

# 城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险

张 鹏

**摘要** 稳妥有效防控地方债务和银行系统风险,对于实现稳增长和经济高质量发展至关重要。近年来,地方政府债务尤其是以城投平台为主要载体的隐性债务持续扩张,成为中国系统性金融风险的重要来源,集中体现为财政与金融风险的相互溢出。实证分析发现:从静态溢出效应来看,城投平台债务、地方政府债务和银行系统性风险之间存在较强的联动关系,且城投平台债务在风险溢出网络中处于信息先导地位;从动态溢出效应来看,城投平台债务是风险的净输出者,而且2020年疫情冲击后,地方政府债务处于城投平台债务风险溢出的被动接受地位,起到吸收风险的作用;全样本的动态总溢出指数既能真实地反映出我国地方债务与银行系统之间风险溢出的动态响应,又对危机事件十分敏感,具有明显的时变特征。研究结论为建立地方债务风险治理长效机制、促进财政金融稳定提供理论指导与决策参考。

**关键词** 地方债务;风险溢出;银行系统性风险;TVP-VAR-DY模型

**中图分类号** F812.5 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2024)06-0119-11

**基金项目** 中国社会科学院博士后创新项目(2024)

防范化解地方债务风险,牢牢守住不发生系统性风险的底线,是贯彻落实习近平总书记在2023年10月中央金融工作会议上重要讲话的迫切要求,更是实现我国经济高质量发展的重要保证。虽然2015年新颁《中华人民共和国预算法》明确规定地方政府投融资平台(下称“城投平台”)不可充当地方政府的融资工具。但近些年,城投平台市场化转型过程中与地方政府的关系尚未厘清,地方政府对城投平台仍存在隐性授意和干预,使其大部分资金投向政府属意的基础设施建设。据IMF的估算,2022年末中国地方城投平台债务占GDP的比重为47%,地方政府承担的其他额外债务占GDP的比重为11%,这意味着,全口径下中国政府债务(显性债务+隐性债务)占GDP的比重在110%左右,明显高于国际警戒线(60%)。伴随着地方政府财政一般公共预算收入增速下行,叠加房地产市场低迷,导致政府土地出让收入锐减、部分区县的国库存款保障系数大幅下降等现实情况,地方政府债务风险出现明显积聚。根据明斯基时刻理论,债务杠杆高企是金融脆弱性的总根源。城投平台作为地方政府隐性债务的主要载体,其不仅存在财政风险,还会通过地方商业银行等金融机构放大金融风险,引发财政金融风险相互传导和叠加共振,诱发系统性财政金融风险。因此,如何化解地方政府债务风险隐患,遏制财政金融风险互溢,以守住不发生系统性风险的底线,已成为当前我国亟待解决的现实问题。

已有文献大多基于静态模型讨论城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的影响机制,但随着地方政府债务持续扩张,财政与金融风险存在明显的动态溢出效应,而静态模型却难以捕捉溢出效应的动态路径。基于以上背景,本文想要探讨三个问题:一是城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间是否存在溢出效应?二是城投平台是否为财政与银行系统相互溢出的风险载体?三是城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的溢出效应机制存在怎样的差异?为探索上述问题,

本文在已有研究的基础上,分别从静态和动态视角,系统研究城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的溢出关系和风险传染路径,旨在厘清三者之间的风险溢出机制,对于防控城投平台债务风险过度积累、建立防范化解地方政府债务风险长效机制以及推进高质量发展具有重大的理论和现实意义。

## 一、文献综述

纵观已有研究,主流观点认为地方政府债务与城投平台和PPP项目<sup>[1]</sup>(P66-82)、影子银行<sup>[2]</sup>(P3-13)、预算软约束<sup>[3]</sup>(P96-109)和地方晋升锦标赛机制<sup>[4]</sup>(P61-67,97)等多种因素有关。还有一部分学者认为财政体制、经济体制<sup>[5]</sup>(P4-12,22)、土地出让收入<sup>[6]</sup>(P32-42)和经济增长<sup>[7]</sup>(P1-17)等同样影响着地方政府债务。但实际上,城投平台是地方政府重要的融资渠道,在基础设施和公共服务项目融资中扮演着活跃的角色,越来越多的学者认为城投平台债务高企是导致地方政府债务风险积聚的核心因素<sup>[8]</sup>(P92-110)<sup>[9]</sup>(P5-23)<sup>[10]</sup>(P16-30)。然而,随着中央政府监管政策的调整,城投平台债务扩张背后的地方政府的激励机制及其所承担的风险特性也随之发生了变化<sup>[11]</sup>(P3-23),城投平台债务对地方政府债务的风险溢出效应可能存在时变特征。对于这一问题,目前文献还缺乏系统的实证分析。

关于银行系统性风险的影响因素方面,现有文献主要从信贷行为<sup>[12]</sup>(P1619-1638)、经济政策不确定性<sup>[13]</sup>(P95-113)和债务风险<sup>[14]</sup>(P67-78)等视角来考察银行系统性风险的影响因素。魏旭和周伊敏认为银行自身的资本水平与其信贷行为紧密相关<sup>[12]</sup>(P1619-1638);张琳等认为,政策连续性程度的提高有助于降低银行系统性风险<sup>[13]</sup>(P95-113);顾海峰和朱慧萍通过构建面板回归模型,检验了地方政府债务对银行系统性风险的影响<sup>[14]</sup>(P67-78)。

