

融资规模、融资结构与经济发展关系的实证研究及对贵州的启示

——基于 31 个省区市面板数据的分析

李家鸽

（中国人民银行贵阳中心支行）

摘要：融资规模提升对人均 GDP 提升有正向影响，随着经济发展程度提升，这种影响作用先逐步增大，到经济较发达后减小；只有当融资总量达到一定规模，直接融资占比提高到一定水平的情况下，间接融资的占比提升才会对经济发展产生正向作用；地方财政投入在整个财政金融融资量中的占比提高，对经济发展越进步的地区正向影响越大。保持融资规模适度增长、大力发展直接融资、积极争取财政转移支付和加大财政金融协调配合力度是促进落后地区摆脱贫穷的必然选择。

关键词：融资规模，融资结构，经济发展，贵州

金融是现代经济的核心，金融发展是否健康直接影响经济增长的效率。贵州省经济社会发展正处在“加快发展、加速转型、推动跨越”的过程中，“十一五”期间，贵州省立足资源、发挥优势、突出特色，努力推进经济发展方式转变，结构调整取得新进展，2011 年以来，贵州省多项经济指标位列全国前列，工业对经济增长的贡献率明显提高，畜牧业和特色经济作物增加值占农业增加值的比重提高，第三产业增长显著，人均 GDP 从全国最末一位上升至第 29 位。贵州调整转型步伐明显加快，对资金的需求也明显加大，政府工作目标主要包括提高生产总值、加大固定资产投资等，形成了巨大资金需求。什么样的金融规模才能满足经济社会加快发展对资金的需求？什么样的金融结构才可以有效支持实体经济发展？这是一个需要深入研究的问题。

一、金融发展与经济发展关系的主要研究观点

经济发展和金融发展关系的研究著述甚多。Mckinnon(1973)和 Shaw(1973)认为，银行部门的抑制阻碍了金融发展，进而降低了经济发展水平。King and Levine(1993)发现金融发展指标与经济增长、实物资本积累增长率、资本配置效率强正相关，金融发展指标可以做为经济发展的先行预测指标。Levine and Zervos(1998)发现股市和银行业发展与当前和未来的经济增长率都强正相关。Khan and Senhadji (2000)的研究结论是金融深化与经济增长之间具有显著的正向关系。关于金融体系的结构，通常根据商业银行和资本市场在承担金融体系核心功能上所发挥的不同作用，可以将金融体系划分为银行主导型金融制度与市场主导型金融制度。Allen and Gale (2000)指出在英、美等国家，证券市场具有重要地位，而在日本、欧洲大陆国家，银行中介则具有举足轻重的影响力。Levine(1997)认为，不能简单地选择银行主导或市场主导，两种模式都与经济增长正相关，在提供金融服务方面相互补充。Arestis, Demetriades

and Luintel(2001)发现股市对经济增长的贡献与银行体系相比小很多,银行体系更能促进经济长期增长。Demirguc-Kunt, Feyen and Levine(2011)发现随着经济的发展,金融体系更加以金融市场为主导。

对金融发展与经济发展的关系,中国学者的研究主要有两条线索:一是研究金融发展与经济发展之间的因果关系。如梁琪等(2005)和史永东等(2003)发现两者之间具有显著的双向因果关系,武志(2010)认为,两者间存在明显的单向因果关系,即经济增长引致金融发展。二是以经济增长为因变量,金融发展指标为自变量,建立回归方程。如谈儒勇(1999)发现金融中介和经济增长之间有显著的强正向关系,而股票市场 and 经济增长之间有不显著的负向关系。马勇(2010)发现在促进经济增长方面,银行比股票市场更重要。而罗文波、张祖国(2010)发现银行信贷与经济增长负向相关,股票市场对经济增长有明显促进作用。王勋、赵珍(2011)发现直接融资占比对经济增长的影响不显著,过度追求金融规模的扩大不利于经济增长。

