

地方财政风险金融化：来自城商行的证据^{*}

张 甜 曹廷求

内容提要：本文从地方角度，采用城市商业银行样本，通过考察地方财政风险对城商行资产负债行为的影响验证了财政风险向金融风险的转化。结果显示，无论从收支失衡的静态角度，还是从可持续性的动态角度，地方财政风险越大的地区，城商行中长期贷款投放和影子银行业务占比越高，且两类资产业务占比越高的银行有更高的同业负债比率，继而具有更大的流动性风险。然而，位于财政风险较大地区的城商行，两类资产业务与同业负债比率的正向关系反而更弱。进一步研究发现，财政风险越高的地区，城商行同业负债融资成本越高，从而弱化了上述正相关关系。在地方财政风险下，城商行同业负债依赖性和融资成本同时提高，扩大了流动性风险隐患，产生了财政风险的金融化。本文研究对我国防范化解金融风险和商业银行流动性监管具有重要的启示。

关键词：财政风险金融化 地方财政风险 城市商业银行 风险转化

作者简介：张 甜，山东大学经济学院博士生，250100；

曹廷求，山东大学经济学院教授、博士生导师，250100。

中图分类号：F832.2 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2022)04-0021-15

一、引 言

防范化解重大风险是党的十九大提出的三大攻坚战之一。习近平总书记指出，防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本任务。系统性金融风险的核心概念是风险传染，来自单个部门的冲击被机构和市场间的关联等机制所放大，会产生较强的负外部性，可能导致整个金融系统的风险爆发。随着我国金融业规模的持续扩大以及产业链条的不断拉长，风险跨部门、跨市场的传染性相应增强，单一部门风险向金融风险的转化已成为引发系统性金融风险的重要诱因。其中，财政和金融由于在体制环境、政策选择和制度安排上相互作用和影响，财政风险的金融化成为上述风险转化的主要形式之一。

近年来，我国地方政府债务规模不断攀升，部分地区债务风险凸显，伴随经济增速放缓，地方财政收支矛盾日益突出，财政金融风险防控愈加重要。在此背景下，探究财政风险向金融风险的

^{*} 本文受“泰山学者”专项工程资助。感谢匿名审稿专家的宝贵建议，文责自负。张甜电子邮箱：zhangt1012@126.com。

转化路径具有重要意义。尽管财政风险对金融风险的传染备受关注,但渐进式改革路径和尚未完善的财政金融体制使我国财政风险的金融化溢出尤为复杂。现有文献虽表明我国财政风险会影响金融系统稳定性(毛锐等,2018),但多集中于理论层面的探讨或基于一般均衡模型的分析,鲜有研究提供源于现实的直接证据。我们认为财政风险金融化是财政风险对金融系统产生的负外部性,表现为财政风险向金融领域的溢出和向金融风险的转化(曹廷求、张甜,2020)。因此,本文尝试从地方角度分析财政风险向金融风险的转化机制。

我国地方政府对辖区城市商业银行(以下简称“城商行”)经营的干预为我们的研究提供了良好样本。一方面,地方政府对城商行具有较强的控制力。自城商行成立之初,地方政府就确立了对城商行的实际控制权。尽管市场化改革使地方政府对城商行的股权比例有所下降,但依然约有75%的城商行第一大股东为地方政府或国有企业(祝继高等,2020),能够对城商行的经营施加实质性影响;另一方面,改革开放以来,地方政府为经济增长展开的竞争主要表现为投资的竞争(张军等,2007),而财政分权化改革极大地降低了地方财政投入能力。作为推动经济增长的重要资源,地方政府控制的城商行自成立起就被视为“第二财政”,金融资源被异化为财政资金(周立,2003),这使地方财政风险存在向金融风险转移的可能。

那么,地方财政风险如何产生对城商行的风险传染呢?本文采用2010—2019年我国城商行样本,从静态和动态两个视角分析地方财政风险对城商行资产结构的影响,并进一步讨论这种影响如何作用于同业负债,继而探究对城商行流动性风险的改变。此外,我们还从同业负债融资成本角度,考察了地方财政风险对城商行流动性获得的影响。

本文的贡献主要有三点。第一,拓展了财政风险金融化的研究,从地方角度探讨了财政风险如何作用于城商行资产负债结构并产生流动性风险的积聚,为现有关于财政风险向金融风险转化的理论分析提供了微观证据,这对于我国防范化解系统性金融风险具有重要启示。第二,深化了地方政府对城商行行为影响的研究,阐释了城商行如何通过主动负债以应对在财政风险下资产结构的变化,将目前对城商行信贷行为和绩效影响的探讨扩展到对负债行为的分析,这有助于深化理解城商行的经营行为,为我国商业银行流动性风险防范和流动性监管加强提供了新的视角。第三,相比目前主要从贷款角度来阐释地方财政风险对金融资源配置的作用,本文关于财政风险对影子银行业务变动的分析丰富了地方政府对金融资源配置影响的研究,为探究影子银行的产生提供了新的证据。

二、文献综述

目前关于财政风险金融化的已有文献主要集中在政府债务风险对金融系统的影响。国外研究侧重于主权债务风险的传染。由于政府债券在金融系统中的重要作用,金融机构对政府债券的大量持有加剧了其对主权债务的风险暴露程度,债务风险引发的政府债券贬值不仅形成银行资产损失,还会降低政府债券作为抵押品的价值而削弱金融机构的融资能力(Acharya等,2014);另外,由于政府担保的存在,债务风险弱化了其对金融机构的担保能力,进而增加投资者担忧并提升金融机构融资成本(Leonello,2018)。已有研究也从实证角度证实了主权债务风险对金融机构的负面影响(Gennaioli等,2014)。

国内财政风险与金融风险的关联性研究侧重于地方政府债务角度,仍处于探索阶段。在目前银行占主导的金融体系中,地方政府债务以多种形式存在于商业银行的资产负债表中,现

有研究多通过构建动态随机一般均衡模型来分析债务扩张对银行系统的影响。地方政府债务扩张不仅会推升通胀水平,导致资产价格泡沫累积(吴盼文等,2013),还会导致信贷配给效率扭曲并最终触发系统性金融风险(毛锐等,2018)。少量学者还从区域层面检验了政府债务扩张对金融风险的溢出效应(沈丽、范文晓,2021),发现债务风险会放大本地区及邻近地区的金融风险。

