

财政金融学

中国地方政府与金融体系之间的互动：原因、行为、机制、后果

June 3, 2025

目录

- 1 中国金融体系概览和社会融资总量
- 2 地方政府干预金融体系的原因与动机
 - 地方政府在中国经济增长中的关键作用
 - 地方政府融资的主要渠道演变
 - 财政压力与融资需求
 - 晋升激励与增长模式
 - 隐性担保与软预算约束
- 3 地方政府干预金融体系的行为与机制
 - 影子银行与地方政府融资
- 4 地方政府与金融体系互动的后果与影响
- 5 案例分析与实证研究发现
- 6 政策应对、挑战与未来展望
- 7 总结

0. 引言-研究背景与意义

- 中国在过去四十余年经历了显著的经济增长，地方政府在其中扮演了至关重要的角色，特别是在基础设施投资和推动区域经济发展方面 (Song 2024)。
- 与此同时，中国的金融体系也经历了深刻的变革，但仍具有鲜明的特色，如银行主导、国有银行占比较高、以及近年来影子银行的快速发展 (He and Wei 2023; Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 地方政府与金融体系之间的互动是中国经济运行的核心特征之一，深刻影响着资源配置、经济增长模式、金融稳定乃至宏观经济政策的有效性。
- 理解这种互动的内在逻辑、行为模式、传导机制及其产生的多方面后果，对于认识中国经济的成就与挑战、评估潜在风险以及展望未来发展至关重要。
- 近年来，随着地方政府债务规模的攀升和金融风险的显现，这一主题获得了学术界和政策制定者的高度关注 (Song and Xiong 2018)。

0. 引言-主要内容

- 本次演示将综合多篇学术文献和研究综述，围绕“中国地方政府与金融体系之间的互动”这一主题展开。
- 主要内容将包括：
 - 中国金融体系概览及地方政府在其中的角色。
 - 地方政府干预金融体系的原因与动机。
 - 地方政府干预金融体系的具体行为与机制，涉及银行信贷、影子银行、资本市场和债券市场等。
 - 这种互动的多方面后果，包括对经济增长、资源配置效率、地方政府债务和金融风险的影响。
 - 关键的实证研究发现和案例分析。
 - 当前面临的挑战、政策应对与未来展望。
- 旨在为理解这一复杂且重要的中国经济现象提供一个结构化和多维度的视角。

The Fundamental Institutions of China's Reforms and Development

CHENGGANG XU*

China's economic reforms have resulted in spectacular growth and poverty reduction. However, China's institutions look ill-suited to achieve such a result, and they indeed suffer from serious shortcomings. To solve the "China puzzle," this paper analyzes China's institution—a regionally decentralized authoritarian system. The central government has control over personnel, whereas subnational governments run the bulk of the economy; and they initiate, negotiate, implement, divert, and resist reforms, policies, rules, and laws. China's reform trajectories have been shaped by regional decentralization. Spectacular performance on the one hand and grave problems on the other hand are all determined by this governance structure. (JEL O17, O18, O43, P21, P25, P26)

1. Introduction

Chinese economic reforms, which have been in flux for three decades, have more than doubled China's economic growth, from an average of 4.4 percent annually before 1978 to an average of 9.5 percent after 1978.

Even more impressively, the contribution of TFP to the growth has increased from 11 percent before 1978 to more than 40 percent afterwards (Dwight H. Perkins and Thomas G. Rawski 2008). This process has transformed the world's largest developing country from a centrally planned economy into a

Figure:

中国金融体系概览和社会融资总量

1. 中国金融体系概览 - 主要构成

- 银行主导的金融体系：

- 银行贷款是实体经济融资的最主要渠道，占社会融资总量 (AFRE) 的绝大部分 (He and Wei 2023, Figure 1; Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 国有大型商业银行（如四大行）占据主导地位，但也面临股份制银行、城商行等的竞争 (Allen, Qian, and Gu 2017)。

- 资本市场：

- 股票市场：上海和深圳证券交易所是主要市场，近年来发展迅速，但其在 AFRE 中的占比较小，且波动性较大 (He and Wei 2023; Song and Xiong 2018)。IPO 和再融资是企业股本融资的主要方式。
- 债券市场：包括政府债券、金融债券和公司信用类债券。公司信用债市场，特别是地方政府融资平台发行的城投债 (MCBs)，近年来增长显著 (Chen, He, and Liu 2020; He and Wei 2023)。

- 影子银行：

- 作为传统银行体系的补充，在特定时期（如 2010 年后）快速发展，为地方政府和房地产等领域提供了重要融资 (He and Wei 2023; Chen, He, and Liu 2020)。
- 主要形式包括信托贷款、委托贷款、银行理财产品 (WMPs) 等 (Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 其发展与监管套利和地方政府融资需求密切相关。

- 其他融资渠道：包括外商直接投资 (FDI)、风险投资/私募股权 (VC/PE) 等，在特定领域发挥作用 (Chen and Zha 2024)。

- 总体融资结构 (AFRE)：He and Wei (2023) 强调了使用社会融资总量 (Aggregate Financing to the Real Economy, AFRE) 这一指标来理解中国金融体系的独特性，它更全面地反映了实体经济从金融体系获得的资金。

1. 中国金融体系概览 - AFRE 图示

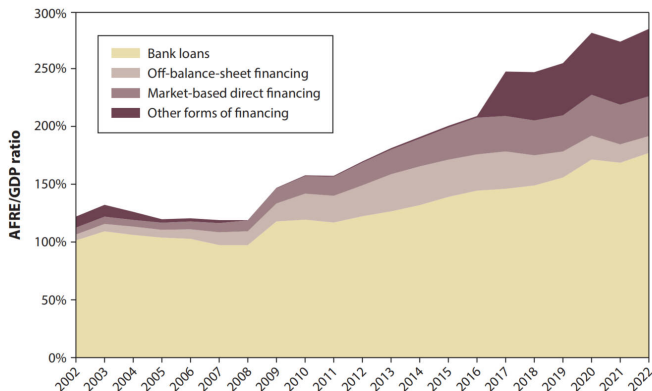


Figure 1

Aggregate Financing to the Real Economy (AFRE). The figure shows the ratio of AFRE level data over GDP from 2002 to 2022, decomposed into four categories: bank loans, off-balance-sheet financing, market-based direct financing, and other forms of financing.

Figure: 中国社会融资总量 (AFRE) 构成及其演变 (示意图, 改编自 He and Wei 2023, Figure 1)。该图展示了银行贷款、表外融资、直接融资等不同渠道在社会融资总量中的占比变化。

- He and Wei (2023) 的 Figure 1 展示了从 2002 年到 2022 年 AFRE 的构成变化。
- 银行贷款始终是主要部分，但其占比有所波动。
- 表外融资（如信托贷款、委托贷款）和市场化直接融资（如债券和股票）在特定时期增长迅速，反映了融资结构的多元化趋势。
- 政府债券在 AFRE 中的占比也显著上升，尤其是在地方政府专项债发行增加后。

1. AFRE 的定义与引入背景

● 定义:

- 社会融资总量 (Aggregate Financing to the Real Economy, AFRE), 也称社会融资规模, 是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额 (He and Wei 2023)。
- 它是一个流量概念, 反映金融体系对实体经济的资金支持。
- 由中国人民银行 (PBC) 创设并按月发布。
- <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116319/5570903/5570885/index.html>

● 引入背景与动机 (He and Wei 2023; Allen, Qian, and Gu 2017):

- 传统信贷指标的局限性: 随着中国金融市场和融资渠道的多元化发展, 传统的银行信贷指标 (如人民币贷款) 已无法全面反映金融对实体经济的支持力度。
- 金融创新的发展: 2008 年全球金融危机后, 中国金融创新加速, 表外业务、债券融资、股票融资、信托贷款等融资方式快速发展, 这些并未完全包含在传统信贷统计中。
- 宏观调控的需求: 为了更准确地监测和分析整体社会信用状况, 为宏观经济决策和货币政策制定提供更全面的依据, 中国人民银行于 2011 年正式引入并公布社会融资总量指标。
- 反映中国金融体系的独特性: AFRE 的构成充分考虑了中国金融体系的独特特征, 例如银行在融资中的主导地位以及影子银行等非传统融资渠道的重要性。

● 重要性: AFRE 已成为中国宏观经济分析和政策制定的核心监测指标之一, 受到政府、市场和研究机构的高度关注 (He and Wei 2023)。

1. AFRE 的主要构成部分 (根据 He and Wei 2023)

He and Wei (2023) 将 AFRE 分为四大类, 以下详细介绍其主要构成:

- **类别 1: 人民币和外币贷款 (Bank Loans in RMB and in Foreign Currencies)**

- 这是 AFRE 中占比最大的部分, 主要包括:
 - 金融机构人民币贷款: 境内金融机构向实体经济发放的各类人民币贷款。
 - 金融机构外币贷款: 境内金融机构向实体经济发放的各类外币贷款 (折合人民币)。
- He and Wei (2023) 指出, 到 2022 年, 银行贷款仍占 AFRE 存量的 62.25%。
- 票据融资 (银行承兑汇票已贴现部分) 也包含在此类。
- 金融租赁公司的融资租赁也被归类为银行贷款。

- **类别 2: 银行表外项目 (Banks' Off-Balance-Sheet Items)**

- 主要包括与影子银行业务密切相关的融资活动:
 - 委托贷款 (Entrusted Loans): 由委托人 (企业、机构或个人) 提供资金, 银行根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款。银行只收取手续费, 不承担信用风险。占 AFRE 存量的 3.27% (截至 2022 年)。
 - 信托贷款 (Trust Loans): 信托公司通过发行信托计划募集资金并发放给实体经济的贷款。占 AFRE 存量的 1.09% (截至 2022 年)。
 - 未贴现的银行承兑汇票 (Undiscounted Bankers' Acceptances): 企业签发, 银行承兑, 在未来某个日期无条件支付确定金额给收款人或持票人的票据, 在未贴现前代表银行对企业的信用支持。占 AFRE 存量的 0.77% (截至 2022 年)。

1. AFRE 的主要构成部分 (续)

● 类别 3: 市场化直接融资 (Market-Based Direct Financing)

- 主要包括企业通过资本市场进行的直接融资:
 - 非金融企业境内股票融资 (Equity Financing by Non-Financial Enterprises in Domestic Markets): 企业通过 IPO、增发、配股等方式在境内股票市场募集的资金。He and Wei (2023) 指出, 其累计账面发行额占 AFRE 存量的 3.09% (截至 2022 年), 不包括资本利得。
 - 企业债券融资 (Net Corporate Bond Issuance): 非金融企业在境内债券市场发行的各类债券净融资额 (发行量减去到期偿还量)。占 AFRE 存量的 9.01% (截至 2022 年)。

