

“抱团取暖”还是“各行其道”

——地方债务规模管理中的同群效应*

陆艺升 罗荣华 方红艳

内容提要:化存量、遏增量是近年来化解地方债务风险的重点方向,以往研究多关注地方债务的增量问题,较少关注地方政府具体以何种形式管理债务存量。本文从群体内互动影响视角出发的实证分析发现,我国地方债务规模管理中存在显著的同群效应。机制分析发现,借助与同伴相似的债务规模管理策略来避免自身债务规模被过度关注的藏匿机制是地方债务规模同群效应的重要成因,表明我国官员政绩考核制度形成的约束是塑造地方政府行为特征的重要因素。进一步的异质性分析显示,东部地区的地方债务规模同群效应强于中西部地区,金融分权程度高的地区其同群效应也更为显著。本文的研究不仅从同群效应视角揭示了我国地方债务规模管理的特征,也对如何完善地方债务管理体系、有效防范化解重点领域风险,进而实现经济高质量发展有一定启示。

关键词:地方债务 同群效应 城市群

作者简介:陆艺升,西南财经大学金融学院博士研究生,611130;

罗荣华(通讯作者),西南财经大学中国金融研究院常务副院长、教授,611130;

方红艳,上海对外经贸大学金融管理学院教授,201620。

中图分类号:F812.7,F832.1 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)09-0043-17

一、引言

自2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,下文简称“43号文”)出台以来,我国采取多项措施抑制地方隐性债务的无序扩张,^①但在国内与国外因素双重叠加

* 基金项目:国家社会科学基金重大项目“新形势下地方债务风险管控的目标、难点与实现路径研究”(19ZDA074);中共中央宣传部项目“防范化解地方债务风险长效机制研究”。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。罗荣华电子邮箱:ronghua@swufe.edu.cn。

① 2017年《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87号);2018年《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金〔2018〕23号);2023年《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号文);2024年《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》(国办发〔2024〕14号文)等。

的背景下,近年来地方隐性债务规模再创新高。以城投债为例,2023年地级市层面城投债总规模超14.49万亿元,较2022年增长16.83%,人均规模达10284.24元[见图1(a)]。在地方隐性债务持续扩张的同时,其空间分布也表现出了明显的集聚现象:图1(b)显示,相比于城投债人均规模低于(高于)全国均值的地区,城投债人均规模高于(低于)全国均值的地区,其相邻地区的城投债人均规模更可能高于(低于)全国均值。^①邻近区间债务规模的聚集是否代表区间间的债务规模存在相互影响?导致相互影响的背后机制又是什么?本文试图以这些问题为切入点,探究地方政府管理债务规模的行为特征及其成因。

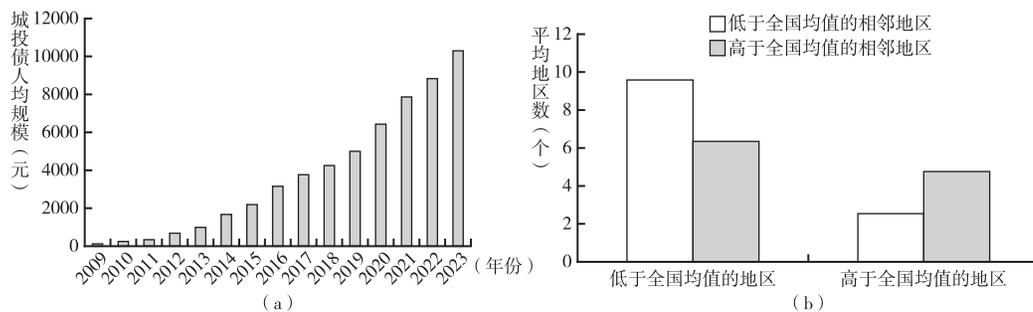


图1 城投债人均规模情况

从学术定义上来看,相邻地方政府行为之间的相互影响可以归入“同群效应”的范畴。所谓“同群效应”,是指个体将自己纳入一个根据特征属性或竞争关系形成的群体中,个体行为将参考并跟随同伴群体的普遍行为,这是社会经济学中的关键特征之一。众多国内外文献发现,个体在消费、投资等决策中会参考同伴的普遍行为(Ouimet和Tate, 2020;宋泽、邹红, 2021),同群效应也存在于机构投资者交易行为(Matvos和Ostrovsky, 2010;许年行等, 2013;朱菲菲等, 2019)和公司政策制定中(Bizjak等, 2008;杨海生等, 2020)。对于地方债务规模的管理而言,同群效应存在与否及其成因也是自然而然的探讨视角。如果地方债务规模管理中确实存在同群效应,这将深化对地方债务风险形成机制的理解。直观来看,地方债务的同群效应将加剧地区间债务风险的传染:趋同的地方债务规模管理策略有可能使得地方债务风险在某一区域内率先爆发,进而蔓延到整个系统,形成系统性风险。所以,有必要从同群效应视角深入理解地方债务规模管理的特征,并识别出哪些类型的地方政府的同群效应更显著,从而更加精准地进行地方债务风险的预防和管控,更加持续有效地化解地方债务领域风险。

本文采用2009—2022年历史数据的实证结果表明,地方政府管理债务规模时确实存在群体内的互动,也即存在同群效应,这一现象在使用工具变量和外生冲击检验后仍然非常显著。具体来说,同伴(同省份其他地级市)债务规模1个标准差的变动会使得本地级市人均债务规模同向变动7.7%。本文进一步从地方债务规模管理的收益-成本视角探讨可能形成上述同群效应的机制:藏匿机制、学习机制以及晋升机制。实证结果显示,相比于后两种机制,地方政府借助与同伴相似的债务规模管理策略来避免自身债务规模被过度关注、实现自身债务规模的藏匿,以减少被上级部

^① 图1(b)中纵轴数值的计算方式为首先根据逐年数据,计算每个地级市平均的城投债人均规模;其次根据地级市城投债人均规模是否低于全国均值,将地级市划分为低于全国均值的地区和高于全国均值的地区两组;最后对每组地级市,计算其相邻地级市(同省份其他地级市)中城投债人均规模低于全国均值和高于全国均值的地区数均值。

门问责可能性的藏匿机制是更为重要的成因。考虑到我国各区域在多方面差别巨大,本文还进行了多角度的异质性分析:发现东部地区的地方债务规模同群效应强于中西部地区,金融分权程度高的地区其同群效应也更为显著,而间接融资和直接融资的发展水平没有导致异质性。通常来说,东部地区的禀赋更好,债务规模管理空间更大(刘蓉、李娜,2021),地区金融分权程度越高其债务规模管理空间也越大(毛捷等,2019)。本文的实证结果间接说明地方政府债务规模管理空间越大、藏匿自身债务的能力越强,地方债务规模管理趋同性也越明显,这指出了制定合理的债务风险防范化解政策需要关注的要点之一。

本文可能的贡献主要包括四个方面。第一,拓展了有关地方债务规模管理特征的研究。本文较为干净、稳健地识别并证实了地方债务规模同群效应的存在,为相关部门防范和化解地方债务风险提供了新的视角。第二,揭示了形成地方债务规模同群效应的新机制。区别于传统的学习、晋升等引致地方政府相互影响的视角,本文首次发现避免自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模,从而减少被上级部门问责的可能性是地方债务规模同群效应的重要形成机制之一。近年来举债问责案例增多,聂卓等(2023b)发现举债问责降低了隐性担保,导致城投债交易利差上升,而本文的结果揭示了举债问责如何作用于地方政府的债务规模管理行为,体现了由官员政绩考核制度产生的约束或压力对地方政府行为的显著影响。第三,多角度探讨了影响同群效应程度的因素。本文发现金融分权会强化地方债务规模同群效应,这一发现为抑制地方债务规模管理的趋同性提供了可行建议。第四,从地方债务角度揭示了城市群政策所产生的影响,为我国城市群健康发展提供了有益的参考。综合来看,本文对地方债务规模同群效应及其形成机制和异质性的探索,能够为完善地方债务管理体系、防范和化解重点领域风险,以及顺利实施城市群战略提供参考。

