

财政赤字、金融发展与经济增长： 省级面板数据实证研究^{*}

方文全

〔摘要〕本文在概括性描述我国金融发展的典型事实并重新构造度量指标的基础上,利用省级面板数据实证分析我国金融发展的决定因素,证实地方政府的财政收支行为对我国金融发展有显著的作用,其中财政赤字对经济货币化指标具有显著的正向影响,对重新构造的金融相关比率具有显著的正向作用,对以股票资产交易额衡量的资本市场发展指标具有显著的反向影响;而金融发展指标对经济增长的效应不显著,政府的扩张性支出行为驱动的金融发展即通过提高资本积累而不是资本效率促进经济增长,但这种增长的可持续性是不容乐观的。金融体系的进一步发展有赖于深化财政体制改革和创新公共融资模式。

关键词: 财政赤字 金融发展 资本积累 经济增长

JEL 分类号: E44 E62 H62 O47

金融发展是中国经济发展极其重要而显著的一个侧面。20世纪90年代后期以来,国内学术界一直致力于研究金融发展与经济增长的关系,并证实金融发展对经济增长具有至少是潜在的积极作用(谈儒勇,1999;卢峰和姚洋,2004;中国经济增长与宏观稳定课题组,2007;赵勇和雷达,2010)。然而,关于如何准确描述财政赤字与金融发展,以及金融发展的动因,我们所知并不多。更现实的问题是,在中国体制改革和经济增长过程中扮演了举足轻重角色的政府有形之手对金融发展究竟起着怎样的作用?

本文主要通过概括描述中国金融发展与经济增长的典型事实和逻辑过程,扩展构建金融发展指标,分析政府财政收支尤其是财政赤字与金融发展指标的关系。并提供经验证据证实,金融发展受到政府财政行为的显著影响,呈现出对经济增长不甚显著的作用,主要通过促进投资和资本积累、而非提高资本效率促进经济增长。这种结构既与中国的经济发展阶段相适应,也包含着不具持续性的潜在问题,值得关注和警惕。

一、文献综述

自从 Goldsmith (1969)、McKinnon (1973) 和 Shaw (1973) 提出金融抑制和金融深化的命题以来,经过理论界长期共同发展完善(如 Pagano, 1993; Acemoglu 等人, 2002), 金融发展理论已经成为研究发展中经济的资本中介化和市场化的规范性指引框架, 阐明了金融发展通过提高要素生产率和金融效率对经济增长的促进作用, 并得到大量实证检验证据从微观与宏观、国别与跨国等角度的支持(King and Levine, 1993; Levine and Zervos, 1996; Rajan and Zingales, 1998; Demirgüç-Kunt and Levine, 1999; Wurgler, 2000; Beck 等人, 2000)。

在对金融发展对经济增长具有促进作用达成共识的同时,理论界开始进一步考察金融体系发

^{*} 方文全,上海理工大学管理学院,经济学博士。

展的决定因素。从 1990 年代末期开始,学者们从不同视角对金融发展水平国别差异的内在原因进行解释,发展出一系列关于金融发展决定因素的理论观点,总结起来可以分为两种类型,一个角度是从法律体系、社会结构和文化传统等制度因素进行分析,如 La Porta 等人(1998)认为,金融发展的差异受到国家法律渊源的影响;Rajan and Zingales (2002)则强调,金融业和其他产业的利益集团为了维护既得利益而采取阻挠措施成为各国金融发展水平显著差异的内在原因;Sultz and Williamson(2003)则为文化和宗教对金融发展的影响提供了系统的证据。在这方面郑志刚(2007)有一个全面的文献综述。

另一个角度则从更传统规范的经济学框架进行研究,经济发展水平、社会财富积累、经济结构、分配格局和政府行为等惯常分析的宏观经济因素成为主要的解释变量。Greenwood and Javanovic (1989)、Bencivenga and Smith(1991)、Greenwood and Smith (1996)等发展的动态模型证明,金融发展内生于经济发展过程,并与经济增长的成果分配相互作用,彼此的关系是密切而复杂的,金融发展与经济发展水平存在双向因果关系,并呈现非直线的倒 U 形关系,其最终的演进可能导致一个最优的宏观金融结构(Haubrich, 1988;Lin 等人,2009)。在此过程中,金融中介和金融市场节约了交易成本,有利于分工和技术进步,提高生产效率,从而促进经济增长。并且,内生的金融发展是一个金融体系逐渐成熟的过程,不仅市场规模、资本化率等金融发展指标逐步提高并对经济增长发挥作用,而且资产价格也是在发展中不断趋向有效的,逐步引导资本流向更有效率的企业和行业部门,激励管理层改进公司治理,提高公司效益,从而资产价格这一资本市场核心机制在经济增长中作用也越来越重要(Boyd and Smith, 1992;Holmstrom and Tirole, 1993)。相反,如果金融市场是不完善的,错误反映资产价值,则会对储蓄率产生不利的影响,对资本形成和生产率产生负面作用,最终不利于经济稳定增长。