● 类别 4: 其他形式的融资 (Other Forms of Financing)

- 这是一个包含多种近年来发展较快的融资方式的类别:
 - 政府债券 (Government Bonds): 包括国债和地方政府债券。地方政府债券在 2014 年新《预算法》实施后快速发展, 成为地方政府融资的重要渠道。占 AFRE 存量的 17.49% (截至 2022 年), 是此类中最大的组成部分。
 - 存款类金融机构资产支持证券 (Asset-Backed Securities, ABSs, Issued by Deposit-Taking Institutions): 银行将其信贷资产证券化后在市场上发行的证券。占 AFRE 存量的 0.58% (截至 2022 年)。
 - 贷款核销 (Loan Write-offs): 2018 年 7 月引入 AFRE 统计。贷款核销减少了银行账面上的新增贷款, 但实际贷款已发放给实体经济, 因此需要加回。占 AFRE 存量的 2.13% (截至 2022 年)。
 - 其他融资: 包括小额贷款公司贷款、贷款公司贷款、产业投资基金等。He and Wei (2023) 提到, 金融科技公司发放的小额贷款也包含在此。占 AFRE 存量的 0.33% (截至 2022 年)。

1. AFRE 的统计与发布

- 统计机构：中国人民银行 (PBC)。
- 发布频率：
 - 流量数据：按月发布。
 - 存量数据：最初按季发布，自 2015 年 2 月起，也开始按月发布存量数据 (He and Wei 2023)。
- 数据来源：
 - 中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会 (CBIRC，原银监会和保监会合并)、中国证券监督管理委员会 (CSRC)、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等机构的统计数据。
- 统计范围：
 - 实体经济：指非金融企业和住户部门。不包括金融机构之间的资金融通。
 - 金融体系：包括银行、证券公司、保险公司、信托公司、小额贷款公司、金融租赁公司等各类金融机构，以及股票市场、债券市场等金融市场。
- 不断完善的指标：
 - AFRE 的统计口径并非一成不变，而是随着金融市场的发展和金融工具的创新而不断调整和完善。
 - 例如，2018 年将“贷款核销”纳入统计，2019 年将“国债”和“地方政府一般债券”纳入统计，后来又将“地方政府专项债券”纳入。
 - He and Wei (2023) 指出，由于数据限制，AFRE 尚未完全覆盖所有融资渠道，例如私募股权融资。

1. AFRE 的意义与局限性

● 意义与优势:

- 全面性: 相比单一的银行信贷指标, AFRE 更全面地反映了金融体系对实体经济的资金支持, 涵盖了表内与表外、间接融资与直接融资、传统金融与新兴金融等多个方面。
- 监测宏观杠杆率: AFRE 存量与 GDP 的比值是衡量中国整体宏观杠杆率的重要参考指标。
- 货币政策中介目标: AFRE 曾被视为货币政策重要的监测和调控中介目标之一, 尽管其作为严格中介目标的有效性存在讨论。
- 分析金融结构变迁: AFRE 各构成部分的变化可以反映中国金融结构的演变趋势, 例如直接融资占比的提升、影子银行的扩张与收缩等。
- 理解中国特色金融: AFRE 的设计本身就体现了对中国金融体系独特性的考量, 是研究中国金融问题的重要工具 (He and Wei 2023)。

● 局限性与需要注意的问题:

- 国际可比性: AFRE 是中国特有的统计指标, 缺乏明确的国际对应项, 进行跨国比较时需谨慎 (He and Wei 2023)。
- 统计口径调整: 历次统计口径的调整可能影响时间序列数据的可比性, 分析时需注意数据的一致性。
- 数据质量: 部分构成项目 (如早期的一些表外业务) 的数据质量和统计准确性可能存在挑战。
- 未完全覆盖: 仍有一些融资活动 (如部分民间借贷、P2P 的某些阶段、私募股权融资) 未被完全纳入 AFRE 统计范围 (He and Wei 2023)。
- 流量与存量的关系: AFRE 主要反映流量, 而金融风险的累积更多体现在存量上。分析时需结合存量数据。
- 融资效率问题: AFRE 主要衡量融资的“量”, 不能直接反映融资的“质”或资金配置的效率。Zhu et al. (2013) (转引自 He and Wei 2023) 指出 AFRE 未区分不同融资成分对经济的支持程度。

1. AFRE 设计体现中国金融体系的独特性

AFRE 的设计超越了传统上仅关注银行信贷的统计框架，其构成项目直接反映了中国金融体系的几个关键独特特征：

- **银行主导但渠道多元：**

- 虽然银行贷款（人民币和外币）在 AFRE 中占比最大，体现了银行在中国金融体系中的核心地位。
- 但 AFRE 同时纳入了债券、股票等市场化直接融资，以及信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票等银行表外和影子银行活动，承认了这些非传统渠道在资金流向实体经济中的重要性 (He and Wei 2023)。

- **政府与金融的紧密关联：**

- AFRE 包含政府债券（国债和地方政府债券），这在中国尤为重要，因为地方政府通过发行债券为基础设施建设等提供资金，体现了政府在融资中的直接作用 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 部分表外融资（如信托贷款、银行理财对接非标）与地方政府融资平台 (LGFVs) 密切相关，反映了地方政府通过金融体系进行表外融资的独特模式 (He and Wei 2023)。

- **影子银行的重要性：**

- 影子银行在中国快速发展，规模庞大，在传统银行信贷受到限制时，为地方政府和特定企业提供了重要的融资补充 (Chen, He, and Liu 2020)。
- AFRE 将这些影子银行活动纳入统计，是对中国金融体系这一独特且重要的组成部分的直接量化。

- **监管套利与创新：**

- 部分 AFRE 项目（如未贴现银行承兑汇票、银行表外理财）的增长与金融机构规避监管、进行监管套利的行为相关，AFRE 的统计反映了这些创新和套利活动对整体融资的影响。

1. AFRE 作为研究中国金融问题的重要工具

AFRE 的全面性和独特性使其成为研究中国金融体系和宏观经济问题的重要工具：

- 提供全面的资金流向视图：
 - 研究者可以通过 AFRE 及其构成，全面了解金融体系向实体经济提供资金的总量和结构，这对于分析宏观金融联系至关重要。
- 分析金融结构变迁：
 - AFRE 各构成部分占比的变化，清晰地反映了中国金融结构的演变趋势，例如直接融资和表外融资的相对重要性变化，这有助于理解金融改革和创新对融资模式的影响 (He and Wei 2023)。
- 评估宏观调控政策效果：
 - AFRE 有助于评估货币政策、财政政策（如经济刺激计划）等宏观调控政策对实体经济融资的整体影响，而不仅仅是银行信贷的影响 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 识别和监测金融风险：
 - AFRE 的快速增长和特定构成项目（如影子银行、地方政府债券）的扩张，可以作为金融风险累积的预警信号 (Song and Xiong 2018)。
 - 分析 AFRE 的结构变化有助于识别风险可能集中的领域。
- 连接宏观与微观研究：
 - 虽然 AFRE 是宏观总量指标，但其构成项目（如银行贷款、企业债券）可以与微观层面的企业、地方政府数据相结合，深入研究具体的融资机制和行为（如信贷错配、地方政府融资行为） (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Huang, Pagano, and Panizza 2020)。

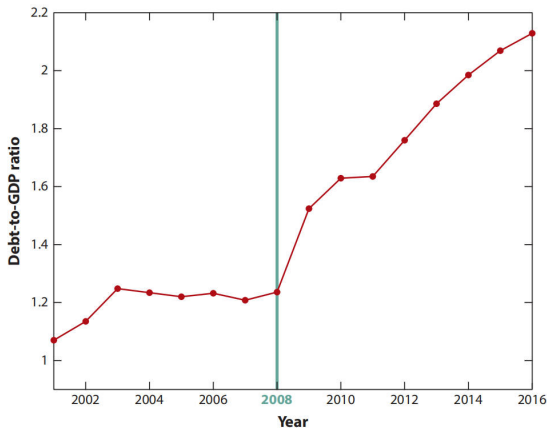


Figure 1

Debt-to-GDP ratio of China between 2000 and 2016. The outstanding debt is backed out from social financing statistics provided by the National Bureau of Statistics of China (NBS), which measures lending from the financial sector to the nonfinancial sector (including bank loans, corporate bonds, and trust and entrusted loans but excluding equity finance). Data from <http://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=C01>.

Figure:

地方政府干预金融体系的原因与动机

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用

- **经济增长的引擎：**地方政府通过大规模基础设施投资（交通、能源、水利等）为经济发展奠定基础 (Song 2024; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- **招商引资的主导者：**地方政府积极吸引国内外投资，提供优惠政策、改善营商环境，以促进地方产业发展和就业 (Chen and Zha 2024)。
- **区域竞争的参与者：**在“晋升锦标赛”或“增长锦标赛”的激励下，地方政府之间为追求更高的 GDP 增长率而展开激烈竞争 (Song 2024; Li and Zhou 2005)。
- **财政与事权：**
 - 1994 年分税制改革后，中央政府集中了大部分税收，但地方政府仍承担大量事权，导致财政收支不平衡，产生了强烈的融资需求 (Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
 - 土地出让收入成为地方政府预算外收入的重要来源，深刻影响了房地产市场和地方财政的可持续性 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023)。
- **地方政府融资平台 (LGFVs)：**
 - 作为地方政府进行基础设施建设和城市开发的重要融资工具，LGFVs 通过银行贷款、发行债券（城投债）等方式大规模融资 (Chen, He, and Liu 2020)。
 - LGFVs 的债务通常带有地方政府的隐性担保，形成了软预算约束问题 (Song and Xiong 2018)。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 概述与制度背景

- 中国经济改革的成功在很大程度上归功于其独特的制度安排，其中地方政府扮演了至关重要的角色 (Xu 2011)。
- Xu (2011) 将中国的核心制度概括为“区域分权体制”(Regionally Decentralized Authoritarianism, RDA)。
 - 政治上高度集权：中央政府通过人事任免等方式对地方官员进行强有力的控制。
 - 经济上区域分权：地方政府在辖区内拥有相当大的经济管理自主权，负责推动改革、提供公共服务、制定和执行地方法规等。
- 这种制度安排使得地方政府成为推动经济增长和制度变迁的关键行动者。

