

# 土地融资模式转变与地方政府债务风险防控

宋尚彬<sup>1</sup>, 汪冲<sup>2</sup>

(1. 山东财经大学 财政税务学院, 山东 济南 250014; 2. 上海财经大学 财税投资学院, 上海 200433)

**摘要:** 中国特色土地融资模式转变是防范与化解地方政府债务风险和推进中国式现代化建设的关键。文章以 2017 年开始发行的土地储备专项债券为背景, 考察土地融资模式由土地金融转向土储债券对地方政府债务风险防控的影响。研究发现, 土地融资模式转变显著降低了土地债务风险。机制检验表明, 覆盖土地储备专项债券“借、用、还”的激励机制促进了地方政府进行土地出让, 能够提高土地债务的收益保障倍数, 有效防控显性债务风险; 针对土地金融的约束机制减少了地方政府向融资平台注入土地和提供政府补贴的行为, 抑制了隐性债务风险的产生。异质性分析表明, 土地融资模式转变对土地债务风险的抑制效应在市场化程度较高、财政透明度较低和政府治理能力较强的地区更明显。文章的结论不仅为构建土地债务风险防控的激励约束机制提供了理论依据, 也为完善激励相容与风险可控的土储债券制度提供了政策启示。

**关键词:** 土储债券; 债务治理; 债务风险; 土地财政

**中图分类号:** F812; F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2026)05-0139-15

**DOI:** 10.16538/j.cnki.jfe.20260318.401

## 一、引言

党的二十届四中全会提出, 要“积极稳妥化解地方政府债务风险”。土地作为土地财政和土地金融问题的核心, 具有商品和金融的双重属性(刘元春和陈金至, 2020; 曹婧, 2024), 而地方政府主要依赖土地增加隐性债务(毛捷和徐军伟, 2019)。因此, 土地在地方政府债务风险防控中发挥了重要作用。在土地金融模式下, 地方政府通过将储备土地以划拨等形式注入融资平台, 使融资平台能够利用土地资产进行抵押担保, 从而发行各类融资工具。土地在此过程中从直接的财政工具变成间接的金融工具, 这使得融资平台与金融机构之间关系密切, 这不仅提高了地方政府债务风险(周世愚, 2021), 而且通过抵押品渠道将风险传导至金融市场(毛锐等, 2018), 引发了较多学者对于财政风险金融化以及系统性风险的担忧(张甜和曹廷求, 2022)。

为防范化解债务风险, 中央政府自 2015 年启动了地方债务治理, 出台了一系列具有激励与约束相结合特点的措施。在激励方面, 建立以地方政府土地储备专项债券(以下简称“土储债券”)为代表的政府债券融资模式, 凭借土地发行债券, 并在债券“借、用、还”方面实施一整套激励制度, 对以土地为标的的地方政府显性债务进行了规范。在约束方面, 通过出台一系列限制性规则来取消土地金融模式, 严禁违法违规土地出让, 遏制隐性债务风险的进一步产生和扩散。

收稿日期: 2025-08-27

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72473093, 71973090)

作者简介: 宋尚彬(1994-), 男, 山东淄博人, 山东财经大学财政税务学院讲师;

汪冲(1979-)(通讯作者), 男, 安徽宣城人, 上海财经大学财税投资学院教授。

上述治理措施驱动土地融资模式由土地金融向土储债券转变,这种转变有助于规范以土地为标的的地方政府债务,有效防控土地债务风险。一方面,土储债券通过在公开市场发行地方政府债券进行土地融资,促使土地功能回归到直接的财政工具,能够规范地方政府土地出让行为,且债券“借、用、还”全流程的管理模式能激励地方政府进行土地出让以确保土储债券还本付息,有效防控以土地为标的的地方政府显性债务风险;另一方面,约束机制改变了土地金融模式,土地不再是抵押品,从源头上降低了以土地为标的的地方政府隐性债务风险。

本文从中央政府债务治理和地方政府的行为反应入手,研究土地融资模式转变对地方政府债务风险防控的影响。研究发现,受土地融资模式转变影响越大的城市,其土地出让收入对土地债务的保障倍数越高,土地债务风险防控效果越好。机制分析发现,覆盖土储债券“借、用、还”的激励机制促进了地方政府进行土地出让,能够提高土地债务的收益保障倍数,有效防控显性债务风险;针对土地金融的约束机制减少了地方政府向融资平台注入土地和提供政府补贴的行为,抑制了隐性债务风险的产生。异质性分析表明,土地融资模式转变对土地债务风险的抑制效应在市场化程度较高、财政透明度较低和政府治理能力较强的地区更明显。

本文的边际贡献主要体现在以下三点:第一,本文丰富了土地融资模式的研究,为探究土地融资模式的转变方向提供了新的理论视角。已有关于土地融资模式的研究主要聚焦于以地引资、土地财政与土地金融(雷潇雨和龚六堂,2014;郑思齐等,2014;杨继东等,2018;张莉等,2018;余靖雯等,2019;刘元春和陈金至,2020;田文佳等,2020;Cheng等,2022)。然而,关于中国土地融资模式转变的研究较少进行理论和实证探索。本文以政府土储债券为切入点,深入研究了土储债券这一土地融资新模式的特征,为探索地方政府土地融资模式的合规化发展路径提供了理论依据。第二,本文丰富了地方政府债务风险防控的相关研究。已有研究聚焦债务置换、债务管理体制等措施对政府债务治理的影响(梁若冰和王群群,2021;刘贯春等,2022;邱志刚等,2022),对土地相关的地方政府债务风险防控研究较少。本文聚焦于以土地融资为核心的债务风险防控,这不仅能丰富债务风险防控的相关研究,而且能为构建更具“靶向性”的债务治理理论提供来自土地领域的依据。第三,本文丰富了土储债券的经济效应研究。现有关于土储债券的研究关注债券发行的必要性(张崢等,2018;晏阳和黄春妹,2019)、定价方式(汤玉刚和李晓静,2021)及其对隐性债务的影响(Wang等,2023)等,整体评估土储债券对债务风险防控影响的研究较少。本文分析了中央政府债务治理和地方政府行为反应,从激励与约束两方面分析了土储债券对债务风险防控的影响并展开实证检验。这不仅丰富了土储债券风险防控方面的研究,也为全面理解土储债券的作用提供了新的理论与经验依据。