中国金融发展的典型事实是:首先,金融部门的发展是改革开放进程的关键环节和有机组成部分,与经济社会发展过程联系极为紧密,要区分两者的边界及其因果关系实际上是很困难的。其次,中国的金融结构以间接融资为主的格局依然没有重大改变,银行体系起着配置资本资源的基础作用。再次,金融发展的过程由多方面的持续性事件共同构成:金融机构和管理体制的改革;银行的商业化、市场化、股份化改革;资本市场的大力发展;企业投资“拨改贷”的投融资体制改革;居民金融资产的多样化、资产价格和资本成本的市场化;财政分权制度背景下地方政府财政对金融部门的需求和干预。最后,金融发展的驱动因素与经济社会发展同构,其中政府部门的作用至关重要,尤其是全社会金融资产源头的货币供给,由于企业和政府的强烈投资需求造成的“倒逼机制”而存在强内生性^①,正是各级政府通过金融体系促进经济增长的重要途径(谈儒勇,1999;卢峰和姚洋,2004;李若谷,2006;尹希果等人,2006;中国经济增长与宏观稳定课题组,2007;易纲和宋旺,2008;张杰,2010)。

总结上述典型事实和现实逻辑可见,中国的金融发展首先是经济货币化,进而表现为银行体系发展和资本中介化;随着证券市场培育发展,资本市场逐渐成为金融体系的有机组成部分,证券资产成为居民储蓄转化为金融资产的重要形式;非正规融资渠道一定程度起到正式制度的补充和替代作用(Allen 等人,2005)。自 20 世纪 90 年代开始的银行体系改革和资本市场发展,集中体现了金融发展的进程和成果,面对如此波澜壮阔的快速变革图景,难怪强调金融发展国别差异的法律渊源、社会结构和文化传统等理论观点总有隔靴搔痒之嫌。

因此,考察中国金融发展及其决定因素,政府部门的影响成为无法回避的首要因素。国外文献已经对此进行了较为深入的研究,从不同类型的理论模型(如 Caballero and Krishnamurthy, 2004;

^① 关于货币供给的内生性,正是本文的考察重点之一,本文后面的检验结果显示,这一经验结论与中国经济增长与宏观稳定课题组(2007)的“强外生性”观点明显不同。

Ismihan and Ozkan, 2010), 到多角度的经验研究, 都揭示了政府行为的作用及其机制, 一方面, 系统性的政府债务有利于金融部门扩张 (Kumhof and Tanner, 2005; Catão and Terrones, 2005); 另一方面, 长期的扩张性财政政策具有潜在的负面影响, 体现为金融抑制和通货膨胀对金融发展和经济增长的决定性不利作用, 因而以政府财政赤字融资需求来推动金融发展是不可持续的 (Roubini and Sala-i-Martin, 1992; Bencivenga and Smith, 1992; Boyd 等人, 2001; Huang, 2005)。在国内理论界中, 关注政府行为对金融发展的影响及其作用机制的研究成果还不是很多。中国经济增长与宏观稳定课题组 (2007) 阐明了中央银行货币供给和金融发展的关系及其经济增长效应的机制; 尹希果等人 (2006) 分析了分税制背景下地方政府的财政融资需求和市场干预; 近年来地方政府债务蕴含的金融风险也引起了人们的关注, 但公开的研究成果也不多。尽管建立正规统一的内生模型来详尽描述中国经济增长和金融发展及政府行为的作用还存在巨大的理论困难, 但我们还是可以进行具有现实经验依据的计量检验。

二、实证分析

(一) 金融发展与财政政策

根据相关理论和经验研究结果, 我们建立如下计量模型回归检验金融发展的决定因素:

$$FD_{it} = \alpha + \beta FIS_{it} + \gamma' X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

被解释变量 FD_{it} 为金融发展指标。本文将要分析中国各个地区的金融发展水平, 根据上述的典型事实, 以往常用于分析整个国家金融发展状况的流动性负债、私人信贷和股市市值等衡量指标不再适用, 需要重新构建。为此我们构建了如下不同类型的金融发展指标。

