

# 地方政府债务对区域金融韧性的影响研究

徐 龙

杭州电子科技大学经济学院, 浙江 杭州

收稿日期: 2026年5月14日; 录用日期: 2026年6月29日; 发布日期: 2026年7月7日

## 摘 要

地方政府债务风险持续累积与金融安全重要性日益凸显的双重背景下, 本文系统考察了地方政府债务对区域金融韧性的影响效应、传导机制及边界条件。基于2014~2024年中国30个省级行政区面板数据, 从防御抵抗、适应恢复、转换学习三个维度构建区域金融韧性评价体系, 运用双向固定效应模型进行实证检验。研究发现: 第一, 地方政府债务与区域金融韧性之间存在稳健的负相关关系; 第二, 市场化水平和财政自给率均发挥正向调节作用, 即二者水平越高, 债务对金融韧性的负面冲击越弱; 第三, 地方政府债务通过挤压金融财政支出和推动影子银行扩张两条路径削弱区域金融韧性。上述发现为统筹推进地方政府债务风险防控与区域金融韧性建设提供了理论依据与实证参考。

## 关键词

地方政府债务, 区域金融韧性, 调节效应, 中介效应

# A Study on the Impact of Local Government Debt on Regional Financial Resilience

Long Xu

School of Economics, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou Zhejiang

Received: May 14, 2026; accepted: June 29, 2026; published: July 7, 2026

## Abstract

Against the dual backdrop of the continuous accumulation of local government debt risks and the increasing importance of financial security, this paper systematically examines the impact of local government debt on regional financial resilience, its transmission mechanisms, and boundary conditions. Based on panel data from 30 Chinese provinces from 2014 to 2024, a regional financial resilience evaluation system is constructed from three dimensions: defense resistance, adaptive recovery, and transformation learning, and an empirical test is conducted using a two-way fixed

effects model. The study finds: first, there is a robust negative correlation between local government debt and regional financial resilience; second, both the level of marketization and the fiscal self-sufficiency rate play positive moderating roles, meaning that the higher these levels, the weaker the negative impact of debt on financial resilience; third, local government debt weakens regional financial resilience through two pathways: crowding out financial fiscal expenditure and promoting shadow banking expansion. The above findings provide both theoretical basis and empirical reference for coordinating the prevention and control of local government debt risks and the construction of regional financial resilience.

## Keywords

Local Government Debt, Regional Financial Resilience, Moderating Effect, Mediating Effect

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

全球经济格局正经历百年未有之大变局。国际经贸环境深刻调整、全球经济不确定性持续上升、供应链格局加速重构等多重因素交织,使得金融体系面临的外部冲击日益频繁且复杂化,如何增强金融体系的韧性已成为新时代金融治理的核心命题。增强金融韧性的前提,在于准确识别影响金融韧性的关键因素。在诸多潜在影响因素中,地方政府债务问题因其规模庞大、涉及面广且与金融体系深度关联,已成为中国经济运行中最受关注的结构性风险之一,其风险一旦向金融体系传导,势必对区域金融稳定造成深远影响。然而,现有研究对地方政府债务经济效应的考察多集中于经济增长、投资效率等实体经济层面,对债务风险如何作用于金融体系韧性的研究仍相对不足。鉴于此,本文以地方政府债务为切入点,系统考察其对区域金融韧性的影响效应、传导机制及边界条件。

由于金融韧性作为独立研究对象出现的时间较短,现有概念大多建立在已有韧性理论框架之上,学界对其内涵尚未达成共识,且在分析视角上存在明显分歧。从均衡论视角出发,部分学者侧重于系统的稳态维持与均衡回归能力。张海龙和梁艺(2022)、宋玉茹(2022)以及 Tang 等(2022) [1]-[3]均将金融韧性界定为金融体系有效抵御外部冲击、维持结构与核心指标稳定并在受损后实现快速复苏的能力。这一视角虽然在理论建模上提供了较为简洁的分析假设,但对系统动态演进特征的刻画有所不足。另一部分学者则基于演化论视角,将适应与升级能力纳入金融韧性的概念框架之中。朱太辉和李彤玥(2019) [4]从时间与功能双重维度出发,将金融韧性解构为常规时期的防御抵抗能力、冲击来临时的适应恢复能力以及冲击消退后的学习转换能力。曹强等(2021) [5]同样对韧性进行了阶段性划分,将其概括为受冲击时期的维稳与恢复能力以及冲击过后的适应与成长能力。林春等(2024) [6]则立足于适应性韧性框架,认为金融韧性是金融体系在自身稳定维护、外部冲击抵御以及深化改革推进等方面能力的综合体现。

国内金融韧性影响因素的探讨相对有限。在已有成果中,孙英杰(2025) [7]基于 66 个经济体的长期面板数据,发现宏观审慎政策通过抑制信贷过度扩张和提升信贷资产质量两条渠道增强了金融韧性,且该效应在不同收入水平和金融发展阶段的经济体间存在显著差异。徐丹丹(2025) [8]则从能源转型视角切入,揭示了能源消费结构转型对中国省域金融韧性的影响具有明显的区域异质性——西部地区韧性受损,其他地区韧性提升,其传导机制主要经由技术进步与信用风险两条路径实现。

