

# 货币政策被地方政府债务绑架了吗？\*

陈宝东<sup>1</sup> 邓晓兰<sup>2</sup>

(1. 西安工程大学管理学院, 陕西 西安 710048;

2. 西安交通大学经济与金融学院, 陕西 西安 710061)



**内容提要:**中国地方债务的形成与金融系统的信贷支持存在密切联系,地方债务规模的扩张势必也会对央行的货币政策调控产生影响。本文建立了一个有限竞争信贷市场的两部门动态局部均衡模型,深入探讨了在信贷扭曲存在的条件下,地方债务扩张与货币政策调控之间的关系。基于中国大陆30个省份(不含西藏自治区和港澳台地区)2010—2017年的面板数据,利用面板向量自回归模型分析了地方债务扩张对央行货币政策调控相关变量的冲击效应。实证结果显示:地方债务的扩张会引起商业银行的信贷扩张,迫使央行实行宽松货币政策;而在宽松的货币政策条件下,由于地方政府的信贷干预,地方政府债务会加速扩张,形成“债务扩张—货币扩张”的循环模式,缩小了央行的货币政策调控空间。因此,严控债务规模、降低信贷干预是做好地方债务管理的关键。

**关键词:**地方政府债务 信贷干预 货币政策 面板向量自回归

**中图分类号:**F812.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)10—0005—17

## 一、引言

2008年国际金融危机以后,中国地方债务呈现出快速增长趋势,人们普遍开始担忧其可能引致的财政和金融风险。而中国经济进入“新常态”后,经济增长和财政收入增长速度的放缓更加深了人们的担忧。然而这并非“杞人忧天”,巴西和墨西哥爆发的金融危机与地方债务膨胀存在莫大关联,美联储的货币政策也逐渐被巨额债务绑架,货币政策独立性受到了挑战,欧债危机的爆发也表明区域性债务危机可能会引发系统性的金融危机,政府性债务已经成为我国金融稳定的重大威胁之一(李扬等,2013)<sup>[1]</sup>。持续的、高强度的货币和信贷冲击与地方债务膨胀是否存在某种关联,地方债务是否会影响到货币政策的作用效果?回答上述问题,对于全面评估地方债务膨胀对经济系统的影响以及维护金融稳定具有重要的意义。

由于地方债务扩张过程中金融机构的广泛参与,地方债务问题已经不仅仅局限于财政问题的范畴,而是一个涉及到财政、金融和宏观经济的综合性问题,同时,央行和财政部门对地方债务管理的观点交锋也反映了两大部门在地方债务治理问题上还尚未完全达成一致,有效的债务治理方案必须建立在能有效评估地方债务扩张对财政和货币政策的实际影响上。伴随着地方债务规模扩张,中国金融市场也发生了一些变化。一方面,货币供应量大幅度地增加,2008—2017年的货币供

收稿日期:2019-01-19

\* 基金项目:陕西省社会科学基金项目“陕西省地方政府债务风险评估与发债空间测算”(2018D32);陕西省社科界2019年度重大理论与现实问题研究项目“陕西省地方债务风险的测度及防范问题研究”(2019C078)。

作者简介:陈宝东,男,副教授,经济学博士,研究领域为财政政策与公债管理,电子信箱:735423184@qq.com;邓晓兰,女,教授,博士生导师,经济学博士,研究领域为财政政策与公债管理,电子信箱:zxc@mail.xjtu.edu.cn。通讯作者:陈宝东。

应量在 8 年的时间增长了 252.9%,人民币贷款增长了 295%;另一方面,中国经济开始进入下行区间,物价持续保持低水平,民间投资下滑、融资难、融资贵的现象并没有因为货币和信贷供给的大幅增加而得到缓解,出现了“货币迷失”的现象(Mckinnon,1993)<sup>[2]</sup>,货币政策的有效性受到挑战。不论是在近几年的央行货币政策报告中还是在两会报告中,“金融稳定”“金融风险”等都成为高频词。2015 年第二季度的央行货币政策报告中指出,货币政策传导机制不畅,信贷和利率渠道不能充分发挥作用,影响了货币政策的有效性;2016 年第四季度的货币政策报告再次提及要畅通货币政策的传导渠道和机制,牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。打好防范化解金融风险攻坚战是中央政府多次强调的重要任务,评估地方债务扩张对货币政策调控的影响,对防范金融风险非常重要。一个不可忽视的重要事实是金融机构在中国地方债务的形成和扩张过程中扮演了重要角色,地方政府利用其信贷干预的能力“推波助澜”,地方政府对信贷资金的获得缺乏敏感性,信贷资源配置存在扭曲。因此,考虑信贷扭曲的存在,本文建立了一个有限竞争信贷市场的两部门动态局部均衡模型,并利用面板 VAR 模型分析了地方债务扩张如何影响货币政策的调控,为地方债务的有效治理和防范金融风险提供合理的依据。

## 二、理论分析与假说提出

### 1. 文献回顾

(1)对政府债务与货币政策的研究。Sargent 和 Wallace(1981)<sup>[3]</sup>提出,当持续的财政扩张政策导致财政赤字无法持续时,在财政部门和金融部门的反复博弈下,最终的结果势必是中央银行选择通过发行货币的方式为财政赤字融资,此时会形成财政主导体制,而这种政策操作往往会造成通货膨胀,国内也不乏对上述影响机制在中国是否成立的探讨(方红生,2008<sup>[4]</sup>;郭晔和黄振,2012<sup>[5]</sup>)。张雪莹等(2016)<sup>[6]</sup>的研究发现,过高的政府债务水平将会对货币政策行为产生约束效应,可能陷入“高债务—高通胀”的恶性循环。上述结论大多基于国债的视角,具体到地方政府举债对货币政策的影响。周月秋(2016)<sup>[7]</sup>认为,银行持续对地方政府融资平台提供信贷支持,倒逼信贷规模扩张。在金融危机以后,部分学者将地方债务问题与货币政策传导机制联系在一起进行研究。许祥云等(2016)<sup>[8]</sup>认为,现阶段我国货币政策机制存在扭曲,房地产泡沫的存在阻碍了资金流入实体经济,降低了货币流通速度。而陈彦斌等(2015)<sup>[9]</sup>指出,不只是因为房地产存在泡沫,地方债务的扩张同样会降低货币流通速度,因此,从防止产生通货膨胀的角度,不建议货币政策为地方政府举债而投放大量货币。范小云等(2017)<sup>[10]</sup>利用上市公司数据的实证研究发现,政府举债融资行为不仅挤占了信贷资源,还会间接抬高资金使用成本,货币政策的信贷传导机制受阻。

(2)对于公共债务与金融稳定(风险)的研究。大部分文献发现,公共债务增加会提高通货膨胀产生的风险。Annicchiarico(2007)<sup>[11]</sup>认为,国债规模决定财政赤字对通货膨胀的影响。杨子暉等(2014)<sup>[12]</sup>利用有向无环图研究的方法发现,我国财政赤字的持续扩张会迫使央行调整货币政策增加货币,进而可能会引发通货膨胀。Kraft 和 Jankov(2005)<sup>[13]</sup>的研究同样支持信贷过度增长会增加金融风险的发生概率。Cafiso(2012)<sup>[14]</sup>以欧元区为样本,发现当政府举债过度时,会造成国债的流动性降低,通过恶化银行资产负债表的渠道导致金融风险。陈宝东和邓晓兰(2017)<sup>[15]</sup>研究发现,部分债务规模过大的国家在选择公债货币化时会由于直接融资市场不完善而无法实现正常的货币政策传导,公债货币化效果大打折扣。少数学者基于中国债务数据进行了实证研究。吴盼文等(2013)<sup>[16]</sup>构建了动态随机一般均衡模型,发现政府债务可持续性走低,债务扩张会造成信贷规模持续扩张,加大通货膨胀和不良贷款生成的风险。

(3)对于地方债务与金融风险的研究。具体到地方债务与金融风险问题,学者们也展开了讨

论,得到的结论基本一致,地方债务增长会促进金融风险生成。杨艳和刘慧婷(2013)<sup>[17]</sup>认为,地方债务可能引致的金融风险可能存在两种形式:一种是当地方融资平台偿还债务出现困难,可能会增加银行的不良资产,威胁金融资产的流动性;另一种是考虑到中央政府可能的兜底行为,传导到全国层面的财政风险,进而迫使央行选择货币化方式化解债务,其他学者的结论基本类似(龚强等,2011)<sup>[18]</sup>。然而大部分文献仅是定性讨论,并没有给出足够的数据和实证结论支持。在本文阅读及文献中,仅发现胡援成和张文君(2012)<sup>[19]</sup>指出“金融救市”政策为地方债务扩张提供了有利环境,而地方债务扩张又同时加剧了银行信贷风险。

