

中小银行合并与地方政府债务扩张——基于财政金融协同的视角

刘 岩 丁 堃 张雪菲

【摘要】 解释地方政府债务扩张的传统视角是财政分权和软预算约束理论，但对中国地方债务现实规律的全面认识，要求采取财政金融协同的视角。本文以中小银行合并为切口，系统检验地方债务扩张背后金融体制因素的作用。地级银行合并为省级银行，伴随着银行治理和经营的全方面调整，带来省-地两级政府金融资源布局的转变。这种金融控制权的纵向重构，理论上可能改变地级政府债务融资结构与规模。本文研究发现，省级城商行的合并带来被合并地级政府的银行信贷融资下降，但同时债券融资和非标融资增加，且债务融资成本呈现上升趋势。机制检验发现，地方财政禀赋和地方金融竞争环境是关键调节因素。对经济后果的进一步检验发现，省级银行合并带来的地方债务结构变化，可导致对当地企业投资的挤出效应。鉴于近年来通过地方中小银行合并重组防范化解风险政策持续推进，本文的结论说明需要密切注意地方政府融资行为的变化，避免出现实体企业投资被挤出的问题，保障实体经济平稳发展。

【关键词】 银行合并；地方政府债务；财政金融协同；投资挤出

【中图分类号】 [文献标识码] A **【文章编号】** 1006-480X（2025）

一、引 言

金融是国民经济的血脉，关系中国式现代化建设全局。面对传统金融体系与经济高质量发展内在需求间的矛盾，必须加速推动金融供给侧改革。就完善金融机构定位这一重要问题，习近平总书记在2023年中央金融工作会议上指出：“对中小金融机构要严格准入标准和监管要求，推动兼并重组，实现中小金融机构减量提质。”^①2025年以来，中小银行合并重组进程按下“快车键”。根据中国人民银行官网显示，截至2025年6月末，全国参加存款保险的银行业金融机构已降至3554家，较2024年末减少207家，机构精简幅度创近年新高^②。在此轮改革中，城市商业银行的战略地位尤为凸显。作为联结地方政府与区域经济发展的关键金融中介，其历次改革始终与区域经济发展格局深度交织。城市商业银行的前身为20世纪80年代设立的城市信用社。1995年国务院推动城市信用社改制为城市合作银行^③，1998

【收稿日期】

【基金项目】 本文受国家自然科学基金面上项目（72573192）资助。

【作者简介】 刘岩（通讯作者），中山大学管理学院（创业学院）副教授，电子邮箱：liuy2696@sysu.edu.cn；丁堃，北京大学经济学院博士研究生，电子邮件：dingkun@stu.pku.edu.cn；张雪菲，北京市住房和城乡建设委员会，电子邮箱：zhangxuefei1999@163.com。

^① 见《习近平经济文选 第一卷》“为经济社会发展提供高质量金融服务”一文（第504页）。

^② 2025年以来，多地加速银行合并进程。例如，2025年2月26日，河南农商联合银行与郑州等4市农商银行（农信社）及村镇银行共25家机构通过新设合并方式组建而成河南农商银行。2025年9月28日，河南农商行再次吸收合并开封、平顶山等9市农商银行（农信社）及村镇银行共82家机构。

^③ 《国务院关于组建城市合作银行的通知》（国发〔1995〕25号）

年统一更名为城市商业银行^①。进入新世纪以后,各地城市商业银行的改制成立促进了所在地区经济增长和外商投资水平的提高(郭峰和熊瑞祥,2018;吕朝凤和毛霞,2020)。

2004年,原银监会发布《城市商业银行监管与发展纲要》(银监办发〔2004〕291号,下简称《纲要》),《纲要》中指出要促进城市商业银行的总体发展和区域联合。自此,中国城市商业银行体系开启战略性重组进程。从2010年至今,城市商业银行持牌机构数量已从147家降至124家。在省级统筹的合并重组框架下,原有“一市一行”的分散运营逐渐转向省级垂直管理,这种金融控制权的纵向重构实质上削弱了地方政府通过银行体系获取建设资金的传统路径(洪正和胡勇锋,2017;何德旭和苗文龙,2021),客观上推动了地方政府债务融资结构的改变和渠道的扩张。这种制度变革引发的融资渠道切换,为解析城商行改革与地方债务扩张的内在联系提供了关键切入点。2023年底中央金融工作会议将中小金融机构、地方债务和房地产并称为需要及时处置、防范化解的金融风险^②,因此,在当前深化金融改革背景下,将中小金融机构改革与地方政府债务问题纳入联动研究框架,既是防范系统性风险的必要举措,也是完善现代金融治理体系的关键要求。

当前关于地方政府债务扩张的成因,学界有诸多研究。最具代表性的是财政分权和软预算约束理论(龚强等,2011;姜子叶和胡育蓉,2016;Qu et al.,2023)。财政分权导致的地方政府投资冲动,是造成地方预算软约束的重要原因(陈志勇和陈思霞,2014)。当地方政府基础财政盈余不足以覆盖债务偿付成本时,往往需要上级政府提供财政救助,从而形成地方政府软预算约束问题。钟辉勇和陆铭(2015)与Liu et al.(2024)突出了中央政府转移支付,特别是专项转移支付,对地方政府债务的显著影响;而王永钦等(2016)将城投债的收益率价差划分为流动性风险价差、违约风险价差两部分,通过实证检验验证了我国地方政府债务软预算约束的存在。与此同时,地方政府官员的政治晋升锦标赛,在很长一段时间以GDP增速为核心指标,对地方政府投融资冲动提供了强烈激励。曹婧等(2019)就指出,市委书记处于较大晋升压力的特定年龄段时,所在地级市的城投债规模扩张。最后,地方政府融资平台的债务增长,还与地方政府提供的隐性或显性担保,有着紧密的联系,近年来形成了一批系统深入的文献^③。

在上述关于地方政府债务的多重研究视角基础上,已有学者着重指出财政金融协同视角的重要性(毛捷等,2019;吴文锋和胡悦,2022),但将银行合并以及由此带来的地方政府金融资源纳入分析视野的研究相对较少。地方政府所掌握的金融资源,对地方政府的经济政策有着重要影响(洪正等,2021,2023)。原属地级市政府所控制的城市商业银行,在合并为省级城市商业银行的过程中,伴随着区位、资金、股权和人事的全方面调整。金融资源控制权的转化,不仅是金融供给侧改革中极具挑战性的实践探索,还对不同层级地方政府的财政空间,产生重要影响。这种控制权的纵向转移不仅重构了地方金融分权格局,更为研究地方政府负债行为提供了独特的观察窗口。系统梳理与探究中国过去20余年

^① 《中国人民银行 国家工商行政管理局关于城市合作银行变更名称有关问题的通知》(银发〔1998〕94号)

^② 见新华社《中央金融工作会议在北京举行 习近平李强作重要讲话》(2023年10月31日),网址如下:
https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm。

^③ 包括韩鹏飞和胡奕明(2015)、罗荣华和刘劲劭(2016)、钟辉勇等(2016)、徐军伟等(2020)、张路(2020)、刘晓蕾等(2021)、钟宁桦等(2021)、祝小全等(2022)、林晚发等(2025)以及Geng and Pan(2024)。

地方银行合并重组对地方政府债务规模、成本的影响，不但能深化对中国特色地方政府负债行为的理解，同时还能对近年来集中推进的中小银行兼并重组政策及其潜在影响，提供重要的决策参考。

中国地方政府财政运行的一个特征在于可以从其控制的金融系统中获得资金资源，这一表现在分税制实施后尤为突出。这种“加杠杆”的行为模式对中国经济的影响力成倍扩大。与此同时，中央政府对地方扩张的调控也更多的依赖于金融渠道而非财政渠道（傅勇, 2016; 何德旭和苗文龙, 2016）。赵尚梅等（2012）研究发现，地方政府掌控城市商业银行时会优先将信贷资源流向由地方政府主导或绝对控制的融资平台，如各类城市投资、城市建设公司。陈宝东和邓晓兰（2017）发现财政分权与金融隐性分权共同推动了地方债务规模的增长。基于此，本文依托城市商业银行的合并重组这一现实识别场景，探究地方金融分权格局的调整对地方政府债务的影响机制。

在系统梳理过去 20 年来城商行机构合并沿革的基础上，本文进行了两方面的实证分析。本文首先按照毛捷和徐军伟（2019）的口径标准，整合了城投平台资产负债表、城投债交易信息底表以及非标融资单笔交易数据，对地方政府全口径债务进行估算，弥补现有实证研究主要以 2014 年地方政府债务管理体系改革后的预算内地方债以及城投债作为地方政府债务代理变量的不足。接下来本文按照标准的事件研究法，检验了城市商业银行合并对地方政府各渠道融资的影响。结果发现，省级城商行的合并带来被合并地级市政府的银行信贷融资下降，债券融资和非标融资增加，但后两项的增加与银行信贷的下降基本持平，导致融资总量未出现显著变化。同时，基于城投债发行利差的检验表明，城商行合并后地级市债务融资成本上升。上述结果在最新的多期双重差分稳健估计方法下保持不变。为深入理解上述结果背后的机制，本文进一步展开机制检验，发现地方财政禀赋和金融竞争环境是关键调节因素。最后，本文对地方政府债务溢出效应理论进行进一步检验，提出省级城商行合并可能通过推动地方非银行债务扩张，挤出私人企业投资，从而可能对社会资源配置效率产生负面影响。

本文的边际创新包括如下三个方面：①本文指出基于金融风险防范化解的地方中小银行合并重组政策，会通过改变不同层级地方政府的金融资源，而对其负债结构、规模和成本产生重要影响。换言之，地方政府的财政问题与地方金融资源配置间，存在紧密的理论与现实关联，这是现有文献容易忽略之处。从更广的视角看，本文的研究深化了近年来财政分权与金融分权内在关联以及财政-金融政策协同的文献，丰富了中国特色社会主义市场经济的理论认识。②本文突破既有文献聚焦银行合并微观效率的研究范式，揭示中国制度情境下银行合并作为金融治理政策工具对地方政府债务和区域经济的宏观影响，丰富有关商业银行合并重组的研究视角。值得强调的一点是，本文揭示出中小银行合并会对地方债务结构与规模产生影响，这提示了近期通过银行合并化解风险的政策导向，需要格外注意潜在的财政风险。③由于地方城商行由地级合并到省级这一政策事件相对于地方非金融企业融资行为具有良好的外生性，因此本文实证发现还为地方政府债务的挤出效应提供了更为可信的证据，从而深化了对地方政府债务扩张潜在经济后果的认识。

本文的结构安排如下：第一部分是引言，第二部分探讨地方政府债务扩张的制度背景和现状，第三部分是文献梳理与理论机制的分析，第四部分是本文的实证设计，第五部分是省级城商行合并对地方政府债务的实证检验，第六部分是针对本文主题的再讨论，探究省级城商行合并对地方政府债务溢

出的作用，最后是结论与建议。

二、制度背景

1. 中小银行合并重组背景

中国中小银行的主体为城市商业银行和农村商业银行。截至 2024 年第四季度末，两类机构总资产规模已突破百万亿元，约占银行业金融机构总资产的 26.5%。要系统理解中小银行的合并重组历程，必须将其置于中国银行业改革的宏观演进框架中进行观察。在政策引导与市场机制共同作用下，其四十余年的发展呈现出鲜明的阶段性特征，主要可分为以下四个时期：①初步探索（1978-1994 年）：改革开放后，农村信用社脱离人民公社体系恢复经营自主权。为解决城市集体企业、个体工商户融资难的问题，城市信用社在各地纷纷成立。至 1993 年，全国已有近 5000 家城市信用社和 5 万家农村信用社，其快速发展亦带来管理粗放、风险积聚等问题。②规范改制（1995-2004 年）：1995 年国务院推进城市信用社合并重组为城市合作银行。与此同时，1996 年农村信用社与农业银行“脱钩”，其业务管理和金融监管分别由县联社和人民银行承担。2003 年，国务院发布《深化农村信用社改革试点方案》，农村信用社开启省级联社管理模式探索。此阶段重点在于化解区域性金融风险，建立现代银行制度框架。截至 2004 年末，已有约 112 家城商行完成改制。③规模扩张（2005-2012 年）：银监会成立后实施“分类监管”，推动中小银行跨区经营。2004 年，《城市商业银行监管与发展纲要》颁布，旨在促进城市商业银行的总体发展和区域联合。2007 年，北京银行等头部城商行实现上市，宁波银行等开始探索小微金融服务模式。④转型攻坚（2013 年至今）：利率市场化与互联网金融倒逼中小银行数字化转型，微众网商等民营银行试点开放。监管强化风险防控，2017 年同业存单新规约束扩张，2019 年包商事件后推动兼并重组。2024 年后，中小银行改革再提速，区域性整合案例频现。据国家金融监管总局最新披露，2024 年我国银行业金融机构法人相比 2023 年减少 195 家，相比 2021 年则减少 307 家。图 1 报告了城信社-城商行与农信社-农商行机构总数的演变，图 2 和图 3 分别展示了两类机构的细分类型的数量变化。如图所示，两类机构改革过程中，有大量机构合并重组，机构数量大幅下降。

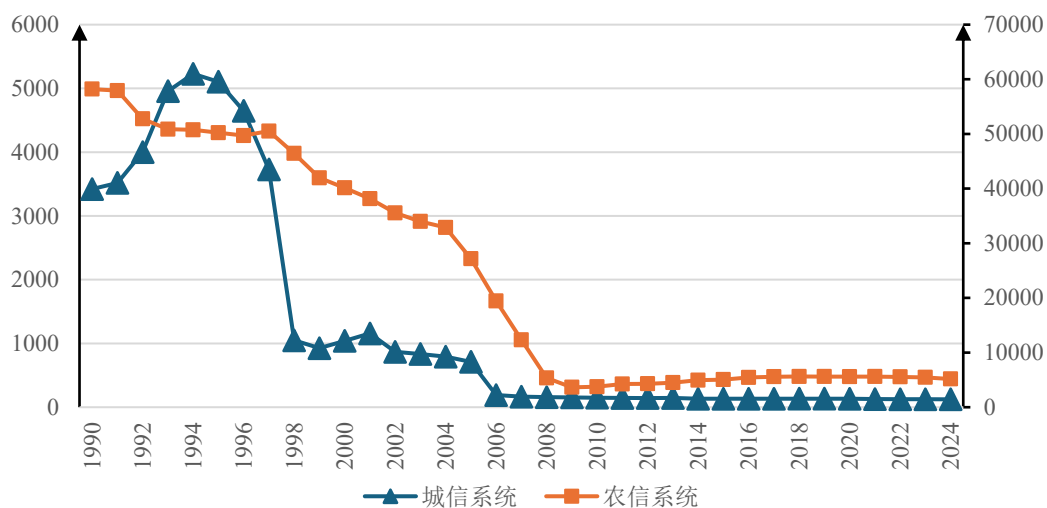


图1 城信系统和农信系统历年机构总数

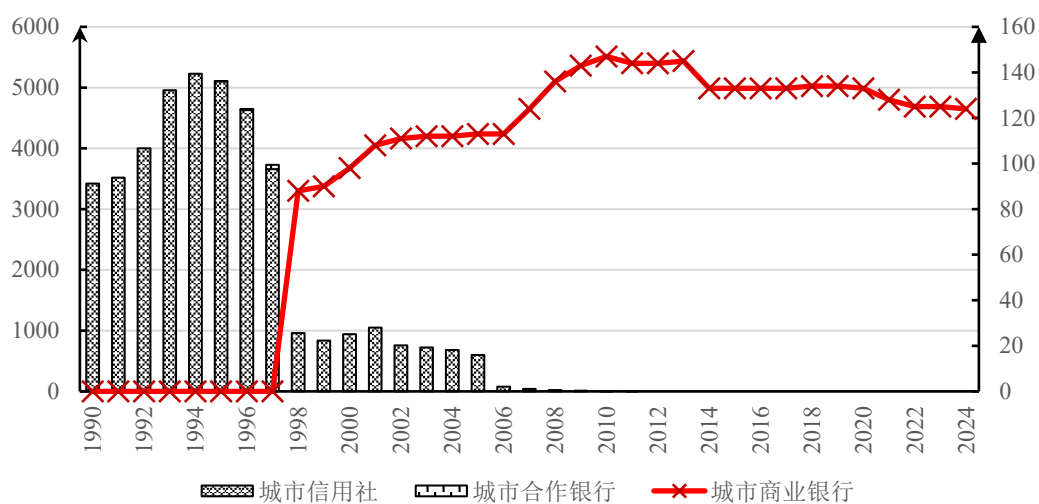


图2 城信系统不同类型机构历年数量

注：在化解城信社金融风险的大背景下，1995年，我国第一家合作银行—深圳合作银行正式成立。1998年，中国人民银行和国家工商行政管理局联合发布《关于城市合作银行变更名称的通知》，鉴于城市合作银行不具备合作性质，故需将名称进行变更。因此在1998年城市商业银行数量实现断点跳跃，是由原城市合作银行更名所致。