本文论题还与地方政府干预城商行经营行为的研究相关。由于垂直管理体系限制了地方政府对全国性商业银行经营行为的影响力,其实际控制下的城商行是干预的主要对象(钱先航等,2011)。地方政府干预城商行经营行为主要基于两方面的原因:一是地方官员政绩观使然,地方官员的晋升标准由思想表现为主转变为以经济绩效为主,政绩竞争进而转向经济增长竞争并表现为投资竞争,最终要靠金融资源支持(巴曙松等,2005),是以激励地方政府干预辖区金融机构;二是地方政府自身财政压力,分税制改革后地方政府财政自主能力被削弱,以财政资金进行基础设施投资的能力相应降低,迫使地方政府加强对辖区金融机构的控制,金融资源被异化为财政资金(周立,2003)。在地方政府干预下,辖区城商行信贷总量和期限结构发生显著变化,不仅贷款投放占比提高,且更大比例的信贷资金被引导流向中长期贷款以拉动经济增长(钱先航等,2011),国有经济部门也因基础设施建设方面的比较优势获得了更多信贷支持(祝继高等,2020)。受此影响,城商行经营业绩受到损害,具有较高的不良贷款率、偏低的总资产收益率,经营审慎程度也随之减弱(张光利、曹廷求,2015),经营脆弱性加剧。

可以看出,一方面,已有研究表明财政风险能够产生向金融风险的传染,但大多聚焦在基于理论模型的分析以及区域层面的探讨,鲜有涉及我国地方财政风险引发金融风险的微观层面阐述;另一方面,现有研究说明了地方政府信贷干预的动机,分析了对城商行贷款行为以及由此产生的经营绩效、审慎性等方面的影响,但少有文献探讨城商行如何通过主动负债来应对这种影响并因此带来了怎样的风险变化。本文利用城商行微观数据,基于地方财政风险对城商行资产投放和主动负债影响的分析,探究其如何产生财政风险向金融风险的转化,以考察风险转化过程和作用机制,为财政风险的金融化提供新的证据。

三、理论分析与假说提出

地方财政风险向金融风险的转化存在一个过程,涉及城商行的资产投放和主动负债行为,因此对于地方财政风险对城商行流动性风险形成的作用经过,我们分阶段从地方政府和城商行两个角度来分析。

(一) 地方财政风险与城商行资产业务投放

从政府角度,地方政府有能力也有动力干预城商行长期资产业务投放以减小财政风险。尽管随着金融体制改革的不断深化,地方政府对城商行经营干预程度有所下降,但其依然能够通过掌握的财政存款、财政补贴、高管任免权等资源以诱导金融机构加大对当地经济建设的资金支持(徐忠,2018),如利用财政专户存款影响辖区金融机构增加符合政府导向的投放贷款(黄薇等,2016)。另外,提高财政可持续性,降低财政风险,核心在于促进地方经济增长,而实现经济增长的重要推手是固定资产投资,其最终要靠金融资源来支持(巴曙松等,2005)。此时,地方政府具有强烈的动机利用城商行长期资金来支持地方建设。

同时,平台公司在地方固定投资中扮演了重要角色,2010年后,对地方平台贷款的限制使城商

行开始通过影子银行渠道满足其融资需求。Chen 等(2020)发现,商业银行采用信托贷款、理财业务等替代了原有银行贷款为地方平台融资,而财政风险较大的地区更需要通过影子银行保证基建投资,已有研究表明影子银行与地方政府债务规模存在正向关系(吕健,2014)。根据样本统计,在财政风险高于均值的地区,城商行中长期贷款投放和影子银行比率分别高于均值 1.27 个、0.97 个百分点,而在财政风险最大的 10 个地区,两比率则高于均值 3.72 个、3.39 个百分点。另外考虑到城商行长期资金主要用于支持地方基础设施建设,本文根据张军等(2007),以电力煤气及水的生产和供应行业、交通运输仓储以及邮电业、水利环境和公共设施管理业三类投资来测算基础设施建设的投资,我们还统计了城商行数量最多的辽宁(12 家)、河北(11 家)、山东(11 家)和浙江(10 家)四省份城商行 2010—2019 年投向上述三个行业的贷款占比,四省份基建贷款投放占比均值分别为 9.09%、9.05%、5.70% 和 4.56%,由此显示财政风险较大的辽宁、河北两省份投向基础设施建设的资金比率均较高。上述事实反映出财政风险越大的地区,城商行越可能增加中长期资金以促进当地的经济发展。

具体到本文论题,为缓解短期财政压力、提升长期财政可持续性,降低财政风险,地方政府具有很强的动力干预城商行提高中长期贷款和影子银行业务投放比率。首先,金融资源与财政支出具有较高的互补性,银行资金进入地区固定投资的比例提高,即意味着地方政府投资支出的减少,能够缓解财政支出压力,减轻收支失衡引发的短期财政风险。其次,银行资金更多地流向中长期基建项目,能够促进地方投资,带动经济发展并增加税收,有助于从中长期扩充财政收入,提升财政空间,强化财政可持续性。最后,作为地方投资的重要实施主体,地方政府会从多方面支持平台公司(张路,2020)。在传统信贷难以满足资金需求而影子银行迅速发展时,政府极有可能干预城商行影子银行业务投放,以帮助平台公司获得资金增加投资,推动经济增长。基于已有文献和我国现实背景,本文提出假设 1a 和 1b。

假设 1a:随着地方财政风险的增大,城商行中长期贷款比率越高。

假设 1b:随着地方财政风险的增大,城商行影子银行业务比率越高。

(二)城商行资产业务投放与同业负债

从城商行角度,城商行具有提高同业负债比率以扩大资产规模的动机。作为区域性商业银行,我国城商行定位于服务地方经济建设,经营范围多集中在一个或某几个特定区域,客户数量和市场体量有限,吸存压力较大,规模扩张受到限制。尽管长期以来城商行与地方政府关系密切,能够获得地方政府在资本金补充、财政存款、信贷项目等方面的支持(黄建军,2010),但其资产规模扩张需求依然难以得到满足。尤其是随着银行业竞争程度提升,存款竞争中的劣势地位将使城商行存款吸收越发困难。