## 二、文献综述与制度背景

### (一)文献综述

1. 关于政府土地融资模式的相关研究。地方政府凭借对土地的独家控制权导致以地引资、土地财政、土地金融于一体的土地融资模式的产生(刘元春和陈金至,2020;陈金至和宋鹭,2021)。一方面,1994年分税制改革后,为了加快工业化和城市化进程,地方政府对土地实施了差别化出让策略,即以低价出让工业用地发挥其生产要素功能以招商引资,从而提高商住用地价格以获取较高出让金(雷潇雨和龚六堂,2014),因此土地具有商品属性(曹婧,2024);另一方面,2008年以来,随着地方政府融资平台兴起,地方政府通过向融资平台注入土地来融资(毛捷和徐军伟,2019),进行城市建设后再通过出让土地还债,形成了“以地生财、以财养地”的投融资模式(郑思齐等,2014;陈金至和宋鹭,2021)。具体而言,在土地金融模式下,融资平台可以凭

借土地进行银行借贷(张莉等, 2019)、发行城投债(张莉等, 2018; 杨继东等, 2018)、开展融资租赁等(余靖雯等, 2019)。土地逐渐从服务于实体经济的生产要素变为金融工具, 因此土地具有了金融属性。鉴于此, 中央公司于2017年正式推出了土储债券, 旨在以土储债券模式替代土地金融模式, 减少地方政府隐性债务(Wang等, 2023)。土储债券具有省级发债、项目制管理、专款专用等运行机制, 不仅满足了土地开发的资金需求, 更通过项目收益平衡的约束防止了债务无限扩张(张峥等, 2018; 晏阳和黄春妹, 2019)。

2. 政府债务治理措施的相关研究。中央政府治理地方政府债务的措施主要包括两类: 一是对存量隐性债务风险化解。具体而言, 政府实施了债务置换策略, 即将高息、短期的隐性债务转化为低息、长期的显性债券, 替代原有用于“借新还旧”和补充流动资金的城投债, 有效缓解了当期偿债压力(邱志刚等, 2022)。然而, 债务置换可能只是财政整顿的权宜之计(李建强等, 2020), 当地方政府债务管理体制尚未落实、金融监管力度较弱时, 债务置换反而可能增加城投债发行额(李一花等, 2024)。二是增量债券风险防范。随着《中华人民共和国预算法》的实施, 地方政府债务管理机制逐渐完善, 具体机制包括将地方政府债务全部纳入预算、实施限额管理、强化债券资金绩效管理、建立考核问责机制等(郭玉清和毛捷, 2019; 马恩涛和任海平, 2022)。从实施效果看, 地方政府债务治理不仅降低了融资平台的新增贷款(梁若冰和王群群, 2021), 而且改善了企业投融资期限错配问题(刘贯春等, 2022), 降低了实体企业的系统性风险(李小林等, 2023)。但现有债务管理制度仍然存在问题。例如, 市县政府的融资需求由省级政府代为举债, 这扭曲了债券定价, 从而加剧了地方债风险(朱星姝和范子英, 2024; 马光荣等, 2025)。而项目收益率低等问题也增加了地方政府债券的风险(毛捷和柏金春, 2024)。

综上所述, 现有研究重点分析了土地融资模式的变化、土地金融的形成机制、地方政府债务治理手段等, 为本文提供了较多有益的参考。但在以下几方面存在不足: 第一, 现有文献较多聚焦于土地金融模式的运行逻辑, 但对以土储债券为代表的新型土地融资模式关注不足; 第二, 既有文献较多侧重于分析土储债券的发行必要性、运作模式等, 但较少有文献深入考察其在防控政府土地债务风险方面的效果; 第三, 现有研究较少从土地视角讨论以土地为核心的债务治理措施。鉴于此, 本文试图在上述方面进行深入研究。

## (二) 制度背景

为了防范与化解地方政府隐性债务风险, 我国进行了一系列改革。2014年, 国务院发布了《关于加强地方政府性债务管理的意见》, 《中华人民共和国预算法》也开始实施。各种限制性规则减少了土地金融模式的融资渠道。2017年, 财政部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》的通知。2018年, 《土地储备管理办法》发布。2024年, 国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》, 允许专项债券用于土地储备。2025年, 自然资源部和财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》, 土储债券正式重启。根据企业预警通平台统计, 2025年全国发行土储债券约为5451.54亿元。

图1和图2展示了土储债券的发行规模、项目构成及资金平衡情况。从图1可以看出, 土储债券共计发行约15077.79亿元, 在所有项目收益专项债中发行数额最大, 占比45.17%。从图2的土储债券具体项目来看, 土储项目共计10262个, 总投资约67678.38亿元, 为土储债券发行额的4.49倍, 表明土储债券具有较好的投资拉动作用。土储项目的土地面积、出让收入与实际的土地出让面积、收入均保持增长态势, 二者的差距逐年缩小。2019年, 土储项目土地面积已经与实际土地出让面积基本相等, 土储项目可用于资金平衡的土地出让收入约为6.22万亿元, 实际土地出让收入约为7.25万亿元。在2017—2019年, 所有土储项目可用于资金平衡的土地出

让收入达到约 132334.13 亿元，是土储债券发行额的 8.78 倍，总投资的 1.96 倍，为保障土储债券还本付息提供了重要保障。

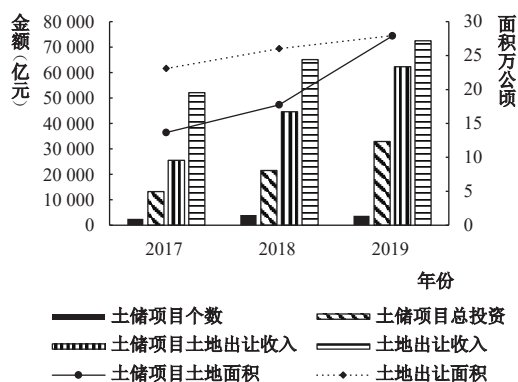
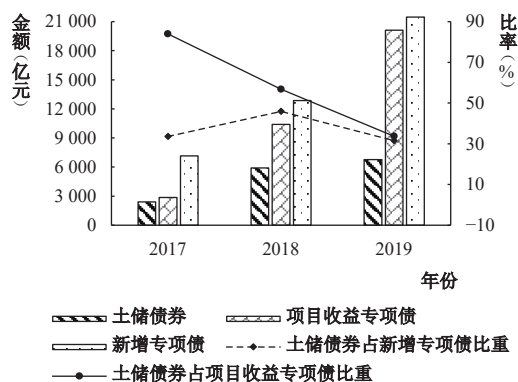


图 1 2017—2019 年全国土储债券、新增专项债发行额及土储债券占专项债比重

图 2 2017—2019 年土储项目信息及全国实际土地出让规模

注：土地出让面积来源于《中国国土资源统计年鉴 2018》《中国自然资源统计年鉴 2019》和《中国自然资源统计年鉴 2020》，土地出让收入来源于财政部官网。

### 三、理论分析

#### (一) 规范地方政府债务

地方政府隐性债务主要依托融资平台进行扩张(毛捷和徐军伟, 2019), 在土地金融模式下, 由于地方政府隐性担保、预算软约束、债务管理和信息披露制度不健全, 融资平台利用土地金融模式积累了较高债务, 提高了地方政府债务风险(周世愚, 2021; 徐军伟, 2025)。土地融资模式向土储债券模式转变使得地方政府举债行为进一步规范。具体而言, 该模式主要通过以下四方面的制度变革规范以土地为标的的地方政府债务。

