

# 经济发展中金融杠杆的门槛效应分析

## ——基于跨国面板数据的实证研究

王爱俭 杜强\*

**〔摘要〕**自美国次贷危机爆发以来,杠杆问题成为全球关注的热点。本文基于41个国家1996-2014年的面板数据,采用门槛面板模型对金融杠杆与经济发展之间的关系进行了实证研究,结果表明:金融杠杆促进了经济发展,但这种促进作用存在着门槛效应,金融杠杆对经济发展的促进作用会随着金融发展情况的变动而显著变化。具体而言,金融规模的扩张会削弱金融杠杆对经济发展的促进作用;而金融效率提升和金融结构优化则有助于增强金融杠杆在经济增长中的促进作用。基于以上分析,积极进行杠杆内部结构调整、增强金融服务实体经济能力、优化信贷结构、建设多层次资本市场,有助于充分发挥金融杠杆在经济增长中的作用,实现“去杠杆”与经济发展的协调进行,为“新常态”下中国经济的可持续发展提供动力。

**关键词:**金融杠杆 经济发展 金融改革 门槛效应

**JEL分类号:**G20 O16 O50

“杠杆”一词源于物理学,而古希腊科学家阿基米德的名言“给我一个支点,我就能撬起整个地球”形象地说明了杠杆的作用。金融所具有的资金配置功能,帮助资金短缺方通过借贷等方式筹集资金来完成各类交易,实现了金融杠杆效应。但金融杠杆过高所带来的高负债、过度证券化以及资产价格泡沫等问题成为金融危机产生的主要导火索。因此,许多学者将次贷危机爆发的原因归咎于金融杠杆身上。但是,纵观全球经济和金融的发展历程,不可否认金融杠杆在推动全球经济发展方面起到了至关重要的作用。特别是在现代市场经济中,合理运用金融杠杆已经成为实现经济可持续发展的重要推动力。

伴随着中国经济进入“新常态”,在经济增速放缓的背景下,高杠杆问题也逐渐显现出来。根据李扬(2015)、马建堂等(2016)的测算结果显示,中国全社会总杠杆率已经由2008年的170%快速攀升至2014年240%左右的水平,过快的上升速度已经引起了社会各界的广泛关注。“去杠杆”成为“新常态”下我国经济社会发展的一项重要工作,同时也是“十三五”时期推行供给侧结构性改革的主要任务之一。因此,本文对金融杠杆与经济发展之间的关系进行了深入研究,并引入金融发展因素,试图探索金融发展对二者关系的动态影响,进而为我国杠杆调整与金融改革政策制定提供参考和借鉴,通过二者的有机结合为中国经济的可持续健康发展提供支持和保障。

### 一、文献综述

金融发展与经济增长一直以来都是国内外学者的重点研究领域,金融杠杆作为连接二者关系

\* 王爱俭,中国滨海金融协同创新中心主任,教授,博士生导师,管理学博士;杜强,天津财经大学经济学院,博士研究生。本文获得国家社科基金重大项目(11&ZD017)、国家社科基金青年项目(17CJY058)和天津市社会科学研究规划项目(TJYY16-012)资助。