主动负债是商业银行扩大资产业务、缓解流动性压力的重要方式。伴随利率市场化改革推进和金融创新发展,以理财业务、同业业务为代表的主动负债业务规模快速膨胀,因监管要求较低,如同业存单在很长一段时间未纳入 MPA 考核,城商行扩大买入返售、同业存单等同业负债业务以满足资金需求,并成为其重要的融资渠道(刘向明等,2020)。根据 Wind 统计,以城商行为主的小型银行同业负债持续正增长,与资产规模扩张速度存在较强的正向关系,表明同业负债在城商行规模扩张中发挥了重要作用。在地方政府干预下,中长期贷款投放和影子银行业务比率的提高增加了城商行的长期资金占用,强化了流动性约束,阻碍了其资产规模扩张。此时,在传统存款业务无法满足规模扩大需求时,城商行极有可能会提高同业负债比率来获取流动性,以保持资产规模持续增长。基于以上分析,本文提出假设 2a 和 2b。

假设 2a:城商行中长期贷款比率越高,其同业负债比率越高。

假设 2b:城商行影子银行业务比率越高,其同业负债比率越高。

(三)城商行同业负债与流动性风险

通过主动负债,城商行实现了资产规模扩张,但也因此埋下了流动性风险隐患。从现实情况来看,一方面,城商行对同业负债呈现较强的依赖性。以城商行为主的中小银行是金融市场的资金净融入方,如图 1 所示,2011—2017 年中小银行回购和拆借资金净融入之和均大于零;并且城商行同业存单发行规模及规模占比亦总体呈上升趋势,截至 2019 年,其发行规模已超过同业存单全部发行量的 50% 以上,对同业存单的依赖性增强。另一方面,城商行同业负债资金以短期资金为主。一是金融机构间往来的短期资金占比较高,同业拆借和质押回购 1 天期成交量占总成交量的比重平均保持在 80% 以上;二是同业存单发行期限基本在 1 年以内,而期限低于 6 个月的存单发行金额占比平均达到 67.17%,可见城商行更依赖短期同业负债。

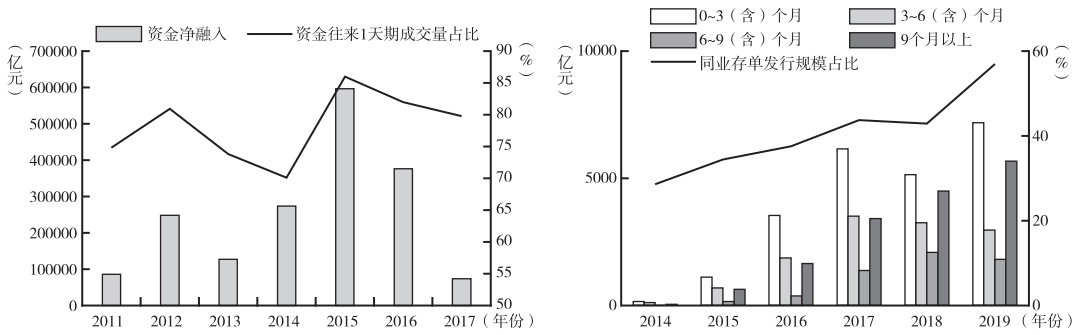


图 1 我国城商行同业负债情况

然而,商业银行对短期批发性融资的依赖容易使其陷入流动性风险,发生流动性危机(Brunetti 等,2011)。一方面,由于批发性资金易受预期因素、政策环境以及市场事件的影响,同储蓄存款相比,在资金获得性和融资成本方面极不稳定,同业负债占比增加意味着银行可用稳定资金减少,流动性风险抬升。另一方面,城商行负债端集合了大量短期同业资金,而资产端中长期贷款和影子银行等长期资金占比却提高,期限错配严重,削弱了经营稳定性,容易引发流动性风险。基于以上分析,本文提出假设 3。

假设 3:城商行同业负债比率越高,其流动性风险越大。

综上,我们可以描绘财政风险向金融风险的转化机制。如图 2 所示,地方政府面临财政风险时,为推动经济发展、提高财政可持续性,会引导城商行增加中长期贷款和影子银行业务投放,导致长期资产占比提高;城商行为应对产生的规模扩张压力会进行主动负债,扩大短期同业负债比例,从而加剧期限错配,形成流动性风险的累积,产生财政风险的金融化。

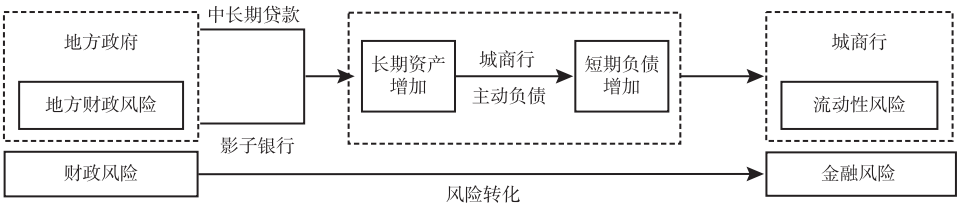


图 2 地方财政风险向金融风险的转化机制

四、研究设计与描述性统计

(一)模型设定与变量定义

本文采用以下模型验证地方财政风险对城商行资产业务投放和主动负债行为的作用,继而检验对城商行流动性风险的影响。模型(1)考察地方财政风险对城商行中长期贷款投放和影子银行业务比率的影响,模型(2)考察城商行两种资产业务比率对同业负债规模的作用,模型(3)检验城商行同业负债比例对流动性风险的累积。我们在模型中对核心解释变量进行一阶滞后处理以减少内生性问题,同时控制了时间和地区效应。另外,本文在模型(2)、(3)中控制地方财政风险,以考虑其对城商行同业负债行为和流动性风险的直接影响。

$$Loanl_{ict}(Shdw_{ict}) = \alpha + \beta_1 FR_{ict-1} + \delta X_{ict} + \sum YearEffect + \sum CityEffect + \varepsilon_{ict} \quad (1)$$

$$Inter_{ict} = \alpha + \beta_1 Loanl_{ict-1}(Shdw_{ict-1}) + \beta_2 FR_{ict-1} + \delta X_{ict} + \sum YearEffect + \sum CityEffect + \varepsilon_{ict} \quad (2)$$

$$Risk_{ict} = \alpha + \beta_1 Inter_{ict-1} + \beta_2 FR_{ict-1} + \delta X_{ict} + \sum YearEffect + \sum CityEffect + \varepsilon_{ict} \quad (3)$$