综上所述,已有研究对于公共(地方)债务与货币政策及金融稳定的关系进行了多方面的探讨,为本文的写作奠定了良好的基础。但现有研究还存在以下不足:第一,可能受困于地方债务数据获得存在一定困难,已有对政府债务对货币政策影响的研究还大部分是以国债作为研究基础,而对地方债务的讨论还较少,这显然对解释现阶段的中国地方债务扩张及其影响存在解释力不足的问题;第二,已有的关于地方债务对货币政策以及金融风险的探讨大多停留在理论分析和现状描述阶段,并没有给出相应的实证证据,仅有的实证分析文章也存在一定的数据问题,如胡援成和张文君(2012)<sup>[19]</sup>的文章以商业银行的“对政府债权”科目的数据作为商业银行对地方政府贷款的度量,但本文仔细考证了《中国人民银行报告》中政府债权的科目,其对应的是中央政府的债权,而非地方政府的债权,因而其实证结果的可信性稍显不足。因此,本文试图通过建立一个能讲述“中国故事”的、简单的两部门分析框架,着重分析地方债务扩张、房地产扩张以及信贷资源分配扭曲现象,得到地方债务扩张对货币政策调控的作用效果,进而可以为地方债务的有效治理提供理论和现实依据。

## 2. 理论模型的构建

中国地方债务并非全部以地方政府债券的形式存在,而是主要以银行贷款的形式存在,地方政府是否会对信贷资源干预成为地方债务影响货币政策调控的重要因素。中国的货币发行权一直掌握在中央政府手中,但投资审批权逐渐下放到地方政府,而金融改革的推进也使地方的银行分支机构有了经营的自主权,可以扩大贷款规模,同时,地方政府还成立了大量地方性金融机构,两项权力下放给地方政府,当地方政府对金融机构存在信贷干预时,其实意味着地方政府“变相”获得了货币发行权。综上,在中国特殊的制度下,地方政府的信贷干预与地方债务扩张密切相关。

因此,本文将地方政府信贷干预的行为纳入理论分析框架中,假设信贷干预程度用 $\sigma$ 表征。根据是否存在信贷干预,将信贷市场上的经济部门分为两个大类,进而建立一个有限竞争信贷市场的两部门动态局部均衡模型。参照伍戈和李斌(2016)<sup>[20]</sup>的分类方法,一类为地方政府会通过信贷干预方式提供资金支持的“扭曲部门”——地方政府融资平台<sup>①</sup>和房地产部门,其对信贷市场的价格变化不敏感,这是由地方政府的干预能力和隐性担保所决定的<sup>②</sup>;另一类则是经济体中的实体部门,其对信贷市场的价格变化表现敏感,且一般不会受到地方政府信贷干预提供的资金支持。郭杰和郭琦(2015)<sup>[21]</sup>在利用拓展的RBC模型研究国有部门的宏观经济效应时,同样是基于信贷市场是有限竞争的事实,并将经济部门分为国有和民营经济部门,与本文的思想出发点是相同的。需要说明的是,文章中的实体经济部门是不包含房地产部门的,理由在于一方面中国的国民

① 由于中国地方政府的债务大部分由地方政府融资平台或者相关企事业单位作为主体举借得来,为了方便表述和分析,本文将地方融资平台作为地方债务的举借主体代表,在后文统一简称为地方政府融资平台。

② 徐高(2013)认为由于政府垄断土地供应和隐性担保行为,房地产部门对资金价格不明显,可见 <http://news.hexun.com/2013-08-03/156758401.html>,由于地方债务扩张与房地产部门的紧密关系(后文会有详细说明),本文将其划分为扭曲部门,而在模型推导中由于其本质在于信贷资金的流向以及与扭曲部门与实体经济部门的对立性,依旧可以反映地方债务扩张对货币政策的影响。

经济统计核算体系中将购买住房是当作投资品计算的;另一方面,国家发改委主任也曾指出中国房地产和实体经济存在失衡现象<sup>①</sup>,基于现实考察,本文并未将房地产部门纳入实体经济的范围内。

(1)一般情形下的信贷市场均衡。主要考虑信贷市场的资金需求和资金供给。

1)信贷市场的资金需求。为简化分析,假定单个厂商的生产函数满足柯布道格拉斯生产函数的基本形式,厂商投入资本全部由信贷市场提供,单个厂商利润函数为:

$$\pi = AL^\alpha K^\beta \mu * P - K * i - C_0 \quad (1)$$

其中, $A, L, K$ 分别为技术、劳动力和资本, $\alpha, \beta$ 为劳动和资本的弹性系数,且 $0 < \alpha < 1, 0 < \beta < 1, \mu$ 为随机扰动成分, $i$ 代表利率水平, $C_0$ 为信贷成本以外的其他成本, $P$ 为整个市场均衡价格。本文考虑的是企业满足利润最大化时的资本投入量,为简化分析,令 $B = AL^\alpha \mu P$ 。式(1)可以简化为:

$$\pi = B * K^\beta - K * i - C_0 \quad (2)$$

对式(2)求一阶导数并令其等于零,可得到单个厂商的资金需求函数:

$$i = B\beta K^{\beta-1} \quad (3)$$

加总后得到整个市场的资金需求函数为:

$$i = B_d \gamma K^{\gamma-1} \quad (4)$$

其中, $B_d$ 为大于0的常数, $0 < \gamma < 1$ 。

2)信贷市场的资金供给。在不同的历史阶段和不同的经济学派中,货币供给函数的特征表现并不相同,在此不再展开赘述,考虑到中国利率市场化进程进展缓慢,尚未实现完全的利率市场化,中央银行实现货币政策操作还是更多地依靠数量型工具实现<sup>②</sup>。综合中国的现实情况和学者的研究,中国的货币供给同时存在内生和外生的特征(盛松成和翟春,2015)<sup>[22]</sup>,表现为市场的货币需求能影响货币供给,而中央银行也可通过相机抉择的货币政策实现货币调控目标(李斌和伍戈,2014)<sup>[23]</sup>。结合已有的理论研究和现实,在利率水平较低时,中国的货币供应内生性表现明显,货币供给曲线为向右上方倾斜的曲线,斜率不断增大。当利率水平上升到一定数值,资金供给对利率变化不再敏感。在金融危机以后,中国在大多数年份执行的是稳健的货币政策,货币供给存在适度的供给约束,因此,更接近第二个阶段,即资金供给函数为:

$$K = K_0 \quad (5)$$

其中, $K_0$ 是根据央行的货币政策目标决定。

3)信贷市场的资金供需平衡。结合式(4)和式(5),市场均衡的利率函数为:

$$i_e = B_d \gamma K_0^{\gamma-1} \quad (6)$$

(2)两部门情形下的信贷需求变化。下面将考虑切合中国实际的,即考虑地方政府的信贷干预下,信贷市场分为扭曲部门和实体部门的信贷需求变化情形。根据前文得到的资金需求函数,在两部门的区分下,可以得到扭曲部门和实体部门的资金需求函数为:

$$i = B_1 \varphi (K^1)^{\varphi-1}, i = B_2 \delta (K^2)^{\delta-1} \quad (7)$$

其中, $B_1, B_2$ 为大于0的常数,满足 $0 < \varphi, \delta < 1, K^1$ 即代表地方政府举借债务的规模。

下面考虑两个部门资金需求曲线的变动情况。由于地方政府存在预算软约束,当其面临存在支出责任和财政缺口的矛盾时,其会通过干预金融机构的信贷分配而满足自身对债务融资的需求,

① 金融和实体经济失衡的确很严重, [http://news.ifeng.com/a/20170321/50802901\\_0.shtml](http://news.ifeng.com/a/20170321/50802901_0.shtml)。

② 虽然我国的利率市场化在2015年取得了明显的进步,但考虑到本文的样本区间大部分在2015年之前,央行调控还是更加依赖数量型操作工具。

对资金需求呈现出刚性特征,表现为“扭曲部门”对资金的需求持续扩张,“扭曲部门”的资金需求曲线右移。实体经济部门由于表现为充分竞争,其资金需求不会有明显变动。综合两类部门资金需求的变动效果来看,整体的信贷市场资金需求曲线也会右移。为分析方便,本研究先考虑扭曲程度  $\sigma$  (代表地方政府信贷干预和隐形担保程度) 为大于零的一个不变常数,在后文深入分析和讨论中,将分析扭曲程度为可变数值条件下的影响。

