

地方政府隐性债务对商业银行系统性风险的影响机制研究

郭梦娜

贵州大学经济学院, 贵州 贵阳

收稿日期: 2024年3月29日; 录用日期: 2024年4月17日; 发布日期: 2024年5月29日

摘要

地方政府隐性债务风险传染机制对于商业银行系统性风险具有重大影响。文章采用2013~2022年上市银行和地方政府层面数据, 基于商业银行系统性风险溢出视角分析地方政府隐性债务风险传染机制, 并运用GARCH-Copula-CoVaR模型和面板回归模型实证检验地方政府隐性债务对银行系统性风险的影响以及作用机制。研究发现: 1) 地方政府隐性债务对商业银行系统性风险有显著正向效应; 2) 土地财政和影子银行在其中具有中介效应, 地方政府隐性债务可以通过增大土地财政规模、降低影子银行业务规模等渠道来增加银行的系统性风险; 3) 政策干预在地方政府隐性债务风险对商业银行系统性风险的影响中具有显著正向调节作用; 4) 异质性分析表明地方政府隐性债务对城市商业银行系统性风险的促进作用更加显著, 而地方政府隐性债务对农村商业银行的银行系统性风险影响系统性风险则具有明显抑制作用。政府可以通过深化财政体制改革, 规范土地市场流转等方式减少金融干预, 降低地方政府隐性债务风险对商业银行系统性风险的传染。

关键词

隐性债务, 银行系统性风险, GARCH-Copula-CoVaR, 风险传染

Study on the Influence Mechanism of Local Government Implicit Debt on the Systemic Risk of Commercial Banks

Mengna Guo

School of Economics, Guizhou University, Guiyang Guizhou

Received: Mar. 29th, 2024; accepted: Apr. 17th, 2024; published: May 29th, 2024

Abstract

Local government implicit debt risk contagion mechanism has a significant impact on the systemic risk of commercial banks. Based on the data of listed banks and local governments from 2013~2022, this paper analyzes the risk contagion mechanism of hidden local government debt from the perspective of commercial banks' systemic risk spillover, and empirically tests the impact of hidden local government debt on banks' systemic risk and its mechanism by using the GARCH-Copula-CoVaR model and panel regression model. The results show that: 1) the hidden debt of local government has a significant positive effect on the systemic risk of commercial banks; 2) Land finance and shadow banking have an intermediary effect. The hidden debt of local governments can increase the systemic risk of banks by increasing the scale of land finance and reducing the scale of shadow banking business. 3) Policy intervention has a significant positive moderating effect on the impact of local government implicit debt risk on the systemic risk of commercial banks; 4) Heterogeneity analysis shows that the hidden debt of local government has a more significant promoting effect on the systemic risk of urban commercial banks, while the hidden debt of local government has a significant inhibiting effect on the systemic risk of rural commercial banks. Therefore, the government should reduce financial intervention by deepening the reform of the financial system and regulating the land market circulation, so as to reduce the contagion of the hidden debt risk of local governments to the systemic risk of banks.

Keywords

Implicit Debt, Bank Systemic Risk, GARCH-Copula-CoVaR, Risk Contagion

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

近年来,党中央和政府将地方政府隐性债务风险摆到了更加突出的地位。从2021年十四五规划提出稳妥化解地方政府隐性债务,到2022年二十大报告指出守住不发生系统性风险的底线,2023年财政部在《执行报告》中更是明确强调,要遏制地方政府隐性债务增量,稳妥化解存量,坚决制止违法违规举债行为,牢牢守住不发生系统性风险的底线。虽然中国政府并未公布地方政府隐性债务具体规模,但是据国际货币基金组织估算,2022年中国隐性债务占当年GDP比例约为59.4%¹,地方政府负担较重。

自2017年提出地方隐性债务概念以来,我国出台了一系列方针政策“开前门,堵后门”,一定程度遏制了地方政府借助融资平台无序举债的态势。但在中国特殊财政金融体制下,央地财政分权以及预算软约束在面对晋升锦标赛机制时[1],使地方政府不得不“主动负债”,通过融资平台变相举借以筹措资金,拉动地区经济增长,导致地方财政收支失衡[2]、隐性债务底数不清、规模持续增长、风险过度累积。地方政府举债具有税收担保、土地质押等优势,我国“城投信仰”难以彻底改观[3],财政压力下地方政府举债冲动易与商业银行放贷冲动产生共振,诱使银行承担过高风险,银行信贷实际已成为政府融资平台主要资金来源。地方政府隐性债务复杂多样、资产层层嵌套,依然存在规模大,隐蔽性强,层次结构分布不均匀的现状。商业银行因财政关联、资金交叉等方式通过银行间网络系统接收并放大地方政府隐

