

城市商业银行合并与地方政府债务结构调整

——基于财政金融协同的视角

刘 岩, 丁 埏, 张雪菲

摘 要:解释地方政府债务的传统视角是财政分权和软预算约束理论,但要全面认识中国地方债务现实规律,则需要财政金融协同的视角。本文以城市商业银行合并为切口,系统检验地方债务结构调整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面调整,带来了省—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,理论上可能改变地市级与区县级政府债务融资结构与成本。研究发现,省级城市商业银行合并带来被合并地市级政府的银行信贷融资下降,同时债券融资和非标融资增加,且所属区县级政府债务融资成本呈现上升趋势。机制检验发现,资本实力、财政压力与地方金融竞争环境是关键调节因素。在此基础上,本文进一步从企业投资视角考察地方政府债务调整的潜在经济后果,为理解中小银行合并、地方政府债务与实体经济之间的关系提供了新的经验证据。近年来,通过地方中小银行合并重组防范化解风险的政策持续推进,本文研究结果表明,在此进程中需要密切关注地方政府融资行为的变化,避免挤出实体企业投资,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

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结构性改革,推进中小金融机构兼并重组、减量提质。2025年以来,中小银行合并重组进程按下“快进键”。根据中国人民银行官网公开数据,截至2025年6月末,全国参加存款保险的银行业金融

作者刘岩,中山大学管理学院(创业学院);丁埏,北京大学经济学院;张雪菲,北京市住房和城乡建设委员会。通讯作者:刘岩,电子邮箱:liuy2696@mail.sysu.edu.cn。本文为国家自然科学基金面上项目(72573192)阶段性成果。

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^①。在此轮改革中,城市商业银行(简称城商行)的战略地位尤为凸显。作为联结地方政府与区域经济的关键金融中介,城商行管理体制历次改革始终与区域经济发展格局深度交织。城商行的前身是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;1998年,该类机构统一更名为城市商业银行。进入21世纪以后,各地城商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,原中国银行业监督管理委员会(简称原银监会)发布《城市商业银行监管与发展纲要》,指出要促进城商行的总体发展和区域联合。自此,中国城商行体系开启战略性重组进程。从2010年至今,城商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),客观上推动了地方政府债务融资结构的改变和非银渠道的扩张。这种制度变革引发的融资结构调整,为解析城商行改革与地方债务结构的内在联系提供了关键切入点。2023年底,中央金融工作会议要求全面加强金融监管,及时处置、防范化解中小金融机构、地方债务和房地产领域的金融风险。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。

现有文献从多个视角研究地方政府债务,最具代表性的是财政分权和软预算约束理论。与此同时,地方政府对融资平台提供的隐性担保,也在一定程度上强化了地方政府通过融资平台扩大举债规模的动机^②。除债务规模外,地方政府债务的融资结构同样值得关注。图1展示了地级市层面融资平台债务结构的变化。可以看出,银行贷款始终是其主要融资渠道,但随着时间推移,其占比有所回落;债券融资和非标融资占比则整体上升,反映出地方政府融资渠道在监管约束、市场环境和融资需求变化中持续调整。

在上述关于地方政府债务规模和融资结构讨论的基础上,已有研究进一步指出,理解中国地方政府债务问题需要引入财政金融协同视角(毛捷等,2019;吴文锋和胡悦,2022)。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信贷资源,这一表现在分税制实施后尤为突出。与此同时,中央政府对地方经济

① 2025年以来,多地加速银行合并进程。例如,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河南农商银行。其后,河南农商银行吸收合并开封、平顶山等9市农商银行(农信社)及村镇银行共82家机构。

② 相关研究包括钟辉勇和陆铭(2015)、王永钦等(2016)、曹婧等(2019)、Qu et al.(2023)、Liu et al.(2024)和林晚发等(2025)。

的调控也显著依赖于金融渠道。然而,现有研究鲜有将银行合并以及由此带来的地方政府金融资源控制权变化纳入分析框架。地方政府所掌握的金融资源,对地方政府的经济发展政策有着重要影响(洪正等, 2021, 2023)。原属地级市政府所控制的城商行合并为省级城商行的过程中,伴随着区位、资金、股权和人事的全方位调整,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。如图1所示,在宏观层面,全国范围地方政府债务融资结构一直伴随省级城商行合并过程而变化。本文正是依托城商行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。

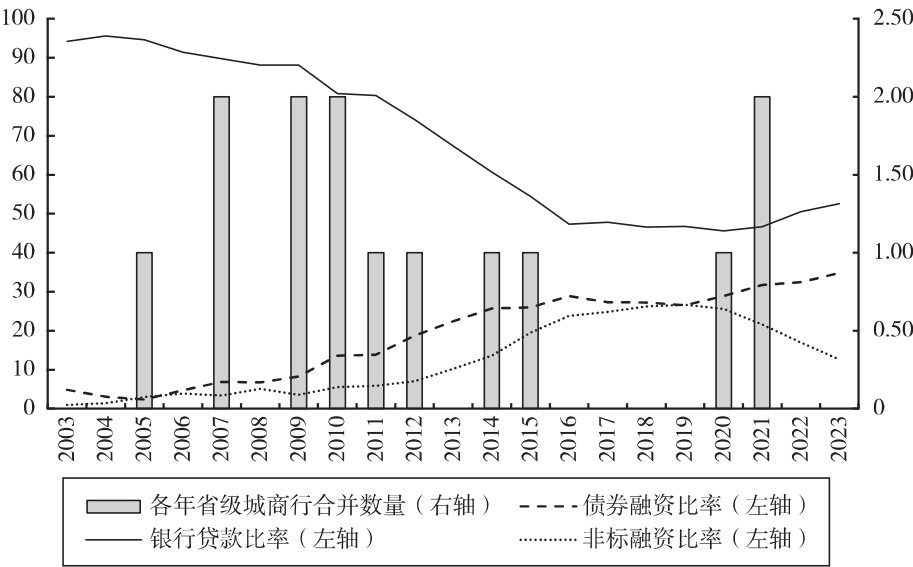


图1 地方融资平台债务结构变化与各年度省级城商行合并数量

资料来源:根据 Wind 数据库、原银监会数据整理。

本文聚焦地市级与区县级政府债务进行分析。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,弥补了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。其次,按照标准的事件研究法,检验了城商行合并对地方政府各渠道融资的影响。研究发现,省级城商行的合并导致了被合并地级市政府银行信贷融资的下降,增加了债券融资和非标融资。同时,基于城投债发行利差的检验表明,城商行合并后区县级政府债务融资成本上升。上述结果在多期双重差分稳健估计下保持不变。为深入理解上述结果背后的机制,本文检验了资本实力、地方财政压力和金融竞争环境的关键调节作用。最后,本文进一步从当地企业投资视角考察地方政府债务调整的潜在经济后

