

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

周佳音 陆毅*

摘要：土地市场持续降温会引发土地财政格局发生改变，进而波及地方政府债务风险，使之不同于以往。本文基于中国区县级数据，构建强度双重差分模型检验了土地市场降温对地方政府债务风险的影响。研究发现：土地市场降温导致地方政府债务风险上升，其内在逻辑在于，土地市场降温导致土地流拍增加、土地出让收入下降，进而通过财力渠道引致地方政府债务风险上升。为应对债务压力，地方政府偏好发行长期债券并增加借新还旧比重，这进一步加剧了地方政府债务风险的累积。异质性分析发现，城投债存量较高的地方政府更容易受到土地市场降温的负面冲击，而财政收入质量较高的地方政府则能够较好地抵御上述风险。本文系统分析了土地市场降温背景下的地方政府债务风险变化及机制，为缓解地方财政压力、防范化解地方政府债务风险提供了实证证据及政策参考。

关键词：土地财政 土地流拍 地方财政压力 地方政府债务风险 财政可持续

中图分类号：F812.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1000-3894(2024)07-0028-21

DOI:10.13653/j.cnki.jqte.20240531.001

一、引言

地方政府债务风险问题是中国防范化解重大风险过程中所面临的一个核心问题，对新时代地方政府债务风险进行识别和化解，是一项十分重要的现实任务。随着中国经济向高质量发展阶段过渡，防范化解重大风险成为中央的重要战略决策。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》指出，“更好发挥中央、地方和各方面积极性，着力固根基、扬优势、补短板、强弱项，注重防范化解重大风险挑战”，对新时期优化央地财政关系和防范化解重大风险提出了新的要求。党的二十大强调了“防范化解重大风险”的战略部署，与此同时，2023年10月下旬召开的中央金融工作会议再次强调“建立防范化解地方债务风险长效机制”。以上提法充分彰显了中央政府对地方政府债务风险问题的重视。图1绘制了以债务率为指标刻画的全国地方政府债务风险变化趋势，能够发现，近年来中国地方政府债务风险呈持续增长态势，亟须进行严格管控。基于此，立足防范化解重大风险这一理论和实践课题，进一步剖析地方政府债务风险的变化趋势、影响因素与化解机制，具有极为重要的战略意义与现实价值。

* 周佳音(通讯作者)，副教授，东北财经大学经济学院，电子邮箱：zhoujiayin64@163.com；陆毅，教授，清华大学经济管理学院，电子邮箱：luyi@sem.tsinghua.edu.cn。本文获得辽宁省教育厅高校基本科研项目面上项目(JYTMS20230673)、国家社会科学基金重大项目(20&ZD079;23&ZD062)和国家自然科学基金重点项目(72133001)的资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。

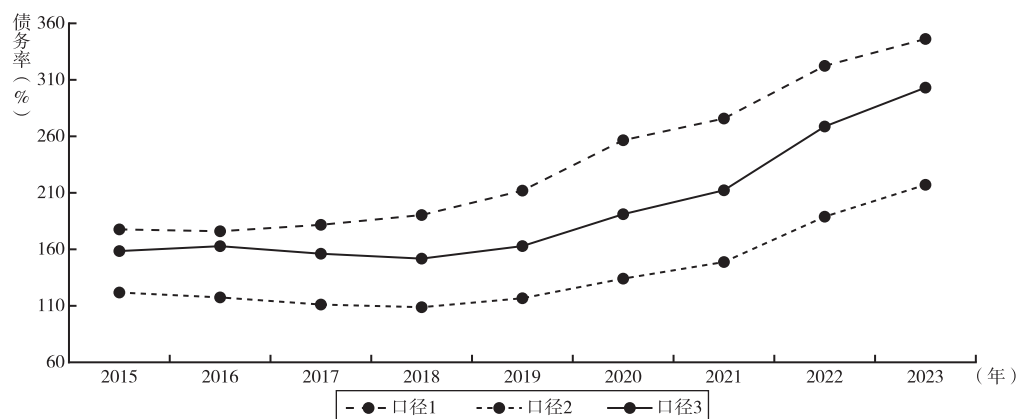


图1 全国地方政府债务率变化趋势

注:债务率口径1下,地方政府债务率=地方政府债券余额/一般公共预算收入;债务率口径2下,地方政府债务率=地方政府债券余额/地方政府总财力;债务率口径3下,地方政府债务率=地方政府总债务规模/地方政府总财力。由于数据可得性,计算可能存在误差。

资料来源:财政部、Wind。

在长期改革发展历程中,土地财政与地方债存在密切联系。一方面,土地是地方政府信用的有力背书,是地方政府顺利发行债券的重要保障;另一方面,由土地出让收入作为主要构成部分的政府性基金收入,是地方债尤其是专项债还本付息的重要资金来源。因此,在长期发展过程中,地方政府债务风险有土地财政进行兜底,尚处于可控范围。但需要关注的是,近年来,中国土地市场持续低迷,地方政府土地财政情况也不容乐观。近几年,中国国有土地使用权出让收入规模虽然在持续增加,其增速却开始逐步下滑,尤其是2021年下半年开始,全国主要城市的一、二手房成交均同比大幅下滑,房地产市场的降温使得土地市场随之低迷,各地方政府的土地出让收入明显减少,甚至出现了地方政府通过国企购地等方式虚增土地出让收入的现象。据财政部统计,2021年,国有土地使用权出让收入87051亿元,同比增长3.5%,增幅呈明显放缓态势。2022年,国有土地使用权出让收入66854亿元,同比下降23.3%。2023年,国有土地使用权出让收入57996亿元,同比下降13.2%。土地市场降温不仅使得土地财政恐难以为继,还可能影响房屋交易环节的地方政府税费收入,甚至进一步导致地方政府债务发行缺乏足够的信用担保、还本付息缺乏充分的资金保障,加剧地方政府债务风险的累积。可见,在土地市场降温情形下,地方政府债务风险已具备全新特征,亟须对其进行重新审视。基于此,本文立足土地市场降温的现实背景,研究这一全新财政形势对地方政府债务风险的影响效应及内在机理。

关于土地与地方政府债务风险的关系,目前学术界研究尚不充分,在同时考虑债务规模与地方财力的情况下,土地市场降温对地方政府债务风险的影响效应还有待进一步验证。为解决上述问题,需要选取代表性政策来刻画土地市场降温冲击。通过政策梳理,本文发现,中国2018年的房地产管控政策曾对土地市场造成重大冲击,可以作为实证检验的代表性政策。为此,本文借助该政策冲击时点,以政策前地方政府土地财政依赖程度均值作为处理强度,构建强度双重差分模型,实证探究了土地市场降温对地方政府债务风险的影响。

在验证识别策略有效性的基础上,本文发现,土地市场降温会导致地方政府债务风险上升,这一影响效应具有较好的稳健性。地方政府债务风险具体表现为地方政府债务融资成本升高、专项

债务结存限额盘活效率有所下降。其内在逻辑在于,土地市场降温对土地财政依赖程度更高的地区会形成更大的冲击,这些地区地方政府的土地流拍宗数大幅增加、土地出让收入大幅下降,导致可用财力出现较大幅度下滑,进而引致地方政府债务风险。为应对财政和债务压力,地方政府偏好于发行更长期限债券以推迟还本时间,并增加了借新还旧比重。异质性分析发现,城投债存量较高的地方政府在政策冲击后的债务率上升幅度更高,而财政收入质量较高的地方政府能够在一定程度上抵御地方政府债务风险的上升趋势。

整体来看,本文的研究价值和边际贡献可能包括以下几点:其一,本文聚焦于土地市场降温的现实背景,探讨财政可持续和地方政府债务风险问题,在研究视野上存在一定的创新性。其二,既有文献更多关注土地对地方债尤其是城投债规模的影响,但关于土地与地方政府债务风险关系的研究还有待深入,本文利用区县级数据,基于债务和财力的双重视角对土地市场冲击之于地方政府债务风险的影响进行了综合与分解检验,为该领域研究提供了补充。其三,本文在度量地方政府债务风险时,充分考虑地方政府债券、城投债两类债务来源以及多种财政收入来源等要素,构建了更加全面客观的地方政府债务率口径。在政策层面,本文针对防范化解地方政府债务风险等实践工作提出了可行性路径建议,具有一定的现实意义。

