地方政府股权资产测算与财政可持续性评估*

——基于复杂股权网络的穿透识别

李　戎　蔡彦皞　刘　岩

内容提要：政府财政可持续性问题长期以来是公共经济学研究的重要议题。传统财政可持续性研究主要关注债务与财政收支，忽视了我国地方政府在债务融资和投资过程中同步形成的、能够在未来产生收益的资产型财政资源，缺乏对该类资产如何影响我国地方财政可持续性的讨论。本文聚焦于该类资产中的国有权益资本，首先基于中国工商注册企业数据对中国全样本注册企业实体进行股权穿透，构建股权网络，测算各级地方政府所持有的股权资产规模，并对其分布特征与动态演变进行描述分析。在此基础上，从宏观与微观两个角度，评估了股权资产对中国地方政府财政可持续性的影响。研究发现，股权资产对财政可持续性具有独特作用，宏观层面能够拓展地方政府应对债务压力时的财政调整空间，微观层面则会影响地方政府城投债的市场风险定价。本文的研究结论表明，需充分重视资产型财政资源的识别、管理与统筹利用，以增强我国财政可持续性。

关键词：地方政府债务　财政可持续性　股权资产　股权网络

一、引　言

财政是国家治理的基础和重要支柱，财政可持续性不仅是财政安全的重要组成部分，也是保障经济长期稳定与社会持续发展的重要基础，其重要性不仅体现在宏观经济层面，也深刻影响着社会民生与代际公平。党的二十届四中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出“发挥积极财政政策作用，增强财政可持续性”。正确评估和增强财政可持续性既是当前经济治理的技术命题，更具有关乎国家长治久安的战略意义。我国在实施多年积极财政政策之后，债务积累逐渐增加，财政收支矛盾逐渐凸显，财政可持续性因此成为当前和未来政策制定的核心与重点。

增强我国财政可持续性的基础建立在对我国当前的财政可持续性状态以及影

*　李戎，中国人民大学财政金融学院、中国人民大学中国财政金融政策研究中心，邮政编码：100872，电子信箱：lirong.sf@ruc.edu.cn；蔡彦皞（通讯作者），中国人民大学财政金融学院，邮政编码：100872，电子信箱：yanhao.cai@ruc.edu.cn；刘岩，中山大学管理学院（创业学院），邮政编码：518107，电子信箱：liuy2696@mail.sysu.edu.cn。本文研究得到国家自然科学基金面上项目（72473140、72573192、72173091）的资助。作者感谢中国人民大学校级计算平台的支持，感谢匿名审稿专家的宝贵建议。当然，文责自负。

响财政可持续性因素进行合理判断与评估之上。当前国际上对财政可持续性的分析方法已经较为成熟,也不乏将其应用到分析我国财政可持续性的相关研究。但我国的财政资源、运行体制以及所面临的外部冲击和经济压力均与西方国家存在差异,在借鉴国际分析技术的同时,需要谨慎甄别与思考,结合我国国情的独特之处进行拓展与深入研究。

从财政可持续性的总体分析框架而言,财政资源是财政可持续性的物质基础与基本前提(闫坤和鲍曙光,2020)。政府是否具备充裕的财政资源关系到其是否能履行公共支出责任,并有效应对各类风险与冲击。财政资源充足性直接关系到财政体系在复杂经济社会环境中的支撑能力与风险抵御水平。国际上对于财政可持续性的研究方法中,无论是简单指标分析方法,还是财政反应函数法,其使用的财政资源定义往往局限于传统的财政收入流量(Blanchard et al., 1990; Bohn, 1998)。但从中国的国情出发,我国的财政资源不仅包括传统的财政收入流量,还需注意到,相比于西方等私有制国家,我国政府拥有庞大的公共资产,并且其中国有企业股权等可变现财力性资产占比较高(杨志勇和张斌,2019)。政府持有的国有权益资本不仅能够在长期带来经营性收入,当面临债务风险与资金短缺时,在满足宏观和市场环境约束条件下的变现与资金筹集功能也大幅提升了政府的债务偿付能力。因此,如果仅仅考虑传统财政收支,忽视资产型财政能力对我国财政可持续性的作用,将无法全面反映我国财政可持续性的现状与特征。

基于广义财政资源的财政可持续性评估,其首要目标在于对我国政府资产负债进行合理统计与测算。习近平总书记强调:“国有资产资源来之不易,是全国人民的共同财富。”①有效发挥国有资产价值既是人民赋予的重要使命,也是统筹财政资源、发挥财政在国家治理中的基础和重要支柱作用的内在要求。为推进国家治理体系和治理能力现代化,我国自2013年党的十八届三中全会提出“编制全国和地方资产负债表”以来,不断开展试行编制工作。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出“加强财政资源和预算统筹”,强调“把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理”,再次说明了统筹广义财政能力并从资产负债表的视角研究我国财政可持续性的意义。对于政府资产负债表中可快速变现且具有偿债能力的财力性资产,我国目前尚未公布官方统计口径数据,但考虑到我国数量及规模庞大的国有企业,政府持股对应的企业权益价值,即股权资产,无疑是政府财力性资产的重要组成部分。Piketty et al.(2019)基于截至2015年的国民资产负债表数据估算,中国政府持有的股权价值约占境内公司全部股权价值的60%。此外,李扬等(2012)、马骏等(2012)以及杨志勇和张斌(2019)在借鉴国际经验编制政府资产负债表时,也对政府股权资产进行了统计和测算。然而,既有测算仍存在两方面局限:一是样本主要集中于上市公司或国资委公布的国有企业,难以覆盖政府通过多层级股权关系间接持有的大量企业,因而无法实现全样本统计;二是相关研究较多依赖官方汇总数据进行间接估算,且测算层

① 习近平:《深化改革巩固成果积极拓展,不断把反腐败斗争引向深入》,新华网2015年1月13日。

级主要停留在省级或地级市层面，难以进一步细化至区县级政府。

为了弥补上述数据测算缺点，并获得更有信服力的数据以全面分析政府资产对中国财政可持续性的经济意义。本文首先创新性地提出基于复杂股权网络穿透的股权资产测算方法，并对中国地方政府所持有的股权资产进行全面测算。具体而言，本文使用中国工商注册企业数据构建中国全样本企业股权网络，并从中识别出各行政区划对应的最终政府部门股东，通过计算其在所有直接或间接持股企业中的最终持股比例，结合企业的资本数额，加总获得各行政区划所持有的股权资产规模。计算所得的股权资产规模数据显示，截至2022年底，省级、市级和区县级政府的平均股权资产规模分别为10946.82亿元、793.18亿元和78.58亿元。各层级地方政府股权资产在地域上主要集中于东部沿海与中部地区，在行业上主要集中于租赁、金融与制造等行业。动态而言，2009—2022年各级地方政府股权资产规模具有相似的增长趋势，但与此同时地区间的资产差异也不断扩大。

基于上述测算，本文进一步从宏观财政调整和微观市场定价两个维度考察股权资产对地方财政可持续性的影响。宏观层面，本文将股权资产纳入财政反应函数，分析其如何影响省级和市级政府面对债务上升时的基本财政盈余调整。结果显示，股权资产能够提升地方政府应对债务压力时的财政调整能力，从而增强地方财政可持续性。微观层面，本文将某国有大型煤炭企业债券违约视为外生信用冲击，利用不同城市城投债余额相对于地方政府股权资产规模的差异，考察债券市场是否会重新评估地方政府的资产型财政能力。结果表明，违约发生后，债务资产比越高的城市，其城投债发行溢价上升越明显，说明投资者更加关注地方政府债务与可支配资产之间的匹配程度。进一步检验表明，股权资产所反映的资产型财政能力能够提供传统债务与财政指标之外的增量信息，并被市场纳入地方政府相关债务的风险定价。

本文的边际贡献主要体现在三个方面。第一，基于中国工商注册企业数据构建企业股权网络，识别地方政府通过直接和间接持股关系最终拥有的企业股权，并据此测算省级、市级和区县级政府的股权资产规模。相较于依赖上市公司、发债国企或汇总统计数据的既有研究，本文在样本数量、持股穿透和行政层级等方面进行了拓展，为地方政府资产端的量化研究以及政府资产负债表的编制提供了新的数据基础和测算方法。第二，系统刻画了地方政府股权资产的规模、持有结构、区域与行业分布及其动态演变，为理解我国地方政府资产型财政资源的总体格局及其演变规律提供了翔实的特征事实。第三，将股权资产纳入地方财政可持续性分析框架，从宏观财政调整和微观市场定价两个层面评估其经济作用。财政反应函数的结果表明，股权资产能够增强地方政府面对债务压力时的财政调整能力。而基于违约事件的市场定价分析进一步表明，股权资产所反映的资产型财政能力能够提供传统债务与财政指标之外的增量信息。由此，本文拓展了传统上主要基于财政收支和债务负担评估财政可持续性的研究视角，强调了政府资产端在理解中国地方财政运行中的重要作用。

