

# 基于上市企业微观杠杆率的货币政策 传导效率的研究

——地方政府隐性债务视角

陈舒悦 刘悦 张际\*

**摘要:** 本文以上市企业微观杠杆率为切入点, 探讨地方政府隐性债务这一当前重要且面临重大变革的供给侧要素对货币政策传导的影响。研究结果显示, 以融资平台负债度量的地方政府隐性债务可以通过银行信贷挤出和利率扭曲两种机制影响货币政策传导的信贷渠道, 从而显著降低货币政策传导效率。此外, 相较而言, 货币政策传导效率降低对民营企业和小规模企业融资的影响更大, 是导致当前民营和中小企业“融资难、融资贵”问题的重要原因之一。

**关键词:** 货币政策; 宏观调控; 地方政府债务

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2024.01.15

## 一、引言

党的十九届五中全会对构建以国内“大循环”为主体、国际国内“双循环”相互促进的新发展格局做出了重要战略部署, 这对我国宏观调控机制提出了更高要求, 而提升货币政策传导效率是加强宏观调控的重要着力点。总量上, 我国“宽”货币与“紧”信用并存, 实体经济面临一定程度的信用收缩压力; 结构上, 民营企业和中小企业“融资难、融资贵”问题突出, 货币政策对经济重点领域和薄弱环节的支持力度一直有待突破。因此, 疏通货币政策传导渠道、提升货币政策传导效率是当前工作的重点。

国内外货币政策传导研究较少涉及地方政府隐性债务的影响, 但我们认为将这一受我国特有财政金融体制催生的供给侧要素纳入货币政策的研究框架是十分有必要的, 主要原因有以下几点: 第一, 地方政府隐性债务地位特殊, 有政府背书, 对资金有强大的吸引力; 第二, 地方政府隐性债务融资规模巨大; 第三, 地方政府隐性债务渠道覆盖广泛; 第四, 地方政府隐性债务改革力度空前。这些特点决定了厘清其对货币政策传导的影响, 对可能带来的货币政策传导新变化进行预判是十分有必要的。

央行的政策工具多种多样, 本文聚焦最常用的短期政策利率工具通过信贷渠道传导到微观企业的效率。这一方面是因为短期政策利率在货币政策传导中的地位逐步凸显, 另一方面是因为政策利率传导中的阻滞能够揭示货币政策传导过程中的体制性堵点。而

\* 陈舒悦, 中国工商银行总行; 刘悦、张际, 清华大学五道口金融学院。通信作者及地址: 张际, 北京市海淀区成府路 43 号清华大学五道口金融学院, 100083; 电话: 13269118668; E-mail: zhangji@pbcfs.tsinghua.edu.cn。张际感谢国家自然科学基金项目 (72003102) 的支持。文责自负。

本文关注的地方政府隐性债务恰属于上述体制性因素。进一步地,从微观视角着手,开展上述研究是合理且必要的。中国人民银行原行长周小川曾明确指出,货币政策的顺利传导需要有微观基础(张晓慧等,2020)。由于微观数据的不断积累和完善,运用微观数据研究宏观经济问题成为可能,并成为文献发展的新热点。据此,本文从企业杠杆率的微观视角切入,对货币政策向微观企业传导的效率进行研究。

相关文献分为三部分:第一,地方政府隐性债务的研究主要侧重两个方面,一是产生及扩张原因,如财政金融体制(毛捷等,2019)、财政压力(曹光宇等,2020)、城市发展压力(常晨和陆铭,2017)、预算软约束(陈志勇和陈思霞,2014;姜子叶和胡育蓉,2016)、政府担保与救助(郭玉清等,2016;马文涛和马草原,2018)和债务权责分离(繆小林和伏润民,2015)等;二是对宏观经济及微观实体的影响,如地区经济增长(范剑勇和莫家伟,2014;毛捷和黄春元,2018;刘蓉和李娜,2021)、金融风险(Chen et al., 2020)和企业投融资(Ru, 2018; Huang et al., 2020; 余海跃和康书隆, 2020)等。相关研究鲜有涉及货币政策传导,对宏观经济和微观实体的分析存在割裂。第二,我国货币政策传导的研究主要关注信贷(盛松成和吴培新,2008;张龙等,2020)、利率(姜再勇和钟正生,2010;钱雪松等,2015;马骏等,2016;盛天翔等,2017)和影子银行(李波和伍戈,2011;裘翔和周强龙,2014;王博等,2019;高蓓等,2020)三个传导渠道。这些研究多从宏观角度对单一传导渠道展开分析,微观基础相对比较薄弱。第三,政府债务对货币政策影响的研究主要围绕流动性(陈彦斌等,2015;杨宇焰和张柏杨,2018;朱军等,2020)、利率水平(钟伟和魏伟,2015;朱军等,2018)和货币政策调控(吴盼文等,2013;张雪莹等,2016;陈宝东和邓晓兰,2019)三方面展开。这些研究并没有涉及货币政策传导效率,也较少涉及隐性和地方性债务。

综上,本文聚焦央行政策利率向微观企业杠杆率传导过程中,地方政府隐性债务与货币政策传导效率间的关联,并依次回答以下三个问题:第一,地方政府隐性债务会对货币政策传导效率产生怎样的影响?第二,上述影响的机制是什么,如何通过货币政策传导的信贷渠道实现的?第三,上述影响对具有不同特征的企业是否存在异质性?

本文研究发现,首先,地方政府隐性债务显著降低了我国货币政策传导效率,具体表现在个体企业杠杆率对政策利率变动的敏感度随着地方政府隐性债务的上升而下降;其次,地方政府隐性债务主要是通过信贷挤出和利率扭曲机制来影响货币政策传导中信贷渠道的畅通;最后,地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱在民营企业和小规模企业的融资上尤为突出。

本文余下章节安排如下:第二部分是研究设计,第三部分是实证结果与分析,第四部分是结论。

## 二、研究设计

### (一) 数据来源与样本选择

本文使用的数据主要包括来自中国经济金融研究数据库(CSMAR)和万得(Wind)数据库的上市企业财务数据、地方政府隐性债务数据、公开市场利率数据、省际层面的

宏观数据以及来自《中国国土资源统计年鉴》的土地出让数据。

本文的样本区间是 2007 年第一季度到 2019 年第四季度。样本构建规则如下：剔除金融行业公司；剔除上市当年的观测；剔除主要财务指标缺失以及与公认会计准则不一致的观测；剔除所在地为新疆、西藏的公司；对所有连续型变量，在其分布的 1% 和 99% 分位上的观测值进行缩尾处理。