综合来看,现有研究存在以下不足:第一,缺乏从韧性视角审视债务对金融体系抗冲击能力的影响;

第二，金融韧性实证研究不足，将政府债务纳入分析框架的更为鲜见；第三，传导机制与边界条件缺乏系统考察。鉴于此，本文系统考察地方政府债务对区域金融韧性的影响效应、传导机制及边界条件。边际贡献在于：第一，将二者纳入统一分析框架，拓展债务研究的金融维度；第二，从市场化水平和财政自给率揭示边界条件；第三，识别金融财政支出挤压和影子银行扩张两条中介路径。

## 2. 理论分析与研究假设

### 2.1. 地方政府债务对区域金融韧性的直接效应

地方政府债务对区域金融韧性的抑制作用可从以下三个理论视角加以阐释。第一，基于债务积压理论：当债务超过临界点后，大量财政资源被用于还本付息，政府投资能力下降，经济增长动力减弱。经济基本面恶化进而引发银行不良贷款上升、金融资产质量恶化，削弱金融体系的防御抵抗能力。同时，高额债务负担限制了政府在危机时期实施逆周期调节的财政空间，降低了金融体系的适应恢复能力。第二，基于金融抑制理论：地方政府通过行政干预引导金融机构优先满足政府融资需求，挤占民营企业和中小微企业的信贷资源，扭曲金融资源配置效率。信贷资源过度集中于政府项目导致金融体系的风险分散功能弱化，一旦政府项目收益不及预期，集中度风险将迅速暴露，削弱金融体系的抗冲击能力。第三，基于系统性风险传染理论。地方政府与金融机构之间的深度债权债务关系形成了紧密的风险关联网。商业银行持有大量地方政府债券和城投债，一旦财政风险暴露，将直接冲击银行资产负债表，并可能通过同业拆借、交叉持股等渠道沿金融网络蔓延扩散，形成系统性风险传染。这种财政风险与金融风险的深度交织显著降低了区域金融体系的整体韧性。据此本文提出假设 1。

假设 1：地方政府债务与区域金融韧性之间存在负向相关关系，即债务规模越大，金融韧性水平越低。

### 2.2. 地方政府债务与区域金融韧性的调节机制

#### 2.2.1. 市场化水平的调节作用

市场化水平反映市场机制在资源配置中发挥作用的程度。在市场化水平较高的地区，金融市场竞争充分、信息透明度高、融资渠道多元，债务风险能够通过市场化方式分散和消化。具体而言：一方面，高市场化水平意味着金融机构的经营决策更多基于商业判断而非行政指令，信贷资源配置效率更高，政府债务对金融资源的挤占效应相应减弱；另一方面，发达的资本市场为风险定价和转移提供了有效工具，债务风险不易在银行体系过度集中。此外，市场化程度较高的地区通常具有更完善的信息披露机制和市场约束机制，能够对政府举债行为形成有效制约，从源头上抑制债务的过度膨胀。据此提出假设 2。

假设 2：市场化水平负向调节地方政府债务对金融韧性的抑制作用，即市场化水平越高，债务的负面影响越弱。

#### 2.2.2. 财政自给率的调节作用

财政自给率反映地方政府以自有收入覆盖支出的能力，是衡量地方财政健康程度的重要指标。财政自给率较高的地区，其调节作用体现在三个层面：其一，充裕的自有财力为债务偿还提供了坚实保障，违约概率显著降低，金融机构面临的信用风险相应减小；其二，较强的财政能力使政府在经济下行或金融波动时期有余力通过减税降费、注资纾困等手段稳定经济预期、化解局部风险；其三，财政自给率高的地区对债务融资的依赖程度较低，债务规模相对可控，不易形成债务积压效应。据此提出假设 3。

假设 3：财政自给率负向调节地方政府债务对金融韧性的抑制作用，即财政自给率越高，债务的负面影响越弱。

## 2.3. 地方政府债务与区域金融韧性的中介机制

### 2.3.1. 影子银行路径

地方政府融资需求在正规信贷渠道受限时转向信托贷款、委托贷款等影子银行渠道，推动影子银行规模膨胀。这一传导路径的逻辑链条为：预算法和债务限额管理对地方政府正规举债形成硬约束，但基础设施建设和公共服务的资金需求并未相应缩减，融资缺口驱使地方政府通过融资平台借道影子银行体系获取资金。影子银行具有高杠杆、期限错配、监管真空等特征，其过度发展加剧了金融体系的脆弱性，具体表现为：资金链条拉长增加了流动性风险，层层嵌套模糊了风险归属，刚性兑付预期扭曲了风险定价机制。这些因素共同削弱了金融体系识别、吸收和化解风险的能力。据此提出假设 4。