国内众多研究围绕地方城投平台债务对系统性金融风险的传导机制展开了有益的探讨。牛霖琳等采用Nelson-Siegel利率期限结构扩展模型研究地方政府债务风险隐患发现,地方城投平台债务风险可能引发系统性金融风险<sup>[15]</sup>(P85-93)。郁芸君等认为,即便地方融资平台并未主动地加杠杆,只是通过借新还旧将杠杆率维持在某一水平,其潜在的金融风险仍不容小觑<sup>[16]</sup>(P955-976)。地方政府对城投平台信用隐性担保容易导致财政金融风险互溢,一旦掩盖的信用风险在短时间内大量释放,易引发系统性金融风险<sup>[17]</sup>(P79-96)。根据已有研究发现,地方城投平台债务快速攀升导致金融和经济杠杆进一步上涨,在经济和金融系统的顺周期性作用下,容易诱发系统性风险。还有部分学者通过构建理论模型,进一步探讨地方政府债务持续扩张对系统性风险的影响机制。毛锐等构建一个包含内生化的商业银行流动性风险的宏观结构模型,探讨债务通过银行等金融机构的资产负债表放大和扩散风险的传导机制<sup>[18]</sup>(P19-38)。马勇和章洪铭通过构建包含“土地金融”和“庞氏融资”特征的DSGE模型,讨论地方融资平台债务违约风险的内生机理<sup>[19]</sup>(P42-60)。

综上,已有文献大多围绕地方政府债务风险和银行系统性风险的影响因素、城投平台债务对金融风险的影响机制展开探讨。鲜有文献从动态视角对城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的风险溢出效应进行实证检验,且现有研究并没有对城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的风险传导机制做出全面且准确的揭示。

相比已有文献,本文的边际贡献主要在:第一,本文基于TAR-VAR-DY模型,首次系统研究城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间风险溢出的传导机制,有利于深化对城投平台债务的风险溢出机制和银行系统性风险形成机理的理解,是对现有相关文献的补充。第二,本文分别从静态和动态溢出效应视角考察城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的关联关系以及方向性溢出效应,以为建立地方债务风险治理长效机制、促进财政金融稳定的精准定位和精准施策提供一定的实践指导。

## 二、理论分析

由于城投平台市场化转型过程中与地方政府的的关系尚未理清,二者之间债务偿还、融资投向等仍存在行政关联,地方政府对城投平台仍存在隐性授意和干预,使其大部分资金投向政府属意的基础设施建设<sup>[20]</sup>(P10-14),然而这部分新增地方政府隐债可能存在重大风险隐患。根据IMF估算,2022年末中国地方政府负有偿还责任的隐性债务(主要是城投平台债务)与GDP的比重在58%左右,这充分反映出地方政府存在巨大的偿还压力和流动性风险。本部分总结城投平台债务通过地方商业银行和地方政府两种渠道放大财政金融风险,引发系统性风险的传导机制。

第一种途径:从地方商业银行端来看,城投平台债务通过地方商业银行等金融机构资产负债表渠道放大金融风险,引发债务风险和金融风险相互溢出和累积叠加。

城投平台的主要资金来源是地方商业银行等金融机构,且城投平台债务以城投债和银行贷款等形式存在于商业银行资产负债表中。因此,城投平台债务违约会通过商业银行的资产负债表放大金融风险,且在金融加速器效应作用下,进一步加深金融扭曲,并通过银行间市场扩散风险,最终引发银行系统性风险。具体而言,一方面,地方政府对城投平台企业的隐性担保,可能促使商业银行做出倾向性的信贷决策<sup>[21]</sup>(P495-514)以及破坏城投债市场的定价机制<sup>[22]</sup>(P85-107),进而形成城投平台债务杠杆高企而投资收益率低的剪刀差现象,增加金融体系内在脆弱性。另一方面,地方政府通过隐性授意或者干预,促使大部分城投平台公司都将资金投入纯公益或半公益性建设项目,且项目投资回报周期较长和资金回收速度普遍较慢,存在“借短用长”和“借新还旧”的流动性风险隐患<sup>[16]</sup>(P955-976)。然而,一旦城投平台在运营过程中出现资金拖欠问题,债务违约风险会对商业银行的资产负债表产生冲击,面临资本充足约束的商业银行将被迫去杠杆和收缩信贷规模,减弱城投平台的再融资能力,进一步增加城投平台债务违约的可能,且债务风险会通过银行间市场的交叉传染而放大至整个金融系统,最终引发系统性金融风险<sup>[23]</sup>(P16-29,81)。

第二种途径:从地方政府端来看,地方政府与城投平台在股权构成、融资投向、债务偿还等方面仍存在紧密联系,城投平台债务违约风险会导致地方政府财政状况恶化,引发债务风险与财政风险相互传导和叠加共振。

一方面,地方商业银行等金融机构基于对城投平台债务具有财政兜底的预期,而倾向于贷款给城投平台<sup>[24]</sup>(P198-206),导致城投平台债务违约风险积聚,进而致使地方政府财政状况逐步恶化,财政风险随之攀升。另一方面,由于存在政府兜底预期,一旦出现地方政府无法偿还债务的情况,城投平台债务违约还会向上级政府传导财政风险,进而引发区域性财政风险。具体而言,由于城投平台投资项目具有“周期长收益低”的特点,而且融资关联复杂、方式多样且资金规模巨大,一旦出现大范围的城投平台偿债困难,超出地方政府自身财政承受能力之时,地方政府出于机会主义动机,可能会放弃对城投平台违约债务的救助。一旦地方政府主动违约,不仅会影响城投平台后续融资能力,还会影响市场对政府未来担保的预期和未来利益,甚至债务风险将会传染整个财政金融系统,最终诱发系统性财政金融风险。

## 三、计量模型、变量选取和数据说明

借鉴 Antonakakis 等的设定,本文基于时变参数向量自回归溢出指数模型(TAR-VAR-DY)<sup>[25]</sup>(P1-12),分别从静态和动态视角对城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的风险溢出效应进行检验。

