

分类号
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 地方政府债务对区域金融风险的影响研究

研究生姓名: 李乐乐

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: 金融风险管理

提交日期: 2024年06月03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： 李乐乐 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 王霞 签字日期： 2024年6月3日

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： 李乐乐 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 王霞 签字日期： 2024年6月3日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Impact of Local Government Debt on Regional Financial Risks

Candidate : Li Lele

Supervisor: Wang Xia

摘要

党的二十大明确指出，我国金融风险防范工作仍面临着不少的困难和问题，维护不爆发全局性、区域性的金融风险是保障我国经济稳健迈向高质量发展的重要基石。2023年金融工作会议上强调了要建立健全预防和解决地方政府债务风险的相关制度体系，旨在实现对地方政府债务的合理管控，使之与经济高质量发展目标协调一致。近年来，我国地方政府债务规模持续攀升，已逐渐成为防范化解金融风险的重大隐患。截止2022年末，我国地方政府显性债务约为35.07万亿，根据国际货币基金组织及wind数据库提供的数据显示，2022年我国地方政府隐形债务约为71.30万亿。不可否认，如此规模的地方政府债务在推动地方经济发展的同时，亦会对我国经济发展和金融稳定产生负面影响，在此背景下，开展地方政府债务对区域金融风险的影响研究具有重要意义。

本文首先概括梳理了研究区域金融风险测度，以及地方政府债务对金融风险产生影响的相关文献且作了文献评述。其次对公共产品理论、财政联邦理论、金融风险理论进行基本阐述，并分析了我国地方政府债务现状，接着理论分析了地方政府债务对区域金融风险的影响机理。在此基础上，基于中国2010—2021年30个省的面板数据，实证检验地方政府债务对区域金融风险的影响，得出以下结论。第一，地方政府债务水平的扩张总体上会加剧区域金融风险水平。第二，地方政府债务会通过金融资源配置效率对区域金融风险产生影响；地方政府财政自主权的提高会削弱地方政府债务对区域金融风险的影响。第三，西部地区地方政府债务上升会显著增大区域金融风险，中部地区地方政府债务对区域金融风险有正向作用但不显著，而东部地区地方政府债务扩张会减小区域金融风险。第四，显性债务对于区域金融风险有负向作用但系数不显著，而隐性债务对区域金融风险有显著的正向影响；且显性债务中的地方政府债券发行期限趋于长期化不利于区域金融风险防范。据此提出完善当前的财政管理体系，规范地方政府借债投资活动；减少地方政府对金融机构的行政干预，提高金融资源的配置效率，增强地方政府自身的财政供给能力；强化对地方政府隐形债务的规范化管理等政策建议。

关键词：地方政府债务 区域金融风险 金融资源配置效率 财政自主权

Abstract

The 20th National Congress of the Communist Party of China (CPC) clearly pointed out that China's efforts in preventing financial risks still face many difficulties and challenges. Maintaining the prevention of systemic and regional financial risks is an important cornerstone for ensuring the steady progress of China's economy towards high-quality development. The Financial Work Conference of 2023 emphasized the need to establish a sound institutional framework for preventing and resolving the risks of local government debt. This is aimed at achieving reasonable control over local government debt, in line with the goals of high-quality economic development. In recent years, the scale of local government debt in China has continued to rise, gradually becoming a significant hidden danger in preventing and resolving financial risks. As of the end of 2022, China's local government explicit debt was approximately 35.07 trillion yuan. According to data provided by the International Monetary Fund and the Wind Database, China's local government implicit debt was about 71.30 trillion yuan in 2022. It is undeniable that such a scale of local government debt, while promoting local economic development, can also have negative impacts on China's economic development and financial stability. In this context, conducting

research on the impact of local government debt on regional financial risks is of great significance.

The paper firstly provides a summary and review of relevant literature on the measurement of regional financial risk and the impact of local government debt on financial risk. Secondly, it outlines the basic theories of public goods, fiscal federalism, and financial risk, and analyzes the current situation of local government debt in China. It then theoretically analyzes the mechanism of local government debt on regional financial risk. Based on panel data from 30 provinces in China from 2010 to 2021, the empirical study examines the impact of local government debt on regional financial risk, yielding the following conclusions: Overall, the expansion of local government debt levels tends to exacerbate the level of regional financial risk. Local government debt affects regional financial risk through the efficiency of financial resource allocation; the increase in fiscal autonomy weakens the impact of local government debt on regional financial risk. The increase in local government debt in western regions significantly increases regional financial risk, while in central regions, local government debt has a positive but not significant effect on regional financial risk. In eastern regions, the expansion of local government debt tends to reduce regional financial risk. Explicit debt has a negative but statistically insignificant effect on regional financial risk, whereas implicit debt has a significant

positive impact. Moreover, the tendency towards longer maturities of local government bonds within explicit debt is detrimental to preventing regional financial risk. Based on this, proposals for improving the current fiscal management system include standardizing local government borrowing and investment activities, reducing administrative intervention by local governments in financial institutions, improving the efficiency of financial resource allocation, and enhancing the fiscal supply capacity of local governments. Additionally, there's a need to strengthen the standardized management of local government hidden debts and other policy recommendations.

Keywords: Local Government Debt; Regional Financial Risk; Financial Resource Allocation Efficiency; Fiscal Autonomy

目 录

1 绪 论	1
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 国内外文献综述	4
1.2.1 区域金融风险测度的研究	4
1.2.2 地方政府债务对区域金融风险的影响研究	5
1.2.3 地方政府债务影响区域金融风险的渠道研究	6
1.2.4 文献评述	8
1.3 研究方法与内容	9
1.3.1 研究方法	9
1.3.2 研究内容	9
1.4 创新与不足之处	11
1.4.1 创新之处	11
1.4.2 不足之处	12
2. 地方政府债务影响区域金融风险的理论基础	13
2.1 概念界定	13
2.1.1 地方政府债务	13
2.1.2 区域金融风险	14
2.2 相关理论	14
2.2.1 公共产品理论	14
2.2.2 财政联邦理论	15
2.2.3 金融风险理论	16
3. 地方政府债务影响区域金融风险的机理分析	17
3.1 我国地方政府债务现状分析	17
3.1.1 总体情况	17

3.1.2 不同类型地方政府债务情况	20
3.1.3 不同地区地方政府债务情况	23
3.2 地方政府债务影响区域金融风险的机理分析	24
3.2.1 地方政府债务对区域金融风险的影响	24
3.2.2 基于金融资源配置效率的中介作用分析	25
3.2.3 基于财政自主权的调节作用分析	27
4 地方政府债务影响区域金融风险的实证研究	29
4.1 区域金融风险的度量	29
4.1.1 指标选取	29
4.1.2 区域金融风险指数测算	30
4.2 模型构建	32
4.3 变量选取与数据说明	34
4.4 我国地方政府债务影响区域金融风险的实证检验	37
4.4.1 地方政府债务对区域金融风险影响的实证检验	37
4.4.2 基于金融资源配置效率的中介效应检验	40
4.4.3 基于财政自主权的调节作用检验	41
4.5 稳健性检验	42
4.5.1 替换核心解释变量	42
4.5.2 内生性检验	43
4.6 异质性检验	45
4.6.1 经济地区异质性	45
4.6.2 债务类型异质性	46
4.6.3 显性债务期限结构异质性	48
5 结论与对策建议	50
5.1 研究结论	50
5.2 对策建议	50
参考文献	53
后记	60

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

稳增长和防风险是近年来我国金融工作的重要任务，如何处理好稳增长和防风险的关系成为经济新常态下的严峻挑战。在此过程中，因金融风险和财政风险的相互交织，地方政府债务问题成为了不可避免并被广泛关注的因素之一。一方面，稳增长意味着扩大政府债务规模，如我国《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》中就明确提出，2023 年要适度增加地方政府专项债券规模；另一方面，地方债务扩张造成的风险一旦爆发，将通过银行等金融机构的传染效应加速金融风险的积累（刘骥和卢亚娟，2016）。历经三年新冠疫情的连续影响，我国宏观经济所承受的下滑压力不断加剧，与此同时，地方政府债务规模也呈现出迅猛扩大的趋势。金融机构的信贷质量受疫情冲击进一步恶化，中小金融机构风险事件频发，此类多种风险因素的积累，加大了区域金融风险发生的可能性。根据中国地方政府债券信息公开平台和财政部公布的数据，从 2015 年开始，我国地方政府债务呈现出明显的上升趋势，截止 2022 年末，我国地方政府显性债务约为 35.07 万亿，相较于 2015 年的 14.76 万亿增加了一倍有余。除了地方政府显性债务之外，地方政府承担着更加庞大的隐形债务，根据国际货币基金组织及 wind 数据库提供的数据显示，2022 年我国地方政府隐形债务约为 71.30 万亿。如此大规模的地方政府债务，地方政府是否能够控制好债务风险，政府债务是否会对区域金融风险的防范和化解产生不利影响？上述问题近年来引起了众多学者的关注，不可否认，政府债务在推动方经济发展过程中发挥着重要作用，但同时也会带来负面影响。大规模的地方政府债务在带动地方经济发展的同时，也会增加地方政府财政负担，不仅如此，还会通过金融机构将债务风险转化为金融风险，甚至产生金融风险的外溢（沈丽，2021），制约着我国的区域金融稳定和经济发展。

鉴于此，自 2010 年起，中央政府开始系统性地解决地方债务难题，其间，

国家审计署分别于 2011 年和 2013 年实施了针对地方政府债务的大规模审计行动。到了 2014 年，全国人大常委会审议通过了新版《预算法》，该法案对地方政府债务管理体系进行了重要调整和完善，旨在强化对地方政府借贷行为的合法性约束，严格规范任何违法违规的举债行为，并于 2015 年推行债务置换计划和债务限额管理。但在我国制度因素及国内外经济形势的作用下，地方政府债务规模仍在持续扩张。首先，1994 年的分税制改革在给予地方政府获得一定税收权利的同时也制约了地方收入来源，导致地方政府财权上移，由于中央和地方事权划分不清晰，实质上将中央政府的事权下放，地方政府需要承担更多的财政支出，于是便出现地方政府财权与事权不匹配的问题（何德旭，2021），造成地方财政收支不抵支，而地方政府财政缺口显著提高了地方债务水平（庞保庆和陈硕，2015）。其次，2008 年国际金融危机发生后，为应对金融危机的冲击，我国推出了“四万亿”投资计划，在积极财政政策的加持下，地方政府运用各种方式举债来刺激地方产出的增长，导致地方政府债务持续扩张。此外，我国对地方政府官员的政绩考核一直以 GDP 增长等重要经济指标为核心，地方政府官员迫于晋升需求，普遍在任期内主动负债融资，倡导大量的工程建设，而投入工程建设的资金年限长、规模大，也会导致地方政府债务超常规膨胀。近年来，伴随着我国经济增速的减缓和经济的高质量发展，地方政府越发膨胀的债务水平对金融风险防范的影响问题日益受到重视。与此同时，我国区域金融一体化进程在持续推进，不同区域间的金融业务往来和债权债务关系错综复杂，在促进金融业态快速发展的同时也面临越来越多的风险隐患，那么一旦地方政府的债务出现信用风险，将会在区域金融体系中相互渗透，不断传播蔓延至整个金融体系，严重影响到金融安全与经济稳定发展。在此背景下，无论是从理论角度还是实践角度，都需要探索地方政府债务对区域金融风险的影响，这既有利于我国当前防范和化解区域金融风险，也满足二十大及 2023 金融工作会议提出的具体要求。

1.1.2 研究意义

持续有效地防范和化解金融风险始终是我国金融体系中的核心要务之一，同时也是确保我国经济能够迈向并维持高质量增长不可或缺的关键因素。近几年经济下行压力加大，地方政府债务问题越来越突出，如何妥善解决地方政府债务问

题，是各级地方政府有效防范化解区域金融风险的重要环节。文章的研究意义主要在于两个方面。从理论角度出发，地方政府债务水平和区域金融风险与国家经济安全平稳发展息息相关，都是我国经济金融领域重点去关注和研究的问题。不同于西方资本主义国家，我国的经济金融体制有着自己的独特之处，立足于我国的基本情况，去研究地方政府债务对区域金融风险的影响研究具有着一定的理论意义。本文通过梳理地方政府债务和区域金融风险的相关理论，深入探析了地方政府债务和区域金融风险间的联系，为厘清地方政府债务影响区域金融风险的内在逻辑提供了进一步的理论支撑，并为文章后续的研究提供了一定的基础。现有文献关于地方政府债务对区域金融风险的影响研究总体较少，更多倾向于研究地方政府债务对系统性金融风险的研究，本文的研究将扩展关于地方政府债务对区域金融风险影响这一研究领域的现有研究成果。此外，文章运用熵权法计算我国 30 个省（区、市）（西藏自治区除外）的区域金融风险指数，并基于省级面板数据实证分析地方政府债务对区域金融风险的影响及其作用机制，有助于量化地方政府债务对于区域金融风险的影响，为防范化解区域金融风险的政策制定提供理论支撑。

从现实角度出发，财税制改革以来，中央事权下放，地方政府支出压力不断加大，外加 2008 年的国际金融危机的影响，我国推出“四万亿”的刺激政策，催生出了地方融资平台，这种种因素使得地方政府的债务水平持续上升，地方政府居高不下的债务水平始终是我国经济平稳健康发展的隐患。近几年严峻的国际形势影响以及国内经济转向高质量发展的经济大背景下，经济增速逐渐放缓，地方政府债务对经济社会发展的负面影响越来越突出，各地区金融机构或多或少因为政府债务风险问题导致金融部门风险积累，房价和地价也因土地财政和地方政府债务的相互影响不断攀升进而形成了远远超过其内在价值的房地产市场泡沫风险，导致区域金融风险问题有所加剧。因此研究地方政府债务对区域金融风险的影响和作用机制，并基于研究结果，提出针对性的建议，对于如何从地方政府债务角度入手，更加科学规范地防范化解区域金融风险工作具有一定的现实意义。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 区域金融风险测度的研究

区域金融风险的形成不仅与区域内部的经济水平和发展金融状况紧密相关,还会受到外部经济环境的冲击,因此现有研究为了客观地衡量区域金融风险,主要是基于多个维度综合考虑。Illing and Liu (2006) 利用加拿大银行业和股票市场的数据,首次从多维度构造出金融压力指数来估计金融风险。宋凌峰和叶永刚(2011)立足于部门结构视角,深入剖析了区域金融风险在政府部门、金融机构部门和企业部门内部以及相互之间的传导途径,并依据各部门实际特点筛选相关指标,构建了一套反映区域部门间金融风险水平的风险指数模型。他们的研究成果揭示,在区域金融风险生成的过程中,企业部门与政府部门扮演了关键的风险源头角色。沈丽(2019)借鉴经济四部门理论框架,探讨了区域内金融风险在不同部门间的传染机理,并从银行、保险、股票市场以及房地产市场四个金融市场领域中精心挑选出一系列代表性指标,采用熵权法这一统计工具,建立了金融压力指数,以此定量衡量区域金融系统的风险状况。刘凤根(2022)为了研究中国区域金融风险的空间分布和演化特征,选择了涵盖宏观经济表现、政府政策干预、银行业稳健性、保险业风险状况、房地产市场泡沫化程度以及规模以上企业经营健康度这六大核心领域的一级评价指标,并进一步细化为包含 18 项具体而详尽的二级风险评估指标,使用熵权法构建出了中国区域金融风险压力指数。张斌彬(2019)研究了金融显性集权和隐形分权对区域金融风险的影响,其中对区域金融风险的测度采用的是 KMV 模型计算出的我国各省份企业、居民、地方政府、金融部门的综合违约率,该指标越大,表明区域金融风险越大。荣梦杰(2020)基于风险来源选取测度区域金融风险的指标,涵盖了银行金融市场、证券资本市场、房地产市场这三个关键金融市场板块,以及来自外部环境的冲击因素,并深入到地方经济这一特定区域层面。周晔(2022)和李林汉(2023)则选取了不同部门与不同层面的区域金融风险指标,采用主成分分析法构建了区域金融风险指数来衡量我国的区域金融风险。

