

论中国的“金融超发展”

黄 宪 黄彤彤

(武汉大学经济与管理学院, 湖北武汉 430072)

摘 要:金融对经济发展的正面作用毋庸置疑,但若金融发展超过实体经济发展达到一定程度时,是否反而会对经济增长产生负的影响?针对这一问题,本文提出了“金融超发展”的概念,意指当金融部门发展相对于实体部门发展“超”过一定程度,会带来资源的次优配置,并容易引发系统性风险,不利于经济的增长。通过修正的 AK 模型,本文对“金融超发展”的机理进行了阐述,并选取不同区间的中国省级面板数据,采用一阶差分广义矩估计(FD-GMM)方法对中国是否存在“金融超发展”现象进行了分析。实证研究的结果发现,在控制了影响经济增长的其他因素之后,金融发展对于经济增长的影响是非线性的。若金融部门超过实体部门发展达到一定程度时,会对经济增长产生负的影响作用。

关键词:金融超发展;金融深化;实体经济

JEL 分类号:E44, O10, O40 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2017)02-0026-16

一、引 言

在发展经济学和金融深化理论中有个基本共识,金融发展与经济增长是正相关的,即随着金融深化程度加强,经济会呈现增长的趋势。然而,自从金融危机以后,伴随着我国金融业的快速发展,理论界和实务界都面对一个现象(如图 1)并提出质疑:如果金融发展促进了经济增长,那么为什么从金融危机开始,中国的银行业利润率和代表实体经济的工业利润率差距越来越大?代表金融业发展的金融深化是否存在一个产生负作用的边界?金融链条的不断延伸和由此带来的金融结构日益复杂化,达到一定程度是否会抑制对经济增长的作用?本文基于对这些问题的质疑进行研究。

在国外与之相关的文献中, Schumpeter 早在 1912 年就指出银行对于经济增长的促进作用,开启了对金融发展和经济增长方面问题的研究。从这之后到 20 世纪 90 年代,此方

收稿日期:2016-07-21

作者简介:黄 宪,经济学博士,教授,武汉大学经济与管理学院,Email:hxian@whu.edu.cn.

黄彤彤,经济学硕士,武汉大学经济与管理学院,Email:huangtongtong_14@163.com.

* 本文受到教育部哲学社会科学研究重大课题“经济发展新常态下我国货币政策体系建设研究”(项目编号:15JZD013)的资助。文章仅代表作者的学术观点。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

面问题的讨论基本聚焦于金融发展对于经济增长的促进作用,包括 Goldsmith (1969)、McKinnon (1973)、Pagano (1993) 和 King and Levine (1993) 等。Levine (2005) 曾按照金融发展的功能观来定义对经济增长的作用:交易事前信用甄别和配置资本、交易事后监管企业并促进公司治理、风险分担以及动员储蓄和便捷交易。即金融发展通过自身的基本功能可以降低市场交易成本和信息成本,从而促进经济的增长。然而,鉴于金融危机的频繁发生和由此带来的恶劣影响,一些学者开始谨慎看待和重新审视金融发展对于经济增长的作用。Gennaioli et al. (2012) 从金融发展容易引发金融脆弱性的角度指出,金融创新由于被忽略的风险导致其被过多地创造,而一旦风险被识别,投资者会大范围抛售新产品,金融机构成为吸纳这些价值降低的金融产品的场所,但是由于金融产品过多地被创造,金融机构的自身规模不能够完全吸收这些金融产品,最后导致风险蔓延到整个金融系统乃至整个经济体。Murphy et al. (1991) 则侧重从资源配置的角度指出金融部门和实体部门都是创造经济价值的个体,但二者之间却有质的区别,实体部门是直接生产和创造价值的部门,而金融部门则是通过制度的安排进行财富再分配的部门,并不直接创造价值。由于资源是稀缺的,若金融部门超过实体部门发展过多,则会挤压用于实体部门直接创造价值的资源,降低经济的增长。对此,Ductor and Grechyna (2015) 进行了总结:即金融发展会带来较高的系统性风险、次优的资源配置、过热的经济产能以及增加经济运行的成本。有些学者甚至推论金融发展对于经济增长的影响不再是简单的线性关系,而是呈现一种有拐点的非线性关系 (Arcand et al., 2012; Cecchetti and Kharroubi, 2012; Law and Singh, 2014)。这意味着经济对于金融量 and 度的“容纳”是有限的,金融对于经济的影响同样受到促进经济增长的其他因素的制约。

因此,本研究提出“金融超发展”的概念,意指当金融发展到一定程度时,金融对于经济的促进作用达到最大,一旦超出这一程度,金融不仅不会促进经济增长,反而会通过对实体经济的“压榨效应”而抑制经济增长。需要强调的是,金融发展不足与“金融超发展”的现象在中国同时存在。中国的金融发展不足指的是金融发展的深度和广度达不到支持实体经济发展的需要,突出体现在普惠金融严重不足,以及在面对外部冲击时缺乏对国内金融资产保护和维持金融系统稳定的高品质金融衍生品和工具等领域。对于金融发展不足这部分,国内的研究已经比较充分了,我们在这里专门研究的是中国金融发展有偏的一面,即同时存在的“金融超发展”现象。这里所指的“金融超发展”不仅是增速的概念,更重要的是它还包括金融业机构类别和层次与实体经济不匹配、金融业内的利益链条过长以及与企业融资可获得性和便利性相悖的过于复杂的金融产品和技术,从而给实体经济带来融资成本提高和金融“脱实向虚”倾向的涵义。

早期国内一些学者运用中国的数据实证得出了金融发展对于经济增长的促进作用 (谈儒勇, 1999; 周立和王子明, 2002)。但现如今,随着我国金融部门的资产规模日益扩大,其所获收益与实体部门的收益差距越来越大,让人们不禁质疑金融发展是否真正促进了经济增长? 国内学者朱民 (2009) 从金融上层建筑与经济基础关系的视角出发,指出,虚拟经济以实体经济为基础,若虚拟经济膨胀太快,在规模上大大超过实体经济的承受范