二、文献综述

(一)土地市场和土地财政的影响效应

土地财政起源于分税制导致的财政压力,分税制对财权的集中效应使地方政府开始转变为以土地征用、开发和出让为主的发展模式,由此形成了土地财政(孙秀林和周飞舟,2013)。1988年国务院颁布《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革的实施方案》,加快了土地财政兴起,由此,土地出让收入逐步成为地方政府最重要的预算外收入来源(楼继伟,2019)。由于房地产业具有较强的区位特质性,作为土地一级市场的垄断供给者,地方政府往往通过高价出让商住用地和“招拍挂”方式出让经营性用地,以获取高额的财政收入(左翔和殷醒民,2013;刘凯,2018;毛捷和曹婧,2021)。但是,土地财政在很大程度上受制于房地产市场发展状况,房地产市场景气差异将导致地区土地财政收入存在差异,进而影响地方政府土地财政收入(李郁等,2013)。当市场流动性充裕、房地产交易活跃时,地方政府收入会受益于高地价和高房价;而当楼市出现降温、土地交易冷清时,地方政府财政收入会面临巨大压力(贾康和刘微,2012)。究其原因,房地产市场对地方财政收入的影响可能包含多条渠道:一是房地产市场通过土地财政直接影响地方财政收入;二是房价波动会通过影响相关税收来影响地方财政收入;三是房地产产业链众多上下游行业会对地方财政收入产生带动作用(王亚芬,2015)。因此,地方政府出让土地不仅仅关注土地出让的直接收入,还关注土地出让后相关产业发展带来的间接收入(李书娟等,2023)。近年来,随着财政收入增速的放缓以及土地出让收入的波动,地方财政开始面临较大压力(刁伟涛,2017)。尹旭和朱彬(2018)基于江苏省样本研究同样发现,受土地市场降温、库存高企、投资下滑等影响,建立在房地产快速发展之上的财政增收已显乏力。

在对地方财力产生直接影响之外,土地财政还将对诸多领域产生外溢性影响。刘凯(2018)研究了中国的土地制度及土地供给模式对经济增长的影响逻辑。赵扶扬等(2017)发现,地方政府的土地财政行为会有力放大经济波动。但部分学者指出,土地财政带来的经济波动可能会对社会福利造成负面影响,如高然和龚六堂(2017)发现,地方政府土地财政行为会显著放大房地产市场波动,并将这种波动传导至实体经济,带来社会福利损失。邵朝对等(2016)也认为,土地财政扩张使

地方政府加大了对城市基础设施建设的偏向,进一步激化了产业结构刚性。梅冬州和温兴春(2020)发现,地方政府紧缩土地供给、提高地价的土地财政行为一方面能够稳定基建投资,另一方面也会抑制居民消费和住房需求,恶化投资结构。

(二)地方政府债务风险的影响因素

第一,政府间财政关系是地方政府债务风险形成的制度根源。在国际上,一部分学者认为,财政分权使得地方政府的融资压力有所扩大,进而导致其增加举债规模(De Mello, 2000; Freitag and Vatter, 2008);但也有学者持相反观点,他们认为财政收入分权通过适当赋予地方政府税收自主权,硬化了预算约束,抑制了财政赤字的无序扩张(Baskaran, 2010; Eyraud and Lusinyan, 2013; Asatryan等, 2015)。黄健和毛锐(2018)认为,地方政府对债务的高依赖度的制度根源是央地之间普遍存在的预算软约束问题,官员晋升锦标赛以及地方事权与支出责任不匹配。针对官员晋升因素,罗党论和余国满(2015)发现,由官员更替引发的不确定性会显著降低城市的发债概率和发债规模,提升其债务融资成本,进而增加城投债风险。洪源等(2018)发现,财政压力对地方政府债务风险具有显著的正向影响,转移支付对地方政府债务风险的影响存在门槛效应。李升和陆琛怡(2020)进一步发现,专项转移支付的“公共池”效应刺激了地方政府的道德风险,进而引致了非理性的债务风险。吕炜等(2019)发现地方债“自发代还”会增加地方财政风险,而“自发自还”则能够降低地方财政风险。尹李峰等(2021)指出,减税降费在短期内必然带来地方债增长,但引发风险与否关键取决于减税降费能否形成高质量税源,使得地方债务压力在长期得以缓解。邱志刚等(2022)发现,“隐性担保效应”会导致担保能力弱、债务压力大的地区形成隐性债务风险隐患。

第二,部分文章基于地方政府行为角度分析了地方政府债务风险的形成原因。缪小林和伏润民(2012)指出,地方各级政府为促进当地经济发展,往往在自身财力有限的情况下举借大量债务,忽视其承债能力,进而形成地方政府债务风险的隐患。吉富星(2018)指出,地方政府违规举债方式多样、规模庞大,引致地方政府隐性债务规模较高且总额模糊,进而累积了大量债务风险。陈思霞和陈志勇(2015)发现,提高公共项目产出匹配需求能够激发运营机构提高其努力程度,进而实现公共项目净收益上升和债务偿还风险降低的目标。

第三,监管力度同样会对地方政府债务风险产生影响。余应敏等(2018)发现,审计监督有助于弱化财政分权对地方政府债务风险的推动作用,审计监督越严格,地方政府债务风险越低。邓淑莲和刘澍澍(2019)考察了财政透明度对地方政府债务风险的影响,发现提升财政透明度有助于降低地方政府债务风险。

其四,宏观经济状况和不同市场间的交互传染亦是地方政府债务风险的重要影响因素。庞晓波和李丹(2015)的研究结果表明,经济景气状况是政府债务风险的根本影响要素,而经济增长、政府预期和金融市场情况也在不同程度上影响着债务风险。李力等(2020)发现,扩张性货币政策在促进经济繁荣的同时,会导致企业杠杆率攀升,进而加大普通企业和地方政府融资平台企业的债务风险。毛捷等(2020)认为,地方政府通过融资平台等途径将信贷资金间接转化为政府资金,同时还存在不直接偿还债务的意向,构成了隐性的“赤字货币化”,不利于防范系统性风险。徐军伟等(2020)认为,金融势能是融资平台公司大力举债的内在缘由,导致了地方政府隐性债务的持续增长。贾康和吴昆兵(2020)发现,市场风险的不当转移、市场回报的提前锁定以及绩效考核的约束丧失等因素,是PPP项目隐性债务风险的可能根源。牛霖琳等(2021)指出,城投债网络风险会向地方债网络传导。

(三)土地财政与地方债的逻辑关系

当前学术界关于土地财政与地方政府债务风险关系的研究相对较少,但关于土地财政与地方

债规模的关系已取得丰富研究成果。大多数学者发现,土地财政与地方债规模呈正相关关系,如陈瑞等(2016)认为,房价对地方债规模有显著的正向影响。张莉等(2018)发现,土地出让收入能提高城投债发行规模,累积了地方政府的偿债风险;当土地市场遭遇限购政策等负向冲击时,城投债的发行规模也相应下降。宋傅天和姚东旻(2021)发现,土地使用权对债务规模扩张具有显著的正向影响,城投部门的议价能力越高,越有助于提升债务规模扩张速度。赵扶扬等(2021)指出,金融危机后,地方政府逐步从以“招商引资”为基础的“土地财政”模式转向以“基建投资”为依托的“土地金融”模式,但这也导致了房价高企和地方政府债务规模快速攀升。赵扶扬(2022)进一步发现,地价的高估会进一步导致地方政府债务规模扩张。关于房地产政策与地方债规模的关系,张路和龚刚(2020)发现,当房地产市场处于调整期,土地成交额比例显著上升,而融资平台购地资金主要来源于债务融资,这可能会导致地方政府隐性债务规模增加。

但有部分学者认为,土地出让收入与地方政府债务规模之间并不一定是正相关关系,如钟辉勇和陆铭(2015)指出,土地出让收入对于城投债发行的影响存在两种相异的机制:一方面,地方政府土地出让收入增加,会导致其提高对未来偿债能力的预期,进而增加当期借债规模;另一方面,地方政府土地出让收入越多,其可用于市政基础设施建设的资金越丰富,这会导致地方政府降低对融资的需求,进而导致债务融资规模下降。

在与本文直接相关的土地财政与地方政府债务风险关系方面,黄昊等(2023)指出,地方政府债务的偿还存在明显的“土地财政依赖”特征,这将导致土地财政风险与地方政府债务风险相互交织(何杨和满燕云,2012)。李玉龙(2019)通过建立一般均衡框架进行理论分析发现,土地价格下跌会降低地方政府的土地相关收入,进而减少政府支出,并导致地方政府偿债压力增大、债务风险上升;经济中存在“金融加速器”机制,使得债务风险和金融风险相互强化,会导致总产出和土地价格进一步下降,形成债务风险不断攀升的恶性循环。唐云锋等(2021)也认为,本地区 and 邻近地区房地产价格会影响区域性地方债务风险。

上述文献为深入理解土地财政的内涵、地方政府债务风险的形成机制提供了丰富的视角。本文立足土地市场降温的现实问题和既有研究基础,设定了宽口径的地方政府债务率指标,并在此基础上对土地市场降温与地方政府债务风险的关系进行了因果识别,从学术层面看具有一定的边际贡献。从实践意义看,在防范化解地方政府债务风险、推进财政可持续发展等语境下也具有相应的现实价值。

三、政策背景、实证设计与变量说明

(一)理论分析

土地融资是地方政府财政收入和城市化建设资金的重要来源,也是地方政府最为依赖的财政收入来源之一。若想厘清土地市场降温如何影响地方政府债务风险,还需要从土地财政的本质特征和主要形式来认知。土地财政是地方政府凭借土地资源、利用多种经营手段从事的财政活动,主要包括三方面内容:一是土地出让收入,即地方政府低价征用土地并通过招、拍、挂等形式将之出售给市场,从而获得土地出让收入;二是土地税费收入,即地方政府通过土地及其附着物开发获得相关的税费收入,如契税、耕地占用税、城镇土地使用税、印花税、增值税、附加税费、土地增值税、企业所得税、个人所得税及房产税等;三是基于土地资源的债务投融资,即地方政府以土地作为抵押获得信贷资源(蔡昌等,2012)。由于上述三种土地财政模式的存在,当土地市场受到降温冲击时,其将会在三个维度对地方政府造成影响。

