

经济增长目标与地方政府财务支持策略^{*}

——来自地方融资平台的证据

刘若鸿¹ 邓晓兰¹ 鄢伟波² 许晏君¹

(1. 西安交通大学经济与金融学院 陕西西安 710061)

(2. 中南财经政法大学财政税务学院 湖北武汉 430073)

摘要: 本文通过匹配 2011—2018 年地级市经济增长目标与地方融资平台样本发现,在财政压力和晋升压力的驱动下,经济增长目标显著促进了地方政府对融资平台的财务支持,并且在策略上更倾向于采取“资产负债表”端的土地资产注入,而非“利润表”端的政府补贴。旨在规范地方政府预算内债务的债务限额管理制度加剧了地方政府借道融资平台展开预算外融资活动来实现经济增长目标的动机。基于“经济增长目标→财务支持→隐性债务”的逻辑链条,本文进一步估算了经济增长目标与地方政府隐性债务的数量关系,发现经济增长目标每加码 1%,地方政府隐性债务增长约 4.11 万亿元。

关键词: 经济增长目标 地方融资平台 财务支持策略 隐性债务

中图分类号: F812 **JEL 分类号:** H77 H71 G32

一、引言

改革开放以来,中国并没有完全摒弃五年计划,而是通过渐进的“自我改革”与“自我转型”,逐步形成了一套短期内适应于社会主义市场经济的垂直目标管理体制(鄢一龙等,2014)。不可否认,经济增长目标充分发挥了对经济发展和公共治理的前瞻性和引领性。但是,在晋升激励的推动下,各级政府通过“层层加码”制定的经济增长目标往往偏离自身发展实际,导致地方政府需要充分利用所掌握的各种资源来促进经济增长,其中最重要的媒介便是地方融资平台。借助于地方融资平台,地方政府能够将可动员的一切资源^①以财务支持的形式进行重新整合,以此摆脱旧《预算法》对政府预算内举债融资的约束,进行大规模的预算外投融资活动,确保完成经济增长目标的加码任务(Li等,2019;周黎安等,2015)。

虽然对地方融资平台的财务支持有助于地方政府完成经济增长目标,但也埋下了一系列隐患。通过财务支持策略,地方政府向地方融资平台注入金融势能,造成大量信贷资源被配置到地方融资平台,加剧了中小企业融资难问题,导致要素市场扭曲(刘畅等,

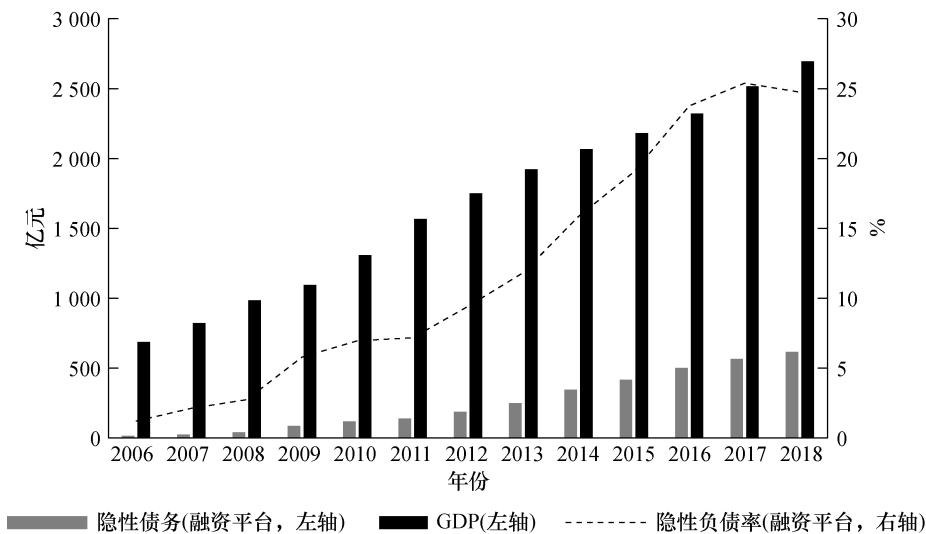
^{*} 本文为国家社会科学基金项目“减税降费与财政可持续研究”(项目编号:19XJY020)、陕西省教育厅人文社科一般专项科学研究项目“新预算制度下陕西省地方债务的新特征及风险控制研究”(项目编号:20JK0187)和中南财经政法大学“收入分配与现代财政学科创新引智基地”(项目编号:B20084)的阶段性成果。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

^① 主要包括产业政策、行政服务、政府补贴、土地和贷款支持等。

2020)。不仅如此，大规模信贷融资业务推动影子银行体系迅速增长，地方政府隐性债务规模不断膨胀（Chen 等，2020；徐军伟等，2020），给防范和化解系统性财政金融风险带来严峻挑战。中国银保监会和标准普尔公司的研究资料显示，截至 2017 年底，中国地方隐性债务高达 30 万亿—40 万亿元，负债率达到 60%；截至 2019 年底，中国广义影子银行规模为 84.80 万亿元，占 2019 年国内生产总值的 86%。^①

为了防范和化解隐性债务风险，中央政府于 2014 年出台新《预算法》，赋予地方政府举债的权力。尽管中央政府多次发文明确要求剥离地方融资平台的政府融资职能^②、推动地方融资平台市场化转型，但是在经济增长目标的硬约束下，地方政府与地方融资平台的捆绑仍然十分紧密。图 1 为 2006—2018 年地级市政府通过地方融资平台举借的平均隐性债务规模与平均隐性的负债率情况图。^③ 中国地方政府通过融资平台举借的隐性债务规模和债务率在 2014 年以后不降反升，从 2014 年的 344.19 亿元和 19.04%，上升到 2018 年的 615.97 亿元和 24.75%，引起学术界关于地方隐性债务风险防范的担忧，尤其是如何规范地方政府对地方融资平台的政府支持。

图 1 地级市平均隐性债务（融资平台）与负债率



资料来源：作者整理计算，原始数据来源于徐军伟等（2020）。

在地方治理实践中，地方政府通过自由裁量权和掌握的政府资源给予地方融资平台各种显性（比如在“资产负债表”和“利润表”方面的支持等）和隐性（比如隐性担保等）支持，干预地方融资平台的经营投资决策，从而将其嵌入地方政府竞争的架构中。在多种政府支持策略的选择中，资产负债表端的土地资产注入因为与土地财政模式直接

① 资料来源：中国银保监会微信公众号；美国标准普尔公司网站（<https://www.spratings.com/>）。
 ② 2020 年 5 月 18 日，中共中央和国务院印发的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中明确提到“清理规范地方融资平台公司，剥离政府融资职能”。
 ③ 参照徐军伟等（2020），本文将地方政府通过地方融资平台举借的隐性债务定义为融资平台有息债务，将隐性负债率（融资平台）定义为隐性债务与 GDP 的比值。

