分类号_____ 密级 公开
UDC _____ 编号 10741

兰州财经大学
LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕 士 学 位 论 文

论文题目：地方政府债务扩张对金融稳定的影响研究

研 究 生 姓 名：蒋 雪

指导教师姓名、职称：许晓永、副教授

学 科、专 业 名 称：金融工程

研 究 方 向：金融投资、政策金融

提 交 日 期：2022 年 6 月 1 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：蒋雪　　签字日期：2022年6月1日

导师签名：许晓东　　签字日期：2022年6月1日

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：蒋雪　　签字日期：2022年6月1日

导师签名：许晓东　　签字日期：2022年6月1日

Research on the Impact of Local Government Debt Expansion on Financial Stability

Candidate : Jiang Xue

Supervisor:Xu Xiaoyong

摘　要

近年来，地方政府债务高企已经成为掣肘我国经济发展以及金融稳定的主要因素，特别是在全球经济下行压力凸显、各地新冠疫情肆虐以及我国经济增长模式转变等诸多因素的影响下，我国地方政府的收支矛盾日渐凸显。在预算管理的外在约束以及刺激经济增长的内在激励的双重作用下，我国地方政府开始通过各类融资平台进行债务融资，并通过基建投资等方式来维持经济的稳定增长，随之而来的是地方政府债务规模的无序扩张，债务风险的逐步攀升。合理的地方政府投融资活动的确能够在一定条件下刺激经济，然而过高的债务规模会加大地方政府的偿债压力和信用风险，并对金融稳定造成负面影响，进而影响金融资源的配置效率，抑制经济增长，经济增长放缓又会进一步导致地方政府财政收入减少，收支缺口加大，并导致债务风险的进一步积聚。因此，我国地方政府债务问题是经济结构矛盾不断累积、金融风险相互渗透、相互影响的综合反映。正是基于这一背景，本文就地方政府债务扩张对金融稳定性的影响展开了研究。

首先，本文在明斯基描述的“金融不稳定理论”的框架下，在地方政府债务规模扩张、经济增长以及金融体系稳定相互作用、密切影响的背景下，就地方政府的债务规模扩张对金融稳定的影响机理进行了梳理；其次，本文搜集了我国地方政府融资平台（共 2241 家）的债务融资数据，利用资金来源法对地方政府显性、隐性债务规模进行了估计，并分析了地方政府的债务规模无序扩张所带来的债务风险；最后，本文对商业银行不良贷款率等 30 个基础指标进行了主成分分析，并合成了代表债务风险、资产价格、杠杆率以及经济增长四个维度的相关变量，进而通过对各变量构建 VAR 模型对相关的假设进行验证，最后得出了结论和相应的建议。

研究结果显示，截止到 2020 年末，我国地方政府的债务规模已高达 81 万亿元，其中显性债务规模约 24 万亿元，隐性债务规模约 57 万亿元，并且地方政府融资平台的负债率正逐年上升，尤其是在全球新冠疫情蔓延及经济增速放缓的冲击下，部分小规模地方政府融资平台的盈利状况、偿债能力出现了明显的恶化，地方政府债务风险正逐步扩大；另外，实证结果显示，地方政府债务规模的不合理扩张还会导致宏观增速放缓、造成债务风险、产生资产泡沫、促使杠杆率上升，这些风险隐患会进一步通过“银行信贷”及“资产负债表”等渠道蔓延至金融系统，削弱金融系统的资源配置效率，并进一步导致金融不稳定因素的滋生。

关键词：地方政府债务　规模扩张　债务风险　金融稳定

Abstract

In recent years, our country's high local government debt has become a major factor hampering our country's economic development and financial stability. Especially under the influence of many factors such as the word wide economic downturn, the influence of the new crown epidemic, and the transformation of our country's economic growth model, the revenue and expenditure of my country's local governments Conflicts are gradually emerging. Under the dual effects of the external constraints of budget management and the internal incentives to stimulate economic growth, local governments in my country tend to use various financing platforms to finance debt and stimulate economic growth through infrastructure investment. The scale of local government debt in my country continues to rise, and debt risks continue to accumulate. Reasonable local government investment and financing activities can indeed promote economic growth under certain conditions, but excessive debt expansion will increase the debt repayment pressure and default risk of local governments, leading to the breeding of financial instability factors, and the instability of the financial system will affect resources. Allocation efficiency inhibits economic growth, and the slowdown in economic growth will further reduce local government fiscal revenue, increase the gap between revenue and expenditure, and lead to further accumulation of debt risks. Therefore, my country's local government debt problem is a comprehensive reflection of the continuous accumulation of economic structural contradictions, the mutual

penetration and mutual influence of financial risks. In this context, that this paper studies the influence of local government debt expansion on the stability of financial.

First, under the framework of “Financial instability theory”described by Minsky, under the background of local government debt, economic growth and financial stability, on the local government debt expansion on the financial stability of the impact of the mechanism of sorting out;Secondly, This paper collects data on the debts of the local government financing platforms, uses the source of funds method to measure the scale of local government explicit and implicit debt, and analyzes the debt risks brought about by the expansion of local government debt. Finally, this paper makes a principal component analysis of 30 basic indicators such as non-performing loan rate of commercial banks, and synthesizes the relevant variables representing four dimensions of debt risk, asset price, leverage ratio and economic growth, then through the Var model of the variables to verify the relevant assumptions, and finally draw conclusions and corresponding policy recommendations.

The results show that by the end of 2020, the debt scale of local governments in China has reached 81 trillion yuan, of which the explicit debt scale is about 24 trillion yuan and the implicit debt scale is about 57 trillion yuan, and the debt ratio of local government financing platforms is increasing year by year,especially under the impact of the spread of the global new crown epidemic and the slowdown of economic growth, the profitability and solvency of some local government financing platforms have deteriorated significantly, and local

government debt risks are gradually expanding; in addition, empirical results show that, The unreasonable expansion of local government debt will also lead to a slowdown in macro growth, create debt risks, create asset bubbles, and increase leverage ratios. These hidden risks will further spread to “the bank credit channel” and “the balance sheet channel”. The financial system affects the efficiency of resource allocation in the financial system, and further leads to the breeding of financial instability factors.

Key words: Local governmen debt； Scale expansion； Debt risk； Financial stability

目 录

1 绪论.....1
1.1 研究背景.....1
1.2 研究意义.....1
1.2.1 理论意义.....1
1.2.2 现实意义.....2
1.3 国内外文献综述.....3
1.3.1 地方政府债务文献综述.....4
1.3.2 金融稳定文献综述.....5
1.3.3 地方政府债务扩张对金融稳定的影响.....8
1.3.4 文献综评.....12
1.4 研究内容与研究方法.....13
1.4.1 研究内容.....13
1.4.2 研究框架.....14
1.4.3 研究方法.....15
1.5 研究的创新之处.....15
2 理论基础及研究假设.....18
2.1 相关概念界定.....18
2.1.1 地方政府债务.....18
2.1.2 金融稳定.....19
2.2 理论基础.....20
2.2.1 地方政府债务扩张理论基础.....20
2.2.2 金融经济周期理论.....20
2.2.3“金融不稳定”理论.....21
2.3 理论分析及研究假设.....22
2.3.1 地方政府债务扩张对金融稳定的直接影响.....22
2.3.2 地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响.....23
3 我国地方政府债务风险测算及金融稳定分析.....26
3.1 地方政府债务发展特征及现状.....26
3.2 我国地方政府债务规模测算.....27

3.2.1 显性地方政府债务规模测算.....27
3.2.2 隐性地方政府债务规模测算.....28
3.3 我国地方政府债务风险分析.....30
3.4 地方政府债务风险测算.....32
3.5 地方政府债务风险与金融稳定分析.....36
4 实证分析.....38
4.1 基础指标的选取及说明.....38
4.2 主成分分析.....39
4.2.1 样本选取与数据来源.....39
4.2.2 主成分提取及合成.....39
4.3 基于 VAR 模型的实证分析.....41
4.3.1 单位根检验.....41
4.3.2 Johenson 协整检验.....41
4.3.3 滞后阶数的确定.....42
4.3.4 Granger 因果关系检验.....42
4.3.5 脉冲响应分析.....45
4.3.6 方差分解分析.....47
5 结论及政策建议.....49
5.1 研究结论.....49
5.2 政策建议.....50
参考文献.....53
后　记.....61

图表目录

图 1.1 地方政府债务的形成及规模扩张的动力机制.....4
图 1.2 金融不稳定的运行逻辑示意图.....7
图 1.3 金融稳定影响因素示意图.....8
图 1.4 地方政府债务扩张对资产价格的影响示意图.....10
图 1.5 地方政府债务扩张对金融稳定的影响机制.....12
图 1.6 技术路线图.....17
图 2.1 费雪“债务-通缩”理论下金融不稳定因素形成示意图.....21
图 3.1 2008-2020 年我国中央、地方政府财政收支对比图.....27
图 3.2 2015-2020 年显性地方政府债务规模.....27
图 3.3 2015-2020 年显性地方政府债务还本付息额度.....32
图 3.4 地方政府显隐性债务规模扩张趋势示意图.....29
图 3.5 地方政府融资平台偿债能力示意图.....30
图 3.6 地方政府融资平台盈利能力分析.....31
图 3.7 财务费用对地方政府融资平台盈利能力的影响.....31
图 3.9 地方政府融资平台现金流覆盖率变化情况.....32
图 4.1 脉冲响应结果图示.....46
图 4.2 方差分解示意图.....47
表 3.1 地方政府债务定义.....18
表 3.2 地方政府债务分类.....19
表 3.3 2010-2020 年经测算的显隐性地方政府债务合计.....29
表 3.4 银保监会对地方政府融资平台划分标准.....32
表 3.5 2020 年各省融资平台现金流覆盖能力测算.....33
表 3.6 2020 年各省融资平台分行政等级现金流覆盖率情况.....34
表 3.7 纳入借新还旧偿债率因素后的平台债务偿付缺口.....35
表 4.1 基础指标的选取及刻画.....38
表 4.2 各维度主成分分析结果及相关因子信息.....40
表 4.3 主成分得分系数矩阵表.....40
表 4.4 各变量 ADF 检验结果.....41

表 4.5 Johenson 协整检验结果……41
表 4.6 最优滞后阶数的确定……42
表 4.7 Granger 因果关系检验结果……42
表 4.8 基础指标因子得分矩阵……43
表 4.9 各变量方差分解信息表……48

1 绪论

1.1 研究背景

近几年来，我国的地方政府债务高企已经成为掣肘我国经济发展以及金融稳定的主要因素，尤其是在全球经济下行、新冠疫情冲击以及我国经济增长模式转变等诸多因素的影响下，我国地方政府的收支矛盾正逐渐凸显。在预算管理的外在约束以及刺激经济增长的内在激励的双重作用下，我国地方政府开始通过各类融资平台进行债务融资，并通过基建投资等方式来维持宏观经济的稳定增长，随之而来的的是我国地方政府债务规模的持续攀升，债务风险的不断积聚。

不可否认，合理的地方政府投融资活动的确能够在一定条件下促进经济增长，但债务规模的过度扩张会在一定程度上加大地方政府的偿债压力和信用风险，对金融稳定造成负面影响，并进一步削弱金融系统的资源配置效率，抑制经济增长速度，经济增长放缓又会进一步导致地方政府财政收入减少，收支缺口加大，并导致债务风险的进一步积聚。因此，我国地方政府债务问题是经济结构矛盾不断累积、金融风险相互渗透、相互影响的综合反映（钟辉勇、陆铭，2017；李建强等，2020）。

本文正是在此背景之下，以“金融经济周期理论”和“金融不稳定理论”为研究基础，以地方政府债务、经济增长、金融稳定互通互联为研究视角，以主成分分析和 VAR 模型构建为研究方法，探讨了地方政府债务规模扩张对金融稳定造成的直接影响及间接影响机理，解释了地方政府债务扩张、债务风险、资产价格泡沫、杠杆率及宏观经济增长之间的内在联系。对完善当前政策体系、优化政策目标、提高政策效率，维持我国金融体系内的稳定性具有极其重要的意义。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

我国的地方政府债务高企并非孤立和偶然的现象，要探究我国地方政府债务风险问题，决不能只局限于规模大、增速快、融资结构复杂等表面问题，而探究地方政府的债务扩张对金融稳定性造成的影响，从碎片化的局部性视角来入手进行分析是行不通的，我们必须着眼于地方政府债务扩张、经济增长、金融稳定之间的动态联动机制以及其背

后的制度性联系。本文立足于明斯基的“金融不稳定”理论就地方政府债务扩张对、经济增长以及金融稳定之间的互动关系展开了充分的探讨，并在此基础上，就地方政府扩张其债务融资规模对金融体系稳定的直接影响及间接影响机理进行了深层次的分析。

首先，关于地方政府债务扩张对金融稳定造成的直接影响，我国地方政府债务的逐步扩张，尤其是以地方政府融资平台为信用载体所产生的的隐性债务，更是因其规模大、增速快、手段隐蔽、形式复杂等特征而积聚了大量的债务风险，并会对经济金融稳定机制造成直接的负面影响（BIS，2016）。基于此，本文认为由地方政府与银行及金融市场的业务关联，所产生的地方政府债务风险外溢是冲击我国金融市场稳定的直接途径。我国地方政府所投资的财政项目大多具有项目收益低于项目成本、项目期限与债务期限错配、以及借新还旧等问题，使得在宏观经济增速放缓、地方政府财政收支矛盾恶化的背景下，更容易爆发地方政府债务风险，并进一步引发系统性金融风险。

其次，就地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响来看，明斯基的“金融不稳定理论”则完美阐释了地方政府债务扩张对金融稳定的影响机理。由于地方政府财政投资项目的低收益率，会在一定程度上拉低整个实体经济投资的收益率，进而导致在宽松货币政策操作下的所产生的流动性不愿流入实体经济，引发资金“脱实向虚”和资产价格泡沫等一系列问题；另外，地方政府进行债务融资的活动本身也会引起宏观经济杠杆率的增加；当经济增速放缓时，这些顺经济周期时所埋下的如资产价格泡沫、高杠杆率等风险隐患便会显现出来，从而对金融市场的稳定性产生严密而又复杂的影响。因此本文从资产价格、杠杆率以及宏观经济波动三个方面出发，就我国地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响机制展开了分析。

综上，在我国经济结构转型、经济增长模式转变、以及经济增速放缓的大背景下，本文对我国地方政府的债务规模以及债务风险进行了充分的测度，并在“金融不稳定”理论的框架下，就地方政府债务扩张对资产价格波动、杠杆率增加、宏观经济波动的影响进行了详细的分析，进而就我国地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制展开了详细的分析，为今后我国的地方政府债务及金融稳定相关层面的研究提供了一定的理论参考基础。

1.2.2 现实意义

在我国经济结构调整以及经济增长模式转变的关键时期，地方政府的首要目标是维护“稳增长”和“防风险”，当货币政策调控效率低下时，地方政府更倾向于通过减税降费、

举债投资等一系列积极的财政政策来刺激经济增长，这在一定程度上导致了我国地方政府的收支矛盾进一步恶化（曹光宇、周黎安，2020；钟辉勇、陆铭，2017）。由于地方政府的举债渠道往往极大地依赖于金融系统，因此地方政府的债务风险一定程度上会通过银行及各类金融机构的资产负债表等渠道，外溢至金融系统，影响金融稳定，并进一步降低金融体系的资源配置效率，使得我国地方政府债务规模与金融稳定之间呈现极大的相关性。而金融体系的运行效率低下又会进一步弱化金融系统对实体经济的服务能力，进而影响我国的经济发展效率。

关于以上地方政府债务、经济增长及金融稳定之间的一系列紧密而复杂的联系，中央政府的重视程度极高，在召开的一系列相关会议中，就地方政府债务高企、金融稳定和金融服务实体经济效率等问题展开了讨论。在 2017 年期间召开的第五次关于金融工作的相关会议中，明确了提高金融系统对实体经济的服务能力、抑制金融资金空转的系列问题、化解地方政府的债务风险等一系列任务。在财政部 2018 年 4 月、7 月所召开系列财经会议中，相关的文件明确指出要尽快降低地方政府部门和国有企业部门的杠杆率，并将地方政府的相关债务信息公开化、规范化、透明化管理作为主要突破点，从而在一定程度上达成地方政府债务风险的防范和化解的目标。在 2020 年中央的十四五规划中，又明确指出应将稳妥化解地方政府债务风险列为首要任务。由此可见，就我国地方政府的债务规模扩张对金融体系稳定的影响进行研究存在着合理性和紧迫性，因此本文研究的问题具有坚实的现实基础和深远的现实意义。

1.3 国内外文献综述

通过债务融资促进经济发展，是自“大萧条”以后各国政府的普遍做法。不可否认，地方政府合理的投融资活动的确能在一定程度上促进经济增长，但过高的债务规模会加大地方政府的偿债压力和违约风险，对整个金融体系的稳定性带来负面的冲击，并弱化金融资源的配置效率，抑制经济增长，经济增长放缓又会进一步导致地方政府财政收入减少，收支缺口加大，并导致债务风险的进一步积聚。为了详细分析我国地方政府债务扩张的内在机理及其对金融稳定的影响机制，本文将分别从以下的三方面对相关学者的研究进行总结梳理：

1.3.1 地方政府债务文献综述

就我国地方政府债务的发展历程来看，自 1994 年我国的分税制改革之后，存在于我国地方、中央政府之间的，财权与事权不匹配的财政体制矛盾日渐凸显（陈硕、高琳，2012；詹新宇、刘文彬，2020），使得我国地方政府财政收支缺口不断增加（陈宝东、邓晓兰，2017；张鹏、马文涛，2020），在预算管理的外在约束以及刺激经济增长的内在激励的双重作用下（Akai、Sato，2009；Rodden 等，2010；马恩涛、于洪良，2014；陈志勇、陈思霞，2014；郭玉清等，2016），我国地方政府的融资途径开始倾向于借助地方政府的融资平台、发行城投债、企业债以及中期票据等方式（潘俊等，2016；王永钦，2016；黄健、毛锐，2018；邹瑾等，2020）。

为了对地方政府的债务融资渠道进行规范，2014 年以来，监管当局连续出台的多项文件中，将发行债券作为地方政府进行债务融资的唯一合法手段。允许发行债券虽然为地方政府的债务融资开了正门，但是由于财权与事权不匹配的财政体制矛盾仍未化解（马东山等，2019），限额和预算管理与稳增长的经济目标之间的冲突依旧存在（贾俊雪等，2017；邓晓兰等，2019），再加上地方政府又面临着诸如换届选举（蒲丹琳、王善平，2014）、政绩考核等压力（吴健梅、竹志奇，2018），使其产生强烈的举债投资意愿。在监管层的外在规范和约束下，地方政府更倾向于通过通过各类融资平台进行债务融资，其融资手段更加复杂化，融资形式更加隐蔽化（吕健，2014；张帅，2020；马恩涛等，2020）。详细的地方政府的债务形成、扩张的动力机制见表 1.1。

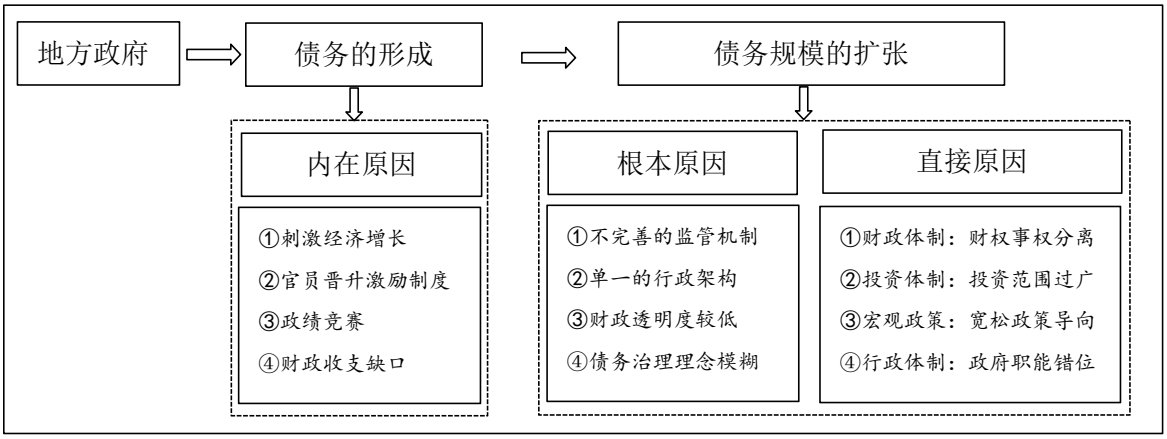


图 1.1 地方政府债务的形成及规模扩张的动力机制

在各项体制矛盾及各类主客观因素叠加影响的背景下，我国地方政府债务逐渐呈现出以下几方面特征：一是规模大，增速快（毛捷、曹婧，2019；蒋雪 2020）；二是债务

资金存在非理性投资情况，资金使用效率偏低（黄健、毛锐，2018）；三是偿债期限较为集中，且存在期限错配（洪源、胡争荣，2018）；四是高度依赖土地财政（杨胜刚、阳旸，2018；马树才等，2020）；五是地方政府融资渠道隐性化趋势明显（周亮、任静，2020），在诸多因素的叠加之下，地方政府债务风险隐患日渐凸显。

当我国的地方政府进行一系列投融资活动时，会与商业银行及其他金融机构产生密切而复杂的业务往来（OET MV 和 BIANCO T GRAMLICH D，2013），因此当地方政府债务的规模达到一定程度时，若无法对其进行有效的控制，债务风险就会通过信贷等融资渠道外溢至其他经济主体，最终导致全局的金融风险的爆发，并对金融体系稳定造成及其严重的负面影响（伏润民等，2013；熊琛、金昊，2018；毛锐等，2018；沈丽等，2019）。另外，我国地方政府债务一边关乎宏观经济增长和社会稳定，一边连着全局的金融稳定和中央地方财政关系（沈丽、刘媛 2020），因此，我国经济增长对地方政府债务的依赖、地方政府财政性投资效率的递减、地方政府投融资业务与银行等金融体系的高关联等原因均会使得地方政府债务、经济增长及金融稳定之间产生联动效应（吴盼文等，2013；熊琛、金昊，2018；毛锐等，2018），故而就地方政府债务扩张对金融稳定性的影响进行研究存在着必要性和紧迫性。

