



## 地方政府债务与经济增长 --基于地方投资平台债务的分析

林毅夫 文永恒 顾艳伟<sup>①</sup>

**摘要：**本文利用中国 28 省份 2006-2017 年的地方投资平台债务数据，考察了地方政府债务对经济增长的影响。实证研究结果稳健地表明，地方投资平台债务上升能够在短期显著提振经济增长，并且在长期内仍然有显著促进效应，表明在现阶段，中国政府的反周期财政政策具有投资于消除基础设施瓶颈的超越凯恩斯主义的政策效果。机制分析进一步表明，地方投资平台债务上升能够显著促进非国有企业的资本回报率和投资增长率，并未产生挤出效应。在当前防范地方债风险的背景下，本文建议在存在基础设施瓶颈的条件下，经济衰退期可以执行更为积极的财政政策，在治理衰退、促进长期经济增长的同时降低政府债务的积累速度。

**关键词：**地方投资平台债务 经济增长 超越凯恩斯主义的财政政策

本工作论文系列是新结构经济学最新的尚未在学术期刊发表的研究成果，目的在于学术讨论与评论，并不代表北京大学新结构经济学研究院的官方意见。本系列论文拒绝接受已发表或期刊已接收论文投稿，文责作者自负。

<sup>①</sup> 林毅夫，北京大学新结构经济学研究院（邮编：100871），电子信箱：justinlin@nsd.pku.edu.cn；文永恒（通讯作者），北京大学新结构经济学研究院（邮编：100871），电子信箱：yonghengwen@nsd.pku.edu.cn；顾艳伟，上海财经大学经济学院（邮编：200433），电子信箱：yanwei\_gu@163.com。林毅夫感谢马克思主义理论研究和建设工程重大项目和国家社科基金重大项目“中国经济发展模式及其特点研究”（项目号 2021MZD015）的支持。

## 一、引言

大量实证研究发现，政府债务对经济增长具有重要影响。作为中国地方政府债务的重要组成部分，地方投（融）资平台债务对经济增长的影响引起诸多争论。2010年以来，在地方投资平台债务持续上升的同时，我国实际经济增长率却节节下滑，流行的产权理论观点认为由地方投资平台债务支持的积极财政政策不但挤出了私人部门投资，而且还通过降低资源配置效率对经济增长造成了不利影响。

我们对经济增长下滑、地方投资平台债务上升和私人投资下降三者的关系持有不同见解，我们认为，2010年以来我国经济下滑在很大程度上是由外部性和周期性因素导致的（林毅夫，2018；文永恒等，2020；Lin，2019），在外部需求持续显著回落的背景下私人投资意愿受到抑制，在“稳增长”目标下地方投资平台通过举债进行反周期投资。因此，地方投资平台债务上升并不是经济增长和私人部门投资下滑的原因，而是“稳增长”目标下的结果。

新结构经济学则认为，发达国家和发展中国家处于不同的发展阶段，其面临的禀赋条件、增长的机遇和增长的制约因素大不相同。与发达国家相比，发展中国家产业升级处于后来者的追赶阶段，空间大，但普遍落后的基础设施制约了经济增长潜力的释放。因此，从理论上来说，发展中国家政府能够通过基础设施投资消除经济发展瓶颈、降低交易费用、释放后来者优势所赋予的高速增长的潜力。基础设施投资在投资当时会创造对资本品的需求，并增加就业、家庭收入和消费需求，投资需求和消费需求的增加会刺激资本品生产部门和消费品生产部门的投资；基础设施投资完成以后瓶颈得以消除，交易费用的下降会导致各部门投资回报率上升，从而投资意愿和增长率也会提高（Lin，2011）。因此，在经济下滑时，由于消除增长瓶颈的积极财政政策不但能够在短期内创造就业和需求（包括对私营企业产品的需求）从而稳定经济增长，而且这种促进效应在长期由于基础设施瓶颈得以消除增长潜力得以释放仍然存在，新结构经济学将这种不同于挖个洞、补个洞的消除基础设施增长瓶颈的反周期措施取名为超越凯恩斯主义<sup>①</sup>的积极财政政策（Lin，2009；林毅夫，2012）。

我国现阶段仍然属于发展中国家，依然存在很多基础设施瓶颈，有许多进行超越凯恩斯主义积极财政政策的机会。我国的预算法不允许地方政府有财政赤字，地方政府也没有货币发行权，地方投资平台成为地方政府进行积极财政政策的一项制度创新。地方投资平台由地方政府担保向银行贷款进行投资，发挥了地方准财政政策的功能。绝大多数的平台项目投资于基础设施项目，这些项目要经由上级发改委和银行审批，以此来执行对地方准财政政策的监督。另外，地方投资平台也构成中央政府财政政策和货币政策发挥作用的一个渠道。中央政府在需要采取积极政策来稳定经济时，国家发改委审批的地方投资平台项目会比较多，同时中央政府也会执行较为宽松灵活的货币政策增加银行资金，来支持投资项目。地方投资平台投资的项目如果还不了债最后变成银行坏账，由国有银行兜底，国有银行的所有者是财政部，所以，等于由财政部也就是国家财政兜底。因此，地方投资平台的投资也有准中央政府财政政策的功能。

地方投资平台项目和举债增加发生于中央政府执行积极财政政策和较为宽松的货币政策的时期，所以，在地方投资平台举债的同时私人部门可贷资金也会增加。同时，地方投资平台投资的增加，会创造投资需求，增加就业、家庭收入和消费需求，在短期内增加对生产投资品和消费品的私

---

<sup>①</sup> “超越凯恩斯主义”一词和其内涵由林毅夫在2009年提出，指在经济萧条时，政府用积极财政政策支持消除基础设施瓶颈的投资，施工时创造投资需求和就业，稳定增长并减少政府发放失业救济的开支。完工后，基础设施瓶颈消除，增长率提高，政府税收增加，施工时政府所增加的债务得以在不提高税率的情况下偿还而避免了李嘉图等价的问题（Lin，2009；林毅夫，2012，2016）。

营企业的产品需求，刺激其投资意愿，在长期则会消除增长瓶颈，提高包括私营企业在内的所有企业投资回报率和意愿。因此，如果新结构经济学的分析正确，那么地方投资平台债务在经济下滑时上升不但能够在短期内刺激经济增长，而且也有利于私营企业的发展和长期的经济增长。

为对流行的产权理论观点和新结构经济学观点进行实证检验，本文利用中国 28 个省份 2006-2017 年的面板数据，考察地方投资平台债务与地区经济增长的关系。文章将地方投资平台债务定义为各省投资平台债务余额与当地 GDP 之比，将因变量设定为各省实际经济增长率。在控制了影响经济增长的其他因素后，进一步将自变量均滞后一期以缓解自变量和因变量之间的互为因果干扰，利用双向固定效应模型的计量结果发现，地方投资平台债务越高的省份，其经济增长率越快。为进一步确认因果关系，本文构造了地方投资平台债务的工具变量，研究结果显示，地方投资平台债务上升能够显著刺激经济增长。为进一步考察地方投资平台债务对长期经济增长的影响，本文将未来 1-5 年的平均经济增长率作为因变量重新进行估计，结果发现，地方投资平台债务上升对经济增长的促进效应在长期也显著存在。最后，本文考察了地方投资平台债务促进经济增长的机制，重点考察地方投资平台债务对非国有企业的资本回报率和投资增长率的影响，研究结果表明，地方投资平台债务上升在显著提高非国有企业资本回报率的同时，还能显著促进其投资增长率，从而不存在挤出效应。总结来看，上述研究结果支持了新结构经济学的理论假说。

本文研究与政府债务与经济增长关系的文献相关。在这方面，除少数文献发现政府债务与经济增长之间存在负相关关系外（Woo and Kumar, 2015），大部分文献发现政府债务对经济增长具有倒 U 型非线性效应，且拐点介于 90% 左右（Reinhart and Rogoff, 2010; Cecchetti et al., 2011; Reinhart et al., 2012; Checherita-Westphal and Rother, 2012）。国内一些研究进一步指出，政府债务的拐点区间在发达国家和发展中国家之间存在很大不同（郭步超和王博，2014；程宇丹和龚六堂，2014；刘洪钟等，2014）。近期文献表明，由于受各国自身的一些独特因素以及全球共同因素的影响，政府债务与经济增长之间的关系在各国之间存在很大差异，并不存在一个共同的拐点（例如 90%）以指导各国加杠杆或去杠杆（Eberhardt and Presbitero, 2015; Chudik et al., 2017）。还有不少学者利用中国地方债数据研究了中国地方债与经济增长的关系，结果发现地方投资平台债务增加或者抑制经济增长（Huang et al., 2020; 余海跃和康书隆，2020），或者促进经济增长（范建勇和莫家伟，2014；胡奕明和顾雯，2016），或者对经济增长具有倒 U 型影响（毛捷和黄春元，2018）。此外，也有一些文献考察了地方债对生产率和企业创新的影响，但所得结论莫衷一是（缪小林和赵一心，2019；熊虎和沈坤荣，2019；张建顺和匡浩宇，2021）。

本文研究有助于拓展已有文献对政府债务与经济增长关系的讨论。既有研究的一个暗含假设是政府债务在发达国家和发展中国家的作用是相同的，本文则强调发展阶段和债务内容的重要性。本文认为，对处于不同发展阶段的经济体，由于要素禀赋条件、产业升级空间、增长潜力和制约潜力释放的因素存在很大不同，政府（债务）能够发挥作用的边界可能存在很大不同，二者的关系可能存在本质差异。而对处于同一发展阶段的经济体而言，由消费性支出（如发放失业救济金和社会福利等）和由投资性支出（如基础设施建设和教育支出等）导致的政府债务上升其作用也可能不同（林毅夫，2011；Baxter and King, 1993；Aschauer, 2000；Lin, 2011；Traum and Yang, 2015）。