1) 扭曲程度不变的情形下。本文将扭曲部门资金扩张的过程分为  $n$  个时期,则信贷市场起初的资金需求曲线和  $n$  期后的需求曲线分别为:

$$i_0 = B\gamma K^{\gamma-1}, i_n = B\gamma(K - n\sigma)^{\gamma-1} \tag{8}$$

由于  $K = K_n^1 + K_n^2$ , 联合式(5)和式(7)、式(8)可以得到在资金扩张的第  $n$  期,实体部门能够获得资金量为:

$$K_n^2 = (B\gamma)^{\frac{1}{\delta-1}} (B_2\delta)^{\frac{1}{1-\delta}} (K_0 - n\sigma)^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}} \tag{9}$$

市场的均衡利率为:

$$i_n^* = B_D\gamma(K_0 - n\sigma)^{\gamma-1} \tag{10}$$

为了得到扭曲部门和实体部门得到的资金配置变化,比较第  $n$  期与第  $n-1$  期实体部门获得的信贷资金变化:

$$\frac{K_{n-1}^2}{K_n^2} = \frac{(B\gamma)^{\frac{1}{\delta-1}} (B_2\delta)^{\frac{1}{1-\delta}} [K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}}}{(B\gamma)^{\frac{1}{\delta-1}} (B_2\delta)^{\frac{1}{1-\delta}} (K_0 - n\sigma_n)^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}}} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}} \tag{11}$$

同时,也可以得到市场均衡利率的变化情况为:

$$\frac{i_{n-1}}{i_n} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma}{K_0 - n\sigma} \right]^{\gamma-1} = \left( 1 + \frac{\sigma}{K_0 - n\sigma} \right)^{\gamma-1} \tag{12}$$

由于满足  $K_0 - n\sigma > 0$ , 且  $\sigma > 0, \gamma - 1 < 0, \frac{\gamma-1}{\delta-1} > 0$ , 可得到实体部门获得的资金配额  $K_{n-1}^2 > K_n^2$ ,

即第  $n$  期实体部门获得的资金配额小于第  $n-1$  期的配额,扭曲部门每次实现资金需求扩张,实体部门获得的资金将进一步降低,而扭曲部门获得的信贷资金增多。同时,  $i_{n-1} < i_n$  说明均衡利率会升高。

2) 扭曲程度变化的情形下。为了简化分析,在前文的分析中假定了扭曲程度为一个不变的常数,并讨论了此种情形下两部门的信贷资金变化情况<sup>①</sup>。在后文分析中,  $\sigma$  是由财政分权和金融分权的程度而共同决定的,基于中国现阶段的经济发展和现有经济制度的考察,在这里主要分析扭曲程度  $\sigma$  增大的情况,对扭曲程度  $\sigma$  减小的情况仅做简单说明,理由在于:第一,在财政分权制度安排下,地方政府财政压力增大,其更可能提供隐性担保程度或信贷干预程度,则扭曲程度会越大;而地方政府还本付息的压力逐渐增大,地方政府偿还债务目前主要依靠土地出让收入(纳入政府性基金预算)<sup>②</sup>和“借新还旧”<sup>③</sup>,因此,地方债务偿还压力的增大会促使以土地资源为基础发展“土地财政”以及实现“供地融资”模式,地方政府对金融资源获取愿望会更加强烈,这会导致其信贷干预的动机增大;第二,中国现阶段金融分权的特征是显性集权与隐性分权并存,在并没有完全失去对国有银行分支行干预的情形下,随着地方性金融机构规模的增加,地方政府对信贷干预的能力获得了提升,同时,国家也并未出台相关措施加强金融的集权(陈宝东和邓晓兰,2017)<sup>[24]</sup>,因此,扭曲程

① 伍戈和李斌(2016)<sup>[20]</sup>讨论的是扭曲系数不变的情况,本文在其研究基础上探讨了扭曲系数发生变化的情况。

② 2013年的《全国政府性债务审计结果》指出,地方政府性债务对土地出让收入的依赖程度较高。

③ 中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇表示,借新还旧是地方融资平台的乱象,地方政府融资平台“借新还旧”的融资手段主要以银行贷款为主。http://finance.ifeng.com/a/20160707/14571645\_0.shtml。

度  $\sigma$  会增大。

当扭曲程度  $\sigma$  不变,扩张一期后,扭曲部门获得的信贷资金为  $K_n^1$ ,实体部门获得的信贷资金为  $K_n^2$ ,而整体市场的均衡点为  $E_n$ ,结合图 1,扭曲部门获得的资金数量扩大,而实体部门获得的资金数量缩小,整体市场均衡利率上升。而当扭曲程度  $\sigma$  增大时,扭曲部门在第  $n$  期能获得的信贷资金为  $K_n^{1'}$ ,实体部门获得的信贷资金为  $K_n^{2'}$ ,整体市场均衡点为  $E_n'$ 。与第一种情形相比,扭曲部门获得的资金数量更大,而实体部门获得的资金数量也更小,整体市场的均衡利率上升了更多。

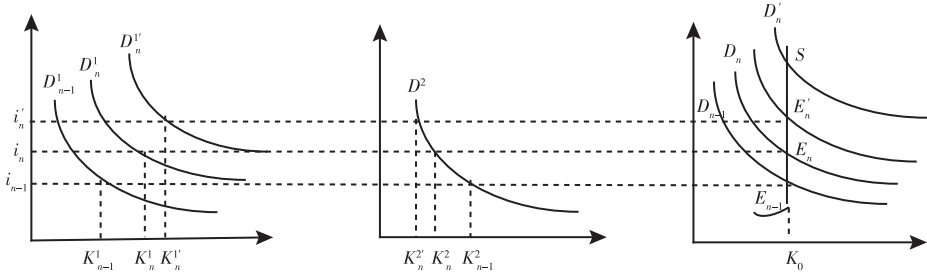


图 1 扭曲程度变化情形下两部门及均衡市场资金需求曲线变化

资料来源:本文绘制

再从模型的推导结果进行比较,当  $\sigma$  增大时,式(11)和式(12)分别变为:

$$\frac{K_{n-1}^2}{K_n^2} = \frac{(B\gamma)^{\frac{1}{\delta-1}} (B_2\delta)^{\frac{1}{1-\delta}} [K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}}}{(B\gamma)^{\frac{1}{\delta-1}} (B_2\delta)^{\frac{1}{1-\delta}} (K_0 - n\sigma_n)^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}}} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}} \quad (13)$$

$$\frac{i_{n-1}}{i_n} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\gamma-1} \quad (14)$$

由于  $\sigma_n > \sigma_{n-1}$ ,可以得到:

$$\frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} > 1 \quad (15)$$

此时,扭曲部门和实体部门的信贷资金变化情况为  $K_{n-1}^2 > K_n^2, K_{n-1}^1 < K_n^1$  和  $i_{n-1} < i_n$ 。通过两种情形下信贷资金变化的对比,可以得到:

$$\frac{K_{n-1}^2}{K_n^2} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}} > \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_n}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\frac{\gamma-1}{\delta-1}} = \frac{K_{n-1}^2}{K_n^2} \quad (16)$$

$$\frac{i_{n-1}}{i_n} = \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_{n-1}}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\gamma-1} < \left[ \frac{K_0 - (n-1)\sigma_n}{K_0 - n\sigma_n} \right]^{\gamma-1} = \frac{i_{n-1}}{i_n} \quad (17)$$

式(16)与式(17)说明,当扭曲程度  $\sigma$  增大时,与假定扭曲程度不变的情形相比,实体部门可获得的资金分配将更少,扭曲部门获得的信贷分配将更多;同样,与假定扭曲程度不变的情形相比,均衡利率的提高幅度也会更大,即地方政府的干预程度越大,地方债务规模越大,其对实体部门获得的信贷资源的挤出效应越大。同理,而当扭曲程度  $\sigma$  减小时,与假定扭曲程度不变的情形相比,地方债务的扩张行为会得到抑制,实体部门可获得的资金分配将增多,均衡利率的提高幅度也会降低。

(3) 货币供给改变下模型结果的进一步讨论。包括货币供给扩张和减少两种情形。

1) 货币供给扩张的情形。如果考虑到经济发展的需要,尤其是试图缓解实体部门的资金压力,中央银行采用了扩张性的货币政策,为经济体输入更多的流动性,相当于货币供给曲线发生右移,此时  $K = K_0$  将变为  $K = K_1$ ,具体的情形通过图 2 进行分析。

