

地方政府隐性债务与银行流动性创造

Local Government Implicit Debt and Bank Liquidity Creation

李 振 向 辉 赵奇锋

LI Zhen XIANG Hui ZHAO Qi-feng

摘 要 目前大量文献研究政府债务对经济增长和资金需求方企业经营的影响,但缺乏对资金供给方银行行为影响的研究。本文使用 2005—2017 年中国 147 家地方银行数据,考察地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系。结果表明:(1) 地方政府隐性债务扩张会抑制银行流动性创造,对实体经济增长产生负面影响。一系列的稳健性检验和内生性分析均证明本文结论是可靠的。(2) 中介效应表明,地方政府隐性债务通过信贷资源挤出效应对银行流动性创造产生抑制作用。(3) 异质性分析发现,随着地方政府隐性债务规模的持续扩张,上市银行、农村商业银行均会增加流动性创造,政府部门作为大股东的银行会减少流动性创造。(4) 调节效应表明,在地方政府隐性债务较低地区或产权制度环境较好地区的银行以及在地方债置换时期的银行,随着地方政府隐性债务扩张均会创造更多的流动性。

关键词 地方政府隐性债务 流动性创造 地方银行 经济增长

中图分类号 F830 **文献标识码** A **文章编号** 1000-1549 (2021) 10-0030-13

DOI:10.19681/j.cnki.jcufe.2021.10.004

Abstract: A large literature exists on the impact of government debt on economic growth and enterprise operation, but there is a lack of literature on the impact on bank behavior. This paper examines the relationship between local government implicit debt and bank liquidity creation using the data of 147 local banks in China from 2005–2017. The results show that: (1) the expansion of local government implicit debt inhibits bank liquidity creation, and has a negative impact on the real economy growth. A series of robustness tests and endogeneity analyses prove that the findings of this paper are reliable. (2) The intermediation effect suggests that local government implicit debt has a dampening effect on bank liquidity creation by the crowding out effect of bank credit resources. (3) Heterogeneity analysis finds that with the continuous expansion of local government implicit debt, listed banks and rural commercial banks increase liquidity creation, and banks with government department as the top shareholder reduce liquidity creation. (4) The moderating effect suggests that banks in areas with lower government debt or better property rights system environment, as well as banks in the replacement period of local government implicit debt, create more liquidity with the expansion of local government implicit debt.

Key words: Local government implicit debt Liquidity creation Local bank Economic growth

收稿日期 2021-03-31

作者简介 李振,男,1989年5月生,复旦大学大数据学院/珠海复旦创新研究院博士后,中国人民大学国际货币研究所研究员,经济学博士,研究方向为商业银行、金融科技;向辉,男,1989年12月生,国务院发展研究中心企业研究所助理研究员,管理学博士,研究方向为政府债务、国企改革等;赵奇锋,男,1992年2月生,中国社会科学院数量经济与技术经济研究所助理研究员,经济学博士,研究方向为资本市场、技术创新、公司金融。本文通讯作者为向辉,联系方式为 philipxiang@126.com。

基金项目 中国博士后科学基金面上资助项目“金融科技与银行风险:理论与实证研究”(项目编号:2020M680048)。

感谢匿名评审人提出的修改建议,笔者已做了相应修改,本文文责自负。

一、引言

长期以来,在财政分权下的地方政府竞争和官员政治晋升激励下,地方政府往往热衷于通过扩大公共投资来促进地区经济发展。除自身财政收入外,银行信贷是扩大公共投资重要的预算外资金来源。地方政府有动力介入信贷资源配置,依靠商业银行融资为地区经济发展提供资金 (Cao 等, 1999^[1]; 王永钦等, 2007^[2]; 钱先航等, 2011^[3]; 牛霖琳等, 2016^[4]; 祝继高等, 2020^[5])。尤其是在 2008 年全球金融危机爆发对中国经济发展产生巨大冲击后,中央政府出台“四万亿”财政刺激计划,并相应放松地方政府融资约束,为大规模公共投资进行预算外融资。中国经济在全球率先实现复苏,但与此同时,地方政府投融资平台在数量和规模上迅速扩大,地方政府债务规模持续增长。2015 年新《预算法》实施后,通过债务置换和一系列债务治理举措,预算内的地方政府债务风险得到有效控制,但防范化解地方政府隐性债务风险依旧是当前财政和金融工作的重点。此外,在 2014 年之前,由于旧《预算法》禁止地方政府举债的规定,地方政府债务事实上并未纳入预算管理,而是以预算外形式存在。新《预算法》实施之后,地方政府债务治理的难点——隐性债务同样也是相对显性债务而言,并非法理概念,同样是以预算外形式存在。本文所指的地方政府隐性债务主要是通过地方政府投融资平台模式形成的债务。

中国是银行主导型金融体系国家,银行体系发达,以银行间接融资方式配置金融资源为主,银行全面深入参与经济生活各个方面,促进经济健康发展。无论是城市商业银行还是农村商业银行,都要为地方经济发展服务,与地方政府保持着千丝万缕的联系,因此地方银行信贷成为地方政府推动经济发展的重要融资来源 (钱先航等, 2011^[3]; 徐忠, 2018^[6]; 祝继高等, 2020^[5])。根据现代金融中介理论,银行流动性创造是实体经济活动的核心功能之一 (Bhattacharya 和 Thakor, 1993^[7]),但目前很少有文献对银行流动性创造的影响因素进行研究。银行通过使用诸如活期存款的流动性负债,为比如商业贷款的非流动性资产提供资金,促使银行在资产负债表上创造流动性 (Berger 和 Udell, 2009^[8]),满足了存款人对流动性和企业对长期融资承诺的需求 (Gatev 和 Strahan, 2006^[9]),同时还通过提供贷款承诺实现

表外流动性创造,推动企业进行长期的投资规划 (Kashyap 等, 2002^[10])。银行通过实现流动性创造功能,可以对资本配置进行优化,从而对经济增长产生正向影响 (Berger 和 Udell, 2009^[8])。本文试图考察地方政府隐性债务扩张与银行流动性创造之间的关系,具有重要的现实价值和理论意义。

地方政府隐性债务扩张带来的信贷资源的挤出效应和释放效应的相对强弱,决定了其对银行流动性创造的影响。一方面,地方政府隐性债务扩张可能通过信贷资源挤出效应抑制银行流动性创造,对实体经济增长产生负面影响。具体而言,地方政府隐性债务扩张通过信贷资源挤出效应,挤出区域内外企业居民贷款 (伏润民等, 2017^[11]),挤占有限的银行信贷资金,导致企业贷款成本上升和融资规模缩减,银行总体信贷减速 (Albertazzi 等, 2014^[12])。同时,地方政府隐性债务风险加剧也会促使银行产生惜贷情绪。这些均会抑制银行流动性创造,对实体经济增长造成损害。另一方面,地方政府隐性债务扩张通过信贷资源释放效应对银行流动性创造产生促进作用,从而推动实体经济增长。具体而言,地方政府通过债务融资来提高基础设施服务质量 (Lu 和 Sun, 2013^[13]),能够有效提升资本边际收益率,带动企业加大投资力度 (余海跃和康书隆, 2020^[14])。银行将闲置的信贷资源投入到新增基础设施、产业园区及相关企业,从而提高银行流动性创造,推动地方经济快速发展。