(1) 经济货币化指标 FMR 。作为发展中国家, 中国的金融发展的现实起点首先主要体现为经济的货币化过程, 因此我们采用货币供应量与 GDP 的比值为衡量指标。地区货币供应量数据不可得, 我们按照地区 GDP 占全国比重为权重予以平均。这样的估算是存在误差的, 但可以与衡量银行部门发展的存贷款总额指标区别比较。货币供应量存在不同层次, 我们依次检验不同口径的货币供应量 M0、M1 和 M2^①。

(2) 银行体系发展指标 FBR 。以金融机构存款、贷款和存贷款总额占 GDP 比重代表。

(3) 资本市场发展指标 FCR 。资本市场的发展是资本市场化的体现, 我们以股票交易额与 GDP 的比值为衡量指标。1998 年之前的证券交易地区分布数据没有公布, 我们通过对总交易额的地区分布趋势与权重分解拟合予以补足。

(4) 金融相关比率 FIR 。Goldsmith (1969) 界定金融相关比率为某一时点上“现存金融资产总值与国民财富之比”, 以此来衡量经济的金融化程度, 以往的研究通常将其简化为金融机构存贷款总额占 GDP 的比例。借鉴上述定义及相关讨论 (贝多广等人, 2005) 和通常做法 (赵勇和雷达, 2010), 本文构建一个新的金融相关比率指标, 以不同口径的金融机构货币资产 (存款余额) 和资本市场价格指数的乘积占 GDP 的比例为衡量指标; 资本市场价格指数取上证指数为代表, 并进行滞后 5 阶平均的平滑处理, 以调整资本市场价格过度波动特性^②。根据不同口径的银行资产, 我们分

① M0 和 M1 层次的货币供给指标在我们的计量结果中多数不具显著性, 在此我们没有给出具体结果。

② 以资本市场价格指数来调整金融部门发展指标反映了内生金融发展理论的核心观点 (Boyd and Smith, 1992; Holmstrom and Tirole, 1993): 金融资产价格对资本价值的发现及其有效性改进是不断发展的金融市场发挥宏观经济促进作用的核心机制和前提条件; 对价格指数的平滑处理有利于改善价格波动的有效性 (Baviera 等人, 2002)。

别有: $FIR1$ 为储蓄存款和资本市场价格指数的乘积与GDP的比值; $FIR2$ 为银行存款和资本市场价格指数的乘积与GDP比值; $FIR3$ 为银行存贷款和资本市场价格指数的乘积与GDP的比值; $FIR4$ 为M2和资本市场价格指数的乘积与GDP的比值。

主要解释变量 FIS 为财政指标,分解为 GAX 和 GEB ,分别为财政收入和财政赤字指标,以地方财政决算收入占GDP的比重和地方财政决算赤字占GDP的比重来代表。

控制变量包括: GDP ,为对数人均GDP水平; INF ,为通货膨胀指标,以本文构造的各地区GDP缩减指数代表; STA ,为正规部门规模,以国有经济占GDP的比重代表; TRS ,为经济市场化指标,以社会商品零售总额与GDP的比值代表。

面板数据模型。在全国34个省市自治区中,重庆与四川合并计算,西藏、香港、澳门和台湾不包括在内,这样得到了包含29个省市自治区的截面数据;时间序列方面,考虑到数据的统计口径一致性和可得性,选取经过普查调整的1993~2006年为样本期,这样构成平衡面板数据。

面板GMM模型可以处理变量内生性问题。同时,本文的面板数据中的变量一阶差分数据能够通过单位根检验,计量的结果也显示我们考察的解释变量对被解释变量具有显著性的相关,但是一阶差分数据丧失了过多的有价值信息,导致整个模型的结果拟合程度不高。因此我们采用面板水平数据带滞后项的工具变量法的固定效应技术进行计量,工具变量取主要解释变量的滞后2阶差分和水平数据滞后3阶指标,这样可以有效处理变量内生性问题。这种方法是GMM的一种特例,结果是相近的。水平数据回归的平稳性由逆AR过程的单位根检验结果判断。

数据来源。GDP数据来自《中国国内生产总值核算历史资料1952~2004》及后续的《中国统计年鉴》,为经济普查后国家统计局重新修订的省际GDP核算数据;其他变量利用中宏数据库和历年《中国统计年鉴》、《中国财政年鉴》的相关数据计算整理得到。

根据以上的方法和数据对式(1)进行逐项检验,回归的结果见表1。

表1的结果显示,逆AR单位根检验结果表明,我们的计量结果是平稳的。整体而言,财政收支对金融发展总体上有显著的作用,尤其财政赤字表征的扩张性财政支出与不同的金融发展指标有着显著的关系。特别有意思的是,对于银行部门和资本市场,财政支出指标均具有显著的负向关系;国有经济比重代表的正规部门对银行部门发展有着显著的正向关系,经济市场化指标则没有明显的作用;而国有部门对资本市场发展具有显著的负面影响,市场化指标则有显著的正面作用。