假设在第  $n-1$  期,中央银行实施了扩张性的货币政策,货币供给曲线从  $S$  右移,变为  $S'$ ,均衡

利率从  $i_{n-1}$  变为  $i'_{n-1}$ <sup>①</sup>, 扭曲部门获得资金从  $K_{n-1}^1$  增加到  $K_{n-1}^{1'}$ , 实体部门获得的资金从  $K_{n-1}^2$  增加到了  $K_{n-1}^{2'}$ , 但面对扭曲部门的持续扩张, 整体的市场资金需求曲线也会右移, 在第  $n$  期, 均衡利率变为  $i_n''$ , 此时扭曲部门的获得资金量继续增加为  $K_n^{1''}$ , 而实体部门获得的资金量会变动至  $K_n^{2''}$ <sup>②</sup>。因此, 扩张性货币政策短期内可以增加实体经济部门的信贷资金配置, 但这种作用很快又会由于地方债务的进一步扩张所抵消, 如果再考虑到扭曲系数增大的情形, 这种抵消作用将发生更快, 仅依靠增加货币供给总量, 无法改变扭曲现象存在。

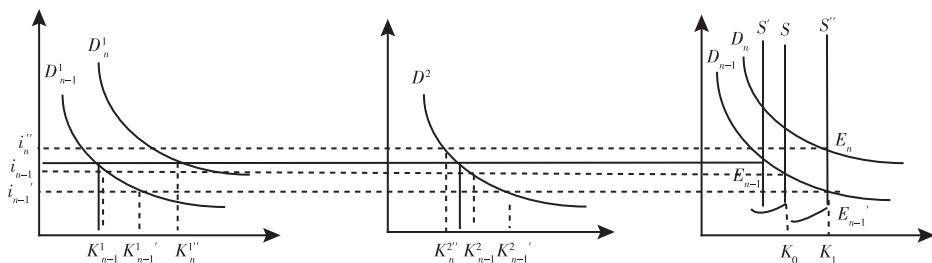


图2 货币政策改变下不同部门及均衡市场资金需求曲线变化

资料来源: 本文绘制

2) 货币供给减少的情形。为减缓扭曲部门的扩张, 中央银行可能会选择紧缩的货币政策, 如图2所示, 为了避免与货币扩张情形混淆, 本文用实线表示变动后的各变量的位置, 可以观察到, 当货币供给曲线从  $S$  左移, 变为  $S'$  时, 市场均衡利率会上升, 同时, 扭曲部门获得资金会降低, 但实体经济部门获得的资金也会降低, 这种政策显然也存在一定的弊端, 尤其是当经济处于下行区间时, 其可能会阻碍经济的恢复。

### 3. 假说提出

地方债务大部分由金融机构提供贷款的方式来完成, 地方债务扩张将会引起表内信贷规模的扩张, 同时, 由于考虑到银行资本充足率问题和控制金融风险的角度出发, 国家监管部门随后收紧了银行表内业务对地方政府融资平台等的支持<sup>③</sup>, 但随后地方政府在原有表内渠道的基础上, 又借助银信合作以及同业业务避开监管继续获得贷款, 从商业银行的资产负债表角度, 不论是上述哪种形式的贷款行为, 在发放贷款的同时也完成了其资产负债表上派生出等量存款的结果。地方政府投资的热情高涨, 考虑到其对银行信贷的干预和其提供的隐性担保, 更容易获得银行的支持, 银信合作和同业业务更是降低了政策的监管力度, 造成地方债务规模扩张和信贷资源流入的速度都十分迅速, 再加上地方政府举借债务大部分用于中长期的基础设施建设项目, 银行等金融机构要在项目期内为其持续提供贷款支持, 因此, 最终表现为 M2 的持续增长。从中央银行的角度出发, 一方面, 由于强有力的投资带来了经济产出的增加, 货币的需求旺盛; 另一方面, 商业银行持续的资产扩张以及各种金融创新活动都需要基础货币的支持。因此, 地方债务的持续扩张会倒逼中央银行实行宽松的货币政策。

上述渠道为地方债务扩张对货币政策的直接影响, 由于房地产业、地方政府融资平台以及土地的关联性, 地方债务扩张还存在影响货币政策的间接渠道。地方政府借债是以土地价值为基础, 债务偿还大多依靠土地出让和相关税收收入, 而房地产发展除了能带动其他产业发展, 还能

① 在利率和资金的符号上标加入 (仅仅是为了与上文扭曲系数增大时的模型结果进行区分), 并无其他意义。

② 扩张性货币政策下实体经济部门获得的资金量变化与总需求曲线移动的大小有关, 当移动距离不同时, 也可以导致实体经济部门获得的资金量与货币政策扩张之前相同或者略有增加, 但从相对数值观察, 扭曲部门依然获得了更多的信贷支持, 扭曲作用并未消除。

③ 银监发[2011]34号《中国银监会关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》。

提供相当额度的财政收入,因此,不论是从增加地方经济实力还是增加债务偿还能力的目的出发,地方政府都存在推高地价和房价的内在激励与现实能力(杨帆和卢周来,2010)<sup>[25]</sup>。因而,地方债务规模越大,偿还债务压力越大,就越倾向于支持房地产业的发展,使房地产部门同样具有了地方政府的信贷干预和隐性担保的特征,也易于获得足够的低成本信贷资金。同前文分析相同,房地产部门信贷资金的膨胀同样会由于资产的扩张而增加货币的供给,倒逼中央银行实行宽松的货币政策。

虽然信贷市场的需求旺盛,但中央银行需要根据实际的宏观调控目标而做出货币政策的选择。在地方债务持续扩张对货币需求的直接和间接影响下,增加了中央银行货币政策的调控难度,表现在:一方面,地方债务的过度扩张和房地产过热将增加金融机构的经营风险以及对实体经济造成的挤出效应,货币当局若选择紧缩性或者稳健偏紧的货币政策,将有助于控制地方债务的增长态势和减弱其不良经济影响,但同时又会造成实体经济的贷款成本增加,不利于实体经济发展和经济复苏,更重要的在于此举还会加大巨额存量地方债务的本息偿还难度;另一方面,货币当局若试图改善实体经济的融资困境,进一步刺激经济增长而选择宽松的货币政策,地方政府融资平台等借债主体更容易获得低成本的信贷资金,无疑将会更加促进地方债务扩张以及可能引发严重的房地产泡沫和通货膨胀风险。地方债务的扩张使央行货币政策调控在支持实体经济和控制债务扩张之间进入两难境地,缩小了央行货币政策的调控空间。具体作用机制如图3所示。

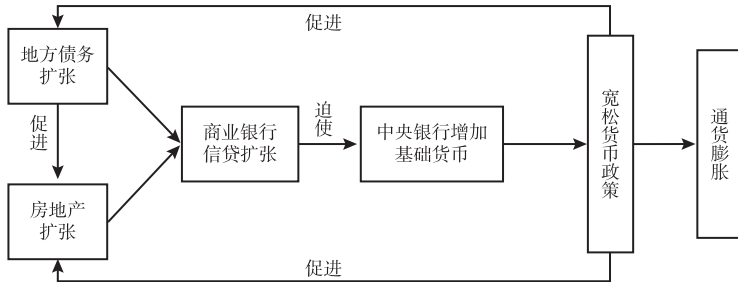


图3 地方债务扩张对货币政策调控的影响机理

资料来源:本文绘制

综合上述分析内容,本文提出如下假设:

$H_1$ :地方债务的扩张会引起商业银行的信贷扩张,迫使央行实行宽松货币政策,加大通货膨胀风险。同时,地方债务的扩张使央行货币政策调控在支持实体经济和控制债务扩张之间进入两难境地,缩小了央行货币政策的调控空间。

