

文章利用省际面板数据分析了金融发展与中国经济增长源泉之间的关系,结论表明,贷款规模这一众所周知的金融变量并没有对我国经济增长起到推动作用,反而起到了抑制作用,这种抑制性的产生主要是通过影响经济增长的各个源泉——资本存量、TFP 和储蓄率——来实现的。稳健性检验也表明了贷款规模对我国 GDP 增长和 TFP 增长的负向影响这一结论的可靠性。综合分析可知,我们一致看好的金融手段并没有有效促进经济增长,我国的金融制度安排已经影响到了 TFP 的积累水平。

关键词: 金融发展; TFP; 增长源泉

中图分类号: F830. 0 文献标识码: A 文章编号: 1003—5656(2013)05—0075—11

金融发展、TFP 抑制与增长源泉

——来自中国省际面板数据的证据

何诚颖^{1,2} 徐向阳² 陈锐² 陈建青³

(1. 浙江财经学院,浙江 杭州 310018; 2. 国信证券股份有限公司,广东 深圳 518000;

3. 中国社会科学院 经济研究所,北京 100836)

一、引言

中国经济高速增长,即使在国际金融危机爆发后逐步企稳的 2009 年也保持了较好的增长势头,政府在扩大内需的一揽子政策措施作用下,经受住了金融危机的严峻考验。在全球动荡的后金融危机时代,中国高速的经济增长与良好的金融稳定政策是分不开的,这引起了来自西方发达国家学者的关注,同时也吸引了国内大量金融学者的眼球,近十几年来,就金融发展与经济增长关系的研究与日俱增,从事增长理论的专家学者也逐渐从金融的视角来解读中国的增长奇迹。

中国经济增长与宏观稳定课题组(2007)^[1]曾指出了关于中国金融发展与经济增长关系的几个典型化事实:第一,国家隐性担保下的信用扩张激励了投资驱动型的增长;第二,货币供给速度长期高于 GDP 增长;第三,金融制度虽逐步完善,但金融体系的功能尚待改进;第四,在开放经济的条件下,宏观经济面临来自金融市场的冲击。从改革这段时间的过程来看,它们在一定程度上代表了我国金融发展与改革的进程特点,我们国家虽然在短短三十多年的时间里实现了经济增长的奇迹,但这个奇迹的背后有着很多制度上的、要素上的与管理上的保障为支撑,金融因素就是其中之一。虽然在国际学界一直存在着关于金融发展作用的争议,如 Goldsmith(1965)^[2]、Mckinnon(1973)^[3]等的支持派,以及 Robinson(1952)^[4]、Stein(1989)^[5]等的反对派,但作为一国生产要素的润滑剂,无论在实质性还是间接性作用上都对经济起着一定的推动作用,其正面效应不能一概否认。

回顾我国的金融发展历程,我们最初的金融体系是以银行为中心的、体制性支配资源的功能体系,

计划经济时期是靠拨款向企业注入资金,市场经济下实行了“拨改贷”的政策,资金渠道由原来的财政部门转移到国有银行部门,四大国有银行除了履行银行必要的一些职能外,主要是承担政府政策导向性的贷款任务,到现在我国的金融体制与银行功能仍然以政府主导为主,政府为了加快经济建设步伐,通过一系列政策性干预方式来为国企等国有部门融资^[6],银行对这些企业无法进行风险信用评估,接下来的问题就是银行坏账,其名义上是道德风险与逆向选择问题,而实质上是国家为快速发展经济而生成的风险透支。

随着全球一体化速度的加快,我国在金融市场运行方面日益受到外界因素的影响^[7],那么,在这个特殊且必要的转型阶段,我们国家的金融发展与经济增长的关系是否与其他国家相似?是否有着自己独特的特点?根据王晋斌(2007)^[8]的分析,我国金融发展采取的是一种金融控制政策,而不是传统文献所指的金融抑制政策,那么这种独特的金融控制是否影响到了金融的增长效应?其具体地影响机制怎样?是通过哪些要素来传递到GDP上的?这些问题的重提是非常必要的,而纵观国内文献,大多数还是着重于对金融发展与经济增长的关系探讨,如谈儒勇(1999)^[9]、沈坤荣和张成(2004)^[10]、王晋斌(2007)^[8]、武志(2010)^[11]等。而我们想要进一步深入到金融对经济增长源泉的影响机理上,本文实则可看成是在中国经济增长与宏观稳定课题组(2007)^[11]工作的进一步推进,试图在国外成形的理论与经验支撑证据上添加我们国家的经验事实。

二、文献综述

在传统的发展经济学中,就金融发展的作用这一问题一直存在着两个不同的观点:一些学者认为,金融市场在经济生活中扮演着很重要的角色(Goldsmith,1965^[12];Mckinnon,1973^[13];Shaw,1973^[12]),而另一些学者认为,金融在经济社会中所起的作用以及对一国经济增长的影响并不大(Robinson,1952^[14];Stein,1989^[15]),甚至是被高估了(Lucas,1988^[13]),事实上,熊彼特早在1911年就指出金融中介在一国经济发展中的重要性(Schumpeter,1912^[14]),金融中介部门通过影响储蓄资源的配置来改变经济发展的路径,金融与发展的重要关系主要体现在金融中介对一国生产力增长与技术变迁的影响上。