在一系列金融发展指标中,除了未经价格平滑调整的资本市场发展指标,其他指标均与通货膨胀因素存在非常显著的反向关系。考虑到通货膨胀始终是一种货币现象,是持续的扩张性货币政策的必然后果,因此这一显著的负面作用完全符合理论判断,不仅是可理解的,而且是值得警惕的。

(二)经济增长与金融发展

为了进一步检验金融发展与经济增长的关系,我们建立如下计量方程:

$$Y_{it} = c + aFD_{it} + b'Z_{it} + \delta_{it} \quad (2)$$

其中,被解释变量 Y_{it} ,依次取对数人均GDP(GDP_{it})、全要素生产率(TFP_{it})和对数人均资本存量(CAP_{it})。解释变量中, FD_{it} 为金融发展变量; Z_{it} 为一组控制变量,包括: TRA_{it} ,代表全球化指标,为进出口贸易总额占GDP比重; IND_{it} ,代表产业结构变动变量;本文采用第二和第三产业的增加值

表1 金融发展与财政收支检验结果

	FD:FMR	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR2	FD:FIR3	FD:FIR4
C	3.331*** (7.838)	5.454*** (3.086)	0.080* (1.915)	44.471*** (5.155)	84.952*** (4.165)	146.786*** (4.501)	86.735*** (6.008)
GAX	0.266*** (2.786)	-0.616 (-1.380)	0.234 (0.958)	5.828* (1.726)	10.168 (1.491)	15.761 (1.404)	15.628** (2.517)
GEB	0.325*** (3.136)	-0.656* (-1.743)	-0.113*** (-3.023)	9.912*** (2.617)	16.205** (2.102)	23.401* (1.725)	25.238*** (3.313)
GDP	-0.064 (-1.381)	-0.107 (-0.543)	-0.024*** (-4.537)	-1.271 (-1.555)	-2.068 (-1.132)	-3.826 (-1.099)	-2.058 (-1.391)
INF	-0.393*** (-9.135)	-0.601** (-2.489)	0.047*** (3.111)	-4.635*** (-5.692)	-6.588*** (-2.988)	-15.077*** (-3.616)	-10.101*** (-7.328)
TRS	-0.367*** (-4.894)	0.031 (0.078)	0.221*** (3.509)	-13.84*** (-8.117)	-28.776*** (-5.415)	-59.597*** (-5.403)	-37.444*** (-9.621)
STA	0.104 (0.845)	1.051** (2.372)	-0.033** (-2.190)	4.682 (1.168)	13.079*** (2.831)	25.346*** (2.792)	15.254** (2.482)
AR(1)	0.900*** (119.16)	0.910*** (36.492)	0.025 (0.508)	0.917*** (59.774)	0.936*** (62.828)	0.915*** (64.927)	0.909*** (89.162)
Adj.R-sqd.	0.975	0.969	0.582	0.967	0.971	0.961	0.963
F-statistic	457.804	358.096	15.959	342.567	394.167	285.362	298.641
DW-statistic	2.236	1.795	1.883	1.723	1.742	1.790	1.742
Inv.AR root	0.9	0.91	0.02	0.92	0.92	0.94	0.91

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著;Inv.AR root为逆AR过程的单位根检验(下同)。

之和与GDP的比值作为指标纳入方程中进行检验,由于产业结构与城市化(以城市人口占总人口的比重衡量)存在显著正向关系,我们以城市化指标作为产业结构变量的工具变量; FRA_{it} 为基础设施建设指标,以各地区每百人拥有的公路里程表示。控制变量的选择既参考现有的研究成果结论,也避免重复设置导致共线性而与前面的回归方程严格区别。

TFP_{it} 数据为本文在包含人力资本的内生AK模型中估计的索洛残差项;其中人力资本指标用人均教育年限近似地代表,对分地区6岁以上人口受教育程度分组构成数据进行加权平均并取其对数值;资本存量来自Wu(2009)采用永续盘存法进行的估算结果,并按本文构造的地区GDP缩减指数转换为现值。

由于对数人均GDP指标 GDP_{it} ,在前面的决定因素检验中已经出现并呈不显著的相关性,考虑到存在可以理解的双向因果关系,在此我们不再重复列示相似结果,只给出金融发展与对数人均资本积累 CAP_{it} 和技术进步 TFP_{it} 的回归结果,具体见表2和表3。

