

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2024.05.005

减税冲击、土地调控与城投债定价

罗美娟¹, 黄子建¹, 张牧扬²

(1. 云南大学 经济学院, 昆明 650500; 2. 上海财经大学 中国公共财政研究院, 上海 200433)

摘要: 减税冲击会加大地方财政压力, 而地方政府隐性担保能力的下降会导致城投债发行利差上升; 然而, 城投债是地方经济建设的重要融资手段, 地方政府有动机采取增信措施来抵消减税冲击的影响, 甚至促使城投债利差下降。基于2017—2019年的三次增值税税率下调实践, 通过产业结构、减税点数和政策时间构造地级市层面的减税冲击变量, 分析发现: 减税冲击会扩大地方政府的财政收支缺口, 但地方政府会采取土地调控措施来为城投公司提供增信, 导致城投债的发行利差不升反降; 具体而言, 面对减税冲击, 地方政府并没有调整土地出让结构、提高工业用地和住宅用地出让价格, 而是通过向城投公司注入土地资产、提高商服用地出让价格的路径来提升城投公司的融资能力、抵押价值和信用水平, 这也反映出地方政府“以地谋发展”的运作方式已由土地财政转向土地金融。因此, 应深化土地要素市场化配置改革, 打破地方政府在土地征收和出让环节的双垄断格局; 划清地方投融资平台和地方政府之间的界限, 促进地方财政的可持续发展, 改变地方政府过度依赖土地调控的局面。

关键词: 增值税; 城投债; 信用利差; 政府隐性担保; 土地出让; 土地资产; 土地金融

中图分类号: F293.2; F812.7 **文献标志码:** A **文章编号:** 1674-8131(2024)05-0065-15

引用格式: 罗美娟, 黄子建, 张牧扬. 减税冲击、土地调控与城投债定价[J]. 西部论坛, 2024, 34(5): 65-79.

LUO Mei-juan, HUANG Zi-jian, ZHANG Mu-yang. Tax cut shock, land regulation, and municipal investment bonds pricing[J]. West Forum, 2024, 34(5): 65-79.

* 收稿日期: 2024-04-25; 修回日期: 2024-06-18

基金项目: 国家自然科学基金项目(72363035, 72273079); 云南大学第十五届研究生科研创新项目(KC-23234333)

作者简介: 罗美娟(1962), 女, 江苏扬州人; 经济学博士, 教授, 博士生导师, 主要从事宏观经济理论研究。黄子建(1997), 通信作者, 男, 河南新县人; 博士研究生, 主要从事地方债务研究。张牧扬(1985), 男, 上海人; 经济学博士, 常任职副教授, 博士生导师, 主要从事地方政府与官员治理研究。

一、引言

自 20 世纪 90 年代以来,城投债逐渐成为我国城市基础设施建设和公共服务项目的主要资金来源,在经济高速增长和快速城市化进程中发挥了重要作用。城市基础设施建设和公共服务项目具有利润率低、回收期长的特点,但由于投资者对城投债存在“刚性兑付”和“隐性担保”预期(钟辉勇等,2016;钟宁桦等,2021)^[1-2],城投公司公开发行债券的利率远低于普通企业。也是因为“隐性担保”预期的长期存在,城投债的投资人不仅需要分析城投公司自身的偿付能力,还需要关注地方政府的担保能力与支持力度(王博森等,2016)^[3]。

2012 年以后,我国实施了多轮次大规模的减税政策。其中,在 2017—2019 年先后三次调整增值税税率,由 17%、13%、11% 和 6% 四个税率档次逐步下调至 13%、9% 和 6% 三个档次。作为第一大税种,增值税大幅下调可能会削弱地方政府对于城投债的“隐性担保”能力,进而降低投资者对城投债按时还本付息的信心,最终导致城投债的发行利差提升(张牧扬等,2022)^[4]。

然而,面对减税冲击,地方政府有动机,也有能力为城投公司提供增信措施,从而降低城投债的发行利差。从补充财政资金的视角看,“隐性担保”能力下降会抑制城投债务规模扩张(张牧扬等,2022)^[4],不利于地方通过举债来弥补由减税带来的财政收支缺口扩大。从地区竞争的视角看,由于金融资源的稀缺性,地方政府有动机为城投公司提供增信措施,以利于在市场中争夺有限的金融资源(张路,2020)^[5]。从经济增长的视角看,2008 年国际金融危机以来,地方融资平台成为稳定和恢复地方经济的重要手段,同时,城市化超越工业化成为经济增长的重要引擎(刘守英等,2022)^[6],而城投债在城市化进程中扮演着重要角色,使地方政府形成了路径依赖。城投债的利率提高可能会抑制其规模扩张并增加地方政府未来的付息压力,进而减缓基建投资与城市化进程,因而在城市发展与官员考核的压力下,地方政府有动机为城投公司提供增信措施,以实现“促进地方经济增长”的目标(曹婧等,2019;Chang et al., 2023)^[7-8]。

城投债背后的“隐性担保”主要依赖地方政府的财力,而地方政府的财政收入主要包含税收收入、非税收入以及来自上级的转移支付三类。1994 年分税制改革后,地方政府开拓财政收入来源的渠道十分有限。在税收方面,地方政府缺乏对税种、税率的决定权,且随着“国地税合并”和“金税工程”的推进,地方政府在税收征管上的开源空间也越来越小。在非税收入方面,虽然地方政府有一定的征管空间,但绝大多数地方的非税收入来源有限,对地方财政压力的缓解程度较小,通过盘活国有资产的方式增加财政收入也因周期较长而难以满足地方政府短时间内的需求(崔惠玉等,2023)^[9]。在转移支付方面,地方政府则难以干预中央对其的税收返还和转移支付。在此背景下,地方政府需要另寻其他的路径来为城投公司提供增信,以避免减税冲击导致城投债发行利差上升,而土地调控不失为一种影响地方经济发展的有效方式。城市土地国家所有的制度安排使地方政府享有利用土地干预资源配置和经济运行的主导权利(谢贞发等,2019)^[10],因此,土地调控成为地方政府积极应对减税冲击,为城投公司提供增信的重要方式。

