

# 地方政府专项债务限额如何合理分配

钟宁桦, 胡林杉, 钱一蕾, 蔡冬美

**[摘要]** 近年来,专项债券在稳投资、稳增长方面起到了重要作用。为用足用好专项债券资金,专项债务限额的合理分配成了重中之重。财政部为各地债务限额的分配制定了标准,但在实践中,部分地区分配到的债务限额与其经济基本面存在偏离。本文根据财政部制定的限额分配公式,测算了其中的客观经济因素对实际新增专项债务限额的解释力度。结果发现,在省份层面,财政实力、投资需求和债务风险约能解释73%的新增限额,而在地级市层面仅为63%。本文进一步使用地级市层面的数据探究地方专项债务限额的分配逻辑并发现,除分配公式中提及的客观经济因素外,地方政府对债务资金的使用进度和效果、争取债务限额的动机和能力在一定程度上影响了地区新增限额的分配。最后,本文评估了地级市层面限额分配的合理性,并考察了不同的分配结果所产生的后续影响。研究发现,过量的债务额度拉动了投资和经济增长,但也导致当地偿债能力的恶化。在此基础上,本文根据专项债务限额分配和使用情况将地级市划分为四类,对各类地方政府债务管理提出针对性建议,助力防范化解地方债务风险。

**[关键词]** 地方政府债务管理; 专项债务限额; 稳增长; 防风险

**[中图分类号]** F812 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2023)11-0081-19

## 一、引言

2023年10月,中央金融工作会议提出,建立防范化解地方债务风险长效机制,建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。着眼于防范化解地方债务风险、推动债务资金提质增效,不仅要控制债务规模总量,还要考虑其结构性特征,尤其是在区域间的配置。2015年,修改后的《中华人民共和国预算法》(简称新《预算法》)正式实施,地方政府仅能通过发行地方政府债券的方式来合法举债。此后,地方政府债券发行规模快速扩大,截至2023年第三季度末,中国地方政府债券余额达38.90万亿元,是债券市场规模最大的债券品种,其中专项债券存量为23.93万亿元。与此同

**[收稿日期]** 2023-05-03

**[基金项目]** 国家社会科学基金重大项目“新形势下地方政府性债务风险管控的目标、难点与实现路径研究”(批准号19ZDA073);国家自然科学基金面上项目“08年金融危机后我国金融效率下降与国有企业改革”(批准号71973101)。

**[作者简介]** 钟宁桦,同济大学经济与管理学院教授,博士生导师,金融学博士;胡林杉,同济大学经济与管理学院博士研究生;钱一蕾,同济大学经济与管理学院博士研究生;蔡冬美,同济大学经济与管理学院博士研究生。通讯作者:钱一蕾,电子邮箱:2110062@tongji.edu.cn。感谢“中央高校基本科研业务费专项资金”的支持。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

时,中国对地方政府债务实行限额管理。限额管理制度为地方政府举债设定了“天花板”,旨在遏制地方债务规模的无序膨胀。新增债务限额的规模按照地区财力状况、债务风险和重大项目融资需求等因素测算,并采用逐级下达的分配方式。

近年来,随着经济下行压力加大、房地产市场“遇冷”,地方财政收入增速下滑。2022年,地方政府性基金预算收入较上年下降21.6%,其中土地出让收入下降23.3%。在此背景下,地方政府债券尤其是专项债券的发行规模逆势增长,2022年专项债券发行额达5.13万亿元,与2019年相比翻了一番,是近年来最大的增量财政资源,在带动和扩大有效投资等方面发挥着重要作用。但与此同时,根据多个省份披露的关于2022年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告,专项债券项目实际收益不及预期情况较为严重,部分项目实际运营收益不足预期的30%,专项债券未来的偿债风险需要引起重视。党的十九大、二十大报告均强调“统筹发展与安全”,由此,着眼于“稳增长”与“防风险”两大目标,深入分析并不断完善专项债务限额的分配标准至关重要。

财政部《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预〔2015〕225号)制定了地方政府债务限额的分配原则,《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预〔2017〕35号)明确了新增债务限额的计算方法。尽管财政部制定的公式为各地债务限额的分配提供了较为客观的标准,但除客观经济因素外,公式中的“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”并没有明确的量化指标。本文发现,在实践中部分地区分配的债务限额并未与其经济基本面情况一致。例如,西部地区财政实力整体较弱,但截至2022年末,其专项债务限额的相对规模(=债务限额/GDP)高达20.3%,超过中部地区(17.3%)和东部地区(16.7%)。各地区在专项债务限额的使用进度上也存在明显差异。例如,湖南、黑龙江和重庆等限额使用率均超过99%,几乎没有结存;而上海限额使用率最低,不足80%,其次为西藏(89.2%)和宁夏(90.0%)。<sup>①</sup>同时,一些地区的专项债券在使用过程中出现资金闲置现象,对财政资源造成浪费。<sup>②</sup>以上情况意味着部分地区专项债务限额配置可能存在不合理之处,抑制了财政资源的政策效果。

基于上述背景,为了更加全面、深入地理解地方专项债务限额的分配逻辑,本文主要关注并回答以下三个问题:①按照财政部披露的限额分配公式,在省份和地级市层面,量化的客观经济因素能在多大程度上解释各地的实际新增专项债务限额?②除客观经济因素外,与政府行为相关的“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”如何影响专项债务限额配置?③债务限额配置带来了哪些影响,特别是对于分配额度超过客观经济因素测算规模的地区?

针对第一个问题,本文首先根据财政部相关文件中的限额分配公式,测算其中的财政实力、重大项目支出需求和债务风险等客观经济因素所决定的新增专项债务限额,并与各地区实际新增专项债务限额做比较。结果发现,以2022年为例,在省份层面,客观经济因素能解释约73%的新增专项债务限额,而在地级市层面,这一比重更低,仅约63%。实证结果表明,地区财力状况和投资需求会对新增专项债务限额产生显著的正向影响,而债务风险的上升会抑制新增限额的分配。但同时,限额分配的原则存在时间和地区异质性,2020年后以及经济基础较为薄弱的地区,债务风险对于限额分配的约束作用有所减弱。

针对第二个问题,本文基于2017—2022年中国地级市数据,考察了地方政府行为因素对专项

① 完整的描述结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 例如,河南省审计报告抽查发现,省本级和44个市县共85.91亿元专项债券资金滞留闲置在财政部门或项目单位超90天;江苏省审计报告抽查发现,由于债券资金安排超前等原因,54个市县337个项目的政府专项债券资金未全部投入使用,结存金额229.44亿元。

债务限额分配的影响,即在限额分配公式中未被明确量化的“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”,前者主要考察的是债务资金的使用进度和使用效果,后者则体现地方政府主动争取债务限额的动机和能力。结果显示,在管理绩效因素方面,限额留存率和经济目标的完成情况反映了地方债务的使用进度和具体成效,上级政府对此存在“奖惩”机制,新增限额更多向债务使用进度快、绩效好的地区倾斜。在地方申请因素方面,财政压力是地方政府扩大债务规模的重要原因(洪源等,2018),因此,财政压力越大的地区,有更强的动机向上级政府申请更多的债务限额;而转移支付起到弥补地方政府收支缺口的作用,在一定程度上降低了地方政府对新增债务限额的需求。地方政府上报的专项债券项目的收益保障倍数与新增限额显著正相关,这反映专项债务限额更多向优质项目倾斜,但潜在的道德风险问题也需要加以重视,地方政府可能会通过虚报收益、低估成本等行为,包装项目预期收益、增加限额配置。

针对第三个问题,本文基于基准回归的残差项,评估了地级市层面的专项债务限额配置与经济基本面的偏离程度,将地级市样本区分为专项债务限额“分配不足”和“分配过量”,并探讨了不同分配结果下,新增专项债务限额对地区重大项目投资、经济增长以及专项债券偿还压力的影响。结果发现,对于“分配过量”地区,新增专项债务限额拉动了投资和经济增长,但也导致偿债能力的恶化和债务风险的累积,表现为更多依赖再融资债券来“借新还旧”。在此基础上,本文根据专项债务限额分配和使用情况将地级市划分为四类(见图1),对其地方政府债务管理提出针对性建议。

