

财政空间约束下地方政府专项债的经济稳定效应*

杜 爽 邓 磊 牛梦茹

内容提要:近年来我国专项债规模不断扩大,但其对经济的拉动效果似乎不及预期,可能的原因是,地方不断压缩的财政空间约束了专项债的经济稳定效应。本文从地方财政空间角度提出专项债乘数动态演化规律假说,并计算了我国有效发挥专项债功能的财政空间阈值水平。研究表明,专项债总产出乘数受到地方财政空间的约束,在地方政府财政空间超过阈值水平的情况下,专项债的经济稳定效应会被削弱。当前,我国多数地方的多个财政空间指标已超过阈值水平,而经济大省的专项债经济增长效应和财政空间相对乐观,区域异质性明显。为充分发挥专项债在促进经济稳定方面的作用,应当建立同高质量发展相适应的地方政府专项债管理制度;关注地方政府财政空间,推动形成财政空间优化和经济增长的良性循环;完善长效化激励约束机制,促进地方政府实施审慎且积极的专项债管理。

关键词:专项债 财政空间 经济增长 专项债乘数 阈值面板模型

作者简介:杜 爽,中国社会科学院财经战略研究院助理研究员,100006;

邓 磊(通讯作者),北京工商大学经济学院副教授,102488;

牛梦茹,北京工商大学经济学院硕士研究生,102488。

中图分类号:F812.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2025)01-0063-18

一、引言

在防范化解地方债务风险的背景下,中国2015年施行的新《预算法》允许地方政府发行专项债券(简称“专项债”),为地方财政投资提供了正规融资渠道。经过多年发展,发行专项债已成为基建融资的重要资金来源,是稳定宏观经济的重要手段,也是落实积极财政政策的重要抓手。如何更好发挥专项债的经济增长效应,对于财政政策精准发力和提质增效具有重要意义。

* 基金项目:中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划(财政学,DF2023YS27);中国社会科学院哲学社会科学创新工程A类项目“现代财税体制建设与中国式现代化”(2024CJYA02);中国社会科学院重大创新项目“提高人民生活品质,完善全社会基本公共服务体系研究”(2023YZD024)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。邓磊电子邮箱:denglei@btbu.edu.cn。

为满足地方建设、改善基础设施的融资需求,沿着“开大前门”的思路和方向,近年来地方政府债券规模持续扩容。特别是2020年以来,积极财政不断发力,地方政府新增债务限额持续保持较高水平。截至2023年12月,专项债余额为24.9万亿元,占我国地方政府债务余额的61%。^①2024年新增地方政府专项债务限额39000亿元,比上年增加1000亿元,支持地方加大重点领域补短板力度,^②创历史新高。然而,从经济影响看,当前专项债对经济增长的拉动作用似乎不及预期。尽管近年来专项债规模不断扩大,但基础设施投资增速整体呈下降趋势。2015年至2023年,基础设施投资增速由17.2%降低至5.9%,其中,2021年,我国基建投资增速仅为0.4%。^③由此可以推断,逐渐提速的专项债没有显著拉升基建投资,限制了其对经济的拉动。当前专项债未能发挥预期作用,可能的原因是受制于有限的财政空间(Fiscal Space)。财政空间是指政府在保持再融资能力和债务可持续性的前提下,能够用于执行财政政策的空间(International Monetary Fund, 2016)。研究表明,财政空间受限不仅加剧了专项债管理问题,如资金闲置、挪用等,降低了使用效率,还影响了专项债的有效运行(蒋菊平、李洪侠,2015;吉富星,2020)。在财政压力下,地方政府挪用一般公共预算资金还本付息的动机较强,挤出了原预算支出,影响经济增长。同时,由于在实践中项目资金主要为财政资金,在当前地方政府财政压力不断增大的情况下,地方财力很难对专项债项目资金形成有效支撑。财政空间与逆周期调节政策效果紧密相关,专项债增发及项目压力可能收缩财政空间,削弱对专项债的财政资金支持,进而减弱专项债对经济增长的促进作用。鉴于财政空间对专项债运行的重要性及当前研究关注之不足,本文将对财政空间约束下地方政府专项债的经济拉动作用进行深入分析。

本文可能的贡献及创新主要体现在以下几个方面。(1)从理论上揭示财政空间与专项债经济增长效应的联系。本文通过构建理论模型,分析了不同政府预算下财政空间如何影响专项债对经济增长的拉动作用,为理解财政空间与专项债经济增长效应之间的复杂关系提供了理论支撑。(2)提供我国财政空间影响专项债运行的实践证据。国外研究普遍将地方债务成本与财政空间相联系,探讨财政空间制约政策乘数的作用机制,而我国是否存在这种关系尚不确定。本文结合我国专项债运行特征,探析了财政空间影响专项债运行的区域异质性和资本金政策有效性,为当前关于专项债总产出效应的争论提供了实证证据。(3)拓展了地方财政空间的研究视角。在地方财政空间的研究上,本文采用动态视角,关注政府预算结构间的联动关系,为理解地方财政空间的复杂性提供了新的分析框架。第四,为财政压力的经济影响提供补充证据。现有研究多从公共产品供给、财政风险等直接角度探讨财政压力对经济的负面影响,本文通过分析财政压力对宏观政策有效性的影响,提出了新的研究路径。

本文的内容安排如下:在第一部分引言论述研究背景及可能的贡献之后,第二部分为文献回顾与影响机制,梳理与总结当前关于财政空间与专项债的相关研究,分析我国财政空间对专项债经济增长效应影响的现实情况;第三部分为理论模型,构建地方政府专项债经济增长效应的理论框架,推导并分解专项债乘数及其影响因素;第四部分为实证分析,使用非线性模型检验理论,估计发挥专项债经济增长效应的财政空间限度;第五部分为结论与政策建议。

① 数据来自财政部网站(http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjtj/202401/t20240130_3927707.htm)。

② 数据来自《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》。

③ 数据来自国家统计局公布的历年《国民经济和社会发展统计公报》。

二、文献回顾与影响机制

(一)文献回顾

地方政府债务对经济增长的影响是复杂的。凯恩斯主义与新古典主义理论提供了不同的视角,前者强调其正面刺激作用,后者则关注其潜在的负面影响。研究还发现,政府债务与经济增长之间并非简单的线性关系,而是存在某种非线性关系(毛捷、马光荣,2022)。近年来,专项债作为地方政府财政政策的重要组成部分,其经济效应成为研究焦点。部分学者如崔竹和姜江华(2022)从理论上阐述了专项债如何通过挤入效应等机制促进经济增长,但实践中,专项债的实际效果受到项目质量、财政空间等多重因素的制约。特别是,财政空间作为影响财政政策效果的关键因素,其大小直接关联到专项债的发行与运行效果(Ahmad等,2021;龙腾、罗美娟,2022)。已有研究注意到,地方债务规模的变化会影响财政空间,进而影响专项债的经济效应(白积洋、刘成奎,2022)。然而,尽管这些研究揭示了财政空间与专项债运行之间的某种联系,并使用地方债务规模变化影响财政空间的路径对此进行了解释,但财政空间对专项债运行的影响机制仍有待进一步明确和细化。

(二)我国财政空间对专项债经济增长效应影响的现实分析

由专项债的运行机制、财政不同预算之间的关联及财政预算对专项债项目的支撑关系可知,我国财政空间对专项债经济增长效应的影响主要包括以下几个方面。

第一,财政空间影响项目“承接资金”的充足程度,进而对项目落地产生影响。专项债是为有一定收益的公益性项目发行,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的政府债券。^①然而,在专项债项目中专项债资金所占比重较低,大多数省份的这一比重低于20%,项目资金主要由地方财政负担。也就是说,要保证专项债项目落地,地方政府需要有足够的资金来“承接”项目。财政空间收窄时地方难以提供足够的项目“承接资金”,这会对专项债项目落地产生影响,进而影响其经济拉动效果。尤其是,在我国经济发展的内生动力不强、需求不足、经济转型升级存在新阻力的背景下,全国财政收支呈现“紧平衡”,地方财政收支平衡压力明显加大。部分地区尤其是基层的财政基本为“吃饭财政”,其承接项目的资金有限,有地区挪用专项债资金于“三保”支出。