1.2.2 地方政府债务对区域金融风险的影响研究

刘忠（2014）认为，地方政府债务中蕴藏着重大金融风险，地方政府债务以各地方政府为担保，容易形成政府的财政和信用双重危机，同时也使得金融机构的不良贷款迅速扩张，而偿还债务主要依赖于土地收入，这导致地方政府没有足够偿还债务的能力。在整个经济发展过程中，地方政府债务虽然能够发挥出积极作用，但从长远来看的话，地方政府债务规模扩张也产生了不利影响。政府债务规模的持续扩张会在一定程度上削弱财政政策的效果，导致经济波动加剧（Woo, 2009）。根据“明斯基时刻”理论，债务杠杆上升超过一定的界线之后，会加剧宏观经济整体的脆弱态势，大规模债务问题与实体经济之间形成了一种相互恶化的关系，这种恶性循环机制使得债务隐患终将演化为实质性的金融风险（Becker 和 Ivashina, 2018）。对于地方政府来说，财政分权造成的地方政府收支缺口，使其不得不选择举债融资，结果造成地方政府债务风险积累（Lewis, 2003），且地方政府债务规模过大和债务结构恶化也会导致债务风险增大（Haim 和 Levy, 2010）。Dolls et al（2012）研究发现，地方政府债务规模超过地方经济的承受能力时，可能出现地方政府的财政危机，这会导致地方政府信用破产，最终诱发金融风险。李玉龙（2019）基于土地财政的视角研究认为，土地财政的收紧影响了地方政府债券利率上升和价格下跌，进而导致金融机构杠杆上升和信贷紧缩，最终结果将会是加剧金融风险。赵文举（2021）从地方政府债务的不同测算角度进行分析，发现当地方政府的隐性及综合债务风险增加时，可能会促使辖区内的区域金融风险呈现出下降趋势，但这并不意味着风险减轻，反而可能意味着风险在向辖区内部集中积聚。尹李峰（2022）考察了地方政府隐性债务对金融风险的影响，研究发现，地方政府隐性债务持续扩张会直接造成本地区内的金融风险水平显著提高，同时，也会影响相邻地区的金融风险水平，使得相邻地区的金融风险水平随之上升。陈守东等（2020）研究发现，中国的区域性金融风险呈现上升趋势，并且主要来源于地方政府债务风险，地方政府债务风险对周边及区域内金融系统的稳定性有显著的空间传导作用，即一个地区的债务危机可能通过不同途径扩散至相邻或其他关联区域，从而加剧这些区域内的金融风险水平。

马万里（2022）认为，地方政府通过地方融资平台、土地抵押、影子银行等渠道举债融资，造成地方政府的隐性债务扩张，相比于显性债务，隐形债务是诱

发金融风险的更大隐患。马亚明（2021）使用 TVP-VAR 模型分析得出地方政府债务风险的增加会对金融体系产生不同的冲击，新冠肺炎疫情发生后，地方政府债务的信用风险和偿债风险相对有所上升，这造成了金融压力的显著上升。地方政府“土地财政+隐性负债”的融资模式使得地方政府债务不断攀升并且信息透明程度较低，由地方政府债务问题所引发的财政困境有可能直接演变为金融系统层面的风险（徐忠，2018）。地方政府隐形债务扩张触发金融风险的可能性在不断增大，而且还会引发政治腐败等其他严峻的社会问题（Depken 和 Lafountain, 2006）。纵观世界的历史现象，地方政府债务不断积累的后果之一是引发主权债务危机，主权债务危机发生的同时也伴随着金融风险，对于整体经济形势来说极为不利，严重时会导致经济衰退和社会福利水平降低（Reinhart et al, 2011）。Bonis et al（2013）认为地方政府的债务资金大部分集中于银行体系风险较高，因为如若地方政府的财政出现困境而难以偿还债务时，会造成政府的债务违约，地方政府产生信用危机的同时，违约风险也将在银行体系不断蔓延，甚至会传染到整个区域性金融系统，容易导致区域性的金融风险集聚。梁琪和郝毅等（2019）认为，地方政府的债务水平持续保持高位状态，带来的种种风险因素威胁着我国的金融系统稳定以及整体经济的稳定增长，而存量债务的置换同样会对宏观经济产生负面影响。从政府部门杠杆来看，地方政府债务的持续扩张使得政府部门杠杆过高，政府部门与金融部门密切的业务联系会使风险从地方政府传导至金融系统，严重时甚至会引发系统性金融风险（Oet et al, 2013）。唐云锋（2018）指出中央对地方官员的晋升机制，以及上级政府给地方政府债务无限兜底的债务制度，给地方政府行为上出现道德风险和逆向选择提供了一定基础，在此基础上地方政府债务规模快速扩张，其中主要资金来源于银行体系，如果遇到外部因素的冲击，会造成金融风险在政府和银行体系间相互影响扩散。

1.2.3 地方政府债务影响区域金融风险的渠道研究

（1）金融机构渠道

黄国桥（2011）提出，融资平台公司自产生以来便带有行政色彩，融资平台债务资金的实际债务人是地方政府，债权人主要还是商业银行，而且融资平台筹集的资金主要用于那些回报相对较低的公益性投资项目，比如基础设施建设等领

域,当地方财政难以偿还债务时,会形成大量的不良贷款,对金融体系产生严重影响,埋下发生金融风险的隐患。(Chen et al, 2017)提出影子银行与城镇化水平的发展和提高都会推动地方融资平台债务扩张,形成政府债务风险。张璐(2020)研究发现,地方政府会通过注入土地、财政补贴等主动措施来通过融资平台扩张债务,这些行为并未从根本上解决地方政府财权与事权的矛盾,而且还会影响债券的正确评级和定价,可能会对地区经济造成新的影响。毛锐等(2018)研究发现,商业银行在地方财政与金融市场中扮演着重要角色,其大量参与并持有地方政府债券的行为,使得原本的地方债务风险逐步渗透并转变为金融行业内的风险隐患。马树才等(2020)的研究阐述了一个观点,即地方政府债务规模的扩大对商业银行具有双重负面效应。一方面,当地方政府出现偿债困难乃至违约时,这将直接导致商业银行不良贷款数量的增长;另一方面,这种债务扩张还会通过银行信贷规模的过度扩展,以及与影子银行体系的关联作用,间接加剧商业银行面临的流动性风险,且有可能进一步触发系统性金融风险的蔓延。而熊琛和金昊(2018)利用动态随机一般均衡(DSGE)模型解析了地方政府债务风险与金融部门风险之间相互交织的“双螺旋”联系,指出地方政府债务违约事件会显著提升金融系统的整体风险水平,并将这种风险传导至实体经济各个部门。李双建(2022)研究发现,地方政府债务扩张对银行风险承担有着显著的正向影响,而且会造成小规模、未上市、地方性银行承担更多风险。此外,地方政府通过地方融资平台和影子银行等渠道筹集的资金,大多仍然是来自商业银行贷款,同时地方政府的主要投资项目期限较长,会导致商业银行的资产错配和流动性风险积累,结果将会是商业银行体系资产质量恶化,对金融体系造成巨大冲击(高然,2017)。

(2) 房地产渠道

张璇等(2022)基于系统动力学模型研究得出地方政府债务风险作用于金融风险的核心路径是房地产金融风险,关键的影响因素是房价和房产税收。唐云锋(2018)提出,房地产泡沫可能会诱发地方政府债务土地抵押模式的财政风险,也就是说,房地产市场泡沫一旦破裂,则会导致地方政府收入减少,会影响地方政府的债务偿还。唐云锋(2020)研究表明,房价的攀升与地方政府债务风险之间存在着相互增强的互动关系,而土地财政在此过程中犹如催化剂,进一步加剧了这一正反馈效应。马万里(2020)认为地方政府土地抵押模式的融资严重威胁

着金融系统稳定,地方政府为了获得更高的土地出让收入,会创造较高的杠杆率,高杠杆本就意味着高风险,同时以地价为基础的房价也会随着攀升。地方政府依赖于土地财政获取银行信贷资源并发行城投债,在助推房价高企的同时也让土地出让收入有所上升。但近几年的政策大环境对土地财政有着严格约束,“房住不炒”等政策要求,使得土地出让收入出现下滑,严重影响了地方政府的偿债能力。如若房地产泡沫破裂,政府债务的违约风险将传至金融领域,产生区域金融风险(崔耕瑞,2023)。马树才等(2020)实证检验得出,地方政府债务水平上升倒逼着地方政府出让更多的土地以获取土地收入,用此来作为偿还债务的担保,在土地财政作用下,使得房地产市场价格进一步走高,导致地方政府债务风险从房地产市场传导至金融体系。

1.2.4 文献评述

通过梳理相关文献发现,目前的研究主流倾向于集中探讨地方政府债务对整个金融体系稳定性的影响,而对于地方政府债务对区域金融风险的影响研究较为匮乏,从他们的研究结果来看,多数学者的观点是地方政府债务扩张会对系统性金融风险产生不利影响。其次,当前关于地方政府债务如何影响金融风险以及如何传导的研究,主要聚焦于通过两个关键渠道展开分析:一是通过房地产市场的联动效应,二是通过金融机构特别是商业银行以及地方融资平台的作用机制来探究这一问题。从房地产角度来说,地方政府利用土地抵押模式融资,会同时助推地价和房价的上升,造成房地产市场泡沫,而对于债务的偿还,地方政府过度依赖于土地财政,会使地方政府陷入债务危机,导致债务风险从房地产市场传导至金融体系;从金融机构渠道来说,地方政府债务扩张会影响到商业银行的资产负债规模,政府债务的独特性使得商业银行面临更高的信贷风险,不利于区域金融风险的防范。现有文献从宏观的地区金融资源配置效率和地方政府财政自主权角度入手研究地方政府债务对区域金融风险的影响较为少见;此外,还有部分学者研究了地方政府债务对区域金融风险的空间溢出效应,并通过经济四部门分析了传导机制。

基于此,本文试图去考察地方政府债务对区域金融风险的影响,并从地区金融资源配置效率和地方政府财政自主权角度着手去探讨传导路径,以丰富这一领

域的研究成果，并为我国防范化解区域金融风险提供一定的政策依据。

1.3 研究方法与内容

1.3.1 研究方法

(1) 文献参考法

通过广泛查阅国内外关于地方政府债务影响区域金融风险的相关文献，分类整理并分析关于地方政府债务影响区域金融风险的现有研究成果，深入了解已有研究对地方政府债务和区域金融风险的界定与测度。基于前人研究方法和当期的选题背景，选取合理的研究方法再进行深入研究，现有文献关于区域金融风险指数的测算方法主要有主成分分析法，层次分析法和熵权法等，本文参考相关文献选用熵权法对区域金融风险进行测算。

(2) 定性分析和定量分析方法

首先对地方政府债务和区域金融风险的概念进行界定，并且对地方政府债务的发展现状进行定性与定量分析，随后，深化对地方政府债务对区域金融风险影响的具体作用机制进行定性剖析，在此扎实的理论分析基础上，广泛收集各类经济数据以充实论据，进而采用定量方法论证地方政府债务是否及具体如何对区域金融风险产生影响。

(3) 实证研究方法

基于文献梳理和理论分析，使用我国 2010—2021 年 30 个省（区、市）的面板数据，先利用熵权法构建区域金融风险指数，再运用计量经济学方法实证检验地方政府债务对区域金融风险的影响，在得出总体关系的基础上，进一步检验金融资源配置效率和地方政府财政自主权渠道的作用机制，最后进行异质性检验和稳健性检验，从而得出较为稳健可靠的研究结论。

1.3.2 研究内容

本文的研究内容主要是探析地方政府债务对区域金融风险的影响及其作用机制。基于现有研究成果，从银行、股票市场、保险市场及房地产市场四个维度构建区域金融风险指标体系，通过熵权法计算区域金融压力指数来刻画区域金融

风险程度,然后通过固定效应模型实证分析地方政府债务对区域金融风险的影响,并进一步探讨地方政府债务影响区域金融风险的作用机制。本文结构分为以下五个部分:

第一章为绪论,主要涵盖了本文的研究背景、重要意义以及相关文献的综合评述,详尽介绍了所采用的研究方法与核心内容,并在结尾部分探讨了本文研究可能带来的创新贡献及其局限所在。

第二章为地方政府债务影响区域金融风险的理论基础,首先对地方政府债务和区域金融风险的概念进行界定,接着分别介绍地方政府债务影响区域金融风险的理论,具体包括公共产品理论,财政联邦理论和金融风险理论。

第三章为地方政府债务影响区域金融风险的机理分析,分为两个部分,第一部分是対我国地方政府债务的发展现状做相应的现状分析,第二部分是地方政府债务影响区域金融风险的机理分析,作用机制分为金融资源配置效率的中介作用和地方政府财政自主权的调节作用。

第四章是地方政府债务对区域金融风险的实证检验,首先对区域金融风险指数的测算,本文运用熵权法计算区域金融风险指数,接着运用固定效应模型实证检验地方政府债务对区域金融风险的影响,并进一步检验作用机制,最后进行稳健性检验和异质性检验。

第五章为结论与对策建议章节,该部分对本文实证研究所获得的结果进行了归纳整理,并在此基础上,结合实证结果给出了具有针对性的政策性建议。

本文的研究框架如图 1.1 所示。

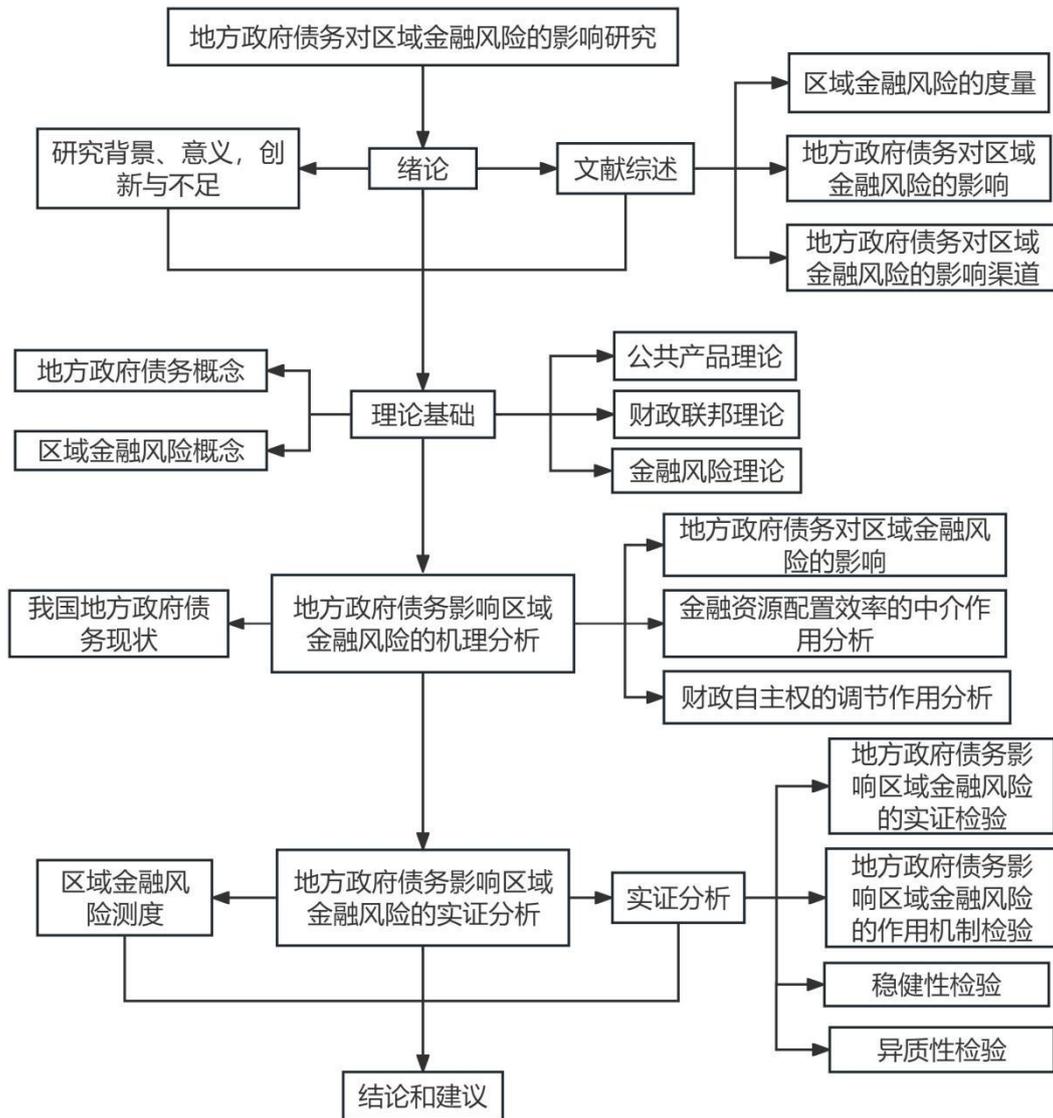


图 1.1 论文研究框架图

1.4 创新与不足之处

1.4.1 创新之处

本文的创新点在于：

一是研究视角的创新。现有文献主要是基于金融机构和房地产视角研究地方政府债务对金融风险的影响，鲜有文献从宏观地区金融资源配置视角入手，本文将地区金融资源配置效率问题纳入到同一研究框架，来理论分析和实证检验地方

政府债务对区域金融风险的影响和作用机制。此外，现有文献研究地方政府债务对金融资源配置多是基于微观角度，研究地方政府债务对企业信贷资源的挤占，本文将从宏观视角着手，利用地区的金融资源配置效率揭示地方政府债务是如何通过影响本地区的金融资源配置进而对区域金融风险产生影响。

二是研究内容的创新。本文从地方政府的财政自主权角度，进一步分析财政自主权在地方政府债务影响区域金融风险过程中的调节作用，从而为有效防范化解区域金融风险提供新的经验支撑。