表2的结果可见,资本积累与金融发展之间存在一定的显著关系,但多数金融发展指标的系数为负;表3的结果显示,以TFP代表的技术进步与金融发展不存在显著的关系。这样,我们就可以理解为什么经济增长与金融发展没有显著关系。

(三)稳健性检验

1.转移支付与财政分权效应

前面的分析采用政府收支的总量指标,为确保结论的稳健性,我们从收入和支出两个方向检验财政收支结构因素对金融发展指标的作用。首先,本文前面方程(1)所使用的收入和支出指标数

表 2 资本积累与金融发展检验结果

Variable	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1#	FD:FIR2#	FD:FIR3#	FD:FDR4
C	-0.545 (-0.982)	-7.602*** (-6.243)	3.772*** (13.174)	3.847*** (12.011)	3.758*** (12.511)	-7.431*** (-4.966)
FD 指标	-0.111** (-2.545)	-1.168 (-1.276)	-0.031*** (-8.882)	-0.016*** (-8.138)	-0.009*** (-8.855)	0.016** (2.298)
IND	2.329*** (3.217)	11.110*** (7.327)	-0.603** (-2.538)	-0.609** (-2.537)	-0.637*** (-2.659)	10.425*** (5.482)
TRA	0.159 (0.323)	-1.378 (-0.814)	0.357 (1.500)	0.285 (1.186)	0.309 (1.301)	-0.522 (-0.351)
FRA	2.133*** (7.709)	-0.006 (-0.096)	0.004 (0.506)	0.003 (0.399)	0.006 (0.748)	-0.027 (-0.523)
AR(1)	0.696*** (27.423)	0.555*** (12.891)	0.915*** (197.882)	0.919*** (184.442)	0.915*** (191.110)	0.627*** (15.865)
Adj.R-sqd.	0.978	0.765	0.995	0.994	0.994	0.815
F-statistic	2523.116	1424.090	2576.582	2482.327	2574.579	1442.580
DW-statistic	1.738	1.976	1.193	1.132	1.212	2.086
Inv.AR root	0.7	0.56	0.92	0.92	0.92	0.63

注:# 检验结果表明,以常用的人均公路里程代表的基础设施变量纳入方程解释资本积累、进而经济增长实际上存在变量共线性的过度识别问题;为了保持计量方程和变量设置的一致性,这里依然给出了检验结果。

表 3 技术进步与金融发展检验结果

Variable	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1#	FD:FIR2#	FD:FIR3#	FD:FDR4
C	-2.019*** (-4.504)	-1.724*** (-4.937)	-2.262*** (-4.790)	-2.017*** (-5.271)	-2.004*** (-5.459)	-2.144*** (-5.172)
FD 指标	-0.064* (-1.938)	-0.254 (-1.309)	-0.006 (1.287)	0.001 (0.451)	0.001 (0.555)	-0.001 (-0.589)
IND	2.607*** (4.516)	2.091*** (4.862)	2.801*** (4.648)	2.409*** (5.031)	2.388*** (5.269)	2.616*** (4.968)
TRA	-0.163 (-0.398)	-0.234 (-0.630)	-0.166 (-0.383)	-0.167 (-0.438)	-0.164 (-0.432)	-0.163 (-0.399)
FRA	-0.003 (-0.213)	-0.003 (-0.205)	-0.004 (-0.255)	-0.004 (-0.273)	-0.004 (-0.288)	-0.004 (-0.255)
AR(1)	0.729*** (24.682)	0.690*** (22.067)	0.714*** (21.920)	0.734*** (24.901)	0.735*** (25.337)	0.720*** (21.821)
Adj.R-sqd.	0.740	0.807	0.706	0.768	0.771	0.735
F-statistic	238.778	209.889	257.379	262.615	260.058	264.066
DW-statistic	2.117	2.04	2.150	2.161	2.162	2.159
Inv.AR root	0.73	0.69	0.71	0.73	0.73	0.72

据均为政府决算数据,不包含中央对地方的转移支付,因此我们控制住中央对地方转移支付在总支出中的比重(CTL)的影响。转移支付为地方财政收支中的“中央补助收入”减去“上解中央支出”为中央对地方的转移支付净额数据。中央对地方的转移支付成为了各地区尤其是西部地区财政支出的重要甚至主要来源,因此这一因素在方程中呈现为显著的正向关系,并对赤字指标的系数和

显著性产生减弱效果^①,部分具体结果见表4。另外,中央对地方的转移支付与分税制有关,因此我们检验财政分权指标的效应,以常用的指标地方与中央财政收入比重替代CTL控制住财政分权的影响,检验显示财政分权不存在系统性的影响,结果备询。