首先, 土地融资模式转变明确了土地融资的信用主体。在土地金融模式下, 融资平台的主体信用并不明确, 其在法律形式上以公司信用为载体进行举债, 这导致了融资平台的信用问题(徐军伟, 2025)。土储债券制度将资金纳入政府性基金预算管理, 把融资平台与政府信用进行了剥离。具体而言, 土储债券作为法定政府债务, 直接体现政府信用并接受人大预算监督, 不再以公司信用为载体。与此同时, 融资平台被剥离了土地融资职能, 接受市场化规则约束。

其次, 土地融资模式转变改变了土地融资的信用基础。在土地金融模式下, 地方政府通过向融资平台注入土地等方式为其融资提供隐性担保(张路, 2020), 融资具有政府隐性担保和土地抵押的特点(张莉等, 2019)。而土储债券模式将融资的未来偿还限制于特定地块的未来出让收入, 确立了以现金流为核心的偿债机制, 并且要求预期收益能够完全覆盖融资规模。

再次, 土地融资模式转变提高了地方政府预算约束。在土地金融模式下, 地方政府隐性担保促使债权人普遍预期地方政府会为融资平台兜底, 即便项目本身无偿债能力, 政府也会通过财政资金进行救助, 融资平台长期处于预算软约束状态(邱志刚等, 2022)。土储债券制度通过实施债务总量限额管理和项目收益平衡机制, 提高了地方政府预算约束: 其一, 土储债券全额纳入政府性基金预算管理, 并实行严格的限额管理, 有效防止了债务无限扩张(张崢等, 2018); 其二, 土储债券坚持项目收益平衡原则, 要求债务偿还必须与项目对应的土地出让收入对应。这种安排不仅保障了偿债资金的来源, 更在制度上避免政府兜底的问题。

最后, 土地融资模式转变规范了债务管理流程与信息披露机制。在土地金融模式下, 融资平台普遍采用“资金池”运作模式, 这导致项目间互相使用资金(郁芸君等, 2022)。此外, 土地

金融模式多依赖银行贷款、信托及融资租赁等非标融资工具,从而导致信息披露不透明(曹婧, 2024)。土储债券具有项目制管理的治理结构,该制度要求每一只债券都对应特定的土地储备项目,实行专款专用。同时,作为标准的市场化发行债券,土储债券强制要求披露详细的土储项目信息。这种标准化的信息披露机制使得地方政府的举债行为和资产质量受到政府与市场的双重监督。因此,土储债券具有较强的外部市场约束。

综上所述,土储债券模式通过明确信用主体、重塑信用基础、提高预算约束及规范管理流程等制度有效抑制了债务无序扩张,规范了地方政府债务,显著降低了地方政府土地债务风险。基于上述分析,本文提出如下研究假设:

假设 1:土地融资模式由土地金融转变为土储债券能够降低地方政府土地债务风险。

## (二)债务风险防控的激励约束机制

土地融资模式的变化为有效控制土地债务风险奠定了坚实的基础。从微观传导路径来看,这一变革主要通过激励机制引导地方政府主动治理以及约束机制抑制隐性债务扩张来促使地方政府融资行为的规范化和理性化。

1. 土储债券“借、用、还”的激励机制。治理地方政府债务风险的核心难点在于减少中央政府和地方政府、地方政府和金融市场等委托代理关系的行为偏差。在传统土地金融模式下,行政层面的高监督成本以及市场层面的隐性担保预期使得地方政府利用信息优势进行融资,从而产生逆向选择和道德风险问题(唐云锋和刘清杰, 2018)。针对此问题,土储债券通过在“借、用、还”全流程中加入项目收益平衡的规则,实现了纵向制度约束和横向市场机制的有机结合。在该制度下,地方政府的角色从单纯的资金使用者转变为资产价值的最终责任人,从而使其具有增加土地出让收入、保障债券还本付息的内生动力。

第一,在“借”的准入环节,通过信号传递规避逆向选择问题。在土地金融模式下,融资平台信用主体混合和政府隐性担保的存在使金融机构难以真实评估融资平台的资产实力,可能会造成债务无序扩张、资产与债务风险不匹配等问题(徐军伟, 2025)。土储债券制度将债务主体明确为地方政府,并严格规定以土地出让收入偿还债券本息,即信用基础明确为土地。此外,土储债券还引入了严格的债券本息覆盖倍数,规定项目预期土地出让收入必须覆盖债券本息。这一量化指标构成了强有力的筛选信号,迫使地方政府在土储项目立项阶段就必须进行自我审查,主动剔除那些没有经济效益的低效地块,优先筛选位置优越、预期收益明确的优质土地。这从源头上确保了每一笔新增债务都有土地资产的未来收益作为保障,规避了低效投资的逆向选择问题。

第二,在“用”的管控环节,通过提高预算约束治理道德风险问题。债务规模扩张无约束和资金使用监管缺失是土地金融模式风险的重要原因。土储债券资金被纳入政府性基金预算管理,而地方政府自身债务实行限额管理,并且落实严格的专款专用制度(张峥等, 2018)。债务规模限额管理改变了土地金融模式下地方政府为融资平台兜底的模式。专款专用模式通过资金绑定项目弱化了地方政府的自由裁量权,提高了地方政府预算约束,进而治理地方政府道德风险。为了确保项目如期产生土地出让收入以覆盖债券本息,地方政府必须将精力集中于土地一级开发的本职工作,加快征收拆迁进度,提升土地的周转效率,从而增加地方政府的土地出让收入。

第三,在“还”的兑付环节,基于市场声誉与行政问责的双重约束激励地方政府履行约定。土储债券具有比较完善的信息公开制度,偿债责任的“显性化”使得地方政府面临公开市场的

刚性兑付压力。政府债务违约不仅会导致政府信用下降、区域融资环境恶化,还将触发考核问责机制(马恩涛和任海平,2022;王伟同等,2022)。因此,地方政府有动力改善地块周边的配套设施,优化营商环境,以提升地块价值,从而确保地块按预期价格顺利出让。这种机制促使地方政府提高土地出让收入,从而提升了债务的偿付保障能力。