1.4.2 不足之处

本文主要存在的不足之处在于：

第一，在实际的经济社会环境中，影响区域金融风险的因素众多且错综复杂，然而受限于论文的结构容量以及数据获取的实际情况，难以确保所有相关因素均能被纳入到模型构建之中，因此，控制变量选择可能会有遗漏，导致实证分析结果产生一定偏差。

第二，由于作者本人理论水平有限，对于地方政府债务影响区域金融风险的研究可能还不够全面和深入，机理分析仍然具有一定的局限性。

2. 地方政府债务影响区域金融风险的理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 地方政府债务

地方政府债务是一个比较宽泛的概念，一般可以认为是以各级地方政府为举债主体，以政府信用为担保，为了履行政府职能、促进当地的经济发展、完善社会保障等对外借举的债务。从广义的角度来看，地方政府债务涵盖了地方政府债券，隐形债务以及非政府债券形式的存量政府债务等方面；而从狭义上理解，地方政府债务通常是指由地方政府直接发行的各种债券形式的债务工具。2013年，审计署发布的《全国政府性债务审计结果》一文细分了地方政府的债务，分别从偿债来源、资金流向和担保主体等三个角度划分为负有偿还义务的债务、负有担保义务的债务以及承担特定救助义务的债务。

在2014年9月公布的第43号文件中，明确规定了只有通过发行政府债券才能合法进行地方政府的债务融资。我国地方政府发行的债券可以分为两种类型，即一般债券和专项债券，这主要是通过债券融资的用途和偿还方式来区分的。所谓一般债券，是指没有特殊指向性的债券，用于满足地方政府的日常资金需求或缺乏资金时发行，其主要偿债资金来自于当地政府的财政收入。而专项债券则是为了特定政府公共项目筹措资金而发行，其对应的偿债资金主要来源于特定项目的营业收入。对于地方政府的显隐性债务，监管部门在2014年颁布的43号文件以及随后发布的一系列文件中予以说明，显性政府债务通常指的是那些已经正式记录并在国家预算管理体系内受到严格管理和限额控制的地方政府债务，包括但不限于通过合法程序发行的地方政府债券以及其他已纳入财政管理框架下的非债券形式的存量政府债务。而隐性政府债务则是指未纳入国家预算管理范畴，或是不符合相关法律法规授权的地方政府债务，这类债务往往不被确认为政府直接偿债责任，比如2016年财政部发布的相关文件中明确排除的不属于政府债务的部分。具体来说，隐性债务可能包括历史形成的未经批准的贷款、违规举借的债务、政府提供隐性担保的债务，以及未来可能出现的违法违规新增债务等，这些都需要按照隐性债务进行特别管理与风险防控，以确保整体政府债务风险可控。

2.1.2 区域金融风险

学术界目前尚未就区域金融风险的全面定义达成一致共识。一部分专家强调了区域金融风险的空间特性（姚星垣和郭福春，2008），他们指出此类风险的核心特征在于其局限于特定地理空间内的发生。另一些学者则更加重视区域金融风险的系统性和整体性（陆岷峰和周军煜，2019），认为区域金融风险实质上是系统性金融风险在局部地域层面上的具体展现。此外，还有一些研究者认为区域金融风险起源于区域内部分金融机构承受的微观金融风险（王擎，2019），这些风险通过复杂的债权债务链在区域内不断扩散和加剧，也可能源自外界区域金融风险的影响渗透至本地，或者是因为宏观金融风险在特定区域内的传导作用。

本文认为区域金融风险是指在某个经济区域内部，由于该区域内金融体系的特殊性、不均衡性以及外部宏观经济、政策等因素影响，使得金融活动过程中可能出现的潜在损失或金融危机的可能性。从风险的本质上讲，区域金融风险源于局部金融机构的微观问题或外部区域风险的渗透。随着我国区域经济融合加深，地区间资金流动和债务联系日益复杂，这使得单一区域的风险可能迅速波及整个金融系统，触发系统性金融风险。区域金融风险的特征在于其影响范围限定在某一特定地理区域，不同于宏观金融风险影响到整个国家或全球金融市场，也不同于微观金融风险仅涉及单个金融机构或个体。一般而言，区域通常指在自然、经济和社会属性上具有一定共性的地域，它是比较而言的概念。探究区域金融风险的关键在于识别共同的经济特质、风险成因及其表现形式。

2.2 相关理论

2.2.1 公共产品理论

在市场机制为公共产品供给的过程中，由于公共产品本身具有的非竞争性和非排他性本质属性，往往会遭遇效率低下甚至失效的问题，这也恰恰证明了政府应当扮演提供公共产品的主要角色。公共财政学同样认为，针对市场机制未能有效提供的公共产品供给缺口，需借助超越市场范畴的力量，即政府的作用来加以填补。地方性的公共设施和服务，其受益范围通常限于行政区划内，例如本地的

基础设施建设。根据公共产品受益时间的不同,可以将地方政府的财政支出划分为两类:一类是与当期密切相关的经常性支出,另一类则是产生长期效益的资本性支出。对于后者,如道路建设、供暖设施等,虽然初期投入巨大、建设周期较长,但它们能在较长时间内持续发挥社会效益,然而这些项目的成本并不能立即转化为当期的公共服务利益。这样一来,若仅依赖当期税收收入来支持此类支出,将会导致跨代间的不公平——未来世代享受了前期投资带来的成果,而全部成本却由当前纳税人群体承担。故此,税收不能被视为政府进行资本性支出的唯一资金来源。政府可以通过债务融资的方式来筹集所需资金。公共财政理论对于矫正市场配置资源的局限性、解决因市场失灵导致的公共产品供给难题具有重要意义。与此同时,公共产品理论从优化资源配置的角度出发,为地方政府采用债务融资的方式提供了一种理论上的支撑。

2.2.2 财政联邦理论

早期的财政联邦主义理论强调,在一个多级政府体系中,公共产品的提供可能会更具效率。基于这一核心思想,传统的财政联邦理论进一步主张,地方政府在资助地方投资项目时应优先考虑通过债务融资而非仅仅依赖于现有的地方财政收入。地方经济在快速发展阶段时,采取借贷方式进行公共投资资金筹集,可被认为是一种更为高效的策略,因为它能减轻公共服务的运作成本。尽管地方政府可能面临财政赤字,但也存在着实现财政盈余的可能性,通过借款方式筹资还能为其提供一种缓冲临时性收支不平衡的有效途径。

财政分权的核心理念在于赋予地方政府一定的开支职责范围和税收权限,使其有能力独立管理自身的预算收支,从而实现公共产品的自主供给。在计划经济体制下,地方政府的财政自主权受到了限制,但正是赋予地方适当的财政自主权,才可能导致地方财政赤字现象以及对债务融资的需求。诚然,区域经济发展、社会民生改善、环境保护等方面工作在很大程度上依赖于中央财政的支持。然而,地方政府在资金保障和社会福利支出方面承受较大压力,特别是在一些欠发达地区,由于其所承担的支出责任与其实际财力不相匹配,加上地方税收体系中缺乏主导税种和税收来源有限,容易造成财政支出大于收入的局面。为平衡预算,债务融资已成为地方政府筹措资金的常见策略。总结而言,我国地方债务问题产生

的根源在于财权与事权的不匹配以及长期存在的资金缺口。除此之外，超出了偿还能力的大规模举债、非法违规的债务行为等问题的存在，逐渐揭示了地方政府债务风险的严重性。

2.2.3 金融风险理论

区域金融风险是指在特定经济区域内金融部门所面临的具有一定集聚性和扩散效应的潜在危机，它处在宏观与微观金融风险分析的中间层面。当某区域内的金融风险超过控制阈值时，这种风险会跨越地区界限，形成连锁反应，进而可能酿成大规模乃至全局性的金融安全隐患。基于金融风险理论的分析框架，地方政府债务问题是激活区域金融风险的重要诱因，可以从内外两方面因素予以考察。在内部因素方面，一方面由于地方债券市场的发育尚不完备，市场信息可能存在显著的不对称性，同时市场价格的非市场化变动可能导致金融系统的结构稳定性受损；另一方面，政府部门与金融机构之间通过紧密的业务往来，形成了风险的潜在传导链条，从而增加了引发金融风险的可能性。从外部因素角度看，在区域经济一体化趋势不断加深的形势下，资本的相对自由流动和各地资源的互通互融，加剧了信息不对称状况下的信用风险和市场风险的滋生。随时间推移，这些风险的累积和放大，会更加容易穿透地域限制，波及整个金融系统的稳定。

3. 地方政府债务影响区域金融风险的机理分析

3.1 我国地方政府债务现状分析

3.1.1 总体情况

近年来,我国地方政府债务持续扩张,究其原因不仅在于国际和国内的经济形势,还在于我国一定的制度基础。1994年的分税制改革便是制度原因之一,分税制改革对中央政府和地方政府间的收入分配格局做出了调整,税收收入从地方向中央集中,大大削弱了地方政府财权。然而地方政府相应的事权并未进行相应调整,基层政府承担了与其财政能力不匹配的财政支出,央地的财政收支矛盾日渐突出,随着地方政府财政支出需求持续增长,为应对日益扩大的财政赤字,地方政府不得不通过多元化的途径进行举债以填补预算不足。从图3.1可以看出,自1994年分税制改革后,中央政府的财政自给率不断升高,在2011年的时候,中央政府的财政自给率达到了311%的峰值,相比较于1990年的99%增加了212%,说明财税收入不断从地方向中央集中。从地方政府财政自给率来看,在分税制改革前基本位于100%附近,分税制改革之后,从1994年—2022年,总体处于下

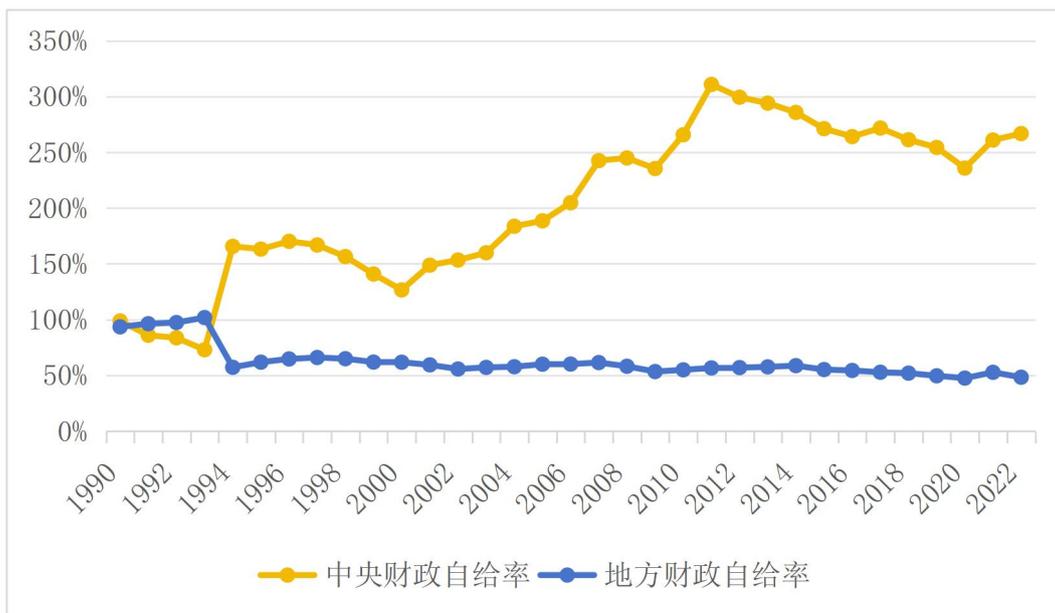


图 3.1 1991—2022 中央与地方财政自给情况

资料来源:国家统计局

降趋势，一直位于 50%左右。图 3.2 展示了近十多年我国中央和地方的财政收支情况，由图 3.2 可以看出，2010—2022 年，地方财政收入虽然逐年上升，但仍与财政支出有着巨大差距，而且从 2014 年开始，全国地方财政自给率整体呈下降趋势，受经济下行压力、叠加减税降费规模扩大及新冠疫情影响，2020 年全国地方财政自给率下降至 48%，创历史新低；2021 年以来，新冠肺炎疫情在全国大范围传播蔓延，各地方财政收入增速放缓，而为了做好疫情防控工作，财政支出急剧上升，使得全国各地地方财政自给率又出现下降趋势，再次处于低位，表明各地方财政压力依然较大。

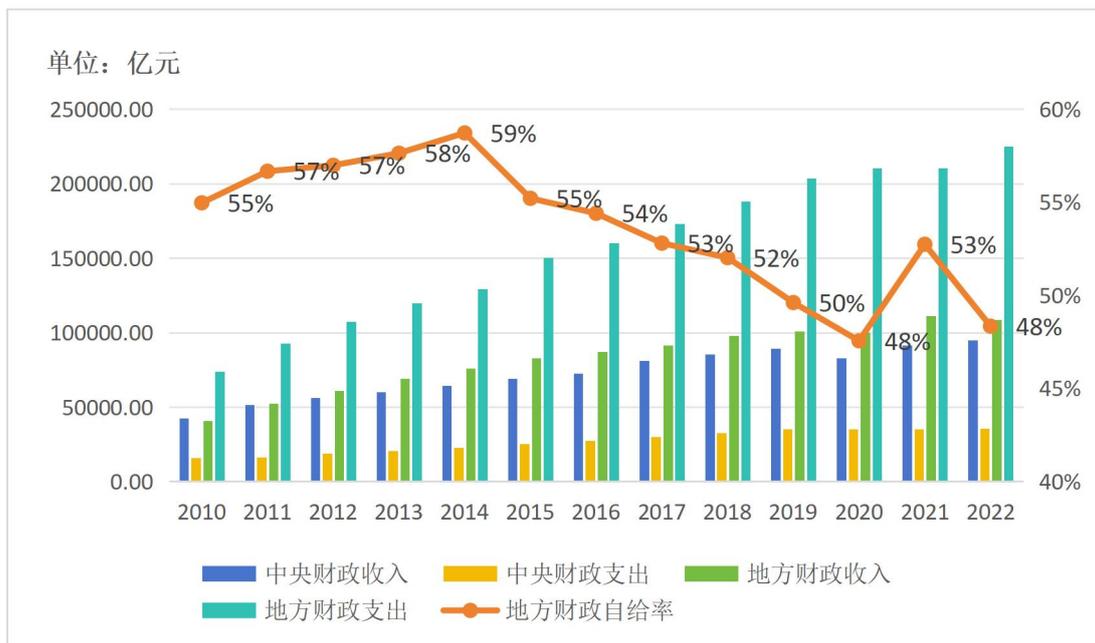


图 3.2 2010—2022 年中央和地方财政收支情况

资料来源：国家统计局

在 2008 年全球金融危机的影响下，为了抵御这场危机对中国实体经济造成的冲击，中央政府适时地推出了一项总额高达“四万亿”的大规模投资刺激计划。在此宏观经济背景下，作为地方政府融资主要载体的融资平台公司获得了空前的发展机遇，其数量和资产规模均出现了快速扩张。与此同时，伴随着融资平台公司的活跃，地方政府债务总量也在同步增长。根据审计署于 2013 年发布的第 20 号审计报告数据显示，截至 2013 年 6 月底，中国地方政府直接负责偿付的债务总额达到 108859.17 亿元人民币，同时，地方政府还对 26655.77 亿元人民币的债

务承担担保责任，并且有可能对 43393.72 亿元人民币的债务承担一定的救助责任。经过全面统计计算，到这一时间节点为止，我国地方政府性债务的累计总量已接近 17.89 万亿元人民币，相较于 2010 年末和 2012 年末的数据，分别呈现了 66.93%和 12.62%的增长幅度。

2014 年新版《预算法》的执行，有力地制约了地方政府通过传统融资平台开展大规模投融资活动的空间，于是地方政府开始尝试通过其他途径筹资，如借助企事业单位等进行借贷。尽管国务院、财政部等部门连续出台了多项政策文件，意在规制地方政府债务筹集行为，但在实践中，对地方政府举债路径的有效管控并非尽善尽美。新设立的融资平台在适应新法环境下，部分业务仍涉及非市场化举债操作，而地方政府通过变相担保等形式间接参与到企业的债务融资活动中，这一系列举措均在无形中增加了地方政府的债务压力。此外，地方政府发起设立的投资基金以及在推进政府与社会资本合作（PPP）项目中许诺的保障性回报等安排，都成为未来政府必须承担的实际财务支出，这些都在很大程度上构成了地方政府的隐性债务，进一步促使地方政府总体债务水平持续增加。