¹数据来源于IMF全球债务数据库(http://www.imf.org/external/datamapper/GG_Hdebt_GDP@GDD/CHN)。

性债务风险[4]，触发系统性风险可能性陡然加剧，甚至波及到整个经济系统。

防范和化解地方政府隐性债务风险是监控系统性风险的关键。因此研究地方政府隐性债务风险传染规律，研究地方政府隐性债务风险向银行系统性风险的传染渠道并提出相关解决方案，对于防范化解地方政府隐性债务风险，缓释商业银行系统性风险，规范政府债务融资机制，推进我国经济高质量发展，具有重要理论贡献和决策参考价值。

2. 文献综述

当前学界关于地方政府债务的研究主要聚焦在地方政府债务影响效应、风险传染途径、影响方向、观察视角等方面。在影响效应方面，现有文献通过社会网络分析法的运用和实证模型的推导与检验，发现地方政府隐性债务规模对企业债务融资、经济增长和经济高质量发展均具有门槛效应，存在倒U形关系[5]，提高债务利率和银行不良贷款率[6]；而在空间上对金融风险有正向溢出效应[7]，且其引发的政治腐败、收入差距等问题也已成为制约中国高质量发展的重要因素[8]。在风险传染途径方面，地方政府“借道”融资平台、土地抵押及PPP“新马甲”等途径实现隐性债务扩张[9]，隐性债务风险主要通过市场预期、资产负债表、资产价格等多个途径向外进行传导[10]。而非金融企业中债务关联较强，地方政府债务风险易通过股权市场和债券市场进行风险传染[6][11]。在影响方向方面，现有文献通过DESG模型论证了地方政府债务扩张对系统性金融风险具有单向影响，风险的总溢出由短期风险溢出主导[12]，地方政府债务风险与金融风险相互传导，相互转化，形成“双螺旋”的风险结构[13][14]。在观察视角方面，学者基于融资平台公司的视角发现融资平台具有不合理的金融势能优势和体制约束是导致地方政府隐性债务持续增长的市场驱动因素[15][16]；基于国有企业视角发现地区间政府隐性债务风险分化趋势明显，有全局性扩散可能[17]；基于本地企业角度，债务扩张对企业投资同时具有挤入和挤出效应；基于金融系统角度，债务规模快速上升导致金融杠杆率迅速增加，从而滋生系统性金融风险[18]。

综上，现有文献对地方政府隐性债务对商业银行系统风险溢出的研究较少，本文重点探究地方政府隐性债务对商业银行系统性风险传染渠道机制，可能的边际贡献主要表现在：文章将地方政府隐性债务风险与银行系统性风险纳入一个理论框架，采用了GARCH-Copula-CoVaR模型对银行系统性风险溢出效应进行测度，从商业银行系统性风险溢出视角系统地分析地方政府隐性债务通过土地财政和影子银行业务传导渠道以及政策干预的调节效应对商业银行系统性风险的作用机制。为地方政府妥善化解债务风险，防范系统性风险提供了实证依据，丰富了已有文献对地方政府隐性债务及银行系统性风险的研究。

3. 理论机制

3.1. 地方政府隐性债务对商业银行系统性风险的影响

“财政担保”理论认为，地方政府通过地方财力为城投债提供隐性担保，是城投债定价的重要影响因素，但城投债信用利差却并没有表现出相关信息，即财政担保理论难以解释地方政府债务的风险溢价，这意味着地方政府会利用地方金融资源为隐性债务提供“金融担保”[19]。这种金融隐性分权会恶化银行系统性风险：一是地方政府隐性债务权责时空分离，债务扩张不仅会通过传统银行信贷业务增加银行信贷规模，降低银行信贷质量；也会通过银信合作和同业业务融资以规避金融监管，进而加剧银行系统性风险[20]。二是作为抵押物的重要媒介之一，地方政府隐性债务风险通过银行间同业和金融市场资产负债关联及金融体系产生跨部门传染效应、风险放大效应，造成系统性风险累积；三是由于地方隐性债务资金多用于回报率低，投资回收期长的社会基础设施建设及公益性项目，变现能力差，易造成信贷资金“绑架”，导致银行资产负债期限错配，引发银行流动性风险。实践中，自信于政府隐性担保以及行政因素，

商业银行等金融机构对于政府相关融资具有非理性判断，更加偏好政府城投平台项目，所以地方政府往往采取“借新还旧”的模式进行融资，银行流动性风险不断叠加极易加剧银行系统性风险。基于以上分析提出研究假设：