本文的研究与财政政策效果的研究相关，但本文研究的结论不同。已有研究发现，由于李嘉图等价或者挤出效应的存在，积极财政政策在发达国家的政策效果十分有限（Ramey, 2019）。但本文的研究发现，目前中国财政政策仍然有效，具有超越凯恩斯主义的财政政策效果，这种效果的差异在很大程度上在于发达国家和发展中国家消除增长瓶颈的基础设施投资机会的不同。

本文的实证研究有助于深化对地方投资平台的认识。已有文献对地方投资平台企业自身的财务状况比较关注，强调地方投资平台过度负债所造成的债务不可持续的风险。本文则侧重考察地方投

资平台债务对整个经济增长的影响，强调其经济和社会效益。二者各有侧重，但又相互补充。本文认为，对于现阶段的中国，应考虑改革财政体制以适应基础设施建设升级的要求，在抑制政府债务风险的同时要解决投资平台“短债长投”的期限不配套问题，以发挥有为政府稳定经济和促进增长的作用。

下文包括六部分，第二部分根据已有文献提出两种竞争性假说；第三部分介绍地方投资平台债务的演化特征；第四部分构建计量模型并介绍数据来源；第五部分呈现本文基本结果，并对研究假说进行检验；第六部分为机制分析，进一步检验研究假说；第七部分为结论。

## 二、两种竞争性假说

为应对 2008 年国际金融危机对我国经济增长的负向冲击，我国政府于 2009-2010 年执行了“四万亿”投资的积极财政政策，在地方投资平台债务上升的同时我国经济增长率在全球率先复苏。然而，2010 年以来，在我国经济增长率节节下滑的同时，地方投资平台债务再次迅速上升，但私人部门投资却不断下降，针对经济增长下滑、投资平台债务增加和私人投资下降三者的关系，学界存在两种截然不同的观点。

流行的观点基于产权理论认为，地方投资平台在地方金融市场上进行融资挤出了私营企业信贷资源，但没有挤出国有企业信贷资源。由于国有企业的效率通常被认为低于私营企业，地方投资平台债务增加在挤出私营企业投资的同时，还在客观上造成了低效率国有企业在经济中比重增加的“国进民退”的后果，降低了资源配置效率，对经济增长造成负面影响（Lardy, 2019; Huang et al., 2020; 余海跃和康书隆, 2020）。

与之不同，我们认为，2010 年以来我国经济增长率受到负向的外生冲击（外部性、周期性）而下降（林毅夫, 2018; 文永恒等, 2020; Lin, 2019），在私人投资意愿因需求不振受到抑制从而投资下降的同时，地方政府出于稳定经济的目标而增加投资平台投资，因此表面上看经济增长下滑、私人投资下滑和地方投资平台债务上升的现象同时出现，但这并不能表明地方投资平台债务上升挤出了私人投资，且不利于长期经济增长。根据新结构经济学主张（Lin, 2009; 林毅夫, 2012, 2016），发展中国家的基础设施普遍落后，制约了经济增长潜力的释放，如果发展中国家政府在经济下滑时，能够以积极财政政策进行基础设施投资消除经济发展瓶颈，那么不但能够在短期内创造投资需求和就业从而稳定经济增长，而且在基础设施建成后，随着交易费用的下降，各部门（包括私人部门）投资回报率和投资意愿均会上升，有利于充分释放后来者优势所赋予的高速增长的潜力。我国地方政府受限于不能有赤字财政的法规，地方政府的积极财政政策以通过地方投资平台筹措资金的变通办法来进行，大部分投资平台所举债务投向基础设施领域，并且我国中央政府在执行积极财政政策的同时通常要求宽松货币政策予以配合，避免了地方投资平台债务增加挤出其他类型企业信贷资金可得性的效应，因此，作为积极财政政策的地方投资平台投资不但能够在短期内创造就业和需求，包括对私营企业产品的需求，提振经济增长，而且由于地方投资平台投资的领域主要在消除增长瓶颈的基础设施方面，因而也有利于长期经济增长。如果新结构经济学这一主张正确，那么地方投资平台债务上升不但能够在短期内刺激经济增长，平滑经济周期，而且也有利于长期经济增长。

基于以上两种不同观点，本文针对地方投资平台债务与经济增长的关系及其作用机制提出如下两种可供检验的竞争性假说：

地方投资平台债务-增长关系假说：

H1a: 地方投资平台债务上升不利于促进经济增长。

H1b: 地方投资平台债务上升在经济增长受负面冲击下滑时不但能够在短期内提振经济增长,而且这一正面效应在长期也显著存在。

作用机制假说:

H2a: 地方投资平台债务上升对私人部门投资具有挤出效应。

H2b: 地方投资平台债务上升能够提高私人部门投资回报率,并对私人部门投资具有挤入效应,而且这种促进效应在长期内也显著存在。

### 三、地方投资平台债务的演化特征及与经济增长的关系

在采用严谨的计量分析之前,本部分首先对地方投资平台债务演进的总体特征和区域性特征予以介绍,从直观上对地方投资平台债务与经济增长的关系予以初步探讨。

#### (一) 地方投资平台债务的演化趋势

图1为2006-2017年地方投资平台债务的绝对规模和其占全国GDP的比重。可以看出,地方投资平台债务余额从2006年的1.06万亿元上升至2017年的24.4万亿元,占全国GDP比重从2006年的4.8%上升至2017年的29.8%,与Huang et al. (2020)所使用数据的趋势和数值基本一致。

图2为2017年地方投资平台债务在全国30省份(西藏数据缺失)的分布。其中,江苏省以3.6万亿元位居全国第一,占全国投资平台债务的14.9%,紧随其后的是四川(2.1万亿,占比为8.7%)、浙江(1.8万亿,占比为7.2%)、天津(1.5万亿,占比为6.0%)、重庆(1.4万亿,占比为5.8%)、山东(1.4万亿,占比为5.7%)、湖北(1.2万亿,占比为4.9%)、湖南(1.2万亿,占比为4.9%)、安徽(1万亿,占比4.2%),上述9省份绝对债务规模占全国的比重为62.4%。

由于不同省份经济体量不同,同样的债务规模对于经济体量较大的省份而言可能不构成债务负担,而对于经济体量较小的省份可能构成严重负担,因此使用绝对规模度量各省的债务水平可能存在一定偏差。为此,图2进一步给出了各省投资平台债务占各省GDP的比重。<sup>①</sup>以此为标准,天津以80%居于首位,紧接着是重庆(73%)、四川(58%)、云南(55%)、广西(53%)、贵州(45%)、江苏(42%)、安徽(38%)、湖南(35%)、陕西(34%)、浙江(34%)。可以看出,使用相对规模衡量的地方投资平台债务与使用绝对规模得到的结果存在一定差距,但更为合理。

从上述数据看出,在样本期间,地方投资平台债务无论是绝对规模还是相对规模均呈现快速上升的趋势,与我国同期宏观经济金融风险不断上升高度重合,因此地方债风险的可控问题及其对经济增长的影响持续引起各界的高度关注。