假设 4：地方政府债务通过促进影子银行扩张间接降低区域金融韧性。

### 2.3.2. 财政支出结构路径

偿债压力加重时，地方政府面临支出结构的再调整。由于基本民生支出具有刚性特征，而基础设施投资关乎经济增长和官员考核，金融监管能力建设、风险处置基金储备等金融领域支出因效果不易短期显现而被优先压缩。金融财政支出的减少直接导致地方金融监管人员配备不足、监管技术手段落后、风险监测预警能力下降，同时削弱了政府在金融风险暴露时的处置能力和救助能力。长期来看，金融领域财政投入不足还会制约地方金融基础设施建设和金融生态环境优化，从根本上削弱区域金融体系的韧性基础。据此提出假设 5。

假设 5：地方政府债务通过降低金融业支出占比间接降低区域金融韧性。

## 3. 研究设计

### 3.1. 模型设定

#### 3.1.1. 基准模型

结合本文数据特点，本文选择双向固定效应模型作为基准回归模型，同时控制个体固定效应和时间固定效应。模型设定如下：

$$Res_{it} = \alpha + \beta_1 Debt1_{it} + \sum \gamma_k X_{kit} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $X_{kit}$  为控制变量集合， $\mu_i$  为个体固定效应， $\lambda_t$  为时间固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。

#### 3.1.2. 调节效应模型

为进一步考察地方政府债务影响地方金融韧性的边界条件，本文引入市场化水平( $Market$ )和财政自给率( $Fss$ )作为调节变量，探讨其是否以及如何改变地方政府债务对金融韧性的边际影响。具体构建如下交互效应模型：

$$Res_{it} = \alpha_i + \beta_1 Debt1_{it} + \beta_2 M_{it} + \beta_3 Debt1_{it} \times M_{it} + \gamma X_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $Res_{it}$  为地方金融韧性， $Debt1_{it}$  为地方政府债务， $M_{it}$  分别代表市场化水平( $Market$ )和财政自给率( $Fss$ )， $Debt1_{it} \times M_{it}$  为核心交互项， $X_{it}$  为控制变量集合， $\alpha_i$  和  $\delta_t$  分别为个体固定效应和时间固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。

#### 3.1.3. 中介效应模型

为了揭示地方政府债务影响区域金融韧性的内在传导机制，本文选取金融支出占比( $Fep$ )和影子银行发展水平( $Shadow$ )作为中介变量进行机制检验。本文借鉴江艇(2022) [9]提出的因果推断框架，采用两步法进行中介效应检验。并且为进一步缓解反向因果问题，本文将核心解释变量地方政府债务( $Debt1$ )滞后

一期，检验上一期债务率对当期中介变量的影响。

$$Fep_{it} = \alpha_i + \beta_1 L\_Debt1_{it} + \gamma X_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \tag{3}$$

$$Shadow_{it} = \alpha_i + \beta_2 L\_Debt1_{it} + \gamma X_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \tag{4}$$

其中， $Fep_{it}$  为金融支出占比， $Shadow_{it}$  为影子银行发展水平， $L\_Debt1_{it}$  为滞后一期的地方政府债务， $X_{it}$  为控制变量集合， $\alpha_i$  和  $\delta_t$  分别为个体固定效应和时间固定效应， $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。

3.2. 变量选取与数据说明

3.2.1. 被解释变量

李彤玥和朱太辉(2019) [4]将经济韧性的内涵概括为经济体系遭受冲击前的防御抵抗能力、冲击时的吸收适应能力和冲击后的恢复学习能力。本文以此为重要参考，将金融韧性指标划分为金融体系遭受冲击时的防御抵抗能力、从冲击中恢复的适应恢复能力以及冲击后通过学习转换实现反超的转换学习能力。具体而言，防御抵抗能力刻画的是金融体系在冲击到来时抵御风险扩散、维持基本功能运转的能力，侧重于冲击发生的当期表现。该维度的核心逻辑在于：金融体系暴露于外部风险的敞口越小、自身缓冲垫越厚，其抵抗能力越强。适应恢复能力刻画的是金融体系在遭受冲击后恢复正常运行状态的能力，侧重于冲击发生之后的修复过程。该维度的核心逻辑在于：资本补充渠道越畅通、风险分担机制越完善、金融服务覆盖面越广，体系从冲击中恢复的速度越快、程度越充分。转换学习能力刻画的是金融体系在经历冲击后实现结构优化和功能升级的能力，侧重于冲击过后的长期演化。该维度的核心逻辑在于：技术创新和业态变革是金融体系突破原有路径、向更高韧性水平跃迁的根本驱动力。本文对应这三种能力，参考曹强等(2021) [5]与李程等(2025) [10]构建金融韧性指标的方法，分三个维度共选取 12 个基础指标利用熵权法构建中国省级金融韧性指数，以此综合反映我国各省市的金融韧性状况，各指标及其权重见表 1。