本文使用 2005—2017 年中国 147 家城市商业银行和农村商业银行的非平衡面板数据,考察地方政府隐性债务对银行流动性创造的潜在影响,并分析这种影响在不同银行类型和不同外部环境条件下的差异性。本文研究发现,随着地方政府隐性债务扩张,地方银行主要受信贷资源挤出效应的影响会减少流动性创造,从而对地区经济增长产生负面影响。本文分别基于排除表外科目的流动性创造指标、删除银行时间效应、剔除宏观控制变量、使用自变量当期值、进行上下 5% 分位点缩尾、使用 2009—2018 年面板数据等进行稳健性检验。为解决可能存在的内生性问题,本文综合运用工具变量法、倾向得分匹配估计和自变量滞后一期等多种识别策略,缓解可能存在的反向因果问题。一系列的稳健性检验和内生性分析均表明本文所得结果是可靠和稳健的。中介效应检验表明,地方政府隐性债务扩张通过挤出信贷资源对银行流动性创造产生抑制作用。进一步研究发现,上市银行、农村

商业银行随着地方政府隐性债务扩张均会创造更多的流动性,政府部门作为大股东的银行会减少流动性创造。随着地方政府隐性债务扩张,在政府隐性债务较低地区或产权制度环境较好地区的银行以及在地方债置换时期的银行均会增加流动性创造。

相比已有文献,本文主要在四个方面进行了有益创新。第一,在经济金融文献方面,本文可能是首次考察地方政府隐性债务与银行流动性创造之间关系的研究,从金融中介视角分析地方政府隐性债务如何最终影响经济增长,丰富了相关理论与经验证据。第二,在中介效应检验方面,本文发现在地方政府隐性债务影响银行流动性创造的过程中,存在以银行信贷资源作为中介效应的机制渠道,弥补了已有机制渠道缺失的不足。第三,在异质性分析方面,本文拓展分析上市银行、农村商业银行和政府部门作为大股东的银行,地方政府隐性债务对银行流动性创造的影响是否存在异质性。关于不同银行分类视角的研究,进一步拓展了本文的经验证据。第四,在调节效应分析方面,本文进一步研究处在政府隐性债务较低地区或产权制度环境较强地区的银行、在地方债置换时期的银行,地方政府隐性债务对银行流动性创造的影响是否存在非对称性。基于不同经济制度环境视角的分析,本文扩展了相关研究的内涵。

二、文献综述、理论分析与研究假设

(一) 文献综述

一些文献表明,地方政府债务对经济增长具有推动作用。例如,范剑勇和莫家伟(2014)^[1]发现,作为地方政府获取和运作资金能力的表现,地方政府债务不仅通过直接投资促进经济增长,而且以公共投资的形式对地区工业增长起到杠杆作用。大多数研究表明,过高的地方政府债务为经济增长带来不利影响。吕健(2015)^[2]发现,在早期,地方政府债务的增加能够提高经济中的流动性,在投资规模扩张的情况下实现地方经济增长。但无论地区经济条件和禀赋如何,在长期依靠地方政府举债推动经济增长的做法是不可取的(吕健,2015^[2]),以政府债务推动工业增长的经济发展模式是不可持续的(范剑勇和莫家伟,2014^[1])。因此,大量研究认为,地方政府债务与经济增长之间的关系可能呈倒U型,即在最优平衡点之前,地方政府债务的增加将促进经济增长,但超过最优平衡点后,地方政府债务持续膨胀将抑制经济增

长(毛捷和黄春元,2018^[3])。例如,刁伟涛(2017)^[4]发现,地方政府债务存在明显的经济增长门限效应,即当地方政府债务率高于112%左右之后,原本促进经济增长的作用基本消失。彭方平和展凯(2018)^[5]表明,地方政府负债与投资增长具有倒U型关系。财政扩张政策具有一定的局限性,无法避免政府负债增加所带来的金融压力上升,也无法解决过度负债所带来的经济下滑风险。韩健和程宇丹(2019)^[6]发现,在不同区域,地方政府债务影响经济增长存在差异性,但均呈现倒U型的特征。

现有文献普遍认为,地方政府债务会对经济金融稳定产生影响,甚至可能引发系统性金融风险。根据龚刚等(2016)^[7]的观点,当贷款利率超过经济增长率时,随着债务的不断累积,高负债开始对经济运行产生负面影响,经济体面临着债务违约风险,违约风险的加大,可能会导致系统性金融风险乃至经济金融危机。随着地方政府债务规模的不断扩张,由于债务与资产期限错配带来的流动性风险日益突出,主要表现在地方政府债务期限以中短期为主,但资金投向回收期的期限普遍较长,土地收益难以满足偿还债务要求,地方政府需要“借新还旧”以缓解短期偿付压力(陈志勇等,2015^[8])。对于禀赋较差的城市,可能会由于土地出让金不足以偿还债务而出现偿付危机(范剑勇和莫家伟,2014^[1])。蒲丹琳和王善平(2014)^[9]表明,随着地方官员晋升激励强度的加大,地方官员进行融资的动力越充足,地方政府投融资平台将进行更多的融资,所面临的债务风险也越大。项后军等(2017)^[10]发现,由于政治周期性和产能过剩问题,地方政府债务波动会对区域经济稳定产生负面影响。徐忠(2018)^[11]认为,作为地方政府隐性负债的融资平台和国有企业,存在隐性担保和债务率过高的问题,金融风险隐患较为突出。地方政府债务快速飙升导致经济金融杠杆迅速上升,债务风险在金融系统中隐蔽传染和扩张,将可能导致全局性系统性金融风险(伏润民等,2017^[12];毛锐等,2018^[13])。

一些文献考察商业银行在地方政府债务影响经济金融稳定中的作用。地方政府债务快速扩张所引发的经济增长失速,可能会提高地方政府及其隐性担保机构的违约概率,进一步增大银行风险承担。例如,祝继高等(2020)^[14]发现,随着地方政府财政压力的加大,地方商业银行会将贷款投向地方国有经济部门,使得这些银行可能面对较高的不良贷款率和较差的经

营业绩。Lu 和 Sun (2013)^[14] 表示, 地方政府债务的快速扩张可能会给经济金融发展带来阻碍, 导致政府债务风险和银行资产质量下降等问题, 同时在更广泛的范围引发对经济金融稳定的担忧。由于地方银行是承载地方政府债务风险的主体, 在外部冲击下, 地方银行净值和杠杆率始终与地方政府债务风险和流动性风险同向变化 (毛锐等, 2018^[24])。地方政府投资冲动引发其债务顺周期, 随着商业银行大量认购政府债务, 政府债务规模的持续扩大将导致银行流动性风险加大从而加剧金融风险, 金融风险的迭代累积最终可能引发系统性金融风险 (毛锐等, 2018^[24])。很多文献考察了地方官员晋升激励对银行风险承担和信贷资产配置的影响。例如, 钱先航等 (2011)^[3] 发现, 地方官员晋升压力通过增加中长期贷款和房地产贷款, 提高贷款集中度, 从而导致城市商业银行的不良贷款累积。李维安和钱先航 (2012)^[27] 表明, 在来自外地晋升市委书记的辖区内, 城市商业银行会扩张信贷规模; 来自退居二线市委书记的辖区内, 城市商业银行也会增加贷款投放。纪志宏等 (2014)^[28] 发现, 晋升激励刺激地方官员利用自身行政权利扩张经济规模, 城市商业银行成为信贷扩张的重要资金渠道, 这种行政干预信贷资源配置的行为会导致银行贷款质量下降和资产风险上升。

