

财政转移支付如何影响了地方政府债务？

钟辉勇 陆 铭

（上海对外经贸大学金融管理学院,上海 201620;
上海交通大学安泰经济与管理学院/复旦大学经济学院,上海 200030）

摘 要:本文以地方融资平台公司发行的城投债为样本,研究来自中央政府的财政转移支付对于地方城投债发行的影响。研究发现,来自中央政府的人均财政专项转移支付每增加 1 元,会导致地方融资平台公司城投债发行增加人均 0.312 元,而包括税收返还和一般性转移支付在内的非专项转移支付对城投债的发行并无显著影响。并且,专项转移支付对城投债发行的显著正影响只在中西部省份存在,东部地区并未发现这一机制。本文的进一步研究表明,地方政府债务的借新还旧现象也正在显现,并且变得越来越严重。

关键词:财政转移支付;地方融资平台公司;城投债

JEL 分类号:H11, H63, H74 **文献标识码:**A **文章编号:**1002 - 7246(2015)09 - 0001 - 16

一、引 言

目前全球发达经济体政府债务占 GDP 比重的均值已经超过 100% (IMF, 2014)。如此大规模政府债务的存在,不仅不利于公共财政的持续性 (Ghosh et al., 2013),也不利于长期经济增长 (Kumar and Woo, 2010)。并且,政府债务违约风险的变化也会对金融市场产生重要影响,如果处理不当,可能引发债务危机,进而导致金融危机 (Reinhart and Rogoff, 2011)。

收稿日期:2015 - 04 - 26

作者简介:钟辉勇,经济学博士,上海对外经贸大学金融管理学院,Email:zhonghuiyong@gmail.com.

陆 铭,通讯作者,经济学博士,上海交通大学安泰经济与管理学院、复旦大学经济学院,Email:luming1973@sjtu.edu.cn.

* 作者感谢国家社会科学基金重大和重点项目 (13&ZD015、12AZD045)、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (13JJD790004) 的资助。本文曾在中国青年经济学家联谊会 2014 年会、复旦大学、同济大学、上海财经大学、浙江工商大学、上海对外经贸大学、湖南师范大学、湘潭大学报告,感谢参与者的评论和建议。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。本文也是“复旦大学当代中国经济与社会工作室”的成果。

与此同时,中国政府债务问题在 2009 年全球金融危机之后也引起了各界关注(李扬等,2012a, 2012b; Fromlet, 2013)。中国的政府债务由中央政府债务和地方政府债务两个部分组成,其中,中央政府债务由于债务构成相对透明,再加上中央政府有着较强的资源调配能力,因此人们对政府债务问题的关注主要集中在地方政府债务。地方政府债务不仅规模庞大,同时也保持了较快的增长速度。根据国家审计署公布的数据,地方政府债务从 2008 年底的 5.35 万亿增长到 2010 年底的 10.72 万亿和 2012 年底的 15.89 万亿,其年均增速达到 31.28%。如此高速的地方政府债务增长显然不可持续。而地方政府债务的偿还,主要依赖于未来的土地出让收入,因此地方政府会进而采取各种政策来阻止房价的下跌,这又使得地方债务风险与土地财政风险累积在一起(何杨和满燕云,2012)。除此之外,地方政府大规模的借债提高了金融市场上的借贷利率,也会挤出私人投资,并有可能加剧宏观经济的短期波动(刘伟和李连发,2013; Xu and Zhang, 2014)。

当前地方政府债务规模的高速扩张,一个很重要的原因是在 2009 年应对金融危机时,中央政府出台的 4 万亿经济刺激计划。在这 4 万亿政府投资中,中央财政只出资 1.18 万亿,其余部分需地方财政自行筹措。并且,大部分地方政府都在中央政府原定投资计划基础上进一步扩大了本地区的投资规模,据计算,当时全国仅 24 个省市公布的投资计划总额便已接近 18 万亿¹。在自有收入增长有限的情况下,地方政府只有通过大规模借债来进行政府投资,从而维持经济增长。除此之外,地方政府债务的高速增长还与 1994 年财政分税制改革导致的地方政府财权与事权不对称,以及地方官员在晋升激励下的政绩观和官员短任期所产生的短视行为等相关(龚强等,2011; 钱先航等,2011; 纪志宏等,2014)。

然而,地方政府债务高速扩张背后还有一个不可忽视的因素是央地关系对地方政府债务的影响。由于中国政治上实行单一制的治理结构,这就使得地方政府即使出现债务危机也不能破产。并且,一旦某地方政府债务出现实质性违约时,地方债务风险就会转变为中央政府的债务风险(刘尚希,2004; 郭玉清,2011)。实际上,中央政府已经意识到这个问题。在 2014 年 10 月国务院发布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》中,对于建立地方政府债务风险应急处置机制中,特别值得重视的一条是:“地方政府对其举借的债务负有偿还责任,中央政府实行不救助原则”,但这种承诺的可信程度还有待进一步观察。与此同时,中央政府对地方政府在财政上有着大量的转移支付,转移支付的分配也主要偏向中西部地区,这就使得我们需要考虑在单一制的国家治理结构下,来自中央政府的财政转移支付对地方政府债务增长的影响及其在地区间的异质性。就我们的文献阅读范围,本文首次对中国央地间财政转移支付对地方债务的影响进行了实证研究。

在本文中,我们以地方政府设立的地方融资平台公司发行的城投债作为研究样本,并通过

¹ 相关报道和数据可见中国政府网(http://www.gov.cn/gzdt/2009-10/27/content_1450208.htm)、人民网(<http://finance.people.com.cn/GB/8663913.html>)和南方周末(<http://www.infzm.com/content/20395>)等网站。