H1：地方政府隐性债务规模扩张会加剧商业银行系统性风险。

3.2. 地方政府隐性债务对商业银行系统性风险的传染渠道

3.2.1. 地方政府隐性债务风险传染渠道：土地财政

2014 年国发 43 号文件《关于加强地方政府性债务管理的意见》的出台使得地方政府无法通过融资平台直接融资，所以地方政府常常将土地作为固定资产：或是以融资平台为媒介、土地为抵押、政府信用为担保发行债券，扩张债务融资规模；或是以出让国有土地使用权的土地出让金作为固定资产投资中所需自有资金来获得银行信贷的方式，进一步放大财务杠杆、膨胀政府债务融资能力，从而形成土地抵押融资的循环模式，放大地方政府隐性债务风险[9]，有的地方甚至超过经济可持续发展水平所能偿还的临界点，出现违约风险，造成银行系统性风险的聚集。由于中国财税体制存在央地分权的问题，地方政府在土地财政政策上存在抉择困境，对我国银行系统性风险产生不良影响：一是交易活动的价格风险传导。住房和土地联动机制导致地价房价上涨，中国现行政绩考核体系对 GDP 以及固定资产投资等指标的看重进一步加剧地价房价居高不下，居民信贷压力由此不断增加，银行信用风险集聚。二是融资活动的信用风险传导，部分地方政府会将当地的土地资源以资本金的形式注入到各种融资和投资平台当中，以此作为抵押向银行贷款，必要时地方政府也会向银行提供担保，土地融资信用被过分引用，极易引发银行系统性风险。三是替代效应的经济风险传导。土地财政的繁荣会对地方实体经济产业产生挤出效应，同时土地财政的相关政策也会引导市场资本流向房地产等相关行业，造成实体经济相关风险向以银行为主体的金融系统聚集。基于以上分析提出研究假设：

H2：地方政府隐性债务规模扩张会通过土地财政加剧商业银行系统性风险。

3.2.2. 地方政府隐性债务风险传染渠道：影子银行业务

中国影子银行业务本质上以商业银行为主导，是地方政府融资平台和房地产市场的融资工具[21]，具有结构复杂、风险交织，关联风险突出、相互传染叠加的特征。自 2010 年以来，政府发布了一系列信贷收紧措施，信贷紧张使得地方财政从传统信贷渠道举债难度越来越大，所以地方政府债务融资逐渐转向影子银行渠道。债务负担率较高的地方政府通过影子银行渠道的融资规模相对更高[22]。政府部门融资需求推动了影子银行业务快速发展，成为信贷资产非信贷化通道，虽然拓宽了相关信贷资源的渠道，但由于其杠杆率高、业务链长及期限错配严重，增强了商业银行和金融机构直接和间接关联，提高商业银行对银行体系的依赖和银行风险传染性，银行风险随影子银行规模增加而上升，易成银行系统性风险爆发的导火索。基于以上分析提出研究假设：

H3：地方政府隐性债务规模扩张会通过影子银行业务加剧商业银行系统性风险。

3.3. 地方政府隐性债务风险传染的调节渠道

政策干预是指地方政府通过行政方式影响商业银行等金融机构信贷投放规模和资产投资方向来干预金融机构的资金配置。政府干预越多，商业银行等金融机构信贷效率越低，越可能加剧银行系统性风险。政策干预的调节效应机制可能有以下几个方面：一是受地方政府的影响，银行等金融机构的资金大多流向基础设施建设和公益性项目，资金规模巨大，在地方政府“借新还旧”模式影响下，地方债务规模不断增大，商业银行面临信贷违约的巨大风险，诱发银行系统性风险；二是在地方政府政策干预下，银行相关资金实质上转变为行政色彩浓厚的“财政资金”，银行对其自主调控性弱，无法通过资产负债的配

置来对冲利率等市场风险,造成风险暴露,引发银行系统性风险[20];三是银行相关资金在行政干预下流向地方政府相关项目,回收期长,在银行资产负债表中易造成期限错配,引发流动性风险聚集,最终导致银行系统性风险爆发;四是流向政府的银行资金收益率低,造成银行的盈利下降,降低了银行系统性风险的承受能力。基于以上分析提出研究假设:

H4: 政策干预可以正向调节地方政府隐性债务对商业银行系统性风险的影响。

4. 研究设计

4.1. 数据来源

文章以 2013~2022 年中国 36 家上市商业银行日收益率和年度财务数据以及中国各省地方政府隐性债务为研究数据,因为部分银行上市时间不足十年,剔除样本银行未上市前的数据。其中,各省份层面经济数据主要来自国家统计局,各省份统计局,各省国民经济和社会发展统计公报、国家外汇管理局,上市商业银行年日收益率和年度财务数据主要来自 CSMAR 数据库和 Bankscope 数据库。

4.2. 变量的定义与选择

4.2.1. 被解释变量

商业银行系统性风险溢出(Risk)。根据现有文献,学界关于金融系统性风险溢出的测度主要有宏观经济分析、前瞻性评估法、多元密度法、网络结构分析法、以及横截面法等方法,由于相较于标准正态分布来说,现实中的金融数据分布具有“尖峰肥尾”特征,CoVaR 模型可以更好测度商业银行系统性风险溢出,所以为了数据测度更加准确,文章在 CoVaR 的基础上构建 GARCH 模型,并引入 Couple 函数描述银行系统性风险中非线性相依的结构特征,采用上市银行日收益率通过 GARCH-Copula-Covar 模型计算出的 $\Delta Covar$ 衡量银行系统性风险。

