量政府的债务规模。中央政府债务相较于地方政府债务而言,其测算过程较为简单,不少学者将中央政府发行的国债作为中央政府债务的衡量指标,但由于统计口径不同,测算结果也因人而异。随着理论与实践的不断进步,中国人民银行杠杆率课题组(2014)在原有中央政府国债的基础上,加入了政府支持的机构债,更加还原了中央政府债务测量的精确度。朱鸿鸣和薄岩(2016)又在课题组已有研究的基础上,纳入了可以体现中央政府的政策意愿和行动目的政策性金融债,使得中央政府债务的测算更加科学合理。而关于地方政府债务规模的统一测算结果却一直处于缺失状态,官方统一的测算结果仅在2013年审计署颁发的《全国政府性债务审计结果》中出现,2013年之后,我国则再未官方统一宣布地方政府债务规模统计结果,加上各级地方政府的数据难以全部掌握,各省年度统计报告中列出的指标也不完全相同,这也导致不同文献针对地方政府债务的估算结果存在较大差异。中国人民银行杠杆率课题组(2014)采用了2013年《全国政府性债务审计结果》的相关数据,但时间跨度不满足形成时间序列的条件。李扬(2015)在测算地方政府债务时,考虑到地方政府融资平台的实际控制人为地方政府,因此将地方政府融资平台的债务也纳入测量范围之内,使得地方政府债务的估计结果更加科学的反映我国地方政府实际的债务状况,他认为地方政府融资平台的债务大致可以分为三类,分别是商业银行贷款、信托贷款以及城投债。

## 1.2.2 地方政府杠杆率和债务风险形成机制方面的研究

我国地方政府杠杆率增速过快和债务风险的迅速聚集一直以来是各国学者研究的重点。

首先,不少文献从地方政府自身角度出发,探寻引起地方政府债务风险和杠杆率风险的原因。徐占东与王雪标(2014)对财政收入进行了细分,并在此基础上建立模型,对每一个细分类型进行违约概率的测算。结果表明,土地财政收入相较于税收财政收入和其他类财政收入而言,对债务风险的影响很低,并且结果还显示出区域异质性,即我国中西部地区政府的债务违约风险要明显高于东部地区政府。陈志勇和陈思霞(2014)研究认为,在现有的预算约束机制下,应配合外部约束机制,一起对地方政府债务和财政收支进行制约和控制,一旦外部制约力度不够,或者与预算约束机制不匹配,地方政府很容易无法科学合理控制债务规模,进而发生过度举债行为,抬升地方政府杠杆率。张家源(2020)结合逆向软预算约束理论,分析得出干部晋升制度和财政预算的实际约束的变化是地方政府财政风险主要影响因素。其中财政预算的实际约束具体表现为其他部门杠杆率的攀升、资产价格和利率的上浮,这些问题将阻碍地区经济和金融发展,地方政府财政收入随着金融资源匮乏而锐减,政府融资难度提高,严重干扰了地方政府的日常治理。李书琴(2020)在梳理财政分权程度与政府公共服务效率关系时发现,我国地方政府在项目选择上,偏向于可以给经济带来短期推动力的项目,这是因为长久以来的“GDP资源竞争”早已将财政分权与干部晋升两种体制牢牢地捆绑在一起。更严重的是,地方政府的财权跟不上地方政府事权的变化,导致地方政府的财政收入难以填补巨大的财政支出,地方政府过度依赖中央政府的转移支付,债务结构逐渐失衡。最后,庞保庆和陈硕(2015)搜集了地方政府的相关数据进行研究,实证结果表明地方政府的债务风险发生的概率与的地方政府财政缺口的大小呈正比,也就是说财政缺口越大,地方政府面临债务危机的可能性就越大,反之则越小。

银行与地方政府之间的关系,也是产生地方政府债务风险的因素之一。毛晖和张佳希(2015)认为地方政府债务存在严重的期限错配风险,地方商业银行为地方政府提供的大都是还款期较短的贷款,导致地方政府缺乏长期投资资金,然而地方政府的投资项目大多为长期工程,这也不可避免的造成了期限错配的风

险，而这一局面其实是由商业银行的决定导致的。Gennaioli 等（2018）经过大量研究发现，不同国家二十年间政府债务违约事件发生的概率由本国金融市场是否发达决定，也就是说，金融发展水平较低的国家，商业银行过多的承担了政府债务，银行信贷的发展受到严重制约，爆发金融危机的可能也越大。

除去由地方政府自身引起的债务风险之外，不少学者发现地方政府债务风险的聚集与地方政府融资平台和政府和社会资本合作的项目运作模式有关。扈文秀和张欣星（2016）在构建 KMV 模型的基础上，测度地方政府融资平台为地方政府带来的或有债务，得出导致地方政府债务风险爆发的来源之一是地方政府融资平台的过度贷款投资的结论。吉富星（2020）发现在社会资本合作的项目运作模式，也就是 PPP 模式下运行的项目，虽然可以起到减缓地方政府财政压力和债务负担的效果，但如果这种模式被过度应用，将会给地方政府带来隐性的财政风险。在此基础上，廖振中等（2018）研究发现，PPP 模式之所以可以减轻政府现在面临的债务负担，是因为该模式将财政压力递延到未来，实际上政府债务压力并未得到真正解决，而是被置换到未来的某个时间，这不仅给地方政府财政压力带来不确定性，也增加了债务风险爆发的危机。无独有偶，姚东旻等（2019）也在研究中发现该模式下运转的项目实际上会增加地方政务的财政危机。

### 1.2.3 地方政府债务与金融稳定相关性方面的研究

美国经济学家明斯基在 1991 年整合往年理论后提出了金融不稳定假说，明斯基认为金融的不稳定性客观存在于金融系统的运转和发展过程中，假说中最著名的“明斯基时刻”就是在描述随着经济周期的发展，投机欲望加速杠杆率水平的飙升和金融风险的不积累，当杠杆率达到并且超过警戒值时，不稳定因素增加，金融系统稳定性将被打破，最终造成金融危机的爆发。

国际货币基金组织最早在 1999 年采用多元化的指标来衡量一个国家的金融稳定性，随着理论和实践经验的不断丰富，越来越多的学者考虑将更多具有代表性的指标纳入金融稳定性的衡量体系中。王劲松和韩克勇（2015）整理得到一套包含世界金融景气指数、金融发展指数、金融脆弱指数、宏观经济景气指数、银行业稳健指数等 5 个一级指标，利差、国内信贷 / GDP 等 21 个二级指标的金融稳定指标体系，用来衡量和评估金融系统是否处于稳定状态。郭俊峰等（2015）

从区域发展角度来研究金融稳定指数体系,在经济金融、法律环境的基础上,建立了包含金融体系各领域在内的金融稳定评估体系,通过熵值法来计算具体指标。朱军等(2018)将地方政府财政压力等指标纳入金融系统风险评估模型中,研究发现财政扩张会严重影响金融市场的运转,使银行面临严重的流动性风险,还会引发金融加速器效应,降低金融系统的稳定性。

宏观杠杆率下的任何一个部门的杠杆率的变化都有可能引起系统性风险,影响金融稳定。重点来看政府部分杠杆率,王永钦(2016)分析到,地方政府杠杆率的快速抬升,加重了区域杠杆率的异质性,不同地方政府间债务结构出现矛盾,杠杆率结构性问题愈演愈烈,最终会影响地区金融系统的正常运转,降低金融稳定性。周雷、吴文英(2016)在整理地方政府与地方商业银行之间的借贷关系后发现,地方政府为地方商业银行进行隐性担保,也就是说商业银行出现现金流危机时,地方政府会对其进行财政兜底,这会极大地干扰地方政府的财政收支平衡,增加地方政府的债务负担,若超过承受范围,将对地方金融发展造成不利影响。毛锐等(2018)站在地方政府债务规模角度,实证分析了若地方政府债务规模超过合理范围,触发金融危机的可能性大幅上升。蔡陈晨(2015)认为,地方政府在地区间金融资源争夺的影响下,更容易产生债务风险,政府的债务风险与金融风险之间的关系愈加复杂,二者之间的转化也更为频繁,这一现象在我国中西部地区表现得更为明显。马树才等(2020)认为,地方政府债务的过度膨胀,在推升地方政府杠杆率水平的同时,也增加了地方政府对商业银行贷款的依赖,商业银行的金融资源配置受到地方政府的严重干扰,资产负债表两端的平衡极易被打破,加剧了银行爆发流动性风险和信用危机的可能,地方政府的债务风险成功变为商业银行的流动性风险。苏畅(2019)认为,金融杠杆率伴随着政府债务余额规模的扩张也在不断飙升,过高的金融杠杆率会引发严重的系统性金融风险,这让我们意识到,政府债务余额的规模同样需要重点关注。刘勇和白小滢(2017)认为过高的地方政府杠杆率在地方政府应对外部环境的不利冲击时,降低了政府抵御风险的能力。

#### 1.2.4 文献述评

对前人的研究进行归纳整理,可以得到以下结论:国外学者对于地方政府杠

杆率、金融稳定性的研究开始较早，并且得到了丰富的研究结论，由于基于不同的理论假设，采用的数据和选用的研究方法不同，各学者得到的结论不尽相同。而国内学界对地方政府杠杆率和金融稳定性两者之间复杂关系的研究较少，并且大多是从整个宏观经济发展的角度来分析的，对其内在影响机制的分析相对不足，对两者关系尚无清晰一致的结论。针对地方政府部门去杠杆方面的研究本就不多，从金融稳定性的角度的研究更是少之又少。由于各地的经济发达程度参差不齐、金融市场参与者习性差异和金融生态环境不同，不同地方政府杠杆率对本地区的金融稳定性的影响效果实际是不同的，对地方政府杠杆的管理方式也应有所差异。这些研究给笔者很多启示，也是本文的基础。

鉴于此，本文通过理论模型和实证分析，从地方政府杠杆率角度出发，探讨地方政府杠杆率与金融稳定之间的内在联动效应，探究其对金融稳定的影响，得到相对有说服力的研究结果，填补现有研究尚未涉及的空白，并针对研究结论提出可供各级政府部门参考的建议。

## 1.3 研究方法与内容

### 1.3.1 研究方法

(1) 文献研究法。了解国内外政府杠杆率影响金融的相关文献，了解财政分权理论、财政预算软约束理论、金融加速器理论和金融不稳定假说，在查阅和整理已有文献的基础上，分析我国地方政府杠杆率水平、地方政府债务规模和结构的现状，总结出地方政府杠杆率影响金融稳定的不同传导路径，论证地方政府杠杆率如何影响金融稳定。在总结已有学术成果的基础上，找到本文的切入点和创新点，为更好的研究地方政府杠杆率影响金融稳定提供思路。

(2) 实证分析法。本文运用计量经济学软件对我国地方政府杠杆率与金融稳定性之间的关系进行实证研究，在搜集相关数据之后，建立固定效应模型，研究地方政府杠杆率对金融稳定性的影响，用实证分析来验证和总结地方政府债务如何影响我国金融环境的稳定运行。

(3) 定性分析和定量分析方法，首先对地方政府杠杆发展现状、地方政府杠杆率对金融稳定的影响进行定性分析，在定性分析的基础上搜集大量经济数据

增加论文说服力，对地方政府杠杆率如何影响金融稳定进行定量分析。

### 1.3.2 研究内容

本文的研究内容分为以下五个方面：

第一章是绪论，内容包括文章的研究背景意义，文献综述，同时对本文的研究思路、方法和内容也做了相应的论述，然后阐述了本文研究的创新点与不足。

第二章是我国地方政府杠杆率、金融稳定的相关理论。包括财政分权理论、预算软约束理论、金融加速器理论和金融不稳定假说等，为文章后续研究提供了理论支持。

第三章是我国地方政府杠杆率对金融稳定性的影响机制分析。在介绍我国政府杠杆率水平和结构的发展现状的基础上，深入分析地方政府杠杆率与金融稳定之间三种不同传导机制和影响机理，为后文的实证检验做准备。

第四章是本文的重点，即我国地方政府杠杆率对金融稳定影响的实证研究，立足于上一章的机理假设，用省级数据构造固定效应模型，研究地方政府杠杆率对于金融稳定的影响效应，并进一步探究结构性“去杠杆”背景下，如何在稳定宏观经济、维持金融稳定的同时，实现地方政府杠杆的合理化调整。

第五章是结论与启示，对地方政府杠杆率影响金融稳定的实证结果进行阐述和总结，得出相应结论与启示。最后提出化解地方政府债务风险，维护地区金融稳定运行，合理降低地方政府杠杆率的建议。

## 1.4 创新与不足之处

### 1.4.1 创新点

(1) 第一，现有文献鲜有研究地方杠杆率与金融稳定性二者之间的研究，本文以地方政府杠杆率为研究对象，探讨地方政府债务过高对金融稳定性的影响，对现有文献进行了补充，丰富了基于地方政府杠杆率为视角来研究区域经济的研究现状。