### (一) 模型构建

TVP-VAR-DY 模型避免了内生变量排序对实证结果的影响,也克服了滚动窗口大小的任意选择对参数值的影响,可用于检验低频率序列之间的动态关联。考虑数据可得性,本文数据时间频率限定为季

度,因此我们选择该模型。具体计量模型构建如下:

$$y_t = Q_t x_{t-1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t | \Omega_{t-1} \sim N(0, \Sigma_t) \quad (1)$$

$$vec(Q_t) = vec(Q_{t-1}) + \tau_t \quad \tau_t | \Omega_{t-1} \sim N(0, \Theta_t) \quad (2)$$

$$x_{t-1} = \begin{pmatrix} y_{t-1} \\ y_{t-2} \\ \vdots \\ y_{t-p} \end{pmatrix}, \quad Q_t = \begin{pmatrix} Q_{1t} \\ Q_{2t} \\ \vdots \\ Q_{pt} \end{pmatrix}$$

其中,  $\Omega_{t-1}$  表示 t-1 时期的已知信息集,  $y_t$  为  $m \times 1$  维向量,  $x_{t-1}$  为  $mp \times 1$  维向量,  $\varepsilon_t$  为  $m \times 1$  结构性冲击,  $Q_t$  为  $m \times mp$  维时变系数矩阵;  $vec(Q_t)$  为  $m^2 p \times 1$  维向量,  $\tau_t$  为  $m^2 p \times 1$  维结构性冲击,  $\Sigma_t$  和  $\Theta_t$  为  $m \times m$  和  $m^2 p \times m^2 p$  维矩阵。为确保模型估计的准确性,我们在卡尔曼滤波算法中使用了遗忘因子。多变量卡尔曼滤波具体如方程(3)所示:

$$vec(Q_t) | x_{1:t-1} \sim N(vec(Q_{t|t-1}), \Sigma_{t|t-1}^Q) \quad (3)$$

其中,遗忘因子的选择类似于一般先验选择,取决于参数时间变化的预期程度。参照 Koop & Korobilis 的设定,本文将遗忘因子  $\kappa_1$  和遗忘因子  $\kappa_2$  分别校准为 0.99 和 0.96<sup>[26]</sup>(P101-116)。具体表达形式如下:

$$\begin{aligned} vec(Q_t) | x_{1:t-1} &\sim N(vec(Q_{t|t-1}), \Sigma_{t|t-1}^Q) \\ Q_{t|t-1} &= Q_{t-1|t-1} \\ \varepsilon_t &= y_t - Q_{t|t-1} x_{t-1} \\ \Sigma_t &= \kappa_2 \Sigma_{t-1|t-1} + (1 - \kappa_2) \varepsilon_t' \varepsilon_t \\ \Theta_t &= (1 - \kappa_1^{-1}) \Sigma_{t-1|t-1}^Q \\ \Sigma_{t|t-1}^Q &= \Sigma_{t-1|t-1}^Q + \Theta_t \\ \Sigma_{t|t-1} &= x_{t-1} \Sigma_{t|t-1}^Q x_{t-1}' + \Sigma_t \end{aligned} \quad (4)$$

接下来本文利用含遗忘因子的卡尔曼滤波估计模型中的时变参数和时变协方差矩阵,且基于估计结果和 Wold 表示定理,将时变参数向量自回归模型重构为向量移动平均(TVP-VMA)形式:

$$y_t = \sum_{j=0}^{\infty} \Lambda_{jt} \varepsilon_{t-j} \quad (5)$$

其中,  $\Lambda_{jt} = J' M_t' J$ , 为  $m \times m$  维矩阵,且  $J$  和  $M_t$  分别为  $mp \times m$  和  $mp \times mp$  维矩阵,具体形式如式(6)所示:

$$J = \begin{pmatrix} I \\ 0 \\ \vdots \\ 0 \end{pmatrix}, \quad M_t = \begin{pmatrix} Q_t & \\ & 0_{m(p-1) \times m} \end{pmatrix} \quad (6)$$

借鉴 Koop 等和 Pesaran & Shin 的设定,本文通过提取 VMA 系数矩阵以计算广义预测误差方差分解(GFEVD)。在广义误差方差分解过程中,定义  $\tilde{\Psi}_{ij,t}(d)$  为变量 j 对变量 i 的方向性溢出效应<sup>[27]</sup>(P119-147)<sup>[28]</sup>(P17-29),其表示预测误差方差分解中变量 j 对变量 i 的影响份额。具体形式如下:

$$\tilde{\Psi}_{ij,t}(d) = \frac{\sum_{t'=1}^{d-1} (\varphi_{ij,t}(d))'^2}{\sum_{j=1}^m \sum_{t'=1}^{d-1} (\varphi_{ij,t}(d))'^2} \quad (7)$$

$$\varphi_{ij,t}(d) = \sum_{d'=1}^{\frac{1}{2}} \Lambda_{d't} \Sigma_t e_j \quad (8)$$

其中,  $d$  表示预测误差方程分解周数,  $e_j$  表示  $m \times 1$  维的选择向量(在第 j 个位置上等于 1, 否则为 0), 且  $\sum_{j=1}^m \tilde{\Psi}_{ij,t}(d) = 1, \sum_{i,j=1}^m \tilde{\Psi}_{ij,t}(d) = m$ 。  $\varphi_{ij,t}(d)$  表示变量 i 受到冲击时,系统内所有变量的响应。