## （二）地方政府隐性债务度量

根据前文论述，融资平台是地方政府隐性债务的主要来源。融资平台的定义相对明晰，财务数据可得性较强，现有研究主要通过其发行债券时公布的财务报表来度量地方政府隐性债务。本文参照 Huang et al. (2020)，利用融资平台发行城投债时需要披露当年及前三年财务报表的监管要求，通过加总省内融资平台负债来度量地方政府隐性债务，具体步骤如下：获取原中国银行业监督管理委员会口径的融资平台名单及年度财务报表；在年度—融资平台层面，加总长期负债（长期借款、应付债券）与短期负债（短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、其他流动负债），得到总负债；在年度—省际层面，加总融资平台总负债，得到各省地方政府隐性债务总额；使用省份 GDP 总额对地方政府隐性债务进行标准化处理。

## （三）基准回归：地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响

为了验证货币政策传导的通畅性并进一步探讨地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响，本文参考刘莉亚等（2019）、谭小芬等（2019）与战明华等（2020）通过政策利率与影响因素交叉项对货币政策传导效率进行检验的研究方法，构建如下回归模型。模型（1）检验了货币政策传导效率，即公开市场利率对企业杠杆率的影响。模型（2）进一步引入地方政府隐性债务及其与公开市场利率的交叉项，检验地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响，为本文的基准回归模型。

$$Lev_{ikt}^j = \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + \mu_{ikt}^j, \quad (1)$$

$$Lev_{ikt}^j = \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 LGD_t^j + \beta_3 RepoL1_t \times LGD_t^j + \beta_4 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + v_{ikt}^j, \quad (2)$$

其中， $i$ 、 $j$ 、 $t$ 、 $k$  分别代表上市企业、省份、时间和行业， $\sum \delta_k$ 、 $\sum \lambda^j$ 、 $\sum \gamma_t$  分别为行业、省际和季节固定效应， $X_{it}^j$  为控制变量， $\mu_{ikt}^j$ 、 $v_{ikt}^j$  为扰动项，回归的标准误使用多重聚类方法聚集到省际、季节和行业层面。<sup>①</sup> 被解释变量方面， $Lev_{ikt}^j$  为企业  $i$  的季度杠杆率。考虑到货币政策不仅能够通过正规金融渠道，还能够通过非正规金融渠道传导，我们对以下三个杠杆率指标进行考察：反映企业整体融资情况的杠杆率 ( $Lev$ )，定义为总负债/总资产，是本文度量微观杠杆率的主要指标，后文研究主要围绕其展开；反映企业通过正规金融渠道融资的银行杠杆率 ( $Lev\_bank$ )，定义为（短期借款+长期借款）/总资产；反映企业通过非正规金融渠道融资的商业信用杠杆率 ( $Lev\_comm$ )，定义

<sup>①</sup> 我们还尝试将回归的标准误分别聚集到省际或企业层面，结果汇报于附录 I。限于篇幅，附录未在正文报告，感兴趣的读者可在《经济学》(季刊) 官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载。

为(应付账款+应付票据+预收款项)/总资产。解释变量方面,  $RepoL1_t$  是滞后一期的公开市场利率, 选取前一季度隔夜银行间质押式逆回购利率的平均值。这是因为债券与贷款间的替代效应存在3—6个月时滞<sup>①</sup>, 且相较于报价式同业拆借利率, 该利率能够更好地反映银行间市场的真实利率。 $LGD_j^i$  是省份  $j$  在前一年年末经过标准化处理的地方政府隐性债务。 $X_{it}^j$  为公司及省际层面的控制变量, 包括国企虚拟变量( $SOE$ )、销售增长率( $Sales\_g$ )、资产规模( $Asset$ )、固定资产占比( $Fixed$ )、人均GDP( $\log pgdp$ )以及GDP增速( $GDP\_g$ )。

我们关心的变量为  $RepoL1$ 、 $LGD$  和  $RepoL1 \times LGD$ 。预期模型(1)和模型(2)的  $RepoL1$  显著小于0, 说明我国政策利率可以传导到企业, 即公开市场利率越低, 上市企业杠杆率越高。进一步地, 模型(2)的  $LGD$  显著小于0, 说明地方政府隐性债务挤出了企业债务融资; 模型(2)的  $RepoL1 \times LGD$  显著大于0, 说明地方政府隐性债务降低了货币政策传导效率。

### 三、实证结果与分析

#### (一) 描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计。地方政府隐性债务( $LGD$ )均值为13.4%, 标准差为11%, 最大值为57.7%, 最小值为0.01%。滞后1期回购利率( $RepoL1$ )均值为2.4%, 标准差为0.7%, 最大值为3.9%, 最小值为0.8%。企业杠杆率( $Lev$ )均值为45.1%, 标准差为20.8%, 最大值为93.8%, 最小值为2.3%。

表1 描述性统计

变量名	符号	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
杠杆率	$Lev$	105 979	0.451	0.208	0.023	0.938
银行杠杆率	$Lev\_bank$	105 979	0.165	0.140	0.000	0.636
商业信用杠杆率	$Lev\_comm$	105 979	0.164	0.120	0.003	0.623
滞后1期回购利率	$RepoL1$	105 979	0.024	0.007	0.008	0.039
地方政府隐性债务	$LGD$	105 979	0.134	0.110	0.000	0.577
国企虚拟变量	$SOE$	105 979	0.432	0.495	0	1
销售增长率	$Sales\_g$	105 979	0.172	0.965	-0.985	24.420
资产规模	$Asset$	105 979	22.060	1.301	19.060	26.400
固定资产占比	$Fixed$	105 979	0.226	0.168	0.001	0.784
人均GDP	$\log pgdp$	105 979	10.960	0.538	9.085	12.010
GDP增速	$GDP\_g$	105 979	0.110	0.060	-0.250	0.323

#### (二) 基准回归: 地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响

表2报告了模型(1)和模型(2)的回归结果, 即地方政府隐性债务对货币政策传

<sup>①</sup> 张晓慧等(2020)指出, 央行政策利率首先传导至货币市场利率, 进而通过债券收益率和银行同业融资成本来影响贷款定价, 债券与贷款之间的替代效应存在3—6个月的时滞。