(2) 研究内容方面有所拓展。较少学者分析地方政府杠杆率与金融稳定之间相互机理的分析，本文在已有研究的基础上，阐述了二者的“辩证关系”，厘

清二者间的传导机制，弥补了现有研究中机理分析匮乏的现状。

#### 1.4.2 不足之处

第一，由于我国地方政府债务数据缺失严重，各地方政府只对外公布了近年来地方政府显性负债，而占比更大的地方政府性隐形债务数据却未统计或公开。因此，为了保证研究的准确性，有必要通过替代或者估算方式获取债务数据。这样使得结论在说服力上稍有欠缺。

第二，影响金融稳定的因素较多，由于论文的篇幅和数据可得性的限制，无法将全部影响因素作为控制变量纳入模型中，只能参考前人的研究经验和自身的理解进行变量的选取。本文在知识结构和理论水平上难免会存在一些缺陷，因此，可能会造成变量选取的不科学，从而影响实证分析的结果。

## 2 我国地方政府杠杆率与金融稳定的理论基础

### 2.1 地方政府杠杆率相关经济学理论

#### 2.1.1 财政分权理论

首先对财政分权进行定义。所谓财政分权，是指在符合经济公平与效率的基础上，基于民主方式，在有法律保障前提下各级政府在自身职能事权财权基础上，拥有独立财政收支体系，合理处理与中央政府及其他各级政府间财政关系的财政体系制度。世界上对财政分权理论的理解不一，有以下几个不同的版本：

第一种理解是，地方政府在中央政府授权下，拥有一定的税收权利，并且可以自主决定财政支出范围，从而帮助地方政府在地区公共设施建设、推动经济发展方面更好地发挥政府职能；另一种解释是财政分权是中央政府释放财政压力的一种制度选择。财政分权中的“事权与财权”匹配，很好的展示了这一制度的高效率和最优化，具体表现在各级地方政府在使用本地区居民税收的基础上，自身税收结构和支出规模得到优化，为公众提供更加高效的政府公共产品，更有效的发挥政府职能。不仅如此，财政分权可以对中央政府与地方政府进行有效的明确的责任权利划分，减少地方政府对中央政府的高度依赖，提升中央政府的相对独立性。还有，财政分权体现了制度的民主性和社会的公平性，合理的财政分权和公开透明的信息渠道可以提升政府在公众心中的形象，释放市场自由的同时也保证了实体经济中各参与主体的利益。更重要的是，财政分权与干部激励可以有机结合，更好的协调地方政府与中央政府之间的权责利益，还能更好的将政府官员的个人利益与社会公共利益统一起来，有利于地方经济健康可持续发展。

追本溯源，财政分权理论是不同理论之间不断革新发展而来的。美国著名经济学家乔治·施蒂格勒认为，地方政府的存在十分必要，符合经济发展需求，地方政府更为了解所辖地区的经济发展前景和民众的诉求，地方政府可以更好的实现帕累托有效的资源配置，将社会公共福利最大化。受到乔治·施蒂格勒思想的启发，德国经济学家理查德·马斯格雷夫分别从配置经济资源、平衡收入分配、维持经济持续稳定发展的政府职能入手，明确提出了财政分税制理论。他认为地方政府没有足够财政能力来平衡收入分配和稳定经济发展，所以应由中央政府来

负责，地方政府只能根据地区经济发展水平，因地制宜进行资源分配，从而达到帕累托有效状态。理查德·马斯格雷夫支持地方政府与中央政府间适当的财政分权，并通过不同的税种分配将财政分权制度合理确定下来，使地方政府拥有财政独立性。在此基础上，美国经济学家瓦勒斯·奥茨正式提出财政分权定理，他认为地方政府比中央政府更加有效的为公众提供零其满意的公共产品服务。

## 2.1.2 财政预算软约束理论

财政预算软约束理论主要围绕着以商业银行为主体的预算软约束理论和以地方政府为主体的逆向软约束理论。所谓预算软约束，是指当某经济组织也就是预算约束体面临入不敷出，收难以覆盖巨大支出的财务危机时，通过其支持体的救助从而继续维持运行。相比于预算硬约束的完全依靠自有资源经营，预算软约束体可以在其支持体的帮助下得以生存，当预算约束体是商业银行，其支持体通常为地方政府财政或者中央银行，而当预算约束体为国有企业时，其支持体则为商业银行以及地方政府财政。不论约束体是银行或是国有企业，政府都扮演着支持体的角色，在他们遇到财务困境时，直接转移财政资源帮助约束体渡过难关。这也进一步说明，预算软约束是造成政府过度财政支出的制度缺陷，决定且也限制了政府在公共服务方面所发挥的作用和执行质量。当政府财政失去实际作用时，其他部门将打破收支平衡目标，政府预算将失去实际约束力，有造成严重财政赤字的潜在风险。

政府为商业银行提供信用支持的同时，也提供流动性保证，这使银行体系的信贷扩张更加具有弹性，也加大了实体经济中其他部门的信贷扩张弹性。若地方政府无法在实体经济约束的背景下，把控信贷扩张的合理范围，将构成地方金融风险的重要来源，当商业银行及企业出现现金流量断层或者期限错配等问题时，资产负债表双方将出现严重失衡，地区金融不稳定性加深，金融危机由此产生。

随着我国改革开放的不断深入以及经济体制的诸多变迁，我国地方政府的财政预算软约束也大概经历了三个阶段，分别是1994年分税制改革之前、1994年分税制改革后到2008年的“四万亿”刺激经济计划、2009年实体经济降温后至今。首先是1994年分税改革之前，市场经济体制刚确立不久，预算软约束主要出现在计划经济体制下的国有企业，随着企业制度以及政策的结构性改革，存在

于国企中的预算软约束逐渐向政府预算软约束转变,常伴随逆向预算软约束现象出现。其次是分税改革之后的近十五年过程中,地方政府财政软约束的影响逐渐发展扩大,具体表现在地方政府借助房地产市场将财政缺口转变变为资本,随着房价不断攀升,政府控制的土地价值也得到迅猛增长,这样一来,政府通过不断地土地转让突破预算约束,实现“经济发展——房价上涨——地价攀升”的土地财政模式转变,将政府的财政实力与实体经济发展和金融支持捆绑在一起。然而,当实体经济处于下行阶段或者遭遇不利的外部冲击,这样的财政模式将会受到巨大威胁,房地产市场投资效益下滑,财政收入减少,财政支出却在攀升,以土地为支持的政府信用将会受到很大影响。最后是2009年“四万亿救市”政策出台至今,经济处于下行压力,财政缺口不断扩大,与此同时,随着地方政府融资平台的出现,地方政府财政预算软约束也逐渐走向市场化,地方政府通过地方政府融资平台扭转了政府因实体经济发展难以支撑而导致信用扩张受限的局面,由此也开启了中央政府隐性担保的预算软约束模式。在这种模式下,地方政府在中央政府信用的加持下,加强与行业银行之间的合作,地方政府的财政实力得到提升,财政缺口也得到有效填补。

所谓逆向软约束,是指地方政府为逃避中央政府的财政硬约束,倚仗自身权力,向其所辖范围内的下级组织变相获取资源的行为。具体表现在,地方政府通过开辟征收税款渠道提高财政收入,变相增加企业与个人的税负压力;地方政府诱使下级单位或企业向基础设施项目投资捐款,这些债务规模不仅没有纳入地方政府的财政而且规模难以估算,地方政府在一定程度上从预算约束中的支持体变成约束体,下级单位则从约束体转变为支持体,地方政府通过此举完成对现有预算约束的突破。在我国经济发展与制度改革的进程中,复杂的干部晋升制度和落后的政绩观是逆向软约束现象的催化剂,地方政府的风险自上而下传染至财政金融体系更为脆弱的下级单位和相关企业。

在传统预算软约束理论的基础上,后来又衍生出双重预算软约束理论,即地方商业银行作为地方政府预算软约束里的约束体,也是企业单位的预算软约束中的支持体。这样一来,地方政府财政收支与商业银行资产负债密切相连,加之地方政府和中央政府信用加持,商业银行很容易出现过度投资的行为。

由于预算软约束的存在,地方政府与商业银行具备了债务转移能力,当自身

出现危机时，就把债务转移到具有更大偿债能力的部门，实现自我债务危机的解除，从而维持财政收支平衡与资产负债平衡。地方政府将地区金融资源置换成的财政，财政金融混合进一步加深，地方政府短时间内容易积累流动性风险，加速金融系统性风险的爆发。

## 2.2 金融稳定相关经济学理论

### 2.2.1 金融加速器理论

金融加速器理论发端于债务通缩理论。债务通缩理论是美国计量经济学先驱欧文·费雪在二十世纪三十年代初的经济大萧条时期提出的，费雪认为经济主体的过度债务行为，会使处于萧条时期的经济面临更为严重的通货紧缩危机，使经济发展水平急速恶化，甚至陷入恶性循环当中。美国经济学家伯南克在债务通缩理论基础上，结合经济大萧条时期美国金融经济发展的实际情况，推导出金融加速器的传导路径。伯南克认为，什么水平的企业经营决定投资什么水平的项目，项目的回报收益为企业贮存大量内部融资资源，可以帮助企业降低对外部融资援助的需求。若企业身处不利的外部融资环境时，企业为筹集资金所付出的代价也会增多，不利冲击通过信贷市场的催化与放大，严重阻碍经济发展，这种效应被称为金融加速器效应。

伯南克认为从宏观经济大框架下讨论的金融加速器效应，应该考虑金融系统中的摩擦，实际经济发展的过程中信息完全对称和无摩擦环境是不可能存在的，信贷市场对实体经济的不利冲击会在代理成本和信息不对称的催化下放大，加剧了金融体系的脆弱性和不稳定性。举个例子，投资方在了解企业投资方向，治理能力、风险收益等相关信息时，需要付出高昂的成本，这被伯南克看做是代理成本的一种特例。正是由于这种“代理成本”的存在，当市场存在不利冲击时，股市也会陷入低迷，企业也会因此减少抵押品，因此贷款方将面临风险，这将给企业带来更高的还款压力，企业的总成本随着外部融资成本的上升而跟着增加，迫使企业减少投资，产品产出也会受到影响，最终使企业估值降低，又会进一步影响企业股价，如此循环，市场的不利冲击会通过企业投资产出的变动对实体经济造成更大的打击。

## 2.2.2 金融不稳定假说

美国经济学家明斯基将眼光聚焦于经济的长期均衡与波动,强调金融投资在经济社会中的重要地位,从宏观角度提出金融不稳定性长期且固定存在于资本世界的经济周期循环中。不仅如此,明斯基还从微观视角阐明了在资本主义经济中,金融系统具有高度复杂性,连结着资本世界的从前和将来,明斯基指出微观主体能否偿还债务以及兑现融资承诺取决于自身现金流量情况和利润的预期。

具体来看,明斯基从以下路径系统性阐述了金融不稳定的形成机制:首先,明斯基认为利润是打通是实体经济与金融之间屏障的关键纽带,企业目标利润的实现,不仅可以帮助企业偿还债务,还能促使企业对外投融资扩大经营规模,利润是沟通前期债务与未来贷款之间的关键。那么企业的投融资决策是关系到其利润能否实现的重要环节,所以明斯基认为,利润是经济与金融的纽带,投资行为则是企业利润高低的决定性因素。其次,明斯基根据收入与支出对经济主体进行分类,分别是稳健型融资、投机型融资以及庞氏融资。稳健型融资,顾名思义就是该类型经济主体的投资风格是极为审慎严谨的,投融资项目一般都较为安全,风险系数较低,这保证了其稳定的现金流收入足以偿还往期债务,这样一来,企业的抗风险能力则会大大提升,面对经济带来的不利负面冲击有较好的防御能力。投机型融资,这类企业在短期内,无法通过现金的方式偿还往期债务,若期限放长远,这类企业就可以通过回收利润的方式用现金收入偿还债务,简单来说,就是借“短期”的钱投资“长期”的项目,不难发现,这类经济主体抵抗经济冲击的能力相对较弱,滚动发债的政府和个别企业是这类经济主体的典型代表。庞氏融资,这类型企业的现金收入不仅无法偿还利息,更不要说偿还本金,只能通过出售或抵押资产来获得新的投资从而偿还往期债务,企业现金流难以支撑重大的经济冲击,抵御风险的能力几乎为零,是三类融资主体中极为危险的存在。投机型融资主体和庞氏融资主体对现金流和市场利率的改变极为敏感,三种融资主体之间的转换也引起了明斯基的思考。