本文从 wind 数据库、中国地方政府债券信息公开平台以及财政部等数据查询渠道搜集了 2010—2022 我国总体的地方政府债务数据。其中 2015 年之前的数据，是由作者通过查询相关报告整理所得，如图 3.3 所示，2010—2012 年，全国地方政府债务规模变化不大，从 2012 年开始，我国地方政府债务呈现出明显的上升趋势，截止到 2022 年，全国地方政府债务规模达到 106.37 万亿元，较 2010 年的 11.12 万亿和 2012 年的 10.78 万亿分别增加了 95.25 万亿和 94.85 万亿，增加值分别相当于 2010 年和 2012 年的 8.57 和 8.23 倍。可以看出，从 2010 年以来，我国地方政府已经形成了非常庞大的债务规模，伴随的债务风险亦不容小觑，对我国金融风险防范化解的影响也越来越大。



图 3.3 2010—2022 年全国地方政府债务水平

资料来源：根据 wind 数据库、中国地方政府债券信息公开平台的数据整理所得。

3.1.2 不同类型地方政府债务情况

在中国的债务管理体系中，地方政府的债务从总体框架上可以划分为显性和隐性两大类。显性债务这一概念可理解为包含了常规债务余额及特定项目债务余额两个部分。其中，显性债务主体部分是由地方政府依法发行的各类债券组成，包括普遍意义上的普通债券以及用于特定目的的专项债券。除此之外，显性债务中还微小但不可忽视的一部分，表现为非政府债券形式的存量政府债务。就显性债务来看，中国地方政府债券信息公开平台发布了 2015 年以来的地方政府债券信息如表 3.1 所示，从表中可以看出，截止 2022 年末，我国地方政府显性债务约为 35.07 万亿，相较于 2015 年的 14.76 万亿增加了一倍有余，其中一般债务余额约为 14.40 万亿，专项债务余额约为 20.67 万亿，分别是 2015 年的 1.56 倍和 3.77 倍。另外，从债券余额来看，2022 年地方政府债券余额约为 34.90 万亿，占地方政府债务余额的 99.53%，说明显性债务绝大部分是地方政府发行的债券，有 0.17 万亿是非政府债券形式的存量政府债务。债券余额占债务余额的比重从 2015 年的 32.70% 上升到 2022 年的 99.53%，说明在地方政府显性债务中非政府债券形式的存量政府债务迅速减少。2019 年末，新冠肺炎疫情爆发，我国的整个经济社会发展遭遇到了巨大困难，专项债成了政府刺激经济的主要抓手。政府

发行了大量专项债，将募集的资金集中投入市政建设、产业园区、交通运输等传统基建领域，通过基建投资填补总需求的缺口，刺激经济增长。因此，疫情爆发后，专项政府债券的发行也大规模增加。2019年至2022年末，一般债券余额从11.71万亿增至14.25万亿，增加2万多亿；专项债券余额从9.40万亿增至20.65万亿，增加约11.25万亿。说明新冠肺炎疫情的对我国地方政府债务也造成了极大影响，间接导致地方政府债务规模扩张。

表 3.1 全国地方政府显性债务 单位：亿元

指标 年份	债务余额	一般债务余额	专项债务余额	债券余额	一般债券余额	专项债券余额	债券余额占债务余额比重
2015	147568	92619	54949	48260	38516	9744	32.70%
2016	153558	98313	55245	106282	71420	34862	69.21%
2017	165100	103632	61468	147448	92624	54824	89.31%
2018	184619	110485	74134	180711	108095	72615	97.88%
2019	213098	118671	94427	211183	117137	94046	99.10%
2020	256611	127393	129217	254864	125937	128927	99.32%
2021	304700	137707	166994	303078	136302	166775	99.47%
2022	350653	143962	206691	348995	142491	206504	99.53%

资料来源：中国地方政府债券信息公开平台：www.celma.org.cn/

2018年，中共中央和国务院联手发布了题为《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》的文件，与此同时，中共中央办公厅和国务院办公厅又联合发布了《关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》。这两份文件标志着对地方政府隐性债务有了正式的官方定义。根据文件中的指导原则，所谓地方政府隐性债务，是指那些超出了法定限额或常规发行政程序之外，由地方政府直接或间接承诺以财政资金来清偿，或者是违反规定提供了担保的债务类型，都被划入地方政府隐性债务范畴。虽然有了官方的界定，但是具体对于地方政府隐性债务的统计，学术界仍然有多种形式。由于审计署的细分数据难以获得，为了更好地分析地方政府隐性债务的现状，本部分采用融资平台公司的债务数据来估算地方政府隐性债务，虽然会有一小部分非地方政府债务的成分，例如流动负债里的预收账款、应付职工薪酬和应缴税费等，但是总体情况与地方政府债务现状较为符合。

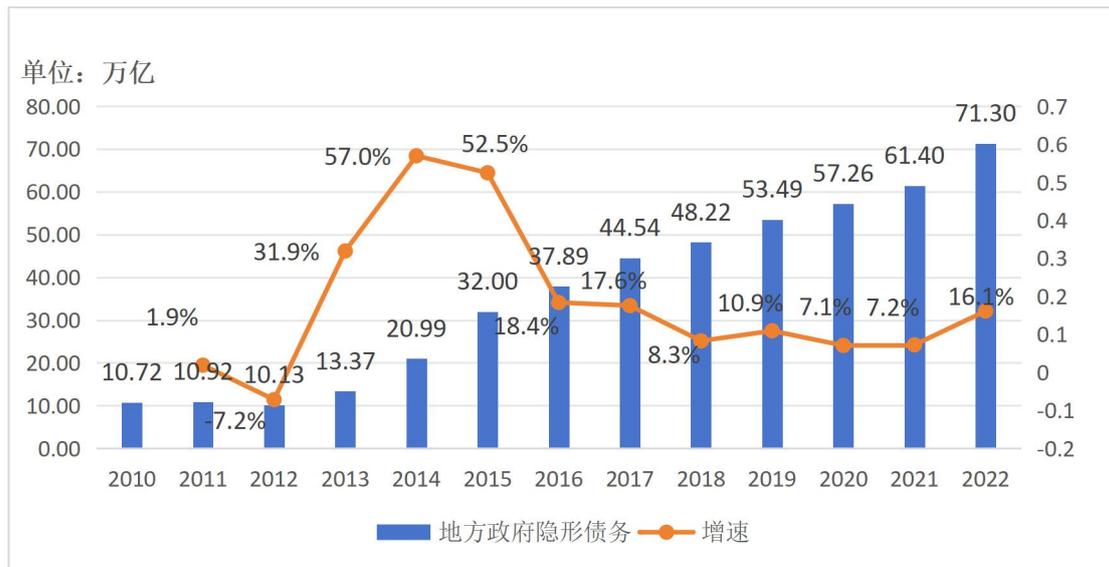


图 3.4 2010—2022 年全国地方政府隐性债务

资料来源：wind 数据库，经整理所得

由图 3.4 可知，自 2010 年开始，全国地方政府隐性债务规模总体呈现上升趋势，只有 2012 年略微有所下降，截止 2022 年末，全国地方政府隐性债务规模从 2010 年的 10.72 万亿扩张到了 71.30 万亿，相较于 2010 年增加了 60.58 万亿之多。为了防范化解地方政府隐性债务风险，2013 年审计署统计了全国地方政府性债务，2014 年发布了新《预算法》，文件明确允许地方政府可以发行自发自还的政府债券，并且于 2015 年实施政府债务置换计划。从地方政府隐性债务的增速来看，自 2014 年相关文件规范了地方政府融资途径以及 2015 年开展政府债务置换计划之后，地方政府隐性债务的增速开始放缓并逐步下降，从 2014 年的 57.0% 下降到了 2020 年的 7.1%，但是在 2019 年末疫情爆发，为协助深受疫情影响的区域和行业共同应对困难，国家发改委、上海证券交易所、深圳证券交易所等权威机构表示，允许城市投资类企业发行“疫情防控债券”，其目的在于增加流动资金或实现债务置换，以支援疫情下的经济维稳与发展，导致 2020 年之后，近两年地方政府隐性债务增速又开始上升，再次增加了地方政府隐性债务风险的积累。

3.1.3 不同地区地方政府债务情况

按照国家统计局的划分办法，将我国 30 个省份划分为东部、中部、西部三个地区进行比较分析。图 3.5 展示了估算出的东部、中部、西部三个地区的政府债务水平和相应的负债率情况。由图可知，从政府债务水平来看，2010—2022 年东、中、西部三个地区的政府债务水平都处于一个上升状态，且东部地区的总体政府债务水平一直高于中西部地区，从 2014 年开始，西部地区的债务水平开始比中部地区要高一些。从各地区的债务率（地方政府债务余额/GDP）来看，2010—2022 年，东、中、西三个地区的债务率都呈现逐年增加的趋势，西部债务率一直位于三个地区债务率之首，截止 2022 年，西部地区债务率从 2010 年的 4.68% 上升至 2022 年的 52.57%，增加了近 10 倍有余，而东部和中部地区债务率相较于西部地区增加较少，从 2015 年开始，西部地区债务率要明显高于东部和中部地区。国际上通常认为，债务率在 60% 以下是相对安全的范围，总体上来说，我国东、中、西部三地区的债务率要低于国际通行的 60% 警戒线，但是西部地区 2022 年债务率为 52.57%，一直处于上涨趋势，仍然要加强地方政府债务管理，进一步遏制地方政府违法违规举债，防止债务率突破警戒线，引发地方政府债务风险。

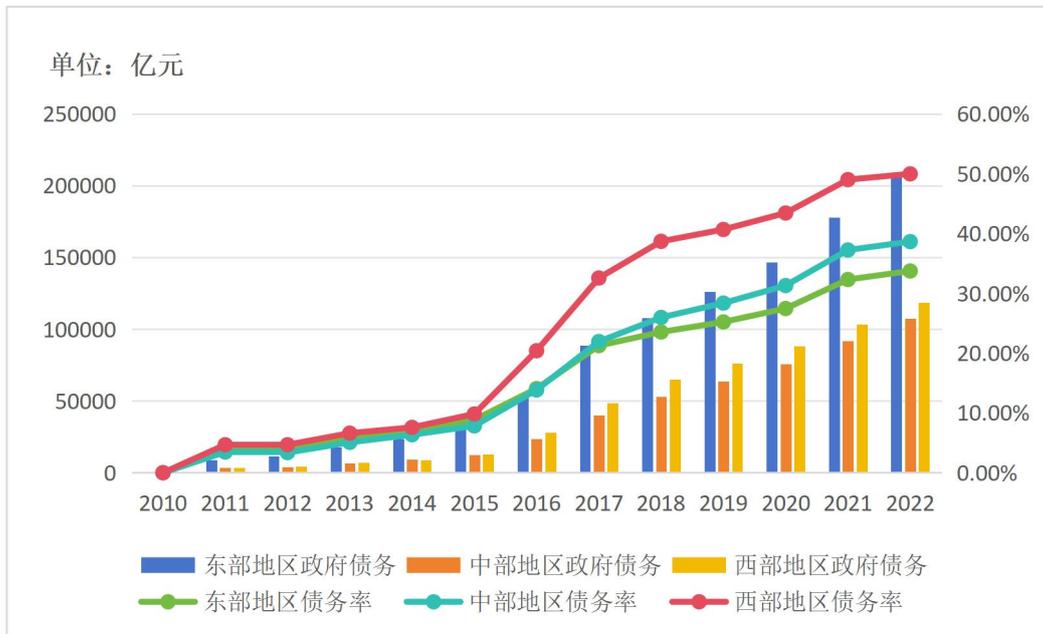


图 3.5 2010—2022 年东中西地区债务情况

资料来源：wind 数据库，中国地方政府债券信息公开平台，经整理所得

3.2 地方政府债务影响区域金融风险的机理分析

3.2.1 地方政府债务对区域金融风险的影响

当前我国财政部门、政府部门和金融部门紧密相连，其中一个部门的风险恶化会迅速传染到其他各部门，从而引发金融风险，地方政府债务的风险传播也是如此。在我国以银行为主导的金融体系下，地方政府债务以多种形式分布于金融部门的资产负债中，其中商业银行是地方政府债务的主要承担者，如此一来，地方政府债务问题与金融系统风险之间形成了密切而相互作用的关系，形成地方政府债务与金融部门间风险关联的“双螺旋结构”（熊琛，2018），如若地方政府出现债务违约，将会由金融部门将风险传递至经济实体部门，可能引发宏观的区域性金融风险。过去，我国地方政府主要依赖土地财政收入和通过融资平台公司获取贷款的方式进行融资。随着融资平台在政府融资功能上的角色逐渐减弱，地方政府正有序地调整其筹资方法和策略，转而更多地依靠土地财政收入和其他不易察觉的债务积累机制，比如运用 PPP 项目融资、政府引导基金、产业基金等创新方式进行融资，这种方式在一定程度上避开对传统地方融资平台功能的限制。然而，这种隐性负债的方式导致地方政府债务规模快速增长，且债务透明度较低，使得财政风险有较大可能性转化为实质性的金融风险（刘忠，2018）。在我国现行的金融体系架构内，虽然国务院办公厅在《关于印发〈地方政府性债务风险应急处置预案〉的通知》（国办函〔2016〕88号）中明确阐明了中央政府不承担地方政府债务的直接保证责任，明确债务偿还责任在于地方政府自身。但是，在实际情况中，一旦地方政府债务问题引发严重的财政与金融风险交织的局面，中央政府出于维护整体金融稳定的目的，往往会扮演最终救助者的角色，这就意味着中央政府实际上为地方政府债务提供了一种隐性的安全保障。由于隐性担保的存在，地方政府容易出现道德风险，盲目的扩大债务规模，更加提高了诱发金融风险的可能性。

囿于地方政府债务有着中央政府的“隐性担保”，其违约概率相对较小，商业银行倾向于大量认购地方政府债务并持有地方政府债券直至到期，严重影响到了商业银行的流动性，随着中央隐性担保率的不断下降以及商业银行持有的地方政府债务积累，商业银行这一载体会将地方政府债务扩张出现的债务风险转化为

金融风险（毛锐，2018）。大量持有地方政府债务使得商业银行的贷款集中度偏高，地方政府债务的可持续性又过度依赖于土地财政，土地收入的下降会降低地方政府的财政收入，使其偿债压力增大，而且房地产行业泡沫的累积也会导致地方政府债务违约风险升高，从而商业银行的信用风险大幅上升（王曙光，2022）。此外，地方政府依靠土地财政推动房价持续上涨，而土地财政将会放大房地产行业波动，进而传导至实体经济，房价和地方政府债务两个风险的叠加效应可能会诱发系统性金融风险。在我国宏观经济下行压力增大，“住房不炒”等政策环境的大背景下，土地价格开始出现波动，外加当前经济的脱实向虚，依靠土地财政维持地方政府收入的不确定性大大增加，一旦出现不正常的过度波动，将会导致地方政府的偿债能力大幅减弱甚至丧失偿债能力，初始的偿债风险将会通过政府—银行传染至金融体系，形成整体债务网络的系统性风险（何芳，2021）。通过以上分析，地方政府债务扩张恶化了金融机构贷款质量，推动了房地产市场泡沫，债务风险会通过金融机构和房地产行业传递至金融领域，会对区域金融风险的防范产生不利影响。综合上述分析，提出研究假设 H1：

H1：地方政府债务的扩张会加剧区域金融风险。

3.2.2 基于金融资源配置效率的中介作用分析

在新预算法规生效之前，地方政府尚无权自行发行市政债券，因此主要倚仗融资平台这一桥梁，通过获取商业银行贷款和发行城投债券的方式来积累建设资金。然而，随着国家加强对地方政府融资平台活动的严密管控力度，地方政府的筹资方式经历了深刻变革，逐步转向更多采用诸如政府引导基金、政府和社会资本合作（PPP）、政府购买公共服务等形式，这些看似非直接的融资途径实则内含着潜在的债务风险。这一变化导致影子银行系统在地方政府融资中扮演了愈发重要的角色。无论是在传统融资平台下的银行贷款渠道，还是在新兴的隐性债务形态中通过影子银行管道，信贷融资始终是地方政府筹措资金的主要手段。值得注意的是，中国影子银行体系的一个显著特点是与国外不同，它的核心参与者仍然是银行机构，特别是商业银行在大多数影子银行业务中不仅提供了资金支持，还存在着一种虽未明言但却预期的刚性兑付保证。时至今日，不论从正规金融系统的中枢是银行，还是影子银行的核心同样是银行的角度观察，中国的金融体系

是以商业银行为核心构建起来的，企业的融资活动同样倚重商业银行，因此，信贷资源配置成为我国金融市场资源配置的关键方式（华夏等，2020）。

在中国金融体系中，股票市场和债券市场的成熟度仍有提升空间，银行信贷成为了实体经济中众多企业不可或缺的资金补给渠道（刘贯春等，2022）。作为国内金融体系中信贷资金供应的核心主体，银行鉴于自身的流动性管理要求及降低企业违约概率的考量，倾向于向企业提供短期性质的信贷协议。在这样的市场环境里，许多企业不得不采取滚动续借短期债务的方式，以支撑其长期投资项目，由此导致投融资期限结构不匹配的问题，即所谓的“短贷用于长期投资”。当企业资金链出现裂痕时，不仅可能导致企业自身的财务危机，还可能通过银行债务违约链条，触发金融市场内的系统性风险，成为诱发多种金融风险的源头之一（张成思、刘贯春，2018）。此外，值得关注的是，地方政府大规模的举债行为与企业融资之间存在竞争关系，这种竞争会明显加大地方政府债务融资对企业债务融资规模的排挤效应（梁若冰，2021），这无疑加剧了企业在寻求融资时所遭遇的挑战（余海跃，2020）。同时，地方政府的隐性债务累积还会抬高市场整体融资成本，削弱企业获取信贷资金的能力，特别是在获取长期信贷资金方面尤为困难，进而更加剧了企业投融资期限的不匹配状况，潜藏更多的风险隐患。