第二,受到财政预算约束,专项债偿还改变了部分财政资金用途,进而影响总产出。我国政策明确规定,当执行中专项债务对应的政府性基金收入不足以偿还本金和利息时,可从相应的公益性项目单位调入专项收入弥补,^②或通过政府性基金收入、发行再融资债券进行偿还。当前,专项债项目偿债资金高度依赖土地出让金,受到经济下行压力增大等因素影响,我国土地交易量不断降低,债务矛盾不断加剧,甚至出现了有地方政府以一般公共预算资金偿还专项债本息的情况。财政资金用途转变对其他公共投资、民生支出等形成替代,进而对总产出产生影响。

第三,政府隐性债务或压缩政府财政空间,间接影响专项债运行。当前,政府融资平台产生的隐性债务规模庞大,并且,隐性债务上升也会对专项债运行产生影响。以城投债为例,大部分城投

① 《关于印发〈地方政府债券发行管理办法〉的通知》(财库〔2020〕43号)。

② 《财政部关于印发〈地方政府专项债务预算管理办法〉的通知》(财预〔2016〕155号)。

债的还本付息压力由政府承担。较高的城投债务将会压缩财政空间,进而影响地方政府对专项债的资金支持。

由以上分析可知,在财政预算约束下,专项债项目的落地、运行与财政空间紧密相关。值得注意的是,近期研究(李永友、杨春飞,2023)揭示了一个严峻的情况:我国部分省份的财政可自主抉择空间已趋近于0,这会对专项债的良好运行产生负面影响。在这一背景下,如何认识专项债的经济增长效应机制,如何判断专项债的实际增长效应,如何改进专项债的政策安排等,对于稳增长和提高财政政策效能具有重要意义。

三、理论模型

由于在我国当前的政府管理中,地方政府将专项债项目、一般债项目、融资平台项目混同的现象较为常见,因而,本文主要从基金预算空间、一般预算空间、城投空间三个角度来研究财政空间。构建理论模型时,本文以巴罗模型(Barro, 1990)为基础,将公共投资内生化,引入区分不同公共资本构成的柯布-道格拉斯生产函数;同时,考虑不同财政预算^①之间的联动关系,借鉴 Albonico 等(2021)的方法,推导出专项债的总产出乘数,从而将财政空间对专项债经济增长效应的影响机制“公式化”。

(一)生产函数

我国公共投资资金的来源包括专项债资金、政府预算资金(一般公共预算和政府性基金预算资金^②)和社会资金(城投、国企和私人投资等)。^③不同类型资金的投资领域和要求具有一定差别,且其形成的资本总产出弹性也存在差异。为此,本文构建如下柯布-道格拉斯生产函数:

$$Y_t = A_t L_t K_{zt}^{\alpha_z} K_{ft}^{\alpha_f} K_{gt}^{\alpha_g} K_{st}^{\alpha_s} \quad (1)$$

式(1)中, Y_t 表示第 t 期国内生产总值, $A_t L_t$ 表示外生不变的有效劳动, K 表示资本存量, z, f, g, s 分别表示专项债项目、政府性基金预算、一般公共预算和社会资金,则 $K_{zt}, K_{ft}, K_{gt}, K_{st}$ 分别表示由专项债项目投资、政府性基金预算投资、一般公共预算投资和社会资金投资形成的公共资本存量, α 表示不同公共资本的产出弹性。资本动态过程如下:

$$K_{jt+1} = (1 - \delta) K_{jt} + I_{jt} \quad (2)$$

其中, $j = \{z, f, g, s\}$, K_{t+1} 表示第 $t+1$ 期的资本存量, δ 表示折旧率, I 表示形成的投资。

假定每期专项债项目总投资构成如下:

$$I_{zt} = E_{zt} + E_{fzt} + E_{gst} + E_{szt} \quad (3)$$

$$E_{szt} = \frac{1 - \lambda_1}{\lambda_1 \lambda_2} E_{zt} \quad (4)$$

① 根据《中共中央 国务院关于全面实施预算绩效管理的意见》(中发[2018]34号)及《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号),预算管理覆盖一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算,并延伸至政府投融资活动。

② 若无特殊说明,本文中的政府性基金预算资金投资是指政府性基金预算安排的除专项债投资外的其他投资。

③ 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》(国务院公报2019年第18号)。

$$E_{fzt} + E_{gst} = \frac{1 - \lambda_2}{\lambda_2} E_{zt} \quad (5)$$

式(3)中, I_{zt} 表示 t 期专项债项目总投资, E_{zt} 、 E_{fzt} 、 E_{gst} 、 E_{sst} 分别表示第 t 期新增专项债资金、政府性基金预算资金、一般公共预算资金以及社会投资资金。式(4)和式(5)表示不同来源资金的比例关系:在总公共投资中,公共资金(专项债、政府性基金预算、一般公共预算)占比为 λ_1 、社会资金占比为 $1 - \lambda_1$;在公共资金中,专项债资金占比为 λ_2 、政府性预算资金占比为 $1 - \lambda_2$ 。其他公共投资项目资金来源构成如下:

$$I_{ft} = E_{fft} \quad (6)$$

$$I_{gt} = E_{ggt} \quad (7)$$

$$I_{st} = E_{sst} \quad (8)$$

(二)预算及资金约束

根据项目资金结构,专项债投资要综合考虑一般公共预算和政府性基金预算的承接能力,以及社会资金的参与条件,因此,本文设置地方政府两本预算以及社会资金的约束方程,并嵌入两本预算的收支钩稽关系和财政资金与社会资金的腾挪关系。^①

$$B_{zt+1} + R_{ft} = B_{zt} + (r_{zt} - r_t)B_{zt} + E_{fzt} + E_{fft} + E_{zt} + T_{ft} \quad (9)$$

$$B_{gt+1} + R_{gt} + T_{ft} = (1 + r_{gt})B_{gt} + E_{gzt} + E_{ggt} + T_{gt} \quad (10)$$

$$B_{st+1} + T_{gt} = B_{st} + (r_{st} - r_t)B_{st} + E_{szt} + E_{sst} \quad (11)$$

方程左侧为收入,右侧为支出。式(9)表示政府性基金预算约束:收入包括专项债存量 B_{zt+1} 和政府性基金预算的其他收入 R_{ft} 。支出包括专项债还本支出 B_{zt} ;项目收入不足以付息时,以政府性基金中其他来源资金弥补的专项债付息 $(r_{zt} - r_t)B_{zt}$,其中, r_{zt} 为专项债票面利率, r_t 为专项债项目实际收益率;来自政府性基金预算“承接”专项债的投资 E_{fzt} ;政府性基金预算的其他投资 E_{fft} ;专项债投资 E_{zt} ;政府性基金预算结余资金 T_{ft} 。

式(10)表示一般公共预算约束:收入包括一般债收入 B_{gt+1} 、一般预算中的其他收入 R_{gt} 、政府性基金预算调入资金 T_{ft} ;支出包括一般债的还本付息 $(1 + r_{gt})B_{gt}$ 、一般公共预算“承接”专项债的投资 E_{gzt} 、一般公共预算的其他公共投资支出 E_{ggt} ,以及对社会资金参与公共项目的资金支持 T_{gt} 。