---

<sup>①</sup> 各省地方投资平台债务/GDP的时序图见附录。

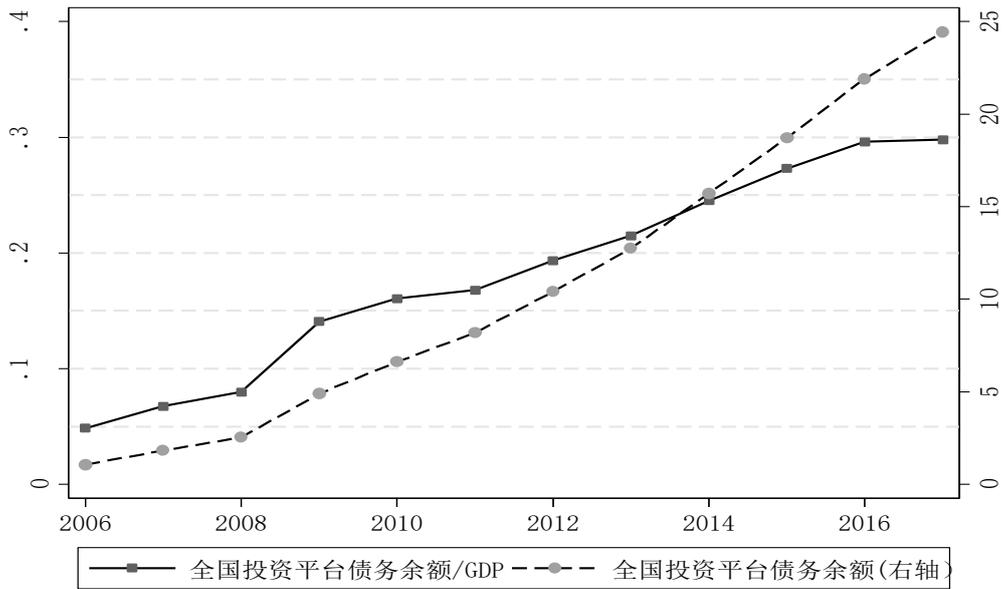


图1 地方投资平台债务绝对规模和相对规模

数据来源: Wind 数据库和作者自己整理。

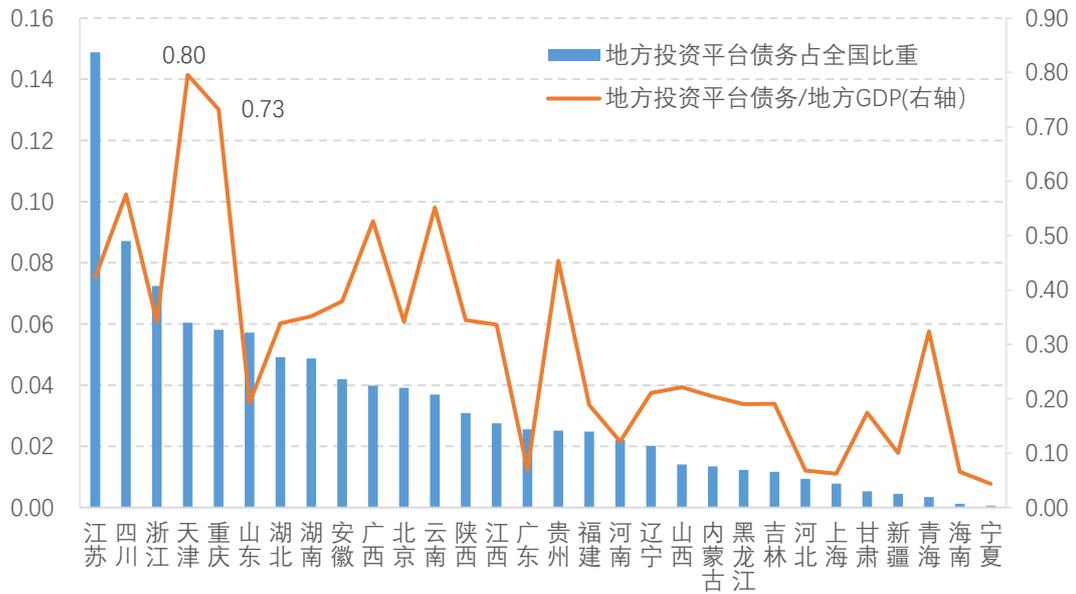


图2 2017年各省投资平台债务占全国比重和各省投资平台债务占当地GDP比重

数据来源: Wind 数据库和作者自己整理。

### (二) 地方投资平台债务与经济增长

地方政府的显著加杠杆行为引起了各界的广泛担忧。如前所述,流行的产权理论观点认为地方投资平台债务上升显著挤出了私人部门投资,并通过资源错配效应对经济增长造成了负面效应 (Huang et al., 2020; 余海跃和康书隆, 2020),这种观点符合产权理论的逻辑。新结构经济学则基于发展阶段的差异特征提出了相反观点。

为初步检验何种观点更符合实际,本文根据全国30省份在2006-2017年的投资平台债务/GDP的平均值(18%),将样本省份分为两组。第一组为该比重排名靠前的13个省份,包括天津、重庆、

四川、云南、陕西、江苏、广西、北京、安徽、青海、浙江、贵州和湖南，其他 17 省份为第二组，表示地方投资平台债务/GDP 偏低的省份。然后观察两组省份随时间变化的加权平均经济增长率(图 3)。<sup>①</sup>此外，为进一步凸显地方投资平台债务的差距，图 3 进一步给出了上述第一组省份中的前 6 省份和第二组省份中后 6 省份的加权平均经济增长率。

可以看出，在 2006-2007 年，两组省份的经济增长率比较接近，但从 2008 年开始，地方投资平台债务/GDP 比重较高的 13 省份，其实际经济增长率一直高于后 17 省份，呈现出地方投资平台债务/GDP 越高，经济增长越快的特点。并且这一特点在前 6 省份和后 6 省份中表现地更为突出。这个结果意味着，流行的产权理论观点所认为的地方投资平台债务上升不利于经济增长的观点似乎并不能得到事实的印证，而新结构经济学提出的理论假说与事实似乎更为吻合。进一步观察可以发现，各组省份的经济增长率在 2010 年之后均呈现出共同的下降趋势，表明存在共同的外部性和周期性的外生冲击，对这种共同的外生冲击的忽视可能是导致对积极财政政策效果造成误判的重要原因。后文将在尽可能控制影响经济增长率的其他因素后对这一结果进行更为严谨的分析。

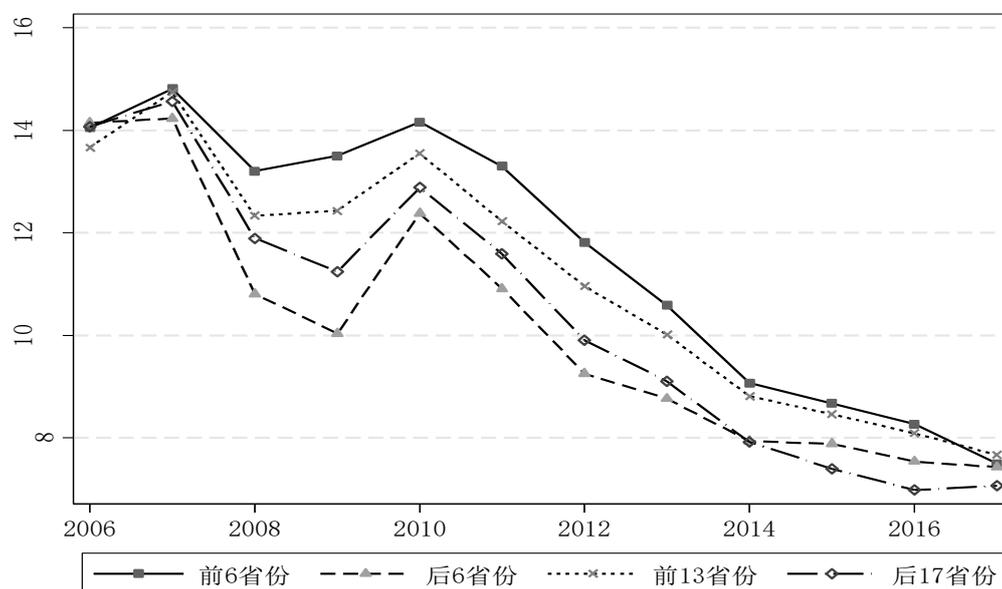


图 3 不同组别下的加权实际经济增长率

数据来源：Wind 数据库和作者自己整理。

#### 四、基本计量模型的设定和数据说明

##### (一) 计量模型

参考已有文献关于经济增长率影响因素的设定(林毅夫和孙希芳, 2008; Checherita-Westphal and Rother, 2012), 构建如下计量方程

$$gy_{i,t+k} = \beta * debt_{i,t-1} + \gamma * X_{i,t-1} + \delta_t + u_i + v_{it} \quad (1)$$

其中，因变量 $gy_{i,t+k}$ 当  $k$  取 0 时表示  $i$  省在  $t$  期的实际经济增长率，用来度量短期经济增长；当  $k$  取 1-5 时表示  $i$  省第  $t+1$  期至第  $t+k$  期的实际平均经济增长率，用来表示从短期到长期的经济增

<sup>①</sup> 权重为各省 GDP 占对应组 GDP 的比重。

长，并以  $k$  取 5 度量长期经济增长。 $debt_{i,t-1}$  为核心解释变量，表示第  $t-1$  期的  $i$  省地方投资平台债务占同期该省 GDP 比重，对其滞后一期的合理性在于，能够减轻或消除自变量和因变量之间的互为因果干扰，系数  $\beta$  衡量地方投资平台债务对经济增长的影响。 $\delta_t$  表示时间哑变量，用来控制时间固定效应。 $u_i$  表示省份哑变量，用来控制省份固定效应。 $v_{it}$  表示残差项。

$X_{i,t}$  表示影响经济增长率的其他因素，根据已有文献（蔡昉和都阳，2000；林毅夫和孙希芳，2008；Checherita-Westphal and Rother, 2012），这些因素主要包括经济发展水平、财政政策、金融规模、体制机制、人口、投资率以及经济开放度等。具体而言，经济发展水平使用人均实际 GDP（对数值， $gdp\_per$ ）度量，用来捕捉条件收敛效应。财政政策方面，使用政府消费占 GDP 比重（ $govy$ ）控制政府消费性支出对增长的影响。金融规模方面，使用银行贷款占 GDP 比重（ $bankloan$ ）度量金融规模对实体经济的影响。体制机制方面，使用国有企业投资总投资比重（ $soe$ ）和固定资本形成占 GDP 比重（ $invy$ ，投资率）两个指标度量。人口方面，使用人口增长率  $gpop$  和人力资本（ $edu$ ，以高中和高校在校生人数占总人口的比重度量）两个指标度量。经济开放度方面，使用外国直接投资占 GDP 比重（ $fdiy$ ）和进出口占 GDP 比重（ $openness$ ）两个指标度量。为消除控制变量和经济增长之间的互为因果干扰，对除人口增长率外的其他变量均滞后一期。

在（1）式中，系数  $\beta$  是本文最为关注的系数。按照流行的产权理论观点，如果地方投资平台债务上升不利于经济增长，那么该系数应显著小于零。按照新结构经济学理论假说，中国地方政府经由投资平台所施行的积极财政政策具有超越凯恩斯主义的政策效果，该系数不但短期内显著大于零（ $k=0$ ），而且这一效果在长期也应显著存在（ $k=5$ ）。

类似地，将因变量替换为非国有企业的资本回报率和投资增长率，便可以考察地方投资平台债务对经济增长的作用机制。在流行的产权理论观点下，如果存在挤出效应，那么系数  $\beta$  应显著小于零。在新结构经济学假说下，该系数不但短期内显著大于零，而且这一效果在长期也应显著存在（ $k=5$ ）。

## （二）数据说明

本文所用数据为 2006-2017 年我国 28 个省份的面板数据。<sup>②</sup>由于在样本期内，我国经济增长在 2008-2009 年以及 2010 年之后均因受到外部性或周期性因素的负向冲击而下滑，因此估计结果在很大程度上反映的是经济下滑期对应的结果。地方投资平台债务数据来自 wind 数据库，其他数据来自国泰安统计数据库和国家统计局，各变量含义和描述性统计见表 1。

可以看出，实际经济增长率的样本均值为 10.7%，表现出高速发展的特征；地方投资平台债/GDP 的均值为 15.3%，略高于 Huang et al.（2020）的 14.7%。其他变量均与已有文献保持一致。为避免极端样本值对估计结果的影响，在对结果进行估计前，本文对各连续变量进行上下 1%分位的缩尾处理。

表 1 变量描述性统计

变量	变量含义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
gy	实际经济增长率	336	0.107	0.0292	0.0356	0.174
debt	地方投资平台债务/GDP	336	0.153	0.125	0	0.576