近年来,有学者关注到土地财政对城投债发行规模(毛文峰等,2020)^[11]和城投债发行定价的影响(张莉等,2018;罗党论等,2020;何诚颖等,2023)^[12-14],也有学者关注到减税政策对城投债发行规模的影响(尹李峰等,2021;张牧扬等,2022;崔惠玉等,2023)^{[15][4][9]},但鲜有文献将减税冲击、土地调控和城投债利差三者联系起来,忽略了地方政府能够通过土地调控来缓解减税冲击对城投债定价的影响。有鉴于此,本文在已有研究的基础上,针对在减税冲击下地方政府隐性担保能力和城投债发行利差同时下降的现象,探讨地方政府土地调控在其中起到的作用和机制,并采用 2017—2019 年的数据进行实证

检验。相比已有文献,本文的边际贡献主要在于:一是将地方政府的土地调控行为纳入减税冲击与城投债定价的分析框架中,拓展和深化了税收与债务之间的关系研究,并为减税冲击下城投债利差不升反降的现象提供了一种合理解释,有助于深入认识和理解地方政府行为的动机和实效,进而为改善地方政府行为、促进地方经济高质量发展提供了启示;二是通过产业结构、减税点数和政策时间构造减税冲击变量,较为客观地测算出增值税减税政策对地方财政收入的影响程度,为相关研究提供了方法参考。

二、制度背景与理论假设

1. 制度背景

(1) 地方政府融资平台与城投债。改革开放后,以经济增长为导向的发展目标加大了地方政府的融资需求。1994年推行的分税制改革导致地方政府面临事权与财力不匹配的困境,但1995年开始实行的《中华人民共和国预算法》规定地方政府不得发行政府债券。在此背景下,设立城投公司作为融资平台,运用城投债等金融工具进行融资,成为推动城市基础设施建设和经济增长的重要资金来源。2008年,在四万亿计划出台的同时,国家进一步鼓励地方政府通过投融资平台公司筹集资金来支持公共项目和基础设施建设。2014年《中华人民共和国预算法》修订后,尽管省级政府发行债券成为地方政府举债融资的唯一合法渠道,但由于历史遗留问题、地方财政压力和城市发展压力等,各地政府以投融资平台公司为主要载体的隐性债务问题仍然突出(曹婧等,2019)^[7]。

(2) 土地制度。各地“以地谋发展”的经济增长模式源于地方政府对土地市场的垄断。1982年修正的《中华人民共和国宪法》对土地所有权作出了明确的规定,农村土地属于集体所有,城市土地属于国有。《中华人民共和国土地管理法》规定,任何土地进入一级市场的合法途径只有通过国家征收,农村的集体土地也必须被国家征收以后才能转为非农用地。由此,地方政府成为农村集体土地唯一的买家,也是工业和商住用地唯一的供应者(刘守英等,2022)^[6]。地方政府一方面可以大量低价供应工业土地进行招商引资,另一方面又可以通过限量高价出让商住用地来为城市建设融资(土地财政),同时,地方政府还可以将土地进行抵押(土地金融),以进一步缓解其融资约束(刘元春等,2020)^[16]。

(3) 增值税税率下调。增值税是我国的第一大税种。从1994年工商业税制改革到2012年营改增试点前,增值税税率主要维持了17%、13%和零税率三档基本税率;营改增试点新增了11%和6%两档低税率;2017—2019年,增值税税率不断减并和下调,2019年起稳定在13%、9%和6%三档。减税降费是减轻企业负担、激发市场活力的重要举措,也是深化供给侧结构性改革、推动经济高质量发展的必然要求,但也难免会对地方政府的财力产生不利影响。

2. 减税冲击对城投债利差的影响及地方政府的应对

现行土地制度赋予地方政府在土地转用和国有土地一级开发的垄断权,使其享有利用土地干预资源配置和经济运行的主导权利(谢贞发等,2019)^[10],城投债的持续扩张也与地方政府对土地要素的配置方式紧密相关(毛文峰等,2020)^[11]。

土地兼具生产资本与抵押资产属性(郭杰等,2022)^[17]。从生产资本的视角看,土地出让收入是地方政府偿还债务的重要资金支撑,也是增强财力、提高自身担保能力的重要方式(张莉等,2018)^[12]。地方政府土地出让收入的提高,既能保障城投债的偿还与发行,也能弥补因减税而扩大的财政收支缺口,在提升地方财力的同时提高对地方政府债务的隐性担保能力,增强投资者的信心。从抵押资产的视角

看,土地一旦经过征收和出让后便可撬动资金,成为地方政府投融资平台获取金融资源的重要抵押物(张莉等,2019)^[18]。在地方政府投融资平台成立之初,地方政府通常会通过划拨土地的方式成为第一大股东或唯一股东,帮助平台达到债券发行的门槛要求(张路,2020)^[5]。不仅如此,地方政府还可以通过提高土地出让价格来增加土地抵押价值,达到增强投融资平台运作能力的目的,从而提高城投公司的信用水平,降低城投债的发行利差。

城投债发行利差下降,一方面有利于地方政府通过举债来弥补收支缺口和拉动经济增长,另一方面也降低了地方政府未来的偿债成本,有助于缓解财政压力。因此,面对减税冲击可能带来的城投债发行利差上升,地方政府会通过调控土地资源的方式为城投公司提供增信措施,从而促使城投债发行利差下降。而且,受减税冲击越大的地区,越有动机加大土地资源调控力度,最终表现为减税冲击导致地方政府隐性担保能力和城投债发行利差同时下降。

基于上述分析,本文提出假说 H1:增值税减税冲击会导致城投债利差下降。

3. 地方政府土地调控的微观机制

理论上讲,减税会导致地方政府隐性担保能力降低,这会使城投债利差上升;但由于地方政府为避免城投债利差上升而加大土地调控力度,致使城投债的实际利差反而下降。那么,地方政府是如何进行土地调控的?对此,本文进一步从调整土地出让结构、向城投公司注入土地资产、调控土地出让价格三个方面对地方政府土地调控的微观机制进行探讨。