使用工具变量方法处理内生性问题之后,考察来自中央政府的财政转移支付对地方政府城投债发行的影响。研究发现:当地方政府获得来自中央政府的人均专项转移支付增加 1 元时,会使得地方城投债发行增加人均 0.312 元,而包括税收返还和一般性转移支付在内的非专项转移支付对于城投债的发行并无显著影响。并且,我们的回归结果也说明专项转移支付对城投债发行的显著正影响,并非是由于专项转移支付的配套所致。更进一步,我们将样本划分为东部和中西部两个地区时,发现这种关系只在中西部存在,而在东部地区并不存在。最后,我们还考察了地方城投债的借新还旧机制,发现地方政府借新还旧的问题正在变得越来越严重。

本文结构安排如下:第二部分介绍中国央地间财政转移支付和地方政府债务的制度背景,并对相关研究文献进行评论,第三部分是本文的研究设计和数据说明,第四部分是实证结果及分析,第五部分是本文的主要结论。

二、制度背景和文献述评

在 1994 年财政分税制改革之后,中央政府逐步建立起了比较规范的中央与地方政府间财政转移支付制度,其中包含税收返还、一般性转移支付和专项转移支付等三部分财政补助收入。分税制改革之初的税收返还只包括增值税和消费税返还,而由于 2002 年所得税分享改革和 2009 年的成品油税费改革,又新产生了所得税基数返还和成品油税费改革税收返还。与此同时,中国地区间经济发展水平差距较大,由此导致地方政府间的财力也有较大差异,为了促进地方政府提供公共服务的均等化,中央政府也对地方政府安排一般性转移支付(2009 年之前称为财力性转移支付),主要是向中西部地区进行财力转移。在一般性转移支付口径下,还有多种细分口径的转移支付,较大规模的有均衡性转移支付、固定数额补助、基本养老金和低保、城乡居民医疗保险和义务教育等多种转移支付。每种具体项目的税收返还和一般性转移支付均有其固定的计算公式,具体可参考李萍(2010)。由于税收返还和一般性转移支付均按照事前给定的计算公式来进行分配,因此,总体上来说,地方政府基本能够预期本地区每年能够获得的税收返还和一般性转移支付的规模(范子英和李欣,2014)。

专项转移支付是对于地方政府因承担中央政府的委托事务或政府间共同事务,或者是应由地方政府承担的事务而享受的中央政府补助资金。当前中央财政对地方政府专项转移支付的分配,大都是以项目申请的方式来进行。这种申请方式往往会导致专项转移支付资金分配的不透明,因此也常常遭到社会各界,甚至政府部门的诟病,经常为媒体所报道的“跑部钱进”便是对此的一个形象描述。卢洪友等(2011)的研究发现,拥有“关系资本”的地方政府官员所在的辖区能够获得更多的专项转移支付,而范子英和李欣(2014)则发现,掌握专项转移支付分配权力的中央政府相关部委部长,会将更多的专项转移支付分配给他们的出生地,并且这种影响在重要部委更加明显。

对于政府债务,中国的政府债务包括中央政府和地方政府两部分的债务。其中,中央

政府债务主要由中央财政债务、中央国企债务、铁路总公司(原铁道部)债务、政策性银行债务、商业银行不良贷款等债务组成,地方政府债务则主要由各级地方政府和事业单位债务(包括省、市、县、乡镇等各级地方政府和事业单位)、地方国有企业(包括融资平台公司)债务、养老保险隐性债务等债务组成。债务形式主要包含了银行贷款、BT(建设-移交)、债券融资、信托融资、向其他单位和个人借款等多种渠道资金来源。根据审计署在 2013 年年底公布的数据显示,截止到 2013 年 6 月底,中央政府债务为 12.38 万亿元,地方政府债务为 17.89 万亿元,两项之和为 30.27 万亿元,其中,地方政府债务占全部债务的 59.1%。

中国地方政府债务尽管在改革开放之后的 1979 年已经开始出现,但改革初期地方政府债务规模并不大。然而,从 1994 年开始实施的财政分税制改革,财权层层上收,事权却又层层下放,这使得县乡等基层财政异常困难(杨之刚,2006)。尽管《预算法》规定地方财政不能出现赤字,必须保持预算平衡,但实际上大部分的基层政府,尤其是中西部的基层政府普遍通过借债过日子(刘尚希和赵全厚,2002;杨志勇和杨之刚,2008)。另外,在 1998 年亚洲金融危机之后,当时中央政府实施扩张性的财政政策刺激经济,这种政府支出的增加避免了经济增长速度的明显下降,但也导致了政府债务的迅速增加(张春霖,2000)。根据审计署数据显示,1998 年的地方政府债务,相对 1997 年增长幅度达到 48.2%。

在此之后,地方政府债务又一次急剧增加出现在 2009 年全球金融危机之后。当时中央政府推出史无前例的“4 万亿”的经济刺激计划,但大部分政府投资需要由地方政府承担,而地方政府又纷纷在中央政府投资目标上进行层层加码。由于地方政府自身财力有限,因此只有通过大规模的借债来实施政府投资项目。但中国人民银行制定的《贷款通则》对借款人做出了明确规定,使得地方政府不能直接向商业银行进行借款,并且除法律和国务院另行规定之外,地方政府也不能发行债券。这就让地方政府通过设立地方政府融资平台公司的变通形式来进行借债(凌华等,2005)²。地方融资平台公司的存在由来已久,实际上早在上个世纪 90 年代就已经在东部地区存在,但地方融资平台公司数量急剧增加主要在 2009 年金融危机之后。根据银监会所统计的地方融资平台公司名单,在 2010 年,全国地方政府融资平台公司的数量超过了 1 万家,也就是说,平均每个地级市融资平台公司的数量便达到了 30 家左右。

地方政府融资平台公司实际上从事的都是非经营性或准经营性项目,盈利能力普遍不足,并且地方融资平台公司的相关经营计划、人事安排以及发展规划等都受到地方政府的干预和控制,甚至地方融资平台公司的负责人就是由政府部门的各级领导兼任,或者从

² 地方融资平台公司是指地方政府以划拨土地、财政注资等形式组建的从事市政基础设施和公用事业建设,并以城市建设投资公司、城市建设开发公司、城市建设资产经营公司等各种形式存在的公司。这类平台公司在资产和现金流基本可以达到融资标准,地方政府以此作为独立的融资平台从商业银行、债券市场等金融市场融资(巴曙松,2009;封北麟,2009)。