这些研究从不同的视角分析了经济与金融之间的关系,其实证分析的方法为研究金融发展与经济增长之间的关系提供了值得借鉴的经验。但是,以往的研究大多基于全国整体的视角或以某个省份作为研究区域,很少有学者将不同经济发展层次的区域同时作为研究对象。本研究将以全国 31 个省区市作为研究对象,根据人均 GDP 的差异将 31 个省区市划分为落后、欠发达、发展中、发达 4 个区域,分别研究金融规模、金融结构指标对经济发展的影响,并探析金融在不同经济发展水平地区的作用规律。

二、数据说明

模型设计以金融规模、金融结构指标为解释变量,以经济增长为被解释变量建立面板数据模型,用 31 个省区市 2002~2011 年 10 年的数据分地区进行回归分析。

(一)样本选择

按照全国 2013 年人均生产总值排名,全国人均生产总值呈明显的 4 个阶梯状。将样本划分为 4 个地区:1.落后地区:人均生产总值在 30000 元以下的西藏、贵州、云南、甘肃 4 省区。2.欠发达地区:人均生产总值在 30000~50000 元的吉林、陕西、重庆、湖北、湖南、河北、宁夏、黑龙江、海南、山西、新疆、青海、四川、江西、安徽、河南、广西 17 省区市。3.发展中地区:人均生产总值在 50000~80000 元的江苏、浙江、内蒙古、辽宁、广东、福建、山东 7 省区。4.发达地区:人均生产总值在 80000 元以上天津、北京、上海 3 市。

(三)研究指标

1. 经济增长水平:人均生产总值,用 GDPP 表示。用人均生产总值指标是考虑到在地区的比较分析中,不仅要对各地区的经济总量进行比较分析,更重要的是更加客观地衡量各地区人民的可支配财富和生活水平,人均生产总值是用于判断地区经济社会发展程度的相对合适的指标。

2. 金融规模:(信贷+债券+股票),用 TF 表示。实际上社会融资规模才是能够全面反映金

融与经济关系以及金融对实体经济资金支持的总量指标，社会融资规模是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金总额，是增量概念。从市场的角度看，金融体系包括信贷市场、债券市场、股票市场、保险市场以及中间业务市场等。但由于考虑到相关统计数据的可获得性，本文选取其中占比最大的信贷、债券和股票作为融资规模的替代指标。

3. 金融结构：间接融资占金融融资量的比例[信贷/(信贷+债券+股票)]，用 FS 表示，该指标主要反映各地区商业银行信贷在承担金融体系核心功能上发挥作用的情况，从相反的角度也就可以反映出资本市场的作用发挥情况。财政金融投入比率(地方财政支出/金融融资量)，用 FF 表示，选用该指标是意图考察政府行政投入和市场投入两部分资金之间的结构关系对经济发展的影响。

三、模型回归与经济解释

(一)落后地区(4省区)的模型

采用 LLC、Im,Pesaran and Shin W-stat、ADF-Fisher、PP-Fisher 进行单位根检验，4 个 lngdpp 面板序列存在单位根，采用 Pedroni、Kao 检验对 lngdpp 面板和 lntf、fs(-1)、ff 面板序列进行协整检验，lngdpp 分别与其他面板序列存在协整关系。

个体固定效应模型估计结果如下：

Dependent Variable: LNGDPF?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 01/03/13 Time: 23:22				
Sample(adjusted): 20032011				
Included observations: 9 after adjustments				
Cross-sections included: 4				
Total pool(balanced) observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.183994	0.600371	10.30029	0.0000
LNTF?	0.555188	0.055506	10.00229	0.0000
FS?(-1)	-0.463375	0.375171	-1.235104	0.2267
FF?	0.074974	0.013272	5.649047	0.0000
Fixed Effects(Cross)				
NZ--C	0.943636			
GS--C	-0.037671			
NN--C	-0.456307			
GZ--C	-0.449657			
Effects Specification				
Cross-section fixed(dummy variables)				
R-squared	0.580458	Mean dependent var		9.198158
Adjusted R-squared	0.855725	S. D. dependent var		0.442049
S. E. of regression	0.167906	Akaike info criterion		-0.558158
Sum squared resid	0.817581	Schwarz criterion		-0.250252
Log likelihood	17.04685	Hannan-Quinn criter.		-0.450691
F-statistic	35.59867	Durbin-Watson stat		1.415112
Prob(F-statistic)	0.000000			