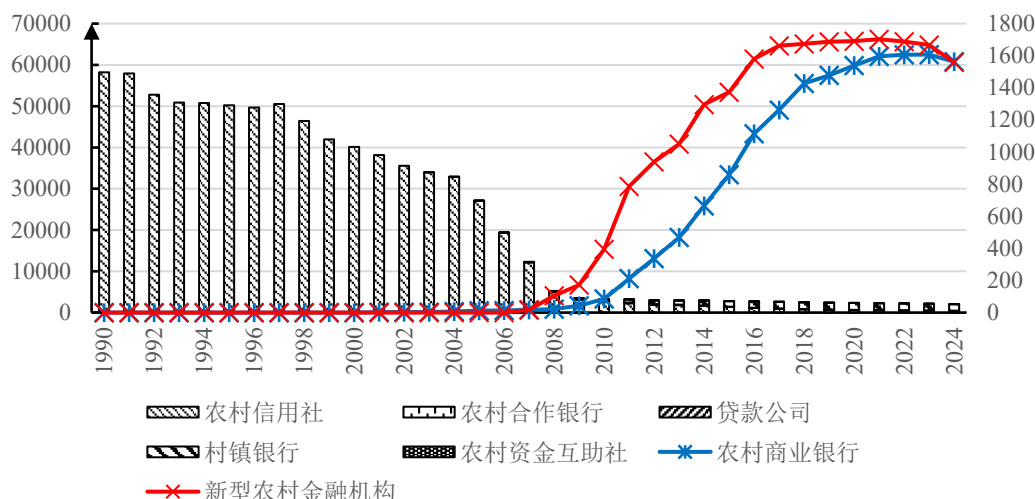


图3 农信系统不同类型机构历年数量

注：本处农村信用社仅包含具有法人地位的信用合作社和省市区联社，新型农村金融机构包含村镇银行、农村资金互助社和贷款公司三类。

城市商业银行经过二十余年改革已形成差异化发展格局。当前其发展路径主要呈现两种模式：①独立发展，即在原有城商行的基础上通过增资扩股，引进战略投资者，跨区域经营建立分支机构等方式逐步扩大自身规模。②重组改制，即打破原有的组织模式，以其中一家城商行为主体或新设立银行为主体合并辖区内多家城商行建立省级银行，如“徽商模式”和“中原模式”。本文的核心关注点在于第二种模式，即省级城商行合并重组。截至2024年末，全国124家城商行中，采取合并重组方式组建的省级城商行已达18家，涵盖吸收合并和新设合两种成立方式^①。

2. 地方政府债务制度的演变

传统意义上地方政府无法自行举债。1995年的《预算法》和《担保法》及1996年的《贷款通则》限制地方政府及其部门不得作为借款人或保证人。上述制度约束下地方政府无法自行举债，但并未明文限制政府间接举债，这为融资平台公司的设立提供可能。《中华人民共和国土地管理法》第五十四、五十六条为地方政府向融资平台公司划拨土地、形成公司资产提供了法律依据。《企业债券管理条例》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》成为融资平台公司发行城投债的制度基础。

2008年，为应对全球金融危机，国务院出台“四万亿”经济刺激计划。但在彼时制度框架的约束下，地方政府无法直接作为借贷主体融资。2009年人民银行联合其他监管部门发布92号文（银发〔2009〕92号），鼓励地方政府通过组建融资平台筹措资金^②。在政策的鼓励下，地方融资平台公司^③如雨后春笋

^① 1996年，北京、天津、上海、重庆成立首批城市商业银行。2005年，全国首家由城市商业银行、城市信用社联合组建的银行业金融机构徽商银行在安徽成立。2007年，江苏银行、吉林银行成立；2009年，龙江银行、长安银行成立；2010年，湖北银行、华融湘江银行成立；2011年，甘肃银行成立；2012年，贵州银行成立；2014年，中原银行成立；2015年，江西银行成立。随后，省级城商行合并速度有所放缓。直至2020年，四川银行成立；2021年，山西和辽宁分别成立山西银行和辽沈银行。详细合并信息见附表1所示。

^② 中国人民银行联合中国银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》（银发〔2009〕92号）中有如下表述：“鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府投融资平台等多种方式，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。”

^③ 地方政府融资平台公司，指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。

般涌现。地方政府通过设立融资平台公司为大规模的基础设施建造投资举债，并在一段时期内成为拉动中国经济增长的动能之一。据央行《2010 中国区域金融运行报告》披露，截至 2010 年末，全国共有地方政府融资平台 1 万余家，较 2008 年年末增长 25% 以上，其中县级（含县级市）平台约占 70%，约五成以上地方政府融资平台贷款投向公路与市政基础设施。

伴随着地方融资平台和城投债规模的迅速扩张，地方政府债务风险问题逐渐显现。2010 年 6 月，国务院下发《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号），构建了城投平台的初期监管框架。19 号文聚焦银行信贷渠道的监管，“重堵不重疏”。此后融资平台更多绕道影子银行体系举借债务。2013 年 4 月银监会发布《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发〔2013〕10 号），其中明确“各银行业金融机构法人不得新增融资平台贷款规模。”整体来看，2010-2013 年间针对融资平台的监管政策以厘清债务、明确地方政府融资合规渠道和构建监管框架为主，以银行信贷渠道的监管为核心，对债券、非标等渠道的管制整体较松。

“重堵不重疏”的监管模式未能遏制地方政府债务快速增长的势头。同时，地方政府债务资金的来源日趋“影子银行化”，债务信息透明度降低。2014 年 9 月，国务院下发《关于加强地方政府性债务^①管理的意见》（国发〔2014〕43 号），提出“剥离融资平台公司政府融资职能”。与此同时，2015 年新《预算法》的出台赋予地方政府适度举债权限^②。2015-2018 年期间，新发行政府债以“修明渠、堵暗道”为主要目的，以新发地方政府债券^③置换存量债务，以缓解各省份债务到期压力。这一时期的监管模式侧重于“疏堵结合”。尽管如此，在 2015-2018 年间，地方政府举债的“后门”并未被完全关闭。部分地方政府仍存在在法定债务限额之外变相违法违规的举债或担保行为，如利用企事业单位举债、利用政府购买服务违规举债、成立不规范的政府投资基金、利用 PPP 项目变相举债等。2017 年 7 月，中央政治局会议强调，“要积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，有效规范地方政府举债融资，坚决遏制隐性债务增量”。会议首次明确提出了“隐性债务”这一概念。2018 年以来的监管以“坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解隐性债务存量”为原则，隐性债务的增长势头有所遏止。但在新冠疫情时期，由于经济下行压力，监管有所放松。下图 4 展示了以增量口径计算的不同种类政府债务。可以看出，在 2015 年后，地方城投债的大门并没有被完全关闭。不仅如此，地方政府的隐性债务还呈现出显著增加，直至 2018 年《资管新规》的出台后方有明显的下降趋势。

^① 地方政府性债务的范畴，除包括政府举借的债务外，还包括事业单位、融资平台公司等举借的政府性质的债务。地方政府债务只包括前者。

^② 从形式上来看，2009 年以前，地方政府债务呈现出“前门大关”的状态，地方政府利用融资平台发行公司债的方法为城市建设筹集资金。2009 年 2 月，财政部颁布《2009 年地方政府债券预算管理办法》（财预〔2009〕21 号），标志着地方政府债务的前门逐步打开。在经历两年的“代发代还”试点和四年的“自发代还”试点后，2015 年新《预算法》赋予地方政府适度举债权限，这标志着地方政府举债的“前门”完全打开。经国务院批准，省、自治区、直辖市政府可以适度举借债务，市县级政府由省、自治区、直辖市政府代为举借。举债采用政府债券形式，分为一般债券和专项债券。

^③ 当前地方政府债券管理体制实行“省级统一发行、转贷市县使用”和“自上而下严格限额管理”，尽管有助于严格限制表内债务规模，但是加重了不同层级政府间的信用混同，削弱了省以下政府作为债务资金实际使用者的风险主体地位（马光荣等，2025）。

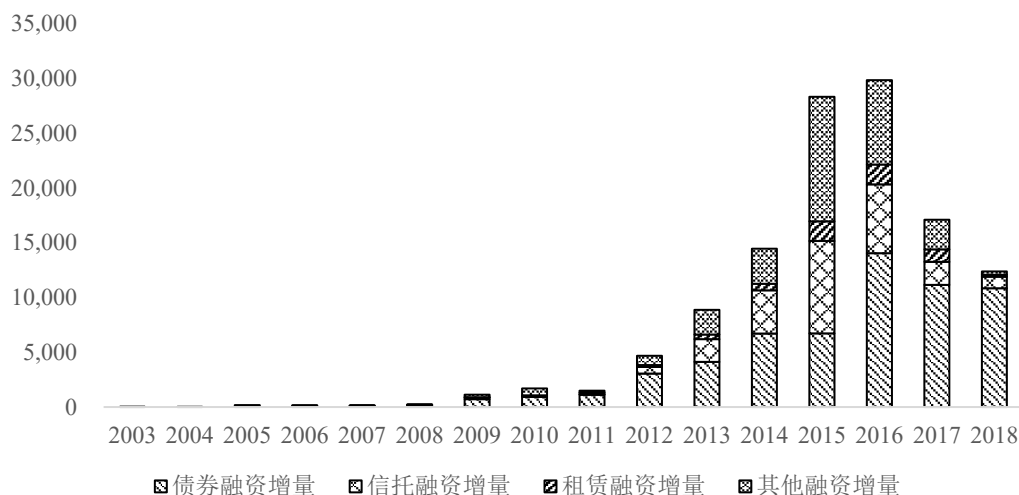


图4 地方政府债务增长

3. 地方政府、融资平台与银行的关系

本节对地方政府、融资平台与银行三者的关系进行梳理，以便读者更为清晰的知晓三者的运行逻辑。图5总结了地方政府广义的资金来源，涵盖财政四本账的表内与融资平台表外两类。地方政府经济建设资金主要来源于财政、发行债券和地方融资平台。实线内展示的是地方政府预算内收入，虚线内是其融资平台债务，即通过融资平台为城市建设筹集资金。地方政府及地方融资平台与地方银行间存在密切关联，如图6所示。地方政府通过财政注资的方式——尤其是土地注资，成为融资平台的实际控制人，并对融资平台提供财政拨款或信用担保。地方融资平台实际上成为地方政府的代理人，其从银行市场上获取贷款或授信、从影子银行获取资金、抑或是在债券市场上筹资为政府项目服务。地方融资平台代表政府向城商行出资，成为其主要股东，对城市商业银行的经营行为进行干预。城市商业通过向融资平台提供借贷便利，投资并承销融资平台债券等形式，向其提供反哺。

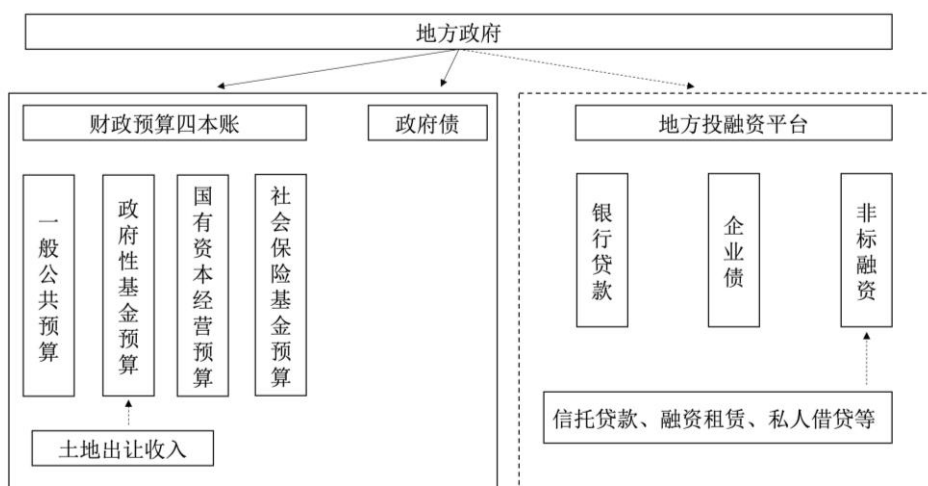


图5 地方政府资金来源

注：作者自行绘制。

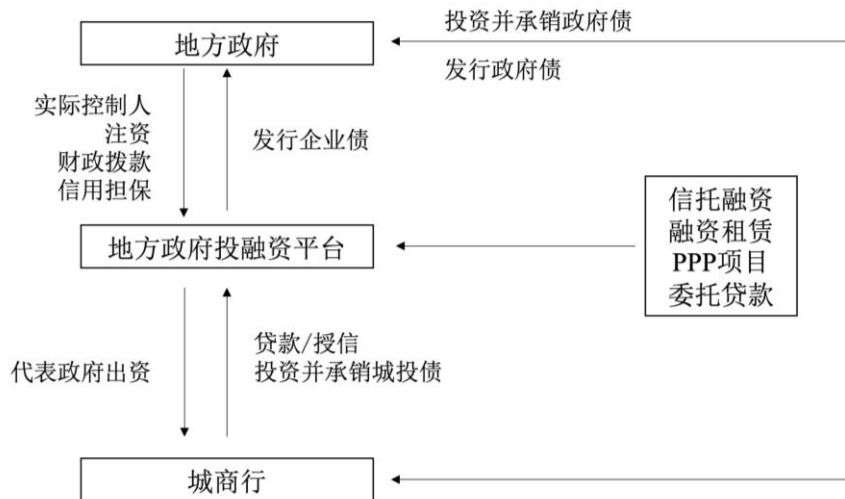


图6 地方政府、融资平台与银行的关系

注：作者自行绘制。

当地级市城商行合并到省级城商行后，地级市政府失去了对当地城商行的直接控制。这势必改变地级市政府包括当地城投平台在内的广义融资便利性，并可能促使当地政府及融资平台寻求银行贷款之外的融资途径。本文的主要工作，就是分析这一影响机制及其经济后果。

三、文献综述与理论机制

1. 银行合并的动因及其影响

中文文献鲜少对商业银行合并重组进行理论与实证分析^①。英文文献系统梳理了银行并购的理论脉络（Berger et al., 1999; Amel et al., 2004; DeYoung et al., 2009），并从多个维度对银行合并的影响机制展开了深入分析。

