·经济学研究·
DOI:10.20004/j.cnki.ujn.2026.03.013

金融分权与地方政府债务风险:财政透明度视角

刘　敏　袁梓皓　李建强

[摘　要]基于2015—2023年中国262个地级市的面板数据,实证检验金融分权对地方政府债务风险的影响及其作用机制,特别关注财政透明度的调节作用。研究表明:(1)金融分权显著加剧地方政府债务风险,且在更换债务风险衡量指标、债务类型及内生性检验后均成立;(2)财政透明度在金融分权影响地方政府债务风险的过程中发挥负向调节作用,即财政透明度越高,金融分权的风险加剧效应越弱,且这一调节作用呈现出非线性特征和阈值效应;(3)财政透明度的调节作用受债务类型及地方财政压力影响呈现异质性特征。研究以金融分权改革为背景,为相关部门审视分权制度、提升政府财政透明度以防范化解地方政府债务风险提供了理论参考和现实证据。

[关键词]金融分权;地方政府债务风险;财政透明度

一、引言

党的二十届三中全会明确提出,要建立全口径地方债务监测与监管体系,完善隐性债务风险防范机制,加快地方融资平台改革。党的二十届四中全会强调,要积极稳妥化解地方政府债务风险,这为“十五五”时期统筹发展和安全、构建新发展格局提供了重要政策指引。这也为从政策层面推进债务风险穿透式治理提供了方向与抓手。因此,将债务风险防控全面纳入地方财政治理体系现代化进程中,既有助于推动地方政府在化解存量债务与促进经济发展之间实现平衡,也是有效防范化解地方政府债务风险、维护地方金融稳定、推进国家治理体系现代化的核心任务。

然而,近年来,经济下行压力不断加大,土地财政萎缩趋势明显。地方政府债务结构日趋复杂且总体规模持续攀升,显性债务与隐性债务风险交织叠加,对财政可持续性、金融体系稳定与高质量发展形成多重约束①。截至2025年12月,全国地方政府显性债务余额约54.82万亿元,同比增长15%②,而规模更为庞大、风险更具隐蔽性的隐性债务则进一步加剧系统性风险的传染与外溢,建立债务风险全口径、可预警、可治理的制度性安排日益紧迫。

[基金项目]国家社会科学基金重大项目“地方债务风险统计评估与防范化解效果评价研究”(项目编号:24&ZD078);中国博士后科学基金特别资助“混频大数据下区域金融风险实时监测研究”(项目编号:2024T170363);江西省社会科学基金重点项目“防范化解我省地产风险研究”(项目编号:24ZXQH14)。

[作者简介]刘敏,南昌大学经济管理学院教授、博士生导师;袁梓皓(通讯作者),南昌大学经济管理学院博士研究生,邮箱:1422549040@qq.com;李建强,澳门城市大学金融学院教授、博士生导师。

①胡光志,王璐:《论地方财政重整及其法治进路》,《甘肃社会科学》,2020年第4期;朱艳丽,陆雪艳,殷丽:《多重关联下中国省际政府债务风险传染研究》,《统计与信息论坛》,2024年第6期。

②财政部:《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的报告》,https://yss.mof.gov.cn/2026zyczys/202603/t20260324_3986005.htm,2026.03.24.

现有研究多聚焦于财政分权、官员晋升激励等视角[①],却普遍忽视了金融分权对债务形成与风险演化的关键作用,即地方政府在区域金融资源配置中的实际影响力。金融分权的核心在于界定中央与地方在金融领域的权力与责任分配,尽管我国金融体系实行中央统一监管与制度设计,但地方政府在区域经济发展过程中,仍可通过参控股地方法人金融机构、设立政府引导基金、构建融资担保体系等渠道,实质介入区域性信贷资源配置,形成中央统一领导下、地方拥有一定自主空间的事实上的金融分权格局。这种分权形态在激发地方金融支持实体经济发展的同时,也因预算软约束与治理能力差异而助推债务扩张,尤其在与低财政透明度相结合时更易诱发隐性债务积累。然而,现有关于金融分权与地方债务关系的研究,尚未充分纳入财政透明度的调节效应。财政透明度作为现代财政治理的核心要素,能够通过强化市场约束与公众监督,抑制地方政府利用金融资源进行过度举债的动机。因此,在当前深化金融监管与债务风险治理改革的背景下,从体制层面系统考察金融分权、财政透明度与地方政府债务风险之间的内在机制,不仅有助于拓展既有理论解释,也对构建地方政府债务风险长效防控体系具有重要政策意义。

在系统梳理制度背景与理论脉络的基础上,本文围绕以下核心问题展开研究:其一,金融分权是否会影响地方政府债务风险?其二,财政透明度在金融分权与地方政府债务风险关系中是否具有调节作用,是否存在非线性效应?其三,债务类型(城投债、一般债、专项债)和地方财政压力如何影响这一调节效应的强度与方向?

基于此,本文主要关注以下内容:(1)系统梳理与辨析金融分权影响地方政府债务风险的多维传导路径与作用机理,构建一个包含金融分权、财政透明度与地方政府债务风险的综合理论分析框架。(2)全面评估金融分权对地方政府债务风险的影响,并深入考察这一影响在不同债务类型以及不同地方财政压力水平下的异质性特征。(3)重点识别财政透明度在金融分权与地方政府债务风险关系中的非线性调节作用,探讨在不同财政透明度水平下,金融分权对地方政府债务风险影响效果的具体差异,为如何通过优化治理环境来化解地方政府债务风险提供证据支持。

二、文献综述

关于地方政府债务风险的研究已较为深入,早期文献主要聚焦于债务的成因、规模扩张及其经济后果[②]。从债务成因研究来看,学者们普遍认为地方政府债务的形成具有深刻的制度根源。沈坤荣和施宇从政治经济学角度指出GDP锦标赛模式下的晋升激励是推动地方政府举债的重要动力[③],而张清俊等学者进一步从财政体制视角强调分税制改革导致的财权事权不匹配是债务累积的重要原因[④]。特别是在金融分权背景下,地方政府具备影响信贷资源配置的能力,这在促进地方经济发展的同时,也导致了地方政府过度举债,从而埋下风险隐患。近年来,以地方政府融资平台