果,验证了银行合并带来的市级政府债务总量增长与当地企业投资挤出存在显著相关性,该结果为财政金融关联的实体经济效应提供了经验证据。

本文的边际贡献包括如下三个方面:①指出旨在防范化解金融风险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配置,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之间,存在紧密的理论与现实关联,这是现有文献忽略之处。从更广的视角看,本文的研究丰富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,深化了对中国特色社会主义市场经济的理论认识。②突破既有文献聚焦银行合并微观效率的研究范式,揭示了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,丰富了有关商业银行合并重组的研究视角。值得强调的是,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金融风险的政策实施中,需要格外注意潜在的财政风险。③从企业投资角度考察地方政府债务调整的潜在经济后果,为理解中小银行合并、地方政府债务与实体经济之间的关系提供了新的经验证据。

二、制度背景

中国中小银行的主体是城市商业银行和农村商业银行(简称农商行)。2024年后,中小银行改革再提速,区域性整合案例频现。本文将研究对象聚焦于城商行合并重组,而非农商行,主要基于以下考虑:一是政策层面,城商行合并实践起步较早,已形成相对成熟的整合模式,是当前中小银行“改革化险、减量提质”的重要政策参照;相比之下,农商行改革仍更多体现为“一省一策”和省联社改制先行。二是行业层面,城商行是区域金融的重要支撑,业务与城市经济、地方产业、区域金融稳定深度绑定,合并重组带来的规模效应、风险化解效果、资源统筹能力提升,对区域金融与实体经济的传导效应更为显著^①。从债券市场参与情况看,城商行与地方政府债务联系密切,是城投债市场的重要承销参与者与投资配置主体^②。三是样本层面,城商行合并案例覆盖了从风险处置到资源整合、从市级分散到省级统筹的全类型模式,样本覆盖面较广、市场化

① 2025年底,中国城商行总资产占商业银行总资产(不含政策性银行)的比重达17.41%,而包含农商行、农村信用社在内的全口径农村金融机构,占比为16.07%。截至2024年末,城商行共124家,而农商行数量为1563家,农村金融机构单体平均规模远低于城商行。

② 根据2024年理财机构公开披露的持仓数据,城商行及其理财子公司的持仓市值占全市场理财机构投资者总持仓市值的39.66%,而农商行及其理财子公司的对应占比仅为9.34%。该数据源于DM查债通,底层数据来自理财机构定期公开披露的前十大资产配置之境内债券部分,虽然不是全市场机构持仓状况,但仍可参考。

特征显著,更能够完整反映中小银行合并重组的底层逻辑^①。

地级市政府、融资平台与本地城商行之间通常存在较为紧密的业务联系和制度关联。这一关系的形成与地方政府债务制度的演变密切相关。传统制度框架下,地方政府不能直接举债,融资平台因而成为承担基础设施建设和准财政融资职能的重要主体。2008年后,为配合经济刺激和地方投资扩张,融资平台数量和债务规模迅速扩大。2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》和2015年《中华人民共和国预算法》试图通过“开前门、堵后门”规范地方政府债务融资;2017年以来,中央进一步提出坚决遏制隐性债务增量,地方融资平台融资约束逐步强化,债务融资更多转向透明度较高的标准化债券渠道。在这一过程中,本地城商行由于服务范围、客户结构和风险处置与属地经济金融环境密切相关,通常成为融资平台获取金融支持的重要对象。具体而言,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,抑或在债券市场上筹资为政府项目服务。城商行向融资平台提供信贷支持的同时,往往还是其债券发行的主要承销商(林晚发等, 2023)。当地级市城商行合并到省级城商行后,原有市级法人资格消失,授信审批、资本配置、风险管理、高管任免和业务考核上收至省级银行体系。地级市政府对本地银行的直接影响力随之下降,原本依赖地方关系网络获得融资便利的城投平台也面临更严格的集中授信和风险定价约束。由此,城商行合并不仅是银行业内部的组织调整,也可能改变地方政府及其融资平台的融资边界。

三、文献综述与机制分析

1. 文献综述

现有关于银行合并的研究主要围绕银行自身经营和信贷市场效应展开。国内研究较少直接考察商业银行合并重组,更多关注中小银行合并对系统性风险的影响(王辉等, 2025),以及城商行设立、跨区域经营对区域经济发展、FDI区位选择和银行经营风险的作用(郭峰和熊瑞祥, 2018; 吕朝凤和毛霞, 2020)。国外文献相对系统地讨论了银行并购的理论脉络及其经济后果(Berger et al., 1999; Amel et al., 2004; DeYoung et al., 2009),并指出银行合并可能影响银行风险、信贷供给、市场结构以及企业融资和资本配置效率(Ye and Kong, 2025)。总体看,现有文献对银行合并经济效应已有较多讨论,但较少将其置于中国财政金融体制框架下,考察银行合并所引

^① 截至2025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并两种成立方式。详细合并信息参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

发的金融资源配置权变化及其对地方政府债务结构的影响。

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; 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, 有研究较早指出, 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, 两者适配不当可能引发重要的财政、金融风险。毛捷等(2019)、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。例如, 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; 同样基于省级数据, 侯世英和宋良荣(2021)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测度, 更准确地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款的促进作用, 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。

2. 城商行合并重组对当地政府债务的影响机制

毛捷和徐军伟(2019)通过梳理地方政府的多种融资方式, 提出地方政府融资渠道主要包括商业银行通道、政策性融资通道、影子银行通道以及企业垫资渠道, 其中银行渠道是政府的重要资金来源。钱先航等(2011)、纪志宏等(2014)强调, 在财政分权体制下, 地方政府具有参股或控股城商行的动机, 并可能将城商行资金作为国有银行资金的替代或补充, 甚至使其具有潜在“第二财政”功能。这也是洪正和胡勇锋(2017)所述中国式金融分权在地方金融结构中的表现及其财政含义。城商行合并后, 地级市政府对

^① 李桂君等(2022)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。

本地银行的控制力削弱,通过当地银行渠道获得融资支持的便利性下降。在既定公共支出目标下,地方政府和城投公司可能更多依赖城投债、影子银行等非信贷渠道,以满足城市基础设施建设等公共投资需求。据此,本文提出:

假说1:省级城商行的合并会导致地级市信贷类城投债务融资减少,进而推动地方政府非信贷类城投债务的扩张。

省级城商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调整。合并完成后,城商行实际控制权由地级市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之发生转换。对于地级市政府而言,其在银行系统中的控制权削弱,在财政压力较大的情况下,可能转向其他债务工具以弥补融资缺口,进而推动债务规模扩张。而对于省级政府而言,一方面,省级政府获得新设省级城商行的核心控制权后,可以统筹银行信贷资源,为省级融资平台提供低成本、大规模的合规表内贷款;而合并后银行注册资本与总资产规模成倍扩大所释放的规模经济优势,进一步提升了银行的信贷投放能力与服务地方经济的水平,在二者共同作用下,通过表内合规信贷充分覆盖省级经济建设与各类建设项目的资金需求,进而弱化省级政府对城投债、非标融资等非信贷类债务工具的依赖,对省级政府非信贷类城投债务扩张形成抑制作用。另一方面,新设省级城商行通常具备更强的资本市场服务资质和主体信用等级,可提升省级融资平台非信贷融资产品的市场认可度与发行便利性。与此同时,省级政府统筹区域发展和重大项目建设的融资需求也可能同步扩张,而非信贷类债务适配此类长周期项目具有独特优势,从而推动省级政府扩大非信贷类城投债务发行规模。因此,省级政府非信贷类城投债务的变化取决于债务替代抑制效应与融资扩容驱动效应的相对强弱。据此,本文提出:

假说2:省级城商行的合并对省级政府非信贷类城投债务扩张的作用方向尚不明确,其最终结果取决于债务替代抑制效应与融资扩容驱动效应的相互作用。

合并后,省级城商行的规模效应、风险定价能力和统一风控约束增强,对地方政府融资需求的风险评估更加严格。与此同时,银行管理权和资产配置权上收改变了原有属地城商行分散化、本地化的资源配置模式,使城商行对城投债的投资更倾向于高层级、高资质和流动性较好的品种。由此,融资成本上升的压力并不会在各层级政府之间均等分布。对于省级融资平台而言,其具有省级财政信用背书,融资渠道更多依赖政策性银行、国有大型商业银行和全国性债券市场,对城商行体系依赖相对较低;对于地级市融资平台而言,其债券资质和市场流动性相对较好,合并后省级城商行仍可能保持较强配置需求。相比之下,区县级融资平台信用资质较弱、债券流动性较低,合并后更容易受到统一风控标准和高资质资产配置偏好的约束。在债券供给持续增加而配置需求未同步扩张的情况下,区县级融资平台可能需要支付更高发行利率以吸引投资者;同时,部分平台也可能增加对非标融资等渠道的依赖,而这些渠道通常伴随更高的融资成本和隐性费用,从而推高区县级政府债务融资成本。据此,

本文提出：

假说3：省级城商行的合并将推动区县级政府债务融资成本上升。

四、研究设计

1. 数据来源

由于2015年前中国地方政府债务缺乏系统、连续的官方统计口径^①，且单独使用城投债数据难以覆盖银行贷款、非标融资等其他重要融资渠道，本文参考既有研究思路，整合城投平台资产负债表、城投债交易信息底表和非标融资单笔交易信息底表，对地方融资平台债务进行估算。具体而言，本文将地方政府非信贷类城投债务定义为城投债融资额与非标融资额之和，其中，非标融资包括融资平台信托融资、融资租赁和其他非标融资；同时，利用融资平台资产负债表中的银行贷款规模衡量地方政府银行融资渠道^②。上述数据均来源于Wind数据库。需要说明的是，受地方政府债务统计口径多样、融资平台识别复杂以及部分数据不可得等因素限制，本文的测算仍可能存在一定低估。

2. 模型设定

(1)城商行合并与地方政府非信贷类城投债务扩张。为检验假说1中非信贷类城投债务扩张效应，模型设定如下：

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

其中， $Debt_{ct}$ 包含新增非信贷类城投债务和存量非信贷类城投债务两种估算方式， $Merge_{ct}$ 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、官员考核的影响，选取以下控制变量：财政缺口比率 $fiscalgap$ 、财政GDP比率 $fiscal_GDP$ 、GDP增长率 $GDPg$ 、固定资产投资 $lninvest$ 、人口 $lnpop$ 、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 ，并遵照 Abadie et al.(2023)的建议在城市层面取聚类稳健标准误。

本文样本数据时间范围为2003—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年后地方政府举债的“前门大开”，但其后门并没有完全关闭，且受限于政府债发行条件，地方政府更倾向于转向影子银行市场获取资金。由

① 关于地方政府债务体量的测算，目前可获取的官方数据来自2011年和2013年国家审计署发布的《全国政府性债务审计结果》，但后续并未更新。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缺乏系统、连续的官方统计口径。

② 数据处理上，首先，按照地级市层级加总城投债发行数据；其次，将非标融资底表与地方融资平台名单进行匹配，筛选融资平台非标融资单笔数据并在地级市层面汇总；最后，分别构造非信贷类城投债务的增量和存量口径，其中，增量为当年新发行规模，存量为未到期债务总量并计入按期限和本金测算的利息。

于本文的非信贷类城投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^①及四个直辖市^②,并对债务相关变量进行1%的缩尾处理。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相关年份《中国城市统计年鉴》。

为检验假说1中银行渠道融资的削弱效应,保持其余条件不变,将式(1)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,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 $Bankloan_{ct}$,该指标为存量口径。

为检验假说2,将 $Debt_{ct}$ 和 $Bankloan_{ct}$ 按照政府层级分别进行计算,并重复回归式(1)。此处政府层级的划分,主要基于城市融资平台的控制权归属省、市哪一级政府。

(2)城商行合并与地方政府债务融资成本。为检验假说3,利用单笔城投债的发行数据作面板,数据时间范围与式(1)保持一致,模型设定如下:

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

其中,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和城市固定效应,并在城市层面取聚类标准误。模型中没有控制个体固定效应,原因在于有相当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 $lnasset$ 、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

① 鉴于融资平台及其债务信息主要来自发债主体披露,且本文关注的是已经具备城投债市场参与条件的城市在城商行合并后对不同融资渠道的调整,本文剔除样本期内从未发行城投债的城市。但该处理可能产生一定的样本选择问题,故本文结论主要适用于曾进入城投债市场的城市。

② 一方面,直辖市行政架构下不存在下辖地级市,因而不涉及以跨地级市整合为特征的城商行合并;另一方面,直辖市城商行多在2000年之前依托城市信用社直接组建为全市层级法人银行,其设立与整合模式异于本文所考察的后期省级层面跨市合并行为。在稳健性检验中,本文纳入直辖市样本进行考察,相关详细结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

