

地方政府债务治理、地理禀赋与债务结构分化*

吴海军

(中国社会科学院工业经济研究所,北京 100006)



内容提要:地方政府隐性债务高企正在威胁中国金融系统稳定和经济可持续发展,防范和化解地方政府隐性债务风险成为重要议题。本文以国务院43号文的出台为契机,采用2012—2018年的城市面板数据,基于预算软约束理论,使用双重差分方法,考察不同地理禀赋的城市对地方政府债务治理的反应。研究发现:(1)当中央政府要求融资平台债务与政府信用脱钩后,相较于地理禀赋好的城市,地理禀赋差的城市的城投债发行得到了抑制,但是,以银行贷款为主的非标债务却逆向扩张,最终使得其总体债务水平并未下降,甚至显著上升;(2)官员晋升压力会促使地理禀赋差的城市更显著地扩张融资平台债务,特别是以银行贷款为主的非标债务,但是,一旦城市财政压力较大、土地抵押担保力度不足,则地理禀赋差的城市也难以大规模扩张非标债务;(3)债务治理后,地理禀赋差的城市的非标债务扩张行为在中央转移支付水平低的城市以及行政级别高的城市表现更为明显,甚至它们还会显著扩张以基建投资为目的的城投债。本文的研究表明,中央政府在防范和化解地方政府隐性债务风险时,应当充分考虑不同地理禀赋城市 and 不同债务的特征,因地制宜地制定差异化政策。

关键词:地方政府债务治理 地理禀赋 融资平台 债务结构 债务扩张

中图分类号:F812.5;F812.7 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2023)12—0043—20

一、引言

作为地方政府隐性债务的重要构成,融资平台债务日益受到学术界的高度重视(Bai等,2016)^[1]。2009年以来,我国为应对国际金融危机而放松了对地方政府的融资限制,鼓励地方政府通过融资平台为“四万亿”计划筹集资金(Wu等,2021)^[2]。快速扩张的融资平台债务虽然起到了稳定和恢复经济的作用(Ouyang和Peng,2015)^[3],但也在一定程度上挤出了民营企业投资(Huang等,2020)^[4],降低了资本回报率(冀云阳等,2021)^[5],不利于经济的长期增长(Bai等,2016)^[1]。

有鉴于此,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”)明确提出要明确政府和企业的责任,提出“政府债务不得通过企业举借,企业债务不得推给政府偿还,切实做到谁借谁还、风险自担”。也就是说,中央政府希望通过“43号文”来弱化地方政府对融资平台的“隐性担保”,硬化融资平台的预算约束,从而遏制融资平台债务的快速扩张,防范和化解地方政府隐性债务风险。部分研究发现,地方政府债务治理(简称“债务治理”)一定程度上打破了

收稿日期:2023-03-13

* 基金项目:国家社会科学基金青年项目“土地出让市场化对新时代制造业转型升级的影响研究”(23CJL010);国家社会科学基金重大项目“智能制造关键核心技术国产替代战略与政策研究”(21&ZD132);中国社会科学院登峰战略优势学科建设项目(产业经济学)。

作者简介:吴海军,男,助理研究员,经济学博士,研究领域为工业发展、政府债务与企业创新,电子邮箱:wuhaijun258@126.com。

地方政府的预算软约束,地方政府的隐性债务扩张得到了有效抑制(梁若冰和王群群,2021^[6];刘贯春等,2022^[7])。然而,作为地方政府隐性债务的融资平台债务仍在不断上升,截至2018年底,融资平台债务余额高达33.08万亿元,占当年GDP比重的35.99%^①。更为重要的是,绝大部分经济欠发达的中西部地区的政府债务占GDP的比重明显高于发达的东部地区,甚至西部地区的债务风险更为凸显(刘家轩,2022^[9];郭玉清等,2022^[10])。此外,部分西部地区甚至出现了融资平台债务违约的情况^②,融资平台的“刚兑信仰”遭到动摇。因此,本文认为,考察债务治理是否能够显著抑制地理禀赋差的中西部地区的地方政府隐性债务的扩张尤为重要。

理论上,地理禀赋差的城市一方面面临长期的政治经济压力(Krugman,1991^[11];Fujita和Mori,1996^[12];杨其静等,2021^[13]),它们更倾向于扩张融资平台债务来发展经济(Wu等,2021^[12]);另一方面,地理禀赋差的城市也更容易受到债务治理的冲击,债务治理会更大程度地硬化地理禀赋差的城市的融资平台的预算约束,限制中央或地方政府对其的隐性担保(刘贯春等,2022^[7];刘家轩,2022^[9]),从而抑制融资平台的债务扩张。那么,债务治理到底如何影响地理禀赋差的城市的融资平台的债务扩张?亟待进行实证检验。更重要的是,从履约和抵押品的角度来看,债务合约可以分为两大类,即银行贷款和债券,前者以明确的资产(如土地)做抵押,后者则是隐性地以企业的剩余资产和未来现金流做抵押,与企业的内在价值或所受到的隐性担保程度更相关(Djankov等,2008^[14];王永钦和薛笑阳,2022^[15])。也就是说,相对于银行贷款,城投债的发行更易受到预算软约束程度的影响。那么,在中央对地方政府债务治理的背景下,不同地理禀赋的城市是否会在不同类型的债务发行上做出策略性的调整?回答上述问题,既有利于验证预算软约束理论在中国资本市场的存在性,还能考察随着中国资本市场改革的深入,预算软约束程度如何差异性影响不同地理禀赋城市 and 不同类型融资平台债务的扩张,进而导致融资平台债务的结构分化。基于此,本文参考经济地理学的研究,使用地理距离作为地理禀赋的代理变量,采用双重差分(DID)方法,考察了不同地理禀赋的城市对于债务治理的反应。

本文的边际贡献主要体现在如下方面:第一,本文基于预算软约束理论,识别了债务治理对不同地理禀赋城市融资平台债务扩张的影响,拓宽了关于债务治理相关影响的研究视野。第二,与现有文献主要聚焦城投债成因不同,本文注意到了融资平台债务中规模更为庞大的以银行贷款为主的非标债务,在此基础上,考察了债务治理后,不同地理禀赋城市融资平台债务扩张的结构性差异。这为中央政府在防范和化解地方政府隐性债务风险时,更精准地因城因债施策提供了理论基础和事实依据。第三,本文从财政体制、官员晋升激励、土地金融等角度考察了地理禀赋差的城市在债务治理下融资平台债务逆向扩张的原因,进一步丰富了关于融资平台债务成因的研究。

二、文献回顾、理论分析和研究假设

1. 文献回顾

与本文最相关的文献当属关于地方融资平台债务增长原因的探究。梳理现有文献,可以大致概括为以下三类观点:第一种观点认为,地方融资平台债务增长的原因与地方政府面临的财政压力密切相关。1994年的“分税制”改革使得地方政府财权上移,事权下放,其纷纷绕开旧《预算法》《担保法》和《贷款通则》的限制,通过设立融资平台获取资金以期缓解财政压力(Bai等,2016^[1];张莉等,2019^[16])。然而,越来越多的研究发现,一旦地方政府面临较大的财政压力,其举债行为将会

① 融资平台债务数据来自徐军伟等(2020)^[8];GDP数据来自国家统计局。

② 2022年8月底,兰州城投定向融资工具未按时完成兑付、出现技术性违约;同年12月底,遵义市最大的融资平台——遵义道桥建设(集团)有限公司对155.94亿元的银行贷款进行了重组,贷款期限调整为20年,利率调整为3.00%/年至4.50%/年,并且约定前10年仅付息不还本,后10年分期还本。

变得较为谨慎,较差的财政状况甚至推高融资成本,不利于融资平台的债务发行(曹婧等,2019^[17]; Wu等,2021^[2])。

第二种观点认为,地方融资平台的债务扩张根源于官员的晋升激励。我国地方官员处于在一场以经济指标为核心的晋升锦标赛或资格赛中(周黎安,2007^[18];杨其静和郑楠,2013^[19]),为了脱颖而出,他们往往倾向于利用各种资源主动负债(陈菁和李建发,2015)^[20]。此外,“隐性担保”诱发的跨域卸责和“期限错配”诱发的跨期卸责容易导致权责分离,最终使得地方政府债务超常规增长(缪小林和伏润民,2015^[21];郭玉清等,2017^[22])。曹婧等(2019)^[17]研究发现,那些具有较大晋升压力的市委书记(年龄介于55~58岁)更倾向于促进城投债的发行。Wu等(2021)^[2]则发现,官员晋升压力大(市委书记任期超过2年)的城市会在“四万亿”计划后发行更多的城投债。

在市场经济条件下,官员晋升压力促使地方融资平台的债务扩张还需要金融市场的配合。因此,学者们提出了第三种观点,即地方融资平台主要借助土地的抵押担保功能进行债务融资,也被称为“土地金融”。理论研究表明,提供抵押物作为一种“有成本的信号发送”,可以将优质借款人与劣质借款人区别开来,从而使其在信息不对称的金融市场更容易获得融资(Chan和Kanas,1985^[23];Besanko和Thakor,1987^[24])。土地作为一种优质的抵押品,往往被地方融资平台用于融资(张莉等,2019)^[16]。杨继东等(2018)^[25]和张莉等(2018)^[26]均研究发现,城市土地出让收入的增加,有助于提高地方融资平台的抵押担保能力,从而帮助其更大规模地扩张城投债。Wu等(2021)^[2]则发现,如果城市的土地出让收入较高,则有助于经济增长压力大的城市在“四万亿”计划后发行更多的城投债。