表4 金融发展与转移支付和预算外支出效应检验结果

	FD:FMR	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR4
C	3.799*** (6.723)	6.931*** (3.091)	-0.151*** (-2.910)	44.663*** (3.510)	92.472*** (3.719)
GAX	-0.117 (-0.279)	1.648 (0.791)	0.283 (0.519)	36.097*** (2.665)	60.964*** (2.781)
GEB	0.478*** (2.678)	-0.521 (-0.912)	0.021 (0.322)	3.328 (0.698)	14.530 (1.321)
CTL	-0.182** (-2.180)	-0.659 (-1.628)	0.059 (1.179)	6.136** (2.459)	13.193*** (3.246)
BUD	-0.007* (-1.656)	-0.080** (-2.133)	0.010* (1.799)	0.292 (1.310)	0.785* (1.775)
GDP	-0.095 (-1.495)	-0.203 (-0.775)	-0.008 (-0.960)	-1.676 (-1.297)	-3.239 (-1.136)
INF	-0.428*** (-6.176)	-0.739* (-1.921)	0.056*** (3.630)	-5.286*** (-3.590)	-10.865*** (-3.231)
TRS	-0.426*** (-5.636)	-0.738 (-1.437)	0.227** (2.413)	-18.849*** (-5.733)	-46.598*** (-7.039)
STA	0.117 (0.593)	1.700** (2.164)	0.190*** (3.603)	15.641*** (2.924)	30.278*** (3.073)
AR(1)	0.889*** (70.271)	0.892*** (40.560)	0.168*** (2.682)	0.898*** (56.177)	0.900*** (63.689)
Adj.R-sqd.	0.951	0.975	0.644	0.953	0.936
F-statistic	169.426	341.635	16.567	174.860	126.153
DW-statistic	2.343	1.873	1.706	1.890	1.813
Inv.AR root	0.89	0.89	0.17	0.9	0.9

2. 财政支出结构效应

在支出结构上,我们重点验证预算外财政支出对金融发展指标的作用,以预算外财政支出与财政赤字的比值(BUD)作为控制变量进入方程(1)估计。预算外资金收入是弥补财政赤字的重要途径,预算外支出是扩张性财政政策的结果。结果显示,这一指标对结果不具有显著影响。即考虑了地区差异,主要解释变量系数及显著性也没有重大变化,这说明我们前面关于财政赤字与金融发展关系的分析结论是稳健的。限于篇幅,这里只给出部分结果。

3. 倒U型曲线效应

为了避免因为内生的倒U型曲线效应导致误判金融发展与经济增长的关系,我们在方程(2)中分别检验对数人均GDP、对数人均资本积累、全要素生产率与金融发展指标及其二次项的关系。考虑到国有经济比重(STA)和基础设施指标(FRA)可能带来的共线性,我们以股份制经济的投资比重(GFZ)替代性地代表非主要融资渠道的作用。结果显示,即使考虑了金融发展与经济增长的长期内生关系,近年来中国的金融发展对经济增长的影响仍然明显地体现为对投资和资本积累的促进作用、而与技术进步没有显著的关系(见附表5)。

在银行体系仍然受到政府部门的干预影响,国有企业等正规部门优先获得银行信贷配给、银行存贷款利率没有真正市场化的较强程度金融抑制或金融约束环境中,期望金融发展反映真实的资本效率和资产价值、进而引导社会资金提高技术进步水平,是有些脱离经济发展阶段的过分要求。

本文的研究结果还有一些技术性的意义:在实证研究中国的经济增长及金融发展、财政收支

^① 由于准确计算分税制背景下中央财政收入地区来源的详细数据存在难度,在此我们简化地以地方财政收支中的“中央补助收入”减去“上解中央支出”为中央对地方的转移支付净额数据。这样可能高估中央对经济发展水平较高地区的转移支付,导致结果有偏,分地区的准确数据留待后续研究予以完善。

行为等因素的相互关系时,需要考虑变量设置与计量方法的适用性问题,避免由此引起的结果和判断偏差。

三、结论

通过以上对中国金融发展的决定因素和经济增长效应的分析检验,可以得到几点结论:

首先,中国的金融发展呈现出明显的政府驱动特征。中国的金融发展内生于经济发展过程,主要体现为经济货币化过程和银行部门的发展,资本市场发展也是不可替代的重要组成部分。扩张性财政行为不仅是经济货币化的决定性因素,也是银行部门扩张、资本市场发展和整个社会金融资产积累的重要推动力量。