地方政府债务的扩张除了对企业的融资情况产生不良影响外，对于本地区的金融资源配置也会产生重大影响。Bai et al（2016）提出，地方政府债务的不断扩张容易使得经济结构进一步扭曲，会降低资本配置效率。熊琛和金昊（2021）研究发现，地方政府债务的积累会引发信贷资源在国企和民企之间的重新分配，产生对企业信贷的挤出和错配效应。Huang et al（2020）从信贷资源配置角度出发，研究发现地方政府债务增加不仅会挤占民营企业的信贷资源，还会强化企业的杠杆操纵程度，提高企业债务违约的可能性（饶品贵，2022），同时也挤出了私人部门投资（Demirci et al，2019），而且在金融错配的情况下，国有企业的债务风险会随着利率的上升而上升。吕鑫等（2022）从行业关联视角出发，研究得出地方政府债务的扩张降低了与基建关联较高行业的金融资源配置效率，使得金融资源流向低生产效率企业。鞠市委（2016）提出，金融资源错配会造成“错配”部门过度投资，最终将风险转移到银行身上，极易引发系统性风险。金融资源向有土地储备等国有资产支撑的政府部门和国有企业的集中，这种情况可能导

致政府及国有企业部门负债率过快增长,从而加大金融机构之间的风险传导可能性(曹源芳,2020)。冯锐等(2022)研究发现,提高金融资源配置效率能够显著降低本地区和相邻地区的系统性金融风险。综合以上分析,地方政府债务可能会通过降低金融资源配置效率来影响区域金融风险。因此,提出研究假设 H2:

H2: 地方政府债务扩张将会降低金融资源配置效率进而加剧区域金融风险。

3.2.3 基于财政自主权的调节作用分析

财政自主权一般用来描述一个政府或地区在其财政管理体系内所拥有的自主控制水平,体现了其在决定自身财政收入来源、支出方向、债务管理及财政政策措施等方面的独立性大小。当一个地区的财政自主权较高时,其在财政收入与支出管理上通常展现出更高的自由裁量空间,能够基于本地具体条件和需要,自主地调整优化财政资源配置结构,并且在实施财政政策时无需过度依靠上级政府的资金转移或者其他外部援助手段。当前体制框架下,事权下移与财权上收的不对称格局使地方政府深陷收支矛盾的困境,导致地方政府的财政自主权逐渐减小。在经济增长放缓和大幅度减税降费措施的双重作用下,财政收入增速减缓而财政支出刚性增长,地方政府面临日趋严峻的财政压力,对财政金融风险防控的影响也日渐凸显。一方面,较低的财政自主权限制了地方政府充分调动和管理财政资源的能力,使得他们在推动地区经济发展过程中面临严重的财力短缺,从而促使地方政府不得不寻求扩大债务规模以填补资金缺口,进而呈现出债务持续快速累积的现象。同时,商业银行大规模购入地方政府债务,使得原本局限于地方层面的债务风险逐步渗透并转化为潜在的金融系统性风险(崔耕瑞,2023)。另一方面,在财权与事权配置不协调的情况下,财政自主权较低进一步加深了地方政府对土地财政收入的倚重程度(杜彤伟,2019)。然而,过分依赖土地财政并不具备可持续性,容易导致地方政府偿债能力难以持久,从而增大债务违约风险,并且还会抢占实体经济的信贷资源,破坏银行信贷结构,甚至可能触发系统性金融危机(顾海峰,2023)。

理想的财权适度上收与事权合理下放能在政府层级间形成较为均衡的状态,当地方政府财政自主权较为适中时,地方政府会在有限的财政自主权下优化资源配置,减少对市场的过度干预。如果中央与地方的财权与事权得以科学划分,赋

予地方政府较高的财政自主性，则能有效避免过大的偿债压力，确保未来财政支出计划不受束缚，有利于经济的健康发展。然而，过低的财政自主权有可能扭曲地方政府的行为取向，迫使其为填补财政缺口而偏重于具有稳定税收来源的生产性支出，忽视了关乎民生改善和创新驱动的财政投入，这不利于社会资源配置效率和居民生活水平的提升，同时也妨碍技术进步（王立平，2020）。另外，为保护本地利益，地方政府可能会设置市场壁垒，这不仅阻碍了市场化进程，降低了优质资源的有效配置效率，而且金融资源配置效率的下降还将一部分过度投资领域的风险转嫁至银行系统，从而引发了金融风险的扩散。因此，在地方政府不同程度的财政自主权情况下，地方政府行为以及地区金融资源配置效率也会出现不同情况，进而会对区域金融风险产生不同程度的影响。所以，通过以上分析可以看出，在地方政府债务对区域金融风险的影响过程中，地方政府的财政自主权可能会起到一个负向调节作用，即财政自主权的提高会降低地方政府债务对区域金融风险的影响。具体传导机制见图 3.6。综上，提出研究假设 H3：

H3：财政自主权的提高会削弱地方政府债务扩张对区域金融风险的影响。

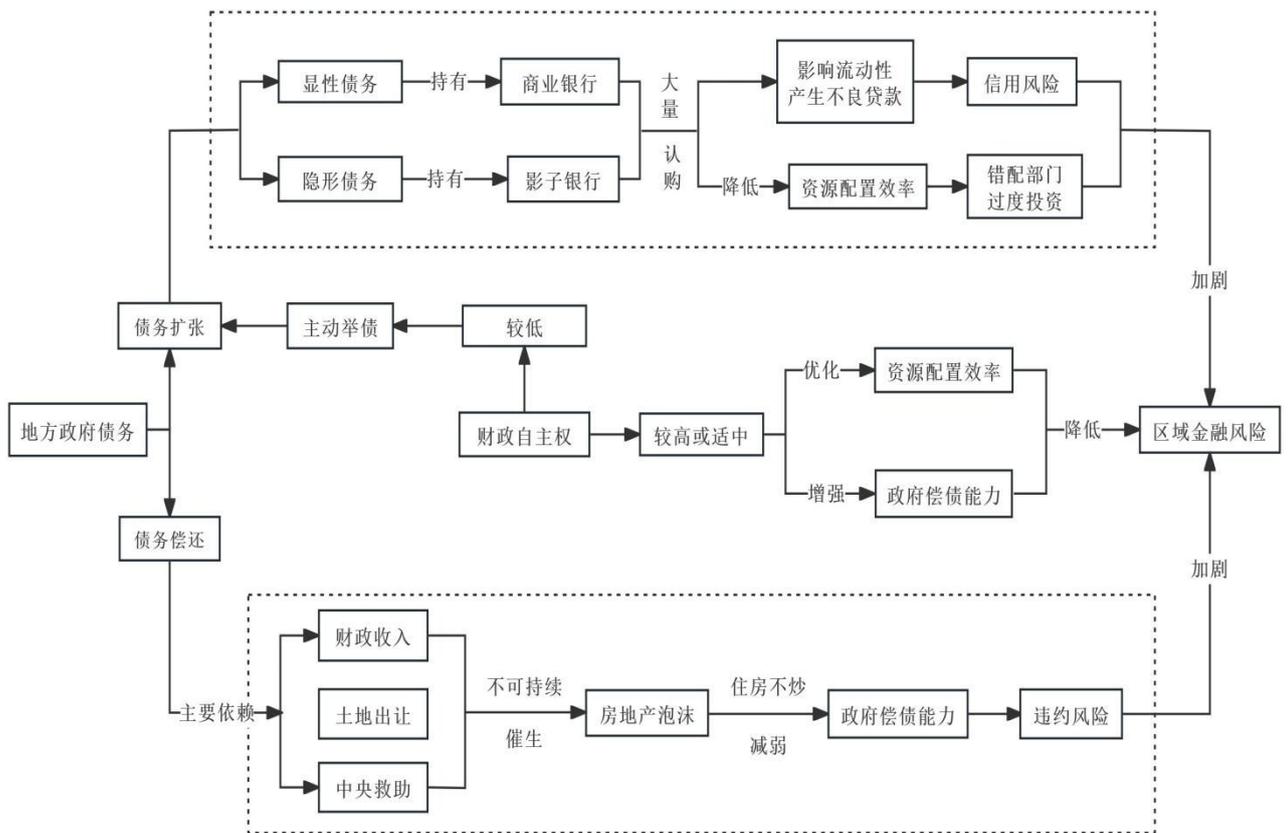


图 3.6 地方政府债务对区域金融风险的影响机理

4 地方政府债务影响区域金融风险的实证研究

4.1 区域金融风险的度量

4.1.1 指标选取

区域金融风险是一个综合性的概念，为了能够科学的量化区域金融风险，应该从多个维度构建区域金融风险指标体系，每个维度具体指标的选取也应该能够充分反映一个地区在这一维度的金融风险水平，并且要有清晰明确的含义，能够从官方渠道获取准确的数据，以便可以科学规范的测算出区域金融风险指数。梳理相关文献发现，国内外大多数学者的研究均是基于不同维度构建金融压力指数来度量区域金融风险（Balakrishnan et al., 2009; Cardarelli et al., 2010; Girardi et al., 2013; 沈悦, 2017; 刘凤根, 2022）。

本文探讨地方政府债务对区域金融风险的影响，随着地方政府债务的积累，违约风险变得更为显著，由于上级政府的兜底预期，这让财政压力进一步加大。尽管地方政府的债务问题本质上属于财政范畴，地方政府债务风险也应属于财政风险而不属于金融风险，但它与地方财政运作、整体经济金融体系紧密相连，根据风险外溢理论，地方政府债务风险会向区域金融风险外溢，造成财政风险金融化。地方金融机构作为地方政府融资的主要渠道，它们既是举债主体也是风险载体，会把债务风险转移扩散到金融系统，对各区域总体的金融风险水平产生影响。依照这样一个逻辑，本文借鉴沈丽（2021）与王霞（2024）的指标构建方法，从银行、股票市场、保险市场及房地产市场四个维度构建区域金融风险指标体系，通过熵权法计算区域金融压力指数来刻画区域金融风险程度。各维度详细指标如表 4.1 所示，由于 2023 年中国金融年鉴尚未发布，故使用 2010—2021 的数据。

银行体系采用存贷比、不良贷款率、中长期贷款规模和短期贷款增速来反映各地区银行体系面临的金融风险程度；保险市场采用保险深度和保险密度来反映其发展水平；股票市场采用股票总市值比 GDP 来反映其发展水平；房地产市场采用住宅平均销售价格和房地产投资增速表示房地产市场蕴含的金融风险。其中，不良贷款率、中长期贷款规模、短期贷款增速和房地产投资增长率为正向指标，存贷比、股票市场规模、保险深度、保险密度和住宅平均销售价格为负向指标。

表 4.1 区域金融风险指标体系

指标类别	指标名称	指标含义	指标性质
银行	存贷比	贷款余额/存款余额	负向
	不良贷款率	不良贷款/贷款总额	正向
	中长期贷款规模	中长期贷款/贷款总额	正向
	短期贷款增速	短期贷款增长率	正向
保险	保险深度	保费收入/GDP	负向
	保险密度	保费收入/当地人口数	负向
股票	股票市场规模	股票总市值/GDP	负向
房地产	住宅平均销售价格	住房销售价格/销售面积	负向
	房地产投资增速	房地产投资增长率	正向

4.1.2 区域金融风险指数测算

对于区域金融压力指数的测算模型，现有文献使用的有模糊综合评价法、层次分析法、主成分分析法，熵权法等，为了综合多方面因素测算区域金融风险，本文使用沈悦等（2017）的熵权法。具体构建过程如下：

①消除不同维度指标的不同量纲对测算结果的影响，对指标进行标准化处理，处理过程如下：

正向指标的标准化处理公式如下：

$$r'_{jt} = \frac{r_{jt} - \min(r_{jt})}{\max(r_{jt}) - \min(r_{jt})}$$

负向指标的标准化处理公式如下：

$$r'_{jt} = \frac{\max(r_{jt}) - r_{jt}}{\max(r_{jt}) - \min(r_{jt})}$$

适度指标的标准化处理公式如下：

$$r'_{jt} = \frac{|r_{jt} - \bar{r}_{jt}|}{\max(r_{jt}) - \min(r_{jt})}$$

其中 r_{jt} 为第 t 年的第 j 个指标值。

②计算第 j 个指标第 t 年的比重：

$$p_{jt} = \frac{r_{jt}}{\sum_{t=1}^n r_{jt}}$$

③计算第 j 项指标的信息熵:

$$H_j = -k \sum_{i=1}^m p_{ji} \ln p_{ji}, j = 1, 2, \dots, n, k = \frac{1}{\ln m}$$

④根据 $g_j = 1 - H_j$ 求出变异系数。

⑤计算第 j 项指标的权重:

$$\omega_j = \frac{g_j}{\sum_{j=1}^n g_j}$$

⑥第 t 年第 j 项指标的综合价值为:

$$V_t = \sum_{j=1}^n p_{jt} \omega_{jt}$$

结合以上处理过程, 得到我国 30 个省(区、市) 2010—2021 年区域金融风险测度指数如表 4.2 所示, 表中指标值越大表示该省区域金融风险越大。

表 4.2 我国 30 个省份 2010—2021 年区域金融风险指数

地区	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
北京	0.615	0.654	0.625	0.658	0.551	0.545	0.478	0.456	0.526	0.455	0.394	0.378
天津	0.933	0.898	0.861	0.848	0.800	0.759	0.731	0.674	0.672	0.655	0.611	0.632
河北	0.925	0.931	0.883	0.881	0.866	0.820	0.802	0.778	0.768	0.767	0.786	0.915
山西	0.873	0.922	0.920	0.903	0.837	0.751	0.794	0.731	0.794	0.800	0.788	0.803
内蒙古	0.988	0.986	0.882	0.911	0.842	0.796	0.811	0.757	0.761	0.741	0.712	0.685
辽宁	0.942	0.900	0.853	0.822	0.736	0.710	0.679	0.791	0.823	0.862	0.853	0.835
吉林	0.858	0.906	0.855	0.886	0.840	0.796	0.770	0.715	0.764	0.749	0.765	0.774
黑龙江	0.942	0.950	0.921	0.880	0.809	0.749	0.713	0.696	0.782	0.763	0.641	0.708
上海	0.796	0.803	0.776	0.769	0.722	0.684	0.625	0.645	0.660	0.603	0.582	0.542
江苏	0.917	0.907	0.867	0.852	0.833	0.794	0.794	0.779	0.785	0.760	0.797	0.718
浙江	0.822	0.824	0.749	0.768	0.727	0.698	0.696	0.701	0.714	0.689	0.667	0.662
安徽	0.943	0.920	0.912	0.917	0.871	0.845	0.844	0.855	0.837	0.833	0.807	0.807
福建	0.921	0.890	0.860	0.856	0.821	0.772	0.770	0.790	0.777	0.788	0.763	0.753
江西	0.978	0.988	0.958	0.956	0.925	0.911	0.913	0.914	0.893	0.891	0.890	0.896

续表 4.2 我国 30 个省份 2010—2021 年区域金融风险指数

山东	0.908	0.883	0.843	0.851	0.817	0.789	0.775	0.766	0.759	0.758	0.745	0.755
河南	0.888	0.894	0.888	0.897	0.868	0.852	0.859	0.828	0.799	0.803	0.793	0.801
湖北	0.956	0.953	0.937	0.940	0.905	0.862	0.836	0.840	0.834	0.821	0.774	0.818
湖南	0.938	0.957	0.960	0.959	0.943	0.926	0.911	0.912	0.924	0.879	0.857	0.839
广东	0.952	0.945	0.894	0.883	0.841	0.814	0.791	0.786	0.779	0.737	0.719	0.710
广西	1.065	1.013	0.960	0.936	0.919	0.879	0.897	0.895	0.885	0.902	0.855	0.843
海南	1.021	0.990	0.971	0.985	0.912	0.919	0.862	0.871	0.774	0.693	0.660	0.658
重庆	0.984	0.980	0.963	0.930	0.907	0.854	0.842	0.820	0.828	0.821	0.798	0.800
四川	0.929	0.946	0.940	0.922	0.889	0.854	0.827	0.819	0.848	0.846	0.830	0.825
贵州	1.001	1.028	1.045	0.997	0.954	0.924	0.909	0.894	0.895	0.868	0.842	0.834
云南	0.958	0.980	0.988	0.969	0.912	0.849	0.835	0.840	0.842	0.857	0.836	0.827
陕西	0.963	0.962	0.975	0.962	0.896	0.875	0.853	0.859	0.852	0.845	0.830	0.849
甘肃	0.842	0.986	0.901	0.936	0.869	0.850	0.815	0.724	0.738	0.710	0.689	0.695
青海	0.971	0.992	0.994	0.971	0.936	0.893	0.886	0.879	0.812	0.789	0.734	0.683
宁夏	0.928	0.917	0.900	0.843	0.825	0.790	0.767	0.712	0.666	0.713	0.654	0.719
新疆	0.951	0.948	0.923	0.905	0.867	0.832	0.799	0.805	0.775	0.769	0.776	0.782