明斯基认为,企业的获利机会是企业由稳健型融资向投机型融资的关键,企业决定是否进行再融资是由投机型融资向庞氏融资转变的主要原因。若经济由投机型融资主体和庞氏融资主体主导,那么经济将处于极为脆弱敏感的状态,抵抗风险能力将受到限制。明斯基认为银行家由于贷款人风险的存在,会减少对企业

的贷款，在贷款合同中增加更多限制性约束，降低融资主体由稳健型体系向另外两种体系的转变速度，同时也降低了金融由稳定向不稳定的风险。

明斯基认为政府和中央银行在防止金融由稳定向不稳定转变的过程中起到关键作用，所以提出了“大政府”和“大银行”概念。政府通过出台反周期变化的政策，通过财政收入、扩大就业等方式限制金融由稳转危的速度，央行在经济陷入困境时，满足金融机构对基础货币的需求，同样可以防止金融向不稳定的转变。然而政府赤字规模的不断扩大会迫使政府因债务压力过大而破产，根据储蓄投资恒等式，政府支出和转移支付的增加，导致总需求水平的上升，在社会总供给曲线不变的前提下，总需求曲线越高，物价水平越高，也就是说，政府支出和转移支付会导致通货膨胀现象的发生，所以政府和中央银行无法有效维护金融稳定，只是降低金融由稳定向不稳定转变的速度，所以，金融不稳定将一直存在与经济发展的过程中。

### 3 地方政府杠杆率对金融稳定的影响机制分析

#### 3.1 地方政府杠杆率与地方政府债务的发展现状

##### 3.1.1 地方政府杠杆率的发展现状

为了应对经济冲击，我国政府在 2008 年底推出了“四万亿刺激计划”，之后的两年时间里，世界经济一直处于低迷状态，而中国经济仍保持强有力的发展势头。时间拉回 2020 年，“四万亿刺激计划”的余温还未消失，重点来看政府部门，我国政府部门在后来十几年的发展中，总体杠杆率虽远低于国际政府杠杆率的临界值，但却逐渐呈现出中央政府杠杆率较低，地方政府杠杆率攀升速度越来越快的现象，地方政府杠杆率的高速攀升，离不开地方政府债务的持续增长，和我国经济增长放缓。针对地方政府债务持续增长的问题，究其背后的原因，大致可以总结出以下几点：“四万亿刺激计划”余温未退、地区间 GDP 竞争、政府银行间预算软约束政策的不断发酵、银行体系的金融创新等。

我国地方政府杠杆率是由地方政府债务与国内生产总值之比计算得出，具体来看数据，通过图 3.1 我们可以发现，我国政府杠杆率从 2008 年年底到 2020 年的十二年时间，从原来的 27.1% 上升 45.6%。相比较而言，美国政府杠杆率十二年间杠杆率攀升将近 26%，突破 100% 大关，欧洲国家杠杆率增加也超过 30%，从增长幅度来看，我国政府杠杆率规模扩大将近 70%，远远高出发达国家的平均水平。单看 2020 年这一年，受新冠肺炎的影响，全球经济遭到重创，我国政府杠杆率一年内增长 7.1%，达到 45.6% 的水平，增幅高于 1998 年和 2008 年两场金融危机期间的政府杠杆率增幅，达到历史政府杠杆率增幅最高。中央政府杠杆率和地方政府杠杆率分别上涨 3.1% 和 4%，分别达到 20% 和 25.6% 的水平。

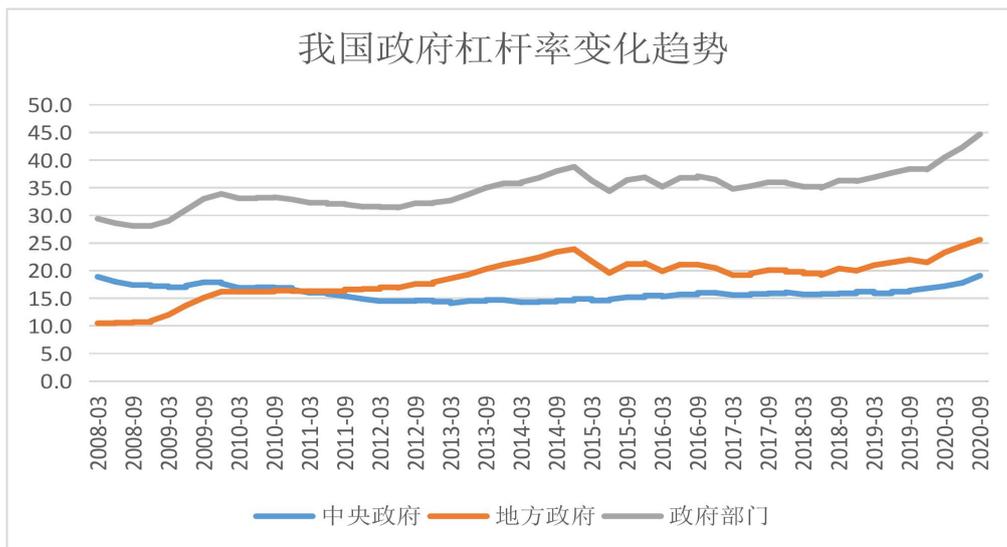


图 3.1 我国政府杠杆率变化趋势

资料来源：中国统计数据库

图 3.2 表明我国政府杠杆率总体水平在世界范围内并不是特别高，远低于某些发达国家，甚至是有些新兴市场国家。虽然政府杠杆率中体水平维持在合理区间，但杠杆结构存在严重失衡问题，具体表现在中央政府杠杆率水平较低，但地方政府杠杆率水平总是维持在较高水平，这是因为我国地方政府的财权跟不上所辖事权的不断变化，地方政府负担了超过其承受范围的政府债务，重度依赖地方政府融资平台，加之影子银行业务等银行体系的不断金融创新完善，地方政府债务不断上升，超过合理可控范围。政府杠杆率结构性问题的出现，直接影响我国宏观经济杠杆率的结构优化，我国宏观杠杆率出现结构性失衡问题的风险加大。

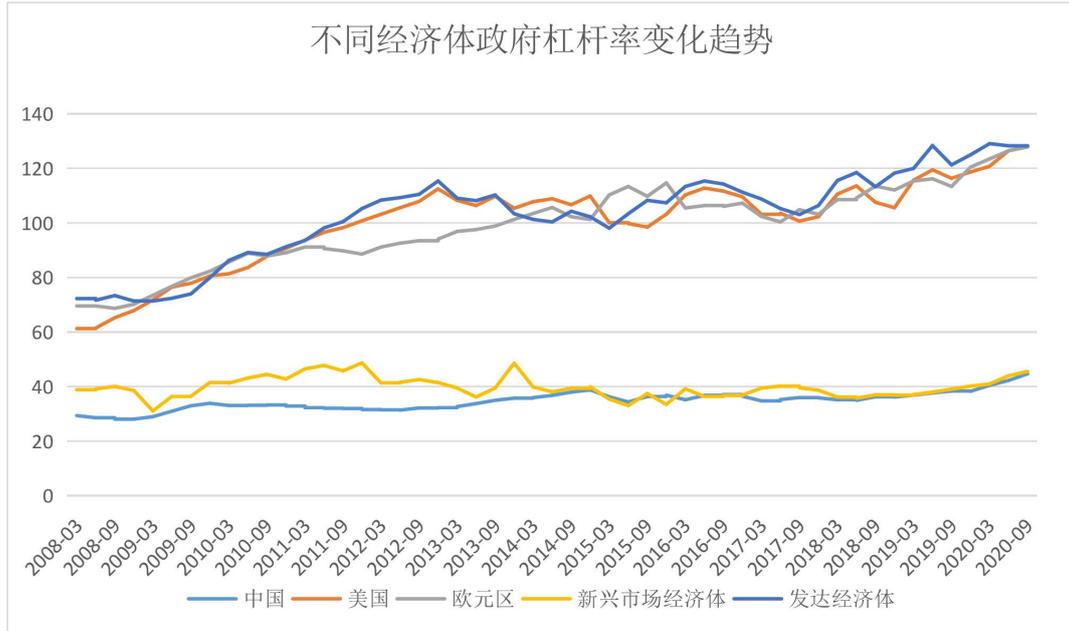


图 3.2 不同经济体政府杠杆率变化趋势

资料来源：国际金融协会，国家资产负债表研究中心

### 3.1.2 地方政府债务的发展现状

剔除 GDP 增速的影响，单独来看政府债务部分。政府债务尤其是地方政府债务不断扩张，债务结构逐渐失衡，引起了国家的高度重视。从图 3.3 我们不难看出，我国地方政府债务从 2008 年开始进入了高速增长阶段，在 2011 年出现短暂低速增长后，又保持较高水平的增长速率，最近几年我国地方政府债务增速放缓，债务规模开始保持平稳态势，这离不开 2015 至 2017 年三年内的中央地方政府间的债务置换，之后的三年又持续对地方政府及融资平台的融资行为进行整顿，合理控制债务规模。2008 年至今，我国审计署对政府债务进行了三次大规模审计调查，审计结果显示，2010 年的第一次审查报告中，地方政府债务余额约为 10.7 万亿元，其中不到 50% 用于 2008 年之前的基础设施项目，说明两年内地方政府债务翻了一倍；2011 年的审计结果显示，由于大量债务得到偿还，所以债务增幅不大；2013 年的审计数据表明，由于 2012 年地方政府大量举债，到 2013 年底，地方政府债务规模高达 17.9 万亿元。具体来看 2020 年，图 3.3 显示 2020 年全年中央政府债务增加额和地方政府债务增加额分别为 3.88 万亿元和 4.35 万亿元。

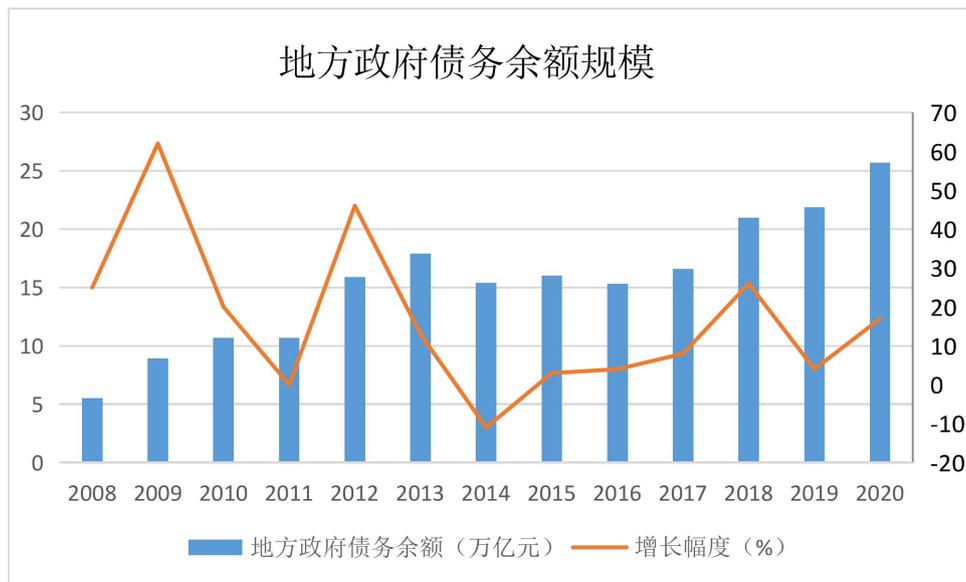


图 3.3 我国地方政府债务余额规模

资料来源：Wind 数据库

地方政府债务在不同的分类口径下，有不同的统计方法，具体按照其表现形式，可以分为显性债务和隐性债务两类，如图 3.4 所示。其中，显性债务又可以进一步划分为地方政府债务和城投债，2020 年底，我国地方政府债规模达到 25.43 万亿元，城投债规模也逼近 11 万亿元大关。针对地方隐性债务，不同口径下的估算结果差别较大，较为合理的估算结果大约在 35 万亿元到 40 万亿元的区间范围。