的一个重要纽带,其在经济发展中的作用也受到了广泛关注。

第一,关于金融发展(金融杠杆)与经济增长关系的研究。随着金融业的快速发展,越来越多的学者开始关注金融与经济增长之间的关系,特别是20世纪90年代以来涌现出大批的研究成果。Lveine(1997)提出了金融体系的五大功能,并通过分析得出金融发展对经济增长起着积极作用的结论。之后,许多学者进行了大量研究也都支持了Lveine的结论,金融发展能够促进经济增长成为学术界的主流观点。但是次贷危机爆发后,这一观点受到了质疑。De la Torre et al.(2011)提出金融发展在经济增长中起着促进作用,但是这种作用会随着金融发展水平的提高呈现出边际递减效应,减小到一定程度时,金融发展在经济增长中则会表现为负面影响。Ergungor(2008)、Rousseau and Wachtel(2011)、Cecchetti and Kharroubi(2012)等通过研究均得出金融发展与经济增长之间存在非线性关系,当金融发展达到一定水平时,其对经济增长的促进作用会逐步降低,最终会表现为抑制作用。Law and Singh(2014)将金融杠杆(私人信贷占GDP比重)作为金融发展指标,采用门槛模型探讨金融发展和经济增长之间的关系,得到金融杠杆的门槛值为88%,当高于这一水平时,金融杠杆对经济增长具有显著的负向影响。Arcand et al.(2015)对1960-2010年全球130多个国家的面板数据进行了实证研究,得出了类似结论,当私人信贷占GDP比重超过100%后,金融杠杆会对经济增长产生抑制作用。在国内研究方面,武志(2010)结合发展经济学的观点对金融发展与经济增长的关系进行了理论分析,提出了“金融增长能够促进经济增长,但金融发展内在质量只能由经济增长所引致”的假设,并通过计量方法进行了验证。杨友才(2014)利用我国1987-2009年的省际面板数据进行实证研究发现,我国金融发展与经济增长之间的关系同样具有门槛效应和边际效率递减的非线性特征,并且呈现出明显的区域差异。马轶群等(2012)的研究则进一步分析了我国金融发展对于经济增长质量的影响,发现金融发展对中国经济增长的协调性存在前期增强后期减弱的影响,同时金融发展会降低中国经济增长的持续性,提高经济增长的结果质量。

第二,关于金融杠杆调整及其影响的研究。过度杠杆化被普遍认为是引发次贷危机的重要原因,因此,在危机爆发之后,美国等发达国家都不得不开始漫长的去杠杆之路,学者们对于去杠杆及其影响进行了深入研究。从去杠杆的背景和动机看,过高的金融杠杆水平带来的巨大偿债压力会拖累实体经济部门的发展,同时也极易引发资产价格泡沫,诱发系统性金融危机。因此,去杠杆既是防范金融危机的重要手段,也是化解金融危机的主要途径。Roxburgh et al.(2010)研究发现在重大的经济或金融危机之后通常都会伴随着漫长的去杠杆过程,而这一过程会持续5至7年的时间。从去杠杆的具体措施看,杨明秋(2011)分析了次贷危机之后主要发达经济体的去杠杆进程,指出金融杠杆的去杠杆和金融衍生产品的去杠杆是美国等发达国家最主要的去杠杆措施,同时减少消费、降低家庭部门杠杆水平以及推行贸易保护等也成为发达国家应对金融危机的重要举措。曲凤杰(2014)指出长期的低利率政策、金融过度创新和资产价格攀升是美国高杠杆形成的主要原因,而美国在危机后通过杠杆转移、政府接管担保和机构兼并重组三大策略使得去杠杆过程获得了显著成效。从去杠杆的影响看,Devlin and McKay(2008)、Glick and Lansing(2009)分别对美国金融部门和家庭部门的去杠杆化进行分析,指出二者对经济发展均可能产生负面影响,阻碍经济增长。Caballero et al.(2013)研究了去杠杆影响经济发展的途径,认为去杠杆一方面会通过影响居民部门的需求,引起投资和消费下降;另一方面则会通过影响资本投资,导致工资水平降低、失业率上升。Buttiglione et al.(2014)通过研究提出,在去杠杆过程中会产生金融和经济的负反馈循环效应,即去杠杆会加剧经济衰退,而低迷的经济环境又会给去杠杆带来许多苦难,阻碍去杠杆的顺利进行,导致二者之间形成负反馈恶性循环。我国学者钟伟和顾弦(2009)还进一步研究了发达国家去杠杆的外溢效应,认为次贷危机后欧美国家采取的金融机构去杠杆行为通过流动性渠道对新兴市场经济体的股票市场造成了冲击,加剧了资本外逃的趋势和国内的流动性压力。马勇等(2016)基于跨