4.2.2. 核心解释变量

地方政府隐性债务(Hdebt)。基于数据可得性考量,文章选取地方政府城投平台有息债务即城投债与地方 GDP 之比作为地方政府隐性债务的代理变量。因为城投债在地方政府隐性债务中占据一定比重,且与地方政府隐性债务其他来源(例如 PPP)高度正向相关,具有较好的代表性,加上地方政府债务具有不透明性,城投债数据可得性较好[12],城投债与地方国民生产总值比值可以降低规模效应影响。

4.2.3. 中介变量

一是土地财政(Lfd)。选择各省份土地出让收入自然对数作为土地财政的代理变量。土地财政(Lfd)规模越大,说明该省份的政府财政对土地财政依赖越大[23]。二是影子银行(Shadow)。选择银行买入返售金融资产净额与商业期末总资产的比值作为该商业银行影子银行业务的代理变量。该值越大,说明该银行的影子银行业务所占比例越高[24]。

4.2.4. 调节变量

政策干预(Inter)。根据现有文献选择樊纲市场化指数作为政策干预的代理变量,该比例越大,说明地方政府对于地方金融系统干预越小。

4.2.5. 控制变量

一是银行层面控制变量。采用银行规模(Scale),银行经营效率(Roa),银行杠杆水平(Lev),银行资本充足率(Cap)作为银行层面控制变量[18]。二是地区层面的控制变量。文章采取地方经济发展水平(Gdpr),通货膨胀率(Cpi),省份产业结构(Indu),地方政府财政负担(Loan)作为地区层面的控制变量[12] [20],具体如表 1 所示。

Table 1. Variable definitions and measures
表 1. 变量的定义与构造

| 变量性质 | 变量名称 | 变量符号 | 变量构造 |
|----------|-------------|--------|--------------------|
| 被解释变量 | 商业银行系统性风险溢出 | Risk | 基于分位数回归的条件风险价值 |
| 核心解释变量 | 地方政府隐性债务 | Hdebt | 城投债/地方国民生产总值 |
| 中介变量 | 影子银行 | Shadow | 买入返售金融资产净额/银行期末总资产 |
| | 土地财政 | Lfd | 土地出让收入的自然对数 |
| 调节变量 | 政策干预 | Inter | 樊纲市场化指数 |
| | 银行规模 | Scale | 银行资产的对数 |
| 银行层面控制变量 | 银行经营效率 | Roa | 银行营业利润总额/期末总资产 |
| | 银行杠杆水平 | Lev | 银行净资产与总资产之比 |
| | 银行资本充足率 | Cap | 银行资本净额/风险加权资产 |
| 地区层面控制变量 | 地方经济发展水平 | Gdpr | 地方生产总值的对数 |
| | 通货膨胀率 | Cpi | 居民消费价格指数 |
| | 省份产业结构 | Indu | 工业增加值/地方国民生产总值 |
| | 地方政府财政负担 | Loan | 公共预算收入/公共预算支出 |

4.3. 模型构建

基于理论分析所得出的假设 H1，构建面板回归基准模型，考察地方政府隐性债务对银行系统性风险可能的影响，具体如下：

$$\Delta\text{Covar}_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1\text{Hdebt}_{jt} + \alpha_{2-5}\text{Control}_{ijt} + \alpha_{6-9}\text{Contral}_{jt} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中 i 表示银行个体， j 表示省份， t 表示年份， Control_{ijt} 为银行层面的控制变量， Contral_{jt} 为地区层面的控制变量， μ_i 为个体固定效应， λ_t 为时间固定效应， ε_{ijt} 为随机扰动项，下同。

由于当下主流的三段式中介机制检验存在较强内生性问题和因果推断缺陷[25]，所以文章采用四段式中介机制模型检验，增加中介变量对被解释变量进行的回归，并进行 Bootstrap 检验和 Sobel 检验，以此来增加机制检验的可信性和完备性。基于前文理论与假设考察地方政府隐性债务规模扩张能否通过土地财政与影子银行业务加剧商业银行系统性风险。文章建立四段式中介机制模型如下：

$$M_{ijt} = \beta_0 + \beta_1\text{Hdebt}_{jt} + \beta_{2-5}\text{Control}_{ijt} + \beta_{6-9}\text{Contral}_{jt} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

$$\Delta\text{Covar}_{ijt} = \phi_0 + \phi_1M_{ijt} + \phi_{2-5}\text{Control}_{ijt} + \phi_{6-9}\text{Contral}_{jt} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

$$\Delta\text{Covar}_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1\text{Hdebt}_{jt} + \gamma_2M_{ijt} + \gamma_{3-6}\text{Control}_{ijt} + \gamma_{7-10}\text{Contral}_{jt} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