模型涉及的变量有:(1)地方财政风险 FR 。财政风险根源于政府能够调动的资源和承担的义务之间的平衡,包括静态平衡和动态平衡。财政收支失衡是诱发财政风险的重要因素,地方财政压力立足当期静态水平,诠释财政收入与支出的匹配程度;政府债务负担率从财政可持续性视角反映动态财政风险,刻画政府债务融资的限度和余留的财政空间(中国财政科学研究院宏观经济研究中心课题组,2016)。基于此,本文采用城商行所在地级市财政压力和政府债务负担率分别衡量静态财政风险 SFR 和动态财政风险 DFR ,分别采用(一般公共预算支出 - 一般公共预算收入)/一般公共预算收入和(地方政府债券余额 + 地方城投债余额)占 GDP 比重计算。两个指标数值越高表明地方财政风险越大。

由于目前我国地方政府债务数据公开程度有限,借鉴毛捷和黄春元(2018),按照显性债务和或有债务的类型估算地方债务规模,地方债务余额 = 地方政府债券余额 + 地方城投债余额。在城投债数据清洗中,我们首先根据债券缩写和债券名称剔除重复观测值,然后与中国货币网、中国债券信息网以及和讯网等网站公布的债券发行信息进行核对,补充遗漏的债券发行观测值,以确保统计数据的准确性,最终根据发行人所在地级市进行汇总。

(2)中长期贷款投放比率 $Loanl$ 。借鉴钱先航等(2011),该指标为中长期贷款与总资产之比。

(3)影子银行业务比率 $Shdw$ 。根据影子银行的运作模式可知,其资金流向主要包括表内信贷资产表外化和类信贷资产,前者包括信托贷款和委托贷款,后者包括同业代付、买入返售和应收款项类投资,其中委托贷款数据来源于银行财报附注中或有事项及承诺中所披露数据,信托贷款源于未纳入财务报表中信息披露部分,在计算时剔除了买入返售和应收款项类投资中已计入的信托贷款,以免重复计算。根据郭晔和赵静(2017),本文将上述两部分资产之和作为影子银行业务规模的代理变量。影子银行业务比率即为影子银行规模与总资产的比值。

(4)同业负债比率 $Inter$ 。根据中国人民银行对同业负债的定义,参照刘向明等(2020),同业负债包括同业存放款项、拆入资金、卖出回购金融资产和发行的同业存单。同业负债比率为同业负

债与总负债的比值。

(5)流动性风险 *Risk*。该指标采用净稳定资金比例(Net Steady Finance Ratio, NSFR)作为城商行流动性风险的代理变量。根据《巴塞尔协议Ⅲ》,NSFR 旨在确保商业银行具有充足的稳定资金来源,反映了银行整体资产负债期限匹配程度,定义为商业银行可用稳定资金与业务所需稳定资金之比。借鉴 Federico 和 Vazquez(2012),其计算公式为 $\sum L_i w_i / \sum A_j w_j$,其中 L_i 和 A_j 分别代表负债和资产方项目, w_i 和 w_j 分别为负债方项目和资产方项目的权重,权重比例依据廉永辉和张琳(2015)的设定,NSFR 值越大,银行流动性风险越小。

(6)控制变量 *X*。根据钱先航等(2011),本文选取了商业银行的股权性质(*State*)和第一大股东持股比例(*Share*)以控制地方政府所有权影响;与众多学者一致(张光利、曹廷求,2015;祝继高等,2020),我们也控制了可能影响城商行经营行为的其他变量,包括贷款比率(*Loan*)、总资产对数值(*Asset*)、资本充足率(*CAP*)、存贷比(*LTD*)、不良贷款率(*NPL*)等银行特征,以及各地区的 GDP 增长率(*GDP*)以控制地区经济水平的影响。

(二)数据来源与描述性统计

由于我国同业业务和影子银行在 2010 年后快速增长,故本文以 2010—2019 年城市商业银行作为研究样本,剔除缺失的观测值,最终获得 79 家城商行共计 544 个样本,占城市商业银行总数的 39.36%。^① 城商行数据来源为各家城商行年报,地方财政风险数据来源于《中国财政年鉴》和 Wind 数据库,其他经济数据来源于各地级市统计年鉴。

表 1 主要变量的描述性统计

变量	变量名	样本数	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>SFR</i>	静态财政风险	544	0.6890	0.6887	-0.4242	0.4776	3.5281
<i>DFR</i>	动态财政风险	544	0.3002	0.1425	0.0038	0.2786	1.0805
<i>Loanl</i>	中长期贷款比率	544	0.1583	0.0667	0.0128	0.1575	0.4322
<i>Shdw</i>	影子银行业务比率	544	0.1978	0.1138	0.0029	0.1851	0.5225
<i>Inter</i>	同业负债比率	544	0.2267	0.1028	0.0000	0.2373	0.5283
<i>Risk</i>	流动性风险	544	1.0578	0.1578	0.5952	1.0514	1.9431
<i>State</i>	股权性质	544	0.5722	0.4952	0.0000	1.0000	1.0000
<i>Share</i>	第一大股东持股比例	544	0.1815	0.1205	0.0417	0.1628	0.7709
<i>Loan</i>	贷款比率	544	0.4161	0.0892	0.1772	0.4132	0.7422
<i>Asset</i>	银行规模	544	16.8143	0.9213	14.1100	16.8200	19.4300
<i>CAP</i>	资本充足率	544	0.1284	0.0200	0.0558	0.1262	0.4093
<i>NPL</i>	不良贷款率	544	0.0151	0.0095	0.0000	0.0140	0.1325
<i>LTD</i>	存贷比	544	0.6397	0.1103	0.3068	0.6526	0.9521
<i>GDP</i>	经济增长速度	544	0.0774	0.0335	-0.1230	0.0795	0.1750

① 城商行以非上市银行为主体,与已有研究类似,本文也存在由非上市城商行年报的自愿披露以及信息披露不完整导致的缺失值较多的问题。2010—2019 年,本文研究样本总资产合计占全部城商行样本总资产的 78.94%,净利润占比为 82.06%,说明尽管本文样本观测值数量仅占全部城商行数量的 39.36%,但具有较强的代表性。而且,样本平均资产收益率(*ROA*)、资本充足率分别为 0.88%、12.84%,全部城商行两指标分别为 0.83%、12.63%,表明两组样本在盈利能力、抵御风险能力方面并不存在显著偏差。另外,我国城商行地域分布差异较大,本文样本共涉及 28 个省区市的 69 个城市,其中东部地区有 30 家城商行,东北、中部、西部地区均为 13 家,基本覆盖我国各大区域。