本文基于五个方面来考察城投平台债务、地方政府债务和银行系统性风险之间的动态溢出效应过程。具体而言,一是考察总溢出指数(Total Connectedness Index, TCI),该指数反映了系统内部各变量溢出效应的总体水平,具体如方程(9)所示:

$$V_i(d) = \frac{\sum_{i,j=1,i \neq j}^m \tilde{\Psi}_{ij,t}(d)}{m} \times 100 \quad (9)$$

二是考察总方向性溢出指数,该指数可以用来衡量变量*i*将其冲击传递给所有其他变量的情况,函数形式见方程(10):

$$V_{i \rightarrow j,t}(d) = \frac{\sum_{j=1,i \neq j}^m \tilde{\Psi}_{ji,t}(d)}{\sum_{j=1}^m \tilde{\Psi}_{ji,t}(d)} \times 100 \quad (10)$$

三是考察总方向性溢入指数,该指数可以用来衡量系统内其他变量对变量*i*的溢出效应水平,函数形式如方程(11)所示:

$$V_{i \leftarrow j,t}(d) = \frac{\sum_{j=1,i \neq j}^m \tilde{\Psi}_{ij,t}(d)}{\sum_{j=1}^m \tilde{\Psi}_{ij,t}(d)} \times 100 \quad (11)$$

四是考察净方向性溢出指数,该指数可以用来衡量变量*i*受到系统的净溢出效应。如果变量*i*的净溢出指数为正值(负值),则表示变量*i*对系统存在净溢出效应(净溢入效应),具体见式(12):

$$V_{i,t}(d) = V_{i \rightarrow j,t}(d) - V_{i \leftarrow j,t}(d) \quad (12)$$

五是考察变量净双向溢出效应指数(NPDC),该指数用来衡量哪些经济变量占主导地位,具体见式(13):

$$NPDC_{ij}(d) = \left( \tilde{\Psi}_{ji,t}(d) - \tilde{\Psi}_{ij,t}(d) \right) \times 100 \quad (13)$$

其中, $NPDC_{ij}(d)$ 表示变量*i*对变量*j*的净方向性溢出效应。 $NPDC_{ij}(d) > 0$ 表示变量*i*影响其他变量*j*,而 $NPDC_{ij}(d) < 0$ ,则意味着变量*i*受其他变量*j*的影响。

## (二) 变量选取与处理

关于银行系统性风险问题得到了各界的广泛关注,并提出了一系列量化方法,如在险价值(VaR)、边际期望损失法(MES)、条件在险价值法(CoVaR)以及增量条件在险价值法( $\Delta$ CoVaR)等。VaR方法兼具简便性、普适性和易评估性,但可能低估金融部门间的风险溢出效应;MES测度方法忽略了机构规模和杠杆率等因素,这使其在分析个体机构对整体风险的贡献度时存在偏差;由于 $\Delta$ CoVaR方法能够衡量风险传染的非对称性,且在数理上具有收益率不必服从正态分布假设条件的优势,因此,本文采用 $\Delta$ CoVaR方法来测度银行系统性风险(Sybank)<sup>①</sup>。本文选取浦发银行、华夏银行等14家A股上市银行的收益率数据来测度银行系统性风险。由于该指标一般为负数,本文对其取相反数<sup>②</sup>。

关于地方政府债务(Sg),本文选取地方政府负债率来衡量,该指标是衡量地方政府债务风险水平的重要指标;关于城投平台债务(Cit),本文采用全国32个省(市)城投平台的有息债务总额来衡量。在实证分析之前,对上述指标数据采用CensusX-12方法进行季节调整,以剔除数据中存在的季节因素,并对变量Sg和Cit进行一阶对数差分处理。为了消除不同指标量纲的影响,本文对所有指标进行标准化处理。

基于数据可得性,本文对变量Cit、Sg、Sybank的起始时间取交集,得到样本区间为2009年第一季度

① 参照 Girardi & Erguen 的研究, $\Delta$ CoVaR 方法利用联合分布函数、单个市场的 VaR 和设定的置信水平反解 CoVaR,而后将其与同样置信水平下的 VaR 相减,得出该置信水平下的  $\Delta$ CoVaR 值。

②  $\Delta$ CoVaR 一般为负数,且数值越小,绝对值越大,资产价值损失越大,银行系统性风险贡献值越大。

至2023年第三季度。城投平台债务数据来源于Wind城投债研究数据库、全国各地统计局数据。地方政府债务数据来源于国家金融与发展实验室。银行系统性风险数据来源于Wind数据库。

### (三) 平稳性检验与模型的滞后阶数确定

由于非平稳时序数据在时点上的随机性较强,会导致检验结果出现伪回归现象,所以本文在进行模型回归前,需对各变量进行单位根检验。

如表1所示,各变量均在1%水平拒绝了序列存在单位根的原假设,表明各变量均具有平稳性,可以进一步利用这些序列构建VAR模型。本文依据AIC信息准则确定模型的最优滞后阶数为4阶,适宜构建VAR(4)模型。在此基础上,本文将变量Cit、Sg和Sybank一并放入TVP-VAR-DY模型中,分别从城投平台债务、地方政府债务和银行系统性风险之间的静态风险溢出效应、动态总体风险溢出效应和动态净方向性风险溢出效应三个层面进行回归分析。

表1 各变量单位根检验结果

变量	T统计量	平稳性检验结果
Cit	-4.9688	1%水平平稳
Sg	-5.6738	1%水平平稳
Sybank	-3.5751	1%水平平稳

资料来源:根据Eviews输出结果整理。

## 四、实证分析

为系统研究城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的溢出关系和风险传染路径,本文首先基于TVP-VAR模型的广义预测误差方差分解的方法,得到城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的静态溢出指数;其次,从时变视角考察样本区间内各变量间风险溢出的演变特征。