从概念本身出发,金融部门之所以提供的是实质性服务而不是虚拟服务,主要在于如下几个功能:(1)金融部门可以生产与企业投资相关的有用信息并且有效配置社会资本(Kashyap,Rajan and Stein,2002)^[15]。(2)金融部门可以监控企业并进行公司治理(Aghion,Dewatripont and Rey,1999)^[16]。(3)金融机构可以进行风险交易、风险分散以及风险管理(Accemoglu and Zilibotti,1997)^[17]。(4)金融机构能够动员和集中储蓄资金。企业的发展离不开资金的投资,没有多元化的投资,很多生产过程便会受到无效规模经济的限制(Sirri and Tufano,1995)^[18]。(5)金融机构的出现便于商品与劳务的交易。

根据如上对金融功能的讨论可知,金融发展同经济增长还是有较为紧密的联系,经济学家对此判断的差别在于影响程度上,以及影响是直接的还是间接的。实证方面,金融与增长的关系经历了逐渐深入的研究过程。首先关注金融中介与经济增长之间联系的代表性文献是King and Levine(1993a^[19],1993b^[20]),其中King and Levine(1993a)^[19]以80个国家1960—1989年为样本,通过同期截面回归和跨期回归两种方法对金融发展与经济增长进行了分析,结论表明:(1)金融发展水平与经济增长率、物质资本积累率以及资本配置效率的关系均是较为显著和稳健的正向关系;(2)金融发展水平可以预测经济增长。

King and Levine(1993b)^[20]在 King and Levine(1993a)^[19]的基础上进一步对金融制度做了理论和实证探讨,其中专门就金融市场与经济增长做了简短综述,在此基础上发展出了金融中介的熊彼特模型,对金融创新、金融中介的均衡水平以及金融产品的定价都做了深入分析;实证方面,他们在 King and Levine(1993a)^[19]的方法基础上又添加了案例分析,对阿根廷、智利、印尼、韩国、菲律宾等国家的金融改革做了分析,结论表明:(1)金融部门扭曲降低了创新水平和速度,不利于经济增长;(2)大量经验分析表明金融制度在一国经济发展过程中是极为重要的,金融制度越发达,高质量的企业与企业项目越容易被提供融资资金,多样化的风险分散和风险创新又促进了企业的不断创新,从而刺激了经济不断增长,推动了经济社会的不断发展。

在如上分析的基础上,一些经济学家又运用时间序列数据对金融与增长的关系做了分析,代表性文献如 Neusser and Kugler(1998)^[21]和 Rousseau and Wachtel(1998)^[22]。其中,Rousseau and Wachtel(1998)^[22]以美国、英国、加拿大、挪威和瑞典五个国家 1870-1929 年的时序数据进行分析,在 1870-1929 年的高速工业化期间,金融中介在真实部门的活动中仍占有决定性的地位,但是金融发展的反馈效应(Feedback Effects)并不是十分显著,结论的确表明金融发展在处于工业化的国家经济发展过程中起到了促进作用。

然而部分学者认为,这些文献并没有深入探讨金融发展与经济增长的因果性,即使 King and Levine(1993a^[19],1993b^[20])预测了金融的作用,但也没有给出明确的因果性答案(Rajan and Zingale,1998^[23];Beck et al.,2000^[24])。Rajan and Zingale(1998)^[23]就 King and Levine(1993a)^[19]的伪因果性结论给出了质疑:(1)金融发展与经济增长可能同时受到一些我们忽略的变量的影响,比如家庭对储蓄的偏好,由于储蓄的内生性可影响经济的长期增长率,因而经济增长与初始金融发展水平的相关性就不足为奇了;(2)由信贷比率或股票市场资金规模所描述的金融发展会预测经济增长,仅仅是因为金融市场可以预测增长,股票市场将增长进行现值的资本化处理,因而金融发展不过是增长的主导因素之一,但不是原因性的因素。而真正将金融对增长的因果性进行分析的文献当属 Rajan and Zingale(1998)^[23]、以及 Levine et al.(2000)^[25]。

Beck et al.(2000)^[24]在以上文献的基础上将 King and Levine(1993a^[19],1993b^[20])拓展,进一步分析金融发展与经济增长及其源泉的联系。该文以 63 个国家为样本,以 1960-1995 年为区间,同时运用跨国工具变量回归(IV)与广义矩估计(GMM)两种方法。结论表明,金融中介发展与经济增长率和 TFP 增长率存在显著的正相关关系,私人信贷每提高 1%,则经济增长率就提高 2.215%,TFP 增长率就提高 1.5%,引入控制变量后该回归仍是稳健的。而金融中介发展与人均资本增长率和私人储蓄率的关系就很模糊,在计量分析中也不是很显著。