2. 土地金融的约束机制。在土地融资模式转变过程中,各种限制性规则会对土地金融模式产生重大影响,从而形成对土地金融模式的约束机制。一方面,土地融资模式转变解决了融资平台主体的信用问题。融资平台可以无限举债的原因是模糊的主体信用和政府的隐性担保,土地融资模式转变则禁止土地储备机构向银行贷款。因此,融资平台无法利用政府信用在金融市场上直接融资,这不仅将政府信用从融资平台层面有效剥离,而且从主体资格上降低了新增隐性债务,从而减少隐性债务风险。另一方面,土地融资模式转变解决了隐性债务增长的来源问题。地方政府通过划拨方式向融资平台注入土地,进而为融资平台提供银行信贷融资,这构成土地金融模式的前提(刘元春和陈金至,2020)。土地融资模式转变后,禁止将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,因此,融资平台无法进行债务扩张。融资平台没有了土地作抵押,其信用评级回归其真实的经营状况,市场化的信贷约束机制开始生效,这有助于阻止隐性债务无限扩张。

综上所述,土地融资模式转变通过激励机制促使地方政府增加土地出让收入,并通过约束机制剥离抵押品,遏制隐性债务扩张,从而降低地方政府的土地债务风险。基于上述分析,本文提出如下假设:

假设2:土地融资模式转变主要通过覆盖土储债券“借、用、还”的激励机制与针对土地金融的约束机制来降低地方政府土地债务风险。

## 四、研究设计

### (一)实证策略与模型设定

自2017年地方政府开始发行土储债券后,土地融资模式由土地金融转变为土储债券。尽管该政策在全国范围内统一实施,但各地方政府因土地金融累积程度差异而受到不同强度的政策影响。具体而言,地方政府的土地金融累积程度越高,意味着其通过融资平台举借隐性债务进行土地开发和城市建设的程度越强。当土地融资模式转变时,土地金融模式依赖程度越深的地区面临更强的预算约束冲击,其通过发行土储债券满足土地开发融资需求的动机更为强烈,从而受到土地融资模式转变的影响更为显著。<sup>①</sup>由此,本文采用强度双重差分法(强度DID)实证检验土地融资模式转变对地方政府土地债务风险的影响。参考已有文献做法,本文构建强度DID模型,式(1)为城市层面回归模型,如下所示:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta Landfin_i \times Post_t + \gamma X_{it} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $i$ 表示城市, $t$ 表示年份;被解释变量 $Risk$ 为城市土地债务风险;解释变量为 $Landfin \times Post$ , $Landfin$ 表示城市土地金融累积程度, $Post$ 为土储债券发行前后虚拟变量; $X$ 为城市控制变量; $\mu$ 为城市固定效应, $\theta$ 为年份固定效应, $\varepsilon$ 为误差项;本文将标准误差聚类到省份-年份层面; $\beta$ 是本文的关注重点,其反映了土地融资模式转变对地方政府土地债务风险的影响。

式(2)为融资平台层面回归模型,如下式所示:

<sup>①</sup> 本文对城市土地金融累积程度与土储债券发行额、项目数的相关性检验结果证明了这个观点,限于篇幅,省略这部分内容,留存备案。

$$Debt_{ipt} = \alpha + \rho Landfin_i \times Post_t + \gamma M_{pt} + \delta X_{it} + \pi_p + \theta_t + \varepsilon_{ipt} \quad (2)$$

其中,  $p$  表示融资平台;  $Debt$  表示融资平台有息债务等被解释变量;  $M$  为融资平台控制变量;  $\pi$  为融资平台固定效应; 其余变量与式(1)一致。

## (二)数据来源与处理

本文采用 2012—2019 年中国城市和融资平台数据展开研究。土储债券项目数据为手工收集整理, 涵盖了 2017—2019 年地方政府发行的 10262 个土储债券项目,<sup>①</sup>并汇总到城市层面; 土地出让数据来源于中国土地市场网; 融资平台财务数据和城投债券发行数据来源于 Wind 数据库; 其他数据来源于 CEIC 数据库、EPS 数据库、中国城市统计年鉴、各省份和城市统计年鉴以及国民经济和社会发展统计公报。本文对数据进行了如下处理: 借鉴罗党论和余国满(2015)的做法, 剔除城投债在多个市场发行的重复数据, 将县区级融资平台归到所属城市; 剔除融资平台等级为省级的观测值; 剔除变量缺失的观测值。为了避免异常值对回归结果的影响, 将所有连续变量进行了上下 1% 的缩尾处理。最终, 本文获得城市观测值 2319 个, 融资平台观测值 14598 个。

## (三)变量定义

1. 被解释变量: 土地债务风险。参考既有研究, 本文借鉴专项债券项目收益覆盖倍数的思路, 用地方政府土地出让收入对土地债务的覆盖程度衡量土地债务风险(钟宁桦等, 2023)。然而, 若直接使用比率形式, 则债务为零的部分样本会导致数据截断、比率数据分布高度右偏, 并且会受到极端值干扰。因此, 本文参考 Merton(1974)的研究, 结合 Golubov 和 Konstantinidi(2019)对比率变量的分解方法, 构建基于对数差值的收益覆盖倍数衡量土地债务风险, 即  $Risk = \ln(\text{土地出让收入}) - \ln(\text{土地相关债务} + 1)$ 。其中, 土地相关债务等于融资平台有息债务余额与土储债券累计发行额之和。这一指标越大, 说明土地出让收入对土地相关债务的保障程度越高, 土地债务风险越小。

2. 解释变量: 土地融资模式转变。解释变量为  $Landfin \times Post$ ,  $Post$  为土储债券发行前后虚拟变量, 若 2017 年之前则赋值为 0, 若 2017 年及之后则赋值为 1;  $Landfin$  为城市土地金融累积程度变量, 参照已有文献做法(吕炜等, 2019; 毛捷等, 2019; Huang 等, 2020; 曹婧, 2024), 本文采用融资平台有息债务余额衡量截至某一时间节点的地方政府土地金融模式债务存量。因此, 本文以城市 2016 年融资平台有息债务余额衡量地方政府土地金融累积程度, 即  $Landfin = \ln(\text{城市 2016 年融资平台有息债务余额} + 1)$ 。这一指标值越大, 政策冲击前地方政府的土地金融累积程度越大, 地方政府土地融资模式转变的政策效应越大。

3. 机制分析相关变量。(1)城市土地出让收入、面积、价格, 分别用城市土地出让收入、面积、均价的对数衡量; (2)城市土储债券发行情况, 分别用城市土储债券累计发行额、项目个数、项目投资、土地面积、预期收入和债券保障倍数的对数衡量; (3)融资平台债务、土地资产注入和政府补贴, 参考张路(2020)的做法, 分别用融资平台有息债务的对数、无形资产增量与总资产的比值、营业外收入的对数衡量。

4. 控制变量。城市控制变量: 人口密度、财政自给率、工业企业数量、经济发展水平、社会消费水平、商品房销售面积、金融机构存款余额以及第二、第三产业占比。融资平台控制变量: 企业规模、企业年龄、负债结构、现金流、资本密集度和债务融资成本。描述性统计结果见表 1。