二、文献综述与研究假设

(一)文献综述

已有研究基于地区内部因素,从本地区的财政状况、央地财政关系形成的地区预算软约束、地区对融资平台的隐性担保以及地区官员的晋升激励等角度,讨论了以城投债为代表的地方债务规模扩张的原因(毛捷、马光荣,2024),其中官员晋升激励被视为地方债务主动扩张的重要驱动力(曹婧等,2019;汪峰等,2020),但2014年以来随着中央政府对地方债务的监管趋严、地方政府偿债压力的加剧以及官员培养和选拔制度的优化等,地方政府逐渐从主动负债转向被动负债,官员晋升激励对地方债务规模扩张的解释力有所减弱(姚洋等,2020;聂卓等,2023a)。

近年来,部分学者开始探讨地方政府举债行为中的相互影响,展现地区外部因素(主要为相邻地区债务规模)对本地区债务规模的影响。在省级层面,地区间债务存量和增量规模均存在显著的正相关关系(吕健,2014;郭玉清等,2017;吴小强、韩立彬,2017;洪源等,2020)。由于地级市是地方债务主要的发行主体,探讨地方政府举债行为相互影响的文献逐渐由省级层面的研究发展至地级层面的研究,并得出了与省级层面相似的结论(冀云阳等,2019;钟腾等,2021),但少有研究通过实证检验来探讨形成此类相互影响的具体机制。钟腾等(2021)从实证上揭示了外部示范学习机制和竞争性模仿机制是形成地级债务增量规模(城投债主动发行部分)同群效应的重要机制,但这些机制能否解释地级债务存量规模的同群效应,还亟待实证检验来回答。

虽然已有文献已经从多种角度研究了地方政府债务问题,但根据本文有限的认知,以往研究可能存在两点不足之处。

第一,少有研究关注地方政府在债务规模管理上的具体行为特征及其形成机制。不论是财政状况、预算软约束、隐性担保还是官员晋升激励的视角,重点强调的都是地方政府为什么扩大债务规模,而相对忽视了地方政府以何种具体形式管理债务规模。部分文献虽然支持地方债务规模存在相互影响(吕健,2014;郭玉清等,2017;吴小强、韩立彬,2017;冀云阳等,2019;洪源等,2020),但对这种相互影响背后具体机制的检验还不够深入和系统,特别是没有从收益-成本视角来系统地考虑地方债务规模扩张或调整的机制。为对地方政府内部的债务管理过程及其与其他政府部门、外部金融机构的相互影响有更为清晰的理解,需要对地方债务规模管理的行为特征进行更详尽的分析。

第二,研究债务存量规模是否以及为何存在同群效应,特别是展现此类同群效应在2014年前后的差异,对理解地方政府行为特征具有增量价值。债务规模出现同步扩张并不意味着债务规模会出现同步缩减,因此地方债务增量存在同群效应(钟腾等,2021)不代表地方债务存量也存在同群效应,进而债务增量视角下同群效应的形成机制也未必在债务存量视角下成立。尤其是2014年以来,随着中央政府对地方债务的监管趋严、地方政府偿债压力的加剧以及官员培养和选拔制度的优化,城投债募集资金的主要用途也从基础设施建设转向偿还有息债务(郁芸君等,2022),^①已有研究的分析视角(如晋升激励)是否依然成立还需要进一步的研究(姚洋等,2020;聂卓等,2023a;毛捷、马光荣,2024)。

综上,对于我国地方债务规模管理中是否存在同群效应,以及同群效应产生的机制,有必要进行深入透彻的分析,从而切实有效地防范地方债务引发的系统性风险。

(二)研究假设

本文首先构建一个刻画地方债务规模管理行为的理论模型,再结合相关文献提出研究假设。具体来说,本文考虑一个三期的经济体,并假设存在两个同质地区、每个地区都有一个地方政府(地方政府A和地方政府B)。在 $t=0$ 时,地方政府A决定其债务规模 D_A 。在 $t=1$ 时,地方政府B在观察到地方政府A的债务规模 D_A 后,通过最大化自身的期望效用 Y_B 来决定其债务规模 D_B 。

本文基于地方政府B的视角进行分析,假设地方政府B是绝对风险厌恶的,风险厌恶系数为 ρ_B 。借鉴吴延兵(2017)“政治经济人”的设定,即地方官员追求经济收益和行政晋升的最大化,地方政府B的效用不仅来自本地的经济发展状况 X_B ,还来自本地经济发展状况优于同伴而获得的晋升。于是,地方政府B的目标是最大化以下期望效用:

$$Y_B = EU[aX_B + b(X_B - X_A)], U(x) = -e^{-\rho_B x} \quad (1)$$

其中, a 是经济收益的系数, b 是行政晋升收益的系数。

地方债务通过政府投资(吕健,2015)、同伴间基础设施的协同效应(王博等,2022)等渠道刺激经济增长,在 $t=2$ 时,地区经济发展状况 $X_i(i=A,B)$ 实现。假设地方债务规模与经济发展状况的关系为 $X_i = \theta D_i$,地方债务转化率的先验分布服从正态分布 $\theta \sim N(\mu, \sigma^2)$ 。

假设地方政府A债务规模 D_A 的条件分布服从正态分布 $D_A | \theta \sim N[g(\theta), \sigma^2]$,其中, $g(\theta)$ 为最优地方债务规模,地方债务转化率越高,最优地方债务规模越高,进一步假设最优地方债务规模与地

^① 2009—2018年城投债募集资金用途中,用于基础设施建设的占比从70.87%下降至6.95%,用于偿还有息债务的占比从10.11%上升至60.59%(徐军伟等,2020)。

方债务转化率呈线性关系,即 $g(\theta) = k\theta (k > 0)$ 。假设 σ 已知,地方政府 B 在观察到地方政府 A 的债务规模 D_A 后,更新对地方债务转化率 θ 分布的信念。由贝叶斯定理可知,地方债务转化率的后验分布为 $\theta \sim N(\bar{\mu}, \bar{\sigma}^2)$ 。其中:

$$\bar{\mu} = \frac{\sigma^2}{\sigma^2 k^2 + \sigma^2} \mu + \frac{k^2 \sigma^2}{\sigma^2 k^2 + \sigma^2} (D_A/k), \bar{\sigma}^2 = \frac{\sigma^2 \sigma^2}{\sigma^2 k^2 + \sigma^2} \quad (2)$$

由于 $aX_B + b(X_B - X_A)$ 服从正态分布,地方政府 B 的期望效用等价于:

$$Y_B = [aD_B + b(D_B - D_A)]\bar{\mu} - \frac{1}{2} \rho_B \bar{\sigma}^2 a^2 D_B^2 - \frac{1}{2} \rho_B \bar{\sigma}^2 b^2 (D_B - D_A)^2 - ab\rho_B \bar{\sigma}^2 D_B (D_B - D_A) \quad (3)$$