根据上面的文献回顾可以发现,人们对金融发展与经济增长联系的研究已经深入到金融发展从微观机制来影响增长源泉,进而影响长期的经济增长率。就刚刚经历改革开放 30 多年与金融发展仍处于初期阶段的中国而言,深入探讨金融发展与经济增长二者的关系有着积极且深刻的意义,一些国内的文献给出了较为严谨的分析,然而这些文献仍然只停留在对关系的探讨上,而没有深入到对增长源泉解释的高度。本文希望从金融发展对增长源泉的解释力出发,以 Beck et al.(2000)^[24]为理论基础,试图全面考察金融发展程度对我国增长源泉的影响。

三、数据、变量与方法

为了考察金融发展对我国经济增长源泉的影响,首先要界定金融发展的衡量指标与增长源泉的衡量指标。根据 King and Levine(1993a)^[19] 的设定,他们使用流动性负债占 GDP 之比(LLY)、商业银行存款占国内总资产之比(BANK)、非金融私人企业贷款占国内贷款总额之比(PRIVATE)和非金融私人企业贷款占 GDP 之比(PRIVY)来测度金融发展水平,后续研究也大多以该类指标为主,或稍有变动。由于我国金融业发展尚不完善,一些数据难以获得,故本文使用省际存款余额占 GDP 之比(deposit)与省际贷款余额占 GDP 之比(depth)来表征金融发展,存款余额占 GDP 之比描述了信贷能力,贷款余额占 GDP 之比描述了金融深度,两项指标的数据对应于中国金融年鉴的银行业金融机构各项存款和贷款细目。

增长源泉是指经济增长的动力源泉,最初由总量生产函数的分解方法所得,如资本贡献、TFP 贡献等。传统文献用金融发展来考察对经济增长的影响,虽然结果有较大差异,但已经形成较为成熟的两派观点,但是在经济增长的背后机制方面做深入探讨则是研究增长源泉的问题,故我们认为研究金融发展与经济增长源泉之间的关系是非常必要的,特别是我国金融业刚刚起步,改革开放也才三十多年,金融发展对我国经济增长的影响势必非常重要,但这种影响是通过哪种方式影响的?其背后的影响机制是怎样的?本文的经验分析目的就在于此。Beck et al.(2000)^[24]在 King and Levine(1993a^[19],1993b^[20])的基础上作了拓展,进一步分析了金融发展与经济增长及其源泉的联系,他们使用实际人均 GDP 增长率、人均资本增长率、人均生产力增长率和私人储蓄率四个指标来描述增长源泉,其中人均生产力增长率的处理是根据公式 $Prod = Growth - 0.3 * Cap_growth$ 计算所得,另外,他们在使用资本存量增长率之外又加入了投资增长率,以更好地描述增长源泉的动力构成。本文沿用 Beck et al.(2000)^[24]的做法,也将用这五个指标来测度我国经济增长的源泉,不同的是,我们在其基础上细分了城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率,以反映我国城乡差异的国情特点。这样,我们使用的增长源泉指标共由六项构成,分别是实际 GDP 增长率(gdp_growth_rate)、资本存量增长率(k_growth_rate)、投资增长率(invest_growth_rate)、TFP 增长率(TFP_growth_rate)、城镇居民储蓄率(saving_rate_urban)与农村居民储蓄率(saving_rate_rural)。

由以上对金融发展与增长源泉的解释可建立模型如下:

$$y_{it} = [\text{deposit}_{it} \text{ depth}_{it}] \alpha + X'_{it} \beta + \varepsilon_{it}$$

其中被解释变量 y_{it} 分别为实际 GDP 增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP 增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率,用于衡量经济增长的源泉。解释变量为省际存款余额占 GDP 之比与省际贷款余额占 GDP 之比,用于衡量金融发展。 X 为控制变量,主要引入了:(1) 第三产业比重(thd_ratio),用以衡量一国经济结构的转型特点;(2) 人口自然增长率(natural_rate),用以描述人口对经济的影响;(3) 城市化水平(unban_rate),用以描述城市化对经济增长的贡献,这里使用地区城镇人口占总人口的比值来表征;(4) 政府收入占 GDP 之比(rev_rate)与政府支出占 GDP 之比(sp_rate),用以衡量政府规模对经济的干预力度。上式中 i 表示样本省份, t 表示年份, ε 表示误差项。

以上所需数据中,实际 GDP 增长率、投资增长率、城镇居民储蓄率、农村居民储蓄率、第三产业比重、人口自然增长率、城市化水平与政府收支比来源于 CEIC 数据库或经源数据简单计算整理所得;省际存款余额占 GDP 之比与省际贷款余额占 GDP 之比由中国金融年鉴的银行业金融机构各项存款和贷款细目源数据整理所得;资本存量增长率由中国经济增长与宏观稳定课题组(2007)^[11]公布的 30 个省市