进行模型固定效应极大似然率检验， $F=18.7$ ， P 值小于 0.05 ，建立个体固定效应模型更合理。再建立个体随机效应模型，采用Hausman检验对个体固定效应模型和随机效应模型检验，相应 P 值小于 0.05 ，应该建立个体固定效应模型。

模型的表达式为：

$$\ln GDP_{it} = 6.1840 + 0.5552 \ln TF_{it} - 0.4634 FS(-1)_{it} + 0.0750 FF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(10.3001) \quad (10.0023) \quad (-1.2351) \quad (5.6490)$$

$$R^2=0.88, DW=1.42$$

$$D_1=0.9436, D_2=0.0377, D_3=0.4563, D_4=0.4497$$

(二) 欠发达地区 (17 省区市) 的模型

同样的方法得到模型的表达式为：

$$\ln GDP_{it} = 5.6789 + 0.6274 \ln TF_{it} - 0.6432 FS(-1)_{it} + 0.2916 FF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(24.3290) \quad (34.4124) \quad (-4.0954) \quad (13.4345)$$

$$R^2=0.93, DW=1.51$$

$$D_1=0.3310, D_2=0.0229, D_3=-0.2351, D_4=-0.1157, D_5=-0.1142, D_6=0.8216, D_7=-0.00197, D_8=-0.0387, D_9=0.1135, D_{10}=-0.3154, D_{11}=0.7163, D_{12}=0.6972, D_{13}=-0.3795, D_{14}=0.1441, D_{15}=-0.6133, D_{16}=-0.4707, D_{17}=0.2561,$$

(三) 发展中地区 (7 省区) 的模型

同样的方法得到模型的表达式为：

$$\ln GDP_{it} = 3.2974 + 0.7851 \ln TF_{it} - 0.0503 FS(-1)_{it} + 1.1120 FF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(5.5884) \quad (21.7544) \quad (-0.1469) \quad (10.5862)$$

$$R^2=0.95, DW=1.19$$

$$D_1=-0.1033, D_2=0.1376, D_3=0.0875, D_4=-0.3182, D_5=-0.0534, D_6=0.4409, D_7=-0.1912$$

(四) 发达地区 (3 市) 的模型

同样的方法得到模型的表达式为：

$$\ln GDP_{it} = 5.3734 + 0.5993 \ln TF_{it} - 0.1140 FS(-1)_{it} + 1.3590 FF_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(9.9553) \quad (12.6688) \quad (0.6498) \quad (8.3110)$$

$$R^2=0.95, DW=1.33$$

$$D_1=-0.2373, D_2=0.1608, D_3=-0.0765$$

(五) 四类地区模型比较和经济解释

1. 信贷、债券和股票融资总量每提高 1%，落后地区的人均 GDP 提高 0.56%，欠发达地区提高 0.63%，发展中地区提高 0.79%，发达地区提高 0.60%。一是说明融资规模提升对人均 GDP 提升有正向影响，对经济发展有促进作用，尽管融资规模扩大对各种经济发展水平的地区的促进作用有程度上的不同。二是说明随着经济发展程度提升，扩大融资规模的影响作用先是逐步增大的，如从落后到欠发达，再到发展中这个过程，扩大融资规模对经济发展的影响是逐步增加的，到经济进入发达水平阶段，融资规模的扩大对经济发展的影响就会减小。经济发展对融资规模扩张的函数图形应是先凸后凹，经济发展到较高水平后融资量扩张对经济发展的边际促进作用递减，说明经济进入发达阶段后，资金投入对经济进一步发展的作用减小，影响经济发展的其他重要因素更多。