2. RDA 的定义与核心特征

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - RDA 的特征

- 定义：区域分权体制 (Regionally Decentralized Authoritarianism, RDA) 是许成钢 (Chenggang Xu 2011) 提出的概念，用于概括中国独特的治理结构。
- 核心特征：RDA 体制结合了两个看似矛盾的方面：
 - 政治上高度集权：中央政府通过对地方官员的任命、考核、晋升和惩罚等方式，对地方各级政府拥有强有力的控制权 (Xu 2011, Section 2.2)。
 - 经济上区域分权：地方政府在辖区内的经济管理、公共服务提供、基础设施建设、招商引资等方面拥有相当大的自主权和决策权 (Xu 2011, Section 2.1)。
- 与传统体制的对比：
 - 与典型的中央计划经济体制（如前苏联）不同，RDA 体制赋予了地方政府更大的经济自主权和积极性。
 - 与联邦制国家不同，RDA 体制下的地方政府并非通过选举产生并对选民负责，而是由上级政府任命并对上级负责。
- 嵌套式层级结构：RDA 体制是一个嵌套式的层级结构，中央政府控制省级，省级控制市级，市级控制县级，以此类推，形成一个垂直的控制链条 (Xu 2011, Figure 2)。

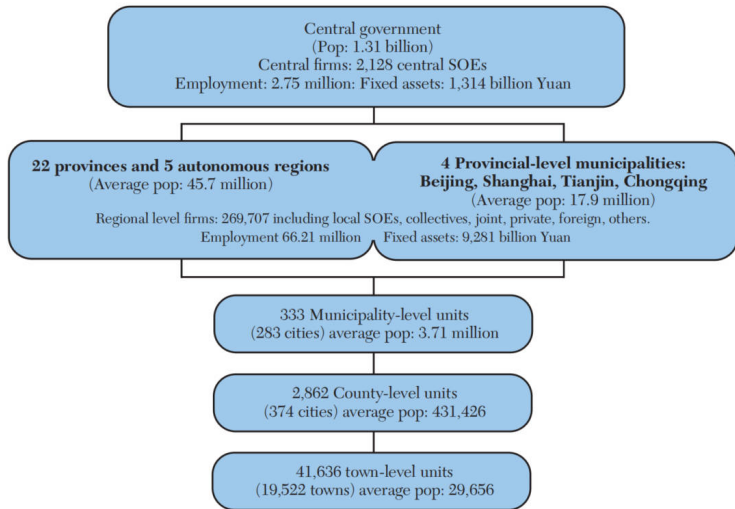


Figure 1. Regional Governance Structure of Chinese Economy

Source: National Statistical Bureau, 2006a, 2006b, 2006c.

Figure:

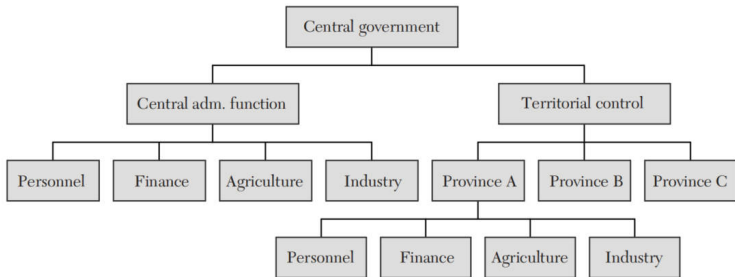


Figure 2. Stylized Governance Structure of China

Figure:

Table: 中国行政区划统计（2025 年）

类别	数量	组成说明
地级市数量	293 个	属地级行政区，由省、自治区管辖
地级行政单位总数	333 个	含地级市 293 个 + 地区 7 个 + 自治州 30 个 + 盟 3 个
县级行政单位总数	2,846 个	含市辖区 977 个 + 县级市 397 个 + 县 1,301 个 + 自治县 117 个 + 其他特殊类型 54 个
县级市数量	397 个	属县级行政区，由地级市或省级行政区直辖

2. RDA 下地方政府的激励来源

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 -RDA 下地方政府的激励来源

在 RDA 体制下，地方政府的激励主要来自其与上级政府之间的关系以及区域间的竞争：

● 职业晋升激励 (Career Promotion Incentives):

- 这是地方官员最核心的激励来源。官员的仕途升迁（晋升、平调、降职或退休）与其在任期内所辖区域的经济社会表现紧密相关 (Li and Zhou 2005; Xu 2011, Section 3)。
- “晋升锦标赛”：地方政府之间围绕经济增长率、招商引资额等可量化指标展开竞争，表现优异的官员更有可能获得提拔 (Song 2024; Xu 2011, Section 3.1)。
- 政绩考核：上级政府会根据一套绩效考核标准评估地方官员的表现，经济增长是其中最重要的指标之一 (Xu 2011, Section 2.2)。
- 政治关联：与高层政治人物（如政治局委员）的联系也会影响地方官员的晋升前景，这为地方官员提供了另一种激励来源 (Gao, Ru, and Tang 2021)。
 - 为什么“政治锦标赛”很可能不是事实？
 - 陶然, 苏福兵, 陆曦, 等. 经济增长能够带来晋升吗?——对晋升锦标竞赛理论的逻辑挑战与省级实证重估 [J]. 管理世界, 2010, (12):13-26.
 - 杨其静, 郑楠. 地方领导晋升竞争是标尺赛、锦标赛还是资格赛 [J]. 世界经济, 2013, 36(12):130-156.
 - 政绩内生于晋升过程: Jia, R., Kudamatsu, M., & Seim, D. (2015). Political selection in China: The complementary roles of connections and performance. *Journal of the European Economic Association*, 13(4), 631-668. 在官员政治选拔过程中, “关系” (connections) 和 “绩效” (performance) 并非相互排斥或替代, 而是扮演着互补的角色。

● 财政激励 (Fiscal Incentives):

- 税收分成：虽然分税制改革将大部分税收划归中央，但地方政府仍保留了一部分税收收入和分享税，这部分收入与地方经济增长直接相关，激励地方政府发展经济以增加财政收入 (Xu 2011, Section 2.1)。
- 土地财政：土地出让收入成为地方政府重要的预算外收入来源，为地方政府提供了推动城市建设和基础设施投资的资金，也成为地方官员追求政绩的重要资源 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023)。

2. RDA 的运行机制与影响

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 -RDA 的运行机制与影响

● 运行机制：

- 嵌套式控制：中央通过人事控制层层向下授权和监督。
- 区域竞争：地方政府在经济绩效上相互竞争。
- 改革试验：地方政府先行先试，成功经验被推广。
- 中央与地方的博弈：在控制与自主、集权与分权之间的动态博弈中演化。

● 对经济增长的影响：

- RDA 体制下的区域竞争和投资激励被认为是推动中国经济高速增长的重要动力 (Song 2024; Xu 2011)。
- 特别是在改革开放初期，地方政府推动乡镇企业和基础设施建设，极大地释放了经济活力。

● 对资源配置的影响：

- 晋升激励可能导致地方政府过度追求短期 GDP 增长，忽视投资效率和长期可持续性，造成资源错配 (Huang, Pagano, and Panizza, 2020)。
- 地方保护主义也可能阻碍要素在区域间的自由流动。

● 对金融体系的影响：

- 地方政府的融资需求和隐性担保行为深刻影响了银行信贷分配、影子银行发展和地方政府债务累积 (Song and Xiong, 2018)。
- 金融体系在一定程度上成为服务于地方政府发展目标的工具。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 区域竞争与增长激励

- “增长锦标赛” (Growth Tournament):

- 地方官员的晋升与其辖区经济绩效（尤其是 GDP 增长率）紧密挂钩，形成了以增长为导向的区域竞争 (Li and Zhou 2005; Xu 2011)。
- 这种“锦标赛”激励地方政府积极采取措施促进经济增长，包括招商引资、推动基础设施建设、进行制度创新等。
- Xu (2011, Section 3) 详细论述了区域竞争的制度基础，指出中央政府通过人事控制和绩效评估来驱动这种竞争。

- 推动非国有部门发展:

- 地方政府是推动乡镇企业 (TVEs) 和其他非国有企业发展的重要力量，尤其是在改革早期 (Xu 2011, Section 5.1)。
- 乡镇企业的发展被视为中国经济转型的重要基石，地方政府通过提供信贷担保、协调资源等方式给予支持。

- 招商引资与基础设施建设:

- 为了在区域竞争中胜出，地方政府大力改善投资环境，积极吸引外商直接投资 (FDI) 和内资 (Xu 2011, Section 4.2)。
- 大规模的基础设施投资（如交通、能源）是地方政府提升区域竞争力和吸引投资的重要手段。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 改革试验田与制度创新

- **地方试验 (Regional Experimentation):**

- 中国的许多重大改革，如家庭联产承包责任制 (HRS)、经济特区 (SEZs)，最初都是由地方政府发起或在地方层面先行先试的 (Xu 2011, Section 4.2)。
- 这种“摸着石头过河”的渐进式改革方式，允许地方政府根据本地情况进行制度创新，降低了改革的政治风险和不确定性。
- Xu (2011, Section 4.1) 强调，地方政府在发起和协调地方改革试验中扮演了关键角色，因为它们更了解地方情况，能够更好地应对改革中出现的具体问题。

- **制度创新的动力:**

- 区域竞争和晋升激励为地方官员进行制度创新提供了强大的动力。成功的改革试验不仅能带来经济增长，还能为官员带来政治上的回报。
- 地方政府在土地制度、企业产权、市场监管等方面进行了诸多探索和创新。

- **中央与地方的互动:**

- 中央政府通过授权和推广地方的成功经验，将地方创新上升为国家政策 (Xu 2011, Section 2.3)。
- 这种自下而上和自上而下相结合的改革模式是中国改革的重要特征。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 财政与金融行为

● 财政分权与激励：

- 改革开放以来，中国经历了多次财政体制改革，总体趋势是向地方政府下放一定的财政自主权，并将其财政收入与支出责任挂钩 (Xu 2011, Section 2.1)。
- 财政包干制等制度安排增强了地方政府发展经济、培植税源的积极性。
- 然而，1994 年的分税制改革在集中中央财政收入的同时，也加剧了地方政府的财政压力，促使其寻求预算外收入和融资渠道。

● 土地财政：

- 地方政府通过征收和出让土地使用权获得大量财政收入，成为其推动城市建设和基础设施投资的重要资金来源 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023; Xu 2011, Section 6.2)。
- 土地财政模式对房地产市场和地方政府债务可持续性产生了深远影响。

● 地方政府融资平台 (LGFVs) 与金融互动：

- 为了规避《预算法》对地方政府直接举债的限制，并为大规模投资项目融资，地方政府普遍设立了 LGFVs (Chen, He, and Liu 2020)。
- LGFVs 主要通过银行贷款和发行城投债等方式从金融体系获取资金，其债务通常带有地方政府的隐性担保 (Song and Xiong 2018)。
- 这种模式模糊了政府与市场的边界，累积了地方政府债务风险和金融风险。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 地方政府角色的双重性与挑战

- 积极作用:

- 在经济发展的特定阶段, 地方政府的积极作为, 通过区域竞争和改革试验, 极大地解放和发展了生产力, 是中国经济奇迹的重要驱动力 (Xu 2011)。
- 地方政府在提供公共品、改善营商环境、推动制度变迁方面发挥了不可替代的作用。