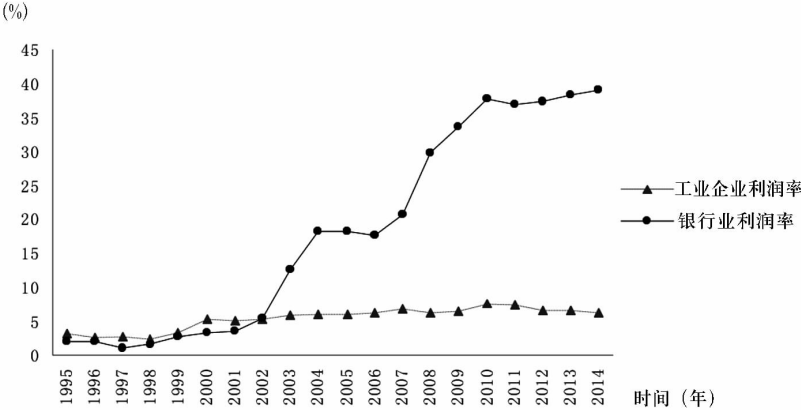


图 1 中国银行业和工业利润率的比较
数据来源：1996 - 2015 年中国金融年鉴

围时,它就与实体经济相脱节,形成严重的泡沫。而当泡沫破灭时,虚拟经济就被强制性地回归实体经济,但此时整个社会已付出沉重的代价。张杰等(2015a,2015b)从金融结构角度指出现阶段中国的金融中介与金融市场、影子银行和各类非正式金融机构形成的依次增强的隔离式、掠夺式金融体系已经对实体经济形成了掠夺和挤压效应。这种效应带来了制造业所需资本的短期化错配问题,影响其可持续发展。这表明,中国的金融发展带来的金融制度安排没有实质性地解决实体经济的外部融资需求问题,并已经明显偏离了林毅夫等(2006,2009)提出的与经济发展相匹配的最优金融结构,即在考虑金融发展和经济增长的关系时,不能割裂实体经济方面的特征,金融结构应该要与经济体要素禀赋结构所决定的产业结构相匹配,不能盲目追求金融深化。这些分析有助于我们理解金融深化和经济增长的关系,但正如胡海峰和倪淑慧(2013)所指出的,现有的实证研究多基于多国样本,容易忽略很多特质因素,不能与各国的实际情况相吻合。因此,本研究基于中国样本,来探究金融部门和实体部门发展水平的差异是否会影响金融发展对于经济增长的促进作用,如果会,又是在什么程度范围内影响的?影响机理又是怎样的?本文将结合“金融超发展”的概念和机理,对以上问题进行回答。

本文第一部分为引言,阐述研究目的是探究金融发展到一定程度是否会抑制对经济的促进作用,并提出“金融超发展”的概念。第二部分为理论和模型的构建,介绍“金融超发展”的存在机理,提出研究假说。第三部分为实证,检验中国是否存在“金融超发展”的现象。第四部分为结论和建议。

二、“金融超发展”模型的构建和机理

(一)“金融超发展”的存在性阐述

Pagano(1993)的 AK 模型作为内生增长模型的典型代表,主要揭示了金融发展对于

经济增长的影响机制。本研究根据需要,参照张金清和陈卉(2013)的研究,对AK模型进行适当修正,以描述金融发展与经济增长之间的关系以及“金融超发展”的状态和特征。

假设经济体是封闭的,本研究先列出六个等式,分成两组,第一组为生产函数,第二组为资本积累的表达式。

$$Y = BK^{\alpha}, B = AK^{1-\alpha}, Y = AK \quad (1)$$

$$\Delta K = \theta sY - \delta K, s = S/Y = (Y - C)/Y \quad (2)$$

上述两个式子中 K 代表资本存量,设其既包括物质资本,也包括人力资本。 B 代表技术因素, $A > 0$ 为资本的边际生产率,包含了技术因素。 C 代表整个经济体系中的消费总额, S 为储蓄总额, α 代表弹性系数,且 $0 < \alpha < 1$, s 代表储蓄率。 $\delta > 0$ 代表折旧, θ 为储蓄转换为投资的比例, $1 - \theta$ 代表资金在经济体中的现金漏损比率。

下面对资金在经济体中的消耗和损失占比作进一步分析:

首先是金融体系自身对资金的吸纳和低效空转、甚至是损耗。若用 FIN 代表金融状况,其数值可以用金融资产除以产出来近似表达。那么当资金流入金融部门后,一种状态是金融部门的正常吸纳,诸如金融中介收取的存贷款利差;另一种状态是在金融体系低效空转,表现为金融体系内部的利益输送和链条传递。图2显示了中国从2007年开始银行业非利息收入占总收入比重呈现总体上升的趋势,尤其在金融危机期间,该比值上升速度很快。一方面,非利息收入是中国利率市场化进程中银行业创新的体现,另一方面,它也包含了在金融业内部过度细分、拉长利益链条的一部分,如财务顾问费、咨询费等,如由于我国贷款利率实际受限,几乎所有银行在给中小企业放款时出于各种考虑不便提高利率,多采取提供没有针对性的范式财务或管理改善的咨询分析报告,收取较高的费用,它们的加入提高了银行贷款的实际利率或制造业负债的成本¹。再如通道费或产品过度复杂化等产生的费用,它们的加入以利益输送的方式在金融体系内部流转,这增加了社会经济产出的成本。以上由金融体系吸纳和耗损的资金可表示为 $cFIN(c > 0)$,式中的系数 c 代表金融部门内的吸纳和损失。

其次是既未进入金融体系也未投资于实体经济的现金漏损,例如居民持有的现金。这一部分的现金漏损将随着金融发展水平的提高(例如金融体系储蓄动员功能的加强)以递减的速度减少,可用函数 $\varphi FIN^{-\beta}(\varphi > 0, \beta > 0)$ 对它的状态和程度进行符合特征但不精确的描述,等式中的系数 φ 用来衡量资金的消耗和损失占比,系数 β 用来衡量金融发

1 将非利息收入/总收入作为“资金在金融体系内部的利益输送和链条传递”的指标,这毫无疑问是不太准确的,国内很多研究恰恰把它看作金融现代化的表现。我们基于以下考虑将其作为替代指标:在金融高度市场化的国家,银行的非利息收入主要来自金融衍生品的自营和代理交易,而我国银行的非利收入主要来自于各类合理和不合理的收费。2011年以来我国监管部门注重控制资金流向过剩产能行业,对银行采取了严格存贷比和信贷规模控制等措施来限制银行表内业务,但2012年又是金融监管将进入门槛降至最低和所谓金融创新最多的一年,类金融机构的出现和所谓“创新”如雨后春笋。博弈的结果是,银行业通过拉长业务链条的业务创新在表外业务中突破监管的制约,如“非标业务”等。这使得资金在整个金融体系内的更多环节上流转,增加了企业融资成本(对于企业来讲,除了银行,一笔融资增加的环节至少多出了信托、券商、保险、资管、律师事务所等)。由于不合理收费和内部利益链条的收入在整个非利息收入中占比很高,在没有更好的指标下,我们将其作为现象和趋势的代表。