自治区资本存量数据整理所得; TFP 增长率根据 Beck et al. (2000)^[24]的方法计算所得,其中,省际资本存量选用课题组(2007)^[11]估算的数据,省际劳动力的数据用历年《中国统计年鉴》的省际总人口数来代替。不同之处在于,本文依据课题组(2007)^[11]测算的我国改革 30 年来资本产出弹性均值 0.57 和劳动产出弹性均值 0.42,由 Solow 余值法计算得到 TFP 增长率。从国际范围对比来看,中国的资本产出弹性是很高的,这充分说明了改革以来中国经济处于大规模的资本积累阶段,属资本主导型增长模式,从这一角度来看,资本产出弹性 0.57 的使用是较为合理的。以上数据长度为 2000—2009 年,由于西藏部分指标的数据缺失,故剔除,样本省个数为 30 个。本文在数据使用上的特点有两个:第一,较大范围地使用中国经济增长与宏观稳定课题组(2007)^[11]的数据,原因是,随着市场主体在经济发展中的角色上升以及资产定价机制的形成,中国作为一个从计划经济向市场经济转型的发展中国家,正经历着一个经济资源存量的快速资本化过程,以此为理论基础对资本、TFP 等的测算是较为符合当前国情的;第二,课题组(2007)^[11]指出,中国经济的资本化与市场化一样,都是在赶超型增长战略和政府管制的条件下展开的,这一模式在过去是行之有效的,也促进了经济的规模扩张和一定程度的效率改进,但却也不可避免地产生了诸多问题,但该文在估算出相关指标后并未对我国的金融环境加以考量,而根据前文所述,我国的金融体制与银行功能仍然以政府主导为主,政府为了创造 GDP 仍然使用政策性干预的非市场方式来为国企部门融资,这种金融抑制问题已有一些文献阐述,如沈坤荣和张成(2004)^[10]、武志(2010)^[11]等,本文意在使用课题组(2007)^[11]的数据来考察金融抑制是否真正构成了对中国经济的增长威胁,以在该课题组的研究基础上增添我们在金融方面的贡献。

四、回归结果与分析

为了全面分析金融发展与我国经济增长的源泉之间的关系,本文首先用全国 30 个省市自治区的数据,然后分东、中、西部地区进行分析。我们使用省际面板数据来回归,由于经济增长及其源泉与金融发展之间存在内生性问题,因此我们参照 Beck et al. (2000)^[24]的系统 GMM 方法,即同时利用差分方程和水平方程来估计参数,对于差分的 GMM 方程,外生的控制变量作为标准的工具变量,内生的解释变量的滞后作为 GMM 型的工具变量;对于水平方程,我们则采用内生的解释变量的一阶差分作为其 GMM 型的工具变量。

(一) 全国水平

首先考察省际存款余额占比与省际贷款余额占比分别对实际 GDP 增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP 增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率的影响,在此基础上形成模型(1)、(3)、(5)、(7)、(9)和(11),除省际贷款余额占比对 TFP 增长率的影响系数不显著外,其他系数均在 0.01 的水平上显著,这表明当只考察金融发展对增长源泉的影响时,指标的解释力是较强的。然后引入第三产业比重、人口自然增长率、城市化水平、政府收入比重和政府支出比重五个控制变量,以检验金融发展对增长源泉解释力的稳健性,在此基础上形成模型(2)、(4)、(6)、(8)、(10)和(12),模型回归结果见表 1。在 GDP 增长率的回归方程中,不管是否考虑控制变量,省际存款余额占比和省际贷款余额占比的系数都很显著,这表明,存款规模的增加提高了我国的经济增长率,而贷款规模的增加却降低了经济增长率。根据王晋斌(2007)的分析,地区商业银行的存款规模与贷款规模有着较大的相关性,故同时使用这两个指标要注意是否存在共线性的问题,这里我们考察了省际存款余额占比与省际贷款余额占比的相关性,

其值为 0.873,相关性较高,因而下面将单独考察省际存款余额占比和省际贷款余额占比对 GDP 增长率的影响。我们发现,当不考虑贷款规模时,存款规模对 GDP 增长率没有明显的影响;而当不考虑存款规模时,贷款规模对 GDP 增长率起到明显的抑制作用。贷款规模对我国经济增长的影响为负向而存款规模的作用并不明显的这一结论与沈坤荣和张成(2004)^[10]、王晋斌(2007)^[18]的分析结果一致。但同时考虑存贷款规模效应时,我们会额外发现存款规模对 GDP 增长率有显著影响的结论。

在资本存量增长率的回归方程中,与 GDP 增长率的回归方程结论相同,省际存款余额占比和省际贷款余额占比的系数都很显著,贷款规模的增加明显降低了资本存量增长率,而存款规模则明显增加了资本存量增长率。这里我们同样考虑到存贷款指标的相关性,对存贷款规模进行单独考察,结论与 GDP 增长率回归方法的结论一致,单独考虑存款规模,我们可能会得到其对资本存量增长率无显著影响的结论。在后面其他回归方程的分析中,除了城镇居民储蓄率方法外,单独考虑存款规模,都无法发现其对经济增长源泉的显著正向影响,虽然存款规模与贷款规模有较强的相关性,但这种程度的相关性并没有达到较为严重的多重共线性,因此后面的分析中不再对单独考虑存贷款规模进行赘述。