(1)调整土地出让结构。面对减税冲击,地方政府有动机调整土地出让结构。20世纪90年代以来,地方政府通过大量低价出让工业用地进行招商引资,再限量高价出让商住用地获得垄断地租,并将其用于城市基础设施建设和推进城市化(陶然等,2009)^[19]。面对减税冲击,在城市的建设用地总量受限的情形下,地方政府有动机压缩工业用地出让规模,扩大商服用地与住宅用地的出让规模,通过最大化土地出让收入来增强地方财力,提高自身隐性担保能力。但自2011年起,地方征地补偿标准开始逐年提升,扣除成本后的土地出让净收入对地方财政的贡献率开始下降。到2018年,土地出让净收入占地方财政收入的比重不到一成(陈金至等,2021)^[20]。由此可见,仅依靠调整土地出让结构难以实现土地出让收入的持续增长,也较难对城投债产生显著的增信效应。

(2)向城投公司注入土地资产。土地的直接价值是土地出让扣除成本后的净收益,土地的间接价值则体现在土地资产的抵押价值和信用价值上,且远远大于土地的直接价值。为加快城市化进程,地方政府会通过各种方式将土地资产注入投融资平台,以缓解基础设施建设和公共项目开展面临的融资约束(郑思齐等,2014;张莉等,2018;张路,2020)^{[21][12][5]}。21世纪初,由于土地储备制度并不完善,城投公司可以承担土地储备的相关职能,并利用储备土地抵押给银行获得信贷资金。2010年后,中央加强了对土地储备机构的管理,并对土地开发行为和融资行为进行了规范^①,以约束土地储备机构的融资职能^②,但也给了城投公司可乘之机,城投公司支付土地出让金拍下土地后,使储备土地重新具备了完全商业价值的形态(徐嘉,2022)^[22]。地方政府通过向投融资平台注入或出让土地资产,不仅可以提高投融资平台的资产规模和运作能力(刘元春等,2020)^[16],还为债券发行提供了重要的抵押资产(张路,2020)^[5]。

^① 2010年9月,国土资源部发布《中共国土资源部党组关于国土资源系统开展“两整治一改革”专项行动的通知》(国土资党发[2010]45号)。

^② 2016年2月,财政部、国土资源部、中国人民银行和银监会四部门联合发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)。

面对减税冲击,地方政府有动机直接或间接向城投公司增加注入土地资产,为城投债提供增信,进而促使城投债利差下降。

(3) 调控土地出让价格。土地价格的持续上涨是其发挥高效融资能力的基本前提,地方政府可以通过调控土地出让价格为投融资平台提供增信。从公司金融的视角看,企业的融资上限取决于其抵押品资产的变现价值,因而更高的土地价格意味着城投公司具有更强的抵押能力和还款能力(刘元春等,2020)^[16],进而影响到城投公司的金融授信与信用利差(徐军伟等,2020)^[23]。从信号传递的视角看,投资者会依据土地价格波动来判断城投债的信用风险(邵新建等,2023)^[24],而地价上涨能向市场释放积极信号(冯晨等,2023)^[25]。从土地金融的运作模式看,不断上涨的地价能使城投公司不断发挥杠杆效应,撬动大量资金用于投资基建(Bai等,2016)^[26],居住环境和基础设施的改善又最终会通过资本化过程导致城市土地升值,为新一轮以地融资创造了有利条件(张路,2020;郑思齐等,2014)^{[5][21]}。面对减税冲击,地方政府有动机通过提高土地出让价格来为城投债增信。

调整土地出让结构可以改善地方政府财力,增强对城投债的隐性担保;向城投公司注入土地资产可以提高其资产规模和融资能力,并为城投债发行提供更多抵押品;而提高土地出让价格可以向市场传递积极信号,增强土地使用权的抵押价值。因此,上述三种土地调控方式能有效提高城投公司的信用水平,有助于地方政府在减税冲击下实现降低城投债利差的目标。

基于上述分析,本文提出假说 H2: 增值税减税冲击会促使地方政府通过调整土地出让结构、向城投公司注入土地资产、提高土地出让价格等方式来为城投公司增信,进而导致城投债利差下降。

三、研究设计

1. 基准模型构建

为检验减税冲击对城投债发行利差的影响,构建如下基准模型:

$$Spread_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Taxcut_{c,t} + \delta X + \beta Z + \gamma W + \delta_c + \varphi_i + \varepsilon$$

其中, i 、 t 、 c 分别代表式城投债券、年份、城市,被解释变量($Spread_{i,t}$)“城投债利差”为 t 年 i 城投债的利差水平,核心解释变量($Taxcut_{c,t}$)“减税冲击”为 t 年 i 城投债的城投公司所在城市受到的增值税减税冲击程度, X 、 Z 和 W 分别表示债券、公司和地区层面的控制变量, δ_c 为城市固定效应(用于控制城市层面不随时间变化的不可观测因素), φ_i 为年份固定效应(用于控制随时间变化的不可观测因素), ε 为随机误差项。

(1) 被解释变量“城投债利差”的测度。参考张牧扬等(2022)^[4]的做法,本文采用“城投债票面利率减去同月同期限国债即期收益率平均值”来衡量各样本城投债的发行利差。

(2) 解释变量“减税冲击”的测度。2017—2019年,我国实施了三次增值税税率下调政策^①,由于三次减税政策分别在当年4月、4月和3月发布,并分别于当年7月、5月和4月起执行(见表1),地方政府

^① 第一次是指,2017年财政部和税务总局颁布《关于简并增值税税率有关政策的通知》(财税[2017]37号),规定自2017年7月1日起,简并增值税税率结构,取消13%的增值税税率,将农产品、饲料、化肥等增值税税率从13%下调至11%。第二次是指,2018年财政部和税务总局颁布《关于调整增值税税率的通知》(财税[2018]32号),规定自2018年5月1日起,增值税税率下调1个百分点,三档税率分别为16%、10%和6%。第三次是指,2019年财政部、税务总局、海关总署三部门联合发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》,规定自2019年4月1日起,增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物,原适用16%税率的调整为13%,原适用10%税率的调整为9%(张牧扬等,2022)^[4]。

在年初预算中无法预计到这一政策的影响。因此,本文根据政策的时间窗口、减税点数以及地级市的产业结构来计算城投公司所在城市受到的减税冲击程度,具体计算方法为:

$$2017 \text{ 年的“减税冲击”} = \text{第一产业占比} \times (13\% - 11\%) \times (6/12)$$

$$2018 \text{ 年的“减税冲击”} = [\text{第一产占比} \times (11\% - 10\%) + \text{第二产占比} \times (17\% - 16\%) + \text{第三产业占比} \times (11\% - 10\%) \times (1/2)] \times (8/12) \textcircled{1}$$

$$2019 \text{ 年的“减税冲击”} = [\text{第一产占比} \times (10\% - 9\%) + \text{第二产占比} \times (16\% - 13\%) + \text{第三产业占比} \times (10\% - 9\%) \times (1/2)] \times (9/12)$$