其中， M_{ijt} 为中介变量，包括土地财政代理变量 Lfd 和影子银行业务代理变量 Shadow。

基于理论分析所得出的假设 H3，考察政策干预是否可以调节地方政府隐性债务对银行系统性风险的影响，文章构建调节效应模型如下：

$$\Delta\text{Covar}_{ijt} = \varphi_0 + \varphi_1\text{Hdebt}_{jt} + \varphi_2\text{Inter}_{ijt} + \varphi_3\text{TJ} + \varphi_{4-7}\text{Control}_{ijt} + \varphi_{8-11}\text{Contral}_{jt} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

其中，Inter 是政策干预代理变量，TJ 即 $\text{Hdebt}_{jt} \times \text{Inter}_{ijt}$ 为地方政府隐性债务与政策干预的交互项。

5. 实证结论与分析

5.1. 描述性统计

为了对数据进一步研究，文章对样本数据系统梳理，相关变量描述性分析结果如表 2 所示。同时为

了避免多重共线性导致的结果估计偏差，计算变量间方差膨胀因子，结果发现 VIF 最大值为 1.89，均未超过 2，基于此判断实证模型不存在多重共线性问题。

Table 2. Results of descriptive statistics

表 2. 描述性统计

| 变量 | 样本数 | 平均数 | 中位数 | 方差 | 最小值 | 最大值 |
|--------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|
| Risk | 265 | -2.567 | -2.535 | 0.781 | -5.845 | -1.445 |
| Hdebt | 265 | 0.440 | 0.454 | 0.170 | 0.107 | 0.810 |
| Lfd | 263 | 8.140 | 7.988 | 0.695 | 6.473 | 9.456 |
| Shadow | 249 | 0.0270 | 0.0150 | 0.0380 | 0 | 0.262 |
| Inter | 265 | 9.767 | 9.512 | 1.088 | 5.567 | 12.48 |
| Size | 265 | 0.998 | 1.017 | 0.164 | 0.670 | 1.289 |
| Roa | 265 | 0.104 | 0.101 | 0.0260 | 0.0480 | 0.181 |
| Lev | 265 | 6.594 | 6.535 | 0.916 | 4.250 | 8.830 |
| Cap | 265 | 0.136 | 0.135 | 0.0190 | 0.0140 | 0.193 |
| Gdpr | 265 | 6.064 | 6.810 | 2.498 | -0.200 | 10.97 |
| Cpi | 265 | 1 | 1.001 | 0.00800 | 0.972 | 1.019 |
| Indu | 265 | 0.274 | 0.297 | 0.113 | 0.118 | 0.434 |
| Loan | 265 | 1.454 | 1.299 | 0.439 | 1.074 | 3.366 |

由表 2 可知，样本数据中不同银行之间系统性风险溢出情况相差较大；地方政府隐性债务(Hdebt)为城投平台有息债务与地方国民生产总值的比值，平均值达到 0.44，说明我国地方政府城投平台有息债务相对规模庞大，近乎地方政府 GDP 的半数，可知我国地方政府隐性债务存量规模庞大，存在较大隐患。

5.2. 基准回归检验

文章进行 F 检验和豪斯曼检验，选择混合回归模型进行基准回归，检验地方政府隐性债务对银行系统性风险的影响，根据模型(1)进行基准回归，并加入控制变量得到计量结果(2)，具体如表 3 所示。将地方政府隐性债务单独对银行系统性风险进行回归，回归系数在 1%的统计水平上显著为正；加入银行及省级层面控制变量后进行回归，地方政府隐性债务回归系数仍然在 1%的水平上显著为正，且系数绝对值增加至 0.873，说明地方政府隐性债务的规模扩张可以显著增加商业银行系统性风险溢出且银行和地区层面的相关金融变量会影响地方政府隐性债务对银行系统性风险的影响程度。假设 H1 成立。

Table 3. Benchmark regression results

表 3. 基准回归结果

| 变量 | (1) Risk | (2) Risk |
|-------|---------------------|---------------------|
| Hdebt | 0.808*** (0.250) | 0.837*** (0.298) |
| Size | | 0.818 (0.579) |

续表

| | | |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Roa | | -9.623 ^{***} |
| | | (2.617) |
| Lev | | 0.159 ^{**} |
| | | (0.062) |
| Cap | | 1.927 |
| | | (1.916) |
| Gdpr | | 0.062 ^{***} |
| | | (0.013) |
| Cpi | | -1.133 |
| | | (5.385) |
| Indu | | 1.728 ^{**} |
| | | (0.834) |
| Loan | | 0.067 |
| | | (0.080) |
| 常数项 | -2.922 ^{***} | -3.922 |
| | (0.139) | (5.570) |
| 样本量 | 265.000 | 242.000 |
| 调整 R ² 值 | 0.031 | 0.166 |