<sup>①</sup> 限于篇幅, 省略详细整理过程, 留存备索。

表1 变量定义与描述性统计

名称	定义	符号	观测值	均值	最小值	最大值
城市变量						
土地债务风险	$\ln(\text{土地出让收入}) - \ln(\text{土地相关债务} + 1)$	<i>Risk</i>	2319	2.0798	-3.2481	22.4625
城市土地金融累积程度	$\ln(\text{城市2016年融资平台有息债务余额} + 1)$	<i>Landfin</i>	2319	19.9816	0	27.6912
土储债券发行虚拟变量	若2017年之前则赋值为0, 若2017年及之后则赋值为1	<i>Post</i>	2319	0.3747	0	1
人口密度	$\ln(\text{城市人均区域面积})$	<i>Density</i>	2319	1.1931	-0.4298	4.6752
财政自给率	一般预算内收入/一般预算内支出	<i>Fin</i>	2319	0.4538	0.0959	0.9946
工业企业数量	$\ln(\text{城市规模以上工业企业数})$	<i>Firm</i>	2319	6.5698	3.9512	8.9449
经济发展水平	$\ln(\text{城市人均地区生产总值})$	<i>Pergdp</i>	2319	10.7067	9.5292	11.9207
第二、第三产业占比	第二、第三产业增加值/GDP×100%	<i>Ind23</i>	2319	88.1744	63.1075	99.7071
社会消费水平	$\ln(\text{社会消费品零售总额})$	<i>Lnsale</i>	2319	15.5567	13.3806	18.1739
商品房销售面积	$\ln(\text{城市商品房销售面积})$	<i>Lnfdc</i>	2319	7.9549	5.0513	10.2560
金融机构存款	$\ln(\text{城市年末金融机构存款})$	<i>Lndeposit</i>	2319	16.8759	15.0121	20.0167
土地出让收入	$\ln(\text{城市土地出让总金额})$	<i>Landmoney</i>	2319	13.2476	9.8439	16.5501
土地出让规模	$\ln(\text{城市土地出让面积})$	<i>Landarea</i>	2319	6.4575	4.3244	8.2677
土地出让均价	$\ln(\text{城市土地出让均价})$	<i>Landprice</i>	2319	6.7892	4.6697	9.4376
土储债券额	$\ln(\text{城市土储债券额} + 1)$	<i>LRSB</i>	2319	20.0277	0	25.3041
土储项目个数	$\ln(\text{城市土储项目个数} + 1)$	<i>Project</i>	2319	2.9820	0	5.2679
土储项目总投资	$\ln(\text{城市土储项目总投资} + 1)$	<i>Invest</i>	2319	21.0076	0	27.1693
土储项目土地面积	$\ln(\text{城市土储项目土地面积} + 1)$	<i>Arealrsb</i>	2319	8.8277	0	13.3716
土储项目收入	$\ln(\text{可用于资金平衡的土地出让收入} + 1)$	<i>Income</i>	2319	21.6954	0	27.7254
土储项目债券保障倍数	$\ln(\text{可用于资金平衡的土地出让收入}/\text{项目债券本息})$	<i>Incomelrsb</i>	2151	1.7979	0.4411	4.1718
融资平台变量						
融资平台债务	$\ln(\text{融资平台有息债务})$	<i>Debt</i>	14598	22.2022	18.7355	24.9378
土地资产注入	$(\text{无形资产} - \text{上一期无形资产})/\text{总资产}$	<i>Landasset</i>	9503	0.0025	-0.0922	0.1426
政府补贴	$\ln(\text{营业外收入})$	<i>Subsidy</i>	13776	16.1071	5.6796	20.7734
企业规模	$\ln(\text{企业资产})$	<i>Size</i>	14598	23.4867	21.3645	25.7921
企业年龄	$\ln(\text{企业年龄} + 1)$	<i>Age</i>	14598	2.3472	0	3.6376
负债结构	短期借款/长期借款	<i>Lev</i>	14598	0.2383	0	3.4211
现金流	经营活动产生的现金流量净额/企业资产	<i>Cash</i>	14598	-0.0256	-0.3177	0.1337
资本密集度	总资产/营业总收入	<i>CI</i>	14598	23.9465	3.0099	207.9793
债务融资成本	财务费用/总负债	<i>Finscost</i>	14598	0.0076	-0.0054	0.0480

### 五、基准回归与稳健性检验

#### (一) 基准回归结果

本文以土地债务风险为被解释变量。表2报告了式(1)的回归结果。实证结果显示,  $Landfin \times Post$ 的系数在1%水平上显著为正, 说明土地融资模式由土地金融转变为土储债券后, 受政策影响较大的城市的土地债务风险显著降低。列(2)加入控制变量, 可以发现,  $Landfin \times Post$ 的系数在1%水平上显著为正, 表明土地融资模式转变显著降低了地方政府土地债务风险, 验证了假说1。

表2 基准回归结果

变量	(1)	(2)
	<i>Risk</i>	<i>Risk</i>
$Landfin \times Post$	0.6049*** (0.0410)	0.6171*** (0.0406)
控制变量		控制
城市、年份效应	控制	控制
<i>N</i>	2319	2319

注: \*\*、\*和“”分别表示1%、5%和10%的显著性水平, 括号中为聚类到省份-年份层面的稳健标准误, 下表同。

(二)稳健性检验<sup>①</sup>

1. 平行趋势检验。采用强度 DID 研究需要满足平行趋势假设,本文构建如下模型检验平行趋势:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta \sum_{k=2012}^{2019} Landfin_i \times Year_k + \gamma X_{it} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,  $Year$  为一系列年份虚拟变量,  $Landfin \times Year$  表示城市土地金融累积程度与年份虚拟变量的交互项,其余变量设定与式(1)一致,以政策前一年为基期。如果土地融资模式转变之前,  $Landfin \times Year$  的系数不显著,表明满足平行趋势假设。回归结果显示,2017 年之前,  $Landfin \times Year$  的系数均不显著,说明本文的强度 DID 模型满足平行趋势假设,即土地融资模式转变之前,各地方政府土地债务风险变动趋势不存在显著差异。从动态效应来看,2017 年土储债券发行后,  $Landfin \times Year$  的系数显著为正且系数逐年变大,说明土地融资模式转变对地方政府土地债务风险的影响效应具有持续性,且影响效应逐渐增强。

