

地方政府债务风险与宏观政策取向一致性

温兴春, 聂楚格

(对外经济贸易大学 中国金融学院, 北京 100029)

摘要:地方政府债务风险是中国系统性金融风险的核心变量之一,全局性宏观政策应对是实现经济金融稳定的关键保障。文章在梳理相关特征事实的基础上,构建纳入商业银行持有地方债务特征的多部门 DSGE 模型,定量分析了地方债务风险跨部门传染路径及应对政策的取向一致性。研究发现:第一,地方债务违约会侵蚀商业银行净资产,推升风险溢价,抬高企业融资成本,从而对企业投资与总产出造成不利影响。第二,积极财政政策可通过扩大政府需求拉动经济,缓解地方债务违约的负面冲击,但通过银行信贷融资实施的财政扩张会对私人投资产生挤出效应;同时,宽松货币政策能释放商业银行流动性,促进企业投资,从而缓释地方债务违约的损失。第三,与单一政策相比,地方债务柜台发行配合财政扩张可减少基于银行信贷的地方债务融资对私人投资的挤出,更好发挥财政扩张的效能;而商业银行净息差收窄虽侵蚀净资产,但可降低企业融资成本,此时辅以降息、降准等宽松货币政策能更有效稳定宏观经济。第四,财政政策组合与货币政策组合发力方向一致时可形成互补强化效果,从而更好平抑宏观经济波动,改善社会福利;当两者目标一致时政策搭配效果增强,目标不一致时则效果减弱。文章的研究为中国经济持续稳定发展提供了决策参考。

关键词:地方债务风险;宏观政策取向一致性;DSGE

中图分类号:F812.5; F015 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2025)11-0155-15

DOI: [10.16538/j.cnki.jfe.20250318.102](https://doi.org/10.16538/j.cnki.jfe.20250318.102)

一、引言

党的二十届三中全会指出,完善政府债务管理制度,建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制。近年来,中国地方政府债务规模持续攀升,防范地方债务违约风险对经济持续稳定发展意义重大。地方政府债务规模扩张的主要原因有两点:一是在分税制改革背景下,地方面临财权事权不匹配问题,这一结构性矛盾促使地方政府借助债务融资推动经济发展;二是房地产市场下行压力加大,土地财政收入缩减,地方政府通过举债弥补财政资金缺口。地方政府债务规模持续扩张加剧了违约风险,一旦违约便可能引发信用危机,从而影响宏观经济稳定。

商业银行是地方债务的主要持有者,地方财政风险容易通过银行部门传导而演变为系统性金融风险。若地方债务违约风险暴露,将侵蚀商业银行净资产,从而引发流动性风险乃至系统性金融风险。同时,当前中国经济发展面临有效需求不足的挑战,需实施更加积极的财政政策和宽松的货币政策予以应对。然而,较大的地方债务压力压缩了财政政策的操作空间。此外,依

收稿日期:2024-12-04

基金项目:国家自然科学基金青年项目(72103037);对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金(CXTD14-04)

作者简介:温兴春(1991-),男,浙江温州人,对外经济贸易大学中国金融学院副教授;

聂楚格(2003-)(通讯作者),女,辽宁朝阳人,对外经济贸易大学中国金融学院硕士研究生。

托银行信贷融资的地方债务在支撑积极财政政策拉动经济的同时,占用银行信贷资金并产生挤出效应,削弱了财政扩张的实施效果。此时,宽松货币政策可释放银行流动性,从而更好发挥财政政策对需求的拉动作用。但从政策单独实施看,宽松货币政策面临国内外经济形势约束等多重挑战,对总需求的拉动作用不如财政政策直接有效。因此,财政政策与货币政策需统筹施行、同向发力以形成政策合力。事实上,国家发展改革委已提出实施一揽子增量政策组合来促进经济增长,同时政府也强调要增强宏观政策取向一致性,提升政策目标、力度、节奏的一致性与匹配度。因此,研究分析各类财政与货币政策如何相互强化及其具体机制,对统筹应对地方债务风险冲击和促进经济增长的政策设计至关重要。

近年来,中国商业银行净息差持续收窄,地方政府债券柜台发行量不断增加。商业银行净息差收窄可降低企业融资成本,促进企业投资,但净息差是影响银行盈利的重要因素,其收窄加大了银行运行的不确定性,提升了对各类风险的防范化解要求。同时,地方政府债券柜台发行量增加既拓宽了居民投资渠道,又丰富了地方债务融资渠道。那么,商业银行净息差收窄和地方债务柜台发行在应对地方债务风险冲击时会带来哪些影响?

本文构建了纳入商业银行持有地方债务特征的多部门 DSGE 模型,并引入了地方债务的不同融资渠道。研究发现:第一,由于商业银行是地方债务的主要持有者,地方债务违约会恶化银行净资产状况,抑制企业投资,从而对总产出造成不利影响。第二,地方债务柜台发行能够降低地方债务经银行信贷渠道融资对银行流动性的占用,从而减少对私人投资的挤出,有利于更好发挥积极财政政策作用。第三,与单独实施积极财政政策和宽松货币政策相比,政策组合能更有效应对地方债务风险。第四,商业银行净息差收窄虽侵蚀银行净资产,但可降低企业融资成本,从而提升政策组合的作用效果。第五,加强政策组合间的宏观政策取向一致性能更好缓解地方债务违约风险的不利影响,财政政策组合与货币政策组合发力方向及目标一致时可更有效发挥政策作用,改善社会福利。

本文的研究贡献主要体现在:第一,刻画了地方债务风险跨部门传染的具体路径,通过将地方政府债务纳入商业银行资产负债表,定量分析了地方债务风险经由商业银行跨部门传递对宏观经济的影响;其次,刻画了地方债务柜台融资渠道,分析了不同渠道融资对财政扩张政策效果及地方债务违约风险应对的影响;最后,立足地方债务违约风险情境,从方向一致与目标一致两方面定量分析了财政政策与货币政策协调搭配的具体效果,对如何在防范地方债务风险的同时促进经济增长具有重要意义。

二、事实背景

近年来,中国地方债务规模持续扩大,且呈现地区分布不均的特征,挤占了财政政策实施空间。银行机构是地方债务的主要持有者,财政风险容易向金融风险传导。同时,中国正实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,推动企业融资成本下降,但政策传导仍面临诸多掣肘。此外,地方债务柜台发行量不断增加与银行净息差收窄并存,为地方债务违约风险应对提供了新背景。如何发挥政策协调搭配效应以更好应对地方债务风险冲击,成为当前政策制定与学术研究的关键议题。

事实一:地方债务规模较大,负债率呈地区分布不均态势,部分地区面临较高违约风险,偿债压力上升会压缩财政政策实施空间。

根据财政部数据,2024 年地方政府债务余额达 49.2859 万亿元。地方政府债务风险总体可控,但呈现地区分布不均特征,部分地区负债率超 60%,高于国际通行风险警戒线,存在地方债

务违约风险。此外,近年来城投债到期规模较大,其流动性风险上升。以债务率衡量,本文测算的31个省份中,有29个债务率高于100%警戒线。^①进一步地,地方债务负债率较高省份的财政政策空间指数相对较小,表明较高的地方债务压力压缩了财政政策实施空间。^②