GDPg。由于涉及变量较多,构建方法在此不一一解释^①。

3. 描述性统计

表1对本文的主要变量进行描述性统计,其中,对非信贷类债务、债券渠道债务和非标渠道债务均取对数处理。

表1 主要变量描述性统计

变量定义	变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
是否合并项	Merge	4832	0.1256	0.3315	0.0000	1.0000
城市层面地方债务数据						
地方政府非信贷类城投债务增量	Debtnew	4832	1.1944	1.7656	0.0000	7.1553
地方政府非信贷类城投债务存量	Debtold	4832	1.8527	2.1591	0.0000	8.2279
地方政府债券渠道债务增量	Bondnew	4832	0.9634	1.5475	0.0000	6.7829
地方政府债券渠道债务存量	Bondold	4832	1.6691	2.0225	0.0000	7.6585
地方政府非标渠道债务增量	NonSDnew	4832	0.6597	1.4044	0.0000	6.7073
地方政府非标渠道债务存量	NonSDold	4832	0.8896	1.6830	0.0000	7.4893
地方政府银行渠道债务存量	bankloan	2409	-0.2060	0.6214	-0.4820	5.7153
城市宏观特征						
地方一般财政缺口比率	fiscalgap	4335	1.7390	1.7021	-0.3512	17.0250
地方综合财力与GDP的比值	fiscal_GDP	4340	0.1261	0.5438	0.0178	24.1366
GDP增长率(%)	GDPg	4338	11.4940	4.5600	-19.3800	108.8000
地区固定资产投资的对数	lninvest	3793	15.3730	1.1726	12.0178	18.2407
人口的对数	lnpop	4354	5.8561	0.7087	-3.2189	7.2971
市委书记工作年限(年)	workyear	4774	1.7359	1.6439	0.0000	9.0000

注:按照回归中所使用的变量定义对数据进行描述性统计。非信贷融资变量零值较多且金额差异较大,对此,本文采用加1取对数的方式,以保留零融资观测并压缩金额差异。银行贷款来源于融资平台财务报表,与其他融资变量的统计口径和计量尺度存在差异,因此采用标准化处理。由于二者在数据来源、覆盖范围和统计口径上存在差异,回归结果主要反映不同融资渠道的总体变化。

五、实证结果分析

1. 基准结果

为缓解城商行跨城市合并决策可能与当地经济状况相关带来的内生性问题,本文参考Ye and Kong(2025)的做法,利用省级经济变量对城商行合并的时间进行Cox风险比例回归。结果显示,这些省级预测变量与城商行合并的时间没有显著相关性^②。

① 详细定义参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。
② 具体内容参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

假说1的检验结果如表2所示。面板A与面板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。结果与假说相符,省级城商行的合并促进了地方政府债券渠道融资和非标渠道融资的扩张。

表2 省级城商行合并对地方政府非信贷类城投债务的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	总体	债券	非标	总体	债券	非标
面板A: 非信贷类城投债务增量						
<i>Merge</i>	0.6260*** (3.7362)	0.4762*** (3.0839)	0.5024*** (3.2021)	0.4867*** (3.0500)	0.3968*** (2.7168)	0.3316** (2.1780)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
城市固定效应	是	是	是	是	是	是
N	4832	4832	4832	4029	4029	4029
调整后R ²	0.6149	0.5419	0.5193	0.6288	0.5527	0.5373
面板B: 非信贷类城投债务存量						
<i>Merge</i>	0.7943*** (5.4294)	0.6930*** (4.7565)	0.5656*** (2.8472)	0.6765*** (4.7721)	0.6166*** (4.4337)	0.3378* (1.8201)
控制变量	否	否	否	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
城市固定效应	是	是	是	是	是	是
N	4832	4832	4832	4029	4029	4029
调整后R ²	0.8293	0.8131	0.6087	0.8264	0.8079	0.6139

注: *、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平,括号内为t值。以下各表同。

进一步将非标融资拆分后可以发现,省级城商行合并对地方政府信托融资渠道的影响最为明显,对融资租赁和其他非标融资渠道的影响相对较小,且对债务增量的影响相比存量的影响更为显著^①。可能的原因在于,信托融资具有较强的产品设计灵活性和资金组织能力,能够较快匹配地方融资平台的特定融资需求。当省级城商行合并带来信贷资源集中和属地银行支持弱化后,信托融资更容易成为地方融资平台增加融资来源的重要渠道。相比之下,融资租赁和其他非标融资工具的使用场景相对受限,需求也较为稳定,因此受到的影响较小。同时,非标融资期限通常较短、资金募集速度较快,更适合满足地方政府新增融资需求,因此,合并对非标债务增量的影响更为显著。

前文制度背景中指出,银行贷款曾是地方政府主要融资渠道。基于此,本文将被解释变量替换为融资平台银行贷款额,考察省级城商行合并对不同层级政府银行融资渠道的影响,结果如表3面板A所示。回归结果表明,城商行合并带来的银行控制权上

^① 具体内容参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

移,会降低地级市融资平台的银行贷款规模,而对区县级和省级融资平台信贷债务的影响均未通过统计显著性检验。

表3 省级城商行合并对不同行政层级地方政府城投债务的影响

	(1)	(2)	(3)
	地级市级	区县级	省级
面板 A: 信贷类城投债务存量			
<i>Merge</i>	-0.1680** (-2.0568)	-0.0244 (-0.2075)	0.0626 (0.8679)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
城市/省份固定效应	是	是	是
N	1938	940	143
调整后 R ²	0.6025	0.6186	0.5302
面板 B: 非信贷类城投债务增量			
<i>Merge</i>	0.4660*** (3.1451)	0.2505* (1.6888)	0.0476 (0.1401)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
城市/省份固定效应	是	是	是
N	4029	4029	393
调整后 R ²	0.5801	0.4924	0.7564
面板 C: 非信贷类城投债务存量			
<i>Merge</i>	0.6689*** (4.9818)	0.2903 (1.5463)	0.3353 (0.9616)
控制变量	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
城市/省份固定效应	是	是	是
N	4029	4029	393
调整后 R ²	0.8074	0.5879	0.8789

注:前两列取城市层面聚类稳健标准误,后一列取省级层面聚类稳健标准误。

为检验假说2,进一步识别了省级城商行合并对不同层级政府非信贷类城投债务的异质性影响。表3面板B、面板C的回归结果显示,合并对地级市政府非信贷类城投债务的扩张效应最为显著,对区县层级政府影响相对微弱,对省级政府影响则未通过统计显著性检验。这种差异主要源于不同层级政府与城商行的产权联系和融资依赖程度不同。合并前,地级市政府是属地城商行的实际控制人,城商行是其重要的表内融资渠道;合并后,控制权上移至省级,地级市政府信贷干预能力削弱,因而更可能增加对其他渠道的依赖。区县级政府本就不是属地城商行实际控制人,受影响相对较小。省级政