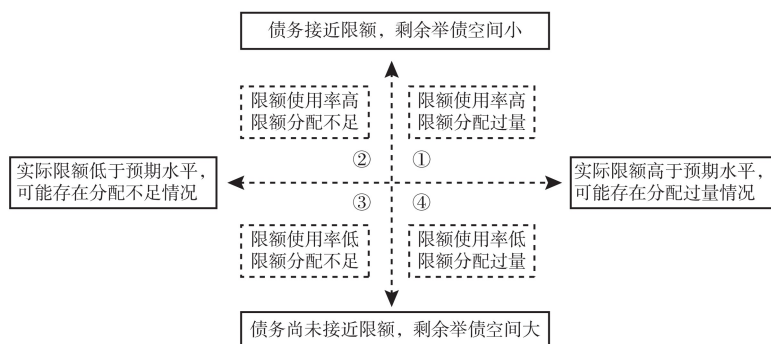


图1 地方政府专项债务管理矩阵

本文的边际贡献可能体现在如下两方面:①在债务总量控制的基础上,拓展结构性配置的研究视角,丰富了政府债务规模管控的相关研究。现有文献较为广泛地探讨了如何设定政府债务限额的合理区间(刘迎秋,2001;Caner et al.,2010;沈沛龙和樊欢,2012;Woo and Kumar,2015),但上述研究主要着眼于债务限额在宏观层面的总量控制,并未充分考察在多层级的地方政府间进行配置的理论逻辑。本文从客观经济因素和地方政府行为因素两个角度,量化了地级市层面地方政府专项债务限额配置的影响因素,为建立科学的债务约束制度提供理论依据。②评估各地级市专项债务限额分配的合理性,为提高财政资源的配置效率提供重要参考。近5年来,中国累计安排新增地方政府专项债券超过14万亿元,如何科学地分配这笔庞大的财政资源对于实现“稳增长”和高质量发展等目标至关重要。目前,鲜有文献探究地级市层面地方政府债务限额的分配和使用,考虑到地级市政府是中国地方经济发展的重要责任单位,本文手工搜集各地级市债务数据,从地级市层面展开研究。同时,避免采用单一指标衡量地方政府债务情况是有效防范债务风险、提升债务管理效果的

关键(马恩涛和孔振焕,2017)。本文通过判断债务限额是否与地区多维经济指标相匹配,评估了现阶段各地级市新增专项债务限额分配的合理性,并考察不同的分配结果所产生的后续影响,有助于相关决策部门更有针对性地调整各类地区专项债务限额的分配,“因城施策”促进专项债券提质增效。

## 二、制度背景与文献综述

### 1. 地方政府债券的发展历程<sup>①</sup>

(1)2009—2010年,财政部“代发代还”。2008年后,为应对国际经济危机带来的负面冲击,中国政府实行了一系列宏观调控政策,旨在拉动投资、扩大内需和稳定增长,其中大部分的支出责任需要由地方政府承担。在此背景下,为了更好发挥财政政策的积极效能,经国务院批准,2009年财政部首次提出发行地方政府债券。在这一阶段,地方政府债券由财政部代理发行。在债券到期时,先由财政部代为还本付息,地方政府在年度结算时再上缴相关费用,即“代发代还”模式。

(2)2011—2014年,试点“自发代还与自发自还”。2011年,在财政部“代发代还”模式的基础上,地方政府债券发行和偿还方式开始改革,上海、浙江、广东、深圳率先试点“自发代还”模式。2013年,江苏和山东加入“自发代还”试点地区,这些地方自行发行政府债券,但债券的还本付息仍由财政部代办。2014年,增加北京、江西、宁夏和青岛4个地区,并开始进行“自发自还”试点,允许上述试点地区自行组织地方政府债券的发行、支付利息和偿还本金。

(3)2015年至今,全面“自发自还”。隐性债务风险的高企引起社会各界的广泛关注。根据审计署公布的地方政府债务审计结果,截至2013年6月,中国地方政府显性债务(负有偿还责任的债务)为10.89万亿元,隐性债务(负有担保和一定救助责任的债务)为7.01万亿元。为加快建立规范的地方政府融资模式,2014年10月印发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)和2015年1月实施的新《预算法》正式赋予地方政府依法举债的权利,将地方政府债务纳入财政预算管理,规范地方政府举债融资行为。地方政府债券进入全面“自发自还”阶段,发行规模稳步扩大。截至2023年9月,中国地方政府债券余额达38.90万亿元,其中专项债券存量为23.93万亿元。

### 2. 地方政府债务限额分配流程与原则

2015年,地方政府债券开启全面“自发自还”模式。部分研究认为,相较于“代发代还”和“自发代还”,允许地方政府自行组织发债和偿还能够更好地解决预算软约束问题(王永钦等,2015;吕炜等,2019)。但在实践中,在无法完全打破中央兜底预期的情况下,地方政府债券“自发自还”的制度设计并不能完全约束地方政府的过度举债行为(毛捷和马光荣,2022)。基于此,财政部在2015年后对地方政府债务实行限额管理,为地方政府举债设定了“天花板”,旨在遏制地方债务规模的无序膨胀,保障地方政府显性债务风险可控。其中,地方政府债务限额具体分为一般债务限额和专项债务限额,地方政府举债不得突破批准的限额。<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 本文整理了与地方政府债券发行与管理相关的一系列政策文件,参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

<sup>②</sup> 按照偿债资金来源划分,地方政府债券可以分为一般债券和专项债券。一般债券为没有收益的项目发行,主要以一般公共预算收入作为还本付息资金来源;专项债券为有一定收益的项目发行,以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源。

目前,地方政府债务限额的审批与发行主要采用“方案逐级上报、限额逐级下达”相结合的模式(见图2)。每年下半年,地方政府以“自下而上、逐级申请”的方式申请项目融资需求,而债务限额的分配则采用“自上而下、逐级下达”的方式,并且近年来为了加快地方政府债券发行使用进度,财政部通常提前下达下一年度的部分新增地方政府债务限额。关于各地债务限额的确定,2015年12月财政部提出债务限额分配的基本原则,新增债务限额规模的确定要统筹考虑财力状况、债务风险和地区建设投资需求等因素。2017年4月,财政部进一步披露新增债务限额的计算公式,明确部分客观因素的具体测算方法,并且新增一般债务限额和专项债务限额分别纳入一般公共预算和政府性基金预算管理。

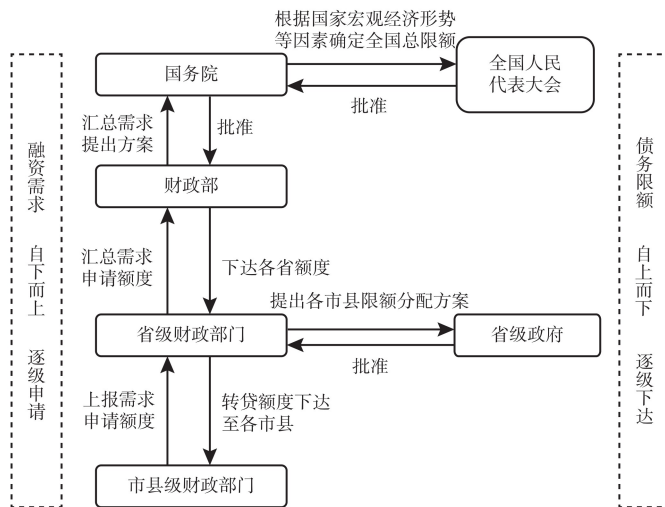


图2 地方政府债务限额的审批与发行流程

### 3. 地方政府债务限额管理相关研究

关于地方政府债务限额管理的研究多聚焦于债务限额管理的合理区间、实施办法和制度效应等。目前,国外文献主要讨论了如何划定政府债务限额的合理区间以及建立科学的债务约束制度(Caner et al., 2010; Woo and Kumar, 2015; Müller et al., 2019)。在针对中国研究样本的文献中,刘迎秋(2001)、沈沛龙和樊欢(2012)测算了与中国经济发展相适应的赤字率、债务率和债务规模警戒线。2015年地方政府债务实行限额管理后,部分研究开始探讨限额管理制度的效果,以及优化限额管理制度的路径(李燕和卢真,2016;马恩涛和孔振焕,2017;向辉和俞乔,2020;王倩倩和李金珊,2021;宋傅天和姚东旻,2021)。