事实二:积极财政政策与宽松货币政策协同发力,推动企业融资成本逐渐降低。

现阶段,更加积极的财政政策与宽松的货币政策协同发力,共同促进经济高质量发展。一方面,近年来中国积极财政政策提质增效,充分发挥政府投资对宏观经济的带动放大作用。根据财政部数据,截至2024年底,全国一般公共预算支出28.4612万亿元,同比增长3.6%。另一方面,中国稳健货币政策精准有效,综合运用降息、降准等政策工具,着力支撑实体经济发展。同时,商业银行净息差持续收窄,为经济回升向好营造了有利的货币金融环境。目前,政策累积效应已显现,企业融资成本(贷款利率)持续降低。

事实三:地方债务主要由银行机构持有,柜台市场规模扩大伴随企业与地方政府间债务融资成本差额收窄。

商业银行是地方政府债务的主要持有者,占比达82.21%。^③这使得地方债务风险容易通过商业银行渠道跨部门传染。值得注意的是,自2019年地方政府债券柜台发行试点启动以来,地方债柜台发行额持续上升。目前,地方债柜台发行占比约0.03%,单月发行额已超130亿元。随着柜台发行额的上升,企业债与地方债信用利差的差额总体上呈下降趋势,^④表明地方债柜台发行能够缩小企业与地方政府间的融资成本差距。

三、文献综述

与本文研究密切相关的第一类文献聚焦地方债务违约风险的影响。部分学者认为地方债务对经济的影响与其规模相关。Baum等(2013)指出,地方债务发行短期可促进经济增长,但负债率超过临界值后,债务增加与经济增长负相关;毛捷和黄春元(2018)研究发现,地方债务对经济增长的影响呈倒U型,过度举债会抑制经济增长;吕健(2015)指出,地方政府债务会降低经济流动性,阻碍实体经济发展。此外,Demirci等(2019)发现地方债务规模扩大会减少私人投资者对企业融资债券的需求;Croce等(2019)认为地方债务通过改变企业融资结构会推高融资成本,导致投资减少;饶品贵等(2022)指出地方债务扩张会使企业粉饰真实杠杆率,增加债务违约风险。进一步地,地方债务风险对经济的负面影响主要包括:一是影响经济稳定。高然等(2022)提出地方债加速器机制,指出地方债会使房地产价格和公共投资形成正向反馈,放大经济波动。二是通过金融机构跨部门传递风险。熊琛和金昊(2018)以及赵旭霞和田国强(2024)认为商业银行是地方债务风险的载体,风险经金融机构传递会触发系统性金融风险(毛锐等,2018)。三是倒逼中央救助扰乱财政秩序。Plekhanov和Singh(2006)指出地方债务风险会倒逼中央救助,扰乱财政秩序。现有文献对地方债务违约风险的影响研究已较为丰富,本文在Gertler和Karadi(2011)模型的基础上,将地方政府债务引入银行资产负债表,定量分析其违约风险的跨部门传递。

① 本文统计数据为2023年各省份地方债务率,债务率=(地方政府债务余额+城投平台有息债务)/地方政府综合财力×100%,负债率=(地方政府债务余额+城投平台有息债务)/GDP×100%。省级财政政策空间指数由显性债务率、隐性债务率以及地方政府债务偿还能力3项指标加权平均得到。数据来源:宏观政策“三策合一”指数(MPTI)、Wind数据库以及中国地方政府债券信息公开平台。

② 从近十年全国财政政策空间指数及地方债务余额数据也可明显看出,随着地方债务规模的增加,全国财政政策空间逐步收窄。

③ 根据2021—2024年地方政府债券托管面额数据取均值计算得到。数据来源:Choice数据库。

④ 以五年期企业债(AA)到期收益率(中证)与同期国债到期收益率之差计算企业债信用利差,以地方政府债(中证)与同期国债到期收益率之差计算地方政府债信用利差。数据来源:Choice数据库。

第二类文献围绕地方政府债务风险的应对展开。部分学者认为地方债务置换可防范债务风险。邱志刚等(2022)指出合理运用债务置换能有效应对风险;李志生等(2024)发现债务置换有助于缓解挤出效应。另有学者强调补充银行流动性可防风险。杨灿明和鲁元平(2013)提出引入社会与民间资本可缓解地方债务资金紧张;熊琛等(2022)通过政策模拟发现补充银行资本、扩充银行间市场流动性有助于缓解风险;李双建和田国强(2022)指出深化银行业市场化改革能阻断风险向银行传导,防范系统性风险。在宏观政策应对方面,李力等(2020)发现货币政策与宏观审慎双支柱调控可有效应对风险;马勇和章洪铭(2023)认为宏观审慎政策能有效应对风险。现有研究从多维度提出地方债务风险应对思路,本文定量分析了积极财政政策和宽松货币政策对地方债务违约风险的应对效果,并深入探讨了地方债务不同融资渠道对财政扩张政策效果的影响;此外,本文还考察了商业银行净息差收窄对降息、降准等货币政策实施效果的影响。

第三类文献聚焦宏观政策取向一致性。陈小亮和吴韬(2024)指出,应增强稳定政策、增长政策、结构政策之间的取向一致性,构建投资长效机制的实现路径;陈彦斌(2024)论述了如何通过宏观政策“三策合一”增强取向一致性以促进经济发展;陈小亮(2025)基于“三策合一”理论为评估取向一致性提供了学理基础。目前该领域研究大多为思想性探讨,定量研究较少,本文尝试对其进行定量建模分析,兼具研究视角的创新。此外,财政政策与货币政策搭配的研究较为丰富。刘锡良(1997)探讨了经济转型期财政政策与货币政策的协调配合;鄢萍等(2021)分析了两者对国企改革的作用;庄芳等(2014)发现财政政策与货币政策具有较强的互补效应;Galí(2020)指出财政政策通过货币创造融资可显著扩大经济刺激效果;李戎和刘力菲(2021)发现货币政策配合能提升财政政策对经济的拉动作用;朱诗怡和张凯(2021)指出财政政策与定向降准搭配可促进信贷可得性;Leeper(2018)从博弈论视角研究了财政政策与货币政策的目标不一致性。现有文献从多个角度探讨了财政政策与货币政策的组合应用,但在地方债务违约风险应对背景下,针对两者组合取向一致性的定量分析较少,且鲜有研究关注地方债务柜台发行和银行净息差收窄的影响。本文在地方债务违约风险的背景下构建多部门 DSGE 模型,从方向与目标一致性角度定量分析了财政政策与货币政策的宏观取向一致性,并重点讨论了地方债务柜台发行和商业银行净息差收窄的影响。

四、模型设定

本文在 Gertler 和 Karadi(2011)模型的基础上进行了扩展,刻画了银行部门持有地方债务的特征,构建了一个包含代表性家庭、金融中介机构、中间品生产商、资本品生产商、最终品生产商以及政府部门的 DSGE 模型。

(一)家庭部门

假设经济体中存在同质且无限期生存的代表性家庭,家庭通过选择每期消费 C_t 和劳动供给 L_t 来最大化终生效用,其效用函数如下:

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta' \left[\ln(C_t - hC_{t-1}) - \frac{\chi}{1+\rho} L_t^{1+\rho} \right] \quad (1)$$

其中, E_0 为基于 $t=0$ 期的期望算子, $\beta \in (0, 1)$ 为家庭的主观贴现因子。参数 h 为消费习惯因子, $\chi > 0$ 为劳动供给偏好参数, ρ 为劳动供给弹性的倒数。

家庭的预算约束为:

$$C_t + T_t + D_t = W_t L_t + \frac{1 + R_{t-1}^n}{\pi_t} D_{t-1} + \Pi_t \quad (2)$$