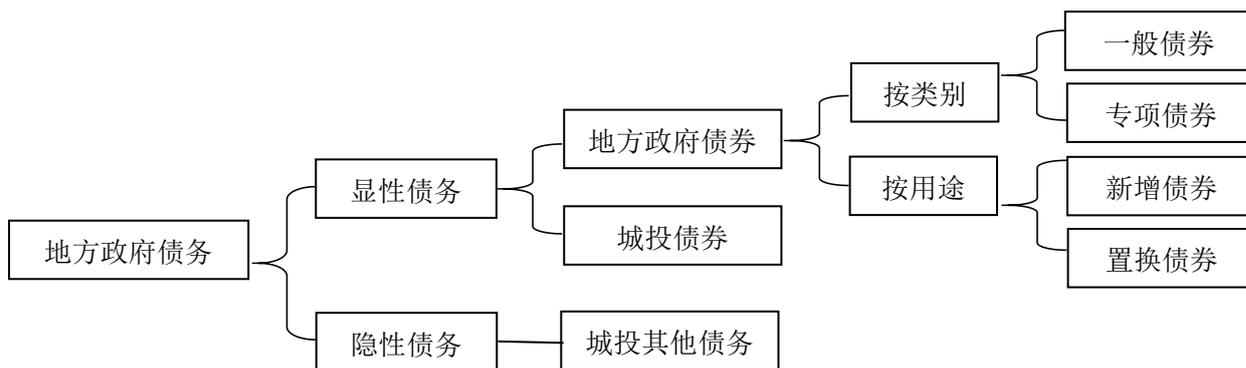


图 3.4 我国地方政府债务分类

根据 2019 年的公开数据，我国地方政府杠杆率平均水平维持在 31.22%，参照表 3.1 横向比较我国东西部省市的杠杆率水平不难发现，东部省份的政府杠杆率大部分低于全国平均水平，少部分城市超过全国平均水平；然而中西部省份的

政府杠杆率普遍居高，债务压力较大，这说明我国不同地区的政府杠杆率存在差异，金融发展水平差距较大。

表 3.1 我国不同省份政府杠杆率

东部		中部		西部	
广东	16.30%	河南	19.77%	西藏	26.46%
上海	20.87%	湖北	28.54%	陕西	32.55%
山东	26.36%	山西	29.27%	四川	34.43%
福建	23.16%	安徽	32.31%	重庆	37.76%
江苏	27.01%	湖南	36.41%	云南	45.93%
北京	27.98%	江西	38.62%	甘肃	46.34%
浙江	30.43%	黑龙江	42.09%	新疆	49.65%
河北	31.76%	内蒙古	47.98%	宁夏	51.33%
辽宁	37.64%	吉林	49.19%	贵州	71.68%
广西	40.89%			青海	84.24%
海南	49.62%				
天津	68.69%				

资料来源：Wind 数据库，各地财政统计年鉴

从最近十几年的地方政府发展历程来看，地方政府债务扩张速度波动率越来越平稳，但是新冠肺炎疫情这种不确定因素对经济的冲击，让政府债务增长幅度再一次扩大，地方政府杠杆率也不可避免的攀升，债务风险也在慢慢积累。其实，我国地方政府杠杆率和债务风险的增加是有迹可循的，为了拉动经济增长改善民生，地方政府不断地扩大债务规模，甚至绕开《预算法》和《担保法》，通过地方政府融资平台大量吸取资金，与地方商业银行和影子银行加强合作从而不断扩大债务规模，模糊了地方财政与金融之间的权责界限，债务风险和金融风险交织，地方金融稳定遭受了巨大挑战。所以找到地方政府债务扩张的不同路径，厘清地方政府杠杆率攀升对地方金融稳定影响的背后传导机制，对合理控制地方金融风险维护地区金融稳定具有重要意义。

### 3.2 地方政府杠杆率对金融稳定的影响机制

研究地方政府杠杆率对金融稳定的传导机制，就是研究地方政府债务对金融稳定的影响机制。地方政府债务的扩张涉及部门众多，尤其是以地方商业银行为代表的金融机构，地方政府财政风险与金融风险交织蔓延，加之地方政府融资平

台融资的催化,地方政府债务问题早已变成包含金融财政乃至宏观经济调控的问题。因此,找到地方政府债务扩张对金融稳定的影响路径和风险传导机制是十分重要的。

### 3.2.1 基于地方政府融资平台的金融稳定机理分析

改革开放以来,我国中央政府和地方政府一直致力于推动地方经济发展,我国地方政府在城市建设上发挥了举足轻重的作用。分税改革至今,中央政府在将地方政府财政体系剥离出去的同时,削弱了地方政府的财税权力,地方政府财政一直处于“入不敷出”局面。在城镇化建设的大背景下,地方政府负担着艰巨的工作任务,事情多资金少,导致不少地方经济和金融发展受到限制。后来,在《预算法》和《担保法》的双重法律约束下,地方政府在应对公共基础设施项目建设中更为捉襟见肘。为破解这一困境,地方政府不得不开辟其他融资渠道,通过地方商业银行以及相关信托基金公司发行城投债,来满足地方政府在地区建设中的财政缺口。地方政府融资平台的出现,为地方政府筹集资金提供了新的渠道。地方政府融资平台实际由地方政府控制,这类公司的主要目标是筹集资金,投资项目多为公共基础设施项目或其他城市建设项目,平台可以分为城市建设投资公司、城市建设开发公司和城市建设资产公司等等。地方政府融资平台在很长一段时间里缓解了地方政府的财政压力,在推进城市建设和带动地区经济发展的过程中扮演着极为重要的角色。相关数据显示,我国东部地区的地方政府融资平台数量多于中西部省市。近些年不少政策新规相继出台,大多用来整顿地方政府融资平台的混乱局面,政策要求加速地方政府撤出融资平台日常经营的速度,清除融资平台为地方政府融资的职能,也就是说融资平台不能再扩大地方政府债务,融资平台转型被提上改革日程。然而,在政策实行的过程中,地方政府与融资平台间根深蒂固且错综复杂的关系难以真正消除,部分政府仍借助融资平台扩大债务规模,债务风险依然存在。

在我国地方财政发展进程中,企业、地方政府和金融机构之间的关系盘根错节。具体来看地方政府融资平台的自身组织架构和运营模式,不难发现其在产权归属、权责分配以及盈利能力方面皆存在先天和后天的不足。首先从产权角度出发,地方政府融资平台的高层管理人员大部分由地方政府委任或推荐,大部分资

金收入也划归于地方政府的财政报表,这从根本上直接决定了地方政府融资平台难以摆脱政府的控制,无法与其他普通公司一样进行正常的组织经营,一般的公司治理制度也难以得到合理有效的维系,间接导致了地方政府融资平台在竞争市场中难以保持独立性从而获得社会融资。其次在权责分配方面,地方政府融资平台在政府担保下,由银行获得资金贷款后,大部分资金被投放至其他单位或附属项目单位使用,以致于同期借款难以得到统一偿还,加之借款人和实际资金使用人无法做到统一,地方商业银行就无法准确掌握资金去向和运转环节,一定程度上阻碍了权责的合理分配。最后着眼于地方政府融资平台的盈利能力,其主要收入来源于土地转让等业务,并且离不开地方政府的大力补贴,一旦地方政府财政收紧或其他业务资金难以回笼,地方政府融资平台的盈利能力将受到巨大冲击。总的来说,地方政府融资平台的财务运营管理、公司的日常经营决策等方面都缺乏良好的独立性,限制自身发展的同时,也影响到金融机构的金融资源分配,是加速地方政府债务风险向系统性金融风险转变的催化剂。

对于地方政府来说,地方融资平台的存在有利有弊,协助地方政府拉动经济增长和加快城市建设的同时,也无形中促使地方政府债务规模超出合理范围,为债务风险扩散和系统性金融风险的爆发埋下祸根。具体来说,在中央政府信用的隐性担保下,为了完成年度经济发展任务,或者与其他地区政府进行“GDP 竞赛”,地方政府在各类融资平台帮助下,攫取社会资源资金,债务风险也在这个过程中不断积累聚集。由于大部分融资平台属于公益性融资公司,其投资项目大部分集中于基础设施建设、医疗教育和城市发展等方面,项目的投资期限较长,且回报很小甚至为零,是典型的社会性效应项目,这导致地方政府融资平台向地方商业银行的借款大部分是无法偿还的,但在地方政府的隐性担保下,融资平台无力偿还债务自然由地方政府来偿还,这些债务虽然不公开记录在地方政府财政预算收支中,但规模却极其庞大且难以准确测量,这类债务随着项目的增多和时间的推移,逐渐成为威胁地方政府债务结构的“隐性债务”。这类债务的存在,潜移默化的腐蚀着地方政府债务结构,不断扭曲地方政府杠杆率与中央政府杠杆率之间的关系,是“结构性”去杠杆过程中的巨大阻碍。

对于地方金融机构来说,深入剖析地方政府融资平台的资产负债表和现金流量表,不难发现,平台的投资风格大多具有“借短投长”的特点,也就是说在商

业银行拿到还款期限较短的资金去投资收益期限较长的项目，这样的投资风格和投资项目，很容易引发期限错配的问题。由于地方政府完全操控融资平台的日常运作，那么融资平台的资产负债表也就是地方政府的资产负债表，若期限错配问题长期存在，这将给地方商业银行带来巨大的流动性风险，对地方政府的偿债能力也是一个很大的挑战。当地方政府无法偿还债务，地方商业银行会是最大的受害者，大量资金难以收回，银行将很快陷入债务风险和流动性风险的双重困境中，风险聚集速度加快，必然会在不同金融机构中间交叉传播最终造成整个金融系统的崩盘，地区金融稳定的局面将不复存在。地方政府和地方商业银行之间，由于地方政府融资平台的存在，使得银行与地方政府之间业务关系的绑定更为密切，这使得地方政府过多分摊了银行在项目审批上的决策权和话语权，迫于政策压力，银行往往会放弃跟随国家宏观调控政策，来满足和迎合地方政府的“GDP 政绩观”。图 3.5 简要表示了地方政府债务风险扩张是如何通过地方政府融资平台来影响区域金融稳定的。

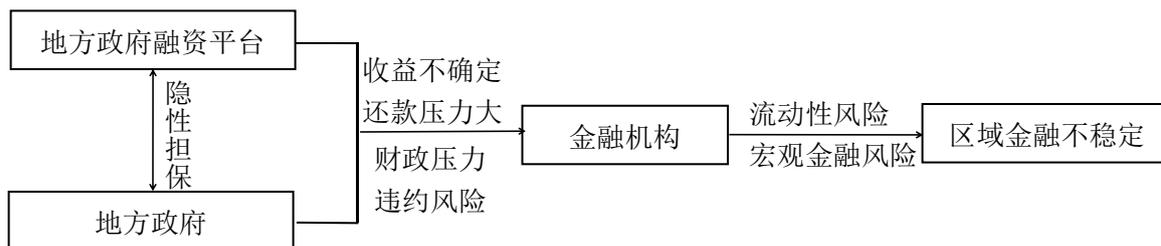


图 3.5 基于地方政府融资平台的传导路径

### 3.2.2 基于地方政府自身风险传递的金融稳定机理分析

上世纪末的分税制改革和住房商品化改革，促使地方政府过度依赖土地财政，地方政府债务风险与房价息息相关。房价增长的同时，作为地方政府融资平台借债的抵押品，土地价格也会水涨船高，这样一来，债务风险看似被降低，但实际上，一旦房价走势不乐观，地方政府债务的偿还风险将迅速攀升。聚焦房价对地方政府债务的传导机制，很容易发现土地财政是地方财政收入的主要来源，我国的土地出让模式让土地价格极度依赖房价，开发商对土地使用权的需求增加，而供给端却保持不变，逐渐形成土地价格居高不下的局面。过高的土地价格为地方政府的财政收入带来了极大的补给，地方政府偿债能力提升，这也一定程

度上加深地方财政收入对土地财政的依赖，房价的波动直接影响地方政府收入。不仅如此，地方政府如此依赖土地财政，还会反作用于房价，刺激房价和土地价格进一步攀升，产生经济泡沫，危及实体经济的方方面面，更为严重的是，地方政府的债务违约可能性越大，其更倾向于提高抵押品价格来刺激土地价格的上涨，这样一来房价也随之快速攀升。

查阅相关资料，我们发现随着政府级别的提升，发生债务风险的可能性也就越小，反之，低级别的政府更加容易爆发债务风险。从建国初期的中央政府决定所有政府的财政收入支出，到七八十年代的初设“划分收支，分级包干”的财政分权制度，中央政府的财政收支权力逐渐下放，直到1994年的财政分权改革，从法律制度上彻底划分中央政府和地方政府财政收入支出的权责范围，两套相对独立的税收体系自此建立起来，二者间的占比关系也有所改变，改革当年地方政府财政收入占全国财政收入的比重迅速下降至原来的一半左右，大致为44.3%，近十几年来地方政府财政收入占全国财政收入的比重一直在45%的水平上下浮动。根据上一小节的分析，很容易得出我国政府债务结构存在严重的失衡问题，中央政府的债务合理可控，远低于临界指标；然而我国地方政府的债务原本的规模就很大，在近二十年的城市建设过程中，我国地方政府债务不减反增。尤其是去年，由于突发公共卫生事件给我国经济带来的冲击，地方政府债务达到峰值，严重超过合理可控的范围，政府债务结构更加扭曲。