由等价期望效用对 D_B 求导可得:

$$D_B = \frac{(a+b)\bar{\mu} + \rho_B \bar{\sigma}^2 b(a+b)D_A}{(a+b)^2 \rho_B \bar{\sigma}^2} \quad (4)$$

由式(3)可见,地方政府 B 的期望效用由四个部分组成。一是债务规模扩张的收益 $[aD_B + b(D_B - D_A)]$,地方政府 B 跟随地方政府 A 扩张债务规模,不仅能够享有地区经济发展带来的经济收益,还能够通过政府投资和同伴间基础设施协同效应等渠道刺激经济增长,保证甚至提升晋升位次。二是地方债务的预期转化率($\bar{\mu}$),地方债务的预期转化率越高,债务规模扩张带来的收益越高。式(2)显示地方政府 B 对地方债务预期转化率($\bar{\mu}$)的推断,与地方政府 A 的债务规模(D_A)正相关,地方政府 A 债务规模越大,地方政府 B 预期的地方债务转化率越高。三是债务规模扩张成本: $(\rho_B \bar{\sigma}^2 a^2 D_B^2 / 2)$,地方政府 B 扩张债务会带来相应的债务风险。四是债务规模差异化成本: $[\rho_B \bar{\sigma}^2 b^2 (D_B - D_A)^2 / 2 + ab\rho_B \bar{\sigma}^2 D_B (D_B - D_A)]$,差异化成本包括晋升成本和责罚成本。晋升成本指当地方政府 B 的债务规模低于地方政府 A 时,本地经济发展状况可能会落后导致地方官员失去晋升资格;责罚成本指当地方政府 B 的债务规模高于地方政府 A 时,由于地方政府 A 的债务规模可能成为上级部门判断地方政府 B 是否过度负债的标准,上级部门可能认为地方政府 B 负债过重并对官员进行责罚。

已有部分文献发现地方政府行为决策中存在同群效应。邓慧慧和赵家羚(2019)发现地方政府在设立开发区的决策上参考跟随了同伴,钟腾等(2021)发现城投债的发行也受到同省份其他地区的显著影响。就本文重点关注的地方债务规模而言,由式(4)可见,在上述的债务规模管理收益和成本的权衡下,地方政府有动力参考并跟随其他地区的债务规模管理行为。由此,本文提出假说1。

假说1:地方债务规模管理中存在同群效应,即地方债务规模会跟随同伴债务规模的变动而同向变动。

基于债务规模差异化成本中的责罚成本,藏匿机制可能是地方债务规模同群效应的成因之一。根据已有文献,政治学领域中关于地方官员行为的研究主要沿着邀功和避责两条路径展开,“邀功”对应着官员绩效考核制度中的激励,“避责”对应着官员绩效考核制度中的责罚。近年来,一系列的问责新政使得我国地方官员的行动趋向明显由邀功转向避责,地方官员会通过构建“避责共同体”,消解自身的问责压力(倪星、王锐,2017;赵聚军、张昊辰,2022)。具体到地方债务问

题,中央政府虽然在2008年的次贷危机后鼓励地方政府扩大支出刺激经济、确保经济稳定发展,为地方政府提供了举债的制度条件,但并不意味着允许地方政府可以不顾实际过度负债。相反,一旦过度债务加剧了经济不确定性、引发社会问题,地方官员很可能会受到问责、失去晋升资格(蒲丹琳、王善平,2014;Si等,2018),这也意味着地方官员需要慎重考虑负债的后果,尽量减少负债的风险,而跟随同伴能够通过相似的债务规模管理策略构建“避责共同体”,避免自身债务规模被过度关注,实现自身债务规模的藏匿。因此,类似于基金经理出于职业忧虑采取相似的投资策略(Chevalier和Ellison,1999;Jiang和Verardo,2018),消费者为了避免他人注意而选择从众的产品(He等,2022),地方政府出于构建“避责共同体”来避免自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的考虑,有动机参考跟随同伴债务规模管理策略,从而减少被上级部门问责的可能性。

从中央对地方性债务问责力度的强弱差异来看,以2014年43号文出台为标志,中央政府加强对地方性债务问责的力度(聂卓等,2023a)。43号文中明确提出建立考核问责机制的意见,要把政府性债务作为一个硬指标纳入政绩考核,对脱离实际过度举债、违法违规举债或担保、违规使用债务资金、恶意逃废债务等行为,要追究相关责任人责任。这使得地方政府在2014年之后更有构建“避责共同体”来减少自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的动机。如果地方债务规模同群效应来自藏匿机制,那么从2014年开始,地区会更多跟随同伴的债务规模管理策略,表现为2014年后同伴债务规模对地区债务规模的影响较大。从债务存量来看,高债务存量的地区更可能受到上级部门的责罚,^①这些地区更有构建“避责共同体”来减少自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的动机。这意味着如果地方债务规模同群效应来自藏匿机制,那么高债务存量的地区会更多跟随同伴的债务规模管理策略,表现为同伴债务规模对高债务存量地区的影响较大。从债务资金用途来看,借新还旧的地方债务既无法通过政府投资和基础设施建设协同效应等渠道刺激经济增长,也无法降低地方债务规模甚至引起债务规模的持续扩张。借新还旧规模大的地区由于债务转化率较低、债务规模居高不下,更可能受到上级部门的责罚,这些地区更有构建“避责共同体”来减少自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的动机。这意味着如果地方债务规模同群效应来自藏匿机制,那么借新还旧规模大的地区会更多跟随同伴的债务规模管理策略,表现为同伴债务规模对借新还旧规模大的地区的影响较大。由此,本文提出假说2。

假说2:地方债务规模同群效应的成因之一为藏匿机制,表现为2014年后地区债务规模更多受到同伴债务规模管理的影响,且高债务存量地区和借新还旧规模大的地区更多受到同伴债务规模管理的影响。

基于地方债务的预期转化率,地方政府会通过观察其他地区的债务规模管理行为,获取关于适宜债务规模的信息和经验,从而更新自身的信念。这意味着学习机制也可能是地方债务规模同群效应的成因之一,这也是其他领域研究同群效应时发现的常见原因之一(Ouimet和Tate,2020)。

从行为主体选择学习对象的逻辑来看,效率高、绩效好和地位高或者能够代表最优结果的行为主体更可能成为被学习的对象(陈仕华、卢昌崇,2013;易志高等,2019),将这一逻辑延伸至地方政府的学习行为,意味着经济发展水平较高的地区学习其他(经济发展水平不如本地的)地区的可能性较小。因此,如果地方债务规模同群效应来自学习机制,那么经济发展水平较高的地区应该

^① Cao等(2023)发现,在环境保护领域,地方政府受到上级责罚的概率取决于地区空气质量优良的实际天数与目标天数之间的差距。延伸到本文的研究问题,高债务存量地区的债务规模与上级政府“认可”的债务规模之间的差距可能更大,从而更可能受到责罚。

会较少跟随同伴的债务规模管理策略,表现为同伴债务规模对经济发展水平较高的地区的影响较小;从行为主体进行学习的动机来看,信息和经验的缺乏是行为主体学习其他行为主体的主要动机(Kuchler和Stroebel,2021),且相对于再次发债,地方政府首次发债时的信息和经验更缺乏,学习的动机更强。因此,如果地方债务规模同群效应来自学习机制,那么首次发债的地区会更多跟随同伴的债务规模管理策略,表现为同伴债务规模对首次发债的地区的影响较大。由此,本文提出假说3。