综上所述,既有文献主要从财政压力、官员晋升激励以及土地金融等角度解释了地方融资平台债务扩张的原因,但并未对债务治理下,地理禀赋差的城市的融资平台债务水平居高不下的原因进行考察。现有研究存在以下不足:第一,虽然部分文献讨论了债务治理对地方政府总体隐性债务的影响(梁若冰和王群群,2021^[6];刘贯春等,2022^[7]),但并未对债务治理下不同地理禀赋城市融资平台债务扩张的差异性进行探究。因此,本文将研究重点聚焦于地理禀赋差的城市相对于地理禀赋好的城市,在债务治理下,融资平台债务的变化情况,这有利于进一步拓宽债务治理相关影响的研究视野。第二,地方融资平台的债务大部分为以银行贷款为主的非标债务^①,但是现有文献主要讨论城投债的成因,而忽视了以银行贷款为主的非标债务的扩张问题。因此,本文进一步将融资平台债务划分为城投债和以银行贷款为主的非标债务,从而考察债务治理下,不同地理禀赋的城市在不同类型债务发行中表现出来的结构性差异。第三,官员晋升激励、财政压力、土地金融等如何影响债务治理下地理禀赋劣势地区的融资平台债务的逆向扩张?现有文献缺乏讨论。因此,本文结合现有关于融资平台债务扩张原因的研究,进一步考察了债务治理下,地理禀赋差的城市融资平台债务逆向扩张的根本原因。

2. 理论分析和研究假设

Kornai(1979)^[27]首次提出了“预算软约束”的概念,特指国有企业在发生亏损后,政府通过追加投资、提供补贴、降低税负、增加信贷等方式对其实施救助。而Dewatripont和Maskin(1995)^[28]则进一步将预算软约束泛化为借款者会对尚未完成的、有利可图的投资项目进行“再”融资,并且其指出,相对于分权的经济体,集权的经济体更容易出现预算软约束问题。在中国,由于金融市场预期中央政府会对地方政府债务进行隐性担保或事后救助,因此很少考虑地方政府债务的违约风险,此预算软约束问题极易助长地方政府过度负债(王永钦等,2016)^[29]。而在晋升激励的作用下,地

^① 根据国家审计署2011年和2013年公布的《全国政府性债务审计结果》,2010年底和2013年6月底,地方政府性债务余额中,以银行贷款为主的非标债务分别占债务总额的79.01%和65.82%,而2010年底非标债务中全部为银行贷款,2013年6月底的非标债务中,则有85.93%的为银行贷款,其余为信托融资(12.10%)和融资租赁(1.97%)。

方政府普遍具有很强的动力借助融资平台扩张隐性债务(Wu等,2021)^[2]。然而,在中央政府对地方政府债务进行治理后,“开前门,堵后门”的措施限制了中央对地方政府债务的隐性担保功能,有效抑制了地方政府隐性债务扩张(梁若冰和王群群,2021^[6];刘贯春等,2022^[7])。对于那些具有高债务风险且地理禀赋劣势的城市来说,它们的融资平台债务是否也会显著下降?对于依赖信用融资的城投债和借助土地等资产进行抵押担保融资的银行贷款等非标债务,不同地理禀赋的城市是否表现出特定的融资偏向?本文将一一进行探究。

(1)债务治理下不同地理禀赋城市的融资平台债务扩张行为。经济地理学在研究地区经济发展不平衡时,发现地理禀赋^①对于解释国家或地区间的经济增长和收入水平差异至关重要。其中,到海岸线距离是一个重要的初始地理禀赋,距离海岸线越近,越有利于在国际贸易中节约运输成本,从而在国际贸易中获得比较优势,进而加速经济增长、提高收入水平(Black和Henderson,2003)^[30]。因此,Fujita和Mori(1996)^[12]强调了港口在经济活动中的核心作用,其指出,即使国际贸易不再依赖海运,起初的地理禀赋逐渐减弱,但原先的港口城市的发展在集聚效应的作用下仍会不断自我强化,形成锁定效应,往往成为主导国家或地区经济的中心城市。另一支文献则强调邻里效应的作用,代表性理论是新经济地理学的“中心—外围”理论,该理论指出,城市的发展存在向心力(集聚效应)和离心力(运输成本)的共同作用,随着到中心城市的距离增加,向心力减弱,离心力上升,该地区的市场潜力将下降,从而不利于城市的经济增长(Krugman,1991^[11];许政等,2010^[31];陆铭和向宽虎,2012^[32])。也就是说,距离大港口或中心城市较远的城市,地理禀赋较差,经济发展条件欠佳。

越来越多的研究发现,当中央政府进行工业用地的市场化改革时,那些地理禀赋差的城市更不愿意推行改革,因为它们想更多地通过非市场化的方式廉价出让工业用地来招商引资,从而缓解其长期面临的政治经济压力(杨其静等,2021^[13];杨其静和吴海军,2021^[33])。类似地,当中央政府对融资平台债务扩张进行治理时,地理禀赋差的城市很可能不愿意限制融资平台的债务扩张,因为它们需要通过融资平台扩张债务来发展经济,从而缓解其长期面临的政治经济压力(Wu等,2021)^[2]。然而,当中央政府进行债务治理后,融资平台的预算约束硬化,其受到的“隐性担保”程度下降,而这对于地理禀赋差的城市来说冲击更为明显,它们更难以在债务治理后通过融资平台扩张债务(刘贯春等,2022^[7];刘家轩,2022^[9])。基于以上分析,债务治理对于地理禀赋差的城市的融资平台债务扩张在理论上存在差异性影响,需要进一步进行实证检验。

因此,本文提出如下竞争性假设:

H_{1a}: 债务治理可以有效抑制地理禀赋差的城市的融资平台债务扩张。

H_{1b}: 债务治理不能有效抑制地理禀赋差的城市的融资平台债务扩张。

(2)债务治理下不同地理禀赋城市的城投债扩张行为。国务院出台的“43号文”,旨在打破过去融资平台债务就是地方政府债务、甚至中央政府债务的逻辑,并且着力解决融资平台债务背后的“隐性担保”问题(闫晓东等,2019)^[34]。2015年1月1日正式生效的新《预算法》更是为解决融资平台债务的“隐性担保”问题提供了法律基础,地方融资平台债务依法不属于政府债务(徐军伟等,2020)^[8]。随后,国家发展改革委、财政部、证监会等部门相继出台了落实“43号文”的相关规范性文件^②。在中央政府对融资平台债务进行治理的背景下,地方融资平台与政府融资职能逐渐剥离,平台企业逐渐向市场化转型(毛捷和徐军伟,2021)^[35]。

^① 地理禀赋还和城市海拔、坡度、纬度,距离大江大河、城市要塞等有关。由于本文控制了城市的固定效应而使得这些效应已被控制。本文旨在控制其他地理禀赋效应的基础上,考察不同地理距离的城市对地方政府债务治理的反应。

^② 比如2015年2月17日,国家发展改革委发布的《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》;2015年12月21日,财政部发布的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预[2015]225号)。

此时,相较于地理禀赋好的城市,那些地理禀赋差的城市的城投债发行更有可能受到政府信用脱钩的冲击。因为:第一,地理禀赋差的城市往往面临先天的发展劣势(杨其静等,2021)^[13],辖区内的城投企业一般资本不够充足、经营性业务不多、盈利能力较差,在政府的“隐性担保”弱化甚至预算软约束被打破后,很难凭借自身信用在资本市场获取城投债资金;第二,一旦城投企业与政府脱钩,则其丧失了从政府获取财政资源(资产划拨、资产注入、资产重组和项目注入等)的条件(刘贯春等,2022)^[7],甚至在经济环境恶化、企业经营不善时难以获取政府对企业的资金救助,而这将对那些地理禀赋差的城市的城投企业造成更大的冲击,一定程度上抑制其发行以企业信用为背书的城投债;第三,地理禀赋差的城市的城投企业一旦失去政府的“隐性担保”,要想在经济环境相对恶劣的地区实现市场化转型,难度较大(毛捷和徐军伟,2021)^[35],而这加剧了投资者对企业未来发展的担忧,从而投资者给予其更高的风险溢价,甚至担心未来债券的违约风险而不愿意购买其发行的城投债,进一步加剧地理禀赋差的城市的城投债发行难度。

因此,本文提出如下假设:

H₂: 债务治理可以有效抑制地理禀赋差的城市的城投债扩张。

(3) 债务治理下不同地理禀赋城市的融资平台非标债务扩张行为。相对于标准化发行的城投债,通过银行贷款、信托融资、融资租赁、PPP(政府与社会资本合作)、资产管理计划、产业投资基金等方式获取的非标准化债务,往往规则不统一、债务信息不公开,具有更大的债务风险(徐军伟等,2020)^[8]。这些以银行贷款为主的非标债务很难依靠企业的信用融资,不属于信用债范畴,其主要依靠企业的资产作为抵押进行融资(王永钦和薛笑阳,2022)^[15]。而对于城投企业来说,土地无疑是一种优质的抵押品(张莉等,2019)^[16],可以帮助地方融资平台在债务治理下更多地获取以银行贷款为主的非标债务。