目前关于地方政府债务限额管理的研究中,少有文献从源头出发、定量讨论此类财政资源的分配依据。周金飞和金洪飞(2018)以2015年和2016年省级数据为样本,研究了财政信息和财政透明度对地方政府债务限额分配的影响。刁伟涛等(2022)以2016—2020年839个县级政府的债务限额和余额数据,研究新增限额在分配和使用中的地区关联性,探讨地方政府的举债逻辑。但考虑到地级市政府是中国地方债务最主要的使用主体,本文认为,从地级市层面探究地方政府显性债务限额的分配依据,可为财政资源的高效配置提供更加准确的参考。因此,本文从财政实力、投资需求和债务风险等客观经济因素以及“管理绩效”和“地方申请”等政府间行为因素出发,定量考察地级市层面地方政府专项债务限额配置的影响因素,为明确各级政府间统筹协调财政资源的依据,以及评估各地级市专项债务限额规模的合理性提供有效参考,对于实现“稳增长”和“防风险”的平衡具有重要的现实意义。

## 三、对限额分配公式的解读与检验

### 1. 详解限额分配公式

地方政府债务限额管理是在“稳增长”和“防风险”双重目标下,从央地财政关系的视角出发,实

现财政资源统筹配置和地方债务规模管控的重要机制。与欧美国家主要使用负债率等指标进行相对值控制的方法不同,中国地方政府债务限额管理采用以新增债务限额为目标的绝对值管理方法。这种债务管理模式的优势在于:一方面具有更强的灵活性,通过调整每年新增债务限额的总量规模,能够更好地适应不同阶段下的发展需要;另一方面,兼顾总量控制和结构性分配的双重特征,在突出约束作用的同时还体现激励效应,强调债务风险低、管理绩效好的地区多安排,债务风险高、管理绩效差的地区少安排。从理论上讲,这一做法可以激励地方政府提高债务资金的使用和管理效率,促进地方政府注重财政可持续性。但在实践中,如果债务限额分配存在不合理的情况,则有可能抑制财政资源的配置效率,并进一步引致债务风险的累积(缪小林和史倩茹,2016)。

为规范新增债务限额的分配管理,财政部目前制定了详细的分配公式:某地区新增限额=(该地区财力×系数1+该地区重大项目支出×系数2)×该地区债务风险系数×波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整。本文在省份层面参照政策文件的做法,对公式中的各项客观经济因素进行测算,具体内容见表1。公式中明确了新增债务限额的分配标准,主要考虑了地区财力状况、债务风险和投资需求等客观因素,体现对地方财力可持续性的重视。同时,公式中也加入了“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”这两类与政府行为相关的因素,为地区债务限额的调整留下弹性空间。但目前针对分配过程中的这两类因素并未给出明确的量化方法,各级政府之间也存在信息不对称问题。

表1 本文对限额分配公式中系数或变量的测算方法

系数或变量	本文测算方法
系数1	参照限额分配公式中的定义:系数1=(某年新增限额-某年新增限额中用于支持重大项目支出额度)/(∑i各地政府财力),i=省、自治区、直辖市、计划单列市。
系数2	参照限额分配公式中的定义:系数2=(某年新增债务限额中用于支持重大项目支出额度)/(∑i各地重大项目支出额度),i=省、自治区、直辖市、计划单列市。
政府财力	专项债务限额按照政府性基金预算管理方式测算,因此在专项债务限额分配中以政府性基金收入衡量政府财力。 地区政府性基金预算财力=本级政府性基金预算收入+中央政府性基金预算补助收入-地方政府性基金预算上解。
重大项目支出	根据财政部文件中提及的重大项目关键词,包括“一带一路”、打赢脱贫攻坚战、京津冀协同发展等,筛选出各省份发行的用于支持重大项目的专项债券规模,以确定重大项目的支出需求。
债务风险系数	债务风险系数根据地区上年度债务限额与标准限额等比较测算。地区地方政府债务标准限额=该地区可用于偿债的财力状况×全国地方政府债务平均年限。 对于该地区可用于偿债的财力状况,本文以各省份政府性基金收入的30%作为可偿债财力,代入计算地区标准限额和债务风险系数。全国地方政府债务平均年限参照财政部公布的地方政府债券发行和债务余额情况。
波动系数	具体的波动系数区间并未有明确披露。参照波动系数的做法,本文测算了理论新增限额对应的限额增速,并对样本中的增速进行上下10%缩尾处理,得到修正后的新增限额增速,波动系数=修正增速/理论增速。

注:财政部文件对系数和变量的具体定义参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件;“地区可以用于偿债的财力状况”这一指标较为模糊,现有文献中,一般将扣除征地拆迁等成本性支出后的土地出让收入视为偿债的可用财力(洪源等,2021)。在全国层面,根据财政部公布的“历年全国土地出让收支基本情况”,成本性支出占土地出让收入的平均比例在70%左右。2021年,地方政府性基金预算收入中国有土地使用权出让收入占比为92.8%。由此可推算,政府性基金预算中可用于偿债收入占比=土地出让收入占比×(1-成本性支出占比)=92.8%×(1-70%)≈27.8%。

此外,目前省级政府是发行地方政府债券的主体,限额分配公式主要针对财政部向各省级财政部门下达额度的过程。但在实践中,以专项债务为例,省级政府往往会将超过80%的债务收入转贷至下级政府。对于省级财政部门如何分配省本级及下辖地级市的政府债务限额,政策文件并未给出明确的测算方法,仅列举了部分可供参考的因素。

## 2. 测算客观经济因素决定的债务限额

在前文基础上,本文使用地方政府债务数据和地区基本面数据,根据财政部公开的新增限额分配公式,参照政策文件的做法,测算了地区财政实力、重大项目支出和债务风险等客观经济因素度量的新增专项债务限额,并与各地区实际新增专项债务限额比较,以检验客观经济因素对限额分配的具体解释力度,以及这一解释力度在省份和地级市层面是否存在明显差异。

目前专项债务新增额度的分配流程中,由国务院综合考虑宏观因素确定年度地方政府债务总限额,经全国人民代表大会批准后,财政部根据新增限额分配公式,提出省级层面的新增专项债务限额方案,体现“自上而下”的债务限额管理模式。在全国新增限额既定的前提下,本文根据表1中各项系数和变量的具体测算方法,确定了各地区政府财力状况和重大项目支出需求,并依据债务风险系数和波动系数做出调整,最终计算得到各地区2022年的理论新增专项债务限额。<sup>①</sup>用实际新增限额对理论新增限额回归,得到拟合优度(调整后R<sup>2</sup>)为0.73。这说明在省份层面,政府性基金预算财力、地方债务风险和重大项目支出需求等客观经济因素能解释约73%的新增专项债务限额。按照类似的方法,本文进一步对地级市层面的限额分配进行检验,结果发现,在地级市层面,仅约63%的新增限额可以被客观经济因素所解释。这一现象表明,客观经济因素不能充分解释地方政府专项债务限额的分配过程。同时也说明,相较于财政部对各省份的限额分配,省级政府对地级市的限额分配具有更大的自主决策权。<sup>②</sup>

## 四、研究设计

### 1. 模型设定和变量定义

前文根据财政部政策文件披露的限额分配公式,测算了客观经济因素对实际新增专项债务限额的解释力度,发现在地级市层面仅约63%的新增限额可以被客观经济因素所解释。这可能是由于:一方面,部分客观经济因素未能有效规范新增限额的分配;另一方面,与政府行为相关的“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”也显著影响了限额分配过程。为此,本文使用2017—2022年中国地级市面板数据,考察了客观经济因素和地方政府间行为因素对新增专项债务限额的影响。基准回归模型构建如下:

$$\ln(\Delta special\ debt\ limit)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(fund\ income)_{i,t-1} + \alpha_2 (debt\ ratio)_{i,t-1} + \alpha_3 \ln(fixed\ investment)_{i,t-1} + \sum Controls_{i,t-1} + \mu_p + \gamma_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $i$ 代表地级市, $p$ 代表省份, $t$ 代表年份。被解释变量 $\ln(\Delta special\ debt\ limit)$ 为新增专项债务限额的对数值。为贴合限额分配公式中采用的客观经济因素,本文选择政府性基金预算收入( $fund\ income$ )、