①贾智莲,赵新艳,张亚莹等:《债务风险、土地依赖与地方财政韧性》,《经济与管理研究》,2025年第10期;韩星佳:《基于政府综合财务报告的地方债信息披露问题研究》,《地方财政研究》,2022年第12期;龚锋,邓龙真:《财政透明的治理效应研究》,《财政研究》,2023年第2期;管治华,段思琦:《预算软约束、金融分权与地方政府债务规模》,《当代经济》,2023年第11期。

②Tao K., Assessing local government debt risks in China: a case study of local government financial vehicles, *China & world economy*, Vol. 23, No. 5, 2015, pp. 1-25;焦玮琳,郑维伟,郑旭:《城投债融资成本与风险传染——基于非标融资违约的视角》,《财经研究》,2024年第11期;马光荣,宋浩兰,聂卓:《信用混同与地方政府债券定价扭曲——兼议完善地方债务管理体制的路径》,《中国工业经济》,2025年第2期。

③沈坤荣,施宇:《地方政府隐性债务风险:动态演进、治理难点与治理路径》,《经济学家》,2023年第12期。

④张清俊,李倩,项后军:《地方债务与产业结构转型:基于企业进入的视角》,《财贸经济》,2025年第2期。

债务为代表的隐性债务问题尤为突出,马东山及宋文娟等学者均发现这与地方政府高度依赖的“土地财政”模式密切相关[①],周佳音和陆毅也指出土地出让收入规模对地方政府举债能力和意愿具有直接影响[②]。从债务规模扩张及其经济后果的研究来看,大量研究证实地方政府债务规模过度扩张会对宏观经济运行产生多重负面影响。在宏观层面,李稻葵和张鹤、Gounder等学者采用不同样本和方法均发现过度举债会抑制长期资本积累和经济增长[③]。在微观层面,Lara-Rubio和冀云阳等学者的研究均表明地方政府债务对企业投资和信贷会产生挤出效应,并降低企业全要素生产率[④]。

金融分权作为财政分权在金融领域的延伸,是理解地方政府债务问题的核心制度因素。关于金融分权与地方政府债务风险的关系,现有研究存在明显分歧。部分学者认为适度的金融分权有助于地方政府根据区域发展需求优化金融资源配置,进而通过促进经济增长增强其偿债能力[⑤]。然而,另一些研究指出,在当前制度环境下,金融分权更易加剧债务风险扩张,具体机制包括强化预算软约束与投资冲动、引发信贷配置扭曲以及推高隐性债务规模[⑥]。此外,地方政府在金融监管中的竞争行为也被证实会放大区域债务风险[⑦]。然而,现有研究多依赖线性模型进行分析,未能充分揭示两者之间可能存在的非线性关系,更未对观点分歧背后的制度条件进行系统解构。其中一个关键原因在于,现有研究忽视了财政透明度对金融分权与债务风险关系的调节作用。

关于财政透明度与债务治理的关系,现有研究虽已取得一定进展,但仍存在不足。从理论基础来看,Alesina和Perotti的开创性研究建立了财政透明度与财政纪律之间的理论联系,为后续研究奠定了基础[⑧]。在实证层面,Glennerster和Shin从借贷成本角度发现财政透明度能够降低政府融资成本[⑨],李文贵等学者则将研究视角拓展至财政透明度对企业财务风险的溢出影响[⑩]。然而,现有研究存在两个重要局限:第一,这些研究普遍将财政透明度作为独立的解释变量考察其对债务风险

①马东山,韩亮亮,张胜强:《政府审计能够抑制地方政府债务增长吗?——财政分权的视角》,《审计与经济研究》,2019年第4期;宋文娟,杨永恒,孙圣民:《财政承受能力规制与地方政府隐性债务防控——基于县级项目的准自然实验分析》,https://doi.org/10.13653/j.cnki.jqte.20250529.001,2025.12.21.

②周佳音,陆毅:《土地市场降温与地方政府债务风险:来自区县级数据的证据》,《数量经济技术经济研究》,2024年第7期。

③李稻葵,张鹤:《中国地方政府债务规模研究》,《财贸经济》,2024年第12期;Gounder A.,Chand P.,Kumar A.,Government debt and foreign aid: do they matter for economic growth in small island economies? Empirical evidence from the pacific islands, *Journal of the knowledge economy*, Vol. 15, No. 2, 2024, pp. 8327-8348.

④Lara-Rubio J.,Rayo-Cantón S.,Navarro-Galera A.,et al.,Analyzing credit risk in large local governments: an empirical study in Spain, *Local government studies*, Vol. 43, No. 2, 2017, pp. 194-217;冀云阳,钟世虎:《地方政府债务对全要素生产率的影响研究》,《财政研究》,2022年第4期。

⑤Martinez-Vazquez J.,McNab R. M.,Fiscal decentralization and economic growth, *World development*, Vol. 31, No. 9, 2003, pp. 1597-1616.

⑥李燕:《我国地方政府债务扩张的路径及治理研究——基于中介效应和调节效应的实证分析》,《当代经济》,2025年第6期;蔡利,段康:《政府审计对地方政府债务治理的效应研究》,《审计研究》,2022年第2期;隋建利,李悦欣,刘金全:《中国经济韧性的时空敛散与异质分化特征——基于马尔科夫区制转移混频动态因子模型的识别》,《管理世界》,2024年第3期;丁鑫:《激励政府与赋能市场:金融分权促进区域创新的双重机制》,《西部论坛》,2025年第6期。

⑦马文涛,马草原:《政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱》,《经济研究》,2018年第5期;李振新,陈享光,张满闯:《政策不确定性下的中国金融资源配置研究》,《当代经济研究》,2024年第1期。

⑧Alesina A.,Perotti R.,Fiscal discipline and the budget process, *The American economic review*, Vol. 86, No. 2, 1996, pp. 401-407.

⑨Glennerster R.,Shin Y.,Does transparency pay? *IMF staff papers*, Vol. 55, No. 1, 2008, pp. 183-209.