挂钩而受到地方政府青睐：地方融资平台将土地资产作为抵押品到金融市场上争取抵押贷款，地方政府通过土地抵押贷款补充预算外财政收入，从而实现对宏观经济主动加杠杆的过程（Huang 和 Du，2018；Chen 等，2020）。因此，土地资产注入相较于其他形式的政府支持而言，在经济增长目标压力下对地方隐性债务治理和地方财政可持续性具有更为深远的影响。在此背景下，区分地方政府财务支持策略、厘清经济增长目标下地方政府财务支持策略的传导链条和作用方式对于规范地方投融资体系、推动地方融资平台市场化转型和地方隐性债务治理具有深刻的理论和现实意义。

相关的研究文献主要集中在经济增长目标和地方融资平台两个方面。在经济增长目标方面，其作为一项管理制度内生于多层级晋升锦标赛机制，目的在于激励地方官员积极参与辖区经济建设（Li 等，2019）。学者们对于经济增长目标影响经济增长的机制分析发现，经济增长目标主要通过激发政府和企业投资热情来推动经济增长（刘淑琳等，2019；徐现祥和刘毓芸，2017）。经济增长目标下的投资驱动模式对货币政策、地方政府债务、地区创新和企业税负等方面产生了一系列负面影响（马草原和李成，2013；詹新宇和曾傅雯，2021；王贤彬等，2021；詹新宇等，2020）。在地方融资平台方面，现有研究发现地方政府普遍对地方融资平台给予各种隐性担保（罗荣华和刘劲劲，2016；钟宁桦等，2021）和土地资产支持（周飞舟，2012）。朱志斌等（2018）深入解析地方融资平台土地注入“乱象”，发现地方融资平台的购地行为本质上属于地方政府的显性支持。因此，土地资产支持与土地财政模式紧密相连（Huang 和 Du，2018；张莉等，2019）。

现有文献为进一步研究奠定了基础。与本文较为相近的研究中，詹新宇和曾傅雯（2021）基于地级市面板数据分析经济增长目标对地方政府债务融资的影响。而本文聚焦于经济增长目标微观传导机制的探讨，将经济增长目标与地方融资平台政府财务支持策略相互联系，提供了经济增长目标促进地方隐性债务扩张的微观证据，同时区分了地方政府的两种财务支持策略，补充了现有文献在探讨地方债务问题时忽视地方政府“主动行为”的不足。同时，对于地方融资平台政府支持的探讨大多聚焦于隐性担保，鲜有系统性剖析地方政府显性支持的研究。张路（2020）将地方政府财务支持划分为政府补贴、土地资产注入和增资三种手段，深入剖析了城投债扩张的政府策略，但并未讨论地方政府支持地方融资平台经营和投融资行为背后深层次的制度性成因，实际上，制度设计在转型经济体的经济发展中尤为重要，良好的制度设计能够降低交易成本、减轻转型阵痛。因此，研究制度因素影响经济增长目标对政府财务支持的作用，能够为制度安排的调整和重构提供依据，有助于从根源上抑制地方隐性债务扩张。本文基于债务限额管理和央地关系的视角，尝试在较为整体的制度框架下剖析经济增长目标下地方政府隐性债务扩张的制度性成因，原因在于：一方面，债务限额管理是中国财政重整和债务管控制度化的重要实践，但在实际操作中现有文献普遍发现债务限额管理会导致隐性债务扩张（向辉和俞乔，2020），探讨债务限额管理的作用能够为债务管控制度化提供政策优化路径；另一方面，由于经济增长目标管理衍生于垂直政府管理体系，属于第二代分权理论的讨论范畴，而中国经济分权改革被认为是影响经济增长较为重要的因素之一，深刻地影响着地方政府行为以及经济增长目标的制定，探讨经济分权的作用有助于理顺政府

间关系、深化财税体制改革。

本文的边际贡献在于：第一，以地方融资平台为研究对象，实证检验了经济增长目标对地方政府财务支持策略的影响效应，考察了地方政府财务支持在经济增长目标影响地方政府隐性债务中的中介效应，对宏观层面隐性债务的微观形成基础是有益的补充；第二，通过区分资产负债表端的土地资产注入和利润表端的政府补贴，基于多重压力的视角解构了经济增长目标作用于地方融资平台的传导机制，为从根源上剥离地方融资平台的政府职能提供了制度启示和工具参考；第三，发现预算内的债务限额制度和财政分权体制可能加重地方政府对预算外债务的依赖，从而加剧经济增长目标对地方政府财务支持的促进作用，这为理顺政府间财政关系、治理“预算内和预算外”的二元财政格局和防控隐性债务风险提供政策思路。

二、制度背景与理论分析

（一）制度背景

地方融资平台的兴起源于财政压力、晋升压力和城市发展压力（曹婧等，2019）。在地方政府举债权力放开以前，作为特定制度下的产物，地方融资平台迅速成为地方政府投融资活动的重要载体。2008年金融危机爆发后，中央政府出台“四万亿”经济刺激计划，鼓励地方政府设立地方融资平台开展基建项目，由此地方融资平台迎来新一轮债务扩张期，也积累了大量隐性负债，对财政可持续性产生了不利影响（Bai等，2016）。中央政府意识到必须建立规范的地方政府投融资体制以防范和化解潜在的系统性财政金融风险，并采取一系列政策措施对地方政府和地方融资平台行为进行规范，力图地方政府的资金收支透明化、管理规范（刘畅等，2020）。

2010年国务院颁布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号），要求抓紧清理核实并妥善处理地方融资平台债务，由此开始对其进行规范和监管。2014年新《预算法》赋予地方政府举债融资的权力，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号文）明确要求“剥离地方融资平台政府融资职能”，至此地方融资平台迈向市场化转型阶段。此外，为进一步分割地方政府与地方融资平台的信用主体关系，2015年地方政府发行置换债券将地方融资平台短期高息的城投债置换为长期低息的地方政府债券。与此同时，2015年12月财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的通知》（财预〔2015〕225号文），对地方政府显性债务实行严格的债务限额管理。但是，地方政府债券的年度配额远低于地方政府的支出需求，地方政府对地方融资平台采取各种财务支持策略仍然十分普遍，导致政策效果远远不及预期，地方政府隐性债务不断扩张的局面并未从根本上得到改变（Lu等，2018）。

（二）理论分析

作为一项可以具体量化的考核指标，经济增长目标往往被用于衡量地方官员的经济绩效，是决定地方官员政治晋升的重要依据（Li等，2019；Li和Zhou，2005）。在目标管理的实践中，经济增长目标往往由上级政府确定以后，各级政府在此基础上进行不同程度的加码。地方官员对经济增长目标的反应构成了多层级政府间的两阶段竞争博弈：第一阶段为地方政府对经济增长目标“层层加码”，而更重要的第二阶段是地方政府必

须竭尽全力竞相超额完成加码任务（周黎安等，2015）。为超额完成经济增长目标，地方政府像企业一样直接参与或干预经济发展活动，体现为地方政府具有强烈的举债动机。在2014年以前，由于旧《预算法》的约束，地方政府无法直接向市场举债融资。为避开预算内举债融资约束，地方政府广泛设立地方融资平台，通过其展开预算外融资活动、引导其参与辖区经济建设，进而帮助自身完成经济增长目标加码任务。