国面板数据进行实证研究,结果显示去杠杆会对经济增长产生负面影响,同时还会提高金融危机爆发的概率,而金融杠杆的过度波动同样不利于经济发展和金融稳定。

第三,关于中国杠杆问题的探讨。Buttiglione et al.(2014)指出在2008年之前,主要发达经济体杠杆率的提高导致全球杠杆率攀升,并诱发了金融危机;而危机爆发之后,发展中国家成为推动全球杠杆率上升的主要因素。中国是全球最大的发展中国家,不断提高的杠杆率也吸引越来越多学者的关注。李扬等(2012)基于国民资产负债表的理论框架,通过编制中国主权资产负债表测算了中国全社会杠杆率,结果显示中国杠杆率水平位于金砖国家和发达经济体之间,处于温和、可控阶段。李扬等(2015)的最新测算数据显示,2014年中国全社会杠杆率已经由2008年的170%上升到235.7%,而其中非金融企业部门杠杆率是中国杠杆率快速上升的主要原因。在此基础上,他们提出了通过杠杆调整和杠杆转移的方式去杠杆,以化解局部金融风险。中国人民银行杠杆率研究课题组(2014)采用“负债/GDP”作为评价指标测算了中国总体杠杆率水平,由于计算口径和数据来源不同,与李扬等计算结果有一定差异,但杠杆率总体变化趋势基本一致,并进一步指出地方政府和非金融企业杠杆率过高带来的结构性风险是中国杠杆率快速攀升的最大风险。陈雨露等(2014)的研究表明人口老龄化和金融杠杆之间存在显著的倒U型关系,并估计出中国老龄化拐点将会出现在2019-2028年之间,此后人口老龄化上升的同时金融杠杆会逐渐下降,很可能导致系统性金融风险,引发金融危机。

综合以上分析可以发现,金融杠杆及其调整(去杠杆)会对经济发展产生影响,但从总体上看关于金融杠杆的研究特别是国内研究还比较少,因此对金融杠杆与经济发展之间的关系进行更深入研究对于我国金融杠杆调整具有重要的意义。本文基于金融与经济存在非线性关系的假设条件下,采用门槛模型对二者之间的关系进行了研究,与以往文献不同的是将金融发展指标作为门槛变量,来探究不同金融发展环境下金融杠杆对经济发展影响的动态变化特征,为促进我国去杠杆化和金融改革的有机结合提供建议。

## 二、研究设计

### (一)模型设定

基于现有文献的研究成果,本文假定金融杠杆与经济发展之间存在着非线性关系。为了验证和估计金融杠杆对经济发展的非线性影响,本文利用Hansen(1999)提出的门槛面板模型,构建如下计量模型:

$$\ln RGDP = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 FL_{it}(FD \leq \gamma_1) + \beta_3 FL_{it}(FD > \gamma_1) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $\ln RGDP$ 表示经济发展水平; $X$ 为控制变量,包括物价水平、对外贸易、城镇化、人口结构等影响经济发展的其他因素。 $FL$ 为金融杠杆, $FD$ 为金融发展水平,作为模型的门槛变量,代表具体的门槛值,下标 $i$ 和 $t$ 分别表示个体和时间, $\varepsilon_{it}$ 为随机误差项。当存在两个门槛值时,模型(1)可进一步拓展为:

$$\ln RGDP = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 FL_{it}(FD \leq \gamma_1) + \beta_3 FL_{it}(FD \leq \gamma_2) + \beta_4 FL_{it}(FD > \gamma_2) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

### (二)变量说明

1. 被解释变量。经济发展水平用人均GDP的对数值表示。
2. 核心解释变量。现有文献中,金融杠杆主要用以下两个指标进行衡量:M2/GDP和私营部门信贷/GDP。前者反映经济的货币化程度,衡量国家整体的金融杠杆水平;后者反映微观经济主体的负债水平,衡量实体经济部门的金融杠杆水平。考虑到当前我国企业部门杠杆突出的问题,本文选择私营部门信贷/GDP作为金融杠杆的指标,重点考察实体经济部门金融杠杆的宏观经济

效应。

3. 门槛变量。金融杠杆是金融影响经济发展的重要途径,金融的发展变化必然会对其自身以及其作用产生一定的影响。因此,本文将金融发展水平作为门槛变量,以探究其对金融杠杆在经济发展中的门槛效应。本文从金融规模、金融效率、金融结构三个方面反映金融发展情况,具体选取的指标分别为银行信贷余额与股票市场市值之和占 GDP 的比重、储蓄投资转化率、股票市场市值与银行信贷余额之比<sup>①</sup>。