1.3.2 金融稳定文献综述

1.3.2.1 金融稳定的内涵

关于金融稳定的概念，目前学术界尚未给出明确、规范的定义。由于金融体系的波动对金融稳定来说并不全然是负面的，故而维持金融稳定也并不意味着消灭波动性以取得绝对的稳定（Schinasi，2004）。因此主流的学者们将衡量金融稳定的方法集中于以下两个维度：①金融体系有效配置资源的能力；②管理风险并吸收和消化外部冲击的能力（Crockett，1996；Mishkin，1999；Schinasi，2004）。也有学者采取一些间接的方式来刻画金融稳定，例如通过衡量金融体系的波动性、脆弱性、及其抵抗风险的能力等方式来对金融稳定进行描述（Borio，2009）。

综上，金融稳定性可有如下几个内涵：①金融稳定的研究对象是整个金融体系，因此具有全局性；②金融体系的稳定稳定说明金融系统能够有效配置资源并抵御风险以促进经济持续发展，具有经济效益性；③金融稳定意味着金融体系本身具有韧性、可协调发展，具有发展性；④金融内在稳定意味着即使存在金融风险等隐患，金融系统也有能

力面吸收化解各种冲击带来的隐性，具有修复性；⑤金融体系稳定与实体经济具有内在联系，需要结合货币政策、财政政策等多种经济手段才能达到金融稳定，具有一定的综合性；⑥金融稳定的过程是动态的、连续的，其标准、内涵也会随着社会经济背景的不同而不同，具有动态性。

1.3.2.2 金融稳定的测度

当谈及测度金融体系稳定的诸多方法时，相关学者们主流的研究过程中有两种刻画方法：①间接测度法；②直接测度法。

其中，间接法指的是通过对金融风险程度进行描述从而间接反映金融稳定状况，应用较为广泛的有：Z-score 模型（Altman，1968）、SRISK 系统性风险测算方法（Acharya 等，2012；Brownlees、Engle，2017）、以及违约距离测算法（Black、Scholes，1973；Merton，1974）等，通过金融风险的大小反向测度金融稳定的程度。但金融风险的内涵与金融稳定相比较为单一且其局限性明显，因此，相关的学者们更喜欢用直接法来衡量经济金融系统的稳定性。

直接法侧重于针对金融体系各个子维度的稳定状态合成指标，通过对子维度的稳定状态进行描述从而合成可以刻画整个金融体系稳定性的指数，进而对金融稳定性进行直接的刻画。主流的金融稳定指数合成方法有两类：

第一类，主要是以 IMF 提出的金融稳健指标集（FSI），和宏观审慎指标集（MPI）为参考体系来合成金融稳定指数，其内在逻辑是：①根据宏观经济的运行规律将金融稳定分为几个不同的维度；②选取相关性较高的基础指标对各金融稳定维度进行刻画；③利用计量方法将各维度的金融指标合成金融稳定指数。Brave、Butters（2011）最早将这种测算方法用于评估 1973-2009 年间美国的金融稳定状况，其测算结果较为真实的反映了该时期美国金融市场的状况，因此该金融稳定指数合成方法在学界得到了较为广泛的应用，如王晰等（2020）合成的动态金融稳定指数、王劲松和任宇航（2021）合成的具有预测性的金融稳定指数等。由于此类方法使用较为广泛且比较贴合实际，故而本文对金融稳定指数的合成也是基于此类测算方法。

第二类，则是在金融状况指数 FCI 的基础上进行扩充得到的，如 Goodhart、Hofmann（2001）就是将利率、汇率、股价、房产四个资产价格相关的指标引入了货币状况指数，从而对其进行了扩充；也有学者将不良贷款比率、流动比率、资本充足率等衡量银行体系内风险的指标用于金融稳定指数的构建（Morris，2010；Petrovska、Mihajlovska，2013）；

随后学者 Van den End（2016）在研究的过程中又该指数的构建拓宽至银行体系、保险体系中相关金融机构的偿还指标，这便是金融稳定状况指数（FSCI)构建的雏形。

在国外研究的基础上，国内的部分学者也通过合成金融稳定指数等方式对我国金融市场的风险状况进行较为全面的分析（王雪峰，2010；郭玉清等，2016；顾晓安等，2020）。还有一些学者们用宏观经济中的相关变量来构建金融稳定指数并以此来衡量宏观经济的相关变化对金融稳定造成的影响（Koong 等，2017；王劲松、任宇航，2021）。

1.3.2.3 金融稳定的影响因素

相关学者大多基于金融（信贷）周期、经济周期理论来对影响金融体系稳定的诸多因素进行分析，其中具有代表性的理论模型有："CC-LM 模型"和"金融加速器模型"（Bernanke、Blinder，1988；Bernanke、Gertler，1989）。在此基础上，在后来发展出的模型中具有代表性的有："金融经济周期"理论（Bernanke，1999；Gertler、Gilchfist，1999) 和"信贷周期"理论（Kiyotaki、Moore，1997）。然而，当涉及债务与金融稳定的联系时，最具有代表性的还是明斯基的"金融不稳定理论"（Minsky，1977，1980，1982，1986），明斯基也将该理论定义为债务对经济金融行为影响的理论。

由金融不稳定理论可知，当经济体处于上升周期时，经济主体对于未来经济发展的预期较为乐观，投资将会增加，相应地融资活动将会更加频繁，政府、企业、居民等各部门的杠杆率将会不断升高，资产泡沫加大，债务风险积聚，此时，一旦出现经济增长速度放缓或者有经济下行的趋势，顺经济周期时所积累的风险隐患就会逐渐爆发，地方政府收支矛盾恶化、偿债压力加大、债务风险激增，与此同时还会伴随着大量企业破产、资产抛售、价格断崖式下跌的情况，从而对经济的增长及金融的稳定造成强烈的负面冲击，详细的影响机制见图 1.2。

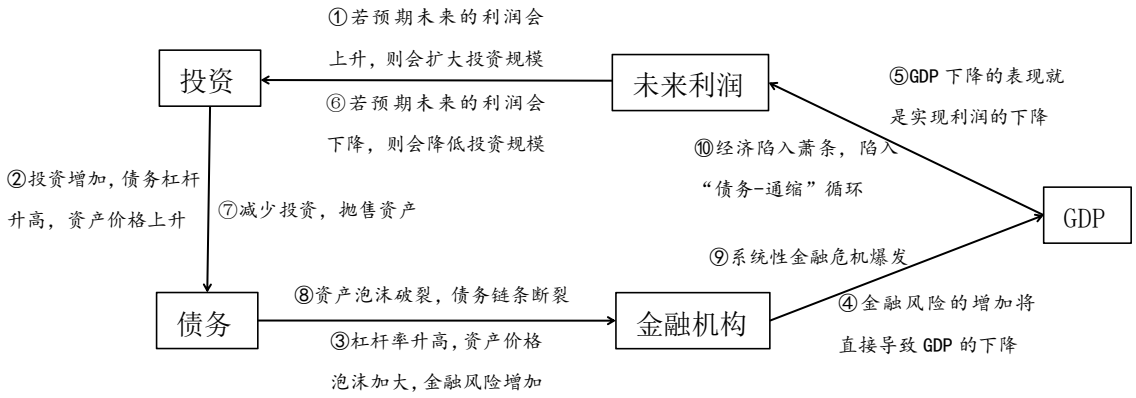


图 1.2　金融不稳定的运行逻辑示意图

综上，金融体系的不稳定呈现出以下几个规律：一是资产价格超出正常范围的波动；二是经济体体中各部门杠杆率的增加；三是宏观经济增速放缓所引发系统性金融危机的可能性。由于当经济增速放缓时，对未来利润的预期也会降低，这会进一步刺激投资的减少、资产泡沫破裂、债务链条断裂，并引发金融危机。因此本文主要将资产价格、杠杆率以及宏观经济波动作为地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响途径，并对相关的文献进行了总结和梳理。

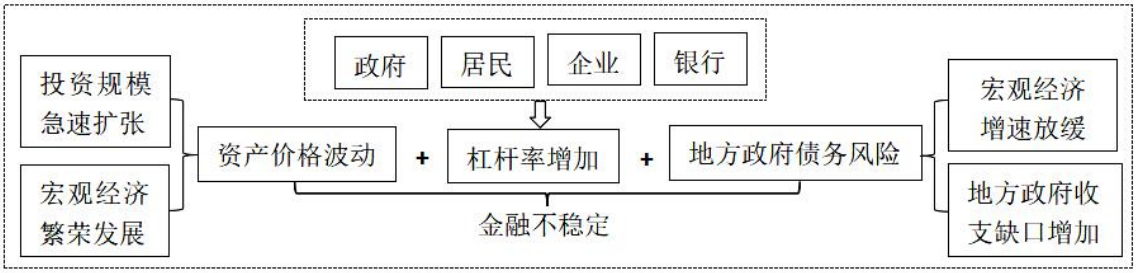


图 1.3 金融稳定影响因素示意图

1.3.3 地方政府债务扩张对金融稳定的影响

毛锐等（2018）在研究的过程中，将地方政府债务扩张与金融稳定的联系分为直接联系和间接联系。其中直接联系是指，地方政府过高的债务存量、不合理的债务结构所导致的经济金融体系中的不稳定因素（BIS，2016），即我国地方政府的债务规模无序扩张所产生的债务风险外溢在金融体系中埋下的风险隐患。而间接联系则是指地方政府债务扩张对资产价格、杠杆率以及宏观经济波动等的影响，进而对金融稳定造成的间接影响。因此，本节将分别探讨地方政府债务扩张对金融体系稳定的直接及间接影响。

1.3.3.1 地方政府债务扩张金融稳定的直接影响

伏润民等（2013）指出，当地方政府的债务规模扩张至一定的程度时，若无法对其进行科学合理的控制，债务风险就会沿着特定的传导途径外溢至其他经济主体，最终不可避免的导致了金融体系相关风险的全面性爆发，并对金融体系稳定造成及其严重的负面影响。在相关领域的研究中，其他学者们也相继通过理论和计量的分析方法，逐一证明了地方政府的债务规模扩张与金融体系的稳定之间具有极其复杂而紧密的关联渠道，地方政府保持不合理的债务水平、结构，在很大可能性上会导致风险的全面性爆发，造成金融体系的动荡以及经济发展的萧条（刘柳、屈小娥，2019；李建强等，2020）。

地方政府债务扩张主要通过两个途径对金融稳定产生直接影响：其一，我国地方政府出于规避监管约束而隐匿其债务融资渠道、政府债券市场的市场化程度不足所引起的金融体系内部脆弱性是影响金融稳定的根本原因(MINSKY HP，1981；DIAMOND D、DYBRIG P，1983；沈丽、刘媛 2020）。其二，地方政府与银行及其他金融机构的业务关联引发的债务风险外溢所是影响金融稳定的直接原因（OET MV、BIANCO T GRAMLICH D，2013；陈守东等，2020），如地方政府债务风险通过信贷等融资渠道对金融系统的风险外溢。从我国地方政府债务融资的风险载体和融资特征来看，机制二对金融稳定的影响更为明显。

1.3.3.2 地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响

在财政体制矛盾、预算管理的外在约束和刺激经济增长的内在激励等多种因素的影响下，我国地方政府倾向于通过债务融资进行投资进而刺激经济增长。然而，由于我国地方政府投资的财政项目收益低、周期长，会在整体上拉低实体经济的投资收益率，从而导致宽松货币政策操作下所产生的流动性不愿意流入实体经济，引发金融资金“脱实向虚”的问题，并导致资产价格泡沫的膨胀；另外，地方政府进行债务融资的活动本身也会引起宏观经济杠杆率的增加；当经济增速放缓时，这些顺经济周期时所埋下的如资产价格泡沫、高杠杆率等风险隐患便会显现出来，从而在一定条件下对整个金融体系的稳定性产生极其严密而复杂的影响。因此，地方政府债务扩张将会从资产价格波动、杠杆率以及宏观经济波动等多个渠道间接影响金融稳定。

（1）地方政府债务扩张对资产价格的影响

从我国经济发展的特征层面来看，资产价格波动从本质上来说有资本资产价格的波动和房地产价格的波动两种类型。但综合来看，各类资产的内在价值的计算，都依赖于该资产在后续使用的期间内，各项活动所产生的现金流的现值，当投资过热导致价格虚高，即该资产未来产生的现金流入不足以覆盖为取得该资产而发生的现金支出时，就会不可避免的产生资产的价格泡沫，而相对的资产价格的升降则直接关乎于泡沫的增加或者破裂，因此资产价格的波动与金融体系的稳定性呈现高度的相关性。

关于地方政府债务规模扩张对资本资产价格的影响，部分学者指出，地方政府债务的无序发展将会埋下债务违约的风险隐患，造成通货膨胀的发生并引发资产价格泡沫，并在一定条件下导致银行系统内不良贷款的增加，从而对金融稳定性造成极大的负面冲击（吴盼文等，2013；熊琛、金昊，2018）。另外，马勇等（2016）也指出，在金融愈

发开放的经济体中投机活动也会更加频繁，以至于过渡投资、价格波动等金融不稳定因素的出现。王艺璇、刘喜华（2019）则指出，在资本市场及外汇市场开放程度提高的情况下，跨境资本短期的、频繁的流动会加剧资本资产价格的波动。

关于地方政府扩张债务融资规模与房地产价格的联系，相关学者在研究的过程中发现并证明了我国地方政府的债务融资活动、土地财政等经济活动与我国房地产市场具有紧密的联系（Kiyotaki 等，2011；毛锐等，2018）。一方面，地方政府的“土地财政”行为将使得地产、房产的价格不断升高（陈宝东、邓小兰，2018），在催生房地产市场泡沫的基础上给实体经济带来极大的波动性和不稳定因素（高然、龚六堂，2017；毛捷、黄春元，2018），从而对金融稳定性产生负面的冲击；但另一方面，土地、住房价格的攀升也会为地方政府增加财政收入（Tagkalakis，2011），从而在一定程度上使得地方政府由更强的融资能力，增加财政政策的操作空间，相应的经济增长的内在动力得到增强、地方政府的债务压力得到缓解（李建强等，2020），同时关于土地供给的相关政策也在一定程度上丰富了地方政府的宏观调控工具体系（高然和龚六堂，2017）。

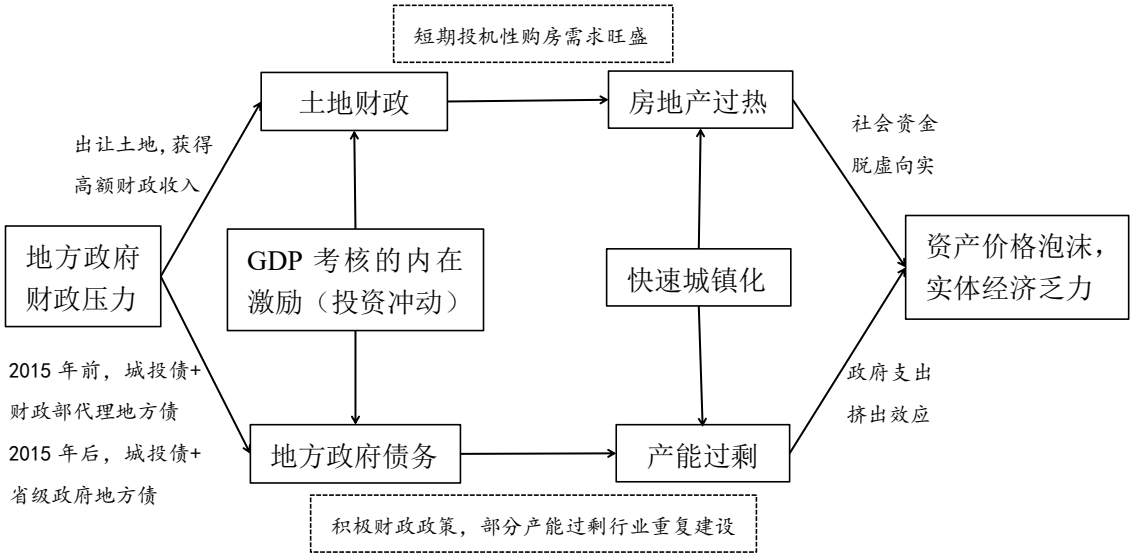


图 1.4 地方政府债务扩张对资产价格的影响示意图

（2）地方政府的债务扩张对杠杆率的影响

关于我国的地方政府的债务扩张影响杠杆率进而间接影响金融稳定这一影响途径，部分学者认为，我国地方政府频繁的通过债务融资进行投资以刺激经济增长，因此政府部门的杠杆率逐年提高，并伴随着区域异质性逐渐凸显，这在一定程度上埋下了风险隐患，并可能进一步导致系统性金融风险（王永钦，2016；张曾莲、王莹；2021）。另一方面，中国人民银行杠杆率研究课题组（2014）指出，经济各部门的杠杆率在一定条件下与我国的宏观经济发展周期呈现高度的正相关，当经济繁荣是，杠杆率增加，债务激

增，经济体的流动性过剩，一旦经济体步入逆周期阶段，过高的杠杆率就会引发债务风险，并对我国金融体系的稳定性产生直接的影响。

除此之外，政府部门的杠杆率同其他部门杠杆率之间具有同向波动的关联性。有学者对我国政府、企业、居民进行了分部门的杠杆率研究，证明了我国经济体中各部门之间的杠杆率增长具有联动性，无论哪一部门的杠杆率无序增加都会给全局的经济增长、金融稳定带来较大负面影响（李杨、张晓晶等，2020；马勇，2016）。这说明我国地方政府债务扩张势必会给经济各部门的杠杆率造成显著的影响（李建强等，2020），一个部门的债务风险终将会蔓延至整个体系，最终导致全局的金融动荡和经济萧条（刘澜飚等，2018）。学者们普遍认为，由于商业银行等金融部门是我国地方政府债务扩张的主要载体，因此政府部门杠杆率的上升所带来的信用风险将会迅速蔓延成为系统性金融风险。（吴盼文等，2013；熊琛、金昊，2018；毛锐等，2018；刘柳、屈小娥，2019）。

（3）地方政府债务扩张对宏观经济的影响

根据现有的文献分布，关于地方政府债务扩张与宏观经济波动的相关理论可大致分为三个流派：凯恩斯积极作用理论、新古典经济学派消极作用理论以及李嘉图等价定理，目前较为主流的研究也大多是在这三类理论基础上进行的。

一是我国的地方政府扩张债务规模能够为宏观经济的增长带来促进作用，其内在逻辑是：地方政府通过规范的途径举债进行投资，一来可提高社会资金的使用效率、二来可提高“储蓄-投资”的转化速度、三来可弥补公共领域的私人投资不足，在多个途径的作用下，地方政府扩张债务规模可刺激经济发展（贾俊雪、郭庆旺，2011；吕健，2015；胡奕明、顾祎雯，2016；席鹏辉等，2017）。二是认为地方政府债务规模的扩张会增加税收负担、减少私人储蓄、降低预期回报率，从长期来看会对对资本积累以及经济增长产生不利影响（张晓晖、张传娜，2020；李富有、王运良，2020；陈诗一、汪莉，2016；张恒等，2020）。三是地方政府在扩张债务的过程中对宏观经济的影响有一个阈值，即当地方政府通过债务融资进行生产性投资，且地方政府的债务规模保持在某个特定的值以下时，地方政府的债务规模扩张会正向刺激经济增长，若是超过该值，则其对经济增长的抑制作用就会逐渐凸显（程宇丹、龚六堂，2015；刁伟涛，2017；韩健、程宇丹，2018；黄健、毛锐，2018；毛捷、黄春元，2018；聂丹蕾，2020；张国建等，2020）。

综合来看，不同的经济背景及不同的社会发展特征，将导致地方政府扩张债务规模对宏观经济产生不同的作用效果。而在目前我国经济结构调整，经济增速放缓的背景下，我国地方政府的收支缺口正逐渐增大、偿债压力和债务风险也与日俱增大，地方政府债

务扩张对经济增长的负向作用正逐渐显现（吕健，2015；张雪莹等，2016；范小云等，2017；陈宝东、邓晓兰，2019）。

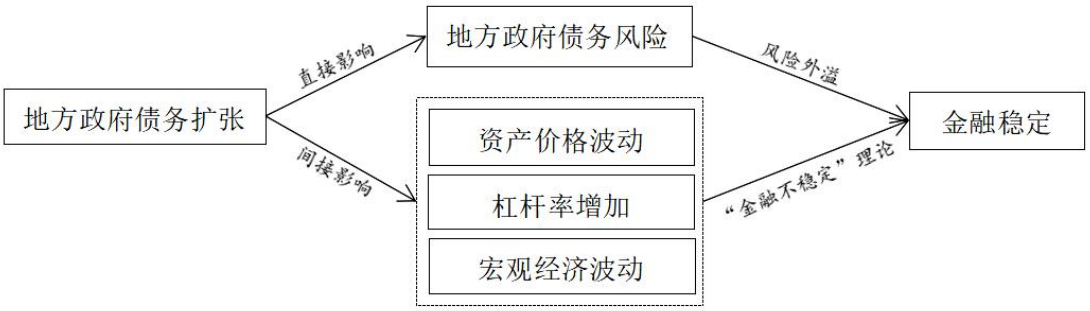


图 1.5 地方政府债务扩张对金融稳定的影响机制

1.3.4 文献综评

通过对相关研究的文献进行总结和梳理发现，相关学者已对我国地方政府债务及金融稳定的问题进行了不同角度的分析，这也为本文相关问题的研究奠定了坚实的理论基础。但综合来看，现有的研究尚有以下几点不足：