虽然各地方政府都有很强的动力利用融资平台扩张非标债务,进而使用获取的资金进行城市建设或招商引资。但本文认为,在中央政府对融资平台债务进行治理的背景下,相对于地理禀赋好的城市,地理禀赋差的城市更有动力扩张以银行贷款为主的非标债务。因为:第一,一旦政府的“隐性担保”弱化,这些地理禀赋差的城市很难借助企业或政府信用发行城投债,它们只能依靠提供抵押担保品的形式,更多地获取以银行贷款为主的非标债务。第二,相对于地理禀赋好的城市,地理禀赋差的城市面临着更大的政治经济压力(杨其静等,2021^[13];杨其静和吴海军,2021^[33];刘家轩,2022^[9]),为了缓解财政压力、弥补招商引资劣势或是促进经济增长进而帮助地方官员晋升,它们有更强的动力在城投债发行受阻后拓宽融资渠道,积极获取以银行贷款为主的非标债务,从而帮助其发展经济,进而弥补地理禀赋劣势;第三,在地方融资平台向市场化转型的同时,一些新的投融资模式(包括政府投资基金、PPP等)推广实施,一定程度上可以帮助地理禀赋差的城市利用相关过渡性政策^①,借助政府投资基金或PPP等扩张非标债务(梁若冰和王群群,2021)^[6]。

因此,本文提出如下假设:

H₃: 债务治理不能有效抑制地理禀赋差的城市扩张以银行贷款为主的非标债务。

三、研究设计

1. 研究方法

43号文系列政策和法律法规的发布可以被视为一次“准自然实验”,其对所有的城市都产生了外生冲击。因此,难以按照传统的DID模型进行分析。但是,由于“43号文”对各个城市产生的冲击存在强弱差异,不同地理禀赋的城市在融资平台债务发行规模上可能存在差别。基于以上逻辑

^① 比如《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》(国办发〔2015〕40号)。

辑,本文构造类似双重差分的强度 DID 模型,即模型(1)。该模型与杨其静等(2021)^[13]的设定思路类似。

$$debt_{it} = \alpha_1 + \alpha_2(dis_port_i \times after_t) + \alpha_3 dis_port_i + \alpha_4 after_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $debt_{it}$ 表示城市*i*在*t*年的融资平台债务发行额,用于衡量城市*i*在*t*年的融资平台债务扩张程度。融资平台债务发行额可以进一步划分为城投债发行额($bond_{it}$)和以银行贷款为主的非标债务发行额($loan_{it}$)。 dis_port_i 为到最近大港口(天津、上海、深圳)的直线距离^①,用于衡量城市的地理禀赋。本文也使用到最近中心城市^②的直线距离(dis_city_i)替换 dis_port_i 进行稳健性检验。 $after_t$ 为“43号文”是否出台的虚拟变量,“43号文”出台前的2012—2014年设定为0,出台后的2015—2018年设定为1。本文最关注的是交互项($dis_port_i \times after_t$)的回归系数 α_2 ,其类似DID的处理效应,可以以处理强度的形式捕获出“43号文”前后不同地理禀赋城市的融资平台债务发行的规模差异。 ε_{it} 为误差项。

为了尽可能减轻遗漏变量问题,本文在模型(1)的基础上进一步加入了一系列影响融资平台债务发行的控制变量(X_{it})以及城市固定效应(μ_i)和年份固定效应(λ_t)。由于模型(1)之中的 dis_port_i 和 $after_t$ 分别被城市固定效应和年份固定效应吸收,不再单独引入。因此,本文主要的回归模型为:

$$debt_{it} = \alpha + \beta(dis_port_i \times after_t) + \delta X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

本文最关注的是交互项($dis_port_i \times after_t$)的回归系数 β 。使用融资平台债务发行额($debt_{it}$)作为被解释变量时,若假设 H_{1a} 成立,则系数 β 显著为负;若假设 H_{1b} 成立,则系数 β 显著为正。使用城投债发行额($bond_{it}$)作为被解释变量时,若假设 H_2 成立,则系数 β 显著为负。使用以银行贷款为主的非标债务发行额($loan_{it}$)作为被解释变量时,若假设 H_3 成立,则系数 β 显著为正。参考杨继东等(2018)^[25]和张莉等(2018)^[26],本文主要加入如下控制变量:城市GDP的对数($\ln GDP$),刻画城市的经济规模;GDP增长率(GDP_r),刻画城市的经济增长速度;年末户籍人口的对数($\ln popu$),刻画城市的人口规模;财政缺口(预算内财政支出与预算内财政收入差值)与GDP的比值($deficit$),刻画城市所面临的财政压力程度;年末金融机构各项贷款余额与GDP的比值($filoan$),刻画城市的金融深化程度;第二产业增加值占GDP比重(sec_r),刻画城市的产业结构。由于融资平台债务的发行需要一定时间,本文将上述控制变量滞后一期。如此,也可在一定程度上缓解内生性问题。

2. 数据来源和描述性统计

地方融资平台债务数据来自徐军伟等(2020)^[8],该数据不仅比万得(Wind)的数据统计精度更高,而且包括了地方融资平台发行的标准化债务(城投债)和以银行贷款为主的非标准化债务,其是地方政府隐性债务的重要组成部分(徐军伟等,2020)^[8]。土地出让的相关数据来自中国土地市场网(www.landchina.com),该网站公布了全国每一宗土地供应的详细信息,包括供地的城市政府、地块面积、成交价款、土地来源、土地用途、供地方式等。本文根据相关数据信息整理得出城市层面的土地出让收入的相关数据。城市的经济数据根据历年《中国城市统计年鉴》整理。由于上述数据存在异常值,本文对相关变量在1%的水平上进行缩尾处理。关于地理距离变量,本文使用基于经纬度计算的各城市人民政府所在地与最近大港口或最近中心城市人民政府所在地之间的直线距离。市委书记年龄等数据来自人民网、新华网公布的领导简历。由于直辖市具有行政特殊性,本文将其删除。此外,部分城市(如拉萨、三亚、遵义等)经济数据缺失,本文将其删除,最终整

① 大港口的选取与杨其静等(2021)^[13]的做法保持一致,即选取了天津、上海、深圳三个大港口。

② 中心城市的选取参考许政等(2010)^[31],即使用1990年非农业人口超过200万人的9个城市,包括北京、哈尔滨、天津、沈阳、南京、广州、上海、武汉、重庆。

理得出2012—2018年266个城市的面板数据。

数据区间为2012—2018年,主要基于如下考虑:第一,2012年前后,中国的官员晋升机制发生了较大改变,并且2011年后城投债在信贷收紧和贷款展期的背景下迎来了新一轮的扩张;第二,2018年10月,《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发[2018]27号)、《地方政府隐性债务问责办法》(中办发[2018]46号)发布,地方政府隐性债务治理进入了新的阶段(毛捷和徐军伟,2021)^[35]。

表1列示了本文所使用的主要变量的定义和相关描述性统计。从表1中可以看出,各城市融资平台债务发行额存在较大差异,均值为78.69亿元,但是标准差高达147.70亿元,2012—2018年,融资平台债务发行额最高的为793.55亿元。城投债发行额和以银行贷款为主的非标债务发行额也存在类似特征,城市间的债务差异均较大。到最近大港口的直线距离均值为648.47千米,距离最远的为新疆的克拉玛依市,其到最近大港口的直线距离高达2731.80千米。市委书记年龄介于55~58岁的比例为29%。财政压力(*deficit*、*deficit1*)的均值均大于0,说明中国各城市总体上存在一定的财政赤字,城市的财政压力明显。各城市间的土地出让总收入存在较大差异,并且土地出让总收入中绝大部分为商住用地出让收入。这说明,商住用地的出让对于土地财政的贡献力度确实很大。

表1 2012—2018年主要变量统计描述

变量	测度方式	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>debt</i>	融资平台债务发行额(亿元)	1862	78.69	147.70	0.00	793.55
<i>bond</i>	城投债发行额(亿元)	1862	41.82	80.72	0.00	475.70
<i>loan</i>	融资平台非标债务发行额(亿元)	1862	42.30	89.06	0.00	483.03
<i>dis_port</i>	到最近大港口的直线距离(km)	1862	648.47	413.21	0.00	2731.80
<i>after</i>	是否发布“43号文”,是=1,否=0	1862	0.57	0.50	0.00	1.00
<i>lnGDP</i>	GDP(取对数)	1862	16.52	0.84	14.70	18.68
<i>GDP_r</i>	GDP增长率(%)	1862	9.24	3.61	-4.40	17.30
<i>lnpopu</i>	年末户籍人口(取对数)	1862	5.88	0.65	3.83	7.08
<i>filoan</i>	金融机构贷款余额/GDP	1862	0.89	0.49	0.29	2.90
<i>sec_rat</i>	第二产业增加值/GDP(%)	1862	49.13	9.40	22.76	73.45
<i>age55_58</i>	市委书记年龄介于55~58岁为1,否=0	1862	0.29	0.45	0.00	1.00
<i>deficit</i>	财政压力1=(预算内财政支出-预算内财政收入)/GDP	1862	0.10	0.09	-0.23	0.38
<i>deficit1</i>	财政压力2=(预算内财政支出-预算内财政收入)/地方财政收入	1862	1.64	1.58	-0.69	7.45
<i>lnr_hz</i>	土地出让总收入(取对数)	1862	13.20	1.23	10.18	16.08
<i>lnr_sz</i>	商住用地出让收入(取对数)	1862	12.96	1.34	9.46	16.00