⑩李文贵,毛厚斌,路军:《财政透明度与企业人力资本升级》,《会计研究》,2025年第5期。

的直接影响,较少将其与金融分权等制度因素整合在统一的分析框架中进行系统考察;第二,现有研究缺乏对财政透明度在金融分权与债务风险关系中发挥调节作用的深入探讨,特别是对这种调节效应可能存在的非线性特征缺乏系统分析。

综上所述,已有研究为理解地方政府债务风险提供了有益参考,但仍存在三方面不足:第一,理论整合性不足。现有学者多侧重于分析财政分权或金融分权对地方政府债务风险的直接影响,较少将金融分权、财政透明度等制度因素纳入统一理论分析框架,特别是对金融分权的作用机制、非线性关系及债务风险净效应缺乏系统分析与检验。第二,调节机制研究不够深入。财政透明度作为重要治理变量,其在金融分权影响地方政府债务风险过程中的调节作用、非线性特征与阈值效应尚未得到充分识别,这制约了政策设计的有效性。第三,研究方法存在局限。现有研究较少关注金融分权与制度因素交互产生的非线性效应,以及在债务类型、地方财政压力上的异质性。

鉴于上述研究不足,本文的边际贡献主要体现在三方面:(1)理论方面:构建综合分析框架。突破以往单一维度分析局限,将金融分权、财政透明度与地方政府债务风险纳入统一理论体系,明确三者内在关联逻辑,丰富金融发展与公共财政相关理论,为后续研究提供新的分析视角。(2)实证方面:深化机制识别并拓展政策含义。实证检验金融分权对地方政府债务风险的影响机制,重点揭示财政透明度在其中的非线性调节效应与阈值特征,同时考察债务类型及财政压力等多重异质性,深化对三者关系的理论认知,为政策制定提供实证支撑。(3)方法方面:突破传统线性模型局限。采用固定效应模型与偏线性变系数模型相结合的方法,灵活捕捉变量间的非线性关系及不同财政透明度水平下的影响差异,提升研究结论的稳健性、科学性与适用性。

三、理论分析与研究假设

(一)金融分权与地方政府债务风险

金融分权作为连接财政体制与金融体系的关键制度安排,反映了地方政府在区域金融资源配置中的实际影响力。根据信息不对称理论与预算软约束理论,金融分权通过重构地方政府面临的融资约束与信息环境,影响着债务风险的积累路径。

在传统金融资源配置模式下,地方政府主要通过银行信贷等标准化渠道进行融资,其举债行为受到相对严格的外部约束。然而,随着金融分权程度的加深,地方政府通过参控股地方法人金融机构、设立政府引导基金、构建融资担保体系等多元化渠道,实质性拓展了其融资能力边界。这一制度变迁在提升地方金融自主权的同时,也带来了显著的信息摩擦与监管挑战。具体而言,金融分权对地方政府债务风险的影响主要体现在两个层面:一方面,金融分权改变了地方政府面临的融资约束条件。当地方政府能够通过多元化渠道介入金融资源配置时,其融资约束显著软化,这为债务规模的非理性扩张提供了制度空间[①]。另一方面,金融分权加剧了金融市场的信息不对称。地方政府通过复杂的金融创新工具和结构化融资安排,使得部分债务活动脱离传统监管视野,导致风险识别和定价机制失效[②]。基于上述分析,研究提出以下假设:

假设1:金融分权会加剧地方政府债务风险。

(二)金融分权、财政透明度与地方政府债务风险

财政透明度作为现代财政制度的核心要素,通过改善信息环境和强化约束机制,在金融分权与地方政府债务风险的关系中发挥着关键的调节作用。其调节效应的理论逻辑主要体现在以下两个层面。

①吕勇斌,金照地,付宇:《财政分权、金融分权与地方经济增长的空间关联》,《财政研究》,2020年第1期;王霞,刘岳洋:《财政分权、金融分权与区域金融风险》,《金融与经济》,2024年第9期。

②肖鹏,白历如:《财政分权、金融分权与资本深化》,《财贸经济》,2024年第11期。

首先,财政透明度通过优化信息环境,缓解了金融分权可能引发的信息不对称问题。在财政透明度较高的制度环境下,地方政府需要及时、准确、完整地披露预算执行、债务结构、资金使用等关键信息[①],这为市场主体和监管机构提供了可靠的决策依据。高质量的财政信息披露使得数字金融等技术工具能够更精准地识别和评估地方政府信用风险,从而有效遏制金融分权背景下可能出现的监管套利行为。其次,财政透明度通过强化市场纪律和公众监督,为金融分权的规范运行提供了制度保障。当财政信息充分透明时,资本市场投资者和评级机构能够基于公开信息对地方政府的举债行为形成有效约束[②]。同时,社会公众和媒体监督的加强,也会促使地方政府在利用金融分权进行融资时更加审慎[③]。

然而,财政透明度的调节效应可能存在非线性特征。当财政透明度水平较低时,碎片化、低质量的信息披露难以形成有效的市场信号和监督压力,此时财政透明度对金融分权的风险制约作用有限。当财政透明度跨越某一边界后,信息环境的大幅度改善才能充分激活市场约束与公众问责机制,从而有效抑制金融分权导致的债务风险。这种非线性调节效应的存在,使得财政透明度不仅直接影响债务风险,更重要的是通过构建规范化的信息环境,影响着金融分权作用于债务风险的强度与方向。在财政透明度较高的地区,金融分权更可能发挥其提升金融资源配置效率的积极作用,进而降低债务风险;而在财政透明度较低的地区,金融分权则更容易演变为债务风险积累的助推因素。基于上述分析,研究提出以下假设:

假设2:财政透明度对金融分权与地方政府债务风险之间的关系具有负向调节效应,且这一调节效应存在非线性特征,即仅当财政透明度跨越特定阈值时,其抑制作用才会增强。

四、研究设计

(一)研究方法

针对金融分权对地方政府债务风险影响效应,本文选择固定效应模型作为基准回归方法,并构建如式(1)基准回归模型:

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \sum_{j=2}^{j=6} \beta_j C_{ijt} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

上式中,i和t分别表示不同个体和时间的横截面单位。β为回归参数。DR_{it}为被解释变量,它代表了地方政府债务风险水平。核心解释变量FD_{it}表示金融分权。C_{ijt}代表一系列能够影响地方债务风险的控制变量,包括固定资产投资($C1$)、人均GDP($C2$)、财政自给率($C3$)、产业结构($C4$)及地方政府债务限额($C5$)。μ_i和μ_t分别表示城市和年份的固定效应。ε_{it}代表随机误差项。

为探讨财政透明度的调节效应,在固定效应模型中进一步加入交互项,并引入偏线性函数系数模型(PLFC)。其主要优势在于能够放宽线性假设,允许财政透明度的调节效应随其自身水平发生非线性变化,从而更精确地识别其影响机制[④]。模型如式(2)与式(3):