第一,土地市场降温后,地方政府的土地出让收入受到了相应影响。图2展示了2008年至今中国国有土地使用权出让收入规模及增速情况,能够发现,自2008年以来,中国国有土地使用权出让收入基本处于持续上升态势,但在2012年、2015年、2022年出现多次下跌。针对2015年土地出让收入减少现象,财政部认为随着中国经济步入新常态,经济增速放缓,土地市场的需求不足是主要诱因。从土地出让收入增速情况来看,除2012年和2015年两次冲击导致土地出让收入增速转负以外,大部分年份土地出让收入增速均为正值,但自2018年以来,土地出让收入增速整体呈现持续下滑态势,尤其是2022年起中国土地出让收入增速由正转负。以上变化趋势构成了地方政府债务风险框架下土地市场降温的重要证据。

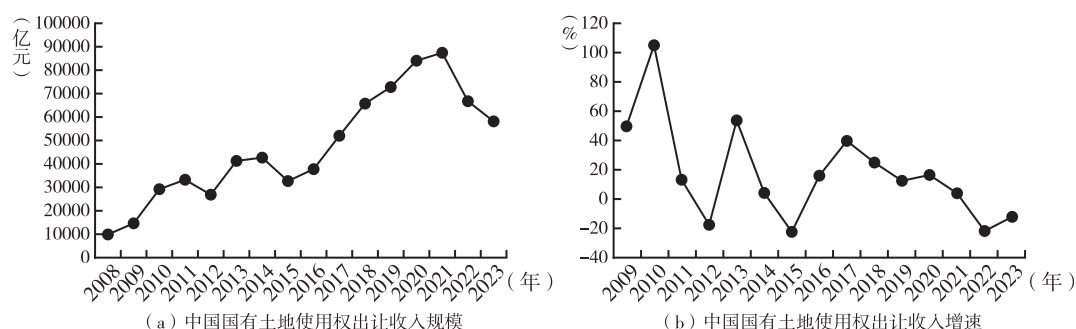


图2 中国国有土地使用权出让收入规模及增速

资料来源:财政部。

第二,土地市场降温后,地方政府的土地税费收入受到了相应影响。伴随着土地市场降温,房屋和土地交易量大幅下降,进而导致地方政府土地相关税费下降。以土地领域较具有代表性的土地增值税和契税为例,如图3所示,自2018年以来,中国地方财政土地增值税和契税增速逐步显出颓势,尤其是2022年两类税收增速由正转负。但对比来看,土地使用权出让收入规模大约为土地增值税和契税规模的十倍有余,因此,对地方政府而言,土地出让金是其财力中更为重要的一部分。

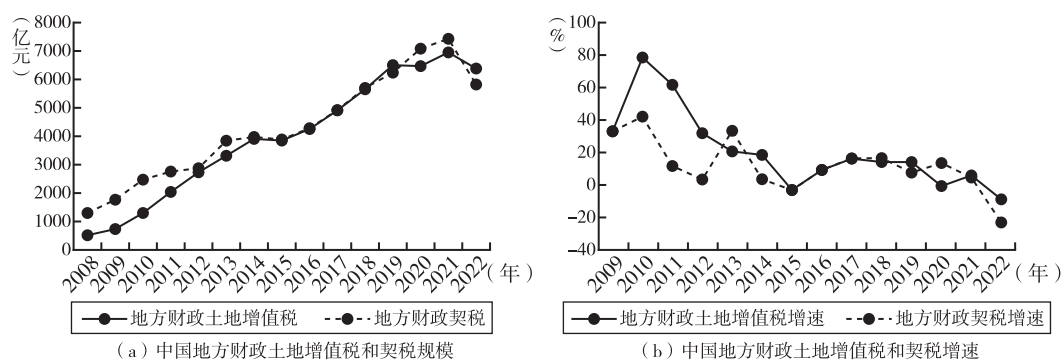


图3 中国地方财政土地增值税和契税规模及增速

资料来源:国家统计局。

第三,土地市场降温后,地方政府的债务信用体系也可能受到相应影响。在早期城市化过程中,地方政府面对事权与财力之间的失衡,纷纷建立起融资平台公司,地方政府往往向融资平台公

司注入一定的土地资源,由融资平台公司以土地作为抵押或隐性担保向金融中介贷款,并将所筹资金用于基础设施建设中,来支撑大规模的城市化建设;与此同时,地方政府还以土地开发的未来收益作为担保,不断撬动更大规模的信贷资源,投入更大规模的土地开发建设中。而土地市场降温后,地方政府用于担保的土地资源变得不稳定、用于偿债的财力保障大幅削减、投资者的预期收益难以保证,将导致地方政府债务信用体系受损。

(二)政策背景

以长视角观测土地出让收入和相关税收增速走势,不难发现,本轮土地出让收入和相关税收增速下滑始于2018年。这一方面包含了经济周期波动、宏观经济形势、土地市场需求等因素交织的影响,另一方面也离不开房地产政策的调控作用。早在2016年12月,中央经济工作会议就首次提出“房住不炒”,全国房地产调控由此开始进入全面收紧阶段,而2018年则是该轮政策调控的顶峰。2018年,中国房地产管控政策空前严格,根据中国社会科学院数据统计,2018年中国房地产调控高达400余次,与2017年相比同期增长80%,调控政策出台如此密集,使得2018年成为截至当时楼市调控最频繁的一年。

整体来看,2018年的房地产调控主要包含以下几方面步骤和举措。其一,在2017年10月18日党的十九大报告中,习近平总书记强调:“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居。”这一提法首次将“房住不炒”的定位写入纲领性文件,奠定了2018年以后的房地产市场主基调。随后,2018年3月的全国两会再次强调“房住不炒”,进一步为全年房地产市场定下主基调。其二,2018年7月的中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”,成为2018年房地产市场降温的一个重大转折点,使市场预期由“慢涨”变成“下跌”。会议要求:“下决心解决好房地产市场问题,坚持因城施策,促进供求平衡,合理引导预期,整治市场秩序,坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”这里的提法与前一年略有不同,一方面,强调“下决心”,相较于2017年7月24日中共中央政治局会议提出的“要稳定房地产市场,坚持政策连续性稳定性,加快建立长效机制”,2018年的中共中央政治局会议用“下决心”三个字形容政策动向,充分反映了对房地产调控的坚定态度;另一方面,强调“坚决遏制房价上涨”,相较于2017年3月政府工作报告提出的“遏制房价过快上涨”,2018年的提法去除了“过快”二字,改为“坚决”,更显调控态度与政策力度。其三,在中央的政策号召下,各地区也积极出台调控政策。据统计,2018年全年各地共出台了近450项调控政策,房地产调控范围也从原来的一线、二线城市为主,开始蔓延到三线、四线城市。其四,为配合房地产领域政策调整,2018年,中国同时加快了土地领域改革进程。如2018年1月2日出台的《中共中央 国务院关于实施乡村振兴战略的意见》提出要探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”;2018年1月15日,全国国土资源工作会议提出,推动建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度;随后,中央又在《中华人民共和国土地管理法》《中华人民共和国城市房地产管理法修正案(草案)》中取消了对从事非农业建设必须使用国有土地或者征为国有的原集体土地的规定。

在2018年的组合政策下,中国房地产市场总体上保持平稳运行,并开始逐步回归理性。具体来看,2018年全国住房均价整体保持稳定,房价上涨速度明显放缓,各季度累计涨幅较2017年同期而言有较为显著的收窄。在各地房地产调控政策持续深化的背景下,热点城市房价过快上涨趋势得到遏制,地方政府土地流拍数量急剧增加,底价成交频频出现。在图2和图3中也能够观察到,自2018年起,中国国有土地出让收入和相关税收增速开始下跌,且基本处于持续下滑态势,这与近年来的经济形势和2018年的房地产调控政策冲击是相吻合的。

(三)研究设计与实证模型

1.实证模型设计

面对土地市场降温背景,若想探究其对地方政府债务风险的影响,可借助合理的政策冲击构建准自然实验环境,从而排除可能存在的内生性问题,得到相对可信的回归结果。本文认为,2018年的房地产领域系列政策与以往相比存在显著差异,直接达到了明确的土地市场降温的效果,是土地市场降温的一个较好的代理变量,可以作为合理的政策冲击。基于此构建准自然实验环境,能够对土地市场降温与地方政府债务风险的关系进行因果识别。其合理性在于:其一,根据中央政治局会议和《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》(建房〔2018〕49号)等文件提法,此轮房地产调控政策出台的根本目的是抑制不合理的投机性需求,防止房地产市场过热,促进房地产市场的健康平稳发展,其根本出发点并非视地方政府债务风险情况而定。因此,可以认为政策冲击在地方政府债务风险语境下是相对外生的,不会导致反向因果和自选择等内生性问题。其二,通过前文现实情况与政策梳理不难发现,2018年的房地产领域政策调控力度相较于以往具有较为显著的区别,市场对于当年的系列政策也产生了较为明显的反应——当年政策出台引发土地市场持续降温,地方政府的土地出让也开始收紧,这构成了时间层面的差异化冲击。其三,虽然2018年的政策导向是针对全国范围提出的,但由于各地区的土地财政发展情况存在差异,各地方政府也将受到当年政策的差异化影响。如果一个地区长期以来对土地财政的依赖程度较高,那么在房地产整体收紧的情形下将会受到更大的政策冲击,这构成了地区层面的差异化冲击。