假说3:地方债务规模同群效应的成因之一为学习机制,表现为经济发展水平较低或首次发债的地区更多受到同伴债务规模管理的影响。

基于债务规模扩张的收益和债务规模差异化成本中的晋升成本,晋升机制可能是地方债务规模同群效应的成因之一。政治集权和财政分权形成了地方官员特有的晋升激励,这种激励使得以晋升为目标的地方官员不仅追求经济指标的绝对增长,也追求指标的相对排名(周黎安,2017)。跟随同伴扩大债务规模将促进政府投资(吕健,2015),更有效地发挥同伴间基础设施的协同效应(王博等,2022),实现经济增长,避免经济指标落后于同伴地区从而失去晋升机会。

考虑我国官员晋升制度的现实情况,从年龄方面来看,市委书记在55~58岁晋升激励最强,更倾向于扩大城投债规模(曹婧等,2019),而市长在57岁后晋升可能性显著降低(Yu等,2016),晋升激励逐渐减弱;从任期方面来看,中国党政领导每任任期为5年,并且在第3年左右开始出现调动,任期超过5年实现平调或升迁的可能性大大降低,所以在任期处于3~5年时,官员的晋升激励更为强烈(周黎安,2017;汪峰等,2020)。因此,如果地方债务规模同群效应来自晋升机制,那么在地方官员晋升激励较强的年龄段或任期段,地区会更多跟随同伴的债务规模管理策略,表现为同伴债务规模对晋升激励较强的地区的影响较大。由此,本文提出假说4。

假说4:地方债务规模同群效应的成因之一为晋升机制,表现为地方官员处于晋升激励较强的年龄段或任期段的地区更多受到同伴债务规模管理的影响。

需要强调的是,晋升机制由地方官员的邀功行为取向形成,侧重的是政绩考核制度对地方官员“干得好就得到提拔”的激励;藏匿机制由地方官员的避责行为取向形成,强调的是政绩考核制度对地方官员“干得不好就处罚”的约束(倪星、王锐,2017;吕冰洋、陈怡心,2022)。两种机制可能并存,也可能某一机制更为突出,需要在实证分析中采用恰当的方式来识别。已有文献主要以文字论述的方式提及了“共同担责效应”(邓慧慧、赵家羚,2019;钟腾等,2021),虽然藏匿机制和共同担责效应都体现了个体对群体相似性的偏好,但藏匿机制更侧重事前、强调不被过度关注,而共同担责效应更侧重事后、强调问责力度的分散。本文对藏匿机制的理论和实证分析,为这一机制提供了相应的经验证据,能够为后续分析地方政府行为的研究提供有价值的参考。

三、变量构造与模型设定

(一)样本数据

本文在主要分析中使用的是2009—2018年的数据。以2009年为起点是因为地方债务从2009年开始迅速扩张;以2018年为终点一方面是因为徐军伟等(2020)较为准确的城投债数据^①更新至

^① 本文作者感谢毛捷教授及其团队关于地方债务数据的慷慨分享。

2018年,另一方面目前只能获取截至2019年的官员任期数据,而官员任期将会作为本文的工具变量出现。在稳健性检验中,本文还参考Huang等(2020)的方法,计算地方债务总规模,将数据区间延长至2022年进行检验。

本文城投债数据来自徐军伟等(2020)并以Wind数据库作为补充,地级市GDP规模、GDP增速、财政盈余、产业结构、人口数、固定资产投资及其所属省份的GDP规模、财政盈余数据来自CEIC数据库,其中缺失值根据历年《中国城市统计年鉴》手动补充,官员个人信息数据来自CSMAR数据库。

(二)变量构造

本文使用城投债作为地方债务代理变量,原因有五个方面:(1)2015年新《中华人民共和国预算法》实施以前,地方政府不具备自主发债的权力。为了填补财政缺口,地方政府纷纷通过成立融资平台公司发行城投债筹集资金(Huang等,2020)。城投债作为地方债务的重要组成部分,自2008年金融危机以来,规模迅速膨胀,如图1(a)所示。(2)城投债数据相对公开。(3)即使在“开前门”和“堵后门”的债务风险控制措施实施后,惯性思维和相应人才的缺乏使得地方政府仍然依赖融资平台筹集资金(毛捷、徐军伟,2019b)。(4)目前学术界在探讨地方债务问题时也主要以城投债为研究对象(曹婧等,2019;徐军伟等,2020)。(5)吴文锋和胡悦(2022)发现省份-年份层面城投债与非债券债务的相关性高达0.81,认为使用城投债研究地方隐性债务具有一定有效性,在本文样本中地级市-年份层面城投债与非债券债务的相关性也达到了0.61,且在1%的水平下显著。本文在稳健性检验中,还参考Huang等(2020)的方法,计算2009—2022年各地级市债务总规模,以此作为地方债务代理变量进行检验。

参考地方债务相关文献,如吴小强和韩立彬(2017)以及冀云阳等(2019)等的常见设定,本文使用人均债务规模,即地区城投债余额与其总人口数之比衡量地方债务规模。考虑到经济发展水平与债务规模管理空间的相关性,本文还采用地区城投债余额与其国内生产总值之比(毛捷、黄春元,2018)进行稳健性检验。

考虑到同省份地级市之间官员交流更为便利,并且市级官员的调动主要发生在省内(姚洋等,2020),本文将同省份其他地级市视作同伴(邓慧慧、赵家羚,2019;钟腾等,2021)。^①由于同群效应研究中常常使用均值(Ouimet和Tate,2020)或中位数(Bizjak等,2008)代表同伴影响,本文使用同伴人均债务规模的均值代表同伴债务规模,在稳健性检验中也使用了同伴人均债务规模的中位数进行检验。^②

(三)同群效应的识别策略

Manski(1993)提出同群效应的检验存在映射问题(Reflection Problem),具体到本文的研究问题,地方债务规模管理的相似性可能来自:(1)同群效应(Peer Effects),即行为主体受到同伴行为的影响;(2)情境互动(Contextual Effects),即同伴群体面临相似的外生环境特征;(3)关联效应(Correlated Effects),即同伴群体内个体拥有相似的特征。情境互动和关联效应都可能导致实证分析中的内生性问题。为了缓解可能的内生性问题带来的干扰,本文采用以下三种手段。

第一,借鉴已有关于同群效应文献的处理,将解释变量滞后一期并控制地区特征。在地区

^① 更为严谨的说法是地级行政区,本文样本绝大多数为地级市,只包含少量地区、自治州和盟。为了表述的简便,本文统称为地级市。限于篇幅,正文中未报告更详细的样本分布情况,留存备案。

^② 限于篇幅,正文中未报告主要变量的描述性统计和相关系数矩阵,留存备案。

特征上,具体包括地级市的GDP规模、GDP增速、财政盈余、产业结构、人口数、固定资产投资、上年人均债务规模和所属省份的GDP规模、财政盈余,并加入地级市固定效应和年份固定效应。^①

第二,选择合适的工具变量。具体地,使用同省份其他地级市市委书记或市长的任期均值及其平方项作为同伴债务规模的工具变量。已有研究显示,官员任期与官员晋升激励强度存在非线性关系(周黎安,2017;汪峰等,2020),而晋升激励越强,地方官员越倾向于扩大城投债规模(曹婧等,2019)。因此,本文借助地方官员任期构造工具变量,第一阶段回归结果也证实了工具变量与同伴债务规模存在显著相关性。^②此外,本文的工具变量和被解释变量直接相关的可能性较小,本文还进一步控制了上任官员特征的影响,以及公共投资、招商引资和土地出让等其他潜在影响渠道,尽可能保证工具变量的外生性。