2. 工具变量回归。本文基准回归面临遗漏变量与测量误差导致的内生性问题。为克服上述问题,本文进一步采用工具变量法进行估计。借鉴祁毓等(2025)的做法,本文将城市土地平均坡度( $Lnslope$ )与  $Post$  的乘积( $Lnslope \times Post$ )作为土地融资模式转变( $Landfinpost$ )的工具变量。一方面,城市土地平均坡度是决定土地可开发性与抵押价值的关键自然地理特征。平缓的地形意味着更低的开发成本,这使得地方政府拥有更多的土地资产注入融资平台作为抵押品,从而提高了基期债务规模;反之,土地坡度越大的城市,可直接注入融资平台的平整土地越少且土地的抵押价值相对较低(Chen 和 Kung, 2016),从而在客观上限制了其土地融资的规模,因此满足相关性要求。另一方面,城市土地平均坡度作为长期稳定的自然禀赋,满足外生性要求。本文构建回归模型如下:

$$Landfinpost_{it} = \alpha + \beta_1 Lnslope_i \times Post_t + \gamma X_{it} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_2 Landfinpost_{it} + \gamma X_{it} + \mu_i + \theta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

根据第一阶段回归结果,工具变量  $Lnslope \times Post$  的系数在 1% 水平上显著为负,且  $F$  统计量为 18.912,拒绝弱工具变量假设。第二阶段回归结果显示,  $Landfinpost$  的系数在 1% 水平上显著为正,这表明工具变量回归与基准回归所得结论一致。

3. 其他稳健性检验。本文还进行了其他稳健性检验,包括使用虚拟变量衡量城市土地金融程度、采用城市 2016 年融资平台有息债务余额占 GDP 比重等相对指标衡量城市土地金融累积程度、安慰剂检验等。根据实证结果,基准回归结论稳健成立。

## 六、机制检验与异质性分析

### (一)机制检验

1. 土储债券“借、用、还”的激励机制检验。本文考察土地融资模式转变对土地出让的影响。表 3 列(1)报告了土地融资模式转变对地方政府土地出让总金额的影响,实证结果显示,  $Landfin \times Post$  的系数在 1% 水平上显著为正,说明土地融资模式转变之后,原先对土地金融依赖程度更高城市的土地出让总收入增幅更大。这一结果初步印证了以土储债券为核心的土地融资

<sup>①</sup> 限于篇幅,省略稳健性检验结果,留存备案。

模式改革能显著促进地方政府进行土地出让。列(2)、列(3)考察了土地融资模式转变对土地出让总面积和均价的影响,  $Landfin \times Post$  的系数均在 5% 水平上显著为正, 说明土地出让总面积和出让均价都有显著提升, 土地融资模式转变激励了地方政府的土地出让行为。土地出让收入增加提高了对土地债务的保障倍数, 这是降低土地债务风险的关键路径。

表 3 土地融资模式转变对土地出让的影响

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Landmoney</i>	<i>Landarea</i>	<i>Landprice</i>
$Landfin \times Post$	0.0088*** (0.0024)	0.0055** (0.0024)	0.0040** (0.0019)
控制变量	控制	控制	控制
城市、年份效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	2319	2319	2319

为深入揭示土储债券“借、用、还”的激励机制, 本文进一步将土地融资模式转变( $Landfin \times Post$ )与围绕土储债券“借、用、还”特定目标的地方政府举债行为组成交互项, 采用调节效应模型检验土储债券防控土地债务风险的机制。表 4 报告了以土地出让收入为被解释变量的回归结果。在“借”的环节, 发债额度和配属项目是核心, 在财政压力驱动下, 各地方政府会积极争取土储债券额度并配备项目。本文考察了土储债券发行额度( $LRSB$ )与配备项目数量( $Project$ )的调节作用。表 4 列(1)、列(2)回归结果显示, 二者与  $Landfin \times Post$  的交互项系数均在 1% 水平上显著为正, 在土地融资模式转变中成功争取到更多发债额度、配备更多项目的城市, 其土地出让收入的提升效应更为显著。这一结果与理论预期一致, 即土储债券“借、用、还”全流程的风险防控机制促使地方政府在最初“借”的环节就需要考虑债券偿还来源, 进而激励其优选项目、规范融资方案, 最终显著增加了地方政府土地出让收入。

表 4 土储债券“借、用、还”的激励机制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Landmoney</i>					
	“借”		“用”		“还”	
$Landfin \times Post \times LRSB$	0.0006*** (0.0001)					
$Landfin \times Post \times Project$		0.0023*** (0.0006)				
$Landfin \times Post \times Invest$			0.0006*** (0.0001)			
$Landfin \times Post \times Arealrsb$				0.0014*** (0.0003)		
$Landfin \times Post \times Income$					0.0006*** (0.0001)	
$Landfin \times Post \times Incomelrsb$						0.0036*** (0.0013)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市、年份效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	2319	2319	2319	2319	2319	2151

在“用”的环节,利用有限的土储债券资金,储备更大的土地面积和进行更大规模的项目投资是土储债券的重点。本文以项目累计投资额(*Invest*)与储备土地面积(*Arealrsb*)衡量债券资金的使用效率。列(3)、列(4)结果显示,二者与*Landfin*×*Post*的交互项系数均在1%水平上显著为正。这意味着,对于能够将债券资金更有效地转化为实物投资、储备更大规模土地的城市,政策对其土地出让的作用更强。

在“还”的环节,为了确保土储债券的安全性,地方政府会尽力提高项目地块出让收入和还本付息保障。本文基于项目预期土地出让收入(*Income*)及债券保障倍数(*Incomelrsb*)探究偿债约束的激励效果。列(5)、列(6)回归结果显示,二者与*Landfin*×*Post*的交互项系数均在1%水平上显著为正,且保障倍数的调节效应系数值相对更大,即在土地融资模式转变过程中,预期收入更高、偿债保障更强的城市,其土地出让收入的提升效应更为显著。

2. 土地金融模式的约束机制检验。首先,本文检验土地融资模式转变对融资平台债务的影响。表5列(1)回归结果显示,*Landfin*×*Post*的系数在1%水平上显著为负,这表明,在土储债券政策实施后,原先土地金融依赖程度更高的城市辖区内的融资平台债务规模下降更大。这一结果直接印证了土地金融模式约束机制的有效性,即通过剥离平台的土地储备职能有效抑制平台债务无序扩张。

表5 土地金融模式的约束机制检验

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Debt</i>	<i>Landasset</i>	<i>Subsidy</i>
<i>Landfin</i> × <i>Post</i>	-0.0458*** (0.0086)	-0.0008* (0.0004)	-0.0918** (0.0391)
控制变量	控制	控制	控制
企业、年份效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	14598	9166	13712

其次,本文检验土地融资模式转变对融资平台土地资产获取的影响。地方政府将土地注入融资平台是土地金融模式的前提。本文以融资平台无形资产增量反映融资平台取得的土地使用权。表5列(2)回归结果显示,*Landfin*×*Post*的系数显著为负,这意味着,土地融资模式转变减少了融资平台获取的土地资产。这说明土地融资模式转变有效约束了地方政府向融资平台注入土地资产的行为。