(二) 理论分析与研究假设

流动性创造是银行在实体经济活动中扮演的最重要的角色之一 (Bhattacharya 和 Thakor, 1993^[1]), 其组成部分在理论上与经济增长存在直接关系。银行贷款通常被认为是经济增长的主要引擎 (Levine 和 Zervos, 1998^[29]), 在通过货币政策的银行贷款渠道影响经济产出方面具有重要作用 (Bernanke 和 Blinder, 1998^[30]), 特别是对于那些满足小企业信贷融资的小银行 (Berger 和 Bouwman, 2017^[31])。交易存款是流动性创造的另一个关键组成部分, 为经济良好运转提供至关重要的流动性和支付服务 (Kashyap 等, 2002^[10])。诸如贷款承诺和备用信用证等银行表外信用承诺, 能够在未来为客户计划中的投资和其他支出提供资金支持, 从而有效帮助客户扩大经济活动规模 (Boot 等, 1993^[32])。Berger 和 Bouwman (2009)^[8] 提供了第一个全面衡量流动性创造的指标, 该指标考虑到了银行资产、负债、权益和表外活动的贡献。因此, 流动性创造被视为衡量银行总产出的最佳指标 (Berger 和 Sedunov, 2017^[11]), 有助于预测未来的经

济衰退 (Chatterjee, 2015^[33])。本文研究地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系, 即考察地方政府隐性债务如何通过影响银行流动性创造最终作用于经济增长。

据审计署 2013 年 6 月的债务审计结果, 地方政府债务的主要资金来源是银行贷款, 占比达 56.6%。2015 年之后, 随着中央政府对地方政府非标业务监管的加强, 城投债券形式负债在新增地方政府投融资平台有息债务中的比例不断提高, 但银行信贷仍占有较大比重。地方政府隐性债务扩张可能会挤出区域内企业居民贷款, 也可能产生外溢影响, 挤出区域外企业居民贷款 (伏润民等, 2017^[13])。对贷款集中度过高和可能的贷款质量变坏的担忧, 商业银行不仅会控制投向地方政府债务的贷款规模, 也会对区域内企业居民贷款持审慎态度, 这些均直接造成银行信贷总量的下降, 对银行流动性创造产生负向影响。其次, 持续增长的政府债务可能与银行融资和借贷条件存在因果关系。地方政府债券的发行利率在一定程度上可以作为当地信贷成本的基准利率。随着地方政府债券发行规模的大幅扩大, 地方政府债务通过挤占有限的银行信贷资金, 引起利率提高和银行资金成本上升, 导致企业贷款成本上升和债务融资规模缩减, 银行总体信贷减速 (Albertazzi 等, 2014^[13]), 从而降低了银行流动性创造, 抑制了经济长期增长潜力。此外, 随着地方政府长期大规模举债, 政府债务不断累积, 同时前期地方政府债务陆续到期, 地方政府用于清偿到期债务的流动性持续增加, 在投资规模大量缩减的情况下维持地方经济高速增长难以为继 (吕健, 2015^[14])。在此时, 商业银行可能产生惜贷情绪, 不断收紧贷款以避免政府债务违约带来的不利影响, 这又将进一步降低实体经济中的流动性, 对实体经济增长造成严重损害。据此本文提出假设 1 和假设 2:

H1: 地方政府隐性债务扩张会抑制银行流动性创造, 对实体经济增长造成损害。

H2: 地方政府隐性债务扩张通过信贷资源挤出效应抑制银行流动性创造。

凯恩斯的“赤字财政”理论为政府合理举债找到了充足的理由, 政府采用赤字财政的方式扩大财政支出, 能够弥补有效需求不足, 促进实体经济发展和繁荣。鉴于地方政府有限的收入基础, 以及无法从金融市场直接借款, 地方政府大幅举债以缓解财政压力, 为城市经济建设和基础设施建设提供资金 (Lu

和 Sun, 2013^[14]。地方政府隐性债务为公共资本产品的积累提供资金, 会提高基础设施服务质量, 提升资本边际收益率, 促使企业加大投资 (余海跃和康书隆, 2020^[13])。由于企业投资的很大一部分资金来自本地商业银行的贷款, 这会促使本地银行发放贷款, 释放闲置的信贷资源, 从而提高银行流动性创造, 推动地方实体经济发展。

区域性商业银行为地方政府投融资平台提供债务融资, 这些银行大部分都是由国有企业、地方政府所参股或控股的地方银行, 因此与地方政府存在难以分割的联系。地方银行为地方政府投融资平台融资主要受两个方面的影响。一方面, 地方银行追求利润最大化原则, 从风险和收益的角度做出购买决定, 愿意为安全性较高、收益率也较好的地方政府债务相关项目融资。另一方面, 地方银行存在行政垄断问题, 其为地方政府债务融资的决定受到非市场的行政性因素影响, 这意味着地方政府债务存在软预算约束问题 (王洋和傅娟, 2015^[14]; 伏润民等, 2017^[13])。同时, 地方政府债务存在的软预算约束问题也体现在上级中央政府作为最后兜底人的角色, 在现行体制下中央对地方政府债务仍存在隐性担保和救助责任 (牛霖琳等, 2016^[14])。因此, 地方银行基于风险和收益的考虑, 会将闲置的信贷资源有效利用起来, 为地方政府发行债券提供资金支持, 从而提高银行流动性创造, 促进地区实体经济增长。据此本文提出假设 3 和假设 4:

H3: 地方政府隐性债务扩张会促进银行流动性创造, 对实体经济增长产生推动作用。

H4: 地方政府隐性债务扩张通过信贷资源释放效应促进银行流动性创造。

三、研究设计

(一) 模型设定

本文使用普通最小二乘估计方法, 考察地方政府隐性债务对银行流动性创造的影响, 基准模型设定如下:

$$LC_{ipt} = \alpha + \beta \times Debt_{ipt-1} + \gamma \times X_{ipt-1} + \theta_t + \theta_p + \varepsilon_{ipt} \quad (1)$$

其中, 被解释变量 LC_{ipt} 表示地方银行 i 的总部为省份 p 在第 t 年的流动性创造, 主要包括基于贷款类别且包括表外科目的流动性创造 ($LCCa$)、基于贷款期限且

包括表外科目的流动性创造 ($LCMa$)。为减轻反向因果关系可能导致的内生性问题, 本文对所有自变量均使用滞后一期项。核心解释变量 $Debt_{ipt-1}$ 表示地级市层面的地方政府隐性债务, 包括隐性负债率 ($Index_d1$)、人均隐性债务 ($Index_d2$)、隐性债务率 1 ($Index_d3$) 和隐性债务率 2 ($Index_d4$)。为避免可能的遗漏变量对回归结果产生影响, X_{ipt-1} 所代表的控制变量包括银行个体层面的资产规模 ($TotalAsset$)、权益资产比率 ($EqToAsset$)、存款资产比率 ($DeToAsset$)、贷款资产比率 ($LoToAsset$) 和资产利润率 (ROA), 以及地级市层面的土地出让收入占比 (XLB)、GDP 同比增长率 ($GDPG$)。基准模型所用变量的定义和说明详见表 1 所示。 α 是截距项, θ_t 是银行时间固定效应, θ_p 是银行所在省份固定效应, ε_{ipt} 是残差项。

(二) 主要变量说明

1. 银行流动性创造。

本文借鉴 Berger 和 Bouwman (2009)^[15] 的方法, 利用银行资产负债表和表外的科目数据, 按照三步程序构建流动性创造指标。第一步, 根据客户从银行提取流动资金所需的难易程度、成本和时间, 本文将资产、负债和权益分类为流动性、准流动性或非流动性, 银行需要履行其义务来满足这些流动性需求。所有表外项目均按照类似程序进行分类。第二步, 本文将权重分配给所有与流动性创造理论一致的银行活动, 正权重应用于非流动性资产和流动性负债, 当使用流动性负债为非流动性资产融资时则会创造流动性; 负权重应用于流动性资产、非流动性负债及权益, 当使用非流动性负债或权益为流动性资产融资时则会消灭流动性。第三步, 通过将每个科目乘以其各自的权重来构建流动性创造指标。本文根据贷款类别或期限、表外活动是否包含, 计算了四个不同的流动性创造变量, 全面反映银行的流动性创造情况, 包括用于基准模型分析的基于贷款类别且包括表外科目的流动性创造 ($LCCa$)、基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造 ($LCMa$), 以及用作稳健性检验的基于贷款类别且排除表外科目的流动性创造 ($LCCaEx$)、基于贷款期限且排除表外科目的流动性创造 ($LCMaEx$)。银行流动性创造的具体计算方法详见表 1 所示。^①