一是对我国政府债务的研究大多采用定性分析，并在此基础上主张借鉴国外政府应对债务危机的相关经验教训，或者引入外国政府债务的管理模式，亦或是借鉴国外政府债务的相关研究方法，在静态统计分析的基础上确定我国政府债务率阈值，并设定政府债务风险预警机制。考虑到国内外的财政体系以及政府债务形式具有本质的区别，因此这种简单类推、直接套用的模式对我国地方政府债务问题的实际意义不明显。

二是将政府债务与经济增长、金融稳定视为相互独立的问题，要么单一地分析政府的融资活动与经济发展的内在联系，要么仅限于地方政府扩张债务规模对金融体系的影响，这种研究思路忽视了我国地方政府债务与经济增长、金融稳定之间错综复杂的影响机制，缺乏对财政、金融、经济之间相关关系及作用机理的刻画以及分析。

三是关于地方政府债务扩张对金融体系稳定影响机制的研究，只局限于地方政府债务风险研究，并以此为基础对金融稳定进行侧面的反映。缺乏对金融稳定内在特征的剖析，在梳理地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制时不够全面。

四是现有文献对金融稳定性的刻画大多局限于静态均衡分析的层面，主张通过描述金融风险的大小来对金融稳定进行间接刻画，相关指标选取也仅专注于刻画当前金融体系的脆弱性，且描述指标较为单一，关于金融稳定各个维度的区分也缺乏合理性和全面性，相关维度的基础指标的选取也明显的没有合理的逻辑思路与选取标准。

针对于已有研究的不足之处，本文通过资金来源法对地方政府的债务水平及债务风险进行了科学合理的测算，并在“金融经济周期”理论以及“金融不稳定”理论的框架下，就地方政府债务扩张对债务风险、资产价格泡沫、杠杆率增加以及宏观经济波动的内在联系进行了理论的分析和实证的检验，进而探讨了地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制，并为地方政府债规模、管理模式、金融稳定的相关管理思路给出了相应的建议。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

关于地方政府债务扩张对金融稳定性的影响分析，本文主要从以下几个方面入手进行了分析：

首先，本文从有关地方政府债务问题已有研究成果出发，研究了我国政府债务的发展历程，对其发展现状、债务规模、以及风险程度进行了详细的分析，并推导了地方政府债务风险相关的的外溢机制。基于此，本文又进一步探讨了地方政府债务扩张对债务风险、资产价格泡沫、杠杆率以及宏观经济波动的影响，并对地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制进行了梳理。

其次，本文立足于公共产品理论、公共选择理论、委托代理理论对我国的地方政府产生债务融资的客观基础、主观基础以及现实基础进行充分的论证，深入探究了地方政府的债务成因、债务扩张的经济效益及其风险外溢机理。又进一步以明斯基的“金融不稳定”理论为逻辑框架，在地方债务扩张、经济增长以及金融稳定相互影响的背景下，从债务风险、资产价格泡沫、杠杆率以及宏观经济等四个方面就地方政府债务扩张对金融稳定的影响机制进行了研究和分析，从而提出了相应的假设。

再次，通过资金来源法对地方政府的显隐性债务规模进行了测算。在预算管理的外在约束及刺激经济增长的内在激励下，地方政府在通过债券进行债务融资之余，还会以地方政府融资平台为信用载体进行大规模举债，从而稳定宏观经济的增长。基于我国地方政府扩张债务融资规模的渠道分析，我们以平台公开的地方政府的债券余额相关数据来作为显性债务规模，并以地方政府组建的融资平台的债务数据来测算其隐性债务规模。估计的结果表明，截止到 2020 年末，我国地方政府的债务规模高达 81 万亿元，其中显性债务为 24 万亿元，隐性债务则高达 57 万亿元，这表明地方政府的债务风险已逐

渐显现。

最后，本文通过构建 VAR 模型对已提出的研究假设进行了验证。本文先是选取了与债务风险、资产价格波动、杠杆率以及宏观经济波动四个维度相关的 30 个基础性的指标，并基于主成分分析法合成了相关变量，进而利用各变量 2001-2020 年的季度数据构建了 VAR 模型，力图在地方政府债务扩张、经济增长、金融稳定相互影响、相互作用的机制下，探究地方政府债务扩张对金融稳定的直接影响及间接影响机制。

1.4.2 研究框架

本文计划分为五个部分，就地方政府债务扩张对金融稳定性的影响进行详细分析：

第 1 章，绪论。介绍了选题背景、选题意义、国内外研究现状、研究方法、结构安排和本文的创新之处。其中着重梳理了地方政府债务形成及扩张的动力机制，金融稳定的内涵、测度以及影响因素，地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制，并在此基础上对现有文献的不足之处进行了说明，随即阐述了研究的逻辑框架和内容。

第 2 章，理论基础及研究假设。立足于公共产品理论、公共选择理论、委托代理理论对我国地方政府的债务形成及扩张的客观基础、主观基础以及现实基础进行充分的论证，对地方政府债务的形成及规模扩张的经济内因，以及其所产生的风险外溢效应进行深入的研究。并在此基础上，以“金融经济周期”理论、“金融不稳定”理论为基础，在地方政府债务扩张、经济增长以及金融稳定互通互联的背景下，从债务风险、资产价格、杠杆率、宏观经济波动四个方面就地方政府债务扩张对金融稳定的直接、间接影响进行机理进行了梳理，并做出了相应的假设。

第 3 章，我国地方政府债务规模测算及金融稳定分析。主要对我国的地方政府债务的发展历程、现状及规模特征进行了梳理，并搜集了 2241 家地方政府融资平台债务的相关数据，从地方政府的资金来源端对我国地方政府的显隐性债务规模进行了测算，并就地方政府债务扩张对金融稳定的影响进行了简要分析。

第 4 章，实证分析。首先，本文先是选取了与债务风险、资产价格波动、杠杆率以及宏观经济波动四个维度相关的 30 个相关的基础性的指标，基于主成分分析法合成了象征金融体系稳定的四个维度的变量。其次，本文以金融稳定各维度变量 2001-2020 年的季度数据为研究对象构建了 VAR 模型，力图在我国地方政府的债务扩张、经济增长、金融体系稳定相互影响、相互作用的框架下，梳理地方政府债务扩张对金融稳定的直接影响及间接影响机制。

第 5 章，研究结论与政策建议。首先总结了关于地方政府债务及金融稳定主要解决的问题，其次点明了相关的结论，最后提出相应的建议。具体关于研究的技术路线图如图 1.6 所示。

1.4.3 研究方法

基于宏观经济、计量经济、统计以及金融等多个学科的分析方法，本文逐一开展了相应地理论分析与实证检验，具体分析方法包括：

（1）文献综述法。在第 1 章中，本文梳理了国内外的地方政府债务问题的相关研究，以及金融稳定的相关研究，并进行了完整、客观的评述。

（2）理论分析法。在本文第 2 章中，利用公共产品理论、公共选择理论、委托代理理论的逻辑基础，对我国地方政府债务的成因、规模扩张及其风险外溢效应进行深入的研究，并在此基础上，主要以明斯基所描述“金融不稳定”理论为逻辑框架，在地方政府的债务规模扩张、经济增长以及金融稳定互通互联的背景下，从债务风险、资产价格、杠杆率以及宏观经济四个方面就地方政府债务扩张对金融稳定的直接、间接影响机理进行分析，并做出了相应的假设。

（3）定量分析法。在第 3 章中，对我地方政府相关的债务数据进行了定量的分析，从债务的结构、规模以及相关信用主体的盈利能力、偿债能力等多个角度，分析了我国地方政府的债务规模现状、风险表现，并利用数据和图表等方式对分析的相关情况进行了全面、客观的展示。

（4）实证研究法。在第 4 章中，将选用 30 个基础指标通过主成分分析法合成衡量债务风险、资产价格、杠杆率以及宏观经济的四个变量，并借助于 VAR 模型对已提出的研究假设进行验证，力图在地方政府扩张债务规模、经济增长、金融体系稳定的相互影响、相互作用的机制下，就地方政府债务扩张对金融稳定性的直接、间接影响机理进行验证和说明。

1.5 研究的创新之处

第一，现有文献大多基于地方政府债务问题或者金融稳定的单一视角，难以解释地方政府债务问题、经济增长、金融稳定之间密切而复杂的联系机制。事实上，随着各个经济主体之间的关联性日益加强，绝不能片面、局部的来探析各个问题之间的内在联系，

而是要以三者之间的动态联动机制和其背后的制度性因素为基石。本文在明斯基的“金融不稳定”理论的逻辑框架下，在地方政府债务扩张、经济增长以及金融稳定相互影响的背景下，从债务风险、资产价格、杠杆率以及宏观经济增长四个维度，探析了地方政府扩张债务规模对金融体系稳定的影响机理。不仅可以全面、客观地分析地方政府债务扩张、经济增长、金融稳定之间的相互影响机理，还能分别预测各变量之间的相互影响效应在短期和长期的变化情况，从而将短期政策操作与长期体制改革完美的结合起来。

第二，在分析地方政府债务扩张、经济增长、金融稳定三者之间相互影响的基础上，本文着重考察地方政府债务扩张对金融体系稳定的直接、间接影响机理，并致力于深入分析地方政府债务扩张对金融体系资源配置效率的影响。目前我国金融系统最紧迫的问题一则是存在系统性金融风险的隐患，二则是金融资源配置效率低下、资源配置功能异化，即存在资金“脱实向虚”的问题（吴念鲁等，2017；杨胜刚、阳旸，2018；高蓓等，2019；郑秀峰、刘承洋，2019）。遗憾的是，现有的研究大多局限于地方政府债务风险对金融体系风险总量的影响，却较少关注地方政府债务扩张对金融体系资源配置方式的改变，以及地方政府债务扩张如何对资产价格、杠杆率以及宏观经济产生影响，并间接影响金融稳定。本文的研究拓展了已有文献的边界。

第三，关于地方政府隐性债务的规模主流的测算方法有以下三类：从地方政府投资资金的收支平衡角度入手进行测算、从资产端倒推、从地方政府的资金来源端进行测算。从资产端倒推地方政府债务的可行性基于两个前提：①地方政府扩张的所有隐性债务只集中投资于基础设施建设，这样导致隐性债务估算规模偏低；②基础设施的资金全部来源于地方政府，将民间投资的部分也囊括其中，这样导致隐性债务估算规模偏高。因此从资产端倒推出来的债务规模会与真实值发生或高或低的偏离。用资金来源法进行测算，尽管也会导致债务总量被高估，但胜在与地方政府的债务规模扩张的节奏相同步，更符合经济规律。因此本文最终选择的资金来源端测算法从一定程度上使得地方政府债务的测算方法更为丰富。

第四，现有文献对金融稳定性的刻画大多局限于静态均衡分析的层面，主张通过描述金融风险的大小来对金融稳定进行间接刻画，相关指标选取也仅专注于刻画当前金融体系的脆弱性，且描述指标较为单一。本文在“金融不稳定理论”的逻辑框架下，选取了能够代表金融体系稳定的四个维度：债务风险、资产价格波动、杠杆率、以及宏观经济波动，并选择了相应的基础指标对他们进行刻画。本文的创新在于贡献了金融稳定的相关测度方法。

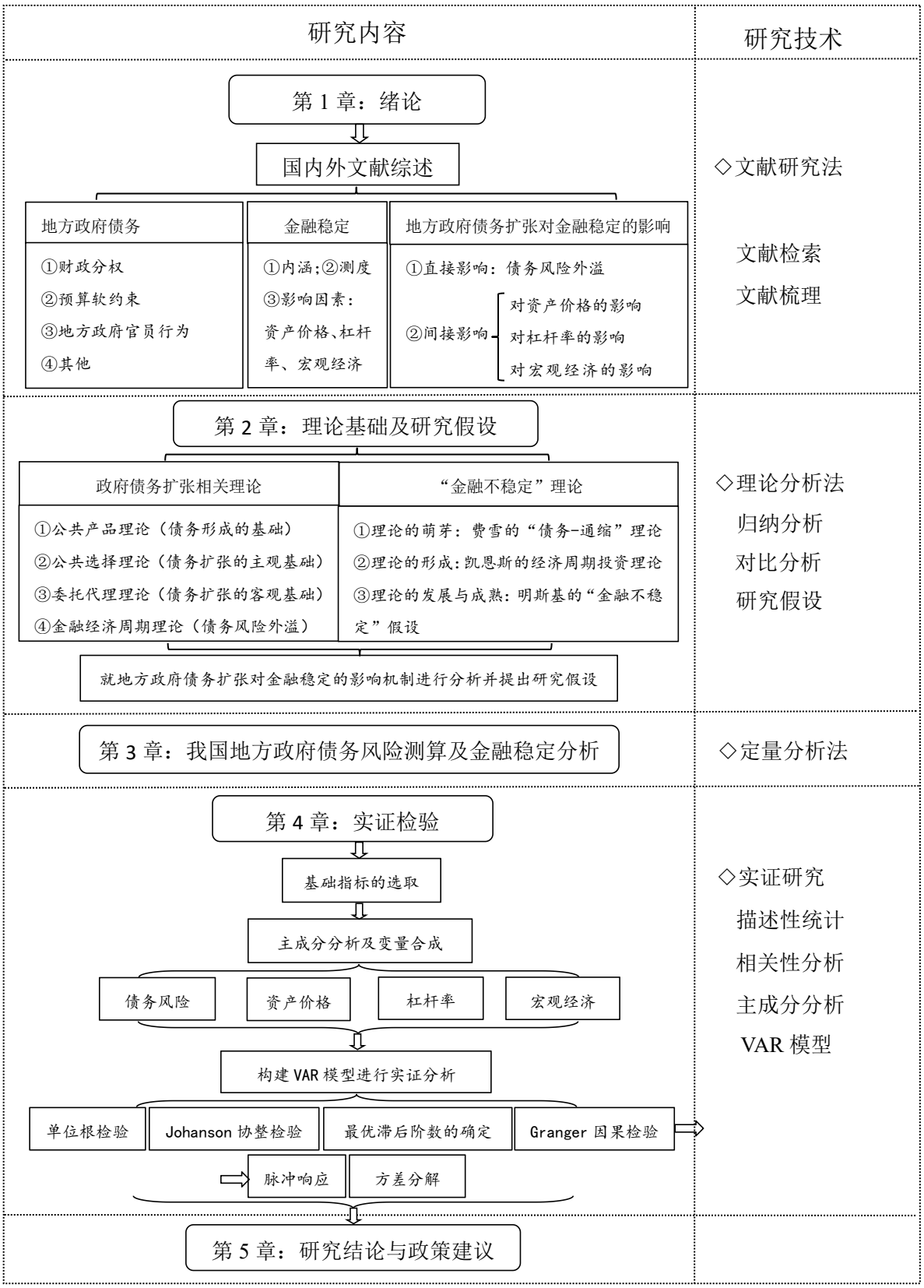

研究内容
研究技术
第 1 章：绪论
国内外文献综述
地方政府债务
①财政分权
②预算软约束
③地方政府官员行为
④其他
金融稳定
①内涵;②测度
③影响因素：
资产价格、杠杆率、宏观经济
地方政府债务扩张对金融稳定的影响
①直接影响：债务风险外溢
②间接影响
对资产价格的影响
对杠杆率的影响
对宏观经济的影响
◇文献研究法
文献检索
文献梳理
第 2 章：理论基础及研究假设
政府债务扩张相关理论
①公共产品理论（债务形成的基础）
②公共选择理论（债务扩张的主观基础）
③委托代理理论（债务扩张的客观基础）
④金融经济周期理论（债务风险外溢）
“金融不稳定”理论
①理论的萌芽：费雪的“债务-通缩”理论
②理论的形成:凯恩斯的经济周期投资理论
③理论的发展与成熟：明斯基的“金融不稳定”假设
就地方政府债务扩张对金融稳定的影响机制进行分析并提出研究假设
◇理论分析法
归纳分析
对比分析
研究假设
第 3 章：我国地方政府债务风险测算及金融稳定分析
◇定量分析法
第 4 章：实证检验
基础指标的选取
主成分分析及变量合成
债务风险
资产价格
杠杆率
宏观经济
构建 VAR 模型进行实证分析
单位根检验
Johanson 协整检验
最优滞后阶数的确定
Granger 因果检验
脉冲响应
方差分解
◇实证研究
描述性统计
相关性分析
主成分分析
VAR 模型
第 5 章：研究结论与政策建议

图 1.6 技术路线图

2 理论基础及研究假设

2.1 相关概念界定

2.1.1 地方政府债务

在 2013 年公开发布的《全国政府性债务审计结果》一文中，审计署按照偿债的资金来源、债务资金的流向、举债或担保的信用主体等三个层次，将地方政府的债务划分为三个类别：①负有偿还义务的债务；②负有担保义务的债务；③承担一定救助义务的债务。尽管监管当局在 2014 年出台的 43 号文，及其后续出台的系列文件中都明确指出地方政府债务的范围中并不包含其或有债务，但实际上或有债务（主要为融资平台债务）或多或少具有政府信用背书，与政府债务界限不清。因此，本文通过对相关研究进行归纳整理，将我国地方政府的债务类型区分为显性、隐性两大类，其定义如表 3.1 所示。

表 3.1　地方政府债务定义

地方政府债务	按照责任主体	定义	偿债资金来源
地方政府债务（显性）	负有偿还责任的债务	由财政资金偿还、政府负有直接偿债责任的债务，例如地方政府债券。	政府财政
地方政府债务（隐性）	负有担保责任的债务	由地方政府提供担保或者有地方政府信用作为背书而进行的借债。因此，当债务人无法偿还债务时，地方政府负有连带偿还责任。例如地方政府融资平台债务、国有企业等有政府信用作为背书而举借的债务。	非财政资金
	其他相关债务	政府融资平台公司、经费补助事业单位等举借的债务。	非财政资金

资料来源：作者整理

2.1.1.1 显性地方政府债务：地方政府债券

中央在 2014 年 9 月公开发表的第 43 号文中，将发行政府债券确立为唯一合法的地方政府债务融资渠道，因此本文以地方政府债券余额来衡量地方政府显性债务。以债券融资的用途以及偿还债券的来源为切入点，学界一般情况下也将我国地方政府发行的债券区分为两个类别：一般债券、专项债券。其中，所谓一般债券是指不具有特殊性和指向性的，为应对地方政府的日常资金需求或资金紧缺而发行的债券，主要以当地政府的财政收入资金为其偿债来源；专项债券，则是指为某个具体的政府公共项目筹资而发行的债券，其对应的偿债资金来源主要为特定项目的经营收益。

2.1.1.2 隐性地方政府债务：融资平台债务及其他债务

受预算管理的约束以及监管规定的限制，地方政府在一定情况下会选择组建融资平台以为其进行一系列投融资活动，以达到规避监管的目的。在整个过程中，地方政府是行为主体，土地划拨、国有资产投资是重要手段，组建城市建设投资公司、城市建设开发公司等地方政府融资平台是主要途径，以此来实现地方政府融资平台的隐性债务扩张，并将所筹集到的债务资金投资运用于基础设施建设投资、及公用事业投资等。而地方政府以融资平台为载体的隐性债务又可划分为商业银行表内贷款、城投债以及融资平台债券等，详细的划分见表 3.2。

表 3.2　地方政府债务分类

类型	融资类型	具体形式
显性债务	地方政府债券	一般债、专项债
隐性债务	城投平台融资	城投债、银行贷款等
	其他债务	PPP 项目融资、地方政府购买、融资租赁活动等

资料来源：作者整理

2.1.2 金融稳定

关于金融稳定的概念，目前学术界尚未给出明确、规范的定义。由于金融体系的波动对金融稳定来说并不全然是负面的，故而维持金融稳定也并不意味着消灭波动性以取得绝对的稳定（Schinasi，2004）。因此主流的做法是通过金融体系有效配置资源的能力、管理并抵御风险的能力来描述金融稳定性的（Crockett，1996；Mishkin，1999；Schinasi，2004）。也有学者采取一些间接的方式来刻画金融稳定，例如通过衡量金融体系的波动性、脆弱性、及其抵抗风险的能力等方式来对金融稳定进行描述（Borio，2009）。

综上，金融稳定可有如下几个内涵（Schinasi，2004）：①金融稳定是相对于整个金融体系而言的，具有全局性；②金融稳定意味着金融体系能够有效配置资源并抵御风险以促进经济持续发展，具有发展性；③金融稳定意味着金融体系本身具有韧性、可协调发展，具有可持续性；④金融稳定意味着不存在金融危机等状态，并且有能力面对各个外界冲击，具有防御性；⑤金融稳定与实体经济紧密相关，需要结合货币政策、财政政策等多种经济手段才能达到金融稳定状态，具有复杂性、综合性；⑥金融稳定是一个动态、连续的过程，金融稳定的内涵特征会随着社会及经济背景的变化而不断改变，具有动态性。

2.2 理论基础

2.2.1 地方政府债务扩张理论基础

公共产品理论构成了政府债务形成的现实基础。我国地方政府在经济系统中扮演两个重要角色：①负责公共治理的监管方；②负责提供公共产品的供给方。当经济体系中出现公共基础设施的建设、公共服务的提供等市场失灵的情况时，政府当局应当发挥主导作用、履行相应的职责以弥补市场力量的缺失。当财政的收入来源不足以弥补财政支出时，政府当局就会通过债务融资的方式来完成公共产品的供给。

公共选择理论形成了政府债务不断扩张的主观基础。地方政府作为经济主体往往不符合理性人的假定，当涉及到提供公共产品和公共服务等情况时，受绩效考核、政绩竞赛、经济增长等多种目标的驱动，具有不断扩大产品供给的冲动，并在预算约束的限制条件下，突破监管阻力以融资平台进行债务融资，不断增加供给公共产品和服务的相关数量，最终的结果就是公共产品的供给数量在很大程度上与社会公众的需求意愿发生严重偏离，导致地方政府扩张债务规模所进行的财政投资效率低下，债务风险激增。