表 1 是主要变量的描述性统计。就地方财政风险而言, *SFR* 的均值为 0.6890, *DFR* 均值的为 0.3002, 表明地方政府一般公共预算支出平均约为一般公共预算收入的 1.5 倍, 地方政府债务余额平均达到 GDP 的 30%, 地区财政风险有所凸显。银行流动性风险 *Risk* 的均值为 1.0578, 高于《商业银行流动性风险管理办法》要求的 100% 底线, 且最小值为 0.5952, 可见我国城商行流动性风险水平较高。

五、实证结果分析

(一) 基准回归结果

1. 地方财政风险与城商行资产业务投放

由表 2 结果可知, 地方财政风险会显著提高城商行中长期贷款投放比率和影子银行业务比率。具体而言, 从静态财政风险来看, 地方财政风险每上升 1 个单位, 辖区城商行的中长期贷款投放比率会提高 0.0196 个百分点, 影子银行业务比率提高 0.0565 个百分点。从动态财政风险来看, 列(3)、列(4)财政风险系数均在 5% 的水平下显著为正, 地方财政风险每增加 1 个单位, 城商行中长期贷款和影子银行业务比率分别抬升 0.0734 个、0.1548 个百分点。与中长期贷款投放比率相比, 地方财政风险对城商行影子银行业务的提升作用更大, 结果支持假设 1a 和 1b。

表 2 地方财政风险与城商行资产业务投放

变量	模型 1			
	<i>Loanl</i> (1)	<i>Shdw</i> (2)	<i>Loanl</i> (3)	<i>Shdw</i> (4)
L. <i>SFR</i>	0.0196 ** (2.13)	0.0565 *** (3.02)		
L. <i>DFR</i>			0.0734 ** (2.44)	0.1548 ** (2.06)
常数项	-16.4559 (-1.02)	-54.9770 (-1.53)	-17.2524 (-1.07)	-58.7818 (-1.63)
<i>YearEffect</i> & <i>CityEffect</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	544	544	544	544
Adj. <i>R</i> ²	0.7417	0.6622	0.7426	0.6572

注: 括号内是经 robust 修正的 t 值。*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。下同。

以上结果符合地方财政风险对城商行信贷影响的认知。在财政风险较大的地区, 地方政府有强烈的动机通过城商行获取资金以弥补预算内财政资金不足, 并引导信贷流向对经济增长拉动较大的基础设施建设等中长期固定资产投资。尤其 2010 年以后, 受平台贷款管控影响, 城商行通过银信、银保合作等方式使大量影子银行资金流入平台公司, 以继续支持地方基础设施建设, 并成为地方政府拉动经济增长重要的资金来源(吕健, 2014)。

2. 城商行资产业务投放与同业负债

以上结果表明地方财政风险提高了城商行长期贷款投放比率和影子银行业务比率, 导致其长期资金占用增加, 加剧了城商行流动性约束和资产规模扩张压力。那么, 城商行如何通过同业负

债以应对这种影响？

表 3 模型 2 结果显示,中长期贷款投放比率和影子银行业务比率越高的城商行,其同业负债比率也越高。具体来说,在控制财政风险后,列(1)和列(2)中长期贷款投放比率系数分别为 0.1250 和 0.1506,且显著为正,说明 $t-1$ 期城商行中长期贷款增加,其 t 期同业负债比率会相应提高。同样列(3)、列(4)的影子银行业务比率的系数在 1% 的水平下分别为 0.1467 和 0.1624,显示 $t-1$ 期影子银行业务比率提升后,城商行 t 期同业负债比率会随之扩大,并且影子银行规模扩张带来同业负债的增加幅度更大,假设 2a 和 2b 获得支持。

表 3 地方财政风险、城商行资产业务投放与主动负债行为				
变量	模型 2			
	<i>Inter</i> (1)	<i>Inter</i> (2)	<i>Inter</i> (3)	<i>Inter</i> (4)
L. <i>Loanl</i>	0.1250 ** (2.20)	0.1506 *** (2.61)		
L. <i>Shdw</i>			0.1467 *** (3.67)	0.1624 *** (4.01)
L. <i>SFR</i>	0.0409 *** (3.83)		0.0641 *** (3.82)	
L. <i>DFR</i>		0.0578 (1.63)		0.0415 (0.74)
常数项	-26.4153 (-1.41)	-28.4701 (-1.49)	-28.4701 (-1.49)	-6.2039 (-0.22)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearEffect</i> & <i>CityEffect</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	544	544	544	544
Adj. R^2	0.8552	0.8507	0.7022	0.6906

我国城商行资本充足率较低,普遍存在流动性紧张的情况。在地方财政风险下,城商行长期资产占比提升,资金占用增加,进一步强化其流动性约束。而同业负债因监管要求宽松,成为城商行获取资金的重要渠道,在面临流动性压力时,城商行自然会提高同业负债比率以持续扩大资产规模,这与我们所观察到的小型银行同业资金净流入的现象一致。另外,表 3 结果显示,地方财政风险会直接影响城商行同业负债比率。地方政府具有扩张当地金融规模以拉动经济增长的强烈动机,当财政风险较高时,地方政府会直接干预城商行主动负债行为来扩大其资产规模,以使更多金融资源流入本地促进经济增长。

3. 城商行同业负债与流动性风险

为应对长期资产占用增加,城商行扩大了同业负债规模,接下来我们考察这一行为对城商行流动性风险的影响。表 4 回归结果展示,同业负债比率越高的城商行,流动性风险越大。由列(1)和列(2)可知,同业负债比率的系数分别为 -0.4690 和 -0.4898,且均在 1% 的水平下显著,由于 *Risk* 数值越小代表风险越高,说明城商行同业负债比率提升,其流动性风险会随之扩大,假设 3 获得支持。究其原因,一方面,城商行同业负债主要源自金融市场,而金融市场容易受到资金波动、货币政策等宏观环境影响,同业负债比率提高意味着城商行资金来源稳定性降低。另一方面,同