① 省份层面理论新增限额与实际新增限额的具体比较结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 本文还采用偏差率度量实际值和预测值之间的差异(偏差率= $\frac{预测值 - 实际值}{实际值} \times 100%$ )。结果发现,省份层面的平均偏差率为41.09%,而地级市层面为62.49%。

地区专项债务率(*debt ratio*)以及固定资产投资规模(*fixed investment*)为主要解释变量。<sup>①</sup>参考邓淑莲和刘澍滢(2019)、钟宁桦等(2021)、刁伟涛等(2022),本文选取一系列控制变量(*Controls*),包括地区金融水平、人均GDP、第二产业占比以及城投平台有息债务;由于专项债务限额分配过程中,多级政府之间可能存在着信息不对称问题,本文还控制了地级市的财政透明度变量。考虑到经济数据具有一定滞后性,上级政府开展限额分配时通常只能参考前1期的数据,因此,本文对解释变量和控制变量均作滞后1期处理。本文还控制年份固定效应( $\gamma_t$ )和省份固定效应( $\mu_p$ )。<sup>②</sup>参考已有文献,本文将稳健标准误聚类到数据本身层级(即地级市层面)(Zwick and Mahon, 2017)。考虑到直辖市特殊性,本文剔除了直辖市样本。本文对连续变量进行前后1%的缩尾处理,以剔除极端值的影响。

进一步地,为了探究地级市层面客观经济因素对新增限额解释力度偏低的原因,本文在式(1)的基础上增加“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”,构建如下回归模型:

$$\begin{aligned} \ln(\Delta special\ debt\ limit)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 (management/application\ factors)_{i,t-1} \\ & + \beta_2 \ln(fund\ income)_{i,t-1} + \beta_3 (debt\ ratio)_{i,t-1} + \beta_3 \ln(fixed\ investment)_{i,t-1} \\ & + \sum Controls_{i,t-1} + \mu_p + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,债务管理绩效因素(*management factors*)体现了“自上而下”对于专项债券项目资金使用情况的考核,包括债务资金的使用进度及其效果。财政部在开展专项债务限额分配时,强调要充分体现“奖罚分明”的原则,对资金使用进度慢的地区扣减额度,对管理好、使用快的地区予以适当奖励。在债务资金的使用进度方面,本文使用专项债务限额留存率(=1-专项债务限额使用率)来度量资金使用进度。对于资金使用进度较慢的地区,上级政府在分配专项债务限额时,会酌情减少新增债务限额,以提高专项债券资金的使用效率,促进资源的合理分配。在债务资金的使用效果方面,目前尚未有数据能够清晰地度量专项债券的经济和社会效益,考虑到地方政府扩张债务的重要目的是扩大投资以拉动经济增长、突出发展绩效(吕健, 2015; 贾俊雪等, 2017; 彭冲和陆铭, 2019),且GDP增长目标的完成情况仍然是上级政府在考核时的重要指标(徐现祥和刘毓芸, 2017),因此,本文采用地区经济增长目标的完成情况(即当地经济实际增速与省级经济增长目标的差值)度量地区经济绩效,作为债务使用绩效的代理变量。对于当年没有提出经济增长目标的省份,本文采用当年该省内地级市的平均GDP增速替代。

地方申请因素(*application factors*)体现了地方政府“自下而上”主观争取债务限额的动机和能力。现有文献强调,财政收支不平衡的制度性因素是导致地方政府债务扩张的根源(龚强等, 2011; 王永钦等, 2015)。自分税制改革以来,由于“财权上移”“事权下移”的变化趋势,地方政府面临着“财权与事权不对等”,存在较大的财政压力和举债需求。同时,分税制改革也使得地方政府逐渐形成土地财政,对地方财力形成一定补充,并为地方政府债务的举借与偿还提供重要支持(孙秀林和周飞舟, 2013; 刘元春和陈金至, 2020)。因此,本文首先参考祝继高等(2020)的做法,

① 常有文献采用地方政府债务负担率(=地方政府债务余额/GDP)度量地方政府债务风险水平,但考虑到地方政府的主要偿债来源是其财政收入而非GDP,因而相对于债务负担率指标,采用债务率反映中国地方政府债务风险更为合适(马恩涛和孔振焕, 2017; 周世愚, 2021)。同时,为贴合限额分配公式中债务风险系数的计算方法,本文采用专项债务限额而非余额构建债务率指标。

② 参考刘守英等(2022),本文在地级市层面的回归中控制省份固定效应,因为地方政府债务限额分配存在“逐级下达”的特点,债务限额在省份层面具有统一性,各地级市在省级限额计划下分配债务限额。此外,由于固定效应对解释变量的组内变异分析,在去除省一级的时间均值后,各地级市之间的城市异质性得以保留,更符合限额分配过程中的参照标准。



结合一般公共预算收支和土地出让收入构建财政压力变量,并检验其对新增专项债务限额的影响。<sup>①</sup>其次,转移支付被认为起到平衡地方财政收支的作用,可能会通过弥补地方政府财力缺口、减轻财政压力来降低地方政府债务风险(钟辉勇和陆铭,2015;洪源等,2018)。因此,本文以转移支付收入与一般公共预算收入的比值来构建转移支付指标,并设置转移支付与财政压力的交互项,以检验两者对新增专项债务限额的综合影响。最后,在地方政府“自下而上”申报地区融资需求时,需要以项目为单位进行申报,并报送项目的收益与融资平衡方案,上级政府也需要参考资金平衡方案来判断项目质量。因此,本文整理了专项债券项目的信息披露文件中公布的投资与预期收益情况,并计算各地级市的平均收益覆盖倍数(=项目总收益/项目总债务融资本息)。专项债券项目的收益覆盖倍数越高,表明该项目的质量越好,同时说明当地政府对项目的包装可能更加成熟。<sup>②</sup>

## 2. 数据来源

地级市层面的地方政府债务数据来源于各地级市的政府网站,由于现有数据库并未直接披露上述数据,因此,本文逐一查阅地级市官网的政府信息公开栏目,手工搜集并整理了地级市的政府债务数据。政府性基金收入、国有土地使用权出让收入等财政收支数据来自各地区历年的财政预算决算报告。2017年以前的固定资产投资规模来自历年《中国城市统计年鉴》,2017年以后通过固定资产投资增速计算得到。城市特征数据来自历年《中国城市统计年鉴》。财政透明度数据来自历年《中国市级政府财政透明度研究报告》。城投平台有息债务数据来自Wind数据库。地区经济增长目标通过查阅各地区历年政府工作报告得到。专项债券项目层面数据来源于中国地方政府债券信息平台披露的专项债券信息披露文件,使用Python和手工相结合的方式整理得到。

# 五、实证分析

## 1. 基准回归

表2报告了基准回归的估计结果。第(1)—(3)列分别展示了财政实力(政府性基金收入)、债务风险(专项债务率)和投资需求(固定资产投资规模)对新增专项债务限额的影响。结果显示,财政实力与投资需求均会对新增专项债务限额产生显著的正向影响,而债务风险的上升则会抑制限额的分配。第(4)列将三个变量均纳入回归方程中,估计结果基本一致。这表明,地级市层面专项债务限额的分配会偏向财政实力好、投资需求大的地区,同时债务风险高的地区新增债务限额也会缩减,体现出“正向激励”与“反向约束”相结合的原则,基本符合财政部制定的限额分配标准。

## 2. 异质性检验

本文进一步考察了专项债务限额分配逻辑的时间异质性和区域异质性。<sup>③</sup>如表3所示,第(1)、(2)列报告了时间趋势上的差异,2017—2019年地方政府专项债务限额的分配基本遵循“正向激励”和“反向约束”的原则,但2020—2022年投资需求和债务风险的影响不再显著。这可能是因为,