第三,借助城市群获批外生事件进行检验,现有一些研究也采用了类似的思路进行因果识别(刘倩等,2020),具体逻辑随后。从晋升机制的角度,由于虹吸效应等,加入城市群的城市其经济在短期内未必会出现显著增长(刘乃全、吴友,2017);从学习机制的角度,城市群城市出于建设城市群进行债务规模管理所获得的信息和经验对同省份其他地区的参考价值不大;从藏匿机制的角度,城市群城市出于建设城市群的债务规模并不能成为同省份其他地区管理债务的“借口”,因此,城市群的设立削弱了城市群地区与同省份但不属于该城市群的其他地区之间同群效应的形成机制。如果地方债务规模存在同群效应,那么一个地区在加入城市群后,其债务规模管理策略应当更少被同省份但不属于该城市群的地区跟随,表现为在城市群获批后,城市群地区的债务规模对同省份但不属于该城市群的地区的影响变小。

(四)实证模型设定

1. 同群效应的存在性

首先,为检验地方债务规模是否存在同群效应,本文构建如下实证模型以检验假说1:

$$Size_{i,t} = \alpha_0 + \beta PeerSize_{i,t-1} + \gamma Control_{i,t-1} + a_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中, $Size_{i,t}$ 为地级市当年人均债务规模, $PeerSize_{i,t-1}$ 为上年同省份其他地级市人均债务规模的均值; $Control_{i,t-1}$ 为上年控制变量, α_0 为常数项, a_i 为地级市固定效应, v_t 为年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。在具体检验时,本文使用上一部分提到的工具变量等多种方法来保证实证结果的可靠性。

其次,为检验城市群获批是否会削弱城市群地区的债务规模对同省份但不属于该城市群的地区的债务规模的影响,本文对非城市群地级市构建如下实证模型:

$$NClusterSize_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ClusterSize_{i,t-1} + \beta_2 ClusterSize_{i,t-1} \times Post_t + \beta_3 Post_t + \beta_4 OtherSize_{i,t-1} + \gamma Control_{i,t-1} + a_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中, $NClusterSize_{i,t}$ 为非城市群地级市当年人均债务规模, $ClusterSize_{i,t-1}$ 为上年同省份城市群地级市人均债务规模的均值, $Post_t$ 为城市群获批一年后取1,反之取0。^③本文还进一步控制了 $OtherSize_{i,t-1}$,其定义为上年同省份其他非城市群地级市人均债务规模的均值。

① 限于篇幅,正文中未报告控制变量的具体计算方式,留存备案。

② 限于篇幅,正文中未报告工具变量第一阶段的回归结果,留存备案。

③ 2016年长江中游城市群、哈长城市群、成渝城市群和长江三角洲城市群获批,2017年中原城市群(2016年12月28日获批算作2017年获批)、北部湾城市群获批。

2. 同群效应的机制分析

在证实地方债务规模同群效应的存在后,本文遵循收益-成本的视角,进一步从藏匿、学习和晋升三个可能的方面探讨该同群效应形成的机制,为此,本文构建如下实证模型:

$$Size_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 PeerSize_{i,t-1} + \beta_2 PeerSize_{i,t-1} \times Var + \beta_3 Var + \gamma Control_{i,t-1} + a_i + v_t + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

对于藏匿机制,本文使用中央加强地方性债务问责力度、地方债务存量和借新还旧规模所体现的藏匿动机进行检验,变量 Var 包括:变量 $Post2014_{i,t}$ 定义为2014年及以后取1,反之取0;变量 $DebtHigh_{i,t-1}$ 定义为地级市上年人均债务规模高于全国均值取1,反之取0;变量 $RefinHigh_{i,t}$ 定义为地级市当年用于借新还旧的城投债发行规模高于全国均值取1,反之取0。

对于晋升机制,本文采用官员年龄和任期所体现的晋升激励进行检验,变量 Var 包括:变量 $AgeDum_{i,t-1}$ 定义为上年市委书记在55~58岁,或市长年龄不大于57岁取1,反之取0;变量 $DrtnDum_{i,t-1}$ 定义为上年市委书记或市长任期在3~5年取1,反之取0。

对于学习机制,本文基于地区经济发展水平和是否首次发债所体现的学习动机进行检验,变量 Var 包括:变量 $EcoHigh_{i,t-1}$ 定义为地级市上年GDP高于全国均值取1,反之取0;变量 $First_{i,t}$ 定义为地级市当年首次发行城投债取1,反之取0。

四、实证结果

(一)同群效应的存在性

根据上文的分析,本文使用模型(5)检验地方债务规模的同群效应。表1的列(1)为固定效应模型的回归结果;列(2)加入区域^①-年份固定效应,尽可能排除区域资源禀赋的影响;列(3)进一步使用系统GMM对模型(5)进行估计。从回归结果来看,同伴债务规模与本地级市债务规模存在显著为正的关系,以列(1)为例,同伴债务规模1个标准差的变动将引起本地级市人均债务规模同向变动7.7%,^②即地方债务规模同群效应显著存在。

根据前述的分析,本文还使用同伴地区市委书记的平均任期及其平方项作为工具变量缓解内生性问题,表1列(4)显示在使用工具变量后,同伴债务规模的系数依然显著为正。^③

除使用工具变量外,本文还采用模型(6)对非城市群地级市,借助城市群获批事件检验地方债务规模的同群效应,具体结果见表1列(5)。结果显示城市群债务规模的系数显著为正,而其与城市群获批交乘项的系数显著为负,表明在城市群获批前,城市群债务规模1个标准差的变动,将导致同省份但不属于该城市群的地级市人均债务规模同向变动16.08%,但在城市群获批后,该影响被削弱了67.5%。这一结果说明外生事件对同群效应形成机制的削弱,会改变同伴债务规模对本地债务规模的影响,再次证实了地方债务规模同群效应的存在。综合以上实证结果来看,本文假说1成立,即地方政府在债务规模管理中的确存在同群效应。

① 区域划分情况:华北地区包括北京、天津、河北、山西、内蒙古;华东地区包括上海、江苏、浙江、山东、安徽;东北地区包括辽宁、吉林、黑龙江;华中地区包括湖南、湖北、河南、江西;华南地区包括广东、广西、海南、福建;西南地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏;西北地区包括陕西、甘肃、新疆、青海、宁夏。

② 具体计算方式:PeerSize的回归系数0.065乘以其标准差2.516,并除以Size的均值2.129。下文类推。

③ 限于篇幅,正文中未报告使用同伴地区市长的平均任期及其平方项作为工具变量的检验结果,以及控制上任官员特征和公共投资、招商引资、土地出让等其他潜在影响渠道后的检验结果,留存备案。

表 1 同群效应的检验结果

变量	FE		GMM	IV-2SLS	FE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	地方债务规模	地方债务规模	地方债务规模	地方债务规模	非城市群地方债务规模
同伴债务规模	0.065*** (2.74)	0.053* (1.94)	1.101*** (2.99)	0.361*** (3.36)	
城市群债务规模					0.080** (2.14)
城市群债务规模×城市群获批					-0.054* (-1.86)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	不控制	控制	控制	控制
地级市固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
区域-年份固定效应	不控制	控制	不控制	不控制	不控制
调整后 R ²	0.97	0.97	—	0.88	0.95
观测值	3010	3010	2709	2381	870