委托代理理论是政府扩张债务规模的客观基础。我国的政府财政体制在 1994 年进行分税制改革以后，就产生了严重的财权、事权不匹配的体制矛盾，中央、地方政府的委托代理关系之间出现了严重的道德风险问题，造成了地方政府不得不进行债务融资的客观现实；而我国地方政府的绩效考评，以及政府官员之间的“政绩竞赛”则形成了地方政府举债的主观动因；预算软约束的财政规则在一定程度上也构成了地方政府扩张债务规模以进行投资创造了客观条件，这造成了地方政府债务风险的进一步扩大。

2.2.2 金融经济周期理论

金融经济周期理论（Financial Business Cycle，FBC），是在 20 世纪 90 年代亚洲金融危机和 2007—2008 年美国次贷危机相继推动的背景下发展起来的。该理论在符合实际商业周期理论的动态一般随机均衡理论框架中，进一步将金融中介机构、金融创新供给、金融冲击、金融摩擦等因素纳入其中，并指明了金融冲击会经由金融体系缺陷、金融摩擦等因素而产生放大效应，并会通过多种途径导致经济体出现剧烈的波动，也就是发生了所谓的“金融加速器”现象。该效应在经济体系内的传导和放大主要是通过“银行信贷”和“资产负债表”这两个渠道来进行的，且其传导的基本前提是非完全竞争市场中

的信息不对称和金融摩擦。

我国的地方政府债务规模扩张涉及到经济增长、社会稳定、金融稳定等多个经济金融层面，牵一发而动全身。在金融经济周期理论的逻辑框架下，经济体系在顺经济周期时所积聚的风险隐患，当经济增长出现衰退时就会集中爆发出来，成为金融不稳定的基础性原因。因此，我国以往的经济发展促进模式中对于地方政府主导投资的过度依赖，现阶段宏观经济增速逐步放缓所导致的地方政府收支收支矛盾恶化，以及地方政府债务融资途径与银行等金融机构的高关联等原因，均会使得我国地方政府债务风险产生外溢效应，并对金融体系稳定造成极大的负面冲击。另外，根据金融经济周期理论，我国地方政府债务风险也会在“银行信贷渠道”以及“资产负债表渠道”中形成传递和扩大效应，并最终使得全局性金融风险的爆发。因此，我国地方政府债务扩张对金融稳定的直接影响就是在“金融经济周期理论”的逻辑框架下运行的。

2.2.3“金融不稳定”理论

“金融不稳定”理论的萌芽阶段其表现形式为费雪的债务-通缩理论，该理论认为在逆经济周期的阶段，有两个最主要的衡量指标，即过度负债与通货紧缩，而另外的一些经济变量如货币流通速度、利率、利润、价格水平等指标也是在与过度负债或通货紧缩协同作用的情况下，才会表现出显著的影响。在这一基本思想下，完整的费雪债务周期可做如图 2.1 的描述：

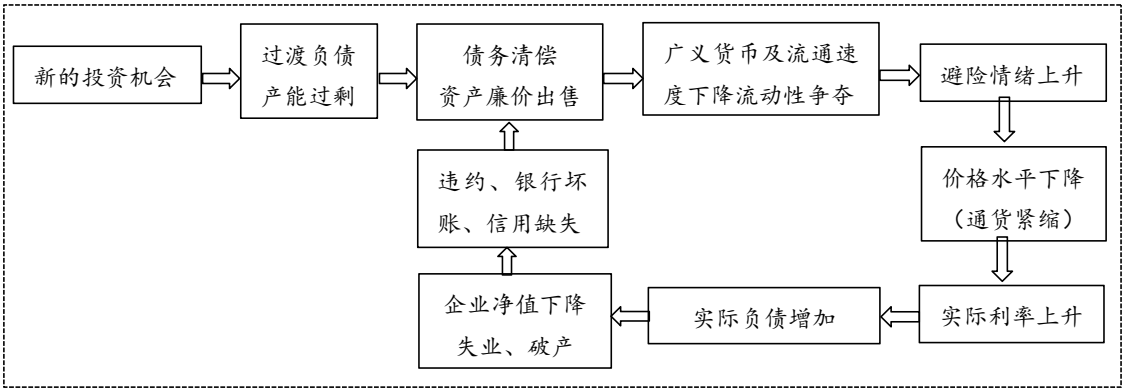


图 2.1 费雪“债务-通缩”运行逻辑下金融不稳定形成示意图

“债务-通缩”现象的运行逻辑并不涉及不确定性，但不确定性这一因素在实际经济发展过程中，往往会对经济周期产生巨大的影响。因此，1936 年期间著名学者凯恩斯完成的《就业、货币、利息通论》一文中，将经济周期投资理论与不确定性相结合，从而形

成了金融不稳定理论的基本框架。凯恩斯强调，宏观经济运行的过程往往难以预测各种不确定因素的发生从而无法对其进行完全、合理的应对和克服，相关企业只能依据对未来的预期来决定关于生产、投资的系列事项。但需要注意的是企业所形成的未来预期也是建立在不稳定的经济运行之上的，因此企业相应的生产、投资活动也会因为经济体中的不稳定因素而出现剧烈波动，从而导致资产泡沫的发生、膨胀、破裂。

以凯恩斯投机性理论为前提，明斯基进一步融合了“债务-通缩”理论的运行框架，做出了金融不稳定假想。在后来的研究中，学者们也将“金融不稳定假说”总结为债务扩张对经济金融体系影响的理论，并且将不稳定性视为当代金融体系的主要表现，从而构成金融危机产生的内在动力，即经济周期具有内生性。

在关于债务扩张对金融稳定影响的探讨中，明斯基认为不断滚动扩张债务的政府、部分企业以及银行等是较为凸出的投机型经济单位，普遍具备高杠杆的特征，对外在冲击的吸收能力较弱，因此，当投机性经济单位在经济主体中的比重上升时，经济系统的脆弱性将会不可避免的增加，严重威胁金融体系的稳定性。明斯基还指出，在经济的周期性波动中，政府和中央银行的干预是必要的，政府进行债务融资、增加财政支出在逆经济周期时可以起到稳定经济的作用，从而避免经济陷入萧条。

由金融不稳定理论可知，当经济体处于上升周期时，市场对于未来经济发展的整体预期较为乐观，投资将会增加，相应地融资活动将会更加频繁，外部融资活动的增加尤其明显。此时，经济体中各部门的杠杆率将会不断攀升，资本资产的价格泡沫不断加大，相应的债务风险也会逐步增加。此时，若央行收紧流动性以控制资产泡沫风险，促使金融机构减小信贷规模，则经济体系内将会出现企业破产、资产抛售、资产价格缩水等一系列的风险联动效应，从而导致经济体的债务负担愈发严重、债务风险愈发凸出，经济体的波动由此产生。

2.3 理论分析及研究假设

2.3.1 地方政府债务扩张对金融稳定的直接影响

根据前文的分析，在地方政府债务进行扩张这一过程中，商业银行等金融相关部门购买了大量的地方政府债券凭证，也成为了地方政府相关融资平台、国有企业等关系人的主要债权人。然而，由于地方政府债务融资所得主要投资于交通运输、基础设施建设以及保障性住房等。这些项目大多投资周期长、资金回笼慢且利润薄弱；另外，在近年

来一系列的“房住不炒”的宏观调控下，地方政府往日的土地财政也难以为继，地方政府的收支矛盾和偿债压力正逐渐凸显；因此本文认为，受制于地方政府投资项目自身的特点，再结合现阶段我国对房地产领域一系列宏观调控措施，以及我国宏观经济增速放缓等外在因素的影响，地方政府的偿债压力和信用风险正逐渐凸显，根据金融经济周期理论，这一风险隐患将会通过“银行信贷渠道”和“资产负债表渠道”产生风险外溢，从而对金融体系的稳定产负面的影响，因此本文提出假设 1：

H1：地方政府债务扩张会造成债务风险并对金融稳定产生负向影响。

2.3.2 地方政府债务扩张对金融稳定的间接影响

2.3.2.1 地方政府债务扩张对资产价格的影响

在现行的经济体系内，从本质上来看我国的资产价格波动可划分为两个类别：①资本资产价格的波动；②房地产价格的波动。但综合来看，所有资产其内在价值的高低都取决于该资产再使用期间内，各项活动所产生的现金流的现值，当投资过热导致价格虚高，即该资产未来产生的现金流入不足以覆盖为取得该资产而发生的现金支出时，资产价格泡沫便随之产生，资产价格的波动则直接关乎于泡沫的增加或者破裂，因此资产价格波动与金融体系的稳定性之间具有高度的相关性。

在以往的经济发展模式下，我国地方政府普遍选择进行债务融资、扩大财政支出、进行基建投资的方式来刺激经济增长。然而，由于我国地方政府所投资的财政项目一般都具有收益低、周期长等特性，这将会在一定程度上拉低整个实体经济投资的收益率，从而使得在宽松货币政策操作下所产生的流动性不愿流入实体经济领域，造成资金“脱实向虚”和资产价格泡沫等现象。另一方面，我国地方政府以往依靠“土地财政”的经营模式也会在一定程度上推高住房价格，催生房地产泡沫风险，一旦房地产价格一路上涨的乐观趋势无法延续，将会引发一系列的多米诺骨牌效应，最终对金融体系内在的稳定性造成巨大的冲击。地方政府的土地出让金收入会不可避免的受到影响，财政收入来源的缩减会造成地方政府收支矛盾的恶化，弱化地方政府的偿债能力，并进一步导致地方政府债务风险外溢至银行体系，引起系统性金融风险的全面爆发，从而对金融稳定产生间接的负面影响。因此本文提出假设 2：

H2：地方政府债务扩张会造成资产价格上升并催生资产泡沫风险。

2.3.2.2 地方政府债务扩张对各部门杠杆率的影响

地方政府进行债务融资进行经济建设会直接导致政府部门杠杆率的攀升，而一定条件下政府部门杠杆率的不断提高以及区域异质性逐渐凸显，又会在一定条件下导致区域经济结构性矛盾的恶化，并可能进一步导致区域性金融风险。除此之外，有研究表明政府部门杠杆率与其他部门的杠杆率之间呈明显的正相关效应。有学者对我国的政府、企业、居民等进行了分部门的杠杆率分析，实证证明了政府、居民、企业亦或是金融机构，不论哪一部门杠杆率波动过大，均会传导至各个部门，最终会给经济增长、金融稳定带来比较大的负面冲击。并且，由于商业银行等金融部门是地方政府扩张其债务规模的主要渠道，因此政府部门杠杆率的上升所带来的金融风险将会迅速蔓延至金融体系内的各个主体，造成金融动荡和经济萧条。

值得注意的是，当经济处于顺周期阶段时，经济体中的各部门将会增加其融资活动，宏观经济杠杆率升高，相应的各部门的投资活动也会更加频繁，由此导致相应资本资产的价格不断升高，面临的通货膨胀的压力不断增强。一旦经济增长开始放缓，政府部门的收支缺口将不断增加，此时较高的杠杆比率会在一定条件下引发地方政府债务风险，并对金融稳定产生直接的影响。基于我国经济增速放缓、经济结构调整以及面临新冠疫情冲击的背景下，本文提出假设 3：

H3:地方政府债务扩张会导致杠杆率的整体提高并影响金融稳定。

2.3.2.3 地方政府债务扩张对宏观经济波动的影响

地方政府增加债务融资规模进行基础设施建设确实能在一定条件下刺激经济的增长，经济增长速率的提高也会通过一定途径促使储蓄以及投资增加，高储蓄率有利于金融市场稳定。但当地方政府的债务规模扩大至一定程度时，巨额的债务本息偿还将耗费大量的财政资金，地方政府因而不得不大幅度缩减其投资活动和缩小其投资规模，宏观经济的增速相对来说会放缓。因此，长期来看地方政府债务规模的过度扩张会增加经济下行的可能性，导致金融体系内部脆弱性的增加。另外，地方政府扩张其债务规模还会在一定程度上会挤占信贷资源、抬高融资成本、并进一步导致投资活动及频率减小、经济增长速率下降，而经济增长速率的下降显然也会通过税收等途径使得地方政府的财政收入缩减，收支矛盾恶化，进一步增加地方政府的偿债压力和信用风险。

地方政府扩张债务规模与宏观经济的另一个内在联系在于它会削弱政府经济政策的有效性，从而与宏观经济波动产生间接联系。在财政政策有效性层面，地方政府扩张债务规模无论是通过财政赤字，还是借助于对外借款，其经济本质都是在进行扩张性的财政操作。另外，地方政府债务置换、延长期限结构等操作还会严重削弱财政政策的有效性。在货币政策有效性层面，地方政府债务规模的扩张会挤占信贷资源、抬高融资成本、并在一定程度上引起商业银行的信贷扩张，进而在一定条件下弱化货币政策的信贷传导渠道的效率，对宏观经济的恢复及发展产生负向影响。基于此，本文提出假设 4：

H4：地方政府债务扩张将会导致经济放缓并对金融体系稳定造成负面影响。

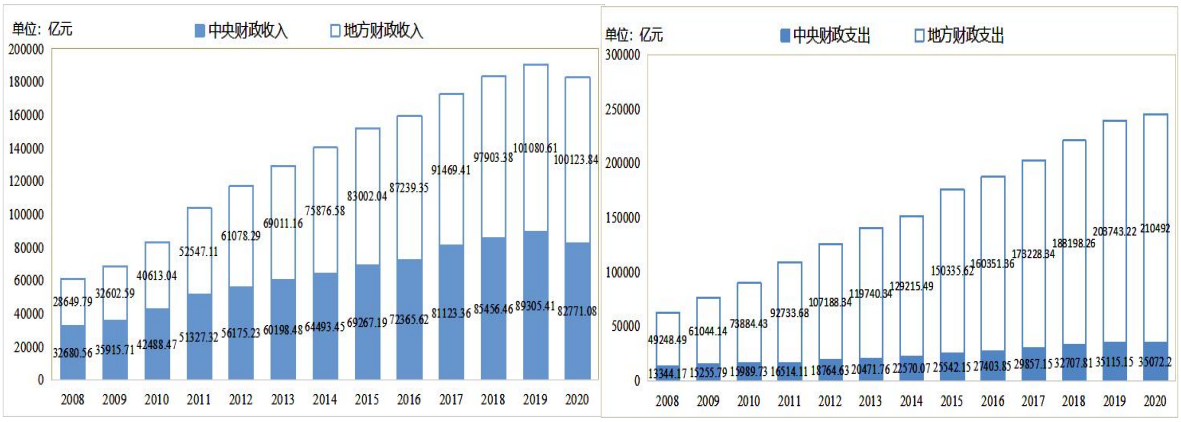
3 我国地方政府债务风险测算及金融稳定分析

3.1 地方政府债务发展特征及现状

我国地方政府的债务以其规模大、增速快为显著特征。且地方政府扩张债务规模的背后存在必然性和合理性。通过地方政府债务的历史沿革进行分析，不难发现地方政府规模之所以会迅速扩张，不仅是因为地方政府债务融资形式复杂化、渠道隐蔽化加大了监管难度，更重要的地方政府债务扩张对促进区域经济发展不可或缺。

据统计，在 2008 年的次贷危机对我国经济造成及其严重的下行冲击的情况下，我国地方政府组建的融资平台的数量自 2009 年起急速扩张，仅一年的增长量就高达 2000 多家，而在此前 16 年中，我国因各种名目而成立的融资平台仅为 6000 多家。另一方面，自 2009 年以来，我国固定资产投资占 GDP 比重一直高于 60%，在 2015 年甚至高达 81.5%，如果地方政府对基础设施建设的投资以及房地产投资增速放缓，相应地地方经济的增长也将受到显著的负向影响。可见在我国现行的经济体制下，区域经济增长对地方政府融资平台具有较高的依赖性，且短时间内难以解除。

地方政府债务规模扩张的另一个根本原因在于我国财政体制的内在矛盾。自 1994 年分税制改革后，全国税收从地方向中央集中，导致地方政府财政收支矛盾日渐恶化。由图 3.1 可知，虽然自 2008 年以来，我国政府的地方财政收入的比重在一定意义上每年都会有小幅提升，但基本在徘徊在 60%的水平之下；而在财政支出端，地方政府每年的财政支出占比却都保持在 75%以上。这也在一定程度上说明了在我国经济增长模式转变及经济结构调整的大背景下，由减税降费等一系列积极财政政策所导致的地方政府收支矛盾日渐突出，地方政府相应的债务规模及其偿债压力逐步增加。



数据来源：Wind

图 3.1　2008-2020 年我国中央、地方政府财政收支对比图

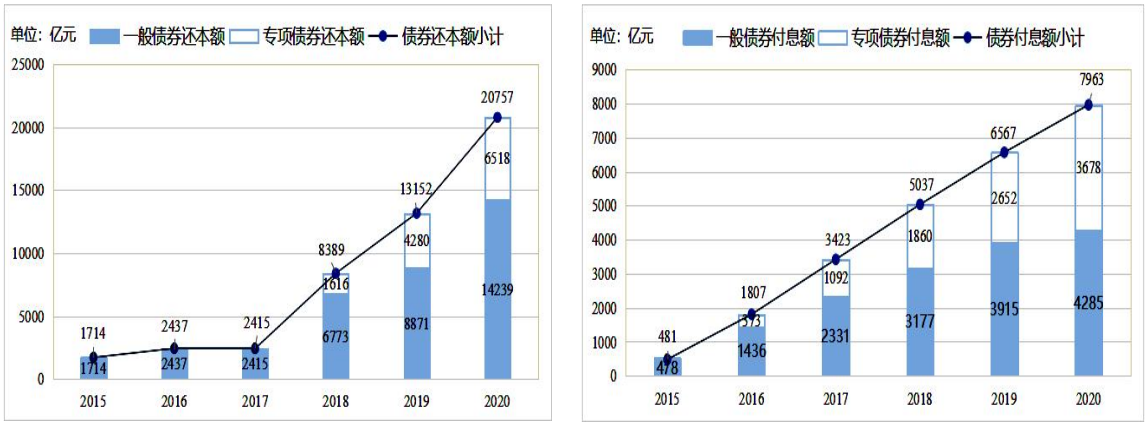
3.2 我国地方政府债务规模测算

3.2.1 显性地方政府债务测算

为了方便统计和测算，本文以官方所公布的地方政府债券余额来测度地方政府显性债务。由图 3.2 可知，截至到 2020 年末，我国地方政府的显性债务约为 25.5 万亿，相比于 2015 年的 4.8 万亿净增加了近 20 万亿。其中，一般债券余额由 2015 年的 3.9 万亿增加到了 2020 年的 12.6 万亿，净增加 8.7 万亿；专项债券券余额由 2015 年的 0.97 万亿增加到了 2020 年的 12.9 万亿，净增加 11.3 万亿。另外，由图 3.3 可知，显性地方政府债务的还本付息额正逐年增加，这也在一定程度上说明了我国地方政府所面对的偿债压力和信用风险正逐步增加。

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台

图 3.2　2015-2020 年显性地方政府债务规模



数据来源：中国地方政府债券信息公开平台

图 3.3　2015-2020 年显性地方政府债务还本付息额度

3.2.2 隐性地方政府债务规模测算

关于地方政府隐性债务的规模的测算，主流的测算方法有以下三类：

第一类，以地方政府财政收支平衡为切入点，分析地方政府投资资金的收支缺口，财政支出超过财政收入的部分则与地方政府新增的债务融资相对应，并以此方法来估算显隐性地方政府债务规模。这种方法虽然简单且易于操作，但是忽略了我国地方政府的债务扩张行为与金融经济体系之间错综复杂的联系，并且低估了地方政府通过各种隐蔽渠道进行债务融资以规避监管的内生动力，因此在客观上将会造成地方政府债务规模总体上的低估。

第二类，从资产端倒推：依据“资产=资本金+负债”这一基本公式，将地方政府债务视为从资产端扣除资本金后所剩的部分。从资产端倒推地方政府债务的可行性基于两个前提：①地方政府扩张的所有隐性债务只集中投资于基础设施建设，这样导致隐性债务估算规模偏低；②基础设施的资金全部来源于地方政府，将民间投资的部分也囊括其中，这样导致隐性债务估算规模偏高。因此从资产端倒推出来的债务规模会与真实值发生或高或低的偏离。另外，由于地方政府的融资活动和相关资产的形成从时间维度上讲节奏并不一致。因此，无论是从估计的准确性，还是拟合的同步性上来说，资产端倒推法都无法真实的反映我国地方政府的债务扩张情况。

第三类，从地方政府扩张债务的资金来源端进行测算：我国地方政府合法的资金来源除了法律规定的发行政府债券外，还包括地方政府组建的融资平台所产生的信贷、信托融资、融资租赁及各种有息负债等。从资金来源端推算，也会在一定程度上导致我国的地方政府隐性债务规模被低估。一方面，资金来源这一测算方法主要通过列举的形式从各个举债渠道逐一统计其债务规模，但针对于部分经济单位和个人的借款，并不能逐一列举，存在漏算的风险；另一方面，部分地方国有企业实质上也承担了地方政府融资平台的工作，对于这部分资金来源无法详细测算。

综合来看，采用资金来源法来对我国地方政府的隐性债务进行估算，虽然在总量上有可能导致债务规模被低估，但在节奏上与地方政府的债务扩张节奏更为吻合。因此本文通过 Wind、地方政府债券信息公开平台等数据搜集渠道，获取了相关的 2241 家地方政府融资平台投融资活动相关的数据，并以资金来源法对我国的地方政府隐性债务进行了估算。测算结果如表 3.3 所示。