注:城市经济变量和土地出让收入数据均滞后一期

四、实证结果与分析

1. 基准回归结果

首先,本文以融资平台债务发行额(*debt*)作为被解释变量,进行模型(2)的回归得到表2。表2采用逐步加入控制变量的方式进行回归。表2第(1)~(5)列的结果显示,到最近大港口的直线距离(*dis_port*)与“43号文”是否推行的虚拟变量(*after*)的交互项(*dis_port*×*after*)系数均在5%的显著性水平上为正。这说明,假设 H_{1b} 成立而 H_{1a} 不成立,即债务治理不能有效抑制地理禀赋差的城市的融资平台债务扩张。以表2第(5)列为例,城市到最近大港口的距离上升1个标准差,相较于债务治理前,债务治理后城市的融资平台债务发行额大约会显著上升11.12(413.21×0.0269)亿元,这相

当于均值(78.69)的 14.13%,具有一定的经济显著性。其余控制变量,基本与预期一致。以表 2 第(5)列的结果为例,GDP 增长率较快、人口规模较大的城市,融资平台债务发行额显著更高。其他控制变量不显著。

表 2 债务治理、地理禀赋与总债务扩张

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>debt</i>	<i>debt</i>	<i>debt</i>	<i>debt</i>	<i>debt</i>
<i>dis_port×after</i>	0.0219** (0.0109)	0.0265** (0.0115)	0.0258** (0.0114)	0.0272** (0.0114)	0.0269** (0.0112)
<i>lnGDP</i>	52.2335** (23.4992)	41.7700* (23.9730)	46.7997* (24.6186)	36.2843 (34.2908)	48.0926 (38.2037)
<i>GDP_r</i>	1.4575* (0.8362)	1.4544* (0.8369)	1.4257* (0.8368)	1.3860* (0.8111)	1.4854* (0.7956)
<i>lnpopu</i>		126.7146** (60.1766)	126.9893** (60.8666)	129.0393** (61.0220)	125.8092** (63.3155)
<i>deficit</i>			51.8755 (41.7782)	56.3231 (43.7186)	56.7986 (43.6485)
<i>filoan</i>				-15.2951 (23.3209)	-16.1051 (23.9752)
<i>sec_rat</i>					-0.7734 (0.9189)
常数项	-805.6120** (384.6290)	-1379.4964*** (469.7206)	-1468.8854*** (482.5608)	-1294.2025** (635.3049)	-1432.3657** (659.0076)
城市/时间固定效应	是	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7432	0.7441	0.7443	0.7444	0.7446

注:括号中为聚类在城市层面的稳健标准误;***、**、*分别表示显著性水平为1%、5%和10%,下同

其次,为了检验假设 H_2 ,本文以城投债发行额(*bond*)作为被解释变量,替换 *debt*,进行模型(2)的回归得到表 3 的第(1)列和第(2)列。从中可以看出,无论是否加入控制变量,各列中 *dis_port×after* 的交互项系数均显著为负。说明债务治理后,到最近大港口直线距离越远的城市,城投债发行额显著更低,即债务治理能够抑制地理禀赋差的城市的城投债扩张。假设 H_2 成立。以表 3 第(2)列为例,城市到最近大港口的距离上升 1 个标准差,相较于债务治理前,债务治理后城市的城投债发行额大约会显著下降 10.54(413.21×0.0255)亿元,这相当于均值(41.82)的 25.20%,具有较大的经济显著性。

再次,本文使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)替换城投债发行额(*bond*),进行类似回归,得到表 3 的第(3)列和第(4)列。从中可以看出,各列的交互项(*dis_port×after*)系数均显著为正。说明假设 H_3 成立。以表 3 第(4)列为例,城市到最近大港口的距离上升 1 个标准差,相较于债务治理前,债务治理后城市的非标债务发行额大约会显著上升 16.07(413.21×0.0389)亿元,这相当于均值(42.30)的 37.99%,具有很大的经济显著性。

最后,由于表 3 第(3)列和第(4)列的各项交互项(*dis_port×after*)系数的绝对值均分别大于表 3 第(1)列和第(2)列的各项交互项(*dis_port×after*)系数的绝对值。因此,本文预期在债务治理后,地理禀赋差的城市会更多地扩张融资平台债务(总债务),表 2 的结果证实了这一猜想。也就是说,在债务治理后,虽然地理禀赋差的城市的融资平台的“隐性担保”程度受到了冲击,其城投债发行受

阻,但它们可以通过发行更多的以银行贷款为主的非标债务,最终使得那些地理禀赋差的城市的融资平台发行的总债务并未下降。

表3 债务治理、地理禀赋与债务结构分化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	-0.0309*** (0.0093)	-0.0255*** (0.0093)	0.0341*** (0.0102)	0.0389*** (0.0106)
控制变量	不控制	控制	不控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7611	0.7701	0.5665	0.5687

注:控制变量与表2的第(5)列相同;表中只列示本文关注的变量结果,其他变量结果未列示,下同

2. 稳健性检验

表3的结果表明,当控制了城市、年份固定效应以及城市GDP的对数(*lnGDP*)等控制变量后,地理禀赋越差的城市会在债务治理后更显著地扩张以银行贷款为主的非标债务,但是不会显著扩张城投债。因此,本文主要对融资平台债务的结构变化进行稳健性检验。

(1)平行趋势检验。平行趋势是DID的重要假设,即处理组和控制组在事件冲击之前具有相同的趋势。为了检验此假设,本文以2012年为基期,取值为0,其他年份的虚拟变量分别取值为1,构造模型(3)进行平行趋势检验,得到表4的回归结果。在表4中,核心解释变量为*x*与各年份的交互项,第(1)列和第(3)列中的*x*为表3中的*dis_port*,第(2)列和第(4)列中的*x*为到最近大港口的直线距离是否低于中位数的虚拟变量(*zdis_port*)。其他变量与模型(2)保持一致。

$$debt_{it} = \alpha + \sum_{i=2013}^{2018} \beta_i (x_i \times year_t) + \delta X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

从表4的结果可以看出,当使用城投债发行额(*bond*)作为被解释变量时,“43号文”推行前的2013年,地理禀赋不同的城市在城投债扩张方面并无显著性差异,但在2014年地理禀赋差的城市相对于地理禀赋好的城市,会显著更少地扩张城投债。这一方面可能受到预期效应的影响;另一方面,也可能与时间划分相关,因为“43号文”发生在2014年10月2日,而2014年的城投债发行额数据部分包含了政策冲击后的样本,即2014年10月2日—2014年12月31日期间的样本。因此,导致*dis_port*或*zdis_port*与2014年的虚拟变量的交互项显著为负^①。当使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量时,“43号文”推行前的2013年和2014年,地理禀赋不同的城市在非标债务扩张方面均无显著性差异,满足平行趋势假设。而无论是城投债还是以银行贷款为主的非标债务,在43号文推行后,*x*与部分年份虚拟变量的交互项系数均支持假设H₂和假设H₃。

表4 债务治理、地理禀赋与债务结构分化(平行趋势检验)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>x</i> ×2013	-0.0042 (0.0042)	-1.2918 (3.5095)	-0.0012 (0.0077)	6.7232 (7.2748)
<i>x</i> ×2014	-0.0253*** (0.0062)	-18.2437*** (4.7521)	-0.0055 (0.0125)	1.9133 (9.6869)
<i>x</i> ×2015	-0.0204*** (0.0070)	-13.5746** (6.0148)	0.0121 (0.0145)	16.2050 (10.3477)

① 后文将对这一情况进一步处理,在此不再赘述。

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
$x \times 2016$	-0.0516*** (0.0127)	-31.7327*** (10.2262)	0.0451** (0.0177)	32.7910*** (11.8110)
$x \times 2017$	-0.0319** (0.0132)	-20.2949** (8.8557)	0.0521*** (0.0198)	33.1469*** (11.5111)
$x \times 2018$	-0.0401*** (0.0131)	-27.7501*** (9.4970)	0.0400*** (0.0151)	31.3233*** (10.1953)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7734	0.7709	0.5716	0.5671

为了更直观地对比表 4 的结果,本文基于表 4 第(1)列的回归绘制图 1,基于表 4 第(3)列的回归绘制图 2^①。从中可以看出,“43号文”前的各期,除了图 1 中的 2014 年外, *dis_port* 与 *year* 的交互项系数的估计值均在 0 值附件波动,对于 90% 水平的置信区间均穿过 0,说明处理组和控制组在政策发生前没有显著差异,平行趋势假设成立。对于债务治理后的各期,图 1 中 *dis_port* 与 *year* 的交互项系数的估计值均小于 0,置信区整体偏负,而图 2 中 *dis_port* 与 *year* 的交互项系数的估计值均大于 0,置信区整体偏正。这说明,地理禀赋差的城市会在债务治理后,更多地扩张以银行贷款为主的非标债务,但是会抑制城投债的扩张。表 4 和图 1、图 2 的结果进一步保障了本文假设 H₂ 和假设 H₃ 的稳健性。