式(11)表示社会资金的收支关系:收入包括社会资本的债务融资收入 B_{st+1} ,来自政府的资金支持 T_{gt} 。支出包括债券的还本支出 B_{st} ;项目收入不足以付息时,弥补亏损的债券付息 $(r_{st} - r_t)B_{st}$,其中, r_s 表示社会资金对公共投资的要求收益率(Required Return);社会资本的专项债投资 E_{szt} ;社会资本的其他公共投资 E_{sst} 。

假定一般公共预算其他收入 R_{gt} 和基金性预算其他收入 R_{ft} 取决于总产出, τ_f 和 τ_g 分别表示两

① 根据预算管理规定,政府性基金预算结余资金可调入一般公共预算;预算资金也可通过补贴、资金注入和税收优惠等方式对社会资金加以支持,当前不少城投公司偿债能力主要依赖于政府端回款和再融资。基于城投平台与地方政府之间的紧密关系,若无特殊说明,本文社会资金主要指城投资金。为简化分析,本文假定政府性基金预算结余全部结转一般公共预算,结转金额的大小不会对最终结论产生影响。

个预算收入的产出比率,则有:

$$R_{ft} = \tau_f Y_{t-1} \quad (12)$$

$$R_{gt} = \tau_g Y_{t-1} \quad (13)$$

各部分资金的参与比例受到项目收益以及财政空间两方面制约。为尽可能拉动投资,在给定项目收益的情况下,^①地方政府需根据项目收益来最大化社会资本参与比重 $(1 - \lambda_1)$;在给定财政空间的情况下,地方政府需根据财政承接能力来最大化专项债项目投资总额,确定专项债参与比重 λ_2 。

一般情况下,社会资金要求收益率大于专项债项目收益率,即 $r_{st} > r_t$;专项债的融资成本高于一般债的融资成本,即 $r_{st} > r_{gt}$ 。根据各项资金的融资成本最低要求,并尽可能吸纳更多社会资金参与,可得专项债项目收益 r_t 的平衡条件:

$$r_t = (1 - \lambda_1)r_{st} + \lambda_1[\lambda_2 r_{st} + (1 - \lambda_2)r_{gt}] \quad (14)$$

项目收益会对资本结构产生影响。整理式(14)可得, $1 - \lambda_1 = \frac{r_t - \lambda_2 r_{st} - (1 - \lambda_2)r_{gt}}{r_{st} - \lambda_2 r_{st} - (1 - \lambda_2)r_{gt}}$ 。由此可知,社会资本比重 $(1 - \lambda_1)$ 与专项债项目实际收益率 r_t 正相关。也就是说,专项债项目实际收益率越高,吸引的社会资本越多。另外,还可以看出,公共资金比重 λ_1 与社会资本获取的项目收益 r_{st} 成正比,而社会资本获取的项目收益 r_{st} 与吸引的社会资金成正比。也就是说,专项债项目中的公共资金比重的提高,有益于增强社会资本获取的项目收益,提高社会资本参与比重。综上可知,改善财政空间有助于提高专项债项目的社会资金参与度。

(三)财政空间约束的理论机制

由理论模型可知,专项债所投项目的收益、资金结构、相对弹性和未来财政预算平衡压力等四项因素会影响专项债对经济的拉动作用。^②

1. 项目收益

中期支出框架(MTEF)相关理论表明,政府财政空间与预算配置效率紧密相关(世界银行, 2013)。在财政空间较大的情况下,预算资金的稳定性和充裕性更高,可投项目的决策范围更广,预算编制选项更多。此时,地方政府可以根据经济发展情况和财政收入预期筛选专项债项目,发挥政府预算管理效能,确保专项债项目更加符合实际收益要求。此外,财政空间约束也可能激发预算绩效改革,提高项目配置效率,从而提高项目收益。总之,财政空间透支后,专项债项目收益可能受到影响,即 $r_t = r_t(f_s)$ 。

2. 资金结构

根据理性忽略(Rational Inattention)理论,当公共信息获取成本较高时,代理人会选择替代信号来进行决策(Sims, 2003; Maćkowiak 等, 2023)。如果专项债项目管理透明度和可预期性不高,代理人获取信息的成本会有所增加,且仅采取关注财政状况的策略来判断项目投资的风险和收益。因而,充裕的财政空间不会受到太多关注。但是,随着财政空间不断压缩,社会对财政状况的关注会逐渐提高,对项目收益要求也会相应提升,此时,财政空间的项目资金结构效应愈加明显。由此

① 财政可通过对项目进行补贴的方式提高收益率,进而提高社会资本参与比例。

② 因篇幅限制未展示关系图,感兴趣的读者可向作者索要。

可知,财政空间过度压缩会影响未来社会资本参与比重,即 $\lambda_1 = \lambda_1(fs_i)$ 。

3. 拉动系数

一定时期内,潜在专项债可行项目范围与经济体量关系基本相当。地方政府面临较为稳定的项目拉动系数特征分布,并根据经济拉动效能等来优选专项债投资项目。然而,随着项目落地和债务相对规模积累,项目和财政空间不断消耗,容易出现经济拉动效能走低的问题。所以,财政空间和项目储备消耗过度后,专项债项目拉动系数难以保障,即 $\alpha_1 = \alpha_1(fs_i)$ 。

4. 预算平衡

财政空间下降后,地方政府需要通过未来一般预算收入、政府性基金收入的增加来满足预算平衡,这会带来宏观负担结构的变化。如果地方政府进行财政整顿或采取财政稳健措施,将通过提高 τ_f 或 τ_g 的方式减少财政失衡。平衡压力加大了财政再平衡过程中专项债对经济的负向作用,容易使专项债面临类似财政悬崖的可持续风险。相反,如果财政空间下降程度在地方政府可承受范围内,则不会出现财政再平衡,地方政府甚至可能开启减税周期。所以,地方的财政空间过度压缩可能会出现再平衡压力,进而提高税收和非税收入比例,即 $\tau_f = \tau_f(fs_i)$ 或 $\tau_g = \tau_g(fs_i)$ 。

(四) 专项债总产出乘数

发行专项债对总产出的影响分为两种情况。一是在社会资本投资总量扩张的情况下,专项债项目增加不会对其他投资项目产生影响,即社会资本(主要指城投平台)投资会持续扩张,此时,专项债资金和预算资金、社会资金共同形成总投资,在需求端拉动总产出;这些投资若形成公共资本,还会在供给端拉动总产出。二是在社会资本投资总量收缩的情况下,专项债项目增加会减少其他投资项目,即社会资本(城投平台)投资专项债会“挤出”对其他项目的投资,从而影响总产出。专项债的总产出拉动应当是这两种情况综合作用的结果。本文考虑发行专项债影响总产出的不同情况,借鉴 Albonico 等(2021)的研究方法,计算专项债总产出乘数。

1. 社会资本投资总量扩张

专项债与以城投平台为代表的社会资本同步扩张,体现为 B_{st+1} 不断增加。但是,实践中,专项债项目收益不足以满足社会资本的期望收益率。此时,如果社会资本通过债务融资参与专项债项目,同时保持其他投资不变,地方政府会使用一般公共预算资金对社会资本要求收益与项目收益的差额部分进行弥补。

此时,求得专项债总产出乘数^①为:

$$C_L = \frac{\alpha_1 \frac{1}{\lambda_1 \lambda_2} - \alpha_3 \frac{1 - \lambda_2}{\lambda_2} - \frac{\beta}{1 - \beta} \left\{ [\alpha_2 \theta + \alpha_3 (1 - \theta)] (r_{st} - r_t) + \alpha_3 \frac{1 - \lambda_1}{\lambda_1 \lambda_2} (r_{st} - r_t) \right\}}{\frac{1}{\beta} - [(1 - \delta) + \alpha_2 \theta \tau_f + \alpha_3 (1 - \theta) \tau_f + \alpha_3 \tau_g]} \quad (15)$$