4.2 模型构建

1. 基准回归模型

根据上文分析，地方政府债务扩张会对区域金融风险产生负面影响，为验证地方政府债务对区域金融风险的影响，构建如（1）所示的双向固定效应模型：

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 gdebt_{it} + \varphi controls_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， i 代表省份， t 代表年份， α 为系数，被解释变量 $Risk_{it}$ 代表区域金融风险水平， $gdebt_{it}$ 为地方政府债务水平， $controls_{it}$ 为控制变量，参考王霞（2024）等文献，选取经济发展水平（ $lngdp$ ）、城镇化率（ $urban$ ）、人口增长率（ pop ）、通货膨胀率（ ir ）、经济开放度（ $open$ ）和存款利率（ r ）作为基准回归的控制变

量。 μ_i 表示省份固定效应， δ_t 表示时间固定效应， ε_{it} 为随机误差项。

2. 中介效应检验模型

根据前文分析，地方政府债务首先会对金融资源配置效率产生影响，之后金融资源配置效率再对区域金融风险产生影响，金融资源配置效率可能是地方政府债务影响区域金融风险的一条传导渠道。为推断地方政府债务对区域金融风险的影响过程中金融资源配置效率的中介作用，使用 Baron 和 Kenny 提出的依次检验法来验证金融资源配置效率是否是地方政府债务影响区域金融风险的中介变量，构建如下的中介效应模型：

第一步，验证地方政府债务对区域金融风险的影响。

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 gdebt_{it} + \varphi_1 control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

第二步，验证地方政府债务对中介变量金融资源配置效率的影响。

$$fine_{it} = \beta_0 + \beta_1 gdebt_{it} + \varphi_2 control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

第三步，将地方政府债务与中介变量金融资源配置效率同时作为解释变量，纳入到同一回归方程，验证金融资源配置效率的中介作用。

$$Risk_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 gdebt_{it} + \lambda_2 fine_{it} + \varphi_3 control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中，中介变量 $fine_{it}$ 为金融资源配置效率，需要说明的是，式（3）这里为了更好的控制其他因素对金融资源配置效率的影响，特别在控制变量中去掉通货膨胀率（ ir ），加入金融服务水平（ $service$ ）这一控制变量，以减少估计偏差。根据模型（2）—（4）的设定，对中介效应是否显著的判断依据为：第一，检验系数 α_1 ，如果 α_1 显著，则进行下一步检验，如果 α_1 不显著，则停止分析；第二，检验系数 β_1 和系数 λ_2 ，如果 β_1 和 λ_2 均显著，则 $gdebt$ 的中介效应显著，如果有一个不显著，则要用 Sobel 检验，来判断是否具有中介效应；第三，检验系数 λ_1 和 λ_2 ，如果系数 λ_1 和 λ_2 都显著，则存在部分中介效应，如果系数 λ_2 显著，系数 λ_1 不显著，则存在完全中介效应。

3. 调节作用检验模型

由前文分析可知，地方政府财政自主程度不同时，地方政府债务对区域金融

风险的影响程度可能会不同,因此为推断地方政府债务对区域金融风险的影响过程中地方政府财政自主权的调节作用,在基准回归模型中加入调节变量财政自主权 fd 以及财政自主权与解释变量地方政府债务 $gdebt$ 的交互项 $fd \times gdebt$,来考察财政自主权是否发挥调节作用,构建如下模型:

$$Risk_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 gdebt_{it} + \gamma_2 fd_{it} + \gamma_3 gdebt_{it} \times fd_{it} + \varphi control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

调节效应模型中,交互项系数 γ_3 的符号和显著性是调节效应检验考察的重点,如果交互项系数 γ_3 显著为正,则说明地方财政财政自主权加强了地方政府债务对区域金融风险的影响,如果显著为负,则说明地方财政财政自主权削弱了地方政府债务对区域金融风险的影响,如果不显著则说明财政自主权没有发挥调节作用。需要说明的是,在做调节效应分析时,控制变量中需要额外加入政府干预程度 (exd) 和财政赤字率 ($chizi$),以减少其他因素的干扰。

4.3 变量选取与数据说明

1.被解释变量

文章的被解释变量为区域金融风险,通过梳理文献发现,现有研究对于区域金融风险的测度一般是构建指标体系来综合考量。参照沈丽(2021)的研究,从银行、股票、保险、房地产四个维度选取相应二级指标构建区域金融风险指标体系,在对需要标准化处理的指标进行标准化处理之后,运用熵权法计算得到全国30个省(区、市)(西藏自治区除外)2010—2021年的区域金融风险指数 $Risk$ 。

2.解释变量

文章的解释变量为地方政府债务。现有研究对于地方政府债务度量的常用方式有以下几种:一是使用地方政府城投债规模来估算地方政府债务(钟辉勇,2015;彭冲和陆铭,2019;王博等,2022);二是使用地方政府投资额现金流收支差额计算地方政府债务(马树才,2020;张庆君,2019);三是估算地方融资平台债务余额来代理地方政府债务(刘哲希,2020;姚凯辛等,2022);四是按照显性债务和或有债务的类型统计地方政府债务规模(毛捷和黄春元,2018)。由于地方政府债务的统计口径不一,并且其总体水平并没有官方数据,而且审计署统计的细分数据很难获取,所以采用全面的地方政府债务规模衡量地方政府债务水平

难以实现，因此本文的基准回归模型采用第一种方法，参考钟辉勇（2015）与王永钦等（2016）的测算方式，运用省级的城投债余额与 GDP 之比来代理地方政府债务水平，后文的稳健性检验则使用毛捷和黄春元（2018）的统计方法估算地方政府债务水平，即地方政府债务水平=（地方政府债券余额+地方城投债余额+地方国债转贷收入）/GDP。

3.控制变量

除了地方政府债务对区域金融风险的影响之外，还有很多因素会影响区域金融风险，为防止遗漏变量带来的估计偏差，考虑到其他因素对于区域金融风险的影响，本文参考毛捷和黄春元（2018）、冯智杰和刘丽珑（2021）、陈蕾（2021）、王霞（2022）以及王霞（2024）等文章中控制变量的选取方法，选择经济发展水平（*lngdp*）、城镇化率（*urban*）、通货膨胀率（*ir*）、人口增长率（*pop*）、经济开放度（*open*）和存款利率（*r*）作为控制变量。

4.中介变量

本文以金融资源配置效率作为地方政府债务影响区域金融风险的中介变量。关于金融资源配置效率的测度基本是集中在金融业投入和产出视角，研究方法有包络数据分析方法（DEA）、超效率 DEA 模型分析方法和随机前沿函数（SFA）分析方法。DEA 是传统测算效率的一种非参数方法，可以不考虑量纲问题，但测算出的效率取值均在 0~1，无法进一步比对。因此，参考冯锐（2022）与王霞（2024）的研究方法，运用随机前沿函数（SFA）分析方法，基于金融资源投入和产出效率来测算金融资源配置效率。在各地区金融资源投入和产出指标选取方面，根据柯布一道格拉斯生产函数，选取金融业从业人员和金融业固定资产投资作为投入指标，分别代表各地区人力资源和资本资源的投入情况，选取史亚荣等（2020）使用的地区金融相关率（贷款余额与地区生产总值的比值）作为产出指标。将投入指标和产出指标运用 SFA 模型，测算得出 2010—2021 年全国 30 个省份的金融资源配置效率，将数据进行归一化处理后，再进行后面的实证检验。

5.调节变量

本文以地方政府财政自主权作为地方政府债务影响区域金融风险的调节变量。财政自主权是地方政府财政收入总额与地方财政支出总额的比值，该值越大，表明地方财政自主程度越高。具体的变量说明如表 4.3 所示。

表 4.3 变量名称, 符号及简要说明

	变量名	符号	简要说明
被解释变量	区域金融风险	<i>Risk</i>	熵权法测算的各地区区域金融风险指数
	地方政府债务 1	<i>gdebt1</i>	省级城投债余额/GDP
解释变量	地方政府债务 2	<i>gdebt2</i>	(地方政府债券余额+地方城投债余额+地方国债转贷收入)/GDP
	经济发展水平	<i>lngdp</i>	各地区人均 GDP 的对数
控制变量	城镇化率	<i>urban</i>	各地区年末城镇人口占总人口的比重
	通货膨胀率	<i>ir</i>	各地区 GDP 平减指数
	人口增长率	<i>pop</i>	各地区人口增长率
	经济开放度	<i>open</i>	各地区进出口总额占 GDP 的比重
	存款利率	<i>r</i>	央行公布的金融机构一年期存款基准利率
中介变量	金融资源配置效率	<i>fine</i>	SFA 模型测算出的归一化指标
调节变量	财政自主权	<i>fd</i>	地方财政收入总额/地方财政支出总额

6.数据来源和描述性统计

本文研究的是地方政府债务对区域金融风险的影响,由于西藏自治区数据严重缺失,故剔除掉西藏自治区的数据,选取 2010—2021 年我国 30 个省(区、市)的面板数据,数据主要来源于《中国财政年鉴》、《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》、中国人民银行官网、各省份统计年鉴,中国地方政府债券信息公开平台及 Wind 数据库。对于少数缺失数据,采用查找统计年报和相关政府报告以及采用线性插值法补充。各个变量的描述性统计如表 4.4 所示。

表 4.4 报告了各主要变量的统计特征,从表中汇报结果发现,2010—2021 年各省份的区域金融风险指数总体差异较大,其中最大值为 1.065,最小值为 0.378,平均值为 0.829,说明我国部分省份,面临着较大区域金融风险,整体的金融风险水平也较高,须进一步加强区域金融风险防范。地方政府债务在不同的统计方法下,规律基本一致,第一种统计方法下,最大值为 0.343,最小值为 0.004,平均值为 0.073,第二种统计方法下,最大值为 0.354,最小值为 0.012,两种方法下最大值和最小值均表现出巨大差距,说明我国各地区政府债务情况参差不齐,其中一些省份的债务水平远超其他省的几倍不止,必须要注重债务风险防范,避免引发区域金融风险。金融资源错配由于作了归一化处理,全部处于 0~1 之间,地

方财政自主权的最大值为 0.931，最小值为 0.148，存在较大差异，说明我国各省份地方政府的财政自主程度差异较大。

表 4.4 变量的描述性统计

变量名	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
risk	360	0.829	0.108	0.378	1.065
gdebt1	360	0.073	0.060	0.004	0.343
gdebt2	360	0.091	0.058	0.012	0.354
lngdp	360	10.784	0.476	9.464	12.123
urban	360	0.577	0.129	0.326	0.896
pop	360	0.532	1.048	-3.074	3.663
ir	360	1.102	0.088	0.911	1.484
open	360	0.362	0.546	0.008	3.944
r	360	2.158	0.724	1.500	3.250
fine	360	0.380	0.197	0	1
fd	360	0.496	0.190	0.148	0.931

4.4 我国地方政府债务影响区域金融风险的实证检验

4.4.1 地方政府债务对区域金融风险影响的实证检验

在实证分析之前，为了后续实证结果准确有效，先检验一下解释变量和被解释变量之间是否存在相关性，然后在通过后续的回归分析检验他们之间的因果关系。对变量的相关性分析结果如表 4.5 所示。

由表 4.5 相关性分析结果可知，区域金融风险 risk 与变量 gdebt1, lngdp, urban, pop, ir, open, r 的相关性分别为 0.335, -0.754, -0.737, 0.153, -0.150, -0.364, 0.554，且均在 1%的水平下显著，说明地方政府债务、经济发展水平、城镇化率、通货膨胀率、人口增长率、经济开放度、存款利率和固定资产投资都会对区域金融风险产生影响。

表 4.5 变量的相关性分析

变量	risk	gdebt1	lngdp	urban	pop	ir	open	r
risk	1							
gdebt1	0.335***	1						
lnrjgdp	-0.754***	-0.490***	1					
urban	-0.737***	-0.218***	0.346***	1				
pop	0.153***	0.00400	-0.0230	0.0660	1			
ir	-0.150***	-0.340***	0.142***	0.0480	0.0370	1		
open	-0.364***	-0.165***	0.347***	0.517***	0.334***	0.00100	1	
r	0.554***	0.432***	-0.275***	-0.305***	0.277***	-0.342***	-0.0260	1

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著。

如果模型中的变量有某两个或多个之间存在共线性，那么这些变量对整个模型的贡献将会产生影响，有的变量对被解释变量的影响将会减弱，有的变量的影响将会加强，造成实证结果出现偏差，因此用为了排除各变量之间的多重共线性对实证结果的影响，对各变量进行共线性诊断，诊断结果如表 4.6 所示。从表中结果可知，各自变量的方差膨胀因子均小于 10，可认为各自变量之间不存在多重共线性问题，可以在回归模型中使用。

表 4.6 多重共线性诊断

变量	VIF	1/VIF
open	1.680	0.594
urban	1.660	0.601
r	1.580	0.635
gdebt1	1.370	0.731
pop	1.290	0.774
lngdp	1.280	0.779
ir	1.220	0.818
Mean	VIF	1.440

在对模型回归之前，本文使用豪斯曼检验，结果显示 p 值小于 0.05，说明支持使用固定效应模型进行实证检验。首先对模型（1）进行基准回归，结果如表

4.7 所示。

表 4.7 地方政府债务与区域金融风险基准回归结果

变量	(1) risk	(2) risk	(3) risk	(4) risk
gdebt1	0.180*** (2.66)	0.194*** (2.81)	0.224*** (3.25)	0.232*** (3.15)
lngdp			-0.202*** (-5.58)	-0.010 (-0.14)
urban			0.229 (1.54)	0.127 (0.79)
pop			0.020*** (4.87)	0.018*** (4.11)
ir			0.293*** (4.16)	0.037 (0.34)
open			0.011 (1.65)	0.011 (1.57)
r			0.038*** (6.92)	0.162*** (3.68)
Constant	0.921*** (56.39)	0.921*** (132.86)	2.230*** (9.54)	0.459 (0.71)
省份固定效应	NO	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	NO	YES
Observations	360	360	360	360
Number of id	30	30	30	30
R-squared	0.771	0.771	0.773	0.794

注：括号中为 t 值，***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著，以下各表相同。

列（1）和列（2）是没有加入控制变量的回归结果，列（1）仅控制了时间固定效应，回归结果显示，gdebt1 的系数为 0.180，在 1%的水平下显著，列（2）为同时控制了省份和时间固定效应的估计结果，gdebt1 的系数仍然在 1%的水平下显著为正，说明地方政府债务对区域金融风险有促进作用。为了减少其他因素对区域金融风险的影响，加入一系列控制变量之后再次对模型（1）进行估计，回归结果为列（3）和列（4）。列（3）在加入控制变量之后仅控制了省份固定效应，没有控制时间固定效应，结果解释变量的系数显著为正，列（4）同时控制了省份和时间固定效应，结果显示 gdebt1 的系数为 0.232，在 1%的水平下显

著为正，表明地方政府债务每增加 1 个单位，区域金融风险增加 0.232 个单位。

以上结果说明地方政府债务的扩张会显著加剧区域金融风险，假设 H1 得以验证。控制变量中，经济发展水平的回归系数显著为负，表明我国经济发展水平的提高能够促进金融稳定，降低区域金融风险；而城镇化率、人口增长率、通货膨胀率、经济开放度和存款利率的系数为正，其中人口增长率、通货膨胀率和存款利率的系数均在 1% 的水平下显著，可能的原因是人口数量增加，会加快城镇化进程，新城建设面积的增大会扩大城投债的发行规模，加速地方政府债务积累（彭冲和陆铭，2019），从而对区域金融风险产生正向影响。通货膨胀和存款利率升高会增加地方政府的债务成本，导致地方政府偿还债务的负担加重，有可能会产生违约风险，从而加剧区域金融风险。经济开放虽然会促进各国的融合发展，但也会放大货币贬值、外债负担等国际经济状况对国内经济的冲击，加剧区域金融风险。

4.4.2 基于金融资源配置效率的中介效应检验

为了考察假金融资源配置效率的作用渠道是否成立，按照模型（2）—（4）依次进行检验，表 4.8 报告了以金融资源配置效率作为中介变量的实证结果。

表 4.8 金融资源配置效率的中介效应检验

变量	(1) risk	(2) fine	(3) risk
gdebt1	0.232*** (3.15)	-0.012* (-1.74)	0.243*** (3.33)
fine			-2.051*** (-3.75)
Constant	0.459 (0.71)	1.006*** (29.09)	3.222*** (3.56)
控制变量	YES	YES	YES
省份固定效应	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES
Observations	360	360	360
Number of id	30	30	30
R-squared	0.794	0.990	0.860