（1）合并对银行自身的影响。Goetz et al.（2016）研究发现银行控股公司的地理扩张能够显著降低其风险暴露水平。Zhu and Yang（2016）利用中国数据，评估外资并购对国有银行风险的影响机制。结果显示，外资并购显著降低了国有银行的风险承担倾向，且这一效应在中央或地方政府控股的银行体系中尤为显著。Shaban and James（2017）利用印尼数据得出相似结论。非区域外资（Non-Regional Foreign Acquisition）收购能够降低银行风险敞口，而国内并购总体上导致被收购银行效率水平下降。Berger et al.（2022）检验地理监管放松对银行权益资本成本（COE）的影响。研究发现监管放松显著提高了银行的权益资本成本，且这一效应主要由积极开展并购的一方驱动。

（2）银行并购对信贷市场的影响。Fraisie et al.（2018）通过对超大型银行并购的研究发现，合并会造成参与银行原业务重叠区域信贷供给量的收缩，相比于存量贷款，新增贷款的冲击更为显著，且该效应具有长期性。Dinger（2015）通过实证研究探讨银行并购与存款利率刚性间的内在关联。研究发现，完成并购的银行在交易后最初数月更倾向于调整存款利率，但从长期观察，其利率调整频率显著

^① 本文作者所知唯一的例外是王辉等（2025），通过同业网络建模分析了不同类型的中小银行合并政策对银行系统性风险的影响。

低于未发生并购的银行。这一现象在收购大型目标银行及实现业务地域大规模扩张的并购案例中尤为突出。Sapienza (2002) 从个体借款人的视角切入, 研究发现只有当同市场合并涉及收购市场份额较小的银行时, 合并后银行的贷款利率下降, 借款人从中获益。但随着被收购银行在当地市场份额的扩大, 效率效应会被市场力量所抵消。Panetta et al. (2009) 研究发现并购带来银行信息处理能力的提升。并购后利率定价与个体违约风险的关联度显著增强: 高风险借款人面临利率上浮, 低风险客户则获得更优惠利率。

(3) 并购引起的市场结构的变化。Berger et al. (2004) 研究发现, 银行并购显著提升同区域市场的后续进入概率。Bird et al. (2024) 则聚焦于研究银行合并的跨市场的溢出效应。研究发现当竞争对手银行发生合并时, 这种影响会通过银行分支网络产生跨市场传导效应, 对非直接冲击市场的业务形成实质性影响。

(4) 银行并购对企业的影响。Ye and Kong (2025) 基于中国数据, 评估了银行整合对地理分割和企业资本错配的影响。研究发现, 城市商业银行的合并有助于整合跨地级市的地方银行系统。对于最初边际资本收益率较高的企业, 整合使其物质资本增加, 并使其边际资本收益率相对于低边际资本收益率企业下降。整合还有助于缓解高边际资本收益率企业的融资约束, 并且显著增加了企业对同省其他城市存款冲击的投资响应程度。Karceski et al. (2005) 研究发现并购导致的战略重心向收购方倾斜会对并购双方原借款人权益产生非对称影响。亦有部分文献研究视角更加细化, 聚焦于银行并购对小微企业信贷获得性的影响。Peek and Rosengren (1998) 研究发现, 近半数并购后短期内小企业贷款实现增长。若收购方为小银行或其小企业贷款组合份额高于目标方, 贷款增加概率更高; 反之, 若收购方规模较大且小企业贷款集中度较低, 则更可能出现贷款收缩。Strahan and Weston (1998) 得出类似结论。其指出小型银行机构间的合并有助于增加对小企业的贷款投放, 其他类型的并购行为则影响甚微。Degryse et al. (2010) 针对前人的研究进一步深化, 指出在评估银行并购对小微企业的实际影响时应区分单一与多重银企关系主体, 并明晰“维持”、“终止”、“转换”三类关系变动模式。基于比利时银行业数据的实证研究表明, 被收购银行的单线往来客户较其他类型客户更易遭遇信贷关系终止。多重借贷主体因能更好地规避银企关系中断风险, 所受冲击也相对较小。

尽管现有研究已广泛探讨银行合并的经济效应, 但鲜有文献探究合并对地方政府债务的影响机制。中国特有的银行体制和金融管理体系为这一领域的研究提供独特的观察窗口。省级城市商业银行创设所引发的区位重置、资本重组与治理结构再造, 实质上重构了区域金融资源的纵向配置权力。这种金融控制权的层级上移削弱了地方政府通过银行体系获取建设资金的传统路径, 对地方政府的债务累计模式产生影响。本文接下来的部分将对这一影响机制进行具体分析。

2. 金融与财政体制的内在联系与相互影响

中国的金融与财政体制有着鲜明的大国社会主义市场经济特色(王永钦等, 2007; 何德旭和苗文龙, 2016; 洪正和胡勇锋, 2017)。一方面, 沿行政层级展开的财政收支分权与金融资源分权安排, 是幅员辽阔、人口众多的大型经济体实现有效治理的必然要求, 而两者在不同层级间的适应匹配, 更是充分发挥财政金融体制优势的基石。另一方面, 财政与金融政策同为社会主义市场经济宏观调控的主要抓手,

两者协同配合的效能内蕴于财政与金融分权体制安排。

在财政分权体制与金融分权体制的关系方面,何德旭和苗文龙(2016)较早指出在地方经济增长目标背景下,政府财政与金融资源存在替代关系,并分析了财政分权对金融分权安排的影响,从总体上指出两者适配适当可以引发重要的财政、金融风险。随后,毛捷等(2019)与吴文锋和胡悦(2022)一致强调了财政金融协同视角对分析中国地方政府债务的关键意义。已有部分文献从不同侧面讨论了金融分权对地方政府债务规模的影响,如陈宝东和邓晓兰(2017)利用省级数据发现金融分权推高了地方政府债务,且与财政分权的推高作用形成互补效应;但同样基于省级数据,侯世英和宋良荣(2021)却发现金融分权能够抑制财政分权对地方政府债务的扩张作用^①。与上述文献不同,本文直接利用全国范围内城商行历史合并重组事件作为地级市金融分权程度变化的天然测度,从而得以更准确的估计金融分权对地方政府债务规模与结构的影响。

在财政金融政策协同方面,刘冲和刘莉亚(2022)利用逐笔贷款数据清晰识别了利息收入增值税减免政策对银行小微贷的促进作用,首次指出财政金融政策协同的可能性。余明桂等(2025)着眼于政府采购合同抵押融资政策对中小企业银行贷款获得及投资、就业等经济后果的影响,进一步拓宽了影响金融配置的财政政策考察范围。钱一蕾等(2025)通过详细的债券微观信息匹配,考察了地方政府专项债项目落地过程中,作为项目承建方的城投平台在经营绩效与投资效率方面所受影响,揭示了财政政策对城投平台这一债券市场重要参与方的作用机制。上述财政金融政策协同的研究,均主要着眼于金融体系对财政政策的协调配合机制,本文的研究则更聚焦于银行合并这一金融风险防范化解政策所可能产生的财政影响,是对已有政策协同文献的有益补充。

3. 城商行合并重组对当地政府债务的理论影响机制

毛捷和徐军伟(2019)通过梳理地方政府的多种融资方式,提出地方政府的融资渠道主要为商业银行通道、政策性融资通道(包括政策性银行贷款、地方政府债、城投债)、影子银行通道(包括信托私募、融资租赁等方式)以及企业垫资渠道(包括BT、BOT等方式)。其中银行渠道是政府的重要资金来源。钱先航等(2011)和纪志宏等(2014)研究强调了在财政分权体制与官员晋升“政治锦标赛”的激励下,地方经济增长是地方政府及官员的主要考核指标,地方政府积极参股或控股城市商业银行,利用城市商业银行资金作为国有银行资金的替代或补充,甚至将其变成地方政府潜在的“第二财政”。这也正是洪正和胡勇锋(2017)所述中国式金融分权在地方金融结构中的表现和财政含义。随着城商行合并后地级市政府对银行的控制力削弱,其在地银行渠道的融资便利性势必下降,在达到特定公共支出水平目标的要求下,当地政府和城投公司的自然选择是拓宽融资渠道,如发行城投债、影子银行等,以满足城市基础建设等公共投资的需要。据此,提出假设1。

假设1:省级城商行的合并会导致地级市银行渠道的融资减少,而推动非银行债务的扩张。

省级商业银行的设立伴随着银行区位布局、资金流动、股权结构以及人事管理等方面的全面调整。合并完成后,城商行的实际控制权由地方政府向省级政府转移,不同层级政府间的金融资源支配权随

^① 李桂君等(2022)则在何德旭和苗文龙(2016)的基础上,通过区分地级市财政金融协同与否,部分解释调和了前述两文的矛盾结果。

之发生转换。对于地级市层级政府来说,其在银行系统的控制权削弱,在地方财政压力较大的情况下,地方政府可能通过转向其他债务工具以弥补融资缺口,进而推动其债务规模的扩张。而对于省级政府则恰恰相反。一方面,省级政府获得银行资源的控制权,可以利用其为省级融资平台提供贷款进而为经济建设筹集资金,从而对发债端亦或是影子银行渠道的融资需求减少;另一方面,省级城商行的合并伴随的是银行注册资本和总资产的成倍扩大,可以更好的发挥规模经济优势,为地方经济建设服务。据此,提出假设2。

假设2:省级城商行的合并对省级政府非银行债务扩张具有抑制作用。

合并后城商行的规模效应和议价能力增强,其对地方政府融资需求的风险定价趋于市场化,对贷款项目的风险评估更加严格,进而要求更高的风险溢价,从而提高地方政府通过银行渠道融资的成本。此外,省级城商行的合并通常伴随治理结构的优化和资本的集中,这削弱了地方政府对城商行的控制力,减少了依赖关系导致的低成本融资机会。此外,省级城商行合并后,金融资源向省级政府倾斜,地级市层面的资源可得性下降,地方政府被迫转向债券市场和非标融资等替代性渠道,而这些渠道通常伴随更高的发行成本和隐性费用(蔡书凯和倪鹏飞,2014)。最后,在地方债务监管趋严的背景下,地方政府为应对融资压力,可能需要通过提高债务利率来吸引资本,从而进一步推高整体融资成本。据此,提出假设3。

假设3:省级城商行的合并将推动地级市债务融资成本的上升。

四、实证设计

1. 样本数据

关于地方政府债务体量的测算,目前已知的官方数据是2011年和2013年国家审计署出具的《全国政府性债务审计结果》,但这一报告并没有在后续进行更新。财政部对地方政府债务余额和债务限额的披露则始于2015年。在此之前,中国地方政府的债务体量仍旧是个谜团。学界有诸多学者对地方政府债务体量进行测算,最为代表性的是Bai et al. (2016)。由于数据获取条件的限制,现有实证研究多采用城投债数据作为地方政府债务的代理变量(毛捷等,2018;陈菁和李建发,2015),但此方法存在以下问题:①城投债数据只能体现出地方政府在债券公开市场的融资,忽略了其他渠道的融资,覆盖面相对较小;②地方融资平台负债数据不能完全体现地方政府的负债,其中包含企业的应收账款、应付职工薪酬等企业自身的负债。事实上,根据2013年国家审计署的调查报告,银行贷款和发行债券两种融资方式仅占地方政府债务融资的61.47%,而其余隐性融资渠道的占比高达近40%。鉴于此,本文通过整合城投平台资产负债表、城投债交易信息底表和非标种类融资单笔交易信息底表的方式对地方政府全口径债务进行估算。注意,在本文的债务统计口径中,未包含地方债和融资平台银行贷款,其原因如下:首先,在现行地方债管理制度中,省级政府名义上是债务的发行主体,财政部也制定了面向省级的限额分配公式。但在实践中,以专项债为例,省级政府将超过80%的债务资金转贷给地级市政府。对于省级财政部门如何分配省本级及下辖地级市的政府债务限额,相关政策文件缺乏清晰界定的

测算方法，仅模糊地列举了部分考量因素（钟宁桦等，2023）。其次，由于本文旨在考察银行合并如何影响地方政府对不同融资渠道的依赖，特别是其引致的银行渠道融资减少，其他渠道融资增加的替代效应，因此，在统计地方政府债务数据时，本文聚焦于能够体现此替代关系的融资渠道，而未将银行贷款本身纳入统计。故在本文中，主要考虑非银行渠道地方政府债务（*Debt*）这一因变量，其定义为地方城投债规模（*Bond*）与非标融资额（*NonSD*）之和。其中非标融资又包含地方融资平台信托融资、融资租赁和其他融资三种渠道的融资额^①。同时，本文也计算了各地区融资平台的银行贷款规模（*Bankloan*），以此作为地方政府银行融资渠道的代理变量，进行比较分析^②。

具体方法如下：①按照地级市层级加总城投债发行数据；②将非标融资底表与地方政府融资平台进行匹配^③，筛选出地方融资平台的不标融资单笔数据；③对筛选出的单笔非标融资在地级市层面进行汇总。债务计算包含增量和存量两种口径。增量即该年度新发行债务规模。存量即未到期债务总量（包含利息）。按照期限和本金计算年利息并加入总存量。以上相关数据均来源于 Wind 数据库^④。但必须承认，由于地方政府债务统计口径的多样性、界定融资平台的复杂性和数据的不可获得性，本文的估算仍存在一定的低估和不精细之处。

接下来查看地方政府融资平台端的债务结构。银行贷款始终是其主要融资方式，但随着年份的增加其占比有所回落。债券融资和非标融资的比例均有所上升。这里注意，由于非标融资数据的不易得性，相比于 2013 年国家审计署的调查报告，本文的测算结果中银行贷款的比例整体相符，债券融资的比例相对较高，与之对应的是非标融资的占比相对较低^⑤。

^① 《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发〔2018〕27 号）首次对隐性债务作了权威界定：地方政府在法定政府债务限额之外直接或者承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。主要包括：地方国有企事业单位等替政府举借，由政府提供担保或财政资金支持偿还的债务；地方政府在设立政府投资基金、开展政府和社会资本合作（PPP）、政府购买服务等过程中，通过约定回购投资本金、承诺保底收益等形式的政府中长期支出事项债务。但由于诸多条件限制，本文中只考虑信托融资、融资租赁和其他融资三种。

^② 2014 年地方政府债务改革前，地方政府从银行获得的贷款缺乏系统数据；2014 年改革后，地方政府自身的显性银行贷款形式负债已经都置换为债券形式。相比较而言，地方融资平台的银行贷款数据，在 2014 年前后口径统一，具有较好的实证可比性。

^③ 此处名单选择银监会名单。

^④ 非标融资数据来源于 Wind 企业-风险监控-预警专题，其中收录了上市公司，发债企业，普通工商企业的最新的在动产融资统一登记系统中的相关融资的数据信息，并将其与城投企业名单进行匹配。

^⑤ 2013 年国家审计署《全国政府性债务审计结果》：银行贷款、BT、发行债券是政府负有偿还责任债务的主要来源，分别为 55252.45 亿元、12146.30 亿元和 11658.67 亿元。据此计算，银行贷款占比约为 50.76%，发行债券占比 10.71%，信托融资占比 7%，融资租赁占比 0.7%。