本文结构安排如下：第二部分简要回顾并述评相关文献；第三部分介绍地方政府股权资产测算数据与技术方法；第四部分对地方政府股权资产规模的典型特征

进行分析;第五部分实证分析股权资产对地方政府财政可持续性的综合影响;第六部分总结全文并提出相关政策建议。

二、文献评述

与本文联系较为紧密的第一支相关文献主要涉及中国财政可持续性评估。财政可持续性的本质在于债务可持续性,其关键在于政府当期或未来的财政收入是否足以覆盖财政支出与债务还本付息的需求。主流文献主要采取以下方法进行评估。其一,指标评价法,既包括赤字率与负债率等重要单一指标,也包括基本缺口与税收缺口等指标体系(Blanchard et al., 1990)。其二,通过研究地方政府在面临债务扩张时的财政调整行为来判断财政可持续性。Bohn(1998)提出了线性反应函数方法,其基本思想为,若政府会通过增加基本财政盈余来应对规模持续上升的政府债务,则政府债务具有可持续性。此外,Ghosh et al.(2013)将其进一步拓展至非线性估计,并由此可计算债务上限与财政空间。该种方法由于考虑了经济体的具体经济特征与发展阶段,使其更具有参考价值与现实意义,并被广泛应用于中国财政可持续性评估(杜彤伟等,2019;李丹和方红生,2021)。基于长时间序列和省级面板数据,李丹等(2017)、白积洋和刘成奎(2022)均发现,我国总体债务空间持续收窄,部分地方政府已出现“财政疲劳”现象。其三,通过建立动态随机一般均衡模型,将财政系统与经济社会系统紧密结合,在统一的框架下评估与预测财政可持续性(Mehrotra & Sergeyev, 2021; Jiang et al., 2024)。财政可持续性的具体评估方式虽然各异,但其核心都涉及对政府财政资源与偿债能力的考量。从该本质出发,需要注意到我国在财政资源上最大的特点是政府拥有庞大的公共资产,从而存在着更广泛的偿债途径(吕冰洋等,2024)。一方面,持有并经营国有资产带来的经营性收入本身即是可观的偿债现金流(孙琳和钟睿,2025)。同时,也能通过国有资产的布局和引导推动辖区产业建设与培育税源,从而带来长期的税收收入影响(谢贞发和王震,2025)。另一方面,当面临短期的债务压力时,通过处置流动性较强的国有资产来偿还债务是一种可行的筹集偿债资金方式(刁伟涛,2016)。政府资产在极端情况下的“变现”机制,在我国政策框架中已有明确规定。《地方政府性债务风险应急处置预案》(国办函〔2016〕88号)明确指出,在发生债务违约时,处置政府资产是法定的多渠道偿债措施之一。可由指定机构统一接管政府及其部门拥有的各类经营性资产、行政事业单位资产、国有股权等,结合市场情况予以变现,多渠道筹集资金偿还债务。例如,地方政府持有的公司股权可以直接通过证券交易所或其他产权交易市场转让。遗憾的是,对于当前中国财政可持续性评估,无论是理论构建,还是基于国际成熟理论的实践应用,都鲜少注意到中国地方政府债务形成过程中同时也形成了众多的资产这一鲜明特点,对于财政能力的衡量因此局限于传统财政收支,其评估难以全面反映中国地方财政可持续性特征。

突破传统财政能力视角对我国地方政府财政可持续性的评估前提在于对我国地方政府的资产负债进行准确核算。我国对政府资产负债表的编制仍然处于探索

与试行阶段。借鉴国际编制经验，国内学者对政府资产负债表各项目的测算进行了不同的尝试。负债端主要集中于隐性债务的测算，且其测算方法相对成熟（马骏等，2012；徐军伟和毛捷，2024；梁若冰和王群群，2021）。资产端的测算发展相对滞后。从编制方法论出发，政府资产负债表中资产应包含金融资产和非金融资产两大类，统计实践中多数非金融资产特别是无形资产由于难以变现，估值相对困难，因此主要集中于对金融资产的测算（李金华，2015；杨志勇和张斌，2019）。对于地方政府而言，所持有的金融资产中最重要的即为全资或控股的国有企业的股权资产，该类资产是地方政府财力性资产的核心。已有研究中，马骏等（2012）采用估值法的测算在资产端考虑了政府持有的上市公司股份市值，杨志勇和张斌（2019）则主要利用地方国有企业的所有者权益进行测算。但既有测算存在两方面问题：其一，样本覆盖不全面，上市公司或传统口径下的地方国有企业并不能完整代表地方政府实际持股的企业范围。其二则主要依赖已有官方汇总数据进行间接估算，测算层级往往只能停留于地级市及以上层面，无法获得区县级层面测算数据。基于以上的测算结果，部分文献尝试从资产负债表的角度分析我国财政可持续性水平，例如沈沛龙和樊欢（2012）、马骏等（2012）以及李扬等（2012），但由于这些文献的数据口径与假设条件各异，因此难以形成统一的认识。本文基于全样本的企业股权网络直接测算各级地方政府所持有的股权金融资产，其口径与测算精度弥补了现有测算的不足，并在此基础上分析我国地方政府的财政可持续性。

在方法论上，本文的测算方法还与网络研究文献密切相关。网络科学对于大数据的建模有效性以及对解释复杂系统主要模式的能力，使其成为了解当今相互关联的世界，特别是经济和金融现象的重要工具。自2008年金融危机之后，一系列文献表明在金融模型中引入网络方法可以体现金融系统的相互关联性质以及风险衡量和管理的关键方面（Cossin & Schellhorn，2007；Billio et al.，2012）。而自La Porta et al.（1999）开创性的贡献之后，公司金融领域大量文献开始关注公司间股权关系与其应用（Aminadav & Papaioannou，2020；赖烽辉和李善民，2023）。本文的测算研究作为股权网络的跨领域研究，充分借鉴了该领域的研究思路。需要特别指出的是，与本文关系更为直接的是一类利用中国工商注册企业数据构建全国性企业股权网络的研究。这类文献不同程度地将政府或国有资本纳入股权关系分析。Bai et al.（2020）基于2017年中国工商注册企业数据构建企业股权网络，并穿透识别私营企业的最终股东，重点考察了私营部门与国有企业之间的股权联系及其经济影响。Allen et al.（2024）则利用股权穿透方法重新识别国有企业，并系统刻画其分布特征。类似地，Fu et al.（2024）基于股权网络测算上市公司的最终国有持股，考察其与企业韧性之间的关系；周博（2025）则利用国有企业股权网络分析地方债务扩张机制。本文与上述研究形成直接对话，但研究重点有所不同：本文并非主要关注国有资本对企业行为或地方债务扩张的影响，而是以地方政府为最终持有主体，对其通过多层级股权关系持有的企业权益进行穿透识别和资产测算，并进一步考察其财政含义。

三、股权资产规模测算

(一)数据来源与说明

本文用于测算地方政府股权资产规模的数据主要来自全样本企业工商登记信息,样本时间截至2022年末,样本范围包含1950—2022年所有企业实体与个体工商户。企业基本信息表包含企业名称、企业注册资本、企业成立日期、登记地、经营状态等企业信息登记情况。股东信息表中包含股东名称与持股比例等信息。此外,为了更精确地从截面数据回溯历史股权资产情况,本文结合企业变更信息表的股东信息变更与注册资本变更文本数据并对其进行结构化处理。

与现有的企业微观数据库相比,中国工商注册企业数据具有以下优势:第一,企业样本覆盖范围全面。根据《中华人民共和国市场主体登记管理条例》,几乎所有类型的企业实体都需要在所在地工商管理局进行基本信息登记与股东信息登记,对于企业状态信息或股权信息等存在任何变更的部分,也需要及时在工商管理局进行修改登记。第二,包含所有企业实体的股东信息,有助于本文穿透识别最终股东和控制人。第三,易与现有的微观数据库如上市公司数据库等进行结合,得到企业实体的更多变量指标,具有较高研究价值。

参考Allen et al.(2022)与Bai et al.(2020)的研究,本文剔除了经营状态异常的企业样本以及个体工商户。同时,对于股东信息,仅保留可识别的自然人、法人及其他组织股东,并剔除流通股、社会公众股等无法识别具体持股主体的股份记录。

由于中国工商注册企业数据只登记企业的注册资本,即企业成立时由股东认缴的资本总和,而未对企业的实际资产进行登记与追踪,本文将注册资本作为资产测算的标的,对股权资产的测算定义为累积持股对应的注册资本规模。[①]但是对于规模不断扩张的企业,特别是上市公司而言,注册资本与企业资产的实际差异可能较大。考虑到这一测量误差,本文使用上市公司所有者权益替代其注册资本进行修正。

(二)股权网络构建

为了对地方政府包括直接持股与间接持股在内的股权资产进行测算,本文首先构建企业股权网络。具体而言,本文从单个企业出发,首先得到该企业的第一层直接股东,并进一步匹配获得直接股东的对应股东,以此类推,直至穿透至个人或国有部门等最终股东,最终得到单个企业完整的股权网络。[②]本文对所有企业重复以上操作,并将所有企业的股权网络结合得到全样本企业的股权网络。网络中节点代表企业或股东,节点间的有向连线代表股权联系。此外,由于本文使用上市公司所有者权益替代了注册资本进行部分修正,考虑到上市公司所有者权益已经包

① 根据《国务院关于实施〈中华人民共和国公司法〉注册资本登记管理制度的规定》第四条,公司调整股东认缴和实缴的出资额、出资方式、出资期限,或者调整发起人认购的股份数等,应当自相关信息产生之日起20个工作日内通过国家企业信用信息公示系统向社会公示;同时,也对企业的注册资本增减变更的公示做出了相关规定。这在一定程度上支持了我们将注册资本作为企业股权价值代理指标的合理性。

② 股权网络中存在环形持股结构,因此企业的股权网络是一个有向图,而非简单的树形结构。

含了其持股子公司的权益，为避免重复计算，本文对网络进行了截断处理。

基于上述股权网络，本文进一步结合企业变更记录，逐年回溯并还原历史股权关系，从而构建各年度的股权网络。以2021年为例，首先剔除2022年新设立的企业，其次将2022年注销的企业重新纳入网络，最后根据2022年发生的股权关系变更和注册资本变更，将相关信息还原至2021年末的状态。以此类推，本文较为完整地构建了2009—2022年的股权穿透网络图。①

（三）地方政府节点识别与匹配

在构建完整股权网络后，本文进一步识别其中代表地方政府股东的节点，并将其归属至相应行政区划。首先，编制政府部门名称关键词库，用于识别潜在的地方政府股东。该关键词库涵盖政府部门的全称、简称及常见表述，既包括国资委、财政厅（局）等主要国有资产出资主体，也包括教育局、民政局、农业农村局等其他可能持有企业股权的政府部门。通过将节点名称与关键词库进行匹配和筛选，本文获得潜在的政府部门股东节点。其次，将筛选获得的潜在政府部门股东节点进一步匹配到所属的行政区划。以行政级别为主要划分依据，分为省级、市级与区县级三级行政区划。此外，考虑到行政区划历史变更中存在的更名问题与现存行政区划中的同名问题，对初始区划列表进行手动补充与修订，获得最终用以匹配的区划列表。最后，结合关键词匹配和文本分析方法将潜在的政府部门股东匹配至其所属行政区划。对匹配结果随机抽取10组500个子样本进行人工核验，准确率均达到98%以上。