2. 地方政府隐性债务。

目前政府部门、学术界和金融业界对地方政府隐

① 受篇幅所限, 文中无法列出银行活动的流动性及其权重, 感兴趣的读者可向作者索取。

性债务的认知不同,由于使用不同的统计口径或统计方法会造成对地方政府隐性债务规模统计的差异,本文参考 Huang 等 (2019)^[33]、毛捷等 (2019)^[34]、徐军伟等 (2020)^[37] 的做法,使用地方投融资平台有息负债作为地方政府隐性债务的代理变量。地方投融资平台的有息债务由其资产负债表中的短期借款、应付票据、应付账款、一年到期的非流动负债、其他流动负债、短期债券、长期借款和应付债券等科目加总得到。本文分年度将各地级市区域内投融资平台的有息负债加总得到地方政府隐性债务总量规模。本文主

要使用四个指标作为地方政府隐性债务水平的代理变量: 地方政府隐性负债率 ($Index_d1$), 用地方政府隐性债务规模与 GDP 的比值来表示; 人均地方政府隐性债务 ($Index_d2$), 用地方政府隐性债务规模与常住人口总量的比值来表示; 地方政府隐性债务率 1 ($Index_d3$), 用地方政府隐性债务规模与一般公共预算收入加国有土地使用权出让收入的比值来表示; 地方政府隐性债务率 2 ($Index_d4$), 用地方政府隐性债务规模与一般公共预算收入的比值来表示。具体计算方法详见表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名称	具体说明
$LCCa$	流动性创造 (基于贷款类别且包括表外科目) = 资产端流动性创造 (基于贷款类别) + 负债端流动性创造 + 表外流动性创造
$LCMa$	流动性创造 (基于贷款期限且包括表外科目) = 资产端流动性创造 (基于贷款期限) + 负债端流动性创造 + 表外流动性创造
$LCCaEx$	流动性创造 (基于贷款类别且排除表外项目) = 资产端流动性创造 (基于贷款类别) + 负债端流动性创造
$LCMaEx$	流动性创造 (基于贷款期限且排除表外项目) = 资产端流动性创造 (基于贷款期限) + 负债端流动性创造
$LCAssetMa$	资产端流动性创造 (基于贷款期限) = $(0.5 \times \sum \text{非流动性资产} - 0.5 \times \sum \text{流动性资产}) / \text{总资产}$, 其中按照贷款期限对“发放贷款及垫款”科目进行分类
$LCAssetCa$	资产端流动性创造 (基于贷款类别) = $(0.5 \times \sum \text{非流动性资产} - 0.5 \times \sum \text{流动性资产}) / \text{总资产}$, 其中按照贷款类别对“发放贷款及垫款”科目进行分类
$LCLia$	负债端流动性创造 = $[0.5 \times \sum \text{流动性负债} - 0.5 \times \sum (\text{非流动性负债} + \text{权益})] / \text{总资产}$
$LCOff$	表外端流动性创造 = $[0.5 \times \sum \text{非流动性表外科目} - 0.5 \times \sum \text{流动性表外科目}] / \text{总资产}$
$Index_d1$	地方政府隐性负债率 = 地方政府隐性债务规模 / GDP
$Index_d2$	人均地方政府隐性债务 = 地方政府隐性债务规模 / 常住人口总量
$Index_d3$	地方政府隐性债务率 1 = 地方政府隐性债务规模 / (一般公共预算收入 + 国有土地使用权出让收入)
$Index_d4$	地方政府隐性债务率 2 = 地方政府隐性债务规模 / 一般公共预算收入
$TotalAsset$	资产规模 = $\ln(\text{总资产 (百万元)})$
$EqToAsset$	权益资产比率 = 所有者权益 / 总资产
$DeToAsset$	存款资产比率 = 总存款 / 总资产
$LoToAsset$	贷款资产比率 = 总贷款 / 总资产
ROA	资产利润率 = 净利润 / 总资产年初年末均值
XLB	土地出让收入占比 = 国有土地使用权出让收入 / (一般公共预算收入 + 国有土地使用权出让收入)
$GDPG$	经济增速 = 所在地级市 GDP 同比增长率

表 1 是本文主要变量的具体说明,表 2 是基准模型中变量的描述性统计结果。在表 2 列 (1) ~ 列 (5) 分别表示变量名称、观测值、平均值、中位数和标准差。同时,根据地方政府隐性负债率 ($Index_d1$) 对本文所用数据样本划分为高低两组子样本,进行组间均值差异检验。表 2 列 (6) 和列 (7) 的均值差异检验的结果表明,无论是基于贷款类别且包

括表外科目的流动性创造 ($LCCa$),还是基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造 ($LCMa$),地方政府隐性债务较高的地区对应着较低的银行流动性创造,初步分析表明地方政府隐性债务的提高对银行流动性创造产生显著的负向影响。同时,均值差异检验也表明,基准模型中的控制变量均显著相关且分布较为离散,因此本文选择的控制变量在一定程度上是合理的。

表 2 描述性统计

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
样本	全样本				政府隐性债务高组 (<i>N</i> = 502)	政府隐性债务低组 (<i>N</i> = 533)
变量名称	观测值	平均值	中位数	标准差	平均值	平均值
<i>LCCa</i>	1 073	0.142	0.128	0.159	0.110	0.161***
<i>LCMa</i>	1 073	-0.040	-0.044	0.131	-0.052	-0.035**
<i>Index_d1</i>	1 499	0.367	0.235	0.396	0.700	0.113***
<i>Index_d2</i>	1 499	9.247	9.397	1.605	10.754	8.280***
<i>Index_d3</i>	1 494	2.354	1.568	2.588	4.126	0.914***
<i>Index_d4</i>	1 499	3.827	2.646	4.011	6.755	1.396***
<i>TotalAsset</i>	1 557	11.099	11.079	1.143	11.758	11.153***
<i>EqToAsset</i>	1 557	0.070	0.067	0.021	0.071	0.074**
<i>DeToAsset</i>	1 512	0.747	0.763	0.116	0.708	0.728***
<i>LoToAsset</i>	1 508	0.472	0.479	0.109	0.446	0.458*
<i>ROA</i>	1 397	0.011	0.011	0.004	0.010	0.011*
<i>XLB</i>	1 569	0.978	0.983	0.018	0.982	0.974***
<i>GDPG</i>	1 576	0.108	0.104	0.035	0.100	0.094***

(三) 样本选择

本文以 2005—2017 年中国 188 家地方银行作为初始研究样本银行，数据来自 BankScope 数据库和 BankFocus 数据库，使用 Wind 数据库、CNRDS 数据库和各家地方银行年报填补少量缺失数据，同时也使用线性插值法处理个别缺失值。本文对初始地方银行样本进行如下处理：由于本文的研究对象是地方银行，因此只保留城市商业银行和农村商业银行；删除基准回归中所用变量的数据连续期少于 3 年的银行；为减轻样本离群值可能导致的估计偏误，对所用变量

均在 1% 和 99% 分布水平进行缩尾处理。表 3 是本文所用地方银行样本的历年数量。按照 2017 年年底原中国银监会的金融机构分类标准，样本地方银行共计 147 家，其中有 101 家城商行、46 家农商行。在 2017 年年底，本文使用的样本城商行总资产占中国城商行总资产的 80.65%，使用样本农商行总资产占中国农商行总资产的 37.83%，因此本文使用的城商行样本十分具有代表性，使用的农商行样本由于数据可得性问题使得代表性可能有所欠缺。