银行贷款是地方政府的主要资金来源，因为政府信用背书的存在，银行才可以将贷款投入至资金回收期限较长的公共建设项目。但是政府信用的无限制背书，政府债务保持高速增长，当超出地方政府承受范围时，地方政府无法还款，银行面临破产危机的同时，政府信用也会受到严重破坏，政府信用的下降不仅会导致经济金融领域出现危机，其社会影响也是极具危害性的，对国家发展造成重大打击。更为严重的是，无限制的地方政府信用背书造成的地方政府高杠杆危机和债务风险，会在政府体系之间蔓延传播，危机和风险的雪球愈滚愈大，严重时可能造成政府停摆。针对风险在政府体系之间的传播，分为两个不同方向，每个方向的传播所带来的后果都是极其严重的。

具体来看，地方政府与中央政府之间的债务风险和高杠杆危机的传递。当地方政府债务突破其可承受范围，中央政府会站出来为替地方政府“还债”，此时

债务风险和杠杆率危机就开始由下自上传递了。随着中央政府“兜底行为”次数的增加，由下而上传递的债务风险逐渐累积，最终会影响中央政府自身的财政收支结构和政府信用。中央政府的信用一定程度上就代表了国家信用，若中央政府承担了过多的地方政府债务，其造成的严重不良后果将由整个社会民众来承担。社会总需求曲线伴随着宽松的财政政策与货币政策向右上方移动，在短期内总供给曲线保持不变，这一变动所带来的后果就是物价猛增，通货膨胀水平上升，严重影响实体经济的发展。为了填补巨大的财政缺口，无论是地方政府还是中央政府都会加大税收力度，甚至开辟新的税收渠道，变相且苛刻的收取税费，压榨企业利润，攫取社会福利，企业发展受阻也会加重实体经济瘫痪的局面，最终反作用于国家经济的发展。

中央政府与中央银行的关系十分密切，央行的独立性相对较弱，央行的货币政策的决定总是被政府的财政政策牵引，不得不为了满足政府偿债能力而向商业银行放贷，自主性不够，因此中央政府和地方政府深陷债务危机之时，中央银行也难独善其身，中央银行的一味迁就，也会变相加剧预算软约束机制的危害。

下面来分析风险传递的第二个方向，是地方政府与其下属单位企业之间的债务风险和杠杆危机的传递。结合第二章讨论的逆向软约束理论，地方政府凭借自身权力，开辟新的税种，变相压榨企业和个人的利润，将更多的外部资源聚集到政府财政资源当中，从而提升自己的偿债能力，以便更好的扩大政府债务。这与政府作为预算约束中的支持体，帮助作为约束体的下级单位和企业发展的行为大相径庭，原本应受地方政府帮扶的预算约束体单位变成了这段关系中的支持体，而地方政府则堂而皇之的成为约束体，不停地攫取所辖组织的资源，去完成自己的政策目标。不仅如此，地方政府依旧利用自身权力，在不改变地方政府债务规模和结构的情况下，诱导甚至是迫使下级单位或者相关企业为某些市政建设项目筹钱投资，通过追加投资来加速工程建设，缩短工期而达到早日获取收益的目的，而这些债务也依然属于隐性债务的范畴。这样一来，地方政府的债务风险就传递给下级单位和相关企业，推升企业部门杠杆率水平，债务风险和企业高杠杆危机混合交织，极易触发系统性金融风险，对金融稳定造成严重威胁。图 3.6 很好的展示了我国政府间债务风险传递的具体流程。

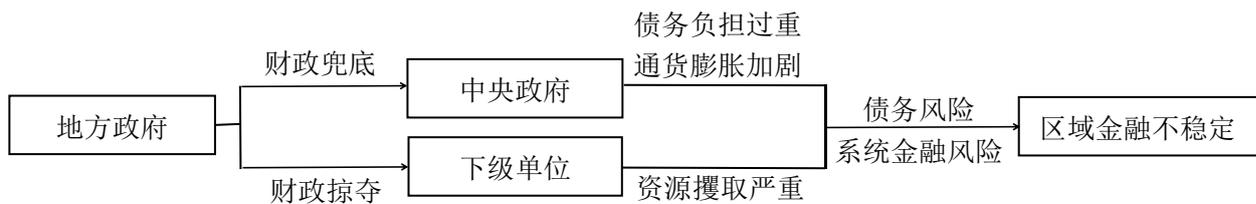


图 3.6 基于政府间风险传递的传导路径

### 3.2.3 基于区域银行体系的金融稳定机理分析

在预算软约束理论的基础上，结合我国实际经济发展情况，我们不难找出，地方商业银行是预算软约束中的约束体，地方政府和中央银行扮演着支持体的角色。地方商业银行有背后的政府撑腰，满足刚性兑付的条件，因此商业银行将大部分金融资源划拨给政府进行城市建设，地方政府债务规模也在不断攀升。上文提到融资平台实际上由地方政府控制，所以融资平台与地方商业银行之间的关系也十分密切，银行在融资平台投资项目审查时降低标准，把资金投入投资目标、投资回报期限尚未明确的基建项目中，在项目初始时期就埋下祸根，随着项目的不断推进，风险也在慢慢积累。

相关数据显示，我国将在未来几年内进入还款高峰期，债务数量庞大，能否按时还清款项对地方政府来说是一个重大考验。一旦地方政府难以承受高额的债务偿还任务，地方商业银行的资金回收链断裂，直接影响地方商业银行资产负债表，流动性风险迅速积聚，“挤兑”现象发生可能性巨大。不过在我国，中央银行的独立性相对较弱，当地方商业银行出现危机时，中央银行会降低法定存款准备金来帮助银行渡过难关，但中央银行不能无限制的兜底，过高的地方政府债务若得不到及时处理，政府部门杠杆率和金融部门杠杆率集体攀升，最终将会造成整个银行体系的瘫痪。

出于政治目的，地方政府总是干预地方商业银行的信贷资源分配。从地方商业银行角度来看，银行不仅有可能出于被动而不得不向地方政府或者附属融资平台提供贷款，也可能会因某些金融机构领导层的私人意愿或者晋升需求主动为政府和融资平台贷款。不论出于何种考量，这样的行为不仅会扭曲商业银行的信贷资源配置，影响商业银行在帮助中小企业融资方面发挥的作用，不利于实现帕累托有效配置的实现，不仅如此，如此宽松的信贷政策还会使银行发生信贷扩张，

影响地区金融的正常稳定发展。

地方中小银行在推动地方政府融资方面亦发挥着举足轻重的作用,连接和沟通了融资平台主体、政府监管部门和地方政府之间的关系。与大型商业银行相比,由于地方政府在地方政府融资平台运营中干涉过多,中小银行在获取平台公司内部信息方面更为困难。不仅如此,地方中小银行的资金成本相对较高,国企等大型企业很少将其作为融资渠道,无独有偶,地方政府融资平台因其特殊性,在国有商业银行授信名单中难有一席之地,这样为地方政府融资平台和地方中小银行的合作提供了绝佳的合作机会。地方政府融资平台融资模式灵活,部分模式尚未纳入征信系统,很容易造成中小银行体系“多头授信”的局面,在地方政府“GDP竞赛”加持下,隐性债务率不断攀升,债务风险迅速集聚,对地方金融稳定性造成严重影响。

下面介绍一个银行体系的金融改革产物——影子银行。影子银行游离于传统银行体系,无需向中央银行缴纳法定准备金,脱离杠杆率、资本充足率和信贷规模的束缚,相较于传统商业银行,影子银行在信用创造上有明显的优势,是地方政府的另一个弥补资金缺口的重要来源。我国影子银行规模已从2017年占国内生产总值的百分之七十下降到如今的百分之五十左右。影子银行规模的降低,金融杠杆增速也会降低,但银行体系内的风险混合交织,金融的不稳定性局面仍然存在。

影子银行和地方政府债务的发展是相辅相成的,影子银行是地方政府债务的重要来源,地方政府债务的不断扩张也促进了影子银行的不断发展。影子银行的存在拓宽了地方政府的融资渠道,灵活了地方政府的融资方式。地方政府及其控制的地方政府融资平台所涉及的项目,风险水平较低,收益稳定,影子银行更愿意和政府担保的项目合作,地方政府为了加快城市建设和带动地区经济发展,不断扩大债务规模,由此影子银行的规模也随之迅速扩张。在研究影子银行和地方政府债务之间的关系时,必须要考虑的因素就是地区金融发展水平,地区金融发展水平的高低决定了地方政府融资渠道和方式的多样性,地区金融发展水平越高,金融机构和金融资源将会过度集中,降低了融资的多样性,地方政府难以从包括大型商业银行和影子银行在内的金融机构获取更多资金支持;地区金融发展水平越低,地方政府无法从商业银行获得足够的金融资源,影子银行的融资能力

也会受到限制，地区经济发展也会受到影响，这说明维持地区金融发展水平在特定水平，才会促进影子银行和地方政府债务健康持续发展。

仔细剖析影子银行，我们不难发现为影子银行兜底的是某些私人金融机构。这就不难解释，为何影子银行的信贷扩张可以毫无约束，但正是由于缺乏有效限制和约束，地方政府融资平台通过影子银行筹集过量资金，当平台无法偿还时，债务风险会迅速通过影子银行转变为金融风险，且这类风险极易聚集，具有高度传染性。不仅如此，由于私人金融机构有可能不为影子银行的未收回债务负责，影子银行面临资金困境时无人救助兜底，破产风险极大，一旦破产将造成连锁反应，席卷整个银行体系乃至金融系统。影子银行还有另一个特征就是顺周期变化，当经济进入繁荣状态时，影子银行也会随之进行信贷扩张，地方政府融资平台也可借此获取大量资金用于项目投资，由此带来的经济泡沫和信贷风险不容忽视；当经济金融衰退甚至萧条时期，影子银行的信贷规模又会急剧降低，甚至从地方政府融资平台中撤资，导致平台运转中断，影响平台向其他机构的还款能力，这时经济泡沫陆续破裂，金融系统将受到严重冲击，不稳定程度加剧。有关地方政府债务风险通过区域银行体系对金融稳定造成影响的传导路径如图 3.7 展示。

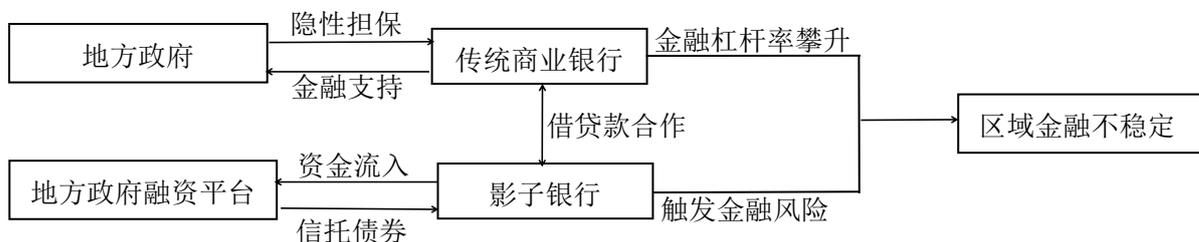


图 3.7 基于区域银行体系的传导路径

## 4 我国政府杠杆率与金融稳定性的实证分析

本章聚焦于我国地方政府杠杆率如何影响，因此实证部分将在前文理论分析的基础上，验证二者之间的关系。因此，本章将按照提出假设、模型设定、变量选取与描述以及实证分析的逻辑线条来组织。

### 4.1 提出假设

根据前一章节针对地方政府杠杆率与金融稳定之间的机制分析，不难发现，过高的地方政府债务是地方政府杠杆率攀升的主要原因和具体表现，我们总结出如下三条地方政府债务影响金融稳定性的传导路径：

首先是以地方政府融资平台为主要媒介的风险传递机制，地方政府融资平台在政府隐性担保下，借短投长，随之而来的债务风险和政府财政压力则通过链条波及地方乃至全国金融机构，引起金融风险，最终影响金融的稳定性；其次是以我国上下级政府为主的债务风险传递，地方政府不断扩张的债务迫使中央政府的财政压力逐日增加，社会通货膨胀风险加剧，地方政府“诱导”下级单位掠夺财政资源，债务风险逐级叠加，加深金融不稳定程度；最后是以银行系统为中心的传导路径，传统商业银行与地方政府相互担保支持，商业银行的信贷配置不断扭曲，且当传统商业银行无法满足扩张的政府债务，影子银行可以很好地解决政府债务危机，但是影子银行不受传统银行模式控制，发生流动性的可能性更大，最终政府的债务风险经过银行系统的催化，更为严重的损害地区金融稳定性。因此本文提出如下假设：

假设 1：地方政府杠杆率的增加不利于区域金融稳定

### 4.2 面板数据线性回归模型设定

通常用面板数据建立的回归模型由混合模型、固定效应模型和随机效应模型组成。其中 F 检验是用来检验模型属于混合模型还是固定效应模型，采用豪斯曼（Hausman）检验模型属于固定效应模型还是随机效应模型。