表 1 增值税政策的变化

时间	一般货物、 劳务	农产品 等货物	部分生产性服务业、 土地使用权、不动产	其他服务业、 转让无形资产	政策文件
2016. 5. 1~2017. 6. 30	17%	13%	11%	6%	《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号)
2017. 7. 1~2018. 4. 30	17%		11%	6%	《关于简并增值税税率有关政策的通知》(财税[2017]37号)
2018. 5. 1~2019. 3. 31	16%		10%	6%	《关于调整增值税税率的通知》(财税[2018]32号)
2019. 4. 1 以后	13%		9%	6%	《关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部 税务总局 海关总署公告 2019 年第 39 号)

(3)控制变量选取。本文借鉴钟辉勇等(2016)^[1]、邵新建等(2023)^[24]的研究,从城投债、城投公司、城市 3 个层面选择以下控制变量:城投债层面包括“发行期限”(城投债券的发行期限)、“发行规模”(城投债券的发行规模)、“利率类型”(固定利率赋值为 1,累进利率赋值为 0)、“是否含权”(城投债券含权赋值为 1,否则赋值为 0)4 个变量,城投公司层面包括“信用评级”(城投公司主体评级,从 BBB 到 AAA 分别赋值 1~11)、“资产规模”(总资产的自然对数值)、“资本回报率”(息税前利润与平均总资产之比)、“资产负债率”(负债总额与资产总额之比)、“流动比率”(流动资产与流动负债之比)5 个变量,城市层面包括“经济增长”(GDP 增长率)、“人口规模”(市辖区人口数量的自然对数值)、“金融发展”(金融机构贷款余额与 GDP 之比)、“财政支出”(政府财政预算支出/GDP)、“对外开放”(外商直接投资与 GDP 之比)5 个变量。

2. 样本选择与数据处理

为考察减税冲击对城投债发行利差的影响,本文收集了 2017—2019 年发行的城投债券作为研究样

^① 2018 年和 2019 年的税率下调涉及部分第三产业,这里按 1/2 进行近似估计。需要说明的是,在构造减税冲击变量时,仅考虑当年减税政策的冲击,而不考虑此前已经实施的减税政策的影响。其原因是,此前已经实施的减税政策的影响在当年财政预算编制时已经考虑在内,理论上不再视作冲击。考虑到实践中各地预算编制的质量参差不齐,在稳健性检验中进一步纳入了历史冲击变量。

本,并以地级市为城市样本,进行如下样本处理:以证券全称、发行起始日期、发行人中文名称、票面利率作为唯一标识删除重复样本,删除直辖市和省直管县的样本,删除省级、国家新区以及发行方式为私募的城投债券,并对样本逐年进行了双边 1% 的缩尾处理。城投债层面的数据来自 wind 数据库,匹配到地级市层面,地级市层面的数据来源于《城市统计年鉴》。主要变量的描述性统计结果见表 2。“城投债利差”的最大值和最小值分别为 7.357% 和 0.813%,表明样本城投债的利差存在较为明显的分化;“减税冲击”从 2017 年到 2019 年逐渐加大,特别是 2019 年有较大的上升(一般货物增值税率下降 3 个百分点)。

表 2 主要变量描述性统计结果

变 量	平均值	标准差	最小值	25%分位点	50%分位点	75%分位点	最大值	样本量
被解释变量								
城投债利差	2.755	0.997	0.813	2.133	2.585	3.348	7.357	3 590
核心解释变量								
减税冲击	62.41	48.42	0.090	8.820	51.96	113.1	163.8	465
减税冲击(2017)	5.233	4.450	0.250	1.750	3.390	7.670	21.44	145
减税冲击(2018)	50.95	2.748	42.75	49.50	51.20	53.00	56.30	142
减税冲击(2019)	118.2	14.54	85.20	108.6	118.5	127.8	161.7	178
控制变量								
发行期限	3.952	2.803	0.164	0.740	5	7	10	3 590
发行规模	7.639	4.436	1.500	5	6	10	25	3 590
利率类型	0.883	0.321	0	1	1	1	1	3 587
是否含权	0.457	0.498	0	0	0	1	1	3 590
信用评级	8.476	0.971	7	8	8	9	11	1 442
资产规模	5.692	0.855	4.058	5.026	5.652	6.266	8.070	1 441
资本回报率	1.625	1.062	0.0562	0.849	1.384	2.099	5.825	1 441
资产负债率	55.52	11.34	25.16	47.96	57.35	63.93	78.34	1 441
流动比率	4.300	3.522	0.688	2.189	3.286	5.060	21.45	1 441
经济增长	7.207	1.576	2.700	6.660	7.500	8.100	11.10	465
人口规模	6.064	0.559	4.575	5.704	6.118	6.488	7.313	465
金融发展	120.6	63.76	51.11	77.54	100.4	147.6	348.0	465
财政支出	18.24	6.549	8.334	13.42	16.79	21.88	35.65	465
对外开放	1.803	1.606	0.0134	0.447	1.421	2.561	6.136	461

四、实证结果分析

1. 基准回归

在基准回归之前,本文检验了减税冲击对地方财政收支缺口的影响。采用政府财政支出与政府财政收入之差的自然对数值来衡量样本城市的“财政收支缺口”,以其为被解释变量,以“减税冲击”为核心解释变量,并加入城市层面的控制变量,回归结果见表 3。“减税冲击”的回归系数显著为正,表明减税冲击扩大了地方政府的财政收支缺口,即降低了地方政府对城投债的隐性担保能力。

表 3 减税冲击对地方财政收支缺口的影响

变量	财政收支缺口	财政收支缺口
减税冲击	0.003 ^{**} (0.001)	0.004 ^{***} (0.001)
经济增长		0.020 ^{**} (0.008)
人口规模		0.291(0.824)
金融发展		-0.168(0.142)
财政支出		3.144 ^{***} (0.943)
对外开放		2.428(2.198)
常数项	14.392 ^{***} (0.083)	12.034 ^{**} (5.025)
城市固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
样本量	403	403
R ²	0.963	0.968