在经济增长目标超过潜在经济增长率的情况下，地方政府为了刺激经济增长、超额完成加码任务，倾向于调动自身掌握的资源禀赋，优先给予地方融资平台财务支持。背后的逻辑在于，地方政府的财务支持一方面缓解了流动性约束，降低了地方融资平台的违约风险；另一方面“美化”了财务状况，增强了地方融资平台的主体资质。通过政府的财务支持，地方融资平台能够在金融市场中以相对较低的资金成本争夺诸如银行贷款、发行城投债等稀缺金融资源。最后，地方政府借助地方融资平台获取的信贷资金来弥补投融资缺口，以基建投资项目等形式支撑经济发展，促进经济增长目标“层层加码”任务的完成。基于此，本文提出如下假说：

假说1：经济增长目标加码程度越高，地方融资平台的政府财务支持力度越大。

地方政府对地方融资平台的财务支持策略具体可以分为两类，即“利润表”支持和“资产负债表”支持（张路，2020）。在本文的研究范围中，前者为政府补贴，后者为土地资产注入。经济增长目标加码程度越高，相较于利润表支持，地方政府在策略选择上越倾向于采取资产负债表支持：一方面，土地资产具有评估价值高、增值迅速的特点，能够在短期内从资产端提高主体资质（张路，2020）。而在经济增长目标的硬约束下，地方政府偏好采取能够迅速见效的短期经济行为（余泳泽等，2019）。同时，土地使用权与地方政府的土地财政模式紧密相连，地方融资平台能够将土地资产作为优质抵押品来满足银行授信条件，获得财政担保贷款和土地抵押贷款，或者以土地作为担保发行城投债，进而提升地方融资平台的金融势能，帮助地方融资平台在金融市场中获得规模更大的信贷资金，发挥土地杠杆的属性以撬动城市建设融资（徐军伟等，2020；周飞舟，2012；张莉等，2019；Wu，2019；兰小欢，2021）。另一方面，政府补贴不具备作为抵押物的属性，因而地方政府采取利润表支持策略更多是为了缓解地方融资平台的短期流动性风险（兰小欢，2021）。此外，地方政府的利润表支持在政策上存在约束条件，导致政府补贴的空间有限。^① 综上，资产负债表支持策略能够帮助地方融资平台迅速扩大资产规模、提升金融势能，借助土地杠杆的属性撬动基建投资，并且不存在政策支持上限（政府补贴占总收入比重 $\leq 30\%$ ），契合地方政府在短期内刺激经济增长以完成经济增长目标加码任务的需求。基于此，本文提出如下假说：

假说2：经济增长目标加码程度越高，地方政府在支持策略上越倾向于采取资产负债表支持而非利润表支持。

多重压力和制度因素深刻影响着经济增长目标下地方政府对地方融资平台的财务支持（曹婧等，2019）。本文探讨的多重压力包括地方政府面临的财政压力和晋升压力，以

① 2010年国家发展改革委办公厅发布《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金〔2010〕2881号文），明确规定“凡是申请发行企业债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益”。因此，地方政府对地方融资平台的政府补贴支持存在“天花板”，即政府补贴占营业总收入的比重不得超过30%。

及地方融资平台面临的经营压力。对于面临财政压力和晋升压力的地方政府，预算内资金紧缺与经济增长目标加码程度的矛盾是推动政府财务支持不断扩张的主要因素：一方面，对于面临财政压力的地方政府，预算内财政资金仅能涵盖民生等刚性支出，配置到经济建设领域的预算资金规模不足；另一方面，面临晋升压力的地方官员为了保证自身在晋升锦标赛中取得优势，对于基建投资具有高涨的热情，围绕经济绩效的横向竞争使得地方政府面临持续扩张的预算内融资缺口（周黎安，2007；曹婧等，2019）。因此，在财政压力和晋升压力的驱动下，为了完成经济增长目标加码任务，地方政府往往需要借助地方融资平台的预算外融资渠道弥补投融资缺口，从而倾向于对地方融资平台给予更多的财务支持。另外，经营压力可能并不显著作用于经济增长目标硬约束下的地方政府财务支持。原因在于，不同于一般国有企业，地方融资平台经营目的并非在于盈利，更多侧重于为地方政府投融资服务（韩鹏飞和胡奕明，2015）。在预算软约束下，地方政府与地方融资平台的债务责任边界模糊，导致地方政府与债券投资者对于地方融资平台的经营状况并不敏感。

经济增长目标对地方融资平台政府财务支持的影响效应也受到制度因素的调节。本文制度因素的研究范畴包括债务限额和经济分权（财政分权和金融分权）。首先，债务限额主要针对地方显性债务防控，未将地方隐性债务纳入监管。整体而言，目前债务限额管理多以防范风险为主，地方政府债务余额基本与限额相近，地方政府预算内举债融资的空间有限。在债务限额制度的约束下，地方政府面临较高的预算内融资压力，为完成经济增长目标的加码任务，地方政府频繁借助地方融资平台筹集预算外财政资金（向辉和俞乔，2020），加剧了经济增长目标对地方政府财务支持的影响。其次，财政分权造成地方政府的事权与支出责任不匹配，导致地方政府发展辖区经济的财政资金短缺。因此，地方政府不得不依赖于地方融资平台展开预算外融资活动，加剧了经济增长目标对地方政府财务支持的影响。最后，地方政府通过金融分权掌握着辖区内丰富的金融资源，与地方融资平台的土地抵押贷款形成替代作用，能够缓解经济增长目标对地方政府财务支持的影响。^① 基于此，本文提出如下假说：

假说3：经济增长目标下的地方融资平台政府财务支持策略受多重压力驱动和制度因素调节。

三、研究设计与数据来源

（一）研究设计

根据理论分析并借鉴已有文献的研究经验，为考察经济增长目标对地方融资平台政府财务支持策略的影响，本文构建如下计量模型：

$$Support_{it} = \beta_0 + \beta_1 gdp_target_{it} + \gamma Control_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， i 和 t 分别代表地方融资平台和年份； $Support$ 代表本文研究的两种地方政府财务支持策略，包括政府补贴和土地资产注入； gdp_target 为本文的核心变量，代表地方融资平台所在城市的经济增长目标； $Control$ 为一系列包含城市特征和地方融资平台财务状

^① 本文所研究的金融分权实质为金融隐性分权，指地方政府大规模成立城商行、村镇行等地方性金融机构从而隐性化地争取金融资源的现象，具体可参见陈宝东和邓晓兰（2017）。

况的控制变量； μ 和 λ 分别代表个体效应和时间效应； ε 代表随机扰动项。

进一步地，为探究制度因素对经济增长目标影响地方政府财务支持的调节作用，本文引入制度因素与经济增长目标的交互项，模型设定如下：

$$Support_{it} = \beta_0 + \beta_1 gdp_target_{it} + \beta_2 F_{it} + \beta_3 gdp_target_{it} \times F_{it} + \gamma Control_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， F 为包括债务限额、财政分权和金融分权的制度因素变量； $gdp_target \times F$ 为制度因素与经济增长目标的交互项，其余的符号含义与式（1）相同。