（四）股权资产测算

在构建年度股权网络并识别政府部门股东后，以每个政府部门节点为起点，综合采用广度优先搜索和深度优先搜索方法，识别其直接或间接持股的全部企业节点，并据此构建相应的下游股权子网络。在此基础上，计算各政府部门对网络内企业的最终持股比例，以及按照最终持股比例归属于该政府部门的注册资本总额。对于简单的持股情况，其最终持股比例可以由直接持股比例与通过股权链路相乘的间接持股比例加总获得。但对于复杂股权结构，特别是因存在节点间互相持股而出现的环路情况，上述计算方法失效。对此，本文参考Brioschi et al.（1989）的一般性方法，首先构建直接持股比例矩阵D，矩阵D中元素d_{ij}代表子股权网络图中节点i对节点j直接持有的持股比例，没有直接持股关系即为0。最终通过以下式（1），并对大型稀疏矩阵进行近似计算，得到最终持股比例矩阵U：

$$U = (I - D)^{-1}D \tag{1}$$

矩阵U中元素u_{ij}代表节点i对节点j的最终持股比例。结合每个节点的注册资本数额即可得到政府部门节点所直接或间接持有的股权资产总额。②最终，本文将

① 考虑到2009年后地方国有资产监管工作的加强所带来的样本有效性以及时间有效性，本文的测算时间起点以2009年为准。

② 本文以最终持股比例作为所有权界定地方政府对企业资产的持有份额，考虑到现实中融资规模不局限于其持股比例的问题；同时使用控制权界定地方政府对企业资产的实际控制份额，并与最终持股比例计算结果进行对比。因篇幅所限，相关内容详见本刊网站登载的附录。

同属于同一行政区划的节点所持有的股权资产数额进行加总,得到行政区划层面的股权资产总额。

四、股权资产典型化事实

基于上述测算方法,本文完整构建了2009—2022年地方政府股权资产数据库。本部分首先考察2022年末地方政府股权资产的总体规模及其结构特征,随后分析2009—2022年的动态演变,并据此总结地方政府股权资产的主要特征事实。

(一)2022年末地方政府股权资产规模概况

表1报告了31个省级行政区、407个市级单位和2770个区县级单位股权资产的描述性统计结果。不同层级地方政府的平均持有规模存在显著差异,并呈现出随行政层级降低而逐级递减的特征,整体形成倒金字塔型分布。具体而言,省级政府平均持有股权资产10946.82亿元,市级政府平均持有793.18亿元,而区县级政府平均持有规模仅为78.58亿元。

表1　　股权资产描述性统计

层级	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
省级	31	10946.82	8064.13	1524.32	35670.56
市级	407	793.18	1619.05	1.09	21696.80
区县级	2770	78.58	153.05	0.00	1804.52

注:股权资产单位为亿元。

从离散程度来看,图1展示了不同层级地方政府股权资产的核密度分布。省级层面的持有规模相对集中,而市级和区县级政府则呈现出明显的右偏和长尾特征,说明少数地区持有较大规模的股权资产,不同地区之间存在较为显著的分化。

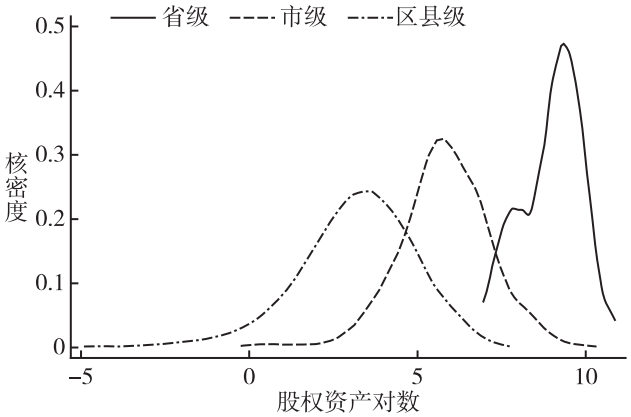
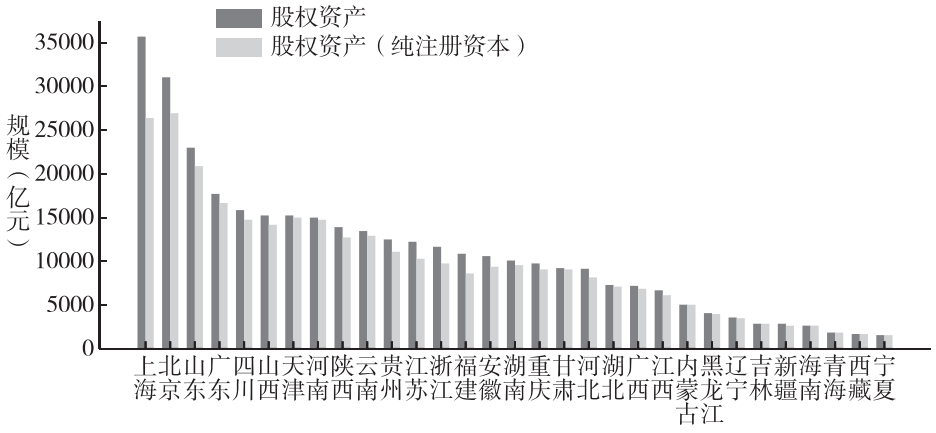


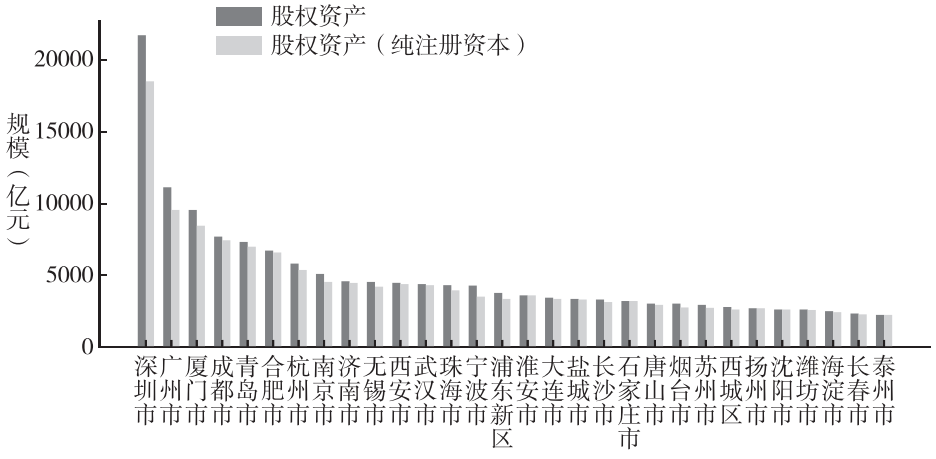
图1　股权资产核密度分布

从具体测算数额而言,图2展示了各层级地方政府所属行政区划的股权资产规模情况。限于篇幅,对于市级和区县级单位,本文仅展示股权资产规模排名前30位

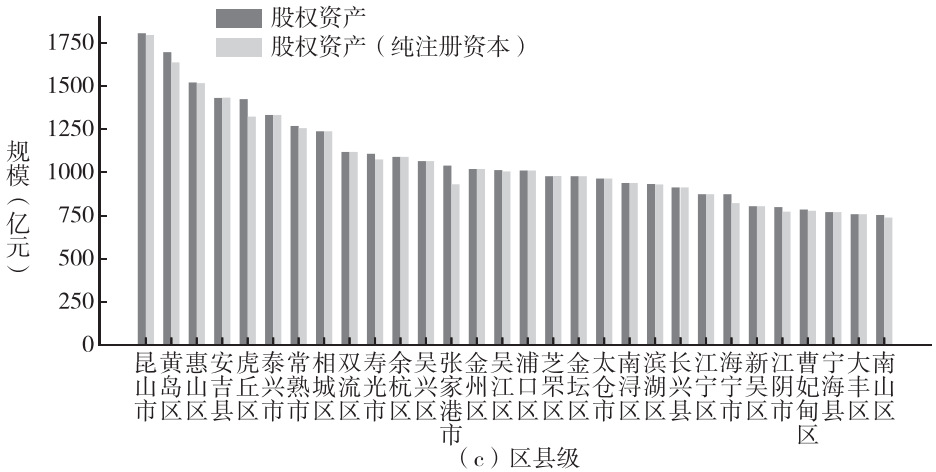
的行政区划。同时为便于比较，本文展示了经修正后的股权资产数额与仅用注册资本计算的数额。两种口径所呈现的地区分布和层级特征总体一致，但仅使用注册资本计算得到的股权资产规模普遍低于修正后的结果，表明单纯以注册资本衡量可能低估部分企业的实际资本规模，也说明本文进行口径修正具有必要性。



（a）省级



（b）市级



（c）区县级

图2　各层级股权资产规模

具体来看,在省本级层面,上海和北京的股权资产规模均超过3万亿元,明显高于其他省级行政区,分别达到35670.56亿元和31029.08亿元。相比之下,宁夏、青海和西藏等经济规模相对较小的省级行政区所持股权资产较少,均不足2000亿元。①

在市级层面,以副省级城市为主占据前列,其中深圳以21696.80亿元居首,广州和厦门次之。除副省级城市外,合肥、无锡等经济实力较强的地级市也持有较大规模的股权资产,并被视为较早探索“股权财政”模式的代表性地区。以合肥为例,依托既有产业基础及其对战略性新兴产业的持续布局,地方政府逐步形成了以政府投资带动产业引入并强化投后管理的“合肥模式”。具体而言,合肥通过市属国有资本运营平台设立产业投资基金,对目标企业进行股权投资,同时吸引社会资本共同参与,并建立涵盖产业培育、投后管理和国有资本退出的运作机制。该模式在推动高新技术企业落地、培育和上市的同时,也带动了地方政府股权资产规模的持续扩张。