注:***、**、*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,括号内数值为异方差稳健的标准误,下表同。

基准模型检验结果见表 4。(1)列没有纳入控制变量,(2)到(4)列逐步纳入城投债层面、城投公司层面、城市层面的控制变量,“减税冲击”的回归系数均显著为负,表明减税冲击程度的提高对城投债发行利差具有显著的负向影响,即减税冲击会导致城投债利差水平降低。由此,本文提出的假说 H1 得到验证。

表 4 基准回归结果

变 量	(1)城投债利差	(2)城投债利差	(3)城投债利差	(4)城投债利差
减税冲击	-0.007 ^{***} (0.002)	-0.005 ^{**} (0.002)	-0.005 ^{**} (0.002)	-0.006 ^{***} (0.002)
发行期限		-0.008(0.009)	-0.020 ^{**} (0.010)	-0.018 [*] (0.010)
发行规模		-0.035 ^{***} (0.003)	-0.016 ^{***} (0.003)	-0.016 ^{***} (0.003)
利率类型		0.684 ^{***} (0.060)	0.602 ^{***} (0.059)	0.612 ^{***} (0.059)
是否含权		0.683 ^{***} (0.054)	0.571 ^{***} (0.054)	0.569 ^{***} (0.054)
信用评级			-0.227 ^{***} (0.025)	-0.226 ^{***} (0.024)
资产规模			-0.020(0.031)	-0.021(0.030)
资本回报率			0.014(0.013)	0.013(0.013)
资产负债率			-0.002(0.002)	-0.001(0.002)
流动比率			-0.005(0.004)	-0.004(0.004)
经济增长				-0.037 [*] (0.019)
人口规模				-4.682 ^{***} (1.081)
金融发展				0.224(0.239)
财政支出				-2.641 [*] (1.553)
对外开放				9.738 ^{**} (4.654)
常数项	3.206 ^{***} (0.157)	2.480 ^{***} (0.166)	4.683 ^{***} (0.250)	34.184 ^{***} (6.790)
城市固定效应	控制	控制	控制	控制

续表 4

变 量	(1)城投债利差	(2)城投债利差	(3)城投债利差	(4)城投债利差
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	3 572	3 572	3 569	3 563
R ²	0. 358	0. 437	0. 466	0. 470

注:表 2 中城投债样本量为 3 590 个,为控制城市和年份固定效应,本文采用多维面板固定效应进行回归(stata 命令为 reghdfe),在估计过程中由于单值(singletons)的存在会导致估计偏误,系统会自动删除单值,因而实际参与回归的样本量少于 3 590 个。

2. 内生性处理

为缓解基准模型可能存在的遗漏变量、反向因果关系等内生性问题,本文采用工具变量法进行两阶段最小二乘回归。选取以下两个工具变量:一是采用地方政府教育支出占财政支出的比重作为“减税冲击”的工具变量(“工具变量 1”)。增值税减税会显著降低政府的财政收入,而政府的教育支出与财政收支状况相关,进而与减税冲击相关;教育支出属于基础性民生支出,与经济因素的相关性较弱(余海跃等,2020)^[27],不会直接影响到城投债的定价。因此,该变量满足工具变量的相关性和外生性条件。二是参考张牧扬等(2022)^[4]的方法,构建 BARTIK 工具变量(“工具变量 2”)。 $BARTIK_{it} = (Taxcut_{p,t} \times Share_Taxcut_{2017})$ 。其中 $Taxcut_{p,t}$ 为地级市所在 p 省份 t 年的减税冲击, $Share_Taxcut_{2017}$ 为 2017 年地级市的减税冲击与 2017 年地级市所在省份减税冲击的比值。该变量为初始状态变量(2017 年地级市减税冲击)与外生变量(地级市所在省份减税冲击增长率)的交乘项。其中,初始变量与后续的减税冲击具有相关性(产业结构相对稳定),但很难影响之后的城投债发行利差;外生变量反映了整个省份减税冲击的变化趋势,与地级市的减税冲击相关,但很难影响地级市城投债的发行利差。因此,BARTIK 工具变量满足相关性和外生性条件。2SLS 检验结果见表 5。第一阶段的回归结果显示,两个工具变量均与“减税冲击”显著负相关,且 F 值远大于 10,表明不存在弱工具变量问题;第二阶段的回归结果显示,两个工具变量拟合的减税冲击变量均与“城投债利差”显著负相关,表明在缓解模型的内生性问题后,减税冲击会导致城投债利差下降的结论依然成立。

表 5 工具变量法检验结果

变 量	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	减税冲击	城投债利差	减税冲击	城投债利差
工具变量 1	-0. 523 *** (0. 031)			
减税冲击		-0. 020 ** (0. 008)		
工具变量 2			-0. 120 *** (0. 030)	
减税冲击				-0. 034 ** (0. 015)
F 值	27. 3		18. 58	
样本量	3 563	3 563	3 320	3 320

注:所有模型均控制了控制变量以及城市和年份固定效应,限于篇幅,控制变量和常数项估计结果略,下表同。

3. 稳健性检验

(1) 更换“减税冲击”计算方法。参考王静和邓晓兰(2023)^[28]的方法,基于2017年《中国地区投入产出表》测算出包括农林牧渔业、采矿业、制造业等42个部门的增值税额,计算各部门增值税应纳税额占比,乘以增值税下调政策对应的减税点数和持续时间,估计出每个部门受到减税冲击的影响程度;再根据各部门所对应的行业,加总到省级层面,得到省级层面一二三产业所受到的减税冲击程度;最后将省级层面的减税冲击乘以各地级市一二三产业的占比,得到地级市层面的减税冲击变量(“减税冲击1”)^①。以“减税冲击1”为核心解释变量的检验结果见表6的(1)列,其回归系数依然显著为负,表明基准模型的检验结果是稳健的,