### 三、模型设定与数据选择

#### 1. 实证模型设定

本文采取面板VAR的方法探究地方债务对相关经济变量的动态效果,模型选择的理由在于以下三点:首先,VAR模型并不以严格的经济理论为基础,而是主要探究具有相互关系的变量,与结构化模型相比,其处理内生关系更为有效;其次,中国地方债务的快速扩张发生在金融危机前后,时间维度的样本较少,难以满足一般时间序列VAR模型的数据要求,面板VAR模型可以有效弥补数据样本上的不足;第三,也是最重要的一点,地方债务对本文研究的经济变量影响存在动态性、滞后性的特点,本文可以利用GMM估计和脉冲响应函数观察动态冲击效果。因此,以Love和Zicchino(2006)<sup>[26]</sup>使用的PVAR模型为基础,构建的模型如下:



$$Z_{it} = \beta_0 + \sum_{p=1}^n \beta_p Z_{i,t-p} + \alpha_i + e_i \quad (1)$$

其中,  $Z_{it} = (debt_{it}, estate_{it}, m2_{it}, cpi_{it})$ , 其中,  $debt_{it}$  代表地方债务规模,  $estate_{it}$  为每年房地产开发获得的贷款,  $m2_{it}$  为货币供应量,  $cpi_{it}$  为地区通货膨胀水平。需要说明的是, 我国正经历由数量型向价格型货币政策调控的转变。2000 年以后逐渐形成了以 M2 为中介目标、CPI 为最终目标的货币政策调控框架, 2012 年 9 月提出转向价格型调控<sup>①</sup>, 但仍然对数量型目标进行关注, 价格型调控框架还在改革进程中, 考虑到本研究样本区间, 依然选择关注货币供应量和通货膨胀的变量。引入通货膨胀变量的目的在于验证地方债务是否由于货币供应量的快速增长而引起物价水平的提升。各变量之间传导的逻辑在于, 模型中设定的第一个指标地方债务水平和房地产贷款为第一层级, 地方政府会由于偿债压力增大而支持房地产部门发展, 房地产企业获得贷款增多, 货币供应量则为第二层级, 验证是否由于地方债务规模增加对货币供应量增加的直接和间接作用, 而考虑到货币供应量的增加可能会提高地区的通货膨胀水平, 本文将通货膨胀率设为第三层级。同时, 在理论分析部分, 货币供应量的增加还会引起地方债务和房地产信贷的进一步扩张, 在模型中也同样要进行验证。

## 2. 样本选取与数据说明

本文利用中国大陆(不含西藏自治区和港澳台地区)30 个省份的数据建立面板 VAR 模型, 考虑到数据的可得性和本文研究目的, 选取的时间区间为 2010—2017 年。其中, 债务数据利用地方政府负有偿还责任的地方债务余额衡量, 房地产开发获得的贷款为房地产开发企业资金来源中来自国内贷款的部分, 货币供应量由于没有省级层面数据, 参考丁文丽(2006)<sup>[27]</sup>的做法, 利用各省份年度存款余额作为替代, 通货膨胀率采用各省份居民消费价格指数(上年 = 100)衡量。时间区间选择在 2010—2017 年, 主要是考虑到审计署及各地区审计局在 2010 年公布了官方统计口径的地方债务数据, 且 2010 年之后地方债务增长迅速, 也进入了债务偿还时期, 综合考虑地方债务增长阶段和数据可信度, 时间跨度为 2010—2017 年。各变量的符号表示及指标选取如表 1 所示。本文的原始数据主要来源于历年《中国金融年鉴》、各省份审计部门的地方债务审计数据、财政预决算报告以及 Wind 数据库等, 对部分数据进行了计算处理。

表 1 各变量的符号表示和指标选取

变量符号	变量名称	指标说明	单位
<i>debt</i>	地方政府负有偿还债务额	地方政府负有偿还债务额	亿元
<i>M2</i>	货币供应量	各省金融机构存款总额	亿元
<i>estate</i>	房地产开发获得的贷款	房地产开发企业的国内贷款资金	亿元
<i>cpi</i>	通货膨胀率	居民消费价格指数	%

资料来源: 本文整理

为降低异方差影响, 对部分变量取对数。描述性统计如表 2 所示。

表 2 各变量的描述性统计

变量符号	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>lndebt</i>	240	8.063	0.749	5.918	9.395

① 2012 年 9 月, 《金融业发展与改革“十二五”规划》明确提出: “在继续关注货币供应量、新增贷款等传统中间目标的同时, 发挥社会融资规模在货币政策制定中的参考作用, 推进货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主转型。”

续表 2

变量符号	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>lnm2</i>	240	7.811	0.711	6.003	9.638
<i>lnestate</i>	240	5.897	1.104	2.840	8.315
<i>cpi</i>	240	102.659	1.337	100.567	106.338

资料来源:本文整理

## 四、实证结果分析与讨论

### 1. 实证结果分析

对 Panel VAR 模型的估计,本文选用的是连玉君编译的程序包 PVAR2 程序,所有的程序运行都基于 Stata13.1 软件。

(1) 平稳性检验。本文选用三种常用的检验方法,表 3 的检验结果显示,*lndebt*、*lnestate*、*lnm2* 和 *cpi* 四个变量均拒绝了零假设。

表 3 序列平稳性检验

检验方法	<i>lndebt</i>	<i>lnestate</i>	<i>lnm2</i>	<i>cpi</i>
LLC 检验	-11.767*** (0.0000)	-4.811*** (0.0000)	-18.977*** (0.0000)	-13.647*** (0.0000)
IPS 检验	-1.717** (0.0430)	-1.743** (0.0370)	-1.613* (0.0534)	-5.824*** (0.0000)
ADF-Fisher 检验	84.299** (0.0210)	174.635*** (0.0000)	108.691*** (0.0001)	155.317*** (0.0000)

注:括号内为各统计量对应的 *P* 值;\*\*\*、\*\* 和 \* 分别代表在 1%、5% 和 10% 的置信水平下显著

资料来源:本文整理

(2) 滞后阶数选择。本文选取的数据为平衡面板数据,得出的检验结果如表 4 所示,滞后阶数为 1 时,AIC、BIC 和 HQIC 的值均为最小,最优滞后阶数为 1。Holtz-Eakin 等(1998)<sup>[28]</sup> 提出在面板 VAR 模型中, $T \geq m + 3$  时,可以估计模型参数; $T \geq 2m + 2$  时,可以估计稳态下的滞后项参数,本文时间序列长度为  $T = 8$ ,滞后阶数  $m = 1$ ,上述两个条件均满足,可以使用面板 VAR 模型进行实证分析。

表 4 PVAR 滞后阶数检验结果

滞后阶数	AIC	BIC	HQIC
1	3.922*	6.334*	4.900*
2	4.483	7.534	5.723
3	6.869	10.772	8.454

注:\* 代表在 10% 的置信水平下显著

资料来源:本文整理

(3) 脉冲响应分析。经过对滞后阶数的选择,本文得到了相应的估计结果和脉冲响应函数。如图 4 ~ 图 10 展示的是脉冲相应函数的部分结果,下面将具体分析脉冲响应函数反映结果的经济含义。

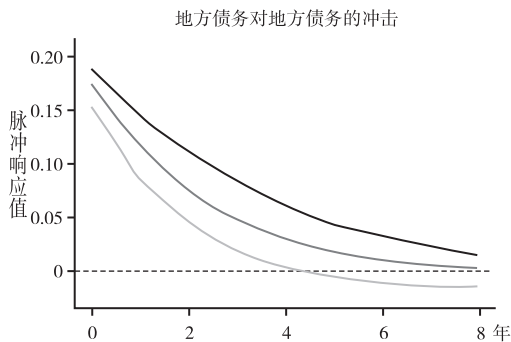


图4 地方债务对地方债务的冲击效应

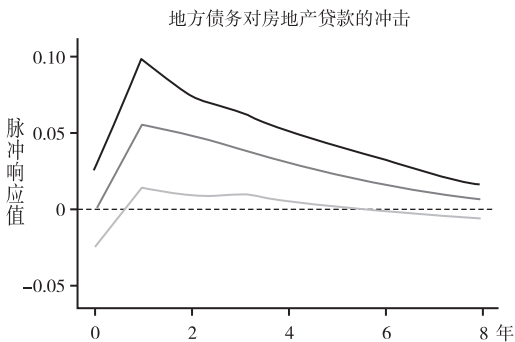


图5 地方债务对房地产贷款的冲击效应

注:横轴为冲击的滞后年数,中间曲线为脉冲响应函数曲线,上下两侧为95%的置信区间;Monte Carlo模拟500次得到  
资料来源:本文绘制

首先,图4的结果显示,地方债务扩张大约在第6期之前一直存在明显的正向冲击,说明地方债务扩张具有惯性,前期的债务增长会影响到下期债务增长,这点符合常理。图5的结果显示,地方债务扩张对房地产贷款存在冲击效应,在第1期达到最大冲击,随后正向冲击的作用力度呈现递减的趋势,但保持持续的正向冲击效果,这说明,地方债务规模的扩大会持续增加房地产市场获得的贷款额度,可能的原因在于现阶段地方债务的偿还主要依靠土地财政收入的方式<sup>①</sup>,不仅包括土地出让金,还包括发展房地产能够带来的高额税收收入<sup>②</sup>,债务偿还压力的增大会激励地方政府推高地价和房价,并增加对房地产市场发展的依赖,使房地产市场获得更多的信贷支持。