其中, T_t 为家庭缴纳的税收, D_t 为存款, W_t 为实际工资率, Π_t 为生产企业的垄断利润, R_t^a 为家庭在金融中介机构存款的名义利率, π_t 为通货膨胀率。

(二) 银行部门

1. 柜台发售业务。地方债务柜台发售业务指的是地方债务通过柜台直接面向个人投资者发售, 此过程不受任何金融摩擦影响。^①家庭会基于自身最优化问题选择投资柜台发行的地方债务, 其一阶条件满足如下欧拉方程:

$$\varrho_t = \beta E_t \varrho_{t+1} r_{t+1}^{lg} \quad (3)$$

地方债银行柜台发售业务的资产负债表约束满足以下条件:

$$D_t^{lg} = Q_t^{lg} S_{p,t}^{lg} + \Xi^{lg} D_{t-1}^{lg} \quad (4)$$

其中, r_t^{lg} 为持有地方债务的收益率, Q_t^{lg} 和 $S_{p,t}^{lg}$ 分别为柜台发行地方债务的价格和数量, $\Xi^{lg} = \xi_t^b - \xi^b$ 体现地方债务减值对柜台业务持有的地方债债权造成的损失。

2. 银行信贷业务。参考 Gertler 和 Karadi(2011)的设定, 商业银行以银行价值 V_t 最大化为目标, 并在模型中考虑银行的道德风险问题。银行每期以 θ 的概率继续经营, 以 $(1 - \theta)$ 的概率退出经营并获得部分转移资产。由此, 商业银行的目标函数和激励相容约束条件为:

$$V_t = E_t \left[\sum_{i=0}^{\infty} \Lambda_{t,t+i} \theta^{i-1} (1 - \theta) n_{t+i} \right] \quad (5)$$

$$V_t \geq \lambda_k Q_t^k S_{p,t}^k + \lambda_b Q_t^b S_{p,t}^b \quad (6)$$

其中, $\Lambda_{t,t+i}$ 为随机贴现因子, λ_k 和 λ_b 分别为银行退出经营时可转移的企业债券资产和政府债券资产比例, Q_t^k 和 $S_{p,t}^k$ 分别为企业贷款的价格和数量, Q_t^b 和 $S_{p,t}^b$ 分别为地方债务银行信贷融资的价格和数量。

商业银行利用从家庭吸收的存款购买企业债券和地方政府债券, 因此银行的资产负债表约束为:^②

$$Q_t^k S_{p,t}^k + Q_t^b S_{p,t}^b = d_t^b + n_t \quad (7)$$

在此过程中, 银行向家庭支付无风险名义利率, 并以地方债务贷款利率和企业贷款利率作为报酬。因此, 银行的净值积累过程满足以下条件:

$$n_t = (1 + r_t^k) Q_{t-1}^k S_{p,t-1}^k + (1 + r_t^b) Q_{t-1}^b S_{p,t-1}^b - d_{t-1}^b (1 + r_t^d) \quad (8)$$

其中, r_t^d 为存款利率, r_t^k 为企业债务的利率, r_t^b 为地方债务的利率。由于银行每期以 θ 的概率继续经营, 银行部门总的净值演变方程为:

$$N_t = \theta \left[(1 + r_t^k) Q_{t-1}^k S_{p,t-1}^k + (1 + r_t^b) Q_{t-1}^b S_{p,t-1}^b - D_{t-1}^b (1 + r_t^d) \right] + (1 - \theta) \kappa \left(Q_{t-1}^k S_{p,t-1}^k + S_{p,t-1}^b \right) + \Xi N_{t-1} + Y_{c,t} D_t^b \quad (9)$$

其中, N_t 为银行净资产, 参数 κ 衡量银行隐匿资产回报的程度, $Y_{c,t}$ 表示存款准备金政策。 $\Xi = \iota_\xi (\xi_t^b - \xi^b)$ 体现地方债务违约对银行净资产造成的损失, ι_ξ 衡量地方债务减值冲击对银行净资产造成的损失大小。

(三) 生产部门

1. 中间品生产商。假定中间品生产商处于完全竞争市场, 生产函数为:

$$Y_{m,t} = A_t (U_t K_{t-1})^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (10)$$

^① 与银行确定性收益不同, 地方债务因价格变动而会使其收益率升高或降低, 故地方债务和银行存款属两类资产。

^② 银行部分相关变量中, 小写字母表示个体银行, 大写字母表示银行整体部门。

其中, A_t 为全要素生产率, U_t 为资本利用率, K_t 为投入的资本数量, α 为资本在生产函数中所占比重, $Y_{m,t}$ 为中间品生产数量。

2. 资本品厂商。资本品生产商以 Q_t 的价格将生产的资本品出售给中间品厂商。新资本生产过程中存在调整成本 $f(I_t/I_{t-1}) = \frac{\varsigma_t}{2}(I_t/I_{t-1} - 1)^2$, 则资本品生产商的最优化问题为:

$$E_t \sum_{i=0}^{\infty} \Lambda_{t,t+i} \left[Q_t I_{t+i} - I_{t+i} - f\left(\frac{I_{t+i}}{I_{t+i-1}}\right) I_{t+i} \right] \quad (11)$$

其中, ς_t 为投资价格弹性, I_t 为投资。

3. 最终品厂商。最终产品市场处于垄断竞争状态, 最终品厂商每期以 $P_{m,t}$ 的价格从中间品厂商处购买中间产品 $Y_{f,t}$, 并将其通过 CES 复合为差异化的最终产品。

$$Y_t = \left(\int_0^1 Y_{f,t}^{\frac{\varepsilon-1}{\varepsilon}} df \right)^{\frac{\varepsilon}{\varepsilon-1}} \quad (12)$$

其中, $\int Y_{f,t} df = Y_{m,t}$, ε 为中间品之间的替代弹性。

最终品厂商的目标函数和产品需求约束为:

$$\sum_{i=0}^{\infty} \Lambda_{t,t+i} \left(\frac{P_{f,t+i}}{P_{t+i}} - P_{m,t} \right) Y_{f,t+i} - \frac{\psi_p}{2} \left(\frac{P_{f,t+i}}{P_{f,t+i-1}} - 1 \right)^2 Y_t \quad (13)$$

$$Y_{f,t+i} = \left(\frac{P_{f,t+i}}{P_{t+i}} \right)^{-\varepsilon} Y_t \quad (14)$$

求解上述最优化问题可以得到如下的最优价格决定方程:

$$P_{m,t} = \frac{\varepsilon}{\varepsilon-1} + \frac{\psi_p}{2} \left[(\pi_t - 1)\pi_t - \Lambda_{t,t+1} \frac{Y_{t+1}}{Y_t} (\pi_{t+1} - 1)\pi_{t+1} \right] \quad (15)$$

其中, $P_{f,t}$ 为最终品厂商所生产产品的价格, 均衡条件下 $P_{f,t} = P_t$, ψ_p 为二次型价格调整成本的系数。

(四) 政府部门

1. 财政政策。地方政府以税收和发行地方债务所得收入支撑政府购买支出及偿还上期地方债本息, 故地方政府债务存量满足以下条件:

$$\xi_t^b Q_t^b S_{p,t}^b = \Delta(g_t - T_t) + \xi_{t-1}^b Q_{t-1}^b S_{p,t-1}^b (1 + r_t^b) \quad (16)$$