- 潜在问题与挑战 (Xu 2011, Section 6):

- 地方保护主义: 区域竞争可能演变为地方保护主义, 阻碍全国统一市场的形成。
- 重复建设与资源浪费: 在 GDP 锦标赛的激励下, 可能出现不顾比较优势的重复投资和产能过剩。
- 环境与社会问题: 过度追求经济增长可能导致对环境保护和社会公平等问题的忽视。
- 债务风险累积: 地方政府通过 LGFVs 等方式大规模举债, 导致地方政府债务风险持续上升, 对金融稳定构成威胁 (Song and Xiong 2018)。
- 寻租与腐败: 地方政府掌握大量经济资源和行政审批权, 容易滋生寻租和腐败行为。
- 制度转型的长期挑战: Xu (2011) 指出, RDA 体制虽然在特定时期有效, 但其内在缺陷 (如缺乏独立司法、对公民偏好的回应不足) 使其难以支撑长期的可持续发展, 最终需要根本性的制度转型。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.1 地方政府在中国经济增长中的关键作用 - 总结

- 地方政府是中国经济增长和制度变迁中不可或缺的关键行动者。
- 其在“区域分权体制”下，通过区域竞争、改革试验、招商引资、基础设施建设等方式，深刻地塑造了中国经济的发展路径。
- 地方政府与金融体系的紧密互动，既为经济增长提供了动力，也带来了债务风险和结构性挑战。
- 理解地方政府的行为逻辑和激励机制，是理解中国经济过去、现在和未来的关键。

2. 地方政府干预金融体系的原因与动机

2.2 地方政府融资的主要渠道演变

● 改革开放初期至 1990 年代中期：

- 主要依赖财政拨款和银行贷款（政策性贷款居多）。
- 地方政府财政自主权相对较大。

● 1994 年分税制改革后：

- 地方政府财力受限，开始大规模依赖土地出让收入（“土地财政”）(Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023)。
- 地方政府融资平台 (LGFVs) 开始萌芽，作为规避《预算法》限制地方政府直接举债的工具。
 - 中信集团成立之初的任务之一是替中央政府在国际金融市场融资。（1982 年 1 月，中信集团在日本发行了 100 亿元元的私募债券。）

● 2008 年全球金融危机后：

- 为应对危机，中央推出大规模经济刺激计划，地方政府通过 LGFVs 大举借债进行基础设施建设，导致地方政府债务急剧膨胀 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- 银行信贷是 LGFVs 最主要的融资来源。

● 2012 年后影子银行的兴起：

- 随着对传统银行信贷监管的加强，LGFVs 开始转向影子银行体系融资，如信托贷款、银行理财产品对接的非标资产等 (Chen, He, and Liu 2020; He and Wei 2023)。
- 城投债市场也快速发展。

● 2015 年新《预算法》实施及之后：

- 赋予地方政府发行地方政府债券的权力，旨在规范地方政府举债行为，“开明渠、堵暗道”。
- 地方政府专项债券成为重要的融资工具，特别是用于项目建设。
- 对 LGFVs 的融资行为进行规范和清理，但隐性债务问题依然存在。

2.3 财政压力与融资需求

2.3 财政压力与融资需求 - 分税制改革的深远影响

- 改革背景与目标:

- 1994 年实施的分税制改革是中国财税体制的一次重大变革,旨在理顺中央与地方的财政分配关系,增强中央政府的财政能力和宏观调控能力 (Xu 2011; Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
- 改革前,地方政府通过财政包干等形式拥有较大的财政自主权,但也导致中央财政收入占比下降,宏观调控能力减弱。

- 核心内容: 财权上移,事权下放

- 税收划分: 将税种划分为中央税、地方税和中央地方共享税。增值税等主要税种的大部分收入划归中央。
- 财政收入结构变化: 改革后,中央政府财政收入占全国财政收入的比重大幅提高,而地方政府的本级财政收入占比相应下降。
- 支出责任: 地方政府仍然承担着辖区内经济社会发展的大部分支出责任,包括基础设施建设、教育、医疗、社会保障等公共服务的提供 (Xu 2011)。

- 导致的财政收支缺口:

- 分税制改革在客观上造成了地方政府财权与事权的不匹配,即地方政府的财政收入难以覆盖其承担的支出责任 (主要是建设责任,或者更准确地说,是地方政府的经济增长动机/压力),形成了持续的财政收支缺口 (Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
- 这一缺口成为地方政府寻求预算外收入和融资的根本动因。

2.3 财政压力与融资需求 - 城镇化与基础设施投资的资金渴求

- 快速的城镇化进程:

- 中国经历了人类历史上规模最大、速度最快的城镇化进程，大量农村人口涌入城市，对城市基础设施和公共服务提出了巨大需求 (Song 2024)。
- 城市建成区的扩展、新区开发、产业园区建设等都需要巨额的前期投入。

- 基础设施建设的资金密集性:

- 交通运输（公路、铁路、机场、港口）、能源供应（电力、燃气）、水利设施、城市管网、公共服务设施（学校、医院）等基础设施项目具有投资规模大、建设周期长、回报周期慢的特点。
- 地方政府作为这些项目的主要投资主体，面临巨大的资金筹措压力。
- Bai, Hsieh, and Song (2016) 的研究显示，2009 年的经济刺激计划中，地方政府主导的基础设施投资是核心内容。

- 区域竞争的驱动:

- 在“晋升锦标赛”的激励下，地方政府竞相通过改善基础设施来吸引投资、发展产业、提升 GDP 增长率 (Li and Zhou 2005; Song 2024)。
- 这种竞争进一步放大了对基础设施投资的资金需求。

- 传统财政资金的不足:

- 仅依靠预算内财政收入和中央转移支付，远不足以满足地方政府大规模基础设施建设的资金需求。
- 这迫使地方政府不得不寻求其他融资渠道。

2.3 财政压力与融资需求 - 土地财政的兴起与局限

● 土地财政的形成机制：

- 在分税制导致地方财力紧张的背景下，以及中国特有的城乡二元土地制度（城市土地国有，农村土地集体所有）下，地方政府通过征收农村集体土地并将其“招拍挂”出让给房地产开发商或工业企业，从中获取巨额土地出让收入 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023; Xu 2011, Section 6.2)。
- 土地出让收入成为地方政府预算外收入的最重要来源，有力地支持了地方基础设施建设和城市扩张。

● 土地财政的贡献与问题：

- 贡献：在特定时期为城市化和工业化提供了重要的原始资本积累，推动了经济发展。
- 问题：
 - 不可持续性：土地资源是有限的，依赖土地出让收入的模式难以持续。房地产市场调控政策也会直接影响土地财政收入的稳定性。
 - 推高房价：地方政府对土地财政的依赖，使其有动机维持较高的地价，从而推高了房价，加剧了居民的购房压力。
 - 社会矛盾：征地拆迁过程中可能引发与失地农民的矛盾和冲突。
 - 经济结构扭曲：过度依赖房地产可能导致经济结构失衡，抑制其他产业发展。

● 土地财政的局限性驱动融资模式转变：

- 随着土地财政模式弊端的显现和可持续性的下降，地方政府需要寻找更为多元和规范的融资方式，这进一步推动了其与金融体系的深度互动，例如通过 LGFV 发债等。

2.3 财政压力与融资需求 - 应对经济波动的逆周期调节需求

- 稳定增长的政治任务：

- 在中国，保持经济的稳定增长不仅是经济目标，也是重要的政治任务，关系到社会稳定和执政合法性。
- 当经济面临下行压力或外部冲击时，中央政府通常会要求地方政府积极作为，通过扩大投资等方式来“稳增长”。

- 2008 年全球金融危机的案例：

- 为应对全球金融危机的冲击，中国政府推出了以“四万亿投资”为代表的大规模经济刺激计划 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- 地方政府是这一刺激计划的主要执行者，承担了大量的配套投资任务，导致其融资需求在短期内急剧膨胀。
- Cong, Gao, Ponticelli, and Yang (2019) 的研究详细分析了在此期间银行信贷如何不成比例地流向地方政府支持的项目。

- 近年经济增速放缓的挑战：

- 随着中国经济进入“新常态”，经济增速有所放缓，地方政府依然面临稳定本地经济增长和就业的压力。
- 在财政收入增速放缓和土地财政受限的背景下，地方政府的融资需求依然旺盛，对金融体系的依赖性增强。

- 逆周期调节对金融体系的依赖：

- 地方政府进行逆周期调节，通过扩大政府投资来对冲经济下行，这需要金融体系提供相应的信贷支持和融资服务。
- 这种需求可能促使地方政府更积极地干预金融资源配置，以确保资金流向其重点支持的领域。

“4 万亿”刺激计划

- 2008 年全球金融危机后，中国推行了包括四万亿财政刺激计划在内的一系列积极财政政策。在这四万亿中，需要地方政府配套的部分为 2.82 万亿元。
(<http://www.nifd.cn/interview/Details/3313>)
- 从 2008 年末到 2010 年末，全国地方融资平台数量从近 3000 家增加到 6500 余家。
- 根据国家审计署 2011 年的公告，2010 年末地方融资平台债务中，政府负有偿还责任的部分约为 3.14 万亿元。
- 截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额达到 10.7 万亿元，其中地方融资平台贷款总量超过 10 万亿元。(https://www.cnr.cn/kby/tf/201108/t20110819_508390580.html)

Cong, Gao, Ponticelli, and Yang (2019)

- 刺激期间（2009-2010），国有企业的信贷增长比民营企业高 38%。
- 初始资本生产率（APK）每增加一个标准差，企业获得的银行贷款增长反而降低 6%。

2.3 财政压力与融资需求 - 总结

- 地方政府面临的财政压力和巨大的融资需求是其深度介入金融体系的根本原因。
- 这种压力和需求源于：
 - 分税制改革导致的财权与事权不匹配。
 - 快速城镇化和大规模基础设施建设的资金需求。
 - 土地财政模式的内在局限性和不可持续性。
 - 应对经济周期波动、执行国家宏观调控政策的需要。
- 正是这些持续存在的财政压力和融资需求，驱动着地方政府不断探索新的融资渠道，并与银行、影子银行、资本市场等金融体系的各个层面发生复杂而深刻的互动。

晋升激励与增长模式

2.4 晋升激励与增长模式 - “晋升锦标赛”理论

- 核心观点:

- 在中国的政治体制下，地方官员的仕途升迁与其在任期内所辖区域的经济表现（特别是 GDP 增长率）密切相关，形成了一种类似“锦标赛”的竞争机制 (Li and Zhou 2005; Xu 2011; Song 2024)。
- 表现优异的地方官员更有可能获得提拔，调任到更重要的岗位或更高级别的地区。