由式(15)可看出,专项债总产出乘数是项目收益 r_t 、融资成本 r_{st} 和 r_{st} 、资金结构 λ_1 和 λ_2 、公共资本产出弹性 α 、财政收入弹性 τ 等综合作用的结果。总体来看,专项债项目形成公共资本后,其相对产出弹性(α_1 、 α_2 和 α_3 的对比关系)决定了专项债总产出乘数的大小。当相对弹性优势不够明显

① 计算结果略,感兴趣的读者可向作者索要。

时,也可通过降低财政配套比例和专项债参与比例(降低 λ_1 和 λ_2)的方式来保持一定的乘数效应。特别地,当专项债项目与其他项目相对弹性一致($\alpha_1=\alpha_2=\alpha_3$),且不能带来额外收益($r_{st}=r_{st}=r_t$)时,

$$C_L = \frac{\frac{1}{\lambda_1 \lambda_2} - \frac{1 - \lambda_2}{\lambda_2}}{\left[\frac{\frac{1}{\beta} - (1 - \delta)}{\alpha} \right] - [\tau_f + \tau_g]}, \text{ 可见, 在分母给定的情况下, 乘数取决于资金结构。而当专项债项}$$

目收益率较高时($r_t > r_{st}, r_t > r_{st}$), C_L 对专项债项目相对产出弹性的要求会有所降低, 乘数效应更容易得到发挥, 反之, 乘数效应会受到抑制。在上述三个方面因素的影响下, 乘数会发生增减变化, 甚至会出现符号逆转而发生质变。此外, 还应该进一步跟踪财政收入的产出弹性(τ_f 和 τ_g)及其可能受到的政策影响, 关注乘数发生的量变。

2. 社会资本投资总量收缩

在我国地方政府化解债务的要求和趋势下, B_{st+1} 扩张受限, 城投参与专项债会挤出对其他项目的投资。如果严格控制 B_{st+1} 不再增长, 则专项债投资会与其他社会投资相互替代, 进而社会资本投资专项债项目会减少对其他公共项目的投资。此时, 求得专项债总产出乘数为:

$$C_D = \frac{\alpha_1 \frac{1}{\lambda_1 \lambda_2} - \alpha_3 \frac{1 - \lambda_2}{\lambda_2} - \alpha_4 \frac{1 - \lambda_1}{\lambda_1 \lambda_2} - \frac{\beta}{1 - \beta} [\alpha_2 \theta + \alpha_3 (1 - \theta)] (r_{st} - r_t)}{\frac{1}{\beta} - [(1 - \delta) + \alpha_2 \theta \tau_f + \alpha_3 (1 - \theta) \tau_f + \alpha_3 \tau_g]} \quad (16)$$

由式(15)-式(16)得:

$$C_L - C_D = \frac{\frac{1 - \lambda_1}{\lambda_1 \lambda_2} \left[\alpha_4 - \alpha_3 \frac{\beta}{1 - \beta} (r_{st} - r_t) \right]}{\frac{1}{\beta} - [(1 - \delta) + \alpha_2 \theta \tau_f + \alpha_3 (1 - \theta) \tau_f + \alpha_3 \tau_g]} \quad (17)$$

由式(17)可以看出, 当社会资本的要求收益率 r_{st} 大于专项债项目收益率 r_t 时, 社会资本债务扩张可能会拉低专项债乘数。这意味着, 随着政府债务规模扩张、债务成本不断上升, 如果城投平台过多参与专项债项目, 会提高社会资本的要求收益率, 进而降低专项债的产出拉动作用。因此, 为更好发挥社会资本对专项债产出乘数的促进作用, 应当将社会资本的负债水平控制在一定范围之内, 以避免城投平台投资专项债项目“挤出”其他投资的情况。

从表面上看, 我国专项债的市场化定价机制较为欠缺, 专项债利率定价没有充分反映出政府债务和收入等存在的风险, 即专项债与财政空间之间缺少直接的联系。然而, 由上述理论分析可以看出, 财政空间会对专项债乘数产生间接影响。但是, 专项债总产出乘数的作用方向和作用区间有待进一步讨论。基于此, 需要结合我国专项债的制度环境和具体实践, 得出财政空间对专项债总产出效应的理论命题。

(五) 比较静态分析与命题的提出

命题1: 充足的财政空间能够为实现预期专项债项目收益提供良好的财政环境, 保证较高的专项债总产出乘数。

由式(17)可知, r_t 越高, $C_L - C_D$ 越高, 即专项债的经济拉动作用越强。由于有 $r_t = r_t(f_{st})$, 财政空间越充裕, 专项债项目收益越大, 因此, 可以推测, 财政空间越充裕, 专项债的经济拉动作用

越强。

命题2:充足的财政空间有助于吸引社会资本参与专项债项目投资,提高专项债总产出乘数。

式(17)表明, $C_L - C_D$ 与 $1 - \lambda_1$ 正相关,因此有 $1 - \lambda_1$ 越大, $C_L - C_D$ 越大。又有 $\lambda_1 = \lambda_1(f_{s_i})$,因此,可以推测,财政空间越充裕,社会资本参与专项债项目投资的比重越高,专项债的经济拉动作用越强。

命题3:充足的财政空间有利于保持专项债拉动总产出的相对优势。

由式(15)、式(16)可以看出, α_1 越大,专项债对经济的拉动作用越强,又有 $\alpha_1 = \alpha_1(f_{s_i})$,由此可知,财政空间充裕时,专项债项目的产出弹性越大,其经济拉动作用越强。

命题4:充足的财政空间能够缓解预算平衡压力,保证专项债总产出乘数为正。

当财政空间收缩时,财政将会提高收入能力以保持预算平衡。从偿还债务对应的未来收入来源来看,如果专项债一般化,地方政府将会提高税收和非税收入等财政收入;如果专项债自求平衡,政府性基金的预期收入将会上升。债务一般化或专项债项目现金流自求平衡会产生 τ_f 和 τ_g 向上调整的要求,从而影响专项债总产出乘数。从专项债总产出乘数式(17)可以看出,当专项债乘数为正时,专项债具有凯恩斯效应。但是,由于财政透支等原因,专项债总产出拉动效应发生逆转,即乘数为负。此时,预算平衡过程使专项债的非凯恩斯效应进一步显现,地方政府不得不在增大风险与促进增长中做出权衡。因而,保证充足的财政空间,缓解预算平衡压力,有利于强化发行专项债对总产出的正向效应。

综上可知,专项债总产出乘数受到财政空间的约束。此外,专项债发行与总产出之间可能并非简单的线性关系:充足的财政空间有助于扩大专项债的总产出效应,而当地方财政空间不足时,这一命题可能会发生逆转。因此,如果片面强调专项债发行而忽视财政空间管理,可能会使得专项债总产出效应无法达到预期。现实中,我国地方财政空间是否对专项债总产出效应起到约束作用?财政空间应该保持在什么范围才有利于发挥专项债调节经济运行的作用?等等。这些问题需要通过实证研究进一步分析。

四、实证分析

(一)模型设定

本文借鉴 Ramey 和 Zubairy(2018)的研究,将地方财政空间作为阈值变量(Threshold Variable),并基于地方政府专项债与经济增长之间的非线性关系,设置地方财政空间对专项债与经济增长的阈值效应检验模型:

$$gdp_{g_{it}} = \alpha_0 + (\alpha_1 x_{it} + \alpha_2 \ln lgsb_{it}) I\{f_{s_{it}} \leq \gamma\} + (\delta_1 x_{it} + \delta_2 \ln lgsb_{it}) I\{f_{s_{it}} > \gamma\} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