根据上述分析,本文认为,2018年的房地产调控政策能够有效代理土地市场降温,这一外生性冲击构成了准自然实验环境,使得我们可以基于“地区一时间”层面的差异化冲击,利用倍差法(Difference-in-Differences, DID)的实证策略对土地市场降温与地方政府债务风险的关系进行因果识别。具体而言,本文使用强度倍差法研究土地市场降温对地方政府债务风险的影响,所构建的强度双重差分模型如下:

$$DebtRatio_{ct} = \alpha + \beta \times Treatment_c \times post_t + X_c \times \lambda_t + \lambda_c + \eta_c + \varepsilon_{ct} \quad (1)$$

式(1)中, $DebtRatio_{ct}$ 表示 c 地区第 t 年的债务率。 $Treatment_c$ 为处理强度变量,使用各地区受政策冲击前的土地财政依赖程度代理,计算公式为“土地财政依赖程度=土地出让收入/地方政府综合财力”,即特定地区在政策冲击以前,其财政收入是否更多来源于土地领域的收入。如果一个地区的财政收入对土地的依赖程度较高,那么其在房地产大规模受到冲击的情况下,将会受到更大的影响。因此,该变量能够代表各地区受到政策影响的强度差异,该值越高,地区受到政策影响强度越大。由于各地区处理强度变量并不随时间变化,此处“土地出让收入”“地方政府综合财力”使用政策冲击前(2014~2017年)各地区相关数据均值进行计算,利用前定变量进行计算所得出的土地财政依赖程度,是不同地区政策冲击前的固有特征,不会受到2018年后房地产领域政策冲击的影响,尽可能排除了土地财政依赖程度与债务率之间的反向因果问题。

式(1)中 $post_t$ 为政策前后虚拟变量,本文设定2018年为政策冲击时点,2018年以前该值为0,2018年及以后该值为1。 X_c 为一系列控制变量,为避免“坏控制变量”(bad control)导致的内生性问题,计算地区 c 在政策冲击前各年的相应控制变量均值,并将其与时间固定效应进行交互,用以控制随时间变化的处理组与控制组样本的核心特征。 λ_t 为时间固定效应、 η_c 为地区固定效应、 ε_{ct} 为随机扰动项。模型回归结果的标准误经区层面聚类调整。

2. 识别条件检验

(1)政策冲击年份的随机性问题。从市场反应来看,2018年的政策收紧具有较强的不可预期性。为进一步验证政策出台时间的随机性问题,本文还将在后续分析中具体进行以下两方面工作:一是为避免2018年的房地产调控政策可能是同期其他政策的配套举措,具有非随机性,在基准回归模型中进一步控制同期政策;二是考虑到政策出台前房地产市场可能已经具有缓步收紧趋势,排除政策可能存在的预期效应。

(2)处理组样本选取的随机性问题。为保证处理组样本选取的随机性,需识别并控制处理组筛选标准,以保证处理组虚拟变量与随机扰动项无关,进而确保本文政策冲击是随机的而非针对特定样本推行。鉴于本文模型是强度双重差分模型,难以获取明确的组别筛选标准,因此,本文主要基于以下步骤来提取可能影响样本受政策冲击强度的前定变量。首先,选取部分可能影响地方政府土地财政依赖程度的地区特征变量作为备选变量,将处理强度变量对上述变量进行回归。在回归中,各变量数据均采用各地区2014~2017年的该变量均值。除财政自给率外,其他变量均做对数处理。回归结果如附表1所示^①。能够发现,人均GDP、财政自给率、一般公共预算支出、政府性基金预算支出的回归系数在统计上显著,这意味着样本是否进入处理组主要受这四个变量的影响。因此,在回归模型中应控制上述前定变量,排除样本在这些变量上的差异,以尽可能避免处理组选择可能存在的内生性问题。

接下来,本文将处理强度大于等于中位数的样本设定为“处理强度较高组”,将处理强度小于中位数的样本设定为“处理强度较低组”。附表2的Panel A展示了四个前定变量的分布情况。将上述四个前定变量对处理强度变量进行回归,能够发现,大多数前定变量在决定处理强度方面发挥着重要作用。附表2的Panel B展示了未被选为前定变量的其他地区特征变量的分布情况,能够发现两组样本在六个领域也存在显著差异。然而,在控制了影响处理强度的四个关键前定变量后,这六个特征在处理强度较高组和处理强度较低组之间不再表现出显著差异,这意味着控制前定变量后两组样本之间是平衡的,确保了识别策略的有效性,也验证了四个前定变量选择的合理性。

(四)变量及数据说明

本文构建了中国2014~2021年区县层面的面板数据,总样本量共21992条。文章变量所用数据主要来源于企业预警通数据库、中指云、国泰安数据库、政府公文公报等。

1. 因变量

本文基准回归模型(1)中的因变量 $DebtRatio_{it}$ 是地方政府的债务率,用以刻画地方政府债务风险情况。债务率是地方政府债务余额与地方政府综合财力的比重,是评估债务风险的重要标准。该指标将地方财力引入考量范畴,能够结合各地区财政韧性对债务规模进行评判,进而较好度量地方政府债务风险。债务率数值越高,说明地方政府的负债相较于财力规模越大,进而导致其偿债压力越大。

本文主要借鉴国内大多数券商采用的宽口径债务率计算公式,即“债务率=(地方政府债务余额+地区融资平台有息债务余额)/地方政府综合财力”。其中,地方政府综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金预算收入+国有资本经营预算收入;地区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,短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券,长期债务=长期借款+应付长期债券。债务率计算过程中的原始数据来源于企业预警通数据库。

^① 本文附录详见《数量经济技术经济研究》杂志网站,下同。

2. 核心解释变量

本文核心解释变量由 $Treatment_c$ 和 $post_t$ 交互获得。其中, $Treatment_c$ 是一个连续型变量,代表各地区受政策冲击强度,使用各地区在政策冲击前(2014~2017年)的土地财政依赖程度均值进行度量,土地财政依赖程度=土地出让收入/地方政府综合财力。 $post_t$ 是一个(0,1)二值虚拟变量,根据前文分析的政策冲击时间,设定2018年前其值为0,2018年及其以后其值为1。将 $Treatment_c$ 与 $post_t$ 进行交互,即可刻画2018年房地产调控政策对各地区土地市场的冲击,亦即各地区受到土地市场降温的冲击。

3. 前定变量

基准回归模型(1)中的 X_c 为前文分析得出的四个前定变量:人均GDP、财政自给率、一般公共预算支出、政府性基金预算支出。其中,财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。原始数据均来源于企业预警通数据库,除财政自给率外,其他变量均做对数处理。回归时具体控制各地区2014~2017年各前定变量均值与时间固定效应的交互项。

4. 机制变量

本文认为,房地产调控政策直接对地方政府土地出让行为造成了影响,进而传导至地方财力和债务规模,最终使得债务率发生变化。因此,本文的机制变量主要包括土地成交宗数、土地流拍宗数、土地推出宗数、土地出让收入。其中,土地成交宗数、土地流拍宗数、土地推出宗数数据来源于中指云土地市场数据库,土地出让收入数据来源于企业预警通数据库。在回归中,对以上四个变量均做对数处理。

5. 其他变量

在稳健性检验中,本文进一步控制了样本期内同期政策,以排除其他政策的干扰。其一,控制城投债领域约束性政策:首先计算2014~2016年各地区城投债依赖程度均值,城投债依赖程度=地区融资平台有息债务余额/(地方政府债务余额+地区融资平台有息债务余额),随后将其与“2017年后”虚拟变量交互,构建成为“城投债约束”虚拟变量加入模型中。其二,控制减税降费政策:首先计算2014~2017年各地区税收依赖程度均值,税收依赖程度=税收收入/地方政府综合财力,随后将其与“2018年后”虚拟变量交互,构建成为“减税降费”虚拟变量加入模型中。上述变量所涉及的原始数据均来源于企业预警通数据库。其三,控制COVID-19大流行的影响:从新闻数据中统计各城市截至2021年12月31日的累计确诊人数并进行归一化,作为各地区受COVID-19冲击强度,将其与“2020年后”虚拟变量交互,构建成为“COVID-19”虚拟变量加入模型中。

在异质性分析中,本文还将引入几个分组变量,包括城投债存量、专项债存量与地方政府的财政收入质量。其中,城投债存量使用各地区2014~2017年融资平台有息债务余额均值对数度量,专项债存量使用各地区2014~2017年专项债余额均值对数度量。地方政府的财政收入质量是一个连续型变量,代理变量是各地区在2014~2017年的税收收入占地方政府综合财力比重均值。上述变量所涉及的原始数据均来源于企业预警通数据库。