对投资增长率分析,我们发现:存款规模的增加提高了经济的投资增长率,而贷款规模对投资增长率有显著的负面影响,后者说明随着贷款规模的增加,还想保持以前高速的投资增长率是很困难的。

对 TFP 增长率分析的结论^①是:存款规模对 TFP 增长率有显著的正向影响,而贷款规模则是显著的负向影响。

对居民储蓄率分析的结论分别是:存款规模对城镇居民储蓄率有促进作用,而对农村居民储蓄率起抑制作用;贷款规模对城镇居民储蓄率起抑制作用,而对农村居民储蓄率有促进作用。可见,存贷款规模的影响在城镇与农村有着明显的倒置关系,这从另一个角度说明了我国明显的城乡差异特点。

通过如上对经济增长源泉的回归分析可知,贷款规模并没有对我国经济增长起到推动作用,反而是抑制作用,这种抑制作用的产生主要是由于以下两个原因所致:(1)贷款规模直接导致了我国 TFP 增长率的下滑;(2)贷款规模对城镇居民储蓄率起抑制作用,对农村居民储蓄率有促进作用。根据王晋斌(2007)^[18]的分析,我国金融发展采取的是一种金融控制政策,而不是传统文献所指的金融抑制政策,该文指出了三个表现,即(1)居民参与政府主导下的股票市场交易与银行中介交易,尽可能地让信贷资金流向有政策支持的企业;(2)信贷政策造成了我国的区域信贷分割局面,如国企占据了四大行的大部分信贷资金;(3)金融中介部门与部分财政资金相关项目绑定,使得金融部门不得不履行一定的财政职能。这种金融控制政策并没有真正发挥出金融部门的五个功能,至少在有效配置社会资本、进行公司治理和风险管理方面难以做到,而这些金融功能的发挥与否直接关系到企业的正常运行以及研发创新等活动,如果企业在发展壮大过程中得不到应有资金的支持,那么无疑企业的创新度将不可能提高,而作为一个国家整体也就失去了应有的创新产品,这意味着,由金融控制政策所引致的资金配置不当、风险管理无效与公司治理缺失使得企业无法获得资金去实现创新,这直接导致了一国 TFP 积累能力的下降,因而抑制了经济增长。从本文使用的省际面板数据可以得到证实,增长源泉里面的 TFP 增长率直接受到了贷款规模的负向影响,而资本存量、投资水平并未受到影响。故沈坤荣和张成(2004)^[10]、王晋斌(2007)^[18]等文献所得的“金融发展抑制了经济增长”这一结论主要是由于金融发展抑制 TFP 增长率所导致的,而与其他要素无直接关联。

^①无控制变量和有控制变量的方程在对存款规模影响 TFP 增长率的结论并不一致,考虑到方程无法拒绝控制变量的联合显著性,我们以有控制变量的方程的结果做出结论,之后的分析都根据该逻辑进行判断。

另一方面, 贷款规模对城乡居民储蓄率的差异化影响使得我国工业化过程中的储蓄率效应产生左右摇摆, 本来已有的巨大城乡收入差距、城乡基础设施差距、城乡社会保障差距等就已经造成了我国经济发展的不稳定, 而金融发展的这种不平衡式影响又在这个已有负担上又加了一个城乡差距。另外, 由于我国工业化的发展特点主要是以城镇为主的地理集聚发展为主, 这样, 贷款规模对城镇居民储蓄率的抑制作用直接使得资金补充能力下降, 进而影响到了经济增长。然而从整体来看, 储蓄率的影响远不及 TFP 对经济的影响, 因此我们认为, 之所以我国金融发展并没有对经济增长起到推动作用的原因, 主要是由于现有的金融控制政策抑制了我国 TFP 的增长, 使得 TFP 对经济的巨大促进作用无法发挥出来。

(二) 地区水平

由于我国东中西部地区存在巨大的差异, 故分地区考察金融发展与增长源泉的关系就变得更加重要。回归方程的设置不变, 被解释变量依次是实际 GDP 增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP 增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率, 解释变量为省际存贷款余额占 GDP 比值, 为了稳健性起见, 也引入了五个控制变量, 即第三产业比重、人口自然增长率、城市化水平、政府收入比重和政府支出比重。我们将分东部、中部和西部地区三个样本来回归, 结论如下:

东部地区, 存贷款余额占比对 GDP 增长率和 TFP 增长率都有显著影响, 而对资本存量增长率、投资增长率和储蓄率没有显著影响。可见, 东部地区的存贷款规模对地区经济增长起到的作用主要是通过影响 TFP 增长率来实现的, 影响方向与全国水平是一致的。中部地区, 存贷款规模对 GDP 增长率、资本存量增长率和城镇储蓄率都有显著影响, 贷款余额占比对投资增长率有显著影响, 存款余额占比对 TFP 增长率有显著影响; 贷款规模对资本存量的积累效应和投资增长率的正向影响虽然在全国不明显, 但在中部地区十分明显。