展的储蓄动员弹性。

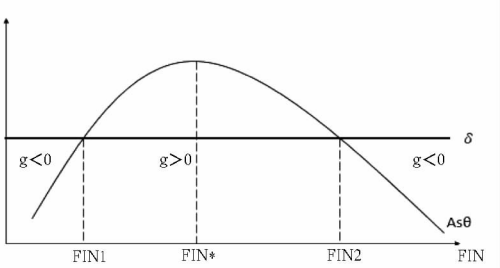
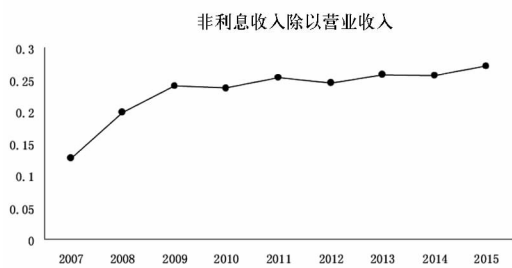


图 2 中国银行业非利息收入占总收入的比重
数据来源：国泰安数据库

图 3 不同金融发展水平下经济增长率的变化

那么, 综上两种消耗和损失的资金的加总为 $\varphi FIN^{-\beta} + cFIN$ 。则有

$$1 - \theta = \frac{\varphi FIN^{-\beta} + cFIN}{s}, \quad S = Y - C \tag{3}$$

对(3)式进行求导, 可得

$$d\theta/dFIN = \frac{\varphi\beta}{s} FIN^{-(\beta+1)} - \frac{c}{s} \tag{4}$$

由(4)式可知, 当金融发展水平提高时, θ 先增加后减少。

由此, 经济增长率可以表示为:

$$g_Y = g_K = \frac{\Delta K}{K} = \frac{\theta s Y - \delta K}{K} = \theta s A - \delta \tag{5}$$

结合(3)式和(5)式可以发现经济增长率是金融发展水平的函数, 并随着金融发展水平先增加后减少。

下面基于(5)式进行推理和分析:

- 1. 若 $\theta s A < \delta$ 总是成立的, 即经济增长率和 ΔK 始终小于 0, 这意味着整个经济体没有任何投资活动, 只有消耗没有产出, 这种情形在现实中不会出现。
- 2. $\theta s A \leq \delta$, 即除了 $\theta s A = \delta$ 所决定的金融发展水平, 其余金融发展水平所对应的经济增长率始终小于 0, 而在 $\theta s A = \delta$ 的时候, 经济增长率达到最大值 0, 这种情形抑制了经济总体上向前发展的可能性, 造成经济只会陷入停滞不前的状态。这明显与现实不符。
- 3. $\theta s A$ 与 δ 有大有小, 即 δ 横穿 $\theta s A$ 曲线, 此时 $\theta s A$ 与 δ 的大小关系取决于金融发展程度的变化。这种情形符合现实。见图 3:

(1) 在区间 $FIN < FIN1$ 中, $\theta s A < \delta$, $g_Y < 0$, 说明该区间的金融发展水平或程度未达到合理值, 即在金融不够发展的时候, 经济体系中愿意将资金动员起来的力度和能力不够, 经济无法有效增长。

(2) 在大于 $FIN1$ 小于 $FIN2$ 的区间中, $\theta s A > \delta$, $g_Y > 0$ 显示, 此时金融体系的功能得到了较好地发挥, 金融发展促进了经济的增长, 因此称该区间为金融适度发展区间。

(3) 在区间 $FIN > FIN2$ 中, $\theta s A < \delta$, $g_Y < 0$ 显示, 当金融发展超过一定程度时, 金融

对经济增长开始产生负向作用。不同于第(1)种金融发展水平不足的情形,此时金融供给小于经济增长所要求的正常供给的结果主要是通过金融链条的延长消耗了向实体部门的投资而引致的,因此我们定义该区间为“金融超发展”区间。

(4)当金融发展水平达到 FIN^* 时,金融发展对于经济增长的促进作用达到最大,超过这一水平,金融发展对于经济增长的边际影响为负。

综合上述推理和分析可知,在大于 FIN_1 小于 FIN^* 的区间内,金融体系对于经济增长产生递增的促进作用;在大于 FIN^* 小于 FIN_2 的区间内,尽管金融体系仍然对经济增长产生正向作用,但其边际影响为负;当金融发展水平超过 FIN_2 时,金融发展将对经济增长产生抑制作用,此时的状态即为“金融超发展”。

基于以上分析,从金融发展本身对于经济增长的影响关系考虑,一方面,适度的金融发展会通过合理发挥动员储蓄和配置资金的功能来降低经济交易的费用和信息成本,促进经济增长。另一方面,过多的金融发展会通过增加资金的消耗和损失,抑制经济增长,因此,本研究提出命题1。

命题1:金融发展对于经济增长的影响是非线性的。

(二)“金融超发展”的机理分析

上述的AK修正模型指出金融发展对于经济增长的影响是非线性的,说明单纯依靠金融部门的发展去促进经济增长是行不通的。事实上,金融部门规模和内容复杂程度的发展超过一定限度时,在增大其自身耗损的同时,也会通过与实体部门的交互差异对经济增长产生影响。下面将从内外两个因素来分析这种交互差异的影响。

1. 内部资源配置

随着金融部门发展表现出的规模大、利润高等特点,对劳动力市场上资源的分布会产生较大的影响。首先,受到当期工资率的影响,更优秀的人力资源会选择收入更高的金融部门。其次,会对社会下一期人力资本的培养决策造成影响,它将导致社会增加对金融部门人力资源的投入,不利于制造业部门后期人才的储备和培养。从图4的我国金融部门和制造业部门的年平均收入对比中可以看到,金融部门的平均收入水平持续地高于制造业部门,并且这种差距从2000年的4728元持续扩大到2015年的59453元,倍数差距从1.5扩大到2.1,而两个行业业务骨干和高管的薪酬差距更是高达十倍以上。这种巨大的差异已经对中国人力资源和人才培养的选择造成影响,同时,金融专业近年来在中国高校的热捧程度也证明潜在劳动力对从事金融行业的偏好程度。然而金融部门所能容纳的劳动力有限,只有那些达到一定标准的“优秀”人力资源才会被选中。若将劳动力的才能视为可衡量的指标,那么这会造成社会人力资源的分层,具有更高才能的人力资源流向金融部门,而具有次优才能的人力资源流向制造业部门。由此带来的结果是,一方面金融部门不仅能够始终得到充足的劳动力供给,使得其创新和发展有源源不断的高素质劳动力保障;另一方面则是支撑实体部门发展的优质人力资源供给的数量和质量都逐步下降,这会从内部导致制造业增长的乏力,更不利于制造业的转型升级和长远发展。超过某种限度后,它不仅会造成社会人力资源的浪费,甚至

