



研究成果: The financing of local government in China: Stimulus loan wanes and shadow banking waxes

作者: 陈卓, 何治国, 刘淳

发表刊物: *Journal of Financial Economics*, Volume 137, Issue 1, 2020, Pages 42-71,

依赖出口的中国经济在 2007-2008 年全球金融危机中遭受重创, 为刺激内需、避免经济硬着陆, 国务院于 2008 年 11 月颁布了一项前所未有的“四万亿”财政计划, 该计划的实施的一个重要部分是地方政府利用基建、房地产等相关领域的投资起到刺激经济发展的作用。该计划的推出在当时取得了立竿见影的效果, 中国经济增长率迅速恢复至危机前的水平。另一方面, 从长期来看, 依托于银行贷款支撑的扩张政策(2009 年全国新增银行贷款是 2008 年的一倍左右)也带来了一系列未曾预料到的结果, 特别是 2010 年以后中央政府收紧了银行贷款特别是针对地方政府融资平台的表内贷款, 地方政府需要寻求其他的融资渠道, 因此, 2012 年后中国影子银行的骤增与“四万亿”的经济刺激计划有着重要的联系。

作者认为, 影子银行在 2012 年之后的“野蛮生长”, 一个重要的原因是地方政府融资平台的债务展期和投资后续融资压力, 体现为非银行贷款融资规模的大幅度提升, 而这一“副作用”在刺激计划实施之后三至五年的“后四万亿时期”才逐渐显现。利用各省市城投债的发行数据, 作者发现那些在 2009 年获得了更多超额银行贷款的地区在 2012-2015 年间也发行了更多的城投债, 用以对到期的银行贷款进行展期。同时, 利用 2009 年“四万亿”时各地区地方行政长官在当地的任期长短作为工具变量, 本文识别了 2009 年更多的银行贷款导致了未来更多城投债发行的因果关系。根据作者的估算, 截止 2016 年末, 约 2/3 的城投债都是被银行表外的理财产品所购买, 因此城投债(包括中国整个信用债券市场)可以认为是中国影子银行的一个重要组成部分, 而其快速的发展与“后四万亿”时期的地方政府后续融资需求紧密相关。

同时, 作者对美国联邦银行时代的影子银行发展与中国过去 5 年间影子银行的快速发展展开了细致的讨论。美国 19 世纪后半叶的西进运动促进了铁路行业的快速发展, 而铁路的大量建设离不开金融行业的资金支持。而美国联邦银行业的监管政策较为严格, 使得传统的国家性银行无法给新兴的铁路行业提供足够的融资, 因此各州之间的监管机构进行“监管竞争”, 鼓励银行家在州内成立资本要求低于联邦要求的州内银行, 同时鼓励监管要求更为松散的信托公司的成立, 以投资于新兴的风险较高的铁路行业。另一方面, 美国 19 世纪铁路建设的融资需求也促进了美国现代债券市场的发展。由此可以看到, 影子银行的兴起常常与实体经济的融资需求相关, 并且能够影响金融市场的发展进程。

最后, 作者认为, 地方政府及其关联方应关注可能发生的系统性风险, 积极发挥市场的力量在防范金融市场系统性风险中的作用。立足于金融体系发展的长远视角, “刚性兑付”和政府“隐性担保”的打破对于中国资本市场的发展意义重大, 同时也有助于促进整个经济体市场化程度的加深。

供稿: 科研事务办公室 编辑: 高晨卉 责编: 吴淑媛 赵霞