### (一) 静态溢出效应分析

表2报告了样本期内Cit、Sg、Sybank的平均溢出效应。首先,城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险三个变量的平均静态溢出指数为43.6%,表明各变量除受自身影响外,还有43.6%的风险是来自其余两个变量的溢出效应。进一步观察净方向性溢出效应指数(NPDC),城投平台债务处于第一的位置,表明城投平台债务处于信息先导的地位。其次,地方政府债务对城投平台债务的净方向性溢出指数为39.1%,且城投平台债务对地方政府债务的净方向性溢出指数为42.5%,表明城投平台债务与地方政府债务之间存在较强风险互溢。另外,城投平台债务的净溢出指数和净溢入指数都处于较高水平,表明偿债压力巨大但“造血”能力不足的城投平台具有高度的风险敏感性,其不仅容易受到外部风险冲击,而且作为风险的传播者可能会将债务风险不断传染给其他部门。一方面,由于城投平台市场化转型过程中与地方政府的关系尚未理清,城投平台债务违约风险导致地方政府财政状况恶化,财政风险随之上升;另一方面,城投平台债务的主要资金来源是地方商业银行,一旦发生实质性违约,会严重影响金融机构的资金回流以及正常运行,且会通过银行间市场形成风险扩散,引发跨区域银行系统性风险。最后,从各变量的净溢出指数来看,城投平台债务的净溢出指数为16.7%,地方政府债务的净溢出指数为4.0%,均表现为净溢出效应,而且银行系统性风险的净溢出指数为负值(-20.7%),表明城投平台债务和地方政府债务是风险溢出的净输出者,而银行系统性风险更多受到除自身外的城投平台债务、地方政府债务的风险溢出,是风险净溢入者。

总之,城投平台债务与地方政府债务存在较强的联动性,且城投平台债务是影响银行系统性风险的主要来源。这是因为城投平台本质上依靠地方政府对其债务的隐性担保才得以维持正常运营,但由于城投平台融资关联复杂且涉及金额巨大,一旦政府无法承受城投平台的债务负担,发生大规模的债务违约行为,债务风险将会传染至整个财政金融系统,引发系统性风险。

表2 各变量的静态溢出效应表(单位:%)

变量	Sybank	Sg	Cit	FROM
Sybank	65.1	13.4	21.5	34.9
Sg	6.0	51.5	42.5	48.5
Cit	8.3	39.1	52.7	47.3
TO	14.2	52.5	64.0	130.7
NET	-20.7	4.0	16.7	TCI
NPDC	NO.3	NO.2	NO.1	43.6

资料来源:根据Rstudio输出结果整理。

## (二) 动态溢出效应分析

静态溢出指数衡量了系统内各变量之间的平均溢出效应,但无法考察各变量之间动态联动关系,所以本文接下来从时变视角考察城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间的动态溢出效应。

1. 总溢出指数。如图1所示,系统内变量间的总溢出指数在35%至49%之间,且总溢出指数的峰值

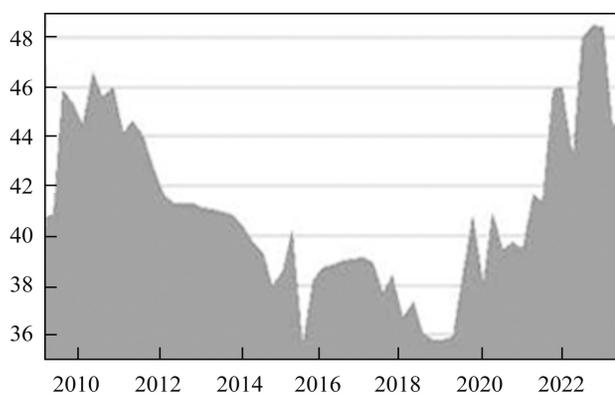


图1 全样本的总溢出指数

时间与样本期内发生金融冲击事件基本吻合,表明该指数具有明显的时变特征。具体而言,2008年金融危机后,中央政府施行“四万亿”财政刺激措施,推动了城投平台债务迅速膨胀,但从2010年开始,由于各地政府相继加强对房地产市场行政化调控,减缓了房地产市场过热的势头,导致过度依赖土地收入的城投平台的偿债压力明显增加,所以这段时间总风险溢出水平呈现出急速拉升的趋势。从2012年开始,原银监会、中国人民银行和审计署等部门先后出台了加强地方城市投融资平台公司的贷款风险监管的相关规定,加大了城投平台的清理力度,相应的总溢出效应指数开始出现断崖式下降。然而,随着2015年新《预算法》在政策层面彻底剥离了城投平台政府融资工具的职能后,地方政府债务与城投平台债务之间的风险溢出效应明显下降,总溢出效应指数达到最低值(35.89%)。总溢出指数经过短暂上升后于2017年末又有所下降,这也与我国在2017年第五次全国金融工作会议提出“严控地方政府债务增量,终身问责,倒查责任”,进一步强化防范化解地方政府隐性债务风险的经济实事相吻合。但是,2019年以后,随着市场流动性趋紧及房地产市场低迷,民营企业盈利受损且债务集中到期问题导致债务违约等信用事件频发,使我国城投平台债务、地方政府债务与银行系统之间的财政金融风险溢出总水平呈再度上升趋势。尤其是受到2020年新冠肺炎疫情重大冲击,在中央一系列稳增长的政策刺激下,地方政府显性债务快速增长,隐性债务增速止降回升,同时地方政府债务的结构性及区域性持续暴露,导致总溢出指数出现明显上涨。