（二）变量说明

（1）被解释变量：地方政府财务支持（*Support*）。借鉴张路（2020）的研究思路，本文将地方政府财务支持划分为政府补贴和土地资产注入两种，其中政府补贴属于利润表支持，土地资产注入属于资产负债表支持。具体地，被解释变量部分为：政府补贴（*Subsidy*）。由于 Wind 数据库中地方融资平台政府补贴数据并不完整，存在许多未专门披露的零值，导致回归结果可能存在严重测量误差。根据现有的会计准则，政府补贴大多被计入“营业外收入”一项，并且对于地方融资平台而言，营业外收入中大部分为政府补贴，本文用营业外收入加 1 后取对数作为政府补贴的代理变量。^① 土地资产注入（*Land*）。现行会计准则一般将企业获得的土地使用权作为无形资产处理，因此本文将无形资产账面价值加上摊销和减值准备，得到地方融资平台土地使用权的原值，并对无形资产加 1 后取对数作为土地使用权的代理变量。需要注意的是，地方融资平台在购入土地资产后，一般情况下将土地使用权计入“无形资产”，但也可以计入“存货”科目（朱志斌等，2018）。由于将土地使用权计入“存货”科目的多为房地产开发企业，为保障研究结论的稳健性，本文剔除了从事房地产开发行业的地方融资平台样本。

（2）核心解释变量：经济增长目标（*gdp_target*）。“层层加码”作为经济增长目标管理中的核心特征，不仅映射了地方官员出于晋升动机的“政治承诺”力度，而且直接度量了地方政府面临的增长目标硬约束强度。借鉴余泳泽等（2019）的研究思路，本文以地级市经济增长目标与所在省份的经济增长目标差额来衡量经济增长目标的“层层加码”特征。与其他文献直接运用地级市经济增长目标数据不同，本文的衡量方法剔除了省际经济发展阶段不同导致的目标设定差异。需要指出的是，这种衡量方法仍无法完全消除城际经济增长目标设定偏差问题，但由于经济发展阶段不同的城际差异远远小于省际差异，因此从可度量性角度来看，本文的度量方法可以在一定程度上表征经济增长目标的“层层加码”现象。对于在政府工作报告中未明确说明经济增长目标的地级市，本文选取样本观测年份所在“五年规划”阶段的平均值替代；而对于存在经济增长目标区间的地级市，本文选取区间的下限值以保证回归的结果不高估经济增长目标对地方政府财务支持的影响效应。同时，与基准模型中“层层加码”的衡量方式不同，本文此处直接采用地级市经济增长目标进行稳健性检验。

（3）重要解释变量：财政压力（*fiscal*）。关于财政压力的度量大致分为两种思路，

① 为检验代理变量的合理性，本文保留同时披露政府补贴和营业外收入的样本数据，计算了二者之间的相关性，发现相关系数达到 0.9396。进一步地，本文计算了政府补贴占营业外收入的比重，其均值为 72.6%，中位数达到 94.3%。

一是利用税收改革政策的外生冲击来衡量财政压力的变化，二是构建财政压力指标。结合以上两种思路，本文用未预期的预算收支缺口来衡量财政压力。^①

晋升压力 (*political*)。市委书记作为地方政府的一把手，掌握辖区经济建设的主要决策权。在干部退休制度和任期制下，市委书记的年龄反映了地方官员“晋升激励”的强弱。当地方官员年龄处于退休前的最后一个任期区间时可以预期到自身面临“非升即退”的境地，因此在这一年龄段的地方官员面临的晋升压力最大。本文借鉴曹婧等 (2019) 的做法，使用市委书记年龄虚拟变量表征地方官员的晋升压力，如果市委书记年龄介于 55—58 岁，则晋升压力取值为 1，反之则为 0。

经营压力 (*operate*)。本文采用地方融资平台的破产风险来衡量经营压力，引入 Altman 提出的 *Z score* 作为代理指标，衡量企业陷入财务危机的概率。^② 该指数越小，表示地方融资平台面临的经营压力越高。同时，参照现行的临界值标准，对 *Z score* 小于 1.2 的样本取值为 1，表明面临破产风险的经营压力，反之则取 0。

债务限额空间 (*limitspace*)。本文采用债务限额空间衡量在债务限额管理制度约束下地方政府的预算内融资压力，债务限额空间定义为本年度地方债务限额减去上年末的地方债务余额。区别于向辉和俞乔 (2020) 采用时间虚拟变量刻画债务限额，本文手工收集 2015—2018 年地方政府决算报告中各地级市披露的地方债务限额数据，包括一般债务限额和专项债务限额，更为具体地衡量地方政府面临的预算内融资压力。^③ 地方政府的债务限额空间越大，则表明预算内融资压力越低，因此该指标为反向指标。为剔除经济规模因素的影响，本文采用债务限额空间占 GDP 的比重来衡量债务限额的相对预算内融资压力。需要说明的是，本文研究对象为地级市地方融资平台而未包括区级和县级融资平台，因此债务限额相对应的均为市本级数据，以保证衡量结果的准确性。

财政分权 (*fiscaldec*)。关于财政分权的度量，学术界尚未达成统一的共识，其中支出分权和收入分权法的使用最为广泛。由于目前财政分权的失衡更多体现在地方政府承担过多的支出责任的支出端，本文借鉴 Zhang 和 Zou (1998) 的研究思路，采用支出分权法衡量财政分权，考虑到财政支出的公共属性，本文剔除人口规模和中央对地方转移支付的影响，以市级人均财政支出 / (市级人均财政支出 + 各省人均财政支出 + 中央人均财政支出) 测度财政分权。

金融分权 (*finadec*)。本文研究的金融分权实质为金融隐性分权，衡量的是地方政府通过设立地方性金融机构掌握辖区信贷资源的能力。借鉴陈宝东和邓晓兰 (2017) 的研究方法，由于地级市层面金融机构从业人数不可得，只能获取省级层面的数据，因此以地级市金融机构贷款总额 / 本省金融机构贷款总额为权重，乘以本省地方性金融机构从业人数与本省金融机构从业人数的比值衡量地级市的金融分权。

有息债务 (*debt*)。地方投融资平台是形成地方政府隐性债务的主要途径，现有文献多将地级市范围内投融资平台的有息负债加总作为地方隐性负债的主要指标。本文借鉴

① 因篇幅所限，本文省略了财政压力衡量方法的说明，感兴趣的读者可在《经济科学》官网论文页面“附录与扩展”栏目下载。

② 计算公式为 $Z\ score = 1.2 \times (\text{营运资本} / \text{资产总额}) + 1.4 \times (\text{留存收益} / \text{资产总额}) + 3.3 \times (\text{息税前利润} / \text{资产总额}) + 0.6 \times (\text{股东权益的市场价值总额} / \text{负债总额}) + 0.99 \times (\text{销售收入} / \text{资产总额})$ 。

③ 为了确保债务限额数据的准确性，本文对未披露债务限额的地级市相应年份的数据作缺失值处理。

Huang 等 (2020)、徐军伟等 (2020) 的衡量方法,由地方融资平台资产负债表中短期借款、应付票据、应付账款、一年到期的非流动负债、其他流动负债、短期债券、长期借款、应付债券等几个部分加总得到有息债务。