对地方政府债务风险表现和地方政府行为变化的具体考量涉及以下几个变量:票面利率、专项债限额空间、固定资产投资、GDP增长率、债券平均期限、再融资债券占比。其中,“票面利率”使用该地区所在省份当年新增地方政府债券的平均票面利率度量,“专项债限额空间”使用该地区当年专项债限额一余额空间对数度量,“债券平均期限”即该地区所在省份当年新增地方政府债券的平均期限,“再融资债券占比”使用该地区所在省份当年新增再融资债券规模与新增债券总规模之比度量。以上四个变量所涉及的原始数据均来源于国泰安数据库。固定资产投资、GDP增长率数据来源于企业预警通数据库,对固定资产投资做对数处理。主要变量的描述性统计如附表3所示。

四、实证结果与分析

(一)基准回归

本文基准回归采用了多种前定变量的控制形式,表1报告了相应的回归结果。根据三列估计结果不难发现,虽然在不同模型设定下“政策冲击”系数略有差异,但均在5%的水平上显著为正,即土地市场降温会导致地方政府债务风险上升。本文认为,控制前定变量与时间固定效应的交互项最为严格,因此更加关注第(3)列的回归结果。该列估计结果表明,土地市场受冲击强度每增加一个单位,地方政府债务风险会上升1.194个单位,相较于全国地方政府债务率均值2.345而言增加了50.92%。

表1 基准回归:土地市场降温对地方政府债务风险的影响

变量	债务率		
	(1)	(2)	(3)
政策冲击	0.904** (0.388)	1.144** (0.459)	1.194*** (0.456)
年份固定效应	是	是	是
地区固定效应	是	是	是
前定变量×t	是	否	否
前定变量×t ²	是	否	否
前定变量×t ³	是	否	否
前定变量×post	否	是	否
前定变量×year dummy	否	否	是
样本量	10114	10114	10114
R ² 值	0.686	0.679	0.687

注: *、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,括号内为区县层面聚类标准误。经统计,缺失变量在两组间分布基本均衡。

(二)平行趋势检验

倍差法要求处理组与控制组在政策冲击前基本可比,因此,本文使用事件研究法(Event study),对回归样本进行平行趋势检验。所采用的回归公式为:

$$DebtRatio_{ct} = \alpha + \beta \times \sum_{k \geq -4, k \neq -3}^3 Treatment_c \times k_t + X_c \times \lambda_t + \lambda_t + \eta_c + \varepsilon_{ct} \tag{2}$$

其中, k_t 是一系列虚拟变量,是样本所属年份与政策冲击年份之差。本文的政策冲击年份在2018年,样本期为2014~2021年,因此, k_t 最大值为3,最小值为-4。本文将 $k = -3$ 作为参照点,因此,式(2)中 $k \neq -3$ 。式(2)中其他变量含义与式(1)相同。

图4绘制了基于事件研究法的平行趋势检验结果,其中,横轴表示距离政策冲击的年份,纵轴表示估计系数大小,虚线表示90%的置信区间。能够发现,在政策冲击之前的四期,回归系数不显著异于0,且保持相对平稳的状态,这说明政策冲击之前处理组和控制组样本的债务率变化遵循相似的发展趋势,满足平行趋势假设。而在政策冲击以后,曲线开始呈上升态势,且回归系数在第二期以后显著为正,这意味着政策冲击使得处理强度较高组的债务率显著上升。从政策冲击后回归系数变化情况来看,这种影响具有逐步扩大的趋势。

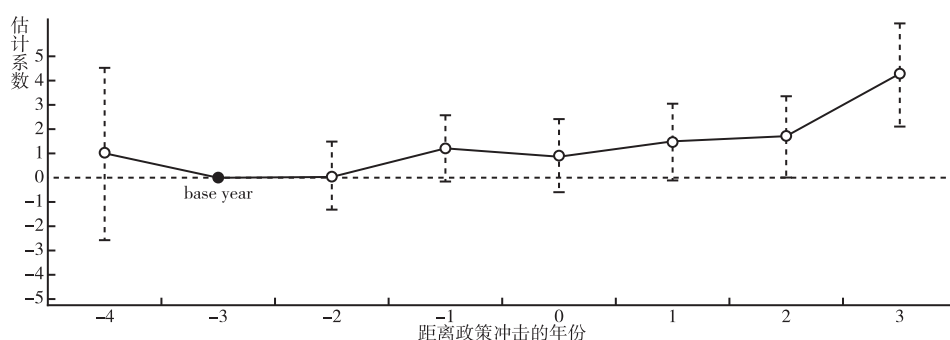


图4 平行趋势检验:事件研究法

(三)稳健性检验

1. 更换处理强度变量设置方式

为防止强度双重差分模型设定并不区分明确的处理组和控制组所带来的度量误差,我们尝试设置不同界定范围,重新选择处理组和控制组进行稳健性检验。具体地,一是在测度各地区政策冲击前的土地财政依赖程度的基础上,计算全部地区的处理强度平均数,将高于平均数的地区设定为处理组,将低于平均数的地区设定为控制组;二是将各地区政策冲击前的土地财政依赖程度排序,分别以二分位、三分位、四分位作为分界线,进行处理组与控制组设置。回归结果详见附表4,能够发现,更换处理强度变量设置方式后,依旧能够得到土地市场降温会导致地方政府债务风险上升的结论。

2. 排除同期政策干扰

第一,在本文样本期内存在三项重要冲击,可能对土地财政和地方政府债务风险产生影响。在债务领域,2017年后,中国对融资平台公司的管控趋于严格,可能会影响到地方政府的土地出让行为,也可能对城投债规模造成影响进而导致地方政府债务率出现变化。在地方财力领域,2018年后的大规模减税降费举措对地方政府财力产生了较大冲击,也很有可能通过财力渠道影响到地方政府债务率。在经济社会领域,2020年后的COVID-19大流行对经济运转造成较大冲击,对土地市场和地方财力亦存在一定程度的影响。本文分别在基准回归模型中加入“城投债约束”虚拟变量、“减税降费”虚拟变量、“COVID-19”虚拟变量,回归结果如附表5所示。能够发现,在排除了三项冲击的干扰以后,回归结果依旧显著。

第二,根据图2和图3不难发现,2015年中国土地市场出现了较为明显的波动,表现为土地出让收入和相关税费收入大幅下降。为排除2015年干扰所进行的稳健性检验详见附表6。能够发现,在排除2015年干扰后,本文的基准回归结果依旧是稳健的。

第三,2018年6月,住房和城乡建设部会同中宣部、公安部、司法部、税务总局、市场监管总局、银保监会等部委,联合印发了《关于在部分城市先行开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动的通知》,决定于2018年7月初至12月底,在30个城市先行开展治理房地产市场乱象专项行动。为排除该政策干扰所进行的稳健性检验详见附表7。能够发现,将30个城市作为处理组,这一政策冲击同样导致地方政府债务风险上升,与基准回归结论一致。此外,本文还将“30个城市政策冲击”作为控制变量加入基准回归模型中,并基于全部区县样本进行回归,发现土地市场降温冲击的显著结果依旧存在。

3. 数据缩尾与缩小样本范围

为了防止数据中存在异常值导致回归结果出现偏误,本文对因变量债务率、四个前定变量的数

据按照5%的口径进行了缩尾,使数据更加平滑。缩尾后的回归结果如附表8第(1)~(3)列所示,能够发现,本文关注的核心解释变量的回归系数虽然出现了一定程度的下降,但基本在统计上保持显著,可以认为基准回归结果是稳健的。另外,为排除市区样本的干扰,本文仅对除市区样本以外的县、旗、县级市等样本进行检验,回归结果如附表8第(4)列所示。能够发现,排除市区样本干扰后,实证结果依旧显著。

4. 排除预期效应

本文考虑,政策出台前房地产市场可能已经具有缓步收紧趋势,导致市场产生政策预期,使得回归结果不能准确反映政策本身效果。如自2016年下半年开始,限购重出江湖,可能预示着土地市场即将降温。为了排除2016年可能产生的政策预期,确保政策出台的随机性,本文进行了预期效应检验,相关回归结果详见附表9。以2016年作为政策冲击时点,并未观察到债务率发生显著变化,这说明2016年尚未形成预期效应,2018年的政策冲击具有一定的不可预期性。此外,控制处理强度与2016年和2017年虚拟变量的交互项,能够发现二者估计系数并不显著,这表明在2018年房地产调控政策出台之前并没有形成预期效应,而本文所关注的核心解释变量系数仍显著为正,表明在考虑预期效应后,原有估计结果仍然存在且稳健。

5. 安慰剂检验

随机选择2015~2021年的某年份作为政策冲击时点,并对样本中的各地区随机赋予0~1的处理强度。根据虚假的政策冲击年份和虚假的处理强度,计算出错误的政策冲击虚拟变量,再基于基准回归模型进行倍差法估计。由于变量是随机生成的,我们预期错误的政策冲击虚拟变量将不会对债务率产生显著影响。为了提高识别的准确性,将上述过程重复了500次。根据附图1能够发现,随机分配的估计值的分布集中在0附近,均值为0.00493,估计值的标准差为0.28678,表明随机构造的土地市场冲击对债务率没有显著影响效果。而本文的基准回归估计值为1.194,远在随机分配的估计值分布范围之外,因而并不是偶然的結果。这表明,2018年房地产调控政策对债务率的影响效应并未受到不可观测因素的驱动。