政府有关部门调任(凌华等,2005;周沅帆,2010),这就使得地方融资平台公司的债务最后实际上都会演成为地方政府债务³。由于数据限制,我们并不能得到地方政府债务的详细数据,也不能得到地方融资平台公司的贷款数据,公开的数据只有地方融资平台公司发行的城投债数据,其中包括了地方融资平台公司在银行间债券市场和交易所债券市场发行的企业债、中期融资券、短期票据、公司债、私募债等各种形式的债券。地方融资平台公司开始较大规模地发行城投债是在2006年之后,而城投债发行的爆发则是在2009年金融危机之后,城投债事实上也成为了中国的“市政债”(周沅帆,2010)。

本文以地方政府下属融资平台公司发行的城投债作为研究样本,首次从央地关系的角度研究财政转移支付对地方政府债务的影响,并同时考察了不同性质的转移支付对地方政府债务的影响及其地区异质性。财政转移支付影响地方政府债务的机制,目前文献主要有两种解释:一种解释是“公共池问题”(Common Pool Problem)。由于各个地方政府都有激励获得尽可能多的财政转移支付,而转移支付的支出收益一般由本地区所享有,其成本却由整个国家来承担。因此,对于那些获得财政转移支付的地方政府而言,为了表明这种分配的合理性,其理性选择就是获得财政转移支付越多,该地区财政状况表现的越困难,因而地方债务也就越高(Weingast et al., 1981; Baskaran, 2010)。另一种解释是由财政转移支付带来地方政府的预算软约束。由于中央政府通常会在事后对陷入债务困难的地方政府给予财政转移支付的方式来实施救助,而一旦地方政府在事前形成这种未来被救助的预期之后,其当期的财政支出行为就会变得更不负责,从而地方政府当期获得财政转移支付越多,政府债务也越多(Rodden, 2002; Kornai et al., 2003; Pettersson – Lidbom, 2010; Akai and Sato, 2011)。总结起来,在理论上,这两种财政转移支付对地方政府债务的影响,都属于财政转移支付所引发的地方政府道德风险问题。如果这种道德风险问题存在,财政转移支付将导致地方政府债务的增加。但如果道德风险问题不存在,那么财政转移支付更多意味着地方政府的收入增加,其债务融资的需求将下降。因此,本文接下来将从实证上对财政转移支付如何影响地方政府债务进行检验。

三、研究设计与数据说明

(一)研究设计

本文的研究样本为地级市层面的面板数据,因此,我们基本计量模型设定如下:

$$\text{perdebt}_{it} = \alpha + \beta \text{pertransfer_special}_{it-1} + \lambda \text{pertransfer_nonspecial}_{it-1} + X_{it-1} \delta + \theta_i + \sigma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中;*i*代表地级市,*t*代表年份。方程的被解释变量 *perdebt* 为地方政府下属融资平台公司每年发行人均城投债的规模;我们主要关注的核心解释变量是两类转移支付指标:

3 根据一些研究者的调研发现,在一些地方的融资平台公司,尽管是以独立的公司形式存在,其财务上却与当地财政局在同一家账户上(范硕,2014)。

人均专项转移支付(pertransfer_special)和人均非专项转移支付(pertransfer_nonspecial)⁴,这代表了每年中央政府与地方政府间的财政关系。其他控制变量X包括:人均公共财政预算收入、人均土地出让收入、人均GDP和人均进出口贸易总额等变量。除此之外,在模型中我们也控制了不随时间而变的地级市固定效应(θ_i)和代表宏观层面影响且对所有地区均相同的年份固定效应(σ_t)。由于地方融资平台公司发行城投债的周期较长,从地方融资平台公司决定发行城投债,到联系主承销商准备发行材料,然后再递交相关部委审批,到最后的成功发行,一般需要一年左右的时间。并且,考虑到城投债发行与转移支付之间可能存在的反向因果关系,我们将所有解释变量滞后一年。由于地方融资平台公司在2006年之后发行城投债的样本开始增多,本文使用的样本为2006年到2012年间有过城投债发行记录的216个地级市。

在控制变量方面,地方政府的公共财政预算收入作为地方政府最重要、也是最稳定的财力指标,当地方公共财政预算收入越高,其预期未来偿债能力也会越高,可能会有更多的借债,因此我们预期公共财政预算收入对于地方城投债的发行有正影响。而地方政府的土地出让收入属于政府性基金管理的收入,地方政府对其使用有较大的自主权,主要用于地方政府的基本建设支出(周飞舟,2012)。因而,土地出让收入对于城投债发行的影响存在两种相反的机制:一方面,地方政府土地出让收入的增加,会使得地方政府预期未来偿债能力提高,因而当期借债增加;但另一方面,地方政府土地出让收入越多,其用于市政基础设施建设的资金也越多,从而其对于融资的需求会降低。因此,土地出让收入对于城投债发行的影响并不确定。除此之外,地区经济发展水平越高,其未来偿债能力会提高,但同时对于市政基础设施建设的需求却会越低,因此,经济发展水平对于城投债发行的影响也并不明确。而根据Rodrik(1998)、杨灿明和孙群力(2008)等系列研究,认为政府规模会受该地区贸易开放所带来的外部风险影响,因而贸易越开放,政府支出规模会增大。基于此,本文也控制了人均进出口贸易量,以此来验证贸易开放程度对于地方政府借债的影响。

在本文基本计量模型中,尽管我们已经控制可能影响地方政府城投债发行的相关变量,同时也控制了城市与年份固定效应,但仍有可能遗漏掉某些与专项转移支付相关,而又会直接影响地方城投债发行的变量。如果这种遗漏变量与专项转移支付相关,其所导致的内生性会使我们对专项转移支付系数估计不一致。为了尽可能处理这种内生性问题,我们在研究中还进一步采取了工具变量的估计方法。本文采用了两个工具变量:由于相同地区在不同年份获得的专项转移支付存在时间上的相关性,因此我们将本地区上一期的专项转移支付作为当期专项转移支付的工具变量。同时,地方政府在专项转移支付