表 3 本文所用地方银行样本

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	小计
城商行	32	67	75	86	92	94	97	99	98	99	99	99	97	1 134
农商行	9	18	20	24	26	36	41	43	44	45	46	45	45	442
小计	41	85	95	110	118	130	138	142	142	144	145	144	142	1 576

四、地方政府隐性债务影响银行流动性创造的实证结果与分析

(一) 基础回归分析

表 4 给出了基于方程 (1) 的回归结果，其中被解释变量是基于包括表外科目的流动性创造 (*LCCa*、*LCMa*)，核心解释变量是地方政府隐性债务相关指标 (*Index_d1*、*Index_d2*、*Index_d3*、*Index_d4*) 的滞后

一期项。表 4 结果表明，在统计意义上，地方政府隐性债务扩张对银行流动性创造产生显著的负向影响。表 4 中估计系数表明，地方政府隐性债务对银行流动性创造的影响在经济意义上是很大的。例如，考虑核心解释变量的回归系数，当被解释变量为基于贷款类别且包括表外科目的流动性创造 (*LCCa*)，地方政府隐性债务 (*Index_d1*) 的系数估计值 (-0.068) 表明，地方政府隐性债务每增加 1 个标准差 (0.396)，

银行流动性创造随之降低约 0.027 ($=0.068 \times 0.396$)。对于本文研究样本中一家中等资产规模的地方银行,该银行的总资产是 1 237.61 亿元,由于地方政府隐性债务的改变产生了 0.027 的冲击, $LCCa$ 将减少约 33.42 亿元。因此,无论是统计意义还是经济意义,地方政府隐性债务对银行流动性创造的负向影响均十分显著,假设 H1 成立。表 4 中控制变量的结果表

表 4 基准模型: 地方政府隐性债务与银行流动性创造

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$LCCa$				$LCMa$			
$L. Index_d1$	-0.068*** (0.016)				-0.037** (0.016)			
$L. Index_d2$		-0.016*** (0.004)				-0.012*** (0.004)		
$L. Index_d3$			-0.010*** (0.002)				-0.007*** (0.003)	
$L. Index_d4$				-0.006*** (0.002)				-0.004** (0.002)
$L. TotalAsset$	0.012** (0.006)	0.013** (0.006)	0.012* (0.006)	0.012* (0.006)	0.027*** (0.006)	0.030*** (0.006)	0.028*** (0.006)	0.027*** (0.006)
$L. EqToAsset$	-0.979*** (0.279)	-0.958*** (0.288)	-0.996*** (0.280)	-1.001*** (0.278)	-0.666** (0.266)	-0.622** (0.268)	-0.651** (0.265)	-0.673** (0.264)
$L. DeToAsset$	-0.262*** (0.059)	-0.237*** (0.061)	-0.258*** (0.060)	-0.260*** (0.059)	-0.273*** (0.058)	-0.252*** (0.059)	-0.267*** (0.058)	-0.271*** (0.058)
$L. LoToAsset$	0.707*** (0.065)	0.682*** (0.065)	0.706*** (0.064)	0.707*** (0.064)	0.345*** (0.060)	0.327*** (0.059)	0.345*** (0.059)	0.345*** (0.060)
$L. ROA$	1.194 (1.105)	1.458 (1.105)	1.240 (1.109)	1.241 (1.108)	1.752* (1.053)	1.818* (1.038)	1.670 (1.053)	1.754* (1.057)
$L. XLB$	-0.602** (0.295)	-0.692** (0.295)	-0.769*** (0.290)	-0.629** (0.292)	-0.365 (0.280)	-0.386 (0.275)	-0.443 (0.271)	-0.372 (0.277)
$L. GDPG$	0.490** (0.231)	0.466** (0.236)	0.447* (0.233)	0.451* (0.231)	0.550** (0.226)	0.544** (0.228)	0.531** (0.227)	0.529** (0.227)
常数项	0.669** (0.294)	0.866*** (0.286)	0.836*** (0.280)	0.698** (0.290)	0.175 (0.283)	0.254 (0.269)	0.235 (0.267)	0.179 (0.278)
时间效应	是	是	是	是	是	是	是	是
省份效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	973	973	973	973	973	973	973	973
调整 R^2	0.478	0.479	0.477	0.477	0.311	0.314	0.313	0.311

注: 本表使用普通最小二乘估计进行基准回归, 其中, 表内数字是回归系数, 括号内是稳健标准误。* 表示在 10% 的水平上显著, ** 表示在 5% 的水平上显著, *** 表示在 1% 的水平上显著。L. 表示滞后一期项。下同。

(二) 稳健性检验^①

本文针对基于排除表外科目的流动性创造 ($LC-CaEx$ 、 $LCMaEx$) 分别进行稳健性检验。所得结果表明, 从核心解释变量的符号方向来看, 在所有情况下地方政府隐性债务与银行流动性创造保持负相关关

系。在统计意义上, 地方政府隐性债务与基于贷款类别且排除表外科目的流动性创造 ($LCCaEx$) 均至少在 5% 的水平上显著负相关, 地方政府隐性债务与基于贷款期限且排除表外科目的流动性创造 ($LCMaEx$) 不存在显著的负相关关系。在经济意义

① 受篇幅所限, 文中无法列出本部分的表格, 感兴趣的读者可向作者索取。

上,地方政府隐性债务每增加1个标准差(0.396), $LCCaEx$ 降低0.013($=0.034 \times 0.396$)。因此,基于不同的被解释变量,本文主要结论大体上保持稳健。

在上文基于不同银行流动性创造指标进行稳健性检验的基础上,本文也进行了其他的一系列稳健性检验。(1)在基准模型中在控制宏观经济变量的同时,也控制银行时间固定效应,这可能会产生多重共线性问题。本文在分别删除银行固定时间效应和宏观控制变量后,所得回归结果与基准模型所得结果保持一致。(2)使用当期自变量进行回归分析,不再使用自变量的滞后一期项进行分析,发现本文主要结论未发生改变。(3)为在更大的范围消除离群值对回归结果的可能影响,本文对基准模型所用变量均在5%和95%分布水平缩尾处理,发现所得回归结果与基准模型所得结论保持一致。(4)在国际金融危机爆发后,2008年年底中央和地方政府开始采取广泛的经济刺激政策,地方政府大量举债以满足投资资金需求,本文使用2009—2018年数据进行分析,发现本文所得结论未发生改变。

(三) 内生性分析

银行流动性创造可能影响地方政府隐性债务,而不仅仅是地方政府隐性债务变化影响银行流动性创造。本文采用了三种策略解决可能存在的内生性问题:一是对基准模型中所有自变量均使用滞后一期项,即评估上一年的地方政府隐性债务变化对当年银行流动性创造的影响;二是采用工具变量两阶段最小二乘估计;三是进行倾向得分匹配估计。

1. 工具变量两阶段最小二乘估计。

采用土地出让金收入(万)的自然对数(Rev_land)作为地方政府隐性债务的工具变量,土地出让金收入与地方政府隐性债务均在1%的水平上显著正相关。地方政府隐性债务与基于贷款类别的银行流动性创造均在1%的水平上显著负相关,所得结果与基准模型结论保持一致。从工具变量相关检验来看,选择土地出让金收入作为工具变量是有效的。此外,本文也使用基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造作为流动性创造的代理变量,所得结果未发生变化。

2. 倾向得分匹配估计。

本文使用地方政府隐性债务虚拟变量作为处理变量,若当年地方政府隐性负债率($Index_d1$)大于样本空间的中位数取值为1,否则取值为0,银行流动性创造变量作为结果变量,控制变量、时间固定效