表 3.3　2010-2020 年经测算的显隐性地方政府债务合计（单位：亿元）

年份	地方政府债务合计	显性地方政府债务余额	占比	隐性地方政府债务余额	融资平台有息债务	融资平台其他债务
2010	111175	4000	3.60%	107175	58663	48512
2011	115178	6000	5.21%	109178	67716	41462
2012	107825	6500	6.03%	101325	66356	34969
2013	142289	8616	6.06%	133673	86632	47041
2014	221474	11623	5.25%	209851	114795	95056
2015	368305	48260	13.10%	320045	217962	102083
2016	485139	106281	21.91%	378858	263790	115068
2017	592855	147448	24.87%	445407	310669	134738
2018	662924	180699	27.26%	482225	341050	141174
2019	746040	211182	28.31%	534858	389637	145221
2020	812339	239694	29.51%	572645	430377	142268

数据来源：Wind，中国地方政府债券信息公开平台

注：其中计息负债以融资平台的短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券为主。

根据测算，截止到 2020 年，由地方政府融资平台所主导隐性地方政府债务规约为 57.3 万亿，较 2010 年末的 10.7 万亿增加了近 47 万亿；其中 2241 家地方政府融资平台的有息负债规模约为 43 万亿，较 2010 年末的 5.8 万亿增加了 37.2 万亿；比较来看，近年来二者的增长趋势基本一致，故而推测二者之间的差额主要体现在部分未发行债券的地方政府融资平台债务当中。

数据来源：Wind，中国地方政府债券信息公开平台

图 3.4　地方政府显隐性债务规模扩张趋势示意图

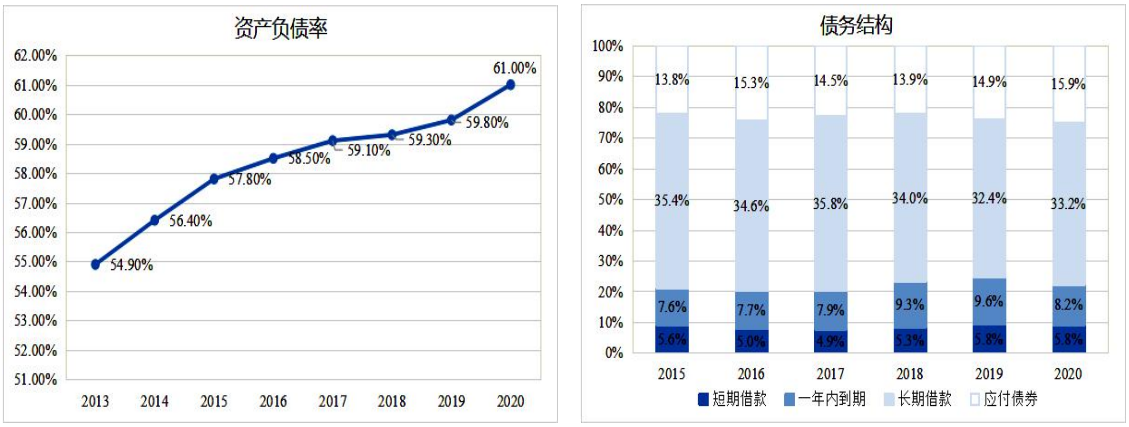
回溯来看，虽然 2014 年相关文件对地方政府的债务融资途径进行了规范，但从根本上来看，地方政府存在已久的收支矛盾仍未得到缓解，故而地方政府通过相关融资平台进行债务融资的主观意愿和客观要求依然强烈。由图 3.4 可知，自 2014 年以来，地方政府的隐性债务规模扩张趋势明显；但监管当局一系列文件的出台，从各个层面逐步规

范了地方政府融资平台相关的投融资活动，经测算的地方政府隐性债务占比正逐步下降，截至 2020 年末，我国地方政府隐性负债在其负债总额中的比重维持在 70%左右。对地方政府融资平台的债务组成部分进行进一步的分析可知，地方政府融资平台的其他债务规模扩张的步伐相对放缓，这说明了地方政府债务规范化管理的效果正逐渐凸显。

3.3 我国地方政府债务风险分析

由上文的分析可知，自 2014 年以来，我国地方政府的财政收支缺口持续增加、债务规模扩张趋势明显，尤其是以地方政府组建的融资平台为信用载体的隐性负债是其债务总量中的主要组成成分，因此地方政府的债务规模不合理增加所导致的债务风险大多汇聚于地方政府融资平台。伴随着地方政府融资平台盈利能力弱化、宏观经济增速放缓、地方政府财政收支缺口加大等一系列问题，地方政府的债务风险也正逐渐显现。本小节主要以地方政府融资平台偿债能力、盈利能力以及违约风险为研究对象，对我国地方政府的债务风险进行了定量分析。

分析地方政府组建的融资平台对应的偿债能力可知，截至到 2020 年末，我国地方政府组建的融资平台总资产约为 112 万亿，加权平均法计算的资产负债率由 2013 年的 54.9%上浮至 2020 年的 61%，且从 2017 年以来，地方政府融资平台的经营杠杆上升幅度变小，但受新冠疫情的冲击和逆周期经济政策的影响，2020 年融资平台的杠杆率水平又有小幅上升，2017-2020 年资产负债率分别为 59.1%、59.3%、59.8%、61%。从融资平台的债务结构来看，其债务的期限呈现短期化趋势。2015 年以来，短期债务融资在总负债中的比例有所上升。种种迹象表明了地方政府融资平台的经营质量正在下降，尤其是在新冠疫情的冲击下，小型地方政府融资平台发生债务违约的风险整逐渐凸显。



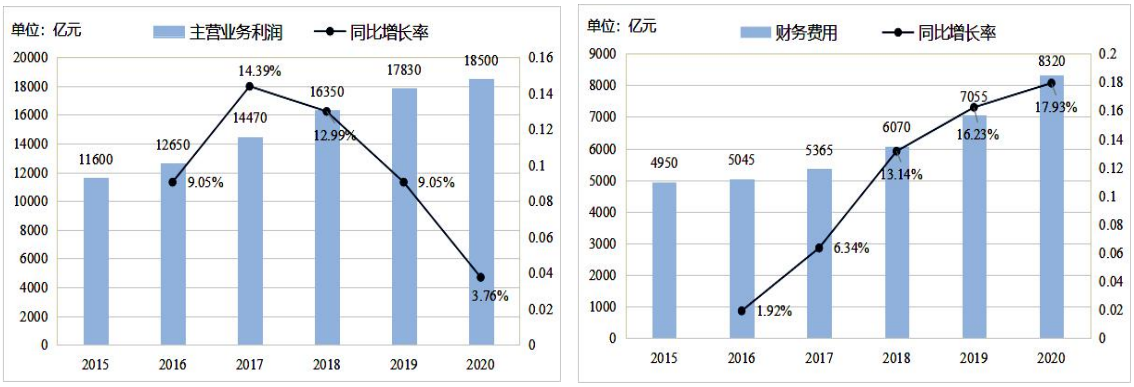
数据来源：Wind

图 3.5　地方政府融资平台偿债能力示意图

分析地方政府组建融资平台的盈利能力可知，从我国地方政府融资平台的主要现金流构成中，可以明显看出融资平台的业务主要集中于投融资活动，经营业务占比较小。进一步分析可知，2015-2020 年我国地方政府组建的融资平台所产生的投资现金流年均约为 4 万亿元，而与之对应的年均融资现金流约为 5 万亿元，历年来经营活动产生现金流的规模均小于零。另外，加权平均法计算的地方政府融资平台的投资收益率正在逐年下滑，营业利润率也不可避免的出现了明显的收缩趋势，尤其是在受到 2020 年新冠疫情的冲击后，期资产收益和营业利润更是大幅缩水。在图 3.7 中，本文对地方政府融资平台的盈利能力下滑进行了进一步分析，发现以利息支出为主财务费用增长对其盈利能力构成明显负向作用，财务费用规模正逐年上升，且其同比增长率也在增加。

数据来源：Wind

图 3.6　地方政府融资平台盈利能力分析



数据来源：Wind

图 3.7　偿债费用对地方政府融资平台盈利能力的影响

对地方政府组建的融资平台所产生的违约风险进行分析，其衡量标准是银保监会针对地方政府融资平台现金流覆盖率规定的相关指标。银保监会的划分标准为地方政府融资平台产生的现金流能够覆盖其债务本息和的程度。据此可将地方政府组建的融资平台分为以下几类：全覆盖类、基本覆盖类、半覆盖类、无覆盖类四种。基于以上标准，本文主要通过以下公式对地方政府融资平台的现金流覆盖率进行测算：

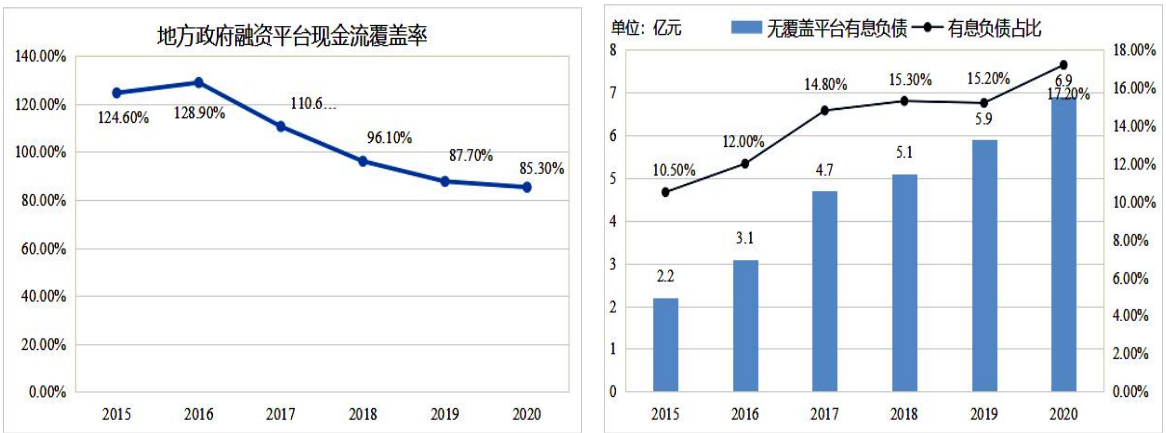
$$现金流覆盖率=\frac{货币资金+经营活动产生的现金流净额}{短期借款+一年内到期非流动负债+财务费用}$$

表 3.4　银保监会对地方政府融资平台划分标准

风险类别	现金流覆盖债务本息比例
全覆盖	100%以上
基本覆盖	70%-100%
半覆盖	30%-70%
无覆盖	30%以下

资料来源：银保监会

估计结果表明，我国地方政府组建的融资平台的加权平均现金流覆盖率水平自 2016 年起便逐年下降，现金覆盖率水平由 2016 年 128.90%的高覆盖率水平下的全覆盖降到 2020 年 85.3%的基本覆盖水平。伴随着现金流覆盖率水平的逐年下降，地方政府融资平台的债务风险正逐渐增加。另外，在新冠疫情的冲击下，无覆盖平台的有息负债占比在近年来稳定在 15%左右，但在 2020 年出现了轻微的反弹。另外置换债务与新增债务有助于进一步控制地方政府债务风险。相关文件规定自 2020 年起，地方政府再融资所筹集到的资金不仅可用于偿还已到期政府债券的本金，还可用于存量地方政府债务的偿还，再融资债券以及其他“化债”模式的使用，有助于进一步控制隐性债务风险。



数据来源：Wind

图 3.9　地方政府融资平台现金流覆盖率变化情况

3.4 地方政府债务风险测算

本小节主要通过上文中所提到的现金流覆盖率法来测算地方政府融资平台的偿付缺口，并以此来衡量其债务风险。同时，考虑到地方政府“借新还旧”所带来的影响，本

文假设了不同的借新还旧偿债率指标，并在此基础上测算了地方政府融资平台目前所对应的偿债压力及债务风险。另一方面，考虑到财务费用不能真实的反映地方政府的债务偿还压力，因此，本文在地方政府组建的融资平台对应的有息负债成本为 5%的假设前提下，对其偿付缺口进行了测算。测算结果如表 3.5，表 3.6 所示。

表 3.5　2020 年各省政府融资平台现金流覆盖程度测算（单位：亿元）

省份	全覆盖	占比	基本覆盖	占比	半覆盖	占比	无覆盖	占比
海南	228	100%	-	0%	-	0%	-	0%
西藏	342	100%	-	0%	-	0%	-	0%
甘肃	4133	76%	829	15%	106	2%	355	7%
湖北	14406	71%	3309	16%	1082	5%	1596	8%
四川	19448	58%	9243	27%	2671	8%	2297	7%
宁夏	385	83%	-	0%	-	0%	78	17%
新疆	2973	66%	598	13%	568	13%	342	8%
青海	171	19%	501	57%	-	0%	208	24%
江西	7087	54%	2687	21%	2016	15%	1216	9%
安徽	8052	56%	2662	19%	1667	12%	1908	13%
黑龙江	1236	65%	184	10%	224	12%	257	14%
山西	1060	32%	1316	40%	363	11%	529	16%
北京	9966	30%	14055	42%	5502	16%	3986	12%
云南	5120	41%	3525	28%	1384	11%	2378	19%
吉林	1746	29%	2267	38%	402	7%	1583	26%
广东	8511	56%	1004	7%	4106	27%	1539	10%
河北	3966	61%	59	1%	898	14%	1539	24%
辽宁	773	40%	392	20%	525	27%	224	12%
贵州	3118	26%	3997	33%	3251	27%	1796	15%
山东	9024	42%	3274	15%	5790	27%	3582	17%
江苏	24228	37%	12232	18%	17036	26%	12843	19%
广西	3651	28%	3421	26%	5448	41%	735	6%
河南	6665	44%	1197	8%	4349	29%	3033	20%
上海	4268	51%	-	0%	1576	19%	2490	30%
重庆	6984	41%	1321	8%	5101	30%	3830	22%
内蒙古	537	40%	99	7%	622	46%	87	6%
浙江	15175	38%	3510	9%	8563	22%	12475	31%
湖南	7138	40%	938	5%	6166	34%	3683	21%
天津	5648	34%	1672	10%	8220	49%	1245	7%
福建	3583	29%	1796	14%	3097	25%	4030	32%
陕西	4123	29%	932	7%	4860	35%	4157	30%
合计	183747	43%	77017	18%	95592	22%	74022	17%

数据来源：Wind

表 3.6　2020 年各省政府融资平台分行政等级现金流覆盖率情况（单位：%）

省份	省级平台	半覆盖	无覆盖	市级平台	半覆盖	无覆盖	区县平台	半覆盖	无覆盖
海南	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
西藏	100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
甘肃	91.9%	0.0%	5.9%	8.1%	2.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
湖北	62.2%	3.8%	2.8%	22.8%	0.5%	2.6%	15.0%	1.0%	2.5%
四川	58.0%	0.0%	0.4%	17.4%	2.9%	1.2%	24.5%	5.0%	5.2%
宁夏	100%	0.0%	16.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新疆	49.3%	3.6%	3.0%	33.1%	7.3%	1.2%	17.6%	1.8%	3.4%
青海	87.1%	0.0%	15.3%	8.3%	0.0%	8.3%	4.6%	0.0%	0.0%
江西	31.1%	0.0%	0.4%	49.6%	15.5%	4.6%	19.3%	0.0%	4.4%
安徽	17.4%	9.2%	0.0%	60.4%	0.6%	2.5%	22.2%	1.9%	10.8%
黑龙江	44.3%	0.0%	13.5%	55.1%	11.8%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%
山西	73.9%	0.0%	13.6%	19.5%	4.4%	2.6%	6.7%	6.7%	0.0%
北京	68.3%	6.1%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	10.3%	5.3%
云南	91.9%	10.8%	14.6%	2.3%	0.2%	1.1%	5.8%	0.2%	3.5%
吉林	75.7%	6.4%	2.5%	23.5%	0.0%	23.5%	0.5%	0.0%	0.4%
广东	26.2%	8.9%	9.9%	21.5%	0.8%	0.2%	52.2%	17.4%	0.0%
河北	56.2%	5.6%	20.3%	21.6%	7.3%	1.8%	22.2%	1.0%	1.7%
辽宁	42.1%	15.5%	1.2%	19.9%	7.6%	4.8%	38.0%	4.3%	5.7%
河北	56.2%	5.6%	20.3%	21.6%	7.3%	1.8%	22.2%	1.0%	1.7%
辽宁	42.1%	15.5%	1.2%	19.9%	7.6%	4.8%	38.0%	4.3%	5.7%
贵州	55.5%	14.3%	0.3%	27.8%	9.4%	10.3%	16.6%	3.1%	4.2%
山东	34.7%	14.1%	2.7%	14.3%	2.0%	1.5%	51.0%	10.6%	12.4%
江苏	10.1%	2.4%	0.6%	32.8%	9.0%	4.4%	57.1%	14.3%	14.3%
广西	70.2%	36.5%	0.0%	24.3%	3.9%	5.5%	5.5%	0.7%	0.0%
河南	66.7%	23.2%	6.7%	22.4%	4.5%	8.3%	11.0%	0.7%	4.9%
上海	56.5%	10.2%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	43.5%	8.7%	20.7%
重庆	48.4%	18.3%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%	51.6%	11.3%	16.0%
内蒙古	53.3%	45.7%	4.9%	36.6%	0.6%	1.6%	10.2%	0.0%	0.0%
浙江	18.1%	1.8%	3.5%	14.6%	4.2%	3.3%	67.2%	15.5%	24.7%
天津	75.0%	46.9%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	2.1%	4.2%
福建	19.4%	0.8%	1.0%	25.5%	4.5%	8.9%	55.1%	19.4%	22.3%
陕西	69.6%	31.3%	25.2%	15.1%	3.1%	3.7%	15.3%	0.1%	0.6%

数据来源：Wind

测算结果显示，近年来加权计算的我国地方政府融资平台平均现金流覆盖率出现了小幅度的下降。其中，无覆盖融资平台的债务本金及利息占比由 2017 年的 15%上升至 2020 年的 17%，发生了小幅度的提升。半覆盖类融资平台的债务本金及利息的占比在 2017 年为 17%，到 2020 年已上升至 22%，但上升幅度逐年放缓，这说明了防范和化解地方政府存量债务的一系列政策举措的效果初步显现。

此外，中低等级地方政府融资平台的其有息负债占比正逐年上升，尤其是在新冠疫情的冲击下，部分中小平台的有息负债占比提升至 17.2%，其偿债压力及违约风险都有明显上升的趋势。其中，无覆盖融资平台和半覆盖融资平台的债务本息和占比最高的 7 个省份分别为：重庆、内蒙古、浙江、湖南、天津、福建、陕西，上述省份有息负债本息和的所占的比例均在 50%以上，这在一定程度上说明了这些地区所对应的政府融资平台现金流运营能力偏弱，并且，部分中低等级平台高占比的省份所面临的偿债压力更为突出。此外，回顾各省份 2017-2020 年的现金流覆盖能力发现，湖南、福建等部分省份融资平台债务风险均有反弹的迹象，尤其是在上述省份区县级地方政府融资平台的经营能力逐渐恶化的情况下，该地区小规模融资平台所面临的违约风险正逐步扩大。

表 3.7　纳入借新还旧偿债率因素后的平台债务偿付缺口（单位：亿元）

省份	借新还旧偿债率					
	0%	20%	40%	60%	80%	100%
海南	-	-	-	-	-	-
西藏	-	-	-	-	-	-
宁夏	0	-	-	-	-	-
青海	-54	-32	-11	-4	-	-
北京	-2461	-987	-391	-89	0	-
黑龙江	-172	-123	-76	-30	-1	-
广东	-819	-452	-187	-51	-2	-
内蒙古	-89	-61	-32	-14	-3	-
湖北	-632	-332	-115	-31	-5	-
江西	-550	-279	-96	-33	-7	-
新疆	-349	-202	-90	-38	-7	-
上海	-706	-508	-325	-150	-16	-
甘肃	-163	-107	-51	-24	-8	0
辽宁	-337	-238	-145	-68	-17	-1
云南	-1372	-971	-621	-370	-165	-1
山东	-1664	-1033	-523	-165	-28	-1
山西	-427	-257	-158	-74	-9	-1
安徽	-588	-258	-95	-25	-9	-2
河南	-1019	-633	-349	-179	-65	-3
天津	-1904	-1312	-749	-311	-36	-4
浙江	-3430	-2128	-1113	-428	-70	-4
江苏	-7104	-4300	-2140	-768	-169	-5
吉林	-785	-518	-346	-223	-102	-10
广西	-993	-575	-284	-77	-22	-11
四川	-1750	-1005	-508	-250	-94	-11
重庆	-1571	-1011	-542	-252	-76	-17
河北	-356	-233	-139	-80	-38	-20

贵州	-1357	-1009	-682	-390	-172	-31
福建	-1170	-799	-472	-235	-99	-31
陕西	-1173	-770	-434	-222	-104	-40
湖南	-1337	-926	-558	-287	-129	-48
合计	-34333	-21059	-11233	-4868	-1450	-240

资料来源：各省市财政局

注：（1）考虑到债务偿付目标下平台企业具有经营自主性，因此对于经营活动净现金流为负的平台本文统一取零；（2）偿债后有盈余的平台企业不对其他存在缺口企业进行抵偿；（3）融资平台债务付息成本按5%的假设计算置换与新增，有助于进一步控制债务风险。

在考虑到借新还旧因素后，本文对各省地方政府融资平台的偿付缺口进行了进一步的估计。测算结果表明，在假设地方政府融资平台的借新还旧偿债率为80%及以上的基础上，基本上可以将其偿债缺口控制在1450亿以内。对于地方政府融资平台在一年内即将到期的11.7万亿债务本本金及利息而言，债务偿付缺口率控制在1.2%以内，影响相对较小，相对风险可控。但值得一提的是，地方政府组建的融资平台的偿付缺口对于借新还旧偿债率高度敏感，在借新还旧偿债率逐步降低的情况下，融资平台的债务本息和偿付缺口会出现明显增长。在假设借新还旧偿债率为100%及以上的前提下，仍有少量偿付缺口，说明部分经营水平低下的地方政府融资平台，对于债务及其利息的偿付仍存在一定压力。