4 由于税收返还和一般性转移支付资金的分配根据事先给定的相关分配公式计算,地方政府对于这部分资金的获得有比较完美的预期(李津,2010;范子英和李欣,2014),而专项转移支付资金需要地方政府采取项目申请的方式来向中央政府进行申请,地方政府对于是否能申请成功并无确定把握。因此,我们将转移支付分为专项转移支付和包括税收返还和一般性转移支付在内的非专项转移支付两类。

资金的申请上存在相互竞争关系,中央政府给予地方政府转移支付时,会考虑到地方政府的特征,因此,相类似的地方会得到相类似的转移支付。于是,我们采取与在本省范围内与本市地理上接壤、且经济发展水平最为接近的地级市所获得专项转移支付作为本地区专项转移支付的工具变量,这是本文的第二个工具变量⁵。在我们的研究中,一个可能遗漏掉的比较重要的变量是地方政府官员与上级政府的政治联系,因为这可能既影响本地区获得的专项转移支付资金,也可能会影响到监管部门对于城投债发行的审批。但由于本文的第二个工具变量是与本地区地理上接壤且经济发展水平最为接近的地级市获得专项转移支付,这就和本地官员的政治资本并不相关。因此,本文所使用的第二个工具变量可以较好地避免这个问题。

由于中国东部和中西部的经济发展水平存在较大差异,中央政府出于区域平衡发展的考虑,在转移支付资金分配时存在非常明显的偏向中西部的分配政策⁶。这种偏向中西部的转移支付资金分配对于地方城投债发行的影响是否也会存在地区间的差异?对此,在研究中我们还将继续区分东部和中西部两个地区的样本,观察这种影响是否存在地区间的异质性。更进一步,尽管中央政府已经出台诸多治理地方政府债务的相关政策,但地方政府债务规模仍在保持高速增长。与此同时,大量地方政府的存量债务却在逐渐到期,根据审计署在 2013 年所公布的审计报告显示,2014、2015 和 2016 年这三年为地方政府的偿债高峰。因此,地方政府一方面需要借债发展,另一方面也需要对旧债进行偿还,在这双重压力下,地方政府的新增债务是否会用于偿还存量到期债务,本文在实证分析中对此也进行了考察。

(二)数据说明

本文所使用的城投债数据,来自于 Wind 数据库,其中包含了省级、地级市及以下地方融资平台公司在债券市场(包括银行间债券市场和交易所债券市场)上发行的企业债、公司债、中期票据、短期融资券、私募债等各种类型的债券。其中,由于本文所使用研究样本为地级市层面的平台公司发行的城投债数据,而有部分发行城投债的平台公司是省级融资平台。对于这部分省级融资平台公司,其一般属于省级政府建立,主要负责全省范围的基础设施建设,因此对省级城投公司发行的城投债,本研究并未将其包含在内。文章所使用的专项转移支付以及包括税收返还和一般性转移支付在内的非专项转移支付数据来自于财政部预算司出版的历年《地市县财政统计资料》。其他变量,包括 GDP、公共财政收入、人口规模、进出口贸易额等数据来源于历年的《中国城市统计年鉴》,而土地出让收入则包括了招标、拍卖和挂牌三种出让形式的土地出让总收入,其数据来源于历年的《中国国土资源统计年鉴》。

5 感谢匿名审稿人对本文第二个工具变量所提出的宝贵建议。

6 事实上,根据财政部网站对于转移支付资金分配的总结,就明确说明“转移支付力度不断加大并向中西部财力薄弱地区倾斜”。具体见财政部网站:http://yss.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/gongzuodongtai/201311/t20131129_1018397.html

四、实证结果与分析

(一) 基本结果分析

表 1 为本文的基本回归结果。其中,方程(1)和(2)采取固定效应估计,这两个方程的区别在于是否控制人均非专项转移支付变量。从方程(1)可以看到,专项转移支付对于城投债发行的影响显著为正,当人均专项转移支付增加 1 元,人均城投债发行增加 0.096 元。根据方程(2),当我们添加人均非专项转移支付变量时,此时,人均专项转移支付变量仍然保持稳定,其系数为 0.091,且显著为正,而人均非专项转移支付对于人均城投债发行并没有显著影响。这说明,中央与地方政府间财政转移支付对于地方政府城投债发行的影响,主要是来自需要地方政府主动申请、中央政府相关部委相机分配的专项转移支付,而非专项转移支付资金的分配根据事先给定的计算公式,地方政府一般能够预期其获得的这部分资金安排,因而,非专项转移支付并不能带来地方政府城投债发行的增加。

进一步,为了控制可能的与专项转移支付相关,并且直接影响城投债发行的遗漏变量,我们进行了工具变量估计。方程(3)和(4)为采取本地区上一期的人均专项转移支付作为当期人均专项转移支付工具变量的估计结果。根据这两个方程可以看到,专项转移支付变量的系数相比于方程(1)和方程(2)中显著上升,这说明方程(1)和(2)的结果可能由于遗漏变量的原因导致回归系数被低估。从方程(4)可以看出,人均专项转移支付增加 1 元,人均城投债发行会增加 0.284 元,而非专项转移支付对于城投债发行仍无显著影响。

由于上一个工具变量主要利用专项转移支付在时间维度的信息,进一步,我们采取与本地区地理上接壤、且经济发展水平最为接近的本省周边地级市当年所获得的人均专项转移支付作为本地区人均专项转移支付的工具变量,这个工具变量利用的则是专项转移支付空间维度信息。具体的回归结果如方程(5)和(6)所示。根据方程(6),此时人均专项转移支付增加 1 元,会导致人均城投债发行增加 0.528 元左右,非专项转移支付对城投债发行也并无显著影响,这进一步说明了回归结果的稳健性。