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著，括号内为标准误。

5.3. 稳健性检验

文章现通过减少模型控制变量、加入解释变量的一阶滞后变量、替换被解释变量等方式进行稳健性检验，如表 4 列(2)、列(3)和列(4)所示，检验结果均显著，说明本文的实证结果是稳健的。

Table 4. Robustness test results

表 4. 稳健性检验

| 变量 | (1) Risk | (2) Risk | (3) Risk | (4) risk |
|-------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| Hdebt | 0.837 ^{***} | 0.896 ^{***} | 5.905 ^{***} | 1.488 ^{***} |
| | (0.298) | (0.294) | (1.815) | (0.515) |
| Size | 0.818 | 0.885 [*] | 1.299 ^{**} | 1.580 |
| | (0.579) | (0.525) | (0.647) | (0.995) |
| Roa | -9.623 ^{***} | -9.218 ^{***} | -12.345 ^{***} | -17.126 ^{***} |
| | (2.617) | (2.421) | (3.105) | (4.526) |
| Lev | 0.159 ^{**} | 0.192 ^{***} | 0.246 ^{***} | 0.275 ^{**} |
| | (0.062) | (0.059) | (0.078) | (0.107) |
| Cap | 1.927 | | 1.284 | 4.321 |
| | (1.916) | | (1.972) | (3.129) |

续表

| | | | | |
|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------------------|---------------------|
| Gdpr | 0.062*** (0.013) | 0.064*** (0.012) | 0.089*** (0.020) | 0.103*** (0.021) |
| Cpi | -1.133 (5.385) | | -4.510 (6.107) | -0.715 (9.326) |
| Indu | 1.728** (0.834) | 1.906** (0.826) | 1.790* (1.021) | 2.874** (1.439) |
| Loan | 0.067 (0.080) | | 0.199 (0.233) | 0.094 (0.140) |
| L.Hdebt | | | -5.308*** (1.757) (0.561) | |
| 常数项 | -3.922 (5.570) | -5.092*** (0.977) | -1.708 (5.819) | -8.201 (9.627) |
| 样本量 | 242.000 | 244.000 | 219.000 | 242.000 |
| 调整 R ² 值 | 0.134 | 0.142 | 0.161 | 0.131 |

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著，括号内为标准误。

5.4. 机制检验

5.4.1. 中介效应检验

基于模型(2)~(4)对地方政府隐性债务进行传导渠道检验。结果如表 5 所示，列(1)~(4)反映了地方政府隐性债务影响土地财政的中介机制回归结果。可以看到，列(2)反映了地方政府隐性债务对土地财政的回归系数在 1%的统计水平下显著为正，列(3)、(4) Lfd 回归系数均显著为正，表明土地财政规模增加会显著提高商业银行系统性风险。即地方政府隐性债务规模上升会通过增加土地财政规模来提高商业银行系统性风险，假设 H2 成立。

Table 5. Results of mediation effect test

表 5. 中介效应检验

| 变量 | (1) Risk | (2) Lfd | (3) Risk | (4) Risk | (5) Risk | (6) Shadow | (7) Risk | (8) Risk |
|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Hdebt | 0.837*** (0.298) | 1.611*** (0.208) | | 0.341 (0.444) | 0.837*** (0.298) | -0.015* (0.009) | | 0.803** (0.392) |
| Lfd | | | 0.387*** (0.141) | 0.329** (0.144) | | | | |
| Shadow | | | | | | | -3.923* (1.995) | -3.617* (1.986) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 常数项 | -3.922 (5.570) | 7.427** (3.325) | -6.471 (6.204) | -6.821 (6.682) | -3.922 (5.570) | 0.489** (0.238) | -0.608 (6.976) | -2.947 (7.019) |
| 样本量 | 242.000 | 240.000 | 240.000 | 240.000 | 242.000 | 227.000 | 227.000 | 227.000 |
| 调整 R ² 值 | 0.134 | 0.763 | 0.155 | 0.154 | 0.134 | 0.115 | 0.136 | 0.149 |

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著，括号内为标准误。

表 5 列(5)~(8)报告了影子银行业务在地方政府隐性债务风险传染过程中作为中介变量的回归结果。列(6)表明地方政府隐性债务对影子银行的回归系数在 10% 的统计水平下显著为负, 列(7)~(8)结果中影子银行回归系数均在 10% 的统计水平下显著为负, 可知地方政府隐性债务对地方影子银行具有显著负向影响, 影子银行对银行系统性风险具有显著负向影响, 与理论分析有较大出入。这可能是因为在存在大规模刚性资金需求时, 面对期限短, 利息高的影子银行业务资金, 地方政府隐性债务倾向于选择土地财政等其他具有相对长期稳定的资金来源; 影子银行风险对银行系统性风险传导具有门槛效应, 影子银行业务规模与银行系统性风险呈 U 型关系, 少量适度的影子银行业务规模有助于增强银行体系稳定性, 影子银行业务规模超过一定阈值后才会降低银行体系稳定性[26] [27]。所以地方政府隐性债务可以通过作用影子银行业务来影响商业银行系统性风险, 即地方政府隐性债务规模的增加会使得影子银行业务降低, 从而增大银行系统性风险; 且回归结果通过 Bootstrap 检验, 说明地方影子银行在地方政府隐性债务对银行的系统性风险影响中存在部分中介效应。假设 H2 和 H3 成立。