<sup>①</sup> 基于发达国家的经验，一般将 5 年看作短期或中期，但发达国家的平均经济增长率不高于 3.5%，约为样本期间我国实际经济增长率 10.7%的三分之一。对于高速发展的经济体，基础设施建成后，增长潜力在更短的时间内释放应该是一个比较合理的假设。

<sup>②</sup> 因数据缺失，样本中不包含西藏自治区。此外，重庆和天津因具有比较明显的离群特征（详见附录），将其作为离群值予以剔除。

gdp_per	人均实际 GDP 对数	336	1.003	0.550	-0.474	2.365
govy	政府消费/GDP	336	0.147	0.0434	0.0866	0.283
bankloany	银行贷款/GDP	308	1.142	0.416	0.592	2.515
invy	固定资本形成/GDP	336	0.582	0.178	0.310	1.493
soe	国有企业投资占比	336	0.293	0.107	0.118	0.533
fdiy	外商直接投资/GDP	308	0.0231	0.0179	0.00109	0.0819
openness	进出口/GDP	336	0.285	0.332	0.0165	1.562
edu	人力资本	336	0.0354	0.00559	0.0185	0.0525
gpop	人口增长率	308	0.00674	0.00951	-0.0288	0.0563

## 五、实证结果分析

### （一）基本结果

表 1 列出了不同模型下的估计结果，其中列（1）- 列（5）分别表示时间固定效应模型（Time FE）、双向固定效应模型（Two-way FE）、混合 OLS 模型（Pooled OLS）、随机效应模型（RE）和省份固定效应模型（Province FE）下的估计结果。可以看出，尽管不同模型下的估计结果存在一定差别，但地方投资平台债务（*L.debt*）系数在除混合 OLS 模型的各种模型设定下均显著为正，表明二者之间可能存在一定的正相关关系。由于检验结果发现双向固定效应模型结果为最优模型，后文均采用双向固定效应模型结果进行汇报。<sup>①</sup>

可以看出，双向固定效应模型下，地方投资平台债务（*L.debt*）系数为 0.047，在 1% 的水平下显著拒绝为零，表明地方投资平台债务占当地 GDP 越高的省份，相对地，其经济增长率越高。从数值上来看，地方投资平台债务占当地 GDP 比重上升一个标准差（12.5 个百分点），该省经济增长率平均高出 0.59 个百分点。由于地方投资平台债务为滞后一期，存在反向因果的可能性相对较小<sup>②</sup>，因此这个结果可以理解为一定程度的因果关系，即地方投资平台债务上升有利于提振经济增长，与新结构经济学理论假说（H1b）基本吻合，但不支持流行的产权理论观点（H1a）。

其他解释变量的结果与文献基本保持一致。经济发展水平系数显著为负，表明存在条件收敛效应；银行业规模和经济增长之间存在反向变动关系；投资率与经济增长之间存在显著的正相关关系；国有企业投资占比越高的省份，其经济增长率越低；非生产性政府支出占比（政府消费）上升与经济增长之间没有显著的关系；外商直接投资与经济增长之间存在显著的正相关关系；贸易开放度与经济增长之间负相关，可能是因为在研究的样本期内，出口由于受到负向外部冲击导致贸易开放度比较高的省份经济增长反而更差，这个发现支持了林毅夫（2018）、文永恒等（2020）以及 Lin（2019）所主张的我国在 2010 年以后的经济下滑是源于外需不足的外生冲击；人力资本和人口增长率均与经济增长正相关。

<sup>①</sup> Chow test 拒绝混合 OLS 模型结果，支持省份固定效应模型。Walt test 拒绝省份固定效应模型，支持双向固定模型。双向固定效应模型下，检验统计量拒绝省份哑变量联合不显著的原假设（即拒绝时间固定效应模型），同时 Hausman test 拒绝随机效应模型。

<sup>②</sup> 实际上，在本文的模型设定下，如果存在反向因果关系，本文结论会得到加强。这是因为，（1）式的地方投资平台债务为上一期值，而经济增长为当期或未来值，当上一期经济下滑时，本期或未来的经济增长由于惯性也会下滑，而在反周期调控下，上一期地方投资平台债务则会上升，因此直接通过（1）式估计得到的地方投资平台债务系数可能存在低估。

表2 不同模型下的估计结果：k=0

被解释变量： 实际经济增长率	(1) Time FE	(2) Two-way FE	(3) Pooled OLS	(4) RE	(5) Province FE
L. debt	0.046*** (0.009)	0.047*** (0.017)	-0.007 (0.013)	0.036*** (0.013)	0.059*** (0.019)
L. gdp_per	-0.009*** (0.003)	-0.096*** (0.017)	-0.033*** (0.004)	-0.013** (0.005)	-0.104*** (0.007)
L. govy	-0.029 (0.027)	-0.071 (0.047)	-0.019 (0.039)	-0.029 (0.035)	-0.099* (0.054)
L. bankloany	-0.008*** (0.003)	-0.015* (0.008)	-0.017*** (0.004)	-0.003 (0.004)	-0.007 (0.007)
L. invy	0.026*** (0.006)	0.038*** (0.010)	-0.002 (0.009)	0.024*** (0.008)	0.042*** (0.012)
L. soe	0.000 (0.011)	-0.048** (0.024)	0.037** (0.016)	-0.019 (0.016)	0.006 (0.026)
L. fdy	0.162*** (0.054)	0.228** (0.097)	0.186** (0.079)	0.184** (0.074)	0.245** (0.113)
L. openness	-0.000 (0.004)	-0.033** (0.013)	0.022*** (0.006)	-0.006 (0.007)	-0.048*** (0.013)
L. edu	0.254 (0.160)	1.158*** (0.304)	0.265 (0.233)	0.329 (0.222)	1.108*** (0.348)
gpop	0.051 (0.101)	0.220** (0.109)	0.425*** (0.143)	0.030 (0.101)	0.255** (0.114)
Time Dummies	Yes	Yes	No	Yes	No
Province Dummies	No	Yes	No	Yes	Yes
N	308	308	308	308	308
R <sup>2</sup>	0.77	0.85	0.50	0.80	0.76

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。L表示滞后算子。

## (二) 工具变量结果

前文基本结果发现地方投资平台债务与当地经济增长率呈现显著正相关关系，为进一步确认因果关系，本文尝试寻找地方投资平台债务的工具变量，构建思路如下：首先根据各省份的地理位置和经济发展水平，将全国划分为五大区域( $area_j, j = 1, 2, \dots, 5$ )，<sup>①</sup>然后将每个省份所在区域内其他省

<sup>①</sup> 五大区域分别为东部地区（浙江、江苏、福建、海南、广东、北京和上海）、北方重工业地区（山东、河北、辽宁、吉林和黑龙江）、中部地区（安徽、湖北、湖南、江西、陕西和河南）、西南地区（广西、四川、贵州、云南）以及西北地区（内蒙古、宁夏、新疆、甘肃、陕西和青海），各组地方投资平台债务的时序图见附录。需要说明的是，由于河北和山东的产业结构与东北地区比较类似，因此本文将此二省份与东北三省划为一组。实际上，从地方投资平台债务/GDP来看，河北和山东与东北三省更为接近，与江苏、浙江等东部省份不太一致。但是需要指出的是，即使将河北和山东划入东部地区也并不改变本文所有结论。

份的地方投资平台债务/GDP ( $\overline{debt}_{j,t-1}, i \in area_j$ ) 作为  $debt_{i,t-1}$  的工具变量 (IV1)。由于地区内省际竞争效应的存在, 这个工具变量应该满足相关性, 同时区域内其他省份的投资平台债务与本省的经济增长率相关性可能较小, 因此可能满足相应的假设条件。此外, 考虑到部分地方投资平台企业在披露债务数据时可能存在一定的时滞, 本省可能要到第二年才能获得本区域内其他省份准确的债务情况并据此调整自身的债务水平, 故本文也将滞后一期的 IV1 (IV2) 作为  $debt_{i,t-1}$  的另一个潜在工具变量的结果同时予以呈现。工具变量的第一阶段的回归结果见表 3。可以看出, 两种设定下工具变量的系数均显著, 并且具有较高的拟合度, 表明两个工具变量均满足相关性假设。同时, 第一阶段 F 统计量均远大于 10, 表明不存在弱工具问题。

利用工具变量, 重新对模型 (1) 进行估计, 结果见表 4 的列 (2) 和列 (3)。同时为便于和前文基本结果进行比较, 表 4 列 (1) 给出了双向固定效应模型聚类标准误的估计结果。可以看出, 两种设定下, LM 统计量均显示不存在不可识别问题, 同时 C-D Wald F 统计量显示不存在弱工具问题。工具变量估计结果显示, 地方投资平台债务 ( $L.debt$ ) 系数均显著为正, 表明地方投资平台债务上升有利于促进经济增长, 再次否定流行的产权理论观点假设 H1a。其他控制变量的系数与前文基本结果基本保持一致, 不再赘述。

表 3 工具变量第一阶段回归结果

被解释变量: 地方投资平台债务	(1) IV1	(2) IV2
$L.\overline{debt}_j$	0.914*** (0.051)	
$L2.\overline{debt}_j$		0.894*** (0.062)
Controls	Yes	Yes
Time Dummies	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes
N	308	280
R <sup>2</sup>	0.89	0.87
F statistics	101.51	172.67

表 4 工具变量估计结果

被解释变量: 实际经济增长率	(1) Two-way FE, cluster	(2) IV1	(3) IV2
$L.debt$	0.047* (0.024)	0.060*** (0.022)	0.091*** (0.025)
$L.gdp\_per$	-0.096*** (0.022)	-0.097*** (0.017)	-0.155*** (0.019)
$L.govy$	-0.071* (0.036)	-0.069 (0.045)	-0.082* (0.046)
$L.bankloany$	-0.015**	-0.015*	-0.020***