在方程(7)中,我们同时利用两个工具变量在时间和空间维度的信息,将两个工具变量放入方程同时进行估计。由于此时工具变量的数量多于内生变量数量,因此需要对工具变量进行过度识别检验。此时,过度识别 Sargan 检验的 P 值为 0.208,并不能拒绝原假设,这说明我们两个工具变量是有效的。此时,人均专项转移支付增加 1 元,人均城投债发行增加为 0.312 元,而人均非专项转移支付对于城投债发行同样无显著影响。

其它控制变量,由方程(7)可以看到,当地方政府人均公共财政收入增加 1 元时,其人均城投债发行也会增加 0.136 元。这说明地方政府在发行城投债时,本地的公共财政收入是其未来偿债的一个重要考虑。而土地出让收入的提高一方面会让地方政府借债激励增加,同时也会使得地方政府融资需求降低,因此其对于城投债发行的影响并不确定。

从回归结果我们也可以看到,土地出让收入对于城投债发行并无显著影响,这可能是两种机制共同作用的结果。而人均 GDP 提高 1 元,会导致人均城投债的发行增加 0.014 元。同时,贸易开放度对城投债发行也有显著正影响,人均贸易额提高 1 元,会使得人均借债增加 0.008 元。

表 1 基本回归结果

	被解释变量:人均城投债						
	FE		FE + IV1		FE + IV2		FE + IV (两个 IV)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
人均专项转移支付	0.096 ** (0.039)	0.091 ** (0.041)	0.264 *** (0.074)	0.284 *** (0.083)	0.454 *** (0.158)	0.528 *** (0.196)	0.312 *** (0.080)
人均非专项转移支付		0.034 (0.072)		-0.054 (0.080)		-0.164 (0.115)	-0.066 (0.079)
控制变量							
人均公共财政收入	0.145 *** (0.031)	0.149 *** (0.032)	0.143 *** (0.031)	0.138 *** (0.032)	0.141 *** (0.031)	0.124 *** (0.035)	0.136 *** (0.032)
人均土地出让收入	0.001 (0.012)	0.001 (0.012)	0.004 (0.012)	0.004 (0.012)	0.008 (0.012)	0.008 (0.012)	0.005 (0.012)
人均 GDP	0.015 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)	0.014 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)	0.013 *** (0.004)	0.013 *** (0.004)	0.014 *** (0.004)
人均贸易量	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)	0.008 *** (0.003)
城市固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
弱工具变量检验 F 值			516.351	410.645	90.445	62.779	225.327
Sargan 检验 (p 值)							0.208
观察值	1512	1512	1512	1512	1512	1512	1512
R - squared	0.447	0.447	0.439	0.437	0.411	0.397	0.434
城市数量	216	216	216	216	216	216	216

(注:括号内为标准误,***为 1% 水平显著,**为 5% 水平显著,* 为 10% 水平显著)

(二)稳健性检验

本研究所使用数据是面板数据,因此在做固定效应估计时,其使用的样本信息是相同地区在时间维度上的信息而进行的估计 (within estimation)。与此同时,我们预期这种转移支付对城投债发行的影响在截面意义上也应该存在,如果是这样,说明道德风险问题是

一个地区层面的问题。为了进一步检验回归结果的稳健性,我们将样本中所有变量取均值,然后进行截面回归。

此时的回归结果见表 2,其中,方程(1)为 OLS 估计结果,而方程(2)和(3)为分别使用两个工具变量的估计结果,方程(4)为两个工具变量同时使用的估计结果。我们可以很明显看出,专项转移支付对城投债发行有较为稳定的正影响。在方程(4)中,当人均专项转移支付增加 1 元时,会使得人均城投债发行增加 0.192 元。与此同时,值得注意的是,此时人均非专项转移支付对于人均城投债发行的影响显著为负,其系数为 -0.131。因此,从截面意义来讲,专项转移支付会导致城投债发行的增加,而非专项转移支付更多的是起到补充地方政府财力的作用。

表 2 稳健性检验

	被解释变量						
	人均城投债(均值)				人均专项转移支付		
	OLS	OLS + IV			FE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
人均专项转移支付 (均值)	0.206 *** (0.058)	0.192 *** (0.059)	0.434 * (0.227)	0.192 *** (0.059)			
人均非专项转移支付 (均值)	-0.141 ** (0.065)	-0.131 ** (0.064)	-0.313 * (0.178)	-0.131 ** (0.064)			
人均城投债					0.019 (0.028)		0.032 (0.029)
上一期人均城投债						0.010 (0.034)	0.018 (0.034)
其他控制变量	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
弱工具变量检验 F 值		3861.819	15.439	1923.103			
Sargan 检验 (p 值)				0.251			
观察值	216	216	216	216	1296	1080	1080
R - squared	0.502	0.502	0.466	0.502	0.564	0.509	0.510

(注:括号内为标准误,***为 1% 水平显著,**为 5% 水平显著,* 为 10% 水平显著)

另外,在专项转移支付资金分配时,中央政府为了引导地方政府的资金投向,发挥专项转移支付资金的示范作用,同时也为了提高地方政府专项转移支付资金的管理水平,中央政府会要求地方政府对部分专项转移支付资金进行配套。但考虑到地方政府的配套压力,在具体执行过程中,不同地区配套比例有所不同。一般而言,对于需要配套的专项转

移支付资金,东部地方政府的配套率要大大高于中西部地区。并且,对于需要配套的专项转移支付,其配套资金尽可能由省级财政承担,根据 2004 年的统计数据,各地省、市、县乡三级财政承担的配套额分别占 70%、15% 和 15% (李萍,2010)⁷。由于我们的研究以地级市为研究样本,因而对于市级财政而言,其专项转移支付所带来的配套压力并不大。