其中, g_t 为地方政府购买, g 为政府购买的稳态值; ξ_t^b 为地方债务价值冲击, 服从 AR(1) 过程, 即 $\log(\xi_t^b) = \rho_{\xi}^b \log(\xi_{t-1}^b) - \varepsilon_{\xi,t}^b$; Δ 为地方政府债务银行信贷融资的比例, $(1 - \Delta)$ 为地方债务柜台发行的比例。当地方政府债务通过柜台发行时, 地方政府债务存量为:

$$\xi_t^b Q_t^{lg} S_{p,t}^{lg} = (1 - \Delta)(g_t - T_t) + \xi_{t-1}^b Q_{t-1}^{lg} S_{p,t-1}^{lg} (1 + r_t^{lg}) \quad (17)$$

财政政策规则如下:

$$\log\left(\frac{g_t}{g}\right) = \rho_g \log\left(\frac{g_{t-1}}{g}\right) + \iota_g (\xi_t^b - \xi^b) + \iota_g^b \left(\frac{S_{p,t}^b}{Y_t} - \frac{S_p^b}{Y} \right) + \varepsilon_{g,t} \quad (18)$$

其中, $\iota_g (\xi_t^b - \xi^b)$ 为针对地方债务违约冲击实施的扩张财政政策, $\iota_g < 0$ 反映扩张财政政策的力度, ι_g 的绝对值越大, 表明扩张财政政策力度越大; $S_{p,t}^b/Y_t$ 为地方债务占 GDP 的比例, $\iota_g^b (S_{p,t}^b/Y_t - S_p^b/Y)$ 衡量财政政策制定中对债务风险的关注程度; $\iota_g^b < 0$ 体现财政政策对防风险的重视程度, 此时财政政策更关注防范地方债务风险而压缩稳增长的财政空间, $\iota_g^b = 0$ 时财政政策完全聚焦稳增长; $\varepsilon_{g,t}$ 为政府公共支出增加冲击。

2. 货币政策。假定货币政策遵循带有利率平滑的泰勒规则。设 R_t^n 为净名义利率, R^n 为名义利率稳态值, Y 为产出的均衡水平。

$$R_t^n = \rho_r R_{t-1}^n + (1 - \rho_r) [R^n + \kappa_\pi (\pi_t - \pi) + \kappa_y (Y_t - Y)] + \iota_R (\xi_t^b - \xi^b) + \iota_r^b \left(\frac{S_{p,t}^b}{Y_t} - \frac{S_{p,t}^b}{Y} \right) \quad (19)$$

其中, ρ_r 为利率平滑程度, κ_π 和 κ_y 分别为货币当局对通货膨胀和产出的反应系数; $\iota_R (\xi_t^b - \xi^b)$ 衡量为应对地方债务风险采取的降息措施, $\iota_R > 0$ 为针对地方债务价值下降的降息政策系数, ι_R 越大则降息力度越大; $\iota_r^b (S_{p,t}^b / Y_t - S_{p,t}^b / Y)$ 体现货币政策对防风险的关注; $\iota_r^b > 0$ 表示地方债务风险上升时, 政府会通过提高利率来抑制债务扩张, 此时降息政策力度降低; ι_r^b 的绝对值越大, 表明货币政策制定中越重视防风险而牺牲稳增长目标, $\iota_r^b = 0$ 时货币政策完全聚焦稳增长。

中央银行依据产出和通胀情况制定存款准备金政策, 降准规则如下:

$$Y_{c,t} = \gamma_y (Y_t - Y) + \gamma_\pi (\pi_t - \pi) + \gamma_\xi (\xi_t^b - \xi^b) + \iota_y^b \left(\frac{S_{p,t}^b}{Y_t} - \frac{S_{p,t}^b}{Y} \right) \quad (20)$$

其中, γ_y 和 γ_π 分别为降准规则对产出和通胀的反应系数; γ_ξ 反映地方债务冲击下央行对存款准备金的调整力度, γ_ξ 的绝对值越大, 表明为应对风险冲击而调整存款准备金的力度越大; $\iota_y^b (S_{p,t}^b / Y_t - S_{p,t}^b / Y)$ 体现存款准备金政策对防风险的关注; $\iota_y^b < 0$ 表示地方债务占 GDP 的比重 $S_{p,t}^b / Y_t$ 上升时, 商业银行需缴纳的存款准备金增加。

(五) 市场均衡

产品市场和企业资金市场出清的条件为:

$$Y_t = C_t + \left[1 + \frac{\varsigma_t}{2} \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right)^2 \right] I_t + g_t + \frac{\psi_p}{2} (\pi_t - 1)^2 Y_t \quad (21)$$

$$K_t = S_{p,t}^k \quad (22)$$

五、参数校准

为使模型更契合中国问题分析, 对于与地方债务相关的参数, 本文依据中国现实经济数据校准得出。具体而言, 校准年度政府债券发行量为总产出的 1.79, 财政支出依靠税收实现的比例 κ_g 为 0.6986, 地方债务违约所引致的银行净资产损失系数为 0.6339。参数校准后, 本文模型稳态下消费和投资占总产出的比例分别为 42% 和 38%, 政府债券占银行资产的比例为 15.8%, 与中国现实数据一致。

对于标准参数, 本文基于 Gertler 和 Karadi(2011)的封闭经济模型框架, 因而参考同类文献进行校准。具体而言, 家庭部门中, 主观贴现因子 β 取值范围大多为 0.98–0.995, 本文取 0.99(李玉龙, 2019); 参考李双建和田国强(2022)的研究, 将消费惯性因子 h 设为 0.7; 对于劳动力供给弹性因子, Gertler 和 Karadi(2011)取 0.33, 戴华娟等(2021)取 1, 本文取中间值 $\rho=0.5$, 与康立和龚六堂(2014)一致。本文按家庭每日工作 8 小时校准家庭向企业提供的劳动值为 1/3, 由此可计算劳动的相对效用权重 χ 。银行部门中, 本文参考董丰等(2023)的研究, 银行部门存活率 θ 取 0.93; 参考熊琛等(2022)的研究, 将稳态杠杆设为 4; 结合银行部门杠杆和溢价率, 可推出金融摩擦参数 λ_b 、 λ_k 及银行隐匿资产回报 κ 。厂商部门中, 文献中资本产出份额大多在 0.4–0.6 之间, 本文取 0.55, 与杨伟中等(2020)一致; 参考周上尧等(2025)的研究, 将资本折旧率赋值为 0.04; 将边际折旧与利用率的弹性系数 ζ 设为 7.2, 与朱军等(2018)一致; 参考林东杰等(2022)的研究, 将资本调整成本 ς 赋值为 3; 参考温兴春和梅冬州(2020)的研究, 将中间品替代弹性 ε 取 11, 价格调整成本参数 ψ 设为 55.45。政府部门中, 参考赵旭霞和田国强(2024)的做法, 本文将政府消费支出占总产出的比例 g/y 设为 0.2。对于泰勒规则, 本文取利率平滑系数 $\rho_r=0.75$, 通货膨胀反应系数

$\kappa_\pi=2.4$, 产出缺口反应系数 $\kappa_y=0.17$, 与温兴春和梅冬州(2020)一致。对于与冲击相关的参数, 参考 Gertler 和 Karadi(2011)的研究, 本文将地方债务价值的一阶自回归系数取 0.66; 对于政府支出增加冲击一阶自回归系数 ρ_ξ^b , 熊琛和金昊(2018)取 0.71, 李双建和田国强(2022)取 0.9, 本文取中间值 0.8; 参考现有文献, 相关冲击的标准差均取 0.01。