4. 控制变量。由于经济发展的系统性和复杂性,本文将通货膨胀、贸易开放度、城镇化水平、老龄化程度等影响经济发展的因素作为控制变量纳入计量模型中,以保证实证分析结果的科学性和准确性,各变量的计算方法如表 1 所示。

表 1 变量说明

类型	变量名称	符号	计算方法
被解释变量	经济发展水平	LNRGDP	人均 GDP 的对数值
核心解释变量	金融杠杆	FLE	私人部门信贷占 GDP 的比重(小数)
	金融规模	FSC	(商业银行信贷余额+上市公司总市值)/GDP(小数)
门槛变量	金融效率	FE	资本形成总额/总储蓄(小数)
	金融结构	FST	上市公司总市值/商业银行信贷余额(小数)
	通货膨胀	INF	按 GDP 平减指数计算的通货膨胀率(%)
控制变量	贸易开放度	TO	进出口贸易总额/GDP(小数)
	城镇化水平	UR	城镇人口/总人口(小数)
	老龄化程度	AGE	65 岁和 65 岁以上的人口/总人口(小数)

### (三) 样本选择及数据来源

考虑到数据的可得性和完整性,本文选择了 41 个国家 1996-2014 年的年度数据作为研究样本,其中样本国家包括 17 个发达经济体和 24 个新兴市场经济体。本文所采用的数据主要来源于世界银行 WDI 数据库和 Wind 数据库。对于部分缺失数据,本文采用插值法进行补充,以尽量保证数据的连续性。所有变量数据的描述性统计如表 2 所示。

表 2 变量的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	25%分位数	50%分位数	75%分位数	最大值
LNRGDP	179.3	1.263	6.200	8.417	9.024	10.423	11.024
FLE	0.844	0.607	0.014	0.287	0.748	1.272	3.195
FSC	1.834	1.645	0.122	0.761	1.489	2.586	13.812
FE	1.046	0.406	0.027	0.835	1.001	1.188	7.540
FST	0.837	0.913	0.000	0.324	0.611	1.008	10.224
INF	8.305	36.491	-9.686	1.621	3.570	7.549	958.646
TO	0.917	0.745	0.156	0.494	0.708	1.081	4.553
UR	0.715	0.173	0.268	0.632	0.734	0.849	1.000
AGE	0.169	0.073	0.054	0.095	0.174	0.228	0.419

<sup>①</sup> 本文在衡量金融发展水平时没有考虑债券市场,一方面由于各国债券市场相关数据缺失较多,无法满足计量分析对数据完整性的要求;另一方面,相对于信贷市场和股票市场而言,债券市场的规模较小,故忽略了债券市场的因素。

### 三、实证结果与分析

#### (一) 基准模型回归分析

在不考虑门槛变量和门槛效应的前提下,本文首先采用静态面板模型估计方法考察了经济发展中金融杠杆的边际效应。综合 F 检验、Hausman 检验和 LR 检验结果,模型存在显著的个体效应和时间效应,因此选择个体和时间双固定模型进行估计。表 3 固定效应估计结果显示,金融杠杆的估计系数为 0.07208,并在 1% 水平下显著,说明从整体上看金融杠杆对经济发展存在显著的正向促进作用。控制变量中,贸易开放度以及城镇化水平的系数均为正值,而通货膨胀和老龄化程度的系数为负值,除通货膨胀外其余变量的估计系数均十分显著。

表 3 基准回归结果

变量	混合回归	随机效应	固定效应
FLE	0.83245 *** (0.03761)	0.10170 *** (0.01961)	0.07208 *** (0.01849)
INF	-0.00133 * (0.00058)	-0.00020 (0.00012)	-0.00019 (0.00011)
TO	0.01800 (0.02991)	0.07453 ** (0.02565)	0.06498 ** (0.02446)
UR	3.62372 *** (0.13572)	1.35224 *** (0.20259)	0.78084 *** (0.20291)
AGE	5.29639 *** (0.31028)	-0.25270 (0.36131)	-0.84223 * (0.34887)
Cons	4.97973 *** (0.09198)	8.26472 *** (0.19007)	8.84222 *** (0.16573)
样本量	778	778	778
时间效应	—	控制	控制
Adj	0.7856	0.6946	0.7000
F 检验	—	—	0.0000
Lr 检验	—	0.0000	0.0000
Hausman 检验	—	—	0.0000