首先,对模型(2)进行估计,检验 $gdebt1$ 的系数 α_1 ,由表中第(1)列的回归结果显示系数 α_1 为 0.232,在 1%的水平下显著。其次,对模型(3)进行估计,检验系数 β_1 ,即地方政府债务对金融资源配置效率的影响,表中第(2)列结果显示, β_1 为-0.012,在 10%的水平下显著,表明地方政府债务水平的增加使得金融资源配置效率下降,地方政府债务水平每升高 1 个百分点,金融资源配置效率降低 0.012。再次,对模型(4)进行估计,验证金融资源配置效率的中介效应是否成立,检验系数 λ_1 和 λ_2 是否显著,第(3)列的结果显示,系数 λ_1 和 λ_2 均显著。以上结果说明,金融资源配置效率是地方政府债务影响区域金融风险的一条有效传导渠道,在地方政府债务对区域金融风险作用过程中,由于系数 λ_1 显著为正,系数 λ_2 显著为负,说明金融资源配置效率只是起到了部分中介作用,也就是说,地方政府债务对区域金融风险的影响,只有一部分是通过降低金融资源配置效率的这条渠道传导至区域金融风险,因此假设 H2 得以验证。第(3)列汇报的是地方政府债务和金融资源配置效率同时作为解释变量纳入同一模型的回归结果,对于金融资源配置效率的系数 λ_2 为负,可以解释为在地方政府债务加大区域金融风险的过程中,地方政府债务水平的升高降低了金融资源配置效率,金融资源配置效率的降低会使得区域金融风险升高。

4.4.3 基于财政自主权的调节作用检验

为了考察地方政府财政自主权的调节作用是否成立,按照模型(5)进行估计,表 4.9 报告了地方政府财政自主权作为调节变量的实证结果,表中列(1)仅控制了省份固定效应,列(2)控制了省份和时间固定效应。由表中结果可知,在仅控制省份固定效应时,交乘项 $gdebt1 \times fd$ 的系数为-0.754,在 1%的水平下显著,控制了省份和时间固定效应之后,交乘项 $gdebt1 \times fd$ 的系数为-0.738,仍然在 1%的水平下显著。这意味着地方政府的财政自主权会削弱地方政府债务对区域金融风险的影响,也就是说,随着一个地区地方政府的财政自主程度的提高,该地区地方政府债务对区域金融风险的影响就会相对被削弱,假设 H3 得以证明。

原因可能在于，地方政府财政自主度较高，地方政府的财政收支缺口较小，能够避免产生较大的偿债压力，地方政府对土地财依赖也会相对减小，从而降低地价和房价，减少房地产泡沫，进而降低区域金融风险。同时，地方政府财政自主度越高，地方政府会主动减少市场掠夺，有利于市场化的进程和优质资源的配置效率的提高，进而削弱地方政府债务对区域金融风险的正向作用。

表 4.9 财政自主权的调节效应检验

变量	(1) risk	(2) risk
gdebt1	0.593*** (3.95)	0.586*** (3.67)
fd	-0.226** (-2.02)	-0.274** (-2.36)
gdebt1×fd	-0.754*** (-2.67)	-0.738*** (-2.64)
Constant	2.348*** (9.75)	0.698 (0.98)
省份固定效应	YES	YES
时间固定效应	NO	YES
控制变量	YES	YES
Observations	360	360
Number of id	30	30
R-squared	0.781	0.801

4.5 稳健性检验

4.5.1 替换核心解释变量

由于被解释变量区域金融风险是基于不同维度的指标体系运用熵权法计算而得，本文选择替换解释变量来做稳健性检验。采用地方政府债务 2（gdebt2）来替代地方政府债务 1（dgebt1），重新进行检验，估计结果如表 4.10 所示。表中第（1）列和第（2）列没有加入控制变量，结果显示，替换了解释变量之后，在没有加入控制变量时，地方政府债务的系数分别为 0.171 和 0.183，分别在 5% 和 1% 的水平下显著，说明地方政府债务对区域金融风险的影响仍然是显著为正，

与基准回归结果一致。第（3）列和第（4）列汇报的是加入了各控制变量之后的回归结果，地方政府债务的系数分别为 0.210 和 0.222，均在 1%的水平下显著为正，与上文的基准回归结果一致，由此可以判断基准回归结果是稳健的。

表 4.10 替换解释变量的地方政府债务与区域金融风险

变量	(1) risk	(2) risk	(3) risk	(4) risk
gdebt2	0.171** (2.51)	0.183*** (2.63)	0.210*** (3.05)	0.222*** (3.04)
Constant	0.916*** (55.15)	0.916*** (121.32)	2.203*** (9.45)	0.378 (0.59)
控制变量	NO	NO	YES	YES
省份固定效应	NO	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	NO	YES
Observations	360	360	360	360
Number of id	30	30	30	30
R-squared	0.770	0.771	0.772	0.794

4.5.2 内生性检验

上文基准回归采用的是固定效应模型，可以一定程度上减少内生性问题，但仍有可能存在双向因果引起的内生性问题。为减少这一问题对估计结果带来的偏差，本文通过内生性检验加以鉴别，具体采取以下两种方法：第一，将所有的解释变量和控制变量滞后一期重新进行估计，从而切断被解释变量对解释变量的反向影响（毛捷，2018），结果如表 4.11 所示。

表 4.11 滞后一期的内生性检验

变量	(1) risk	(2) risk	(2) risk
L.gdebt1	0.207*** (2.66)	0.221*** (3.00)	0.213** (2.58)
L.lngdp	-0.366*** (-8.87)	0.003 (0.26)	-0.125 (-1.46)

续表 4.11 滞后一期的内生性检验

L.urban	0.555*** (3.29)	-0.465*** (-6.18)	0.264 (1.42)
L.pop	0.013*** (2.94)	0.019*** (4.68)	0.013*** (2.68)
L.ir	0.509*** (6.44)	-0.007 (-0.13)	0.153 (1.21)
L.open	0.015** (2.03)	0.010 (1.42)	0.015** (2.12)
L.r	0.004 (0.65)	0.100*** (6.34)	0.112*** (2.60)
Constant	3.471*** (13.02)	0.847*** (6.58)	1.469** (2.02)
省份固定效应	YES	NO	YES
时间固定效应	NO	YES	YES
Observations	330	330	330
Number of id	30	30	30
R-squared	0.745	0.757	0.772

表中第（1）列仅控制了省份固定效应，第（2）列仅控制了时间固定效应，第（3）列同时控制了省份和时间固定效应，可以看出，将所有解释变量和控制变量滞后一期重新进行估计，其结果仍与基准回归结果一致。

第二，考虑到本期的解释变量可能受上一期的被解释变量的影响，将区域金融风险的滞后项作为解释变量，构建如下的动态面板模型：

$$Risk_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 Risk_{i,t-1} + \varphi_2 gdebt_{it} + \varphi_3 control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

使用系统 GMM 方法进行估计。系统 GMM 方法有效地解决了模型内部潜在的内生性问题，从而增强了回归分析结果的可靠性和精确度。表 4.12 展示了应用系统 GMM 模型得到的估计结果。其中核心解释变量的系数数值及其统计显著性与基础回归分析保持一致，这证实了初始回归结果的稳健性。此外，Hansen 检验的 P 值为 0.398，高于显著性水平 0.1，意味着模型中不存在工具变量过度识别的问题。另外，Arellano-Bond 自相关性检验结果显示，AR(1)的 P 值小于 0.05，而 AR(2)的 P 值则大于 0.1，这意味着模型残差在一阶上不存在自相关性，即自相关检验已顺利通过，且使用的工具变量确实有效，综合来看，系统 GMM 模型

中各变量的设定合理且有效。

表 4.12 系统 GMM 回归结果

变量	risk
L.risk	0.587*** (0.117)
gdebt1	0.265** (0.121)
Constant	1.488** (0.667)
控制变量	YES
Observations	330
AR (1)	0.002
AR (2)	0.114
Hansen 检验 P 值	0.398

4.6 异质性检验

4.6.1 经济地区异质性

前文使用全样本考察了地方政府债务对区域金融风险的影响,但我国不同地区的经济金融发展水平有着明显差异,此背景下,地方政府债务是否依然会对区域金融风险产生此种影响?本部分进一步考察地方政府债务对区域金融风险在不同地区以及不同债务类型对区域金融风险的异质性影响。按照国家统计局的地区划分办法,将样本划分为东、中、西三部分^①,分别估计地方政府债务对区域金融风险的影响,回归结果见表 4.13。

结果显示,在不同地区,地方政府债务对区域金融风险会产生不同影响。在西部地区,地方政府债务对区域金融风险有显著的正向作用,地方政府债务的系数为 0.442,在 1%的水平下显著,意味着每当地方政府债务扩张 1 个百分点,区域金融风险会增加 0.442。在中部地区,地方政府债务对区域金融风险虽表现为正向作用但不显著。而在东部地区,地方政府债务的系数为-0.256,在 10%的水

^①按国家统计局的划分,东部包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南 11 个省份;中部包括山西、吉林、黑龙江、河南、湖北、湖南、安徽、江西 8 个省份;西部包括内蒙古、重庆、四川、广西、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 11 个省。

平下显著,说明东部地区相较于中西部地区来说,经济金融更加发达,制度体系更加完善,有着更强的金融风险抵御能力,东部地区政府债务的扩张会带动着当地经济的发展,促进金融稳定,可以减少一定程度区域金融风险。

表 4.13 分地区检验结果

变量	东部 risk	中部 risk	西部 risk
gdebt1	-0.265* (-1.85)	0.233 (1.25)	0.442*** (4.73)
Constant	1.232 (0.91)	-0.626 (-0.71)	-1.158 (-1.07)
省份固定效应	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES
控制变量	YES	YES	YES
Observations	132	96	132
Number of id	11	8	11
R-squared	0.781	0.865	0.913

4.6.2 债务类型异质性

当前学术界对政府隐性债务的概念界定存在一定分歧,其中关键的争议点聚焦在如何准确划定地方政府隐性债务的统计范围上。毛捷(2018)在分析地方债务结构时,将地方隐性债务划分为两大组成部分,一是地方国有企业所累积的国有债务总量,二是地方融资平台发行的城市投资债券余额;但他指出,国有企业所负担的这部分债务通常服务于企业自身发展,而非直接用于地方政府的基础建设或其他风险管理,故一般不将其纳入地方政府隐性债务范畴。另一方面,李丽珍(2019)则对地方政府隐性债务的类型进行了详尽的细分和量化评估,她将此类债务归纳为几大类,包括但不限于社会保障领域中存在刚性支付义务的隐性债务、因公共投资项目所带来的未来固定资本支出与日常运营支出构成的隐性债务,以及违反法规政策形成的隐性债务等,力求对地方政府隐性债务的总体规模作出相对全面的估计。徐军伟和毛捷等(2020)认为2015年之前地方政府主要通过融资平台公司积累了大量债务,这些债务需要政府在未来承担支出或担保责任,是地方政府隐形债务的主要形式,因此重新精准界定了融资平台公司,构建

了新的城投债数据库。陈旭东等（2021）则利用全口径的地方政府债务剔除掉精准计算的显性债务推算出地方政府隐性债务，尹李峰（2022）根据从事地方政府债务管理的相关工作经验，系统整理了融资平台公司的有息债务数据来衡量地方政府隐形债务。

本文参考毛捷（2018）的做法，地方政府隐性债务范畴涵盖地方国有企业所累积的全部国有性质债务以及地方融资平台所发行且尚未偿还的城投债券余额。其中，鉴于国有企业国有债务的特定用途属性，结合本文研究的政府债务与区域金融风险的关系，因此按照城投债余额作为地方政府隐性债务进行测算，这样处理虽然会低估地方政府隐形债务规模，但是不会出现因数据包含非地方债的信息而出现错误结论。地方政府的显性债务则是根据地方政府债务总额剔除隐形债务推算得出。表 4.14 汇报了不同债务类型的回归结果，第（1）列和第（2）列是显性债务估计结果，第（3）列和第（4）列是隐性债务估计结果。可以看出，无论是仅控制省份固定效应还是同时固定省份和时间固定效应，显性债务对于区域金融风险都有负向作用，但系数不显著；而隐性债务对区域金融风险有显著的正向影响，系数分别为 0.224 和 0.232，均在 1%的水平下显著，说明地方政府债务对于区域金融风险的影响主要来自于隐性债务的影响。

表 4.14 不同债务类型的检验结果

变量	(1) risk	(2) risk	(3) risk	(4) risk
gdebt3	-0.220 (-0.76)	-0.068 (-0.23)		
gdebt4			0.224*** (3.25)	0.232*** (3.15)
Constant	2.044*** (8.90)	-0.230 (-0.37)	2.230*** (9.54)	0.459 (0.71)
省份固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	NO	YES	NO	YES
控制变量	YES	YES	YES	YES
Observations	360	360	360	360
Number of id	30	30	30	30
R-squared	0.766	0.787	0.773	0.794

4.6.3 显性债务期限结构异质性

上一部分分析得出显性债务对区域金融风险有负向作用，但是自从 2015 年推行“自发自还”的地方政府债券以来，地方政府债券发行量激增，得益于政策优惠与中央隐性背书，金融机构普遍偏好此类债券。不过，长期债券虽受欢迎，其潜在风险也随之增加，易受外部冲击，引发金融动荡。针对地方债务累积风险，中国政府实施多项策略加强管控。政策层面，比如《关于做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2019〕23 号）、《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（厅字〔2019〕33 号）等文件的发布，不仅放宽了地方债期限规定，还引入了 15 至 30 年的长期债券品种，并激励发行 10 年以上债券，促使 2019 年后长期债券发行显著增多，债务期限结构明显拉长，标志着地方债务结构快速趋向长期化。中国应对地方债务的策略可概括为“拓宽正规渠道，堵塞非规范途径”，其中核心之一即是通过债务重组或新增长期债务来延展偿债期限。短期内，这种借新还旧和期限延长策略有效防止了地方政府资金流动性危机，遏制了债务风险恶化。然而，此策略除直接影响地方财政外，亦波及金融市场等其他领域，需综合考量其长远效应。

表 4.15 不同期限结构的检验结果

变量	2019 年之前 risk	2019 年之后 risk
gdebt3	-0.101 (-0.42)	3.599* (1.95)
Constant	-0.808 (-1.33)	-0.379 (-0.24)
时间固定效应	YES	YES
时间固定效应	YES	YES
控制变量	YES	YES
Observations	270	90
Number of id	30	30
R-squared	0.844	0.350

因此，本部分将地方政府债券也就是显性债务样本划分为 2019 年之前和之后两个时间段，来考察地方政府债券的发行期限趋于长期化是否有利于区域金融

风险的防范？结果如表 4.15 所示，第（1）列是 2019 年之前的样本估计结果，也就是发行期限较短的地方政府债券对区域金融风险的影响结果，系数为-0.101 但不显著，表明发行期限较短的地方政府债券可以减缓对区域金融风险的影响。第（2）列的结果显示，在 2019 年之后，更长期限的地方政府债券发行对区域金融风险有显著的正向影响，系数为 3.599 在 10%的水平下显著，表明地方政府债券的发行期限趋于长期化不利于区域金融风险的防范。

5 结论与对策建议

5.1 研究结论

本文基于中国 2010—2021 年 30 个省（市、自治区）的面板数据，运用熵权法测算了区域金融风险水平，使用双向固定效应模型考察了地方政府债务对区域金融风险的影响和作用机制，得出以下结论：

第一，地方政府债务水平的扩张总体上会加剧区域金融风险水平，在替换核心解释变量度量方法以及进行内生性等检验后上述结论仍然成立。

第二，中介效应检验表明，地方政府债务对区域金融风险产生影响的中介渠道是金融资源配置效率，并且起到了部分中介作用；调节效应检验表明，地方政府财政自主权的提高会削弱地方政府债务对区域金融风险的影响。

第三，地方政府债务对区域金融风险的影响具有显著的区域异质性，相比于经济较发达的东部地区，西部地区地方政府债务上升会显著增大区域金融风险，中部地区则表现为地方政府债务对区域金融风险有正向作用，但系数并不显著，而在东部地区，地方政府债务的扩张会在一定程度上会减小区域金融风险。

第四，地方政府债务对区域金融风险的影响具有显著的债务类型异质性，显性债务对于区域金融风险有负向作用，但不显著，而隐性债务对区域金融风险有显著的正向影响，说明地方政府债务对于区域金融风险的影响主要来自于隐性债务的影响。同时，显性债务中地方政府债券的发行期限趋于长期化不利于区域金融风险的防范。