---

①冯梦龙,祁峰:《税收负担、财政透明度与社会创业活跃度》,《科学决策》,2024年第10期;林亚清,陈美茜,黄梦晨等:《财政透明能否缓解企业"税负痛感"——基于企业税负粘性视角的研究》,《经济学家》,2025年第4期。

②孙红燕,刘归壹,吴华清:《地方政府专项债促进了企业创新吗?》,《财政科学》,2024年第6期。

③Benito B., Bastida F., Budget transparency, fiscal performance, and political turnout: an international approach, *Public administration review*, Vol. 69, No. 3, 2009, pp. 403-417;刘俸奇,储德银,姜春娜:《财政透明、公共支出结构与地方政府治理能力》,《经济学动态》,2021年第4期。

④Lee C. C., Yuan Z., Impact of energy poverty on public health: a non-linear study from an international perspective, *World development*, Vol. 174, 2024, p. 106444.

$$DR_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 FD_{it} + \sum_{j=2}^{j=6} \varphi_j C_{ijt} + \varphi_7 D_{it} + \varphi_8 FD_{it} \times D_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$DR_{it} = g\left(FT_{it}\right) FD_{it} + \sum_{j=1}^{j=5} \rho_j C_{ijt} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

(2)式为交互效应模型。D_{it}表示只有1和0值的虚拟变量。如果大于财政透明度变量的中位数，则赋值为1；否则，赋值为0。$FD_{it} \times D_{it}$是金融分权与这一变量的交互项。φ为回归参数。其他变量的定义与之前相同。

(3)式为PLFC模型。函数系数部分(非线性部分)的关键在于金融分权变量前的系数并非一个常数，而是被设定为一个未知的、依赖于调节变量的平滑函数$g\left(FT_{it}\right)$。FT_{it}代表调节变量财政透明度。这意味着金融分权对地方政府债务风险的边际效应不再是固定的，而是随着财政透明度水平的变化而呈现出非线性变化。

(二)数据来源及变量定义

研究选取中国262个地级市2015—2023年的面板数据，共计2358条样本，数据主要来源于企业预警通数据库、国泰安数据库、Wind数据库、《中国城市统计年鉴》及各地区国民经济和社会发展统计公报等。此外，除了比值型变量，其他变量均作了取对数处理，对个别缺失数据进行线性插值处理，并对所有变量进行了1%缩尾处理。

地方政府债务风险(*DR*)为被解释变量，使用地方政府债务率衡量，定义为地方政府债务余额与地方融资平台有息债务余额之和与地方政府综合财力的比值。地方融资平台有息债务余额为各家融资平台短期债务与长期债务之和。综合财力包括一般政府转移性收入、公共预算收入、国有资本经营预算收入及政府性基金预算收入，债务余额涵盖短期和长期的有息负债。

以金融分权(*FD*)为核心解释变量，金融分权的核心是界定中央与地方在金融领域的权力与责任，具体涉及金融监管、信贷资源配置和政策性金融工具等多方面。中国金融体系虽然由中央统一监管和设计，但地方政府在推动区域经济发展过程中，对区域性金融机构、政府性融资担保和产业引导基金等具有重要的协调作用。因此，金融分权并非简单的制度性授权，而是中央统一领导下，地方在执行层面拥有一定自主空间并与中央形成动态博弈的制度现实。此外，与金融发展关注金融市场规模、效率等横向维度不同，金融分权则聚焦于权力在中央与地方之间的纵向分配。如何科学度量这种纵向的权力分配，一直是实证研究的焦点。对此，研究使用学界广泛采纳的地区人均银行贷款与全国人均银行贷款的比值作为金融分权的代理指标[①]。当一个地区的人均贷款额高于全国平均水平时，通常不仅代表该地区金融市场较为活跃，更深层次地反映了地方政府在影响信贷决策、争取金融资源方面具有更强的优势，这并非单纯由金融发展水平决定，而是由地方政府与金融机构之间互动、利用政策空间等因素共同作用的结果。

财政透明度(*FT*)为调节变量，依据清华大学公共管理学院发布的《中国市级政府财政透明度研究报告》中的指数进行衡量，其基于对各市级政府在结构和职能、土地出让金、预算内财政报告、政府性基金等八项核心指标综合评分得出[②]。

借鉴已有文献，选取固定资产投资(*C*1)、人均GDP(*C*2)、财政自给率(*C*3)、产业结构(*C*4)及地方政府债务限额(*C*5)为控制变量。各变量的含义、计算过程及标识如表1所示。此外，变量的描述性统计如表2所示。

①何德旭，苗文龙：《财政分权、金融分权与宏观经济治理》，《中国社会科学》，2021年第7期；李桂君，田宗博，白彦锋：《财政分权与金融分权的协同性及其对地方政府举债行为的影响研究》，《财政研究》，2022年第2期。

②刘烨，王琦，班元浩等：《公共数据平台开放能否促进财政透明度提升？——来自市级政府公共数据开放平台上线的准自然实验》，《南方经济》，2025年第2期。

五、实证结果分析

(一)金融分权对地方政府债务风险影响的基准回归结果

表1　变量定义

变量名称	含义	计算过程	标识
被解释变量	地方政府债务风险	(地方政府债务余额+地方融资平台有息债务余额)/地方政府综合财力	*DR*
解释变量	金融分权	(市辖区年末贷款总额/市辖区年末总人口)/(全国年末贷款总额/全国年末总人口)	*FD*
调节变量	政府财政透明度	《中国市级政府财政透明度研究报告》中的财政透明度得分	*FT*
控制变量	固定资产投资	固定资产投资总额	*C*1
	人均GDP	各城市人均GDP	*C*2
	财政自给率	地方政府公共财政收入/公共财政支出	*C*3
	产业结构	第三产业/第二产业	*C*4
	地方政府债务限额	地方政府债务限额余额	*C*5

表2　变量描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差	观测值
DR	24.768	22.090	0.500	102.580	13.577	2 358
FD	1.685	2.841	0.071	4.686	1.402	2 358
FT	3.863	2.219	0.000	4.534	0.760	2 358
*C*1	7.098	7.160	4.103	9.767	0.957	2 358
*C*2	10.913	10.878	9.305	12.486	0.511	2 358
*C*3	41.579	37.630	3.770	98.657	19.127	2 358
*C*4	18.253	17.106	15.629	26.394	2.876	2 358
*C*5	6.181	6.170	1.099	9.463	0.986	2 358