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5%、10% 的统计水平下显著,下表均相同。

#### (二) 门槛效应检验

在对门槛效应估计前,首先采用 Hansen (1999) 提出的格点搜索方法确定模型中存在的门槛值,并通过自抽样法 (Bootstrap) 对门槛效应的显著性进行检验。按照上述方法,本文进行 500 次反复抽样后确定了门槛值并对其进行了显著性检验。从表 4 门槛效应检验结果可以发现,选择不同的金融发展变量作为门槛变量时,在一定的显著性水平下均存在门槛效应,说明金融杠杆对经济发展的作用具有显著的门槛效应。具体来看,金融规模作为门槛变量时存在双重门槛效应,金融效率和金融结构作为门槛变量时存在单重门槛效应,各门槛变量的具体门槛值见表 5 所示。

表4 门槛效应检验结果

门槛变量	检验类型	F 值	P 值	临界值		
				1%	5%	10%
FSC	单重门槛效应	55.101***	0.002	27.376	16.792	11.174
	双重门槛效应	15.903*	0.066	36.287	18.163	13.028
	三重门槛效应	4.653	0.212	19.402	10.703	8.255
FE	单重门槛效应	18.336**	0.034	28.095	14.463	10.227
	双重门槛效应	7.897	0.216	33.547	18.890	13.157
	三重门槛效应	2.741	0.268	16.165	8.620	6.229
FST	单重门槛效应	27.337***	0.000	19.039	12.025	9.164
	双重门槛效应	14.054	0.120	34.693	21.415	15.279
	三重门槛效应	2.258	0.294	12.835	7.903	5.606

表5 门槛值估计结果

门槛变量	门槛值	95% 置信区间
FSC	1.172	[0.996, 1.681]
	2.586	[2.508, 2.659]
FE	0.767	[0.759, 0.820]
FST	0.264	[0.253, 0.283]

### (三) 门槛效应估计结果分析

根据门槛效应检验结果,采用不同类型门槛模型对金融杠杆的门槛效应进行估计,结果如表6所示。门槛面板模型回归结果中,选取不同的门槛变量时,金融杠杆的系数均为正值,说明金融杠杆对经济发展总体上呈现正向促进作用,与静态面板模型回归结果基本一致。但是随着门槛变量取值范围的不同,系数的大小和显著性均不同,说明金融杠杆的正向促进作用发生了变化,即存在显著的门槛效应。

表6第(1)列选取金融规模(FSC)作为门槛变量进行门槛面板模型回归分析,估计结果显示,金融规模存在显著的双重门槛效应:当金融规模小于(或等于)第一门槛值1.172时,金融杠杆的系数0.22023,并在1%统计水平上显著,金融杠杆在经济发展中起到了显著的促进作用;当金融规模位于(1.172, 2.586]区间,金融杠杆的系数下降为0.12263,在1%统计水平上仍显著,金融杠杆的促进作用减弱;而当金融杠杆继续上升超过第二个门槛值2.586时,金融杠杆的系数大幅下降为0.04711,仅为第一区间金融杠杆系数的五分之一。由此说明,经济发展中金融杠杆的促进作用会随着金融规模的不断扩大而逐渐减弱。金融作为现代经济的核心在经济发展中起到了关键性作用,但金融规模的不断扩大容易导致金融资金脱离实体经济部门而在金融体系内产生空转现象。在这种情况下,金融杠杆的提高并不能促使更多的资金流入实体经济部门,不能满足实体经济的融资需求,相反会导致更多资金流入金融部门寻求高额收益,削弱金融杠杆对经济发展的促进作用。

表6第(2)列选择金融效率(FE)作为门槛变量的回归结果显示,当金融效率低于门槛值

0.767 时,金融杠杆的系数为 0.01778,但并不显著,而当金融效率超过门槛值时,金融杠杆的系数为 0.07490,是低于门槛值水平时的 7 倍,并且在 1% 统计水平上显著,表明金融杠杆的促进作用大小和效果依赖于金融效率。金融效率反映的是金融资源要素的投入与经济产出之间的关系,金融效率的大小由金融资源分配结构和实体经济部门的资金利用效率共同决定。当金融效率处于较低水平时,即金融资源分配结构不合理、资金利用效率低,增加资金投入、提高金融杠杆,直接导致金融资源的浪费,对经济发展起不到显著的促进作用。