注：使用地级市层面聚类的标准误；括号中为t值；*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著；限于篇幅，未报告常数项、控制变量的回归结果以及系统GMM估计有效性和工具变量有效性的检验结果，留存备案；下同。

(二)机制分析

通过前述分析，上文发现了地方债务规模管理中的一个重要特征，即地方债务规模存在同群效应。对于这一结果背后的原因，本文将遵循前述收益-成本的视角，从藏匿、学习和晋升三方面进行机制分析。

本文借助中央加强地方性债务问责力度、地方债务存量以及借新还旧规模所体现的藏匿动机，使用模型(7)来检验藏匿机制，具体结果见表2。表2列(1)的回归结果中同伴债务规模与2014年后交乘项的系数显著为正，显示地方债务规模同群效应主要出现在2014年之后，同伴债务规模1个标准差的变动将引起本地级市人均债务规模同向变动5.9%。图2展示了同伴债务规模的时变系数，^①可以直观地看到从2014年开始同伴债务规模的系数才变为显著。自2014年43号文出台起，地方债务受到极高的关注，中央政府加强对地方违规举债问责的力度，使得地方政府更有减少自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的动机，从而更多地跟随同伴。因此，中央加强地方性债务问责力度后更强的同群效应支持了藏匿机制。同时，长期存在的学习机制和晋升机制无法解释2014年前后地方债务规模同群效应的转变，从侧面说明了本文假说3和假说4不成立。

值得注意的是，2018年的系数在统计意义上并不显著，其中原因可能是从2017年下半年开始，中央持续收窄地方政府融资渠道，关严“后门”(毛捷、徐军伟，2019a)，缺少城投债规模管理空间的地方政府无法对同伴债务规模做出回应。在城投债发行受限的情况下，融资平台转而利用其他不规范的渠道进行违规举债(毛捷、徐军伟，2019a；汪峰等，2020)，地方债务总规模在2017年后表现出了更为显著的同群效应，^②与2017年中央进一步强化举债问责力度的政策取向相匹配。^③

① 限于篇幅，正文中未报告各年系数的具体数值，留存备案。

② 限于篇幅，正文中未报告相关实证结果，留存备案。

③ 例如，2017年全国金融工作会议提出落实地方政府举债终身问责制和债务问题倒查机制、2017年《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)以及《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87号)等。

这也意味着,随着中央举债问责力度的不断强化,地方政府在债务规模管理策略上表现出了更强的同群效应,同群效应也从相对公开的城投债规模延伸至统计难度较大的地方债务总规模,再次体现了藏匿机制的存在。

表 2 藏匿机制的检验结果

变量	地方债务规模	地方债务规模	地方债务规模
	(1)	(2)	(3)
同伴债务规模	-0.159* (-1.81)	0.024 (1.17)	-0.029 (-1.32)
同伴债务规模×2014年后	0.209*** (2.63)		
同伴债务规模×高债务存量		0.055** (2.03)	
高债务存量		-0.129* (-1.97)	
同伴债务规模×高借新还旧			0.093*** (4.54)
高借新还旧			0.585*** (5.91)
控制变量	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
地级市固定效应	控制	控制	控制
调整后 R ²	0.97	0.97	0.97
观测值	3010	3010	3010

表 2 列(2)的回归结果中同伴债务规模与高债务存量交乘项的系数显著为正,表明同伴债务规模 1 个标准差的变动将引起高债务存量地级市人均债务规模额外同向变动 6.5%。表 2 列(3)的回归结果中同伴债务规模与高借新还旧交乘项的系数显著为正,表明同伴债务规模 1 个标准差的变动将引起借新还旧规模大的地级市人均债务规模额外同向变动 11.0%。如前所述,由于高债务存量和借新还旧规模大的地级市减少自身债务被过度关注、隐藏自身债务规模的动机更强,因此,实证检验中高债务存量以及借新还旧规模大的地级市更强的同群效应也支持了藏匿机制。综合表 2 和图 2 的结果来看,本文的假说 2 成立。^①

本文的藏匿机制代表了地方官员规避问责的忧虑。吕冰洋和陈怡心(2022)认为我国官员绩效考核制度形成的“干得不好就处罚”的约束或压力显著作用于我国地方政府行为逻辑,而本文发现藏匿机制是地方债务规模同群效应的重要成因,恰好支持了这一观点。

本文还分别借助经济发展水平和是否首次举债所体现的学习动机,以及官员年龄和任期所体现的晋升激励,使用模型(7)来检验学习机制和晋升机制。结果显示学习机制和晋升机制并不是地方债务规模同群效应的重要成因,本文假说 3 和假说 4 不成立。^②

^① 未报告结果中,本文还检验了同伴缩减债务规模是否会引起高债务地区债务规模的缩减,结果显示当地级市的债务规模较高,即人均债务规模大于同伴均值时,其更倾向于跟随同伴缩减债务规模,再次体现了藏匿机制的存在。限于篇幅,留存备案。

^② 限于篇幅,正文中未报告学习机制和晋升机制的相关检验结果,留存备案。

本文认为藏匿机制主导地方债务规模同群效应的形成,而理论上存在的晋升机制和学习机制作用较小的原因在于:2014年前地方政府较少关注地方债务规模的管理,此时不论是晋升、学习还是藏匿机制可能都尚未引致地方债务规模的同群效应;2014年以后“遏制增量、化解存量”的指导思想形成,地方债务规模管理的重要性提升,叠加地方性债务问责力度加强引致的地方债务风险提升以及债务资金用途的转变,导致藏匿机制成为地方债务规模同群效应的重要成因,并产生理论上存在的晋升机制和学习机制作用较小的现象。^①

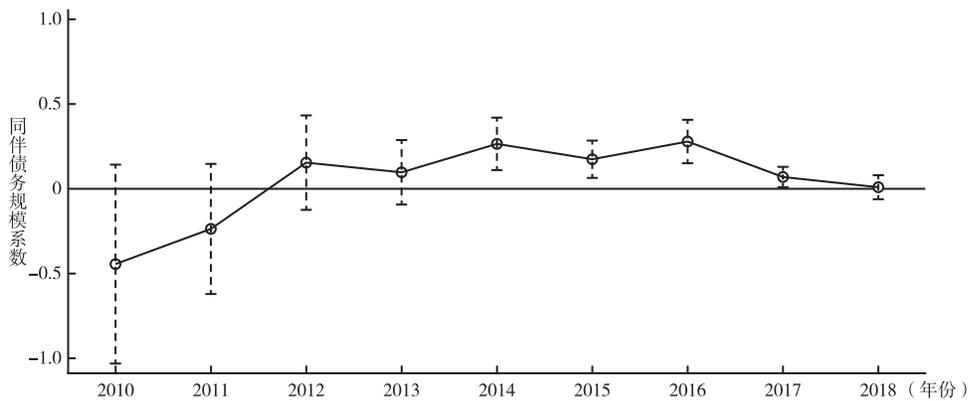


图2 同伴债务规模的时变系数 (置信区间为95%)

(三)稳健性检验

为了检验结论的稳健性,本文做了随后一系列稳健性检验:(1)更换地方债务代理变量并延长样本区间,本文参考Huang等(2020)的方法,基于市级和区县级融资平台的资产负债表,计算2009—2022年地级市层面的地方债务总规模,以此作为地方债务的代理变量进行检验;(2)将样本区间调整为2014—2018年;(3)考虑经济发展水平与举债空间相关,使用地区城投债余额与GDP的比值衡量地方债务规模;(4)使用同伴人均债务规模的中位数衡量同伴影响;(5)以同伴人均债务规模的加权平均衡量同伴影响,权重为地理距离的倒数并进行行标准化处理;(6)控制同省份同伴特征;(7)考虑到异常值的影响,对所有连续变量在1%和99%的水平上进行缩尾处理;(8)为了缓解同伴债务规模与其他变量的交乘项的内生性问题,本文参考Ngo和Stanfield(2022)采用三阶段回归检验;(9)考虑到虹吸效应,剔除省会城市再次进行检验。前述稳健性检验结果均表明本文的主要结论是稳健的。^②