$gdp_{g_{it}}$ 表示 i 地区 t 时期人均 GDP 增长率; $f_{s_{it}}$ 表示财政空间,基于理论模型部分涉及的政府预算结构,本文将分别考察基金预算空间 fs_lgsb_{it} 、一般预算空间 fs_lggb_{it} 和城投空间 fs_ucib_{it} ; γ 为财政空间阈值; $lgsb_{it}$ 为专项债当年新增发行额; $I\{\cdot\}$ 为指示函数,括号中条件成立时取 1,否则取 0; x_{it} 为控制变量; μ_i 为个体效应; ε_{it} 为残差; α 和 δ 为回归系数,其中, α_2 为财政空间未超过阈值时政府债务发行对经济增长的拉动作用, δ_2 为超过阈值时的拉动作用。如果财政空间对债务发行的经济增长效果产生约束,则预期 $\delta_2 < \alpha_2$ 成立。

财政空间及各中介调节变量与经济增长之间可能存在内生性。^①因此 Hansen (1999) 以及 Caner 和 Hansen (2004) 的研究中要求的面板阈值模型的阈值变量必须是外生变量, 不符合本文研究需要。本文借鉴 Seo 等 (2019) 的研究, 使用能够处理变量内生性的面板阈值模型进行回归分析。这一方法既能够估计财政空间阈值, 也可以根据阈值的财政空间区制划分, 识别不同区制中财政政策效果的差异。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

本文以各省份人均 GDP 增长率表示经济增长, 在稳健性检验中使用各省份名义 GDP 的对数来表示这一指标。

2. 核心解释变量

本文以历年地方政府新增专项债券发行额的自然对数表示地方政府新增专项债发行规模。

3. 阈值变量

由于在地方实践中经常存在将专项债项目、一般债项目和融资平台项目混淆不清的情况, 因此, 本文将从基金预算空间、一般预算空间以及城投空间三个维度出发, 详细分析不同政府预算所对应的财政空间。本文分别以基金预算空间、一般预算空间和城投空间为阈值变量。另外, 本文根据债券还本付息资金来源, 以专项债券余额占当年政府性基金预算收入的比重表示地方财政基金预算空间, 以各省份一般债券余额占当年一般公共预算收入的比重表示各省份一般预算空间, 以各省份城投债余额占地方政府综合财力的比重表示地方城投空间。由于财政空间指标使用债务余额占财政收入的比重进行衡量, 因而这一指标为逆向指标, 即指标数值越大则财政空间越小。

4. 机制与中介变量

因为缺少专项债项目实际收益及其资金结构的相关统计, 本文使用代理变量来检验各个机制作用。(1) 项目收益 r : 受到优质项目约束, 单只专项债捆绑的项目数量越多, 专项债券收益率越低, 因此, 本文使用平均每只专项债所含项目数作为项目收益的代理变量。(2) 资金结构 λ : 专项债资金吸引的其他资金越多, 越能扩大有效投资, 进而对固定资产投资的拉动作用越强。本文借鉴龙小燕等 (2021) 对专项债拉动基础设施投资效应的研究, 采用时变参数回归方法, 估计新增专项债券发行额对固定资产投资总额的拉动系数, 作为资金结构的替代变量。(3) 相对弹性 α : 这一变量主要衡量不同类型项目对总产出的相对拉动系数。由于资金投向长期发展类项目时对总产出的贡献相对更大, 因此, 本文采用专项债资金投向长期发展类项目的资金比重作为代理变量。(4) 预算平衡压力 τ : 本文采用财政赤字率作为代理变量。考虑到各省实际发展差异, 本文对机制变量均采用上下 1% 的缩尾处理。

5. 控制变量

本文结合相关理论, 参照王博等 (2022)、储德银和迟淑娴 (2020) 的实际做法, 在回归模型中加入宏观税负、收入水平、教育投入水平、城镇化水平、对外开放水平以及地区产业结构等作为控制变量。主要变量的具体计算方法如表 1 所示。

^① 以财政空间为例, 一方面, 经济增长是财政可持续的根本动力, 经济发展水平决定了政府的债务偿付能力, 从而决定其可承受的债务水平。并且, 较高的经济发展水平也意味着更好的市场信誉, 政府举债能力也会更强。另一方面, 发行债券可以通过提升政府财力、拉动投资、完善基础设施等方式拉动经济增长, 但是, 政府债券发行过多也会对社会投资产生挤出效应, 提升物价, 抑制消费, 反而抑制经济增长。当财政空间受限时, 财政政策无法有效支撑经济增长; 反之, 经济增长放缓也会加大财政收支压力, 进一步压缩财政空间。

表 1 变量定义及描述性统计

变量	变量说明	平均值	标准差	最小值	最大值
经济增长	人均GDP增长率	0.078	0.041	-0.039	0.270
专项债规模	专项债新增发行额的自然对数	5.407	1.828	0.000	8.222
基金预算空间	专项债余额/政府性基金预算收入	1.897	1.950	0.000	16.510
一般预算空间	一般债余额/一般公共预算收入	1.476	1.096	0.166	6.971
城投空间	城投债余额/地方政府综合财力	0.287	0.220	0.005	1.294
项目收益	当年总项目个数/当年新增发行专项债券只数	14.390	20.430	0.000	120.000
资金结构	专项债券对固定资产投资总额拉动系数	-3.831	11.052	-25.505	136.466
相对弹性	专项债资金投向长期发展类项目的资金比重	1.791	1.886	0.000	4.615
预算平衡	财政赤字率	18.130	20.020	1.510	122.100
宏观税负	财政收入/GDP	0.110	0.032	0.058	0.245
收入水平	居民人均可支配收入的自然对数	10.210	0.363	9.414	11.280
教育投入水平	高等学校生师比	17.880	1.410	14.350	22.700
城镇化水平	城镇常住人口的自然对数	7.637	0.894	4.558	9.155
对外开放水平	进出口总额的自然对数	16.490	2.806	7.462	20.540
产业结构	第三产业增加值/第二产业增加值	1.479	0.762	0.756	5.297

(三)数据及特征

本文以 2015—2022 年我国 31 个省、自治区、直辖市作为研究对象构建省级平衡面板数据,样本量为 248 个。根据中国地方政府债券信息公开平台及各省份统计年鉴(2014—2023 年)等,获得地方政府债券数据以及各省份政府性基金收入数据。另外,专项债资金用作资本金的比重以及专项债资金用途来自企业预警通统计数据,城投债数据来自各省份历年政府工作报告,各省份历年 GDP 数据以及财政收入数据来自《中国统计年鉴》,其余控制变量来自 Wind 数据库、中国研究数据服务平台(CNRDS)以及国家统计局、各省份财政部门等公开数据。

(四)财政空间约束

财政空间指标为逆向指标,这一指标负向变动,说明财政空间越大,对 GDP 的影响为正,有助于促进经济增长;这一指标正向变动,则说明财政空间越小,对 GDP 的影响为负,会显著抑制经济增长。式(18)为基准模型,表 2 报告了以基金预算空间、一般预算空间和城投空间为阈值变量的回归结果。表 2 第(1)列与第(4)列结果显示,在 5% 的显著性水平下存在基金预算空间的阈值效应。当基金预算空间不超过 69.4% 时,专项债发行额增加 1% 会显著拉动经济增长约 8.1%;而基金预算空间超过阈值时,第(4)列中专项债的增发对经济增长的拉动系数则会转为-8.2%。这表明,政府性基金预算空间在很大程度上限制了专项债的经济增长效应。当基金预算空间紧张时,受到项目质量、投资结构以及偿债压力的影响,增发专项债反而会对财政持续和经济运行产生不利影响。

表 2 第(2)列与第(5)列展示了以一般预算空间为阈值变量、检验专项债发行对经济增长的非线性作用的结果。可以看出,尽管系数与以基金预算空间做阈值时有所差异,但依旧存在空间阈值,并且,随着一般预算空间的紧缩,关键系数也由正转负。这表明,一般预算空间对专项债的经济增长作用存在阈值效应。可能的原因是,当一般预算空间不足时,专项债发行和落地挤占了一般预算投资能力,这种替代关系使得专项债的经济增长效应不再显著。