总之,本文计算的总溢出效应指数既能真实地反映出我国地方债务与银行系统之间的风险溢出动态响应,又对危机事件十分敏感,具有明显的时变特征。因此,基于该指数建立系统性财政金融风险的预警机制,有助于缓释城投平台债务带来的财政风险以及避免其通过银行系统放大金融风险,起到防范和化解财政金融风险相互溢出的作用。

2. 净溢出效应。如图2所示,首先,从系统变量的动态净溢出效应来看,城投平台债务总体呈现净溢

出效应(NET Cit),且在2012年末达到峰值,而地方政府债务和银行系统性风险整体呈现净溢入效应(NET Sg、NET Sybank),表明城投平台债务在风险传导中长期处于输出者的地位,而且在这一时期,地方政府债务和银行系统受到城投平台债务风险冲击影响更强。2015年新《预算法》,赋予地方政府直接举债的权利,缓解了部分地方财政压力,而城投平台债务的风险溢出效应和银行系统性风险的溢入效应呈现显著减弱。尽管中央明确划清地方政府与城投平台的责任边界,但部分财政压力过重的省份较难落地,地方政府仍有依赖城投平台及国有企业等渠道扩张隐性债务的情况,相应地,该阶段地方政府债务的净溢出效应显著增加且维持在较高水平。与此同时,我国相关金融监管部门通过综合施策,比如2017年财预[2017]87号文、2018年发改办财金[2018]194号文等,加强了对地方城投平台贷款风险的监管,使得城投平台债务净溢出效应逐渐下降。在2018年后,房地产市场低迷,叠加税收、土地等财政收入下滑等因素影响,地方政府财政缺口不断扩大,导致地方政府不得不依靠城投平台渠道违规举债来填补财政缺口,增加地方政府债务风险,因此,在这一时期城投平台债务的净溢出效应不断提高。2020年以来,城投平台债务的净溢出效应和银行系统性风险的净溢入效应急剧上升,至2022年末达到峰值,同时期地方政府债务从风险溢出的净输出者转变为风险接收方。这是因为新冠肺炎疫情对经济社会造成前所未有的冲击,导致地方政府财政收入锐减的同时地方政府支出责任扩大,地方政府债务风险增加。高度依赖举债运营而盈利能力不足的城投平台,随着举债规模的持续膨胀,债务违约风险就会不断积聚。上述分析表明城投平台债务、地方政府债务与银行系统性风险之间存在着较强的动态溢出效应的关系,且城投平台债务在风险溢出网络中处于信息先导地位。

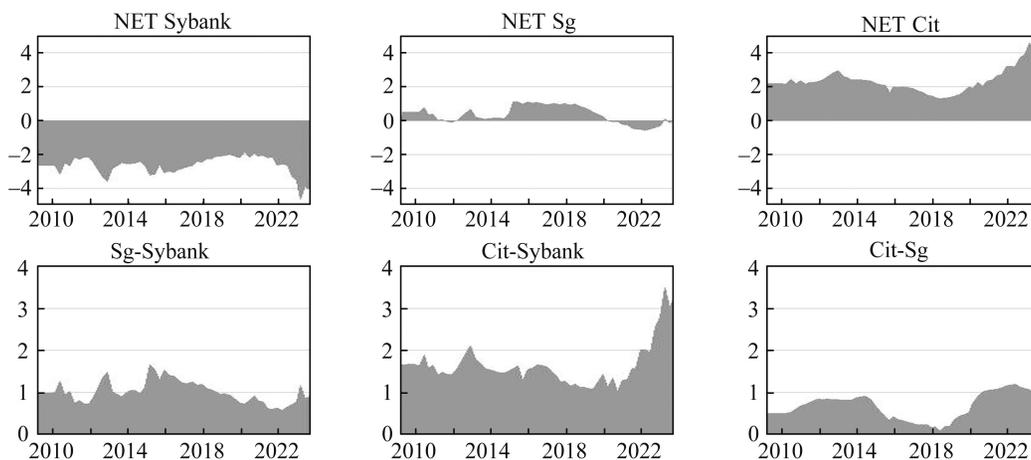


图2 变量间的动态净溢出效应

其次,从系统变量间的双向动态净溢出效应来看,一是观察地方政府债务对银行系统性风险的动态净溢出效应(Sg-Sybank),地方政府债务是风险溢出的净输出者,随着时间的推移地方政府债务对银行系统性风险溢出效应的正向响应逐渐减弱,但2022年后呈现波动上升的趋势;二是观察城投平台债务对银行系统性风险动态溢出效应(Cit-Sybank),城投平台债务对银行系统性风险的净方向性溢出效应在2017年后呈现波动下降的趋势,而在2020年后城投平台债务对银行系统性风险的溢出效应呈现急剧增强,表明银行系统性风险受到城投平台债务的风险溢出效应非常显著,即2020年后城投平台债务扩张明显增加了银行系统性风险;三是观察城投平台债务对地方政府债务动态溢出效应(Cit-Sg),发现城投平台债务是风险溢出的净输出者,而地方政府债务是风险接收方,起到吸收和累积风险的作用。2022年12月,中央经济工作会议强调“化存控增”。2023年,中央金融工作会议进一步强调稳妥有效防范化解地方债务风险。相应地,2023年城投平台债务对地方政府债务的净风险溢出效应显著减弱。上述研究表明,城投平台债务在风险溢出网络中处于信息先导地位,然后通过影响地方政府债务风险和银行系统性风