	(0.006)	(0.008)	(0.007)
L. invy	0.038** (0.014)	0.039*** (0.010)	0.036*** (0.010)
L. soe	-0.048 (0.032)	-0.051** (0.023)	-0.026 (0.023)
L. fdy	0.228** (0.106)	0.232** (0.094)	0.376*** (0.095)
L. openness	-0.033** (0.014)	-0.034*** (0.013)	-0.045*** (0.013)
L. edu	1.158*** (0.405)	1.133*** (0.295)	1.476*** (0.314)
gpop	0.220* (0.110)	0.221** (0.105)	0.330*** (0.100)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes
N	308	308	280
R <sup>2</sup>	0.85	0.83	0.83
LM statistic (p-val)	-	154.501 (0.000)	119.224 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	320.086	209.217

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子。

### （三）长期增长效应检验

根据本文理论假说，由于存在基础设施瓶颈，积极财政政策不但可以在短期内稳定经济增长，而且在长期内由于增长瓶颈得以消除经济增长潜力能够充分释放。前文已经表明在经济增长下滑时，地方投资平台债务上升在短期内能够显著提振经济增长，但长期的效应尚未得到检验。为此，本文令模型（1）中的  $k$  取 1、2、3、4 和 5，估计地方投资平台债务对经济增长的中长期效应。为节省篇幅，本文仅将双向固定效应模型以及工具变量方法的地方投资平台债务系数按照  $k$  取 1-5 的顺序呈现出来，见图 4。

可以看出，双向固定效应模型下，随着  $k$  值的增加，地方投资平台债务系数略有下降，但均显著为正。IV1 作为工具变量时，地方投资平台债务系数在不同  $k$  值下均相对稳定，且均显著为正。IV2 作为工具变量时，地方投资平台债务系数随着  $k$  值的增加先上升至高点然后有所下降，但下降幅度相对有限且仍然显著为正。上述结果稳健地表明，在经济受到外生冲击下滑时，地方投资平台债务不但能够在短期内提振经济增长，而且这一正面效应在长期也显著存在，支持新结构经济学理论假说（H1b）。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 经检验，两组工具变量结果均不存在不可识别和弱工具问题。

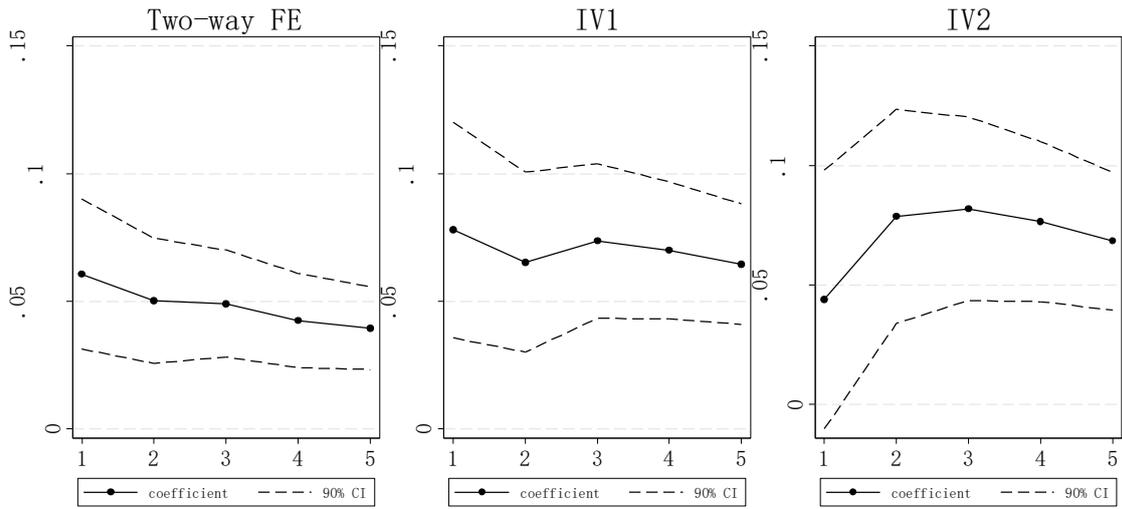


图4 地方投资平台债务的长期增长效应

注：横轴为k的取值，虚线表示90%的置信区间。

#### (四) 经济下滑期的结果

超越凯恩斯主义的财政政策强调，经济萧条期（衰退期、下滑期）是执行积极财政政策的最佳时机。在本文所研究的样本期内（2006-2017），我国经济增长在大部分时期内（2008-2009年以及2010年之后）均因受到外部性或周期性因素的负向冲击而下滑，因此前文基本结果在很大程度上反映的是经济下滑期对应的结果。为检验这一点，本文将2008-2009年（国际金融危机爆发期）以及2012-2016年（经济“破8”并持续回落期）两个时期定义为经济下滑期，然后利用经济下滑期的样本对（1）式进行重新估计，最后呈现地方投资平台债务系数的估计结果（见图5）。可以看出，当k取不同值时，地方投资平台债务系数均显著为正，表明在经济下滑期，地方投资平台债务上升对经济增长的短期提振效应和长期促进效应均存在，证实了上述推测，同时支持超越凯恩斯主义理论假说。

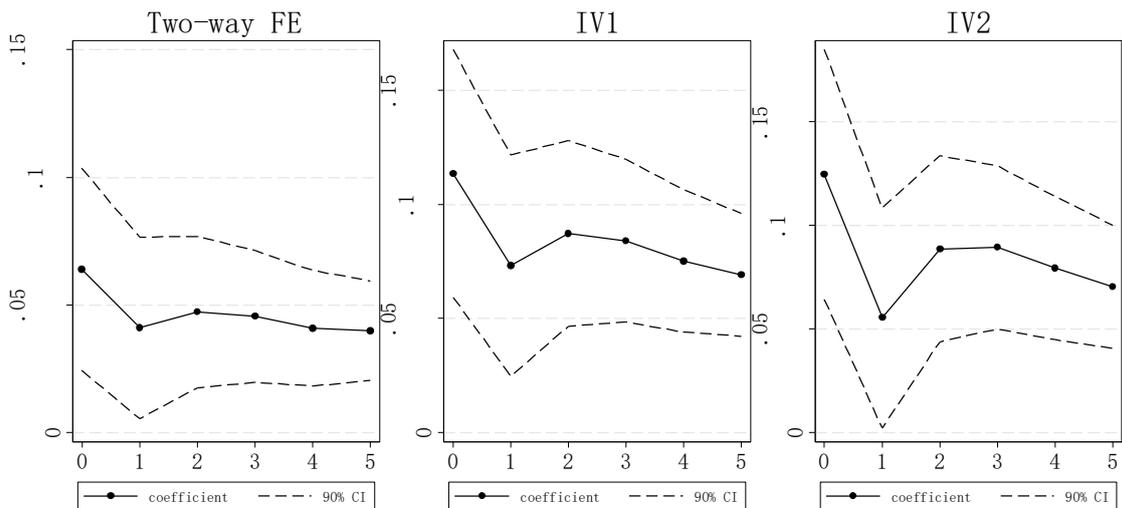


图5 地方投资平台债务在经济下滑期的增长效应

注：横轴为k的取值，虚线表示90%的置信区间。

### （五）稳健性检验

始于 2015 年的新《预算法》明确提出投资平台 2015 年后举债不属于地方政府债务的规定，因此 2015 年后投资平台举债与积极财政政策的关系可能变弱。<sup>①</sup>为此，本文将样本限制在 2015 年之前并使用双向固定效应模型和工具变量方法对其进行重新估计，限于篇幅，此处仅呈现地方投资平台债务系数，见图 6。可以看出，此时地方投资平台债务系数仍然显著，表明其对经济增长的短期提振效应和长期促进效应仍然存在，仍然支持新结构经济学理论假说（H1b）。

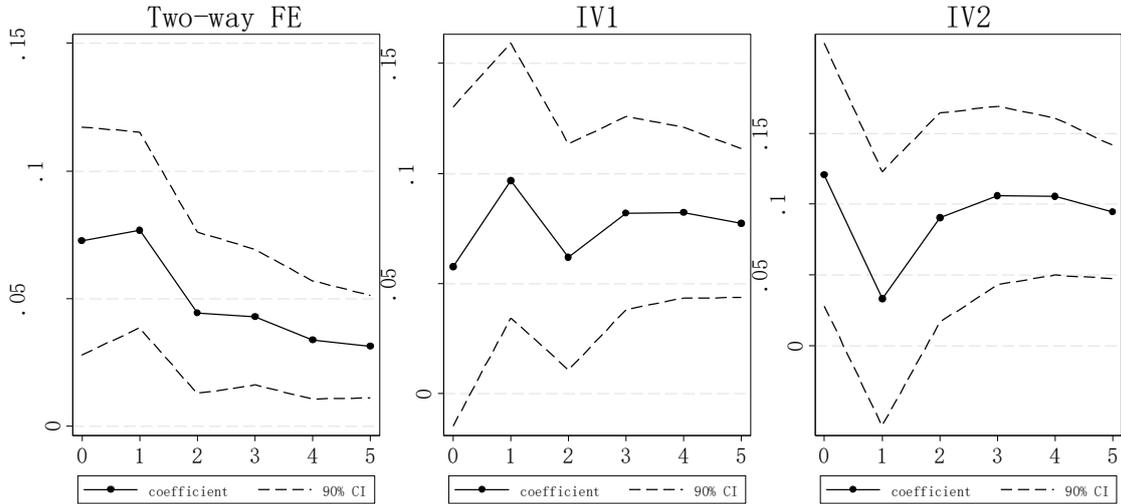


图 6 地方投资平台债务的增长效应：样本区间限制在 2015 年之前

注：横轴为 k 的取值，虚线表示 90% 的置信区间。

## 六、机制分析

根据本文理论假说，地方投资平台债务上升之所以能够提振短期经济增长，是因为积极财政政策不但能够在短期内创造投资需求，而且，能够创造就业，提升居民收入和消费需求，因而增加对包括私营企业在内所生产产品的需求；在基础设施建成后，由于经济发展瓶颈的消除和交易成本的下降，包括私人部门在内的各部门投资回报率和投资意愿均会上升，有助于充分实现后来者优势所赋予的高速增长的潜力。由于我国在执行积极财政政策的同时通常要求宽松货币政策予以配合，积极财政政策未必如流行观点所认为的那样会在金融市场上挤出私人企业部门信贷，私营企业可贷资金供给和投资支出意愿反而会在宽松的货币政策环境和较高的资本回报率下得到提振。