应、省份固定效应作为协变量,考察基于贷款类型且包括表外科目的流动性创造($LCCa$)作为结果变量的倾向得分匹配估计,分别使用8种方法进行匹配估计,在绝大部分情况下,地方政府隐性债务扩张对银行流动性创造存在显著的负向影响。此外,本文也使用基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造($LC-Ma$)作为结果变量,所得分析结果也与基准模型基本保持一致。因此,本文基准模型的结论得到验证,同时也降低了对内生性问题的关注。

五、拓展讨论:中介效应、异质影响和调节效应

(一) 中介效应检验

本文运用温忠麟等(2004)^[3]提出的中介效应三步法检验程序,分析地方政府隐性债务是否可以通过银行信贷资源利用情况影响银行流动性创造。具体设定如方程(1)和如下方程(2)和方程(3)所示:

$$M_{ipt} = \alpha + \delta \times Debt_{ipt-1} + \gamma \times X_{ipt-1} + \theta_t + \theta_p + \varepsilon_{ipt} \quad (2)$$

$$LC_{ipt} = \alpha + \beta \times Debt_{ipt-1} + \beta_1 \times M_{ipt-1} + \gamma \times X_{ipt-1} + \theta_t + \theta_p + \varepsilon_{ipt} \quad (3)$$

其中, M 代表银行信贷资源利用情况的中介效应变量,在本文银行信贷资源利用情况使用贷款资产比率与当年本类型银行贷款资产比率的中位数之差来表示。根据图1中介效应检验程序,方程(1)中的系数 β 度量在不考虑银行信贷资源利用情况时地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系;方程(2)中的系数 δ 度量地方政府隐性债务与银行信贷资源利用情况之间的关系;方程(3)中的系数 β 度量在考虑银行信贷资源利用情况时地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系,系数 β_1 度量在考虑地方政府隐性债务时银行信贷资源利用情况与流动性创造之间的关系。

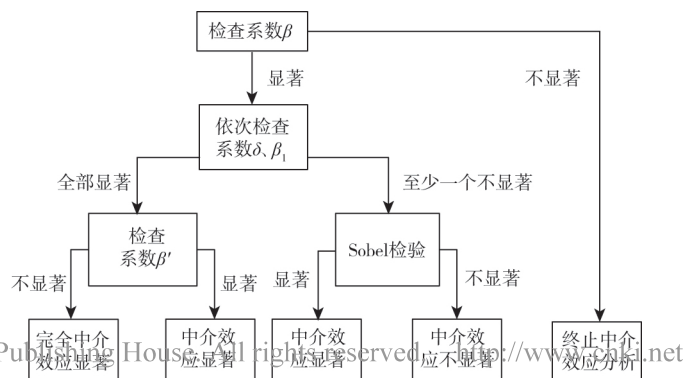


图1 中介效应检验程序

在表 5 中, 本文考察地方政府隐性债务是否可能通过银行信贷资源利用情况对银行流动性创造产生影响。第一步, 由基准回归分析可知, 地方政府隐性债务显著降低银行流动性创造。第二步, 在列 (1) ~ 列 (4) 中, 地方政府隐性债务 (*Index_d1*、*Index_d2*) 的回归系数显著为负, 表明地方政府隐性债务对银行信贷资源利用具有抑制作用。第三步, 在列 (5) ~ 列 (8) 中, 银行信贷资源利用情况 (*LoanResou*) 的回归系数显著为正, 表明银行信贷资源利用的增加会提高银行流动性创造, 同时地方政府隐性债务的回归系数仍然显著为负。根据图 1 所示的中介效应检验程序可知, 列 (5) 和列 (6) 中的中介效应显著; 在列

(7) 和列 (8) 中, Sobel 检验统计量的绝对值均大于在 5% 显著性水平上的临界值 0.97, 因此中介效应也显著。这意味着银行信贷资源利用在地方政府隐性债务与银行流动性创造之间担当了部分中介效应的角色。从数值大小来看, 中介效应占总效应比例的平均值约 10%, 说明在地方政府隐性债务影响银行流动性创造的过程中, 存在显著的以银行信贷资源利用情况作为中介效应的机制渠道。此外, 本文也使用基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造 (*LCMa*) 进行稳健性检验, 所得分析结果完全保持一致。总之, 假设 H2 成立, 即地方政府隐性债务通过挤出信贷资源对银行流动性创造产生抑制作用。

表 5 中介效应检验: 银行信贷资源利用情况

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>LoanResou</i>				<i>LCCa</i>			
<i>L. Index_d1</i>	-0.014* (0.008)				-0.061*** (0.016)			
<i>L. Index_d2</i>		-0.005*** (0.002)				-0.014*** (0.004)		
<i>L. Index_d3</i>			-0.002 (0.001)				-0.009*** (0.002)	
<i>L. Index_d4</i>				-0.001 (0.001)				-0.006*** (0.002)
<i>L. LoanResou</i>					0.474*** (0.093)	0.463*** (0.095)	0.479*** (0.094)	0.483*** (0.094)
<i>L. TotalAsset</i>	0.005* (0.003)	0.007** (0.003)	0.005* (0.003)	0.005* (0.003)	0.009 (0.006)	0.010 (0.006)	0.008 (0.006)	0.009 (0.006)
<i>L. EqToAsset</i>	-0.192* (0.113)	-0.178 (0.116)	-0.197* (0.113)	-0.202* (0.113)	-0.916*** (0.277)	-0.903*** (0.284)	-0.929*** (0.277)	-0.932*** (0.275)
<i>L. DeToAsset</i>	-0.031 (0.032)	-0.022 (0.032)	-0.031 (0.032)	-0.031 (0.032)	-0.236*** (0.061)	-0.216*** (0.062)	-0.232*** (0.061)	-0.234*** (0.061)
<i>L. LoToAsset</i>	0.686*** (0.038)	0.680*** (0.038)	0.686*** (0.037)	0.686*** (0.038)	0.285*** (0.101)	0.272*** (0.102)	0.280*** (0.101)	0.277*** (0.101)
<i>L. ROA</i>	-0.772* (0.458)	-0.803* (0.468)	-0.763* (0.461)	-0.745 (0.459)	1.645 (1.095)	1.882* (1.094)	1.686 (1.098)	1.680 (1.097)
<i>L. XLB</i>	-0.053 (0.122)	-0.049 (0.119)	-0.091 (0.119)	-0.066 (0.122)	-0.604** (0.294)	-0.689** (0.293)	-0.753*** (0.289)	-0.623** (0.291)
<i>L. GDPG</i>	0.167* (0.099)	0.150 (0.099)	0.158 (0.098)	0.156 (0.098)	0.469** (0.229)	0.447* (0.234)	0.431* (0.231)	0.434* (0.230)
常数项	-0.338*** (0.114)	-0.322*** (0.110)	-0.291*** (0.110)	-0.315*** (0.113)	0.948*** (0.298)	1.115*** (0.291)	1.111*** (0.285)	0.984*** (0.293)
Sobel 中介效应检验 (Z 值):					-2.208	-2.825	-2.024	-1.723
中介效应占总效应的比例:					0.102	0.121	0.096	0.081
时间效应	是	是	是	是	是	是	是	是
省份效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	1 195	1 195	1 195	1 195	973	973	973	973
调整 R ²	0.645	0.647	0.645	0.645	0.490	0.490	0.489	0.489