险,增加系统性风险爆发的可能。

3. 总方向性溢出效应。如图3所示,首先从动态总溢出效应来看,城投平台债务和地方政府债务都具有较强的总方向性溢出效应,表明城投平台债务与地方政府债务扩张极容易对银行系统产生风险溢出效应,而且城投平台债务的总溢出效应最大,因此,验证了前文城投平台债务处于信息先导地位的结论。其次,从动态总溢入效应来看,城投平台债务总溢入效应总体水平最高,且平均水平为16.17%,略高于地方政府债务总溢入效应的平均水平(15.83%),而银行系统性风险总溢入效应最小,表明城投平台作为联结地方政府和地方商业银行等金融机构的重要载体,局部债务风险会通过城投平台跨区域外溢,引发财政风险和金融风险的相互溢出。此外,2023年7月,中共中央政治局会议针对当前地方政府债务风险等重点领域风险,提出制定实施一揽子化债方案,以防范化解地方债务风险,相应地,城投平台债务的总溢出效应和银行系统性风险的总溢入效应均呈下降趋势。

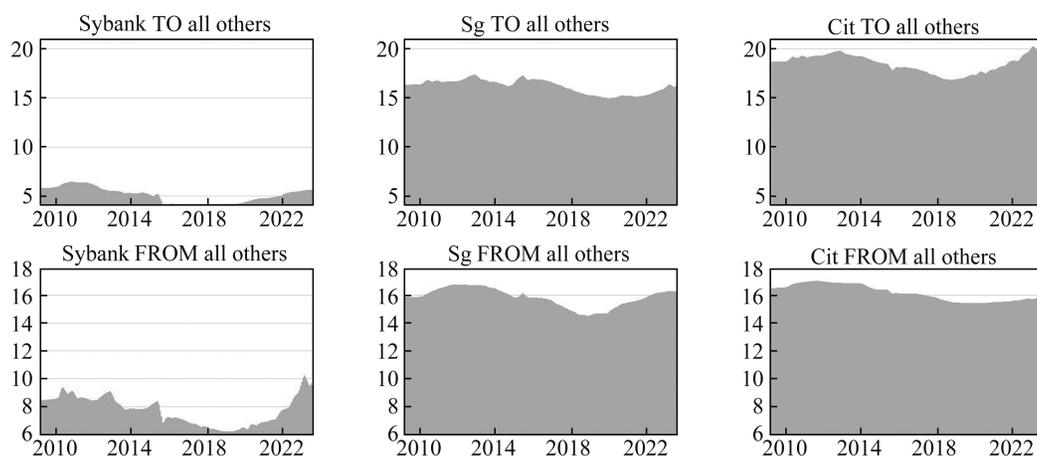


图3 变量间的动态总方向性溢出效应

## 五、研究结论及政策建议

近年来,宏观经济下行压力加大,叠加房地产市场低迷、土地财政收入锐减和地方政府支出责任扩大等多重因素影响,致使地方债务风险愈发凸显,加剧了系统性风险爆发的可能。以城投平台债务为主要载体的地方政府隐性债务是系统性风险的重要来源。这是因为城投平台市场化转型过程中与地方政府之间的行政关系尚未理清,城投平台债务违约风险不仅会导致地方政府财政状况恶化,增加财政风险,还会通过银行系统放大金融风险,引发财政风险和金融风险相互溢出和累积叠加。鉴于此,本文从静态和动态视角对城投平台债务、地方政府债务和银行系统性风险之间的溢出效应进行实证检验,以科学揭示城投平台、地方政府与银行系统之间的风险溢出机制。

本文主要结论归纳为:第一,从静态溢出指数可以看出,城投平台债务、地方政府债务和银行系统性风险之间存在较强的联动关系,且城投平台债务在风险溢出网络中处于信息先导地位,可能是引发银行系统性风险的首要来源。第二,从动态溢出效应看,一是净溢出效应分析结果表明,城投平台债务是风险的净输出者,而且2020年疫情后,地方政府债务处于城投平台债务风险溢出的被动接受地位,起到吸收风险的作用;二是全样本的动态总溢出指数既能真实地反映出我国地方债务与银行系统之间风险溢出的动态响应,又对危机事件十分敏感,具有明显的时变特征;三是总方向性溢出效应和变量间双向溢出效应的分析结果表明,城投平台债务的总方向性溢出和溢入效应均最大,充当着地方政府与银行系统之间的风险传播载体,表明高度依赖举债经营但盈利能力不足的城投平台对外部波动敏感性较高,极易受到政府财政体系和银行系统不确定性因素的影响。此外,城投平台债务溢出效应2023年后呈现不断

下降趋势,表明有效控制城投平台债务与地方政府债务的风险互溢,对防范化解系统性风险具有重要作用。

基于上述研究结论,本文提出三点政策建议:

第一,着力实现城投平台公司无隐性债务。要点包括:一是加速推动城投平台公司转型为经营性国有企业。针对拥有较高质量资产、较强经营管理能力的城投平台公司,可以顺势向经营性国有企业转型,而本身既缺乏资产又缺乏经营管理能力的城投平台公司应顺势关停并转。二是坚决划清转型城投平台与地方政府的界限。针对转型城投平台应按照国有资本投资公司和运营公司实施管理,城投平台发债、用债和偿债过程市场化,实质性地剥离城投平台承担的政府性职能。三是监管部门不仅需要关注城投平台的财务与经营状况进行全面细致的摸底,以全面了解全国地方城投平台的真实流动性情况,还要关注市场流动性对城投平台债务风险的影响,以防范市场流动性收紧后,那些经济收益低、偿债能力弱的公司出现资金链断裂,导致区域性债务风险演变为系统性风险的情况。

第二,强化地方中小银行风险抵抗能力。对于城投平台债务杠杆率较低、财政金融实力较强的地区,实施向中小银行输血注资的策略;对于城投平台债务负担较重的地区,省级政府应引导符合条件的中小银行进行合并重组,增强其抵抗风险的能力;对于风险较高的中小银行来说,应采取退出市场等方法。