但为了进一步检验专项转移支付对于城投债发行的影响并非由于配套压力所致,我们对此也进行了实证检验。具体做法是,将地方政府当期所得到的专项转移支付,对本地区上一期或当期所发行的城投债进行回归。如果城投债发行是由于专项转移支付的配套压力所引起,那我们可以预期:当地方政府城投债发行增加时,地方政府就会有更多的配套资金,因此我们应该看到地方政府在本期或下一期的专项转移支付会增多。而从表 2 的方程(5)、(6)、(7)可以看到,城投债发行的增加并不会导致专项转移支付显著增加。因此,我们有理由相信专项转移支付对城投债发行之间的显著正影响,并非是由于专项转移支付的配套压力所致。

(三)区域间差异

由于中央政府在分配专项转移支付资金时,存在明显的偏向中西部倾向。从数据上来看,地方政府获得的专项转移支付资金占本地公共财政收入比重,东部地区这个比重为 24.6%,而中西部则达到 81.6%,可以看出中西部要远远高于东部地区。这种专项转移支付对中西部和东部地方政府的重要性差异较大,是否会由此影响到地方政府的借债预期,并进而在地区间存在异质性?为此,我们进一步将样本分为东部与中西部两个区域,对此进行考察⁸。

表 3 区域间差异

	被解释变量:人均城投债					
	FE + IV (1)		FE + IV (2)		FE + IV (Both)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中西部	东部	中西部	东部	中西部	东部
人均专项转移支付	0.302 *** (0.091)	0.232 (0.191)	0.572 ** (0.230)	0.484 (0.476)	0.331 *** (0.088)	0.244 (0.190)
人均非专项转移支付	0.018 (0.088)	-0.025 (0.254)	-0.071 (0.116)	-0.133 (0.316)	0.008 (0.088)	-0.030 (0.253)
控制变量						
人均财政收入	0.166 *** (0.042)	0.063 (0.059)	0.142 *** (0.048)	0.049 (0.064)	0.163 *** (0.042)	0.062 (0.059)

7 事实上,中央政府也在有意识地不断减少需要地方政府配套的专项转移支付。最新《预算法》对此也就做出规定,除按国务院规定应当由上下级政府共同承担的事项外,上级政府在安排专项转移支付时,不得要求下级政府承担配套资金。

8 其中,东部地区包括江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、海南省与河北省,其他省份地级市为中西部地区。其中,由于北京、上海、天津和重庆四市为直辖市,而本研究的样本为地级市,因此并未将其包含在样本内。

(续表)

	被解释变量:人均城投债					
	FE + IV (1)		FE + IV (2)		FE + IV (Both)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中西部	东部	中西部	东部	中西部	东部
人均土地出让收入	0.006 (0.019)	0.007 (0.017)	0.015 (0.021)	0.008 (0.018)	0.007 (0.019)	0.007 (0.017)
人均 GDP	0.009** (0.004)	0.030*** (0.008)	0.008* (0.004)	0.031*** (0.009)	0.009** (0.004)	0.030*** (0.008)
人均贸易量	0.012 (0.009)	0.004 (0.004)	0.017 (0.010)	0.004 (0.004)	0.012 (0.009)	0.004 (0.004)
城市固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
弱工具变量检验 F 值	253.916	229.135	36.287	24.586	139.154	116.780
Sargan 检验 (p 值)					0.228	0.307
观察值	1071	441	1071	441	1071	441
R - squared	0.406	0.497	0.335	0.491	0.401	0.497
城市数量	153	63	153	63	153	63

(注:括号内为标准误,***为 1% 水平显著,**为 5% 水平显著,* 为 10% 水平显著)

在表 3 的回归结果中,方程(1)和(2)是采用上一期专项转移支付作为工具变量,从这两个回归方程可以看到,专项转移支付对城投债发行的显著正影响主要是在中西部省份,此时,人均专项转移支付系数为 0.302,而在东部地区并不显著。方程(3)和(4)使用周边地区、且与本市经济发展水平最接近地级市的专项转移支付作为工具变量,可以看到,此时专项转移支付对于城投债的显著正影响也同样只存在于中西部,在东部地区并不存在显著影响。对于中西部样本而言,人均专项转移支付的系数为 0.572。方程(5)和(6)为两个工具变量一起使用的回归结果,此时,人均专项转移支付增加 1 元,会导致中西部省份的地方城投债发行增加 0.331 元,而对东部省份的城投债发行并无显著影响。同时,由本表的六个回归方程都可以看到,非专项转移支付对于城投债的发行均无显著影响。

可以看出,由于中西部专项转移支付占公共财政收入比重要远远高于东部地区,从而导致中西部和东部对中央政府的救助预期存在差异。也就是说,当中西部出现债务危机时,预期更有可能获得来自中央政府的救助,而在东部地区则更多需要依靠自身财力化解,这就导致专项转移支付对地方政府借债的显著正影响只存在于中西部,而在东部不存在。实际上,我们也可以通过表 3 回归结果中地方政府借债对东部和中西部人均 GDP 系数的差异看出影响债务的机制。在表 3 的方程(5)和(6)中,中西部人均 GDP 的系数为 0.009,而东部人均 GDP 的系数为 0.03,东部地区人均 GDP 系数是中西部人均 GDP 系数的 3.33 倍。也就是说,由于中西部更多地寄希望于未来中央政府的债务救助,因此在借

债时,并没有充分考虑本地经济发展水平的偿还能力。而东部地区则不同,由于未来债务偿还更多地需要依靠本地财力,因此在借债时,东部地区需要更多地考虑本地的经济发展水平。同时,正如上文所说,中央要求地方政府配套的比例在中西部远远低于东部,因此,上述结果也说明,主要不是因为配套机制导致了专项转移支付与城投债的正相关。

(四) 进一步讨论

根据国家审计署在 2013 年的审计报告,2014、2015、2016 这三年为地方政府的偿债高峰。现实中,地方政府一方面需要继续借债进行市政基础设施和公用事业建设,另一方面,地方政府也需要消化逐渐增多的存量债务问题。如果未来地方政府债务存量能够逐渐减少,长期而言,中国的地方债务问题并不会是一个严重的问题。但如果地方政府债务存量逐年递增,并且通过不断的借新债来偿还旧债,这样持续下去,则可能演变为严重的债务危机。