① 财政压力=(一般公共预算支出-一般公共预算收入-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)。

② 完整的变量含义及描述性统计参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

③ 描述性统计呈现类似的结论:从限额占GDP比重看,2017—2019年,高(人均)GDP的地级市分配到更多的限额,表明专项债务限额更倾向于分配经济实力较强的地级市,但高(人均)GDP和低(人均)GDP组别之间的差异逐渐缩小;2020年后,上述情况发生了逆转,专项债务限额更多分配给低(人均)GDP的地级市。完整描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 2 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	新增专项债务限额			
政府性基金收入	0.4343*** (0.0419)			0.3263*** (0.0564)
专项债务率		-0.0991*** (0.0199)		-0.0417** (0.0201)
固定资产投资规模			0.3208*** (0.0524)	0.1195** (0.0522)
控制变量	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	1263	1263	1263	1263
R <sup>2</sup>	0.6400	0.6214	0.6223	0.6432

注：括号内为系数的稳健标准误值，稳健标准误在地级市层面进行了聚类调整；\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。以下各表同。

表 3 地级市新增专项债务限额配置的时间和区域异质性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2017—2019年	2020—2022年	高GDP	低GDP	高人均GDP	低人均GDP
政府性基金收入	0.2779*** (0.0852)	0.4125*** (0.0724)	0.2751** (0.1104)	0.2626*** (0.0793)	0.2200** (0.0944)	0.2802*** (0.0936)
专项债务率	-0.0898** (0.0358)	0.0094 (0.0287)	-0.0863** (0.0433)	-0.0378 (0.0244)	-0.0916** (0.0378)	-0.0345 (0.0252)
固定资产投资规模	0.1757** (0.0842)	0.0667 (0.0524)	0.0429 (0.0670)	0.1441* (0.0730)	0.1196 (0.0737)	0.1518** (0.0735)
控制变量	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	616	646	633	627	632	630
R <sup>2</sup>	0.5971	0.6437	0.5119	0.6190	0.5647	0.6929

2020年及以后，面对日趋复杂的内外部环境，国内经济下行压力和地方政府支出进一步加大。基于此，新增专项债务限额的分配可能更多用于强化逆周期调节、缓释地方政府的财政压力，因此在一定程度上偏离了原有的分配逻辑。2020年，财政部下达了3.75万亿元的新增专项债务限额，较上年增长74.42%，此后的2021年和2022年新增专项债务限额也高达3.65万亿元。作为宏观调控的重要抓手，专项债券适度扩容支撑经济社会平稳运行是必要且正确的。但同时也需注意到，近年来各省份的审计报告越来越频繁地提及专项债券使用和管理过程中的问题，专项债券的风险有所抬升。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 本文逐一收集整理并审阅各省份的省级预算执行和其他财政收支审计报告，结果发现，2017年的审计报告中鲜有提及专项债券的使用和管理问题，但在2022年，各省份的审计报告中平均提及专项债券使用和管理问题的次数为1.84次。

表3第(3)一(6)列报告了区域的差异,在高(人均)GDP的组别中,专项债务限额分配受到财政实力的“正向激励”和债务风险的“反向约束”,但投资需求并未对限额分配产生显著影响。这可能是由于经济发展水平较高的地区,社会投资较为活跃,获取市场化融资的渠道也更为丰富(钱雪松等,2017),因此,当地的固定资产投资对于专项债券资金的依赖度较低。在低(人均)GDP的组别中,专项债务限额分配受到财政实力和投资需求的正向影响,但并未受到债务风险的约束。这可能是因为,专项债券承担了“补短板、强弱项”的任务,对于经济基础薄弱的地区,为了尽快补足基础设施建设的短板,缓解区域间发展不平衡不充分的问题,在限额分配时弱化了对债务风险的考虑。本文认同专项债券对区域协调发展提供的重要支撑作用,但在经济下行压力加大、地方财政吃紧的背景下,也强调对于财力偏弱的地区,应谨慎分配专项债务限额,注重债务风险和财政政策可持续性,牢牢守住“防风险”底线。

### 3. 稳健性检验<sup>①</sup>

为了增强基准回归的可信度,本文进行一系列稳健性检验:①由于计划单列市在地方政府债券发行和管理中的特殊性,本文剔除了计划单列市的样本,包括大连、青岛、宁波、厦门、深圳。②考虑到某些省份的债务限额增速较快,可能影响估计结果,本文剔除了债务限额平均增速较快的部分省份,包括西藏、新疆、河北和山西。③近年来,地方债务限额通常于上年年末提前下达,先于当年各类经济指标的公布,因此,本文将部分解释变量滞后2期。④土地出让收入是政府性基金收入的重要组成部分,本文考虑更换解释变量定义,将政府性基金收入替换为土地出让收入。上述稳健性检验的结果均与基准回归保持一致,即财政实力与投资需求的上升有助于当地获得更多新增专项债务限额,而债务风险的上升会减少新增限额的配给。⑤为进一步避免遗漏变量问题,本文继续增加控制变量。省直管县改革赋予了县级政府更高的财政自主权,鉴于此,本文在控制变量里加入是否包含省直管县的虚拟变量(即某地市当年有县级地区推行省直管县改革,则当年及以后年份取值1,否则取值0)。结果显示,是否包含省直管县对新增专项债务限额的影响并不显著,主要解释变量的估计系数与基准回归结果保持一致。

## 六、进一步分析

前面主要考察了限额分配公式中明确提及的三项客观经济因素对限额分配的影响。同时,根据前文的测算,地级市层面仅约63%的新增专项债务限额可以被上述因素所解释。因此,本文进一步考察“债务管理绩效因素”和“地方申请因素”这两类政府行为因素对限额分配的影响。

### 1. 债务管理绩效因素的影响

本文使用专项债务限额留存率 and 经济增长目标完成情况度量地方债务管理绩效因素。本文认为,专项债务限额留存率越高,说明当地资金使用进度较慢,可能会造成财政资源的闲置和浪费。同时,上一年度实际GDP增速与GDP增长目标的比值越大,说明当地经济增长目标的完成情况越好,暗示着当地债务资金所产生的经济效益较高。结果发现,专项债务的资金使用进度与专项债务限额分配紧密相关;经济增长完成情况越好,地方政府的新增专项债务限额越多。其中,表4第(1)列显示,专项债务限额留存率每提高1个百分点,新增专项债务限额减少1.53%。这表明,上级财政部门对专项债券使用进度缓慢的地区存在一定的“惩罚”机制。第(3)列显示,上一年度GDP增速每

<sup>①</sup> 稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

超过省级增长目标1个百分点,新增专项债务限额增加2.25%。这表明,上级财政部门对专项债券使用绩效较好的地区存在一定的“奖励”机制。为检验结果稳健性,本文进一步替换解释变量定义,第(2)、(4)、(5)列结果显示,实证结果与上述结果基本保持一致。

表4 债务管理绩效因素对新增专项债务限额分配的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	资金使用进度		经济绩效情况		
专项债务限额留存率	-0.0153*** (0.0050)				
地方债务限额留存率		-0.0257*** (0.0059)			
增长目标完成情况1 (=GDP增速-GDP目标)			0.0225** (0.0107)		
增长目标完成情况2 (=GDP增速/GDP目标)				0.1476** (0.0721)	
GDP增速					0.0190* (0.0108)
政府性基金收入	0.3269*** (0.0572)	0.3315*** (0.0573)	0.3172*** (0.0567)	0.3184*** (0.0567)	0.3200*** (0.0565)
专项债务率	-0.0429** (0.0200)	-0.0479** (0.0198)	-0.0426** (0.0201)	-0.0423** (0.0201)	-0.0422** (0.0200)
固定资产投资规模	0.1265** (0.0538)	0.1104** (0.0532)	0.1186** (0.0528)	0.1179** (0.0530)	0.1178** (0.0527)
控制变量	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
观测值	1252	1256	1263	1263	1263
R <sup>2</sup>	0.6465	0.6500	0.6442	0.6441	0.6439