Table 1. Basic indicators and weights of financial resilience

表 1. 金融韧性基础指标及权重

| 一级指标           | 二级指标                  | 影响方向 |
|----------------|-----------------------|------|
| 防御抵抗能力(0.2458) | 对外贸易依存度(0.0306)       | —    |
|                | 银行存贷比(0.0586)         | —    |
|                | 金融规模(0.1405)          | +    |
|                | 不良贷款率(0.0161)         | —    |
| 适应恢复能力(0.5199) | 资本形成总额指数(0.0849)      | +    |
|                | 保险深度(0.0988)          | +    |
|                | 股票市值/GDP (0.1275)     | +    |
|                | 每万人金融机构数(0.0971)      | +    |
|                | 存贷款余额/GDP (0.1116)    | +    |
| 转换学习能力(0.2343) | R&D 经费支出/GDP (0.1088) | +    |
|                | 有效专利申请数(0.0441)       | +    |
|                | 数字普惠金融指数(0.0814)      | +    |

3.2.2. 核心解释变量

本文在债务测算上主要参考毛捷和黄春元(2018) [11]提出的统计框架，力求在显性债务与隐性债务两

个维度上尽可能完整地刻画地方政府的债务负担。具体测算公式为：地方政府债务余额 = 地方政府债券余额 + 城投债余额。

在实证分析中，本文以地方政府债务规模作为核心解释变量来表征各地区的政府债务水平，其构造方式为：地方政府债务规模 = 地方政府债务余额/当年地区生产总值。该指标采用 GDP 进行标准化处理，可以有效消除各省份经济总量差异所带来的规模效应，使得不同地区之间的债务负担水平具有可比性，同时也与国际上通行的政府债务率衡量方法保持一致。此外，在稳健性检验部分，本文进一步采用地方政府债务余额与地方政府综合财力之比作为债务规模的替代指标。

3.2.3. 控制变量

区域金融韧性的强弱受到多重因素的共同作用，若忽略这些关键变量，可能导致模型产生遗漏变量偏误，进而影响核心解释变量估计结果的可靠性。为此，本文在充分梳理现有文献的基础上[12][13]，结合数据的可得性与研究的实际需要，选取以下指标作为控制变量：经济发展水平(*Lgdp*)、城镇化水平(*Urban*)、GDP 增速(*Ggdp*)、财政支出度(*Fis*)、产业结构(*Ind*)。

3.2.4. 调节变量

本文引入市场化指数(*Market*)和财政自给率(*Fss*)作为调节变量，考察二者对地方政府债务影响区域金融韧性这一核心关系的调节效应。市场化指数来源于樊纲《中国分省份市场化指数报告》，缺失年份采用历年市场化指数的平均增长率计算得到。财政自给率由一般公共预算收入/一般公共预算支出衡量。

3.2.5. 中介变量

本文选取金融支出占比(*Fep*)和影子银行发展水平(*Shadow*)作为中介变量。影子银行发展水平的计算参考黄贤环(2021) [14]的做法，具体测算方式为：(信托贷款增量 + 委托贷款增量 + 未贴现银行承兑汇票增量)/社会融资规模总额增量。

3.2.6. 数据来源与说明

本文选择 30 个省级行政区 2014~2024 年期间内的面板数据样本，指标当中城镇化率、人均 GDP、GDP 增速、产业结构指标来源于《中国统计年鉴》，地方政府债务余额、财政支持度、财政自给率、金融支出占财政支出比例由 wind 数据终端获得，影子银行发展指标参考黄贤环等(2021) [14]构建的测算方式进行测算。市场化指数来源于樊纲《中国分省份市场化指数报告》，缺失年份采用历年市场化指数的平均增长率计算得到，最终获得 30 个省级行政区共计 330 个面板数据。各变量描述性统计见表 2。

Table 2. Descriptive statistics of each variable

表 2. 各变量描述性统计

| 类型    | 名称       | 符号           | 均值      | 最小值     | 中位数     | 最大值     |
|-------|----------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 被解释变量 | 金融韧性     | <i>Res</i>   | 3.7815  | 1.7789  | 3.5689  | 7.9559  |
| 解释变量  | 地方政府债务 1 | <i>Debt1</i> | 0.6920  | 0.1878  | 0.6272  | 1.5523  |
|       | 地方政府债务 2 | <i>Debt2</i> | 2.3366  | 0.0881  | 2.0198  | 7.4340  |
| 控制变量  | 经济发展水平   | <i>Lgdp</i>  | 11.0591 | 10.1307 | 11.0083 | 12.3378 |
|       | 城镇化率     | <i>Urban</i> | 0.6246  | 0.3817  | 0.6123  | 0.9415  |
|       | GDP 增速   | <i>Ggdp</i>  | 0.0612  | -0.0540 | 0.0644  | 0.1290  |
|       | 财政支持度    | <i>Fis</i>   | 0.2509  | 0.1049  | 0.2222  | 0.7376  |
|       | 产业结构     | <i>Ind</i>   | 0.3798  | 0.1455  | 0.3915  | 0.5258  |