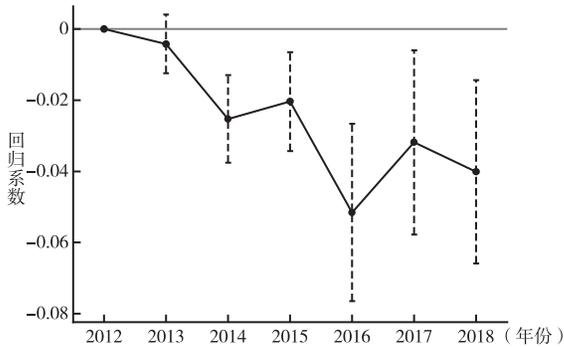


图 1 债务治理与城投债扩张的动态效应

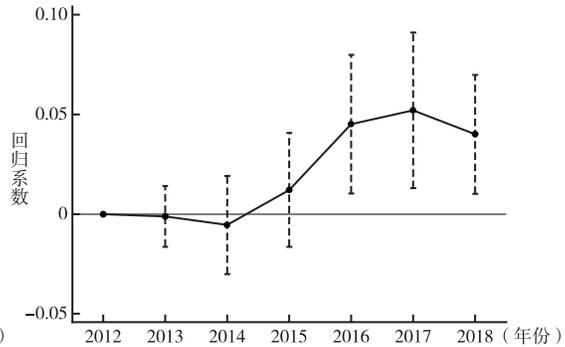


图 2 债务治理与非标债务扩张的动态效应

(2)控制预期和滞后效应。虽然“43号文”发生在 2014 年 10 月 2 日,但在中央政府进行债务治理前,可能就表现出一定的监管趋严迹象,比如相关部门加强债券发行审批、监管机构进行窗口指导等。因此,市场可能存在一定的预期效应,从而改变地理禀赋对债务扩张的影响。表 4 第(1)列和第(2)列中, x 与 2014 年的虚拟变量显著为负,就可能受到预期效应的影响。为了控制此效应,本文在表 3 第(2)列的基础上进一步加入到最近大港口的直线距离 (*dis_port*) 与 2014 年的虚拟变量的交互项 (*dis_port*×2014),得到表 5 第(1)列的回归。从中可以看出, *dis_port*×2014 的交互项显著为负,说明预期效应存在。更为重要的是,当控制住预期效应后, *dis_port*×*after* 的交互项依然显著为负,并且相较于表 3 第(2)列的交互项系数,其绝对值增大。这说明控制了预期效应后,地理禀赋差

① 本文也分别基于表 4 第(2)列和第(4)列的回归结果绘制类似图 1 和图 2 的图,结论基本不变。限于文章篇幅,未展示,结果备索。

的城市会在债务治理后,依旧显著减少城投债的扩张,城投债的扩张行为得到抑制。类似地,本文也担心债务治理存在一定的滞后效应,因为政策的推行是一个自上而下的过程,存在一定的时间差。因此,很可能在“43号文”推行的第一年,债务治理的效果还未真正发挥作用。为了控制滞后效应的影响,本文在表3第(2)列的基础上进一步加入到最近大港口的直线距离(*dis_port*)与2015年的虚拟变量的交互项(*dis_port*×2015),得到表5第(2)列的回归。从中可以看出,*dis_port*×2015的交互项在1%的显著性水平上为正,说明滞后效应存在。在控制了滞后效应后,*dis_port*×*after*的交互项系数依然显著为负,假设H₂稳健。此外,本文同时加入*dis_port*×2014和*dis_port*×2015的交互项,得到表5第(3)列的回归结果。从中可以看出,在同时控制预期效应和滞后效应后,*dis_port*×*after*的交互项系数依然显著为负,这进一步支持了本文的假设H₂。

当使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量时,本文也进行了类似处理,得到表5第(4)~(6)列的回归结果。从中可以看出,对于非标债务扩张来说,存在一定的滞后效应,但是预期效应不显著。此外,当单独或同时控制住预期效应和滞后效应后,*dis_port*×*after*的交互项系数均在1%的显著性水平上为正。这进一步支持假设H₃,即在债务治理后,地理禀赋差的城市会显著扩张以银行贷款为主的非标债务。

表5 债务治理、地理禀赋与债务结构分化(控制预期和滞后效应)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	-0.0336*** (0.0107)	-0.0312*** (0.0111)	-0.0393*** (0.0125)	0.0373*** (0.0113)	0.0481*** (0.0123)	0.0464*** (0.0128)
<i>dis_port</i> ×2014	-0.0233*** (0.0063)		-0.0232*** (0.0063)	-0.0047 (0.0102)		-0.0049 (0.0102)
<i>dis_port</i> ×2015		0.0211*** (0.0077)	0.0209*** (0.0077)		-0.0337** (0.0133)	-0.0337** (0.0133)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7715	0.7714	0.7727	0.5688	0.5713	0.5713

考虑到预期效应和滞后效应的存在,并且2014年10月2日—2014年12月31日间的数据还进入了政策冲击前的样本,本文单独剔除了2014年或2015年的数据,或者同时剔除2014年和2015年的数据,然后进行类似表3的回归,结果并未发生改变^①。假设H₂和假设H₃稳健。

(3)安慰剂检验。表3第(2)列的结果表明,“43号文”改变了地理禀赋对城投债发行的影响,为了检验“43号文”的效应是否受到遗漏变量的影响,本文通过为城市随机分配到最近大港口的直线距离(*dis_port*),构造“假想”的处理组和控制组进行安慰剂检验。具体过程如下:首先,随机地为城市分配到最近大港口的直线距离(*dis_port*);然后,使用DID模型进行表3第(2)列的估计,得到回归系数;重复上述过程1000次后,画出双重差分估计系数的密度图(如图3所示)。从中可以看,随机处理后双重差分的系数估计值围绕0分布,且方差较小,这意味着,按照随机程序获得的“假想”处理组和控制组并未得到显著的结果。此外,基准模型的估计结果——-0.0255(如表3第(2)列所示)甚至在图3中不会出现。这说明,“43号文”进行债务治理后,地理禀赋差的城市城投债扩张行为不太可能是偶然得到的,因此很难受到其他政策或者随机因素的干扰。类似地,本文也对表3第(4)列的估计结果进行安慰剂检验,得到图4。图4的结果与图3保持一致,假设H₂和假设H₃稳健。

① 限于文章篇幅,估计结果备索。

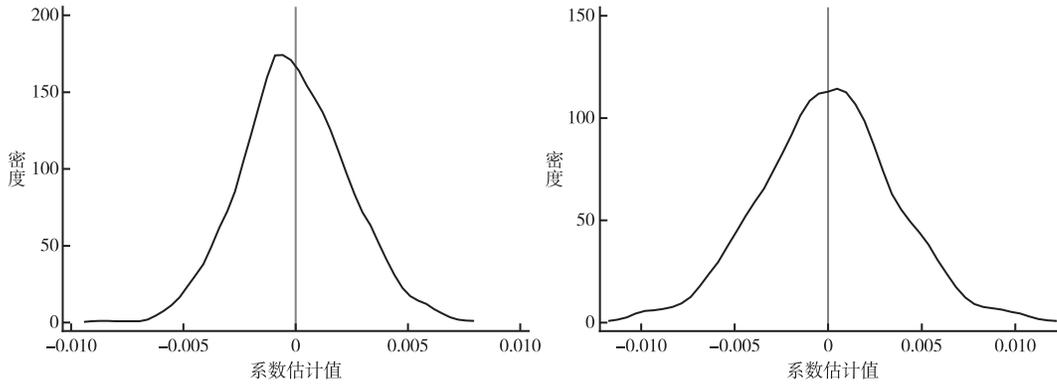


图3 随机处理后系数估计值的分布(城投债) 图4 随机处理后系数估计值的分布(非标债务)

(4)使用到最近中心城市的直线距离衡量地理禀赋。“中心—外围”理论认为,周边城市的发展还会一定程度上受到中心城市的影响(Krugman, 1991^[11];陆铭和向宽虎,2012^[32])。因此,本文使用城市到最近中心城市的直线距离(*dis_city*)替换城市到最近大港口的直线距离(*dis_port*)衡量地理禀赋,进行模型(2)的回归,得到表6第(1)列和第(3)列。从中可以看出,当使用城投债发行额(*bond*)作为被解释变量时,*dis_city*×*after*的交互项系数显著为负,但是,当使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量时,*dis_city*×*after*的交互项系数显著为正。这说明,到最近中心城市直线距离越远的城市,债务治理后,会更显著地扩张以银行贷款为主的非标债务,但是城投债的扩张显著被抑制。假设H₂和假设H₃成立。

进一步,本文还同时加入两种地理距离指标与“43号文”是否推行(*after*)的交互项,得到表6第(2)列和第(4)列的回归结果。从中可以看出,当使用*bond*作为被解释变量时,*dis_port*×*after*和*dis_city*×*after*的交互项系数虽然均为负,但均不显著,这可能是两种地理距离的效应相互抵消造成的;而当使用*loan*作为被解释变量时,*dis_city*×*after*的交互项系数不显著,但是*dis_port*×*after*的交互项系数显著为正。这说明,地理禀赋差的城市确实会在债务治理后更激进地扩张以银行贷款为主的非标债务,并且其非标债务扩张行为主要由到最近大港口的直线距离衡量的地理禀赋所主导。

表6 债务治理、地理禀赋(中心城市距离)与债务结构分化

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>dis_city</i> × <i>after</i>	-0.0345** (0.0133)	-0.0216 (0.0143)	0.0318** (0.0129)	-0.0013 (0.0126)
<i>dis_port</i> × <i>after</i>		-0.0154 (0.0105)		0.0395*** (0.0101)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7702	0.7711	0.5642	0.5687

五、机制分析

至此,本文已证明:当中央出台“43号文”对地方融资平台的债务治理后,那些地理禀赋差的城市城投债扩张行为得到了显著抑制,但是以银行贷款为主的非标债务却逆向扩张。那么,地理禀赋差的城市非标债务的扩张行为是否与融资平台债务增长的原因密切相关? 本文认为虽然