(4) 控制变量。为缓解遗漏变量带来的内生性问题,针对本文的研究问题,控制了如下两类变量。一是宏观城市层面的变量,包括产业结构 (*industruc*)、经济发展水平 (*lgdp*)、金融发展水平 (*finaloan*)。二是微观层面的地方融资平台财务变量,包括资产负债率 (*lev*)、流动比率 (*ldratio*)、企业规模 (*lasset*)、资产收益率 (*roa*)、应收账款 (*receiv*)、城投债发行规模 (*scale*)、城投债发行只数 (*number*)。^①

(三) 数据来源

由于在 2011 年以前地方融资平台的财务数据缺失较为严重,限于数据可得性和完整性,同时剔除了成立时间在 2011 年之后和数据缺失的样本,本文选取 2011—2018 年发行过城投债、分布在 240 个地级市 (不包括四个直辖市) 共 1060 家地级市融资平台,最终得到样本量为 8067 的面板数据。经济增长目标来源于各地级市政府工作报告,债务限额数据来源于财政决算报告。其余原始数据主要来源于 Wind 数据库、CSMAR 数据库、《中国城市统计年鉴》、《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》、《中国财政年鉴》和《中国国土资源统计年鉴》等,所有数据均由作者计算整理得到。为剔除极端值的影响,本文对所有连续变量进行前后 1% 的缩尾。

四、实证结果分析

(一) 基准回归分析

本文实证检验经济增长目标对地方政府财务支持策略的影响效应,基准回归的结果如表 1 所示。第 (1) 列和第 (2) 列为政府补贴的回归结果,第 (3) 列和第 (4) 列为土地资产注入的回归结果。本文首先考察利润表支持,无论是否加入控制变量,经济增长目标的系数均不显著。资本负债表支持的回归结果显示,无论是否加入控制变量,经济增长目标的系数显著为正:加入控制变量后,第 (4) 列中经济增长目标的系数在 5% 的显著性水平上为正,表明经济增长目标显著促进了地方政府对地方融资平台的土地资产注入。从经济意义上看,经济增长目标加码 1 个百分点,土地资产注入增加 2.49%。以上的回归结果初步验证了本文提出的假说 1 和假说 2,即在经济增长目标“层层加码”的硬约束下,地方政府增加了对地方融资平台的财务支持力度,并且倾向于采取资产负债表支持策略。

基准结果中控制变量的回归结果基本符合本文预期。在地区宏观变量方面,产业结构越高级的地级市给予地方融资平台的财务支持力度越高;所在城市的经济发展程度越高,地方融资平台获得的政府补贴支持越少;金融发展水平较高的城市,信贷市场活跃度越高,地方政府越倾向于采取土地资产注入支持策略,缩减政府补贴支持策略。在平台财务变量方面,资产负债率越高的地方融资平台受到的地方政府补贴支持越多,而受到的资产负债表支持力度越小。流动比率高、企业规模大、资产收益率高的地方融资平

① 变量的详细说明、描述性统计、基准结果中控制变量的回归系数、对内性问题的处理以及一系列的稳健性检验请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

台更容易得到地方政府的财务支持。应收账款越多的地方融资平台资产状况相对越好，受到的地方政府支持力度越小。城投债的发行只影响土地资产注入，可能的原因是城投债和土地抵押贷款均为地方融资平台重要的融资方式。

总体而言，表 1 的回归结果表明：在经济增长目标硬约束下，“层层加码”任务促使地方政府向地方融资平台“发包”经济贡献指标，同时给予政府财务支持确保其完成加码任务，以兑现地方官员经济增长目标的“承诺”。在有限资金约束和短期行为双重作用下，为实现地方政府财务支持的效益最大化，地方政府偏向于采用增值周期短、增信程度高的资产负债表支持策略。

表 1 基准回归结果

被解释变量	<i>Subsidy</i>		<i>Land</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>gdp_target</i>	-0.0059 (0.0078)	-0.0079 (0.0075)	0.0214* (0.0121)	0.0249** (0.0126)
控制变量	NO	YES	NO	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	8 067	8 067	8 067	8 067
<i>R</i> ²	0.2508	0.2812	0.0442	0.0972

注：***、**、* 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平，括号内为聚类到地级市层面的稳健标准误；后同。

（二）多重压力

经济增长目标硬约束下地方政府对地方融资平台的财务支持受多重压力驱动。本文根据分组变量（*fiscal*、*political* 和 *operate*）将总样本依次分为多重压力较高和较低两个子样本进行分样本回归。表 2 报告了多重压力的回归结果。在 Panel A 的回归中，我们根据财政压力指标将总样本分为地方政府面临财政压力较高和财政压力较低两组。第（1）列和第（2）列的回归结果显示，经济增长目标对政府补贴的影响效应在财政压力较高的地方政府显著为负，但在财政压力较低的地方政府则不显著。第（3）列中经济增长目标的系数在 1% 的显著性水平上为正，但在第（4）列中不显著，表明在财政压力较高的城市，经济增长目标促进了地方政府对地方融资平台的土地资产注入。本文从侧面揭示学界关于财政压力下土地财政模式盛行的结论：经济增长目标“层层加码”使得地方政府在财政压力下，增加对地方融资平台的土地资产注入，开展预算外的土地抵押融资行为，干预辖区经济建设进而推高房价，形成了以“土地—平台—房价—土地”为特征的闭环过程。

在 Panel B 的回归中，我们根据晋升压力指标将总样本分为地方政府面临晋升压力较高和晋升压力较低两组。第（1）列和第（2）列中晋升压力对经济增长目标的影响系数均不显著，表明无论是晋升压力较高还是较低的地方政府，经济增长目标对政府补贴不存在影响效应。第（3）列和第（4）列中经济增长目标的系数在 10% 的显著性水平上为正，但从回归系数的大小来看，对晋升压力较高的地方政府而言，经济增长目标对土地资产注入的促进作用高于晋升压力较低的地方政府。本文的研究结论有助于理解晋升锦标赛下的地方政府行为：在“为增长而竞争”的模式下，为完成经济增长目标的加码任

务，提升辖区经济绩效以最大化晋升概率，面临晋升压力较高的地方政府更倾向于给予地方融资平台财务支持，以拓宽预算外融资渠道。

在 Panel C 的回归中，我们根据经营压力指标将总样本分为地方融资平台面临经营压力较高和经营压力较低两组。本文发现在第（1）—（4）列中，经济增长目标的回归系数均不显著，表明无论是对于经营压力较高还是较低的地方融资平台，经济增长目标均未显著影响地方政府对地方融资平台的财务支持。可能的原因在于，地方融资平台属于非“市场化”主体，由地方政府通过预算软约束兜底，其经营目的在于为地方政府投融资服务而非盈利，导致地方政府并不关注地方融资平台的经营压力，因此经济增长目标对地方政府财务支持的促进效应在以经营压力分组的两个子样本中均不显著。