为检验上述作用机制，本文分别以非国有企业的资本回报率( $roa_{i,t+k}$ )和投资增长率( $ginv_{i,t+k}$ )的当期值( $k=0$ ，用来捕捉短期效应)或未来 1-5 年的移动平均值( $k=5$ ，用来捕捉长期效应)作为因变量，并参考白重恩和张琼（2014）选取额外控制变量，考察地方投资平台债务对二者的影响。<sup>②</sup>其中，资本回报率指标定义为各省工业企业利润总额与工业企业资产的比值，投资增长率定义为固定资产投资的实际同比增长率。运用前文双向固定效应模型和两组工具变量的估计结果分别见表 5

<sup>①</sup> 考虑到新增债务所占比重较小，这一影响在短期内的影响可能相对有限。

<sup>②</sup> 为便于和流行假说的作用机制进行区分，本文在此部分仅展示了地方投资平台债务对非国有企业的影 响。实际上，当因变量为总投资增长率和资本回报率时，所得结论基本类似，表明地方投资平台债务上升能够显著提高所有部门的资本回报率和投资增长率，结果见附录。

和表 6。

从表 5 可以看出，无论在短期还是长期，地方投资平台债务（*L.debt*）系数在不同模型下均显著为正，表明地方投资平台债务上升在短期和长期均有利于提高非国有企业的资本回报率，与新结构经济学理论假说（H2b）的作用机制保持一致。其他变量方面，政府消费与非国企资本回报率正相关；投资率越高，非国企长期资本回报率越高；国有企业投资占比与非国企资本回报率相关性较弱；外商直接投资占比越高的省份，非国企长期资本回报率越低；人口增长率与非国企投资增长率不存在显著的相关性；产业结构与非国企资本回报率不相关；城镇化率越高的省份，非国有企业资本回报率越低。

表 6 进一步表明，无论在短期还是长期，地方投资平台债务上升均有利于提升非国有企业的投资增长率，与新结构经济学的作用机制相一致（H2b），同时不支持流行的产权理论观点（H2a）。其他变量方面，政府消费与非国企投资增长率不存在明显的相关性；银行贷款比重越高的省份，非国企长期投资增长率越低；国有企业投资比重越高的省份，非国企投资增长率越高，这可能反映的是一定程度的上下游互补特征；外商直接投资占比越高的省份，非国企投资的长期增长率越低，可能是因为外商直接投资占比越高的省份一般具有较高度度的国际比较优势，当出口在样本期内受到持续的外部负向冲击时，更符合当地比较优势的非国有部门受到了更大的负面影响，这一点也可以从外商直接投资占比与非国企长期资本回报率呈现负相关的事实（表 5）中得到印证；贸易开放度与非国企短期投资增长率存在一定的负相关关系；人口增长率与非国企投资增长率的关系不显著；第二、三产业占比比较高的省份，长期内非国企投资增长率越快，短期内不显著。

如前所述，在本文研究的样本期内，经济下滑期所占比重较高，因此回归结果在很大程度上也体现出经济下滑期对应的结果，这一点当非国有企业的资本回报率和投资增长率分别作为因变量时同样成立（估计结果详见附录），表明在经济下滑期，地方投资平台债务上升在短期和长期均能够提高非国有企业的资本回报率和投资增长率，并且不存在挤出效应，再次支持新结构经济学理论假说（H2b）。

表 5 地方投资平台债务对非国企资本回报率的影响

被解释变量： 非国企资本回报率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L.debt	0.049*** (0.017)	0.078*** (0.024)	0.098*** (0.030)	0.052*** (0.016)	0.130*** (0.025)	0.133*** (0.033)
L.govy	0.080* (0.046)	0.082* (0.046)	0.059 (0.051)	0.104*** (0.039)	0.107*** (0.040)	0.109** (0.044)
L.iny	0.011 (0.009)	0.013 (0.009)	0.015 (0.010)	0.020** (0.008)	0.026*** (0.009)	0.029*** (0.009)
L.soe	-0.004 (0.023)	-0.013 (0.024)	-0.015 (0.026)	-0.020 (0.022)	-0.052** (0.024)	-0.059** (0.026)
L.fdiy	-0.074 (0.090)	-0.078 (0.090)	-0.017 (0.104)	-0.289*** (0.079)	-0.331*** (0.083)	-0.248*** (0.093)
gpop	-0.075 (0.094)	-0.071 (0.095)	-0.047 (0.096)	-0.068 (0.075)	-0.051 (0.079)	-0.033 (0.076)

L. second	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
L. third	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
L. urban	-0.093* (0.052)	-0.118** (0.054)	-0.167*** (0.063)	-0.073 (0.045)	-0.130*** (0.049)	-0.124** (0.055)
L. Dep	0.683*** (0.046)	0.665*** (0.047)	0.604*** (0.052)	0.074** (0.038)	0.028 (0.041)	0.016 (0.044)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	308	308	280	308	308	252
R <sup>2</sup>	0.718	0.715	0.703	0.482	0.481	0.506
LM statistic (p-val)	-	146.724 (0.000)	108.380 (0.000)	-	147.543 (0.000)	74.545 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	286.235	175.830	-	290.728	102.748

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子，L. Dep表示因变量滞后项。second和third分别表示第二、三产业占 GDP 比重，urban表示各省城镇化率。

表 6 地方投资平台债务对非国企投资增长率的影响

被解释变量： 非国企投资增长率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L. debt	0.161 (0.109)	0.284* (0.150)	0.459** (0.188)	0.302*** (0.106)	0.450*** (0.158)	0.585*** (0.208)
L. govy	0.272 (0.299)	0.273 (0.300)	0.487 (0.338)	-0.027 (0.263)	-0.029 (0.264)	0.049 (0.302)
L. bankloany	-0.022 (0.047)	-0.017 (0.047)	-0.016 (0.051)	-0.138*** (0.046)	-0.132*** (0.046)	-0.145*** (0.050)
L. soe	0.534*** (0.146)	0.509*** (0.147)	0.584*** (0.160)	0.284** (0.143)	0.239 (0.148)	0.175 (0.164)
L. fdy	0.835 (0.610)	0.844 (0.611)	1.537** (0.698)	-2.764*** (0.562)	-2.842*** (0.568)	-3.079*** (0.657)
L. openness	-0.248*** (0.081)	-0.253*** (0.081)	-0.354*** (0.094)	0.050 (0.077)	0.056 (0.078)	0.104 (0.089)
gpop	-0.496 (0.620)	-0.488 (0.621)	-0.583 (0.639)	-0.006 (0.512)	0.023 (0.515)	0.132 (0.522)
L. second	-0.003	-0.003	-0.006	0.011***	0.011***	0.011**

	(0.004)	(0.004)	(0.005)	(0.004)	(0.004)	(0.004)
L. third	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.005)	-0.009 (0.006)	0.012*** (0.005)	0.012*** (0.005)	0.012** (0.005)
L. urban	-0.391 (0.348)	-0.476 (0.356)	-0.591 (0.415)	-1.567*** (0.309)	-1.660*** (0.319)	-2.000*** (0.371)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	308	308	280	280	280	252
R <sup>2</sup>	0.518	0.516	0.515	0.622	0.619	0.612
LM statistic (p-val)	-	149.491 (0.000)	115.833 (0.000)	-	114.105 (0.000)	80.271 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	297.815	198.205	-	192.802	115.049

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子。

## 七、结论

本文利用中国 28 个省份 2006-2017 年的面板数据，考察了地方投资平台债务与地区经济增长的关系。根据新结构经济学超越凯恩斯主义的财政政策理论，与发达国家相比，发展中国家的基础设施普遍落后，制约了经济增长潜力的释放，因此发展中国家政府能够通过积极财政政策的基础设施投资来消除经济发展瓶颈、降低交易费用进而充分释放增长潜力。当经济受到外在冲击或受周期因素影响而下滑时，这种消除基础设施增长瓶颈的积极财政政策不但能够在短期创造投资需求、增加就业和消费需求，稳定经济增长，并且能够释放长期增长潜力而有“一石双鸟”的效应。

在 2015 年的新《预算法》公布实施之前，我国地方政府的积极财政政策经由地方投资平台来执行。为考察地方投资平台对经济增长的影响，本文将地方投资平台债务定义为各省投资平台债务余额与当地 GDP 比值，将因变量设定为各省实际经济增长率。在控制影响经济增长的其他因素后，利用双向固定效应模型和工具变量方法发现，处于经济下滑周期时，地方投资平台债务上升能够显著提振经济增长，而且这一促进效应在长期也显著存在，从而与新结构经济学理论假说相一致。文章进一步考察了地方投资平台债务短期提振经济、长期促进经济增长的机制，研究结果发现地方投资平台债务对非国有企业的资本回报率和投资增长率具有显著正面效应，从而进一步佐证了新结构经济学理论假说的传导机制。

自 2008 年积极财政政策实施以来，各界对我国地方政府债务对经济增长的作用以及债务持续性问题展开广泛讨论。其中流行观点认为地方投资平台债务增加会通过挤出更有效率的民营经济的投资而降低经济增长率，并基于发达国家经验（比如财政赤字不应该超过 GDP 的 3%、政府债务不超过 GDP 的 60%）对我国政府债务提出相关建议。根据本文研究结果，已有研究可能存在倒因为果的问题，并且在现阶段，尽管我国基础设施比其他发展中国家要好很多，但是仍然存在很多基础设施瓶颈，积极财政政策仍然能够通过消除这些瓶颈以充分释放经济增长潜力而达到“一石双鸟”的效应。此外，发达国家政府债务主要用于消费性支出（比如失业救济和社会福利），而我国政府债务主要用于基础设施投资，后者会形成规模庞大的公共资产，如果一定要对不同发展阶段国家债务水平进行比较，更合理的指标应该是净负债占 GDP 的比重（IMF，2018）。根据这种认识，我国政府净负债水平可能仍远离国际参照水平。无论如何，考虑到债务风险和经济增长率高度相关以及当前