府则主要依赖政策性银行、国有大行和公开债券市场融资,合并前分散的城商行受资本实力、监管指标和业务半径限制,难以承接省级平台的大额融资需求。因此,即便合并后银行实力有所提升,也难以成为省级政府的核心融资载体。同时,省级政府推动城商行合并的主要目标在于统筹区域金融资源、化解隐性风险,而非扩大自身债务融资空间。由此可见,地级市政府融资结构的变化呈现出与省级和区县政府不同的特征。

为验证假说3,利用单笔城投债数据考察城商行合并对地方政府债务融资成本的影响,并按照融资平台行政层级进行分类,结果如表4所示。省级城商行合并推动区县层级政府债务融资成本上升,而对地级市层级政府和省级政府的影响不显著。原因在于,城商行合并后,地方融资平台的银行贷款有所减少,而债券融资相应增加,地方城投融资对标准化债券渠道的依赖有所上升。相较于对公贷款,城投债通常具有更好的二级市场流动性和更低的风险资本占用,成为城商行优化资产结构、平衡收益与风险的重要标的。在城投债配置结构上,城商行对属地地级市城投债通常具有更强配置偏好,对信用资质较弱、流动性较差的区县级城投债配置需求相对有限。省级城商行合并带来的管理权上收和信贷资源集中化,改变了此前属地城商行分散化、本地化的配置模式,进一步强化了城投债投资向高层级、高资质品种倾斜的趋势,从而引发城投债市场供需结构的层级分化。对于地级市平台而言,虽然债券供给规模增加,但其债券仍可能获得较强的市场配置需求,需求端能够部分承接供给增长,因此,发行利率未出现显著上行。对于区县级平台而言,债券供给规模持续增长,但合并后省级城商行受统一风控标准约束,对低层级、弱资质城投债的配置意愿并未同步扩大,形成“供给增、需求降”的供需错配,进而推高其融资成本。对于省级融资平台而言,其具有省级财政信用背书,融资渠道覆盖全国性金融市场,主要投资主体包括国有大型商业银行、政策性银行和保险资管等全国性机构,对城商行体系依赖较低,因此,城商行合并难以对其发行定价和整体融资成本产生显著影响。

表4 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	地级市级	区县级	省级
<i>Merge</i>	0.3442** (1.9898)	0.2315 (1.0511)	0.6869*** (3.0787)	-0.0403 (-0.2885)
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
年份固定效应	是	是	是	是
城市固定效应	是	是	是	是
N	8487	3794	3391	736
调整后 R ²	0.4311	0.4229	0.4644	0.5303

2. 进一步检验^①

(1)平行趋势检验。采用DID方法的前提是政策实施前处理组和对照组具有相同变化趋势。为此,本文构建事件研究模型,将城商行合并前一年作为基准期,并控制城市固定效应、年份固定效应及城市层面控制变量。结果显示,合并前估计系数均在0值附近波动且不显著;合并后系数逐步上升,并在实施两年后显著异于0。原因在于,城商行被合并后,地方政府需要时间适应新的融资环境并拓展其他融资渠道。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。总体看,平行趋势的假设成立。

(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,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。结果显示,变量系数围绕0呈现近似正态分布且远离真实估计系数,说明随机抽取的伪政策变量不存在政策效应。

(3)异质性检验。由于不同处理组别和时序维度上可能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)的估计结果可能受到同质性处理效应假设的影响。为验证基准回归结果的可靠性,本文开展了一系列稳健性检验。①利用Bacon分解法考察TWFE估计量的误差来源。结果显示,“晚期处理相对于早期处理”的权重比例仅为5.30%,反映出估计误差处于较低水平。②采用twowayfeweights考察负权重问题。实证结果显示,605个处理效应中有601项权重为正,4项权重为负,正权重累计值为1.0001,负权重累计值为-0.0001,表明基准回归结果未受到负权重问题的明显影响。③采用Borusyak和Sun-Abraham异质性稳健DID估计量进一步检验。结果显示,两种检验结果均与基准回归结果一致,说明本文结论具有较强稳健性。

(4)内生性问题和稳健性检验。城商行跨城市合并的决策或与本地宏观经济相关。针对可能存在的样本选择偏误问题,本文以城商行合并事件发生前一年为时间节点,选取各城市层面的关键经济变量作为匹配特征,为每一个发生城商行跨区域合并的处理组城市,匹配出经济特征高度相似且未经历城商行合并事件的对照组城市,以此剔除城市经济基本面差异对估计结果的干扰。匹配后的回归结果显示,核心解释变量的估计结果均保持稳健。

采用省级城商行总部所在城市及其相邻城市虚拟变量与2004年后虚拟变量的交互项作为工具变量。2004年《城市商业银行监管与发展纲要》发布,明确提出促进城商

^① 具体内容参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

行总体发展和区域联合,为后续省级城商行整合提供了重要制度基础。相较于距离省级城商行总部较远的城市,省级城商行总部所在城市及其相邻城市在行政沟通、现场尽调、监管协调、业务整合和风险处置等方面具有更低的组织协调成本,因此,更可能被优先纳入省级城商行合并重组范围。城市是否位于省级城商行总部所在城市及其相邻城市,主要是由既有行政区划和地理空间格局决定,具有较强的外生性。与此同时,本文在回归中控制城市固定效应和年份固定效应,并控制城市特征变量,以尽可能排除城市区位、经济财政基本面对地方政府债务融资的影响。结果显示,工具变量一阶段系数显著为正,KP F统计量为27.40,高于常用弱工具变量检验临界值,说明工具变量具有较强解释力;二阶段结果显示,省级城商行合并推动了地方政府非信贷类城投债务增量和存量扩张,核心结论保持稳健。

针对城商行合并引致的地方非信贷类城投债务扩张问题,本文还做了一系列稳健性检验。主要的稳健性检验考虑了地方政府债务置换政策的影响。2014年印发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》自2015年起实际大范围落地执行,其核心目标是通过发行低息、长期的标准化地方政府债券来置换高息、短期的存量隐性债务。为控制这一政策带来的影响,本文在模型中加入了政策冲击时间与历史债务比率的交乘项,该变量定义为2015年及以后的时间虚拟变量 $shock$ 与2014年各城市广义有息债务占GDP比重 $debt ratio$ 的交乘^①。该设定既能合理吸收债务置换政策带来的外生干扰,又利用固定的历史截面数据作为调节,有效排除了当期债务比率可能产生的内生性担忧。回归结果显示,在控制了该同期重大政策的异质性冲击后,核心解释变量 $Merge$ 对城投债与非标债务的系数依然显著为正。这充分表明,本文核心结论独立于全国性的债务置换浪潮,具有高度的稳健性。不仅如此,本文将时间区间转化为2003—2014年,结论仍具有稳健性。