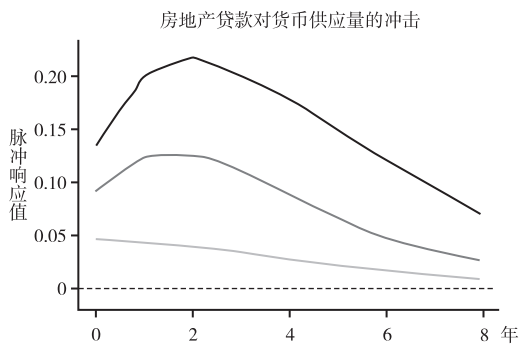


图6 地方债务对货币供应量的冲击效应

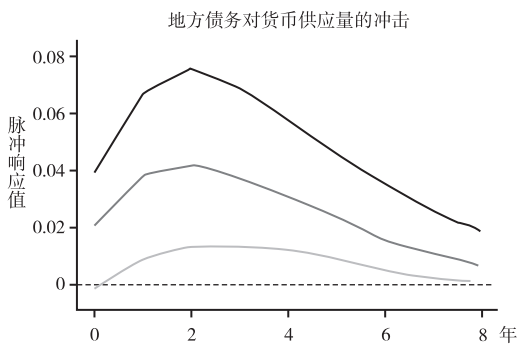


图7 房地产贷款对货币供应量的冲击效应

注:横轴为冲击的滞后年数,中间曲线为脉冲响应函数曲线,上下两侧为95%的置信区间;Monte Carlo模拟500次得到  
资料来源:本文绘制

图6的结果显示,地方债务对货币供应量的冲击效果也很明显,在第0期(当期)就存在正向影响,第2期达到峰值,随后作用力度开始减小,在第8期左右逐渐趋近于0,说明地方债务的扩张会由于贷款规模的扩张而派生出更多存款,增加货币供应量,且由于债务规模逐渐加大,其对经济系统的影响时间和作用也逐步延长和加深,该结果也与吴盼文等(2013)<sup>[16]</sup>的研究结果保持一致。图7的结果显示,房地产贷款对货币供应量的冲击效果同样很明显,在第2期正向冲击最为明显,之后正向作用开始降低,在第8期左右开始趋近于0,也存在较长的作用时间,但作用力

① 2012年审计署对地方债务的审计中发现,在被审计调查的市级政府中,承诺以土地收入来偿债的占比高达81%,县级政府也超过50%。[http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-04/15/c\\_126389730.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-04/15/c_126389730.htm)。

② 2014年,全国税收收入接近12万亿元,房地产业贡献了约1.65万亿元,成为纳税额最多的行业。

度要低于地方债务的直接冲击效果。因此,地方债务的扩张通过直接和间接两条途径影响着货币供应量的增加。从中央银行的角度出发,大规模的投资带来经济产出增加而货币的需求旺盛,商业银行持续的资产扩张以及各种金融创新活动也需要基础货币的支持,会倒逼中央银行实行宽松的货币政策。这也体现在2010—2017年全国地方政府负有偿还责任债务余额几乎与M2保持一致的增长速度。

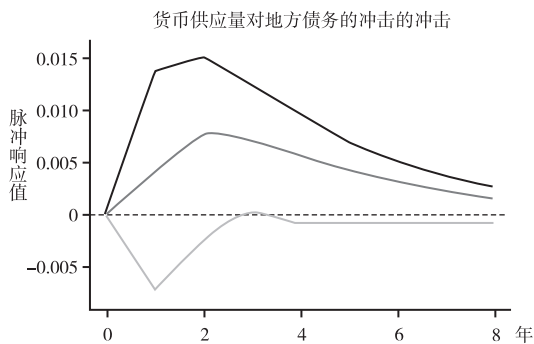


图8 货币供应量对地方债务的冲击效应

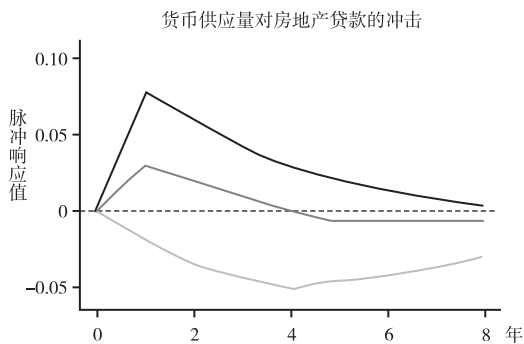


图9 货币供应量对房地产贷款的冲击效应

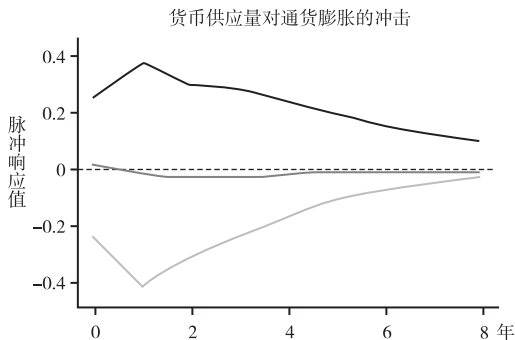


图10 货币供应量对通货膨胀的冲击效应

注:横轴为冲击的滞后年数,中间曲线为脉冲响应函数曲线,上下两侧为95%的置信区间;Monte Carlo模拟500次得到

资料来源:本文绘制

图8和图9显示了货币供应对地方债务和房地产部门的冲击效果。货币供应对前者的正向冲击效果明显,在第2期达到最大值,之后作用开始递减,对房地产部门的贷款也呈现类似的冲击效果,在第1期达到最大值,之后作用开始递减,第4期趋近于0,冲击效果要小于对地方债务的影响,说明宽松的货币政策环境有助于地方债务和房地产市场的进一步扩张,从而形成一个“债务扩张—货币扩张”的加速效应,这有助于解释我国地方债务持续扩张和货币供应量同样持续增加的现象。当然,宽松货币政策能够促进地方债务增长和房地产市场发展是符合经济学原理的,这点毋庸置疑,但问题在于这种循环加速的模式对其他部门的信贷造成了挤出效应,而且蕴含了极大的金融风险。

前文的模型推导结论说明,在地方政府的信贷干预下,实体部门获得的信贷资源会减少,但由于数据的限制,难以获得省级层面实体部门或单个行业获得的信贷资金数据,但借助全国层面的信贷数据可以窥见一斑。2011—2016年,全国制造业行业的贷款余额增速持续降低,分别为20.65%、14.39%、10.39%、3.37%、4.56%和1.53%<sup>①</sup>,而与地方债务密切相关的基础设施

① 数据来源:Wind数据库。

行业<sup>①</sup>和房地产行业贷款余额的增速始终保持上升趋势,虽然在2016年稍有下降,但其绝对量依然十分巨大,说明基础设施行业(地方债务的主要投向)和房地产市场吸收了越来越多的新增贷款资金,而陈彦斌等(2015)<sup>[9]</sup>的测算结果也表明,金融危机后,信贷扩张中至少有一半的资金流向了房地产市场和地方政府投融资平台。

图10显示了货币供应量对通货膨胀的冲击效果并不显著,仅在第0期内有一个短暂的、微小的正向冲击效果,长期并没有导致明显的通货膨胀,这似乎是经典经学理论中的一个怪现象,但恰恰能说明更多的信贷资金并没有流入实体经济,而是流向了基础设施建设和房地产部门,更多的流动性被沉淀在上述扭曲部门,货币的流通速度下降,根据费雪方程式,即使 $M$ 增大,在 $V$ 降低的条件下, $P$ 也不会明显上升。金融危机以后,中国货币流通速度从2008年的0.67下降到2016年的0.48,诸多现实的经济数据和现象都表明,我国信贷规模的扩大并未体现在实体经济获得信贷资源的增加,而是更多地流向了扭曲部门,“脱实向虚”的现象日渐严重,一方面证实了扭曲现象在中国确实存在;另一方面也可以解释为何在信贷扩张下,我国仍然保持低的通货膨胀率却同时面临资产价格的大幅上涨,然而需要指出的是,扭曲部门对信贷资源的吸收并不能消化通货膨胀风险,潜在的通货膨胀风险仍在不断累积,如若发生房地产泡沫,通货膨胀的发生也在所难免,巨额的资金流入实体经济,带来的通货膨胀将更为强烈。