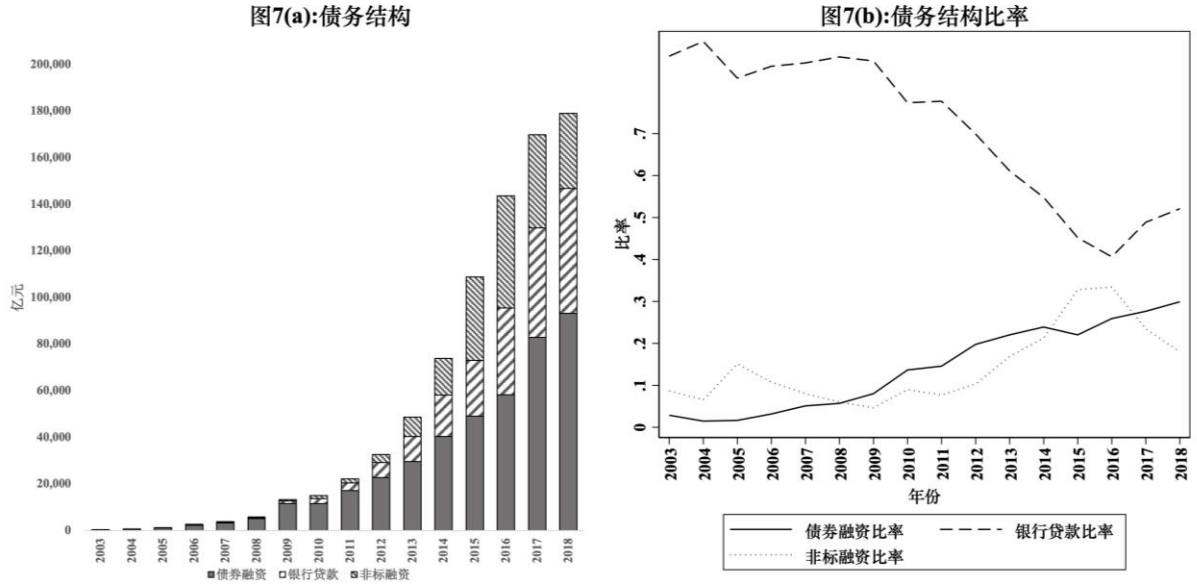


图 7 地方政府债务结构

注：上图是以债务存量口径计算的不同种类政府债务。

2. 模型设定

(1) 城商行合并与地方政府债务扩张

为检验假设 1 中债务扩张效应，模型设定如下。本文样本数据时间范围为 2003 至 2018 年，涵盖地方政府债务扩张的关键时期和多数城商行合并时点。尽管 2015 年新《预算法》出台后地方政府举债的“前门大开”，但其后门并没有被完全关闭，且受限於政府债发行条件的限制，地方政府更有倾向转向影子银行市场获取资金。由于本文的债务口径中包含政府从影子银行市场获取的部分资金，因此本文将时间期限选择截止至 2018 年。参考曹婧等（2019），剔除从未发行过城投债的城市及四个直辖市（不涉及跨市合并），并对债务相关变量进行 1% 的缩尾。地方政府债务的数据来源及计算如前所述，城市层面的控制变量来源于《中国城市统计年鉴》。

$$Debt_{ct} = \beta Merge_{ct} + \theta Control_{ct} + \delta_c + \eta_t + \varepsilon_{ct} \quad (1)$$

$Debt_{ct}$ 包含新增债务和存量债务两种估算方式， $Merge_{ct}$ 为 DID 变量，若某城市在某年度城商行被合并，则该年度及其之后年度该城市都记为 1，其余记为 0。考虑财政、地区经济水平、官员晋升激励的影响，选取以下控制变量：财政缺口比率 $fiscalgap_ratio$ ，财政 GDP 比率 $fiscal_GDP$ ，GDP 增长率 $GDPg$ ，固定资产投资 ln_invest ，人口 ln_pop ，市委书记上任年份 $workyear$ ；城市层面控制变量均滞后一期。这里控制城市固定效应 δ_c 和年份固定效应 η_t ，并在城市层面取聚类稳健标准误。

为检验假设 1 中银行渠道融资的削弱效应，保持其余条件不变，将（1）式中 $Debt_{ct}$ 替换为 $Bankloan_{ct}$ ，检验省级城商行合并对地方政府银行融资渠道的影响。由于发债企业按照规定需披露其资产负债表，因此这里对所有发债的政府融资平台的银行贷款财务数据在地级市层面加总，得到 $Bankloan_{ct}$ 。

为检验假设 2，将 $Debt_{ct}$ 和 $Bankloan_{ct}$ 按照政府层级分别进行计算，并重复回归（1）式。此处政

府层级的划分主要基于城市融资平台的控制权在省、市哪一级政府手中。

(2) 城商行合并与地方政府债务融资成本

$$Bondrate_{bict} = \beta Merge_{ct} + \delta BondControl_{bt} + \theta FirmControl_{it} + \varphi CityControl_{ct} + \eta_t + \epsilon_{bict} \quad (2)$$

为检验假设 3，在此，利用单笔城投债的发行数据作面板，数据时间范围与（1）式保持一致，取 2003 年至 2018 年。被解释变量 $Bondrate_{bict}$ 为城投债票面发行利率减去同时期同期限国债收益率。 b 代表单笔债券， i 代表发行企业， c 代表城市， t 代表年份。这里控制了年份固定效应并在发行人-年份的层面取聚类标准误。模型中没有控制个体固定或城市固定，原因在于有相当有部分企业在样本期间只发行过一次债券，如果固定就会将这些样本删除，造成关键样本数的减少和回归偏误。为了保证结果稳健性，本文加入了债券层面、城市层面、发行企业层面的控制变量。其中债券层面控制变量包括发行期限 $duration$ 、发行金额 $amount$ 、债券类型虚拟变量 $group1$ 、发行时债项评级虚拟变量 $group3$ ；发行企业层面控制变量为发行前一年末的财务值，包括资产的对数 $\ln asset$ 、资产负债率 lev_b 、发行主体信用评级虚拟变量 $group2$ ，企业在过去 12 个月内的净资产收益率 ROE_TTM 、存量债券值 $oldbond$ 、利润/负债 $profit_b$ 、长期负债占比 $longdebt$ ；城市层面控制变量包括地方财政缺口比率 $fiscalgap_ratio$ 、地方综合财力与 GDP 的比值 $fiscal_GDP$ 、GDP 增长率 $GDPg$ 、金融机构存贷比 $DLratio$ 。由于涉及变量较多，构建方法在此不一一解释，详细定义见附录 2。

3. 描述性统计

对本文中的核心变量进行描述性统计，其结果如下表所示。各变量详细定义及来源见附录 2，此处汇报的债务数据是经过统计学处理后的值，处理方法详见后续实证。

表 1 主要变量描述性统计

变量名称	英文注释	样本量	均值	方差	最小值	最大值
是否合并项	<i>Merge</i>	4,752	0.1277	0.3338	0.0000	1.0000
城市层面地方债务数据（亿元）						
地方政府债务增量	<i>debtnew</i>	4,752	1.1500	1.7151	0.0000	7.4896
地方政府债务存量	<i>debtold</i>	4,752	1.8714	2.1591	0.0000	8.4672
地方政府债券渠道债务增量	<i>bondnew</i>	4,752	0.9689	1.5487	0.0000	5.7711
地方政府债券渠道债务存量	<i>bondold</i>	4,752	1.6801	2.0215	0.0000	6.9028
地方政府非标渠道债务增量	<i>feibiaonew</i>	4,752	0.5182	1.2467	0.0000	7.2926
地方政府非标渠道债务存量	<i>feibiaoold</i>	4,752	0.8514	1.6637	0.0000	8.2357
地方政府银行渠道债务	<i>bankloan</i>	2,404	0.0000	1.0000	-0.4904 ^①	5.6338
城市宏观特征						
地方一般财政缺口	<i>fiscalgap_ratio</i>	4,281	1.7306	1.6916	-0.3512	17.0250

^① 实证中对银行渠道债务进行取标准化值处理，因此会有负值。

地方综合财力与GDP的比值	<i>fiscal_GDP</i>	4,279	0.2190	0.5717	0.0107	24.1366
GDP增长率(%)	<i>GDPg</i>	4,277	11.5024	4.5390	-19.3800	108.8000
地区固定资产投资的对数	<i>lninvest</i>	3,741	15.3788	1.1743	12.0178	18.2407
人口的对数	<i>lnpop</i>	4,287	5.8687	0.7013	-3.2189	7.2971
市委书记工作年限	<i>workyear</i>	4,705	1.7371	1.6463	0.0000	9.0000

五、实证结果

1. 识别效应

由于城市商业银行跨城市合并的决策可能与当地的经济状况存在内生性问题，于是本文参考 Lilienfeld-Toal et al. (2012) 和 Ye and Kong (2025) 的做法，利用省级经济变量对城市商业银行合并的时间进行 Cox 风险比例回归。解释变量包括人均 GDP 的对数值 *ln perGDP* 水平及 GDP 的增长率 *GDPg*、人均工业生产总值的对数值 *ln perInd*、人均金融生产总值的对数值 *ln perFin*、财政禀赋与 GDP 的比值 *fiscal_GDP_b*、财政自给率 *fiscal_rat_b* 及全省地方政府债务值 *debtold_s*。数据涵盖了 1998 年至 2015 年，范围包括 26 个省份^①。结果如表 2 所示，这些省级预测变量与城市商业银行合并的时间没有显著相关性。

表 2 识别效应检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>ln perGDP</i>	-0.8995 (-0.9849)							-0.6749 (-0.4675)
<i>GDPg</i>		10.5229 (0.8667)						11.5203 (0.8332)
<i>ln perInd</i>			0.1395 (0.9861)					0.6536 (0.7128)
<i>ln perFin</i>				0.1135 (0.7510)				-0.2460 (-0.2575)
<i>fiscal_GDP</i>					-22.8370 (-1.3588)			-5.2850 (-0.2387)
<i>fiscal_rat</i>						-1.4217 (-0.7191)		-3.1952 (-0.7005)
<i>debtold_s</i>							-0.0003 (-0.9771)	-0.0008* (-1.6731)

^① 不包括四个直辖市，中国香港特别行政区、中国澳门特别行政区、中国台湾省和西藏自治区。

<i>N</i>	327	327	327	327	327	327	327	327
----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

注：①括号中汇报的是稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

2. 基准结果

首先，对假设 1 进行检验，在回归前，本文参考曹婧等（2019）的做法，对债务数据进行加 1 取对数处理，回归结果如表 3 所示。面板 A 与 B 分别汇报的是按照增量和存量口径计算的地方政府债务。结果与假设相符，省级城商行的合并显著促进地方政府债券渠道融资和非标渠道融资的扩张。

表 3 省级城商行合并对地方政府债务的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	总体	债券	非标	总体	债券	非标
面板 A	债务增量					
<i>Merge</i>	0.5978*** (3.2911)	0.4611*** (2.9763)	0.4711*** (2.8503)	0.4918*** (2.8129)	0.3648** (2.4733)	0.4043** (2.3727)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	4752	4752	4752	3974	3974	3974
调整后R ²	0.6038	0.5424	0.4671	0.6187	0.5530	0.4816
面板 B	债务存量					
<i>Merge</i>	0.7984*** (5.0830)	0.6565*** (4.5899)	0.6069*** (2.6310)	0.7165*** (4.6651)	0.5873*** (4.2797)	0.4589** (2.0734)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	4752	4752	4752	3974	3974	3974
调整后R ²	0.8327	0.8172	0.6012	0.8290	0.8101	0.6044

注：①括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

接着，将非标融资进行拆分，结果如表 4 所示。整体来看，省级城商行合并对政府信托融资渠道的影响最大，融资租赁渠道的影响则相对较小，且对债务增量的影响相比存量的影响更为显著。其原因在于信托融资灵活性强，可以设计满足地方政府特定需求的产品。地级市政府因省级城商行信贷资源集中化而失去部分银行支持，信托的资金规模优势使其成为替代选择。而融资租赁因使用场景的局限性和需求相对稳定，受到的影响相对较小。影子银行市场中的融资工具周期相对较短，可以快速募集资金，满足地方政府新增债务的紧急需求。因此相比于存量规模，对增量的影响更为显著。

表 4 省级城商行合并对地方政府债务中非标融资债务的影响

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
-----	-----	-----	-----	-----	-----

	信托	租赁	其他	信托	租赁	其他
面板 A	非标融资增量					
<i>Merge</i>	0.3553*** (2.6990)	0.1598** (2.2730)	0.2935*** (2.6560)	0.3096** (2.3161)	0.1368* (1.8401)	0.2956** (2.3671)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	4752	4752	4752	3974	3974	3974
调整后R ²	0.3890	0.2939	0.3500	0.3965	0.3030	0.3682
面板 B	非标融资存量					
<i>Merge</i>	0.4629** (2.5164)	0.2989** (2.3431)	0.5580*** (2.8224)	0.3380* (1.9461)	0.2163* (1.8478)	0.4630** (2.3863)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	4752	4752	4752	3974	3974	3974
调整后R ²	0.4936	0.4405	0.5590	0.4926	0.4321	0.5584

注：①括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

在第二小节的探讨中，本文指出，银行贷款是地方政府主要融资渠道。接下来，这里将被解释变量转换为融资平台银行层面的贷款额，进而考察省级城商行合并对地方政府银行贷款渠道的影响，结果如表 5 所示。由于银行控制权的上移，地方政府银行渠道的信贷可获得性下降，进而导致其银行渠道的债务量缩减。这一现象在地级市层级的融资平台中更为显著。

表 5 省级城商行合并对地方融资平台银行借款渠道的影响

	(1) 地市级	(2) 区县级	(3) 省级
<i>Merge</i>	-0.2517** (-2.0657)	-0.0575 (-0.2570)	0.3561 (1.5319)
控制变量	是	是	是
年份固定	是	是	是
城市/省份固定	是	是	是
<i>N</i>	1935	940	144
调整后R ²	0.6028	0.6214	0.5287

注：①前两列括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值，省级层面汇报的是稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

接着，对假设 2 进行验证，按照行政层级对地方政府债务进行拆分，查看其影响的差异性，结果

如表 6 所示。从结果不难看出，省级城商行合并对地级市层级的政府债务影响更为显著，对区县层级的政府债务影响则相对较小，而对省级政府的影响则恰恰相反。结果与假设一致。由于城商行合并带来的控制权的上移，地级市政府银行渠道的融资收窄，而省级政府银行层面的融资拓宽，表现出地级市政府非银行债务的扩张和省级政府非银行债务的缩减。由于区县政府往往不是本地城商行的实际控制人，其在本地城商行信贷资源的获取难度要远高于地市级政府。因此，城商行控制权的上移对该层级政府的影响则相对较小。

表 6 省级城商行合并对不同行政层级地方政府债务的影响

	(1) 地市级	(2) 区县级	(3) 省级
面板 A	债务增量		
<i>Merge</i>	0.5212*** (3.2146)	0.2588* (1.6835)	-0.6339** (-2.3867)
控制变量	是	是	是
年份固定	是	是	是
城市/省份固定	是	是	是
<i>N</i>	3974	3974	416
调整后R ²	0.5589	0.4925	0.3102
面板 B	债务存量		
<i>Merge</i>	0.7556*** (5.1667)	0.2778 (1.4170)	-0.7117*** (-2.7581)
控制变量	是	是	是
年份固定	是	是	是
城市/省份固定	是	是	是
<i>N</i>	3974	3974	416
调整后R ²	0.8112	0.5933	0.3766

注：①前两列括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值，省级层面汇报的是稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

最后，为验证假设 3，这里利用单笔城投债的数据，查看城商行合并对地方政府债务融资成本的影响。按照融资平台行政层级进行分类，结果如表 7 所示。省级城商行合并推动地级市层级政府债务融资成本的上升，而对区县层级政府和省级政府的影响则不显著。省级城商行合并通过资源集中化和管理权上收，削弱了地级市层级政府对地方银行的控制力，使其在传统银行渠道的融资成本上升。然而，区县层级政府因原本对地方银行依赖程度较低，受影响相对有限，而省级政府则因具有更强的财政资源和更广泛的融资渠道，受合并的影响相对较小。因此，地级市政府成为城商行合并影响下债务融资成本上升的主要承受者。