其他稳健性检验包括:①拓展研究区间:考虑2020—2021年三起省级城商行合并案例,将样本区间拓展至2023年。②控制其他政策的影响:考虑2013年《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》的影响,在样本期限中去除2013—2014年;考虑2009年“四万亿计划”的影响,去除2009—2010年的样本。③增加直辖市样本,扩大样本范围。④更换识别策略: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。⑤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。⑥缓解样本选择影响:排除省会城市和计划单列市样本。上述检验结果表明,关键变量的显著性水平与基准模型保持稳定,核心解释变量的系数方向未发生实质改变,研究结论具有较强稳健性。

① 鉴于2015年前,地方政府隐性债务缺乏统一且系统的官方统计口径,本文使用地方非银行信贷类城投债务与银行信贷类城投债务之和,作为各城市广义有息债务规模的代理变量。

3. 机制分析^①

(1)资本实力与财政压力。首先,本文考察资本实力在城商行合并影响地方政府融资结构中的调节作用。定义资本扩充倍数 *capital* 为合并后当年省级城商行注册资本与全部被合并银行合并前最后一年注册资本的比率^②,没有发生合并的银行记为1。该比率在一定程度上能够体现省级政府对银行合并的支持力度。基于此,加入资本扩充倍数的交乘项。交乘项为负,意味着合并后省级城商行的资本扩充倍数越大,城商行合并引致的非信贷类城投债务扩张幅度越小。资本实力越强的省级城商行通常具备更强的风险吸收、资本管理和统一授信能力。合并后,省级城商行需要在全省范围内统筹资本占用、风险限额和资产配置,对融资平台债务扩张的风险约束随之增强,从而压低地方政府通过融资平台继续扩张债务的空间。这种资本扩充带来的债务治理效应并非同质化的总量影响,而是呈现出显著的结构分化特征。其对高成本、高风险、透明度低的非标债务具有更强的抑制作用,但对低成本、高流动性、合规性强的标准化城投债的影响则相对较弱。这主要是因为非标债务信息透明度较低、期限结构和担保安排更复杂,更容易受到省级城商行统一风控和资本约束的压降;而标准化城投债信息披露程度更高、市场流动性更强,也更符合地方融资向标准化、透明化渠道转型的监管方向,因此,资本扩充对其抑制作用相对有限^③。

但上述资本扩充带来的地方政府债务治理效能并非无条件成立,其作用强度显著受制于地方财政基本面的刚性约束。因此,本文在基准调节效应模型的基础上,引入地方财政压力变量构建三重交互项,以识别财政基本面的边际调节效应。其代理变量是地方财政缺口比率 *fiscalgap*,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^④。该比率越高,则说明地方财政压力越大。对该指标进行滞后一期处理,既与主模型的变量设定保持一致,也可在一定程

① 具体内容参见《中国工业经济》网站 (ciejournal.ajcass.com)附件。

② 该指标来自银行工商登记信息中的注册资本数值,数据来源于爱企查。

③ 为进一步识别资本扩充影响非信贷类债务的作用渠道,本文以地级市融资平台银行贷款存量作为被解释变量,补充检验城商行合并与资本扩充倍数交乘项对信贷渠道的影响。结果显示,交乘项系数显著为负,表明资本扩充同样对融资平台银行贷款具有压降作用。由此可见,资本扩充对非信贷类债务的抑制并非来自银行信贷扩张对非信贷融资的替代,而更可能体现为合并后省级城商行风险治理、统一授信和资本约束能力提升所带来的整体债务压降效应。

④ 本文进一步采用“一般公共预算支出/广义财政资源”衡量地方财政压力进行稳健性检验。其中,广义财政资源包括一般公共预算收入、政府性基金收入和国有资本经营收入。该指标在保持支出端经常性财政责任口径的同时,将政府性基金收入和国有资本经营收入等纳入资源端考量,核心结果均保持稳健,具体结果参见《中国工业经济》网站 (ciejournal.ajcass.com)附件。

度上缓解潜在的内生性问题。回归结果显示,三重交乘项的回归系数在统计上显著为正,而城商行合并与资本扩充倍数的双重交互项系数仍保持显著为负,与基准模型的回归结果一致。这表明,地方财政缺口对资本扩充带来的非信贷类城投债务负向压降效应存在正向调节作用,即地方财政压力越大,省级城商行资本扩充对地方政府非信贷类城投债务扩张的抑制作用越弱。与此同时,财政压力单独项呈现负向关系,说明财政压力较高的地区并不必然具有更强的债务扩张能力,其新增融资空间可能因偿债能力和信用资质约束而受到抑制。因此,财政压力主要通过调节城商行合并和资本扩充后的融资渠道变化发挥作用,即在原有融资结构发生变化后,削弱资本扩充带来的债务压降效应。这一调节作用主要来自两方面:一方面,当属地财政收支缺口较大、“三保”等刚性支出压力较高时,地方政府及融资平台的资金需求具有较强刚性。即使资本扩充增强了省级城商行的风险约束能力,地方政府仍有动机通过城投债、非标融资等渠道维持资金周转,从而削弱资本扩充对非信贷类债务的压降效果。另一方面,资本实力较强的省级城商行通常具备更严格的统一授信审批和风险管理标准。对于财政压力较大、债务风险较高的融资平台,合并后的省级城商行风险偏好下降,表内融资约束趋紧,部分融资需求可能增加对非信贷渠道的依赖。值得注意的是,上述效应在非标债务样本中更为突出,表现为资本扩充的压降作用更强,财政压力对压降作用的削弱也更明显,进一步说明非标债务是地方政府债务结构调整与隐性风险防控的核心环节。

上述机制分析结果具有明确的政策内涵。省级城商行合并重组并非简单的机构整合与股权上收,资本补充与资本实力夯实,是决定合并改革能否实现“改革化险”核心目标的关键抓手。由此可见,通过市场化合并重组做大做强中小银行机构,同步夯实银行资本实力,有助于引导地方政府债务结构向标准化、合规化转型,是防范化解地方政府隐性债务风险的重要举措。但与此同时,单纯依赖中小金融机构的合并重组,无法从根本上阻断地方政府的违规举债冲动,当地方财政收支结构的失衡问题未能得到有效改善时,刚性的融资需求会在一定程度上抵消金融改革带来的防风险红利。这意味着,防范化解地方债务风险,必须坚持财政金融协同治理的核心思路,在推进中小银行合并重组、完善区域金融治理体系的同时,切实优化地方财政收支结构,从根源上消除地方政府的违规举债动机,才能真正实现地方债务风险的长效防控与区域金融的长期稳定。