假设个体的回归方程下式所示：

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\delta + u_i + \varepsilon_{it} \quad (i=1,\dots,n; t=1,\dots,T)$$

其中， $x_{it}$  表示变量随个体及时间变化， $z_i$  表示变量不随时间改变，复合扰动项为  $(u_i + \varepsilon_{it})$ 。若截距项  $u_i$  与某个解释变量相关，则为固定效应模型。若截距项  $u_i$  与所有解释变量  $\{x_{it}, z_i\}$  均不相关，则为随机效应模型。

若回归方程适用于样本中的每个个体，则该模型为混合回归模型。

#### 4.2.1 个体固定效应模型

对于固定效应模型，给定个体  $i$ ，得到如下方程式：

$$\bar{y}_{it} = \bar{x}'_{it}\beta + \bar{\varepsilon}_{it}$$

其中， $\bar{y}_{it} \equiv y_{it} - \bar{y}_i$ ， $\bar{x}_{it} \equiv x_{it} - \bar{x}_i$ ， $\bar{\varepsilon}_{it} \equiv \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$ ，只要  $\bar{\varepsilon}_{it}$  与  $\bar{x}_{it}$  不相关，但  $\beta$  相同，则称为个体固定效应。

#### 4.2.2 时间固定效应模型

假设模型为：

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\delta + \gamma S_t + u_i + \varepsilon_{it}$$

令  $\lambda_t = \gamma S_t$ ，其中  $S_t$  不可观测，代入上式后可得：

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\delta + \lambda_t + u_i + \varepsilon_{it}$$

将  $\lambda_t$  定义为第  $t$  期独有的截距项，对应第  $t$  期对被解释变量  $y$  的效应，该模型中不同时间截面之间的截距项是不同的，但是回归系数是相同的，此模型为时间固定效应模型。

#### 4.2.3 随机效应模型

假设面板数据回归方程为：

$$y_{it} = x'_{it}\beta + z'_i\delta + u_i + \varepsilon_{it}$$

随机效应模型假设不同个体的扰动项互不相关，由于  $u_i$  的存在，同一个体不同时期的扰动项之间存在自相关。即：

$$\text{Cov}(u_i + \varepsilon_{it}, u_i + \varepsilon_{is}) = \begin{cases} \sigma_u^2, & \text{若 } t \neq s \\ \sigma_u^2 + \sigma_\varepsilon^2, & \text{若 } t = s \end{cases}$$

其中， $\sigma_u^2$  为  $u_i$  的方差，而  $\sigma_\varepsilon^2$  为  $\varepsilon_{it}$  的方差当  $t \neq s$  时，其自相关系数为：

$$\rho \equiv \text{Corr}(u_i + \varepsilon_{it}, u_i + \varepsilon_{is}) = \frac{\sigma_u^2}{\sigma_u^2 + \sigma_\varepsilon^2}$$

显然，同一个体不同时期的扰动项之间的自相关系数  $\rho$  不随时间距离 ( $t-s$ ) 而改变，故随机效应模型也被称为等相关模型或可交换扰动项模型。 $\rho$  越大，复合扰动项 ( $u_i + \varepsilon_{it}$ ) 中的个体效应部分  $u_i$  越重要。

#### 4.2.4 混合模型

若所有个体都拥有完全一样的回归方程：

$$y_{it} = \alpha + x'_{it}\beta + z'_i\delta + \varepsilon_{it}$$

$y_{it}$  为被解释变量， $\{x_{it}, z_i\}$  是解释变量，其中  $x_{it}$  不包括常数项。混合模型的基本假设是不存在个体效应，不同个体之间的截距项和回归系数都相同，因此对于该假设必须进行统计检验。

#### 4.2.5 模型构建

结合本文的研究思路，提出如下方程式：

$$VOL_{i,t} = \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 FDL_{i,t} + \beta_4 UL_{i,t} + \beta_5 PPI_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

其中，被解释变量 VOL 表示金融杠杆率波动率，解释变量 LEV 表示地方政府杠杆率，控制变量 FD 代表财政分权程度，地方金融发展水平由 FDL 来表示，UL 表示城镇化水平、PPI 表示生产价格指数，每一个省份省份用  $i$  表示， $t$  代表年份， $u_i$  代表截距项，该公式表示个体效应模型。

$$VOL_{i,t} = \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 FDL_{i,t} + \beta_4 UL_{i,t} + \beta_5 PPI_{i,t} + u_0 + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

该方程式除截距项不同外，其他部分完全相同，本式的截距项适用于每一个

不同的个体，故该公式表示混合效应模型。

## 4.3 变量选取与描述

### 4.3.1 变量选取

基于数据的可取性，本文采用的数据时间跨度为 2015-2019 年，共计五年，将我国 31 个省市的面板数据作为研究对象，使用 Stata14.0 软件，在第三章地方政府杠杆率影响金融稳定的机理分析的基础上，对我国地方政府杠杆率与金融稳定性之间的相互关系进行实证分析。本章选取以下变量作为研究对象进行实证分析：

(1) 被解释变量：金融杠杆率波动率 (VOL)，本文按照任晓怡 (2017) 和常曦等 (2018) 的计量方法，用银行信贷与 GDP 的比值求 HP 滤波，得到其波动项，再将得到的波动项求绝对值。银行信贷除以 GDP 的结果经过 HP 滤波的处理可以剔除经济因素，使指标更准确地反映金融风险情况，且银行信贷具有顺周期性，该指标衡量的是银行业流动性风险的累积过程，代表了金融不稳定的累积程度。显然，波动项的数值越大，表明波动程度越大，金融不稳定程度越高。

(2) 解释变量：地方政府杠杆率 (LEV)，借鉴国内外大部分学者使用的杠杆率指标，使用地方政府债务与国内生产总值的比值来衡量，由于地方政府债务的数据很难直接获取，故后文采用债务加总的方式间接得到地方政府债务的近似值。

(3) 控制变量：财政分权程度 (FD) 按照地方政府财政收入支出占全国财政收入支出的比重来表示；地方金融发展水平 (FDL) 由地方金融业增加值除以国内生产总值的结果来表示；城镇化水平 (UL) 和生产价格指数 (PPI) 则直接通过历年统计年鉴直接获取。

### 4.3.2 变量测度及数据来源

(1) 金融杠杆率波动率的测度：使用 Eviews 软件中 HP 滤波技术对银行信贷与国内生产总值的比值进行处理，从而剔除经济周期因素，结果可以更好的反应金融稳定性程度。

(2) 地方政府杠杆率的测度：地方政府杠杆率是地方政府债务与 GDP 的比值。其中，国内生产总值数据可以通过国家统计局直接获取，而地方政府债务的计算参考朱琦（2017）与苏畅（2019）方法，对地方政府性债务进行估计，计算公式如下：

$$D_t = D_{t-1}(1 + r_t) + G_t - T_t - TR_t$$

具体解释如表 4.1 所示：

表 4.1 地方政府性债务测算公式变量表

变量名称及符号	测度方式	数据来源
财政收入（ $T_t$ ）	各省市地方公共财政收入	各省市财政年鉴及 Wind 数据库
财政支出（ $G_t$ ）	各省市地方公共财政支出	各省市财政年鉴及 Wind 数据库
中央对地方的转移支付（ $TR_t$ ）	各省市中央补助	各省市财政年鉴及 Wind 数据库
政府举债利率（ $r_t$ ）	一年期国债利率	中国人民银行

(3) 地方金融发展水平（FDL）：地方金融发展水平（FDL）很好衡量地区金融业的发展趋势，计算公式为：地方金融发展水平（FDL）=地方金融业增加值/GDP，其中金融业增加值来源于国泰安数据库。

(4) 城镇化水平（UL）、生产价格指数（PPI）的数据均来源于国家统计局。

(5) 财政分权程度（FD）中的全国财政收入支出和地方政府财政收入支出相关数据来源于 Wind 数据库和各地区财政统计年鉴。

### 4.3.3 描述性统计

表 4.2 变量的描述性统计

指标	样本数	符号	最大值	最小值	平均值	标准差
金融杠杆率波动率	155	VOL	3.0359	0.8118	1.4974	0.4403
城市 GDP 短期波动	155	FS	11.5895	6.9070	9.8558	0.9646
地方政府杠杆率	155	LEV	0.8336	0.0302	0.2579	0.1364
地方金融发展水平	155	FDL	0.5496	-0.1579	0.0079	0.0072
财政分权程度	155	FD	0.5036	0.2992	0.1858	0.0958
生产价格指数	155	PPI	119.4	82.4057	100.7524	5.8459
城镇化水平	155	UL	0.883	0.2774	0.5886	0.1209

本文主要变量的描述性统计结果如表 4.2 所示，其中金融杠杆率波动率（VOL）的最大值为 3.0359，最小值为 0.8118，均值为 1.4974，说明不同省份的金融杠杆率波动率之间的差距较大，且波动幅度整体较高。地方政府杠杆率（LEV）的最小值为 0.0302，最大值为 0.8336，均值为 0.2579，说明在我国地方政府杠杆率之间同样存在较大差距。

### 4.3.4 相关性分析

相关性检验结果如表 4.3 显示，地方政府杠杆率（LEV）与金融杠杆率波动率（VOL）显著正相关，表明地方政府杠杆率越高，金融杠杆率波动幅度越大，金融稳定性越差。此外，大部分控制变量与主要解释变量之间在 1%的水平上显著相关，相关系数不超过 0.3，表明控制变量具有一定的代表性，变量间不存在严重共线性。

表 4.3 变量的相关性分析

	VOL	LEV	FD	FDL	UL	PPI
VOL	1.000					
LEV	0.187***	1.000				
FD	0.310**	-0.512***	1.000			
FDL	0.182**	-0.193**	0.149*	1.000		
UL	0.048**	-0.260***	0.247***	0.187**	1.000	
PPI	0.094**	0.045	-0.048**	-0.125**	0.007	1.000

## 4.4 地方政府杠杆率对融稳定影响的实证分析

### 4.4.1 模型选择

#### (1) F 检验

F 检验的假设为：

$H_0: \alpha_i = \alpha$ ，即模型中不同个体的截距项相同，则为混合模型。

$H_1: \alpha_i = \alpha_j$ ，即模型中不同个体的截距项不同，则为个体固定效应模型。

F 统计量的表达式为：

$$F = \frac{(SSE_r - SSE_f) / [(NT - k - 1) - (NT - N - k)]}{SSE_f / (NT - N - k)} = \frac{(SSE_r - SSE_f) / (N - 1)}{SSE_f / (NT - N - k)}$$

其中， $SSE_r$  代表混合模型中的估计残差平方和， $SSE_f$  表示个体固定效应模型中的残差平方和，混合模型的估计自由度由  $(NT - k - 1)$  来表示， $(NT - N - k)$  代表个体固定效应模型估计自由度， $N$  代表变量个数， $T$  表示时间跨度， $k$  表示解释变量个数。若  $F > F_P(N - 1, NT - N - k)$ ，拒绝假设  $H_0$ ，接受  $H_1$ 。

经过地方政府杠杆率对金融杠杆率波动率影响模型估计残差平方和如下表 4.4 所示：

表 4.4 地方政府杠杆率对金融杠杆率波动率影响模型的 F 检验

模型类别	残差平方和	自由度
混合模型	25.71094	30
个体固定效应模型	14.15005	119

$$F = \frac{(25.71094 - 14.15005) / (31 - 1)}{14.15005 / (31 * 5 - 31 - 5)} = 3.240851$$

而经过查表得到： $F_{0.05}(30,119) = 1.56$

即  $F = 3.240851 > F_{0.05}(30,119) = 1.56$ ，则拒绝原假设，地方政府杠杆率对金融杠杆率波动率影响模型应选择个体固定效应模型。

(2) Hausman 检验

Hausman 检验假设为：

$H_0$ : 个体效应与解释变量无关，则为个体固定效应模型。

$H_1$ : 个体效应与解释变量有关，则为个体随机效应模型。

表 4.5 地方政府杠杆率对金融杠杆率波动率影响模型的 Hausman 检验

	yHausman
变量	VOL
LEV	1.331*** (0.224)
FD	-0.125 (0.403)
FDL	-2.673* (1.610)
UL	1.110** (0.488)
PPI	0.00467*** (0.00167)
Constant	-6.233*** (1.853)
Observations	155
Number of stata	31

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

根据表 4.5 的结果可以计算出：

$$Chi2(5) = (b - B) * [(V_b - V_B)^{-1}] (b - B) = 23.44$$

$$Prob > Chi2 = 0.0000$$

该公式表明，在服从原假设的条件下，自由度为 5 的卡方分布的统计值为 23.44，然而 P 值为零，说明原假设出现的可能性很小，故拒绝原假设，选择固定效应模型。因此，本实证使用的公式为：

$$VOL_{i,t} = \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 FDL_{i,t} + \beta_4 UL_{i,t} + \beta_5 PPI_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