导效率的影响，第(1)—(2)列、第(3)—(4)列、第(5)—(6)列的被解释变量分别是反映企业整体融资的杠杆率( $Lev$ )、企业通过正规金融渠道融资的银行杠杆率( $Lev\_bank$ )以及企业通过非正规金融渠道融资的商业信用杠杆率( $Lev\_comm$ )。所有回归控制了行业、省际和季节固定效应，标准误聚集到省际、季节和行业层面。<sup>①</sup> 回归结果显示，第(1)列的  $RepoL1$  在 1% 的显著性水平上为负，说明我国的货币政策可传导至企业，公开市场利率下降 1% 会导致上市企业整体杠杆率上升 0.779%。第(2)列的  $LGD$  在 1% 的显著性水平上为负，说明地方政府隐性债务挤出了上市企业债务融资，地方政府隐性债务上升 1% 会导致上市企业整体杠杆率下降 0.335%。 $RepoL1$ 、 $RepoL1 \times LGD$  分别在 1% 的水平上显著且符号相反，说明地方政府隐性债务降低了货币政策传导效率，隐性债务水平越高，效率降低程度越大。表 1 中地方政府隐性债务的均值为 13.4%，意味着平均意义上，地方政府隐性债务使得公开市场利率下降 1% 带来的上市企业整体杠杆率上升减少 0.613%。第(3)—(6)列的回归结果显示，地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱以及对上市企业债务融资的挤出，在正规金融和非正规金融渠道都普遍存在。

表 2 基准回归

	$Lev$ (基准回归)		$Lev\_bank$		$Lev\_comm$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$RepoL1$	-0.7790*** (-2.77)	-1.4038*** (-4.86)	-0.2988* (-1.73)	-0.6965*** (-4.03)	-0.2401 (-1.34)	-0.5976*** (-2.61)
$LGD$		-0.3351*** (-4.54)		-0.2156*** (-6.13)		-0.1404*** (-8.38)
$RepoL1 \times LGD$		4.5771*** (8.70)		2.9041*** (6.62)		2.8384*** (4.08)
公司控制变量	是	是	是	是	是	是
省际控制变量	是	是	是	是	是	是
省际固定效应	是	是	是	是	是	是
季节固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测数	105 979	105 979	105 979	105 979	105 979	105 979
$R^2$	0.3005	0.3020	0.2007	0.2020	0.1725	0.1731

注：括号内为  $t$  值；回归的标准误聚集到省际、季节和行业层面；\*\*\*、\*\*和\*分别表示变量在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著；后同。

### (三) 内生性问题讨论：基于土地出让收入的工具变量回归

我们参考刘穷志和白云(2020)，通过基于土地出让收入的工具变量回归来处理潜在的内生性问题。工具变量回归模型(3)—(5)的设定如下。

<sup>①</sup> 如无特殊说明，后文将沿用这一设定。关于标准误聚类的稳健性检验，我们在附录 I 中进行了详细讨论。

第一阶段回归(省际一季度层面):

$$LGD_t^j = \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 LandRev_t^j + \beta_3 RepoL1_t \times LandRev_t^j + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + \epsilon_t^j, \quad (3)$$

$$RepoL1_t \times LGD_t^j = \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 LandRev_t^j + \beta_3 RepoL1_t \times LandRev_t^j + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + \epsilon_t^j. \quad (4)$$

第二阶段回归(公司一季度层面):

$$Lev_{ikt}^j = \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 \widehat{LGD}_t^j + \beta_3 \widehat{RepoL1}_t \times \widehat{LGD}_t^j + \beta_4 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + v_{ikt}^j. \quad (5)$$

表3报告了模型(3)~(5)基于土地出让收入的工具变量回归结果。第(1)~(2)列是第一阶段回归,被解释变量分别是地方政府隐性债务(LGD)及其与滞后一期回购利率的交叉项( $RepoL1 \times LGD$ ),工具变量分别是滞后五年土地出让收入(LandRev)及其与滞后一期回购利率的交叉项( $RepoL1 \times LandRev$ )。由于地方政府隐性债务和土地出让收入是省际层面变量,第一阶段回归在省际一季度层面进行,仅控制省际和季节固定效应,并将标准误聚类到省际和季节层面。回归结果显示,第(1)列的LandRev和第(2)列的 $RepoL1 \times LandRev$ 分别在5%和1%的显著性水平上为正,说明工具变量与解释变量具有较强的相关性。同时,两列回归的F值分别为15.2358和18.1038,大于10的经验临界点,一般认为不存在弱工具变量问题。第(3)列是第二阶段回归,被解释变量是上市企业杠杆率(Lev)。回归结果显示, $RepoL1$ 、 $\widehat{LGD}$ 和 $\widehat{RepoL1} \times \widehat{LGD}$ 分别在1%的显著性水平上为负、为负和为正,与基准回归一致。

表3 基于土地出让收入的工具变量回归

	第一阶段回归		第二阶段回归
	LGD	$RepoL1 \times LGD$	Lev
	(1)	(2)	(3)
$RepoL1$	0.0544	0.0393*	-1.8912***
	(0.12)	(1.68)	(-6.28)
$LandRev$	0.8384**	-0.0297	
	(1.98)	(-1.49)	
$RepoL1 \times LandRev$	48.9196***	3.1846***	
	(2.50)	(3.27)	
$\widehat{LGD}$			-0.2415***
			(-3.86)
$\widehat{RepoL1} \times \widehat{LGD}$			7.3736***
			(3.24)
公司控制变量			是
省际控制变量			是
省际固定效应	是	是	是

(续表)

	第一阶段回归		第二阶段回归
	<i>LGD</i>	<i>RepoL1</i> × <i>LGD</i>	<i>Lev</i>
	(1)	(2)	(3)
季节固定效应	是	是	是
行业固定效应			是
观测数	1 492	1 492	105 979
$R^2$	0.8356	0.8182	0.1761
$F$ 值	15.2358	18.1038	

注：第一阶段回归的标准误聚集到省际和季节层面；第二阶段回归的标准误聚集到省际、季节和行业层面，并使用自助法进行估计。

#### (四) 机制分析：信贷挤出和利率扭曲机制

货币政策传导主要通过信贷渠道、利率渠道、资产价格渠道和汇率渠道实现 (Mishkin, 1996)。其中，信贷渠道对我国尤为重要。图 1 总结了地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱如何通过信贷渠道中的信贷挤出和利率扭曲机制实现。第一，地方政府隐性债务挤占了银行信贷资源，限制其信贷投放，在信贷供给的数量层面使得企业杠杆率对货币政策变化的敏感性下降；第二，融资平台大量融资，在流动性挤占效应的作用下，推升企业融资成本，在资金价格层面影响信贷需求，导致企业杠杆率对宽松政策的敏感性下降。