业负债比率的提高往往伴随储蓄存款比率的下降,即银行可用稳定资金减少,降低了其对市场冲击的应对能力(项后军、曾琪,2019),加大了流动性风险隐患。另外,已有研究表明当财政风险较高时,地方政府对城商行资金需求较强,增加投资刺激经济发展的方式会提高城商行流动性风险(尹威、刘晓星,2017)。本文研究表明,地方财政风险可能并不会直接作用于流动性风险,而是通过影响城商行资产负债行为间接放大该风险。

表 4 地方财政风险、城商行同业负债与流动性风险

变量	模型 3	
	<i>Risk</i> (1)	<i>Risk</i> (2)
L. <i>Inter</i>	- 0. 4690 *** (- 4. 28)	- 0. 4898 *** (- 4. 47)
L. <i>SFR</i>	- 0. 0203 (- 0. 63)	
L. <i>DFR</i>		0. 1134 (1. 08)
常数项	155. 6433 *** (2. 76)	160. 6800 *** (2. 85)
<i>Controls</i>	YES	YES
<i>YearEffect</i> & <i>CityEffect</i>	YES	YES
<i>N</i>	544	544
Adj. <i>R</i> ²	0. 4635	0. 4646

综上所述,实证结果支持了本文财政风险向金融风险转化机制的理论假设。为减轻财政风险,地方政府干预城商行提高中长期贷款投放和影子银行业务以拉动经济增长,而为缓解由此带来的流动性监管和资产规模扩张压力,城商行会扩大同业负债比率以获取资金,从而加剧流动性风险,产生财政风险向金融风险的转化。

(二)财政风险异质性分析

前文证实了地方财政风险会扩大城商行同业负债比率,但地方财政风险是异质性的,会带来城商行资产投放的差别并影响其主动负债行为。本文在模型 2 中将 *Loanl* (*Shdw*)与 *FR* 做交互项,以考察上述正相关关系是否因地方财政风险不同而存在差异。考虑变量间相关性较大,我们对上述变量进行中心化处理后再相乘,经处理后每个变量的 *VIF* 值都远小于 10。

表 5 为加入交互项后的结果,L. *Loanl* 和 L. *Shdw* 的系数依然显著为正,除列(1)外,其余交互项的系数均显著为负,表明中长期贷款投放比率和影子银行业务占比较高的城商行,确实具有更高的同业负债比率,但该正向关系在财政风险较大的地区反而更弱。这与我们的认知相左,财政风险较大的地区,地方政府越可能干预城商行信贷行为以实现其政绩目标,从而导致城商行具有更大的流动性压力和更强的同业负债扩张动机。那么,为何两类资产业务提高对城商行同业负债的扩张作用在财政风险较大的地区反而更弱呢? 考虑到城商行获取同业负债除受自身特征等主观因素影响,也受政策环境、市场预期等客观因素限制,我们推测所呈现实证结果可能与城商行同业负债获得难易程度有关,将进一步分析检验。

表 5 财政风险异质性分析

变量	模型 2			
	<i>Inter</i> (1)	<i>Inter</i> (2)	<i>Inter</i> (3)	<i>Inter</i> (4)
<i>L. Loanl</i>	0.1270 ** (2.23)	0.1309 ** (2.27)		
<i>L. (Loanl × SFR)</i>	0.0011 (1.27)			
<i>L. (Loanl × DFR)</i>		-0.0081 ** (-2.57)		
<i>L. Shdw</i>			0.1503 *** (3.78)	0.1492 *** (3.63)
<i>L. (Shdw × SFR)</i>			-0.0012 ** (-2.19)	
<i>L. (Shdw × DFR)</i>				-0.0050 * (-1.77)
<i>L. SFR</i>	0.0382 *** (3.51)		0.0708 *** (4.17)	
<i>L. DFR</i>		0.0667 * (1.89)		0.0375 (0.67)
常数项	-26.2031 (-1.40)	-24.0509 (-1.27)	-12.9910 (-0.46)	-1.1893 (-0.04)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearEffect & CityEffect</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	544	544	544	544
Adj. R ²	0.8555	0.8529	0.7053	0.6924

(三)进一步分析

我国货币市场信用分层现象明显,尤其在经济下行压力下,城商行同业负债融资会受其所在地区经济环境影响,较高的财政风险可能会影响金融市场中投资者的投资意愿。一方面,财政风险较大的地区,地方政府对城商行的干预程度较高,辖区城商行具有更高的不良贷款率和更差的经营业绩(祝继高等,2020),所反映出的高经营风险会降低投资者投资倾向。另一方面,财政风险会降低政府对金融机构的担保能力(Leonello,2018)。由于我国城商行普遍处于地方政府的隐性担保之下,较高的财政风险会侵蚀地方政府的隐性担保能力,从而削弱投资者对辖区城商行的投资意愿。因此,我们认为地方财政风险很可能会降低市场对当地城商行的投资意愿,从而索取更高的债务资金回报率,提高其同业负债获得难度。由于融资成本能够有效反映其获得资金的难易程度(Brunnermeier 和 Pedersen,2009),因此,可以预期地方财政风险越大,城商行同业负债成本越高。

为验证上述推论,我们手工收集了城商行不同类型同业负债平均余额及其平均付息率,以各类同业负债平均余额占全部同业负债平均余额总额比例为权重,计算得到加权平均付息率,作为城商行同业负债融资成本的代理变量,由于部分城商行未公开数据,最终获得 190 个样本值。本文

采用模型(4)检验地方财政风险对同业负债融资成本的影响,核心解释变量为地方财政风险,考虑中长期贷款投放比率和影子银行业务比率与同业负债融资成本(*cost*)可能存在反向因果的内生性问题,两个变量依然采用滞后一期,其他控制变量如前。

$$Cost_{ict} = \alpha + \beta_1 FR_{ct-1} + \beta_2 Loanl_{ict-1}(Shdw_{ict-1}) + \delta X_{ict} + \sum YearEffect + \sum CityEffect + \varepsilon_{ict}$$

(4)

表 6 显示,地方财政风险越大的地区,城商行同业负债融资成本越高。无论静态还是动态财政风险角度,L. *SFR* 和 L. *DFR* 的系数均显著为正,表明地方财政风险提升了城商行获得同业负债融资的难度。现实当中,地方政府与城商行关系密切,较高的财政风险不仅意味着城商行获得的财政支持可能会减少;更重要的是,立足地方建设、服务地方企业的定位使得城商行深受当地经济发展的影响,财政风险较高的地区通常经济发展缓慢,增长动力不足,这也会影响投资者对当地城商行盈利能力和经营风险的预期,进而加大其获得同业负债的难度。