3.5 地方政府债务风险与金融稳定分析

关于地方政府债务的风险分析，本小节先是搜集了我国地方政府组建的融资平台（共2241家）相关的债务融资数据，分别对我国地方政府的的显性、隐性债务规模进行了估算。估算结果表明，截止到2020年末，我国的地方政府债务规模约为81万亿元，其中以发行政府债券凭证为主要扩张形式的显性债务规模约为24万亿元，以地方政府融资平台为信用载体的隐性债务规模已经高达57万亿元，潜在的债务风险已不容小觑。为了对地方政府的偿债压力及违约风险进行深层次的分析，本小节又进一步对地方政府融资平台的偿债能力、盈利能力及违约风险进行了测算，分析结果显示：

①地方政府融资平台的资产负债率逐年上升，其中，以偿债利息支出为主要组成成分的财务费用增长明显加重了融资平台的债务偿还压力，尤其是中低等级融资平台经营状况的恶化及其明显；②融资平台主营业务收入增长尚可，但费用支出尤其是以债务偿还为主要形式的财务费用增长对融资平台的盈利能力构成明显负向作用；③2241家融资平台的平均现金流覆盖率水平呈现小幅下降趋势，中低等级融资平台、现金流覆盖率低

于 30%的无覆盖平台，其有息负债占比呈现缓慢上升的趋势，尤其是在新冠疫情影响下，部分中小平台经营性现金流明显恶化；④关于地方政府融资平台的偿付缺口，当借新还旧偿债率在 80%以上时，融资平台债务偿付缺口能控制在 1450 亿以内，借新还旧偿债率为 100%前提下，仍有少量偿付缺口，说明部分经营水平低下的融资平台，对于债务利息偿付亦存在一定压力。

因此，可以认为，在地方政府显隐性债务本息和逐年增高的情况下，地方政府所面临的偿债压力正逐年增大；另外，受经济下行及新冠疫情的冲击，部分地方政府组建的融资平台经营能力的恶化也使地方政府所承担的债务偿还责任加重，其对应的债务风险进一步扩大，在地方政府及其融资平台的投融资活动与金融体系呈现高关联性的背景下，地方政府债务风险将会通过“银行信贷渠道”和“资产负债表渠道”产生风险外溢，并最终对金融稳定产负向影响，这也在一定程度上对假设 1 进行了佐证。

为了就地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制展开更加深入细致的分析，在后文的相关研究中，本文分别引入了主成分分析法，及 VAR 模型构建法对相关的影响机制进行了更加系统和全面的分析。

4 实证分析

4.1 基础指标的选取及说明

根据前文的分析，地方政府债务扩张对金融体系稳定造成的影响可分为直接和间接两个方面：其中直接影响主要表现为地方政府投融资项目本身的特点所导致的偿债压力以及由此引发的债务风险外溢对金融体系的影响，由于地方政府在进行债务融资的过程中，商业银行是其主要的债权人，因而地方政府债务扩张所引发的风险将基于“银行信贷”和“资产负债表”等途径产生风险外溢，故而本文选取了商业银行的不良贷款比率、存贷比率等 9 个基础指标对地方政府债务风险进行了刻画；关于间接影响，本文在“金融不稳定理论”的基础上进行分析可知，地方政府债务扩张主要对资产价格、杠杆率以及宏观经济等三方面产生影响进而影响金融稳定，因此本文分别选取了与资本资产价格、房地产价格相关的 7 个基础指标来描述资产价格的波动，选取居民杠杆率、企业杠杆率等 5 个基础指标来刻画宏观经济杠杆率，另外，又选取了 GDP 增长率、通膨率、失业率等 9 个相关的基础指标来对宏观经济发展状况进行描述。上述关于金融稳定 4 个维度的 30 个基础指标详见表 4.1。

表 4.1　基础指标的选取及刻画

相关维度	编号	基础指标	参考文献	数据来源
债务风险 (Debt Risk)	X11	地方政府债务总量/GDP	吴盼文、曹协和等，2013	我国政府债券信息公开平台
	X12	地方财政收入/地方政府债务总量	吴盼文、曹协和等，2013	我国政府债券信息公开平台
	X13	地方财政收入/地方政府财政支出	吴盼文、曹协和等，2013	我国政府债券信息公开平台
	X14	社会融资规模/GDP	王晰、杨琳、白智奇，2020	中国人民银行
	X15	不良贷款率	王晰、杨琳、白智奇，2020	Wind 资讯
	X16	存贷比率	王晰、杨琳、白智奇，2020	Wind 资讯
	X17	商业银行对政府债权/GDP	王晰、杨琳、白智奇，2020	Wind 资讯
	X18	商业银行对企业债权/GDP	王晰、杨琳、白智奇，2020	Wind 资讯
	X19	商业银行对金融机构债权/GDP	王晰、杨琳、白智奇，2020	Wind 资讯
资产价格 (Asset Price)	X21	股票市值/GDP	2020 年《中国金融稳定报告》；张蕊等，2015	中经网
	X22	债券市值/GDP	2020 年《中国金融稳定报告》; Afonso 等，2018	Wind 资讯
	X23	保险资产总额/GDP	2020 年《中国金融稳定报告》；张蕊等，2015	中经网
	X24	股票市盈率	2020 年《中国金融稳定报告》；张蕊等，2015	Wind 资讯
	X25	房地产开发投资额/GDP	Albuslesce，2009；孙光林等，2017	Wind 资讯
	X26	商品房销售价格	Mester，2017	Wind 资讯
	X27	土地成交价款/土地购置面积	吴盼文、曹协和等，2013	Wind 资讯
杠杆率	X31	居民杠杆率	马放和陈伟忠，2016	Wind 资讯
	X32	企业杠杆率	纪志宏，2013	Wind 资讯

(Lever Ratio)	X33	金融机构杠杆率	Okoye 和 Modebe，2017	中国人民银行
	X34	中央政府杠杆率	刘超等，2015	Wind 资讯
	X35	地方政府杠杆率	杨奇才和韩文龙，2013	中经网
宏观经济 (Macro Economy)	X41	国内生产总值增长率	张晓晶、刘学良、王佳，2019	中经网
	X42	通货膨胀率	张晓晶、刘学良、王佳，2019	Wind 资讯
	X43	M2/GDP	张晓晶、刘学良、王佳，2019	中经网
	X44	外汇储备/GDP	支俊立、曾康霖、王宇，2020	Wind 资讯
	X45	货币当局资产/GDP	支俊立、曾康霖、王宇，2020	Wind 资讯
	X46	投资支出/GDP	支俊立、曾康霖、王宇，2020	Wind 资讯
	X47	消费支出/GDP	王劲松，任宇航，2021	Wind 资讯
	X48	净出口/GDP	王劲松，任宇航，2021	Wind 资讯
	X49	城镇登记失业率	王劲松，任宇航，2021	Wind 资讯

资料来源：作者整理

4.2 主成分分析

4.2.1 样本选取与数据来源

基于相关数据完整性、可得性的考量，本文以金融稳定相关维度基础指标 2001-2020 年期间的季度数据为研究样本，原始数据来源于 Wind 资讯、中经网数据库、地方政府债券信息公开平台、国家统计局官网等。关于相关数据的处理有两种方法可进行选择：①选用相关指标的季度数据，在对相关数据进行标准化处理后，利用线性趋势法对相应指标的缺失值进行插值处理，并选用 5 次迭代后的结果为最终数据，最后进行主成分的提取及合成；②直接利用样本容量较小但没有缺失值的年度数据进行主成分分析。就相关数据的两种处理方式对于的实证结果来看，二者所提取出来的主成分对总体均具有较高的解释能力，且二者对应的 KMO 值均符合主成分分析法的要求。但年度数据会损失大量的样本容量，因此本文最终决定使用相关指标 2001-2020 年的季度数据进行研究。

4.2.2 主成分提取及合成

在表 4.1 中，一共有 30 个基础指标分别对金融稳定相关的债务风险、资产价格、杠杆率以及宏观经济等四个维度进行了描述，在本小节将对上述四个不同维度下的相关基础指标进行主成分分析，在相关特征值大于 1 条件下，提取主成分并合成四个维度相对应的指标。在量纲相同的情况下本文选用协方差矩阵，分别对债务风险（DR）、资产价格（AP）、杠杆率（LR）、以及宏观经济（ME）四个维度进行主成分分析，各变量主成分分析的 KMO 值均高于 0.6，均满足相应的主成分提取的相关要求；各成分的累

计贡献率均高于 95%，说明对总体有较好的代表程度；详细的主成分分析结果见表 4.2。

表 4.2　各维度主成分分析结果及相关因子信息

变量	KMO	主成分	原始成分（β）									特征值	累计贡献率
			因子 1	因子 2	因子 3	因子 4	因子 5	因子 6	因子 7	因子 8	因子 9		
DR	0.659	主成分 1	0.015	-0.019	0	0.316	0.813	3.105	0.091	0.037	0.057	10.414	40.422
		主成分 2	0.009	0.013	0.004	2.3	1.024	0.005	0.212	1.51	0.261	8.735	74.326
		主成分 3	0	0.033	0.01	0.602	2.116	-0.622	0.008	0.509	0.055	5.491	95.638
AP	0.705	主成分 1	0.655	0.398	2189.887	-2.898	-5.084	213.245	0.043	——	——	4841115.557	77.806
		主成分 2	-0.068	-0.39	-113.892	-0.808	-2.739	1169.518	0.051	——	——	1380752.440	99.997
LR	0.697	主成分 1	13.808	24.299	17.609	-0.687	5.724	——	——	——	——	1124.417	95.393
ME	0.698	主成分 1	3.187	0.614	-0.983	-0.007	-0.056	-0.011	0.005	0.004	0.007	11.502	56.251
		主成分 2	0.552	0.546	2.095	0.062	0.609	0.003	-0.008	0.005	-0.012	5.368	82.503
		主成分 3	-0.439	1.767	-0.312	-0.003	-0.112	-0.007	0.011	-0.003	-0.027	3.426	99.259

依据所提取的各主成分所对应的原始因子以及特征值，可计算出相应二级指标相对应的系数并进一步计算各主成分得分，如下式：

$$DR_i = a_{11}X_{11} + a_{12}X_{12} + a_{13}X_{13} + a_{14}X_{14} + a_{15}X_{15} + a_{16}X_{16} + a_{17}X_{17} + a_{18}X_{18} + a_{19}X_{19}$$

$$AP_i = a_{21}X_{21} + a_{22}X_{22} + a_{23}X_{23} + a_{24}X_{24} + a_{25}X_{25} + a_{26}X_{26} + a_{27}X_{27}$$

$$LR_i = a_{31}X_{31} + a_{32}X_{32} + a_{33}X_{33} + a_{34}X_{34} + a_{35}X_{35}$$

$$ME_i = a_{41}X_{41} + a_{42}X_{42} + a_{43}X_{43} + a_{44}X_{44} + a_{45}X_{45} + a_{46}X_{46} + a_{47}X_{47} + a_{48}X_{48} + a_{49}X_{49}$$

其中 $a_{ni} = \frac{\beta_{ni}}{\sqrt{\lambda_i}}$，$\beta$ 为各因子对应的原始成分，λ 为各成分的特征值。进一步，根据各个变量提取的主成分方差比例在累计贡献率中的比重可依次计算债务风险（DR）、资产价格（AP）、杠杆率（LR）、以及宏观经济（ME）四个变量的综合得分。

表 4.3　主成分综合得分系数矩阵表

变量	KMO	主成分	主成分得分系数矩阵								
			因子 1	因子 2	因子 3	因子 4	因子 5	因子 6	因子 7	因子 8	因子 9
DR	0.659	DR1	0.0046	-0.0059	0.0000	0.0979	0.2519	0.9622	0.0282	0.0115	0.0177
		DR2	0.0030	0.0044	0.0014	0.7782	0.3465	0.0017	0.0717	0.5109	0.0883
		DR3	0.0000	0.0141	0.0043	0.2569	0.9030	-0.2654	0.0034	0.2172	0.0235
AP	0.705	AP1	0.0003	0.0002	0.9954	-0.0013	-0.0023	0.0969	0.0000	——	——
		AP2	-0.0001	-0.0003	-0.0969	-0.0007	-0.0023	0.9953	0.0000	——	——
LR	0.697	LR1	0.4118	0.7246	0.5251	-0.0205	0.1707	——	——	——	——
ME	0.698	ME1	0.9397	0.1810	-0.2898	-0.0021	-0.0165	-0.0032	0.0015	0.0012	0.0021
		ME2	0.2383	0.2357	0.9042	0.0268	0.2629	0.0013	-0.0035	0.0022	-0.0052
		ME3	-0.2372	0.9546	-0.1686	-0.0016	-0.0605	-0.0038	0.0059	-0.0016	-0.0146

4.3 基于 VAR 模型的实证分析

4.3.1 单位根检验

在通过主成分分析法合成代表债务风险（DR）、资产价格（AP）、杠杆率（LR）、以及宏观经济（ME）的四个指标后，本文以地方政府债务/GDP 的增速速率来衡量地方政府债务的扩张程度，并利用 VAR 模型构建法来验证地方政府债务扩张对金融稳定的影响途径。首先需对合成后的各变量进行单位根检验。计量结果显示，有变量表现为不平稳，但全部变量在经过一阶差分的处理后均可转换为平稳序列，因此本文选择利用各变量的一阶差分序列构建了 VAR 模型。单位根检验结果如下表 4.4 所示。

表 4.4　各变量 ADF 检验结果

变量	检验类型（c，t，n）	ADF 统计量	P 值	结论
DEBT（地方政府债务）	（1，0，4）	-6.782158	0.0000	平稳
DR（债务风险）	（1，1，4）	-0.255398	0.5909	不平稳
AP（资产价格）	（1，1，5）	-0.044319	0.6938	不平稳
LR（杠杆率）	（1，1，5）	-1.904367	0.1781	不平稳
ME（宏观经济）	（1，1，2）	-2.824845	0.0054	平稳

4.3.2 Johenson 协整检验

为了验证前文合成的五个变量之间是否存长期稳定的经济联系，并防止伪回归的发生，本文采用了 Johenson 检验方法对其进行了协整检验，在表 4.5 中展示了检验的详细结果：关于协整关系“一个也没有、最多有一个、最多有两个”的原假设相对应的 P 值都极其小或者等于零，即在 5%显著性水平的临界值上，可以拒绝上述三个原假设，也就是说这五个相关变量中至少有三组变量存在长期稳定的经济联系，故而可以得出结论：五个变量存在长期稳定的均衡关系，因此可以利用上述五个序列构造 VAR 模型。

表 4.5　Johenson 协整检验结果

零假设	特征值	迹检验统计量	5%显著性水平的临界值	P 值
一个也没有	0.83742	230.6025	69.81889	0.0000
最多有一个	0.531439	92.54186	47.85613	0.0000
最多有两个	0.284225	34.92718	29.79707	0.0117
最多有三个	0.116396	9.513588	15.49471	0.3200
最多有四个	0.001432	0.10891	3.841466	0.7414

4.3.3 滞后阶数的确定

在对模型进行 VAR 回归之前，变量滞后长度的决定对于模型最后的拟合效果来说至关重要。一方面，当我们设定的滞后阶数过于大时，与模型的估计相对应的估计参数也会增多，以至于在很大程度上损失较多的自由度，最终导致模型拟合精确度的降低；另一方面，如果我们选定较小的滞后阶数，又难以对模型的动态经济特征进行精确、完整的拟合。故而在构建模型之前本文先尝试确定了最优的滞后阶数，结果如表 4.6 显示。由结果可知，变量滞后 4 阶时所对应各项指标均最优，因此将 VAR 模型设定所对应的最优滞后阶数设定为 4 期，考虑到篇幅的限制，此处不再显示 VAR 模型的回归结果。

表 4.6　最优滞后阶数的确定

滞后阶数	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	0.024475	10.47927	10.63615	10.54179
1	526.2382	1.89E-05	3.309901	4.251186	3.685019
2	60.52129	1.42E-05	3.018683	4.744371	3.706399
3	141.2658	2.43E-06	1.225266	3.735359	2.225582
4	474.7136*	5.48E-10*	-7.218911	-3.924414*	-5.905997*
5	31.08789	6.08E-10	-7.195424	-3.116523	-5.569911
6	31.59665	6.43E-10	-7.262793	-2.399489	-5.324683
7	34.20413	6.08E-10	-7.502298*	-1.85459	-5.251589

4.3.4 Granger 因果关系检验

本章的研究目的是验证地方政府债务扩张对金融稳定的直接及间接影响机制，也即验证地方政府债务扩张与债务风险、资产价格、杠杆率以及宏观经济波动之间的关系。为了探讨各变量之间的相互影响机制，本文利用各变量的 4 阶滞后序列构建 VAR 模型估计后，进行了 Granger 因果关系检验以验证各变量之间的经济联系，从而保证模型的估计与分析符合实际的经济运行规律。各变量间的 Granger 因果关系见表 4.7。

表 4.7　Granger 因果关系检验结果

变量	因果关系	卡方	自由度	P 值
资产价格（AP）	宏观经济不是原因	5.29806	4	0.2581
	杠杆率是原因	17.96188	4	0.0013
	债务风险不是原因	4.549732	4	0.3367
	地方政府债务扩张是原因	16.16646	4	0.0028
宏观经济（ME）	资产价格不是原因	3.509239	4	0.4765
	杠杆率不是原因	6.691883	4	0.1531

	债务风险不是原因	3.215971	4	0.5224
	地方政府债务扩张是原因	7.94983	4	0.0394
杠杆率（LR）	资产价格是原因	24.30025	4	0.0001
	宏观经济不是原因	5.53977	4	0.2363
	债务风险不是原因	8.856182	4	0.0648
	地方政府债务扩张不是原因	8.841902	4	0.0652
债务风险（DR）	资产价格是原因	23.34157	4	0.0001
	宏观经济不是原因	0.316216	4	0.9887
	杠杆率是原因	4.438908	4	0.3499
	地方政府债务扩张是原因	11.13759	4	0.0251
地方政府债务扩张（DEBT）	资产价格不是原因	5.847795	4	0.2108
	宏观经济是原因	17.39852	4	0.0016
	杠杆率不是原因	2.748915	4	0.6007
	债务风险不是原因	4.894191	4	0.2983

由 Granger 因果关系检验结果可知：

首先，就地方政府债务扩张对金融稳定性的影响而言，在 5%显著水平下，地方政府债务扩张是资产价格波动、宏观经济波动以及债务风险的格兰杰原因；在 10%的显著性水平下，地方政府债务扩张对债务风险、资产价格波动、杠杆率以及宏观经济波动均造成影响。

其次，就影响金融稳定的各因素之间内在关联关系来看，在 5%的显著水平下，宏观经济是造成地方政府债务扩张的格兰杰原因；资产价格是造成杠杆率上升以及债务风险的格兰杰原因；杠杆率变化是导致资产价格波动的格兰杰原因；债务风险不是其他任何变量的格兰杰原因。基于以上结果，再结合各个基础指标的因子得分矩阵，可以就地方政府债务对金融稳定性影响的主要途径进行详细分析，因子得分矩阵见表 4.8。

表 4.8　基础指标因子得分矩阵

变量	KMO	主成分	因子得分矩阵								
			因子 1	因子 2	因子 3	因子 4	因子 5	因子 6	因子 7	因子 8	因子 9
DR	0.659	DR1	0	0	0	0.075	0.194	0.944	0.002	0.006	0.002
		DR2	0	0	0	0.648	-0.292	0.002	0.006	0.309	0.01
		DR3	0	0.001	0	0.27	0.959	-0.359	0	0.166	0.003
AP	0.705	AP1	0	0	0.992	0	0	0.052	0	——	——
		AP2	0	0	-0.181	0	0	1.007	0	——	——
LR	0.697	LR1	0.178	0.527	0.287	-0.001	0.031	——	——	——	——
ME	0.698	ME1	0.904	0.104	-0.2	0	-0.003	0	0	0	0
		ME2	0.336	0.198	0.912	0.001	0.077	0	0	0	-0.001
		ME3	-0.418	1.005	-0.213	0	-0.022	0	0	0	-0.002

关于地方政府债务扩张对债务风险的影响，由基础指标因子得分矩阵可知，地方政府债务扩张所带来的债务风险主要体现在因子 4、因子 5、因子 6、因子 8 中，也即地方政府债务扩张会对社会融资规模、商业银行不良贷款率、商业银行存贷比率、商业银行对企业债权等指标造成影响。这一结论与前文中的假设 1 相符合，也即地方政府债务扩张所带来的债务风险会通过“商业银行信贷渠道”和“资产负债表渠道”影响金融稳定；另外，由于地方政府倾向于通过融资平台进行举债，故而地方政府债务融资规模的扩张也会与社会融资规模呈同向波动规律。

关于地方政府债务扩张对资产价格波动的影响，由基础指标因子得分矩阵可知，地方政府债务扩张对资产价格的影响主要体现在因子 3、因子 6 中，也即地方政府债务扩张会对保险资产的价格和商品房销售价格产生显著的影响，这与前文中的假设 2 相吻合。也即地方政府的投融资活动会响我国实体经济投资回报率和融资成本，造成资金“脱实向虚”，并且地方政府的以往的“土地财政”行为也会导致住房价格的不断提高，催生资产泡沫风险。值得关注的是，地方政府债务扩张对资本资产的价格的影响在保险资产价格上较为突出，由此猜测地方政府债务扩张所带来的资金主要流向保险领域。