续表

|      |          |               |         |         |         |         |
|------|----------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 调节变量 | 市场化指数    | <i>Market</i> | 8.6993  | 3.7390  | 8.7195  | 13.8670 |
|      | 财政自给率    | <i>Fss</i>    | 0.4744  | 0.1514  | 0.4400  | 0.9314  |
| 中介变量 | 金融支出占比   | <i>Fep</i>    | 0.0034  | 0.0000  | 0.0019  | 0.0278  |
|      | 影子银行发展水平 | <i>Shadow</i> | -0.0126 | -4.6797 | -0.0030 | 7.4550  |

4. 实证分析

4.1. 基准回归

表 3 展示了地方政府债务对区域金融韧性影响的基准回归结果。模型(1)仅纳入核心解释变量地方政府债务(*Debt1*)，模型(2)加入城镇化率(*Urban*)、GDP 增速(*Ggdp*)和人均 GDP 对数(*Lgdp*)作为部分控制变量，模型(3)进一步加入第二产业占 GDP 比重(*Ind*)和财政支持力度(*Fis*)。

结果显示，在控制个体固定效应和时间固定效应后，地方政府债务率的估计系数始终为负，且随着控制变量的逐步加入，系数的显著性和稳定性不断增强。基准回归结果为假设 1 提供了有力的实证支持，即地方政府债务与区域金融韧性之间存在负向相关关系，地方政府债务规模越大，区域金融韧性水平越低。

Table 3. Baseline regression results

表 3. 基准回归结果

|                             | (1)               | (2)                 | (3)                  |
|-----------------------------|-------------------|---------------------|----------------------|
|                             | <i>Res</i>        | <i>Res</i>          | <i>Res</i>           |
| <i>Debt1</i>                | -0.621<br>(0.586) | -1.415*<br>(0.765)  | -1.214**<br>(0.550)  |
| <i>Urban</i>                |                   | -1.008<br>(1.149)   | -1.512<br>(0.916)    |
| <i>Ggdp</i>                 |                   | -0.272<br>(1.908)   | -0.362<br>(1.501)    |
| <i>Lgdp</i>                 |                   | -2.158**<br>(0.946) | -0.667<br>(0.863)    |
| <i>Ind</i>                  |                   |                     | -4.423***<br>(1.080) |
| <i>Fis</i>                  |                   |                     | 3.223***<br>(0.954)  |
| <i>Individual FE</i>        | Yes               | Yes                 | Yes                  |
| <i>Year FE</i>              | Yes               | Yes                 | Yes                  |
| <i>N</i>                    | 330               | 330                 | 330                  |
| <i>Within R<sup>2</sup></i> | 0.555             | 0.612               | 0.710                |

注：括号内为聚类稳健标准误；\*\*\*p < 0.01，\*\*p < 0.05，\*p < 0.1。

4.2. 稳健性检验

4.2.1. 内生性检验

基准回归可能面临反向因果和遗漏变量等内生性问题。因此本文选取工具变量法(IV-2SLS)并将核心解释变量地方政府债务(Debt1)的滞后一期(L\_Debt1)作为工具变量进行内生性检验。

回归结果如表 4 所示。模型(1)为第一阶段回归，工具变量 L\_Debt1 的系数为 0.880，在 1%水平上显著，KP Wald F 统计量为 146.290，远超弱工具变量经验临界值，表明工具变量与内生变量之间具有较强相关性。第二阶段中，Debt1 的估计系数为-1.255，在 5%水平上显著为负，系数方向与基准回归一致。此外，DWH 内生性检验的 p 值为 0.825，无法拒绝 Debt1 外生的原假设，这意味着基准回归中 OLS 估计本身可能已具有一致性，内生性偏误并非本文结论的主要威胁。

Table 4. Endogeneity test: IV-2SLS regression results

表 4. 内生性检验：IV-2SLS 回归结果

|                            | (1)                  | (2)                  |
|----------------------------|----------------------|----------------------|
|                            | First Stage          | Second Stage         |
| L_Debt1                    | 0.880***<br>(0.069)  |                      |
| Debt1                      |                      | -1.255**<br>(0.601)  |
| Urban                      | -0.142<br>(0.103)    | -1.272<br>(1.167)    |
| Ggdp                       | -0.336***<br>(0.102) | -0.386<br>(1.359)    |
| Lgdp                       | -0.064<br>(0.042)    | -0.855<br>(0.700)    |
| Ind                        | -0.097<br>(0.106)    | -4.994***<br>(0.972) |
| Fis                        | -0.071<br>(0.105)    | 1.714**<br>(0.743)   |
| N                          | 300                  | 300                  |
| Individual FE              | Yes                  | Yes                  |
| Year FE                    | Yes                  | Yes                  |
| KP Wald rk F               |                      | 146.290              |
| Endogeneity test [p-value] |                      | 0.825                |