六、数值模拟分析

(一) 地方债务违约冲击的传导路径

地方政府债务是银行资产的组成部分, 一旦发生违约, 将给银行部门净资产造成损失。图 1 展示了地方债务违约冲击对经济影响的脉冲响应结果。地方债务违约冲击发生时, 商业银行净资产受损, 流动性有所下降, 从而推高企业贷款杠杆率, 增加企业融资成本, 而较高的融资成本使企业缩减投资。进一步地, 企业投资需求减少导致资本价格下行。在金融加速器的作用下, 银行净资产受损加剧, 企业融资成本进一步增加, 地方债务违约对投资和产出的负面影响随之放大。尽管较高的融资成本会使家庭倾向增加消费, 但消费增量不足以抵消投资下滑的负面效应。总体来看, 地方债务违约风险通过银行跨部门传导, 导致私人投资和总产出下降。

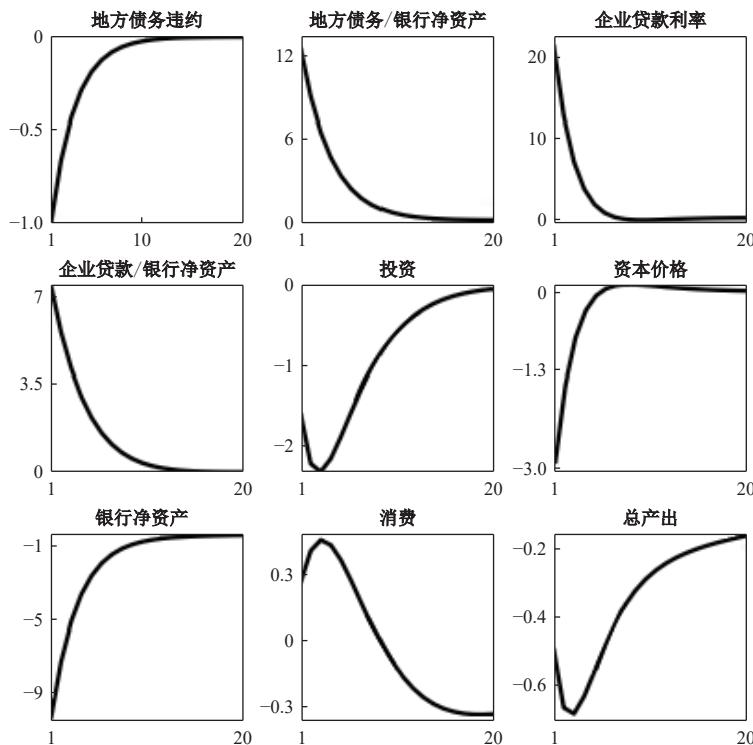


图 1 地方债务违约冲击的影响

(二) 财政政策应对地方债务违约

作为经济调节的有效工具, 积极财政政策能平抑经济周期波动。伴随地方债务发行渠道的不断拓宽, 柜台发行已成为地方政府融资的重要途径。由图 2 可知, 相较于无政策的基准情形(case1), 实施积极财政政策(case2)可促进经济回升向好, 有效缓解地方债务违约的不利影响。但若地方债务通过银行信贷融资, 则会占用商业银行流动性, 推高企业融资成本, 从而抑制企业投资。在金融加速器的作用下, 地方债务银行信贷融资对投资的挤出效应将被进一步放大, 最终削弱积极财政政策的作用效果。而在柜台发行情形下实施扩张财政政策(case3), 可减少地方

债务对银行信贷资金的占用,从而避免对私人投资的挤出,更有利于充分发挥扩张财政政策效果。总体来看,积极财政政策能有效缓解地方债务违约对经济的不利影响,但地方债务银行信贷融资会挤出私人投资,不利于政策效果发挥;此时,搭配地方债务柜台发行可更充分发挥积极财政政策效果。

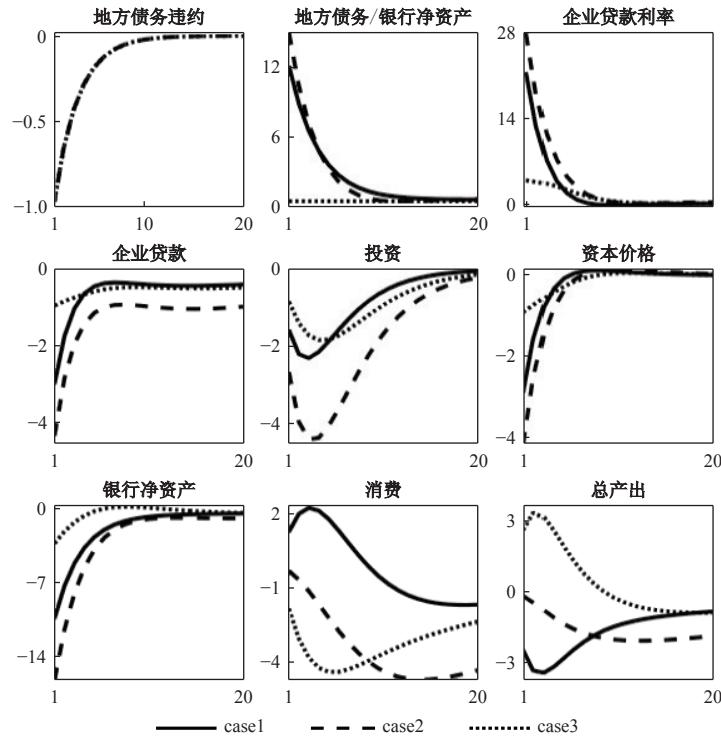


图2 财政政策应对地方债务违约

注: case1 为无政策的基准情形, case2 为财政政策, case3 为财政政策+柜台发行(100%)。

(三)货币政策应对地方债务违约

图3展示了地方债务违约冲击下无政策干预(case1)、仅实施降息的货币政策(case2)、实施降息与降准的组合政策(case3)以及银行净息差下降背景下实施货币政策组合(case4)四种情形的作用效果。从中可知:第一,实施降息政策可推动企业贷款利率下行,降低融资成本,投资成本下降有利于扩大企业投资需求,从而缓解地方债务违约造成的损失。第二,由于降准有助于维持银行流动性合理充裕,在降息同时配合降准可在降低企业融资利率的同时释放更充足的银行流动性。与单一降息相比,降息降准组合能更大程度降低企业融资成本,缓解地方债务违约所造成的损失。第三,银行净息差下降虽会损害银行净资产,但可降低地方债务杠杆,优化银行资产结构,有利于促进企业投资,更好发挥降息降准组合政策的效果。

(四)宏观政策取向一致性

1. 宏观政策方向一致性。图4展示了地方债务违约冲击下无政策情形(case1)、单一实施财政政策(case2)、实施财政政策并搭配降息和降准政策(case3)以及银行净息差下降背景下同时实施财政政策组合和货币政策组合(case4)的情形。从中可知,相较于单独实施财政政策,搭配降息和降准的货币政策可降低企业融资成本,从而在发挥财政政策拉动经济作用的同时,缓解单一财政政策对私人投资的挤出,更好发挥政策组合效果。进一步地,银行净息差下降有利于增强货币政策组合效果,而地方债务柜台发行能促进财政扩张政策效果发挥。两者与财政政策、货币政策协同实施,可更大程度改善经济状况。这表明财政政策、货币政策、银行净息差下