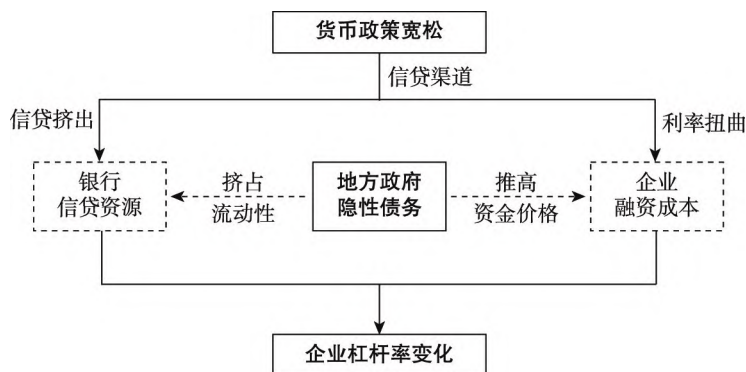


图 1 地方政府隐性债务对货币政策传导效率的影响机制

##### 1. 信贷挤出机制

银行信贷是我国最主要的社会融资方式，货币政策传导的信贷渠道实质是央行通过货币政策影响银行信贷投放，而信贷投放是否符合央行政策意图直接决定了货币政策的传导效率。在政府间财务关系错配、地方经济发展竞争以及官员晋升压力下，融资平台的举债动机非常强烈 (徐军伟等, 2020)，而银行基于行政压力及隐性担保考虑，支持其信贷需求的意愿也很强。同时，银行还通过大量投资业务和同业业务，以影子银行方式满足融资平台的融资需求。由于银行体系存在信贷配给，融资平台大量挤占信贷资源势必会挤出其他企业融资，从信贷供给层面影响货币政策传导。因此，商业银行对融资

平台的支持会导致货币政策信贷渠道传导效率的降低。为了证实上述信贷挤出机制的存在,我们需要论证在地方政府隐性债务一定时,信贷挤出程度上的差异会导致地方政府隐性债务削弱货币政策传导效率程度的差异。为此,本文分别从影响信贷挤出程度的两个方面因素——地方政府信贷需求以及随货币政策变动的银行信贷供给能力<sup>①</sup>出发,分样本检验基准回归模型(2)。我们希望证明地方政府信贷需求越多、货币政策越宽松(即银行信贷供给能力越强),也就是说,信贷挤出越强,那么地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱程度就越大。

具体地,在地方政府信贷需求方面,参考刘蓉和李娜(2021)区分新增、存量债务的研究方法,我们认为地方政府新增隐性债务越多,对银行的信贷需求越大。因此,本文根据同一年度省际地方政府隐性债务(LGD)增长率划分高与低两个子样本;在银行信贷供给能力方面,货币政策决定了银行信贷资源,货币政策越宽松,银行的信贷供给能力越强。因此,我们根据解释变量季度隔夜银行间质押式逆回购利率是否大于样本中位数,划分紧缩与宽松两个子样本。

表4报告了分样本对模型(2)进行检验的结果,以反映信贷挤出程度差异的子样本中地方政府隐性债务对货币政策传导效率影响的差异,其中被解释变量为上市企业杠杆率(Lev)。第(1)、(2)列是根据地方政府隐性债务增速划分的高与低子样本,第(3)、(4)列是根据货币政策环境划分的宽松和紧缩子样本。回归结果显示,在信贷挤出程度大(地方政府隐性债务增速高、货币政策宽松)的子样本中,RepoL1、LGD在1%的显著性水平上为负,RepoL1×LGD在1%或5%的显著性水平上为正,且RepoL1×LGD的显著性和系数绝对值较对应子样本更大。这说明信贷挤出程度越大,地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱程度越大,进而证实了信贷挤出机制的存在。<sup>②</sup>

表4 信贷挤出机制

	Lev			
	地方政府隐性债务增速		货币政策	
	高 (1)	低 (2)	宽松 (3)	紧缩 (4)
RepoL1	-1.8217*** (-3.85)	-0.1868 (-0.41)	-1.3181*** (-3.93)	-0.7910 (-1.61)
LGD	-0.3658*** (-2.72)	-0.2741*** (-5.37)	-0.3932*** (-3.19)	-0.2935*** (-4.65)
RepoL1 × LGD	3.7389** (2.18)	1.4558 (1.10)	8.5237*** (3.23)	0.9656** (2.19)
公司控制变量	是	是	是	是
省份控制变量	是	是	是	是

① 货币政策宽松,流动性充足,则银行信贷供给能力较强;货币政策紧缩,流动性收紧,则银行信贷供给能力较弱。

② 我们着重探讨地方政府隐性债务如何通过银行这一中介机构来影响货币政策传导,因为银行是我国金融体系最为重要的组成部分,银行信贷融资占社会融资总量的61%,表内外投资债券占同期债券市场余额的67%。



(续表)

	Lev			
	地方政府隐性债务增速		货币政策	
	高	低	宽松	紧缩
	(1)	(2)	(3)	(4)
省份固定效应	是	是	是	是
季节固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
观测数	51 898	49 300	49 256	56 723
R <sup>2</sup>	0.3030	0.3195	0.2733	0.3278

## 2. 利率扭曲机制

地方政府隐性债务在货币政策传导中的利率扭曲机制主要体现在宽松的货币政策下，融资平台进一步增加资金需求，在资金供给给定的情况下，推高利率水平（刘蓉和李娜，2021），进而推高企业融资成本，从而抑制企业杠杆率上升，从信贷需求层面降低货币政策传导效率。不仅如此，利率扭曲机制还存在着非对称性，即当执行紧缩货币政策时，地方政府隐性债务并不能减轻紧缩政策对企业融资的负面影响。我们分两个步骤论证上述机制的存在：一是论证地方政府隐性债务会弱化宽松货币政策带来的企业融资成本下行（即宽松货币政策下，地方政府隐性债务越高，企业融资成本对政策利率变化的敏感性越低），但不能相应缓解紧缩货币政策带来的企业融资成本上行压力（即紧缩货币政策下，地方政府隐性债务与企业融资成本对政策利率变化的敏感性关联不大）；二是论证上述企业融资成本对政策利率的敏感性差异会进一步传导至企业杠杆率，表现为不同货币政策环境下，地方政府隐性债务影响企业杠杆率对政策利率变化敏感性的程度存在差异（即宽松货币政策下，地方政府隐性债务越高，企业杠杆率对政策利率变化的敏感性越低；而紧缩货币政策下，地方政府隐性债务与企业杠杆率对政策利率变化的敏感性关联不大）。为此，我们构造了建立在上市企业年度样本<sup>①</sup>上的回归模型（6）—（8）。根据基准回归模型设定中对于货币政策时滞为3—6个月的讨论，我们在这一部分采用当期回购利率作为解释变量。