5.4.2. 调节效应检验

为了验证政府干预在地方政府隐性债务对银行的系统性风险影响是否存在调节效应, 基于模型(5)进行回归, 具体计量结果如表 6 列(1)、(2)所示。列(2)地方政府隐性债务与政府干预的交乘项系数在 5% 的统计水平下显著为负, 可知市场化指数越高, 政府干预程度越低, 在地方政府隐性债务影响商业银行系统性风险的调节作用越低, 因此政府干预具有正向调节作用。假设 H4 成立。

Table 6. Adjustment effect test results

表 6. 调节效应检验

| 变量 | (1) | (2) |
|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 基准回归 | 调节效应 |
| Hdebt | 0.837*** (0.298) | 4.435** (1.723) |
| Inter | | 0.197* (0.108) |
| TJ | | -0.339** (0.163) |
| 控制变量 | 是 | 是 |
| 常数项 | -3.922 (5.570) | -6.297 (5.601) |
| 样本量 | 242.000 | 242.000 |
| 调整 R ² 值 | 0.134 | 0.135 |

注: *, **, ***分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 括号内为标准误。

5.5. 异质性检验

基于基准回归结果, 将商业银行数据按照银行性质分为城市商业银行、国有商业银行、农村商业银行和股份制商业银行, 并对其进行分组回归, 探究地方政府隐性债务对不同类型银行系统性风险的影响程度差异, 具体实证结果如表 7 所示。

Table 7. Heterogeneity test result
表 7. 异质性检验

| 变量 | (1) 城市商业银行 | (2) 国有商业银行 | (3) 农村商业银行 | (4) 股份制商业银行 |
|---------------------|--------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Hdebt | 1.026** (0.512) | 4.649 (4.824) | -6.195*** (1.237) | 1.993 (1.697) |
| 控制变量 | 是 | 是 | 是 | 是 |
| 样本量 | 79 | 49 | 41 | 73 |
| 调整 R ² 值 | 0.072 | 0.042 | 0.800 | 0.219 |

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著，括号内为标准误。

表 7 结果表明地方政府隐性债务对城市商业银行系统性风险的影响在 5%的统计水平下显著为正，说明地方政府隐性债务规模扩张能够显著增加城市商业银行的系统性风险。地方政府隐性债务对国有银行和股份制银行系统性风险并不显著，这可能是因为国有银行和股份制银行业务范围覆盖面大，受地方政府隐性债务的影响小。而地方政府隐性债务对农村商业银行的系统性风险影响在 1%的统计水平下显著为负，表明地方政府隐性债务的增加会显著降低农村商业银行系统性风险，这可能是因为地方政府债务发行一般不由农村商业银行代理，农村商业银行相较于其他商业银行涉及相关业务较少；我国自十八大以来，脱贫攻坚和乡村振兴是我国地方政府的主要工作，地方债务资金较大部分下沉到地方农村，农村商业银行可以获得地方政府资金的支持，从而降低了系统性风险。实证结果进一步验证了假设 H1。

6. 研究结论与政策建议

6.1. 研究结论

文章通过地方政府隐性债务对商业银行系统性风险的影响及其作用机制进行理论分析，同时选取 2013~2022 年中国 36 家上市商业银行日收益率和相关年度财务数据进行实证检验。文章结论如下：1) 地方政府隐性债务规模扩张会加剧商业银行系统性风险。2) 地方政府隐性债务可以通过增加土地财政，降低影子银行业务增加商业银行系统性风险。3) 政府干预在地方政府隐性债务对银行的系统性风险影响中存在正向调节效应作用 4) 地方政府隐性债务对不同性质的商业银行的系统性风险影响各异，相较于股份制商业银行和国有商业银行，地方政府隐性债务对城市商业银行系统性风险的促进作用更加显著，而对农村商业银行的系统性风险具有明显抑制作用。文章通过减少模型控制变量、加入一阶滞后核心解释变量为工具变量、替换被解释变量等方式进行稳健性检验，结果表明文章的实证结果是稳健的。

6.2. 政策建议

根据文章分析与所得出的结论，就如何推动地方政府隐性债务化解从而降低商业银行系统性风险文章给出以下政策建议。

第一，深化财税金融体制改革，建立长效监督制度监管。一是推动财政金融协同改革，部门要加快推进中央和地方政府之间权责匹配的财政体制改革，完善政府间转移支付制度。二是加强政府债务额度管理，提高地方政府城投债等隐性债务的透明度，控制地方政府隐性债务的规模，建立长效监督制度，推进穿透式监管。