## 2. 地方申请因素的影响

本文使用财政压力和专项债券项目的收益保障倍数作为地方申请因素的代理变量。表5第(1)列实证结果显示,对于新增专项债务限额的分配,地区财政压力起到显著的正向影响,地区财政压力越大,地方政府有更强的动机向上申请更多的专项债务额度。<sup>①</sup>此外,表5第(2)列考虑了转移支付的影响,结果显示,财政压力与转移支付交互项的估计系数为负,并通过1%的显著性检验。这表明,对于财政压力大的地区,转移支付更多地起到弥补地方财力缺口的作用,在一定程度上降低了地方政府对新增债务限额的需求。本文还使用专项债券项目的收益覆盖倍数作为解释变量。如表5第(3)列所示,专项债券项目的平均收益覆盖倍数越高,当地获得的新增专项债务限额越多。

<sup>①</sup> 地方政府的财政压力主要来自财政分权制度下的“财权和事权不对等”(傅勇和张宴,2007),因此,本文参照贾俊雪和应世为(2016)、毛捷等(2019),构建两种财政分权指标开展稳健性检验,结果一致。具体结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

这反映出新增专项债务限额更多向优质项目倾斜。然而,潜在的道德风险问题也需要加以重视。在专项债务限额分配过程中,上级政府需要参考地方政府上报的信息来决定额度的分配。其中,地方政府可能通过虚报收益、低估成本等行为提高专项债券项目收益覆盖倍数,以向上级政府传达积极的预期收益信号,进而获取更多的债务额度。<sup>①</sup>异质性检验的结果也发现,在财政压力较大的地区,专项债券项目预期收益对新增专项债务限额的影响更强,如表5第(4)、(5)列所示。近年来,多地预算执行和其他财政收支的审计报告中提到,多数专项债券项目实际收益不及预期,这可能增加了专项债券未来的偿付压力,影响财政资源配置的有效性。

表5 地方申请因素对新增专项债务限额分配的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	财政压力和转移支付情况		项目预期收益	财政压力大地区	财政压力小地区
财政压力	0.1004** (0.0453)	0.2327*** (0.0887)			
转移支付		0.0064 (0.0536)			
财政压力×转移支付		-0.2465*** (0.0804)			
专项债券项目 平均收益覆盖倍数			0.0270* (0.0144)	0.0352** (0.0156)	0.0180 (0.0251)
政府性基金收入	0.3938*** (0.0663)	0.4306*** (0.0732)	0.3697*** (0.0661)	0.2809*** (0.0856)	0.4969*** (0.1362)
专项债务率	-0.0400* (0.0228)	-0.0461 (0.0288)	0.0074 (0.0257)	-0.0118 (0.0297)	0.1271 (0.0894)
固定资产投资规模	0.0958* (0.0526)	0.0678 (0.0499)	0.1293** (0.0530)	0.2431*** (0.0841)	0.0316 (0.0590)
控制变量	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
观测值	1109	818	863	443	417
R <sup>2</sup>	0.6539	0.6604	0.6386	0.6854	0.5281

## 七、拓展分析：限额配置的后续影响

### 1. 新增专项债务限额的影响

本文以式(1)的回归残差项度量各地级市专项债务限额实际情况与预期结果的偏离程度,评估各地区现阶段专项债务限额分配的合理性。当残差大于0,说明当地专项债务的额度中有一部分

<sup>①</sup> 通常,地区经济发展水平越高,项目的投资回报情况越好(郭金龙和王宏伟,2003)。本文统计了2019—2022年近7万个专项债券项目平均收益覆盖倍数,结果发现,东部地区平均收益覆盖倍数为2.10,中部地区为1.52,而西部地区达2.63,这说明部分地区可能存在未严格测算成本收益、过度“美化”专项债券项目预期收益等情况。

不能被客观经济因素所解释,暗示着该地区可能存在专项债务限额分配过量的情况,反之则是专项债务限额分配不足。鉴于地方政府债务产生的经济效应存在地区差异(吕健,2015;陈诗一和汪莉,2016),本文进一步考察了不同的限额分配结果下,新增专项债务限额对地区经济增长、投资支出以及偿债压力的影响,构建如下回归模型:

$$Result_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \ln(\Delta special\ debt\ limit)_{i,t} + \sum Controls_{i,t-1} + \mu_p + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,被解释变量 *Result* 包括用于支持重大项目的专项债券融资额和地区经济规模(GDP)的对数值,以反映新增限额对地区重大项目投资和地区经济的影响。此外,2018年再融资债券开始发行后,地方政府更依赖于发行再融资专项债券偿还到期的地方政府债券本金。因此,本文进一步选取地方政府再融资专项债券发行额的对数值、再融资专项债券占还本额的比重作为被解释变量,度量地区专项债券的偿还压力。参考向辉和俞乔(2020)、王倩倩和李金珊(2021),本文还选取了一系列控制变量,且所有控制变量均作滞后1期处理。如表6 Panel A的第(1)、(3)列所示,在限额分配过量的地级市中,新增专项债务限额确实更为显著地促进了当地的重大项目支出,进而增加了GDP规模。但在限额分配不足的地级市中,上述影响被明显削弱。

表6 新增专项债务限额分配的后续影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	分配过量	分配不足	分配过量	分配不足
Panel A: 对地区投资和经济的影响				
	重大项目支出		地区经济规模	
新增专项债务限额	0.7918*** (0.0899)	0.2495** (0.1059)	0.4344*** (0.0468)	0.0486 (0.0307)
控制变量	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	477	388	680	515
R <sup>2</sup>	0.6234	0.5887	0.8575	0.7950
Panel B: 对地区偿债压力的影响				
	地方政府再融资专项债券发行额		再融资专项债占还本额的比重	
新增专项债务限额	0.5162*** (0.1582)	0.1113 (0.1018)	0.2534* (0.1415)	0.0046 (0.0355)
控制变量	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	269	207	200	166
R <sup>2</sup>	0.6426	0.6083	0.1929	0.3834

注:控制变量包括产业结构,采用第二产业占GDP的比重度量;科技支出,采用科学技术支出占一般公共预算支出的比重度量;金融水平,采用年末金融机构人民币贷款余额占GDP的比重度量;消费水平,采用社会消费品零售总额占GDP的比重度量;进出口额,采用进出口总额的对数值度量。

尽管在限额分配过量的组别中,新增专项债务限额显著地拉动了投资和经济增长,但这背后的风险不容忽视。如表6 Panel B第(1)、(3)列所示,在限额分配过量的地级市中,随着新增专项债务

限额增加,再融资专项债券发行规模也会显著扩大,同时专项债券的偿还会更依赖于“借新还旧”,具体表现为再融资债券占专项债券还本额的比例显著上升。由此可见,过量的债务规模加剧了当地还本付息的压力,导致地区偿债能力恶化。<sup>①</sup>并且,再融资专项债券占比不断提高,可能会挤占用于新增投资的专项债券额度,削弱专项债券扩投资、稳增长的积极作用。<sup>②</sup>

## 2. 限额分配合理性的矩阵分析

基于式(1)的回归残差项,本文度量了地级市专项债务限额预期结果与实际情况的偏离程度,并以此评估各个地级市限额分配的合理性。如图3所示,以2022年地级市样本为例,本文结合专项债务限额的分配和使用情况将地级市样本划分为四个类别,构建地方政府专项债务管理矩阵,对各类地区的地方政府债务管理提出针对性建议。<sup>③</sup>具体而言,图3的横轴是对限额分配情况的评估,若残差大于0,则说明该地区可能存在专项债务限额分配过量的情况,反之则是专项债务限额分配不足;纵轴是对限额使用情况的评估,按照限额使用率的中位数(98.10%)分组,该比值越高,说明当地对限额的使用越充分。