表 6 第(3)列估计结果显示,模型呈现显著的单重门槛效应特征。当金融结构低于门槛值时 0.264,金融杠杆的系数值仅为 0.02540,而且不显著;当金融结构超过门槛值,金融杠杆的系数值提高到 0.08824,在 1% 统计水平上显著,金融杠杆对经济发展起到了显著的促进作用。以上估计结果表明,在以银行信贷等间接融资方式为主导的金融结构中,实体经济部门的融资需求过度依赖银行信贷解决,金融杠杆对经济发展的作用十分有限;相反,多元化的融资渠道促进了金融结构的优化,实体经济部门可以通过多种渠道实现融资需求,金融杠杆在经济发展中的促进作用会更加凸显。

表 6 门槛效应估计结果

变量	(1)FSC	(2)FE	(3)FST
	双重门槛	单重门槛	单重门槛
	FSC1.172	FE0.767	FST0.264
	0.22023 ***	0.01778	0.02540
	(0.02950)	(0.02258)	(0.02044)
	1.172 < FSC2.586	FE > 0.767	FST > 0.264
FLE	0.12263 ***	0.07490 ***	0.08824 ***
	(0.02017)	(0.01830)	(0.01847)
	FSC > 2.586		
	0.04711 ***		
	(0.01798)		
INF	-0.00001	-0.00017	-0.00020 *
	(0.00011)	(0.00011)	(0.00011)
TO	0.06447 ***	0.07438 ***	0.05945 **
	(0.02345)	(0.02430)	(0.02408)
UR	0.73279 ***	0.74767 ***	0.55970 *
	(0.19448)	(0.20087)	(0.20441)
AGE	-0.90628 ***	-0.82176 **	-0.74232 **
	(0.33430)	(0.34511)	(0.34372)
Cons	8.87876 ***	8.85972 ***	8.87688 ***
	(0.15883)	(0.16398)	(0.15954)
样本量	778	778	778
Adj	0.7255	0.7069	0.8296
BS 次数	500	500	500

#### (四) 稳健性检验

为了进一步验证金融杠杆的门槛效应,本文根据确定的门槛值将门槛变量划分为不同的取值

范围并设定相应的虚拟变量,在基准静态面板模型中引入虚拟变量及其与金融杠杆的交乘项后重新估计,检验上述门槛效应估计结果的稳健性,结果如表 7 所示。

表 7 引入虚拟变量的估计结果

变量	方程(1)	方程(2)	方程(3)
FLE	0.07184 *** (0.02595)	0.07006 *** (0.01847)	0.08479 *** (0.01845)
FLE * D1	0.28929 *** (0.04031)	-0.02673 (0.02388)	-0.02509 (0.01948)
FLE * D2	-0.06171 ** (0.02608)		
D1	-0.15864 *** (0.02855)	-0.04310 * (0.02530)	-0.05445 ** (0.02129)
INF	-0.00006 (0.00011)	-0.00013 (0.00011)	-0.00017 (0.00011)
TO	0.06572 *** (0.02274)	0.07648 *** (0.02426)	0.06326 *** (0.02402)
UR	0.91988 *** (0.19023)	0.75915 *** (0.20028)	0.59131 *** (0.20389)
AGE	-1.01567 *** (0.32421)	-0.85329 ** (0.34484)	-0.70534 ** (0.34259)
Cons	8.81713 *** (0.15415)	8.86169 *** (0.16360)	8.95647 *** (0.16520)
样本量	778	778	778
Adj	0.7437	0.7088	0.7130