(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,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可能对地方政府融资方式的选择产生影响。基于此,本文以地方银行业市场集中度指标衡量地方金融竞争程度,并选取按资产权重计算的口径。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。结果显示,在地方金融竞争程度较低的地区,省级城商行合并引

致的非信贷融资扩张效应反而减弱。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,主要依赖少数金融机构。合并导致本地城商行法人资格消失、授信权限上收后,由于缺乏新的融资来源,地方政府的债务扩张能力反而受到更大限制。

六、城商行合并、地方政府总债务与企业投资

上文结果表明,省级城商行合并会引起地方政府债务结构调整。进一步地,本文从企业投资视角考察这种债务结构变化是否具有实体经济后果。由于不同所有制企业在信贷市场中的融资能力和政府关联程度存在差异,地方政府债务变化对企业投资的影响也可能呈现异质性。基于此,本文进一步区分国有企业和非国有企业,检验地方政府债务变化对企业投资的影响。

相比于非国有企业,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;另一方面,地方政府具有干预银行信贷资源投向的动机和行为。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,地方政府债务融资的一部分通常由地方银行承接,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了理想的条件。当前有诸多学者围绕此问题展开研究(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国有企业^①。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。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。上述研究从多方面为地方政府债务可能影响企业投资提供了理论和经验证据。

基于上述文献和本文研究结果,参考江艇(2022)的机制分析思路,本文从三个方面考察地方政府债务渠道:一是检验省级城商行合并是否推动地方政府总债务扩张;

^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.(2026)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。

二是考察地方政府总债务与企业新增投资之间的关系;三是在企业投资方程中同时加入地方政府总债务和城商行合并变量,考察控制地方政府债务后,城商行合并是否仍对企业投资产生额外的直接影响。具体构建如下模型:

$$Totaldebt_{ct} = \beta_1 Merge_{ct} + \varphi CityControl_{ct} + \eta_t + \mu_c + \epsilon_{ct} \quad (3)$$

$$Invest_{ict} = \beta_2 Totaldebt_{ct} + \theta FirmControl_{it} + \varphi CityControl_{ct} + \delta_i + \eta_t + \mu_c + \epsilon_{ict} \quad (4)$$

$$Invest_{ict} = \beta_3 Merge_{ct} + \gamma Totaldebt_{ct} + \theta FirmControl_{it} + \varphi CityControl_{ct} + \delta_i + \eta_t + \mu_c + \epsilon_{ict} \quad (5)$$

其中, $Invest_{ict}$ 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, $Totaldebt_{ct}$ 是地级市层面新增总债务,包含地方政府信贷类城投债务和非信贷类城投债务^①。企业数据来源于中国工业企业数据库,时间范围是2003—2013年^②。城市和企业层面的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 $fiscalgap$, 地方固定资产投资 $lninvest$, 地方人口对数 $lnpop$ 。企业层面的控制变量包括:年龄对数 $lnage$, 总资产对数衡量的企业规模 $lnsize$, 资产负债率 lev_a , 利润/负债 $profit_a$ 。在模型中控制年份、企业、城市固定效应,并遵照 Abadie et al. (2023) 的建议在城市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 $Totaldebt_{ct}$ 进行标准化处理。

表5报告了城商行合并、地方政府总债务与企业新增投资之间的回归结果。面板A考察城商行合并对地方政府总债务的影响。结果显示,城商行合并变量的估计系数显著为正,表明城商行合并后地方政府总债务明显增加。面板B考察地方政府总债务与企业新增投资之间的关系。结果显示,地方政府总债务与企业新增投资显著负相关。分组回归结果表明,该负向关系在非国有企业样本中达到1%的统计显著水平,在国有企业样本中仅在10%的水平上显著。这也与 Huang et al. (2020) 的结果相符。面板C进一步将城商行合并变量纳入企业投资方程。结果显示,地方政府总债务的估计系数在全样本、国有企业和非国有企业样本中仍显著为负,且与面板B基本一致;城商行合并变量则均不显著。

这一结果具有合理的经济含义。城商行合并会对银行资本实力、经营效率、风险承担和信贷资源配置产生多方面影响,但其对地级市银行市场整体竞争格局的影响相对有限,大型国有银行、股份制银行与其他金融机构仍是当地金融市场的重要参与者。合并后的城商行一方面可能凭借资本实力和经营能力的提升扩大金融服务,另一方面

① 地方政府信贷类城投债务增量数据来源于 Wind 企业单笔贷款披露数据,将该数据与投融资平台进行匹配并在城市层面汇总。

② 参考 Li et al. (2025), 对工企数据库进行如下处理:剔除规模以下企业,即 2011 年前剔除年销售额低于 500 万元的企业,2011 年及以后剔除年销售额低于 2000 万元的企业;剔除员工人数小于 10 的企业;剔除核心财务变量为负的企业;剔除流动资产大于总资产或流动负债大于总负债的企业。

也可能将更多信贷资源配置给地方政府及其融资平台。相比之下,地方政府债务扩张会增加政府部门对当地金融资源的占用,挤压企业可获得的信贷资金并提高其融资约束,因而对企业投资形成方向较为明确的挤出效应。表5中地方政府总债务系数在加入合并变量前后均显著为负,而合并变量本身不显著,说明城商行合并对企业投资的潜在影响更可能主要体现为地方政府债务扩张所产生的金融资源挤出。考虑到地方政府债务与企业投资可能受其他地区因素的共同影响,本文结果主要为地方政府债务渠道提供了支持性证据。以上发现不仅从微观企业层面补充了地方政府债务经济后果的相关研究,也为理解中小银行合并、地方债务扩张与企业投资之间的传导机制提供了新的经验证据。

表5 城商行合并、地方政府总债务与企业新增投资

面板A: 城商行合并对地方政府总债务的影响			
<i>Merge</i>		0.2404**	
		(2.1939)	
N		2915	
调整后 R ²		0.3806	
面板B: 地方政府总债务与企业新增投资			
	(1)	(2)	(3)
	全部	国有企业	非国有企业
<i>Totaldebt</i>	-0.0141*** (-3.0472)	-0.0532* (-1.6558)	-0.0134*** (-2.9210)
N	1783287	65058	1705232
调整后 R ²	0.0437	0.1266	0.0458
面板C: 地方政府总债务、城商行合并与企业新增投资			
<i>Totaldebt</i>	-0.0135*** (-3.4358)	-0.0535* (-1.6580)	-0.0126*** (-3.2365)
<i>Merge</i>	-0.0132 (-0.4086)	0.0237 (0.2615)	-0.0175 (-0.5469)
N	1783287	65058	1705232
调整后 R ²	0.0437	0.1266	0.0458
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是