在区县级层面,股权资产规模排名靠前的行政区划主要集中于长三角地区,且其持有规模明显高于区县级平均水平。其中,苏州下辖的昆山市、虎丘区等多个区县级单位位居前列,体现了地方政府股权投资的另一种组织模式。苏州下辖区县经济基础较强,参与产业投资的积极性较高,市级与区县级政府投资基金由此逐步形成相互协作、分工互补的基金网络,构建起市、区县两级联动的基金矩阵。在这一模式下,不同层级政府投资基金覆盖企业引进、培育、成长和退出等不同阶段,并通过市、区县两级基金之间的协同运作,推动苏州市全域股权资产实现了层级联动的规模化共同发展。

从股权资产持有结构而言,考虑到股权层级结构影响着实际融资规模与变现能力,本文进一步将各级地方政府的股权资产内部持有结构予以区分。具体而言,本文将股权资产结构区分为直接持有资产与间接持有资产。前者是指政府部门作为企业直接股东所持有的资产,后者则是指政府通过国有企业、投资平台等中间主体间接持有的资产。图3展示了各层级地方政府股权资产持有结构的平均情况。省级和市级政府均以间接持有为主,直接持有资产占比分别仅为20.9%和30.7%;区县级政府的持有结构相对均衡,其中直接持有资产占比为51.2%。这一差异可能反映出省级和市级政府更多借助国有资本运营平台及多层企业体系开展资本运作,而区县级政府可依托的中间载体相对有限,因而更多采取直接持股方式。总体而言,不同行政层级的持有结构差异与其职能定位、经济基础及国有资本市场化运作程度密切相关,并可能进一步影响地方政府的资本运营和国有资产监管方式。

从地理分布而言,地方政府股权资产呈现明显的区域差异。东部和中部地区各层级地方政府的平均股权资产规模总体较高,而西部和东北地区较低,这一格局与各地区的经济规模、产业基础和市场活跃程度基本一致。在市县层面,股权资产规模较大的地区主要集中于京津冀、长三角、珠三角和成渝等主要城市群,呈现较

① 因篇幅所限,各行政层级的股权资产具体数额相关内容详见本刊网站登载的附录。

为明显的空间集聚特征。这一分布与产业集聚效应和企业集群发展态势高度契合，反映了经济要素向优势区域集聚的一般规律。①

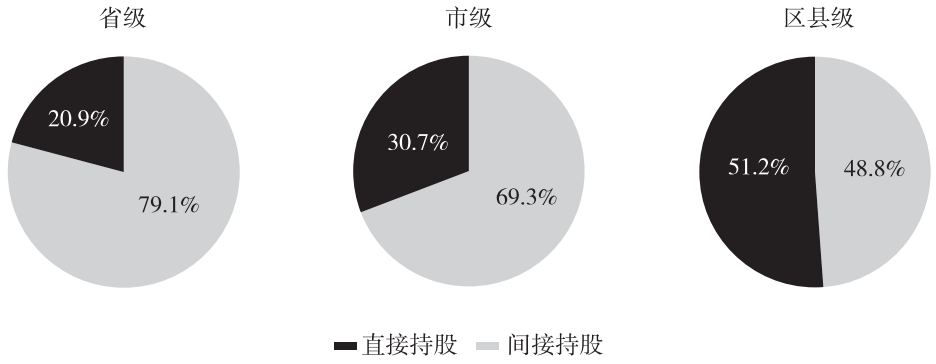


图3　各层级股权资产持有结构分布

从行业分布来看，地方政府股权资产呈现较强的集中性。图4显示，各级地方政府的股权资产主要分布于租赁和商务服务业、金融业及房地产业等领域。这些行业与地方政府承担的基础设施建设、土地开发、公共服务供给和产业扶持等职能密切相关，说明地方政府的股权资产配置在很大程度上服务于地方经济发展和公共职能履行，由此也反映这类资产具有较为明显的政策导向和功能属性。但同时，较高的行业集中度也可能使其资产价值和处置能力更易受到行业周期及政策调整的影响。此外，不同层级地方政府的股权资产配置还呈现一定的功能分化。省级政府持有的资产更多集中于金融业、制造业和交通运输业等资本密集、跨区域联动性较强的行业，体现出其在区域协调和战略性产业布局中的作用；市级和区县级政府的资产则更多分布于房地产业及相关领域，反映城市建设和土地开发在基层地方政府资本运作中的重要地位。

（二）2009—2022年地方政府股权资产动态变化

上述典型事实主要基于2022年末的截面数据，考察地方政府股权资产的规模与结构。为进一步把握其运行规律，本部分转向动态视角，分析地方政府股权资产的长期演化。图5展示了2009—2022年各级地方政府股权资产规模的变化轨迹。总体来看，不同层级地方政府的股权资产均呈持续扩张趋势，表现出较强的层级协同性，但在不同阶段的增长速度上存在明显差异。

从阶段性特征看，2014年前后构成一个较为重要的转折点。2014年以前，各级地方政府股权资产总体保持平稳增长，其扩张更多体现为传统产业布局和基础设施领域中的渐进式资本投入，企业设立成本、市场准入条件以及国有资本运作方式对资产增长形成了一定约束。2013年《中华人民共和国公司法》修订后，注册资本登记制度进一步放宽，叠加“大众创业、万众创新”等政策推动，市场主体数量明显增加。地方政府也更多通过国有资本参股、产业投资基金和各类投资平台参与企业设立与市场培育，从而推动股权资产规模进入加速扩张阶段。

① 因篇幅所限，相关内容详见本刊网站登载的附录。

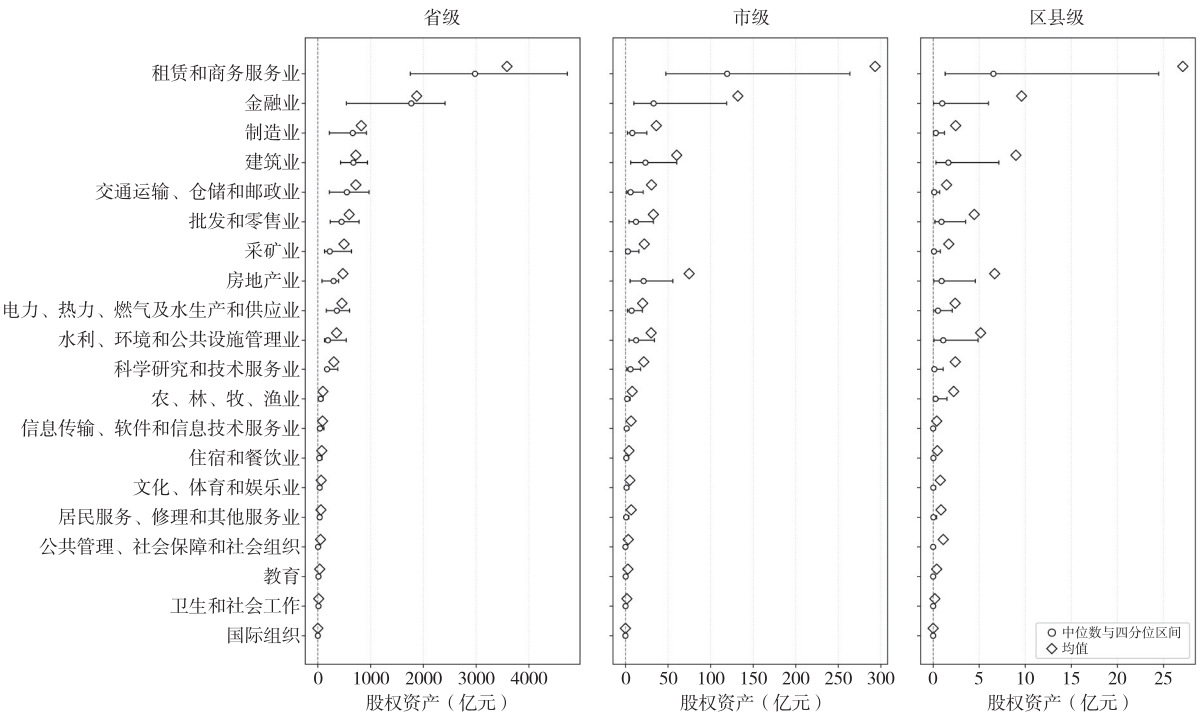


图4　地方政府股权资产行业分布

2018年以后,地方政府股权资产的增长速度进一步加快。一方面,面对上市公司股权质押风险及相关企业流动性压力,部分地方政府牵头设立纾困基金或产业投资平台,并通过受让股权、参与定向增发等方式入股上市公司,从而直接增加了地方政府持有的股权资产(毛捷和管星华,2022)。另一方面,政府引导基金在这一时期持续扩容,地方政府通过设立母基金、产业投资基金等方式,加大对重点产业和市场主体的股权投入,进一步拓展了国有资本参与产业培育和市场投资的渠道。纾困性投资的被动扩张与产业引导性投资的主动扩张共同作用,推动了这一阶段地方政府股权资产规模的持续快速增长。

值得注意的是,从分位数分布来看,各级地方政府股权资产的内部差异随时间推移不断扩大,整体增长更多由高分位数地区所推动,而低分位数地区的资产扩张相对缓慢。这意味着,地方政府股权资产总量的持续增长并非各地区同步扩张的结果,而在较大程度上体现为头部地区资产规模的快速积累。该现象可能反映出地区经济发展水平、产业基础、资本运作能力以及政策工具实施效果等方面的差异。随着时间推移,基础较好的地区能够依托既有的产业积累、资源整合能力和资本运作经验,进一步扩大股权资产规模;而基础相对薄弱的地区则可能受制于产业承载能力不足、资源吸附能力较弱和市场化转型进程较慢,资产扩张空间相对有限。由此,不同地区之间的股权资产差距逐步拉大,地方政府股权资产配置的分化特征也进一步强化。更为重要的是,这种分化还意味着不同地区可供调动的资产型财政资源并不均衡,总量层面的资产扩张可能掩盖部分地区股权资产基础相对薄弱的事实。