五、进一步分析

本文已有实证结果显示藏匿机制是地方债务规模同群效应的重要成因之一,并且能否实现藏

^① 限于篇幅,对此更详细的理论分析和实证检验留存备案。不可否认官员晋升激励依然是地方政府主动扩张债务的重要驱动力(曹婧等,2019;汪峰等,2020;钟腾等,2021;聂卓等,2023a),即官员晋升激励的强弱影响地方债务主动扩张部分的大小,因此,使用地方官员任期变量构造地方债务规模的工具变量依然是合意的。官员晋升激励作为地方政府主动扩张债务的重要动机,却未必是地方政府管理债务规模的出发点。

^② 限于篇幅,正文中未报告稳健性检验结果,留存备案。

匿受到地方政府债务规模管理空间的影响。考虑到禀赋较好的东部地区以及金融分权程度高的地区,拥有更大的债务规模管理空间(毛捷等,2019;刘蓉、李娜,2021),更有能力及时调整债务规模、构建“避责共同体”、规避上级责罚,从而表现出更强的同群效应。因此,本文进一步检验东部、中西部地区以及不同金融分权程度的地区是否表现出差异化的同群效应。

本文在表3列(1)中加入调节变量 *MidWest*,其定义为地级市属于中西部地区取1,反之取0。回归结果显示交乘项的系数显著为负,表明相比于中西部地区,同伴债务规模1个标准差的变动将引起东部地级市人均债务额外同向变动7.3%。

本文关注的金融分权侧重于地方政府影响金融资源配置的能力或者说地方政府的金融控制权,使用地级市上年地方性商业银行数量与全国商业银行总数量之比衡量(何德旭、苗文龙,2021)。^①表3列(2)中加入调节变量 *High*,其定义为地级市上年金融分权程度高于全国均值取1,反之取0。回归结果显示交乘项的系数显著为正,表明同伴债务规模变动1个标准差将引起高金融分权地级市人均债务额外同向变动5.6%。这一结果说明,地方政府会借助其对地方性商业银行的影响力扩张债务规模管理空间,增强地方政府藏匿债务规模的能力,进而表现出更强的同群效应。

表3 地方债务规模同群效应的异质性分析

变量	地方债务规模	地方债务规模
	(1)	(2)
	中西部地区	金融分权
	<i>MidWest</i>	<i>High</i>
同伴债务规模	0.064*** (2.74)	-0.011 (-0.45)
同伴债务规模×调节变量	-0.062*** (-2.90)	0.047* (1.88)
调节变量		0.802*** (2.86)
控制变量	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
地级市固定效应	控制	控制
调整后 R ²	0.97	0.97
观测值	3010	2869

此外,本文还检验了不同间接融资发展水平或不同直接融资发展水平的地区是否表现出差异化的同群效应,结果显示地方债务规模同群效应不因间接融资或直接融资的发展水平而呈现差异。^②

结合上文的分析,东部地区以及金融分权程度高的地区,其债务规模管理空间更大(毛捷等,2019;刘蓉、李娜,2021),更有能力及时调整债务规模、实现债务规模的藏匿,从而表现出更强的同群效应。本文的实证结果间接说明地方政府债务规模管理空间越大、地方政府藏匿债务规模的能力越强,地方债务规模管理趋同性越明显,这指出了制定合理的地方政府债务风险防范化解政策的要点之一。

① 金融分权相关数据来自Wind数据库。

② 限于篇幅,正文中未报告间接融资发展和直接融资发展的相关实证结果和具体分析,留存备案。

六、结论与启示

借助官员任期工具变量和城市群获批事件,本文的实证研究证实了我国地方债务规模管理中存在显著的同群效应,并发现藏匿机制是地方债务规模同群效应的重要成因之一,即地方政府借助与同伴相似的债务规模管理策略来避免自身债务规模被过度关注、隐藏自身的债务规模,减少被上级部门问责的可能性,从而降低债务规模管理的风险。在进行一系列的稳健性检验后,本文的主要结论保持不变。进一步分析显示,资源禀赋更好的东部地区和金融分权程度较高的地区,其债务规模同群效应更强,但间接融资和直接融资的发展水平未导致同群效应的显著差异。

本文的研究结果有四点启示。(1)从规模管理的角度,同群效应的存在使得地方债务规模管理策略与地区特征可能不匹配,由此埋下了较大的风险隐患,相关部门在防范和化解地方债务风险时需要注意地方政府行为的相互影响,引导地方政府依据自身情况举债发展。(2)从举债问责的角度,藏匿自身债务规模,从而减少被上级部门问责的可能性是地方债务出现同群效应的重要原因之一,这就要求进一步完善官员问责制度,制定科学合理的官员考核体系依然任重道远。(3)从宏观治理体系的角度,发挥市场在金融资源配置中的决定性作用,划清地方政府与地方金融机构的职责和界限,不仅能够促进金融资源的有效配置,也能够缩小地方政府无序举债的空间,从而抑制地区趋同性的债务规模管理策略。(4)从城市群建设的角度,地区新群体的形成可能进一步扩大地方政府债务规模管理的空间,在规划和设计城市群时应当考虑针对城市群整体的地方债务管理体系。

参考文献:

- 曹婧、毛捷、薛熠:《城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析》,《财贸经济》2019年第5期。
- 陈仕华、卢昌崇:《企业间高管联结与并购溢价决策——基于组织间模仿理论的实证研究》,《管理世界》2013年第5期。
- 邓慧慧、赵家羚:《地方政府经济决策中的“同群效应”》,《中国工业经济》2018年第4期。
- 郭玉清、孙希芳、何杨:《地方财政杠杆的激励机制、增长绩效与调整取向研究》,《经济研究》2017年第6期。
- 何德旭、苗文龙:《财政分权、金融分权与宏观经济治理》,《中国社会科学》2021年第7期。
- 洪源、陈丽、曹越:《地方竞争是否阻碍了地方政府债务绩效的提升?——理论框架及空间计量研究》,《金融研究》2020年第4期。
- 冀云阳、付文林、束磊:《地区竞争、支出责任下移与地方政府债务扩张》,《金融研究》2019年第1期。
- 刘乃全、吴友:《长三角扩容能促进区域经济共同增长吗》,《中国工业经济》2017年第6期。
- 刘倩、朱书尚、吴非:《城市群政策能否促进区域金融协调发展?——基于方言视角下的实证检验》,《金融研究》2020年第3期。
- 刘蓉、李娜:《地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究》,《管理世界》2021年第3期。
- 吕冰洋、陈怡心:《财政激励制与晋升锦标赛:增长动力的制度之辩》,《财贸经济》2022年第6期。
- 吕健:《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。
- 吕健:《地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角》,《中国工业经济》2015年第11期。
- 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。
- 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》,《中国社会科学》2019年第9期。
- 毛捷、马光荣:《政府债务与财政可持续性》,《中国经济学研究手册》章节,2024年3月版本。
- 毛捷、徐军伟:《中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实》,《财政研究》2019a年第1期。
- 毛捷、徐军伟:《新时代地方财政治理:地方债实地调研和间接金融分权视角》,《财经智库》2019b年第6期。
- 倪星、王锐:《从邀功到避责:基层政府官员行为变化研究》,《政治学研究》2017年第2期。
- 聂卓、刘松瑞、玄威:《从“主动负债”到“被动负债”:中央监管转变下的隐性债务扩张变化》,《经济学(季刊)》2023a年第6期。