表 7

省级城商行合并对不同层级政府债券融资成本的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	全部	地市级	区县级	省级
<i>Merge</i>	0.1327*** (3.4529)	0.1766*** (3.4845)	-0.0123 (-0.2720)	0.1094 (1.0838)
债券控制变量	是	是	是	是
企业控制变量	是	是	是	是
城市控制变量	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是
<i>N</i>	8511	4636	2871	808
调整后R ²	0.3459	0.3454	0.3643	0.4862

注：①括号中汇报的是发行人-年份层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为 t 值。

值得一提的是，地方银行合并重组对地级市债务的影响集中于结构，而非总体债务规模。事实上，如果把地级市债务总规模，即银行贷款与非银行债务之和，作为因变量进行回归，则地级市银行合并为省级银行，并不对债务总规模产生统计上显著的影响（见附录 3.4 附表 11）。

3. 进一步检验

（1）平行趋势检验

采用 DID 方法的前提是在政策实施前，处理组和对照组的地方政府债务相关变量具有相同的变化趋势。因此本文参考 Beck et al.（2010）的方法，构建如下动态模型：

$$Debt_{ct} = \sum_{j=-12, j \neq -1}^{13} \beta_j D_{ct}^j + \theta Control_{ct} + \delta_c + \eta_t + \varepsilon_{ct} \quad (3)$$

变量 D_{ct}^j 表示城商行观测时点 t 位于城商行合并前或合并后的第 j 年的虚拟变量。 s 表示城商行的合并时间，当 $t - s = j$ 时， $D_{ct}^j = 1$ ，否则 $D_{ct}^j = 0$ 。城商行合并前一年作为基准年份，因此剔除了 $j = -1$ 的虚拟变量。其余变量同模型（1）。由于城商行合并跨度周期较长，在绘图时，仅保留前后 5 年的结果。结果显示，在合并实施前，估计系数在 0 值附近波动，且均不显著。整体来看，合并实施后，估计系数呈现出波动上升的趋势。在政策实施两年后开始显著异于 0，且逐渐上升。其原因在于，在城商行被合并后，地方政府需要时间适应新环境并开发替代性渠道。相比银行贷款，债券发行和非标融资通常需要更长的准备时间，包括项目包装、信用评级、法律合规审核等步骤。这些程序的复杂性导致地方政府无法立即转向这些渠道，而需要一段时间的调整 and 适应。总体来看，平行趋势的假设成立。

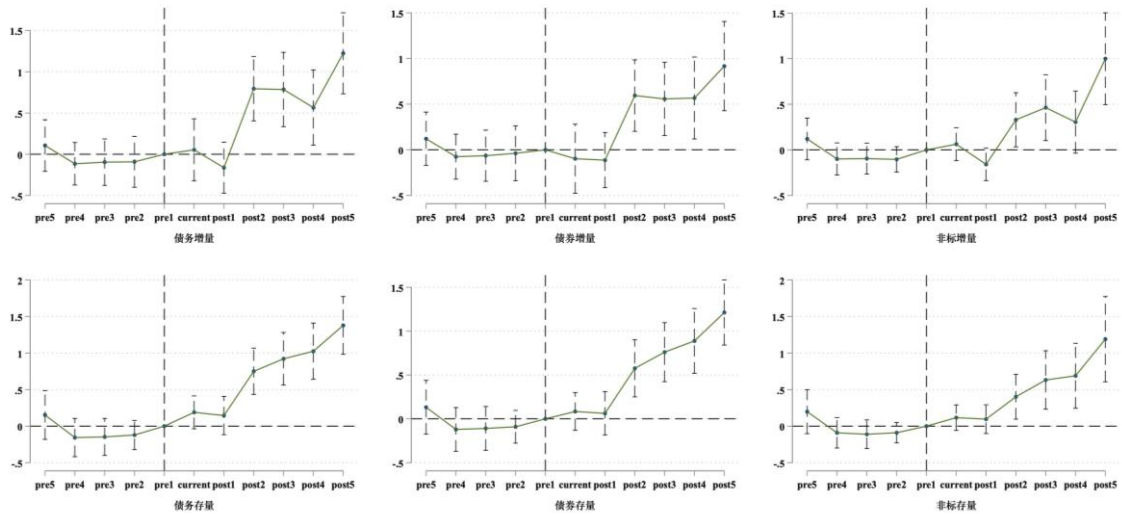


图8 平行趋势检验结果

(2) 安慰剂检验

为排除政策实施之外的其他不可观测混杂因素或趋势对因果推断结果的干扰，因此本文进行安慰剂检验。通过构造伪处理组并设定虚假的政策实施时间，检验因变量在未实际受到政策影响的情境下是否表现出类似的显著变化。具体而言，在每次重复中，通过随机指定合并年份和城市作为伪处理组，生成伪政策变量，并对模型进行重新估计。通过重复这一过程 500 次，绘制出虚拟政策效应估计值的系数密度分布图和对应的 p 值分布图。如图 9 所示，变量系数围绕 0 呈现近似正态分布且远离真实估计系数，说明随机抽取的变量不存在政策效应。

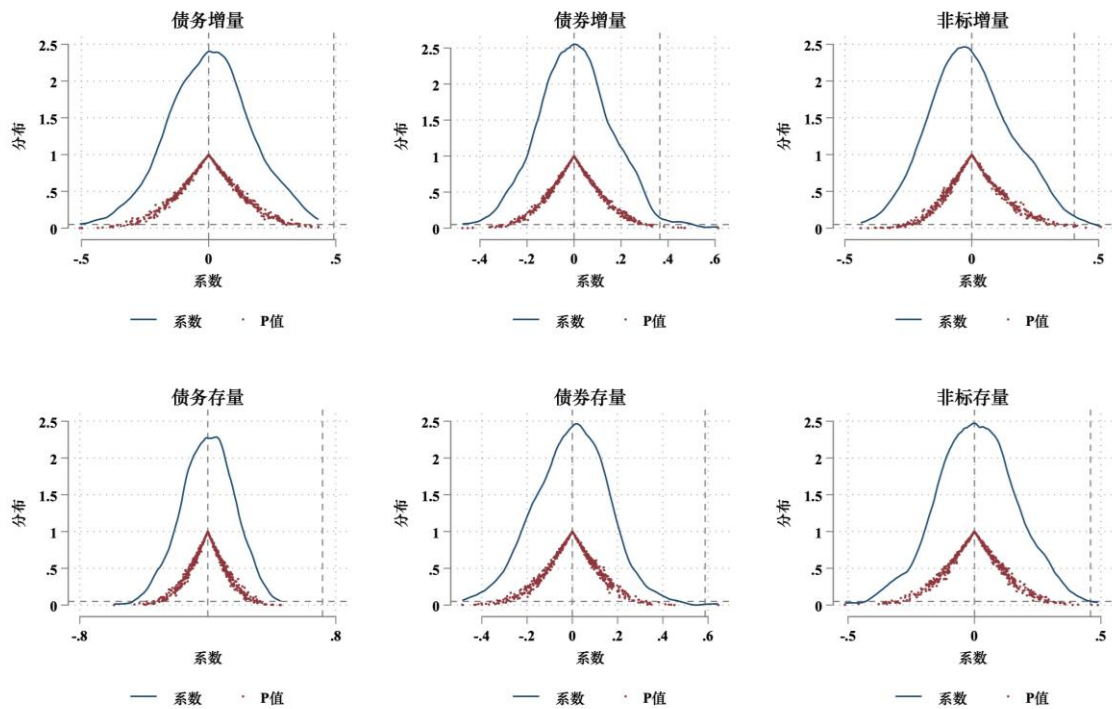


图9 安慰剂检验结果

由于不同处理组别间和时序维度上存在异质性处理效应，传统双向固定效应双重差分模型(TWFE-DID)的识别假设面临根本性挑战。其隐含的同质性处理效应假设与数据生成过程的真实机制存在系统性偏离，这种模型设定偏误将导致处理组平均处理效应(Average Treatment on the Treated, ATT)的估计量产生潜在偏差，具体表现为：在异质性动态处理效应框架下，TWFE-DID的回归系数实质上是不问处理时点和处理组别间处理效应的加权平均值，而部分子样本可能被赋予负权重，这种非对称的权重分布不仅会稀释真实处理效应的估计效率，更可能通过符号反转机制使得回归系数的方向与潜在因果效应的真实方向呈现统计显著性的背离，从而导致基于TWFE-DID模型的政策评估结论与数据背后的经济现实产生根本性矛盾。

表8 Borusyak et al. (2024) 检验结果

注: ①括号中汇报的是城市层面聚类标准误的值; ②*, **, ***分别表示在 10%, 5%, 1%的显著性水平, 括号内报告值为t值。

22

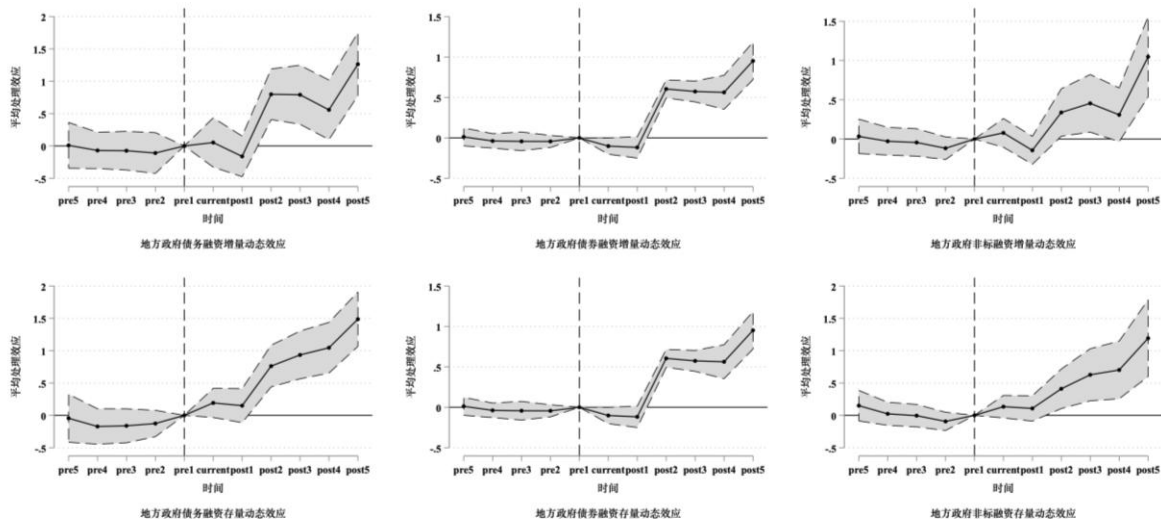


图 10 Sun and Abraham (2021) 检验结果

(4) 稳健性检验

针对城商行合并引致的地方政府债务扩张问题，本文还进行了一系列稳健性检验，包括：①考虑其他政策的影响：考虑 2015 年发行地方政府债的影响，将样本时间期限更换为 2003-2015 年；②变换识别策略：将省级城商行识别方式由行政等级划分转换为按照股权划分，定义实际控制人为省级财政局或国资委的银行为省级城商行；③排除异常值影响：逐渐剔除在样本期内仅发行过 1 次、2 次和 3 次城投债的相关样本进行回归；④排除样本选择影响：排除省会城市和计划单列市样本。受限于篇幅限制，在此不便列出，详细结果见附录 3。上述检验结果中：①关键变量的显著性水平与基准模型保持稳定；②核心解释变量的系数方向未发生实质改变。表明研究结论具有较强稳健性。

4. 机制检验

(1) 财政禀赋

在基准模型的回归中，主要考虑的是地方金融分权格局的变动对地方政府债务的影响。但这一效应仅仅展示了政府为维持城市建设公共支出而做出的融资方式的转变，没有考虑到财政压力的影响。钟宁桦等（2023）研究亦发现财政实力是影响地方政府新增专项债务限额分配中的重要因素。因此，本节考虑在财政压力的影响下会对主模型产生何种影响。基于此，在原有模型的基础上，这里加入财政禀赋变量作为交乘项，其代理变量是地方财政缺口比率 $fiscalgap_ratio$ ，其计算方法为地方一般公共预算支出减去地方一般公共预算收入后与地方一般公共预算收入的比值。该比率越高，则说明地方财政压力越大，该比率越低，说明地方财政压力越小。与主模型保持一致，对财政缺口比率进行滞后一期处理。回归结果如表 9 所示。交乘项系数显著为负，表明地方财政缺口越小，城商行合并对地方政府债务扩张的效应越扩大；地方财政缺口越大，城商行合并对地方政府债务扩张的效应越减弱。其原因有以下几点：①重组后的省级城商行有动力向财政压力较大的城市提供一定程度的信贷支持，进而导致城商行合并对地方政府的债务扩张效应减弱；②当地方政府的财政缺口较大时，其负担较重，可能缺乏足够的财力或市场信心来支持进一步的债务扩张，因而抑制了债务的扩张效应。③财政压力加大会引起上级政府或金融监管机构的关注，地方政府可能受到更多限制，限制其增加地方债务的空

间。

表 9 财政禀赋作为交乘项的检验结果

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债务	债券	非标	债务	债券	非标
<i>Merge</i> $\times fiscalgap_ratio$	-0.3608*** (-3.4083)	-0.2421** (-2.5041)	-0.4683*** (-5.3268)	-0.2736** (-2.5527)	-0.1774* (-1.7612)	-0.5176*** (-3.3996)
<i>Merge</i>	1.1063*** (4.4885)	0.7771*** (3.5048)	1.2019*** (5.1271)	1.1824*** (4.8746)	0.8894*** (4.1641)	1.3403*** (3.8837)
<i>fiscalgap_ratio</i>	-0.0746** (-2.2624)	-0.0885*** (-2.8972)	-0.0048 (-0.1912)	-0.0911** (-2.3949)	-0.0986*** (-2.6817)	-0.0179 (-0.5033)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
N	3974	3974	3974	3974	3974	3974
调整后R ²	0.6244	0.5562	0.4986	0.8312	0.8111	0.6175

注：①括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t 值。

(2) 地方金融竞争程度

银行渠道是地方政府的主要融资渠道，且其具有规模大、速度快、公开性低的特点。除城商行外，大型股份制银行和政策性银行也是地方政府重要的资金来源。因此辖区内银行金融机构的集中程度或对地方政府融资方式的选择产生影响。基于此，这里加入地方金融竞争程度的交互项。地方金融竞争程度的指标来自于刘岩和王汇轩（2024），选择其中按照资产权重计算的指标*HHI*。与主回归模型保持一致，对地方金融竞争程度指标进行滞后一期处理。结果如表 10 所示。在地方金融竞争程度较低的地区，省级城商行的合并对地方政府债务扩张的效应反而减弱。其原因在于，在金融竞争较低的地区，地方政府的融资渠道本来就有限，主要依赖于少数金融机构。合并导致城商行退出该地区后，由于缺乏新的或替代性的融资来源，地方政府的债务扩展能力反而受到更大限制

表 10 地方金融竞争程度作为交乘项的检验结果

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债务	债券	非标	债务	债券	非标
<i>Merge</i> $\times HHI$	-15.0366*** (-5.5962)	-13.4069*** (-5.2013)	-15.4731*** (-4.8889)	-12.7473*** (-5.6062)	-11.4873*** (-5.1447)	-18.8393*** (-4.8383)
<i>Merge</i>	1.9943***	1.7005***	1.9544***	1.9791***	1.7102***	2.3497***

	(4.8064)	(4.5442)	(4.2404)	(6.0741)	(5.8089)	(4.0651)
<i>HHI</i>	-0.3195	-0.1553	-0.8137	0.7980	0.2657	-1.0014
	(-0.2833)	(-0.1533)	(-0.8206)	(0.6609)	(0.2389)	(-0.8038)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3702	3702	3702	3702	3702	3702
调整后R ²	0.6286	0.5599	0.5087	0.8351	0.8147	0.6327