会破坏金融行业与实体经济平衡发展,因为与实体经济不匹配的高智力过度金融创新对这社会往往是负效应。

2. 外部融资约束

实体部门的盈利状况与金融部门的盈利状况密切相关,若某些制造业部门的财务状况恶化,这种恶化会反映到金融部门的资产质量上,引起金融部门调高对这些制造业部门的投资门槛,再加上“超发展”所导致金融业内部利益链条拉长和与之相应的贷款实际利率(含费用)的上升,整个实体经济的融资成本提高,并使得那些财务状况已经恶化的制造业部门雪上加霜。从图 5 可以看出,在我国制造业的上市公司中,利息覆盖率(息税前利润/应付利息费用)²小于 1 的企业占比基本上处于一个上升的趋势。2007 年制造业上市公司中利息覆盖率小于 1 的企业占总制造业上市公司的比例为 13.64%,而到了 2012 年,这一占比达到 38.4%,增长了将近 3 倍。2015 年这一比例仍然高达 36.29%,说明了实体部门经营状况的恶化。这种恶化反映到银行等金融机构的财务状况中,表现为贷款质量的下降。因此,为了控制风险,金融机构此时必然会提高针对制造业发放贷款的门槛,提升风险溢价,从而增加实体部门融资的成本。另外,对于大部分被排斥在银行或直接融资体系之外的制造业中小企业,只能转而寻求成本更为高昂的影子银行等非正规金融体系,融资状况进一步恶化。这种情形引致社会预期的形成,会削弱社会对实体部门的投资信心,抑制投资者中长期投资意愿。2014 年和 2015 年中国人民银行发布的金融机构贷款投向统计报告显示,工业中长期贷款增速出现了不同程度的回落,反映了社会对实体部门投资意愿下降。

从资金的供给方,即从我国在金融系统中占主导地位的银行角度来看,一方面基于风险控制的需要会提高对制造业的贷款利率,另一方面,金融中介本身有强烈的趋利动机,贷款的流向自然会偏离制造业,流向利润更高的行业,这体现在贷款大量投放到高利润的房地产行业。2007 年房地产贷款规模为 4.85 万亿元,而到 2015 年这一规模达到 21.01 万亿元,增长了近 3.4 倍,表明房地产行业的贷款增速每年基本上达到 20%,远高于制造业贷款不足 10% 的年增速。如此高增速的房地产投资也说明了银行业资金对于房地产业的青睐程度,而获益于房地产业投资的金融部门与盈利状况不断恶化的实体部门发展水平的差距将会不断被拉开,上述发展模式的不重复更会加剧这一现象。

金融业与实业发展水平差距的扩大还会成为诱发金融系统性风险的重要因素:首先,实体部门的贷款质量将不断下降;其次,一旦房价下跌,房地产行业的信用风险也会急剧上升;前两类情形在表面上往往看不出来,但局部均衡与金融体系总体脆弱性的累积同时存在着。最后,若遭遇市场流动性紧缩或者基准利率上升等不利冲击,这种情形会加速信用风险的爆发,同时,金融经营的混业化和金融链条的复杂化更为信用风险较短时间内大范围传播创造了条件,最后将很快波及整个金融体系、甚至影响整个经济的发展。

2 利息覆盖率是衡量企业用自身利润偿还债务利息能力的指标。该指标大于 1 表示企业有偿还债务利息的能力,等于 1 表示能够勉强支付债务利息,小于 1 则表示企业偿还债务利息的能力不足。

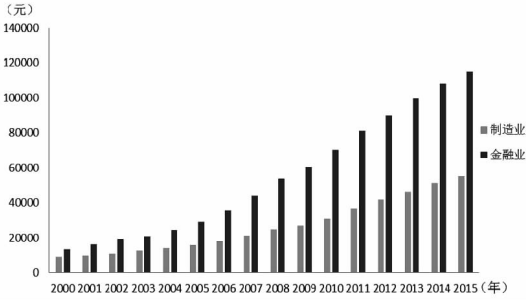


图4 制造业和金融业的年平均收入

数据来源:国泰安数据库

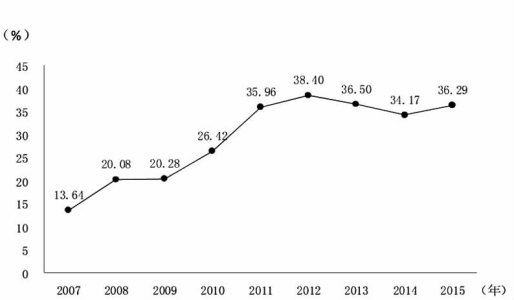


图5 制造业上市公司中利息覆盖率小于1的企业占比

数据来源:同花顺数据库

综上,结合实体部门和金融部门的交互差异分析,可以发现,金融部门相对实体部门的“超”发展,会引起实体部门内部优质人力资源的流失和外部融资条件的恶化,从而弱化实体部门的内在创新动力和可持续发展能力,并增加金融风险系统性爆发的可能性。因此,我们有理由认为一个好的经济发展模式必然要依靠金融部门与实体部门的适配和协调发展,反之,若金融部门发展超过实体部门发展过多和过快,则反而会抑制经济增长。故提出命题2。

命题2:金融发展对于经济增长的影响取决于金融部门与实体部门增长的适配性和发展的协调性。若金融部门超越实体部门需要的发展过多或内容过于复杂,则金融发展会抑制经济增长。

三、实证分析

根据图1,可以发现,自从金融危机以来,以银行为代表的金融业利润率与实体部门的利润率之间的差距越来越大,这让人们不禁质疑金融服务于实体的效力。而上述关于“金融超发展”的机理分析,又为这种现象提供了另一个角度的解释,即当金融部门发展超越实体部门发展太多、太快,会从内部资源配置和外部融资约束两个方面制约实体部门的发展,对经济增长产生抑制性作用。因此,为了证明以上假说是否成立,我们选取国内的省级面板数据来对其进行检验。

(一)模型设定及变量说明

本研究采用在经济增长实证模型中常用的分析逻辑,通过设定与本研究相关变量,构建计量模型来检验中国金融和实体部门发展与经济增长之间的关系。基本计量模型设定如下:

$$g_{i,t} = \alpha \ln(y_{i,t-1}) + \beta_1 FD_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t}(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) + \delta'X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \tag{6}$$