21. 聂卓、王梓旭、毛捷:《举债问责与隐性担保:来自城投债交易利差的证据》,《中山大学学报(社会科学版)》2023b年第4期。
22. 蒲丹琳、王善平:《官员晋升激励、经济责任审计与地方政府投融资平台债务》,《会计研究》2014年第5期。
23. 宋泽、邹红:《增长中的分化:同群效应对家庭消费的影响研究》,《经济研究》2021年第1期。
24. 汪峰、熊伟、张牧扬、钟宁桦:《严控地方政府债务背景下的PPP融资异化——基于官员晋升压力的分析》,《经济学(季刊)》2020年第3期。
25. 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。
26. 吴文锋、胡悦:《财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据》,《中国社会科学》2022年第8期。
27. 吴小强、韩立彬:《中国地方政府债务竞争:基于省级空间面板数据的实证研究》,《财贸经济》2017年第9期。
28. 吴延兵:《中国式分权下的偏向性投资》,《经济研究》2017年第6期。
29. 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》,《管理世界》2020年第9期。
30. 许年行、于上尧、伊志宏:《机构投资者羊群行为与股价崩盘风险》,《管理世界》2013年第7期。
31. 杨海生、柳建华、连玉君、江颖臻:《企业投资决策中的同行效应研究:模仿与学习》,《经济学(季刊)》2020年第4期。
32. 姚洋、席天扬、李力行、王赫、万凤、张倩、刘松瑞、张舜栋:《选拔、培养和激励——来自CCER官员数据库的证据》,《经济学(季刊)》2020年第3期。
33. 易志高、李心丹、潘子成、茅宁:《公司高管减持同伴效应与股价崩盘风险研究》,《经济研究》2019年第11期。
34. 郁芸君、张一林、陈卓、蒲明:《缓兵之计? 地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据》,《经济学(季刊)》2022年第3期。
35. 赵聚军、张昊辰:《被动担责与集体共谋:基层官员问责应对策略的类型学考察》,《江苏社会科学》2022年第1期。
36. 钟腾、杨雪斌、汪昌云:《地方政府债务人行行为动机下的“同群效应”——基于空间计量模型的实证研究》,《计量经济学报》2021年第4期。
37. 周黎安:《转型中的地方政府:官员激励与治理》,格致出版社2017年版。
38. 朱菲菲、李惠璇、徐建国、李宏泰:《短期羊群行为的影响因素与价格效应——基于高频数据的实证检验》,《金融研究》2019年第7期。
39. Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Naveen, L., Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation? . *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, No. 2, 2008, pp. 152-168.
40. Cao, G., Weng, X., Xu, M., & Zhou, L. A., Hybrid Contracts, Multitasking, and Incentives: Theory and Evidence from China's Air Pollution Controls. SSRN Working Paper, No.4083512, 2023.
41. Chevalier, J., & Ellison, G., Career Concerns of Mutual Fund Managers. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.114, No. 2, 1999, pp. 389-432.
42. He, D., Jiang, Y., & Gorn, G. J., Hiding in the Crowd: Secrecy Compels Consumer Conformity. *Journal of Consumer Research*, Vol. 48, No. 6, 2022, pp. 1032-1049.
43. Huang, Y., Pagano, M., & Panizza, U., Local Crowding-Out in China. *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6, 2020, pp. 2855-2898.
44. Jiang, H., & Verardo, M., Does Herding Behavior Reveal Skill? An Analysis of Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, Vol. 73, No. 5, 2018, pp. 2229-2269.
45. Kuchler, T., & Stroebel, J., Social Finance. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 13, 2021, pp. 37-55.
46. Manski, C. F., Identification of Endogenous Social Effects: The Reflection Problem. *The Review of Economic Studies*, Vol. 60, No. 3, 1993, pp. 531-542.
47. Matvos, G., & Ostrovsky, M., Heterogeneity and Peer Effects in Mutual Fund Proxy Voting. *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, No. 1, 2010, pp. 90-112.
48. Ngo, P., & Stanfield, J., Does Government Spending Crowd Out R&D Investment? Evidence from Government-Dependent Firms and Their Peers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 57, No. 3, 2022, pp. 888-922.
49. Ouimet, P., & Tate, G., Learning from Coworkers: Peer Effects on Individual Investment Decisions. *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 1, 2020, pp. 133-172.
50. Si, H., Liu, X., & Wei, J., Procyclicality of Local Government Debt Financing and Its Theoretical Explanation. *China Finance*

and *Economic Review*, Vol. 7, No. 4, 2018, pp. 89–109.

51. Yu, J., Zhou, L. A., & Zhu, G., Strategic Interaction in Political Competition: Evidence from Spatial Effects Across Chinese Cities. *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 57, 2016, pp. 23–37.

Huddling Together or Going One's Own Way? — Peer Effects in Local Government Debt Management

LU Yisheng, LUO Ronghua (Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

FANG Hongyan (Shanghai University of International Business and Economics, 201620)

Summary: Local government debt in China has exhibited clustering characteristics in recent years. This phenomenon raises questions about whether there are peer effects in local government debt levels and if so, what are the potential mechanisms behind them. This paper tries to answer these questions.

By using data on local government debt from 2009 to 2022, this paper finds significant peer effects in local government debt management: A one standard deviation increase in the debt level of peer governments (i.e. other prefecture cities in the same province) leads to a 7.7% increase in the per capita debt level of the focal local government. This result sustains after the endogeneity of peer debt is taken into account. Specifically, the study uses the tenure of local officials as the instrumental variable, and the approval of urban agglomerations as the quasi-natural experiment setting. Further analysis shows that the peer effects mainly come from the behavior of hiding in the crowd by adopting similar debt management strategies to those of peers and the “everyone-does-it” defense. In contrast, the traditional learning channel and the competition for promotion channel, as documented in existing literature, have negligible impact. These results suggest that constraints embedded in the assessment system for local officials may be an important factor in shaping local government behavior. Lastly, the peer effects are stronger in East China than in Central and West China, and also stronger in areas with a higher degree of financial decentralization.

This paper contributes to existing literature in the four following aspects. First, it extends research on the characteristics of local government debt management and finds peer effects in local government debt levels, which is not documented in existing literature. Second, it finds a new mechanism, i.e., hiding in the crowd and using the “everyone-does-it” defense, behind the peer effects. Third, it shows that the intensity of peer effects varies from place to place, depending on local financial development level. Fourth, it examines the impact of urban agglomeration policies on local government debt.

The research results have the following policy implications. First, regulatory authorities should consider peer effects in local government behavior and guide debt issuance based on regional characteristics. Second, regulatory authorities should design a more scientific system to evaluate the performance of local officials. Third, it is crucial to shore up the market's decisive role in allocating financial resources and draw a clear boundary between the responsibilities of local governments and those of local financial institutions. Fourth, the planning and designing of urban agglomerations should take into account cluster-specific local debt management systems.

Keywords: Local Government Debt, Peer Effects, Urban Agglomeration

JEL: G28, H11, H77

责任编辑:照 蕴