具体地，在第一步的论证中我们对基准回归模型（2）进行如下调整：将被解释变量替换为企业融资成本（ $Debtcost$ ），将所有季度频率变量调整为年度频率，将解释变量中滞后一期（季度）利率调整为当期（年度）利率，不再控制季节固定效应，不再在季节层面对标准误进行聚类，并以此构造回归模型（6）：

$$Debtcost_{ikt}^j = \beta_0 + \beta_1 Repo_t + \beta_2 LGD_t^j + \beta_3 Repo_t \times LGD_t^j + \beta_4 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + v_{ikt}^j, \quad (6)$$

其中， $Debtcost_{ikt}^j$ 为企业*i*的年度融资成本。参考李广子和刘力（2009），本文选取以下两个指标作为其代理变量：融资成本（ $Debtcost1$ ），定义为利息支出/平均总负债；净融资成本（ $Debtcost2$ ），定义为（利息支出+手续费+其他财务费用）/平均总负债。 $Repo_t$

<sup>①</sup> 没有沿用季度样本是因为，构造融资成本指标的数据来源为上市企业财务报表附注，主要在年报中进行披露。

是当期银行间公开市场利率,选取年度隔夜银行间质押式逆回购利率的平均值。 $X_{it}^j$ 是调整为年度频率的省际和公司控制变量。我们希望在宽松和紧缩货币政策子样本中分别对模型(6)进行检验。由于这部分检验的样本为年度频率,我们参考饶品贵和姜国华(2013)将2007年、2010年、2011年、2013年和2017年定义为货币政策紧缩年度,并据此划分货币政策紧缩与宽松子样本。

在第二步的论证中,考虑到企业融资成本与杠杆率间的相互影响,直接在企业层面将杠杆率对融资成本回归存在一定的内生性问题。因此,我们首先参照余海跃和康书隆(2020),构造省际—行业—年度平均融资成本( $Avg\_debtcost$ )以减轻个体杠杆率对融资成本的反向因果。考虑到某些省际—行业—年度的上市企业数量有限,参考潘福祥(2004),我们采用内生解释变量平均融资成本的拟合值作为其工具变量,对企业杠杆率进行两阶段回归。第一阶段回归模型(7)将模型(6)的被解释变量替换为省际—行业—年度平均融资成本( $Avg\_debtcost$ )并在省际—行业—年度层面进行回归,相应地不再纳入公司控制变量。第二阶段回归模型(8)在企业—年度层面将企业杠杆率对模型(7)的平均融资成本拟合值进行回归,控制变量、固定效应与标准误的处理与模型(6)一致。具体设定如下:

$$Avg\_debtcost_{kt}^j = \beta_0 + \beta_1 Repo_t + \beta_2 LGD_t^j + \beta_3 Repo_t \times LGD_t^j + \beta_4 Z_t^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \varepsilon_{kt}^j, \quad (7)$$

$$Lev_{ikt}^j = \beta_0 + \beta_1 \widehat{Avg\_debtcost}_{kt}^j + \beta_4 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + v_{ikt}^j, \quad (8)$$

其中, $Avg\_debtcost_{kt}^j$ 是省份 $j$ 行业 $k$ 的年度平均融资成本,定义为企业融资成本的加权平均。与融资成本指标( $Debtcost$ )对应,我们分别构造平均融资成本( $Avg\_debtcost1$ )以及平均净融资成本( $Avg\_debtcost2$ )。 $Z_t^j$ 是基准回归模型中的省际控制变量。与上一步的论证类似,我们希望进一步在宽松和紧缩货币政策子样本中分别对模型(7)和模型(8)进行检验。表5和表6分别报告了宽松和紧缩货币政策子样本中模型(6)—(8)的回归结果,以证明利率扭曲机制在地方政府隐性债务对货币政策传导影响中发挥的作用。

表5第(1)、(2)列的被解释变量分别是企业融资成本( $Debtcost1$ )与净融资成本( $Debtcost2$ )。回归结果显示,在企业—年度层面, $Repo$ 在1%的显著性水平上为正, $Repo \times LGD$ 在1%或5%的显著性水平上为负,说明地方政府隐性债务会弱化宽松货币政策带来的企业融资成本下行。第(3)、(4)列的被解释变量分别是省际—行业—年度平均融资成本( $Avg\_debtcost1$ )与净融资成本( $Avg\_debtcost2$ ),在省际—行业—年度层面进行回归,结果与第(1)、(2)列相符。第(5)、(6)列的被解释变量是企业杠杆率( $Lev$ ),解释变量分别是第(3)、(4)列中被解释变量的拟合值( $\widehat{Avg\_debtcost1}$ )和( $\widehat{Avg\_debtcost2}$ )。回归结果显示,在企业—年度层面, $\widehat{Avg\_debtcost1}$ 、 $\widehat{Avg\_debtcost2}$ 在1%的显著性水平上为负,说明地方政府隐性债务弱化宽松货币政策带来的平均融资成本下行会进一步传导至企业杠杆率。

表 5 利率扭曲机制（宽松货币政策）

	<i>Debtcost</i> 1	<i>Debtcost</i> 2	<i>Avg_debtcost</i> 1	<i>Avg_debtcost</i> 2	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Repo</i>	0.4011*** (5.65)	0.4230*** (5.67)	0.4594*** (4.91)	0.4621*** (5.43)		
<i>LGD</i>	0.0060 (1.05)	0.0061 (0.97)	0.0188** (2.09)	0.0168* (1.85)		
<i>Repo</i> × <i>LGD</i>	-0.6285*** (-2.73)	-0.6648*** (-2.47)	-0.9525*** (-2.89)	-0.8875*** (-2.97)		
$\widehat{Avg\_debtcost\ 1}$					-2.7840*** (-2.76)	
$\widehat{Avg\_debtcost\ 2}$						-2.6548*** (-2.70)
公司控制变量	是	是			是	是
省份控制变量	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测数	16 174	16 174	930	930	17 471	17 471
$R^2$	0.1518	0.1490	0.2721	0.2693	0.2744	0.2743