其中*i*表示省份,*t*表示时间,被解释变量 $g_{i,t} = \ln(y_{i,t}) - \ln(y_{i,t-1})$ 表示*i*省份*t*期的人均实际GDP增长率, $\ln(y_{i,t})$ 表示*i*省份*t*期的人均实际GDP的自然对数。解释变量 $FD_{i,t}$ 衡量金融发展,交叉项中 $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$ 代表金融部门超出实体部门发展的程度,这

里,金融发展对于经济增长的边际影响可表示为: $\beta_1 + \beta_2(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$ 。 $X_{i,t}$ 表示控制变量集。 η_i 是每个省份特有的个体效应,衡量了地理和文化等差异。 $\varepsilon_{i,t}$ 是随机误差项,假定其服从独立同分布。

具体而言,计量方程中的各变量含义如下:

$g_{i,t}$: i 省份 t 期的人均实际 GDP 的对数增长率,以 1983 年为基期,利用人均地区生产总值指数计算得到。

$FD_{i,t}$: 表征金融发展水平的变量,这里用社会总融资(直接融资和间接融资总和)除以地区经济生产总值($total$)表示。该指标综合考虑了直接融资和间接融资,较为全面地阐述了金融发展。其中,直接融资用各地区上市公司 IPO、SPO、配股增发以及公司债券实际募集资金之和表示,即直接融资 = 股票融资 + 债券融资 = IPO + SPO + 配股增发 + 公司债券。本研究选择 IPO 和 SPO 是刻意强调在资本市场上流向实体部门的资金配置。间接融资用各地区当年全部金融机构年末本外币贷款新增额衡量。可替代性的指标为贷款除以地区经济生产总值($loan$),侧重于对金融中介发展水平的衡量。

$g_{FD_{i,t}}$: 代表金融部门的增长率,用金融发展水平变量的增长率表示。

$g_{RS_{i,t}}$: 代表实体部门的增长率,这里用工业增加值的增长率($gind$)表示。实体部门代表经济中的制造业,制造业中排除建筑行业,选用生产性的工业企业为对象,用它们的产出增长率来衡量实体部门的发展程度。

$X_{i,t}$ 表示控制变量集,包括: $\ln(y_{i,t-1})$ 为 i 省 $t-1$ 期的人均实际 GDP; $govspd$ 为政府支出除以 GDP; edu 代表人力资本,用人均受教育年限((样本含小学文化程度人口数 $\times 6$ + 初中 $\times 9$ + 高中 $\times 12$ + 大专及以上 $\times 16$)/六岁以上抽样总人口)表示; $inflation$ 为通货膨胀,用消费物价指数(CPI)的增长率表示; $urban$ 为城镇化指标,用城镇人口除以总人口来表示。

基于图 1 的分析,本文首先聚焦于中国 31 个省区 2005 - 2014 年这一包含了特定金融危机时间段的区间来分析金融发展、实体部门发展和经济增长之间的关系。其中,地区生产总值、人均地区生产总值、政府支出、人均受教育年限、CPI 和城镇化的数据来源于国家统计局、《新中国 60 年统计资料汇编》和中经网统计数据库。各地区的存贷款数据以及直接融资相关数据来源于《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》、《新中国 60 年统计资料汇编》和各地区的《社会发展统计公报》。有关数据的描述性统计见表 1。

表 1 描述性统计

变量	含义	均值	标准差	最小值	最大值
g	人均实际 GDP 增长率	0.0004	0.0178	-0.0599	0.0601
$total$	社会总融资/GDP	0.1949	0.0914	-0.0665	0.5909
$loan$	贷款/GDP	0.9943	0.2876	0.5454	2.0243
$gind$	工业增加值增长率	0.2004	0.0892	-0.1363	0.4775

续表					
变量	含义	均值	标准差	最小值	最大值
(1) <i>gtotal and gind diff</i>	金融部门增长率与实体部门增长率之差 ³	0.0809	0.2270	-0.5713	1.3985
(2) <i>gloan and gind diff</i>		-0.1789	0.1743	-0.6708	0.5511
$\ln(y_{i,t-1})$	初始人均 GDP	6.3807	0.4522	5.7068	8.0390
<i>govspd</i>	政府支出/GDP	0.1995	0.0866	0.0830	0.5792
<i>edu</i>	人均受教育年限	8.3221	0.8073	6.5940	10.6469
<i>inflation</i>	通货膨胀率	0.0359	0.0249	-0.0235	0.099
<i>urban</i>	城镇化率	0.4712	0.1261	0.0066	0.8930