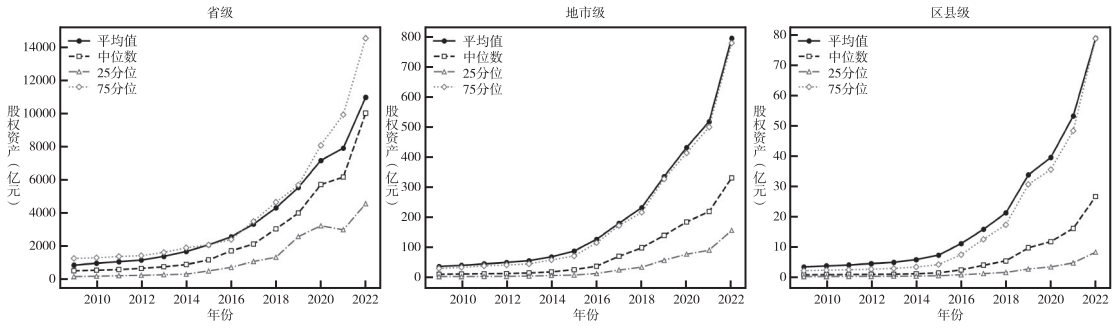


图5　股权资产动态变化

五、地方财政可持续性评估

为了说明地方政府股权资产对于地方财政可持续性的作用与影响，本部分基于上述测算数据，在标准的政府财政可持续性理论框架中，从宏观研判与微观识别的角度对地方政府财政可持续性以及股权资产的特殊性进行评估。

（一）地方政府财政可持续性宏观研判

本文从宏观层面采用财政反应函数考察股权资产如何影响省级和市级政府基本财政盈余对债务负担的调整。[①]财政反应函数法由Bohn（1998）提出，其核心思想是：当政府面临上一期债务占GDP比重上升时，若能通过压缩财政赤字或提高基本财政盈余作出正向调整，则可视为债务具有可持续性。该方法已被广泛用于财政可持续性检验，但现有研究较少将政府资产端纳入这一框架，考察资产持有对财政调整能力的影响。从作用机制看，股权资产可能通过提升偿债能力和风险抵御能力影响财政可持续性。一方面，偿债能力是政府债务可持续的重要基础（Buiter，2002）。股权资产能够带来国有资本经营收益等回报，拓展地方政府可支配资源，提高其应对债务压力时的财政调整空间。另一方面，相较于土地、基础设施等固定资产，部分股权资产具有更强的可交易性和变现能力，在面临短期偿债压力时可通过变现提供风险缓冲（沈沛龙和樊欢，2012）。因此，股权资产能够从增强长期偿债能力和缓解短期流动性压力两个方面提升财政可持续性。

本部分使用的相关数据来源如下：（1）市级一般公共预算收入、支出以及一般债务和专项债务余额数据来自CEIC数据库，并结合各地预决算公开信息手工整理，时间范围为2016—2023年。（2）省级一般公共预算收入与支出、政府性基金预算收入与支出、一般债务与专项债务之和以及债务付息支出数据来自中国地方政府债券信息公开平台（CELMA），时间范围为2016—2023年。（3）本文还考虑了表内债务之外的隐性债务，主要包括省级和市级层面的城投债余额。采用徐军伟和毛捷（2024）基于“存续逻辑”跟踪界定和精细化测算获得的数据，时间范围覆盖2006—2021年。本文建立如下财政反应函数：

$$ps_{it} = f(debt_{i,t-1}) + \beta equity_{i,t-1} + \eta X_{it} + \delta_i + \varepsilon_{it} \qquad (2)$$

① 市级，为地级行政区，包含地级市（包括副省级城市）、盟、自治州、地区，不含直辖市市辖区。

其中,ps_{it}为省份或市级单位i在年份t的基本财政盈余,定义为当年财政收入与除去政府债务利息支出的财政支出之差。对于省级面板数据,本文在财政收支口径上既考虑一般公共预算收支,也进一步考虑包含政府性基金预算收支的情况。市级的政府债务利息支出由公共预算债务付息支出与政府性基金债务付息支出加总获得。对于债务付息支出的缺失值,本文以中国人民银行公布的金融机构一年期贷款基准利率乘以上一年度政府债务余额进行估算。① $debt_{i,t-1}$为省份或市级单位i在上一年度的政府负债率,即政府债务余额与GDP的比值。对于政府债务余额,本文既考虑一般债务与专项债务等表内债务,也考虑包含城投债等隐性债务在内的总体债务。②在与基本财政反应函数的存量和流量检验框架保持一致的基础上,本文引入上一年末省份或市级单位i的政府股权资产比$equity_{i,t-1}$,即地方政府股权资产与GDP的比值作为核心解释变量。③参考唐文进等(2014),本文将股权资产视为一种广义储备渠道。若$\beta > 0$,表明股权资产相对不足,其规模扩大将增强政府财政信誉和市场信心,提升偿债能力,降低财政调整成本并改善财政反应。若$\beta < 0$,则股权资产相对过剩,短期债务压力可通过资产变现或抵押缓解,地方政府可能因此放松财政纪律,减少创造基本财政盈余的努力,不利于财政可持续性。X_{it}为一系列控制变量,包括经济增长率、产业结构、通胀水平与储蓄率等。④δ_i为省(市)固定效应。假设ε_{it}服从AR(1)过程,即$\varepsilon_{it} = \rho\varepsilon_{i,t-1} + \mu_{it}$。本文最终获得240个省级观测值以及1542个市级观测值。参考Ghosh et al.(2013)的做法,本文使用Prais-Winsten GLS对式(2)进行估计。

表2为对式(2)财政反应函数的回归估计结果。其中,列(1)—(4)为省级行政区不同财政收支口径与不同债务口径组合下的回归结果。列(1)(2)中政府债务仅考虑显性债务(狭义债务),列(3)(4)则额外考虑城投债等隐性债务(广义债务)。此外,列(1)、(3)财政收支仅考虑一般公共预算收支(狭义收支),列(2)、(4)则额外考虑政府性基金预算收支(广义收支)。表2列(5)(6)展示市级层面的结果,考虑到市级早期政府性基金预算收入数据缺失较多,财政收支仅考虑一般公共预算收支,列(5)中政府债务仅考虑显性债务,列(6)中政府债务包含城投债等隐性债务。本文设定政府负债率为三次非线性函数。受样本期较短、地方政府负债率分布较为集中的影响,估计结果显示样本期内地方政府的财政反应未呈现典型的财政疲劳特征。对于核心变量股权资产比,无论采用省级还是市级样本,也无论财政收支和政府债务采用狭义还是广义口径,其估计系数均显著为正。该估计结果表

① 若基准利率同一年度内存在多次调整,本文选择当年利率的平均值作为当年的金融机构一年期贷款利率。

② 由于本文可获取的隐性债务余额数据仅截至2021年末,因此在考虑包含隐性债务在内的总体债务时,时间区间范围为2016—2022年。

③ 本文也使用地方政府资产负债率替换核心解释变量作为稳健性检验,因篇幅所限,相关结果详见本刊网站登载的附录。

④ 因篇幅所限,控制变量及其定义、主要变量的描述性统计结果详见本刊网站登载的附录。

明，股权资产占地区经济规模比重越高，地方政府通常具有更高的基本财政盈余。股权资产作为广义财政储备，可拓展财政调整空间，并为缓解短期流动性压力和提高债务承受能力提供一定的资产缓冲，从而增强财政可持续性。

表2　　财政反应函数回归结果

变量	省级				市级	
	狭义收支 狭义债务 （1）	广义收支 狭义债务 （2）	狭义收支 广义债务 （3）	广义收支 广义债务 （4）	狭义收支 狭义债务 （5）	狭义收支 广义债务 （6）
政府股权资产比	0.057***	0.048***	0.070***	0.051***	0.018***	0.019***
	（0.01）	（0.01）	（0.01）	（0.01）	（0.01）	（0.01）
政府负债率三次项	0.122	0.083	0.305	0.345	0.013***	0.011***
	（0.33）	（0.51）	（0.23）	（0.32）	（0.00）	（0.00）
政府负债率二次项	−0.192	−0.032	−0.540	−0.459	−0.118***	−0.099***
	（0.50）	（0.75）	（0.35）	（0.51）	（0.04）	（0.02）
政府负债率一次项	0.160	−0.001	0.322**	0.160	0.180***	0.150***
	（0.20）	（0.29）	（0.15）	（0.23）	（0.03）	（0.02）
控制变量	是	是	是	是	是	是
观测值	240	240	210	210	1542	1542
R^2	0.940	0.918	0.942	0.929	0.960	0.959

注：*、**、***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著，括号内为稳健标准误，下表同。

考虑到按照最终持股比例测算的政府股权资产规模，未能充分区分控股与参股关系在实际控制能力和融资规模上的差异，本文进一步采用控制权口径重新测算地方政府股权资产，并以此替代基准指标进行稳健性检验。结果表明，地方政府具有实际控制权的资产规模仍然能够显著增强当期财政可持续性；最终持股比例口径也未能反映股权穿透层级差异所带来的资产变现能力与处置效率差异。为此，本文以2016年直接持股资产占比是否超过50%作为股权资产处置便利程度的代理指标，并据此开展异质性分析。结果显示，在股权资产变现能力较强的样本中，股权资产对财政可持续性的促进作用更为明显，说明资产的持有方式和可处置程度会影响其财政缓冲功能。此外，本文结合我国财政运行体制的特殊性开展了一系列稳健性检验。第一，考虑到我国财政预算具有较强的增量调整特征，在财政反应函数中加入基本财政盈余的滞后项，并采用系统GMM方法对动态模型进行估计。第二，考虑到转移支付在平衡地方财政收支中的重要作用，参考Potrafke & Reischmann（2015），在计算基本财政盈余时，从财政收入中进一步扣除一般转移支付和专项转移支付收入。结果表明，无论采用动态财政反应函数，还是剔除转移支付收入，股权资产均具有增强财政可持续性的作用，说明本文结论并非由财政调整的滞后性或地方政府对上级转移支付的依赖所驱动。①