注：括号内为聚类稳健标准误；\*\*\*p < 0.01，\*\*p < 0.05，\*p < 0.1。

4.2.2. 其他稳健性检验

为了进一步验证基准回归结论的可靠性，本文还从以下四个维度进行稳健性检验，结果如表 5 所示：

模型(1)为替换核心解释变量后的回归结果，将地方政府债务衡量口径由地方政府债务余额/GDP

(*Debt1*)替换为地方政府债务余额/地方政府综合财力(*Debt2*)重新估计。模型(2)是对所有数据进行了缩尾处理后的回归结果,为消除极端值的潜在干扰,对所有连续变量在 1%和 99%分位数上进行 Winsorize 处理。模型(3)为剔除直辖市样本后的回归结果,考虑到北京、天津、上海、重庆四个直辖市在行政级别、财政体制和金融资源禀赋等方面具有特殊性,将其从样本中剔除后重新估计。模型(4)为剔除 2020 年样本后的回归结果,2020 年公共卫生事件对各省经济金融运行造成了较大的外生冲击,可能导致回归结果受极端年份驱动。经过多维度的稳健性检验表明:在样本区间内,地方政府债务与区域金融韧性存在负向相关关系的核心结论保持不变,研究结果具有较好的稳健性和可靠性。

**Table 5.** Robustness test results  
**表 5.** 稳健性检验结果

|                             | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                             | 替换解释变量               | 缩尾处理                 | 剔除直辖市                | 剔除极端年份               |
| <i>Debt2</i>                | -0.104***<br>(0.026) |                      |                      |                      |
| <i>Debt1</i>                |                      | -1.203**<br>(0.548)  | -1.062*<br>(0.597)   | -1.108**<br>(0.540)  |
| <i>Urban</i>                | -1.329<br>(0.932)    | -1.232<br>(0.846)    | 0.669<br>(1.513)     | -1.706*<br>(0.933)   |
| <i>Ggdp</i>                 | -0.281<br>(1.211)    | 0.303<br>(1.981)     | -0.590<br>(1.391)    | -0.695<br>(1.856)    |
| <i>Lgdp</i>                 | -0.124<br>(0.631)    | -0.610<br>(0.783)    | -0.574<br>(0.781)    | -0.672<br>(0.880)    |
| <i>Ind</i>                  | -4.444***<br>(1.184) | -5.117***<br>(1.318) | -4.448***<br>(1.291) | -4.322***<br>(1.076) |
| <i>Fis</i>                  | 3.488***<br>(0.859)  | 2.937***<br>(1.040)  | 3.583***<br>(1.127)  | 3.630***<br>(1.008)  |
| <i>Individual FE</i>        | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| <i>Year FE</i>              | Yes                  | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| <i>N</i>                    | 330                  | 330                  | 286                  | 300                  |
| <i>Within R<sup>2</sup></i> | 0.695                | 0.694                | 0.709                | 0.717                |

注: 括号内为聚类稳健标准误; \*\*\* $p < 0.01$ , \*\* $p < 0.05$ , \* $p < 0.1$ 。

4.3. 调节效应

为进一步考察地方政府债务对区域金融韧性的影响是否因外部环境的不同而存在差异,本文分别引入市场化指数(*Market*)和财政自给率(*Fss*)作为调节变量,通过构建交互项的方式检验其调节效应,回归结果如表 6 所示。其中模型(1)为基准回归结果,作为对照参考。

模型(2)报告了以市场化水平为调节变量的回归结果。地方政府债务(*Debt1*)的估计系数显著为负,表明在控制其他因素的情况下,地方政府债务的增加显著削弱了地方金融韧性,这与基准回归的结论一致。交互项(*Debt1* × *Market*)的估计系数为 0.314,在 1%的水平上显著为正,表明市场化水平对地方政府债务

与金融韧性之间的负向关系发挥了显著的正向调节作用，即市场化水平的提高能够有效缓解地方政府债务对金融韧性的抑制效应。假设 2 得到验证。

模型(3)报告了以财政自给率为调节变量的回归结果。地方政府债务(*Debt1*)的估计系数显著为负，交互项(*Debt1* × *Fss*)的系数为 3.293，在 5%的水平上显著为正，财政自给率同样能够有效缓冲地方政府债务对金融韧性的负面影响，即地区财政自给率越高，地方政府债务对区域金融韧性的负面影响越弱，假设 3 得到验证。

**Table 6.** Regression results of moderating effects

**表 6.** 调节效应回归结果

|                              | (1)                  | (2)                  | (3)                  |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                              | <i>Res</i>           | <i>Market</i>        | <i>Fss</i>           |
| <i>Debt1</i>                 | -1.214**<br>(0.550)  | -3.446***<br>(0.834) | -2.583***<br>(0.808) |
| <i>Market</i>                |                      | 0.021<br>(0.081)     |                      |
| <i>Debt1</i> × <i>Market</i> |                      | 0.314***<br>(0.099)  |                      |
| <i>Fss</i>                   |                      |                      | -1.355**<br>(0.608)  |
| <i>Debt1</i> × <i>Fss</i>    |                      |                      | 3.293**<br>(1.514)   |
| <i>Urban</i>                 | -1.512<br>(0.916)    | -1.427<br>(1.116)    | -0.553<br>(0.904)    |
| <i>Ggdp</i>                  | -0.362<br>(1.501)    | -0.114<br>(1.536)    | -0.452<br>(1.457)    |
| <i>Lgdp</i>                  | -0.667<br>(0.863)    | -0.537<br>(0.810)    | -0.581<br>(0.774)    |
| <i>Ind</i>                   | -4.423***<br>(1.080) | -3.930***<br>(1.056) | -3.838***<br>(0.946) |
| <i>Fis</i>                   | 3.223***<br>(0.954)  | 3.328***<br>(0.953)  | 2.484**<br>(0.990)   |
| <i>N</i>                     | 330                  | 330                  | 330                  |
| <i>Individual FE</i>         | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| <i>Year FE</i>               | Yes                  | Yes                  | Yes                  |
| <i>Within R<sup>2</sup></i>  | 0.710                | 0.711                | 0.691                |