(2) 考虑减税冲击的累加性。本文基准模型以增量方式衡量“减税冲击”,主要是出于两点考虑:一是从预算编制的角度看,“冲击”意味着地方政府没有预料到会有减税调整,而2017、2018和2019年的减税政策,都是在本年预算编制完成之后出台(张牧扬等,2022)^[4],政府来不及反应,只有通过土地调控等来应对,所以减税冲击的绝大部分影响集中在当年;二是从时间的角度看,由于每次减税政策都发生在年中(2017年7月,2018年5月,2019年4月),当年的城投债定价对上年的减税政策已有足够的反应时间,且样本期内减税力度逐渐加大。为保障结论的稳健性,进一步考虑减税冲击的累加性,即以2016年为基准来计算减税冲击(“减税冲击2”),2017年的“减税冲击2”与“减税冲击”一致,在2018年的“减税冲击2”为2017年和2018年的“减税冲击”之和,2019年的“减税冲击2”为3年的“减税冲击”之和。检验结果见表6的(2)列,“减税冲击2”的回归系数仍然显著为负,再次表明本文的分析结果较为稳健。

表6 稳健性检验结果

变 量	(1)城投债利差	城投债利差
减税冲击1	-0.010*** (0.003)	
减税冲击2		-0.006*** (0.002)
样本量	3 563	3 563
R ²	0.471	0.445

4. 机制检验

根据前文理论分析,地方政府为应对减税冲击,会通过调整土地出让结构、向城投公司注入土地资产、提高土地出让价格等土地调控措施来为城投公司增信,进而导致城投债发行利差下降。对此,本文分别进行机制检验。

(1) 调整土地出让结构机制。在快速推进工业化和城市化的过程中,地方政府对土地供给的干预通常表现为大量低价出让工业用地和限量高价出让商住用地(皮亚彬等,2020)^[29]。在城市建设用地总量受限的情形下,面对减税冲击,地方政府如果要通过最大化土地出让收入来增强地方财力,则会压缩工

^① 具体公式为:增值税进项税额=(中间投入+固定资本形成)×税率/(1+税率),增值税销项税额=(总产出+进口-出口-存货增加)×税率/(1+税率),增值税应纳税额=(销项税额-进项税额),省级层面各行业减税程度=(各部门增值税应纳税额/总体增值税应纳税额)×减税点数×持续时间,地级市减税冲击=省级层面各产业减税程度×地级市产业结构。

业用地出让规模,并扩大商服用地和住宅用地的出让规模。为此,本文实证检验减税冲击对城市用地结构及土地出让收入的影响(见表7),结果显示,减税冲击对城市用地总规模中的工业用地占比、商服用地占比和住宅用地占比均没有显著影响,同时对土地出让强度(土地出让收入与GDP之比)也没有显著影响。可见,减税冲击并没有促使地方政府调整土地出让结构,也没有对地方政府的土地出让收入产生显著影响,假说H2中的调整土地出让结构机制未能得到验证。这可能是因为,调整土地出让结构虽然可以在短时间内提高土地出让收入,但从长期看,不仅会加剧资源错配,而且会阻碍地方经济的可持续发展。地方政府压缩工业用地不利于工业领域的招商引资,并会抑制本地的工业化发展,进而减弱第二产业对第三产业的财政溢出效应(陶然,2022)^[30];扩大商住用地则会削弱其限量高价的特征,不利于发挥土地抵押的杠杆效应。就满足地方融资需求而言,土地出让的收入效应也远远小于土地抵押的杠杆效应,所以,面对减税冲击,地方政府并没有通过调整土地出让结构来增加土地出让收入。

表7 减税冲击对城市用地结构及土地出让收入的影响

变量	工业用地占比	商服用地占比	住宅用地占比	土地出让收入/GDP
减税冲击	-0.006(0.010)	0.004(0.006)	0.004(0.008)	-0.003(0.010)
样本量	389	389	389	389
R ²	0.714	0.690	0.779	0.851

(2)注入土地资产机制。土地是地方政府掌握的重要资产,面对减税冲击,地方政府会通过各种方式将土地资产注入城投公司,使其可以通过土地抵押加强自身的融资和运作能力,这种增信措施能够显著增强城投公司在资本市场上的融资能力(张路,2020)^[5]。尽管目前难以通过公开信息识别地方政府是如何将土地资产注入城投公司的,但可以通过城投公司与土地相关的账面资产变动来进行间接反映。根据会计核算规则,对将用于开发建设或正在开发过程中的土地资产计入“存货”,而对于赚取租金或持有并准备增值后转让的土地使用权计入“投资性房地产”(徐嘉,2022)^[22]。基于此,本文首先检验减税冲击对城投公司土地资产的影响,回归结果见表8。减税冲击程度提高对城投公司的“存货”(存货净额与总资产之比和存货净额的自然对数值)和“投资性房地产”(投资性房地产与总资产之比和投资性房地产的自然对数值)均具有显著的正向影响,表明减税冲击会促使地方政府向城投公司注入更多土地资产。然后再检验城投公司的土地资产对其城投债发行利差的影响,回归结果见表9。城投公司存货和投资性房地产的增加均与城投债发行利差显著负相关,表明城投公司土地资产增加会显著降低其城投债的发行利差。因此,面对减税冲击,地方政府会通过注入土地资产的方式为城投公司增信,从而导致城投债利差下降。

表8 减税冲击对城投土地资产的影响

变量	存货净额/总资产	存货净额对数	投资性房地产/总资产	投资性房地产对数
减税冲击	0.001 ^{***} (0.000)	0.042 ^{**} (0.016)	0.004 [*] (0.002)	0.010 [*] (0.006)
控制变量	YES	YES	YES	YES
城市固定效应	YES	YES	YES	YES
年份固定效应	YES	YES	YES	YES
样本量	3 555	3 555	2 779	2 779
R ²	0.445	0.650	0.384	0.429

表 9 城投公司土地资产对城投债利差的影响

变 量	城投债利差	城投债利差	城投债利差	城投债利差
存货净额/总资产	-0.383*** (0.118)			
存货净额对数		-0.010*** (0.003)		
投资性房地产/总资产			-0.659*** (0.240)	
投资性房地产对数				-0.019* (0.010)
样本量	3 555	3 555	2 779	2 779
R ²	0.471	0.471	0.464	0.435