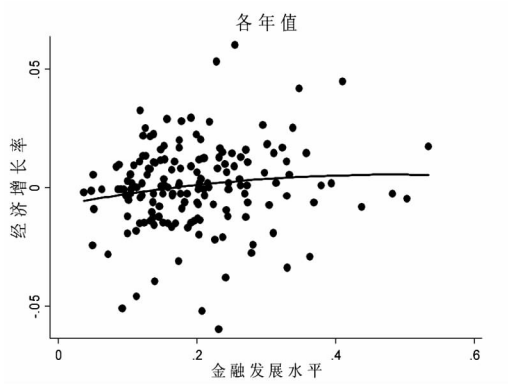


图6 社会总融资/GDP 与经济增长率⁴

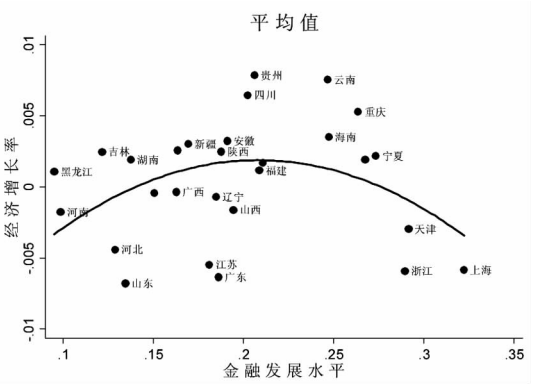


图7 各省的社会总融资/GDP 与经济增长率

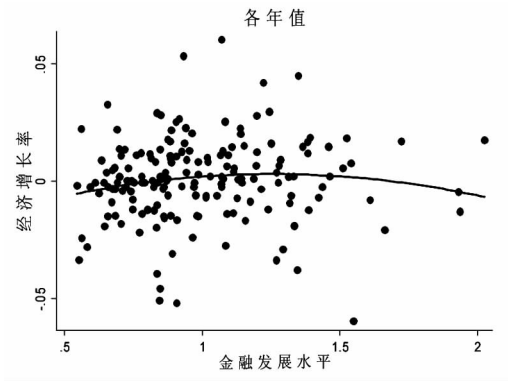


图8 贷款/GDP 与经济增长率

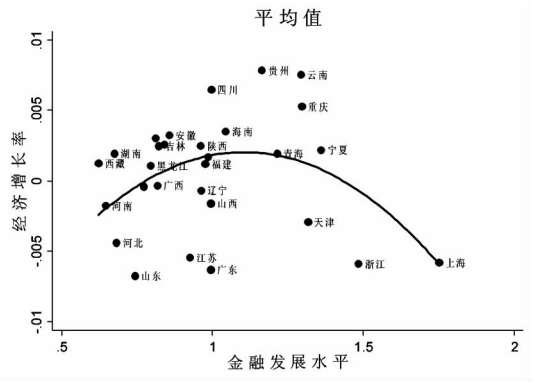


图9 各省的贷款/GDP 与经济增长率

³ 为避免同义反复,这里用金融规模的增长率减去实体部门的增长率来衡量,即采用社会总融资或者贷款余额的增长率减去实体部门的增长率,而不是社会总融资/GDP 或者贷款/GDP 的增长率减去实体部门的增长率。

⁴ 这里为剔除了异常值北京和内蒙古的样本。在包含了异常值的样本中,图形均呈现倒 U 型关系。图 7-9 中的样本同图 6。

通过描述性统计,可以看到各省区的社会总融资约相当于 GDP 的 19.49%,贷款余额约相当于 GDP 的 99.43%。在解释变量中,还列示了金融部门增长率与实体部门增长率之间的差额的描述性统计,可以看到,代表金融部门发展的社会总融资的增长率平均超过代表实体部门发展的工业增加值增长率约 8.09%。为了更直观地反映金融发展水平同经济增长率的关系,图 6-7 分别基于 2005-2014 年的省级面板数据和各省的平均值,用社会总融资/GDP 表示的金融发展水平对这种关系进行了刻画。可以看到,图 6 中经济增长率随着金融发展水平的上升而上升,但上升的幅度在逐渐下降;图 7 中金融发展水平对于经济增长率的影响呈现倒 U 型结构,这与图 3 的 AK 模型中得到的图形基本吻合。由于中国目前仍以间接融资为主,我们同样采用该区间内贷款余额/GDP 衡量的金融发展水平对这一关系进行了刻画(图 8-9),其数据特征同图 6-7 所描述的非线性关系相一致,而且更加清晰。

上述各图为我们的命题提供了初步的经验支持和直观判断,为了得到更加可靠的结论,我们还需要作进一步的计量分析。由于所选用的模型包含被解释变量的滞后项,交叉项的设置也具有内生性,以及经济增长率也可能影响金融发展水平,金融发展本身也是一个内生变量。因此,为了对计量方程中的上述内生性进行控制,本研究采用一阶差分广义矩估计(FD-GMM)方法进行分析,使用的工具变量矩条件为:

$$E[g_{i,t-s}(\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ 对于所有的 } s \geq 2, t \geq 3$$

$$E[X_{i,t-s}(\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1})] = 0 \text{ 对于所有的 } s \geq 2, t \geq 3$$

(二)实证结果及分析

表 2 首先列出了用社会总融资/GDP (*total*) 衡量的金融发展和用工业增加值增长率 (*gind*) 衡量的实体部门发展的实证结果,AR 序列相关性检验和 Sargan 过度识别检验的结果列示在底部,除对照组实证(1)外,检验结果均接受残差项不存在序列自相关和工具变量方程设定有效的原假设。

表 2 中第(1)栏显示了不含有交叉项的实证结果,用社会总融资/GDP 衡量的金融发展水平将会促进经济的增长,但其对经济的促进效应并不显著。第(2)栏考虑了金融发展和交互项的实证结果,可以发现,在 1% 的显著性水平下,方程(6)中参数 β_1 和 β_2 的估计值分别为 0.0678 和 -0.0331,此时,金融发展对于经济增长的边际效应(即图 3 中金融发展水平的斜率)可表示为: $0.0678 - 0.0331(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$,那么,当 $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) < \frac{0.0678}{0.0331}$ 时,金融发展将会促进经济增长,但这种促进作用随着金融部门相对实体部门增

长速度的提高而下降;当 $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) = \frac{0.0678}{0.0331}$ 时,金融发展对于经济增长的边际作用

为 0,且该边际作用所对应的金融发展水平正好对应图 3 中的 FIN^* ;当 $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) > \frac{0.0678}{0.0331}$ 时,金融发展对于经济增长的边际效应将为负值,且这种负向边际作用将随着金

融部门相对实体部门增长速度的提高而提高,当边际效应达到图 3 中点 $FIN2$ 所对应的斜率时,金融发展对于经济增长的影响将彻底为负。在我们的实证研究中,这些阈值显著存

在的经济学意义远远大于对它们计算的精确性,它们正好支持了我们的命题 2,即金融发展对于经济增长的影响取决于金融部门与实体部门的适配性增长,若金融部门相对于实体部门的发展超过一定程度时,会抑制金融对于经济的促进作用,甚至影响作用为负。第(3)栏考虑了金融发展和金融发展平方项的实证结果,此栏的实证是在原计量模型上的变动,目的在于只分析金融发展本身对于经济增长率的影响。可以看到,在 1% 的显著性水平下,金融发展项前的系数估计值为 0.2103,而金融发展平方项前的系数估计值为 -0.3028,这与描述性统计中得到的倒 U 型结构图相吻合,说明金融发展本身对于经济增长的影响是非线性的,符合命题 1 的证明。第(4)栏则同时考虑了金融发展的二次项和同实体部门发展的交叉项的作用,且金融发展平方项和交互项前的系数均显著为负,表明金融发展不仅会因为自身内部消耗而增加经济运行的成本,还会通过对实体部门的抑制性作用加大这种负面影响,从而扭曲经济的增长。