(四) 债务风险的具体表现

第一,考察地方政府债务融资成本的变化情况。将基准回归模型因变量更换为所在省份当年新增地方政府债券的平均票面利率,回归结果如表2第(1)列所示。能够发现,政策冲击后,地方政府的债务融资成本出现上升,这说明土地市场降温会导致地方政府债务融资成本升高。其原因在于,土地市场降温后,地方政府的土地信用下降,发行债券可能存在困难,因此,地方政府很有可能提高地方政府债券的票面利率,以吸引更多市场投资者购买,但这会导致地方政府债务融资成本上升,加大地方政府债务还本付息压力,由此构成新的风险点。

第二,考察专项债务结存限额盘活效率。2022年7月28日召开的中央政治局会议指出,要“用足用好专项债务限额”“依法盘活债务限额空间”。截至2022年末,全国地方政府专项债务限额218185.08亿元、专项债务余额206722亿元,尚有约1.15万亿元空间,反映了中国专项债务结存限额盘活效率尚有提升空间。本文将基准回归模型因变量更换为该地区当年专项债限额—余额空间对数,回归结果如表2第(2)列所示。能够发现,政策冲击后,地方政府的专项债限额空间上升,占该变量均值2.204的11.71%,这说明土地市场降温后,地方政府未充分利用与盘活的债务资源增加,专项债务结存限额盘活效率有所下降,这种现象很可能造成“项目等钱”的情况,影响实物工作量的形成。

第三,立足经济长期增长的角度,本文还进一步考察了投资与GDP增速的变化。将基准回归模型因变量更换为该地区当年固定资产投资对数和GDP增长率,回归结果如表2第(3)列和第(4)

列所示。能够发现,政策冲击后,当地固定资产投资和GDP增长率均出现下滑,意味着土地市场降温所导致的地方政府债务风险不利于经济长期稳定可持续发展。

表 2 土地市场降温与地方政府债务风险的具体表现

变量	票面利率 (1)	专项债限额空间 (2)	固定资产投资对数 (3)	GDP增长率 (4)
政策冲击	0.027** (0.013)	0.258** (0.124)	-0.419** (0.176)	-1.747*** (0.554)
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
控制变量×year dummy	是	是	是	是
样本量	13895	9103	9369	13195
R ² 值	0.954	0.740	0.919	0.465

注:同表1。

五、机制分析与进一步分析

(一)机制分析

本文认为,土地市场降温导致地方政府债务率上升的原因可从“土地市场”到“政府出让”再到“财政收入”的逻辑链条来认知。其内在逻辑是,房地产调控政策出台以后,原本对土地财政依赖程度更高的地区将会受到更大的冲击,土地市场降温更为明显,这导致上述地区地方政府的土地出让行为受限也更为严重,表现为土地成交宗数下降、土地流拍宗数增加、土地出让金下降等情形,这些情形导致地方政府可用财力出现较大程度下降,进而引致债务率出现更大幅度的上涨。除上述政府性基金预算收入链条影响外,由土地市场降温导致房屋交易环节税费下降也会在一般公共预算收入链条导致地方政府财力下降,但出于数据可得性,本文机制分析主要聚焦于土地出让收入方面的变化。为了验证上述假说,本文分别选取土地成交宗数、土地流拍宗数、土地推出宗数、土地出让收入作为机制变量,采用倍差法进行机制检验。机制分析的回归结果如表3所示,从第(1)~(4)列回归系数能够发现,土地市场降温将导致处理强度较高地区的土地流拍宗数显著增加,同时,也将导致处理强度较高地区的土地出让收入显著下降。

表 3 机制分析

变量	土地成交宗数对数 (1)	土地流拍宗数对数 (2)	土地推出宗数对数 (3)	土地出让收入对数 (4)
政策冲击	-0.131 (0.119)	0.358** (0.163)	-0.035 (0.120)	-1.009*** (0.145)
年份固定效应	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是
控制变量×year dummy	是	是	是	是
样本量	15352	14104	15304	10544
R ² 值	0.728	0.510	0.736	0.888

注:同表1。

进一步考察土地市场降温后地方政府财力端与债务端的整体变化,能够发现,地方政府财力领域的变化要明显大于债务领域的变化,因而整体上导致了债务率上升的结果,这进一步印证了机制分析的主要逻辑。详见附表 10 和附表 11。

(二)地方政府如何应对土地市场降温带来的财政压力

第一,考察地方政府债券平均期限的变化情况。将基准回归模型因变量更换为所在省份当年新增地方政府债券的平均期限,回归结果如表 4 第(1)列所示。能够发现,政策冲击后,地方政府债券的平均期限显著上升,占该变量均值 8.889 的 14.39%,这说明土地市场降温后,地方政府有发行更长期限债券以推迟还本时间的意图,这可能导致偿债责任后移,进而累积地方政府债务风险。

第二,考察地方政府借新还旧行为。地方政府面临还本付息压力,很可能采取滚动发债的方式,发行再融资债券用于偿还到期债务。将基准回归模型因变量更换为所在省份当年新增再融资债券规模与新增债券总规模之比,回归结果如表 4 第(2)列所示。能够发现,政策冲击后,地方政府发行再融资债券比例显著上升,占该变量均值 0.097 的 40.21%,这说明土地市场降温后,地方政府的借新还旧比重有所扩张,这虽然能够暂时缓解地方政府短期内的还本压力,但也可能导致地方政府债务风险的累积和后移。

表 4 地方政府如何应对土地市场降温带来的财政压力		
变量	债券平均期限 (1)	再融资债券占比 (2)
政策冲击	1.279*** (0.328)	0.039*** (0.012)
年份固定效应	是	是
地区固定效应	是	是
控制变量×year dummy	是	是
样本量	13895	13895
R ² 值	0.869	0.914

注:同表 1。

(三)何种地方政府能够更好抵御地方政府债务风险

1. 基于地方政府城投债与专项债存量的异质性分析

本文针对地方政府债务特征进行异质性分析,观察城投债或专项债存量较高的样本是否会对政策产生更大程度的反应。一个地区的城投债存量与当地土地资源存在直接联系,城投债存量越高,该地区与土地市场的联系越为紧密,越容易受到土地市场降温冲击的影响。基于此,本文选取“融资平台有息债务余额对数”指标刻画各地区城投债存量情况,并将其与核心解释变量交互,构建三重差分(Difference-in-Differences-in-Differences)模型进行异质性分析,模型中还控制了三重差分所需的两两交互变量和单独变量等全部要素。与之对比,本文还设置了“专项债余额对数”与核心解释变量的交互项,用以比较两类同样以项目为标的的债券存量所产生的异质性效果。表 5 展示了基于城投债与专项债存量进行异质性分析的实证回归结果。第(1)列和第(2)列回归系数表明,城投债存量较高的地方政府在政策冲击后的债务率上升幅度更高,而专项债存量较高的地方政府则并未表现出显著差异。第(3)列和第(4)列回归系数表明,这种影响效应主要由债务总额因素驱动,第(5)列回归结果进一步发现,城投债存量较高的地方政府在土地市场降温冲击后增大了对地方政府债券的需求。第(6)列和第(7)列回归系数则表明,城投债存量较高的地方政府在土地市

场降温后,由于土地交易的更大幅度受限,其政府性基金预算收入出现了较大程度的下降。但同时,这类地区很可能凭借较大的经济潜力获取上级政府更高的转移性收入,转移性收入的增加抵消了政府性基金预算收入的下降,使得总财力变化并不显著。正是由于债务总额的上升和财力的不显著变化,导致这类地区债务率出现了更大程度的上涨。上述异质性分析结果说明,土地市场降温的现实背景下,地方政府应持续推进融资平台市场化转型,逐步剥离其政府融资职能及与土地资源的联系,从而较好地防范地方政府债务风险。

表 5 异质性分析:城投债与专项债存量

变量	债务率 (1)	债务率 (2)	债务总额 对数 (3)	总财力对数 (4)	地方政府债 务余额对数 (5)	转移性收 入对数 (6)	政府性基金预 算收入对数 (7)
政策冲击× 城投债存量	0.312* (0.163)		0.104*** (0.038)	0.084 (0.072)	0.101** (0.050)	0.175* (0.094)	-0.248*** (0.071)
政策冲击× 专项债存量		-0.057 (0.254)					
政策冲击	0.846* (0.478)	1.299* (0.696)	-0.109 (0.144)	-0.305 (0.257)	-0.077 (0.147)	-0.502** (0.243)	-0.498*** (0.184)
三重差分所需要素	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是	是
控制变量×year dummy	是	是	是	是	是	是	是
样本量	8126	7873	8126	1549	8126	2186	7383
R ² 值	0.643	0.647	0.964	0.979	0.930	0.925	0.899