注：回归的标准误聚集到省际、行业层面。

表 6 第 (1)、(2) 列回归结果显示，在企业一年度层面，*Repo* 在 1% 的显著性水平上为正，而 *Repo* × *LGD* 不显著，说明地方政府隐性债务没有相应缓解紧缩货币政策带来的企业融资成本上行压力。第 (3)、(4) 列回归显示，在省际—行业一年度层面，*Repo* 在 1% 的显著性水平上为正，而 *Repo* × *LGD* 不显著或与表 5 相比显著程度较低且系数绝对值较小。第 (5)、(6) 列回归结果显示，在企业一年度层面， $\widehat{Avg\_debtcost\ 1}$ 、 $\widehat{Avg\_debtcost\ 2}$  在 1% 的显著性水平上为负，说明地方政府隐性债务没有相应缓解紧缩货币政策对省际—行业平均融资成本上行的压力，且这一影响同样会继续传导至个体企业杠杆率。综上，我们证实了地方政府隐性债务在货币政策传导中的利率扭曲机制。

表 6 利率扭曲机制（紧缩货币政策）

	<i>Debtcost</i> 1	<i>Debtcost</i> 2	<i>Avg_debtcost</i> 1	<i>Avg_debtcost</i> 2	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Repo</i>	0.2840*** (4.72)	0.3183*** (5.75)	0.2680*** (3.18)	0.2789*** (3.57)		
<i>LGD</i>	-0.0145*** (-4.27)	-0.0124*** (-3.31)	-0.0052 (-0.36)	-0.0029 (-0.20)		
<i>Repo</i> × <i>LGD</i>	0.1602 (0.90)	0.1250 (0.68)	-0.2210 (-1.34)	-0.3026* (-1.70)		

(续表)

	<i>Debtcost1</i>	<i>Debtcost2</i>	<i>Avg_debtcost1</i>	<i>Avg_debtcost2</i>	<i>Lev</i>	<i>Lev</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$\widehat{Avg\_debtcost1}$					-3.4943***	
					(-2.91)	
$\widehat{Avg\_debtcost2}$						-3.4782***
						(-3.03)
公司控制变量	是	是			是	是
省份控制变量	是	是	是	是	是	是
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测数	8 299	8 299	573	573	9 036	9 036
$R^2$	0.1742	0.1716	0.2849	0.2854	0.2872	0.2872

注：回归的标准误差聚集到省际和行业层面。

### (五) 异质性分析：对民营和中小企业“融资难、融资贵”问题的讨论

民营和中小企业“融资难、融资贵”是当前经济中亟需解决的问题。我们认为前述地方政府隐性债务削弱货币政策传导效率的现象在民营和中小企业中更为突出，且这种突出影响主要存在于宽松货币环境。

我们首先希望证实企业规模和所有制结构很重要，即在民营企业和小规模企业中，地方政府隐性债务降低货币政策传导效率的程度更大。为此，我们根据上市企业前一季度末的资产规模是否大于本季度末所有企业资产规模的中位数划分大、小规模企业子样本，根据上一年年末的所有制结构划分国有企业和民营企业子样本，并对基准回归模型(2)进行检验。<sup>①</sup> 回归结果显示，在大规模企业和国有企业中，企业的杠杆率对利率变动相对不敏感。这与 Liu et al. (2021) 关于企业经营目标差异导致国有企业相对民营企业对利率更不敏感的观点相符。同时，地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱和对微观企业融资的挤出主要体现在小规模和民营企业中，论证了地方政府隐性债务的确加剧了民营和中小企业“融资难、融资贵”的问题。

其次，我们希望证实在宽松货币环境中，地方政府隐性债务削弱货币政策向民营企业和小规模企业传导的程度更大。为此，我们沿用季度样本中对货币政策宽松与紧缩的定义，分别将上述小规模企业和民营企业子样本进一步细分为宽松货币政策下小规模企业、紧缩货币政策下小规模企业、宽松货币政策下民营企业和紧缩货币政策下民营企业子样本，并重新对基准回归模型(2)进行检验。<sup>②</sup> 回归结果显示，地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱在不同货币环境下呈现非对称特性。也就是说，当货币政策宽

<sup>①</sup> 由于篇幅所限，我们在附录 II 表 II 1 中对按企业规模和所有制结构分样本检验模型(2)的结果进行了详细讨论。

<sup>②</sup> 由于篇幅所限，我们在附录 II 中表 II 2 对不同货币政策下小规模企业和民营企业子样本检验模型(2)的结果进行了详细讨论。

松时，高企的地方政府隐性债务水平使得利率下行对民营和中小企业融资的正面影响大幅降低；而货币政策紧缩时，高企的地方政府隐性债务水平却不能使得利率上行带来的民营和中小企业杠杆率下降程度相应减少。

#### （六）进一步分析：“43 号文”对货币政策传导效率的影响

2014 年 10 月，国务院正式发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“43 号文”），指出“剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务”，同时明确“地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的范围内，并根据担保合同依法承担相关责任”。考虑到“43 号文”在剥离融资平台政府融资职能、限制隐性担保方面成效卓然，同时不会直接影响上市企业杠杆率，具备一定的外生性，我们认为探讨“43 号文”对货币政策传导效率的影响是合理的。

图 2 显示，“43 号文”显著改善了地方政府隐性债务对货币政策传导效率的削弱。具体地，“43 号文”发布前，滞后 3—6 个月的公开市场利率对地方政府隐性债务高与低省份（根据当年省份地方政府隐性债务是否大于对应年度所有省份中位数划分）的上市公司平均杠杆率影响存在明显分化，且在非阴影部分代表的货币政策宽松时期更为突出，与前文所述信贷挤出机制和利率扭曲机制相符。而“43 号文”发布后，虽然二者的影响在程度上仍存在差异，但趋势上基本一致。