降低政府债务风险的要求，本文建议在存在基础设施瓶颈而制约了经济增长潜力释放的地方，在经济受到外部负面冲击或衰退期时可以执行以消除基础设施瓶颈为目标的积极财政政策，因为在此时期进行基础设施投资的成本最低、效益最高，短期可以稳增长、稳就业，同时建成后可以提高经济增长率，增加政府税收，降低政府积累的债务。当前地方投资平台债务的风险主要在于“短债长投”所造成的期限不配套的问题，为克服此问题，建议修改预算法，地方政府在需要执行超越凯恩斯主义的反周期基础设施投资时，经过合法的程序，允许发行长期的地方建设公债来进行。

## 参考文献

- 白重恩、张琼：《中国的资本回报率及其影响因素分析》，《世界经济》2014年第10期。
- 蔡昉、都阳：《中国地区经济增长的趋同与差异——对西部开发战略的启示》，《经济研究》2000年第10期。
- 程宇丹、龚六堂：《政府债务对经济增长的影响及作用渠道》，《数量经济技术经济研究》2014年第12期。
- 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。
- 郭步超、王博：《政府债务与经济增长：基于资本回报率的门槛效应分析》，《世界经济》2014年第9期。
- 胡奕明、顾祎雯：《地方政府债务与经济增长——基于审计署2010—2013年地方政府性债务审计结果》，2016年第5期。
- 林毅夫：《从西潮到东风：我在世行四年对重大国际问题的思考》，中信出版社，2012年。
- 林毅夫：《中国施行超越凯恩斯主义积极财政政策》，CF40·青年论坛双周内部研讨会第89期，2016年。
- 林毅夫：《中国经济增长减速成因与对策（笔谈之一）》，《学习与探索》2018年第4期。
- 林毅夫、孙希芳：《银行业结构与经济增长》，《经济研究》2008年第9期。
- 刘洪钟、杨攻研、尹雷：《政府债务，经济增长与非线性效应》，《统计研究》2014年第4期。
- 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。
- 缪小林、赵一心：《地方债对地区全要素生产率增长的影响——基于不同财政独立性的分组考察》，《财贸经济》2019年第12期。
- 文永恒、林毅夫、顾艳伟：《中国经济增长率缘何下滑、如何应对——体制机制问题还是外部性周期性问题？》，新结构经济学工作论文，2020，No.C2020007。
- 熊虎、沈坤荣：《地方政府债务对创新的挤出效应研究》，《经济科学》2019年第4期。
- 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。
- 张建顺、匡浩宇：《地方债治理促进了企业创新吗？——来自上市公司的经验证据》，《国际金融研究》2021年第6期。
- Aschauer, D. A. (2000). Do states optimize? Public capital and economic growth. *The Annals of Regional Science*, 34(3), 343–363.
- Baxter, M. & King, R. G. (1993). Fiscal policy in general equilibrium. *American Economic Review*, 83(3), 315–334.
- Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). The real effects of debt. Bank for International Settlements Working Paper, No.352.
- Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2012). The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area. *European Economic Review*, 56(7), 1392–1405.
- Chudik, A., Mohaddes, K., Pesaran, M. H., & Raissi, M. (2017). Is there a debt-threshold effect on output growth?. *Review of Economics and Statistics*, 99(1), 135–150.
- Eberhardt, M., & Presbitero, A. F. (2015). Public debt and growth: Heterogeneity and non-linearity. *Journal of International Economics*, 97(1), 45–58.
- Huang, Y., Pagano, M. & Panizza, U. (2020). Local Crowding - Out in China. *The Journal of Finance*.

doi:10.1111/jofi.12966.

International Monetary Fund (IMF), (2018). *Managing Public Wealth*. Fiscal Monitor, Washington, October.

Lardy, N. (2019). *The State Strikes Back: The End of Economic Reform in China?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

Lin, J. Y., (2009). Beyond Keynesianism: the Necessity of a Globally Coordinated Solution. *Harvard International Review*, 31(2), Summer, 14-17.

Lin, J.Y., (2011). New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development. *World Bank Research Observer*, 26(2), 193-221 (中文, 林毅夫:《新结构经济学——重构发展经济学的框架》,《经济学(季刊)》2011年第1期)。

Lin, J.Y., (2019). China's Growth Deceleration: Causes and Future Growth Prospect. *Frontiers of Economics in China*, 14(1), 26-52.

Ramey, V. A. (2019). Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research? *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89–114.

Reinhart, C. M., Reinhart, V. R., & Rogoff, K. S. (2012). Public debt overhangs: advanced economy episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 69–86.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.

Traum, N., & Yang, S. C. S. (2015). When does government debt crowd out investment?. *Journal of Applied Econometrics*, 30(1), 24–45.

Woo, J., & Kumar, M. S. (2015). Public debt and growth. *Economica*, 82(328), 705–739.

## Local government debt and economic growth

### --An analysis based on local investment platform debt

**Abstract:** Utilizing the debt data of investment platforms in 28 provinces of China from 2006 to 2017, this paper investigates the impact of local government debt on economic growth. The empirical results show that a rise in local investment platform debt can significantly enhance economic growth, and this effect is still significant in the long run, indicating that in the current development stage, active counter-cyclical fiscal policy in China is used to remove infrastructure bottleneck and has a beyond Keynesianism policy effect. Mechanism analysis shows that investment platform debt can significantly increase the return on capital and investment growth rate of non-state-owned enterprises, and will not produce crowd-out effect. Under the background of preventing the local debt risk, this paper suggests to allow the local government in location with the existence of infrastructure bottleneck to adopt more active counter-cyclical fiscal policy in economic recession, which would fight recession, promote long-term growth and reduce the speed of government debt.