注：括号内为聚类稳健标准误；\*\*\**p* < 0.01，\*\**p* < 0.05，\**p* < 0.1。

#### 4.4. 中介效应

本文基于前文的理论分析，分别以金融支出占比(*Fep*)和影子银行规模(*Shadow*)作为中介变量，采用

两步法进行中介效应检验，结果如表 7 所示。其中模型(1)为基准回归结果，模型(2)和模型(3)分别检验地方政府债务对两个中介变量的影响。

模型(2)报告了地方政府债务滞后一期(*L\_Debt1*)对金融支出占比(*Fep*)的回归结果。结果显示，*L\_Debt1* 的系数为-0.002，在 10%的水平上显著为负。该负向显著结果明确表明，地方政府债务规模的扩大确实会导致财政支出中用于金融领域的比重下降。综合模型(1)和模型(2)的结果，地方政府债务对金融韧性的总效应显著为负，且债务对金融财政支出比重的影响同样显著为负，中介路径“地方政府债务扩张→金融财政支出比重下降→区域金融韧性减弱”得到实证支持。上述结果一定程度上支持了假设 4，即财政支出结构的变化在地方政府债务与区域金融韧性之间发挥了中介传导作用，地方政府债务通过挤压金融领域的财政支出份额而削弱了区域金融韧性。

**Table 7.** Mediation effect test results  
**表 7.** 中介效应检验结果

|                             | (1)                  | (2)                | (3)                |
|-----------------------------|----------------------|--------------------|--------------------|
|                             | <i>Res</i>           | <i>Fep</i>         | <i>Shadow</i>      |
| <i>Debt1</i>                | -1.214**<br>(0.550)  |                    |                    |
| <i>L_Debt1</i>              |                      | -0.002*<br>(0.001) | 0.167**<br>(0.065) |
| <i>Urban</i>                | -1.512<br>(0.916)    | -0.015<br>(0.011)  | 0.919<br>(1.034)   |
| <i>Ggdp</i>                 | -0.362<br>(1.501)    | -0.003<br>(0.019)  | 0.351<br>(1.502)   |
| <i>Lgdp</i>                 | -0.667<br>(0.863)    | 0.012<br>(0.010)   | 0.903*<br>(0.508)  |
| <i>Ind</i>                  | -4.423***<br>(1.080) | -0.026*<br>(0.015) | -0.395<br>(1.086)  |
| <i>Fis</i>                  | 3.223***<br>(0.954)  | 0.019<br>(0.016)   | 1.664**<br>(0.679) |
| <i>N</i>                    | 330                  | 300                | 300                |
| <i>Individual FE</i>        | Yes                  | Yes                | Yes                |
| <i>Year FE</i>              | Yes                  | Yes                | Yes                |
| <i>Within R<sup>2</sup></i> | 0.672                | 0.188              | 0.212              |

注：括号内为聚类稳健标准误；\*\*\**p* < 0.01，\*\**p* < 0.05，\**p* < 0.1。

模型(3)报告了地方政府债务率滞后一期(*L\_Debt1*)对影子银行规模(*Shadow*)的回归结果。*L\_Debt1* 的系数为 0.167，在 5%的水平上显著为正。这一结果明确表明，地方政府债务水平越高，该地区的影子银行规模越大，两者之间存在显著的正向关系。综合模型(1)和模型(3)的结果，地方政府债务对金融韧性的总效应显著为负，而债务对影子银行规模的影响显著为正，中介路径“地方政府债务扩张→影子银行规模膨胀→区域金融韧性下降”得到实证支持。上述结果一定程度上支持了假设 5，即影子银行规模在地方

政府债务与区域金融韧性之间发挥了中介传导作用，地方政府债务通过推动影子银行规模扩张而削弱了区域金融韧性。

## 5. 结论与政策建议

### 5.1. 研究结论

本文以 2014~2024 年中国 30 个省级行政区的面板数据为研究样本，构建金融韧性指标体系，使用双向固定效应模型系统考察了地方政府债务对区域金融韧性的影响，并从调节效应和中介效应两个维度深入剖析其内在逻辑，在样本区间内得出以下主要结论：第一，地方政府债务与区域金融韧性之间存在较稳健的负相关关系。第二，不同制度环境下地方政府债务对区域金融韧性的冲击存在明显差异。调节效应分析表明，较高的市场化水平以及财政自给率能够降低地方债务对区域金融韧性的负面影响。第三，地方政府债务通过挤压金融财政支出和推动影子银行扩张两条路径削弱区域金融韧性。