(4)方差分解。表5给出了方差分解结果。对于地方债务的波动,其对自身波动的解释率最高,未来1期,只有自身的冲击会对其产生影响,在第4期和第8期的贡献率分别占了80.5%和73.9%,其次是货币供应量的影响较为明显,在第8期占到了15.3%,而其他两个变量对地方债务波动的影响贡献较低,这与脉冲响应的结果相近,说明了货币供应量会对地方债务增长产生不可忽视的影响。对于房地产企业获得的贷款,其自身的解释能力最强,在第8期,除了自身因素以外,地方债务和货币供应量的影响也较为明显,与脉冲分析结果也类似,地方债务的影响时间较长,而货币供应量在第4期基本保持稳定。对于货币供应量,除自身具有很强的解释力以外,地方债务和房地产贷款的影响也较为明显,在第8期分别达到13.6%和10.5%,比较而言,地方债务的直接影响要大于间接影响。对于通货膨胀,其波动几乎完全可以由自身解释,货币供应量的变化几乎没对通货膨胀率产生什么影响,这与脉冲响应分析的结果基本一致。

表5 方差分解分析

变量	期数	<i>debt</i>	<i>estate</i>	<i>m2</i>	<i>cpi</i>
<i>debt</i>	1	1.000	0.000	0.000	0.000
	4	0.805	0.054	0.101	0.039
	8	0.739	0.049	0.153	0.059
<i>estate</i>	1	0.000	1.000	0.000	0.000
	4	0.102	0.734	0.145	0.020
	8	0.124	0.712	0.146	0.018
<i>m2</i>	1	0.017	0.000	0.983	0.000
	4	0.105	0.084	0.785	0.026
	8	0.136	0.105	0.733	0.026

① 基础设施行业参照审计署公布的地方债务主要投向和政府的事权划分,电力、燃气及水的生产和供应业;交通运输、仓储和邮政业;科学研究、技术服务和地质勘查业;水利、环境和公共设施管理业;教育;卫生、社会保障和社会福利业以及公共管理和社会组织七个行业。

续表 5

变量	期数	<i>debt</i>	<i>estate</i>	<i>m2</i>	<i>cpi</i>
<i>cpi</i>	1	0.021	0.012	0.000	0.967
	4	0.021	0.016	0.000	0.963
	8	0.021	0.016	0.001	0.962

资料来源:本文整理

(5) 格兰杰因果检验。从表 6 可以看出,地方债务扩张与货币供应量之间存在呈现出双向因果关系,分别以 0.008 和 0.046 的概率拒绝了原假设,即地方债务扩张会导致货币供应量的增加,货币供应量的增加也会刺激地方债务的进一步扩张;地方债务与房地产贷款之间存在单向因果关系,即地方债务扩张会导致房地产贷款增加,可能的原因是债务偿还压力的增大会使地方政府增加对房地产市场发展的依赖,使房地产市场获得更多的信贷支持,但房地产行业获得贷款的增加并不是地方债务扩张的原因,可能原因要更多归于制度层面,如晋升锦标赛制度、分权制度等(陈宝东和邓晓兰,2017)<sup>[24]</sup>。而房地产贷款与货币供应量之间也存在双向因果关系,但由于其在 10% 的显著性水平下被拒绝,故要弱于地方债务与货币供应量之间的双向因果关系,这与前文的方差分解分析结果相似。最后,货币供应量与通货膨胀并不存在明显的因果关系,一个可能的原因是由于信贷的扭曲造成了“脱实向虚”现象,信贷资金较多沉淀在地方债务和房地产部门。

表 6 格兰杰因果检验

变量	因果关系	卡方	自由度	P 值
<i>debt</i>	<i>estate</i> 不是原因	1.6338	1	0.201
	<i>m2</i> 不是原因	7.1169	1	0.008
	<i>cpi</i> 不是原因	0.1849	1	0.667
	<i>all</i> 不是原因	7.3064	3	0.063
<i>estate</i>	<i>debt</i> 不是原因	4.3184	1	0.038
	<i>m2</i> 不是原因	3.7900	1	0.052
	<i>cpi</i> 不是原因	1.1836	1	0.277
	<i>all</i> 不是原因	6.6654	3	0.083
<i>m2</i>	<i>debt</i> 不是原因	3.9914	1	0.046
	<i>estate</i> 不是原因	3.5431	1	0.073
	<i>cpi</i> 不是原因	1.1580	1	0.282
	<i>all</i> 不是原因	7.1041	3	0.069
<i>cpi</i>	<i>debt</i> 不是原因	0.0138	1	0.907
	<i>estate</i> 不是原因	0.1698	1	0.680
	<i>m2</i> 不是原因	0.0016	1	0.968
	<i>all</i> 不是原因	1.0101	3	0.799

资料来源:本文整理

综上,地方债务的持续扩张改变了信贷资源的分配流向,一方面是债务的自我循环膨胀和房地产市场的过热发展;另一方面,则是实体经济发展动力不足,积累了一定的金融和经济风险。央行

货币政策在“稳增长”和“控风险”之间做出艰难的选择,从“稳增长”的目的出发,可能需要提供一个相对宽松的货币环境,达到继续支持基础设施投资项目的开展以及改善实体部门经济的融资困境,但地方政府信贷干预和隐性担保的存在,将造成政策的效果大打折扣,甚至引致更为严重的金融和经济风险;从“控风险”的目的出发,可能需要提供一个偏紧的货币环境,有利于控制债务规模的继续膨胀和房地产市场的过热,但这无疑又加重了实体经济部门的融资难度,同时又会增大地方政府的还债压力。因此,总量型的货币政策调控思路目前并不能解决经济发展的难题,需要保持相对稳健的货币总量政策基础上,借助结构性货币政策的配合,一定程度上缓解实体经济部门的困境,缓解经济发展的结构性矛盾。造成货币政策选择困境的根本原因并非在于债务扩张本身,而是债务扩张背后的扭曲行为——信贷干预和隐性担保,更是直指我国目前的财政分权和金融分权制度的设计,改变目前货币政策选择困境的最重要和根本手段还是需要分权制度进行调整。至此,前文提出的假说就得到了证实。

### 五、结论与政策建议

中国地方债务的形成与金融系统的信贷支持存在很紧密的联系,因此,随着地方债务规模的扩张,除了对债务风险的担忧,其对货币政策调控同样产生了影响,本文在理论分析的基础上,基于中国大陆(不含西藏自治区和港澳台地区)30个省份2010—2017年的面板数据,利用面板VAR模型分析了地方债务扩张对货币政策调控相关变量的冲击效应,得到了如下的结论:1)地方债务的扩张会引起商业银行的信贷扩张,迫使央行实行宽松货币政策;2)在宽松的货币政策条件下,由于地方政府的信贷干预,地方债务会加速膨胀,形成“债务扩张—货币扩张”的循环模式,降低了央行的货币政策调整空间;3)地方债务规模的扩张并没有引起物价水平的上升,原因在于扩张的信贷资源更多地被地方债务和房地产市场所占而没有进入实体经济,产品市场上的流动性减少,货币的流通速度变慢,通货膨胀现象并不会发生,但通货膨胀的潜在风险依然存在。

上述结论的得出,对于政府制定地方债务管理政策和增强宏观经济调控能力具有重要的意义。基于上述结论,本文提出以下政策建议:

第一,完善财政金融体制,减少政府的信贷干预。地方债务引致金融风险最大的问题在于地方政府的信贷干预造成了信贷资源分配的扭曲,解决地方政府债务问题的关键在于从源头上控制债务的膨胀和金融机构对地方债务的过度参与。因此,一方面要通过财政体制的改革,使地方政府能够获得更高的可支配收入以及完成部分事权的上移,减少地方政府对信贷资源掠夺的冲动;另一方面,要通过金融体制的改革,加快地方性金融机构的市场化进程,降低地方政府对信贷资源掠夺的能力,发展地方债券市场,让地方政府能够通过规范化、市场化的方式借入资金。

第二,严格控制地方债务规模,继续推行地方债务置换。研究结论表明,债务偿债压力是加速扭曲现象发生的重要因素,因此,有必要继续在一段时间内实行各省份债务限额的规定,控制债务规模不再“自由”增长,而是要综合考虑地方的实际经济发展和财政收支情况,债务水平较低的省份可适当扩大地方债务规模,充分利用债务融资对经济的拉动作用;债务水平较高的省份则要将债务限额原则当作首要原则。此外,继续完成债务的置换工作,政府债务利息支出的降低有利于实体部门获得更多的信贷资源,恢复实体经济部门增长。

第三,实行稳健的货币政策,加大结构性货币政策操作。扭曲现象的存在为货币政策的调控空间和有效传导带来了困难,现阶段实体部门的资金需求强烈,从货币操作层面推行宽松的货币政策是有效的,但扭曲作用又会使宽松的货币政策无法真正服务于实体经济。因此,现阶段,适宜保持