鉴于城投平台是投资专项债的主要社会资本来源,本文将城投空间作为阈值变量,观测专项债的经济增长效应,结果在表2第(3)列与第(6)列显示。当地方城投债余额与地方财政综合财力之比不超过12.5%时,专项债增发的经济拉动系数为2.7%,而城投空间超过阈值后,专项债乘数变为-4.5%,其负向影响较阈值以下时的正向影响更大。

表2 专项债经济增长效应与财政空间阈值回归结果

解释变量	阈值变量					
	基金预算空间	一般预算空间	城投空间	基金预算空间	一般预算空间	城投空间
	低于阈值时			高于阈值时		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
专项债规模	0.081** (0.041)	0.014*** (0.005)	0.027*** (0.010)	-0.082* (0.043)	-0.009 (0.009)	-0.045*** (0.012)
宏观税负	12.760*** (2.710)	-1.236 (1.377)	8.903*** (3.251)	-1.279 (2.336)	11.190*** (2.238)	-6.485** (3.184)
收入水平	1.085*** (0.295)	0.108 (0.102)	0.735*** (0.165)	-0.009 (0.225)	0.450*** (0.135)	0.030 (0.130)
教育投入水平	-0.002 (0.050)	-0.006 (0.010)	-0.024 (0.023)	-0.025 (0.045)	-0.025 (0.016)	-0.004 (0.025)
城镇化水平	-0.053 (0.666)	-0.244 (0.299)	-0.808** (0.321)	-0.115 (0.076)	0.063 (0.042)	0.090* (0.054)
对外开放水平	-0.063 (0.053)	0.039* (0.023)	-0.052 (0.036)	0.082 (0.061)	-0.061** (0.029)	0.060 (0.038)
产业结构	-0.112* (0.068)	-0.198*** (0.057)	-0.074 (0.063)	0.028 (0.067)	0.133 (0.132)	-0.015 (0.061)
常数项	0.351 (2.079)	-4.909*** (1.469)	-0.962 (1.243)	0.351 (2.079)	-4.909*** (1.469)	-0.962 (1.243)
阈值	0.694** (0.311)	1.571*** (0.515)	0.125** (0.064)	0.694** (0.311)	1.571*** (0.515)	0.125** (0.064)
样本数	248	248	248	248	248	248

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;括号内为稳健标准误。该表结果展示了以不同财政空间做阈值时专项债经济拉动效应在阈值前后的变化。

(五)间接调节机制的路径与检验

1.间接调节机制路径

为进一步探究地方财政空间对专项债总产出乘数产生阈值调节效应的具体作用路径,本文进行调节效应检验,研究理论命题中项目收益机制、资金结构机制、相对弹性机制、预算平衡机制的间接调节作用,对应关系如图1所示。

2.间接调节机制检验

为进一步探究地方财政空间发挥阈值效应的机制,本文借鉴王阳等(2022)的研究进行回归检验。结果表明,财政空间会对四个机制的代理变量产生影响。^①其中,基金预算空间对四个机制变量均产生影响;一般预算空间对资金结构、相对弹性和预算平衡机制产生影响;当前,城投空间只

^① 因篇幅限制未展示结果,感兴趣的读者可向作者索要。

通过预算平衡机制发挥作用,这说明化债压力对专项债的总产出效果影响较小。结果与理论分析基本相符,具体结论如下。

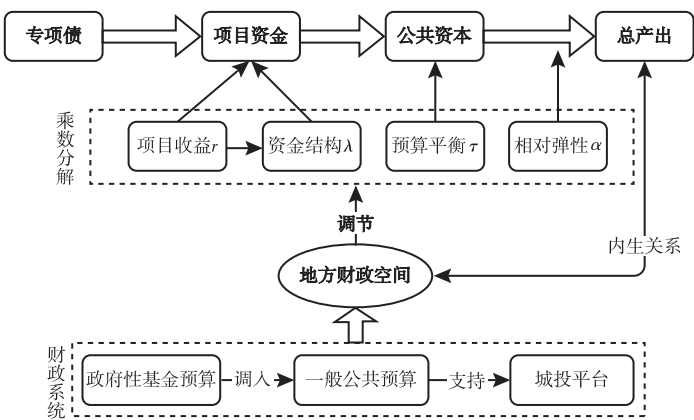


图1 专项债总产出乘数分解与财政空间作用机制

第一,项目收益机制:在阈值前后交互项的系数由正转负说明,当财政空间充裕时,单只专项债所含项目较少,项目收益较高,适当增加专项债项目数更有利于发挥专项债的经济拉动作用;而当财政空间受到约束时,专项债项目的打包数增多会降低单只专项债收益率,削弱其拉动经济增长的效果。结论与命题1相符。

现实中的情况也是如此,财政压力大导致专项债项目收益偏低。地方政府因优质项目匮乏,常采取“肥瘦搭配”的发行策略,影响了整体收益率(崔竹、姜江华,2022)。经济落后、项目匮乏、财政压力大的地区,更有动机通过发行专项债促增长,但可能由于过度包装项目,难以保障收益,最终导致使用其他财政资金偿债,加剧财政困境。此外,财政空间紧张的地区更易挪用专项债资金于公共支出,破坏其正常运行,而财政状况良好的地区则能更好地保障专项债收益,形成良性循环。因而,相较财政空间不足的环境,充足的财政空间更有利于专项债拉动总产出。

第二,资金结构机制:财政空间越大,专项债之外的其他资金占总投资比重越高,也就是说,财政空间通过影响专项债资金结构,对专项债的经济增长作用产生正向调节效应。间接调节机制检验支持命题2。

实际上,充足的财政空间能吸引更多社会资本,扩大有效投资,增加专项债产出乘数,财政空间紧缩则不利于项目开展。由于需要财政资金为专项债付息“搭桥”(吴亚平,2021),空间不足会导致财政资金不稳定,进而提高社会资本风险补偿要求。若补偿要求不能得到满足,社会资本投入即会降低。此外,财政空间充裕时,地方政府更倾向采用PPP等多样融资模式吸引社会资本。也就是说,如果财政空间受限,地方政府更偏向于使用融资成本低的专项债,对PPP等投资方式产生挤出效应(刘穷志等,2023;徐军伟等,2020)。

第三,相对弹性机制:财政空间越大,专项债对总产出的拉动系数越大。当财政空间较为充裕时,较高的项目产出弹性能够增强专项债的经济拉动效应。^①由此,命题3得到验证。

^① 相对弹性未超过阈值水平时,相对弹性机制的代理变量与专项债规模的交互项对经济增长影响不够显著,可能的原因是专项债发行初期资金用途范围较窄,投资项目对经济增长的拉动弹性差异较小。

财政空间对专项债投向及总产出有显著影响。2021年,投入过剩类项目金额与基金预算空间的相关系数为0.453,投入长期发展类项目金额与基金预算空间的相关系数为-0.469。^①也就是说,财政空间有限时,地区倾向于多投交通、市政等短期项目,少投教育、医疗、新能源等长期项目。这种投向结构易导致重复建设和低效投资,难以对总产出形成持续贡献。同时,财政空间也会影响公共资本供给结构。不同预算空间对应不同类型的公共投资项目,当基金预算空间承压时,弱营利性公共投资会受到限制或造成项目融资错配问题,进而影响专项债项目的顺利落地和良好运行,使得公共项目结构偏离优化目标。

第四,预算平衡机制:财政空间越大,积极财政政策越有保障,专项债的经济增长效应越强,这与命题4相符。但是交互项的系数符号也说明,即便在财政空间大、预算平衡压力小时,赤字率也要控制在一定范围,否则过度赤字依然会降低专项债的经济拉动作用。