表 7 中方程(1)-(3)中分别引入了门槛变量金融规模、金融效率和金融结构的虚拟变量,如果存在双重门槛效应则定义两个虚拟变量 D1 和 D2,其中当门槛变量取值小于(或等于)第一个门槛值时定义为 D1,而当门槛变量取值大于第二个门槛值时定义为 D2;而如果存在单重门槛变量时,门槛变量取值小于(或等于)门槛值时定义为 D1。方程(1)-(3)估计时均引入了虚拟变量和与金融杠杆的交乘项。估计结果显示,金融杠杆对经济发展促进作用会随着门槛变量取值范围不同而发生变化,即存在门槛效应。根据交乘项的系数分析,金融规模的扩大会抑制金融杠杆的促进作用,而金融效率和金融结构的降低同样会抑制金融杠杆的促进作用,这一结论与门槛效应估计的结果基本一致,表明了本文基于面板门槛效应模型估计金融杠杆门槛效应的结果具有稳健性。

#### 四、结论与政策建议

本文基于 41 个国家 1996-2014 年的跨国面板数据,采用 Hansen 提出的门槛效应分析了经济发展与金融杠杆非线性关系特征。实证分析结果显示,经济发展中金融杠杆存在门槛效应,即金融

杠杆对经济发展的促进作用会随着金融发展水平的变动而显著变化。具体来看：以金融规模衡量作为金融发展水平的门槛变量时，金融杠杆的促进作用呈现双重门槛效应，随着金融规模的扩大，金融杠杆系数值不断变小，表明金融规模的扩张会削弱金融杠杆对经济发展的促进作用；而以金融效率和金融结构作为门槛变量时，金融杠杆的促进作用呈现单重门槛效应，当金融效率和金融结构的取值大于门槛值时，金融杠杆的系数值要大于低于门槛值的系数值，并且具有较高的显著性，说明金融效率提升和金融结构优化有助于增强金融杠杆的经济增长效应。

在经历了长达三十余年的高速增长之后，我国经济已经开始进入增速换挡的“新常态”，经济发展在增速逐步放缓的同时，还面临经济调整、前期刺激政策消化等问题。近年来，各项金融改革政策的相继实施已经极大地推动了我国金融业整体发展水平的提升，金融业已经成为我国经济发展的重要推动力。因此，在经济“新常态”下，如何进一步增强金融业的经济推动作用、维持经济持续稳定发展已经成为当前我国金融业发展的核心。结合本文的实证分析结论和我国金融业发展的实际情况，为充分发挥杠杆在经济发展中的促进作用，本文对我国金融业未来的改革发展提出以下几点建议：

第一，调整我国金融杠杆的内部结构，充分发挥金融杠杆的经济效应。根据我国“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”经济发展任务，金融机构应该在降低过剩产能和企业金融杠杆水平的同时，采取降低融资成本、创新金融支持方式等措施鼓励新兴战略行业、中小微企业以及家庭部门适度提高杠杆水平，实现金融杠杆在不同经济部门之间的调整优化，合理利用金融杠杆在经济发展中的推动作用。但是需要密切关注金融杠杆的变动情况，防止金融杠杆快速上涨引发金融风险。

第二，提升金融服务实体经济能力，引导金融业适度发展。2008年美国次贷危机的爆发迫使人们认识到金融业发展必须回归到其本质，即为实体经济发展提供服务支持。我国金融监管部门应制定差异化金融监管政策和考核机制，引导金融机构增强对实体经济部门的支持，对金融机构过度扩张、金融产品过度创新特别是资金“脱实向虚”、“空转”等现象进行严格的监控，防止经济过度金融化发展。

第三，优化信贷结构，提升金融资源配置效率。在我国以商业银行为主导的金融体系中，银行信贷是实体经济部门融资的主要渠道，因此信贷结构对我国经济发展起着决定性作用。结合“十三五”规划提出的“五大”发展理念，商业银行应积极发展绿色金融、科技金融、普惠金融等，提升对科技企业、创新创业企业、绿色环保行业以及广大中小微企业全体的信贷支持力度，改变以国有企业、大型集团为主的单一信贷结构，提高资金的配置效率和利用效率，为培育我国经济发展新动力提供坚实的金融支持和保障。

第四，加快多层次资本市场建设。我国资本市场的发展缓慢使得实体经济部门融资过度依赖于商业银行，而信贷资源的稀缺性导致商业银行将信贷资金集中投放到国有企业等实力雄厚的实体经济部门，造成我国中小企业长期受到融资难问题的困扰，影响了金融杠杆在经济发展中发挥其积极作用。因此，需要加快多层次资本市场建设，拓宽企业的融资渠道，提高直接融资占比，建立以间接融资和直接融资相互配合的金融结构。此外，还需要尽快建立资本市场风险预警机制，防范资本市场大幅波动给经济发展带来的负面冲击，也为引导更多资金进入资本市场提供相对安全、稳定的市场环境。