(3) 调控土地出让价格机制。土地价格上涨能提高土地使用权的抵押价值(邵新建等,2023;冯晨等,2023)^[24-25],为城投公司提供增信效应,降低城投债的发行利差(徐嘉,2022;徐军伟等,2020)^[22-23]。对于不同用途的土地(如工业用地、商服用地和住宅用地),地方政府会采取不同的调控策略。大规模低价出让工业用地是政府招商引资的重要手段(陶然等,2009)^[19],提高工业用地出让价格不仅对土地抵押价值的提升有限,还会阻碍地方经济发展,因而并非地方政府的理性选择。商服用地和住宅用地出让价格较高,且在二级市场上的流动性较强,地方政府会适当提升其出让价格来增强土地使用权的抵押价值,从而提高城投公司的信用水平(徐嘉,2022)^[22]。因此,本文分别检验减税冲击对不同用途土地出让价格的影响,回归结果见表 10。减税冲击对工业用地和住宅用地出让价格没有显著影响,对商服用地出让价格有显著的正向影响。减税冲击对住宅用地出让价格没有显著影响的原因可能是,2016 年年底的中央经济工作会议提出“房住不炒”,约束了地方政府对住宅用地出让价格的调控。进一步检验商服用地出让价格对城投债发行利差的影响,结果显示,商服用地出让价格提高对城投债利差具有显著的负向影响。可见,面对减税冲击,地方政府会通过提高商服用地出让价格的方式为城投公司增信,从而导致城投债利差下降。

综上所述,本文提出的假说 H2 得到部分验证,即增值税减税冲击会促使地方政府通过向城投公司注入土地资产和提高商服用地出让价格等方式来为城投公司增信,进而导致城投债利差下降。

表 10 土地出让价格与城投信用水平

变 量	工业用地出让价/ 总用地平均价格	商服用地出让价/ 总用地平均价格	住宅用地出让价/ 总用地平均价格	城投债利差
减税冲击	0.001 (0.003)	0.009** (0.004)	-0.006 (0.006)	
商服用地出让价/总用地平均价				-0.078** (0.039)
样本量	389	389	389	3 506
R ²	0.836	0.700	0.739	0.469

五、结论与启示

20 世纪 90 年代以来,地方投融资平台在我国经济增长和城市化过程中发挥了重要的作用,但地方债务水平的不断上升以及相对刚性的地方融资需求也导致了地方政府债务风险的积累与金融风险的上升,而隐藏在背后的地方政府隐性担保是地方债务增长的重要原因。鉴于从传统财政视角难以完全解释我国地方政府债务不断上升的现象,本文从土地调控的视角出发,基于 2017—2019 年实施的增值税

大规模减税政策,分析并实证检验地方政府在面对减税冲击带来的财政压力时,是否会通过土地调控措施为城投公司提供增信,进而影响城投债发行定价。本文研究结果表明:减税冲击通过扩大地方政府的财政收支缺口降低了地方政府的隐性担保能力,但地方政府会采取积极的土地调控措施来为城投公司提供增信,导致城投债的发行利差不升反降;具体而言,面对减税冲击,地方政府并没有调整土地出让结构、提高工业用地和住宅用地出让价格,而是主要通过向城投公司注入土地资产、提高商服用地出让价格的路径来为城投公司提供增信,这也反映出现阶段地方政府“以地谋发展”的运作方式逐渐由土地财政转向土地金融。

本文为城投债发行定价研究提供了新的视角,合理解释了减税冲击下地方政府隐性担保能力和城投债利差同时下降的现象,并有助于全面认知减税的政策效果与地方政府债务风险。基于本文的研究结论,可以得到以下启示:

第一,在减税政策的实施过程中,应注意地方政府因财政压力加大而采取“堤内损失堤外补”的行为及其可能带来的不利影响。本文研究表明,由于减税冲击会增大地方的财政压力,强化了地方政府的举债动机,而现行土地制度赋予地方政府在土地转用和国有土地一级开发中的垄断权,使其倾向并依赖于通过土地调控去干预资源配置和经济运行。因此,要深化土地要素市场化配置改革,积极探索现代化土地管理制度,进一步规范建设用地土地出让方式。比如,开展集体建设用地入市政策试点,逐步打破地方政府在土地征收和出让环节的双垄断格局。

第二,进一步划清地方投融资平台和地方政府之间的界限,确保投融资平台不得举借政府债务,约束地方政府通过注入土地、调控地价等方式影响城投债发行定价。虽然隐性担保给地方政府带来了低成本债务融资,但地方政府的增信措施会扭曲资本市场定价,不利于市场发挥资本配置与风险管理的功能,进而不利于债券市场的高质量发展。同时,由于土地兼具生产资本与抵押资产属性,过度的土地调控还可能有损信贷资本效率,不利于资本市场的长期健康发展。

第三,改变地方政府过度依赖土地调控的局面,增强地方财政可持续性。地方政府“以地谋发展”的模式极大地推动了我国的工业化和城市化,但也使地方政府形成了对土地财政、土地金融的依赖。土地融资模式放大了地方经济对于土地市场波动的敏感性,在土地市场下行时容易引发一定的抵押品风险,不利于金融系统的稳定和经济的可持续发展。在新一轮财税体制改革中,应当为地方政府“开源节流”,积极推进央地财权事权划分改革,确立地方主体税种,激励地方培育高质量税源,并进一步推动政府和社会资本合作(PPP)的规范发展,以有效缓解地方政府的财政压力。

参考文献:

- [1] 钟辉勇,钟宁桦,朱小能.城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据[J].金融研究,2016(4):66-82.
- [2] 钟宁桦,陈姗姗,马惠娴,等.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021(4):5-23.
- [3] 王博森,吕元稹.隐性还是显性?——地方政府在城投债定价中的角色研究[J].会计与经济研究,2016,30(4):43-60.
- [4] 张牧扬,潘妍,范莹莹.减税政策与地方政府债务——来自增值税税率下调的证据[J].经济研究,2022,57(3):118-135.
- [5] 张路.地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J].中国工业经济,2020(2):44-62.
- [6] 刘守英,熊雪峰,章永辉,等.土地制度与中国发展模式[J].中国工业经济,2022(1):34-53.
- [7] 曹婧,毛捷,薛熠.城投债为何持续增长:基于新口径的实证分析[J].财贸经济,2019,40(5):5-22.