注：①括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

六、城商行合并在地地方政府的债务溢出效应中的作用

一个常见的论点是，地方政府的债务扩张具有溢出效应。相比于私营企业，地方政府控制的国有企业在信贷市场上具有天然的优势地位。一方面，地方政府拥有土地等优质资产作为抵押（张莉等，2019）；另一方面，地方政府具有操纵银行信贷资源投向的动机和行为（赵尚梅等，2012）。在地区信贷资源总量有限的情况下，银行通常倾向于优先满足地方政府的融资需求。由于中国信贷市场地理分割的特殊性，地方政府债务的发行最终会被地方银行吸收，并且由于利率上限的约束，不会引起由地方利率上涨而带来的储蓄的增加。这为检验地方挤出效应的假说提供理想的条件。当前学界有诸多学者围绕此进行研究（Huang et al., 2020），发现地方公共债务的增加通过促使银行收紧对地方企业的信贷供应，挤出了相应城市的私营投资，导致资本从私营企业重新分配到地方公共部门，且这一紧缩现象并未波及到国有企业^①。国内亦有学者对此进行研究。余海跃和康书隆（2020）发现地方融资平台债务通过推高企业融资成本，挤出了企业投资，且这一挤出效应主要是来自于非公开发行债务。熊琛和金昊（2021）基于信贷错配的视角研究发现地方政府债务上升挤出了企业信贷资源，加强了信贷的国有企业偏好，降低了全要素生产率。余明桂和王空（2022）从企业劳动雇佣的角度研究发现地方政府债务融资加剧了企业融资约束和企业金融化，进而抑制了企业劳动雇佣。也有部分学者从企业投融资期限错配的角度进行研究。刘贯春等（2023）研究发现地方政府债务治理有助于改善企业投融资期限错配。Wen et al.（2024）发现地方政府债务通过减少企业获取长期信贷的能力并提高债务融资成本，从而加剧了企业的期限错配。

基于上述文献和本文研究结果，本文认为，省级城商行的合并或通过地方债务扩张的渠道对私人企业的投资产生负向影响。为此，构建如下模型（4）。首先，检验地方政府债务对私营企业投资的影响，验证现有文献的结果。接着，利用省级城商行合并作为地方政府债务的工具变量，运行二阶段回

^① 少数学者论证了地方政府债务挤入效应的可能性。Li et al.（2024）利用银行逐笔贷款数据，实证检验了地方政府债券发行增加有可能通过置换当地银行表内高风险信贷资产，缓解银行资本约束，释放信贷资金空间，从而挤入特定类型的企业贷款。不过该文考虑的政府债务扩张背景为2014年开始的地方政府债务置换，即地方政府通过公开发行的债券融资置换其原有的银行贷款，故上述挤入机制取决于特定政策条件背景。与此不同，本文的研究聚焦于地方政府金融资源改变所引起的债务融资规模与结构调整，以及进一步对实体部门信贷的潜在挤出作用。

归。

$$Invest_{ict} = \alpha + \beta Debt_{ct} + \theta FirmControl_{i,t} + \varphi CityControl_{ct} + \delta_i + \eta_t + \mu_c + \epsilon_{ict} \quad (4)$$

$Invest_{ict}$ 是以固定资产计算的增量，对固定资产值按照固定资产价格投资指数进行调整， $Debt_{ct}$ 是地级市层面新增债务。企业数据来源于中国工业企业数据库，时间范围是 2003 年至 2013 年。参考 Li et al. (2025)，对工企数据库进行如下处理：①剔除年销售额小于 5 或者 200 百万元的企业；②删除员工人数小于 10 的企业；③删除核心财务变量为负的企业；④删除流动资产大于总资产或流动负债大于总负债的企业。选取城市和企业层面的控制变量。控制变量均滞后一期。城市层面的控制变量包括：GDP 增长率 $GDPg$ ，地方财政缺口比率 $fiscalgap_ratio$ ，地方工业总收入 $\ln invest$ ，地方人口 $\ln pop$ 。企业层面的控制变量包括：年龄 $\ln age$ ，总资产的对数衡量的企业规模 $\ln size$ ，资产负债率 lev_a ，利润/负债 $profit_a$ 。在模型中控制年份、个体、城市固定效应，并在行业层面取聚类稳健标准误。由于量纲不同，在回归时首先对 $Invest_{ict}$ 和 $Debt_{ct}$ 进行取 Z_score 值处理。回归结果如表 11 所示。

本文按照企业性质进行回归，列（1）（3）（5）列汇报的是地方政府债务对企业投资的 OLS 结果。结果不难看出，地方政府债务对企业投资具有较强的挤出效应，且这一效应在私营企业中表现更为显著。列（2）（4）（6）汇报的是以省级城商行合并作为地方政府债务的工具变量的二阶段回归结果。不论企业性质如何，一阶段回归结果均显著为正，表明省级城商行的合并推动地方政府债务的扩张，印证本文主要模型的结果。二阶段回归结果中，只有私营企业表现出显著的负相关，而在国有企业中债务溢出效应不显著。这也与 Huang et al. (2020) 的结果相符^①。本文的研究结果发现，省级城商行的合并或通过地方债务扩张的渠道对私人企业的投资产生负向影响，不利于社会资源的优化配置。这一结果或将丰富相关领域研究的微观视角，为政策制定者决策提供参考依据。

表 11 城商行合并在地方法府的债务溢出效应中的作用

	全样本		国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Invest</i>	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
	二阶段		二阶段		二阶段	
<i>Debt</i>	-0.0106*** (-5.0532)	-0.0374*** (-2.4392)	-0.0513* (-1.9123)	-0.0829 (-0.2042)	-0.0101*** (-4.8333)	-0.0400*** (-2.6381)
	一阶段		一阶段		一阶段	
<i>Merge</i>		0.7671*** (18.7200)		0.2191*** (5.9600)		0.7770*** (18.8100)
KPLM		0.0000		0.0006		0.0000
KPF		350.2670		35.4730		353.8420

^① 在附录的部分中，本文进行以下两种稳健性检验：①对新增投资考虑折旧；②将债务统计口径由增量转换为存量，以验证正文中的实证结果。具体内容详见附录 3。

控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	1714326	1714326	51931	51931	1651237	1651237
调整后R ²	0.0439		0.1075		0.0459	

注：①括号中汇报的是行业层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

七、结论与政策建议

地方政府债务风险已成为中国系统性风险的重要来源之一。2020 年以来连续四年的中央经济工作会议，都对下一年防范化解地方政府债务风险问题作出部署。2024 年 11 月，中央出台财政“组合拳”，新增 6 万亿元地方政府再融资专项债额度，并从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。一系列措施足以可见中央化解地方政府债务风险的决心。当前，中小金融机构的风险化解问题同样是党中央金融监管工作的核心任务。2025 年政府工作报告中指出：“按照市场化、法治化原则，一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展，综合采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险。”然而，地方金融资源的整合往往伴随着控制权在不同层级政府间的转换。地方金融资源格局的调整或对地方政府债务扩张行为产生影响。基于此背景，本研究依托城市商业银行的合并重组这一现实识别场景，探究地方金融分权格局的调整对地方政府债务的影响机制。实证结果发现，省级城商行的合并推动地方政府非银行债务的扩张，具体表现为地方政府银行渠道的融资减少，债券渠道融资和非标渠道融资的增加以及地方政府债务融资成本的上升。分行政层级来看，地级市政府的债务扩张效应最为显著，省级政府则恰恰相反。本文的研究结果同样验证了地方政府的债务溢出效应理论，省级城商行的合并或通过地方债务扩张的渠道对私人企业的投资产生负向影响，进而不利于社会资源的优化配置。基于上述研究分析，本文就防范地方政府债务风险提出如下政策建议：

- （1）加快地方融资平台转型，剥离地方融资平台“政府融资”职能。本文发现，地方金融资源的整合会推动地方政府债券渠道和非标渠道的融资扩张，而这两种渠道主要依赖地方融资平台实现。因此，要加快推动地方融资平台的市场化改革，通过建立现代企业制度、完善法人治理结构等方式界定政府与融资平台的边界；建议将平台公司存量债务分类纳入预算管理，破除“刚性兑付”动机；同时强化财政纪律约束，限制政府“隐性担保”行为，推动融资平台向市场化、专业化运营主体转型。
- （2）健全省地财政关系，深化财税体制改革。本文发现，地方金融资源的整合对省地两级政府的债务扩张行为具有显著的差异性影响。这一现象背后的制度性症结在于，金融资源配置权的层级调整与现行财税体制尚未形成有效协同，导致地级市政府面临财政事权与财力的持续性错配。为此，需从财政制度供给侧实施结构性改革。创新构建纵向财政补偿机制，重点针对因金融资源上收产生的财政缺口，通过法定化转移支付比例、专项财力补助等制度化渠道予以精准补充。完善债务风险联防联控

体系,针对地级市政府债务扩张建立“激励相容”的约束机制,将债务规模控制与财政资金拨付、项目审批权限等管理工具进行政策捆绑,从源头上抑制非理性举债冲动。通过财税体制与金融改革的深度耦合,最终实现政府债务治理与地方财政可持续性的动态平衡。

(3) 推动金融资源向民营企业的适度倾斜。本文发现,省级城商行的合并或通过地方债务扩张的渠道对私人企业的投资产生负向影响。为此,要建立融资成本分层调控体系,对地方政府债务融资实施风险溢价附加定价机制,同时通过财政贴息、担保增信等政策工具降低民营企业融资成本,缩小两类主体间的融资利差。健全债务融资与产业政策的联动监管,将地方政府债务规模控制与属地民营企业融资可得性指标挂钩,对债务率超警戒线的地区限制新增政府项目审批,倒逼金融资源回归实体经济领域。

(参考文献)

- [1] 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[J].财贸经济,2019,40(5): 5-22.
- [2] 陈宝东,邓晓兰.财政分权、金融分权与地方政府债务增长[J].财政研究,2017,(5): 38-53.
- [3] 陈菁,李建发.财政分权、晋升激励与地方政府债务融资行为——基于城投债视角的省级面板经验证据[J].会计研究,2015,(1): 61-67+97.
- [4] 傅勇.中国的金融分权与经济波动[M].北京:中国金融出版社,2016.
- [5] 郭峰,熊瑞祥.地方金融机构与地区经济增长——来自城商行设立的准自然实验[J].经济学(季刊),2018,17(1): 221-246.
- [6] 韩鹏飞,胡奕明.政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J].金融研究,2015,(3): 116-130.
- [7] 何德旭,苗文龙.财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析[J].经济研究,2016,51(02): 42-55.
- [8] 何德旭,苗文龙.财政分权、金融分权与宏观经济治理[J].中国社会科学,2021,(07): 163-185+207-208.
- [9] 洪正,胡勇锋.中国式金融分权[J].经济学(季刊),2017,16(02): 545-576.
- [10] 洪正,张琳,肖锐.产业跃升、金融结构与中国经济增长[J].管理世界,2021,37(08): 58-88.
- [11] 洪正,张琳,肖锐.中国经济赶超发展中的最优金融分权[J].经济学(季刊),2023,23(05): 1810-1827.
- [12] 侯世英,宋良荣.财政-金融分权对地方政府债务扩张的影响研究[J].经济经纬,2021,38(04): 141-149.
- [13] 纪志宏,周黎安,王鹏,等.地方官员晋升激励与银行信贷——来自中国城市商业银行的经验证据[J].金融研究,2014,(1): 1-15.
- [14] 李桂君,田宗博,白彦锋.财政分权与金融分权的协同性及其对地方政府举债行为的影响研究[J].财政研究,2022,(02): 91-105.
- [15] 刘冲,刘莉亚.财政金融政策的协同效应——基于小微贷款利息收入增值税减免的研究[J].中国社会科学,2022,(09): 67-84+205.
- [16] 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,2022,38(11): 71-89.

- [17] 刘晓蕾, 吕元祺, 余凡. 地方政府隐性债务与城投债定价[J]. 金融研究, 2021, (12): 170-188.
- [18] 刘岩, 王汇轩. 中国银行业微观市场结构测算与分析: 2003-2022[R]. 工作论文, 2024.
- [19] 罗荣华, 刘劲劲. 地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J]. 金融研究, 2016, (4): 83-98.
- [20] 吕朝凤, 毛霞. 地方金融发展能够影响 FDI 的区位选择吗?——一个基于城市商业银行设立的准自然实验[J]. 金融研究, 2020, (3): 58-76.
- [21] 吕炜, 许炜宸, 王伟同, 等. 财政金融协同与实体经济发展: 来自金融机构补贴的证据[J]. 世界经济, 2025, 48(08): 3-31.
- [22] 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, (02): 5-22.
- [23] 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.
- [24] 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, (09): 45-67+205.
- [25] 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, (01): 3-23.
- [26] 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[J]. 经济研究, 2011, 46(12): 72-85.
- [27] 钱一蕾, 钟宁桦, 沈一童. 财政金融协同的地方债务管理路径探索——基于城投公司承建专项债券项目的研究[J]. 管理世界, 2025, 41(02): 40-63.
- [28] 王辉, 邱育涛, 陈旭, 等. 中小银行合并重组与银行业系统性风险防范化解——基于多重网络的研究视角[J]. 金融研究, 2025, (06): 76-95.
- [29] 王永钦, 张晏, 章元, 等. 中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J]. 经济研究, 2007, (01): 4-16.
- [30] 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[J]. 中国社会科学, 2022, (08): 143-162+207.
- [31] 习近平. 习近平经济文选第一卷[M]. 2025, 北京: 中央文献出版社.
- [32] 熊琛, 金昊. 地方政府债务的宏观经济效应——基于信贷错配视角的研究[J]. 经济学(季刊), 2021, 21(5): 1545-1570.
- [33] 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[J]. 管理世界, 2020, 36(9): 37-59.
- [34] 余海跃, 康书隆. 地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J]. 世界经济, 2020, 43(7): 49-72.
- [35] 余明桂, 王空. 地方政府债务融资、挤出效应与企业劳动雇佣[J]. 经济研究, 2022, 57(2): 58-72.
- [36] 余明桂, 张萌萌, 安剑锋. 财政金融协同的实体经济促进效应: 基于信用创造的视角[J]. 经济研究, 2025, 60(03): 174-189.
- [37] 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): 44-62.