最后,本文检验土地融资模式转变对融资平台获取政府补贴的影响。当直接注资受到限制时,可能存在其他出让方式,即由融资平台通过协议等方式获得土地,再由政府通过政府补贴等形式将土地出让金返还给融资平台(高然等,2022)。表5列(3)回归结果显示,*Landfin*×*Post*的系数显著为负,该结果表明,土地融资模式转变显著减少了地方政府通过政府补贴渠道为融资平台进行土地成本兜底或资金返还的行为。上述结论说明,在土地融资模式转变过程中,土地金融模式的约束措施发挥了作用,地方政府通过土地注资扶持融资平台的行为受到限制,进而有效遏制了隐性土地债务风险扩散,形成了有效的约束机制。

## (二)异质性分析<sup>①</sup>

1. 市场化制度环境。市场化程度较高的地区往往具有成熟的要素市场、健全的法治环境、明晰的产权保护与契约执行制度等,能为土储债券发行、使用和偿还的全周期提供必要的保

<sup>①</sup> 限于篇幅,省略图表分析结果,留存备索。

障。此外,市场化程度较高的地区往往行政干预较少,融资平台公司更难获得政府的隐性担保。因此,土地融资模式转变对土地债务风险的影响可能在市场化程度较高的地区更明显。本文采用2016年各省的市场化指数衡量市场化程度(*Market*),将其与 $Landfin \times Post$ 生成交互项。根据回归结果, $Landfin \times Post \times Market$ 的系数在1%水平上显著为正,说明在市场化程度较高的省份,土地融资模式转变对地方政府土地债务风险的降低效果较显著。

2. 财政透明度。公开透明的财政信息能够有效降低政府债务风险(邓淑莲和刘澍滢,2019)。在土地融资模式转变之前,财政透明度较低的城市通过融资平台进行隐性土地融资等行为难以受到有效监督;在土地融资模式由土地金融转变为土储债券模式后,债券信息公开有助于提升财政透明度,从而促使地方政府进行债务风险管理、减少违规举债等(邓淑莲和刘澍滢,2019)。这使得土地金融的约束机制发挥作用,遏制了隐性债务扩张。本文将2016年城市财政透明度(*Trans*)与 $Landfin \times Post$ 生成的交互项作为解释变量。根据回归结果, $Landfin \times Post \times Trans$ 的系数在5%水平上显著为负,说明在政策前财政透明度较低的城市,土地融资模式转变的效果较大。

3. 政府治理能力。政府治理能力高意味着更强的政策执行力、更高的资源配置效率和更规范的行政流程。治理能力更高的地方政府能够更精准地理解并运用专项债政策。同时,较高的治理能力使得地方政府能够严格执行土地金融模式的约束措施,有效识别风险。因此,土地融资模式转变对土地债务风险的影响可能在政府治理能力较高的地区更明显。本文参考刘俸奇等(2021)的做法,构建省级层面的政府治理能力指标(*Ability*),将2016年省级政府的治理能力与 $Landfin \times Post$ 生成交互项。根据回归结果, $Landfin \times Post \times Ability$ 的系数显著为正,说明政府治理能力越强,土地融资模式转变对土地债务的风险防控效果越好。

## 七、结论与政策建议

本文以中央政府治理地方债务和2017年开始发行土储债券为背景,从地方政府行为反应视角入手,研究土地融资模式转变对地方政府土地债务风险防控的影响,揭示土地债务的风险防控机制。研究发现,土地融资模式转变显著降低了地方政府土地债务风险,形成了土地债务风险防控的激励约束机制:一方面,土储债券通过“借、用、还”的制度设计,激励地方政府提高土地经营效率,从而增加土地出让收入,有效防控了土地融资的显性债务风险;另一方面,土地金融模式的约束机制通过减少平台补贴支持等方式有效降低了隐性债务的产生。土地融资模式转变对土地债务风险的抑制效应依赖于地区的制度环境与地方政府治理能力,在市场化程度较高与治理能力较强的地区具有较强的效果,在财政透明度较低的地区则能更好发挥作用。

基于上述研究结论,本文提出以下政策建议:

第一,完善土储债券“借、用、还”的制度设计。在“借”的环节,建立债券额度与项目质量、地块价值、市场前景挂钩的动态分配机制,确保项目具有真实、优质的土地资产作为偿债基础。在“用”的环节,在新增土地储备项目和收购存量土地时引入第三方机构参与定价,建立更透明、市场化的定价机制,并引入社会资本参与后续开发,借助市场力量提升地块的规划与运营水平,从而最大化土地的远期收益。在“还”的环节,项目收益应与债券本息偿付挂钩,并允许地方政府将地块产生的增值收益优先用于偿债。

第二,健全土储债券模式下的约束机制。建立各部门共同参与的信息共享与联合监督机制,对土地从储备、开发到出让的全链条实行监管,保证债券资金的规范使用和按时偿还。通过

法规和数字化监管平台,确保债券资金只能用于公示的储备项目,对于每个债券项目,必须执行严格的收益平衡测算与审核。在项目存续期间,不得承诺以财政资金弥补收益缺口。

第三,优化地方政府的制度环境,提升治理能力。对市场化程度较低的地区,建议由省级政府统筹,直接引入第三方专业机构,为这些地区提供从项目筛选、收益测算到债券发行的全流程市场化服务。对财政透明度较低的地区,建议由省级财政部门建立财政信息强制公开清单。对政府治理能力较弱的地区,由中央或省级政府建立跨区域治理帮扶制度。组织治理能力较强的地区对重点地区提供“一对一”的辅导,帮助其优化项目设计、规范资金管理和健全内控制度。