表 2 社会总融资/GDP 和工业增加值指标的实证结果⁵

解释变量: g	(1)	(2)	(3)	(4)
$ln(y_{i,t-1})$	-0.1763 ** (0.0769)	-0.1825 ** (0.0734)	-0.2124 *** (0.0764)	-0.2015 *** (0.0727)
$total$	0.0180 (0.0274)	0.0678 ** (0.0269)	0.2103 *** (0.0733)	0.1822 *** (0.0645)
$total\ squared$			-0.3028 *** (0.1120)	-0.2031 ** (0.1006)
$total(gtotal\ and\ gind\ diff)$		-0.0331 *** (0.0088)		-0.0294 *** (0.0079)
$govspd$	0.0151 (0.0566)	-0.1080 * (0.0567)	-0.0565 (0.0572)	-0.1195 ** (0.0556)
edu	-0.0293 *** (0.0041)	-0.0261 *** (0.0038)	-0.0274 *** (0.0039)	-0.0267 *** (0.0036)
$inflation$	0.0360 (0.0710)	-0.1081 (0.0801)	0.1218 * (0.0740)	-0.0536 (0.0164)
$urban$	0.0698 *** (0.0180)	0.0605 *** (0.0172)	0.0735 *** (0.0173)	0.0613 *** (0.0164)
$cons$	0.2033 *** (0.0278)	0.2040 *** (0.0257)	0.1730 *** (0.0268)	0.1958 *** (0.0253)
N	218	218	218	218
AR(2) - test(p - value)	0.1122	0.2449	0.0949	0.2028
AR(3) - test(p - value)	0.4201	0.9217	0.4046	0.8899
Sargan test(p - value)	0.0083	0.2667	0.2361	0.5069

注: **、*、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平下显著,括号中的数据为标准误差。

5 这里列出的是一步 GMM 的实证结果,我们还考虑了两步 GMM 和经过误差修正的 GMM 估计方法,实证结果均支持我们的命题。

接下来,我们来看其他控制变量的影响:前期以对数形式表示的人均实际 GDP 对于经济增长率的影响显著为负,这表明金融危机期间的经济增长呈现的是一种聚敛效应;除不包含交叉项和二次项的实证(1)外,政府支出对于经济增长的影响作用为负,说明金融危机期间政府支出对于经济的带动效应有限;而值得注意的是,虽然很多学者指出人力资本对于经济发展水平的影响为正,但是这里的实证表明用人均受教育年限衡量的人力资本对于经济增长率的影响在 1% 的水平上显著为负,这说明人力资本在扭曲配置下对于经济增长的作用存在着边际效应且影响为负,这个结论也与本研究前面分析得出的我国目前人力资源知识层级结构在各产业内的分布结构不合理、且将抑制实体经济增长的逻辑推理高度一致;通货膨胀呈现的是一种不确定关系,而城镇化对于经济增长率的影响显著为正,这与机理分析的预期相一致。

其次表 3 列出了稳健性检验的结果。这里进行稳健性检验的目的在于考察数据区间长度延长以及指标的不同定义是否会明显改变金融发展对于经济增长的影响效果和显著性。前面为了关注图 1 中金融部门利润率和实体部门利润率的差异而将区间锁定在 2005 - 2014 年的特定金融危机阶段,这里将这一区间放宽到 1985 - 2014 年,研究整个时间跨度内金融发展水平同经济增长的关系。关于 AR 序列相关性检验和 Sargan 过度识别检验的结果同样列示在底部,表明残差项三阶及三阶以上序列不相关,并且,模型设定有效。

表 3 显示的是贷款/GDP 衡量的金融发展水平和工业增加值增长率衡量的实体部门发展水平的实证结果。在不考虑交叉项和平方项的实证(1)中,金融发展对于经济增长的影响为正;加入交叉项的实证(2)中,金融发展对于经济增长的作用受到金融部门相对于实体部门增长率的影响,即随着金融部门超过实体部门发展的差距越大,金融发展水平对于经济增长的边际效应将由正变为负值,并可能抑制经济的增长,映证了定理 2;加入平方项的实证(3)中,金融发展的系数估计值仍显著为正,但是金融发展平方项的系数估计值虽为负值,但并不显著,结合实证(2)可以说明,金融发展对于经济增长的非线性关系不仅是金融发展水平自身造成的,更是由金融部门发展同实体部门发展的不匹配造成的,所以在考虑金融发展对于经济增长的影响时,需要结合实体部门的发展综合分析;第(4)栏既考虑了代表金融部门相对于实体部门发展的交互项,又考虑了金融发展的平方项,可以发现,金融发展与经济增长的非线性关系更主要的是由金融部门发展同实体部门发展不匹配造成的。总体而言,稳健性检验的实证结果与表 2 的实证结果相一致,也让我们有理由认为金融发展与经济增长的关系是非线性的,并且这种关系受到金融部门相对于实体部门发展的影响,只有当金融部门与实体部门协调发展时,才能促进经济增长⁶。

6 感谢武汉大学金融系刘岩老师对本文中肯的意见和何璇同学的前期贡献。

表 3 稳健性检验⁷

解释变量: g	(1)	(2)	(3)	(4)
FD	0.0134 * (0.0072)	0.0206 *** (0.0070)	0.0544 * (0.0301)	0.0510 * (0.0287)
$FD(g_{FD} - g_{RS})$		-0.0459 *** (0.0077)		-0.0469 *** (0.0077)
FD^2			-0.0177 (0.0126)	-0.0136 (0.0121)
N	671	671	671	671
AR(2) - test (p - value)	0.0614	0.0078	0.0536	0.0073
AR(3) - test (p - value)	0.2308	0.3183	0.2416	0.3247
Sargan test (p - value)	0.6495	0.4526	0.5892	0.5568

注：***、**、* 分别代表在 1%、5%、10% 水平下显著,括号中的数据为标准误差。

四、结论及建议

本研究首先提出“金融超发展”的概念以及它与经济增长的关系,明确指出,当金融发展相较于实体经济发展超过一定程度时,会对经济增长产生抑制作用。然后对“金融超发展”的存在性和机理进行了阐述,提出了本研究要论证的两个命题,并利用不同区间的中国省级面板数据对金融发展以及金融部门和实体部门发展差异对于经济增长的影响关系进行了计量分析,实证结果与本研究机理分析的结论吻合:(1)在控制其他影响经济增长的因素之后,金融发展自身会对经济增长产生非线性影响;(2)在考虑到金融部门和实体部门发展的交互差异作用后,又会对经济增长产生不同的影响。具体而言,当金融部门增长率与实体部门增长率之差 $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) = -\frac{\beta_1}{\beta_2}$ 时,金融发展对于经济增长的边际影响为零;当金融部门超出实体部门发展的程度越多,金融发展对于经济增长的抑制性作用越明显。可见,这些结果有效地支持了我们前面所提出的命题,并清晰地阐述了“金融超发展”的负面影响。

针对“金融超发展”带来的问题,提出如下几点政策建议:(1)适度评价和对待金融发展。金融发展有利于经济增长和发展,这是毫无疑问的。然而,把金融发展对经济的促进作用过于夸大,在政策上用过了头,出现“金融超发展”,特别是金融业内部利益链条拉长和与之相应的贷款实际利率(含费用)的上升,很可能会出现反作用,对实体经济产生负