#### 4.4.2 固定效应面板回归

##### (1) 面板回归结果

根据上一节的分析，本文选择固定效应模型对变量进行回归分析，具体结果如下表所示：

表 4.6 地方政府杠杆率对金融杠杆率波动率影响的面板回归结果

变量	VOL
LEV	1.551*** (0.229)
FD	0.226*** (0.444)
FDL	-2.725*** (1.538)
UL	2.685*** (0.844)
PPI	0.00299 (0.00173)
Constant	-4.067** (1.984)
Observations	155
Number of stata	31
R-squared	0.541

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

根据表 4.6 回归结果可知，地方政府杠杆率（LEV）的系数为 1.551，且通过了显著性检验，这说明地方政府杠杆率和金融杠杆率波动率之间存在显著的正

相关关系,即若地方政府杠杆率升高,则金融杠杆率波动率也会增加,也就是说地方金融稳定遭到冲击,不稳定性程度加深。具体原因是,若地方政府杠杆率越高,作为杠杆率的具体表现,地方政府债务也越高,那么政府所承担的债务风险和财政风险将通过地方政府融资平台、相关金融机构的转化与催化,逐渐积累演变成系统性金融风险及其他社会风险,从而影响地方金融稳定。

在控制变量中,财政分权程度(FD)与金融杠杆率波动率(VOL)之间的系数为0.226,通过了显著性检验,表明地方政府财政收入支出占全国财政收入支出比重越高,金融稳定性水平越高;地区地方金融发展水平(FDL)的系数为-2.604,同样通过了显著性检验,表明地方金融发展水平与金融杠杆率波动率之间存在显著的负相关关系,也就是说金融发展水平较低的地区,金融杠杆率波动率较高,金融越不稳定;城市化水平(UL)同样通过显著性检验,且与被解释变量之间存在显著的正相关关系,也就是说,城镇化水平(UL)越高的省份,其金融杠杆率波动率(VOL)越高,金融稳定性越差;其他未通过显著性检验的控制变量,其与金融杠杆率波动率之间的关系还需进一步研究。

## (2) 稳健性检验

为了检验结果的稳健性,对公式进行如下变化:

$$FS_{i,t} = \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 FDL_{i,t} + \beta_4 UL_{i,t} + \beta_5 PPI_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}$$

本文借鉴沈悦(2020)的做法,使用Eviews软件中的HP滤波技术对各省市GDP进行处理,将得到的城市经济发展水平的短期波动量,在此基础上取绝对值,作为金融稳定性的代理指标,该指标越大金融稳定性越高,因此将该指标代替金融杠杆率波动率(VOL)。回归结果见表4.7,检验结果显示,在更换被解释变量后,核心解释变量均通过显著性检验,表明此次实证分析结果是稳健可靠的。

表 4.7 稳健性结果

变量	FS
LEV	-0.706*** (0.168)
FD	-0.00873*** (0.327)
FDL	0.254*** (1.132)
UL	7.243*** (0.621)
PPI	-0.00144 (0.00128)
Constant	7.504*** (1.460)
Observations	155
Number of stata	31
R-squared	0.541

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## 5 结论及政策建议

### 5.1 研究结论

本文运用 2015-2019 年 31 个省市的省级面板数据，基于固定效应模型实证检验了地方政府杠杆率与地区金融稳定之间的关系，得出如下结论：

(1) 地方政府杠杆率的提升会显著加大金融杠杆率波动率，即地方政府杠杆率越高，地区金融杠杆率波动幅度越大，金融越不稳定。这反映出地方政府债务风险和财政风险具有传染性，并且风险逐级增大，最终引发系统性金融风险，影响地区金融稳定性。

(2) 地方金融发展水平与金融杠杆率波动率之间存在显著的负相关关系。更进一步可以理解为金融发展水平较高的省市，由于其金融环境、法律监管环境、投资环境相对较好，债务风险在可控范围，并且较少波及金融系统，故其金融杠杆率波动较小，地区金融稳定性也相对较高；相反，金融发展水平较低省市的金融杠杆率波动率则相对较高，这是因为这些省市的金融环境较差，若地方政府仍盲目扩大债务，累积的债务风险将无法得到有效控制，金融环境也会更为恶化，地区金融稳定性也无法得到保障。

(3) 财政分权程度与金融杠杆率波动率之间存在显著的正相关关系。也就是说，地方政府收入支出占全国收入支出的比重越高，地方政府应对债务风险的能力就越强，地方政府就有更多的资金来应对还款期高峰出现的持续性还债，这样一来，地方政府的债务违约风险就会大大降低，金融稳定性也会继续保持。相反，若地方政府收入支出占全国收入支出的比重较低，就说明地方政府手中的资金难以抵挡巨大的财政缺口，地方政府债务违约风险迅速聚集，并通过金融机构向金融系统蔓延，影响地区金融稳定。

(4) 城镇化水平与金融杠杆率波动率之间同样存在显著的正相关关系。当城镇人口数量越来越多时，地方政府在城市建设方面投入的精力和资金也就越多，地方政府用钱的地方多了，债务规模也就提高了，若超过合理范围，将会增加金融杠杆率的波动幅度，影响地区金融发展的稳定性。

## 5.2 对地方政府杠杆率和金融稳定性的建议

高杠杆率风险是宏观金融脆弱性的源头。正如之前分析的那样，正是因为地方政府债务的盲目扩张，我国地方政府杠杆率的攀升速度也居高不下，所以解决地方政府杠杆率增幅过快问题的关键就是合理有效的缩减地方政府债务规模。这是因为，地方政府杠杆率增幅过快，债务风险积累速度也会变快，作为宏观经济的重要组成部分，地方政府债务问题得不到有效解决，其他部门也难以做到独善其身，不同部门间的风险不断交叉渗透，严重影响我国金融系统和实体经济发展。但是，地方政府债务问题也不是一朝一夕就能立马有效解决的，应该在仔细分析债务风险的形成路径之后，面对不同途径提出更有针对性的解决方法，不能搞一刀切政策，否则将对地方政府的正常运转乃至金融系统的稳定造成不小的威胁，降低金融资源在实体经济中所发挥的作用，加剧资产泡沫膨胀，进一步引发区域性金融风险。在当前经济金融发展现实情况和一系列的政策基调引领下，“如何确定一个适当的债务规模”和“怎样将杠杆率增幅控制到适当水平”，是维护金融稳定、促进经济平稳健康发展所必须面对和解答的问题。

### 5.2.1 针对地方政府融资平台的政策建议

我国地方政府融资平台实质上是由政府背后主导设立的公司，地方政府作为“幕后推手”，担保平台的融资债务，把控平台的投资目标，操纵平台的管理层架构，平台的投资目标由政府操控，地方政府融资平台自主性缺失，完全沦为依附地方政府发展的企业，是地方政府绕开法律约束进行融资的特殊渠道。因此，对地方政府融资平台的转型改革刻不容缓，这不仅关系到融资平台自身的可持续发展，更重要的是为了避免地方政府因盲目扩大债务而产生的债务风险。

对于可以实现自主经营，现金流持续稳定的融资平台，地方政府应该逐步退出平台的日常经营管理和投资决策，帮助这些融资公司深入参与市场竞争，实行普通公司的经营模式，加速其与地方政府脱钩，成为市场经济主导下的自主经营公司。与此同时转化其债务形式，督促公司管理层对自身未来经营与投资决策负起全部责任。对于具有公益性的地方政府融资平台，其投资项目规模大、周期长、无现金流流入，无法得到社会资本的投资，只能依靠政府发债融资，鉴于此，地

方政府应将这些平台的债务融资纳入政府的债务预算中，不能一味地降低政府预算而将隐患向下级传递。对于具有一定现金流收入但收入不稳定的地方政府融资平台，这些平台经常“入不敷出”，在这种情况下，地方政府应敦促其适当改变经营方式，积极参与社会资本投资，帮助其解决经营困难。但地方政府需要厘清责任范围，地方政府只会定期对已授权经营的融资平台进行资金补贴，不再替这类平台偿还债务，根除“政府兜底偿债”模式。

完成地方政府融资平台经营模式的转化后，地方政府应在市场准入以及基础设施项目招标中给予所有竞标企业公平公正的竞争环境与竞争机会，消除地方政府融资平台在竞标过程中的优惠和特权，与此同时引入市场机制，合理划分和统一市场环境，发挥市场的调节作用，相互协同发展，实现优胜劣汰，公平竞争，真正做到由市场决定资源配置。

更为重要的是，地方政府要加强对地方投融资平台日常经营的外部审计监管力度，联合多部门多次调研平台实际经营状况，要实时掌握地方政府融资平台的资金运转和项目竞标动态，防止地方政府融资平台出现不顾实际经营状态而随意投资项目的情况出现。同时针对地方政府融资平台建立债务风险监测和预警机制，杜绝资不抵债入不敷出的现象，从根源杜绝债务风险过度集中，促进地方政府融资平台健康持续发展，进一步降低地方政府隐性债务，最终降低地方政府杠杆率。

## 5.2.2 针对我国政府的政策建议

第一，要对地方政府的债务结构进行优化，将政府债务规模控制在合理范围内。我国地区经济建设需求较大，地方政府财力早已无法满足巨大的资金缺口，政府举债是资金来源的首要选择，但如何控制其合理范围，是各个地方政府需要处理和解决的棘手问题。各地政府应根据本地区经济发展的实际需要，合理规划经济建设的时间空间问题，将政府举债与地区经济平稳发展挂钩，因地制宜，制定适合本地区持续健康发展的举债方案，优化债务结构，降低债务风险和杠杆风险。

第二，要树立科学的政府政绩观。在我国地方经济发展的进程中，“唯 GDP”的政绩观引导不少地方政府盲目扩大债务，打破地方政府与地区商业银行的合理

关系, 过度干预银行的正常经营模式, 导致银行政府责任义务划分不明确, 债务风险与系统性金融风险混合发酵, 对地方经济发展和金融稳定维持造成巨大隐患。所以, 正确科学的政府政绩观才是引导地区金融经济稳定发展的良药。这说明, 政府和银行之间需要保持合理的责任与义务关系, 不要过多干预银行等金融机构自主经营, 适当合理地分离财政系统和金融系统, 避免出现二者混乱治理引发的风险。不仅如此, 在地方政府政绩考察环节, 多元化的考察指标才能更加全方位合理的衡量地区发展现状, 科学规划地方经济发展未来目标。

第三, 地方政府要建立债务风险监测体系, 完善债务管理制度。地方政府应坚决贯彻上级政府指示, 把控债务规模, 确保其处于合理范围内, 提高资金使用率, 杜绝浪费资金或者贪腐腐败现象的出现。建立高效透明的融资举债机制, 更加有效管理地方债务, 尽力确保地方政府投资项目收益与成本相匹配, 避免“借短投长”、投资项目期限错配等问题, 将地方政府的违约风险和地方政府融资平台的潜在风险降到最低。与此同时, 建立地方政府杠杆率预警机制, 及时评估本地区政府债务状况, 构建多指标风险检测体系, 避免出现地方政府杠杆率不高但是债务率很高的问题, 还要设立风险临界值, 对可能出现的高风险事件做出提前预警和及时处理, 防止政府债务风险扩散至其他领域, 引起更大范围的金融风险。

第四, 地方政府要正确处理与上级政府间的关系, 灵活调整财政分权程度。首先, 中央政府要进一步加强对地方政府债务的外部监督, 严防地方政府通过融资平台及其他途径盲目扩大债务, 鼓励银行等机构部门对融资平台的资金运营进行审慎的监督检查, 确保做到资金透明; 除此之外, 中央政府还需根据各地方政府的实际情况, 合理调整和分配对各地方政府的转移支付, 解决因地方政府债务过高引起的高杠杆风险, 帮助地方政府调整财政结构。其次, 地方政府减少对中央政府的依赖, 建立相对独立的地方财税体系, 转变发展思路, 摒弃“中央政府兜底”思想。最后是合理调整财政分权程度的问题, 从理论上讲, 多大的事权匹配多大的财权, 科学合理的划分事权是决定财权分配的前提。然而现实中, 我国两级政府之间的事权划分混乱, 地方政府承担了超过自身承担范围的财政支出, 地方政府手中的资金难以填补巨大的财政缺口, 长此以往, 直接导致地方政府杠杆率持续快速增长。因此确定合理的事权财权关系十分重要, 政府要对自己事权管理范围内的债务负责, 也理应享受相应的利益, 各级政府之间应保持权力界限,

不应越权管理或将风险向其他级别政府扩散；同时还要科学分析项目所属类别，不应“一刀切”，应根据项目的不同类别来划分到底是中央政府负责还是地方政府管理，超过地方政府能力范围的就应交由中央政府管辖，中央政府不能拿走地方政府的财权的前提下还要放任地方政府因承担过多事权而盲目扩大债务，从而在债务风险爆发时，引火上身，最终引起更大的系统性风险，影响地区金融和经济发展。