其次,政府扩张性财政政策推动的金融发展仍然具有典型的“资源动员型”特征(中国经济增长与宏观稳定课题组,2007),金融发展主要通过促进资本积累、而不是通过提高资本效率的机制促进经济增长。从理论逻辑和实证结果引申而来,这种政府主导、表现为经济快速和高度货币化、以高速资本积累为主要推动力的经济增长模式的可持续性前景非常令人忧虑,值得引起警觉和深入探讨。如果推动经济增长的方式没有及时转变,首先暴露问题也将是效率不佳而不堪重负的金融部门,新近揭示的地方政府融资平台的隐性债务问题正是这一特征的直接体现。

再次,受制于政府财政行为,金融体系发展没能领先于经济市场化进程,具体体现为货币当局的内外独立性不足、政策目标不确定和调节工具不丰富;银行利率市场化程度尚低;资本市场等多层次金融体系有待构建;居民资产选择非常有限。这导致多方面的金融资源错配,集聚了巨大的金融风险。单纯依赖某一层次的金融部门如资本市场“蓄水池”也不能解决问题。不要忘记,进入 21 世纪以来,中国经济始终在通货膨胀和资产价格泡沫的伴随中蹒跚前行,只是由于资本市场的作用还不占据主导地位,2006~2008 年波动幅度世界罕见的股票市场价格暴涨暴跌才没有演变成成为系统性的金融经济危机。但不能指望下一次还能如此幸运。

最后,金融体系进一步深化发展是经济发展和增长模式转变的内生关键环节。金融发展是整体性的进程,取决于解除抑制或约束的宏观战略进程(具体参见:中国经济增长与宏观稳定课题组,2007),一个统一、有效、均衡发展的金融市场体系既是经济发展的必然要求,又是对经济主体尤其是政府财政行为规范化的促进因素。

参考文献

- 贝多广、黄为、李京晔(2005):《金融发展的金融相关比率分析》,《中央财经大学学报》,第 7 期。
- 李若谷(2006):《中国的金融发展阶段和发展模式》,《中国金融》,第 12 期。
- 卢峰、姚洋(2004):《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》,《中国社会科学》,第 1 期。
- 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。
- 易纲、宋旺(2008):《中国金融资产结构演进:1991~2007》,《经济研究》,第 8 期。
- 尹希果、陈刚、潘杨(2006):《分税制改革、地方政府干预与金融发展效率》,《财经研究》,第 10 期。
- 张杰(2010):《中国经济增长的金融制度原因:主流文献的讨论》,《金融评论》,第 5 期。
- 赵勇、雷达(2010):《金融发展与经济增长:生产率促进抑或资本形成》,《世界经济》,第 2 期。
- 郑志刚(2007):《金融发展的决定因素:一个文献综述》,《管理世界》,第 3 期。
- 中国经济增长与宏观稳定课题组(2007):《金融发展与经济增长:从动员性扩张向市场配置的转变》,《经济研究》,第 4 期。
- Acemoglu, D., P. Aghion and F. Zilibotti (2002): “Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth”, NBER Working Paper, No. 9066.
- Allen, F., J. Qian and M. Qian (2005): “Law, Finance and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 77(1), 57-116.
- Baviera, R., M. Pasquini, J. Raboanary and M. Serva (2002): “Moving Averages and Markets Inefficiency”, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 6. Available: arXiv: cond-mat/0011337.

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine(2003):“Law, Endowment and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70, 137–181.
- Bencivenga, J. and B. Smith (1991): “Financial Intermediation and Endogenous Growth”, *Review of Economics Studies*, 58, 195–209.
- Berthelemy, J. and A. Varoudakis(1996): “Economic Growth, Convergence Clubs and the Role of Financial Development”, *Oxford Economic Papers*, 48, 300–328.
- Boyd, J. and B. Smith (1992):“Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, 30, 409–432.
- Caballero, R. and A. Krishnamurthy (2004): “Fiscal Policy and Financial Depth”, NBER Working Paper, No.10532.
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine (1996): “Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview”, *World Bank Economic Review*, 10, 223–240.
- Demirgüç-Kunt, A. and R. Levine (1999):“Bank-based and Market-based Financial Systems: Cross-country Comparisons”, World Bank Policy Research Working Paper, No. 2143.
- Goldsmith, R. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press.
- Greenwood, J., and B. Javanovic (1989):“Financial Development, Growth and the Distribution of Income”, *Journal of Political Economy*, 98, 1076–1107.
- Greenwood, J., and B. Smith (1996): “Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 145–181.
- Haubrich, J. (1988): “Optimal Financial Structure in Exchange Economies”, *International Economic Review*, 29, 217–235.
- Hauner, D. (2006): “Fiscal Policy and Financial Development”, IMF Working Paper, No. 06/26.
- Holmstrom, B. and J. Tirole (1993): “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, 101, 768–709.
- Huang, Y. (2005): “What Determines Financial Development?”, Department of Economics University of Bristol Discussion Paper, No. 05/580.
- Ismihan, M., and G. Ozkan (2010):“Public Debt and Financial Development: A Theoretical Exploration”, University of York Discussion Papers in Economics, No. 10/14.
- King, R. and R. Levine (1993): “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right,” *Quarterly Journal of Economics*, 108,717–713.
- Kumhof, M. and E. Tanner (2005): “Government Debt: A Key Role in Financial Intermediation,” IMF Working Paper, No. 05/57.
- La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer and R.Vishny(1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- Lin, J., X. Sun and Y. Jiang (2009):“Toward a Theory of Optimal Financial Structure”, World Bank Policy Research Working Paper, No. WPS5038.
- McKinnon, R. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.
- Rajan, R. and L. Zingales (2003):“The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century”, *Journal of Financial Economics*, 69, 5–50.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Stulz, R. and R. Williamson(2003):“Culture, Openness and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70, 313–349.
- Wurgler, J. (2000): “Financial Markets and the Allocation of Capital,” *Journal of Financial Economics*, 58.