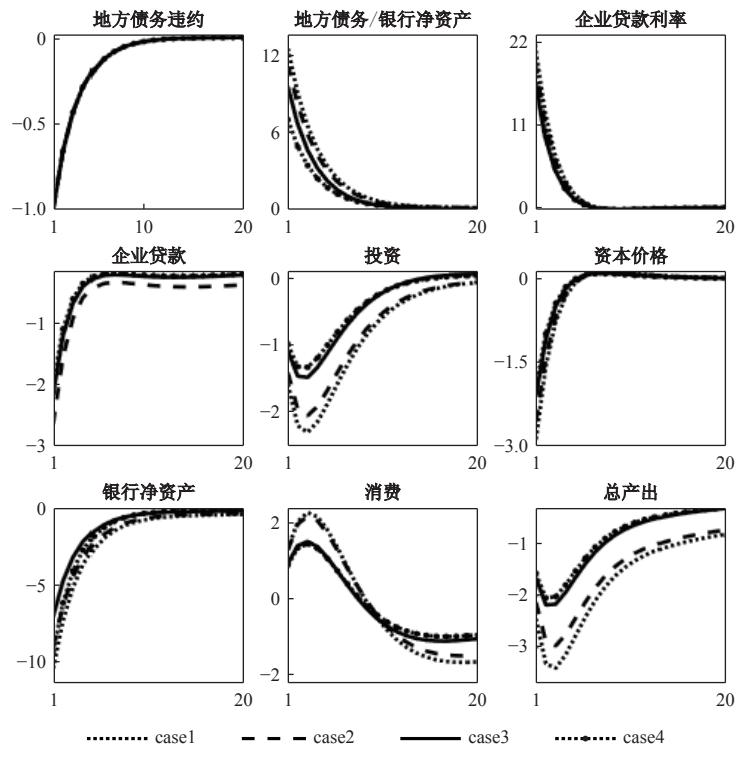


图3 货币政策应对地方债务违约

注: case1 为无政策的基准情形, case2 为降息; case3 为降息+降准, case4 为降息+降准+利息差降低。

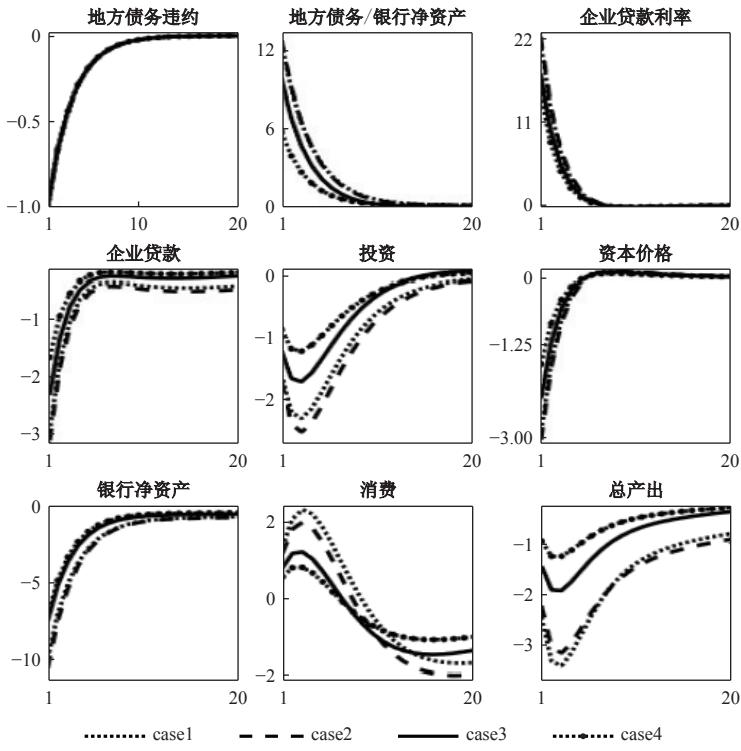


图4 宏观政策方向一致性分析

注: case1 为无政策的基准情形, case2 为财政政策, case3 为财政政策+降息货币政策+降低银行存款准备金, case4 为财政政策+降息货币政策+降低存款准备金+商业银行利息差降低+地方债 20% 柜台发行。

降以及地方债柜台发行具有宏观政策方向一致性,其统筹协调能够放大政策组合效应,促进经济稳定发展。

2. 宏观政策目标一致性。[图 5](#)展示了在稳增长货币政策下财政政策目标是否一致所带来的影响,具体比较了三种情形:单独实施稳增长的货币政策组合(case1)、同时实施稳增长的货币政策组合和稳增长的财政政策组合(case2)以及实施稳增长的货币政策组合和关注防风险的财政政策组合(case3)。从中可知,相较于单独实施稳增长的货币政策组合,同时实施稳增长的货币政策和财政政策组合更有利应对地方债务风险冲击。进一步地,当同时实施稳增长的货币政策组合和关注防风险的财政政策组合时,由于财政政策与货币政策目标不一致,两者搭配的优势被削弱。

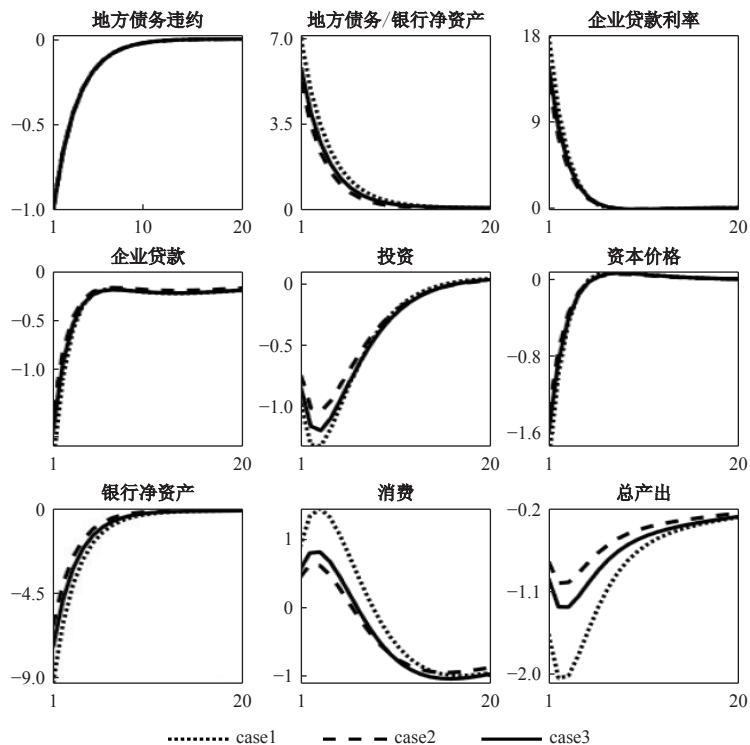


图 5 稳增长的货币政策下财政政策目标是否一致的影响

注:case1 为单一实施稳增长的货币政策组合, case2 为同时实施稳增长的货币政策组合和稳增长的财政政策组合, case3 为实施稳增长的货币政策组合和关注防风险的财政政策组合。

[图 6](#)展示了在稳增长财政政策下货币政策目标是否一致所带来的影响,具体讨论了三种情形:单独实施稳增长的财政政策组合(case1)、同时实施稳增长的财政政策组合和稳增长的货币政策组合(case2)以及实施稳增长的财政政策组合和关注防风险的货币政策组合(case3)。从中可知,相较于单独实施稳增长的财政政策组合,当财政政策和货币政策均以稳增长为目标时,地方债务违约对投资和总产出的负面影响被削弱;而当同时实施稳增长的财政政策组合和关注防风险的货币政策组合时,因政策目标不一致,两者搭配效果有所下降,总产出较“稳增长财政+稳增长货币”情形有所降低。