表 1 金融发展与增长源泉—全国水平

	gdp_growth_rate		k_growth_rate		invest_growth_rate		tfp_growth_rate		saving_rate_urban		saving_rate_rural	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
deposit	11.270 0.000	17.352 0.000	6.952 0.000	4.264 0.005	14.702 0.008	10.496 0.075	2.890 0.341	11.370 0.000	10.617 0.000	7.421 0.000	-9.199 0.027	-5.542 0.234
depth	-26.203 0.000	-30.124 0.000	-16.934 0.000	-16.159 0.000	-31.320 0.000	-15.112 0.059	-8.351 0.067	-21.509 0.000	-19.662 0.000	-15.966 0.000	15.450 0.002	13.442 0.014
thd_ratio		-0.589 0.001		0.257 0.010		-0.563 0.044		-0.268 0.197		0.266 0.040		-0.325 0.293
natural_rate		-0.958 0.091		-0.548 0.016		-2.313 0.000		0.360 0.528		-0.077 0.783		0.068 0.898
urban_rate		0.071 0.673		-0.064 0.326		-0.228 0.180		0.200 0.363		-0.107 0.304		0.046 0.795
rev_rate		-0.295 0.709		0.121 0.633		-1.844 0.145		0.755 0.306		-0.194 0.596		-0.596 0.394
sp_rate		-0.124 0.885		-0.039 0.895		2.877 0.050		-1.764 0.058		0.466 0.292		0.460 0.551
Sargan test (p-value)	0.708	0.742	0.706	0.826	0.665	0.789	0.750	0.893	0.710	0.808	0.789	0.913
Serial correlation test(p-value)	0.348	0.534	0.771	0.932	0.063	0.255	0.095	0.205	0.065	0.789	0.243	0.101
Provinces	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Observations	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300

注: 奇数行为参数估计值, 偶数行为对应 p 值

比较东部和中部地区的分析结果,我们的结论是,中部地区的存贷款规模影响地区经济增长的渠道与东部地区不同。中部地区的存款规模对地区经济增长起促进作用主要是通过加速城镇居民储蓄率的积累。而中部地区的贷款规模对地区经济增长起抑制作用则是通过其负向影响资本存量的积累和投资水平的提高以及减少了城镇居民的储蓄能力来实现的。

在西部地区,贷款余额占比对 GDP 增长率、资本存量增长率和城镇储蓄率有显著影响,存款余额占比对农村居民储蓄率有显著影响,可见,西部地区的贷款规模对地区经济增长起抑制作用,主要表现为贷款规模的增加直接导致了地区资本存量积累的减少和城镇储蓄率的降低,从而影响到了当地的经济增长。

通过全国水平与地区水平的综合分析可得,金融发展与增长源泉的关系在全国与地区水平上有一定的差别,主要体现在不同的影响路径上。整体上看,不管是全国水平还是地区水平,金融发展中的贷款规模都不利于我国经济的长期增长。进一步从增长源泉的角度分析,从全国水平来看,金融发展对我国经济增长的抑制作用在各个不同的增长源泉都有明显的影响;而就地区水平来说,东部地区主要是通过抑制 TFP 增长率,中西部地区主要是通过抑制资本存量与储蓄率。综上所述,我国经济增长的强劲动力不是金融发展,恰恰相反,我们一致看好和发展的金融手段反而不利于经济增长,这主要是由于我国的金融政策表现为金融控制政策,这种控制直接造成了金融扭曲,给企业发展与创新带来融资的困难,影响了我国的经济增长的各个增长源泉,从而抑制了经济增长。然而从地区范围来看,比较各地区水平的 GDP 回归方程的系数可知,东部地区受到这种影响的程度最小,我们认为,这与东部地区改革开放与经济发展有关,就融资渠道而言,东部较中西部地区有更多的融资来源,且与海外联系较为频繁,故金融发展对经济的抑制作用在东部最小。而与之对应的是中西部,地区样本的分析表明了中西部地区的金融发展的确抑制了当地的经济增长,这可能与之前所说的金融控制政策有关联,政府之手对中西部的控制远远超过了对东部的控制,故其对经济造成的不利影响也远大于东部地区。

五、稳健性检验

为了更全面地确定以上分析结果的合理性,我们将对问题进行两种稳健性检验,第一种是增加金融发展的指标,看结果是否稳健。根据 Beck et al. (2000)^[24]等文献,衡量金融发展的指标不仅仅有信贷规模,还有股票市场等信息,故这里在省际存贷款余额占 GDP 之比的基础上加入股票市价总值占 GDP 之比和保险收入占 GDP 之比两个指标,其中股票市价总值的数据来源于 2005—2009 年中国金融年鉴(2005 年以前没有该指标的数据),由于部分数据缺失,我们作如下处理:北京 2005 年和 2006 年的股票市价总值数据用北京统计局网站公布的“股票交易”指标代替,江西 2005 和 2006 年、湖南 2005 年、广东 2005 年和 2006 年、重庆 2005 年和 2006 年、贵州 2005 年和 2006 年的股票市价总值数据来源于各省统计局公布的国民经济和社会发展统计公报。保险收入数据来源于 2005 年—2009 年中国金融年鉴的“全部保险机构保险费收入”指标。第二种是将 30 个省市自治区按照贷款规模分成两组进行回归,考察金融发展影响的稳健性。王晋斌(2007)在这方面的处理方法是,将中国的金融控制政策导致的资金分割市场划分为金融控制强的区域与金融控制相对弱的区域,再对两个区域的样本进行分析。我们的方法是:首先,由于贷款规模在金融发展的衡量效果上被较多文献所认可,故我们计算各省贷款余额占 GDP 之