5.2 对策建议

根据本文的研究结论，提出以下建议：

第一，完善当前的财政管理体系，建立各级政府财权与事权相匹配的财税体系。财政分权背景下，虽然地方政府有一定的财政自主权，但不断扩大的事权支出若没有相应财权支撑，结果只是转化为地方政府债务扩张，地方债务规模的持续扩张极易引发区域金融风险。因此，通过合理地分配中央与地方的税收比例，明晰中央与地方的财政收支责任，加大对经济落后地区的财政支持，改变财政纵

向失衡的现状，形成一种财权匹配事权的平衡财政体制，进一步强化地方政府的财政收支控制能力。同时也要完善地方政府官员考核机制，可以建立对地方政府官员在任期内盲目扩大政府债务引发债务风险的长期追责机制，尽量减少因激励扭曲引发的盲目主动负债和无效投资发展，从主观上改变地方政府的举债发展模式，并且要着手革新地方政府的负债偿还机制，合理下调中央政府隐性的担保责任，以规范地方政府借债投资活动，确保地方政府债务总量处于可控范围，避免债务规模过大引发区域金融风险。

第二，充分发挥地方政府在区域金融风险管控中的信息优势和协调能力优势，完善地方法人机构的治理结构，增强领导干部的金融素养，减少地方政府对金融机构的行政干预，充分发挥金融市场的资源配置功能，提高金融资源的配置效率。进一步推进政府引导、市场配置金融资源的机制建设，明晰金融资源产权，创新金融资源配置方式，缩小金融资源配置差异，充分利用优化金融资源配置效率的路径，防范和化解区域金融风险。此外，通过改进政府开支的垂直配置，并着手改革地方税收体系及优化地方政府收入架构，旨在增强地方政府自身的财政供给能力，提高地方政府的财政自主权，进而缓解地方政府的还债压力，减少它们对金融市场的过度参与，以充分利用财政自主权来调控地方政府债务对区域金融风险的影响。

第三，管控地方政府债务规模需因地制宜，尽量避免“一刀切”的做法。从本文的研究结果来看，对于地方债务自身的定性并不是绝对的好与坏，而是要综合各方因素来衡量政府债务规模是否符合当地的经济金融发展状况。中西部地区政府债务会扩大区域金融风险，因此要精准管控地方政府的债务规模，不断推进地方政府债务风险的防范化解。通过促进地方政府融资平台转型、盘活存量资金、增强国有资产盈利能力、扩展财源等方式来降低地方政府债务存量规模，通过控制债务规模、降低负债成本等方式管理地方政府债务增量，杜绝一些不合理和盲目的债务扩张，防范政府债务风险对经济发展和金融稳定产生负面影响。东部地区地方政府债务能够在一定程度上减少区域金融风险，说明东部地区经济实力雄厚，财政充裕，举债发展能够促进经济增长和金融稳定，并不会出现借新还旧的恶性循环。因此在管控地方政府债务规模时要考虑到地区差异，设立符合各地区发展的管控政策，对于不同地区要制定不同的债务约束规则，科学的防范债务风

险，降低区域金融风险发生的可能性，更好地促进经济发展和金融稳定。

第四，强化对地方政府隐性债务的规范化管理对于区域金融风险的防范化解至关重要。由于地方政府债务对于区域金融风险的影响主要来自于隐性债务的影响，所以解决地方政府债务对区域金融风险的影响，一个重要抓手是从隐性债务入手，清晰辨识各类隐性债务形式，并运用现代信息技术如信息化、大数据等搭建科学严谨的地方政府隐性债务统计监测框架。各级地方政府应积极承担起首要管理责任，与融资平台公司等债务主体紧密协作，采取诸如激活和整合资金资产、注入产生收益的经营性资产、审慎暂停非必需项目的建设进度、合法转化成企业债务或推动政府和社会资本合作模式等多元策略，稳健解决已存在的存量隐性债务问题，减少地方政府隐性债务对区域金融风险的负面影响。在管理地方政府债务风险时，应当审慎规划新发债券的期限构成，旨在降低对超长期债券的过度依赖，此举有助于缓解金融系统对地方债风险的高敏感性，从而减弱风险在不同主体间的传递效应。

参考文献

- [1] Becker B., Ivashina V.. Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis [J]. *Review of Finance*, 2018, 22(1): 83-115.
- [2] Bonis R D, Stacchini M .Does Government Debt Affect Bank Credit? [J]. *International Finance*, 2013, 16(3):289-310
- [3] Bai C E , Hsieh C T , Song Z M .The Long Shadow of a Fiscal Expansion[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2016
- [4] Chen Z , He Z , Liu C .The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. *NBER Working Papers*, 2017
- [5] Demirci I , Huang J , Sialm C .Government debt and corporate leverage: International evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(2):337-356.
- [6] Danninger Stephan, Tytell Irina, Balakrishnan Ravi, Elekdag Selim. The Transmission of Financial Stress From Advanced to Emerging Economies. *IMF Working Papers*, 2009, 09(133):1-1.
- [7] Dolls M , Peichl A , Zimmermann K F .A challenge for the G20: Global debt brakes and transnational fiscal supervisory councils[J]. *Intereconomics*, 2012, 47(1):31-38
- [8] Depken C A, Lafountain C L. Fiscal Consequences of Public Corruption: Empirical Evidence from State Bond Ratings[J]. *Public Choice*, 2006, 126(1-2):75—85.
- [9] Giulio Girardi, A. Tolga Ergün Systemic risk measurement: Multivariate GARCH estimation of CoVaR. *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(1):3169-3180.
- [10] Haim Y , Levy R .Using the balance sheet approach in financial stability surveillance: Analyzing the Israeli economy's resilience to exchange rate risk[J]. *Journal of Financial Stability*, 2010, 6(2):85-102.
- [11] Huang Y I , Pagano M , Panizza U .Local Crowding-Out in China[J]. *The Journal of Finance*, 2020, 75(6):2855-2898

- [12]Illing M , Liu Y .Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada[J].Journal of Financial Stability, 2006, 2(3):243-265.
- [13]Lewis B D .Local Government Borrowing and Repayment in Indonesia: Does Fiscal Capacity Matter?[J].World Development, 2003, 31(6):1047-1063.
- [14]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):4510-4533
- [15]Reinhart C M , Rogoff K S. From financial crash to debt crisis[J]. American Economic Review, 2011, 101(5):1676-1706.
- [16]Roberto Cardarelli,Selim Elekdag,Subir Lall. Financial stress and economic contractions. Journal of Financial Stability,2010,7(2):78-97.
- [17]Woo J. Why do more polarized countries run more procyclical fiscal policy? [J]. The Review of Economics and Statistics, 2009,91(4):850-870.
- [18]刘骅,卢亚娟. 转型期地方政府投融资平台债务风险分析与评价[J]. 财贸经济,2016,(05):48-59.
- [19]沈丽,范文晓.地方政府债务扩张对区域金融风险的溢出效应[J]. 经济与管理评论,2021,37(02):51-63.
- [20]何德旭,苗文龙. 财政分权、金融分权与宏观经济治理[J]. 中国社会科学,2021,(07):163-185+207-208.
- [21]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.
- [22]宋凌峰,叶永刚. 中国区域金融风险部门间传递研究[J]. 管理世界,2011,(09):172-173.
- [23]沈丽,张影,李文君,刘媛. 我国区域金融风险的时空演化及驱动机制——基于经济四部门视角[J]. 南方经济,2019,(09):1-18.
- [24]刘凤根,廖昭君,张敏. 中国区域金融风险的空間分布及演化特征研究[J]. 云南财经大学学报,2022,38(04):66-84.
- [25]张斌彬,何德旭. 金融显性集权、隐性分权与区域金融风险——基于 kmv 和空间面板杜宾模型的实证研究[J]. 福建论坛(人文社会科学版),2019,(05):42-53.
- [26]荣梦杰,李刚. 区域金融风险的空間关联、传染效应与风险来源[J]. 统计与决

- 策,2020,36(24):119-124.
- [27]周晔,丁鑫. “激化”还是“缓释”? 数字金融对区域金融风险的影响研究——跨区效应、机制识别与结构特征[J]. 国际金融研究,2022,(10):26-37.
- [28]李林汉,韩景旺. 金融创新加剧了区域金融风险吗? ——基于社会网络与动态面板门槛效应的研究[J]. 证券市场导报,2023,(03):68-79.
- [29]刘忠,汪仁洁. 当前地方政府债务所蕴藏的金融风险及其防范[J]. 云南社会科学,2014,(02):80-84.
- [30]李玉龙. 地方政府债券、土地财政与系统性金融风险[J]. 财经研究,2019,45(09):100-113.
- [31]赵文举,张曾莲. 地方政府债务风险会加剧区域性金融风险聚集吗[J]. 当代财经,2021,(06):38-50.
- [32]尹李峰,姚驰. 地方政府隐性债务影响金融风险的空间溢出效应研究[J]. 浙江社会科学,2022,(02):14-26+155-156.
- [33]陈守东,李卓,林思涵. 地方政府债务风险对区域性金融风险的空间溢出效应[J]. 西安交通大学学报(社会科学版),2020,40(06):33-44.
- [34]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.
- [35]马亚明,王若涵,胡春阳. 地方政府债务风险对金融压力的溢出效应——兼论重大突发事件冲击的影响[J]. 经济与管理研究,2021,42(09):77-92.
- [36]徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化[J]. 经济研究,2018,53(07):4-20.
- [37]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,2019,54(04):18-32.
- [38]唐云锋,刘清杰. 地方政府债务诱发金融风险的逻辑与路径[J]. 社会科学战线,2018,(03):65-72.
- [39]黄国桥,徐永胜. 地方政府性债务风险的传导机制与生成机理分析[J]. 财政研究,2011,(09):2-5.
- [40]张路. 地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J]. 中国工业经济,2020,(02):44-62.

- [41]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.
- [42]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.
- [43]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):23-41.
- [44]李双建,田国强. 地方政府债务扩张与银行风险承担:理论模拟与经验证据[J]. 经济研究,2022,57(05):34-50.
- [45]高然,龚六堂. 土地财政、房地产需求冲击与经济波动[J]. 金融研究,2017,(04):32-45.
- [46]张璇,张梅青,唐云锋. 地方政府债务风险与金融风险的动态交互影响研究——基于系统动力学模型的政策情景仿真[J]. 经济与管理研究,2022,43(07):3-15.
- [47]唐云锋,刘清杰. 土地财政、房价上涨与地方政府债务风险——基于双向叠加视角的研究[J]. 财经问题研究,2020,(02):81-89.
- [48]崔耕瑞. 纵向财政失衡、要素市场扭曲与金融波动[J]. 财经论丛,2023,(02):24-34.
- [49]姚星垣,郭福春. 构建浙江省区域金融风险预警体系研究[J]. 浙江金融,2008,(05):17-19.
- [50]陆岷峰,周军煜. 中国银行业七十年发展足迹回顾及未来趋势研判[J]. 济南大学学报(社会科学版),2019,29(04):5-19+157+2.
- [51]王擎,刘军,毛锐. 杠杆率视角下的区域性金融风险防控[J]. 改革,2019,(10):75-84.
- [52]王曙光,王彬. 地方政府治理与区域金融风险化解——基于中小银行风险形成与防范研究[J]. 行政管理改革,2022,(11):52-61.
- [53]何芳,滕秀秀,易媛. 土地财政与地方政府债务系统性风险传染效应分析[J]. 统计与决策,2021,37(11):142-146.
- [54]华夏,马树才,韩云虹. 地方政府债务如何影响实体企业信贷融资——基于异质性视角的中国工业企业微观数据分析[J]. 贵州财经大学学

- 报,2020,(03):33-39.
- [55]刘贯春,程飞阳,姚守宇,张军.地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J].管理世界,2022,38(11):71-89.
- [56]张成思,刘贯春.中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角[J].经济研究,2018,53(12):51-67.
- [57]梁若冰,王群群.地方债管理体制改革与企业融资困境缓解[J].经济研究,2021,56(04):60-76.
- [58]余海跃,康书隆.地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J].世界经济,2020,43(07):49-72.
- [59]熊琛,金昊.地方政府债务的宏观经济效应——基于信贷错配视角的研究[J].经济学(季刊),2021,21(05):1545-1570.
- [60]饶品贵,汤晟,李晓溪.地方政府债务的挤出效应:基于企业杠杆操纵的证据[J].中国工业经济,2022,(01):151-169.
- [61]吕鑫,付文林,周瑞.地方政府债务、行业关联与资源配置效率[J].财贸经济,2022,43(12):49-64.
- [62]鞠市委.我国金融资源错配及其影响研究[J].技术经济与管理研究,2016,(07):80-87.
- [63]曹源芳.金融错配对宏观经济下行风险存在异质性冲击吗?——基于规模效应与效率效应的维度[J].审计与经济研究,2020,35(02):87-97.
- [64]冯锐,郑伟钢,张少华.金融资源配置效率对地方系统性金融风险的影响研究[J].学术研究,2022,(05):98-105.
- [65]杜彤伟,张屹山,杨成荣.财政纵向失衡、转移支付与地方财政可持续性[J].财贸经济,2019,40(11):5-19.
- [66]顾海峰,朱慧萍.地方政府债务是否会影响银行系统性风险——基于土地财政、僵尸贷款及期限错配渠道[J].经济学家,2023,(02):67-78.
- [67]王立平,刘勇,吴文韬.财政体制失衡对经济高质量发展的影响[J].工业技术经济,2020,39(07):22-30.
- [68]沈悦,李博阳,张嘉望.系统性金融风险:测度与时空格局演化分析[J].统计与信息论坛,2017,32(12):42-51.

- [69]刘凤根,廖昭君,张敏. 中国区域金融风险的空间分布及演化特征研究[J]. 云南财经大学学报,2022,38(04):66-84.
- [70]王霞,李乐乐. 赋予地方政府风险处置属地责任能降低区域金融风险吗? [J]. 吉林工商学院学报,2024,40(01):76-84.
- [71]钟辉勇,陆铭. 财政转移支付如何影响了地方政府债务?[J]. 金融研究,2015,(09):1-16.
- [72]彭冲,陆铭. 从新城看治理:增长目标短期化下的建城热潮及后果[J]. 管理世界,2019,35(08):44-57+190-191.
- [73]王博,赵森杨,罗荣华,彭龙. 地方政府债务、空间溢出效应与区域经济增长[J]. 金融研究,2022,(08):18-37.
- [74]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):51-63.
- [75]刘哲希,任嘉杰,陈小亮. 地方政府债务对经济增长的影响——基于债务规模与债务结构的双重视角[J]. 改革,2020,(04):100-115.
- [76]姚凯辛,李为,项后军. 财政压力、地方债务与企业杠杆率分化[J]. 南方金融,2022,(06):30-41.
- [77]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):1-19.
- [78]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.
- [79]冯智杰,刘丽珑. 金融科技、固定资产投资与区域金融风险——基于空间计量模型的研究[J]. 商业研究,2021,(06):65-72.
- [80]陈蕾,任文达,黄冰柔. 金融科技对中国区域金融风险的影响研究[J]. 福建论坛(人文社会科学版),2021,(10):155-167.
- [81]王霞,王芳. 杠杆率、经济增长与金融稳定[J]. 上海立信会计金融学院学报,2022,34(04):3-20.
- [82]史亚荣,赵爱清. 地方政府债务对区域金融发展的影响——基于面板分位数的研究[J]. 中南财经政法大学学报,2020,(01):105-113+126.
- [83]李丽珍,安秀梅. 地方政府隐性债务:边界、分类估算及治理路径[J]. 当代财

经,2019,(03):37-47.

[84]徐军伟,毛捷,管星华. 地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J]. 管理世界,2020,36(09):37-59.

[85]陈旭东,杨硕,周煜皓. 地方政府债务对区域企业创新的影响——基于“隐性债务显性化”视角的探讨[J]. 南开经济研究,2021,(04):76-96.

后 记

在这篇硕士毕业论文即将完成之际，我要由衷地感谢我的导师王霞教授，在我攻读硕士学位期间，您以其严谨的学术态度、渊博的专业知识和无私的奉献精神对我产生了深远影响，感谢您的谆谆教诲和无微不至的关怀，使我得以在学术海洋中找到方向，让我充实地度过了研究生的三年时间，并在您的指导下取得了一定的研究成果。您的严谨治学和高尚师德将永远激励我在学术道路上不断探索前进。这篇毕业论文从论文选题到研究设计，再到数据收集与分析，直至论文的反复修改与完善，每一步都离不开您的悉心教诲与鞭策，您的悉心指导让我受益匪浅。您的言传身教不仅提升了我的学术水平，更塑造了我对待学问的态度和人格品质。

在此，我还要特别感谢我的挚友及室友们，你们在我困顿时给予精神支持，日常生活中互相扶持，都成为了我这段硕士生活珍贵的记忆。

最后，我要感谢我的家人，特别是我的父母，你们无私的爱与默默的支持，是我勇往直前的动力源泉。

硕士生涯的结束标志着一个新阶段的开始，我会珍视这段历程中的所得所获，带着感恩之心继续向前，矢志不渝地追求更高远的目标。