表 4 城投债的借新还旧

	被解释变量:人均城投债		
	(1)	(2)	(3)
	2010	2011	2012
人均城投债存量	0.039 (0.050)	0.088 ** (0.039)	0.260 *** (0.044)
人均专项转移支付	0.115 (0.079)	0.136 * (0.069)	0.303 *** (0.095)
人均非专项转移支付	-0.098 (0.117)	-0.114 (0.095)	0.003 (0.109)
人均财政收入	0.150 ** (0.059)	0.060 (0.048)	0.020 (0.053)
人均土地出让收入	-0.007 (0.026)	0.011 (0.021)	0.070 ** (0.030)
人均 GDP	0.002 (0.004)	0.003 (0.003)	0.004 (0.004)
人均贸易量	-0.008 *** (0.002)	-0.001 (0.002)	0.002 (0.002)
常数项	-77.183 (90.026)	-3.910 (90.162)	-118.748 (126.697)
观察值	216	216	216
R - squared	0.220	0.260	0.538

(注:括号内为标准误,***为 1% 水平显著,**为 5% 水平显著,* 为 10% 水平显著)

我们接下来也对地方城投债发行是否存在借新还旧的机制进行了实证检验。我们的回归思路如下:由于城投债发行的爆发主要在 2009 年金融危机之后,我们分别计算出样本中地级市城投债在 2009 年、2010 年和 2011 年年底尚未到期的城投债存量,并将地方

政府在 2010 年、2011 年和 2012 年发行的城投债对上一年尚未到期的城投债存量进行回归。如果存量债务的回归系数显著为正,这说明地方城投债发行中的确存在借新还旧的现象。表 4 为我们的回归结果,其中,方程(1)、(2)和(3)分别为 2010 年、2011 年和 2012 年新发行的人均城投债对上一年人均城投债的存量进行回归的结果。可以看到,在 2010 年时,城投债存量的系数为 0.039 元,但并不显著,这说明在 2010 年时,城投债发行的借新还旧现象还未显现。但到 2011 年,城投债存量的系数为 0.088 元,显著为正,这说明城投债发行的借新还旧开始凸显,但系数还不是很大。此时,2010 年人均城投债存量债务增加 1 元,会使得 2011 年的人均城投债发行增加 0.088 元。而在 2012 年,城投债的借新还旧现象开始变得比较严重,此时,城投债存量的系数为 0.260 元,显著为正。这说明,当 2011 年人均城投债存量增加 1 元时,这会使得 2012 年城投债发行增加 0.260 元。这也就是说,地方政府在 2012 年发行的城投债,有相当一部分是用于偿还之前的存量债务。通过这三个回归方程的比较,我们可以看出,地方政府债务问题变得越来越严重,这需要引起各界的高度重视。

五、结论性评述

本文在中国单一制国家治理结构下,考察央地间财政转移支付对地方政府设立的融资平台公司城投债发行的影响。在使用工具变量处理可能的内生性之后,我们的研究发现,来自中央政府的人均专项转移支付增加 1 元,这会使得地方城投债发行人均增加 0.312 元,而包括税收返还和一般性转移支付在内的非专项转移支付对于城投债的发行并无显著影响。而且,我们的稳健性检验表明,这种专项转移支付对地方政府借债行为的影响并非由于专项转移支付的配套要求所致,而更多的是缘自专项转移支付所引发的地方政府借债的道德风险。进一步,我们也发现专项转移支付对城投债发行的显著正影响主要存在于中西部,而在东部地区则不存在。同时,我们的研究还发现地方城投债发行的借新还旧现象逐渐显现,变得越来越严重。在这种背景下,中央政府通过采取控制地方政府借债来逐步消化地方政府存量债务的可能性也在下降。

对于未来地方政府债务的治理,尤其是中央政府专项转移支付分配所产生的地方政府借债的道德风险问题,首先,中央政府需要清理整合专项转移支付资金,取消已无必要继续安排的专项转移支付项目。同时,考虑将部分可以按照因素法分配的专项转移支付项目转入一般性转移支付进行管理⁹。对属于中央政府事权的项目,也不应该再要求地方政府承担支出责任。其次,中央政府还需要规范专项转移支付资金的分配,改变目前主要依靠行政性的分配方式,转而采取竞争性的分配方式,并将其分配过程公开,增加专项转移支付分配的透明度。最后,从中国作为一个大国的发展模式而言,专项转移支付也不

⁹ 因素法分配是指在转移支付资金分配时,依据事先设计的资金分配计算公式来进行分配。目前,一般性转移支付的分配主要是按照因素法来进行的,更为详细的说明可参见李萍(2010)。

应该扭曲市场的资源配置作用,要减少对缺乏比较优势的地方政府生产性投资的补助,促进生产要素在地区之间的流动,提高资源配置效率,既发挥人口流入地的经济集聚功能,也减少人口流出地的政府支出负担¹⁰。