3. 福利分析。参考杨翱([2022](#))的设定,平均社会福利损失主要取决于总产出波动和通胀率波动,本文定义央行损失函数如下:

$$Loss_t = \omega_y \text{var}(\bar{y}_t) + \omega_\pi \text{var}(\bar{\pi}_t)$$

其中, ω_y 和 ω_π 分别为产出波动和通胀波动的损失系数,设定 ω_y 和 ω_π 均为 1, 与杨翱([2022](#))一致。

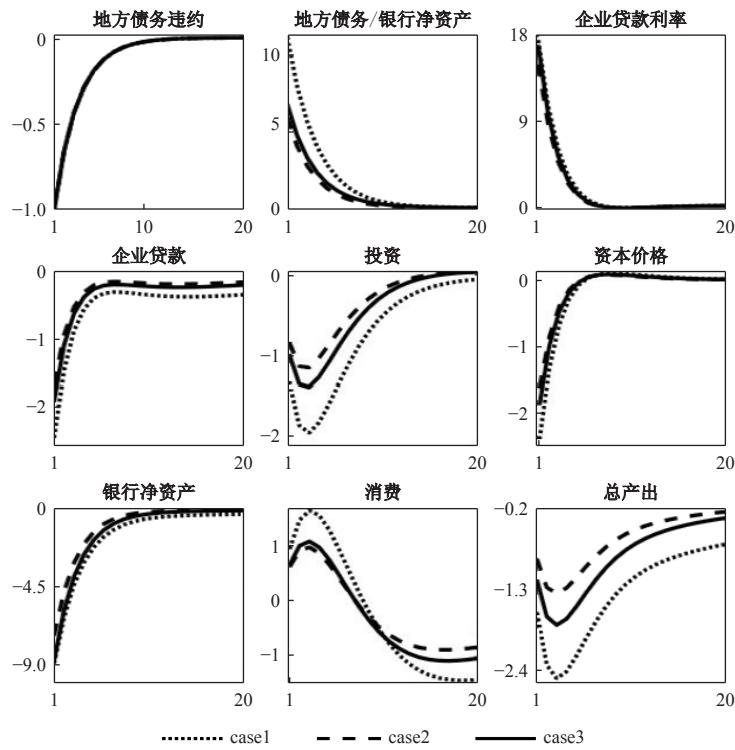


图 6 稳增长的财政政策下货币政策目标是否一致的影响

注: case1 为单一实施稳增长的财政政策组合, case2 为同时实施稳增长的财政政策组合和稳增长的货币政策组合, case3 为同时实施稳增长的财政政策组合和关注防风险的货币政策组合。

根据表 1 中的央行损失结果,相较于单一实施财政政策组合或货币政策组合的情形,同时实施财政政策组合和货币政策组合可降低宏观经济波动,从而减少福利损失,这表明宏观政策方向一致有助于促进政策组合效果发挥。此外,同时实施稳增长的财政政策组合和货币政策组合的福利水平高于“财政关注防风险、货币重视稳增长”的情形;同样地,该组合的福利水平也高于“稳增长财政+防风险货币”的情形,这表明政策目标一致时更有利于发挥政策作用效果。

表 1 福利分析

	无政策情形	单一实施稳增长的财政政策组合	单一实施稳增长的货币政策组合	实施稳增长的货币政策组合和财政政策组合	实施稳增长的货币政策组合和关注防风险的财政政策组合	实施稳增长的财政政策组合和关注防风险的货币政策组合
产出	0.143363	0.143358	0.143280	0.060924	0.063296	0.072086
通胀	1.168179e-04	1.168471e-04	1.165786e-04	8.121557e-05	8.337787e-05	8.131142e-05
消费	0.060206	0.060221	0.060195	0.053163	0.050523	0.053940
投资	0.030863	0.030967	0.030773	0.007575	0.007191	0.011153
银行净资产	12.393912	12.419223	12.345907	7.890083	7.979636	8.127461
损失	0.143479	0.143474	0.143397	0.061005	0.063379	0.072167

七、结论与政策建议

党的二十届三中全会强调,完善宏观调控制度体系,统筹推进财税、金融等重点领域改革,增强宏观政策取向一致性。地方债务违约风险是中国防范系统性金融风险的重点领域,发挥宏观政策取向一致性化解风险对经济稳定发展至关重要。为此,本文立足中国基本事实特征,在

Gertler 和 Karadi(2011)模型的基础上构建具有商业银行持有地方债务特征的多部门 DSGE 模型, 定量分析了地方债务违约的经济影响, 并考察了财政政策和货币政策化解风险的作用效果, 在此基础上探讨了财政政策和货币政策的取向一致性。

本文主要结论如下: 第一, 地方债务违约会损害商业银行净资产, 挤占企业信贷资金, 推高企业融资成本, 最终对投资和产出产生不利影响。第二, 实施积极财政政策可缓解地方债务违约的不利影响, 但地方债务银行信贷融资会挤出企业投资, 削弱财政扩张效果, 而柜台发行融资能减少银行信贷占用, 更好发挥财政扩张作用。第三, 相较于单一货币政策, 降息、降准与银行净息差下降的政策组合可在降低企业贷款利率的同时增加银行流动性, 三者协同更能发挥货币政策稳定经济的作用。第四, 实施积极财政政策并搭配降息、降准可有效缓解仅财政扩张所导致的私人投资下滑, 增强财政政策对经济的拉动作用; 同时, 银行净息差下降和地方债务柜台发行能进一步强化政策对地方债务违约冲击的调控效果, 改善社会福利。此外, 财政政策和货币政策目标一致时更利于发挥政策作用。

基于上述分析, 本文提出以下政策建议: 第一, 地方债务违约风险会经银行部门传导, 一旦发生将给经济带来较大损害, 各部门应密切关注并及时防范地方债务违约风险。第二, 本文研究发现财政政策和货币政策均能降低地方债务违约的损失, 可采取积极财政政策和宽松货币政策来应对其不利影响; 鉴于地方债务柜台发行有助于提升财政扩张效果, 地方政府应拓宽发行渠道, 合理提高柜台发行比例, 以减少对银行信贷的挤占, 缓解私人投资挤出, 更好发挥财政扩张作用。第三, 政策组合效果优于单一政策, 可灵活搭配降息、降准等宽松货币政策, 充分释放银行流动性, 促进企业投资和经济增长。第四, 应强化财政政策和货币政策的方向一致性, 形成合力应对地方债务风险; 在财政扩张时, 货币政策可通过适度宽松提供流动性支持, 缓解财政政策对私人投资的挤出, 降低政府债务融资成本, 提升政策效率。第五, 应增强财政政策和货币政策的目标一致性, 更好发挥两者作用效果, 提升社会福利, 服务经济发展大局。

参考文献:

- [1]陈小亮. 宏观政策取向一致性评估探析: 基于健全宏观经济治理体系的视角[J]. 改革, 2025, (1): 16–25.
- [2]陈小亮, 吴韬. 宏观政策“三策合一”与投资长效机制构建[J]. 学习与探索, 2024, (12): 111–120.
- [3]陈彦斌. 宏观政策“三策合一”与潜在增速提升: 宏观政策取向一致性的视角[J]. 中国人大法学报, 2024, (6): 10–19.
- [4]戴华娟, 陈乐一, 王超. 双重金融摩擦与宏观审慎政策的经济稳定效应——基于动态随机一般均衡模型的分析[J]. 国际金融研究, 2021, (9): 14–24.
- [5]董丰, 周基航, 贾彦东. 银行资产负债表、金融系统性风险与双支柱调控框架[J]. 经济研究, 2023, (8): 62–82.
- [6]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.
- [7]康立, 龚六堂. 金融摩擦、银行净资产与国际经济危机传导——基于多部门 DSGE 模型分析[J]. 经济研究, 2014, (5): 147–159.
- [8]李力, 温来成, 唐遥, 等. 货币政策与宏观审慎政策双支柱调控下的地方政府债务风险治理[J]. 经济研究, 2020, (11): 36–49.
- [9]李戎, 刘力菲. 制度优势、货币政策协调与财政拉动效应[J]. 中国工业经济, 2021, (10): 20–38.
- [10]李双建, 田国强. 地方政府债务扩张与银行风险承担: 理论模拟与经验证据[J]. 经济研究, 2022, (5): 34–50.
- [11]李玉龙. 地方政府债券、土地财政与系统性金融风险[J]. 财经研究, 2019, (9): 100–113.

- [12]李志生, 汪颖栋, 金凌. 地方政府债务置换与企业杠杆率分化——兼论优化地方债务结构[J]. 经济研究, 2024, (2): 23–41.
- [13]林东杰, 崔小勇, 龚六堂. 金融摩擦异质性、资源错配与全要素生产率损失[J]. 经济研究, 2022, (1): 89–106.
- [14]刘锡良. 论我国经济转型时期财政政策与货币政策的协调与配合[J]. 经济学家, 1997, (2): 44–50.
- [15]吕健. 地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角[J]. 中国工业经济, 2015, (11): 16–31.
- [16]马勇, 章洪铭. 地方融资平台债务风险传导机制与政策应对[J]. 中国工业经济, 2023, (8): 42–60.
- [17]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[J]. 金融研究, 2018, (5): 1–19.
- [18]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.
- [19]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.
- [20]饶品贵, 汤晟, 李晓溪. 地方政府债务的挤出效应: 基于企业杠杆操纵的证据[J]. 中国工业经济, 2022, (1): 151–169.
- [21]温兴春, 梅冬州. 金融业开放、金融脆弱性以及危机跨部门传递[J]. 世界经济, 2020, (10): 144–168.
- [22]熊琛, 金昊. 地方政府债务风险与金融部门风险的“双螺旋”结构——基于非线性 DSGE 模型的分析[J]. 中国工业经济, 2018, (12): 23–41.
- [23]熊琛, 周颖刚, 金昊. 地方政府隐性债务的区域间效应: 银行网络关联视角[J]. 经济研究, 2022, (7): 153–171.
- [24]鄢萍, 吴化斌, 徐臻阳. 金融抑制、国企改革与财政货币政策协调[J]. 经济学(季刊), 2021, (6): 1903–1924.
- [25]杨翱. 不同碳配额分配方式的中国经济波动效应研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2022, (6): 81–99.
- [26]杨灿明, 鲁元平. 地方政府债务风险的现状、成因与防范对策研究[J]. 财政研究, 2013, (11): 58–60.
- [27]杨伟中, 余剑, 李康. 金融资源配置、技术进步与经济高质量发展[J]. 金融研究, 2020, (12): 75–94.
- [28]赵旭霞, 田国强. 地方政府债务扩张、杠杆率监管压力与影子银行[J]. 经济研究, 2024, (2): 42–58.
- [29]周上尧, 熊琛, 屈伸. 经济周期中货币政策传导效率的非对称性之谜——基于商业信用与信贷约束视角的分析[J]. 中国工业经济, 2025, (1): 43–61.
- [30]朱军, 李建强, 张淑翠. 财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择[J]. 中国工业经济, 2018, (8): 24–41.
- [31]朱诗怡, 张凯. 定向降准与企业所得税政策的叠加“普惠”效应——基于 2012—2016 年全国企业调查数据[J]. 财政研究, 2021, (5): 102–115.
- [32]庄芳, 庄佳强, 朱迎. 我国财政政策和货币政策协调配合的定量效应——基于协整向量自回归的分析[J]. 金融研究, 2014, (12): 71–85.
- [33]Baum A, Checherita-Westphal C, Rother P. Debt and growth: New evidence for the euro area[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2013, 32: 809–821.
- [34]Croce M M, Nguyen T T, Raymond S, et al. Government debt and the returns to innovation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 132(3): 205–225.
- [35]Demirci I, Huang J, Sialm C. Government debt and corporate leverage: International evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(2): 337–356.
- [36]Gali J. The effects of a money-financed fiscal stimulus[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2020, 115: 1–19.
- [37]Gertler M, Karadi P. A model of unconventional monetary policy[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2011, 58(1): 17–34.
- [38]Leeper E M. Sweden's fiscal framework and monetary policy[R]. NBER Working Paper No.24743, 2018.
- [39]Plekhanov A, Singh R. How should subnational government borrowing be regulated? Some cross-country empirical evidence[J]. *IMF Staff Papers*, 2006, 53(3): 426–452.

Local Government Debt Risk and Consistency of Macroeconomic Policy Orientations

Wen Xingchun, Nie Chuge

(*China School of Banking and Finance, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China*)

Summary: Local debt risk is one of the core variables of systemic financial risk in China, and comprehensive macroeconomic policy responses are essential for achieving economic and financial stability. Research on the cross-sector transmission mechanisms of local debt risk and the consistency of macroeconomic policy orientations is of significant importance for the sustained and stable development of the Chinese economy.

This paper constructs a multi-sector DSGE model incorporating the feature of commercial banks and introduces different financing channels for local debt. The results show: First, as the primary holders of local debt, commercial banks experience net worth deterioration following a local debt default, which reduces corporate investment and exerts an adverse impact on total output. Second, counter issuance of local debt reduces liquidity absorption by banks, thereby enhancing the effectiveness of fiscal expansion policies. Third, compared to single-policy implementation, policy mixes are more effective in mitigating local debt risk. Specifically, combining counter issuance of local debt with fiscal expansion policies more effectively addresses local debt default risk. Additionally, under local debt default shocks, a monetary policy mix of interest rate cuts and reserve requirement ratio reductions also leads to more pronounced economic improvements. Fourth, net interest margin compression in commercial banks, while reducing bank net worth, lowers corporate financing costs and amplifies policy mix effectiveness. Fifth, strengthening the consistency of macroeconomic policy orientations between policy mixes better mitigates the adverse effect of local debt default risk. When fiscal and monetary policy mixes share consistent directions and objectives, their effectiveness is enhanced, leading to improved social welfare.

The marginal contributions of this paper are as follows: First, by incorporating local government debt into the balance sheets of commercial banks, it quantitatively analyzes the cross-sector transmission of local debt risk through commercial banks and its impact on the macroeconomy. Second, it characterizes the counter financing channel for local debt and analyzes how different financing channels affect the effectiveness of fiscal expansion policies and the management of local debt default risk. Third, it quantitatively examines the effectiveness of fiscal and monetary policy mixes under local debt default risk, with a focus on both directional and objective consistency. This analysis is significant for promoting stable economic growth while preventing local debt risk.

Key words: local debt risk; consistency of macroeconomic policy orientations; DSGE

(责任编辑 康 健)