第二，规范土地市场流转，推进影子银行治理。一是推进土地财政制度改革，规范土地市场化流转机制，加大对土地出让交易监管，进一步完善税制，逐渐降低地方政府对土地财政的依赖程度。二是健

全多样化影子银行监管体系,完善影子银行信息披露机制,统一影子银行统计口径,科学评估与监测影子银行业务规模和风险水平,完善影子银行风险预警机制,阻断影子银行风险跨部门、跨区域传染渠道。三是努力夯实地方政府财政实力,推动地方政府融资平台转型,提高政府投融资能力,减少对政府隐性债务的依赖。

第三,明确职责划分,减少政府金融干预。一是科学分工并明确责任划分,建立风险预警与全局性协调机制。二是监管部门应完善银行治理框架,确保信贷投资决策独立性,加强投融资创新,严格按照商业化、市场化进行融资,严控金融机构放款的“闸口”,减少政府对金融机构的行政干预,降低财政金融化对银行信贷配置效率的不利影响。

第四,实施差异化金融监管,落实政策要求。一是金融监管部门要健全差异化金融监管体系,探索灵活有效的分级分类管理方法,对不同类型、不同性质的金融机构进行差异化管理,重点关注城市商业银行。二是建立与市场相适应的信贷审批机制,对项目贷款进行整体分析评估与监督,严格把控金融机构资金流向,防范“财政资金”现象出现。

参考文献

- [1] 毛捷,刘潘,吕冰洋.地方公共债务增长的制度基础——兼顾财政和金融的视角[J].中国社会科学,2019(9):45-67+205.
- [2] 崔军,颜梦洁.“营改增”对地方政府隐性债务规模的影响[J].江西社会科学,2023,43(6):5-16+206.
- [3] 钟宁桦,陈姗姗,马惠娴,等.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021(4):5-23.
- [4] 熊琛,周颖刚,金昊.地方政府隐性债务的区域间效应:银行网络关联视角[J].经济研究,2022,57(7):153-171.
- [5] 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(4):100-115.
- [6] 王彦超,吴雨珊,刘芷蕙,等.宏观审慎、地方政府隐性债务监管与系统性风险防范——基于微观企业风险的网络传导机制研究[J].中国工业经济,2023(8):23-41.
- [7] 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(2):14-26+155-156.
- [8] 李猛.劳资关系与政府债务走势——基于马克思主义政治经济学的解释[J].中国人口科学,2017(4):111-122.
- [9] 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(3):10-18.
- [10] 李伟,王一鸣,等.打好防范化解重大风险攻坚战:思路与对策[J].管理世界,2018,34(1):1-15.
- [11] 吴德胜,曹渊,汤灿,等.分类管控下的债务风险与风险传染网络研究[J].管理世界,2021,37(4):35-54.
- [12] 方意,黄杏,贾妍妍.地方政府债务风险溢出效应研究[J].经济理论与经济管理,2023,43(3):40-53.
- [13] 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(4):19-38.
- [14] 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.
- [15] 吉富星,刘兆璋,徐浩然.融资平台市场化转型面临的困境和可行路径研究[J].经济纵横,2023(5):98-108.
- [16] 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(9):37-59.
- [17] 张晓燕,张文杰.地方政府隐性债务风险传染及治理机制——基于国有企业的视角[J].财经科学,2023(4):34-49.
- [18] 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(7):49-72.
- [19] 吴文锋,胡悦.财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据[J].中国社会科学,2022(8):143-162+207.
- [20] 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(2): 67-78.
- [21] Chen, K.J., Ren, J. and Zha, T. (2018) The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China. *American Economic Review*, **108**, 3891-3936. <https://doi.org/10.1257/aer.20170133>
- [22] 张平, 张丽恒, 刘灿. 我国省级地方政府债务风险影子银行化的成因、途径及其控制[J]. 理论探讨, 2016(6): 73-78.
- [23] 辛冲冲, 徐婷, 周菲. 被动之举还是主动为之——基于纵向财政不平衡与地区竞争对土地财政依赖影响的再解释[J]. 经济学家, 2021(4): 30-40.
- [24] 蒲丹琳, 鄢翥, 肖小丹. 审计质量对影子银行业务风险的影响研究——基于中国商业银行数据的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2021, 42(6): 103-110.
- [25] 江艇. 因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J]. 中国工业经济, 2022(5): 100-120.
- [26] 张鹏, 刘力臻, 刘砾丹. 影子银行、地方政府债务与系统性金融风险间的动态关联性及非对称性传导[J]. 社会科学家, 2023(3): 77-85.
- [27] 李春肖, 田盛丹. 影子银行与银行体系稳定性——基于类信贷影子银行业务视角的实证分析[J]. 新金融, 2023(4): 54-59.