1. 固定效应回归结果

表3汇报了固定效应模型回归结果。可以看出,无论是在仅包含核心解释变量的基准回归中,还是在逐步纳入一系列控制变量后的扩展模型中,金融分权的估计系数都至少在5%的统计水平上显著为正,表明金融分权显著加剧地方政府债务风险,假设1得以验证。这种促进效应可能通过以下几个关键渠道实现:其一,金融分权赋予了地方政府更大的信贷资源支配权。这使得地方政府能够引导金融机构向其支持的项目放贷,即使这些项目本身效率低下或风险较高,从而滋生了地方政府投资冲动,加剧预算软约束问题。其二,在以经济增长为导向的区域竞争环境下,金融分权可能引发地方政府间的不良竞争。为了在短期内实现经济增长和政治晋升,地方政府通过过度举债推动基础设施建设和招商引资的动机可能增强,而忽视债务长期可持续性。其三,金融分权在一定程度上弱化了中央对地方金融机构的垂直监管。这可能导致地方金融监管标准过于宽松,为地方政府通过平台公司、隐性担保等方式进行违规举债提供了可乘之机,最终使得债务规模失控,风险不断隐蔽化。

2. 稳健性检验

为进一步验证研究结论的稳健性,本文从多个维度对基准回归结果进行稳健性检验。首先,在被解释变量的衡量方式上,除了基准模型使用的债务率(*DR*),还分别引入了负债率(*DR*2,为地方

表3　基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FD	1.553**	1.671***	1.406***	1.403**	1.608**	1.045**
	(0.694)	(0.519)	(0.341)	(0.655)	(0.686)	(0.447)
*C*1		0.404**	0.409***	0.371***	0.487**	0.422**
		(0.201)	(0.118)	(0.068)	(0.217)	(0.208)
*C*2			−0.010**	−0.010**	−0.011**	−0.006**
			(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.003)
*C*3				−0.565**	−0.395	−0.342
				(0.262)	(0.419)	(0.387)
*C*4					−0.065**	−0.063**
					(0.032)	(0.029)
*C*5						0.000**
						(0.000)
样本量	2 358	2 358	2 358	2 358	2 358	2 358
R^2	0.128	0.172	0.193	0.208	0.223	0.229
年份	是	是	是	是	是	是
城市	是	是	是	是	是	是

注:*、**、***分别代表在10%、5%、1%水平下显著;括号内为聚类稳健标准误(按城市聚类),下同。

政府债务余额与GDP之比)、偿债率(*DR*3,为地方政府当年债务支出与当年财政收入(不含债务收入)之比)、城投债存量(*DR*4,为融资平台有息债务余额的年度均值)、专项债存量(*DR*5,为地方政府专项债券余额的年度均值)以及一般债存量(*DR*6,为地方政府一般债务余额的年度均值),以全面覆盖地方政府债务风险的不同维度,估计结果在表4第(1)-(5)列。其次,纳入一些其他影响债务风险的重要因素,即加入地方政府政治激励、财政水平、区域宏观经济冲击、城镇化率、经济开放度作为控制变量。其中,政府政治激励使用除本地区外其他区域GDP实际增长率的加权平均值衡量;财政水平使用人均财政支出衡量;区域宏观经济冲击使用经济韧性指标中的抵抗与恢复力指数衡量(包含外贸依存度、城乡居民储蓄余额、人均可支配收入及经济增长水平,使用熵权法测算综合指数);城镇化率使用城镇户籍人口占总人口的比重衡量;经济开放度使用进出口总额占GDP比重衡量,结果汇报在表4第(6)列。无论是将因变量替换为负债率、偿债率,还是采用更具结构性特征的城投债存量、专项债存量和一般债存量,或考虑其他一些影响债务风险的重要因素,金融分权(*FD*)的回归系数均至少在5%的统计水平上显著为正。这一结果与基准回归结论一致,即金融分权显著加剧地方政府债务风险。上述发现表明,研究结论不仅在整体债务风险的度量下成立,而且在存量、流量及结构性债务指标的替代检验中亦得到支持,从而增强研究结论的可信度与解释力。

3. 内生性问题处理

为解决模型可能存在的遗漏变量与反向因果问题,研究采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计,选取金融分权的一期滞后项(*FD_IV*1)以及除本地区以外同层级地区金融分权的均值(*FD_IV*2)作为工具变量①。其设定的理论逻辑如下:首先,金融分权的滞后项反映了制度调整的惯性特征,能够通过政策路径依赖影响当期金融分权水平,但与当期的债务风险冲击不直接相关;其次,其他地区金融分权的均值反映了区域间政策互动与竞争效应,可作为本地区金融分权程度的外生参照,而其对本地债务风险的影响主要经由本地金融分权传导,不直接作用于本地当期的债务风险。因

①李建强,王长松,袁梓皓:《绿色金融何以提升粮食安全——基于农村人力资本和农业产业集聚视角》,《济南大学学报》(社会科学版),2024年第1期。

表4　稳健性检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FD	1.376**	1.523***	0.968**	0.050**	0.133**	1.118***
	(0.683)	(0.445)	(0.430)	(0.025)	(0.059)	(0.155)
样本量	2358	2358	2358	2358	2358	2358
R^2	0.393	0.347	0.349	0.296	0.220	0.204
年份	是	是	是	是	是	是
城市	是	是	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是	是	是

此,上述工具变量在理论上满足相关性与外生性条件。

内生性检验结果如表5所示。第一阶段回归结果表明,*FD_IV*1与*FD_IV*2对当期金融分权水平均具有显著的正向影响,均在5%的统计水平上显著,验证了工具变量的相关性。同时,Kleibergen-Paap LM检验统计量分别为399.56和298.74,显著拒绝了不可识别假设;Cragg-Donald Wald F统计量分别为1425.101和1832.216,远超Stock-Yogo弱工具变量临界值7.03,进一步支持工具变量的统计有效性。在第二阶段回归结果中,经工具变量处理后的金融分权依然对地方政府债务风险呈现显著的正向影响,且均在1%的统计水平上显著。这一结果与基准回归结果的系数符号和显著性基本保持一致,再次说明研究结论的稳健性。综上所述,研究发现金融分权与地方政府债务风险之间的关系并非由内生性机制驱动,而是具有稳健的因果关系:金融分权会显著加剧地方政府债务风险。