- [38] 赵尚梅, 杜华东, 车亚斌. 城市商业银行股权结构与绩效关系及作用机制研究[J]. 财贸经济, 2012, (7): 39-48.
- [39] 钟辉勇, 陆铭. 财政转移支付如何影响了地方政府债务?[J]. 金融研究, 2015, (09): 1-16.
- [40] 钟辉勇, 钟宁桦, 朱小能. 城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据[J]. 金融研究, 2016, (04): 66-82.
- [41] 钟宁桦, 陈姗姗, 马惠娴, 等. 地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J]. 中国工业经济, 2021, (4): 5-23.
- [42] 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.
- [43] 祝小全, 陈卓, 施展, 等. 违约风险传染的避险效应与溢出效应: 隐性担保预期的视角[J]. 经济研究, 2022, 57(11): 174-190.
- [44] Amel, D., C. Barnes., F. Panetta. and C. Salleo. Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence[J]. Journal of Banking & Finance, 2004, 28(10), 2493-2519.
- [45] Bai, C.-E., C.-T. Hsieh, and Z.-M. Song. The Long Shadow of China's Fiscal Expansion[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2016, (2):129-181.
- [46] Beck, T., R. Levine, and A. Levkov. Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States[J]. Journal of Finance, 2010, 65(5): 1637-1667.
- [47] Berger, A. N., Demsetz, R. S., and Strahan, P. E. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future[J]. Journal of Banking & Finance, 1999, 23(2), 135-194.
- [48] Berger, A. N., S. D. Bonime., L. G. Goldberg., and L. J. White. The Dynamics of Market Entry: The Effects of Mergers and Acquisitions on Entry in the Banking Industry[J]. Journal of Business, 2004, 77(4), 797-834.
- [49] Berger, A. N., S. El Ghoul., O. Guedhami. and R. A. Roman. Geographic Deregulation and Banks' Cost of Equity Capital[J]. Journal of International Money and Finance, 2022, 120, 102498.
- [50] Bird, A., D. Du. and S. A. Karolyi. Cross-Market Effects of Consolidation: Evidence from Banking[J]. Review of Corporate Finance Studies, 2024, 13(4), 999-1029.
- [51] Borusyak, K., X. Jaravel, and J. Spiess. Revisiting Event-Study Designs: Robust and Efficient Estimation[J]. Review of Economic Studies, 2024, 91(6): 3253-3285.
- [52] De-Chaisemartin, C., and X. d'Haultfoeuille. Two-Way Fixed Effects Estimators with Heterogeneous Treatment Effects[J]. American Economic Review, 2020, 110(9): 2964-2996.
- [53] Degryse, H., N. Masschelein. and J. Mitchell. Staying, Dropping, or Switching: The Impacts of Bank Mergers on Small Firms[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(4), 1102-1140.
- [54] DeYoung, R., D. D. Evanoff. and P. Molyneux. Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature[J]. Journal of Financial Services Research, 2009, 36(2-3), 87-110.
- [55] Dinger, V. Bank Mergers and Deposit Rate Rigidity[J]. Journal of Financial Services Research, 2013 47(1), 27-56.
- [56] Fraisse, H., J. Hombert. and M. Lé. The Competitive Effect of a Bank Megamerger on Credit Supply[J]. Journal of Banking & Finance, 2018, 93, 151-161.
- [57] Geng Z, Pan J. The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market[J]. Journal of Finance,

2024, 79(5): 3041-3103.

- [58] Goetz, M. R., L. Laeven. and R. Levine. Does the Geographic Expansion of Banks Reduce Risk? [J] *Journal of Financial Economics*, 2016, 120(2), 346-362.
- [59] Goodman-Bacon, A.. Difference-in-Differences with Variation in Treatment Timing[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 254-277.
- [60] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-Out in China[J]. *Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855-2898.
- [61] Karceski, J., S. Ongena. and D. C. Smith. The Impact of Bank Consolidation on Commercial Borrower Welfare[J]. *Journal of Finance*, 2005, 60(4), 2043-2082.
- [62] Li X, Liu Z, Peng Y, et al. The Crowding-In Effects of Local Government Debt in China[C]. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2024.
- [63] Li, X., X. Shao, G. Shen, and et al. Bank Competition and Formation of Zombie Firms: Evidence from Banking Deregulation in China[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2025, 172: 107390.
- [64] Lilienfeld-Toal, U., D. Mookherjee, and S. Visaria. The Distributive Impact of Reforms in Credit Enforcement: Evidence from Indian Debt Recovery Tribunals[J]. *Econometrica*, 2012, 80(2): 497-558.
- [65] Liu Y, Wu G, Xiong C. Countercyclical Central Government Transfers Incentivize Local Government Overborrowing: Theory and Evidence[J]. *Economic Modelling*, 2024, 132: 106625.
- [66] Panetta, F., F. Schivardi. and M. Shum. Do Mergers Improve Information? Evidence from the Loan Market[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2009, 41(4), 673-709.
- [67] Peek, J., and E. S. Rosengren. Bank Consolidation and Small Business Lending: It's Not Just Bank Size that Matters[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1998, 22(6), 799-819.
- [68] Qu X, Xu Z, Yu J, et al. Understanding Local Government Debt in China: A Regional Competition Perspective[J]. *Regional Science and Urban Economics*, 2023, 98: 103859.
- [69] Sapienza, P. The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(1), 329-367.
- [70] Shaban, M., and G. A. James. The Effects of Ownership Change on Bank Performance and Risk Exposure: Evidence From Indonesia[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2018, 88, 483-497.
- [71] Strahan, P. E., and J. P. Weston. Small Business Lending and the Changing Structure of the Banking Industry[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1998, 22(6), 821-845.
- [72] Sun, L., and S. Abraham. Estimating Dynamic Treatment Effects in Event Studies with Heterogeneous Treatment Effects[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 175-199.
- [73] Wen, X., W. Li, and Z. Shen. Local Government Debt and Corporate Asset-Debt Maturity Mismatches: Evidence from China[J]. *China Economic Review*, 2024, 88: 102269.
- [74] Ye, N., and D. Kong. Banking Integration and Capital Misallocation: Evidence from China[J]. *Review of Corporate Finance Studies*, 2025, 14(2): 564-607.
- [75] Zhu, W., and J. Yang. State Ownership, Cross-Border Acquisition, and Risk-Taking: Evidence from China's Banking Industry[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2016, 71, 133-153.

附录 1：省级城商行合并明细

以下为省级城市商业银行合并明细表。

附表 1

省级城商行合并明细一览

年份	省份	省城商行	合并方式	合并银行
1996	北京	北京银行	新设合并	合并重组 90 家城市信用合作社
1996	天津	天津银行	新设合并	合并重组 65 家城市信用合作社
1996	上海	上海银行	新设合并	合并重组 99 家城市信用合作社
1996	重庆	重庆银行	新设合并	合并重组 37 家城市信用社及城市信用联社， 1998 年更名为重庆市商业银行股份有限公司， 2007 年更名为重庆银行
2005	安徽	徽商银行	吸收合并	合肥商行、芜湖商行、安庆商行、马鞍山商行、 淮北商行、蚌埠商行、六安城信社、铜陵城信 社、淮南城信社、阜阳科技城信社、阜阳鑫鹰 城信社、阜阳银河城信社、阜阳金达城信社
2007	江苏	江苏银行	新设合并	无锡商行、苏州商行、南通商行、常州商行、 淮安商行、徐州商行、镇江商行、扬州商行、 盐城商行、连云港商行
2007- 2008	吉林	吉林银行	吸收合并	长春市商业银行、吉林市商业银行、辽源市城 市信用社、白山市城市信用社、通化市城市信 用社、四平市城市信用社、松原市城市信用社 ^①
2009	黑龙江	龙江银行	新设合并	齐齐哈尔市商业银行、牡丹江市商业银行、大 庆市商业银行、七台河市城市信用社
2009	陕西	长安银行	新设合并	宝鸡市商业银行、咸阳市商业银行、渭南城市 信用社、汉中城市信用社、榆林城市信用社
2010	湖北	湖北银行	新设合并	黄石银行、宜昌商行、襄樊商行、荆州商行、 孝感商行
2010	湖南	华融湘江银 行	新设合并	株洲商行、湘潭商行、岳阳商行、衡阳商行、 邵阳市城市信用社
2011	甘肃	甘肃银行	新设合并	平凉市商业银行、白银市商业银行
2012	贵州	贵州银行	新设合并	遵义市商业银行、六盘水市商业银行、安顺市

^① 2007 年 10 月 10 日，长春市商业银行与吉林市商业银行、辽源市城市信用社合并设立吉林银行；2009 年 4 月，吉林银行通过吸收合并白山、通化、四平、松原四个地区的城信社成立了白山、通化、四平、松原分行。

				商业银行 开封银行、安阳银行、鹤壁银行、新乡银行、 濮阳银行、许昌银行、漯河银行、三门峡银行、 南阳银行、商丘银行、信阳银行、周口银行、 驻马店银行、洛阳银行、平顶山银行、焦作中 旅银行 ^①
2014	河南	中原银行	吸收合并	
2015	江西	江西银行	新设合并	南昌银行、景德镇银行
2020	四川	四川银行	新设合并	攀枝花市商业银行、凉山州商业银行
2021	山西	山西银行	新设合并	大同银行、长治银行、晋城银行、晋中银行、 阳泉市商业银行
2021	辽宁	辽沈银行	新设合并	营口沿海银行、辽阳银行

数据来源：原中国银保监会

附录 2：变量定义

以下为本文所涉及全部变量的详细定义及其构建方法。

附表 2 变量详细定义列表

英文名称	中文释义	构建方法	来源
<i>Merge</i>	DID 变量	某城市银行被合并，则当年及其之后年份记为 1，其余记为 0	自行搜集
债务相关变量			
<i>debtnew</i>	地方政府债务增量	城投债新发行额+非标融资新发行额	Wind
<i>bondnew</i>	地方政府债券渠道债务增量	城投债新发行额	Wind
<i>feibiaonew</i>	地方政府非标渠道债务增量	非标融资新发行额	Wind
<i>debtold</i>	地方政府债务存量	城投债存量+非标融资存量	Wind
<i>bondold</i>	地方政府债券渠道债务存量	城投债存量	Wind
<i>feibiaoold</i>	地方政府非标渠道债务存量	非标融资存量	Wind
<i>bankloan</i>	地方政府银行渠道债务存量	某地区地方融资平台银行贷款总额	Wind
城市层面变量			
<i>fiscalgap_ratio</i>	地方一般财政缺口	（地方一般公共预算支出-地	《中国城市统计

^① 2022 年 5 月，经原中国银保监会批准，中原银行正式吸收合并洛阳银行、平顶山银行及焦作中旅银行。

		方一般公共预算收入)/地方一	年鉴》
		般公共预算收入	
<i>fiscal_GDP</i>	地方综合财政禀赋与 GDP 的比值	(地方一般公共预算收入+政府性基金预算收入 ^① +国有资本经营预算收入)/GDP	《中国城市统计年鉴》，Wind
<i>GDPg</i>	GDP 增长率 (%)		《中国城市统计年鉴》
<i>ln invest</i>	地区固定资产投资的对数		《中国城市统计年鉴》
<i>ln pop</i>	人口的对数	地方户籍人口的对数值	《中国城市统计年鉴》
<i>DLratio</i>	存贷比	年末地方金融机构存款额/年末地方金融机构贷款额	《中国城市统计年鉴》
<i>HHI</i>	地方金融竞争程度	按资产指标构建，详细方法见刘岩和王汇轩（2024）	刘岩和王汇轩（2024）
<i>workyear</i>	市委书记工作年限	当前年份-市委书记上任年份	自行搜集计算
省级层面变量			
<i>GDPg_p</i>	GDP 增长率 (%)	GDP 增长速度	各省统计年鉴
<i>ln perGDP</i>	人均 GDP 的对数		各省统计年鉴
<i>ln perInd</i>	人均工业生产综合的对数		各省统计年鉴
<i>ln perFin</i>	人均金融生产总值的对数		各省统计年鉴
<i>fiscal_rat_b</i>	财政自给率	一般公共预算收入/一般公共预算支出	各省统计年鉴
<i>fiscal_GDP_b</i>	财政 GDP 比值	省级一般公共预算收入/GDP	各省统计年鉴
工业企业层面变量			
<i>ln age</i>	企业年龄的对数		中国工业企业数据库
<i>lev_a</i>	资产负债率	总资产/总负债	中国工业企业数据库
<i>ln size</i>	企业规模	企业总资产的对数	中国工业企业数据库
<i>profit_a</i>	利润负债比	利润总额/负债合计	中国工业企业数

^① 缺失值以土地出让收入代替。

数据库			
城投企业层面变量			
<i>ln asset</i>	企业资产的对数		Wind
<i>lev_b</i>	企业资产负债率	总资产/总负债	Wind
<i>group2</i>	企业信用评级	虚拟变量	Wind
<i>ROE_TTM</i>	净资产收益率	过去 12 个月内的净资产收益率	Wind
<i>oldbond</i>	存量债券额		Wind
<i>longdebt</i>	长期负债占比		Wind
<i>profit_b</i>	利润率	息税折旧摊销前利润/负债合计	Wind
债券层面变量			
<i>bondrate</i>	剔除无风险利率的城投债票面发行利率	城投债票面发行利率-同期限同时间国债收益率	Wind, 中债登
<i>duration</i>	债券发行期限		Wind
<i>amount</i>	债券发行金额		Wind
<i>group1</i>	债券类型	虚拟变量	Wind
<i>group3</i>	发行时债项评级	虚拟变量	Wind

附录 3：稳健性检验与其他补充检验结果

1. 稳健性检验——主回归模型

本文还做了一系列稳健性检验，包括：①考虑其他政策的影响：考虑 2015 年发行地方政府债的影响，将样本时间期限更换为 2003-2015 年；②变换识别策略：将省级城商行识别方式由行政等级划分转换为按照股权划分，定义实际控制人为省级财政局或国资委的银行为省级城商行；③排除异常值影响：逐渐剔除在样本期内仅发行过 1 次、2 次和 3 次城投债的相关样本进行回归；④排除样本选择影响：排除省会城市和计划单列市样本。

（1）考虑其他政策的影响

根据 2015 年新《预算法》，地方政府拥有发行债券进行融资的合法权利。尽管在 2015 年以前，已有部分省市开展发行政府债相关试点，但其总量规模较少且为中央代发模式，在地方政府债务中占比较小。2015 年新《预算法》的出台或将对地方国资平台的债务扩张产生影响。鉴于此，为验证研究结论的稳健性，本研究将样本区间限定于 2003-2015 年政策窗口期进行再检验，实证结果如附表 3 所示。不难看出：①关键变量的显著性水平与基准模型保持稳定；②核心解释变量的系数方向未发生实质改变。上述检验表明，研究结论对样本时间跨度的调整具有较强稳健性。

附表 3 更换样本时间后省级城商行合并对地方政府债务的影响

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债务	债券	非标	债务	债券	非标
<i>Merge</i>	0.4502***	0.2956**	0.4141***	0.7491***	0.6228***	0.4716**
	(2.7530)	(2.2102)	(2.6403)	(4.8640)	(4.6736)	(2.4598)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3463	3463	3463	3463	3463	3463
adj. R ²	0.5718	0.4927	0.4492	0.7859	0.7612	0.5669

注：①括号中汇报的是城市层面稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为 t 值。

（2）变换识别策略

对省级城商行的界定有两种标准：一种是从行政设置上，即正文的划分标准；第二种是从股权结构上，当城商行第一大股东或实际控制人为省级政府时，该银行为省级城商行。实际上，股权划分法更能捕捉地方政府通过资本纽带形成的实质性干预机制。

附表 4 按照实际控制权划分省级城商行

地区	城商行总数	省级城商行	
		行政划分	股权划分
安徽	1	徽商银行	徽商银行
北京	1	北京银行	北京银行
重庆	2	重庆银行	重庆银行、三峡银行
福建	4		厦门国际银行
广东	5		
甘肃	2	甘肃银行	甘肃银行
广西	3	北部湾银行	北部湾银行
贵州	2	贵州银行	贵州银行
河南	2	中原银行	中原银行
湖北	2	湖北银行	湖北银行
河北	11	河北银行	河北银行
海南	1	海南银行	海南银行
黑龙江	2	龙江银行	龙江银行
湖南	2	华融湘江银行	华融湘江银行
吉林	1	吉林银行	吉林银行

江苏	4	江苏银行	江苏银行
江西	4	江西银行	江西银行
辽宁	14	辽沈银行	辽沈银行
内蒙古	4	内蒙古银行	内蒙古银行
宁夏	2	宁夏银行	宁夏银行、石嘴山银行
青海	1	青海银行	青海银行
四川	12	四川银行	四川银行、雅安商行
山东	14		德州银行，莱商银行，威海银行
上海	1	上海银行	上海银行
陕西	2	长安银行	长安银行
山西	2	山西银行	山西银行、晋商银行
天津	1	天津银行	天津银行
新疆	6	新疆银行	新疆银行、哈密商行、昆仑银行
西藏	1	西藏银行	西藏银行
云南	3	富滇银行	富滇银行、曲靖银行
浙江	13		