表 6 地方财政风险与同业负债融资成本

变量	模型 4			
	<i>Cost</i> (1)	<i>Cost</i> (2)	<i>Cost</i> (3)	<i>Cost</i> (4)
L. <i>SFR</i>	0. 0090 *** (2. 85)	0. 0071 * (1. 97)		
L. <i>DFR</i>			0. 0179 ** (2. 07)	0. 0180 * (1. 86)
L. <i>Loanl</i>	- 0. 0302 ** (- 2. 21)		- 0. 0199 (- 1. 50)	
L. <i>Shdw</i>		- 0. 0199 * (- 2. 12)		- 0. 0237 ** (- 2. 58)
常数项	1. 2126 (0. 17)	5. 8004 (0. 82)	3. 0828 (0. 42)	7. 1313 (1. 01)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>YearEffect & CityEffect</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	190	190	190	190
Adj. <i>R</i> ²	0. 5514	0. 5654	0. 5358	0. 5363

综上可知,受地方财政风险影响,城商行对短期同业负债融资的依赖程度提高,使其容易受到市场波动的冲击,流动性隐患增大;与此同时,地方财政风险还抬高了城商行同业融资成本,加重了同业负债的获得难度,流动性风险越发凸显。

六、稳健性检验

我们从以下几个方面对结论进行了稳健性检验。①

① 受限于篇幅,稳健性检验结果未列出,留存备索。

(一) 核心指标的不同测度

土地出让收入是地方政府预算外财政收入最主要的组成部分(郑思齐等,2014),考虑其对地方财政风险的影响,构建指标 $SFR1 = (\text{一般公共预算支出} - \text{一般公共预算收入} - \text{国有土地使用权出让金}) / (\text{一般公共预算收入} + \text{国有土地使用权出让金})$ 衡量地方政府面临的静态财政风险,国有土地使用权出让金数据源于《中国国土资源统计年鉴》。同时,国债转贷收入亦属于地方政府显性债务,根据毛捷和黄春元(2018),采用地方政府债券余额 + 地方国债转贷收入 + 地方城投债余额测算地方政府债务余额以构建指标 $DFR1$ 。稳健性检验显示估计系数的符号和显著性基本与前文保持一致,说明上述实证结果是稳健的。

同业负债的测度口径也可能会影响本文结论,因此,参照王倩和赵铮(2018)及中国人民银行规范,采用狭义口径来测度同业负债以检验结果的稳健性,即以同业存放、拆入资金和卖出回购金融资产三者之和来衡量,结果显示本文结论依然成立。

(二) 遗漏变量问题

为进一步缓解可能存在的遗漏变量问题,由于城商行流动性紧张程度会影响其资产负债行为,考虑到除存贷比外,流动性比率作为重要的流动性监管指标之一也可能会影响城商行的行为决策。另外,营利性作为商业银行经营的重要原则之一,盈利情况也可能会影响其资产负债行为。我们在模型中增加对流动性比率和盈利指标 ROA 的控制进行稳健性检验,结果显示估计系数的符号和显著性基本与前文保持一致,表明实证结果稳健。

(三) 多重共线性问题

由于城商行各经营指标存在一定关联,这可能导致变量之间存在多重共线性问题,从而影响实证结果的可信性。因此,我们删除控制变量中城商行层面存贷比(LTD)、资本充足率(CAP)变量,并同时增加城市层面金融发展水平(地级市年末贷款余额/ GDP)、产业结构(第三产业增加值/ GDP),进行稳健性检验,结果显示本文结论依然成立。

(四) 反向因果问题

本文研究地方财政风险对城商行资产负债行为进而对流动性风险的影响。由于城商行自身规模通常较小且在同一地区还有包括国有银行和全国性股份制银行在内的大型商业银行,因此本文认为某一家城商行对于地方经济的影响较小,很难改变当地财政风险,即地方财政风险与城商行资产负债行为不太可能存在反向因果关系。但城商行流动性风险可能会影响其同业负债比率,因此,为缓解可能存在的内生性问题,借鉴 Dinger 和 Hagen(2009),使用银行个人存款与总贷款的比率作为同业负债比率的工具变量,采用两阶段回归对模型(3)进行稳健性检验。由于缺乏完善的存款网络,城商行很难通过个人存款来满足信贷业务规模扩张,因而具有提高同业负债比率的强烈需求,但个人存款对贷款业务满足的程度不太可能影响银行流动性风险。回归结果表明本文实证结论依然成立。

七、结论与建议

财政风险的金融化一直是学界和社会关注的焦点,然而目前研究未能提供直接而有力的微观证据。本文从地方角度,运用 2010—2019 年 79 家城商行的微观数据,通过分析地方财政风险对城商行资产负债结构进而对流动性风险的影响,验证了财政风险向金融风险的转化。

研究发现,无论从收支失衡的静态角度,还是从可持续性的动态角度,地方财政风险都推高了

城商行的流动性风险,产生了财政风险向金融风险的传染。具体而言,地方财政压力越大、债务负担越重,辖区城商行中长期贷款投放比率和影子银行业务比率越高,且两类资产业务占比越高的银行有更高的同业负债比率,进而具有更高的流动性风险。异质性检验发现,财政风险较大的地区,城商行两类资产业务与同业负债比率的正向关系反而减弱。进一步研究显示,财政风险越大的地区,城商行同业负债融资成本越高,表明地方财政风险影响了城商行同业负债获得从而弱化了上述正相关关系。在地方财政风险下,城商行期限错配加剧,同业负债融资依赖性和融资成本同时提高,流动性风险放大,产生了财政风险的金融化。

本文提出如下政策建议。第一,加快建立现代财政制度,降低财政风险,从源头上抑制财政风险金融化。地方政府应加快转变政府职能,划清与市场的边界,避免对金融机构的干预;完善地方税体系,逐步培育地方税源,缓解收支失衡,同时强化地方政府债务管理,提高资金使用效率,提升债务可持续。第二,建立城商行现代企业治理机制,明晰与地方政府关系,提高经营独立性。推进城商行股权结构改革,通过股权优化实现管理制衡;完善业务管理机制,构建完备的资产、风险控制等体系,增强信贷业务决策的独立性和科学性,提高经营审慎程度。第三,强化城商行同业负债管理,优化业务种类及期限分布,降低对同业融资的依赖性。监管部门应严格市场准入门槛,加强城商行同业负债监测,保证其可用稳定资金处于合理范围;创新商业银行资本补充工具,综合运用长期资本债、IPO、配股、定增等多种资本补充方式,降低城商行对短期同业资金的依赖。第四,强化商业银行流动性风险监管,强化顶层设计,减轻城商行流动性风险。构建完善的流动性风险监测体系,加强同业间双边敞口统计工作;城商行也需完善资产负债管理体制,充分利用金融科技创新,通过平台化、模型化的方式提高资产负债期限匹配程度,加强流动性敞口管理,降低自身流动性风险。