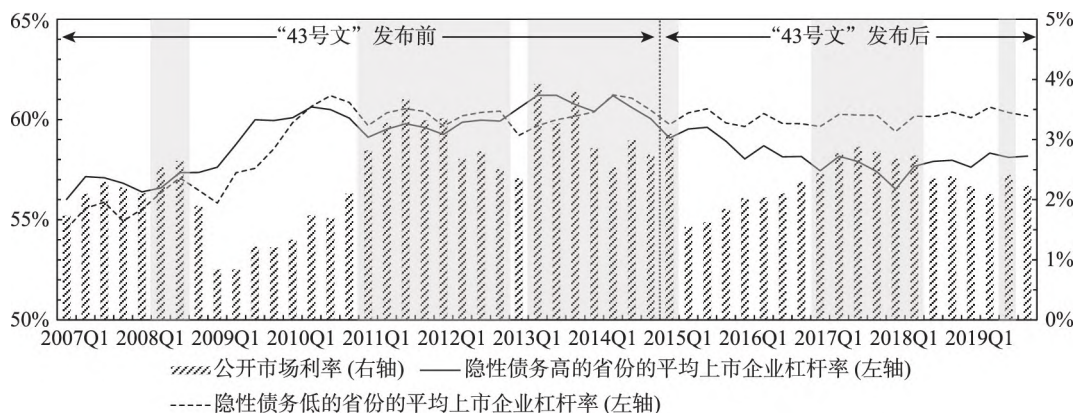


图 2 “43 号文”对货币政策传导效率的影响

为了进一步度量“43 号文”对地方政府隐性债务削弱货币政策传导效率的影响，我们在基准回归模型（2）的基础上引入政策发布虚拟变量构建回归模型（9），并进一步引入政策发布虚拟变量与解释变量的交叉项构建回归模型（10）。为了避免政策落实时间模糊带来的影响，我们剔除了“43 号文”发布当年的样本。回归模型（9）—（10）的具体设定如下：

$$\begin{aligned} Lev_{ikt}^j = & \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 LGD_t^j + \beta_3 RepoL1_t \times LGD_t^j + \beta_4 Post_t \\ & + \beta_5 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + v_{ikt}^j, \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned}
 Lev_{ikt}^j = & \beta_0 + \beta_1 RepoL1_t + \beta_2 LGD_t^j + \beta_3 RepoL1_t \times LGD_t^j + \beta_4 Post_t + \\
 & \beta_5 RepoL1_t \times Post_t + \beta_6 LGD_t^j \times Post_t + \beta_7 RepoL1_t \times LGD_t^j \times Post_t \\
 & + \beta_8 X_{it}^j + \sum \delta_k + \sum \lambda^j + \sum \gamma_t + v_{ikt}^j, \quad (10)
 \end{aligned}$$

其中,政策发布虚拟变量 $Post_t$ 度量时间是否在“43号文”发布后, $RepoL1_t \times Post_t$ 、 $LGD_t^j \times Post_t$ 、 $RepoL1_t \times LGD_t^j \times Post_t$ 分别是基准回归模型(2)中的解释变量与政策发布虚拟变量 $Post_t$ 的交叉项,其他设定与模型(2)一致。<sup>①</sup>回归结果显示“43号文”发布后,地方政府隐性债务对微观企业的融资挤出和对货币政策传导效率的削弱程度均显著减少,即限制地方政府隐性债务扩张能够显著提升货币政策传导效率。

## 四、结 论

本文以上市企业微观杠杆率作为切入点,深入探讨地方政府隐性债务这一当前重要且面临重大改革的供给侧要素对货币政策传导的影响,发现地方政府隐性债务通过信贷挤出和利率扭曲影响了货币政策传导的信贷渠道的通畅,显著降低了我国货币政策传导效率,而这一效率的降低主要影响了民营企业和小规模企业的融资,恶化了民营和中小企业“融资难、融资贵”的问题。具体地,在基准回归和各稳健性检验中,货币政策变量和货币政策变量与地方政府隐性债务水平的交叉项显著不为零且符号相反,说明地方政府隐性债务降低了货币政策传导效率,隐性债务水平越高,效率降低程度越大。我们的研究进一步发现,地方政府隐性债务水平对货币政策传导效率的这一影响主要是通过货币政策的信贷渠道完成的,而信贷渠道又可以分离成“信贷挤出”和“利率扭曲”两种影响机制。其中,地方政府隐性债务上升一方面会占用更多的银行信贷资源,挤占流动性,从而在信贷资源总量有限的情况下,挤出银行对企业的信贷规模,即“信贷挤出”机制;另一方面,地方政府隐性债务的上升实质上增加了整个经济对资金的需求,在信贷供给给定的条件下推高了资金的价格,使得更多企业因无法承受高企的资金成本而不得不缩减借贷、降低杠杆,即“利率扭曲”机制。这两种机制共同作用阻碍了货币政策传导信贷渠道的通畅,并且在中小企业的融资中产生了更大的影响。

本文的政策启示如下。第一,地方政府隐性债务不仅是涉及地方和国家财政以及金融稳定的问题,而且对于我国货币政策的实施和传导有着不可忽视的影响,因此解决地方政府隐性债务问题可以为提高货币政策有效性提供新视角和新途径。第二,地方政府隐性债务对货币政策传导的阻碍在民营和中小企业融资中尤为突出,因此本文也为缓解民营和中小企业“融资难、融资贵”问题提供新的政策思路。解决民营和中小企业的融资问题,不仅需要货币政策的支持,也需要综合考虑金融市场环境,以确保货币政策支持可以精准实施到位。第三,在研究和制定宏观政策时,需要考虑微观基础。现有地方政府隐性债务的研究在宏微观层面上是割裂的,缺乏微观基础的宏观政策研究是无本之

<sup>①</sup> 由于篇幅所限,我们在附录Ⅲ表Ⅲ1中详细讨论了在剔除发文当年样本中对模型(9)–(10)进行检验的结果,考察了“43号文”对地方政府隐性债务削弱货币政策传导效率的影响程度。

木，而没有宏观政策含义的微观研究也无法为宏观调控所用。本文聚焦央行政策利率向微观企业杠杆率传导的过程，能够为地方政府隐性债务的宏观研究提供可参照的微观解释，在货币政策的微观基础和宏观影响两类文献之间搭建起了一个桥梁。