- [8] CHANG J, WANG Y, XIONG W. Price and volume divergence in China's real estate markets; the role of local governments [J]. Working Paper, 2023.
- [9] 崔惠玉, 吕炜, 徐颖. 减税降费与地方债务风险: 基于城投债的证据[J]. 经济学家, 2023(3): 58-67.
- [10] 谢贞发, 朱恺容, 李培. 税收分成、财政激励与城市土地配置[J]. 经济研究, 2019, 54(10): 57-73.
- [11] 毛文峰, 陆军. 土地资源错配、城市蔓延与地方政府债务——基于新口径城投债数据的经验证据[J]. 经济学家, 2020(4): 80-88.
- [12] 张莉, 年永威, 刘京军. 土地市场波动与地方债——以城投债为例[J]. 经济学(季刊), 2018, 17(3): 1103-1126.
- [13] 罗党论, 王本浩. 土地财政与城投债发行成本[J]. 会计与经济研究, 2020, 34(2): 59-76.
- [14] 何诚颖, 郭倩, 吕成双. 土地资源错配、隐性担保与城投债发行利差[J]. 金融论坛, 2023, 28(3): 8-20.
- [15] 尹李峰, 李森, 缪小林. 减税降费是否带来地方债风险? ——基于高质量税源的中介效应分析[J]. 财政研究, 2021(3): 56-69.
- [16] 刘元春, 陈金至. 土地制度、融资模式与中国特色工业化[J]. 中国工业经济, 2020(3): 5-23.
- [17] 郭杰和, 饶含. 土地资产价格波动与经济中的流动性供给——基于以地融资视角的研究[J]. 金融研究, 2022(7): 76-93.
- [18] 张莉, 魏鹤翀, 欧德赞. 以地融资、地方债务与杠杆——地方融资平台的土地抵押分析[J]. 金融研究, 2019(3): 92-110.
- [19] 陶然, 陆曦, 苏福兵, 等. 地区竞争格局演变下的中国转轨: 财政激励和发展模式反思[J]. 经济研究, 2009, 44(7): 21-33.
- [20] 陈金至, 宋鹭. 从土地财政到土地金融——论以地融资模式的转变[J]. 财政研究, 2021(1): 86-101.
- [21] 郑思齐, 孙伟增, 吴璟, 等. “以地生财, 以财养地”——中国特色城市建设投融资模式研究[J]. 经济研究, 2014, 49(8): 14-27.
- [22] 徐嘉. 解构城投[M]. 北京: 中国金融出版社, 2022.
- [23] 徐军伟, 毛捷, 管星华. 地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J]. 管理世界, 2020, 36(9): 37-59.
- [24] 邵新建, 董丁丁, 洪俊杰. 中国式影子银行对于地方融资平台债务的定价机制研究[J]. 金融研究, 2023(4): 36-54.
- [25] 冯晨, 朱星姝, 吴丰华, 等. 工业用地出让价格对企业投资的影响: 基于“以地引资”的视角[J]. 数量经济技术经济研究, 2023, 40(11): 180-201.
- [26] BAI C E, HSIEH C T, SONG Z M. The long shadow of a fiscal expansion [J]. NBER Working Paper 22801, 2016.
- [27] 余海跃, 康书隆. 地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J]. 世界经济, 2020, 43(7): 49-72.
- [28] 王静, 邓晓兰. 减税降费背景下我国增值税税率优化方案研究[J]. 税务与经济, 2023(4): 19-27.
- [29] 皮亚彬, 李超. 地区竞争、土地供给结构与中国城市住房价格[J]. 财贸经济, 2020, 41(5): 116-130.
- [30] 陶然. 人地之间[M]. 沈阳: 辽宁人民出版社, 2022.

Tax Cut Shock, Land Regulation, and Municipal Investment Bonds Pricing

LUO Mei-juan¹, HUANG Zi-jian¹, ZHANG Mu-yang²

(1. School of Economics, Yunnan University, Kunming 650500, Yunnan, China;

2. China Public Finance Institute, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Between 2017 and 2019, China implemented an unprecedented value-added tax (VAT) rate cut policy. With the significant reduction of fiscal revenue that acts as a guarantee for the government, will this

affect the issuance spreads of municipal investment bonds? Municipal investment bonds are an important financing tool for local governments. In the face of the tax cut shock, will local governments take credit enhancement measures to offset the impact of the tax cut shock?

Based on the VAT cut points, this paper constructs the tax cut shock variables at the prefecture-level city level, combined with the issuance data of municipal investment bonds, and finds that the tax cut shock does not improve the issuance spread of municipal investment bonds, but reduces its issuance spread. The main reason is that the local government, faced with the tax cut shock, will provide credit-enhancing effect for local government financing vehicles (LGFVs) through land regulation, which has two specific measures: (1) Injecting or granting commercial and residential land to local government financing vehicles (LGFVs) to enhance its financing capacity; (2) Increasing the transfer price of commercial and residential land to enhance the collateral value of the land and improve the credit level of local government financing vehicles (LGFVs). At the same time, the adjustment of land grant revenue and structure has not been obvious, suggesting that at this stage, the operation of “land for development” is gradually shifting from land finance to land financialization.

This paper contributes to the existing literature in two aspects. Firstly, we construct tax cut shock variables by considering industrial structure, tax reduction points, and policy timing, thereby providing a more scientifically rigorous examination of the economic effects of tax cut shocks. Secondly, we incorporate the response behavior of local governments in terms of land transfer into the analytical framework of the impact of tax cuts on the pricing of municipal investment bonds. This provides a reasonable explanation for the “abnormal” phenomenon that tax cuts have caused the spreads of municipal investment bonds to fall and offers new empirical evidence to improve the understanding of the mechanism linking local internal-budgetary and external-budgetary funds.

Given the inadequacy of the traditional fiscal perspective in fully elucidating the persistent escalation of local government debt in China, this study adopts a lens centered on local land regulation. By capitalizing on the large-scale value-added tax cut policy from 2017 to 2019, it examines how local governments, confronted with fiscal pressures, employ land resource regulation to bolster the credibility of municipal investment bonds, thereby influencing the pricing of municipal investment bonds. The research in this paper not only provides new evidence for the existence of implicit guarantees for municipal investment bonds, but also provides useful policy insights for improving tax reduction policies, actively promoting the market-oriented transformation of local government financing vehicles (LGFVs), and preventing local governments from overly relying on land.

Key words: value-added tax; municipal investment bonds; credit spread; government implicit guarantee; land transfer; land assets; land finance

CLC number: F293. 2; F812. 7

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2024)05-0065-15

(编辑:刘仁芳)