比的时间序列均值(2000年—2009年),其数值为1.06;其次,根据各省的数据大小把全国样本分成贷款规模均值大于等于1.06的组($depth_mean \geq 1.06$)和小于1.06的组($depth_mean < 1.06$);最后,对两个分组样本进行回归并对比得出结论。

(一) 稳健性检验 I

我们将金融发展的衡量指标增加为存款余额占GDP之比($deposit$)、贷款余额占GDP之比($depth$)、股票市价总值占GDP之比($stock$)和保险收入占GDP之比($insurance$)四个指标,被解释变量仍为实际GDP增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率,控制变量也不变,分别估计实际GDP增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率的影响因素方程,由于股票市价总值的数据只能从2005年开始,所以面板数据的时间长度仅为2005—2009年5年。在GDP增长率的方程中,稳健性检验表明,贷款规模对经济增长率的抑制作用仍然是显著的。在资本存量增长率和投资增长率的回归方程中,贷款规模对经济的影响均不显著。在TFP增长率的回归方程中,贷款规模对经济增长率的抑制作用也是极为显著的,这与全国水平的分析结果一致。而在城镇居民储蓄率、农村居民储蓄率的方程中,贷款规模的影响是不显著的。通过这几个检验可知,虽然时间长度仅为5年,但当引入股票市值规模与保险收入规模后,贷款规模的影响仍然是十分显著的,其他金融指标也存在一定的影响,另外,贷款规模对增长来源的解释因素里只有TFP增长率是显著为负的,进一步说明了贷款规模通过对TFP增长率的负向影响来抑制经济增长这一结论的稳健性。

(二) 稳健性检验 II

我们仍然使用全国水平的方程,解释变量只有存款余额占GDP之比和贷款余额占GDP之比,被解释变量仍为实际GDP增长率、资本存量增长率、投资增长率、TFP增长率、城镇居民储蓄率与农村居民储蓄率,控制变量不变,如前所述的分组情况为:贷款规模均值大于等于1.06的组样本包括北京、天津、山西、辽宁、吉林、上海、浙江、海南、重庆、贵州、云南、陕西、甘肃、青海和宁夏15省,贷款规模均值小于1.06的组样本包括河北、内蒙古、黑龙江、江苏、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、四川和新疆15省,结论是,不管是高贷款规模的样本还是低贷款规模的样本,贷款规模对经济增长率的负向影响是通过影响各个经济增长源泉来实现的,这一结论与全样本的结果一致。

六、结论性评述

我们通过对30个省市自治区的面板数据分析了金融发展与中国经济增长源泉之间的关系,全国数据表明,贷款规模并没有对我国经济增长起到推动作用,反而起到了抑制作用,这种抑制性的产生主要由以下三个原因所致:(1)贷款规模导致了我国资本存量增长率和投资增长率的下降;(2)贷款规模直接导致了我国TFP增长率的下滑;(3)贷款规模对城镇居民储蓄率起抑制作用,对农村居民储蓄率有促进作用。而地区水平的数据证实,东部贷款规模是通过影响TFP增长率来抑制经济增长,中西部贷款规模则是通过影响资本存量增长率、投资增长率和城镇储蓄率来抑制经济增长。相对存款规模的影响而言,贷款规模对我国经济增长的负向影响是稳健的,因此,综合这几种分析可知,我国经济增长的强劲动力不是金融发展,恰恰相反,我们一致看好和发展的金融手段反而不利于经济增长,更为关键的是,我们目

前的金融制度安排已经影响到了我国经济增长的各个源泉。

本文的分析表明: 中国的金融发展的确没有给经济带来增长效应, 正好相反, 我们得到的是负面效应, 而这种负面效应的源头就是金融发展抑制了 TFP 的增长。中国目前的金融机构如大型国有银行的贷款大部分贷给了央企, 而很少能贷给中小企业, 这也是国内普遍较热的中小企业贷款难的问题, 而恰恰中小企业私企才是较为高效的运作企业, 国企低效已是不争的事实, 故部分学者认为金融机构的贷款起到负面作用恰恰是这种贷款结构出了问题所致。由贷款结构不合理所引致的主要问题就是金融机构的低效问题, 金融机构的低效率正在成为金融发展促进经济增长的绊脚石, 内生金融发展转化为经济发展的动力机制尚存在障碍。而我们认为, 这个绊脚石正是金融控制政策, 控制在一定程度上是高效的, 在改革初期也是必要的, 但随着国家开放步伐的不断加快, 若仍然推行控制政策, 则无法实现金融发展的内生性目标, 其对经济的增长效应也就无从谈起。金融体制改革只有进一步将着眼点放在鼓励金融开放与狠抓金融质量上, 中国的经济增长才会在一个崭新的金融体制下跑得更加稳健、更加安全。