表 2 多重压力驱动的回归结果

被解释变量	<i>Subsidy</i> 高 (1)	<i>Subsidy</i> 低 (2)	<i>Land</i> 高 (3)	<i>Land</i> 低 (4)
Panel A: 财政压力				
<i>gdp_target</i>	-0.0464 *** (0.0153)	0.0025 (0.0086)	0.0518 *** (0.0193)	0.0128 (0.0158)
<i>N</i>	1 565	6 502	1 565	6 502
Within. <i>R</i> ²	0.2924	0.2865	0.1447	0.0943
Panel B: 晋升压力				
<i>gdp_target</i>	-0.0207 (0.0126)	0.0001 (0.0090)	0.0354 * (0.0181)	0.0275 * (0.0166)
<i>N</i>	3 173	4 894	3 173	4 894
Within. <i>R</i> ²	0.2658	0.2953	0.1221	0.0916
Panel C: 经营压力				
<i>gdp_target</i>	0.0025 (0.0142)	-0.0121 (0.0102)	0.0238 (0.0272)	0.0199 (0.0143)
<i>N</i>	3 359	4 708	3 359	4 708
<i>R</i> ²	0.3133	0.2712	0.1274	0.0669
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体效应	YES	YES	YES	YES
时间效应	YES	YES	YES	YES

注：Panel A 部分根据财政压力指标（*fiscal* = 1，财政压力较高；*fiscal* = 0，财政压力较低）进行分组；Panel B 部分根据晋升压力指标（*political* = 1，晋升压力较高；*political* = 0，晋升压力较低）进行分组；Panel C 部分根据经营压力指标（*operate* = 1，经营压力较高；*operate* = 0，经营压力较低）进行分组；以上三个 Panel 的回归均纳入控制变量，且均控制个体效应和时间效应。

（三）异质性检验^①

经济增长目标的影响效应在不同类型的地方融资平台、城市特征和制度环境下是否存在差异？本文选择从地方融资平台的内部特征和外部环境，即经营行业、城市竞争力和财政透明度维度考察经济增长目标影响地方政府财务支持的异质性。选择上述维度探讨异质性的逻辑在于：一般而言，从事公益性行业、所在城市的竞争力和财政透明度较低的地方融资平台累积的地方隐性债务存量更高，引致地方债务风险的概率也更高，因而约束经济增长目标的影响效应对于上述类型的地方融资平台更为重要，探究三者的异

^① 异质性检验结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”。

质性有助于深入理解经济增长目标下地方隐性债务扩张的作用机制，同时为贯彻地方融资平台“分类转型”、理顺政府与市场关系和重塑财政纪律提供经验和启示。

第一，经营行业。本文根据申银万国证券研究所二级行业分类标准，将地方融资平台分为公益性和经营性平台进行分样本回归。^① 第（1）列和第（2）列的回归结果显示，经济增长目标对政府补贴的影响在经营性平台中显著为负，但在公益性平台中的影响不显著；第（3）列和第（4）列为土地资产注入的回归结果，本文发现，经济增长目标在5%的显著性水平上促进了公益性平台的土地资产注入，但对经营性平台的影响不显著。造成上述异质效应的原因可能是，公益性平台的政府投融资专用性更强，需承担特定的基建和民生服务等政策性负担，与地方政府的捆绑更为密切，对于地方政府的外部“输血”（政府财务支持）依赖程度较高，而经营性平台自身具备较为稳定的现金流，导致地方政府倾向于将资源从经营性平台向公益性平台倾斜，从而减少经营性平台的政府补贴支持，并运用资产负债表支持策略将更多的土地资产注入公益性平台。这一结果意味着公益性平台剥离政府职能更加困难，面临更高的市场化转型壁垒。

第二，城市竞争力。本文进一步研究经济增长目标对地方政府支持的影响效应在不同竞争力的城市中是否存在差异。根据第一财经发布的2020年《中国城市商业魅力排行榜》，本文将地级市划分为城市竞争力较高和较低两个子样本进行回归。^② 第（1）列和第（2）列的回归结果显示，无论是在竞争力较高还是较低的城市，经济增长目标对政府补贴的影响效应均不显著。第（3）列和第（4）列为土地资产注入的回归结果，本文发现，经济增长目标在5%的显著性水平上促进了竞争力较低城市地方融资平台的土地资产注入，但在竞争力较高的城市，这种影响效应并不显著。造成这种异质性的原因可能在于：竞争力较高的城市，财政收支状况较好、经济发展水平较高，地方政府对辖区经济的干预程度较低，依赖于地方融资平台进行经济建设的需求动力较小。而在竞争力较低的城市，地方政府更频繁地依托地方融资平台开展预算外投融资活动，导致地方政府在经济增长目标硬约束下增加对土地资产注入。因此，破除经济增长目标的硬约束、减少对经济社会的干预程度，谨防地方财政落入“土地财政”、预算外投融资的不可持续模式，应着重聚焦于竞争力相对较低的城市。

第三，财政透明度。为检验不同财政透明度下经济增长目标对地方政府财务支持的异质性影响，本文根据2013—2018年的各城市财政透明度平均排名，按照50百分位数进行样本划分，将排名在前50百分位数的城市定义为财政透明度较高的城市，最后与地方融资平台样本进行匹配。^③ 第（1）列和第（2）列的回归结果显示，无论是在财政透

① 根据审计署的划分标准，本文将从事基础设施建设、环保水利工程等公益性行业的融资平台划分为公益性平台，将从事交通运输业和房地产等经营性行业的融资平台划分为经营性平台。此外，对于从事综合行业的融资平台，本文手工检验其主营业务中是否包含经营性行业，如果包括则将该平台划分为经营性平台，否则划分为公益性平台。对经营行为的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”中表A3。

② 一线和新一线城市为城市竞争力较高的样本，二线及以下城市为城市竞争力较低的样本。城市竞争力结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”中表A4。

③ 财政透明度数据来源于清华大学公共管理学院发布的2013—2018年《中国市级政府财政透明度研究报告》。由于各年的评价标准存在差异，本文按照各年的排名取平均作为衡量标准。同时，本文也检验了将财政透明度指标换算成百分制得分后的情形，回归结果亦支持本文的研究结论。财政透明度的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”中表A5。

明度较高还是较低的地区，经济增长目标对政府补贴影响均不显著。第（3）列和第（4）列为土地资产注入的回归结果，本文发现，经济增长目标在 5% 的显著性水平上促进了财政透明度较低地区的地方融资平台土地资产注入，但在财政透明度较高的地区，这一影响并不显著。上述的回归结果表明，在财政透明度较高的地区，由于预算更加公开透明、政府债务数据披露更为翔实，对地方政府隐性债务的监管力度相对较强，因此经济增长目标对地方政府财务支持不存在显著的促进作用。但是，在财政透明度较低的地区，在经济增长目标的硬约束下，地方政府容易绕过预算内的监管，采取预算外渠道将土地资产注入地方融资平台，进而造成对土地财政依赖程度高和地方政府隐性债务扩张等问题。

五、进一步的讨论

（一）制度因素

制度因素能否影响地方政府对地方融资平台的财务支持行为？回答该问题有助于深入理解经济增长目标影响地方政府行为的作用机制和约束条件，并为后续的制度优化设计提供政策启示。具体而言，本文从债务限额和经济分权的视角，探究制度因素如何影响经济增长目标对地方政府财务支持的促进效应。选择上述视角的逻辑在于：一方面，新《预算法》实施后地方政府隐性债务是政府债务治理的难点，债务限额管理制度对于硬化预算约束发挥着重要作用；另一方面，经济分权是政府间财政关系的重要组成部分，作为一项关键性制度安排深刻地影响着地方经济发展。前文的分析表明，经济增长目标对利润表支持的影响不显著，因此本部分聚焦于资产负债表支持策略的分析。