- 激励效应:

- 这种以经济增长为核心的政绩考核体系，为地方官员提供了强大的激励，促使其将工作重心放在推动地方经济发展上。
- 官员们会积极采取各种措施，如招商引资、推动项目上马、争取政策资源等，以期在区域竞争中胜出。

- 信息不对称与信号传递:

- GDP 增长率等经济指标相对容易量化和比较，成为上级政府评估地方官员能力和努力程度的重要信号。
- Xu (2011, Section 3) 讨论了在信息不对称的情况下，区域竞争如何作为一种筛选和激励机制发挥作用。

- “为增长而竞争” (Competition for Growth):

- 地方政府之间为了在“晋升锦标赛”中取得优势，会围绕增长目标展开激烈竞争，这包括对资本、人才、项目等发展要素的争夺。
- 这种竞争在一定程度上促进了地方经济的活力和增长速度。

2.4 晋升激励与增长模式 - 投资驱动的增长模式

- GDP 增长的路径依赖：

- 在以 GDP 增长为主要考核指标的激励下，地方政府倾向于采取能够快速、显著提升 GDP 的发展策略。
- 固定资产投资，特别是大规模的基础设施建设和工业项目投资，因其能直接、快速地拉动 GDP 增长，成为地方政府的普遍选择 (Chen and Zha 2024)。

- 投资对金融体系的依赖：

- 投资驱动的增长模式高度依赖金融体系提供充足的资金支持。
- 地方政府会积极寻求银行贷款、发行债券（如城投债）、利用影子银行等多种融资渠道，为投资项目筹集资金 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 这导致地方政府与金融机构之间形成紧密的共生关系。

- “基建狂魔”的形成：

- 中国在基础设施建设方面取得了举世瞩目的成就，这与地方政府在晋升激励下的持续大规模投资密切相关。
- Song (2024) 的研究指出，在地方政府债务约束较松的时期，强烈的职业激励会显著推高地方政府的基础设施投资水平。

- 增长模式的惯性：

- 长期以来形成的投资驱动增长模式具有较强的路径依赖和惯性。
- 即使面临经济结构调整和增长方式转变的压力，地方政府短期内仍难以摆脱对投资拉动的依赖。

2.4 晋升激励与增长模式 - 短期行为与潜在风险

- 官员任期与短期化行为：

- 地方官员的任期通常为 3-5 年，为了在有限的任期内做出“政绩”以获得晋升，他们可能更倾向于推动那些能够在短期内见效、快速拉动 GDP 的项目 (Song 2024)。
- 这可能导致对项目的长期效益、风险以及可持续性的考虑不足。

- 过度投资与重复建设：

- 在“晋升锦标赛”的压力下，不同地区的地方政府可能不顾本地的比较优势和资源禀赋，盲目上马热门产业或进行重复建设，导致资源浪费和产能过剩 (Xu 2011, Section 6)。

- 债务风险的累积：

- 为了追求短期增长，地方政府可能过度依赖举债投资，导致地方政府债务规模迅速膨胀，累积了较大的财政金融风险 (Song and Xiong 2018)。
- Song (2024) 的模型显示，当债务约束放松时，职业激励可能导致地方政府过度杠杆化。

- 对私人投资的挤出：

- 地方政府主导的大规模投资可能会挤占金融资源，抬高融资成本，从而对私人部门的投资产生挤出效应 (Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
- 这不利于经济的长期活力和创新能力的提升。

- 忽视民生与环境问题：

- 在以 GDP 为核心的考核体系下，地方政府可能相对忽视环境保护、公共服务改善、社会保障等难以直接量化为 GDP 的民生福祉领域 (Xu 2011, Section 6.4)。

2.4 晋升激励与增长模式 - “满大人增长模式”(Song 和 Xiong, 2024) 的动态演化

- **Song 和 Xiong (2024) 的核心观点:**

- 地方官员的职业激励 (career incentives) 和财政纪律 (financial discipline) 是理解中国增长模式的关键。
- 强激励 + 强纪律 (2008 年前): 地方政府在严格的债务约束下, 职业激励能够有效促进基础设施投资和经济增长。
- 强激励 + 弱纪律 (2008 年后, 特别是刺激计划期间): 债务约束放松后, 原有的职业激励可能导致过度投资、过度杠杆和对私人投资的挤出, 反而不利于长期增长。

- **政绩考核标准的变化:**

- 随着中国经济发展阶段的变化和面临问题的不同, 中央政府对地方官员的政绩考核标准也在逐步调整。
- 近年来, 除了 GDP 增长外, 环境保护、风险防范、民生改善等指标在考核中的权重有所提升 (Xu 2011, Section 6.4 提及了绿色 GDP 的尝试)。
- 这种考核标准的变化会直接影响地方官员的行为模式和地方经济的增长路径。

- **中央与地方的博弈调整:**

- 中央政府试图通过加强金融监管、规范地方政府举债行为等方式来硬化预算约束, 防范风险。
- 地方政府则可能采取新的策略来应对中央的政策调整, 例如通过更隐蔽的方式进行融资。
- 这种动态博弈使得地方政府与金融体系的互动模式不断演化。

2.4 晋升激励与增长模式 - 总结

- 地方官员的晋升激励是中国经济增长模式和地方政府行为的核心驱动力之一。
- 以 GDP 增长为主要导向的“晋升锦标赛”促使地方政府大力推动投资，特别是基础设施建设，这需要金融体系提供大规模的资金支持。
- 这种模式在推动经济快速增长的同时，也可能导致短期行为、过度投资、债务累积和资源错配等问题。
- “满大人增长模式”的有效性高度依赖于地方政府所面临的财政纪律和债务约束。
- 理解晋升激励机制及其与金融体系的互动，对于分析中国经济的增长动力、结构性问题和潜在风险至关重要。

2.5 隐性担保与软预算约束

2.5 隐性担保与软预算约束 - 概念界定

- **隐性担保 (Implicit Guarantee):**

- 指并非由法律或合同明确规定，但市场参与者普遍预期政府会在特定机构或债务工具面临困境时提供救助的一种信念 (Song and Xiong 2018; He and Wei 2023)。
- 在中国，地方政府融资平台 (LGFVs) 发行的债券（城投债）和部分国有企业的债务通常被认为享有地方政府乃至中央政府的隐性担保。
- 这种担保预期会显著降低相关主体的融资成本，并影响其风险承担行为。

- **软预算约束 (Soft Budget Constraint, SBC):**

- 由匈牙利经济学家科尔奈 (Kornai 1979, 1980) 提出，最初用于描述社会主义计划经济中企业面临的状况。
- 指经济组织（通常是国有企业或地方政府控制的实体）在面临财务困境或亏损时，不会真正面临破产清算的威胁，而是能够持续获得外部救助（如财政补贴、银行续贷）以维持生存。
- 核心特征是救助的预期导致了预算约束的“软化”。
- Allen, Qian, and Gu (2017) 讨论了软预算约束在中国国有企业和银行体系中的体现。

2.5 隐性担保与软预算约束 - 在中国的具体体现

- 地方政府融资平台 (LGFVs):

- LGFVs 是地方政府进行基础设施建设和城市开发的主要融资工具，其发行的城投债和获得的银行贷款普遍被市场视为有地方政府的“背书”(Chen, He, and Liu 2020)。
- 尽管法律上 LGFV 是独立法人，但其与地方政府的紧密联系（如人事任命、资产注入、项目承接）强化了市场的隐性担保预期。
- He and Wei (2023) 在讨论影子银行时，强调了 LGFV 债务的隐性担保特征。

- 国有企业 (SOEs):

- 特别是中央国有企业和地方重要国有企业，在面临经营困难时，往往能够获得政府的财政支持或银行的信贷展期，体现了软预算约束的特征 (Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 这种支持部分源于国有企业承担的社会责任（如保障就业）和其在国家战略中的地位。

- 金融机构:

- 历史上，中国的国有银行在面临大量不良贷款时也曾获得过政府的注资和不良资产剥离等救助，体现了金融体系内的软预算约束 (Song and Xiong 2018)。
- 近年来，部分中小银行出现风险时，地方政府和监管机构也积极介入处置，以维护金融稳定。

- “刚性兑付”文化:

- 在信托产品、部分银行理财产品等领域，长期存在“刚性兑付”的潜规则，即发行机构或相关方会尽力确保投资者本金和预期收益的兑付，即使基础资产出现风险 (He and Wei 2023)。
- 这种文化进一步强化了市场对某些金融产品的隐性担保预期。

2.5 隐性担保与软预算约束 - 产生原因

- 政府在经济中的强势地位:

- 中国的政府（特别是地方政府）在资源配置、项目审批、市场准入等方面拥有较大权力，使其有能力也有意愿对特定经济主体提供支持 (Xu 2011)。

- 维护社会稳定的需要:

- 大规模的企业破产或金融机构倒闭可能引发失业、社会恐慌等问题，威胁社会稳定。政府出于维稳的考虑，倾向于对出现问题的关键主体进行救助。
- Song and Xiong (2018) 指出，中国政府有能力协调债权人以避免无序破产。

- 官员的激励机制:

- 地方官员的晋升与其辖区内的经济增长和社会稳定密切相关。为了避免在其任期内出现大规模的企业倒闭或金融风险事件影响政绩，官员有动机提供隐性担保和救助 (Song 2024)。

- 信息不对称与声誉机制:

- 金融机构在向 LGFVs 或 SOEs 提供融资时，可能难以完全评估其真实风险，而政府的隐性担保在一定程度上替代了市场化的信用评估。
- 地方政府也需要维护其自身的融资声誉，以确保未来能够持续获得资金支持。

- 法律与制度的不完善:

- 破产制度执行不力、市场化退出机制不健全，使得出现问题的企业难以通过市场化方式出清，增加了政府救助的必要性。
- Xu (2011, Section 6.1) 讨论了中国法律和监管体系的薄弱环节。

2.5 隐性担保与软预算约束 - 主要后果与影响

- 资源错配与效率损失：

- 资金等资源过度流向享有隐性担保和软预算约束的低效国有企业或 LGFV 项目，而效率更高的民营企业则可能面临融资歧视和挤出 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
- 这导致整体经济的资本配置效率下降，抑制全要素生产率的提升。

- 道德风险与过度冒险：

- 融资方：预期到政府会兜底，LGFVs 和部分 SOEs 可能过度举债，投资于高风险、低回报的项目。
- 资金方：金融机构可能因为预期政府担保而放松风险审查和贷后管理。
- 投资者：对“刚性兑付”的预期可能导致投资者忽视风险，追逐高收益产品。