地理禀赋决定了城市政府面临的长期政治经济压力,但是特定时点上城市政府感受到的政治经济压力也与当时具体的财政收支状况以及城市领导的个人特征相关(杨其静和吴海军,2021)^[33]。也就是说,一旦城市的财政收支状况以及城市领导的个人特征有所差异,也会改变地理禀赋差的城市的非标债务扩张行为。具体来说,当城市官员面临较大的晋升压力时,那些地理禀赋差的城市很可能会进一步在债务治理下逆向扩张以银行贷款为主的非标债务,因为这些债务的发行有助于拉动城市投资、带动经济增长甚至促进城市官员晋升(曹婧等,2019^[17];Wu等,2021^[2])。然而,那些地理禀赋差的城市的非标债务也并不是可以无限扩张,其债务发行面临一定的约束。具体来说,当城市的财政压力较大或土地出让收入不足时,其可能也难以大规模地扩张以银行贷款为主的非标债务,因为较大的财政压力或较弱的土地抵押担保能力导致其很难获得放贷者的资金支持(杨继东等,2018^[25];张莉等,2018^[26];Wu等,2021^[2])。

为了验证上述猜想,本文在模型(2)的基础上进一步构造模型(4):

$$loan_{it} = \alpha + \gamma_1(dis_port_i \times after_i \times Z_{it}) + \gamma_2(dis_port_i \times after_i) + \gamma_3(dis_port_i \times Z_{it}) + \gamma_4(after_i \times Z_{it}) + \delta X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, Z_{it} 为城市政府*i*在上一年面临的官员晋升压力、财政压力或者土地抵押担保力度。参考曹婧等(2019)^[17],本文使用市委书记^①年龄是否介于55~58岁(*age55_58*)作为衡量城市官员所面临的晋升压力的代理变量。如果市委书记年龄介于55~58岁,则城市官员面临较大的晋升压力,否则面临较小的晋升压力。参考Wu等(2021)^[2]、杨其静和吴海军(2021)^[33],本文使用城市预算内财政支出和预算内财政收入之差与GDP的比值(*deficit*)以及预算内财政支出和预算内财政收入之差与预算内财政收入的比值(*deficit1*)衡量城市所面临的财政压力情况。参考杨继东等(2018)^[25]和张莉等(2018)^[26],本文使用城市上年土地出让总收入对数(*lnr_hz*)作为城市土地抵押担保力度的代理变量。此外,由于地方政府主要依靠商住用地的出让获取预算外收入(杨其静等,2021^[13];杨其静和吴海军,2021^[33]),本文也进一步使用商住用地出让收入对数(*lnr_sz*)来衡量城市的土地抵押担保力度。本文主要关注交互项($dis_port_i \times after_i \times Z_{it}$)的回归系数 γ_1 ,该系数反映43号文后,地理禀赋对融资平台以银行贷款为主的非标债务发行的影响是否随着上一年城市政府所面临的官员晋升压力、财政压力或者土地抵押担保力度的变化而变化。

1. 晋升激励机制

本文首先以市委书记年龄是否介于55~58岁的虚拟变量(*age55_58*)替换模型(4)中的 Z_{it} 进行回归,得到表7的第(1)列和第(2)列。从中可以看出,当使用城投债发行额(*bond*)作为被解释变量时,交互项($dis_port \times after \times age55_58$)的回归系数不显著,但是当使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量时,交互项($dis_port \times after \times age55_58$)的回归系数在5%的显著性水平上为正。这说明官员晋升压力会促使地理禀赋差的城市更显著地扩张以银行贷款为主的非标债务,但是对于城投债的扩张并未起到显著调节作用。

表7 晋升激励机制

变量	(1)	(2)
	<i>bond</i>	<i>loan</i>
<i>dis_port \times after</i>	-0.0239*(0.0093)	0.0262**(0.0102)
<i>dis_port \times after \times age55_58</i>	-0.0041(0.0180)	0.0519**(0.0241)
控制变量	控制	控制

① 之所以选择市委书记年龄而非市长年龄作为代理变量,主要在于地方政府的重大决策是在党委会上形成,再以政府名义发布,因此市委书记,而不是市长的个人特征会对地方政府的融资行为产生重要影响(杨其静和郑楠,2013^[19];Wu等,2021^[2])。

续表 7

变量	(1)	(2)
	<i>bond</i>	<i>loan</i>
城市/时间固定效应	是	是
观测值	1862	1862
R ²	0.7707	0.5737

2. 财政压力机制

本文首先使用城市上年的预算内财政支出和预算内财政收入之差与 GDP 的比值 (*deficit*) 衡量城市所面临的财政压力, 进行模型 (4) 的回归, 得到表 8 的第 (1) 列和第 (3) 列。从中可以看出, 当使用城投债发行额 (*bond*) 作为被解释变量时, 交互项 (*dis_port*×*after*×*deficit*) 的回归系数显著为正, 但是当使用以银行贷款为主的非标债务发行额 (*loan*) 作为被解释变量时, 交互项 (*dis_port*×*after*×*deficit*) 的回归系数显著为负。说明城市财政压力的上升会显著增强地理禀赋差的城市在债务治理后抑制城投债扩张的行为, 并且会显著削弱地理禀赋差的城市在债务治理后的非标债务扩张行为。也就是说, 一旦城市面临较大的财政压力, 则地理禀赋差的城市更难以在债务治理后显著地扩张城投债和非标债务。

此外, 本文使用城市上年的预算内财政支出和预算内财政收入之差与预算内财政收入的比值 (*deficit1*) 衡量城市所面临的财政压力, 进行类似回归得到表 8 的第 (2) 列和第 (4) 列。交互项 (*dis_port*×*after*×*deficit1*) 的回归系数方向并未发生改变, 只是显著性有所不同。上述结论稳健。

表 8 财政压力机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	-0.0362** (0.0148)	-0.0339** (0.0142)	0.0676*** (0.0195)	0.0559*** (0.0185)
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>deficit</i>	0.3190*** (0.0841)		-0.4144*** (0.1167)	
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>deficit1</i>		0.0201*** (0.0056)		-0.0207*** (0.0074)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.7903	0.7898	0.5843	0.5785

3. 土地担保机制

参考杨继东等 (2018)^[25] 和张莉等 (2018)^[26], 本文使用城市上年土地出让总收入对数 (*lnr_hz*) 作为城市土地抵押担保力度的代理变量, 进行模型 (4) 的回归得到表 9 的第 (1) 列和第 (3) 列。从中可以看出, 当使用 *bond* 作为被解释变量时, 交互项 (*dis_port*×*after*×*lnr_hz*) 的回归系数显著为负, 但是, 当使用 *loan* 作为被解释变量时, 交互项 (*dis_port*×*after*×*lnr_hz*) 的回归系数显著为正。说明城市土地出让收入的增多会显著削弱地理禀赋差的城市在债务治理后抑制城投债扩张的行为, 并且会显著增强地理禀赋差的城市在债务治理后的非标债务扩张行为。

此外, 考虑到地方政府主要依靠商住用地的出让获取预算外收入 (杨其静等, 2021^[13]; 杨其静和吴海军, 2021^[33]), 本文也进一步使用商住用地出让收入对数 (*lnr_sz*) 来衡量城市的土地抵押担保力度, 进行类似回归得到表 9 的第 (2) 列和第 (4) 列。交互项 (*dis_port*×*after*×*lnr_sz*) 的回归系数方向并未发生改变, 只是显著性有所不同。上述结论稳健。

表 9 土地担保机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	0.2617*** (0.0967)	0.2401*** (0.0851)	-0.4540*** (0.1289)	-0.3954*** (0.1116)
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>lnr_hz</i>	-0.0194** (0.0079)		0.0367*** (0.0103)	
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>lnr_sz</i>		-0.0182** (0.0071)		0.0329*** (0.0092)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.8069	0.8057	0.5896	0.5885

最后,本文以融资平台债务发行额(*debt*)作为被解释变量,进行类似表7~表9的回归,结果显示^①,官员晋升压力会显著促进地理禀赋差的城市在债务治理下进行融资平台的债务扩张,但是,一旦城市的财政压力较大或者土地担保力度不足,地理禀赋差的城市也难以显著扩张融资平台债务。融资平台总债务的扩张与银行贷款为主的非标债务的扩张存在类似的作用机制。

六、异质性分析

1. 基于转移支付的异质性分析

理论上,如果城市从中央获取了更多的转移支付,则其可以更多地弥补地方财政缺口,从而减少融资平台债务的发行(钟辉勇和陆铭,2015^[36])。因此,本文推测,在进行债务治理后,那些获得更多中央转移支付的城市,很可能减少债务扩张,反之,如果城市获取的中央转移支付不多,则其很可能通过融资平台进行债务扩张来弥补财政缺口。基于此,本文使用省级人均转移支付的中位数^②进行高低分组,然后按照模型(2)和模型(4)回归得到表10。表10第(1)列为使用城投债发行额(*bond*)作为被解释变量时,省级人均转移支付高于中位数的城市样本的回归结果,而第(2)列则为省级人均转移支付不高于中位数的城市样本的回归结果。从中可以看出,第(1)列中的交互项(*dis_port*×*after*)为正但不显著,第(2)列中的交互项(*dis_port*×*after*)在1%的显著性水平上为负。为了检验转移支付高低组别间不同地理禀赋的城市是否在债务治理后存在显著的城投债扩张差异,本文进一步使用省级人均转移支付高低分组的虚拟变量(*zyzf_h*)^③替换模型(4)中的 Z_i 进行回归得到表10第(3)列。从中可以看出,交互项(*dis_port*×*after*×*zyzf_h*)的回归系数在1%的显著性水平上为正。表10第(1)~(3)列的结果表明,当城市的转移支付较少时,地理禀赋差的城市难以显著扩张城投债,因为较少的转移支付是中央政府对其财政支持不足的信号,从而使得其融资平台难以发行依靠信用融资的城投债。