参考文献:

1. 巴曙松、刘孝红、牛播坤:《转型时期中国金融体系中的地方治理与银行改革的互动研究》,《金融研究》2005年第5期。
2. 曹廷求、张甜:《论财政风险金融化》,山东大学经济学院金融系工作论文,2020年。
3. 郭晔、赵静:《存款竞争、影子银行与银行系统风险——基于中国上市银行微观数据的实证研究》,《金融研究》2017年第6期。
4. 黄建军:《我国城市商业银行与地方政府关系》,《财经科学》2010年第5期。
5. 黄薇、张海洋、李海:《财政专户存款、地方金融机构贷款行为及其经营效率》,《金融研究》2016年第10期。
6. 廉永辉、张琳:《流动性冲击、银行结构流动性和信贷供给》,《国际金融研究》2015年第4期。
7. 刘向明、邓翔欧、藏波:《市场模式、政府模式与城商行流动性风险化解——一个三期博弈的分析框架》,《金融研究》2020年第4期。
8. 吕捷:《影子银行推动地方政府债务增长了吗》,《财贸经济》2014年第8期。
9. 毛捷、黄春元:《地方债务、区域差异与经济增长——基于中国地级市数据的验证》,《金融研究》2018年第5期。
10. 毛锐、刘楠楠、刘蓉:《地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制》,《中国工业经济》2018年第4期。
11. 钱先航、曹廷求、李维安:《晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为》,《经济研究》2011年第12期。
12. 沈丽、范文晓:《地方政府债务扩张对区域金融风险的溢出效应》,《经济与管理评论》2021年第2期。
13. 王倩、赵铮:《同业融资视角下的商业银行杠杆顺周期性》,《金融研究》2018年第10期。
14. 吴盼文、曹协和、肖毅、李兴发、鄧斗、卢孔标、郭凯、丁攀、徐璐、王守贞:《我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角》,《金融研究》2013年第12期。
15. 项后军、曾琪:《期限错配、流动性创造与银行脆弱性》,《财贸经济》2019年第8期。
16. 徐忠:《新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化》,《经济研究》2018年第7期。
17. 尹威、刘晓星:《地方政府行为与城市商业银行风险承担》,《管理科学》2017年第6期。
18. 张光利、曹廷求:《地方国有经济与城市商业银行经营审慎行为——基于中国城市商业银行的实证研究》,《金融论坛》2015年第3期。

19. 张军、高远、傅勇、张弘：《中国为什么拥有了良好的基础设施？》，《经济研究》2007 年第 3 期。
20. 张路：《地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据》，《中国工业经济》2020 年第 2 期。
21. 郑思齐、孙伟增、吴璟、武贇：《“以地生财，以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究》，《经济研究》2014 年第 8 期。
22. 中国财政科学研究院宏观经济研究中心课题组：《财政风险指数框架研究》，《财政科学》2016 年第 4 期。
23. 周立：《改革期间中国金融业的“第二财政”与金融分割》，《世界经济》2003 年第 6 期。
24. 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》，《金融研究》2020 年第 1 期。
25. Acharya, V. , Drechsler, I. , & Schnabl, P. , A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk. *Journal of Finance*, Vol. 69, No. 2, 2014, pp. 2689 – 2739.
26. Brunetti, C. , Di Filippo, M. , & Harris, J. , Effects of Central Bank Intervention on the Interbank Market during the Sub-Prime Crisis. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, 2011, pp. 2053 – 2083.
27. Brunnermeier, M. , & Pedersen, L. , Market Liquidity and Funding Liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009, pp. 2201 – 2238.
28. Chen, Z. , He, Z. , & Liu, C. , The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, 2020, pp. 4 – 39.
29. Dinger, V. , & Hagen, J. , Does Interbank Borrowing Reduce Bank Risk?. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, No. 2/3, 2009, pp. 491 – 506.
30. Federico, P. , & Vazquez, F. , Bank Funding Structures and Risk: Evidence from the Global Financial Crisis. IMF Working Papers, No. 29, 2012.
31. Gennaioli, N. , Martin, A. , & Rossi, S. , Sovereign Default, Domestic Banks and Financial Institutions. *Journal of Finance*, Vol. 69, No. 2, 2014, pp. 819 – 866.
32. Leonello, A. , Government Guarantees and the Two-way Feedback between Banking and Sovereign Debt Crises. *Journal of Financial Economics*, Vol. 130, No. 3, 2018, pp. 592 – 619.

Financialization of Local Fiscal Risk: Evidence from City Commercial Banks

ZHANG Tian, CAO Tingqiu (Shandong University, 250100)

Abstract: From the perspective of local government, this paper, based on a sample study of city commercial banks (CCBs) and an investigation of the impact of local government fiscal risk on the asset and liability behavior of the CCBs, has verified the transformation from fiscal risk to financial risk. The results show that whether from the static perspective of the payments imbalance or from the dynamic perspective of fiscal sustainability, the greater the local fiscal risk, the higher the proportion of medium and long-term loans and shadow banking business of CCBs, the higher the proportion of the two types of asset business, the higher the inter-bank debt ratio, and the higher the liquidity risk. However, the greater the local fiscal risk, the weaker the positive relationship between asset business and inter-bank debt ratio. Further research shows that the higher the fiscal risk, the higher cost of inter-bank debt financing for CCBs, which weakens the above positive correlation. Under the local fiscal risk, the inter-bank debt dependence and financing cost of CCBs increase at the same time, which leads to exacerbation of the liquidity risk and the financialization of fiscal risk. This paper has important implications for China's systemic financial risk prevention and commercial bank liquidity supervision.

Keywords: Financialization of Fiscal Risk, Local Fiscal Risk, City Commercial Banks, Risk Transformation

JEL: E51, G21, G28