- 地方政府债务累积：

- 软预算约束是地方政府债务（特别是隐性债务）持续膨胀的重要制度根源 (Song and Xiong 2018)。

- 金融风险的集聚与传染：

- 隐性担保使得风险被掩盖和推迟，但并未真正消除，反而可能导致风险在金融体系内不断累积和扩散。
- 一旦某个环节出现问题，可能通过复杂的关联网络引发系统性金融风险。

- 市场化改革的阻碍：

- 隐性担保和软预算约束的存在，扭曲了市场竞争机制和价格信号，阻碍了市场化改革的深化。
- 打破刚性兑付、硬化预算约束是金融市场化改革的关键环节，但面临较大阻力。

2.5 隐性担保与软预算约束 - 政策应对与挑战

- 中央政府的政策导向：

- 近年来，中央政府明确提出要打破刚性兑付，硬化预算约束，规范地方政府举债行为，防范化解系统性金融风险。
- 强调“谁家的孩子谁抱走”，明确地方政府对其债务负最终责任。

- 面临的挑战：

- 路径依赖：长期形成的隐性担保和软预算约束文化根深蒂固，改变市场预期需要时间和决心。
- “稳增长”与“防风险”的平衡：在经济下行压力下，打破刚性兑付可能引发连锁反应，对经济增长和金融稳定造成短期冲击，考验政策定力。
- 利益阻挠：相关改革触动了地方政府、国有企业和部分金融机构的既有利益，可能面临较大阻力。
- 制度配套：有效硬化预算约束需要完善的法律制度（如破产法）、市场化的信用评级体系和健全的社会保障体系作为支撑。

- 改革的渐进性与复杂性：

- 中国在处理隐性担保和软预算约束问题上，往往采取渐进式的改革策略，避免“休克疗法”可能带来的剧烈震荡。
- 这是一个长期而复杂的过程，需要在改革、发展和稳定之间取得平衡。

3 地方政府干预金融体系的行为与机制

3. 银行信贷配置

- 对银行信贷的直接与间接影响：

- 人事任免：地方政府对地方性商业银行（如城商行、农商行）的高管任命具有一定影响力，从而间接影响其信贷决策 (Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 信贷窗口指导：地方政府可能通过非正式渠道向银行施加压力，引导信贷资源流向其支持的行业或项目，特别是 LGFVs 和地方国企 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019)。
- 财政存款：地方政府可以将财政存款存放在特定银行，作为换取银行信贷支持的筹码。

- 地方政府融资平台 (LGFVs) 作为主要借款人：

- LGFVs 大量从银行获取贷款，用于基础设施建设和城市开发。这些贷款通常规模大、期限长，并依赖地方政府的隐性担保 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 2009 年经济刺激计划后，LGFV 的银行贷款急剧增加 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。

- 信贷扩张与风险：

- 地方政府主导的信贷扩张在推动经济增长的同时，也导致银行体系风险的累积，如不良贷款率上升的潜在压力 (Song and Xiong 2018)。
- 对 LGFVs 和房地产行业的过度信贷集中也构成了系统性风险隐患。

- 政策性银行的角色：

- 国家开发银行 (CDB) 等政策性银行在支持地方政府主导的重点项目和基础设施建设方面发挥了重要作用，其贷款往往具有更长的期限和更低的利率 (Gao, Ru, and Tang 2021)。
- Gao, Ru, and Tang (2021) 的研究表明，地方政府在面临偿债压力时，倾向于优先偿还政策性银行的贷款，以维持良好的政金关系，体现了选择性违约行为。

3.1 影子银行与地方政府融资

3.1 影子银行与地方政府融资 - 影子银行的兴起背景

● 传统银行信贷的监管约束：

- 贷款规模控制与投向限制：商业银行受到贷款额度、特定行业（如房地产、部分产能过剩行业）投向限制等严格监管 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 资本充足率与存贷比要求：巴塞尔协议等监管要求对银行的资本充足率和存贷比（2015 年前）有硬性规定，限制了其信贷扩张能力。
- 利率管制：尽管利率市场化逐步推进，但在一定时期内存贷款利率仍存在管制，影响银行的自主定价和风险管理能力。

● 地方政府的巨大且持续的融资需求：

- 如前所述，分税制改革、城镇化、基础设施建设以及逆周期调节等因素导致地方政府及其融资平台 (LGFVs) 存在巨大的融资需求 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019)。
- 当传统银行信贷渠道无法满足其融资需求时，地方政府便有动力寻求表外或非传统融资渠道。

● 金融创新与监管套利：

- 金融机构（包括银行、信托公司、证券公司、基金公司等）为了规避监管、扩大业务规模、追求更高利润，积极进行金融产品和业务模式创新 (He and Wei 2023)。
- 影子银行业务往往利用了监管真空或不同监管标准之间的套利空间。

● 投资者的需求：

- 在存款利率偏低、优质投资渠道缺乏的背景下，居民和企业对收益率相对较高、且被认为有隐性担保的影子银行产品（如银行理财、信托计划）有较强需求。

3.1 影子银行与地方政府融资 - 主要渠道与产品

- **信托贷款 (Trust Loans):**

- 信托公司设立信托计划，向投资者募集资金，然后以贷款形式投放给融资方（包括大量 LGFVs 和房地产企业）(He and Wei 2023; Allen, Qian, and Gu 2017)。
- 银行理财资金是信托计划的重要资金来源之一，形成了“银行-信托”合作模式。

- **委托贷款 (Entrusted Loans):**

- 由委托企业或机构提供资金，商业银行作为中介根据委托人的指令向指定借款人发放贷款，银行不承担信用风险，只收取手续费 (He and Wei 2023)。
- 部分 LGFVs 或地方国企也通过委托贷款形式向其他相关企业提供融资。

- **银行理财产品 (Wealth Management Products, WMPs):**

- 商业银行向客户发行的理财产品，募集资金后投向债券、非标准化债权资产（“非标资产”，如信托受益权、资管计划等）等 (Chen, He, and Liu 2020)。
- WMPs 成为银行规避存贷比限制、实现表外放贷的重要工具，其资金大量投向了 LGFVs 和房地产领域。

- **证券公司与基金子公司资管计划:**

- 证券公司、基金管理公司及其子公司设立的资产管理计划，也参与到为 LGFVs 和房地产企业提供融资的业务中，通常通过通道业务形式。

- **其他表外融资工具:**

- 如未贴现的银行承兑汇票、融资租赁、保理等，也在一定程度上为地方政府相关项目提供了融资。

3.1 影子银行与地方政府融资 - 2009 年经济刺激计划后的加速发展

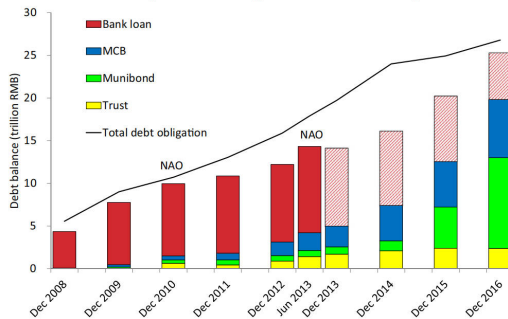
- **Chen, He, and Liu (2020) 的核心发现:**

- 2009 年的 4 万亿经济刺激计划导致地方政府通过银行贷款进行了大规模的基础设施投资。
- 这些银行贷款通常期限为 3-5 年，在 2012 年后陆续到期，地方政府面临巨大的还款和再融资压力。
- 同时，刺激计划期间上马的许多大型基建项目也需要后续资金投入才能完成。

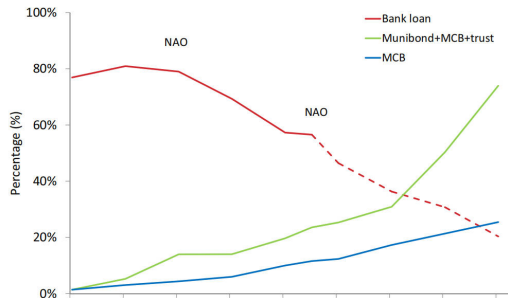
- **“刺激贷款宿醉效应” (Stimulus Loan Hangover Effect):**

- 在传统银行信贷在刺激计划后有所收紧的背景下，地方政府及其 LGFVs 大规模转向影子银行体系寻求融资，以应对到期债务的偿还和后续项目的资金需求。
- 这导致了 2012 年之后中国影子银行业务（特别是与 LGFVs 相关的信托贷款和城投债）的爆发式增长。
- Chen, He, and Liu (2020) 的实证研究表明，2009 年获得更多刺激性银行贷款的省份，在 2012-2015 年间发行了更多的城投债，并且有更多的信托贷款活动。

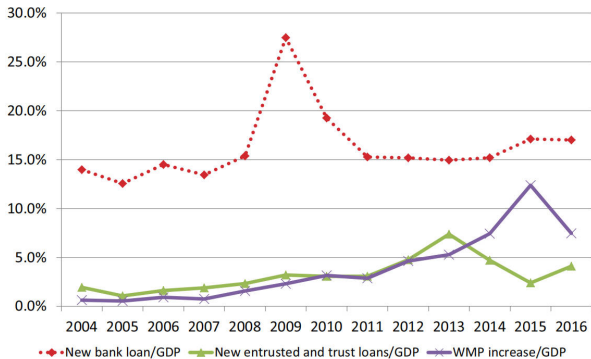
Panel A: Composition of local government debt balance, level



Panel B: Composition of local government debt balance, %



Panel A: New entrusted/trust loans and increase in WMP



Panel B: Local government nonbank debt over shadow banking



- Chen, He, and Liu (2020) 的 Figure 2 展示了地方政府债务构成的变化，银行贷款占比下降，而城投债和信托等非银行融资占比显著上升。
- Figure 6 (Panel A) 显示了信托贷款和银行理财产品在 2012 年后的快速增长。

3.1 影子银行与地方政府融资 - 风险与监管挑战

● 风险的隐蔽性与复杂性:

- 影子银行业务通常结构复杂, 涉及多层嵌套和通道业务, 使得风险难以识别和穿透监管 (Song and Xiong 2018)。
- 资金的最终投向和真实风险状况不透明。

● 期限错配与流动性风险:

- 许多影子银行产品 (如短期银行理财) 对接的是长期限的地方政府基础设施项目, 存在严重的期限错配问题。
- 一旦出现流动性紧张, 可能引发兑付风险。

● 信用风险与隐性担保:

- 尽管名义上许多影子银行产品不承诺保本保息, 但市场普遍存在地方政府对相关 LGFV 债务的隐性担保预期, 即“刚性兑付”(He and Wei 2023)。
- 这种预期可能导致风险定价不足和道德风险。

● 与传统银行体系的关联风险:

- 银行通过发行理财产品、提供通道服务等方式深度参与影子银行业务, 使得影子银行的风险可能向传统银行体系传染 (Allen, Qian, and Gu 2017)。