综上所述，本文的研究结果表明，在样本区间内地方政府债务与区域金融韧性之间具有较为稳健的负向相关关系，其传导机制具有多维性，且受到区域制度环境和财政条件的调节作用。这些发现为统筹推进地方政府债务风险防控与区域金融稳定提供了重要的理论依据和实证参考。

### 5.2. 政策建议

地方政府债务问题是当前中国经济金融领域最为复杂和紧迫的系统性议题之一。本文的实证研究揭示了地方政府债务对区域金融韧性的显著抑制效应及其内在传导机制，为理解债务风险与金融韧性之间的深层关联提供了新的证据。基于上述理论分析与实证发现，本文提出以下政策建议：

建立债务规模与金融韧性的动态联动监测机制。研究表明地方政府债务对区域金融韧性具有显著负向影响，因此应将金融韧性指标纳入地方政府债务风险预警体系，设定债务率与金融韧性的联动阈值。当债务扩张速度超过区域金融体系承载能力时，及时触发预警并启动化债干预，避免债务风险向金融体系过度传导。第二，以市场化改革增强金融体系的风险缓释能力。调节效应分析表明，较高的市场化水平能够有效缓解债务对金融韧性的负面冲击。应继续深化要素市场化配置改革，拓宽直接融资渠道，降低金融体系对政府信用的过度依赖。特别是对市场化水平较低的中西部地区，应加快培育多层次资本市场，提升金融资源配置效率，从而增强区域金融体系抵御债务风险冲击的内生能力。第三，提升地方财政自给率，夯实债务风险的财政缓冲基础。研究发现财政自给率的提高能够削弱债务对金融韧性的负面效应。应通过优化央地财政事权与支出责任划分、培育地方税源、盘活存量财政资源等方式增强地方自主财力，减少对举债融资的路径依赖，为金融体系提供更坚实的财政安全垫。第四，保障金融领域财政支出的稳定性，防止化债挤压金融治理资源。中介效应分析揭示了债务通过挤压金融财政支出削弱金融韧性的传导路径。在推进“一揽子化债”过程中，应建立金融监管与风险处置领域的财政支出保障机制，明确金融财政支出的优先顺序，避免偿债压力对金融基础设施建设、风险处置基金和监管能力建设形成过度挤占。第五，加强影子银行监管，阻断债务风险的隐性传导渠道。中介效应分析表明，地方政府举债需求催生了大量非标融资和通道业务，推动影子银行规模扩张，进而削弱区域金融韧性。对此，一方面应强化对城投平台非标融资的穿透式监管，压缩多层嵌套和通道业务空间，从源头上抑制债务驱动的影子银行膨胀；另一方面应引导存量影子银行业务向标准化、透明化方向有序转型，降低期限错配和信用风险的隐蔽积累，切断债务风险经由影子银行体系向更广泛金融领域蔓延的链条。

## 参考文献

- [1] 张海龙, 梁艺. 中国金融韧性与区域经济水平耦合协调发展研究[J]. 关东学刊, 2022(5): 21-30.

- 
- [2] 宋玉茹. 中国区域金融韧性水平测度与分布特征分析[J]. 技术经济与管理研究, 2022(7): 72-78.
  - [3] Tang, C., Liu, X. and Zhou, D. (2022) Financial Market Resilience and Financial Development: A Global Perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, **80**, Article 101650. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101650>
  - [4] 朱太辉, 李彤玥. 金融韧性的理论渊源、国际实践和政策启示[J]. 金融博览, 2019(9): 35-37.
  - [5] 曹强, 杨修琦, 田思雨. 中国金融韧性、叠加效应及其与经济周期的交互分析[J]. 财经科学, 2021(6): 12-25.
  - [6] 林春, 张鑫, 孙英杰. 中国城市金融韧性测度、区域差异及动态演进[J]. 国际金融研究, 2024(4): 14-23.
  - [7] 孙英杰, 郭奕喆, 林春. 宏观审慎政策与金融韧性提升——基于银行信贷渠道的分析[J]. 国际金融研究, 2025(6): 32-42.
  - [8] 徐丹丹, 刘昱廷. 中国能源消费结构转型与金融韧性[J]. 现代金融研究, 2025, 30(6): 46-56.
  - [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] 李程, 游弋. 中国区域金融韧性测度、时空演化和影响因素[J]. 江汉学术, 2025, 44(3): 99-112.
  - [11] 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.
  - [12] 冯智杰, 刘丽珑. 金融科技、固定资产投资与区域金融风险——基于空间计量模型的研究[J]. 商业研究, 2021(6): 65-72.
  - [13] 马树才, 华夏, 韩云虹. 地方政府债务影响金融风险的传导机制——基于房地产市场和商业银行视角的研究[J]. 金融论坛, 2020, 25(4): 70-80.
  - [14] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择: 实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究, 2021(1): 100-111.