第三,优化政府官员晋升考核制度,在地方政府的绩效考核机制中引入地方政府财政支出效率、地方政府债务等指标,避免制度机制造成的地方政府无序举债,更好地实现经济增长与地方债务之间的平衡;建立权责清晰、财力协调的央地财权事权关系。一方面,应该适当上调地方政府的财税分享比重,保障地方政府财权事权相匹配,以防止超出地方财力而盲目举债;另一方面,在中央和地方共同承担的事权中,应该由中央政府承担更多的公共支出份额;建议充分运用国家信用特别是增发国债和再融资债券的措施,来解决欠发达地区、债务风险较高地区的债务限额问题。

## 参考文献

- [1] 钟辉勇,钟宁桦,朱小能.城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据.金融研究,2016,(4).
- [2] 张平.我国影子银行风险助推了地方政府债务风险吗?——风险的传导机制及溢出效应.中央财经大学学报,2017,(4).
- [3] 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.经济研究,2016,(11).
- [4] 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.会计研究,2015,(1).
- [5] 傅勇,张晏.中国式分权与财政支出结构偏向:为增长而竞争的代价.管理世界,2007,(3).
- [6] L. Jiang, Y. Xu. Will China's Local Debt Crisis Break out? Evidence from Local Government Financing Practice. *International Journal of Business & Commerce*, 2014, 3(10).
- [7] 陈梦根,尹德才.政府债务与经济增长:究竟谁影响谁?——国际视角的因果关系检验.经济管理,2016,(9).
- [8] 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.金融研究,2019,(3).
- [9] 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.中国工业经济,2021,(4).
- [10] 沈坤荣,施宇.地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估.经济学动态,2022,(7).
- [11] 毛捷,徐军伟.中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实.财政研究,2019,(1).
- [12] 魏旭,周伊敏.流动性监管、系统性风险与社会福利——一个理论分析框架.经济学(季刊),2022,(5).
- [13] 张琳,廉永辉,方意.政策连续性与商业银行系统性风险.金融研究,2022,(5).
- [14] 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.经济学家,2023,(2).
- [15] 牛霖琳,洪智武,陈国进.地方政府债务隐忧及其风险传导——基于国债收益率与城投债利差的分析.经济研究,2016,(11).

- [16] 郁芸君, 张一林, 陈卓等. 缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据. *经济学(季刊)*, 2022, (3).
- [17] 施宇, 沈坤荣. 地方融资平台债务与银行风险——基于地方政府隐性担保的视角. *经济评论*, 2023, (3).
- [18] 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. *中国工业经济*, 2018, (4).
- [19] 马勇, 章洪铭. 地方融资平台债务风险传导机制与政策应对. *中国工业经济*, 2023, (8).
- [20] 毛捷, 马光荣. 政府债务规模与财政可持续性: 一个研究综述. *财政科学*, 2022, (11).
- [21] L. Cheng. Estimating the Value of Political Connections in China: Evidence from Sudden Deaths of Politically Connected Independent Directors. *Journal of Comparative Economics*, 2018, 46(2).
- [22] 曹婧. 刚兑信仰分化: 隐性担保预期与城投债定价. *世界经济*, 2023, (6).
- [23] 赵全厚, 许静. 商业银行信贷配置对地方政府债务风险的影响研究. *宏观经济研究*, 2022, (3).
- [24] 姜子叶, 胡育蓉. 财政分权、预算软约束与地方政府债务. *金融研究*, 2016, (2).
- [25] N. Antonakakis, I. Chatziantoniou, D. Gabauer. Refined Measures of Dynamic Connectedness Based on Time-Varying Parameter Vector Autoregressions. *Journal of Risk and Financial Management*, 2020, 13(4).
- [26] G. Koop, D. Korobilis. A New Index of Financial Conditions. *European Economic Review*, 2014, 71.
- [27] G. Koop, M. H. Pesaran, S. M. Potter. Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models. *Journal of Econometrics*, 1996, 74(1).
- [28] H. H. Pesaran, Y. Shin. Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models. *Economics Letters*, 1998, 58(1).

## Local Urban Investment Platforms Debt, Local Government Debt and Systemic Risks of Banks

Zhang Peng (Chinese Academy of Social Sciences)

**Abstract** Effective management and control of local debt and banking system risks are essential for achieving stable growth and high-quality economic development. In recent years, local government debt, especially hidden debt with urban investment platforms as the main carrier, has continued to expand and become an important source of systemic financial risk in China, which is concentrated in the mutual spillover of fiscal and financial risks. Empirical analysis shows a strong link in terms of static spillover effects between urban investment platform debt, local government debt, and systemic bank risk, with urban investment platform debt being the forerunner in the risk spillover network. Regarding dynamic spillover effects, urban investment platform debt is a net exporter of risk. Moreover, after the COVID-19 pandemic shock in 2020, local government debt has become a passive recipient of risk spillovers from urban investment platform debt, serving as a risk absorber. The aggregate dynamic spillover index of the full samples accurately reflects the changing risk spillovers between local debt and the banking system in China, sensitive to critical incidents and with clear time-varying characteristics. The study's conclusions will offer theoretical guidance and references for decision-making in establishing a long-term mechanism for managing local debt risk and promoting fiscal and financial stability.

**Key words** local debt; risk spillovers; systemic risks of banks; TVP-VAR-DY model

■ 作者简介 张 鹏, 中国社会科学院金融研究所博士后、国家金融与发展实验室研究员, 北京 100710。

■ 责任编辑 何坤翁