● 监管应对与挑战:

- 加强监管协调: 针对影子银行涉及多个监管部门 (“一行两会”及地方金融办) 的特点, 需要加强监管协调, 消除监管真空和套利空间。
- 规范业务发展: 出台一系列政策文件, 如资管新规, 旨在统一监管标准, 限制通道业务, 打破刚性兑付, 引导影子银行业务回归本源。
- 化解存量风险: 对于已经形成的存量影子银行风险, 需要稳妥有序地进行化解, 避免引发系统性风险。
- 平衡创新与风险: 监管需要在鼓励金融创新、满足合理融资需求与防范金融风险之间取得平衡。

3.1 影子银行与地方政府融资 - 总结

- 影子银行是中国金融体系的重要组成部分，其发展与地方政府的融资需求和行为模式密切相关。
- 在传统银行信贷受限的背景下，影子银行为地方政府（特别是 LGFVs）提供了重要的表外融资渠道，支持了基础设施建设和经济发展。
- 2009 年经济刺激计划及其后续的“宿醉效应”是近年来中国影子银行快速发展的重要催化剂。
- 影子银行的快速发展也带来了风险的累积和监管的挑战，需要通过深化改革和加强监管来加以规范和化解。
- 理解影子银行与地方政府融资的互动机制，对于把握中国金融风险的演变和政策走向至关重要。

3. 资本市场参与

- 推动地方企业 IPO:

- 地方政府有激励推动辖区内有潜力的企业（包括国有和民营）在股票市场上市融资，以提升地方经济实力和财政收入，并作为政绩的体现 (Allen, Qian, and Gu 2017)。
- IPO 过程可能受到地方政府的干预和支持，例如在审批、土地、税收等方面提供便利。

- 对上市公司的影响:

- 股权质押: 地方政府或其控制的 LGFVs 可能将其持有的上市公司股权进行质押融资，当股价下跌时可能面临平仓风险，进而影响上市公司稳定 (He and Wei 2023)。
- 地方纾困基金: 在资本市场下行或特定上市公司面临流动性困难时，地方政府可能设立纾困基金进行救助，以维护地方金融稳定和就业。
- 壳资源与并购重组: 地方政府可能利用其控制的上市公司壳资源进行并购重组，服务于地方产业结构调整 and 国企改革等目标。

- 债券市场融资 (城投债):

- LGFVs 作为地方政府的主要融资工具，在银行间市场和交易所市场大量发行城投债 (Municipal Corporate Bonds, MCBs) (Chen, He, and Liu 2020)。
- 城投债的发行是地方政府绕开《预算法》限制、进行基础设施建设融资的重要手段。
- 城投债市场的发展与地方政府的隐性担保和影子银行的资金支持密切相关 (He and Wei 2023)。

- 市场效率与政府干预的权衡:

- Brunnermeier, Sockin, and Xiong (2022) 提出的“中国金融管理模式”认为，政府干预旨在维护金融稳定，但可能以牺牲市场效率为代价。
- 地方政府对资本市场的干预行为，虽然短期内可能有助于实现特定政策目标，但长期来看可能扭曲市场机制，影响资源配置效率。

地方政府与金融体系互动的后果与影响

4. 积极影响

● 支持基础设施建设：

- 地方政府通过银行贷款、发行债券（尤其是城投债）以及利用影子银行等渠道，为大规模的基础设施建设（如交通、能源、水利、城市公共设施）提供了关键的资金支持 (Song 2024; Chen, He, and Liu 2020)。
- 完善的基础设施是中国过去几十年经济高速增长的重要物质基础。

● 推动经济增长与城镇化：

- 地方政府主导的投资行为，特别是在基础设施和相关产业领域的投资，直接拉动了 GDP 增长，并加速了中国的城镇化进程 (Chen and Zha 2024)。
- 金融体系为这些投资活动提供了必要的融资保障。

● 应对经济下行压力与危机：

- 在面临外部冲击或经济下行压力时（如 2008 年全球金融危机），地方政府能够迅速动员金融资源，通过扩大投资来稳定经济增长、保障就业 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- 2009 年的 4 万亿经济刺激计划中，地方政府及其融资平台是主要的执行者和融资者。

● 促进区域经济发展与产业升级：

- 地方政府利用金融杠杆，引导资金投向重点扶持的产业和区域，有助于推动地方产业结构升级和区域经济协调发展 (Song 2024)。
- 部分地方政府通过设立产业引导基金等方式，支持战略性新兴产业的发展。

● 金融体系的深化与多元化：

- 地方政府的巨大融资需求在一定程度上也刺激了中国金融体系的创新和发展，例如城投债市场的壮大、信托和银行理财等影子银行业务的兴起 (He and Wei 2023)。
- 这在客观上促进了融资渠道的多元化。

4. 消极影响与风险 - 地方政府债务风险

● 债务规模迅速膨胀：

- 特别是 2008 年金融危机后，地方政府通过 LGFVs 大量举债，导致地方政府债务（包括显性债务和隐性债务）规模急剧上升 (Bai, Hsieh, and Song 2016; Song and Xiong 2018)。
- Huang, Pagano, and Panizza (2020) 的研究显示，2006-2013 年间中国地方政府债务几乎翻了两番。

● 债务结构问题：

- 隐性债务占比较高，透明度不足，难以准确评估风险 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 部分债务融资成本较高（如通过影子银行渠道），期限错配问题突出。

● 偿债压力与可持续性：

- 随着债务到期高峰的到来和经济增速放缓，部分地方政府面临较大的偿债压力。
- 土地出让收入的波动性加剧了地方财政和偿债能力的不确定性 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023)。
- 地方政府债务的可持续性受到广泛关注。

● 潜在的违约风险：

- 虽然大规模、系统性的地方政府债务违约尚未发生，但个别 LGFV 的技术性违约或展期事件已时有发生。
- Gao, Ru, and Tang (2021) 的研究揭示了地方政府在面临偿债困难时可能采取选择性违约的策略，优先偿还政治影响力较大的债权人（如政策性银行）。

4. 消极影响与风险 - 金融风险累积

- 银行体系风险：

- 银行是地方政府债务（特别是 LGFV 贷款）的主要持有者，地方政府偿债能力的恶化将直接冲击银行资产质量，增加不良贷款风险 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019)。
- 银行通过理财产品等形式参与影子银行业务，也间接承担了地方政府融资的相关风险 (Chen, He, and Liu 2020)。

- 影子银行风险：

- 影子银行体系（信托、资管计划等）为地方政府提供了大量融资，但其运作不透明、杠杆高、期限错配严重，蕴含较大风险 (He and Wei 2023; Song and Xiong 2018)。
- 影子银行与传统银行体系的复杂关联可能导致风险传染。

- 债券市场风险：

- 城投债市场规模庞大，一旦出现集中违约，可能引发市场恐慌和流动性危机 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 地方政府隐性担保的逐步退出可能导致城投债信用利差重估。

- 房地产市场风险的传导：

- 地方政府高度依赖土地出让收入，房地产市场的下行将直接影响地方财政和偿债能力，进而传导至金融体系 (Liu and Xiong 2020, in He and Wei 2023)。
- 银行对房地产开发贷款和个人住房贷款的风险敞口也较大。

- 系统性金融风险：

- 地方政府债务风险、房地产风险、影子银行风险等相互交织、相互放大，可能对整个金融体系的稳定构成威胁 (Song and Xiong 2018)。

4. 消极影响与风险 - 资源错配与效率损失

● 信贷资源错配:

- 在地方政府干预下，信贷资源可能过度流向效率较低的国有企业、LGFVs 或政府支持的特定产业，而生产效率更高的民营企业则可能面临融资困难 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
- Cong, Gao, Ponticelli, and Yang (2019) 的研究发现，2009-2010 年的经济刺激计划导致信贷资源不成比例地流向国有企业和资本回报率较低的企业。

● 对私人投资的挤出效应 (Crowding-out Effect):

- Huang, Pagano, and Panizza (2020) 的实证研究表明，地方政府债务的增加会通过收紧融资约束来挤出私人部门的投资。
- 这种挤出效应在财政依赖度较高、金融市场欠发达的地区更为明显。

● 投资效率低下:

- 地方政府主导的投资项目可能更注重规模和短期增长效应，而忽视投资回报率和长期经济效益，导致投资效率低下 (Song 2024; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- 软预算约束和缺乏市场化退出机制使得低效项目得以持续存在。

● 全要素生产率 (TFP) 增长放缓:

- 资源错配和投资效率低下最终会拖累整体经济的全要素生产率增长 (Chen and Zha 2024)。
- Bai, Hsieh, and Song (2016) 指出，2008 年后的财政扩张可能导致总要素生产率和 GDP 增长率的永久性下降。

● “国进民退”现象:

- 在某些时期或特定领域，由于政府对国有部门的过度支持和对民营部门的挤压，可能出现“国进民退”的现象，不利于市场活力和创新。

案例分析与实证研究发现

5. 2009 年经济刺激计划的影响

- **背景：**为应对 2008 年全球金融危机，中国政府推出了 4 万亿人民币的经济刺激计划，主要由地方政府通过 LGFVs 举债实施基础设施建设 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
- **信贷分配的扭曲：**
 - Cong, Gao, Ponticelli, and Yang (2019) 的研究发现，刺激计划期间，银行信贷不成比例地流向了国有企业 (SOEs) 和平均资本回报率较低的企业，逆转了 2008 年前资本向私营企业和高效率企业配置的趋势。
 - 这种信贷错配主要由隐性政府担保驱动，在经济衰退期间，对国有背景企业的担保变得更为重要。
- **地方政府债务急剧膨胀：**
 - Bai, Hsieh, and Song (2016) 指出，刺激计划主要通过地方政府的表外融资 (LGFV 借款) 来实施，导致地方政府隐性债务大幅增加。
 - 刺激计划结束后，这些表外融资活动持续增长，地方政府利用其新的融资能力为受青睐的私营企业提供支持，可能加剧了资本配置的低效。
- **影子银行的兴起：**
 - Chen, He, and Liu (2020) 认为，2009 年刺激贷款的“宿醉效应”是 2012 年后中国影子银行快速发展的重要催化剂。地方政府在面临刺激时期银行贷款到期偿还压力时，转向影子银行进行再融资和为后续项目融资。
 - 他们发现，2009 年获得更多刺激性银行贷款的省份，在 2012-2015 年间发行了更多的城投债，并有更多的影子银行业务（如信托贷款）。
- **长期影响：**
 - Bai, Hsieh, and Song (2016) 认为，刺激计划导致的资本错配可能对中国总要素生产率和 GDP 增长率造成永久性的负面影响。
 - 地方政府债务的持续累积也成为中国经济的重大风险隐患 (Song and Xiong 2018)。