类似地,本文使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量替换*bond*进行回归,得到表10第(4)~(6)列。从中可以看出,当城市的转移支付较少时,地理禀赋差的城市会在债务治理后更显著地扩张以银行贷款为主的非标债务,但是,如果城市的转移支付较多,则上述作用不显著,并且转移支付高低组别间还存着显著的非标债务扩张差异。表10的结果表明,一旦地理

① 限于文章篇幅,估计结果备案。

② 省级转移支付的数据来自《中国财政统计年鉴》披露的“中央补助收入”,除以省份年末人口数计算得出各省的人均转移支付数据。

③ 省级人均转移支付高于中位数,则*zyzf_h*=1,否则等于0。

禀赋差的城市获取的中央转移支付不多时,它们主要通过发行以银行贷款为主的非标债务来弥补财政缺口,但难以发行依赖信用融资的城投债。

表 10 基于转移支付的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
	高	低	全样本	高	低	全样本
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	0.0049 (0.0068)	-0.1107*** (0.0395)	-0.0965*** (0.0368)	0.0111 (0.0102)	0.1809*** (0.0444)	0.1718*** (0.0456)
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>zyzf_h</i>			0.0992*** (0.0368)			-0.1627*** (0.0462)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	917	935	1862	917	935	1862
R ²	0.8129	0.8045	0.7787	0.6304	0.6025	0.5812

2. 基于城市行政级别的异质性分析

考虑到高行政级别城市掌握更多的资源,并且它们还积极参与行政资源配置(杨其静和吴海军,2016^[37];江艇等,2018^[38];吴海军等,2023^[39])。本文推测,相对于低行政级别城市,高行政级别城市可能更容易调动各方面资源而促进融资平台的债务扩张,因此,债务治理后,地理禀赋对融资平台债务扩张的影响,对于那些高行政级别的城市来说相对更弱。为检验此猜想,本文将城市样本进一步划分为高行政级别城市与低行政级别城市^①,然后进行类似表 10 的回归,得到表 11。从中可以看出,当城市的行政级别较低时,地理禀赋差的城市会在债务治理后更少地扩张城投债,但是,如果城市的行政级别较高,则上述作用不显著,虽然二者间不存在显著差异。这在一定程度上说明,即使地理禀赋差的城市受到了债务治理的冲击,难以依赖城市信用发行城投债,但是,如果城市的行政级别较高,则在一定程度上可以削弱上述影响。

表 11 基于城市行政级别的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>bond</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>	<i>loan</i>
	高	低	全样本	高	低	全样本
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	-0.0099 (0.0270)	-0.0334*** (0.0090)	-0.0306*** (0.0090)	0.1160** (0.0445)	0.0314*** (0.0096)	0.0352*** (0.0105)
<i>dis_port</i> × <i>after</i> × <i>level_h</i>			0.0284 (0.0270)			0.0285 (0.0336)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	210	1652	1862	210	1652	1862
R ²	0.7380	0.7709	0.7789	0.5332	0.5409	0.5813

当使用以银行贷款为主的非标债务发行额(*loan*)作为被解释变量时,也得到了类似的结果。具体来说,债务治理后,高行政级别城市相对于低行政级别城市,地理禀赋对城市的以银行贷款为主的非标债务的扩张影响更大,虽然二者间没有表现出显著差异。这在一定程度上说明,如果城市具有较高的行政级别,则更有利于地理禀赋差的城市进行以银行贷款为主的非标债务扩张。

^① 参考江艇等(2018)^[38],本文将副省级城市和省会城市划分为高行政级别城市,其余普通的地级市为低行政级别城市。

3. 基于城投债资金用途的异质性分析

考虑到城投债资金具有不同的用途,并且近年来城投债的融资目的从基建投资向借新还旧转变(张莉等,2018^[26];Wu等,2021^[2])。参考既有研究,本文将城投债资金划分为基建投资(*bond_jj*)、棚户区改造或保障房建设(*bond_pg*)、偿还有息债务(*bond_hz*)和补充营运资金(*bond_by*)四种用途,然后进行模型(2)的回归,得到表12。从中可以看出,地理禀赋差的城市会在债务治理后更多地发行以基建投资为目的的城投债,但是城市的借新还旧和补充公司营运资金的行为会被显著遏制。这说明,即使中央政府对融资平台的债务扩张行为进行治理,但在经济增长压力下,城市政府仍然有很强的动力来发行城投债进行基建投资,以期缓解自己的地理禀赋劣势。

表 12 基于城投债资金用途的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>bond_jj</i>	<i>bond_pg</i>	<i>bond_hz</i>	<i>bond_by</i>
<i>dis_port</i> × <i>after</i>	0.0032** (0.0015)	0.0008 (0.0012)	-0.0239*** (0.0075)	-0.0070*** (0.0021)
控制变量	控制	控制	控制	控制
城市/时间固定效应	是	是	是	是
观测值	1862	1862	1862	1862
R ²	0.5177	0.5024	0.6052	0.5146

七、主要结论和政策启示

1. 主要结论

本文基于2012—2018年266个城市的面板数据,以国务院“43号文”的出台为契机,基于预算软约束理论,采用DID方法,考察了地方政府债务治理下,融资平台债务在不同地理禀赋城市 and 不同债务类型中出现的结构性变化特征及其具体的作用机制。本文研究发现,在债务治理下,融资平台的债务发生了两个结构性的变化:一是相对于地理禀赋好的城市,地理禀赋差的城市的融资平台总债务逆向扩张;二是地理禀赋差的城市的融资平台转向以银行贷款为主的非标债务融资,而城投债的发行被显著抑制。在房地产市场处于下行周期或商住用地抵押价值走低的情况下,上述融资平台债务的结构性变化很可能会进一步加剧地方政府,特别是那些地理禀赋较差的地方政府的隐性债务违约风险,不利于中国金融系统的稳定和经济的可持续发展。此外,本文从财政体制、官员晋升激励、土地金融等角度考察了劣势地理禀赋城市在债务治理下融资平台债务逆向扩张的原因,研究表明,劣势地理禀赋城市融资平台债务扩张的根源在于官员的晋升激励,更为重要的是,地理禀赋差的城市,要想实现融资平台的债务扩张,还需具有较强的财政实力和土地抵押担保能力。最后,本文的异质性分析结果表明,地理禀赋差的城市的非标债务逆向扩张行为主要在转移支付少的城市和行政级别高的城市表现更为明显,甚至它们还会显著扩张以基建投资为目的的城投债,即使以借新还旧和补充公司营运资金为目的的城投债发行得到了抑制。这表明,中央政府在防范和化解地方政府隐性债务风险时,要精准地因城因债施策,做到具体问题具体分析。

2. 政策启示

本文的研究表明,当中央政府要求融资平台债务与政府信用脱钩后,那些地理禀赋差的城市预算软约束程度受到了更大冲击,它们难以再借助政府的“隐性担保”扩张城投债。但在官员晋升压力的作用下,它们仍会逆向扩张以银行贷款为主的非标债务,从而使得其总债务进一步扩张,放大了地方政府隐性债务的风险。对此,本文提出如下政策建议:

第一,改革政绩考核体制。应逐步转变以GDP为主导的政绩考核机制,从激励机制上改变地方政府为经济增长竞争而大量扩张融资平台债务的行为。官员晋升不能仅看经济业绩指标,更应该看可持续发展指标,应加大对城市经济发展的可持续考核,注重城市防范和化解地方政府隐性债务风险能力的建设,鼓励地方政府积极引导融资平台的市场化转型,减少对土地资源,特别是商住用地的依赖。可以用地方政府债券逐步替代融资平台债务。地方政府债券为显性债务,纳入财政预算管理,借助地方政府信用融资,公开透明。而融资平台有息债务为隐性债务,未纳入财政预算管理,主要借助土地,特别是商住用地的抵押担保功能融资,债务透明度低。通过债务置换的方式,降低地方政府的融资成本,拉长融资期限,从而逐步化解地方政府隐性债务风险。

第二,中央政府在防范和化解地方政府隐性债务风险时,应当充分考虑不同地理禀赋城市 and 不同类型债务的特征,要因时因地制宜地制定差异化政策。一方面,中央政府需要进一步加大对中西部地区的转移支付,缓解其财政压力,并且要适当减轻中西部地区的经济考核压力;另一方面,还需着重关注中西部地区融资平台债务中以银行贷款为主的非标债务,严格政府投资项目管理,从严遏制无序新增非标债务,稳妥化解存量非标债务。对于地理禀赋较差的中西部地区城市,要更好地发挥地方专项债对基础设施建设的支持性作用,鼓励这些地区更多地靠发行专项债的形式来进行基础设施建设,从而摆脱对融资平台非标债务的依赖。

第三,合理调整中央和地方财政关系,将事权在一定程度上上移,减轻地方财政支出责任,特别是对于那些地理禀赋较差、经济发展落后的地区和城市。中西部地区城市,其发展经济的地理禀赋条件较差,财政收支状况欠佳,基础设施建设任务繁重。对此,中央政府需要进一步加大对中西部落后地区的财政支持力度,确保中西部地区的基础设施建设和民生服务得到充分保障。此外,也可以按照中央统筹、地方自愿的原则,积极推进跨省、跨市的区域协作机制,从而实现不同地区和城市的优势互补和协同发展。如此,才可在一定程度上抑制中西部地区为经济发展而大规模扩张融资平台债务的冲动。