#### 参考文献

- 陈雨露、马勇、徐律(2014):《老龄化、金融杠杆与系统性风险》,《国际金融研究》,第9期。  
李扬、张晓晶、常欣、汤铎铎、李成(2012):《中国主权资产负债表及其风险评估(上)》,《经济研究》,第6期。

- 李扬、张晓晶、常欣等(2015):《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》,中国社会科学出版社。
- 马建堂、董小君、时红秀、徐杰、马小芳(2016):中国的杠杆率与系统性金融风险防范,《财贸经济》,第 1 期。
- 马轶群、史安娜(2012):《金融发展对中国经济增长质量的影响研究——基于 VAR 模型的实证分析》,《国际金融研究》,第 11 期。
- 马勇、田拓、阮卓阳、朱军军(2016):《金融杠杆、经济增长与金融稳定》,《金融研究》,第 6 期。
- 曲凤杰(2014):《危机后美国经济的去杠杆化:成效及影响》,《国际贸易》,第 3 期。
- 武志(2010):《金融发展与经济增长:来自中国的经验分析》,《金融研究》,第 5 期。
- 杨明秋(2011):《发达国家金融系统的去杠杆化趋势及其影响》,《中央财经大学学报》,第 2 期。
- 杨友才(2014):《金融发展与经济增长——基于我国金融发展门槛变量的分析》,《金融研究》,第 2 期。
- 中国人民银行杠杆率研究课题组(2014):《中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究》,《金融监管研究》,第 5 期。
- 钟伟、顾弦(2009):《从金融危机看金融机构的去杠杆化及其风险》,《中国金融》,第 2 期。
- Arcand, J., E. Berkes and U. Panizza(2015): “Too much Finance”, *Journal of Economic Growth*, 20, 105–148.
- Caballero, C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch and R. Raciborski(2013): “Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment”, *European Economy-Economic Papers* 2008–2015, 33, 1–49.
- Cecchetti, S. and E. Kharroubi(2012): “Reassessing the Impact of Finance on Growth”, BIS Working Papers No. 490.
- De la Torre, A., A. Ize and S. Schmukler(2011): *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*, World Bank Publications.
- Devlin, W. and H. McKay(2008): “The Macroeconomic Implications of Financial ‘Deleveraging’”, *Economic Round-up*, 4, 47.
- Ergungor, O.(2008): “Financial System Structure and Economic Growth: Structure Matters”, *International Review of Economics & Finance*, 17, 292–305.
- Glick, R. and K. Lansing(2009): “US Household Deleveraging and Future Consumption Growth”, *FRBSF Economic Letter*.
- Hansen, B.(1999): “Threshold Effects in Non-dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference”, *Journal of Econometrics*, 93, 345–368.
- Law, S. and N. Singh(2014): “Does Too Much Finance Harm Economic Growth?”, *Journal of Banking & Finance*, 41, 36–44.
- Levine, R.(1997): “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35, 688–726.
- Rousseau, P. and P. Wachtel(2011): “What Is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?”, *Economic Inquiry*, 49, 276–288.
- Roxburgh, C., S. Lund, T. Wimmer, E. Amar, C. Atkins, J. Kwek and J. Manyika(2010): “Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences”, *McKinsey Global Institute Report*, 1–94.

(责任编辑:周莉萍)

## 附录:

本文选取的 41 个样本国家和地区具体如下:

发达经济体(17 个):澳大利亚、瑞士、塞浦路斯、丹麦、芬兰、英国、中国香港特别行政区、爱尔兰、冰岛、以色列、意大利、日本、韩国、荷兰、新加坡、瑞典、美国

新兴市场经济体(24 个):阿根廷、保加利亚、巴西、智利、中国、爱沙尼亚、匈牙利、印度尼西亚、印度、立陶宛、拉脱维亚、墨西哥、马来西亚、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、泰国、土耳其、乌克兰、委内瑞拉、南非