(二)财政透明度的调节作用

1. 调节效应模型回归结果

为验证财政透明度(*FT*)是否能够缓解金融分权(*FD*)对地方政府债务风险(*DR*)的促进作用,

表5　内生性检验

变量	(1) 第一阶段 *FD*	(2) 第二阶段 *DR*	(3) 第一阶段 *FD*	(4) 第二阶段 *DR*
*FD_IV*1	0.256** (0.109)			
FD		1.420*** (0.410)		
*FD_IV*2			0.522** (0.254)	
FD				1.066*** (0.402)
样本量	2 096	2 096	2 358	23 58
R^2	0.332	0.408	0.264	0.355
年份	是	是	是	是
城市	是	是	是	是
控制变量	是	是	是	是
Kleibergen-Paak LM值	399.56		298.74	
Cragg-Donald Wald F值	1 425.101>7.03		1 832.216>7.03	

本文在基准模型中引入*FT*及其与*FD*之间的交互项,并依据模型(2)开展实证检验。相关的回归估计结果见表6。

表6　考虑政府财政透明度的固定效应回归结果

	(1)	(2)	(3)
FD	1.212**	1.016***	1.256***
	(0.576)	(0.347)	(0.381)
FT	−0.013***	−0.022**	
	(0.004)	(0.009)	
FD×FT		−0.038**	
		(0.019)	
D			−0.015**
			(0.007)
FD×D			−0.073**
			(0.034)
样本量	2 358	2 358	2 358
R^2	0.230	0.301	0.262
年份	是	是	是
城市	是	是	是
控制变量	是	是	是

表6第(1)列同时考察了*FD*与*FT*对*DR*的直接影响。结果显示,*FD*的回归系数为1.212,并在5%的统计水平上显著,再次印证金融分权加剧了地方政府债务风险。而*FT*的回归系数为−0.013(在1%统计水平上显著),说明财政透明度越高,越有助于降低地方政府债务风险。为进一步揭示*FD*对*DR*的促进效应是否因FT的差异而呈现异质性,表6第(2)列引入了*FD*与*FT*的交互项,*FD*×*FT*的回归系数为−0.038,且在5%统计水平上显著,这说明财政透明度在金融分权影响地方政府债务风险的过程中发挥显著的负向调节作用,即在财政透明度水平越高的地区,金融分权对地方政府债务风险的加剧效应越弱。同时,表6第(3)列引入一个表征高财政透明度水平的虚拟变量*D*(当*FT*高于样本中位数时*D*=1,否则*D*=0)及其与*FD*的交互项(*FD*×*D*)。回归结果显示,*FD*的回归系数在1%的统计水平上为1.256,而其与高*FT*虚拟变量的交互项(*FD*×*D*)的系数在5%的统计水平上为−0.073。这一结果表明,相较于财政透明度较低的地区,在财政透明度较高的地区,金融分权对地方政府债务风险的促进作用得到了显著削弱。由此,假设2得到验证。

这一调节效应存在的原因可能在于:一方面,较高的财政透明度通常意味着更为规范的市场运行机制和更低的信息不对称程度,这为社会公众、评级机构和投资者等外部力量有效监督地方政府的举债行为和资金使用效率创造了条件。在这种环境下,地方政府因金融分权而产生的投资冲动和非理性举债行为会受到更强的市场约束,从而抑制债务风险的过度积累。另一方面,较高的财政透明度还会强化地方政府的财政纪律与问责机制。当财政收支、债务水平等关键信息公开程度更高时,地方政府通过隐蔽手段违规举债的空间被大幅压缩,其举债决策也变得更加审慎。相反,在财政透明度较低的地区,信息壁垒使得外部监督难以奏效,为地方政府利用金融分权进行过度或低效融资提供便利,导致其对债务风险的助推效应更为明显。因此,提升财政透明度是制衡金融分权负面冲击、防范化解地方债务风险的关键一环。

2. 偏线性函数系数模型回归结果

前述回归结果表明,金融分权加剧了地方政府债务风险,且政府财政透明度的提升缓解了这一效应。然而,考虑到中国各地区在经济发展水平、财政制度基础以及债务管理实践等方面存在较大差异,这种调节作用可能并非简单的线性关系,而是呈现出异质性与非线性特征。在此背景下,为进一步揭示财政透明度如何动态地调节金融分权对地方政府债务风险的影响机制,研究引入偏线性函数系数模型。其优势在于,核心解释变量(金融分权)对被解释变量(地方政府债务风险)的影响会根据调节变量(财政透明度)的变化而发生非线性变动,将金融分权的边际效应设定为财政透明度的一个未知平滑函数g(*FT*),从而分析其在不同财政透明度水平下的异质性表现。通过该模型,能够直观地识别财政透明度在哪个区间内对金融分权促进债务风险的缓解作用较强,而在哪个区间其调节效果趋于减弱甚至失效。

图1汇报了非参数函数g(*FT*)的估计形态,其中黑色实线表示g(*FT*)的估计值,即在不同*FT*水平下,*FD*对*DR*的边际效应,灰色区域则代表95%置信区间。从图中可以看出,*FT*在*FD*与*DR*关系中表现出阈值效应,且这种调节作用呈现出非线性特征。当财政透明度处于较低水平(*FT*<1.2)时,g(*FT*)曲线较为陡峭,且在零值以下,说明在此阶段,财政透明度提升对金融分权促进地方政府债务风险的弱化作用显著递增。当财政透明度达到并超过临界值(*FT*≥1.2)后,g(*FT*)曲线相对平稳,说明此阶段财政透明度对金融分权与地方政府债务风险关系的调节效应趋于稳定。这再次说明了金融分权加剧了地方政府债务风险,而财政透明度则缓解了这一促进效应,假设2再次得到验证。