（二）地方政府财政可持续性微观识别

上述财政反应函数从宏观层面表明股权资产对地方财政可持续性具有重要作

① 因篇幅所限，以上稳健性检验的相关结果详见本刊网站登载的附录。

用,但仍难以判断市场是否关注资产型财政能力,以及其相较于传统财政能力是否具有独立的风险识别作用。地方债券和城投债相对无风险利率的利差反映投资者对信用风险及违约损失的评估,可衡量市场感知的地方政府债务风险(王永钦等,2016;钟宁桦等,2021)。城投债通常被认为具有地方政府隐性担保,其发行利差不仅取决于发债主体经营状况,也反映市场对地方政府财政实力、担保能力和支持意愿的判断(罗荣华和刘劲劲,2016)。已有研究发现,即使地方财政负担相近,不同地区城投债信用利差仍显著不同,说明市场定价并不限于传统财政指标,还包括经济基础、资产状况及其他偿债资源(吴文锋和胡悦,2022)。然而,现有资产信息主要来自上市公司和发债国企,难以覆盖地方政府通过非上市企业及多层级持股链条控制的资产。本文构建的股权穿透网络覆盖非上市、非发债企业,并识别政府间接持股最终拥有的股权资产,从而弥补传统统计口径和企业合并报表的遗漏。基于上述测算,本文检验股权资产是否被债券市场识别,以及能否在传统经济与财政指标之外解释城投债风险溢价。

已有文献表明,国企违约事件会引发市场对地方政府包括担保意愿与能力在内的整体信用进行重新评估,通过信息效应、资金的重新分配以及强化市场纪律等使其在供应链与区域间产生显著的溢出效应(祝小全等,2022)。在我国多起国企违约事件中,2020年主体评级为AAA的某国有大型煤炭企业发生超预期违约,引起了债券市场的剧烈动荡,也引发了市场对刚性兑付与“逃废债”之间关系的讨论(刘晓蕾等,2023)。2020年11月10日,河南省国资委实际控制下的某重要国企未能按期兑付债券到期应付本息,涉及金额达10.32亿元,构成实质性违约。这一事件引发债券市场剧烈波动,且与以往国企或城投违约有本质不同。其冲击力不仅打破了市场长期存在的“刚兑信仰”与“国企信仰”,更引发了市场对地方政府主导下通过资产转移等削弱实际偿债能力进行“逃废债”行为的担忧。深度拆解发现,违约前夕,该企业将持有的中原银行股权等优质资产与资不抵债的子公司股权一同划出。虽称其为剥离亏损业务,但优质资产的流失削弱了该企业的变现偿债能力。违约事件对城投定价逻辑的影响,已从宏观层面的财力评估,转向对存量资产安全性与真实抵补能力的底层重构。

基于上述分析,本文以某国有大型煤炭企业债券违约作为外生冲击,考察违约事件发生后地方政府股权资产对城投债发行定价的影响是否发生变化,以此体现市场是否对以股权资产为代表的财政能力有所反应。为尽可能降低其他政策与市场因素的干扰,本文选取2020年7月至2021年5月发行的城投债作为研究样本。债券发行数据来自万得(Wind)数据库,主要包括发行利率、发行规模、发行期限和发行主体等信息。考虑到非公开定向债务融资工具采用私募方式发行,公开市场定价信息较为有限,难以充分反映投资者的市场反应,本文将其从样本中剔除。在此基础上,本文利用不同地区城投债余额相对于地方政府股权资产规模的差异,构建广义双重差分模型,检验违约发生后,债券市场是否根据各地股权资产对城投债发行溢价进行差异化调整,从而识别市场对地方政府资产型财政能力及相关债务

风险的重新评估。具体模型设定如下：

$$spd_{it} = \beta DER_{c,2019} \times post_t + \gamma X + \theta_r + \varphi_b + \lambda_t + \phi_c + \sigma_j + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，spd_{it}为月份t发行的债券i的发行利率与同日相同期限的国开债利率之差。$DER_{c,2019}$为2019年城市c城投债余额与股权资产之比。$post_t$为冲击指代变量，考虑到市场反应的滞后性、债券发行流程以及11月较多城投债取消或推迟发行的事实，本文定义该变量在2020年12月及之后取值为1。X代表一系列控制变量，参考Pan et al.（2018）以及欧阳伊玲等（2024），本文选取的控制变量包括城市层面年度控制变量与债券层面控制变量。其中，城市层面控制变量包括人均GDP对数、财政自给率和第三产业占GDP的比重等，为了避免反向因果关系导致的内生性影响，本文将地区经济变量滞后一年。债券层面控制变量包括发行总额（对数）、发行期限（年）、发行方式、是否有担保等。[①]θ_r和φ_b为债券层面固定效应，包括债券评级固定效应以及债券类型固定效应。[②]λ_t、ϕ_c、σ_j分别为月份固定效应、城市固定效应，以及发行该债券的融资平台主体所在行业固定效应。

本文首先考察某国有大型煤炭企业债券违约后，不同债务资产状况的城市是否出现差异化的城投债发行定价，回归结果见表3列（1）。结果显示，债务资产比与冲击后虚拟变量的交互项显著为正，即在违约发生后，城投债余额相对于地方政府股权资产规模越高的城市，其城投债发行溢价上升幅度越大。这一结果表明，信用风险事件强化了投资者对地方政府整体资产负债状况的关注，市场定价不再仅取决于债务规模本身，也更加重视可用于支持债务偿付的资产基础。较高的债务资产比意味着单位股权资产对应的城投债务规模更大，地方政府可用于吸收潜在损失、缓解偿债压力和支持隐性担保的资产缓冲相对有限，因此投资者会要求更高的风险补偿。违约促使市场重新评估地方政府债务与股权资产之间的匹配程度，并将这种资产端差异反映在城投债发行成本之中。

运用双重差分法分析冲击效应的前提是在债务违约之前，不同债务资产比的城市城投债发行溢价变动趋势不存在系统性差异，并且该冲击效应需出现在该企业债务违约发生之时或之后，否则可能存在其他干扰因素。为对上述平行趋势假设进行评估，本文构建如下模型，采用事件研究法进行动态效应分析：

$$spd_{it} = \sum_{k=-5}^{5} \beta_k DER_{c,2019} \times Mon_D_t^k + \gamma X + \theta_r + \varphi_b + \lambda_t + \phi_c + \sigma_j + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中，式（4）中$Mon_D_t^k$为月度虚拟变量，表示第t月是该企业债务违约发生的前k个月、当月或后k个月。本文以2020年11月（$k=-1$）作为基期。其他变量与基准模型一致，不再赘述。图6展示了对该事件研究法的估计结果。从图中可以直观看出，违约事件发生前，债务资产比与各月虚拟变量的交互项均不显著，未发现不同债务资产比城市之间存在系统性的事前差异化趋势。此外，在债务违约发生之

① 因篇幅所限，控制变量及其定义、主要变量的描述性统计结果详见本刊网站登载的附录。

② 样本债券评级包括A+、AA-、AA、AA+、AAA及其他；样本债券类型包括项目收益票据、中期票据、企业债、公司债、短期融资券。

后,从事件后第2期开始,系数在10%的显著性水平上显著为正,并且具有持续性影响。这说明,受该违约事件影响,市场开始关注政府资产所反映的财政担保能力及相关风险,但该影响存在一定的时滞性。

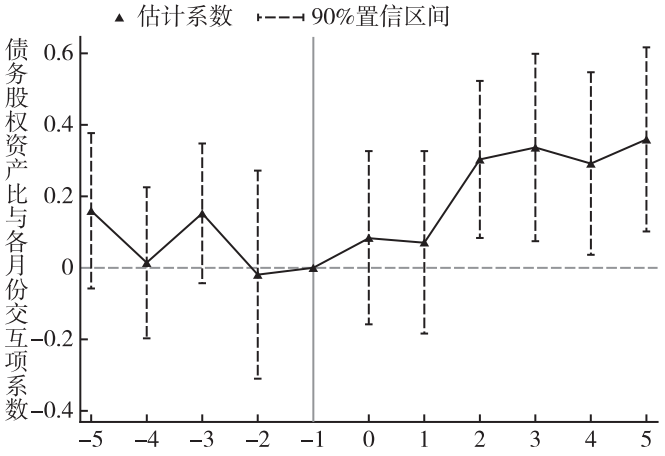


图6　平行趋势检验

除此之外,本文还进行了一系列稳健性检验,包括:(1)在基准模型中加入了融资平台评级与融资平台注册资本等融资平台控制变量;(2)为了排除发行主体所处宏观经济环境的影响,加入了省份与月份、行业与月份的联合固定效应;(3)剔除样本研究时间以前发生过城投非标违约的城市样本从而排除城投非标违约对本文结果的干扰;(4)去除了河南省内发行的相关城投债样本。以上稳健性检验结果见表3列(2)—(5),其结果总体保持稳健。此外,本文还进行了额外的稳健性检验:一是将债务资产比按四分位数划分为四组,并分别与冲击后虚拟变量进行交互,以放松连续变量的线性设定。结果显示,各组交互项系数总体为正,但仅债务资产比最高组的系数显著为正。这表明违约后的市场重新定价主要集中于债务资产比最高的城市,说明投资者对地方政府资产缓冲能力的反应可能具有一定的门槛特征。二是使用2017—2019年城投债余额与股权资产之比的均值替代2019年单年指标,以降低短期波动和测量误差的影响,更稳定地衡量冲击前各城市的债务资产状况。替换指标后结果保持一致,表明基准结论并非由特定基期的异常取值所驱动。最后,本文将城市层面的债务资产比随机重新分配并重复估计,以排除基准结果由处理变量的特定分布、样本偶然相关或模型机械拟合所驱动的可能性。随机置换所得估计系数的分布中心接近于零,进一步支持了基准结论的稳健性。①