数据来源：作者手工整理。

本文按照新的划分标准替换原有的 $Merge_{ct}$ ，并进行检验，结果如附表 5 所示。核心变量结果整体上均与正文中主回归模型保持一致。

附表 5 股权划分下省级城商行合并对地方政府债务的影响

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债务	债券	非标	债务	债券	非标
$Merge$	0.5326*** (3.3923)	0.3935*** (2.9125)	0.3987*** (2.6108)	0.7266*** (5.2439)	0.6275*** (4.9052)	0.4605** (2.3277)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
N	4000	4000	4000	4000	4000	4000
adj. R^2	0.6200	0.5543	0.4815	0.8302	0.8118	0.6042

注：①括号中汇报的是城市层面稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为 t 值。

（3）排除异常值影响

为排除偶然因素对结果的干扰，本文逐次剔除仅在样本期内发行过 1、2 和 3 次债券的公司样本。结果如附表 6 所示，主要回归结果均未发生显著改变。

附表 6 剔除少量发行异常值后省级城商行合并对地方政府债务的影响

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	债务	债券	非标	债务	债券	非标
面板 A: 剔除样本期内只发行过1次债券的公司样本						
<i>Merge</i>	0.3219*	0.2080	0.3170*	0.5490***	0.4158***	0.3329
	(1.8275)	(1.3926)	(1.8002)	(3.5525)	(3.0003)	(1.4579)
<i>N</i>	3509	3509	3509	3509	3509	3509
adj. R^2	0.6508	0.5838	0.4967	0.8487	0.8323	0.6247
面板 B: 剔除样本期内只发行过2次债券的公司样本						
<i>Merge</i>	0.5803***	0.4289***	0.4634**	0.7663***	0.6155***	0.5381**
	(3.3992)	(2.9541)	(2.5846)	(4.9103)	(4.3778)	(2.3199)
<i>N</i>	3585	3585	3585	3585	3585	3585
adj. R^2	0.6461	0.5782	0.4968	0.8362	0.8197	0.6195
面板 C: 剔除样本期内只发行过3次债券的公司样本						
<i>Merge</i>	0.5859***	0.4096***	0.5133***	0.7963***	0.6408***	0.5969***
	(3.2420)	(2.6510)	(2.9069)	(5.0570)	(4.5069)	(2.6157)
<i>N</i>	3675	3675	3675	3675	3675	3675
adj. R^2	0.6312	0.5682	0.4911	0.8316	0.8106	0.6151
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是

注: ①括号中汇报的是城市层面稳健标准误的值; ②*, **, ***分别表示在 10%, 5%, 1%的显著性水平, 括号内报告值为t值。

(4) 排除样本选择影响

在中国城商行的合并改革过程中,除了将省内所有地级市城商行合并为一个法人机构外,如安徽、吉林等,还有另外一种合并重组模式,即将省会以外城市合并为一行,例如黑龙江、湖南、甘肃、贵州、湖北、陕西、山西等。在多数合并案例中,由于省会城商行资产体量大,股权结构复杂等因素,往往不会被划入合并名单。而计划单列市在资源禀赋、行政地位和政策倾斜力度等方面亦与普通地级市存在一定的差异性。因此本文将样本城市和省会单列市的样本剔除后重新进行回归。如附表 7 所示,剔除后模型核心变量回归结果在显著性和解释符号上未发生变化。

附表 7 剔除省会和单列市后省级城商行合并对地方政府债务的影响

	新增			存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)

	债务	债券	非标	债务	债券	非标
<i>Merge</i>	0.6039*** (3.3656)	0.4776*** (3.1866)	0.5007*** (2.9117)	0.7845*** (4.9346)	0.6585*** (4.6282)	0.5466** (2.4508)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3524	3524	3524	3524	3524	3524
adj. R ²	0.5924	0.5301	0.4605	0.8257	0.8114	0.5755

注：①括号中汇报的是城市层面稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

2. 稳健性检验——机制分析

在正文部分中，地方金融竞争程度指标采用的是资产口径衡量的地级市金融竞争水平 HHI 。为保证结果的稳健性，在这里，将该指标转换为按照权重口径^①衡量的地级市金融竞争水平 $QHHI$ 。结果如附表 8 所示。不论是符号抑或是显著性水平，均与正文保持一致。

附表 8 更换为权重衡量的地方金融竞争程度指标的双乘项的检验结果

	新增			存量		
	(1) 债务	(2) 债券	(3) 非标	(4) 债务	(5) 债券	(6) 非标
<i>Merge</i> × <i>QHHI</i>	-12.0728*** (-4.9809)	-10.8264*** (-4.8022)	-11.9558*** (-4.3114)	-9.5806*** (-4.2534)	-8.7706*** (-4.0456)	-14.8121*** (-4.3292)
<i>Merge</i>	1.7306*** (4.4176)	1.4719*** (4.1688)	1.6344*** (3.8807)	1.6848*** (5.2190)	1.4598*** (4.9224)	1.9865*** (3.7380)
<i>QHHI</i>	0.0604 (0.0662)	0.1335 (0.1670)	-0.2458 (-0.3037)	0.7994 (0.8017)	0.5224 (0.5494)	-0.1642 (-0.1596)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	3702	3702	3702	3702	3702	3702
adj. R ²	0.6267	0.5582	0.5042	0.8340	0.8136	0.6287

注：①括号中汇报的是城市层面稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

3. 稳健性检验——债务溢出

(1) 按照 5%的比率考虑折旧

在正文的计算中，未考虑固定资产的折旧问题。在此参考余海跃和康书隆（2020）的做法，按照

^① 即分别对资产口径、负债口径、存款口径和贷款口径计算出的地级市金融竞争水平进行赋权，最终得到的结果。

5%的比例进行折旧，结果如附表 9 所示。

附表 9 考虑折旧后城商行合并在地地方政府的债务溢出效应中的作用

	全样本		国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Invest</i>	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
	二阶段		二阶段		二阶段	
<i>Debt</i>	-0.0118*** (-5.7462)	-0.0367** (-2.5841)	-0.0425* (-1.3083)	-0.1064 (-0.2785)	-0.0112*** (-5.5558)	-0.0390*** (-2.7762)
	一阶段		一阶段		一阶段	
<i>Merge</i>		0.7671*** (18.7200)		0.2191*** (5.9600)		0.7770*** (18.8100)
KP LM		0.0000		0.0006		0.0000
KP F		350.2670		35.4730		353.8420
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	1714326	1714326	51931	51931	1651237	1651237
adj. R ²	0.1239		0.2098		0.1229	

注：①括号中汇报的是行业层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

（2）更换债务统计口径

正文中债务变量是地级市层面新增债务，在此对债务统计口径进行调整，转换为地级市层面债务存量进行稳健性检验，结果如附表 10 所示。

附表 10 更换债务统计方法后城商行合并在地地方政府的债务溢出效应中的作用

	全样本		国有企业		非国有企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Invest</i>	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
	二阶段		二阶段		二阶段	
<i>Debt</i>	-0.0147*** (-5.4878)	-0.0363** (-2.4479)	-0.0927** (-2.1965)	-0.0720 (-0.2047)	-0.0138*** (-5.2283)	-0.0390*** (-2.6490)
	一阶段		一阶段		一阶段	
<i>Merge</i>		0.7671*** (18.7200)		0.2191*** (5.9600)		0.7770*** (18.8100)

KP LM	0.0000		0.0006		0.0000	
KP F	350.2670		35.4730		353.8420	
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是
企业固定	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	1714326	1714326	51931	51931	1651237	1651237
adj. R ²	0.0439		0.1078		0.0460	

注：①括号中汇报的是行业层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

4. 其他检验——地级市银行与非银债务总规模

正文第五节第 2 小节基准结果末尾提及地级市银行合并不会对同级银行与非银债务总规模产生显著的影响，相关结果如附表 11 所示。

附表 11 省级城商行合并对地方融资平台银行借款渠道的影响

	(1)	(2)	(3)
	地市级	区县级	地市+区县
<i>Merge</i>	-0.0868	-0.1847	-0.1288
	(-0.6000)	(-0.5100)	(-0.9100)
控制变量	是	是	是
年份固定	是	是	是
城市固定	是	是	是
<i>N</i>	1935	940	2039
调整后R ²	0.749	0.835	0.813

注：①括号中汇报的是城市层面聚类稳健标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。

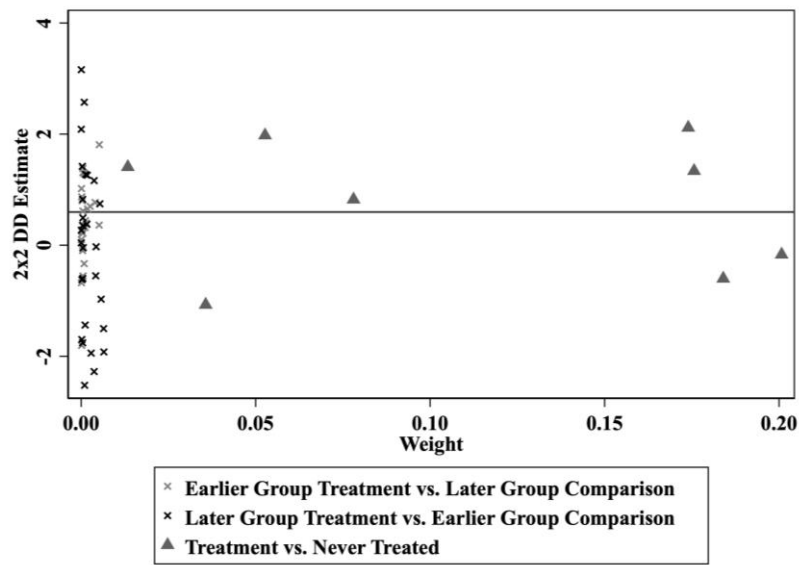
附录 4：异质性检验结果

1. Bacon（2021）分解结果

为表述简洁，此处仅展示地级市层面债务增量的检验结果。按照权重对三组估计量求加权总和，结果为 0.598，与正文模型系数方向保持一致。在三个2 × 2DID 分组中，“晚处理 vs.早处理”会使得估计结果出现偏差，也仅有该组结果系数呈现负值。其余两组占比总和达到 94.6%，说明本文采用双向固定的多时点 DID 模型得出的回归结果是可靠的。

附表 12 Bacon 分解结果

2 × 2 DID 分组	权重	DID 估计量
早处理 vs.晚处理	0.0320	0.7200
晚处理 vs.早处理	0.0540	-0.6120



附图 1 Bacon 分解结果图示

2. De Chaisemartin and d’Haultfoeuille（2020）

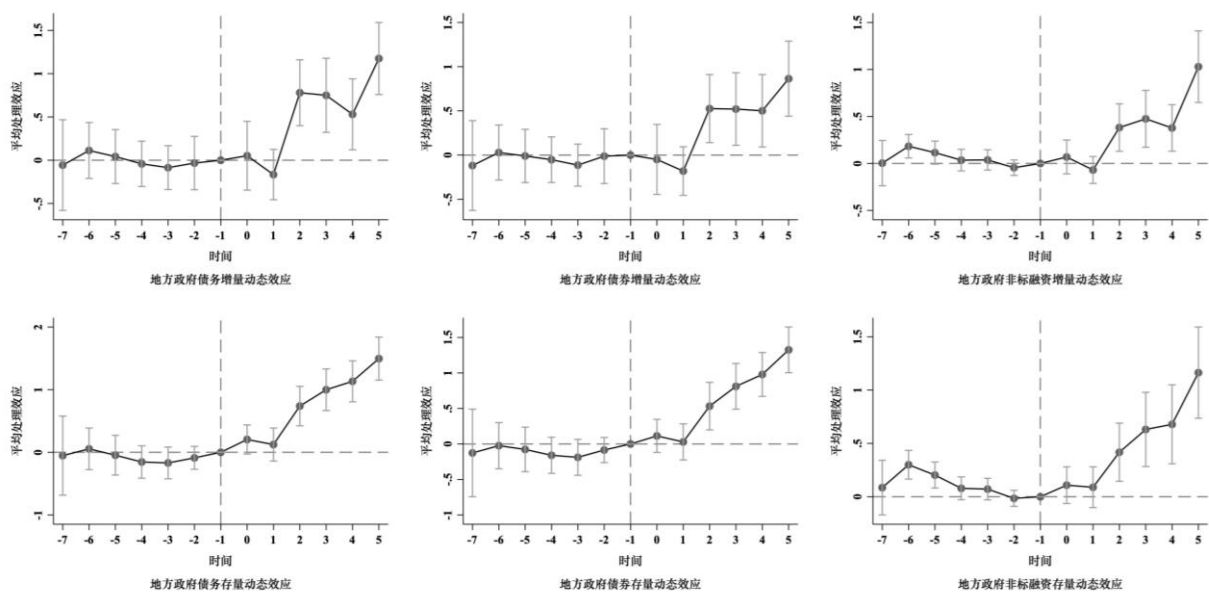
标准的双边固定效应 DID 模型研究的是两组样本在两个时期下二元处理的事件效果，而多期多个体倍分法（DIDM）是在标准 DID 模型下的扩展，研究多组样本在多个时间段非二元处理的事件效果。其方法可以分为两步：①使用 `twowayfeweights` 命令估计双边固定效应的系数，检验异质处理的稳健性；②使用 `did_multiplegt` 命令估计状态转换（Switchers）的平均处理效应，如下所示。

附表 13

De Chaisemartin and d’Haultfoeuille（2020）检验结果

	债务增量			债务存量		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	总体	债券	非标	总体	债券	非标
Merge	0.4579*** (3.2986)	0.3255** (2.4403)	0.3006*** (3.1799)	0.7254*** (5.6324)	0.5985*** (4.7518)	0.4296*** (3.5826)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份固定	是	是	是	是	是	是
城市固定	是	是	是	是	是	是

注：①括号中汇报的是城市层面聚类标准误的值；②*，**，***分别表示在 10%，5%，1%的显著性水平，括号内报告值为t值。



附图2 De Chaisemartin and d'Haultfoeuille (2020) 平行趋势检验结果

Small-to-Medium Bank M&A and Local Government Debt Expansion: A Fiscal-Financial Nexus Perspective

Abstract: The traditional perspective for explaining the expansion of local government debt revolves around fiscal decentralization and the theory of soft budget constraints. However, a comprehensive understanding of the practical dynamics of local debt in China requires adopting a collaborative fiscal and financial perspective. This paper uses the consolidation of small and medium-sized banks as a starting point to systematically examine the financial institutional factors behind the expansion of local debt. The consolidation of city-level banks into provincial-level banks brings about comprehensive adjustments in bank governance and operations, leading to a transformation in the allocation of financial resources between provincial and city-level governments. This vertical restructuring of financial control may, in theory, alter the structure and scale of debt financing for city-level governments. The study finds that the consolidation of provincial-level city commercial banks results in a decline in bank credit financing for the consolidated city-level governments, while simultaneously increasing bond financing and non-standard financing, with a rising trend in debt financing costs. Mechanism tests reveal that local fiscal endowments and the competitive environment of local finance are key moderating factors. Further analysis of economic consequences indicates that the changes in local debt structure resulting from provincial bank consolidations can lead to a crowding-out effect on local enterprise investments. Given the ongoing policy efforts in recent years to prevent and resolve risks through the consolidation and restructuring of local small and medium-sized banks, the findings of this paper highlight the need to closely monitor changes in local government financing behaviors to avoid crowding out enterprise investments and to ensure the stable development of the real economy.

Key Words: Bank M&A; Local Government Debt; Fiscal-Financial Nexus; Investment Crowding-out