注:同表1。

2. 基于地方政府财政收入质量的异质性分析

接下来,本文针对地方政府财政收入质量进行异质性分析。财政收入质量变量的代理变量是各地区在2014~2017年的税收收入占地方政府综合财力比重均值。通过将地方政府财政收入质量与核心解释变量进行交互,构建三重差分模型对政策效应进行异质性分析。表6展示了基于地方政府财政收入质量进行异质性分析的实证回归结果。第(1)列回归系数表明,财政收入质量越高,该地区在政策冲击后的债务率上升幅度越低,甚至可能实现债务率下降的效果。第(2)列和第(3)列回归系数表明,这种影响效应主要由总财力因素驱动,第(4)~(7)列回归结果进一步发现,具有较高财政收入质量的地方政府,在政策冲击后其一般公共预算收入出现下滑,结合第(8)列回归结果思考,这可能是由于土地领域税收下降导致的。但同时,这些地区以往税收积极性较高,会受到上级政府普遍关注,并得到较高的转移性收入,如第(5)列回归结果显示,税收占比较高的地方政府其转移性收入有所增加。此外,税收占比较高的地区可能在非税收入领域具有较高的潜力空间,面对剧增的财政压力,有动力也有能力获取更高的政府性基金预算收入,如第(6)列回归结果显示,税收占比较高的地方政府其政府性基金预算收入有所增加。在多方面因素共同作用下,税收占比较高地区的总财力的增加促成了债务率的下降。上述结果说明,在土地市场降温的现实背景下,各地区通过财政收入质量的提升和对预算内财政收入的优化调整,可较好地防范地方政府债务风险。

本文还基于地理区域进行了异质性分析,并发现中部地区受到政策冲击的影响更为明显,详见附表12和附表13。

表 6 异质性分析：地方政府财政收入质量

变量	债务率	债务总额 对数	总财力 对数	一般公共预算收入 对数	转移性收入 对数	政府性基金预算收入 对数	国有资本经营收入 对数	税收收入 对数
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
政策冲击× 财政收入质量	-7.719*** (1.826)	-0.670 (0.602)	1.765* (0.921)	-0.659*** (0.206)	1.685* (0.877)	2.508*** (0.567)	-0.139 (0.420)	-0.712*** (0.219)
政策冲击	4.501*** (0.853)	0.329 (0.252)	-0.850** (0.335)	0.254*** (0.093)	-0.640* (0.332)	-1.576*** (0.249)	0.032 (0.185)	0.332*** (0.0984)
三重差分所需要素	是	是	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
控制变量 × year dummy	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	10093	10093	2114	13746	3162	11659	6481	12787
R ² 值	0.690	0.954	0.977	0.966	0.905	0.881	0.604	0.966

注：同表 1。

六、结 语

党的二十大提出了“防范化解重大风险”的战略部署，立足如今地方政府土地出让收入下滑的现状，分析土地市场降温对地方政府债务风险的影响，具有十分重要的学术价值与现实意义。关于土地财政与地方政府债务风险的关系，目前学术界尚未形成统一结论。一方面，土地财政变化对地方债务规模可能存在双向影响；另一方面，地方政府的行为调整也使得其总财力的变化方向难以确定。因此，在土地市场降温后，地方政府债务率的变化情况难以直接观测。为深入探究二者的因果关系，本文选取 2018 年的房地产调控政策来代理土地市场降温冲击，借此构建倍差法的实证框架，对土地市场降温与地方政府债务风险的关系进行因果识别。

本文实证分析发现，土地市场降温会导致地方政府债务风险上升，土地市场受冲击强度每增加一个单位，地方政府债务风险会上升 1.194 个单位，相较于全国地方政府债务率均值 2.345 而言增加了 50.92%。这一影响效应在更换处理强度变量设置方式、排除同期政策干扰、排除异常值、排除预期效应后依旧稳健。土地市场降温所导致的地方政府债务风险具体表现为：地方政府债务融资成本升高、专项债务结存限额盘活效率有所下降，这些地方政府债务风险要素不利于经济长期稳定可持续发展。本文认为，上述影响效应的内在机制在于，房地产调控政策出台以后，原本对土地财政依赖程度更高的地区将会受到更大的冲击，土地市场降温更为明显，这导致上述地区地方政府的土地出让行为受限也更为严重，表现为土地流拍宗数增加、土地出让收入下降，这些情形使得地方政府可用财力出现较大幅度下降，进而引致债务率出现更大程度的上涨。分解检验也证实了上述逻辑，土地市场降温后，地方政府财力领域的变化要明显大于债务领域的变化，整体上导致了债务率上升的结果。为应对财政和债务压力，地方政府倾向于发行更长期限债券以推迟还本时间，并增加了借新还旧债务比重，意图缓解当期债务压力。在异质性分析部分，本文发现，城投债存量较高的地方政府在土地市场降温后的债务率上升程度更高；财政收入质量较高地区的债务率上升幅度要显著低于其他地区；中部地区受到政策冲击的影响更为明显。第一，本文的研究结果证明了，地方政府债务风险一方面来源于债务规模的扩张，另一方面来源于可用财力的缩减。因此，防范化解地方政府债务风险既要考虑债务领域，又要兼顾财力领域。从当前政策体系来看，目前中国在防范化

解地方政府债务风险过程中,债务领域的管控政策较为丰富,使得地方政府债务融资渐趋规范、隐债化解工作亦初步取得进展;但与此同时,对地方财力方面的配套保障则相对薄弱,地方政府仍面临较大财政压力和融资难题。基于此,未来应加快建立权责清晰、财力协调、区域均衡的政府间财政关系,构建债务与财力协同优化的现代财政体制。一方面持续化解存量债务、严控新增债务,另一方面需同步做好地方政府财力保障工作。

第二,具体到债务领域,本文的实证结果表明,土地市场降温对地方政府债务规模的直接影响可能相对较小,但仍需对地方政府债务融资成本上升、专项债限额空间上升等情形保持关注,增强投资者对地方政府债券的信心,依法盘活债务限额空间,避免出现“项目等钱”或“钱等项目”等债务资金错配问题。同时,也要对地方政府行为调整所导致的新的风险点保持警惕,如地方政府为推迟还本时间延长新增债务期限、为暂缓当期还本压力加大借新还旧比重等,可通过加大监督管理力度来规范地方政府发债行为。异质性分析发现,城投债存量较高的地方政府在土地市场降温冲击后的债务率上升幅度更高。因此,在化债过程中,应持续推进融资平台市场化转型,逐步剥离其政府融资职能及与土地资源的联系,从而较好抵御土地市场降温背景下的地方政府债务风险上升趋势。

第三,具体到财力领域,当前土地出让收入呈现持续下滑趋势,对地方政府财力的进一步冲击可能会在更大程度上激化地方政府债务风险扩张。因此,需尽快健全地方税和直接税体系,筹集地方稳定税源,为地方政府提供长期持续的财力保障;清晰界定中央和地方事权和支出责任,完善省以下事权和支出责任划分机制,适当缓解地方政府在发展经济和保障民生方面所面临的财政压力;完善财政转移支付体系,形成充分有效的地方财力补充机制,进一步优化财政资金直达机制,对于跨区域且有外溢性的公共服务,中央可对承担支出责任的地区加大转移支付规模;积极盘活存量资产资金,为支持新项目建设提供坚实资金保障。根据异质性分析结果,较高的财政收入质量能够更好地抵御土地市场降温所导致的债务率上升趋势。因此,有必要督促各地方政府提升财政收入质量,以更好地应对财政压力,进而有效防范化解地方政府债务风险。

参 考 文 献

- [1]蔡昌,郭宏宇,李梦娟.中国财税研究——前沿政策案例2012—2013[M].立信会计出版社,2012.
- [2]陈瑞,卞洋,齐天翔.房价波动对地方债规模的影响——基于省级数据的实证研究[J].财政研究,2016,(6):86~94.
- [3]陈思霞,陈志勇.需求回应与地方政府性债务约束机制:经验启示与分析[J].财贸经济,2015,(2):16~28.
- [4]邓淑莲,刘澈滢.财政透明度对地方政府债务风险的影响研究——基于政府间博弈视角[J].财经研究,2019,(12):4~17.
- [5]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.
- [6]高然,龚六堂.土地财政、房地产需求冲击与经济波动[J].金融研究,2017,(4):32~45.
- [7]何杨,满燕云.地方政府债务融资的风险控制——基于土地财政视角的分析[J].财贸经济,2012,(5):45~50.
- [8]洪源,张玉灶,王群群.财政压力、转移支付与地方政府债务风险——基于央地财政关系的视角[J].中国软科学,2018,(9):173~184.
- [9]黄昊,段康,蔡春.地方债管理体制改革的实体经济发展[J].数量经济技术经济研究,2023,(2):48~68.
- [10]黄健,毛锐.地方债务、政府投资与经济增长动态分析[J].经济学家,2018,(1):88~96.
- [11]黄燕芬,张志开,张超.“稳”字当先加快推进房地产健康发展长效机制建设——2018年房地产政策回顾与2019展望[J].价格理论与实践,2018,(12):40~46.