最后,本文进一步考察该违约事件发生后的市场重新定价,是否仅反映传统意义上的地方财政负担,而未包含股权资产所表征的资产型财政能力。具体而言,表4分别以狭义政府债务率和广义政府债务率替代基准模型中的债务资产比。其中,狭义政府债务率定义为2019年城市一般债务与专项债务余额之和,占一般公共预算收入与政府性基金收入之和的比重;广义政府债务率则在债务端进一步纳入城

① 因篇幅所限,以上额外稳健性检验的相关结果详见本刊网站登载的附录。

投债余额。列(1)、(3)分别单独检验狭义与广义政府债务率在违约后的定价效应，列(2)、(4)则进一步将其与基准模型中的债务资产比交互项同时纳入回归。

表3　　违约冲击与城投债发行定价

变量	基准	加入融资平台控制变量	加入联合固定效应	剔除非标违约样本	剔除河南省城投债样本
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
债务资产比交互项	0.159***	0.140***	0.176**	0.143***	0.165***
	(0.05)	(0.05)	(0.08)	(0.05)	(0.06)
基准控制变量	是	是	是	是	是
基准固定效应	是	是	是	是	是
融资平台控制变量	否	是	否	否	否
省份—月份固定效应	否	否	是	否	否
行业—月份固定效应	否	否	是	否	否
观测值	2845	2845	2845	2781	2781
R^2	0.635	0.652	0.691	0.632	0.634

注：基准控制变量包括城市与债券层面控制变量，基准固定效应包含月份固定效应、城市固定效应、融资平台主体所在行业固定效应以及债券层面的评级与类型固定效应。

结果显示，无论采用狭义还是广义政府债务率，其与冲击后虚拟变量的交互项均未达到统计显著水平；相比之下，在同时控制传统政府债务率后，债务资产比与冲击后虚拟变量的交互项仍然显著为正。这表明，违约后的市场重新定价并不能完全由地方政府传统债务负担加以解释。投资者关注的不仅是债务规模本身，还可能包括债务与可动用股权资产之间的相对匹配关系。换言之，相较于仅反映负债端压力的传统债务指标，债务资产比纳入了资产端信息，因而能够为市场识别地方政府的潜在偿债能力和风险承受能力提供额外信息。上述结果进一步说明，股权资产所代表的资产型财政能力具有区别于传统财政收支和债务指标的增量解释力。

表4　　传统财政能力的替代解释检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
债务资产比交互项		0.168***		0.153**
		(0.06)		(0.06)
狭义政府债务率交互项	−0.110	−0.117		
	(0.11)	(0.11)		
广义政府债务率交互项			0.057	0.031
			(0.08)	(0.08)
基准控制变量	是	是	是	是
基准固定效应	是	是	是	是

续表4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
观测值	2825	2825	2825	2825
R^2	0.632	0.633	0.632	0.633

注:基准控制变量包括城市与债券层面控制变量,基准固定效应包含月份固定效应、城市固定效应、融资平台主体所在行业固定效应以及债券层面的评级与类型固定效应。

六、结论与政策启示

财政可持续性是政府持续履行公共职能、维护宏观经济稳定和防范财政金融风险的重要基础。传统财政可持续性分析主要关注财政收支流量,但在我国地方政府长期参与基础设施建设、产业投资和国有资本运营的制度背景下,债务融资往往伴随着资产形成,地方财政能力因而不仅取决于财政收入,还需要关注地方政府拥有的庞大资产型财政资源。特别是,地方政府往往通过国有中介主体开展间接投资,由此形成了大量嵌套于多层股权网络之中的股权资产,这些资产既可以通过长期经营性收入为地方财政提供较为稳定的资金来源,也可以在地方政府面临流动性压力时,通过快速变现提供一定的风险缓冲。因此,从资产负债表视角重新审视地方财政可持续性,有助于弥补传统财政指标的评估局限。

本文基于中国工商注册企业数据构建全样本企业股权网络,识别地方政府通过直接和间接持股最终拥有的股权资产,并在此基础上考察资产端因素对地方财政可持续性的影响。本文的测算数据表明,我国地方政府持有规模可观的股权资产,但其资产规模、持有层级、行业配置和动态演变均呈现明显的行政层级差异与区域分化特征,反映出不同地区在经济基础、资本运作能力和资源整合方式等方面存在较大差异。进一步分析表明,股权资产能够在一定程度上拓展地方政府面对债务压力时的财政调整空间。在信用风险事件发生后,债券市场也会重新评估地方政府债务负担与可支配股权资产之间的匹配关系。由此可见,股权资产所反映的资产型财政能力能够提供传统财政收支和债务指标之外的增量信息,是理解地方政府实际偿债能力的另一重要维度。上述发现表明,地方财政可持续性评估应由传统收支指标拓展至资产负债统筹、存量流量结合的分析框架,以更全面判断财政空间与风险。同时需要指出,本文主要识别的是股权资产规模所表征的潜在财政能力,而这种能力能否真正转化为现实财政资源,还取决于资产质量、盈利能力、流动性、控制权以及市场处置条件等因素。不同类型股权资产通过何种渠道影响财政调整,其作用在不同地区和不同风险情境下是否存在差异,仍有待后续研究进一步检验。

本文研究具有如下三点政策启示。第一,应健全地方政府股权资产的统计核算体系,并完善穿透式管理机制,为地方政府资产负债表编制和财政可持续性评估提供完整的数据基础。当前,地方政府股权资产信息分散于不同管理部门及市场主体,若仅依赖一级企业名录或汇总统计数据,难以准确刻画政府通过多层持股结构最终持有的资产全貌,容易造成间接持股遗漏、集团内重复计算以及不同地区统

计范围与标准不一致等问题。基于此，应在既有国有资产管理框架和政府财务报告制度基础上，统一股权资产的统计覆盖边界、确认条件与价值计量基准，加强跨部门协同和信息互通，推动基础数据归集整合与动态更新。加强股权资产统计与政府综合财务报告、国有资产管理情况报告、国有资本经营预算和地方债务监测的衔接，形成口径统一、分类清晰、动态更新的资产信息体系，增强不同地区、不同层级政府之间资产数据的横向可比性与纵向一致性。同时，应依托工商登记、产权登记及企业财务报告等数据，强化多层级持股链条的穿透识别，构建覆盖各级政府的股权资产明细，并明确区分资产结构、行业归属和经营运转等信息，及时跟踪股权划转、资本变动及企业重组等重大事项，保障资产信息的连续性与可追溯性。此外，还应关注资产的收益能力和可变现程度，对承担公共服务、战略任务或处置受限的资产予以分类识别，避免将名义资产规模简单等同于可支配财政资源。

第二，需着力推进以股权资产为重点的国有资产盘活与布局结构优化工作。股权资产兼具资本投入、收益获取与资源配置等多重功能属性，在存量国有资产盘活中具有重要地位。应在统筹经济发展阶段、财政承受能力和市场运行环境的基础上，协调推进新增资产配置与存量资产有效盘活。在经济运行平稳、财政调控空间相对充裕时，应将重点置于优质股权资产培育与长期价值积累。当财政收支矛盾突出或外部冲击有所加大时，可在规范决策程序、严格防范国有资产流失的前提下，灵活借助股权转让、增资扩股、资产重组和收益回流等方式，释放低效存量资产，为地方财政运行提供缓冲。与此同时，应依据不同类型国有企业所承担的功能定位，实施差异化分类管理。对具备市场竞争条件和改革基础的国有企业，可通过引入战略投资者、推进股权置换和专业化重组等方式，在进一步深化国资国企改革的同时，优化产权结构与资本布局，切实提升企业运营效率和股权资产收益能力。对于承担公共服务和战略保障任务的企业，则需在政策目标与经营绩效之间寻求合理平衡，避免将短期变现收益或资本回报率作为评价资产运营成效的主要标准。此外，还应发挥产业引导基金与国有资本投资运营公司的平台功能，围绕战略性新兴产业培育、科技创新攻关及产业链补链强链等重点方向开展资本配置，强化国有资本推动产业升级和区域协调发展的引领作用。在制度配套层面，应完善股权流转机制、资产估值方法及市场化定价体系，拓宽规范透明、程序合规的股权转让与退出通道，提升股权资产的流动性与配置效率，使存量股权资产逐步转化为具备持续收益能力的财政资源。

第三，应构建基于资产负债表的财政可持续性预警体系，并强化资产端与负债端风险的统筹防控。当前地方财政风险监测仍主要集中于财政收支等流量性指标对债务的覆盖情况，对资产端信息关注相对薄弱，制约了对政府整体财务健康状况的全面把握。为此，应推动风险监测视角由单一流量分析转向资产与负债相结合、存量与流量相衔接的综合评估框架，将股权资产所承载的资产型财政能力纳入财政可持续性分析，弥补现行监测体系资产端信息不足的短板。在地方政府数据治理能力持续提升的背景下，应整合政府性债务与国有资产管理信息并动态更新，构

建多维度监测指标体系,涵盖债务规模与股权资产价值的匹配程度、股权资产整体收益水平以及国有资本收益对偿债支出的覆盖比率等关键指标,及时识别资产规模扩张与债务增长不同步、资产收益持续偏低或资产估值波动加剧等因素引致的潜在财政风险。针对债务负担较重、股权资产收益能力不足或资产配置高度集中于少数周期性行业的地区,应适度提高风险预警级别,强化新增投资项目审查,并适当收紧债务融资约束。对于资产负债结构相对稳健、短期偿付压力不大的地区,也不宜因账面资产规模较大而放松债务管理,更应关注资产收益与债务偿付之间的动态匹配关系,避免资产名义规模扩张掩盖实际偿债能力不足的结构性问题。与此同时,应进一步提高地方政府及所属国有企业的信息透明度,为金融市场主体准确识别不同地区的财政基础与风险状况提供可靠的数据支撑。规范透明的资产负债信息披露,有助于形成与实际风险水平相匹配的融资定价机制,发挥市场约束对地方财政管理的外部监督作用,进而推动地方政府改善资产运营质量与债务管理效率,提升财政风险识别与应对的前瞻性,筑牢不发生系统性财政风险的制度防线。