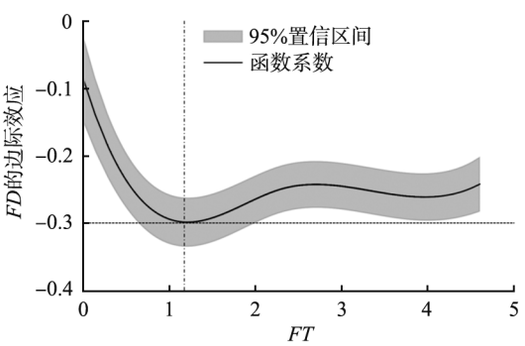


图1　非线性:g(FT)估计结果

3. 偏线性函数系数模型内生性问题的处理

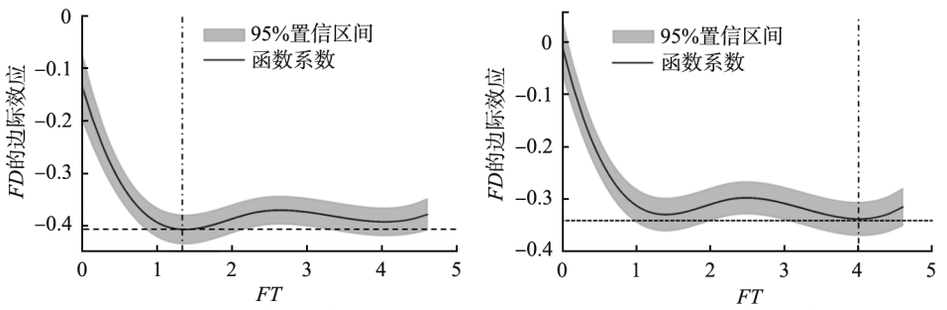
为处理潜在的内生性问题,研究进一步采用工具变量法进行识别。借鉴李建强等学者的研究思路[①],选取金融分权的一期滞后项(*FD_IV*1)以及剔除本地区外同层级区域金融分权均值(*FD_IV*2)作为工具变量,基于工具变量法对偏线性函数系数模型进行再估计。

函数系数部分的估计结果汇报在图2,在使用两种不同的工具变量后,金融分权对地方政府债务风险的非线性影响趋势并未发生实质性改变。具体而言,当财政透明度(*FT*)越过特定阈值后,金融分权对债务风险的边际效应最终均趋于平缓。二者的差异主要体现在最低点的位置:以*FD_IV*1为工具变量时,边际效应最低值大约出现在*FT*值为1.2时;而以*FD_IV*2为工具变量时,最低峰值则出现在*FT*大约为4时。这表明,在考虑潜在的内生性问题后,研究的核心结论依然是稳健的。

4. 偏线性函数系数模型稳健性检验结果

为进一步验证财政透明度对金融分权与地方政府债务风险非线性调节效应的稳健性,研究选

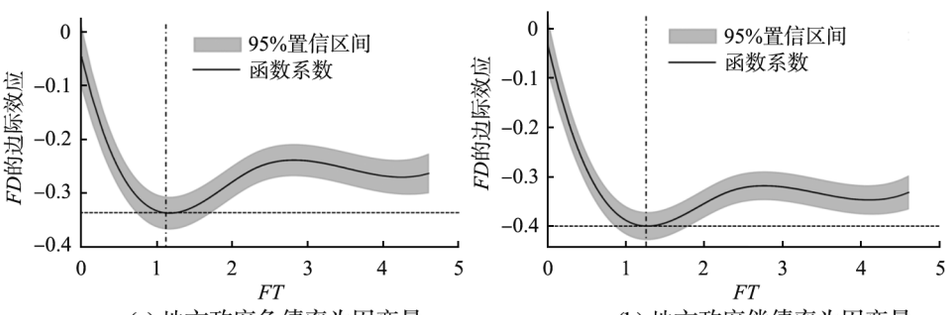
①李建强,王长松,袁梓皓:《绿色金融何以提升粮食安全——基于农村人力资本和农业产业集聚视角》,《济南大学学报》(社会科学版),2024年第1期。



(a) *FD_IV*1为工具变量　　(a) *FD_IV*2为工具变量

图2　非线性—工具变量检验结果:g(*FT*)估计结果

取地方政府负债率(*DR*2)和偿债率(*DR*3)作为地方政府债务风险(*DR*)的替代指标,并基于偏线性函数系数模型重新进行估计。图3汇报了不同债务风险指标下非参数函数的估计形态。结果显示,无论采用哪一类债务风险衡量方式,在财政透明度(*FT*)超过临界值(*FT*≥1.2)后,随着*FT*水平的提升,金融分权对地方政府债务风险的促进作用均显著减弱,且趋于平稳。这一趋势与前文基于原始债务风险指标所得出的结论一致。



(a) 地方政府负债率为因变量　　(b) 地方政府偿债率为因变量

图3　非线性—稳健性检验结果:g(*FT*)估计结果

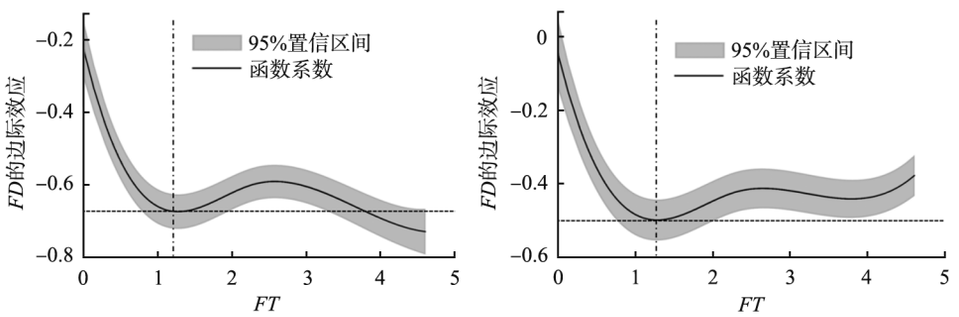
(三)异质性分析

1. 债务类型的异质性分析

城投债、专项债与一般债作为地方政府债务的重要组成部分,在财政运行和风险防控中具有关键作用。城投债主要由地方政府融资平台发行,具有隐性担保特征,是隐性债务的主要载体;专项债属于显性债务,强调“谁举债、谁负责”,主要用于公益性项目并接受中央财政统一监管;一般债务则主要用于弥补财政收支缺口,属于地方政府预算内的显性债务,其使用范围受法律严格约束。以上三类债务在法律属性、使用范围和监管机制上存在差异,金融分权对其风险演化的影响也可能呈现不同路径。在财政透明度不断提升的背景下,金融分权通过增强财政信息公开、强化市场监督和外部约束,可能对不同债务类型的治理产生异质性影响。因此,探讨财政透明度调节作用下金融分权对三类债务的差异化影响,有助于识别其在地方财政治理中的作用边界,为构建债务风险分类防控体系提供新的研究视角。