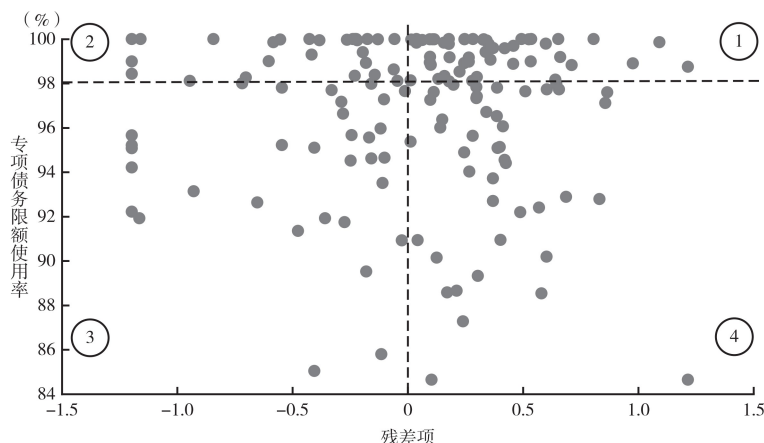


图3 2022年各地级市专项债务限额配置合理性的矩阵分析

资料来源:根据各地级市财政决算报告计算得到。

- ① 针对限额分配的影响,考虑到潜在的内生性问题,本文进一步采用双重差分方法(DID)展开分析。由于2015年后,地方债务限额管理在全国范围内统一执行,双重差分模型缺少必要的控制组。因此,本文采用限额规模刻画限额分配政策的冲击力度,当该地区当年新增专项债务限额规模大于当年省份内中位数时,虚拟变量为1,否则为0。结果表明,政策强度越大的地区,经济和重大项目投资受到的拉动作用更显著,同时后续还本付息压力也更大。具体回归结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。
- ② 现有研究发现,地方政府债券的扩张并未抑制城投债券的融资需求,这可能是因为,市场将地方政府债券的发行视为一种增信措施和积极信号,从而促进城投债券的发行(钱一蕾等,2023)。本文也发现,新增专项债务限额的增加可以促进地区城投债的发行,并且这一影响在分配过量地区更为明显。进一步地,表6的实证结果显示,在限额分配过量地区,新增专项债务限额越高,用于“借新还旧”的再融资债券发行规模越大。再融资债券的增加可能会挤出用于项目建设的专项债券额度,使得地方更依赖城投债等隐性债务模式。本文采用逐步回归的中介效应模型验证了上述推论,在新增专项债务限额对城投债券发行的影响机制中,再融资专项债券承担了中介变量的作用。具体回归结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。
- ③ 四类象限中较为典型的地级市样本情况参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

第一类为专项债务限额分配过量、限额使用率较高的地区。这类地区的专项债务偿债风险可能是四类地区中最高的。<sup>①</sup>对于这类地区,应甄别是否存在由特定发展战略或“强弱项、补短板”等因素驱动的投资需求。对于没有合理的重大投资需求,限额配置却明显超过经济基本面情况的地区应及时予以纠偏。同时,由于这类地区专项债务限额利用率高、资金使用进度快,应重视专项债券投资项目绩效考核和债务风险的监测,避免盲目投资、过度投资。

第二类为专项债务限额分配不足、限额使用率较高的地区。这类地区分配的专项债务限额配置落后于其经济基本面情况,同时这类地区在已有专项债务的使用上,资金利用率高、使用进度快,可以消化更多的专项债务额度,形成实物工作量。因此,在债务风险可控的前提下,可以考虑给予此类地区更多的专项债务额度,支持其扩大有效投资、稳定经济增长,充分发挥专项债务对当地投资和经济增长的撬动作用。

第三类为专项债务限额分配不足、限额使用率较低的地区。这类地区的专项债券资金使用效率可能是四类地区中最低的。就其经济基本面而言,这类地区能够承担更多的专项债务限额,但可能由于项目储备不足、缺乏科学规划等原因,目前对专项债务限额的使用并不充分。对于这类地区,一方面,应做深做实项目储备,做足做好前期规划,立项后加快成熟项目落地,尽快形成实物工作量;另一方面,在做好项目储备工作的基础上,应鼓励有条件的地区主动作为,积极争取更多专项债务额度,实施好积极的财政政策,着力稳定宏观经济大盘。

第四类为专项债务限额分配过量、限额使用率较低的地区。这类地区分配的专项债务限额超出了其基本面情况,且限额使用率低,并没有转化成相应的有效投资,造成财政资源的浪费。在满足地方投资需求的条件下,应考虑减少这类地区的专项债务限额分配,将财政资金配置到更有需要的地区,倒逼各地提高专项债券项目储备和债务资金管理效率,促进专项债券提质增效。

## 八、结论与建议

近年来,地方政府专项债务持续扩容,对扩大有效投资、保持经济平稳运行发挥了重要作用。同时,财政部也对专项债务实行限额管理,并制定了详细的限额分配公式,旨在实现“稳增长”与“防风险”的长期均衡。那么,现有的专项债务限额分配公式是否能充分解释限额的分配过程?作为地方债务最主要的使用主体,各地级市专项债务限额的分配是否合理?不合理的限额配置又会产生怎样的后续影响?本文的研究结果表明,在省份层面,财政实力、投资需求、地方债务风险等客观经济因素能解释约73%的新增专项债务限额,而在地级市层面这一比例仅约为63%。实证分析的结果显示,在地级市层面,地区财力状况和投资需求与新增限额呈显著正相关,而债务风险的上升则会抑制限额的分配。但限额分配的原则存在时间和地区异质性,2020年后以及经济基础较为薄弱的地区,债务风险对限额分配的约束作用有所减弱。进一步地,本文考察了政府行为因素对限额配置的影响,研究发现,限额留存率、经济目标的完成情况、财政压力和专项债券项目预期收益情况均会显著影响当地获得的新增专项债务限额。此外,本文基于基准回归的残差项,评估了地级市层面限额分配的合理性,并考察了不同的分配结果下新增专项债务限额的影响。研究发现,过量的债务额度确实拉动了投资和经济增长,但也导致偿债能力的恶化和债务

<sup>①</sup> 本文通过描述性统计来辅助刻画每一类地区的特征,如第一象限内地级市的专项债务率明显最高。具体描述性统计参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。



风险的累积,可能影响财政政策的可持续性。基于此,本文就地方政府专项债务限额的合理配置提出以下政策建议:

(1)从标准制定角度看,应进一步完善新增限额分配公式细则。现行的地方政府债务限额管理机制整体上符合“正向激励”和“反向约束”原则,对新增限额分配起到了一定的规范作用,但限额管理机制仍存在改进的空间。特别是目前地方政府债券的发债主体是省级政府,而实际使用主体多为下辖市县级政府,这种发债和使用主体不一致的债务模式可能引发地方政府“重申报、轻使用和管理”的情况。因此,建议进一步量化、细化限额分配的公式,如债务管理绩效因素如何度量、地方申请因素的标准如何制定,力促限额的分配更为科学,助力专项债券的有效使用。同时,在省级政府向市县级政府分配债务限额时,应制定统一的、量化的分配标准,以优化财政资源统筹,明确并强化债务限额管理制度的约束作用和激励机制。

(2)从执行层面看,应强化债务风险因素对限额分配的约束,促进专项债务限额配置与地区基本面情况相匹配。“用足用好专项债务限额”的重要前提是对限额的合理分配。作为积极财政政策的重要抓手,专项债券对于“补短板、强弱项”、满足地方基础设施建设需求、落实国家重大战略任务提供了重要的支撑作用。但由于“补短板、强弱项”需求旺盛的地区通常经济基础较为薄弱,基建项目的投资回报情况不容乐观,限额分配向上述地区倾斜可能会在一定程度上引致风险。在经济下行压力加大、地方财政吃紧的背景下,限额配置应与地区综合财力和偿债能力相匹配,对于财力偏弱的地区,应谨慎分配专项债务限额,尤其强化债务风险因素对限额分配的约束作用,注重财政政策可持续性,坚守“防风险”底线。

需要说明的是,对于限额分配的合理性评估是一个复杂、综合的问题。本文从限额配置是否符合地区经济基本面的角度,评估了限额分配的合理性。但考虑到专项债券在惠民生、增后劲、利长远等方面也发挥着重要作用,对限额配置合理性的评估可能还需要进一步考虑社会效益和长期影响,这也是未来需要持续探讨和改进的方向。