参考文献

白积洋、刘成奎,2022:《中国地方政府债务可持续、财政空间与经济增长》,《经济理论与经济管理》第8期。

刁伟涛,2016:《国有资产与我国地方政府债务风险测度——基于未定权益分析方法》,《财贸研究》第3期。

杜彤伟、张屹山、杨成荣,2019:《财政纵向失衡、转移支付与地方财政可持续性》,《财贸经济》第11期。

赖烽辉、李善民,2023:《共同股东网络与国有企业创新知识溢出——基于国有企业考核制度变迁的实证研究》,《经济研究》第6期。

李丹、庞晓波、方红生,2017:《财政空间与中国政府债务可持续性》,《金融研究》第10期。

李丹、方红生,2021:《中国居民储蓄、财政空间与政府债务可持续性》,《世界经济》第6期。

李金华,2015:《中国国家资产负债表谱系及编制的方法论》,《管理世界》第9期。

李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成,2012:《中国主权资产负债表及其风险评估》,《经济研究》第6期。

梁若冰、王群群,2021:《地方债管理体制改革与企业融资困境缓解》,《经济研究》第4期。

刘晓蕾、刘俏、李劢、朱妮,2023:《债券违约的区域性影响——信息效应与逃离效应分析》,《金融研究》第8期。

罗荣华、刘劲劲,2016:《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》,《金融研究》第4期。

吕冰洋、曾傅雯、涂海洋、李戎,2024:《中国财政可持续性分析:研究框架与综合判断》,《管理世界》第1期。

马骏、张晓蓉、李治国,2012:《中国国家资产负债表研究》,社会科学文献出版社。

毛捷、管星华,2022:《地方政府纾困政策的效应研究:来自上市公司的证据》,《经济研究》第9期。

欧阳伊玲、王愉靖、李平、高昊宇,2024:《数据要素与城投债定价:基于公共数据开放的准自然实验》,《世界经济》第2期。

沈沛龙、樊欢,2012:《基于可流动性资产负债表的我国政府债务风险研究》,《经济研究》第2期。

孙琳、钟睿,2025:《财力性资源、地方政府债务风险和财政可持续:基于统筹的视角》,《财贸经济》第9期。

唐文进、苏帆、彭元文,2014:《财政疲劳、储备渠道与中国政府债务上限的测算》,《财经研究》第10期。

王永钦、陈映辉、杜巨澜,2016:《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》,《经济研究》第11期。

吴文锋、胡悦,2022:《财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据》,《中国社会科学》第8期。

谢贞发、王震，2025：《以链养税：供应链本地化建设的财税激励逻辑》，《中国工业经济》第5期。

徐军伟、毛捷，2024：《地方政府与融资平台：统筹发展与安全》，《财政研究》第5期。

闫坤、鲍曙光，2020：《"十四五"时期我国财政可持续发展研究》，《财贸经济》第8期。

杨志勇、张斌，2019：《中国政府资产负债表（2019）》，社会科学文献出版社。

钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶，2021：《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》，《中国工业经济》第4期。

周博，2025：《国企股权网络与地方债务扩张——基于穿透式监管的视角》，《管理世界》第12期。

祝小全、陈卓、施展、何治国，2022：《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》，《经济研究》第11期。

Allen, F., J. Cai, X. Gu, J. Qian, L. Zhao, and W. Zhu, 2022, "Ownership Networks and Firm Growth: What Do Forty Million Companies Tell Us About the Chinese Economy?", SSRN Working Paper, No.3465126.

Allen, F., J. Cai, X. Gu, J. Qian, L. Zhao, and W. Zhu, 2024, "Centralization or Decentralization? The Evolution of State-Ownership in China", SSRN Working Paper, No.4283197.

Aminadav, G., and E. Papaioannou, 2020, "Corporate Control Around the World", *Journal of Finance*, 75(3), 1191—1246.

Bai, C. E., C. T. Hsieh, Z. M. Song, and X. Wang, 2020, "The Rise of State-connected Private Owners in China", NBER Working Paper, No.28170.

Billio, M., M. Getmansky, A. W. Lo, and L. Pelizzon, 2012, "Econometric Measures of Connectedness and Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors", *Journal of Financial Economics*, 104(3), 535—559.

Blanchard, O., J. C. Chouraqui, R. P. Hagemann, and N. Sartor, 1990, "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question", *OECD Economic Studies*, 15, 7—36.

Bohn, H., 1998, "The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits", *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 949—963.

Brioschi, F., L. Buzzacchi, and M. G. Colombo, 1989, "Risk Capital Financing and the Separation of Ownership and Control in Business Groups", *Journal of Banking and Finance*, 13(4-5), 747—772.

Buiter, W. H., 2002, "The Fiscal Theory of the Price Level: A Critique", *Economic Journal*, 112(481), 459—480.

Cossin, D., and H. Schellhorn, 2007, "Credit Risk in A Network Economy", *Management Science*, 53(10), 1604—1617.

Fu, W., F. Liu, and Y. Liu, 2024, "Network-based State Ownership and Corporate Resilience: Evidence from China", *Finance Research Letters*, 69, 106199.

Ghosh, A. R., J. I. Kim, E. G. Mendoza, J. D. Ostry, and M. S. Qureshi, 2013, "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *Economic Journal*, 123(566), F4—F30.

Jiang, Z., H. Lustig, S. Van Nieuwerburgh, and M. Z. Xiaolan, 2024, "The U.S. Public Debt Valuation Puzzle", *Econometrica*, 92(4), 1309—1347.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, 54(2), 471—517.

Mehrotra, N. R., and D. Sergeyev, 2021, "Debt Sustainability in A Low-interest Rate World", *Journal of Monetary Economics*, 124, S1—S18.

Pan, Y., T. Y. Wang, and M. S. Weisbach, 2018, "How Management Risk Affects Corporate Debt", *Review of Financial Studies*, 31(9), 3491—3531.

Piketty, T., L. Yang, and G. Zucman, 2019, "Capital Accumulation, Private Property, and Rising Inequality in China, 1978-2015", *American Economic Review*, 109(7), 2469—2496.

Potrafke, N., and M. Reischmann, 2015, "Fiscal Transfers and Fiscal Sustainability", *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(5), 975—1005.

Local Government Equity Assets Measurement and Evaluation of Fiscal Sustainability: Look-through Identification Based on Complex Ownership Networks

LI Rong[a,b], CAI Yanhao[a] and LIU Yan[c]
(a: School of Finance, Renmin University of China;
b: Center for Financial Policy Studies, Renmin University of China;
c: School of Business, Sun Yat-sen University)

Summary: Fiscal sustainability underpins the government's ability to provide public services, meet essential social needs, maintain macroeconomic stability, and mitigate fiscal and financial risks. Yet conventional assessments focus largely on fiscal flows and debt, paying limited attention to the fiscal capacity embedded in government assets. This omission is especially prominent in China, where local governments play a major role in infrastructure investment, industrial development, and state capital operations, and where borrowing often creates assets alongside liabilities. Equity holdings can generate dividends and capital gains and, when conditions permit, can be transferred or restructured to ease liquidity pressures. We therefore examine local fiscal sustainability from a government balance sheet perspective.

Using nationwide business registration records, we construct an ownership network covering all registered firms in China, identify government shareholders, assign them to provincial, prefecture-level, and county-level jurisdictions, and trace their direct and indirect ownership links. A matrix-based method accounts for cross-shareholdings and circular shareholdings and yields each government's ultimate ownership share. Equity assets are valued primarily using registered capital, with adjustments based on shareholders' equity of listed companies. The resulting equity asset database covers all three subnational levels of government.

Descriptive patterns reveal substantial heterogeneity in local government equity holdings. Average holdings decline at lower administrative levels, and the prefecture- and county-level distributions are highly right-skewed. Provincial and prefecture-level governments hold most assets indirectly through multilayered ownership chains, whereas county-level governments rely more on direct ownership. Equity assets are concentrated in eastern and central China, major urban agglomerations, and a limited set of sectors. Growth accelerated after 2014 and again after 2018, increasingly driven by already asset-rich jurisdictions and widening disparities in asset-based fiscal capacity.

We assess the fiscal relevance of local government equity assets from both macro and micro perspectives. At the macro level, we incorporate the equity-assets-to-GDP ratio into the standard fiscal reaction function. Provincial and prefecture-level estimates show that higher equity-asset ratios are associated with larger primary fiscal surpluses, consistent with these assets expanding fiscal adjustment capacity when debt pressures rise. At the micro level, we use the unexpected bond default of a large state-owned enterprise controlled by the Henan provincial government as a credit shock. Evidence from local government financing vehicle (LGFV) bonds issued between July 2020 and May 2021 shows that issuance spreads rose more in cities with higher ratios of LGFV debt to local government equity assets. Conventional debt measures fail to explain this repricing, suggesting that investors consider both local liabilities and the equity asset buffers available to support debt repayment.

The policy implications are threefold. First, a consistent look-through accounting framework is needed to identify local government equity assets and update related records regularly. Second, greater emphasis should be placed on improving the allocation and operating efficiency of state capital and on developing transparent mechanisms for mobilizing existing assets. Third, fiscal risk monitoring should incorporate asset quality, liquidity, and the alignment between debt obligations and available asset buffers. The paper contributes by constructing a nationwide ownership network to identify equity assets ultimately held by local governments through both direct and indirect ownership, and by linking these measures to fiscal adjustment and bond market pricing. In doing so, it brings the asset side of local government balance sheets into the analysis of fiscal sustainability. Future research can further examine how asset quality, liquidity, and institutional constraints affect the extent to which equity holdings can be converted into usable fiscal resources.

Keywords: Local Government Debt; Fiscal Sustainability; Equity Assets; Ownership Networks
JEL Classification: H63, H70, G38, D85

(责任编辑:冀　木)(校对:王红梅)