第一，债务限额。债务限额的回归结果^①显示，第（1）列中债务限额总空间（*limitspace1*）与经济增长目标的交互项系数在 5% 的显著性水平上为负，表明地方政府的预算内融资压力加剧了经济增长目标对地方融资平台的土地资产注入的促进效应，验证了本文提出的假说 3。分解到地方债务限额的结构层面：第（2）列中一般债务限额空间（*limitspace2*）与经济增长目标的交互项系数均不显著，表明预算内一般债务的融资压力对经济增长目标与土地资产注入的促进效应不存在调节作用；第（3）列中专项债务限额空间（*limitspace3*）与经济增长目标的交互项系数在 10% 的显著性水平上为负，表明预算内专项债务融资压力加剧了经济增长目标对土地财政支持的正向影响效应。上述的回归结果表明，地方债务限额管理制度带来的预算内融资压力显著加剧了经济增长目标对土地资产注入的促进效应，并且主要归因于专项债务限额管理制度。

总的来看，债务限额管理制度虽然约束了地方政府的预算内融资行为，但其带来的预算内融资压力显著助长了经济增长目标压力下地方政府的预算外融资行为，以地方融资平台为媒介、以“土地”为核心的“土地财政”模式仍然存在。造成上述问题的根源在于专项债务限额管理制度，原因可能是专项债务与公共建设和公共服务的联系更加紧密，与地方融资平台承担的政府融资职能相互重叠，而在专项债务限额的约束下，地方政府的项目资金不足，就会借道地方融资平台开展预算外策略行为。

^① 债务限额的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”的表 A8。

第二，经济分权。经济分权的回归结果^①显示，第（1）列中，无论是财政分权还是其与经济增长目标的交互项系数均在 5% 的显著性水平上为正，表明财政分权不但促进了地方政府对地方融资平台的土地资产注入，而且加剧了经济增长目标对土地资产注入的促进效应。第（2）列中金融分权及其与经济增长目标的交互项系数不显著，表明金融分权对土地使用权的影响不显著，并且对经济增长目标与土地使用权的促进效应不存在调节作用。综合上述分析，经济分权对经济增长目标约束下土地资产注入的促进作用主要体现在财政分权方面。财政分权加剧了财政纵向失衡，导致预算内的财政收支矛盾愈加剧烈。在地方税收体系尚不健全的背景下，土地财政模式逐渐成为地方财政的支柱，地方政府倾向于运用预算外渠道补充财源，催生以土地为载体的地方政府融资平台，加剧了地方政府为完成经济增长目标的“承诺”而将土地资产注入地方融资平台的动力。

（二）地方政府隐性债务

前文着重探讨的是经济增长目标对地方政府融资平台财务支持的影响效应。实际上，本文更加关心这一影响效应如何作用于地方政府隐性债务。结合表 1 的回归结果，本文构建了“经济增长目标→财务支持→隐性债务”的中介机制检验程序。表 3 中第（1）列为经济增长目标影响有息债务的总效应，本文发现，经济增长目标对地方融资平台有息债务存在显著的促进作用。从经济意义上看，当地级市经济增长目标高于省级经济增长目标 1%，地方融资平台的有息债务平均增加 3.5 亿元。根据 2019 年银保监会发布的名单，我国目前尚有 11 737 家地方融资平台。在忽略可能存在的地级市和地方融资平台异质性的情况下，当经济增长目标加码 1% 时，本文粗略估算我国地方政府隐性债务的增长约为 4.11 万亿元（11 737 × 3.5）。第（2）列的回归结果显示，土地资产注入的系数在 1% 的显著性水平上为正，并且经济增长目标的系数与第（1）列相比明显下降（由 0.0352 下降到 0.0316），表明经济增长目标通过土地资产注入影响了地方融资平台有息债务的形成，其中中介效应占总效应的比重为 10.15%（0.1435 × 0.0249 / 0.0352）。

本文的研究结论对经济增长目标锦标赛下地方政府隐性债务的治理提供经验借鉴：在经济增长目标“层层加码”的压力下，地方政府给予地方融资平台土地资产注入支持，进而借助地方融资平台的土地抵押贷款开展地方政府投融资活动，“以地融资”模式造成地方政府隐性债务不断扩张，抑制地方政府对地方融资平台变相注入土地的行为能够有效防控地方隐性债务风险。

表 3 经济增长目标、地方政府财务支持与地方融资平台有息负债

被解释变量	Debt	
	(1)	(2)
<i>gdp_target</i>	0.0352 ** (0.0147)	0.0316 ** (0.0144)
<i>Land</i>		0.1435 *** (0.0540)
控制变量	YES	YES
个体效应	YES	YES
时间效应	YES	YES
<i>N</i>	8 067	8 067
<i>R</i> ²	0.2959	0.3023

① 经济分权的回归结果请见《经济科学》官网“附录与扩展”的表 A9。

六、结论与启示

为了探究地方政府支持地方融资平台经营发展背后的制度性成因, 本文将 2011—2018 年地级市经济增长目标与地方融资平台样本进行匹配, 实证检验经济增长目标如何影响地方政府财务支持策略。研究发现, 经济增长目标显著促进了地方政府财务支持, 并且相对于利润表支持策略, 地方政府更偏向于采用资产负债表支持策略。在经济增长目标硬约束下, 地方政府对地方融资平台的财务支持由财政压力和晋升压力驱动, 而非源于地方融资平台自身面临的经营压力。异质性检验发现, 经济增长目标对财务支持的促进效应在不同经营行业、所在城市竞争力和财政透明度的地方融资平台中存在显著的异质性。进一步分析表明, 制度因素对经济增长目标影响财务支持存在调节作用, 债务限额和财政分权加剧了经济增长目标对土地资产注入的促进效应, 但是金融分权的调节效应并不显著。最后, 本文考察了“经济增长目标→财务支持→隐性债务”这一中介机制, 发现土地资产注入的中介效应占总效应比重为 10.15%, 通过测算本文发现经济增长目标加码 1% 时, 地方政府隐性债务增长约 4.11 万亿元。