#### 〔参考文献〕

- 〔1〕陈诗一,汪莉.中国地方债务与区域经济增长[J].学术月刊,2016,(6):37-52.
- 〔2〕邓淑莲,刘淑滢.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.
- 〔3〕刁伟涛,郭慧岩,孙晓萱.分类预算管理、限额分配使用与县级政府举债——中国地方债务制度变革下的新发现[J].财贸经济,2022,(12):65-79.
- 〔4〕傅勇,张晏.中国式分权与财政支出结构偏向:为增长而竞争的代价[J].管理世界,2007,(3):4-12.
- 〔5〕龚强,王俊,贾坤.财政分权视角下的地方政府债务研究:一个综述[J].经济研究,2011,(7):144-156.
- 〔6〕郭金龙,王宏伟.中国区域间资本流动与区域经济差距研究[J].管理世界,2003,(7):45-58.
- 〔7〕洪源,阳敏,吕鑫,孟然.地方政府隐性债务违约风险的评估与化解——基于多维偿债能力框架的实证分析[J].中国软科学,2021,(9):151-162.
- 〔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〕贾俊雪,应世为.财政分权与企业税收激励——基于地方政府竞争视角的分析[J].中国工业经济,2016,(10):23-39.
- 〔10〕贾俊雪,张晓颖,宁静.多维晋升激励对地方政府举债行为的影响[J].中国工业经济,2017,(7):5-23.
- 〔11〕李燕,卢真.关于有效发挥政府债务限额管理作用的探讨——来自美国的经验与启示[J].财政研究,2016,

- (11):31-40.
- [12]刘守英,熊雪峰,章永辉,郭贯成.土地制度与中国发展模式[J].中国工业经济,2022,(1):34-53.
- [13]刘迎秋.论中国现阶段的赤字率和债务率及其警戒线[J].经济研究,2001,(8):3-14.
- [14]刘元春,陈金至.土地制度、融资模式与中国特色工业化[J].中国工业经济,2020,(3):5-23.
- [15]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.
- [16]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.
- [17]马恩涛,孔振焕.我国地方政府债务限额管理研究[J].财政研究,2017,(5):54-63.
- [18]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.
- [19]毛捷,马光荣.政府债务规模与财政可持续性:一个研究综述[J].财政科学,2022,(11):10-41.
- [20]缪小林,史倩茹.经济竞争下的地方财政风险:透过债务规模看财政效率[J].财政研究,2016,(10):20-35.
- [21]彭冲,陆铭.从新城看治理:增长目标短期化下的建城热潮及后果[J].管理世界,2019,(8):44-57.
- [22]钱雪松,谢晓芬,杜立.金融发展、影子银行区域流动和反哺效应——基于中国委托贷款数据的经验分析[J].中国工业经济,2017,(6):60-78.
- [23]钱一蕾,陈姗姗,钟宁桦,解咪.地方政府债券对城投债券发行规模与定价的影响[J].财贸经济,2023,(7):22-38.
- [24]沈沛龙,樊欢.基于可流动性资产负债表的我国政府债务风险研究[J].经济研究,2012,(2):93-105.
- [25]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.
- [26]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.
- [27]王倩倩,李金珊.地方政府债务限额管理与财政资金配置效率——基于2011—2018年地级市数据的实证检验[J].财贸研究,2021,(10):57-69.
- [28]王永钦,戴芸,包特.财政分权下的地方政府债券设计:不同发行方式与最优信息准确度[J].经济研究,2015,(11):65-78.
- [29]向辉,俞乔.债务限额、土地财政与地方政府隐性债务[J].财政研究,2020,(3):55-70.
- [30]徐现祥,刘毓芸.经济增长目标管理[J].经济研究,2017,(7):18-33.
- [31]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.
- [32]钟宁桦,陈姗姗,马惠娴,王姝晶.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021,(4):5-23.
- [33]周金飞,金洪飞.财政信息、财政透明度和地方政府债务限额管理[J].科学决策,2018,(9):28-46.
- [34]周世愚.地方政府债务风险:理论分析与经验事实[J].管理世界,2021,(10):128-138.
- [35]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.
- [36]Caner, M., T.Grennes, and F.Koehler-Geib.Finding the Tipping Point——When Sovereign Debt Turns Bad[R].Policy Research Working Paper, 2010.
- [37]Müller, A., K.Storesletten, and F.Zilibotti.Sovereign Debt and Structural Reforms[J].American Economic Review, 2019, 109 (12):4220-4259.
- [38]Woo, J., and M.S.Kumar.Public Debt and Growth[J].Economica, 2015, 82 (328): 705-739.
- [39]Zwick, E., and J.Mahon, Tax Policy and Heterogeneous Investment Behavior[J].American Economic Review, 2017, 107 (1):217-248.

## How to Reasonably Allocate the Limit of Local Government Special Debt

ZHONG Ning-hua, HU Lin-shan, QIAN Yi-lei, CAI Dong-mei

(School of Economics and Management, Tongji University)

**Abstract:** Local fiscal revenue growth has slowed in recent years due to growing economic downturn pressures and the cooling real estate market. On the contrary, the issuance of local government bonds, especially special bonds, has grown against the trend, becoming the largest incremental fiscal resource in recent years. To make full use of special bond funds, the reasonable allocation of special debt limits has become the top priority. The Ministry of Finance of China has formulated standards for the allocation of debt limits for each region, but in practice, some areas' allocated debt limits have deviated from their economic fundamentals. Focusing on the goals of "stabilizing growth" and "preventing risks", in order to understand the allocation logic of special debt limits more comprehensively and deeply, this article mainly answers three questions: ① According to the formula disclosed by the Ministry of Finance, to what extent can objective economic factors explain the actual incremental special debt limits at the provincial and prefectural level? ② In addition to the objective economic factors, how do "debt management performance factors" and "local application factors", which are related to government behaviors, affect the allocation of special debt limits? ③ What impact has the allocation of debt limits brought, especially for areas with limits exceeding the scale calculated by objective economic factors?

Firstly, based on the disclosed formula, this article calculates the explanatory power of objective economic factors for the actual incremental special debt limits. The results show that in 2022, for example, at the provincial level, objective economic factors can explain about 73% of incremental special debt limits, while at the prefectural level, this proportion is only about 63%. Then, this article manually collected the data on the debt limits in prefecture-level cities from 2017 to 2022. Using a two-way fixed effect model, we empirically examine the impact of debt management performance factors and local application factors on the allocation of special debt limits. The empirical results show that in terms of management performance factors, cities with faster debt use progress and better performance obtain more incremental limits. In terms of local application factors, the greater the fiscal pressure in an area, the stronger the motivation to apply for more debt limits. Simultaneously, the expected return from special bond projects, provided by local governments, is significantly positively correlated with incremental limits, which reflects that special debt limits are more inclined to high-quality projects. However, potential moral hazard issues also need to be addressed. Finally, based on the residuals of the benchmark regression, this article evaluates the deviation of the special debt limit from the economic fundamentals and explores the impact of incremental special debt limits under different allocation results. It shows that for areas with "excessive allocation", the incremental special debt limit has driven investment and economic growth, but has also led to a deterioration in debt-servicing capacity and an accumulation of debt risks, manifested in greater dependence on refinancing bonds to repay old debts with new ones. Based on this, this study categorizes prefecture-level cities into four types based on the allocation results and the use progress of special debt limits, and proposes targeted suggestions for debt management to help prevent and resolve local debt risks.

The findings suggest that the formula for allocating debt limits should be further quantified and refined, and the constraints of debt risk factors should be strengthened in practice. The main contribution of this article lies in expanding the perspective of structural allocation and enriching relevant research on government debt scale control. This article quantifies the influencing factors of local government special debt limit allocation at the prefectural-city level, providing a theoretical basis for establishing a scientific debt restraint system. Additionally, this article evaluates the rationality of special debt limit allocation in each prefecture-level city, providing scientific reference for improving the efficiency of fiscal resource allocation.

**Keywords:** local government debt management; special debt limit; steady growth; risk prevention

**JEL Classification:** E62 H63 H74

[责任编辑:崔志新]