(二) 异质性分析^①

1. 上市银行。

地方政府隐性债务对上市银行流动性创造可能产生不同的反应。本文定义上市银行虚拟变量 (*DynaList*)，若地方银行在 A 股或 H 股上市，则上市后各年份取值为 1，其他年份为 0。在控制上市银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务交乘项之后，地方政府隐性债务对银行流动性创造的负向影响没有发生变化。交乘项与银行流动性创造在大部分情况下显著正相关，表明随着地方政府隐性债务的增加，上市银行可能会创造更多的流动性。原因可能是，在地方银行上市以后，地方政府对上市银行的控制力下降，行政干预信贷资源配置的行为受到抑制，同时政府监管部门和投资人要求上市银行的贷款投放更加审慎。考虑到地方政府隐性债务规模及其风险在不断积聚，基于利润最大化和股东财富最大化的原则，上市银行可能会严格控制向地方政府债务融资的规模，避免为安全性较低、收益率也较差的地方政府投融资平台提供信贷支持。因此，随着地方政府隐性债务扩张对上市银行信贷资源挤出效应的减弱，上市银行可能会创造更多的流动性。

2. 农村商业银行。

地方政府隐性债务扩张对农村商业银行流动性创造功能的实现可能是非对称性的。农村商业银行虚拟变量 (*isRural*) 是指若地方银行是农村商业银行取值为 1，否则取值为 0。在控制农村商业银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务交乘项之后，地方政府隐性债务对银行流动性创造产生负向影响的结论保持不变。交乘项与银行流动性创造在大部分情况下显著正相关，表明随着地方政府隐性债务的扩张，农村商业银行流动性创造增加。原因可能是，在城市商业银行成立之初，从法律上就明确了地方政府对城市商业银行的控制权，因此地方政府的控股地位有助于其干预城市商业银行的经营活动 (钱先航等，2011^[3])。农村商业银行主要由农民、农村工商户和企业等发起成立，在一定程度上减弱了地方政府行政干预农村商业银行进行信贷资源配置的能力。同时，农村商业银行从原来的农村信用社和农村合作银行改制而来，起点较低、产品创新能力不足、人员素质不高、经营管理水平有限，在风险控制方面十分薄弱。由于近年来地方政府隐性债务风险攀升且高度不透明，农村商业银行为避免因地方政府偿付能力不足而破产，可能会产生惜贷情绪，收紧向地方政府投融资平台投放信贷资

金，农村商业银行受地方政府债务挤出效应的作用更小，相对带来更多的流动性创造。

3. 政府部门作为大股东的银行。

地方政府隐性债务对政府部门作为大股东银行的流动性创造可能具有不同的影响。本文定义政府部门作为大股东银行虚拟变量 (*GovFirst*)，若地方政府部门是地方银行的最大股东则该年取值为 1，否则取值为 0。在控制政府部门作为大股东银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务交乘项之后，地方政府隐性债务对银行流动性创造的负向影响保持不变。当被解释变量为基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造 (*LCMa*) 时，交乘项与银行流动性创造在大部分情况下显著负相关，表明随着地方政府隐性债务的增加，政府部门作为大股东的银行可能会进一步降低流动性创造。原因可能是，长期以来地方银行承担了为地方政府刺激经济提供资金的关键角色。地方政府对其是大股东的地方银行具有很强的控制力，可以过多地干预地方银行的日常经营活动，尤其是通过高管任免奖励等手段诱导地方银行加大对本地经济建设的资金支持。在地方政府的举债冲动下，政府部门作为大股东的地方银行可能会成为地方政府融资的提款机，突破自身风险管理的防火墙，将过多的信贷投向地方政府投融资平台，进一步增强地方政府隐性债务扩张带来的挤出效应，从而减少地方银行所创造的流动性。

(三) 调节效应分析

1. 在政府隐性债务较低地区的银行。

地方政府隐性债务对不同政府隐性债务程度地区的银行可能产生不同的影响。本文定义在政府隐性债务较低地区银行虚拟变量 (*isLowID*)，若地方银行在低于地方政府隐性债务样本空间下四分之一分位数的地级市取值为 1，否则取值为 0。在控制政府隐性债务较低地区银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务交乘项之后，地方政府隐性债务与银行流动性创造仍然存在显著的负相关关系。地方政府隐性债务与在政府隐性债务较低地区银行虚拟变量的交乘项对银行流动性创造正相关且在大部分情况下显著，表明随着地方政府隐性债务的增加，在政府隐性债务较低地区的银行创造了更多的流动性。原因可能是，一方面，在地方政府隐性债务率较低的地区，隐性债务扩张对企业和居民贷款定价的影响较小，同时政府隐性债务风险有限且可控，因此地方政府隐性债务的信贷资源挤出效应较弱，地方银行可以创造更多的流动性。另一方面，在政府隐性债务率较低的地区，

^① 受篇幅所限，文中无法列出本部分的表格，感兴趣的读者可向作者索取。

地方政府的偿债能力较强。地方银行相信本地政府对地方投融资平台的救助能力和救助意愿,因而更愿意为地方投融资平台提供资金支持,从而扩大了银行贷款规模,创造了更多的流动性。

2. 在强产权制度地区的银行。

本文使用中国分省份市场化指数的分项指标“政府与市场关系”代表中国各省市产权制度发展的相对进程,所用数据来自樊纲等(2011)^[39]和王小鲁等(2019)^[40],其中2017年数据由线性插值外推法取得。本文对银行所在地区产权制度发展程度进行分组,当地方银行所在省市的“政府与市场关系”指数大于当年所有省市的中位数取值为1,否则取值为0,得到强产权制度地区银行虚拟变量(isGM)。在控制强产权制度地区银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务的交乘项之后,地方政府隐性债务与银行流动性创造仍然存在显著的负相关关系。地方政府隐性债务与强产权制度地区银行虚拟变量的交乘项对基于贷款期限且包括表外科目的流动性创造(LCMA)均在1%的水平上显著正相关,表明随着地方政府隐性债务的增加,在强产权制度地区的银行创造更多的流动性。原因可能是,在产权制度较强的地区,地方政府会对自身的行政权力进行限制,不会毫无节制地要求地方银行提供贷款。由于地方银行受到较低的政治干预,这会减弱地方政府隐性债务扩张带来的信贷资源挤出效应。同时,在强产权制度地区的地方政府守信践诺,地方投融资平台的违约概率较低,地方银行愿意为安全性较高的地方政府提供融资支持。此外,健全的产权制度有助于地方银行降低交易成本和提高经营效率,地方银行拥有更强的能力为本地经济发展提供资金支持。这些均对银行流动性创造产生了促进作用。

3. 在地方债置换时期的银行。

为避免地方政府隐性债务大量累积引发系统性金融风险,2015年年初地方政府开始进行地方债置换,延长债务期限,降低存量债务成本。本文定义在地方债置换时期银行虚拟变量(Afteryear),若地方银行处在2015年及以后各年份取值为1,其他年份则取值为0。在控制处在地方债置换时期银行虚拟变量及其与地方政府隐性债务交乘项之后,地方政府隐性债务与银行流动性创造仍然存在显著的负相关关系。在大部分情况下,地方政府隐性债务与在地方债置换期银行虚拟变量的交乘项对银行流动性创造显著正相关,表明在地方债置换时期的银行,随着地方政府隐性债务的增加可能创造更多的流动性。总体上,从商业银行的资产负债表来看,地方政府债务置换的影响

体现在,部分贷款被置换为地方政府债券,部分贷款被提前偿还。对地方政府而言,债权人由以往的商业银行,变为公开市场的债券持有人(尽管仍以商业银行持有为主)。这会在两个方面影响商业银行的经营行为:首先是提前被偿还的贷款,商业银行需要进行再贷款,即由以往由政府基建领域向其他领域转移,这会提高银行流动性创造。其次,地方政府债务置换成债券后,降低了地方政府隐性债务资金成本,地方政府举债活动受到规范,可能会抑制地方政府隐性债务扩张带来的挤出效应,从而提高银行流动性创造。