参 考 文 献

- [1] 巴曙松,2009,《地方政府投融资平台的发展及其风险评估》,《西南金融》第 9 期,第 9~10 页。
- [2] 范硕,2014,《县级政府融资平台债务隐患的案例分析》,《地方财政研究》第 2 期,第 42~45 页。
- [3] 范子英和李欣,2014,《部长的政治关联效应与财政转移支付分配》,《经济研究》第 6 期,第 129~141 页。
- [4] 封北麟,2009,《地方政府投融资平台与地方政府债务研究》,《中国财政》第 18 期,第 43~45 页。
- [5] 龚强、王俊和贾坤,2011,《财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述》,《经济研究》第 7 期,第 144~156 页。
- [6] 郭玉清,2011,《逾期债务、风险状况与中国财政安全》,《经济研究》第 8 期,第 38~50 页。
- [7] 何杨和满燕云,2012,《地方政府债务融资的风险控制——基于土地财政视角的分析》,《财贸经济》,第 5 期,第 45~50 页。
- [8] 纪志宏、周黎安、王鹏和赵鹰妍,2014,《地方官员晋升激励与银行信贷——来自中国城市商业银行的经验证据》,《金融研究》第 1 期,第 1~15 页。
- [9] 李萍,2010,《财政体制简明图解》,中国财政经济出版社。
- [10] 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎和李成,2012a,《中国主权资产负债表及其风险评估(上)》,《经济研究》第 6 期,第 4~19 页。
- [11] 李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎和李成,2012b,《中国主权资产负债表及其风险评估(下)》,《经济研究》第 7 期,第 4~21 页。
- [12] 凌华、唐弟良和顾军,2005,《公司化运作的地方政府贷款风险控制》,《金融研究》第 3 期,第 158~168 页。
- [13] 刘尚希,2004,《中国财政风险的制度特征:“风险大锅饭”》,《管理世界》第 5 期,第 39~44 页。
- [14] 刘尚希和赵全厚,2002,《政府债务:风险状况的初步分析》,《管理世界》第 5 期,第 22~32 页。
- [15] 刘伟和李连发,2013,《地方政府融资平台举债的理论分析》,《金融研究》第 5 期,第 126~139 页。
- [16] 卢洪友、卢盛峰和陈思霞,2011,《关系资本、制度环境与财政转移支付有效性——来自中国地市级一级的经验证据》,《管理世界》第 7 期,第 9~19 页。
- [17] 陆铭和钟辉勇,2015,《大国发展:地理的政治经济学分析》,《新政治经济学评论》第 28 期,第 1~19 页。
- [18] 钱先航、曹廷求和李维安,2011,《晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为》,《经济研究》第 12 期,第 72~85 页。
- [19] 杨灿明和孙群力,2008,《外部风险对中国地方政府规模的影响》,《经济研究》第 9 期,第 115~121 页。
- [20] 杨之刚,2006,《财政分权理论与基层公共财政改革》,经济科学出版社。
- [21] 杨志勇和杨之刚,2008,《中国财政制度改革 30 年》,格致出版社、上海人民出版社。
- [22] 张春霖,2000,《如何评估我国政府债务的可持续性》,《经济研究》第 2 期,第 66~71 页。
- [23] 周飞舟,2012,《以利为利:财政关系与地方政府行为》,上海三联书店。
- [24] 周沅帆,2010,《城投债:中国式市政债券》,中信出版社。
- [25] Akai, N., and M. Sato, 2011, “A Simple Dynamic Decentralized Leadership Model with Private Savings and Local Borrowing Regulation,” *Journal of Urban Economics*, 70(1):15~24.
- [26] Baskaran, T., 2010, “On the Link between Fiscal Decentralization and Public Debt in OECD Countries,” *Public*

¹⁰ 对此的详细分析,可以参见陆铭和钟辉勇(2015)。

- Choice, 145(3):351 ~ 378.
- [27] Fromlet, H. , 2013, “The Chinese Government Debt – What Do We Know and What Should Be Done,” *BOFIT Online Working Paper*.
- [28] Ghosh, A. R. , J. I. Kim, E. G. Mendoza, J. D. Ostry, and M. S. Qureshi, 2013, “Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies,” *Economic Journal*, 123(566):4 ~ 30.
- [29] International Monetary Fund, 2014, “Back to Work: How Fiscal Policy Can Help,” *Fiscal Monitor*.
- [30] Kornai, J. , E. Maskin, and G. Roland, 2003, “Understanding the Soft Budget Constraint,” *Journal of Economic Literature*, 41(4):1095 ~ 1136.
- [31] Kumar, M. S. , and J. Woo. , 2010, “Public Debt and Growth,” *IMF Working Paper*.
- [32] Pettersson, L. P. , 2010, “Dynamic Commitment and the Soft Budget Constraint: An Empirical Test,” *American Economic Journal: Economic Policy*, 2(3):154 ~ 179.
- [33] Reinhart, C. M. , and K. S. Rogoff, 2011, “From Financial Crash to Debt Crisis,” *American Economic Review*, 101(5):1676 ~ 1706.
- [34] Rodden, J. , 2002, “The Dilemma of Fiscal Federalism: Grants and Fiscal Performance around the World,” *American Journal of Political Science*, 46(7):670 ~ 687.
- [35] Rodrik, D. , 1998, “Why Do More Open Economies Have Bigger Governments?” *Journal of Political Economy*, 106(5):997 ~ 1032.
- [36] Weingast, B. , K. Shepsle, and C. Johnsen, 1981, “The Political Economy of Costs and Benefits: A Neoclassical Approach to Distributive Politics,” *Journal of Political Economy*, 89(4):642 ~ 664.
- [37] Xu, J. , and X. Zhang, 2014, “China’s Sovereign Debt: A Balance – sheet Perspective,” *China Economic Review*, 31(12):55 ~ 73.

How Does the Fiscal Transfer Affect the Local Government Debt?

ZHONG Huiyong LU Ming

(School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics; Antai College of Economics & Management , Shanghai Jiaotong University / School of Economics, Fudan University)

Abstract: China’s local government debt stock is immense and still growing rapidly, which brings risks to China’s fiscal sustainability and long term economic growth. From the lens of Urban Construction Investment Bonds (UCIB) issued by Local Government Financing Vehicles (LGFVs), this paper studies how the fiscal transfer impacts the issuance of UCIB under the context of China’s unitary system. After using instrumental variable, our findings indicate that special fiscal transfer per capita is positively associated with the issuance of UCIB; whereas, non – special fiscal transfer (including tax rebate and general fiscal transfer) has nothing to do with the issuance of UCIB. Geographically, the effect of special fiscal transfer on the issuance of UCIB mainly exists in the inland cities instead of the coastal ones. A further study on these effects finds that there is a sharp rise in the phenomenon of paying off the debt stock by issuing more UCIB.

Key words: Fiscal transfer, Local government financing vehicles, Urban construction investment bonds

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)