**Keywords:** Local investment platform debt; Economic growth; Beyond Keynesianism Fiscal policy

**JEL Classification:** E62, H74, O43

## 附录 A

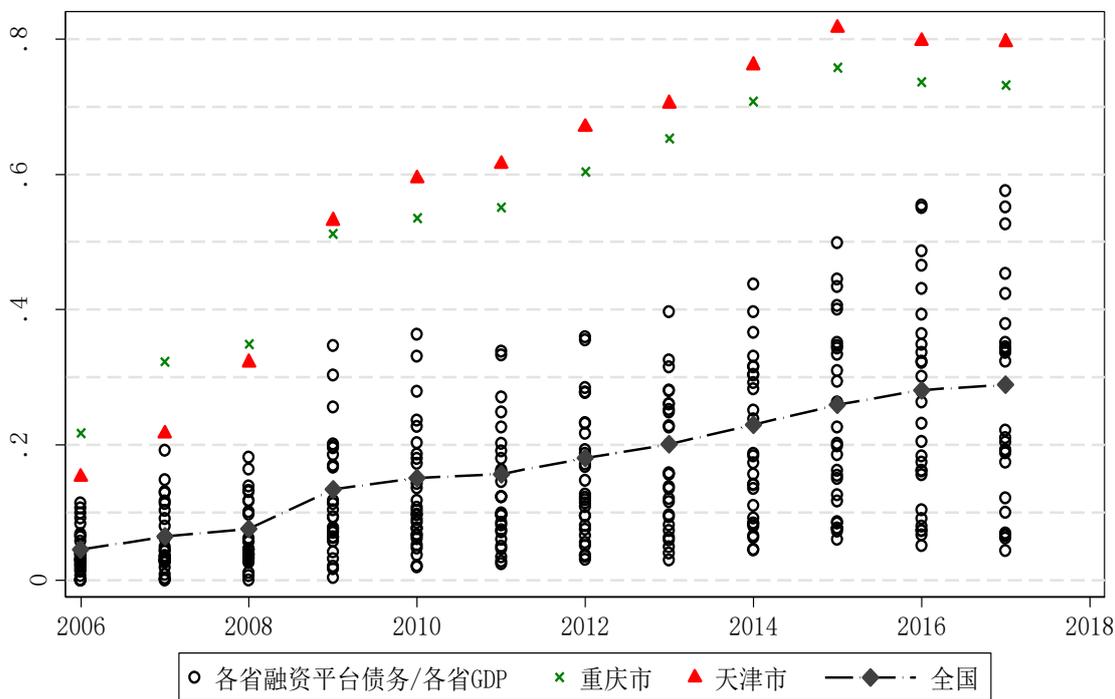


图 A1 历年各省投资平台债务与 GDP 比重的散点图

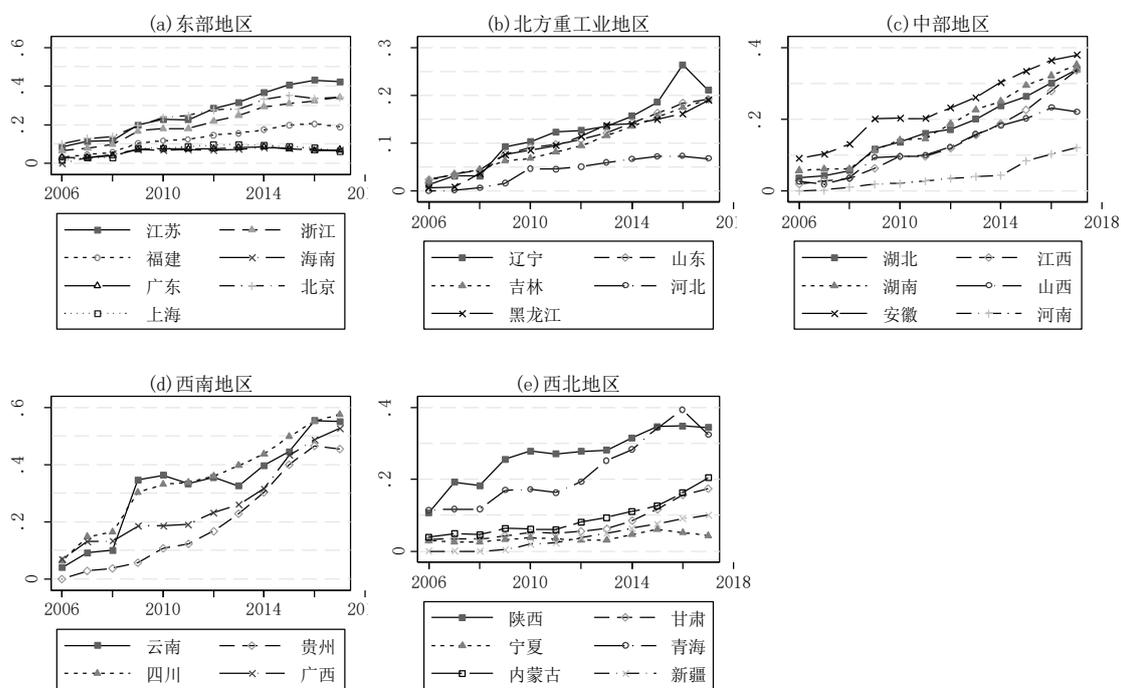


图 A2 各省投资平台债务占当地 GDP 比重的时序图

## 附录 B

表 B1 地方投资平台债务对总资本回报率的影响

被解释变量： 非国企资本回报率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L. debt	0.041*** (0.014)	0.062*** (0.020)	0.091*** (0.025)	0.050*** (0.014)	0.127*** (0.022)	0.150*** (0.028)
L. govy	0.015 (0.037)	0.016 (0.037)	0.030 (0.042)	-0.012 (0.033)	-0.012 (0.035)	0.015 (0.037)
L. iny	-0.004 (0.008)	-0.003 (0.008)	-0.001 (0.009)	0.002 (0.007)	0.007 (0.008)	0.009 (0.008)
L. soe	-0.003 (0.019)	-0.009 (0.019)	-0.018 (0.021)	0.005 (0.018)	-0.024 (0.020)	-0.046** (0.022)
L. fdy	-0.039 (0.073)	-0.046 (0.074)	0.013 (0.085)	-0.126* (0.067)	-0.181** (0.072)	-0.149* (0.078)
gpop	-0.046 (0.077)	-0.045 (0.077)	-0.035 (0.079)	-0.121* (0.063)	-0.112* (0.067)	-0.094 (0.064)
L. second	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001* (0.001)
L. third	0.001 (0.001)	0.001* (0.001)	0.001 (0.001)	0.001** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)
L. urban	-0.029 (0.042)	-0.047 (0.044)	-0.081 (0.051)	0.015 (0.038)	-0.039 (0.042)	-0.027 (0.045)
L. Dep	0.711*** (0.042)	0.698*** (0.043)	0.630*** (0.050)	0.320*** (0.036)	0.281*** (0.040)	0.198*** (0.044)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	308	308	280	280	280	252
R <sup>2</sup>	0.789	0.788	0.757	0.678	0.637	0.593
LM statistic (p-val)	-	141.532 (0.000)	105.527 (0.000)	-	107.068 (0.000)	72.419 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	265.755	167.867	-	172.129	98.418

注：总资本回报率定义为所有工业企业的利润总额与资产的比值。括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子，L. Dep表示因变量滞后项。其他变量含义与正文保持一致。

表 B2 地方投资平台债务对总投资增长率的影响

被解释变量： 非国企投资增长率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L. debt	0.101 (0.074)	0.286** (0.136)	0.432*** (0.166)	0.267** (0.107)	0.446*** (0.159)	0.527** (0.208)
L. govy	-0.296 (0.202)	-0.048 (0.273)	0.204 (0.299)	0.118 (0.265)	0.115 (0.266)	0.250 (0.302)
L. bankloany	0.011 (0.033)	-0.016 (0.043)	-0.021 (0.045)	-0.148*** (0.046)	-0.140*** (0.047)	-0.156*** (0.050)
L. soe	-0.003 (0.100)	0.087 (0.134)	0.119 (0.141)	0.192 (0.144)	0.139 (0.149)	0.123 (0.164)
L. fdy	0.412 (0.440)	0.893 (0.556)	1.451** (0.617)	-2.819*** (0.566)	-2.913*** (0.572)	-3.108*** (0.657)
L. openness	-0.147*** (0.055)	-0.212*** (0.074)	-0.311*** (0.083)	0.067 (0.078)	0.073 (0.078)	0.118 (0.089)
gpop	-0.740* (0.416)	-0.829 (0.565)	-0.912 (0.565)	0.072 (0.516)	0.106 (0.519)	0.246 (0.522)
L. second	-0.005 (0.003)	-0.001 (0.004)	-0.003 (0.005)	0.010*** (0.004)	0.010** (0.004)	0.009** (0.004)
L. third	-0.004 (0.004)	-0.002 (0.005)	-0.007 (0.005)	0.010** (0.005)	0.010** (0.005)	0.009* (0.005)
L. urban	0.109 (0.236)	-0.108 (0.324)	-0.155 (0.366)	-1.549*** (0.311)	-1.662*** (0.321)	-2.003*** (0.371)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	302	308	280	280	280	252
R <sup>2</sup>	0.653	0.550	0.580	0.597	0.593	0.587
LM statistic (p-val)	-	149.491 (0.000)	115.833 (0.000)	-	114.105 (0.000)	80.271 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	297.815	198.205	-	192.802	115.049

注：总投资增长率定义为所有工业企业固定资产投资的实际同比增长率。括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子。其他变量含义与正文保持一致。

表 B3 地方投资平台债务对非国企资本回报率的影响：经济下滑期结果

被解释变量： 非国企资本回报率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L. debt	0.057** (0.026)	0.144*** (0.038)	0.145*** (0.042)	0.043** (0.021)	0.111*** (0.030)	0.127*** (0.034)
L. govy	0.018 (0.063)	0.022 (0.065)	0.022 (0.065)	0.089* (0.050)	0.091* (0.052)	0.092* (0.053)
L. iny	0.006 (0.012)	0.010 (0.012)	0.010 (0.012)	0.023** (0.010)	0.027*** (0.010)	0.027*** (0.010)
L. soe	0.004 (0.036)	-0.034 (0.039)	-0.035 (0.039)	0.008 (0.028)	-0.022 (0.031)	-0.028 (0.032)
L. fdy	-0.075 (0.122)	-0.113 (0.127)	-0.114 (0.127)	-0.268*** (0.097)	-0.298*** (0.101)	-0.305*** (0.103)
gpop	0.061 (0.307)	0.234 (0.322)	0.236 (0.324)	-0.241 (0.244)	-0.105 (0.255)	-0.074 (0.261)
L. second	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
L. third	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
L. urban	-0.118 (0.080)	-0.209** (0.087)	-0.210** (0.089)	-0.050 (0.063)	-0.122* (0.069)	-0.138* (0.072)
L. Dep	0.646*** (0.059)	0.587*** (0.064)	0.586*** (0.065)	0.110** (0.047)	0.064 (0.050)	0.053 (0.052)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	196	196	196	196	196	196
R <sup>2</sup>	0.626	0.601	0.600	0.594	0.568	0.554
LM statistic (p-val)	-	83.422 (0.000)	66.999 (0.000)	-	83.422 (0.000)	66.999 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	149.923	100.829	-	149.923	100.829

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子，L. Dep表示因变量滞后项。其他变量含义与正文保持一致。

表 B4 地方投资平台债务对非国企投资增长率的影响：经济下滑期结果

被解释变量： 非国企投资增长率	k = 0			k = 5		
	(1) Two-way FE	(2) IV1	(3) IV2	(4) Two-way FE	(5) IV1	(6) IV2
L. debt	0.235 (0.160)	0.460** (0.225)	0.507** (0.252)	0.287** (0.136)	0.415** (0.191)	0.484** (0.214)
L. govy	0.368 (0.410)	0.360 (0.413)	0.359 (0.414)	-0.128 (0.349)	-0.133 (0.350)	-0.135 (0.351)
L. bankloany	0.139** (0.066)	0.152** (0.067)	0.155** (0.068)	-0.146*** (0.056)	-0.139** (0.057)	-0.135** (0.057)
L. soe	0.727*** (0.216)	0.655*** (0.223)	0.640*** (0.226)	0.252 (0.184)	0.211 (0.189)	0.189 (0.192)
L. fdy	2.042** (0.834)	1.973** (0.840)	1.959** (0.843)	-2.936*** (0.710)	-2.975*** (0.713)	-2.996*** (0.716)
L. openness	-0.396*** (0.115)	-0.395*** (0.116)	-0.395*** (0.116)	0.091 (0.098)	0.091 (0.099)	0.091 (0.099)
gpop	-0.879 (1.981)	-0.460 (2.014)	-0.372 (2.030)	-2.109 (1.686)	-1.871 (1.708)	-1.742 (1.723)
L. second	-0.002 (0.006)	-0.003 (0.006)	-0.003 (0.006)	0.015*** (0.005)	0.015*** (0.005)	0.015*** (0.005)
L. third	-0.008 (0.007)	-0.007 (0.007)	-0.007 (0.007)	0.017*** (0.006)	0.017*** (0.006)	0.017*** (0.006)
L. urban	-0.359 (0.511)	-0.550 (0.531)	-0.589 (0.541)	-1.687*** (0.435)	-1.795*** (0.451)	-1.854*** (0.459)
Time Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Province Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	196	196	196	196	196	196
R <sup>2</sup>	0.448	0.442	0.439	0.646	0.644	0.642
LM statistic (p-val)	-	86.488 (0.000)	69.240 (0.000)	-	86.488 (0.000)	69.240 (0.000)
C-D Wald F statistic	-	161.279	106.565	-	161.279	106.565

注：括号内为标准差。\*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著。L 表示滞后算子。其他变量含义与正文保持一致。