- [12]吉富星.地方政府隐性债务的实质、规模与风险研究[J].财政研究,2018,(11):62~70.
- [13]贾康,刘微.“土地财政”:分析及出路——在深化财税改革中构建合理、规范、可持续的地方“土地生财”机制[J].财政研究,2012,(1):2~9.
- [14]贾康,吴晔兵.PPP财政支出责任债务属性问题研究——基于政府主体风险合理分担视角[J].财贸经济,2020,(9):5~20.
- [15]李郁,洪国志,黄亮雄.中国土地财政增长之谜——分税制改革、土地财政增长的策略性[J].经济学(季刊),2013,(4):1141~1160.
- [16]李力,温来成,唐遥,张偲.货币政策与宏观审慎政策双支柱调控下的地方政府债务风险治理[J].经济研究,2020,(11):36~49.
- [17]李升,陆琛怡.地方政府债务风险的形成机理研究:基于显性债务和隐性债务的异质性分析[J].中央财经大学学报,2020,(7):3~16+47.
- [18]李书娟,王贤彬,陈邱惠.中央资源配置如何影响地方增长目标设置?——基于2004年土地供应政策调整的解释[J].数量经济技术经济研究,2023,(2):25~47.
- [19]李玉龙.地方政府债券、土地财政与系统性金融风险[J].财经研究,2019,(9):100~113.
- [20]刘凯.中国特色的土地制度如何影响中国经济增长——基于多部门动态一般均衡框架的分析[J].中国工业经济,2018,(10):80~98.
- [21]楼继伟.40年重大财税改革的回顾[J].财政研究,2019,(2):3~29.
- [22]吕炜,周佳音,陆毅.理解央地财政博弈的新视角——来自地方债发还方式改革的证据[J].中国社会科学,2019,(10):134~159+206~207.
- [23]罗党论,余国满.地方官员变更与地方债发行[J].经济研究,2015,(6):131~146.
- [24]马蔡琛,黄年吉.政府债务的适度性问题——基于欧元区财政警戒线的考察[J].经济纵横,2011,(9):44~47.
- [25]毛捷,曹婧.农村税费改革与地方政府筹资模式的转变[J].经济研究,2021,(3):83~99.
- [26]毛捷,孙浩,徐军伟.财政政策与货币政策协同的理论思考和实践构想[J].财政研究,2020,(12):11~21.
- [27]梅冬州,温兴春.外部冲击、土地财政与宏观政策困境[J].经济研究,2020,(5):66~82.
- [28]缪小林,伏润民.我国地方政府性债务风险生成与测度研究——基于西部某省的经验数据[J].财贸经济,2012,(1):17~24.
- [29]牛霖琳,夏红玉,许秀.中国地方债务的省级风险度量和网络外溢风险[J].经济学(季刊),2021,(3):863~888.
- [30]庞晓波,李丹.中国经济景气变化与政府债务风险[J].经济研究,2015,(10):18~33.
- [31]邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022,(4):42~60.
- [32]邵朝对,苏丹妮,邓宏图.房价、土地财政与城市集聚特征:中国式城市发展之路[J].管理世界,2016,(2):19~31+187.
- [33]宋德勇,张麒.环境保护与经济高质量发展融合的演进与驱动力[J].数量经济技术经济研究,2022,(8):42~59.
- [34]宋傅天,姚东旻.“城投部门”议价能力与地方政府债务扩张[J].管理世界,2021,(12):92~110.
- [35]孙秀林,周飞舟.土地财政与分税制:一个实证解释[J].中国社会科学,2013,(4):40~59+205.
- [36]唐云锋,张帆,毛军.地方债务风险溢出效应及其影响的测度分析[J].数量经济技术经济研究,2021,(9):139~158.
- [37]王亚芬.房地产市场波动对地方财政收入的影响研究——基于面板误差修正模型的区域差异性分析[J].财政研究,2015,(2):63~69.
- [38]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.
- [39]尹李峰,李森,缪小林.减税降费是否带来地方债风险?——基于高质量税源的中介效应分析[J].财政研究,2021,(3):56~69.

- [40]尹旭,朱彬.房地产业对地方财政收入的影响度分析——基于江苏省样本统计数据[J].经济研究导刊,2018,(16):69~70.
- [41]余应敏,杨野,陈文川.财政分权、审计监督与地方政府债务风险——基于2008~2013年中国省级面板数据的实证检验[J].财政研究,2018,(7):53~65.
- [42]张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].经济学(季刊),2018,(3):1103~1126.
- [43]张路,龚刚.房地产周期、地方政府财政压力与融资平台购地[J].财经研究,2020,(6):4~18.
- [44]赵扶扬,陈斌开,刘守英.宏观调控、地方政府与中国经济发展模式转型:土地供给的视角[J].经济研究,2021,(7):4~23.
- [45]赵扶扬,王忞,龚六堂.土地财政与中国经济波动[J].经济研究,2017,(12):46~61.
- [46]赵扶扬.地价高估、公共投资与资源错配[J].经济研究,2022,(3):155~172.
- [47]钟辉勇,陆铭.财政转移支付如何影响了地方政府债务?[J].金融研究,2015,(9):1~16.
- [48]左翔,殷醒民.土地一级市场垄断与地方公共品供给[J].经济学(季刊),2013,(2):693~718.
- [49]Asatryan Z., Feld L. P., Geys B., 2015, *Partial Fiscal Decentralization and Sub-national Government Fiscal Discipline: Empirical Evidence from OECD Countries* [J], *Public Choice*, 163 (3), 307~320.
- [50]Baskaran T., 2010, *On the Link Between Fiscal Decentralization and Public Debt in OECD Countries* [J], *Public Choice*, 145 (3), 351~378.
- [51]Eyraud L., Lusinyan L., 2013, *Vertical Fiscal Imbalances and Fiscal Performance in Advanced Economies* [J], *Journal of Monetary Economic*, 60 (5), 571~587.
- [52]Freitag M., Vatter A., 2008, *Decentralization and Fiscal Discipline in Sub-national Governments: Evidence from the Swiss Federal System* [J], *Publius: The Journal of Federalism*, 38 (2), 272~294.
- [53]De Mello L., 2000, *Fiscal Decentralization and Intergovernmental Fiscal Relations: A Cross-Country Analysis* [J], *World Development*, 28 (2), 365~380.

Land Market Cooling and Local Government Debt Risk:

Evidence from County-Level Data

ZHOU Jiayin¹ LU Yi²

(1.School of Economics, Dongbei University of Finance and Economics;

2.School of Economics and Management, Tsinghua University)

Summary: As China's economy transitions to a stage of high-quality development, preventing and resolving major risks have become an important strategic decision of the central government. In recent years, the risk of local government debt in China has experienced a continuous growth trend, so strict control is urgently needed.

In the long-term process of reform and development, there is a close connection between land finance and local debt. On the one hand, land is a powerful endorsement of local government credit and an important guarantee for the smooth issuance of bonds by local governments. On the other hand, the revenue of government funds, with land transfer income as the main component, is also an important source of funding for the repayment of principal and interest of local bonds, especially special bonds. Therefore, in the long-term development process, the risk of local government debt is covered by land finance and is still within a controllable range. However, in recent years, China's land market has been continuously sluggish, and the situation of local government land finance is also not optimistic. Moreover, although the

scale of the transfer revenue of the right to use state-owned land in China has been continuously increasing, its growth rate has begun to gradually decline. The cooling of the land market not only makes it difficult for land finance to continue but also affects the local government's tax revenue in the housing transaction process and even further leads to the lack of sufficient credit guarantee for local government debt issuance and the lack of sufficient funds to guarantee the repayment of principal and interest, exacerbating the accumulation of local government debt risk. Under the cooling of the land market, the risk of local government debt has taken on new characteristics and needs to be reexamined urgently. Therefore, based on the realistic background of the cooling of the land market, this study investigates the impact and internal mechanism of this new fiscal situation on the risk of local government debt.

This study selects the real estate regulation policies of 2018 to represent the impact of land market cooling and constructs an empirical framework of the difference-in-differences method to identify the causal relationship between land market cooling and local government debt risk. The empirical analysis revealed that the cooling of the land market will lead to an increase in the risk of local government debt. This impact passed multiple robustness tests. The specific manifestation of local government debt risk caused by the cooling of the land market is the increase in financing costs of local government debt and the decrease in the efficiency of activating special debt balance limits. These risk factors of local government debt are not conducive to long-term stable and sustainable economic development. This study believes that the internal mechanism of the above-mentioned impacts lies in the fact that after the introduction of real estate regulation policies, regions that originally relied more on land finance will be more affected, and the cooling of the land market will be more obvious, leading to more severe restrictions on the land transfer behavior of local governments in these regions, manifested by an increase in the number of land auctions and a decrease in land transfer income. These situations result in a significant decrease in the available financial resources of local governments, leading to a greater increase in the debt ratio. The decomposition test also confirmed the above conclusion. After the cooling of the land market, the changes in the financial sector of local governments are significantly greater than those in the debt sector, which generally leads to an increase in the debt ratio. To cope with fiscal and debt pressures, local governments tend to issue bonds with longer maturities to postpone the time of repayment and increase the proportion of borrowing new and repaying old debts, intending to ease the current debt pressure. In the heterogeneity analysis section, the study found that local governments with a higher stock of urban investment bonds have a higher degree of debt ratio increase after the land market cools down; the increase in debt ratio in regions with higher fiscal revenue quality is significantly lower than that in other regions; and the central region is more affected by the impact of the policy.

Keywords: Land Finance; Land Auction Flop; Local Financial Pressure; Local Government Debt Risk; Fiscal Sustainability

JEL Classification: H63; H81; R52

(责任编辑:唐跃桓)