参考文献:

- [1] 中国经济增长与宏观稳定课题组. 金融发展与经济增长: 从动员性扩张向资源配置的转变[J]. 经济研究, 2007, (4).
- [2] GOLDSMITH, R. W., Financial Structure and Development[M]. Yale University Press, New Haven, CT, 1969.
- [3] MCKINNON, R. I., Money and Capital in Economic Development, Brookings Institution[M]. Washington, DC, 1973.
- [4] ROBINSON, J., The Generalization of the General Theory, in: The Rate of Interest and Other Essays[M]. Macmillan, London, 1952.
- [5] STEIN, N., The Economics of Development: A Survey[J]. The Economic Journal, Vol. 100, 1989, 597 - 685.
- [6] 何诚颖, 卢宗辉. 流动性过剩对证券市场的冲击效应分析——基于海外经验与中国实践的实证研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2009, (7).
- [7] 何诚颖, 卢宗辉. 沪深股市限售股制度安排及流通效应分析[J]. 管理世界, 2009, (4).
- [8] 王晋斌. 金融控制政策下的金融发展与经济增长[J]. 经济研究, 2007, (10).
- [9] 谈儒勇. 中国金融发展和经济增长关系的实证研究[J]. 经济研究, 1999, (10).
- [10] 沈坤荣, 张成. 金融发展与中国经济增长: 基于跨地区动态数据的实证研究[J]. 管理世界, 2004, (7).
- [11] 武志. 金融发展与经济增长: 来自中国的经验分析[J]. 金融研究, 2010, (5).
- [12] SHAW, E. S., 1973, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, New York, NY.
- [13] LUCAS, ROBERT E., On the Mechanics of Economic Development[J]. Journal of Monetary Economics, 1988, 22: 3 - 42.
- [14] SCHUMPETER, JOSEPH A., Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung (Dunker and Humboldt, Leipzig); translated by Redvers Opie, 1934, The Theory of Economic Development[M]. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1912.
- [15] KASHYAP, ANIL K., RAGHURAM RAJAN, and JEREMY C. STEIN, Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit - Taking[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(1): 33 - 73.
- [16] AHION, PHILIPPE, MATHIAS DEWATRIPONT, and PATRICK REY., Competition, Financial Discipline and Growth[J]. The Review of Economic Studies, 1999, 66(4): 825 - 852.
- [17] ACEMOGLU, DARON and FABRIZIO ZILIBOTTI., Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and

Growth[J]. The Journal of Political Economy, 1997, 105(4): 709 – 751.

[18] SIRRI, ERIK R. and PETER TUFANO. , “The Economics of Pooling, in The Global Financial System: A Functional Perspective.” Eds. : Dwight B. Chane et al. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1995: 81 – 128.

[19] KING, ROBERT G. and ROSS LEVINE. , Finance and Growth: Schumpeter Might be Right[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993b, 108(3): 717 ~ 737.

[20] KING, ROBERT G. and ROSS LEVINE. , Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence[J]. Journal of Monetary Economics, 1993b, 32: 513 – 542.

[21] NEUSSER, KLAUS and MAURICE KUGLER. , Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries[J]. The Review of Economics and Statistics, 1998, 80(4): 638 – 646.

[22] ROUSSEAU, PETER L. and PAUL WACHTEL. , Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1998, 30(4): 657 – 678.

[23] RAJAN, RAGHURAM G. and LUIGI ZINGALES. , Financial Dependence and Growth[J]. The American Economic Review, 1998, 88(3): 559 ~ 586.

[24] BECK, THORSTEN, ROSS LEVINE, and NORMAN LOAYZA. , Finance and the Sources of Growth[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58: 261 – 300.

[25] LEVINE, ROSS, NORMAN LOAYZA, and THORSTEN BECK. , Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes[J]. Journal of Monetary Economics, 2000, 46: 31 – 77.

(收稿日期: 2013—04—08 责任编辑: 谭晓梅)

**Financial development, TFP constraints and growth source
— — Evidence from China’s provincial panel data**

He Chengying^{1 2}, Xu Xiangyang², Chen Rui², Chen Jianqing³

(1. Zhejiang Financial Institute, Hangzhou, Zhejiang, 310018;

2. Guoxin Securities Co., Ltd., Shenzhen, Guangdong, 518000;

3. Economic Research Institute, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100836)

Abstract: Using inter – provincial panel data , this article analyzes the relationship between financial development and the source of China’s economic growth. The results show that loan scale, the well – known financial variable, does not promote China’s economic growth, but restrain it. Such restraint becomes a reality by influencing the sources of economic growth – capital stock, TFP and savings rate. Robustness test suggests the reliability of negative impacts of loan scale on China’s GDP growth and TFP growth. Comprehensive analysis show that financial tools which we all consider good do not effectively promote economic growth. China’s financial institutional arrangements have influenced the accumulation level of TFP.

Key words: Financial development; TFP; Growth source