7 这里省略了控制变量的系数估计结果,仅显示我们关心的主要指标的实证结果。

向的“挤压”效应。因此政府、特别是地方政府对“金融优先”和“金融为王”的理念和做法要有理性的思考和适度的政策安排;(2)金融业与实体经济应实现大致相匹配的平衡发展。当金融和实体部门发展差异较大时,除了抑制实体经济发展外,金融过度深化还容易加大引发系统性风险爆发的可能性。因此,对金融监管进行改革,一方面要提高监管部门对影子银行等游离在监管之外的金融机构和交易的信息捕捉能力,同时提高金融监管部门对混业经营巨大能量的协同监管能力;(3)合理利用金融创新。依据我国目前金融发展水平而言,衍生品金融机构各类策略和产品的金融创新在很长一段时间内不仅不会萎缩,反而会蓬勃发展,关键不在于单纯控制这些策略和产品的数量和规模,而在于对其与实体经济需要的内适配性,以及对它们结构性风险的识别和把控,金融监管者应更加专业,对金融创新的正负效应进行准确的事前评估,对其负面效应进行约束;(4)实体经济部门要对金融发展和创新提高敏感性和接纳度,充分利用金融发展带来的降低交易费用和缓解信息不对称的有利环境,提升自身运行效率,从而也可起到避免资源的次优配置,更有效地促进经济增长。

参 考 文 献

- [1] 胡海峰和倪淑慧,2013,《金融发展过度:最新研究进展评述及对中国的启示》,《经济学动态》第 11 期,第 88 ~ 96 页。
- [2] 黄宪和吴克保,2009,《我国商业银行对资本约束的敏感性研究——基于对中小企业信贷行为的实证分析》,《金融研究》第 11 期,第 103 ~ 118 页。
- [3] 黄智淋和董志勇,2013,《我国金融发展与经济增长的非线性关系研究——来自动态面板数据门槛模型的经验证据》,《金融研究》第 7 期,第 74 ~ 86 页。
- [4] 林毅夫和姜烨,2006,《经济结构、银行业结构与经济发展——基于分省面板数据的实证分析》,《金融研究》第 1 期,第 7 ~ 22 页。
- [5] 林毅夫、孙希芳和姜烨,2009,《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》第 8 期,第 4 ~ 17 页。
- [6] 谈儒勇,1999,《中国金融发展和经济增长关系的实证研究》,《经济研究》第 10 期,第 53 ~ 61 页。
- [7] 张杰和杨连星,2015a,《资本错配、关联效应与实体经济发展取向》,《改革》第 10 期,第 32 ~ 40 页。
- [8] 张杰和杨连星,2015b,《中国金融压制体制的形成、困境与改革逻辑》,《人文杂志》第 12 期,第 43 ~ 50 页。
- [9] 张金清和陈卉,2013,《我国金融发展与经济增长关系的适度性研究》,《社会科学》第 5 期,第 39 ~ 49 页。
- [10] 朱民等,2009,《改变未来的金融危机》,中国金融出版社,2009 年 3 月第一版 213 ~ 215 页。
- [11] 周立和王子明,2002,《中国各地区金融发展与经济增长实证分析:1978 - 2000》,《金融研究》第 10 期,第 1 ~ 13 页。
- [12] Arcand, J., Berkens, E. and Panizza, U. 2012. “Too Much Finance?” *International Monetary Fund Working Paper*, No. 161.
- [13] Arellano, M., and Bond, S. 1991. “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations” *The Review of Economic Studies Limited*, 58(2): 277 ~ 297.
- [14] Cecchetti, S. G. and Kharroubi, E. 2012. “Reassessing the Impact of Finance on Growth” *BIS Working Paper*, No. 381.
- [15] Diamond, D. 1984. “Financial Intermediation and Delegated Monitoring” *Review of Economic Studies*, 51: 393 ~ 414.
- [16] Ductor, L. and Grechyna, D. 2015. “Financial Development, Real Sector, and Economic Growth” *International Review of Economics and Finance*, 37: 393 ~ 405.

- [17] Gennaioli, N., Shleifer, A. and Vishny, R. 2012. “Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility” *Journal of Financial Economics*, 104(3):452~468.
- [18] Goldsmith, R. 1969. *Financial Structure and Development*, Published by Yale University Press.
- [19] Law, S. H. and Singh, N. 2014. “Does too much finance harm economic growth?” *Journal of Banking and Finance*, 41: 36~44.
- [20] Levine, R. 2002. “Bank – based or Market – based Financial Systems: Which Is Better?” *Journal of Financial Intermediation*, 11:398~428.
- [21] Levine, R. 2005. *Finance and Growth: Theory and Evidence*. in Philippe Aghion and Steven Durlauf, eds, *Handbook of Economic Growth*, The Netherlands: Elsevier Science.
- [22] McKinnon, R. I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C. : Brookings Institution.
- [23] Murphy, K., Shleifer, M. A. and Vishny, R. W. 1991. “The Allocation of Talent: Implications for Growth” *The Quarterly Journal of Economics*, 106(2):503~530.
- [24] Pagano, M. 1993. “Financial Markets and Growth” *European Economic Review*, 37:613~622.
- [25] Rajan, R. G., and Zingales, L. 1998. “Financial Dependence and Growth” *American Economic Review*, 88:559~586.
- [26] Santomero, A. M., and Seater, J. J. 2000. “Is There an Optimal Size for the Financial Sector?” *Journal of Banking and Finance*, 24:945~965.
- [27] Schumpeter, J. 1912. *The Theory of Economic Development*, Published by Harvard University Press.

On the Exceeding Financial Development in China

HUANG Xian HUANG Tongtong

(Economics and Management School, Wuhan University)

Abstract: No one would doubt on the positive relationship between financial development and economic growth, but what if the financial development grows much faster than the real economy to a certain level, will the development exert a negative impact on economic growth? In order to solve this problem, this paper proposes the concept of exceeding financial development, referring to a situation that financial sectors develop faster than the real economy to a certain degree which would lead to the sub – optimal allocation of resources, systemic risk of society and lower economic growth. On such basis, this paper explains the mechanism of exceeding financial development by modifying the AK model and intends to testify whether the exceeding financial development situation exists in China through first – order difference generalized method of moments (FD – GMM) using a different time range of Chinese provincial panel data. The results show that after controlling relative factors affecting the economic growth, the relationship between financial development and economic growth is nonlinear and if the financial sectors develop higher than the real economy to a certain level, the development would exert negative influence on economic growth.

Key words: Exceeding Financial Development, Financial Deepening, Real Economy

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)