需要指出的是,本文研究发现,在债务治理下,那些地理禀赋差的城市融资平台债务并未得到显著抑制,甚至它们还会积极扩张以银行贷款为主的非标债务,而非标债务主要依靠土地,特别是商住用地的抵押功能进行融资。在房地产市场不景气的背景下,商住用地的抵押价值会大打折扣,这是否会加剧那些地理禀赋劣势地区的非标债务违约风险?中国特色的土地融资模式在未来是否还能持续?这有望成为未来研究的重要方向。

参考文献

- [1] Bai, C., C.Hsieh, and Z.Song. The Long Shadow of a Fiscal Expansion[R]. NBER Working Paper, 2016.
- [2] Wu, H., J.Yang, and Q.Yang. The Pressure of Economic Growth and the Issuance of Urban Investment Bonds: Based on Panel Data from 2005 to 2011 in China[J]. Journal of Asian Economics, 2021, 76, (101341).
- [3] Ouyang, M., and Y.Peng. The Treatment-Effect Estimation: A Case Study of the 2008 Economic Stimulus Package of China[J]. Journal of Econometrics, 2015, 188, (2): 545-557.
- [4] Huang, Y., M.Pagano, and U.Panizza. Local Crowding-Out in China[J]. The Journal of Finance, 2020, 75, (6): 2855-2898.
- [5] 冀云阳,毛捷,文雪婷.地方公共债务与资本回报率——来自新口径债务数据和三重机制检验的经验证据[J].北京:金融研究,2021,(6):1-20.
- [6] 梁若冰,王群群.地方债管理体制与企业融资困境缓解[J].北京:经济研究,2021,(4):60-76.
- [7] 刘贵春,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].北京:管理世界,2022,(11):71-89.
- [8] 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].北京:管理世界,2020,(9):37-59.
- [9] 刘家轩.财政层级改革、政府间金融分权与地区间政府融资差距——地方政府融资平台债务的经验证据[J].北京:经济学报,2022,(3):60-95.

- [10]郭玉清,张妍,薛琪琪.地方政府债务风险的量化识别与防范策略[J].北京:中国人民大学学报,2022,(6):60-74.
- [11]Krugman,P.Increasing Returns and Economic Geography[J].Journal of Political Economy,1991,99,(3):483-499.
- [12]Fujita,M.,and T.Mori.The Role of Ports in the Making of Major Cities:Self-Agglomeration and Hub-Effect[J].Journal of Development Economics,1996,49,(1):93-120.
- [13]杨其静,吴海军,杨继东.土地用途、市场化改革与地方政府反应[J].北京:经济学动态,2021,(6):31-48.
- [14]Djankov,S.,O.Hart,C.McLiesh,and A.Shleifer.Debt Enforcement around the World[J].Journal of Political Economy,2008,116,(6):1105-1149.
- [15]王永钦,薛笑阳.法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据[J].北京:经济研究,2022,(10):173-190.
- [16]张莉,魏鹤翀,欧德赞.以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析[J].北京:金融研究,2019,(3):92-110.
- [17]曹婧,毛捷,薛熠.城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J].北京:财贸经济,2019,(5):5-22.
- [18]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].北京:经济研究,2007,(7):36-50.
- [19]杨其静,郑楠.地方领导晋升竞争是标尺赛、锦标赛还是资格赛[J].北京:世界经济,2013,(12):130-156.
- [20]陈菁,李建发.财政分权、晋升激励与地方政府债务融资行为——基于城投债视角的省级面板经验证据[J].北京:会计研究,2015,(1):61-67,97.
- [21]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].北京:财贸经济,2015,(4):17-31.
- [22]郭玉清,孙希芳,何杨.地方财政杠杆的激励机制、增长绩效与调整取向研究[J].北京:经济研究,2017,(6):169-182.
- [23]Chan,Y.S.,and G.Kanatas.Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements[J].Journal of Money,1985,17,(1):84-95.
- [24]Besanko,D.,and A.V.Thakor.Collateral and Rationing:Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets[J].International Economic Review,1987,28,(3):671-689.
- [25]杨继东,杨其静,刘凯.以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究[J].北京:财贸经济,2018,(2):52-68,117.
- [26]张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].北京:经济学(季刊),2018,(3):1103-1126.
- [27]Kornai,J.Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems[J].Econometrica,1979,47,(4):801.
- [28]Dewatripont,M.,and E.Maskin.Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies[J].The Review of Economic Studies,1995,62,(4):541-555.
- [29]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].北京:经济研究,2016,(11):96-109.
- [30]Black,D.,and J.V.Henderson.Urban Evolution in the USA[J].Journal of Economic Geography,2003,3,(4):343-372.
- [31]许政,陈钊,陆铭.中国城市体系的“中心-外围模式”[J].北京:世界经济,2010,(7):144-160.
- [32]陆铭,向宽虎.地理与服务业——内需是否会使城市体系分散化?[J].北京:经济学(季刊),2012,(3):1079-1096.
- [33]杨其静,吴海军.地理禀赋、土地用途与挂牌-拍卖出让策略——基于2007—2017年土地出让数据的研究[J].广州:南方经济,2021,(10):28-47.
- [34]闫晓东,张迎春,李俊霞.43号文减弱了地方政府的隐性担保吗?——基于城投债发行利差视角[J].广州:南方金融,2019,(9):20-28.
- [35]毛捷,徐军伟.地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径[J].北京:财贸经济,2021,(3):28-43.
- [36]钟辉勇,陆铭.财政转移支付如何影响了地方政府债务?[J].北京:金融研究,2015,(9):1-16.
- [37]杨其静,吴海军.产能过剩、中央管制与地方政府反应[J].北京:世界经济,2016,(11):126-146.
- [38]江艇,孙鲲鹏,聂辉华.城市级别、全要素生产率和资源错配[J].北京:管理世界,2018,(3):38-50,77,183.
- [39]吴海军,杨其静,阳镇.生产性政府债务与城市创新力——基于中国城市面板数据的经验研究[J].北京:中国工业经济,2023,(10):42-60.

Local Government Debt Governance, Geographical Endowments and Debt Structure Differentiation

WU Hai-jun

(Institute of Industrial Economics, Chinese Academy of Social Science, Beijing, 100006, China)

Abstract: Existing studies mainly focus on whether local government debt governance can significantly restrain the expansion of local government hidden debt, and its focus is on the change of overall hidden debt. Although the overall hidden debt risks of local governments in China are controllable, the risks are highlighted at the structural level, and the proportion of structural risks concentrated in the central and western regions is too high. Therefore, it is more important to investigate whether local government debt governance can significantly restrain the expansion of local government implicit debt in the central and western regions. Based on this, this paper takes the issue of Document No.43 of The State Council as an opportunity to investigate the response of cities with different geographical endowments to local government debt governance measures by using the DID method and the urban panel data from 2012 to 2018.

This paper mainly draws the following conclusions. First, when the central government required that the debt of financing platforms be decoupled from government credit, the issuance of urban investment bonds in cities with poor geographical endowments was suppressed compared with those in cities with good geographical endowments, but the non-standard debt, mainly bank loans, expanded in reverse, and finally the overall debt did not decline, or even increased significantly. Second, the promotion pressure of officials will encourage cities with poor geographical endowments to expand more significantly the debt of financing platforms, especially the non-standard debt mainly dominated by bank loans. However, once the fiscal pressure of cities is greater and the land mortgage guarantee is insufficient, it is difficult for cities with poor geographical endowments to expand non-standard debt on a large scale. Third, after local government debt governance, compared with cities with good geographic endowments, cities with poor geographic endowments show more obvious behavior of non-standard debt expansion in cities with low central transfer payments and cities with high administrative levels, and even they will significantly expand urban investment bonds for infrastructure investment.

Based on the above conclusions, this paper puts forward the following policy recommendations. First, we should gradually change the GDP-led performance evaluation mechanism, and change the incentive mechanism of local governments to massively expand the debt of financing platforms in order to compete for economic growth. Second, when preventing and resolving the hidden debt risks of local governments, the central government should fully consider the characteristics of different geographical endowments and different types of debt, and adjust and formulate plans according to local conditions. Third, we should properly adjust the fiscal relationship between the central and local governments, transfer power to a certain extent, and reduce the responsibility of local governments for fiscal expenditure, especially for those regions and cities with poor geographical endowments and backward economic development.

The marginal contribution of this paper is mainly reflected in the following aspects. First, based on the soft constraint theory of budget, this paper introduces exogenous geographical distance as the proxy variable of urban endowment, identifies the impact of local government debt governance measures on the debt expansion of financing platforms in cities with different geographical endowments, and broadens the research horizon on the impact of local government debt governance. Second, different from the existing literature, which mainly focuses on the causes of urban investment bonds, this paper notes the larger scale of non-standard debt dominated by bank loans among the debt of financing platforms. On this basis, it examines the structural differences in the debt expansion of financing platforms in cities with different geographical endowments under local government debt governance measures. Third, this paper examines the reasons for the reverse expansion of financing platform debt in disadvantaged geographically endowed cities under the background of local government debt governance from the perspectives of fiscal system, official promotion incentives, and land finance, further enriching the research on the causes of financing platform debt.

Key Words: local government debt governance; geographical endowments; financing platform; debt structure; debt expansion

JEL Classification: E60, G28, H74

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2023.12.003

(责任编辑: 闫梅)