本文的研究对于防范化解隐性债务风险具有重要的政策启示: 第一, 在经济增长目标设定上, 中央政府应适当放宽经济增长目标的硬约束, 引导地方政府采取“留有余地”的策略制定经济增长目标。同时, 在经济政策制定过程中注入灵活性, 重点关注经济发展质量而摒弃对增长数量指标的盲目追求, 抑制投资冲动导致的地方政府隐性债务无序扩张。第二, 积极推动地方融资平台市场化转型, 切实剥离其政府融资职能。本文的分析表明, 对于晋升压力较高的地方政府、从事公益性行业的地方融资平台, 经济增长目标对财务支持的促进作用更为明显。因此, 中央政府应当优化对地方官员的激励设计, 引导公益性平台、依靠政府财务支持维系的地方融资平台退出市场, 完善地方融资平台的治理结构, 加强内部控制管理。第三, 进一步优化制度设计, 健全地方政府隐性债务的约束机制。本文发现, 财政透明度较高的地区经济增长目标对财务支持不存在显著的促进作用。因此, 地方政府应当提高财政透明度, 加强债务信息披露力度, 明晰地方政府与地方融资平台的债务责任边界。在优化制度设计上, 一方面, 对于债务限额管理, 应当逐步从预算内向预算外偏移, 扩大债务限额内涵的范围, 适时将地方政府隐性债务的监管纳入专项限额治理模式当中, 堵住地方政府预算外融资的“后门”, 在相对落后的地区将债务限额的结构分配向一般债务倾斜。另一方面, 中央政府需要积极推进财税体制改革, 建立现代化地方财税体制, 合理划分中央和地方的财政收支权限, 缓解地方政府面临的预算内财政压力, 逐步摒弃“土地财政”这一不可持续的模式。

参考文献:

1. 曹婧、毛捷、薛熠:《城投债为何持续增长: 基于新口径的实证分析》[J], 《财贸经济》2019 年第 5 期, 第 5—22 页。
2. 陈宝东、邓晓兰:《财政分权、金融分权与地方政府债务增长》[J], 《财政研究》2017 年第 5 期, 第 38—53 页。
3. 韩鹏飞、胡奕明:《政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗? ——关于国有企业和地方融资平台

债券的实证研究》[J],《金融研究》2015年第3期,第116—130页。

4. 兰小欢:《置身事内:中国政府与经济发展》[M],上海人民出版社,2021年。
5. 刘畅、曹光宇、马光荣:《地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?》[J],《经济研究》2020年第3期,第50—64页。
6. 刘淑琳、王贤彬、黄亮雄:《经济增长目标驱动投资吗?——基于2001—2016年地级市样本的理论分析与实证检验》[J],《金融研究》2019年第8期,第1—19页。
7. 罗荣华、刘劲劲:《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》[J],《金融研究》2016年第4期,第83—98页。
8. 马草原、李成:《国有经济效率、增长目标硬约束与货币政策超调》[J],《经济研究》2013年第7期,第76—89、160页。
9. 王贤彬、刘淑琳、黄亮雄:《经济增长压力与地区创新——来自经济增长目标设定的经验证据》[J],《经济学》(季刊)2021年第4期,第1147—1166页。
10. 向辉、俞乔:《债务限额、土地财政与地方政府隐性债务》[J],《财政研究》2020年第3期,第55—70页。
11. 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年第9期,第37—59页。
12. 徐现祥、刘毓芸:《经济增长目标管理》[J],《经济研究》2017年第7期,第18—33页。
13. 鄢一龙、吕捷、胡鞍钢:《整体知识与公共事务治理:理解市场经济条件下的五年规划》[J],《管理世界》2014年第12期,第70—78页。
14. 余泳泽、刘大勇、龚宇:《过犹不及事缓则圆:地方经济增长目标约束与全要素生产率》[J],《管理世界》2019年第7期,第26—42、202页。
15. 詹新宇、刘文彬、李文健:《地方经济增长目标管理与企业实际税负》[J],《财政研究》2020年第11期,第84—100页。
16. 詹新宇、曾傅雯:《经济增长目标动员与地方政府债务融资》[J],《经济学动态》2021年第6期,第83—97页。
17. 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年第3期,第92—110页。
18. 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年第2期,第44—62页。
19. 钟宁桦、陈姗姗、马惠娴、王姝晶:《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年第4期,第5—23页。
20. 周飞舟:《以利为利——财政关系与地方政府行为》[M],上海三联书店,2012年。
21. 周黎安:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》[J],《经济研究》2007年第7期,第36—50页。
22. 周黎安、刘冲、厉行、翁翕:《“层层加码”与官员激励》[J],《世界经济文汇》2015年第1期,第1—15页。
23. 朱志斌、徐铭蔚、王辰:《拨开迷雾见真相——城投企业土地注入“乱象”解析》[R],中债资信特别评论,2018年。
24. Bai, C. E., Hsieh, C. T., Song, Z., 2016, “The Long Shadow of China’s Fiscal Expansion” [J], *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2: 129-181.
25. Chen, Z., He, Z., Liu, C., 2020, “The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes” [J], *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, No. 1: 42-71.

26. Huang, Y. , Pagano, M. , and Panizza, U. , 2020, “Local Crowding-Out in China” [J], *The Journal of Finance*, Vol. 75, No. 6: 2855-2898.
27. Huang, Z. , Du, X. , 2018, “Holding the Market under the Stimulus Plan: Local Government Financing Vehicles’ Land Purchasing Behavior in China” [J], *China Economic Review*, Vol. 50, No. 4: 85-100.
28. Li, H. , Zhou, L. A. , 2005, “Political Turnover and Economic Performance: The Incentive Role of Personnel Control in China” [J], *Journal of Public Economics*, Vol. 89, No. 9: 1743-1762.
29. Li, X. , Liu, C. , Weng, X. , Zhou, L. , 2019, “Target Setting in Tournaments: Theory and Evidence from China” [J], *Economic Journal*, Vol. 129, No. 623: 2888-2915.
30. Lu, G. , Li, C. L. , Langberg, M. R. , Liu, Y. , Zhao, J. , 2018, “China’s Hidden Subnational Debts Suggest More LGFV Defaults Are Likely” [R], S&P Global Ratings.
31. Wu, F. , 2019. “Land Financialisation and the Financing of Urban Development in China” [J], *Land Use Policy*, 104412.
32. Zhang, T. , Zou, H. , 1998, “Fiscal Decentralization, Public Spending, and Economic Growth in China” [J], *Journal of Public Economics*, Vol. 67, No. 2: 221-240.

Economic Growth Target and Local Government Financial Support Strategy: Evidence from Prefecture-level LGFVs

Liu Ruohong¹, Deng Xiaolan¹, Yan Weibo², Xu Yanjun¹

(1. School of Economics and Finance, Xi’an Jiaotong University)

(2. School of Public Finance and Taxation, Zhongnan University of Economics and Law)

Abstract: Combining the information of the local government financing vehicles (LGFVs) and economic growth target of prefecture-level governments from 2011 to 2018, this paper investigates how economic growth target affects the local governments’ financial support strategies. The empirical results show that because of fiscal pressure and promotion pressure, economic growth target has a significantly positive effect on the financial support of LGFVs. Compared with subsidy strategies, local governments are more inclined to adopt land strategies. Furthermore, this paper finds that the debt limit management system aimed at regulating local governments’ on-budget debt and economic decentralization has encouraged the off-budget strategic behavior of local governments to achieve economic growth targets. Based on the logical chain of economic growth target → financial support → implicit debt, this paper further estimates the quantitative relationship between economic growth target and implicit debt of local governments. The results show that for every 1% increase in the economic growth target, the local government implicit debt will increase by about CNY 4.11 trillion.

Keywords: economic growth target; local government financing vehicles (LGFVs); financial support; implicit debt

JEL Classification: H77; H71; G32