5. 地方官员激励与经济行为

● “满大人增长模式” (Mandarin Model of Growth):

- Song (2024) 提出了这一模型，核心观点是中央政府通过经济绩效评估来引导地方官员的职业发展，当地方政府面临严格的债务约束时，这种激励可以促进增长。
- 然而，当债务约束放松时（如 2008 年后），这种激励可能导致短期行为、过度杠杆和对私人投资的挤出。
- 该研究通过反事实分析发现，职业激励对中国 2008 年前的高速增长贡献了约一半；但在 2008 年后，更严格的地方政府债务控制对持续增长更为关键。

● 晋升激励与投资:

- Li and Zhou (2005) 的经典研究表明，地方官员的晋升与其辖区内的经济增长率显著正相关，验证了“晋升锦标赛”理论。
- 这种激励促使地方官员大力推动投资，特别是固定资产投资，以追求更高的 GDP 增长。

● 政治关联与信贷获取:

- Fisman (2001) 的研究（虽然不是针对中国）开创性地量化了政治关联的价值。在中国背景下，大量研究表明政治关联有助于企业（特别是民营企业）获取银行信贷等稀缺资源。
- Gao, Ru, and Tang (2021) 的研究发现，地方政府在面临偿债压力时，会选择性地优先偿还与高层政治权力联系更紧密的银行（如国家开发银行）的债务，以维护其晋升前景。

● 官员任期与行为周期:

- 一些研究探讨了地方官员任期对其经济行为的影响，例如在任期末期可能更倾向于推动短期内能见效的项目，或者进行更多的财政支出。
- Chen, He, and Liu (2020) 在其研究中，使用地方官员的任期阶段作为工具变量来识别 2009 年刺激贷款的跨省异质性。

5. 地方政府债务与私人投资的挤出效应

- **核心发现：** Huang, Pagano, and Panizza (2020) 的研究为地方政府债务对私人投资的挤出效应提供了强有力的实证证据。
 - 研究时段为 2006-2013 年，发现在地方政府债务越高的城市，私人制造业企业的投资越低。
 - 这种挤出效应主要通过收紧企业的融资约束来实现。
- **机制探讨：**
 - **信贷配给：** 地方政府及其融资平台凭借其隐性担保和政治影响力，在银行信贷市场上获得了优先权，挤占了可用于私人部门的信贷资源。
 - **利率上升：** 尽管中国存在利率管制，但地方政府的大量融资需求可能推高了影子银行等市场化融资渠道的利率，增加了私人企业的融资成本。Song (2024) 的模型也显示了地方政府债务增加推高均衡利率的机制。
- **异质性分析：**
 - 挤出效应对那些更依赖外部融资、地理位置上更难从邻近城市获取信贷的私营企业更为显著 (Huang, Pagano, and Panizza 2020)。
 - 国有企业则基本不受地方政府债务扩张的负面影响，甚至可能从中受益。
- **对资本配置效率的影响：**
 - 由于私人企业通常比国有企业或地方政府投资项目具有更高的生产效率和资本回报率，地方政府债务对私人投资的挤出效应意味着整体经济的资本配置效率下降 (Cong, Gao, Ponticelli, and Yang 2019; Bai, Hsieh, and Song 2016)。
 - 这与 Brunnermeier, Sockin, and Xiong (2022) 提出的政府干预在稳定与效率之间的权衡相一致。

5. 金融管理模式与政府干预

● Brunnermeier, Sockin, and Xiong (2022) 的理论框架:

- 提出中国金融管理模式的核心特征是政府在金融市场中的常规性和密集性干预，这与西方国家通常在危机时期才进行大规模干预形成对比。
- 政府干预的目标通常是维护金融稳定，但其代价可能是牺牲市场效率和价格发现功能。
- 模型显示，在特定条件下，政府的最优政策可能导致一个“政府中心型均衡”(government-centric equilibrium)，即所有投资者都选择获取关于政府政策噪声的私人信息，而不是关于基本面的信息。

● 干预的权衡：稳定 vs. 效率

- 金融稳定优先：地方政府的干预（如对 LGFV 的隐性担保、对困难企业的救助）有助于在短期内维持金融稳定和就业，避免大规模违约和社会动荡。
- 效率损失：但这种干预扭曲了市场定价，保护了低效企业，阻碍了市场出清，长期来看会降低资源配置效率和经济增长潜力 (Song and Xiong 2018)。

● 信息不对称与政策噪声:

- 政府的频繁干预和政策的不确定性（政策噪声）本身成为市场参与者需要分析和预测的重要因素。
- 当政策噪声过大时，市场参与者可能更关注“解读政策”而非“分析基本面”，导致价格信号失真 (Brunnermeier, Sockin, and Xiong 2022)。

● 与地方政府行为的关联:

- 地方政府作为中央政府政策的执行者和地方经济的管理者，其行为本身就是政府干预的重要组成部分。
- 地方政府对金融资源的争夺和使用，以及其对 LGFV 的隐性担保，都是这种“政府中心型”金融管理模式在地方层面的体现。

政策应对、挑战与未来展望

6. 中央政府的监管政策与改革尝试

- 规范地方政府融资行为：

- 新《预算法》(2015 年实施)：赋予省级政府发行地方政府债券的权力，旨在“开明渠、堵暗道”，将地方政府融资纳入预算管理 (Chen, He, and Liu 2020)。
- 清理规范 LGFVs：多次发文要求甄别 LGFV 债务，剥离其政府融资职能，推动其市场化转型。但实际效果有限，LGFV 依然是地方政府重要的融资和投资主体。
- 隐性债务管控：近年来，中央加强了对地方政府隐性债务的监管和问责，严禁新增隐性债务，并推动存量隐性债务的化解。

- 防范化解金融风险：

- 加强对影子银行的监管：出台一系列监管措施，规范信托、银行理财、资管产品等业务，压缩监管套利空间 (He and Wei 2023)。
- 打破刚性兑付：逐步允许部分金融产品违约，以硬化市场约束，但过程较为缓慢和谨慎 (Song and Xiong 2018)。
- 宏观审慎评估体系 (MPA)：将表外理财等纳入 MPA 考核，加强对银行体系的整体风险管理。

- 推动金融市场化改革：

- 利率市场化：基本放开存贷款利率管制，但银行的实际利率定价仍受窗口指导等因素影响。
- 汇率形成机制改革：增强人民币汇率弹性，但资本账户尚未完全开放。
- 发展多层次资本市场：鼓励直接融资发展，但股票和债券市场在社融中占比仍有待提高。

- 转变地方政府职能与政绩考核：

- 逐步淡化 GDP 增长在官员考核中的权重，引入更多关于环境保护、民生改善、风险防范等方面的考核指标。
- 但地方政府的增长冲动和投资惯性依然存在 (Song 2024)。

6. 当前面临的主要挑战

- 地方政府债务化解压力巨大：

- 存量隐性债务规模庞大，化解难度高，部分地区偿债压力突出。
- 在经济下行和土地财政收入减少的背景下，债务风险更易暴露。

- 金融风险防范任重道远：

- 银行体系对地方政府和房地产行业的风险敞口较大。
- 影子银行风险虽然得到一定程度控制，但存量风险化解和新形式风险的出现仍需警惕。
- 中小金融机构风险相对较高。

- 经济转型与增长动能切换困难：

- 从投资驱动向创新和消费驱动的增长模式转型面临诸多体制机制障碍 (Chen and Zha 2024)。
- 地方政府习惯于依赖投资拉动增长，转变发展观念和行为模式需要时间。
- 民间投资活力有待进一步激发，营商环境仍需持续改善。

- 中央与地方的持续博弈：

- 在债务管控、风险处置、财税体制改革等方面，中央与地方之间存在复杂的利益博弈。
- 如何平衡中央的统一监管与地方的发展自主权是一个长期挑战。

- 外部环境的不确定性：

- 全球经济复苏乏力、地缘政治冲突、以及与部分西方国家的关系紧张，都给中国经济和金融稳定带来外部不确定性。

6. 未来改革方向展望

- 深化财税体制改革：

- 进一步理顺中央与地方的财政关系，合理划分事权与支出责任。
- 建立可持续的地方税体系，减少对土地财政的依赖。

- 硬化地方政府和国有企业的预算约束：

- 坚决打破政府隐性担保和刚性兑付预期。
- 完善地方政府和 LGFV 的市场化退出和破产机制。

- 继续推动金融市场化改革：

- 进一步完善利率和汇率形成机制，让市场在资源配置中起决定性作用。
- 大力发展多层次资本市场，提高直接融资比重。
- 在风险可控的前提下稳步推进资本账户开放。

- 转变政府职能，优化政绩考核：

- 推动地方政府从“增长型政府”向“服务型政府”转变。
- 建立更加科学、多元化的官员政绩考核体系，弱化 GDP 导向，强化风险防范和高质量发展的权重 (Song 2024)。

- 加强金融监管协调与能力建设：

- 完善宏观审慎管理框架，加强对系统重要性金融机构和跨市场、跨行业金融风险的监管。
- 提升监管科技水平和风险识别、预警、处置能力。

总结

7. 总结 - 地方政府与金融体系互动的核心特征与影响

● 核心特征:

- 地方政府在中国金融体系中扮演着举足轻重的角色，既是重要的资金需求方（通过 LGFVs 等），也是信贷等金融资源配置的重要影响者。
- 这种互动深受中国独特的政治经济体制（如晋升锦标赛、分税制）和金融体系结构（银行主导、隐性担保）的影响。

● 双重影响:

- 积极方面：在特定发展阶段，地方政府与金融体系的紧密互动，通过大规模基础设施投资和产业扶持，有力地支持了中国经济的高速增长和快速城镇化。
- 消极方面：也导致了地方政府债务的快速累积、金融风险的集聚、资源配置效率的损失（如对私人投资的挤出），以及经济增长模式转型的困难。

● 关键机制:

- 财政压力和晋升激励是地方政府深度介入金融活动的主要动因。
- LGFVs、城投债、影子银行等成为地方政府获取融资的重要渠道，往往伴随着政府的隐性担保和软预算约束。

● 风险挑战:

- 地方政府债务风险、房地产市场风险以及与之相关的金融机构风险是中国当前面临的主要系统性风险隐患。
- 如何在保持经济合理增长的同时，有效防范和化解这些风险，是中国经济面临的重大挑战。

● 改革方向:

- 未来的改革需要致力于硬化预算约束、规范地方政府融资行为、推动金融市场化、转变政府职能，以建立一个更有效率、更可持续的地方政府与金融体系的互动模式。

- 研究的重要性：深入理解中国地方政府与金融体系的复杂互动关系，对于准确把握中国经济的运行逻辑、风险点和未来走向具有至关重要的理论和现实意义。