关于地方政府债务扩张对经济各部门杠杆率的影响，由基础指标因子得分矩阵可知，地方政府债务扩张对资产价格的影响主要体现在因子 1、因子 2、因子 3 中，也即地方政府债务扩张队杠杆率的影响主要反映在居民杠杆率、企业杠杆率、金融机构杠杆率上，这与前文中的假设 3 相吻合。

关于地方政府债务扩张对宏观经济波动的影响，由基础指标因子得分矩阵可知，地方政府债务扩张对宏观经济的影响主要体现在因子 1、因子 2、因子 3、因子 5 中，也即地方政府债务扩张对宏观经济的影响集中体现在 GDP 增长率、通货膨胀率、M2 以及货币当局资产等方面，这与前文中的假设 4 相吻合。

另外，通过实证分析本文还发现：①宏观经济增长是造成地方政府债务扩张的格兰杰原因，这一结果佐证了地方政府出于政绩考核以及经济增长的压力进行债务融资的现状；②资产价格和杠杆率互为因果，反映在经济活动中则表现为“经济繁荣—举债投资—资产价格上升—举债投资…”，这一现象会加速金融风险的积聚，最终影响金融稳定。③资产价格是债务风险的格兰杰原因，由此可知相关资产的抵押担保特性将直接导致资产价格的波动会对经济主体的借债及偿债能力造成显著影响，一旦资产价格下行会引发债务违约、银行坏账等一系列债务风险。

4.3.5 脉冲响应分析

为了进一步考察各维度的相关变量在受到冲击后对其他维度变量的影响趋势，本文将蒙特卡洛模拟次数确定为 500 次，将冲击期数确定为 10 期，从而对所建立的 VAR 模型进行了相应的脉冲相应函数检验及分析。相关各变量对应的脉冲函数响应结果图如图 4.1 所示。通过对脉冲响应结果进行进一步分析，可以发现：

关于假设 1 的验证说明，即地方政府扩张债务规模对债务风险影响的短期及长期效应：当对地方政府债务有一个外在冲击时，最初对债务风险会产生反向抑制作用，但这种反向抑制作用在第一期内会随着时间的推移而不断的减弱，随后在第二期产生正向的影响效应，即地方政府债务扩张会导致债务风险的上升。从长期来看，地方政府扩张规模而对债务风险造成的冲击会逐渐消失。这一现象背后的经济运行逻辑是，当地方政府债务在最初的时候受到冲击时，政府进行债务融资多用于一些投资性项目，政府投资会促进经济增长从而抑制债务风险。但在长期，债务规模的不断增加会导致地方政府所面临的偿债压力和违约风险不断上升，由此带来地方政府债务风险的逐步上升。

关于假设 2 的验证说明，即地方政府债务扩张与资产价格之间的关系：当地方政府债务受到一个冲击时，最初对资产价格产生正向促进作用，这种正向影响在第一期内会随着时间的推移而不断地减弱，随后在第二期时变为负向，即地方政府债务扩张会导致资产价格的下降。从长期来看，地方政府扩张债务估摸对资产价格造成的影响会逐渐减弱直至为零。这一现象背后所蕴含的经济逻辑是：地方政府一开始扩张债务规模会对我国实体经济投资回报率和融资成本造成影响，从而在一定条件下造成金融资金的“脱实向虚”，导致资本资产价格的迅速攀升；另外，地方政府的“土地财政”行为也会造成住房价格的不断攀升。但从经济发展的长期规律来看，地方政府债务规模的不合理扩大最终会造成资金成本加大，并进一步导致资产泡沫的破裂，使得资产价格缩水。

关于假设 3 的验证说明，即地方政府债务扩张与杠杆率之间的关系：响应结果显示，当地方政府债务受到一个外在的冲击时，起初会对杠杆率造成一定的反向抑制作用，这种反向作用在第一期内会随着时间的推移而逐渐减弱，随即在第二期内产生正向促进作用。这一现象背后所蕴含的经济逻辑是：地方政府扩张债务融资规模进行投资活动时，会在一定条件下造成资金成本上升，并产生“挤出效应”，减少了民间投资的活动，从而导致民间各部门的杠杆率均有所下降；但在长期，地方政府债务扩张会导致通货膨胀、资产价格上升等现象，使得经济主体的投资活动增加，杠杆率上升。

关于假设 4 的验证说明，即地方政府扩张债务融资规模与宏观经济之间的内在联系：当地方政府负债规模经历一个冲击时，一开始会对宏观经济产生正向促进作用，但这种正向作用在第一期内会随着时间的推移而逐渐减弱，随后在第二期时变为负向。长期来看，地方政府债务扩张对宏观经济造成的影响会逐渐消失并最终收敛于零。这一现象背后的经济运行逻辑是：起初地方政府债务规模扩张所进行的基础设施建设等活动，会正向作用于就业、消费以及投资等领域，从而对宏观经济产生一定的拉动作用；然而，地方政府债务规模的不合理扩张最终会造成市场融资成本的提高，并引发一定程度的通货膨胀，并且在一定条件下还会对宏观经济政策的有效性产生不利影响，导致地方政府债务扩张对经济增长的促进作用逐渐减弱甚至为负。

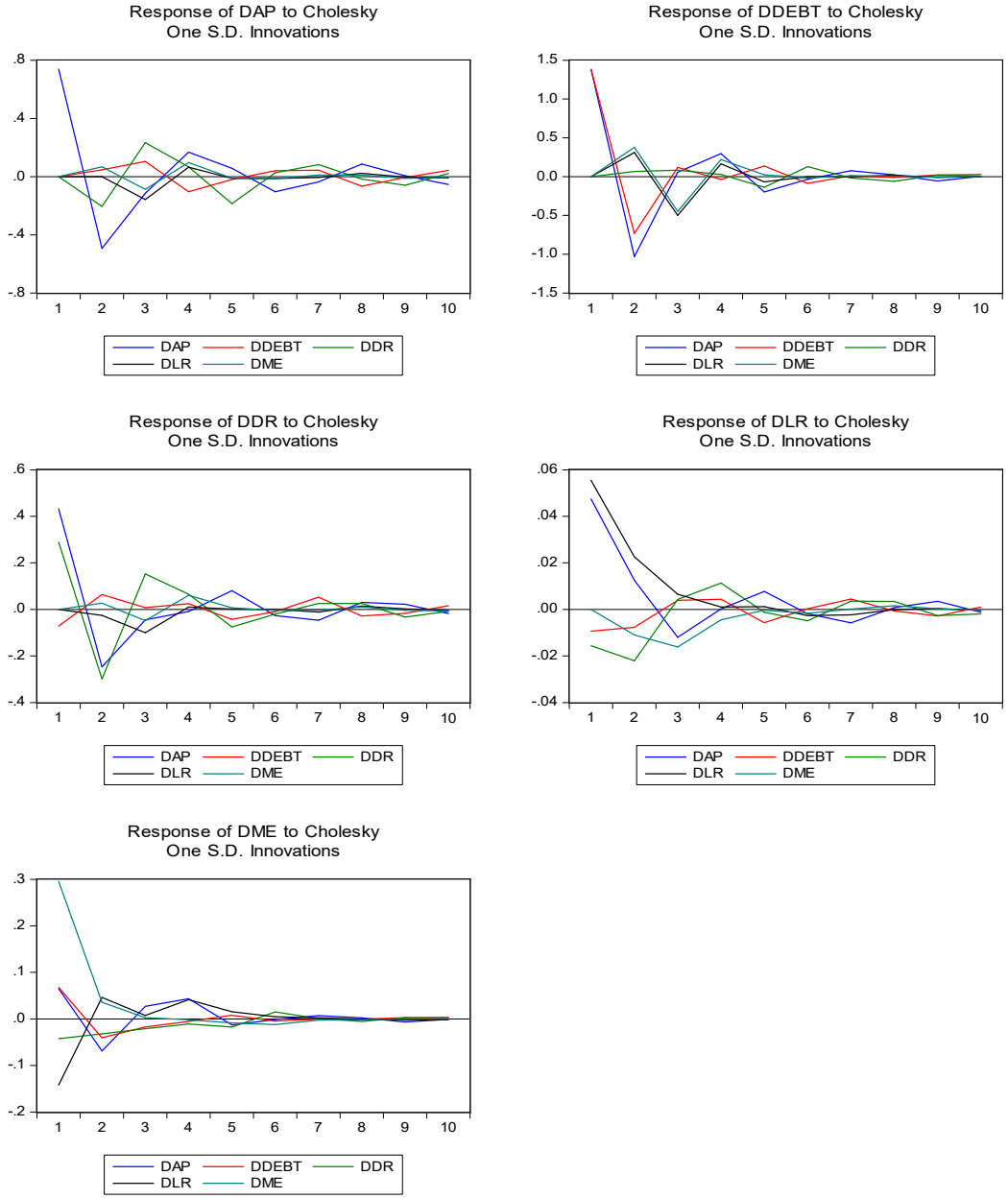


图 4.1　脉冲响应结果示意图

4.3.6 方差分解分析

为了考察本文所设立的模型中各维度的变量对其他维度变量的解释程度，因此本小节在前文脉冲响应分析的基础上又对模型进行了方差分解分析，从而在一定程度上对各维度变量互相的解释能力进行了说明，并对模型中各维度变量在长期中的相互影响程度进行了分析。模型方差分解的相关情况见图 4.2 所示。在表 4.9 中则详细的展示了当预测期确定为 20 时，不同维度变量对应的方差分解值。

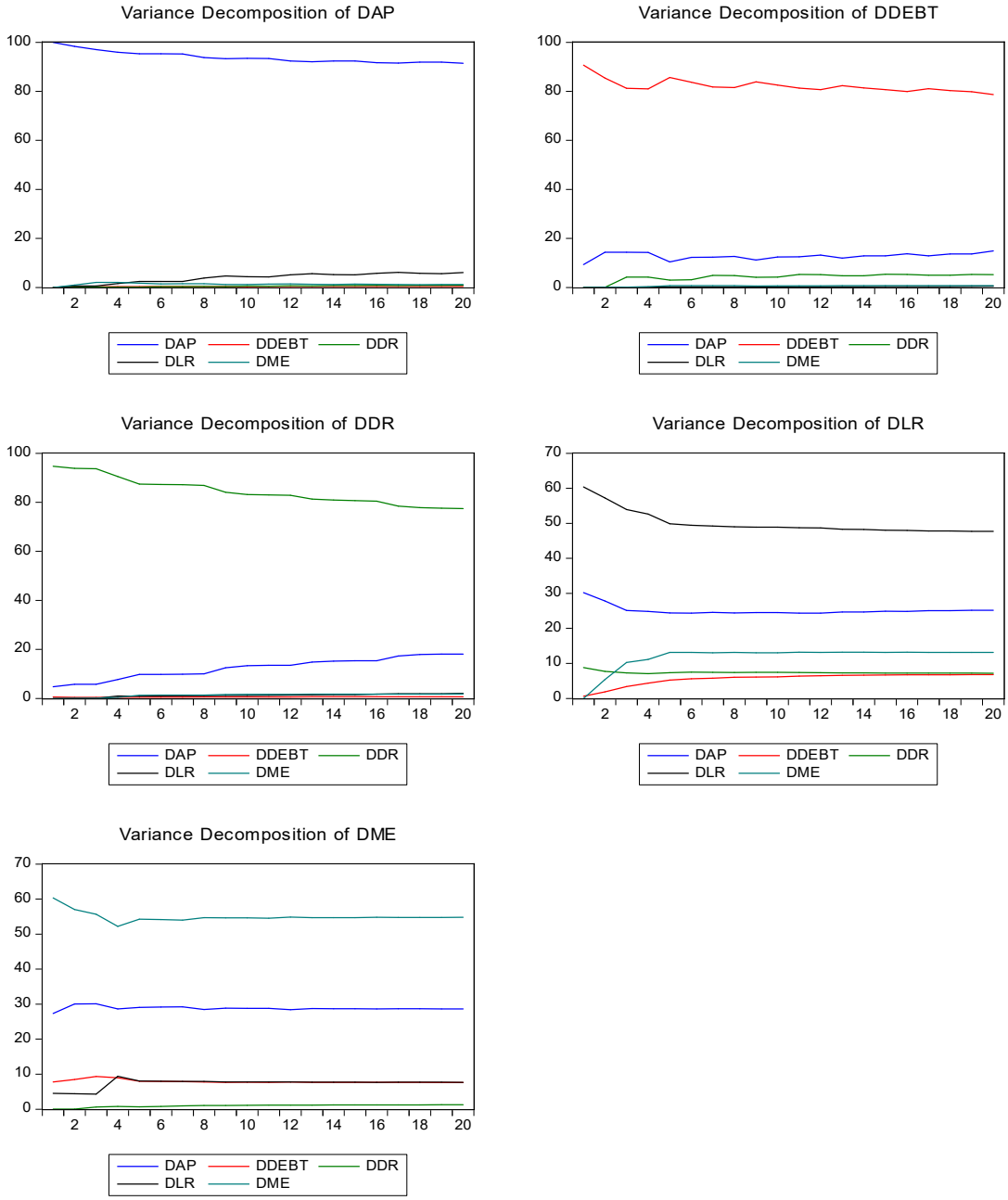


图 4.2 方差分解示意图

表 4.9　各变量方差分解信息表

响应变量	预测期	冲击变量				
		DEBT	DR	AP	LR	ME
DEBT	20	14.88305	78.68804	5.233532	0.468133	0.727241
DR	20	18.0504	0.653434	77.46293	2.053	1.780239
AP	20	91.44529	0.397208	0.912322	6.03799	1.207186
LR	20	25.17587	6.809619	7.201361	47.68456	13.12859
ME	20	28.62415	7.637967	1.24826	7.682694	54.80693

通过对方差分解结果进行分析可知，当预测期为 20 期时：

在以债务风险为响应变量的过程中，资产价格对其的影响最为显著，相对应的贡献度高达 77.46%；地方政府债务扩张对其的影响次之，贡献度为 18.05%；债务风险自身对其的贡献度最小为 0.65%。在对地方政府债务风险产生影响的各个因素中，影响能力由高到低依次为：资产价格>地方政府债务>杠杆率>宏观经济>债务风险。

在以资产价格为响应变量的过程中，地方政府债务扩张对资产价格的影响最为显著，贡献度高达 91.45%；杠杆率对其的影响能力次之，相对应的贡献度为 6.04%；而债务风险对资产价格的影响能力最弱，其对应的贡献度为 0.4%。综合来看，在影响资产价格的各个因素中，影响能力由高到低依次为：地方政府债务>杠杆率>宏观经济>资产价格>债务风险。

在以杠杆率为响应变量的过程中，杠杆率本身对其的解释能力最强，相对应的贡献度为 47.68%；地方政府债务扩张对杠杆率的影响能力次之，其对应的贡献度为 25.18%；其他个因素对杠杆率的影响能力较为平均，与之相对应的贡献度均在 10%左右。综合来看，在影响杠杆率的各个因素中，影响能力由高到低依次为：杠杆率>地方政府债务>宏观经济>资产价格>债务风险。

在以宏观经济为响应变量的过程中，宏观经济本身对其的解释能力最强，相对应的贡献度为 54.81%；地方政府债务扩张对宏观经济的影响能力次之，与之相对应的贡献度为 28.62%；资产价格对宏观经济的影响能力最弱，与之相对应的解释程度为 1.25%。另外，在影响宏观经济的各个因素中，影响能力由高到低依次为：宏观经济>地方政府债务>杠杆率>债务风险>资产价格。

5 结论及政策建议

5.1 研究结论

本文的研究集中回答了以下三个核心问题：第一，在地方政府债务、经济增长、金融稳定互通互联的基础上，探究了地方政府债务问题的内在原因；第二，利用资金来源法估计了我国地方政府的显性、隐性债务规模，并分析了其对应的债务风险，着重考察地方政府扩张债务融资规模所造成的风险外溢对金融体系稳定的影响。第三，在明斯基“金融不稳定”理论逻辑的运行框架下，关于地方政府债务扩张对金融稳定相关的影响途径进行了探讨，并侧重于分析我国地方政府扩张债务融资规模对经济、金融体系资源配置功能的影响（即地方政府扩张债务融资规模所造成的资产价格泡沫、资金脱实向虚、杠杆率上升及宏观经济波动），最后利用 VAR 模型进行验证。具体的研究结论如下：

①地方政府债务规模扩张所形成的债务风险会通过“银行信贷”及“资产负债表”等相关渠道外溢至金融体系，并对金融稳定造成负向影响。②地方政府扩张其债务规模会在一定条件下造成通胀风险并导致资产价格的上升，产生资产泡沫风险，并影响金融稳定。③地方政府债务扩张会导致经济体杠杆率的上升，从而影响金融稳定。④地方政府债务扩张会引起宏观经济的波动，从而影响金融稳定。

通过 VAR 模型进行验证后发现：在 5%显著水平下，地方政府债务扩张是资产价格波动、宏观经济波动以及债务风险的格兰杰原因；在 10%的显著性水平下，地方政府债务扩张对债务风险、资产价格波动、杠杆率以及宏观经济波动均造成影响。进一步分析发现：

地方政府债务扩张所引发的债务风险集中体现在社会融资规模、商业银行不良贷款率、存贷比率及商业银行对企业的债权等几个方面。另外，地方政府债务扩张对债务风险影响在期初表现为负，在第二期时产生正的影响效应，最终逐渐消失并最终收敛于零。这说明地方政府保持适度、合理的债务规模能够促进经济增长从而达到抑制债务风险的效果，但债务规模的不断增加会导致地方政府所面临的偿债压力和信用风险也会逐渐增加，故而会导致地方政府债务风险的逐步上升。

地方政府债务扩张对资产价格的影响主要体现在保险资产价格及商品房销售价格上。另外地方政府债务扩张对资产价格的一个冲击在第一期表现为正，在第二期时变为负向，最终逐渐消失并最终收敛于零。这证明了我国地方政府债务的规模扩张会在一定

条件下造成资本资产价格的攀升；另外，其“土地财政”行为导致的房地产价格上升，会催生我国的资产价格泡沫，造成金融体系资源配置功能扭曲，资金脱实向虚，当地方政府扩张其债务规模至一定的程度时，会造成资金成本的提高，并进一步导致资产泡沫的破裂，使得资产价格缩水。

地方政府债务扩张对杠杆率的影响集中体现在居民、企业、以及金融机构的杠杆率上。地方政府债务扩张对杠杆率的一个冲击在第一期表现为负，随即在第二期产生正向影响效应，在长期会逐渐消失并最终收敛于零。这说明地方政府扩张债务融资规模进行投资活动时，造成资金成本的增加，并产生“挤出效应”，从而在一定条件下导致民间投资的减少，使得居民部门杠杆率、企业部门杠杆率下降；但在长期，地方政府债务规模扩张会在一定条件下引起通货膨胀并导致资产价格上升，使得经济主体的投资活动增加，杠杆率上升。

地方政府扩张其债务规模对宏观经济的影响集中体现在 GDP 增长率、通货膨胀率、M2 以及货币当局资产中。地方政府债务扩张对宏观经济的一个冲击在第一期表现为正，在第二期时变为负向，最终逐渐消失并最终收敛于零。其背后的经济逻辑是，地方政府扩张其债务融资规模所带来的基础设施建设投资等一系列活动，会在一定限度内促进宏观经济的发展，但伴随着我国地方政府的债务规模的过度扩张，其对经济增长的促进作用会逐步减弱甚至在一定条件下产生抑制作用。

5.2 政策建议

通过研究我们可以发现，地方政府扩张其债务融资规模对金融体系的稳定带来的并非是全然负面的影响。通过本文的研究，我们可以准确预测金融稳定各个维度之间的相互影响长期效应和短期效应，也能准确把握地方政府扩张其债务规模对金融稳定的冲击在不同阶段的表现情况，从而将短期政策操作与长期体制改革完美的结合起来。

我们应该理性的看待地方政府在促进经济增长、以及防范化解风险中所扮演的角色，而非一味的主张用抑制地方政府债务扩张来化解其债务风险，这样是得不偿失的。单一、片面的分析我国的地方政府的债务问题，将地方政府扩张债务规模、经济增长及金融稳定割裂开来是不符合我国的经济运行规律的。我们应当意识到地方政府债务管理是一项关乎财政、经济、金融的系统性工程，既要在经济层面倡导地方政府适度、合理的举债，又要在风险层面规范、限制地方政府债务的规模，还要提升财政资金支出效率、完善债务融资管理体系以化解债务风险。基于此，本文提出以下几点建议：

①规范地方政府债务融资过程：应该规范地方政府债务融资权限，科学、合理的确定与我国地方政府的财政承受能力相匹配的债务融资规模，科学限定地方政府债务融资的额度，以达到限制我国地方政府债务盲目扩张的目的，从而防止我国地方政府出现资不抵债等风险因素。

②完善地方政府投融资管理制度：应合理、充分的考虑地方政府的债务融资需求、所建设项目的投资节奏、投资回首周期等因素，以达到时期与债务偿还周期精准匹配的目的。从根本上来看，急需解决的本质问题仍是完善地方政府官员的考评、晋升制度，转变传统的以 GDP 增长率为单一考核指标的政绩考评模式，从根本上消除地方政府关于过度举债的内因，从而使得我国地方政府发生债务违约风险的可能性得到控制。

③构建我国地方政府债务风险控制机制：应逐步建立健全地方政府债务风险的评估及预警机制，将地方政府的债务融资的规模、期限、结构、资金用途等多个指标纳入评估体系，设定合理阈值，构建风险预警机制。在风险管理过程中，要特别警惕以下不合理的政策操作：即通过债务的置换、“借新还旧”等方式，造成地方政府的债务融资期限盲目延长，及期限结构错配等因素所造成的一系列负面影响。

④减少地方政府财政干预力度，引入民间资本力量：对于政府、社会资金的合作，应畅通其渠道、构建其机制、培育其环境。另外，还应合理拓宽公共产品相关项目的融资渠道，从而减小地方政府债务融资对金融体系的过渡依赖，循序渐进的筑建起政府财政与金融系统之间的“防火墙”，防止债务风险的大规模蔓延；完善我国地方政府的债务风险预警处理机制，关于部分地方政府的债务违约事件，我们应全面提升整个经济、金融体系的响应速度和响应能力，做好控制风险并防止其蔓延的相关处理，避免债务风险通过特定机制传导和放大至其他地区和相关经济部门，防止金融—财政风险相互传染，叠加放大。

⑤健全地方政府融资平台的监管机制：中央银行和相关的监管部门应有计划、有节奏的将游离于监管体系之外的地方政府融资平台业务规范化。同时，出台相应的文件明确融资平台的监管标准，将地方政府所建立的融资平台的负债水平、杠杆率高低等相关指标纳入到金融审慎的监管框架之中，促进对地方政府融资平台的全面监管，以提高其风险可控性。

⑥规范金融资金流向、提升金融体系资源配置效率：解决我国地方政府债务问题的根本之道在于提升地方政府财政资金的投资效率、促进经济增长、达到经济增长-金融稳定-地方政府收支缺口缩小的良性循环。针对于这一问题的解决方案，需要运用“财政

—金融”的系统性和全局性的眼光和思维，推动我国财政、金融的协同改革，全方位统筹化解当前的地方政府信用风险和金融资金空转问题。应当对金融资金的流向进行合理规范、科学引导，充分发挥金融体系服务实体经济的作用、并提升其服务效率。一方面，我国金融体系内资金空转现象异常明显，另一方面，在地方政府扩张其债务融资规模进行投资等系列操作的影响下，民间部门的资金大多流向了高污染、高耗能等一些产能过剩且效率极低的行业，而民营企业、小微企业等效率较高的部门却陷入融资渠道少、融资成本高的困境。金融监管部门及政策当局需要加强对金融资金的规范和引导，并进一步对地方政府所组建的融资平台进行规范化、科学化管理，在宏观及微观层面提高金融体系服务实体经济效率，保证其渠道畅通、体制完善。

参考文献

[1]Adam Smith. Subnational Public Financial Management: Institutions and Macroeconomic Considerations[J]. Handbook of Fiscal Federalism, 1972,(02): 405～427.