(六)稳健性检验

为进一步验证回归结果的稳健性,本文在基准回归的基础上进行以下检验。(1)改变被解释变量,用各省份GDP的自然对数替代各省份历年人均GDP增长率来衡量经济增长。(2)调整样本区间,截取2016—2021年的样本重新进行阈值回归,以检验实证结果对时间维度的灵敏性。(3)增加控制变量,增加可能影响经济增长的控制变量——金融发展水平,用金融机构存款余额占GDP比重表示。(4)前后缩尾处理,对各省份数据均进行1%的缩尾处理,以减轻离群值对回归分析准确性的影响。检验结果中,尽管阈值大小发生变化,但专项债拉动经济增长的阈值效应依旧显著,表明本文所采用模型估计的回归结果是稳健可靠的。^②

(七)进一步分析

1. 区域异质性

本文前述理论与实证分析只针对一般意义上的财政空间阈值,并不区分其在地区间存在的异质性。如果经济大省勇挑大梁,更多承担专项债落地重任,是否会有助于提高专项债经济增长效应?逻辑成立的关键是经济体量较大地区的专项债总产出乘数效果更好,或者其财政空间更充裕。

本文以人均GDP的自然对数作为地区经济体量的指标,考察三个维度财政空间约束之下,经济大省的专项债经济增长效应是否依然有相对优势。本文在模型(18)中加入经济体量与专项债的交乘项进行回归。结果显示,^③在基金预算空间受到约束之前,经济体量较小省份的专项债经济增长效应更强,在基金预算空间受到约束之后,经济体量与专项债经济增长效应无关;一般预算空间是否受到约束对专项债经济增长效应没有显著影响;但在城投空间受到约束后,经济体量与专项债经济增长效应显著正相关。这意味着随着化债压力的增加,经济体量较大的省份更有可能承担专项债新增投资。专项债限额分配需与化债压力相协同。^④

此外,为进一步考察我国各省份财政空间水平在地理空间上的异质性,本文利用2022年数据绘制不同财政空间以及经济发展水平的散点图。^⑤结果显示,对于政府性基金预算空间超过阈值的省份,其一般预算空间状况也受到限制。从地区分布看,东部沿海地区的政府性基金预算空间

① 过剩类项目包括交通、市政基础设施、传统基础设施以及土地储备等;长期发展类项目包括民生、社会事业、乡村振兴、生态、能源以及新型基础设施等。对该相关性有兴趣者可向作者索要。

② 因篇幅限制未展示结果,感兴趣的读者可向作者索要。

③ 因篇幅限制未展示结果,感兴趣的读者可向作者索要。

④ 郭玉清和姜晓妮(2022)认为,高债地区的融资平台隐性背书软化了信贷约束,从而提升融资平台杠杆率。

⑤ 因篇幅限制未展示结果,感兴趣的读者可向作者索要。

和一般预算空间都相对充裕,包括浙江、江苏、上海和广东等地;两个空间都超过阈值的省份主要集中在中西部地区,包括甘肃、新疆、云南和内蒙古等地。政府性基金预算空间与经济发展水平也基本呈现正向关系,即经济发展水平较高的省份的政府性基金预算空间相对较大,而经济发展水平较低的省份受到的政府性基金预算空间限制较大。

2. 资本金效应

政策规定,^①2019年起专项债可以作为符合条件的部分重大项目资本金;专项债资本金可通过政府委托的城投公司进行项目建设,或进入项目公司的所有者权益认定为项目资本金。为考察2019年专项债资本金管理办法对城投空间阈值以及专项债经济增长效应的影响,本文在基准模型中加入资本金变量与专项债的交乘项,资本金变量以各省份历年专项债用作资本金的比重表示。回归结果显示,^②在一般预算空间和基金预算空间中,专项债用于资本金的比例不会显著干扰专项债的经济增长效应。但在城投空间中,资本金与专项债的交互项在阈值以内系数为正,超过阈值后显著为负,这说明在城投债务水平相对不高、化债压力不大的情况下,提高专项债用于资本金的比例有利于发挥专项债的经济增长效应。控制城投相关隐性债务是专项债资本金政策效能的前提,否则可能适得其反。可能的原因是,化债使地方资金流动性承压,难以推进专项债启动后的落地进程。

五、结论与建议

本文考虑财政预算约束及预算之间的钩稽关系,构建了分析专项债经济增长效应的理论框架,推导出专项债总产出乘数,归纳财政空间影响专项债经济增长的相关命题。另外,本文基于理论推导得到的命题利用阈值面板模型,对有效发挥专项债功能的财政空间的阈值要求进行了判断。通过理论与实证分析,主要结论如下。

第一,专项债的经济拉动效应与财政空间紧密相关,在财政空间没有超过阈值的情况下,发行专项债能够通过扩大投资,拉动经济增长;而在超过财政空间阈值的情况下,发行专项债会“挤出”其他投资,进而对经济增长产生负面影响。也就是说,发行专项债应当充分考虑财政的项目承接能力,为充分发挥专项债作用,专项债的发行规模需要与一般公共预算以及政府性基金预算两个财政空间匹配。

第二,在我国地方政府化解债务的要求和趋势下,城投平台资金投资专项债项目,将会“挤出”其对其他项目的投资,进而影响专项债总产出效应。随着债务规模扩张,债务成本不断上升,城投平台过多投资专项债项目会提高社会资本的要求收益率,进而降低专项债的产出拉动作用。为此,控制以城投平台为代表的社会资本的债务水平,保持合理的债务成本,对于提高专项债总产出乘数具有积极作用。

第三,异质性分析表明,多数地方预算空间已超过阈值水平,在专项债项目比较优质的情况下,可通过专项转移支付、增发国债等方式对地方财政资金进行适当补充。若地区缺少高质量的专项债项目,应当避免“为发债而发债”,将专项债规模控制在合理范围之内。此时,地方政府可寻找其他稳增长手段,防止过度发行专项债造成财政空间的进一步压缩。

^① 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》(国务院公报2019年第18号)。

^② 因篇幅限制未展示结果,感兴趣的读者可向作者索要。

基于以上结论,本文提出如下建议。

第一,建立同高质量发展相适应的地方政府专项债管理制度。明确项目定位与收益预期,强化长期效益预估,协调财政投资模式,提高专项债质量。同时,合理扩大专项债券投向领域和用作项目的资本金范围,提高专项债用于项目资本金的比例,以更好发挥专项债的稳增长效应。

第二,关注地方政府财政空间,推动形成财政空间优化和经济增长的良性循环。关注地方财政空间管理,提高财政可持续性,统筹财力并优化财政空间内部结构。在风险防范上,关注包括地方投资平台、专项债和一般债的广义空间,防止债务风险累积;在政策效能上,协调政府财力资源,增强政策针对性;同时,加强中央与地方财政协调,促进资源优化配置。

第三,完善长效化激励约束机制,促进地方政府实施审慎且积极的专项债管理。引入财政规则强化约束,设定合理债务上限和增速限制,并辅以例外条款以保持政策灵活性。同时,完善中长期预算,平衡未来财力与当前财力的需求矛盾,促使地方政府注重财政可持续性,避免透支未来财政调控能力。

参考文献:

- 1.白积洋、刘成奎:《中国地方政府债务可持续、财政空间与经济增长》,《经济理论与经济管理》2022年第8期。
- 2.储德银、迟淑娴:《财政纵向失衡对地方经济增长的非线性影响及其转换特征》,《经济研究》2020年第11期。
- 3.崔竹、姜江华:《稳经济大盘下地方政府专项债制度运行困境与路径选择》,《中国行政管理》2022年第11期。
- 4.郭玉清、姜晓妮:《债务空间留存度如何影响融资平台杠杆率——来自地市级政府预算执行公报的经验证据》,《南开经济研究》2022年第6期。
- 5.吉富星:《专项债绩效管理的制度环境和运行体系优化研究:基于不确定性视角》,《财政研究》2020年第7期。
- 6.蒋菊平、李洪侠:《探索中完善专项债制度》,《中国财政》2015年第10期。
- 7.李永友、杨春飞:《中国财政抉择弹性空间估计》,《经济研究》2023年第5期。
- 8.刘穷志、赵大鹏、刘夏波:《地方隐性债务、官员激励与PPP投资》,《广西财经学院学报》2023年第3期。
- 9.龙腾、罗美娟:《财政空间与财政政策的周期选择——基于跨国面板数据的实证研究》,《经济体制改革》2022年第4期。
- 10.龙小燕、陈旭、黄亦炫:《地方政府专项债券拉动基础设施投资的效应》,《金融论坛》2021年第7期。
- 11.毛捷、马光荣:《政府债务规模与财政可持续性:一个研究综述》,《财政科学》2022年第11期。
- 12.世界银行:《超越年度预算——中期支出框架的全球经验》,财政部综合司译,中国财政经济出版社2013年版。
- 13.王博、赵森杨、罗荣华、彭龙:《地方政府债务、空间溢出效应与区域经济增长》,《金融研究》2022年第8期。
- 14.王阳、温忠麟、王惠惠、管芳:《第二类有中介的调节模型》,《心理科学进展》2022年第9期。
- 15.吴亚平:《完善地方政府专项债作为项目资本金研究》,《宏观经济研究》2021年第11期。
- 16.徐军伟、毛捷、孙浩:《地方政府专项债券与PPP融合发展》,《地方财政研究》2020年第7期。
- 17.Ahmad, A., McManus, R., & Ozkan, F. G., Fiscal Space and The Procyclicality of Fiscal Policy: The Case For Making Hay While The Sun Shines. *Economic Inquiry*, Vol. 59, No. 4, 2021, pp. 1687-1701.
- 18.Albonico, A., Ascari, G., & Gobbi, A., The Public Debt Multiplier. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 132, 2021, 104204.
- 19.Barro, R. J., Government Spending in a Simple Model of Endogeneous Growth. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No.5, 1990, pp. S103-S125.
- 20.Caner, M., & Hansen, B. E., Instrumental Variable Estimation of a Threshold Model. *Econometric Theory*, Vol. 20, No.5, 2004, pp. 813-843.
- 21.Sims, C.A., Implications of Rational Inattention. *Journal of monetary Economics*, Vol. 50, No. 3, 2003, pp. 665-690.
- 22.Hansen, B.E., Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference. *Journal of Econometrics*, Vol. 93, No. 2, 1999, pp. 345-368.
- 23.International Monetary Fund, Assessing Fiscal Space An Initial Consistent Set of Considerations. IMF Policy Papers, 2012.

24. Maćkowiak, B., Matějka, F., & Wiederholt, M., Rational Inattention; A Review. *Journal of Economic Literature*, Vol. 61, No. 1, 2023, pp. 226–273.
25. Ramey, V., & Zubairy, S., Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data. *Journal of Political Economy*, Vol. 126, No. 2, 2018, pp. 850–901.
26. Seo, M. H., Kim, S., & Kim, Y. J., Estimation of Dynamic Panel Threshold Model Using Stata. *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata*, Vol. 19, No. 3, 2019, pp. 685–697.

The Economic Stabilization Effect of Local Government Special Debt under the Constraint of Fiscal Space

DU Shuang (National Academy of Economic Strategy, CASS, 100006)

DENG Lei, NIU Mengru (Beijing Technology and Business University, 102488)

Summary: To prevent and dissolve local debt risk, China's new budget law, enacted in 2015, allows local governments to issue special debts, providing a formal financing channel for local investment. Over the years, Local Government Special Debt (LGSD) has become a critical source of infrastructure financing and a key tool for economic stabilization under proactive fiscal policies. Further exerting the growth effects of LGSD is critical for ensuring targeted and efficient fiscal policies. While LGSD has expanded in scale and quotas in recent years to support local construction and high-quality development, its economic growth effects have fallen short of expectations, as evidenced by the declining trend in infrastructure investment growth.

The literature and surveys suggest that fiscal space may impact the effectiveness of LGSD. The current underperformance of LGSD is possibly linked to the fiscal space constraint, which is the leeway to implement fiscal policies without compromising the government's refinancing ability or debt sustainability. Earlier studies have noted the non-linear impact of LGSD but have not clarified the specific mechanisms at play. This study constructs a theoretical framework to analyze the economic growth effects of LGSD, deriving and decomposing the LGSD multiplier to arrive at the theoretical propositions based on the intrinsic interconnections of the main components of the local government budget. Additionally, an endogenous threshold panel model is used to empirically test the threshold effect of fiscal space on the LGSD's economic growth impact, with the threshold estimated as a byproduct, which should be taken seriously for the sustainability of LGSD and the local fiscal system.

The marginal contributions of this paper are as follows. First, it reveals the link between fiscal space and the economic impact of LGSD by constructing a theoretical framework. Second, it provides empirical evidence for this relationship. Unlike other countries where fiscal space influences the fiscal multiplier via debt cost, this mechanism is not applicable in China where the pricing of LGSD is not fully determined by the market. Based on the unique characteristics of LGSD, this paper explores its overall growth effect, regional heterogeneity, and the effectiveness of the LGSD's capitalization policy. Third, it broadens the research perspective on local fiscal space by adopting a dynamic perspective and focusing on the interconnections among different local government budget components, offering a novel analytical framework for understanding the complexity of local fiscal space. Fourth, it provides new evidence on the possible transmission of local fiscal pressure into policy inefficiency, highlighting the moderating role of

local fiscal space constraints.

The challenge lies in constructing a theoretical model and conducting empirical analysis to capture the dynamics of local fiscal space constraints and the varied economic effects. Building on the Barro (1990) model, existing literature, suggestions from external audit experts, and stylized facts, the theoretical model was refined to formulate empirically testable propositions. Results indicate that the present LGSD multiplier is significantly constrained by local fiscal space because LGSD's economic stabilizing effects weaken when a local government's fiscal space exceeds the identified threshold. Currently, most Chinese provinces have exceeded this threshold, measured with different scopes, though economically strong provinces face fewer constraints, leaving some space for LGSD policy.

To sustain LGSD's efficiency in economic stabilization, the following suggestions are made. First, the government could build an LGSD management system compatible with the high-quality development strategy. The quality of LGSD-funded projects should be enhanced by clarifying their functions, revenue expectations, and long-term benefits, and coordinating different public investment modes. Additionally, the range of LGSD investment and the scope of LGSD-funded projects should be reasonably expanded. Second, a positive feedback loop between fiscal space and economic growth should be fostered. Local fiscal space management needs to be strengthened to improve sustainability by coordinating various local fiscal resources. In terms of risk prevention, more attention should be paid to the general fiscal space. For policy efficiency, the government should coordinate financial resources to enhance policy targeting. In addition, the central and local fiscal departments should coordinate to better allocate fiscal resources. Third, the incentive and punishment mechanisms need to be built to stimulate local governments' prudent and active management of LGSD. For example, debt rules, including ceilings, growth limits, and exception clauses, should be developed as a flexible and binding system. Also, within the medium-term government budget framework, future and current fiscal resources should be better balanced, and local governments should pay more attention to fiscal sustainability and avoid overuse of future fiscal management capacity.

Keywords: Local Government Special Bonds, Fiscal Space, Economic Growth, Debt Multiplier, Endogenous Threshold Panel Model

JEL: E62, H63, O41

责任编辑:余多宝