注:取城市聚类稳健标准误。

七、结论与政策启示

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。中小金融机构的

风险化解同样是中央金融监管工作的核心任务。2025年《政府工作报告》提出,要按照市场化、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将对地方政府债务结构调整产生影响。基于此背景,本文依托城商行合并重组这一现实识别场景,探究地方金融分权格局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信贷类城投债务的扩张,具体表现为地方政府银行渠道的融资减少,债券和非标渠道融资的增加以及区县级地方政府债务融资成本的上升。分行政层级看,地级市政府非信贷类城投债务扩张效应最为显著。与此同时,本文研究发现,地方政府债务扩张与企业投资挤出显著相关,为财政金融关联的实体经济效应提供了进一步的经验证据。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启示:

(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)推动金融资源向非国有企业适度倾斜。本文发现,地方政府债务扩张与企业新增投资下降显著相关,特别是非国有企业。为此,建议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,对债务率超过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,(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〕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,(1):221-246.
- 〔4〕洪正,胡勇锋.中国式金融分权[J].经济学(季刊),2017,(2):545-576.
- 〔5〕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,(8):58-88.
- 〔6〕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,(5):1810-1827.
- 〔7〕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,(4):141-149.
- 〔8〕纪志宏,周黎安,王鹏,赵鹰妍.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.
- 〔9〕江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022,(5):100-120.
- 〔10〕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,(2):91-105.
- 〔11〕林晚发,赵仲匡,刘岩,方梅.银行承销商投资角色与债券定价效率——基于严控债券代持业务自然实验的分析[J].中国工业经济,2023,(9):98-116.
- 〔12〕林晚发,卢洁宜,刘岩,宋敏.AAA担保机构与债券市场高质量发展——关于担保供给的理论分析与实证分析[J].管理世界,2025,(10):91-112.
- 〔13〕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,(9):67-84.
- 〔14〕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.
- 〔15〕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.
- 〔16〕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.
- 〔17〕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,(12):72-85.
- 〔18〕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,(2):40-63.
- 〔19〕王辉,邱育涛,陈旭,朱家云.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,(6):76-95.
- 〔20〕王永钦,张晏,章元,陈钊,陆铭.中国的大国发展道路——论分权式改革的得失[J].经济研究,2007,(1):4-16.
- 〔21〕王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,(11):96-109.

- [22] 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, (8): 143–162.
- [23] 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, (5): 1545–1570.
- [24] 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, (7): 49–72.
- [25] 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, (2): 58–72.
- [26] 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, (3): 174–189.
- [27] 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, (9): 1–16.
- [28] Abadie, A., S. Athey, G. W. Imbens, and J. M. Wooldridge. When Should You Adjust Standard Errors for Clustering[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2023, 138(1): 1–35.
- [29] 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.
- [30] Berger, A. N., R. S. Demsetz, and P. E. Strahan. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future [J]. *Journal of Banking & Finance*, 1999, 23(2): 135–194.
- [31] 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.
- [32] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza. Local Crowding-Out in China [J]. *Journal of Finance*, 2020, 75(6): 2855–2898.
- [33] Li, X., X. Shao, G. Shen, and J. Zou. Bank Competition and Formation of Zombie Firms: Evidence from Banking Deregulation in China [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2025, doi: 10.1016/j.jbankfin.2025.107390.
- [34] Li, X., Z. Liu, Y. Peng, and Z. Xu. The Crowding-in Effects of Local Government Debt in China[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2026, doi:10.1016/j.jmoneco.2026.103922.
- [35] Liu, Y., G. Wu, and C. Xiong. Countercyclical Central Government Transfers Incentivize Local Government Overborrowing: Theory and Evidence[J]. *Economic Modelling*, 2024, doi: 10.1016/j.econmod.2023.106625.
- [36] Qu, X., Z. Xu, J. Yu, and J. Zhu. Understanding Local Government Debt in China: A Regional Competition Perspective [J]. *Regional Science and Urban Economics*, 2023, doi: 10.1016/j.regsciurbeco.2022.103859.
- [37] Ye, N., and D. Kong. Banking Integration and Capital Misallocation: Evidence from China [J]. *Review of Corporate Finance Studies*, 2025, 14(2): 564–607.

City Commercial Bank Mergers and the Restructuring of Local Government Debt Financing Channels: A Fiscal–Financial Coordination Perspective

Liu Yan, Ding Kun, Zhang Xuefei

Abstract: Traditional explanations of local government debt in China mainly rely on fiscal decentralization and soft budget constraint theories. However, understanding the structural changes in local government debt requires a fiscal-financial coordination perspective. This paper examines how changes in the control of local financial resources affect local government debt structure by focusing on mergers among city commercial banks. The consolidation of prefecture-level city commercial banks into provincial-level banks not only changes banks' legal status but also involves the upward transfer of bank governance, credit approval, capital allocation, and risk management authority. These changes may reshape the financing channels, debt scale, and financing costs of prefecture-level governments and their financing platforms.

The results show that such mergers significantly reduce bank credit financing for affected prefecture-level governments and their financing platforms, while increasing bond financing and non-standardized financing. This pattern indicates that the effect of bank mergers is a structural adjustment across financing channels, especially a substitution from bank credit toward non-credit financing. Evidence based on Chengtou bond issuance spreads further shows that mergers raise the financing costs of county-level governments. These findings remain robust under alternative samples, variable definitions, and heterogeneous-treatment DID estimators.

Mechanism tests reveal that capital expansion after bank consolidation, local fiscal pressure, and the local financial competition environment are important moderators. Capital expansion after bank consolidation can constrain the expansion of non-standardized debt, while rigid local fiscal gaps weaken such governance effects. In regions with insufficient banking competition, local governments lack diversified credit suppliers, leaving limited room for financing channel adjustment and thus dampening the expansion effect of non-credit financing. Additional analysis reveals that the debt restructuring induced by provincial bank mergers may crowd out local corporate investment through the expansion of total local government debt. This effect is mainly concentrated among non-state-owned enterprises.

This paper contributes to relevant literature in three ways. First, it shows that local small-to-medium bank mergers, as a policy tool for preventing financial risks, can affect the structure, scale, and cost of local government debt by changing financial resource allocation across levels of government. Second, it extends literature on bank mergers beyond bank-level efficiency and risk, revealing the broader fiscal implications of bank consolidation in China. Third, it provides new evidence on the real economic consequences of local government debt expansion. The findings suggest that, while bank mergers may improve financial governance and risk control, policymakers should pay close attention to local governments' financing responses, prevent hidden debt risks from financing channel substitution, and avoid crowding out real-sector investment.

Keywords: bank mergers; local government debt; fiscal-financial coordination; investment crowding-out

JEL Classification: H72; G28; E62

[责任编辑:王燕梅]