(责任编辑:周莉萍)

表 5 经济增长、资本积累、技术进步与金融发展的倒 U 型曲线效应检验结果

Variable	GDP				GAP				TFP							
	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR4	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR4	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR4	FD:FBR	FD:FCR	FD:FIR1	FD:FIR4
C	3.333*** (3.273)	2.120* (1.866)	3.493*** (3.972)	2.560** (2.068)	-4.936*** (-4.065)	1.338*** (4.868)	-5.286*** (-4.386)	4.222*** (17.561)	-1.068*** (-3.565)	-1.283*** (-5.118)	-1.233*** (-4.697)	-1.215*** (-4.306)				
FD 指标	-0.098 (-0.413)	-2.102 (-0.666)	0.017 (0.579)	-0.064 (-1.465)	0.445* (1.709)	1.142** (2.431)	0.064* (1.804)	-0.121*** (-12.831)	-0.197* (-1.880)	-0.103 (-0.184)	-0.010 (-0.638)	-0.021* (-1.676)				
FD 指标 ²	0.006 (0.161)	6.859 (0.352)	0.000 (-0.276)	0.002* (1.682)	-0.088** (-2.106)	-5.818*** (-2.053)	-0.002 (-1.349)	0.003*** (10.935)	0.025 (1.428)	-0.887 (-0.258)	0.0001 (0.118)	0.0005 (1.433)				
IND	7.037*** (5.289)	8.421*** (5.740)	6.470*** (5.622)	8.400*** (4.714)	7.023*** (4.553)	0.737*** (2.725)	7.664*** (4.835)	-0.096 (-0.526)	1.585*** (4.247)	1.468*** (4.593)	1.492*** (4.168)	1.635*** (3.769)				
TRA	-0.360 (-0.337)	-0.964 (-0.748)	-0.280 (-0.284)	-1.160 (-0.864)	-0.662 (-0.602)	0.607** (2.231)	-0.580 (-0.486)	0.026 (0.128)	-0.208 (-0.696)	-0.233 (-0.836)	-0.241 (-0.861)	-0.337 (-1.071)				
GFZ	1.236*** (4.026)	0.995*** (2.767)	1.180*** (3.715)	0.575 (1.157)	0.799** (2.434)	0.297*** (2.926)	0.397 (0.981)	0.034 (0.405)	0.288*** (2.931)	0.315*** (3.450)	0.410*** (4.143)	0.349*** (2.904)				
AR(1)	0.569*** (12.701)	0.532*** (12.732)	0.538*** (12.363)	0.562*** (11.991)	0.623*** (14.404)	0.860*** (84.606)	0.553*** (12.439)	0.894*** (211.829)	0.689*** (17.180)	0.720*** (24.836)	0.706*** (18.031)	0.688*** (18.847)				
Adj.R-sqd.	0.889	0.845	0.905	0.846	0.902	0.992	0.884	0.996	0.876	0.884	0.884	0.868				
F-statistic	1057.711	1546.476	1004.456	1140.234	1761.405	1674.642	1635.197	3144.350	306.261	300.694	306.108	306.744				
DW-statistic	1.999	1.993	1.956	2.030	1.986	1.047	1.910	1.456	1.944	2.026	1.964	1.967				
Inv.AR root	0.57	0.53	0.54	0.56	0.62	0.86	0.55	0.89	0.69	0.72	0.71	0.69				