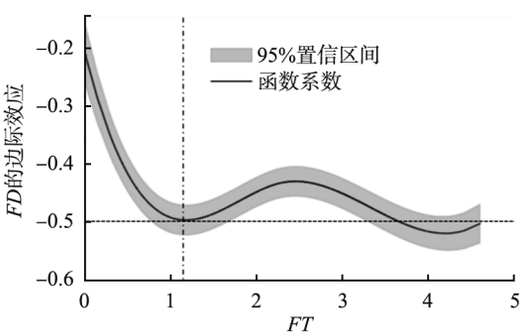
基于此,研究分别以城投债存量、专项债存量和一般债存量替代地方政府债务风险指标,开展异质性分析,以揭示财政透明度对金融分权作用机制的非线性调节效应。图4汇报了不同债务类型下金融分权边际效应随财政透明度变化的非参数估计结果,揭示在不同类型债务治理中金融分权的边际效应。结果显示,相较于基准回归,财政透明度对金融分权与三类债务规模关系的负向调节更为显著:在财政透明度较低时,随着其提升,金融分权对债务扩张的抑制作用逐步增强,且在城

投债中表现最为突出,并在阈值约1.2后进一步强化;专项债和一般债在超过阈值后效应趋于平稳。



(a) 城投债存量

(b) 专项债存量



(c) 一般债务存量

图4 非线性—债务类型异质性回归结果:g(*FT*)的估计结果

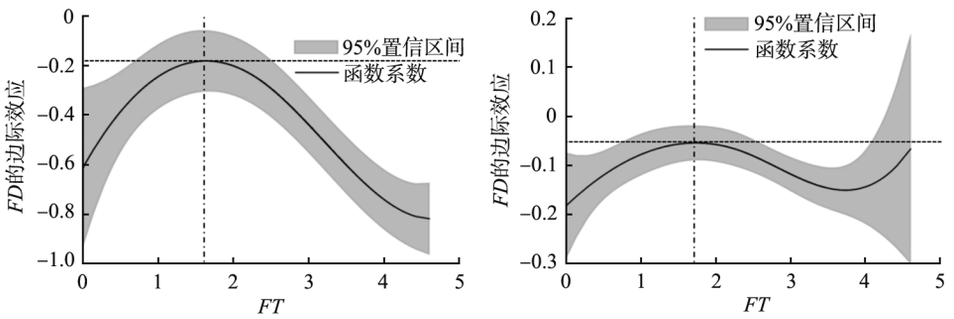
2. 地方财政压力的异质性分析

财政透明度对金融分权与地方政府债务风险的调节效应还可能受到地方财政压力的制约。财政自给率越高,意味着地方政府依靠自身财力维持运转的能力越强,其预算约束也相对硬化,财政透明度的提升会强化外部监督与市场约束,从而削弱金融分权导致的债务风险;反之,在财政自给率偏低的地区,地方政府高度依赖上级转移支付或举债融资来平衡收支,财政透明度的作用机制可能受到弱化,其调节效应的边际改善效果相对有限。因此,研究从地方财政压力角度展开异质性分析,以揭示不同财政环境下的差异化特征。

以财政自给率衡量地方财政压力,并依据样本期内的中位数水平,将研究对象划分为财政自给率较高组(高于或等于中位数)与较低组(低于中位数)。针对两类样本运用偏线性函数系数模型,考察财政透明度对金融分权影响地方政府债务风险的非线性调节效应。图5给出了非参数部分的估计结果。研究发现,在财政自给率较高的地区,当财政透明度水平达到约1.7时,金融分权对债务风险的促进作用明显减弱,且这一抑制效应会随着透明度的提升逐渐增强;而在财政自给率较低的地区,虽然财政透明度提升也削弱了金融分权所带来的债务风险,但整体表现相对平稳,且数值较低。

六、研究结论与政策启示

本文系统考察了金融分权对地方政府债务风险的影响及作用机制,重点关注财政透明度的调



(a) 财政自给率较高　　(b) 财政自给率较低

图5　非线性—地方财政压力异质性回归结果:g(*FT*)的估计结果

节作用,主要结论如下:(1)金融分权显著加剧地方政府债务风险,该正向关系经不同债务风险指标、债务类型及内生性检验均稳健。(2)财政透明度对二者关系起负向调节作用,且具有非线性特征与阈值效应,即达到一定财政透明度水平后,其对金融分权的债务风险促进作用的弱化效果更加明显。(3)这一调节效应存在异质性:相较于专项债、一般债,财政透明度对金融分权与城投债风险关系的弱化作用更明显;财政自给率较高地区的调节效应更突出。研究丰富了金融分权与地方政府债务风险关系的理论认知,揭示财政透明度在其中的非线性调节机制及作用边界,为提升政府治理能力及协同化解地方政府债务风险提供新的理论视角和实证证据。

基于上述研究结论,提出以下三点政策建议:一是优化金融分权体系,强化风险防控意识。从源头上审慎设计金融分权体系,建立与分权程度相匹配的风险评估和预警机制,进一步明晰中央与地方在金融领域的权责边界,优化地方政府预算约束系统,遏制金融分权引发的债务扩张冲动。同时,在赋予地方适度金融自主权的基础上,加强对地方政府介入信贷资源配置行为的规范引导,防范地方通过参控股金融机构、设立引导基金等渠道无序加杠杆,重点强化中高债务风险地区的金融分权管控,确保金融分权在可控范围内推进。二是发挥财政透明度的调节作用,突破非线性阈值边界。将财政信息公开作为硬性配套制度,重点帮扶财政透明度处于低位的地区设定明确的提升目标,推动其尽快跨越有效作用门槛,充分发挥财政透明度对金融分权的风险缓释作用。同时,加强金融监管与地方财政部门的信息共享,打破数据壁垒,形成监管合力,强化财政透明度对债务风险的约束效能。三是实施差异化防控策略,夯实财政基础。结合异质性结论,因地制宜优化防控举措:相较于专项债、一般债,重点强化城投平台信息披露监管,提升城投债风险防控针对性;对财政自给率较高的地区,鼓励其创新财政信息公开方式、引入多元市场监督力量,放大财政透明度的调节效应;对财政自给率较低的地区,加大政策与资源倾斜,助力其补齐财政透明度建设短板。同时,持续深化财税体制改革,通过培育地方优势产业、优化营商环境等方式,增强地方财政可持续发展能力,降低地方政府对举债的过度依赖,抑制举债冲动,建立财政可持续发展的长效机制,协同化解地方政府债务风险。

[责任编辑:袁朋伟]