六、主要结论与政策启示

近年来中国地方政府隐性债务规模及其风险在不断积聚,然而政府部门和学术界对地方政府隐性债务对银行流动性创造的影响仍缺乏充分的理解和认识。本文基于2005—2017年中国147家城市商业银行和农村商业银行的非平衡面板数据,考察地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系。理论分析表明,地方政府隐性债务扩张可能通过信贷资源挤出效应抑制银行流动性创造,也可能通过信贷资源释放效应促进银行流动性创造。实证研究发现,由于受到信贷资源挤出效应的影响,地方政府隐性债务扩张抑制了银行流动性创造,对地区经济增长造成损害。大量稳健性检验和内生性分析均表明,本文主要结论是稳健和可靠的。中介效应检验发现,银行信贷资源在地方政府隐性债务与银行流动性创造之间担当了部分中介效应的角色,也就是说地方政府隐性债务通过挤出信贷资源抑制银行流动性创造。异质性分析表明,地方政府隐性债务扩张促使上市银行、农村商业银行创造更多的流动性,抑制政府部门作为大股东的地方银行的流动性创造。调节效应分析发现,对于在政府隐性债务较低地区银行、在强产权制度环境地区银行和在地方债置换时期银行,随着地方政府隐性债务扩张均会创造更多的流动性。

本文主要结论对于正确理解地方政府隐性债务与银行流动性创造之间的关系具有比较明确的政策启示。第一,地方政府要合理控制自身隐性债务规模及其风险,避免隐性债务扩张挤出信贷资源对银行流动性创造产生抑制作用,从而对长期经济增长潜力产生伤害。第二,商业银行是经营风险的金融机构,地方银行应在控制风险的前提下扩大信贷规模,主动创造更多的流动性,为地方经济健康可持续发展提供资金支持。第三,在政府隐性债务扩张的地区,监管部门应鼓励地方银行上市融资,收紧农村商业银行向地方政府投融资平台投放信贷资金,以及对政府部门作为

大股东的地方银行出台更加严格的信贷监管措施。第四,监管部门应有效监督和约束地方政府的发债行为,

为,完善地方产权制度,鼓励地方政府利用债务置换有利时期,妥善处理隐性债务问题。

参考文献

- [1] Cao Y, Qian Y, Weingast B R. From Federalism, Chinese Style to Privatization, Chinese Style [J]. Economics of Transition and Institutional Change, 1999, 7 (1): 103-131.
- [2] 王永钦, 张晏, 章元, 陈钊, 陆铭. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失 [J]. 经济研究, 2007 (1): 4-16.
- [3] 钱先航, 曹廷求, 李维安. 晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为 [J]. 经济研究, 2011 (12): 72-85.
- [4] 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 [J]. 经济研究, 2016 (11): 83-95.
- [5] 祝继高, 岳衡, 饶品贵. 地方政府财政压力与银行信贷资源配置效率——基于我国城市商业银行的研究证据 [J]. 金融研究, 2020 (1): 88-109.
- [6] 徐忠. 新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化 [J]. 经济研究, 2018 (7): 4-20.
- [7] Bhattacharya S, Thakor A V. Contemporary Banking Theory [J]. Journal of Financial Intermediation, 1993, 3 (1): 2-50.
- [8] Berger A N, Udell M. Bank Liquidity Creation [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22 (9): 3779-3837.
- [9] Gatev E, Strahan P E. Banks' Advantage in Hedging Liquidity Risk: Theory and Evidence from the Commercial Paper Market [J]. Journal of Finance, 2006, 61 (2): 867-892.
- [10] Kashyap A K, Rajan R, Stein J C. Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-taking [J]. Journal of Finance, 2002, 57 (1): 33-73.
- [11] Berger A N, Udell M. Bank Liquidity Creation and Real Economic Output [J]. Journal of Banking & Finance, 2017, 81: 1-19.
- [12] 伏润民, 缪小林, 高跃光. 地方政府债务风险对金融系统的空间外溢效应 [J]. 财贸经济, 2017 (9): 31-47.
- [13] Albertazzi U, Royle T, Sene G, Signoretti F M. The Impact of the Sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks [J]. Journal of Banking & Finance, 2014, 46 (9): 387-402.
- [14] Lu Y, Sun T. Local Government Financing Platforms in China: A Fortune or Misfortune? [J]. IMF Working Paper No. 13/243, 2013.
- [15] 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 (7): 49-72.
- [16] 范剑勇, 莫家伟. 地方债务、土地市场与地区工业增长 [J]. 经济研究, 2014 (1): 41-55.
- [17] 吕健. 地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角 [J]. 中国工业经济, 2015 (11): 16-31.
- [18] 毛捷, 黄春元. 地方债务、区域差异与经济增长——基于中国地级市数据的验证 [J]. 金融研究, 2018 (5): 1-19.
- [19] 刁伟涛. 债务率、偿债压力与地方债务的经济增长效应 [J]. 数量经济技术经济研究, 2017 (3): 59-77.
- [20] 彭方平, 展凯. 过度负债、金融压力与经济下滑: 理论与证据 [J]. 经济学 (季刊), 2018 (4): 1409-1426.
- [21] 韩健, 程宇丹. 地方政府性债务影响经济增长路径的区域异质性分析 [J]. 统计研究, 2019 (3): 32-41.
- [22] 龚刚, 徐文舸, 杨光. 债务视角下的经济危机 [J]. 经济研究, 2016 (6): 30-44.
- [23] 陈志勇, 毛晖, 张佳希. 地方政府性债务的期限错配: 风险特征与形成机理 [J]. 经济管理, 2015 (5): 12-21.
- [24] 蒲丹琳, 王善平. 官员晋升激励、经济责任审计与地方政府投融资平台债务 [J]. 会计研究, 2014 (5): 88-93.
- [25] 项后军, 巫姣, 谢杰. 地方债务影响经济波动吗 [J]. 中国工业经济, 2017 (1): 43-61.
- [26] 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.
- [27] 李维安, 钱先航. 地方官员治理与城市商业银行的信贷投放 [J]. 经济学 (季刊), 2012 (4): 1239-1260.
- [28] 纪志宏, 周黎安, 王鹏, 赵鹰妍. 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 [J]. 金融研究, 2014 (1): 1-15.
- [29] Levine R, Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth [J]. American Economic Review, 1998, 88 (3): 537-558.
- [30] Bernanke A, Blinder A S. Credit, Money and Aggregate Demand [J]. American Economic Review, 1988, 78 (2): 435-439.
- [31] Berger A N, Udell M. Bank Liquidity Creation, Monetary Policy, and Financial Crises [J]. Journal of Financial Stability, 2017, 30: 139-155.
- [32] Boot A, Greenbaum S I, Thakor A. Reputation and Discretion in Financial Contracting [J]. American Economic Review, 1993, 83 (5): 1165-1183.
- [33] Chatterjee U K. Bank Liquidity Creation and Recessions [J]. Journal of Banking & Finance, 2018, 90: 64-75.
- [34] 王洋, 傅娟. 从允许地方政府发债看打破金融行业行政垄断 [J]. 财政研究, 2015 (2): 54-58.
- [35] Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local Crowding Out in China [J]. CFS Working Paper, No. 632, 2019.
- [36] 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.
- [37] 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 (9): 37-59.
- [38] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 刘红云. 中介效应检验程序及其应用 [J]. 心理学报, 2004 (5): 614-620.
- [39] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程 2011 年报告 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2011.
- [40] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏. 中国分省份市场化指数报告 (2018) [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019.

©1994-2021 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

(责任编辑: 李 晟 张安平)