#### 主要参考文献:

- [1]曹婧. 土地金融化、资源错配与企业全要素生产率[J]. 金融评论, 2024, (1): 71-85.
- [2]陈金至, 宋鹭. 从土地财政到土地金融——论以地融资模式的转变[J]. 财政研究, 2021, (1): 86-101.
- [3]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.
- [4]高然, 祝梓翔, 陈忱. 地方债与中国经济波动: 金融加速器机制的分析[J]. 经济研究, 2022, (6): 83-100.
- [5]郭玉清, 毛捷. 新中国 70 年地方政府债务治理: 回顾与展望[J]. 财贸经济, 2019, (9): 51-64.
- [6]雷潇雨, 龚六堂. 基于土地出让的工业化与城镇化[J]. 管理世界, 2014, (9): 29-41.
- [7]李建强, 朱军, 张淑翠. 政府债务何去何从: 中国财政整顿的逻辑与出路[J]. 管理世界, 2020, (7): 41-54.
- [8]李小林, 董礼媛, 司登奎. 地方政府债务治理与实体企业系统性风险[J]. 财经研究, 2023, (8): 49-63.
- [9]李一花, 李林巍, 王一迪. 地方债务置换与融资平台债务扩张[J]. 财贸经济, 2024, (7): 40-56.
- [10]梁若冰, 王群群. 地方债管理体制改革与企业融资困境缓解[J]. 经济研究, 2021, (4): 60-76.
- [11]刘俸奇, 储德银, 姜春娜. 财政透明、公共支出结构与地方政府治理能力[J]. 经济学动态, 2021, (4): 107-123.
- [12]刘贯春, 程飞阳, 姚守宇, 等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J]. 管理世界, 2022, (11): 71-85.
- [13]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.
- [14]罗党论, 余国满. 地方官员变更与地方债发行[J]. 经济研究, 2015, (6): 131-146.
- [15]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.
- [16]马恩涛, 任海平. 党的十八大以来我国地方政府债务治理的新成就新经验[J]. 地方财政研究, 2022, (11): 17-25.
- [17]马光荣, 宋浩兰, 聂卓. 信用混同与地方政府债券定价扭曲——兼议完善地方债务管理体制的路径[J]. 中国工业经济, 2025, (2): 5-22.
- [18]毛捷, 柏金春. 混合公债视域下专项债的风险研究[J]. 国际金融研究, 2024, (12): 71-83.
- [19]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.
- [20]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[J]. 财政研究, 2019, (1): 3-23.
- [21]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[J]. 中国工业经济, 2018, (4): 19-38.
- [22]祁毓, 尹傲雪, 刘雪欣, 等. 地方政府专项债对企业投资效率的影响研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2025, (11): 66-86.

- [23]邱志刚,王子悦,王卓.地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J].中国工业经济,2022,(4):42-60.
- [24]汤玉刚,李晓静.项目收益专项债券分散定价与集合定价问题研究——以土地储备专项债券为例[J].公共财政研究,2021,(6):4-21.
- [25]唐云锋,刘清杰.地方政府债务诱发金融风险的逻辑与路径[J].社会科学战线,2018,(3):65-72.
- [26]田文佳,张庆华,龚六堂.土地引资促进地区工业发展了吗?——基于土地、企业匹配数据的研究[J].经济学(季刊),2020,(1):33-60.
- [27]王伟同,辛格,周佳音.债务违约、属地信用与风险外溢[J].世界经济,2022,(12):201-224.
- [28]徐军伟.融资平台改革转型研究:主体信用再造视角[J].财政研究,2025,(8):66-79.
- [29]晏阳,黄春妹.广西:土地储备专项债券发行和管理的实践[J].中国土地,2019,(6):56-57.
- [30]杨继东,杨其静,刘凯.以地融资与债务增长——基于地级市面板数据的经验研究[J].财贸经济,2018,(2):52-68.
- [31]余靖雯,王敏,郭凯明.土地财政还是土地金融?——地方政府基础设施建设融资模式研究[J].经济科学,2019,(1):69-81.
- [32]郁芸君,张一林,陈卓,等.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[J].经济学(季刊),2022,(3):955-976.
- [33]张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].经济学(季刊),2018,(3):1103-1126.
- [34]张莉,魏鹤翀,欧德赞.以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析[J].金融研究,2019,(3):92-110.
- [35]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[J].中国工业经济,2020,(2):44-60.
- [36]张甜,曹廷求.地方财政风险金融化:来自城商行的证据[J].财贸经济,2022,(4):21-35.
- [37]张峥,杨红,彭茹燕.关于土地储备专项债券问题的探讨[J].中国土地,2018,(1):31-33.
- [38]郑思齐,孙伟增,吴璟,等.“以地生财,以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究[J].经济研究,2014,(8):14-27.
- [39]钟宁桦,胡林杉,钱一蕾,等.地方政府专项债务限额如何合理分配[J].中国工业经济,2023,(11):81-99.
- [40]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):128-137.
- [41]朱星姝,范子英.信用扭曲与地方债的风险背离——基于专项债券的研究[J].管理世界,2024,(6):16-30.
- [42]Chen T, Kung J K S. Do land revenue windfalls create a political resource curse? Evidence from China[J]. Journal of Development Economics, 2016, 123: 86-106.
- [43]Cheng Y D, Jia S H, Meng H. Fiscal policy choices of local governments in China: Land finance or local government debt?[J]. International Review of Economics & Finance, 2022, 80: 294-308.
- [44]Golubov A, Konstantinidi T. Where is the risk in value? Evidence from a market - to - book decomposition[J]. The Journal of Finance, 2019, 74(6): 3135-3186.
- [45]Huang Y, Pagano M, Panizza U. Local crowding - out in China[J]. The Journal of Finance, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [46]Merton R C. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates[J]. The Journal of Finance, 1974, 29(2): 449-470.
- [47]Wang Z F, Ge X N, He Y X, et al. Has the reform of land reserve financing policy reduced the local Governments' Implicit Debt?[J]. Land, 2023, 12(11): 2057.

# Transition in Land Financing Models and the Prevention and Control of Local Debt Risks

Song Shangbin<sup>1</sup>, Wang Chong<sup>2</sup>

(1. School of Public Finance & Taxation, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

2. College of Public Finance and Investment, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** Under land financing models, the implicit debt of local governments not only triggers debt risks but also transmits these risks to financial markets. To prevent and control debt risks, the central government launched a wave of local debt governance reforms beginning in 2015. On the incentive side, it established a government bond financing model represented by local land reserve special bonds; on the regulatory side, it introduced a series of restrictive rules to curb land financing models. These governance measures, combining incentives and constraints, established a risk prevention and control mechanism for local land debt, driving the transition in land financing models from land finance to land bonds.

Using the intensity DID method, this paper examines the impact of the transition in land financing models on the prevention and control of local debt risks by analyzing the debt governance policy of the central government and the behavioral responses of local governments. The study finds that cities more significantly affected by the transition in land financing models exhibit a higher coverage ratio of land transfer revenue to land debt, indicating more effective risk prevention and control. Mechanism testing reveals the following: First, the incentive mechanism centered on the specific objectives of “borrowing, using, and repaying” land reserve bonds significantly intensifies land transfer activities, as evidenced by significant increases in land transfer revenue, area, and average price. Second, the constraint mechanism for land financing models reduces the practice of local governments injecting land into financing platforms and providing government subsidies, thus curbing the breeding of implicit debt risks. Heterogeneity analysis indicates that the impact of the transition in land financing models on reducing land debt risks is more pronounced in regions with higher marketization levels, lower fiscal transparency, and stronger governance capabilities.

The marginal contributions of this paper are as follows: First, it expands the research scope of land financing models, providing a new theoretical perspective for future research on such models. Second, it deepens research on the prevention and control of debt risks by constructing a more targeted governance analysis framework that addresses land—the root cause of implicit debt. Third, it enriches empirical research on the economic effect of land reserve bonds by evaluating their risk prevention and control efficacy from the perspective of central-local interactions.

**Key words:** land reserve special bonds; debt management; debt risks; land finance

(责任编辑 顾 坚)