## 参考文献

- [1] 曹光宇、刘晨冉、周黎安、刘畅，“财政压力与地方政府融资平台的兴起”，《金融研究》，2020年第5期，第59—76页。
- [2] 常晨、陆铭，“新城之殇——密度、距离与债务”，《经济学》（季刊），2017年第4期，第1621—1642页。
- [3] 陈宝东、邓晓兰，“货币政策被地方政府债务绑架了吗？”，《经济管理》，2019年第10期，第5—21页。
- [4] 陈彦斌、郭豫媚、陈伟泽，“2008年金融危机后中国货币数量论失效研究”，《经济研究》，2015年第4期，第21—35页。
- [5] Chen, Z., Z. He, and C. Liu, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes”, *Journal of Financial Economics*, 2020, 137 (1), 42-71.
- [6] 陈志勇、陈思霞，“制度环境、地方政府投资冲动与财政预算软约束”，《经济研究》，2014年第3期，第76—87页。
- [7] 范剑勇、莫家伟，“地方债务、土地市场与地区工业增长”，《经济研究》，2014年第1期，第41—55页。
- [8] 高蓓、陈晓东、李成，“银行产权异质性、影子银行与货币政策有效性”，《经济研究》，2020年第4期，第53—69页。
- [9] 郭玉清、何杨、李龙，“救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理”，《经济研究》，2016年第3期，第81—95页。
- [10] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, “Local Crowding-Out in China”, *The Journal of Finance*, 2020, 75 (6), 2855-2898.
- [11] 姜再勇、钟正生，“我国货币政策利率传导渠道的体制转换特征——利率市场化改革进程中的考察”，《数量经济技术经济研究》，2010年第4期，第62—77页。
- [12] 姜子叶、胡育蓉，“财政分权、预算软约束与地方政府债务”，《金融研究》，2016年第2期，第198—206页。
- [13] 李波、伍戈，“影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战”，《金融研究》，2011年第12期，第77—84页。
- [14] 李广子、刘力，“债务融资成本与民营信贷歧视”，《金融研究》，2009年第12期，第137—150页。
- [15] 刘莉亚、刘冲、陈垠帆、周峰、李明辉，“僵尸企业与货币政策降杠杆”，《经济研究》，2019年第9期，第73—89页。
- [16] 刘穷志、白云，“政府债务增加降低了企业杠杆吗？”，《财政研究》，2020年第3期，第71—84页。
- [17] 刘蓉、李娜，“地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究”，《管理世界》，2021年第3期，第51—66页。
- [18] Liu, Z., P. Wang, and Z. Xu, “Interest Rate Liberalization and Capital Misallocations”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2021, 13 (2), 373-419.
- [19] 马骏、施康、王红林、王立升，“利率传导机制的动态研究”，《金融研究》，2016年第1期，第31—49页。
- [20] 马文涛、马草原，“政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱”，《经济研究》，2018年第5期，第72—87页。
- [21] 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”，《金融研究》，2018年第5期，第1—19页。
- [22] 毛捷、刘潘、吕冰洋，“地方公共债务增长的制度基础——兼论财政和金融的视角”，《中国社会科学》，2019年第9期，第45—68页。
- [23] Mishkin, F. S., “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, NBER Working Paper, 1996.
- [24] 缪小林、伏润民，“权责分离、政绩利益环境与地方政府债务超常规增长”，《财贸经济》，2015年第4期，第

17—31页。

- [25] 潘福祥,“公司治理与企业价值的实证研究”,《中国工业经济》,2004年第4期,第107—112页。
- [26] 钱雪松、杜立、马文涛,“中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异”,《管理世界》,2015年第11期,第11—28页。
- [27] 袁翔、周强龙,“影子银行与货币政策传导”,《经济研究》,2014年第5期,第91—105页。
- [28] 饶品贵、姜国华,“货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究”,《经济研究》,2013年第1期,第68—82页。
- [29] Ru, H., “Government Credit, a Double-Edged Sword: Evidence from the China Development Bank”, *The Journal of Finance*, 2018, 73 (1), 275-316.
- [30] 盛松成、吴培新,“中国货币政策的二元传导机制——‘两中介目标,两调控对象’模式研究”,《经济研究》,2008年第10期,第37—51页。
- [31] 盛天翔、王宇伟、范从来,“利率工具、银行决策行为与信贷期限结构”,《中国工业经济》,2017年第12期,第22—39页。
- [32] 谭小芬、李源、苟琴,“美国货币政策推升了新兴市场国家非金融企业杠杆率吗?”,《金融研究》,2019年第8期,第38—57页。
- [33] 王博、梁洪、张晓玫,“利率市场化、货币政策冲击与线上线下民间借贷”,《中国工业经济》,2019年第6期,第60—78页。
- [34] 吴盼文、曹协和、肖毅、李兴发、鄢斗、卢孔标、郭凯、丁攀、徐璐、王守贞,“我国政府性债务扩张对金融稳定的影响——基于隐性债务视角”,《金融研究》,2013年第12期,第59—71页。
- [35] 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”,《管理世界》,2020年第9期,第37—59页。
- [36] 杨宇焰、张柏杨,“地方债中的财政金融政策”,《中国金融》,2018年第7期,第28—30页。
- [37] 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”,《世界经济》,2020年第7期,第49—72页。
- [38] 战明华、汤颜菲、李帅,“数字金融发展、渠道效应差异和货币政策传导效果”,《经济研究》,2020年第6期,第22—38页。
- [39] 张龙、殷红、王擎,“数量型还是价格型——来自货币政策‘非线性’有效性的经验证据”,《中国工业经济》,2020年第7期,第61—79页。
- [40] 张晓慧等,《多重约束下的货币政策传导机制》。北京:中国金融出版社,2020年。
- [41] 张雪莹、焦健、宫红琳,“政府债务对货币政策利率规则的约束效应研究”,《国际金融研究》,2016年第10期,第28—36页。
- [42] 钟伟、魏伟,“央行介入政府债的国际经验”,《中国金融》,2015年第16期,第42—44页。
- [43] 朱军、李建强、陈昌兵,“金融供需摩擦、信贷结构与最优财政援助政策”,《经济研究》,2020年第9期,第58—73页。
- [44] 朱军、李建强、张淑翠,“财政整顿、‘双支柱’政策与最优政策选择”,《中国工业经济》,2018年第8期,第24—41页。



# Leverage Ratio of Listed Enterprises and the Efficiency of Monetary Policy Transmission

## —From the Perspective of Implicit Local Public Debts

CHEN Shuyue

(Industrial and Commercial Bank of China)

LIU Yue ZHANG Ji\*

(Tsinghua University)

**Abstract:** We discuss the influence of implicit local public debts on the monetary policy transmission from the perspective of leverage ratio of listed enterprises and find that implicit local public debts measured by LGFV (local government financing vehicle) liabilities significantly disrupt the credit channel of monetary policy transmission. Specifically, the disruption of monetary policy transmission channels is realized through the credit squeeze and interest rate distortion. In addition, the disruption of monetary policy transmission mainly impacts the small-scale enterprises and non-state-owned enterprises, which explains the financing difficulties of private and small enterprises.

**Keywords:** monetary policy; macroeconomic policy; local government debt

**JEL Classification:** E52, E60, H74

---

\* Corresponding Author; Zhang Ji, PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 100083, China; Tel: 86-13269118668; E-mail: zhangji@pbesf.tsinghua.edu.cn.