[2]Afonso，A.AUBYN，M.“Macroeconomic Rates of Return of Public and Private Investment: Crowding-in and Crowding-out Effects”，The Manchester School，2009(77):PP21-39.

[3]Alesina，A. and Perotti，R.，1997，“Fiscal Adjustments in OECD Countries：Composition and Macroeconomic Effects”，International Monetary Fund Staff Papers，Vol.44（2），pp.210~248.

[4]Akai,N.Sato,M.“Soft Budgets and Local Borrowing Regulation in a Dynamic Decentralized Leadership Model with Saving and Free Mobility，IEB Working Paper.

[5]Baskaran,T.“On the Link between Fiscal Decentralization and Public Debt in OECD Countries”，Public Choice,2010(02)

[6]Boadway,R.Tremblay,J.F.“A theory of Fiscal Imbalance”，Finanz Archiv/Public Finance Analysis，2006:PP3-30.

[7]Barro R J. Are Government Bonds Net Wealth?[J]. Journal of Political Economy, 1974, 82(6): 1095～1117.

[8]Bertola，G. and Drazen，A.“Trigger Points and Budget Cuts：Explaining the Effects of Fiscal Austerity”，American Economic Review，1993，Vol.83（9），pp.11~26

[9]Blanchard，O．J．and L．H．Summers，2017，“Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?”，NBER Working Paper，No．24179．

[10]Checherita Westphal C, Rother P C.The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels:An Empirical Investigation for the Euro Area[J].European Economic Review,2012,56(7):1392～1405.

[11]Cantore，C.Levine，P.Melina，G. and Pearlman，J.“Optimal Fiscal and Monetary Policy Debt Crisis and Management”，2017，IMFWorking Papers 17-78.

[12]DE BRUYCKERE V，GERHARDT M，SCHEPENS G，et al．Bank /sovereign risk spillovers in the European debt crisis［J］．Journal of Banking＆Finance，2013，37(12)

[13]DIAMOND D, DYBRIG P. Bank runs,deposit insurance and liquidity[J].Journal of Political Economy,1983,91:401-419

[14]Demirci，I.Huang，J.Sialm，C.“Government Debt and Corporate Leverage: International Evidence”，Journal of Financial Economics，2019(02):PP337-356.

[15]Fujiki,H.Uchida,H.“Inflation Target and Debt Management of Local Government Bonds”，Japan and the World Economy，2011(03）

[16]Friedman M. Monetary Policy: Theory and Practice[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1982, 14(1):98～118.

[17]Bezemer D， L Zhang.“From Boom to Bust in theCredit Cycle: the Role of Mortgage Credit”，Research Institute SOM，2014(6)，54-59

[18]Feltenstein,A.Iwata,S.“Decentralization and Macroeconomic Performance in China：Regional Autonomy Has its Costs”，Journal of Development Economics，2005(02)

[19]Graham，J.R.Leary，M.T.Roberts，M.R.“A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America”，Journal of Financial Economics，2015(03)

[20]Guscina，A.“Impact of Macroeconomic，Political and Institutional Factorson the Structure of Government Debt in Emerging Market Countries”，International Monetary Fund，2008，No.8~205.

[21]Greenwood, Jovanovie:”Financial Development,Growth and the Distribution of Income”,Journal of Political Economy,1990(98),1107- 1176

[22]International Monetary Fund，2011，“Shifting Gears：Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment”，Fiscal Monitor

[23]Keen,M.Marchand,M.“Fiscal Competition and the Pattern of Public Spending”，Journal of Public Economics,1997(01)

[24]Kwaak， V. C. and Wijnbergen， V. S.， 2014， “Financial Fragility and the Fiscal Multiplier”，Tinbergen Institute Discussion Paper，No.14-004/VI.

[25]King,Levine:”Finance and Growth:Schumpeter Might be Right”,Quarterly Journal of Economics,1993 (16),513- 542.

[26]MINSKY HP. Financial markets and economic instability,1965-1980[J].Nebraska Journal of Economics &Business,1981,20(4):516.

[27]Müller， G. J.Corsetti， G. and Meier， A.， 2006， “Fiscal Stimulus with Spending Reversals”，Review of Economics and Statistics，Vol.94(4)，pp.878~895.

[28]Neyapti,B.“Fiscal Decentralization, Fiscal Rules and Fiscal Discipline”， Economics Letters，2013(03)

[29]OET M V，BIANCO T，GRAMLICH D，et al．SAFE: an early warning system for systemic banking risk［J］．Journal of Banking ＆ Finance，2013，37(11)

[30]OET MV,BIANCO T GRAMLICH D,et al.SAFE:an early warning system for systemic banking risk[J].Journal of Banking and Finance,2013,37(11):4510-4533

[31]Qian,Y.Weingast,B.“Federalism as a Commitment to Reserving Market Incentives”，Journal of Economic Perspectives，1997(04)

[32]Qian,Y.Roland,G.“Federalism and the Soft Budget Constraint”， American Economic Review，1998(12)

[33]Rodden,C.“Growth in a Time of Debt”，American Economic Review，2010(02)

Samuelson P A. The Pure Theory of Public Expenditure[J]. The Review of Economics and Statistics, 1954,(05): 387～389.

[34]Setser， B.Halikias， I.Pitt， A.Rosenberg， C.House， B.Nystedt， J. and Keller C.“Debt-Related Vulnerabilities and Finan-cial Crises”，2005，IMF Occasional Paper 240.

[35]Woo J,Kumar M. S.Public Debt and Growth[J].Economica,2015,82(328):9～13.

[36]安晓详，中国货币供应量、金融稳定与经济增长关系分析[J]，北方金融，2020(10)

[37]陈硕、高琳，央地关系：财政分权度量及作用机制再评估[J]，管理世界，2012(06)

[38]陈宝东、邓晓兰，财政分权、金融分权与地方政府债务增长[J]，财政研究，2017(05)

[39]陈宝东、邓晓兰，货币政策被地方政府债务绑架了吗?[J]，经济管理，2019(10)

[40]陈思霞、陈志勇，需求回应与地方政府性债务约束机制：经验启示与分析[J]，财贸经济，2015(02)

[41]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(03)

[42]陈文川、杨野、白佳明、余应敏，债务审计对地方政府债务风险的影响——基于2008～2016 年省级面板数据的实证检验[J]，审计研究，2019(04)

[43]程宇丹、龚六堂，财政分权下的政府债务与经济增长[J]，世界经济，2015(11)

[44]曹光宇、刘晨冉、周黎安，财政压力与地方政府融资平台的兴起[J]，金融研究，2020(05)

[45]邓淑莲、刘潋滟，财政透明度对地方政府债务风险的影响研究——基于政府间博弈视角[J]，财经研究，2019(12)

[46]伏润民、缪小林、高跃光，地方政府债务风险对金融系统的空间外溢效应[J]，财贸经济 2017(09)

[47]郭玉清、何杨、李龙，救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J]，经济研究，2016(03)

[48]高蓓、朱安琪、谭小芬，同业变迁对商业银行经营稳定性的影响——基于中国 16 家上市银行微观数据的实证分析[J]，南开经济研究，2019(05)

[49]龚强、王俊、贾珅，财政分权视角下的地方政府债务研究：一个综述[J]，经济研究，2011(07)

[50]何德旭、王学凯，地方政府债务违约风险降低了吗?——基于 31 个省区市的研究[J]，财政研究，2020(02)

[51]韩健、程宇丹，地方政府债务规模对经济增长的阈值效应及其区域差异[J]，中国软科学 2018(09)

[52]黄健、毛锐，地方债务、政府投资与经济增长动态分析[J]，经济学家，2018(01)

[53]洪源、张玉灶、王群群，财政压力、转移支付与地方政府债务风险——基于央地财政关系的视角[J]，中国软科学，2018(09)

[54]洪源、胡争荣，偿债能力与地方政府债务违约风险——基于 KMV 修正模型的实证研究[J]，财贸经济，2018(03)

[55]胡奕明、顾祎雯，地方政府债务与经济增长——基于审计署 2010~2013 年地方政府性债务审计结果[J]，审计研究，2016(05)

[56]贾俊雪、张晓颖、宁静，多维晋升激励对地方政府举债行为的影响[J]，中国工业经济，2017(07)

[57]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)

[58]蒋雪，我国地方政府债务问题的成因及对策浅析[J]，现代营销，2020(06)

[59]靳伟凤、张海星、孙艺、底萌妍，地方政府债务风险的评价与预警机制研究——基于辽宁省的样本分析[J]，财经纵横，2020(19)

[60]李建强、朱军、张淑翠，政府债务何去何从：中国财政整顿的逻辑与出路[J]，管理世界，2020（07）

[61]李昂，强化内部控制完善地方政府债务治理[J]，预算管理与会计，2020(09)

[62]李永友、马孝红，地方政府举债行为特征甄别——基于偿债能力的研究[J]，财政研究，2018(01)

[63]李方方、王周伟、赵海鹏，中国地方政府债务持续期的空间生存分析[J]，统计与信息论坛，2020(09)

[64]李富有、王运良.地方政府债务对地区产能过剩的影响及其作用机制[J]，当代经济科学，2020(07)

[65]李红权、尹盼盼，我国地方政府债务的收入分配效应研究[J]，金融评论，2019(06)

[66]梁琪、郝毅，地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J]，经济研究，2019(04)

[67]李扬、张晓晶、常欣等，中国国家资产负债表 2013: 理论、方法与风险评估[J]，中国社会科学出版社，2020

[68]李扬、张晓晶、常欣等，中国国家资产负债表 2015: 杠杆调整与风险管理[J]，中国社会科学出版社，2015

[69]李扬、张晓晶、常欣等，中国国家资产负债表 2018[J]，中国社会科学出版社，2018

[70]吕健，政绩竞赛、经济转型与地方政府债务增长[J]，中国软科学，2014(08)

[71]吕健，影子银行推动地方政府债务增长了吗[J]，财贸经济，2014(08)

[72]吕健，地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角[J].中国工业经济，2015(11).

[73]缪小林、伏润民，权责分离、政绩利益环境与地方政府债务超常规增长[J]，财贸经济，2015(04)

[74]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)

[75]刘柳、屈小娥，经济政策不确定性环境下地方政府债务扩张动因再检验——基于新口径城投债视角的实证分析[J]，财政研究，2019(10)

[76]刘晓光、刘元春、王健，杠杆率、经济增长与衰退[J]，中国社会科学，2018(06)

[77]刘磊、刘健、郭晓旭，金融风险与风险传染: 基于 CCA 方法的宏观金融网络分析[J]，金融监管研究，2019(09)

[78]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)

[79]毛捷、韩瑞雪、徐军伟，财政压力与地方政府债务扩张——基于北京市全口径政府债务数据的准自然实验分析[J]，经济社会体制比较，2020(01)

[80]毛捷、曹婧，中国地方政府债务问题研究的文献综述[J]，公共财政研究，2019(01)

[81]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(05)

[81]马东山、韩亮亮、张胜强，政府审计能够抑制地方政府债务增长吗?——财政分权的视角[J]，审计与经济研究，2019(04)

[82]马恩涛、王雨佳、王雅琦，我国影子银行与地方政府债务研究[J]，河北经贸大学学报，2020(09)

[83]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，金融论坛，2020(04)

[84]马勇、田拓、阮卓阳、朱军军，金融杠杆、经济增长与金融稳定[J]，金融研究，2016(06)

[85]聂丹蕾，基于 PVAR 模型的中国城镇化、地方债与房价动态关系研究[J]，吉林工商学院学报，2020(09)

[86]潘俊、王亮亮、吴宁、王禹，财政透明度与城投债信用评级[J]，会计研究，2016(12)

[87]秦士坤，中国城市财政压力现状与风险识别——基于新口径的测算[J]，中央财经大学学报，2020(10)

[88]清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心课题组，中国系统性金融压力的监测[J]，国际金融研究，2019(12)

[89]史亚荣，地方政府隐性债务规模与城镇化水平—基于城投债视角的分析[J]，兰州学刊，2020(11)

[90]司海平、刘小鸽、魏建，地方政府债务融资的顺周期性及其理论解释[J]，财贸经济，2018(08)

[91]沈丽、刘媛、刘华军、李文君，地方政府债务风险的空间溢出及其解释——基于关系数据的研究[J]，财政研究，2019(03)

[92]汤铎铎，后危机时期中国经济周期波动与宏观调控研究[J]，中国社会科学出版社，2019（08）

[93]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(11)

[94]王艺璇、刘喜华，金融稳定、金融杠杆与经济增长——基于时变参数向量自回归模型[J]，金融发展研究，2019(10)

[95]王劲松、任宇航，中国金融稳定指数构建、形势分析与预判[J]，数量经济技术经济研究，2021(02)

[96]王晰、杨琳、白智奇，考虑动态调整的金融稳定指数构建[J]，金融监管研究，2020(03)

[97]汪锐、范勤勉，后疫情时代地方政府防范化解金融风险思路研究——以辽宁省为例[J]，财政金融，2020(06)

[98]汪金祥、吴世农、吴育辉，地方政府债务对企业负债的影响——基于地市级的经验分析[J]，财经研究，2020(01)

[99]万其龙，基于空间视角的地方政府债务竞争与私人投资挤出效应[J]，经济与管理研究，2019(04)

[100]吴盼文、曹协和、肖毅、李兴发、鄢斗、卢孔标、郭凯、丁攀、徐璐、王守贞，我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角[J]，金融研究，2013(12)

[101]吴健梅、竹志奇，中国债务风险的内生因素分析[J]，财政研究，2018(02)

[102]吴念鲁、徐丽丽、苗海宾，我国银行同业之间流动性风险传染研究——基于复杂网络理论分析视角[J]，国际金融研究，2017(07)

[103]席鹏辉、梁若冰、谢贞发、苏国灿，财政压力、产能过剩与供给侧改革[J]，经济研究，2017(09)

[104]熊琛、金昊，地方政府债务风险与金融部门风险的“双螺旋”结构——基于非线性DSGE 模型的分析[J]，中国工业经济 2018(12)

[105]冼国明、冷艳丽，地方政府债务、金融发展与 FDI——基于空间计量经济模型的实证分析[J]，南开经济研究，2016(03)

[106]杨胜刚、阳旸，资产短缺与实体经济发展——基于中国区域视角[J]，中国社会科学，2018(07)

[107]钟辉勇、陆铭，财政与金融分家：中国经济“去杠杆”的关键[J]，探索与争鸣，2017(09)

[108]詹新宇、刘文彬，中国式财政分权与地方经济增长目标管理——来自省、市政府工作报告的经验证据[J]，管理世界，2020(03)

[109]张鹏、马文涛，财政透明度视角的地方政府债务管理[J]，经济学家，2020(08)

[110]张曾莲、白宇婷，财政分权、省级官员特征与地方政府债务规模——基于 2010-2014 年省级政府数据的实证分析，科学决策，2017(05)

[111]张曾莲、王莹，地方政府隐性债务影响金融稳定的空间效应与门槛效应研究[J]，科学决策，2021(06)

[112]张晓晖、张传娜，地方政府债务、固定资产投资与经济增长关系研究——基于东北三省 111 个县(市)数据的分析[J]，经济纵横，2020(08)

[113]张帅，影子银行、地方政府债务及金融发展动态关系研究——基于省级面板 VAR 模型[J]，重庆大学学报，2020(09)

[114]张晖、金利娟，财政分权是影响地方政府债务风险的主要致因吗?——基于 KMV 和空间面板杜宾模型的实证研究[J]，会计与经济研究，2019(01)

[115]张国建、胡玉梅、艾永芳，地方政府债务扩张会促进产业结构转型升级吗？[J]，山西财经大学学报，2020(10)

[116]张庆君、闵晓莹，财政分权、地方政府债务与企业杠杆：刺激还是抑制[J]，财政研究，2019(11)

[117]张晓晶等，2020 与黑天鹅共舞: 新分析范式下稳增长与防风险的平衡[J]，中国社会科学出版社，2020

[118]张晓晶、常欣、刘磊，结构性去杠杆: 进程、逻辑与前景[J]，经济学动态，2018(05)

[119]张晓晶、刘学良、王佳，债务高企、风险集聚与体制改革: 对发展型政府的反思与超越[J]，经济研究，2019(06)

[120]郑秀峰、刘承洋，脱虚向实背景下银行同业业务发展研究[J]，经济理论与经济管理，2019(01)

[121]周小川，走出危机僵局需要设计新的激励机制[J]，中国金融，2020(18)

[122]朱军、李建强、张淑翠，财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择[J]，中国工业经济，2018(08)

[123]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)

后　记

行文至此，我的学生生涯同我的毕业论文要一起画上句号了。感谢那些替我们授业解惑，让我们如沐春风的老师们，也感谢那些在泥泞的岁月中相互搀扶的挚友们，与君同舟渡，达岸各自归！

我深知从此刻开始，人生将面临截然不同的风景。或将走上一条拥挤不堪的路，于千万人之中感受孤独，去领教这世界是何等的冷漠凶顽，又是何等的温柔美好。我想趁着现在，趁着还没有被生活磋磨的疲惫不堪、面目全非的时候写几句话给未来的自己：

1、要保持终身学习的习惯。

过去十数年，学校教我们认识事物的规律、社会的规则，也教我们认识、探寻世界的方法。在这一点上我心怀感激，但也内心也逐渐生出一种无力感。教育的目的是让学生们摆脱现实的奴役，而我们现在却正在做着相反的努力，为了适应现实而不得不改变自己。这些年看着书架上的书逐渐被各式各样的考证类的书籍所替代，心中不免有几分怅惘。但我想，我们尚且还有选择的余地的，这个世界已给予我们最珍贵的礼物——那就是学习的能力和学习的空间，希望自己未来不论身处何地，都能不失对世界的好奇，保持心之自由，胸襟开放，以全人类共同走过的路为基石，不断去追寻真理、去探寻世界的边际！

2、要去思考，不要被信息淹没。

现代社会是一个信息泛滥的社会，只要一打开网络，数以万计的信息就会扑面而来，因为太多答案都触手可及，人们也便失掉了思考、探索的动力和能力。人人都变为检索机器，而非一个思考者，我们因为遥远的事情而悲伤、愤怒、开心，却对眼前的事情无所适从，随波追流；每个人彼此影响，却很少有人自己去想，去探究真理和真相。希望自己不论何时都不要丧失独立思考的能力，要能看的见这个世界翻天覆地的变化，也要能感知这个时代奔涌向前的脉搏，更要去探寻这一切背后的因果联系，切不可被这四面八方的信息淹没，在日复一日的慨叹中蹉跎自己的人生！

3、要去努力，但也不应过分高估努力的意义。

很多时候，我们把自己置身于忙碌之中，从而获得一种盲目的踏实，以为只要努力结果自会如愿以偿，但殊不知世界之大，人生之无常，只靠努力能解决的事其实并不多。

我们努力不应是为了追逐名利，而应是为了不管我们的人生处于怎样的境地，都能有一种从心灵深处满溢出来的不懊悔、也不羞耻的平和与喜悦。努力不应是我们达成目的的手段，而应是我们持续终身的习惯。

4、往前走，安顿自己，不败不馁。

小时候读书辛苦，大人们总会说考上大学就好了，工作了就好了…，殊不知人生从来就不会在某一刻之后得到解脱，然后如释重负。生活泥沙俱下，时间救你于深渊，又将你推入新的深渊。困难接踵而至才是人生的常态，我们要做的只是调整自己的状态，保持健康的体魄、坚韧的心智，去迎接一次又一次的挑战。即使身处泥泞，也不能忘记仰望星空。爱自己，爱这个世界，不败不馁！

这一生很短，我们终将失去它。所以不妨大胆一点，爱一个人，攀一座山，追一次梦。不妨大胆一点，很多事情没有答案。