### 5.2.3 针对区域金融体系的政策建议

首先，要规范地方商业银行的信贷行为。地方商业银行掌握的信贷资金是地方政府财政收入的另一个关键途径，科学有效的防范由信贷引起的金融风险是商业银行的工作重心。在贷款初期，商业银行应严格按照央行所规定的相关政策，对贷款和项目进行审核与分类，对债务风险进行科学评估，尤其重点考察地方政府融资平台自身的经营情况、投资项目的安全性及收益情况，在处理融资平台贷款问题时，严格规避地方政府干预，提高融资平台的借款门槛，将债务风险消除于萌芽阶段；当贷款行为发生之后，商业银行依旧需要严格把控资金流向，及时跟进项目发展情况，对于风险较大的项目应尽早终止投资，同时严厉杜绝信贷资金随意挪用；在日常经营活动中，地方商业银行要及时对融资平台进行信用评估，敦促融资平台完善自身经营提高信用等级，从而避免违约风险。与此同时，不同地方商业银行应加大合作力度，降低自身风险，减小发生系统性金融风险的可能。

其次，要健全和完善金融系统风险识别机制，严格防止以影子银行业务为代表的金融创新对地方金融系统造成的威胁。我国影子银行规模近年来有所减少，但数量仍然较多，这就需要有关监管部门加强对影子银行的监督审查，消除套利行为，降低与之相关的金融机构杠杆率，减少金融风险聚集。在加强对地方政府融资平台的转化升级的同时，也要加强和规范影子银行与融资平台之间的合作关系，从源头防止地方政务债务的过度扩张。与此同时，还要创建影子银行与其他商业银行和融资平台之间的隔离机制，防止金融风险在三者之间蔓延，与政府债务风险相互催化，造成严重的系统性金融风险。

最后，地方金融机构要灵活处理与地方政府财政的关系。银行应根据实际情况，转变经营方式，采取与地方政府财政运行相匹配的借贷款利率，配合央行和

中央政府稳定物价水平，降低通货膨胀发生的可能，提高财政政策与货币政策在实体经济运营过程中的所发挥的作用，保持地区金融稳定运行。

#### 5.2.4 针对地方金融发展的政策建议

加速推进我国中西部地区的金融发展水平，优化金融结构，提高这些地区的抗风险能力。我国中西部地区的金融发展时间短、进程慢，地方政府和金融机构抗风险能力不高，是中西部地区亟待解决的问题。首要问题是要解决我国中东西地区金融资源的不合理配置，防止金融资源过多的向东部城市聚集，造成东部金融资源浪费，中西部金融资源稀缺的局面，促进中西部地区金融系统更为多元化，分散风险能力得到加强。其次，要推动我国中西部地区金融“脱虚向实”，更好地利用金融资源服务实体经济，带动本地区金融发展的同时缓解地方政府的压力，缩小我国东中西部城市经济发展差异，从侧面间接降低我国地方政府杠杆率。最后，要提高中西部地区政府及金融机构的债务风险、金融风险防范意识，及时发现隐藏隐患，两部门之间相互沟通及时处理问题，制定与地区发展相适合的城市规划，促进地方经济和金融持续健康发展。

加快完善和优化金融发展水平较高地区的政府部门杠杆率结构，加强财政部门与金融部门之间的协同合作。结合我国经济实际发展进程来看，政府需要同时承担金融风险 and 财政风险带来的压力，这就需要地方政府和地方金融机构厘清行为边界，消除“政府兜底”思想，政府和地方金融机构要积极推动金融资源与地方经济运行相匹配，适度提升地区金融部门杠杆率水平，要将去杠杆进程与经济转型升级相结合，推动政府部门杠杆内部结构调整，切实减少债务成本，降低实体经济债务负担，降低债务风险发生的可能性。

## 参考文献

- [1]Adrian T, Borowiecki K, Tepper A ,A leverage-based on measure of financial stability [J]Social Science Electronic Publishing, 2014,60 (1) : 2-40
- [2]Fisher,I.,1993TheDebt- Deflation Theory of Great Depression ,Econometric,1(4) : 337-357
- [3]Gennaioli N, Martin A, Rossi S, Sovereign default ,domestic banks, and financial institutions [J].The Journal of Finance,2014,69(2):819-866.
- [4]Jason Furman,Douglas Holtz-Eakin. Fiscal policy responses to economic inequality[J]. Business Economics: The Journal of the National Association for Business Economics,2020,55(3).
- [5]Mishkin,F.S.,Asymmetric Information and Financial Crises:A Historical Perspective,in Glenn Hubbard,Financial Markets and Financial Crises,the University of Chicago Press,1991.
- [6]陈德凯. 我国杠杆率的基本特征、影响因素与调控对策研究[D].吉林大学,2019.
- [7]陈志勇,陈思霞.制度环境、地方政府投资冲动与财政预算软约束[J].经济研究,2014,49(03):76-87.
- [8]陈雨露,马勇,阮卓阳.金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定?[J].金融研究,2016(02):1-22.
- [9]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.
- [10]车树林. 政府债务对企业杠杆的影响存在挤出效应吗?——来自中国的经验证据[J]. 国际金融研究, 2019(01):86-96.
- [11]常曦,汤子隆,祝佳.金融波动和区域经济增长是影响地方政府杠杆的重要因素吗?——基于区域结构视角的地方政府杠杆研究[J].投资研究,2018,37(01):37-49.
- [12]郭俊峰,陈耀辉,刘芳.地方金融稳定指数构建与区域经济增长关系——来自江

- 苏省 1999-2012 年数据[J].华东经济管理,2015,29(04):17-22.
- [13]何德旭,娄峰.中国金融稳定指数的构建及测度分析[J].中国社会科学院研究生院学报,2011(04):16-25.
- [14]扈文秀,张欣星.基于融资平台公司的地方政府或有债务风险研究[J].地方财政研究,2016(01):85-89+95.
- [15]江姗姗.财政分权、预算软约束对地方政府债务规模的影响研究[D].湖南大学,2018.
- [16]纪敏,严宝玉,李宏瑾.杠杆率结构、水平和金融稳定--理论分析框架和中国经验[J].金融研究,2017(02):11-25.
- [17]吉富星,鲍曙光.地方政府竞争、转移支付与土地财政[J].中国软科学,2020(11):100-109.
- [18]李沂,闫倩.高质量发展下宏观杠杆率结构失衡的测度、影响与调控[J].宏观质量研究,2020,8(04):103-119.
- [19]李程,刘天生,祝诗梦.中国杠杆率合理波动区间测度[J].统计研究,2018,35(03):38-51.
- [20]李扬,张晓晶.中国国家资产负债表的杠杆调整与风险管理[N].上海证券报,2015-08-21(012).
- [21]李书琴.财政分权对公共文化服务供给效率的影响[D].华东政法大学,2020.
- [22]刘锡良,李秋婵.金融发展水平对地方政府债务适度规模的影响研究[J].经济问题,2015(05):53-58.
- [23]刘勇,白小滢.部门杠杆率、部门储蓄与我国宏观金融系统传染性[J].国际金融研究,2017(10):3-13.
- [24]廖振中,刘嘉,罗佳意.政府与社会资本合作(PPP)的检视——一个文献综述[J].财经科学,2018(03):80-92.
- [25]马树才,华夏,韩云虹.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[J].金融论坛,2020,25(04):70-80.

- [26]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.
- [27]毛锐,刘楠楠,刘蓉.地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J].中国工业经济,2018(04):19-38.
- [28]毛晖,陈志勇,张佳希.地方政府性债务的期限错配:风险特征与形成机理[J].经济管理,2015,37(05):12-21.
- [29]庞保庆,陈硕.央地财政格局下的地方政府债务成因、规模及风险[J].经济社会体制比较,2015(05):45-57.
- [30]苏畅.地方性政府债务、金融杠杆率和区域金融风险[D].安徽财经大学,2019.
- [31]沈悦,李博阳,张嘉望.金融杠杆率、房价泡沫与金融稳定性[J].大连理工大学学报(社会科学版),2020,41(03):25-35.
- [32]沈国庆.金融视角下地方政府债务问题研究[D].江西财经大学,2019.
- [33]谭政勋,王聪.中国信贷扩张、房价波动的金融稳定效应研究——动态随机一般均衡模型视角[J].金融研究,2011(08):57-71.
- [34]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.
- [35]王劲松,韩克勇.我国金融稳定指标体系构建[J].中国流通经济,2015,29(03):114-124.
- [36]王颖.地方政府融资平台风险分析与改革转型研究[D].河北经贸大学,2017.
- [37]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.
- [38]徐占东,王雪标.中国省级政府债务风险测度与分析[J].数量经济技术经济研究,2014,31(12):38-54.
- [39]尹兆君.当前地方政府融资平台贷款的风险及化解对策[J].新金融,2012(08):25-28.
- [40]姚东旻,朱泳奕,庄颖.PPP是否推高了地方政府债务——基于微观计量方法的系统评价[J].国际金融研究,2019(06):26-36.

- [41]张雪兰,何德旭.货币政策立场与银行风险承担——基于中国银行业的实证研究(2000—2010)[J].经济研究,2012,47(05):31-44.
- [42]张家源. 财政预算软约束对中国地方金融风险的影响机制研究[D].对外经济贸易大学,2020.
- [43]张晓晶,刘磊.新冠肺炎疫情冲击下稳增长与稳杠杆的艰难平衡[J].国际经济评论,2020(02):81-100+6.
- [44]张宗新,李东宪.融资结构、经济效率与金融稳定性——基于新兴市场国家面板数据的实证检验[J].上海金融,2019(12):19-30.
- [45]赵立文. 我国金融、企业和政府部门的杠杆率及其风险问题研究[D].吉林大学,2018.
- [46]支俊立,曾康霖,王宇.金融周期、经济增长与金融稳定性研究[J].南开经济研究,2020(04):66-87.
- [47]中国人民银行杠杆率研究课题组. 中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究[J]. 金融监管研究, 2014(5): 23-38.
- [48]邹剑锋.区域金融风险分析——基于地方政府融资平台的探讨[J].牡丹江大学学报,2015,24(03):18-20.
- [49]周雷,吴文英,周忠明,吴素芳.新常态下地方政府债务置换对银行的影响路径研究——以 A 省为例[J].金融理论与实践,2016(01):47-51.
- [50]朱鸿鸣,薄岩. 中国全社会及各部门杠杆率测算[J]. 重庆理工大学学报 (社会科学), 2016(02): 1-6.

## 后 记

人生如梦，白云苍狗，三年的时光洋洋洒洒地划过指尖。回想校园中初见，你我脸上满是喜悦，而不久后的再见，却已是离别前的留恋。不知不觉间，三年的研究生阶段来到了收官的时刻，回顾这三年的点点滴滴，提笔时思绪纷飞，心绪澎湃。此时此刻我只想感恩这段命运中的最好安排，感谢帮助过我的每一位善良的人。

首先，我最想感谢的是最最亲爱的导师，在这段旅程中，导师对我的谆谆教诲总是在我遇到困难时，提醒我学会放平心态，敢于直面困境。在撰写论文和研究课题的过程中，从开始的框架构建到最后的论文定稿，导师的精辟点评与建议，总是让我茅塞顿开，少走许多弯路，我的学术水平得到了很大的提升，养成了独立思考的能力和良好的行文逻辑水平，这一切都离不开导师的细心辅导，不断指出我在学习中出现的各种问题。与此同时，我还要感谢在毕业论文的开题环节和中期检查环节对我论文提出实用且中肯建议的各位老师，拓宽我的研究思路，纠正我的逻辑问题，使我更好的完成毕业论文的撰写工作。

其次，我要感谢所有授课教师的倾囊相授，让我对所学专业领域知识有了更好的认知，并且学会了如何在日后的工作和生活中加以运用。除此之外，还要感谢曾经帮助过我的同门师兄师姐，是你们的无私帮助，让我很快学会了如何在短暂的三年生活中收获知识、积攒快乐。在此，我还要特别感谢我的同窗室友和人生挚友，人生就是一场不断邂逅的过程，遇到你们是我一生之幸，在我惫懒懈怠之时，是可爱的室友们教会我在任何时候都应该保持对知识的渴望；在我心情沉郁之时，是贴心的闺蜜为我排忧解难，让我重拾信心。

最后，我要感谢爸爸妈妈三年来对我一如既往的支持，从咿呀学语走到现在，我经历了很多，而父母永远是我坚强的后盾，成长之路哪有一帆风顺，只不过是他们为我填平坎坷崎岖而已。

春华秋实，岁物丰成。愿我可以永远对未来保持热忱，不负过往，不畏将来。