中性的稳健货币政策,同时加大结构性货币政策的实施力度,严格控制流向楼市和基础设施建设的信贷资金规模,着手引导商业银行对中小企业的放贷行为和建立相应的激励机制,继续实施并考虑加大定向降准力度,利用非对称降准、定向中期借贷便利等政策工具加大对民营、小微企业等实体经济的支持力度。

## 参考文献

- [1]李扬,张晓晶,常欣.我国国家资产负债表:理论、方法与风险评估[M].北京:中国社会科学出版社,2013.
- [2]Mckinnon,R. I. The order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy[J]. *Economica*, 1993, 60, (239): 538 - 539.
- [3]Sargent, T. and J. N. Wallace. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic [J]. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981, (5): 1 - 17.
- [4]方红生. 价格水平决定的财政理论:一个实证综述[J]. 北京:数量经济技术经济研究, 2008, (5): 146 - 154.
- [5]郭晔,黄振. 价格水平的财政决定理论:拓展与争议[J]. 北京:经济学动态, 2012, (9): 137 - 143.
- [6]张雪莹,焦健,宫红琳. 政府债务对货币政策利率规则的约束效应研究[J]. 北京:国际金融研究, 2016, (10): 28 - 36.
- [7]周月秋. 关于“货币漏出”与货币政策的思考[J]. 北京:金融论坛, 2016, (1): 3 - 15.
- [8]许祥云,施宇,邹彤彤. 什么导致了金融危机后的我国“货币迷失”现象——国内原因分析与国际经验借鉴[J]. 成都:经济学家, 2016, (10): 61 - 70.
- [9]陈彦斌,郭豫媚,陈伟泽. 2008年金融危机后中国货币数量论失效研究[J]. 北京:经济研究, 2015, (4): 21 - 35.
- [10]范小云,方才,何青. 谁在推高企业债务融资成本——兼对政府融资的“资产组合效应”的检验[J]. 北京:财贸经济, 2017, (1): 51 - 65.
- [11]Annicchiarico, B. , Government Deficits, Wealth Effects and the Price Level in an Optimizing Euro-model[J]. *Journal of Policy Modeling*, 2007, (1): 15 - 28.
- [12]杨子晖,周天芸,黄新飞. 我国财政赤字是否具有通货膨胀效应——来自有向无环图研究的新证据[J]. 北京:金融研究, 2014, (12): 55 - 70.
- [13]Kraft E, and Jankov L. Does Speed Kill? Lending Booms and Their Consequences in Croatia[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2005, (1): 105 - 121.
- [14]Cafiso G. Debt Developments and Fiscal Adjustment in the EU[J]. *Intereconomics*, 2012, 47, (1): 61 - 72.
- [15]陈宝东,邓晓兰. 公共债务货币化的宏观调控效应[J]. 北京:经济管理, 2017, (1): 6 - 21.
- [16]吴盼文,曹协和,肖毅,李兴发,鄢斗,卢孔标,郭凯,丁攀,徐璐,王守贞. 我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角[J]. 北京:金融研究, 2013, (12): 59 - 71.
- [17]杨艳,刘慧婷. 从地方政府融资平台看财政风险向金融风险的转化[J]. 成都:经济学家, 2013, (4): 82 - 87.
- [18]龚强,王俊,贾坤. 财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J]. 北京:经济研究, 2011, (7): 144 - 156.
- [19]胡援成,张文君. 地方政府债务扩张与银行信贷风险[J]. 北京:财经论丛, 2012, (3): 59 - 65.
- [20]伍戈,李斌. 货币数量、利率调控与政策转型[M]. 北京:中国金融出版社, 2016.
- [21]郭杰,郭琦. 信贷市场有限竞争环境中财政引发的国有部门投资的宏观影响——基于扩展RBC模型的研究[J]. 北京:管理世界, 2015, (5): 28 - 40.
- [22]盛松成,翟春. 中央银行与货币供给[M]. 北京:中国金融出版社, 2015.
- [23]李斌,伍戈. 信用创造、货币供求与经济结构[M]. 北京:中国金融出版社, 2014.
- [24]陈宝东,邓晓兰. 财政分权、金融分权与地方债务增长[J]. 北京:财政研究, 2017, (5): 38 - 53.
- [25]杨帆,卢周来. 中国的“特殊利益集团”如何影响地方政府决策——以房地产利益集团为例[J]. 北京:管理世界, 2010, (6): 65 - 73.
- [26]Love I, and Zicchino L. Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR [J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2006, 46, (2): 190 - 210.
- [27]丁文丽. 转轨时期中国货币政策效力区域非对称性实证研究——基于VAR模型的经验分析[J]. 北京:经济科学, 2006, (6): 22 - 30.
- [28]Holtz-Eakin D, Newey W, and Rosen H S. Estimating Vector Autoregressions with Panel Data[J]. *Econometrica*, 1988, 56, (6): 1371 - 1395.



# Research on the Impact of Local Debt Expansion on Monetary Policy Regulation

CHEN Bao-dong<sup>1</sup>, DENG Xiao-lan<sup>2</sup>

(1. School of Management, Xi'an Polytechnic University, Xi'an, Shaanxi, 710048, China;

2. School of Finance and Economics, Xi'an JiaoTong University, Xi'an, Shaanxi, 710061, China)

**Abstract:** After the financial crisis, China's local debt showed a rapid growth trend. People generally began to worry about the direct financial risks brought by the over-the-counter local debt and the financial risks it may cause. For the central bank's monetary policy regulation, if it actively and regulates the supply of money in a rational and comprehensive analysis of the overall economic operation, such monetary policy regulation can be considered effective. However, in the actual economic operation, the regulation of monetary policy will be interfered by other factors, and the space for the central bank to control the currency will become smaller, which may lead to financial risks and economic crises. With the expansion of local debt scale, government debt has become a major threat to China's financial stability. An important basic fact that can not be ignored is that financial institutions play an important role in the formation and expansion of China's local debt. Local governments use their ability of credit intervention to "boost the tide", which is different from the completely market-oriented financing through the local bond market. The government is insensitive to the access of credit funds, and the allocation of credit resources is distorted.

This paper establishes a two-sector dynamic partial equilibrium model for a limited competitive credit market, and explores the relationship between local government debt expansion and monetary policy regulation in the presence of credit distortions. Based on panel data of 30 provinces in mainland China (excluding Tibet Autonomous Region) from 2010 to 2017, this paper analyzes the impact of local government debt expansion on relevant variables of central bank monetary policy regulation by using panel vector autoregressive model. The empirical results show that the expansion of local debt will lead to the credit expansion of commercial banks, forcing the central bank to implement a loose monetary policy; under the loose monetary policy conditions, due to the local government's credit intervention, local government debt will accelerate the expansion, forming a "debt expansion-monetary expansion" cycle model, narrowing the central bank's monetary policy control space. Therefore, strictly controlling the scale of debt and reducing credit intervention is the key to do well in local debt management.

Therefore, we need to; First, improve the fiscal and financial system and reduce government credit intervention. On the one hand, through the reform of the fiscal system, local governments have obtained higher disposable income and completed the upward movement of some powers, reducing the impulse of local governments to seize credit resources; on the other hand, through the reform of the financial system, speeding up locality. The marketization process of financial institutions reduces the ability of local governments to seize credit resources and develop local bond markets so that local governments can borrow funds through standardized and market-based methods. Second, strictly control the scale of local debt and continue to implement local debt swaps. It is necessary to continue to implement the regulations on the debt limits of the provinces for a period of time. The scale of controlling debts will no longer be "free", but it should be linked to the actual economic development of the localities. In the provinces with lower debt levels, the scale of debts can be expanded. The use of debt financing for the economy, the provinces with higher debt levels should regard the debt limit principle as the first principle; in addition, the debt replacement work will continue to be completed, and the reduction of government debt interest expenses will help the entity to obtain more credit to restore growth. Third, it is appropriate to maintain a neutral and stable monetary policy. At the same time, we should strengthen the implementation of structural monetary policy, strictly control the scale of credit funds flowing to the real estate market and infrastructure construction, start guiding commercial banks to lend to small and medium-sized enterprises and establish corresponding incentive mechanisms, continue to implement and consider increasing targeted reduction. Strengthen the use of asymmetric benchmarking, targeted medium-term lending facilities to guide financial institutions to increase support for private, small and micro enterprises and other real economies.

**Key Words:** local government debt; credit intervention; monetary policy; panel vector auto regression

**JEL Classification:** C33, E52, E62

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2019.10.001

(责任编辑:刘建丽)