2. 融资结构中间融资占比每提高 1 个百分点，落后地区滞后 1 年的人均 GDP 下降 0.46%，欠发达地区滞后 1 年下降 0.63%，发展中地区滞后 1 年下降 0.05%，发达地区滞后 1 年上升 0.11%。结合各地区融资结构的 10 年间的平均水平看，落后地区为间接融资占 92%，欠发达地区为 91%，发展中地区为 90%，发达地区为 76%。说明对大部分地区的经济发展而言，间接融资占比过大对应的是直接融资滞后，整个融资量没有上去，这种间接融资占比大的融资结构对经济发展缺乏推动作用；只有当融资总量达到一定规模，直接融资占比提高到一定水平的情况下，如发达地区过去 10 年的间接融资平均水平已下降到 76%的情况下，间接融资的提高直接对应着融资量的进一步提升时，间接融资的占比提升才会对经济发展产生正向作用。

3. 地方财政支出对金融投入比每提高 1 个单位，落后地区的人均 GDP 提高 0.08%，欠发达地区提高 0.29%，发展中地区提高 1.11%，发达地区提高 1.36%。说明近年来在我国经济运行中，加大财政投入、提高财政金融投入中财政投入的占比对经济发展有着正向的影响，我国的融资格局还是一种大财政格局，财政支出除了对经济有直接投入资金的作用，还有对金融投入的引领示范作用，这些溢出效应有利于经济的增长。同时反映出，地方财政投入在整个财政金融融资量中的占比提高，对经济发展越进步的地区正向影响越大。这可能基于以下两个原因：一是发达地区经济环境更好，财政资金利用效率更高；二是结合各地区近 10 年来的人均地方财政支出平均水平看，落后地区（除西藏外）人均地方财政支出 2885 元，欠发达地区 3258 元，发展中地区 3630 元，发达地区 8810 元，落后地区地方财政支出长期较低，还未能很好地发挥财政资金的示范效应，带动其他资金支持经济发展，在地方财力贫弱的时候，需要更多的中央财政转移支付来实现地方财政的支出增长，并由此提高带动经济发展的效率。

四、进一步的分析及对贵州的启示

（一）保持适度的社会融资规模增长是贵州金融未来很长一个时期的中心任务

从 4 类地区融资总量对经济发展的正向作用看，扩大融资总量是地区经济发展的重要因素，特别是对于贵州这类落后地区来说，融资总量扩张对经济发展的促进作用在很长一个发展阶段内都将处于边际递增的状态，也就是说正向的影响越来越明显。保持社会融资规模的不断扩大，满足加快发展的经济社会资金需求，是我省金融业今后一段时期的中心工作。按照到 2020 年 GDP 与城乡居民收入比 2010 年翻番的目标，贵州省人均 GDP 增长 100% 的情况下，模型预测出对应的当年融资总量约为 2220 亿元，假设我省 2020 年才能达此目标，则每年融资量需要以年均约 6% 的速度递增。

(二)以大力发展直接融资、提高直接融资占比为路径推动形成新的融资格局

融资结构指标对经济发展的反向影响,表明大力发展直接融资、通过显著提高直接融资来提高社会融资量是当前我国大部分地区的必然选择,贵州所处落后地区,近 10 年的直接融资平均占比才 8%,落后发达地区 16 个百分点,更需要创新融资渠道,通过扩大直接融资融入社会经济发展所需要的大量资金。融资结构的优化实际上是通过直接融资方式扩大融资量的一个结果,这个结果对经济发展有滞后影响,也就是说融资结构的优化对下一阶段的经济有促进作用。因此创新融资观念,显著提高直接融资占比,形成“直接融资+间接融资”的融资格局,对于我省经济发展将有着深远的影响。

(三)加大地方和中央财政资金支持,不断提高财政资金使用效率

从近 10 年的财政支出水平看,落后地区的支出水平明显低于其他地区,反映出落后地区本级财政贫弱,同时对这些地区的中央财政转移支付事实上也是弱的。在大财政格局未发生根本变化的情况下,争取加大对落后地区的财政转移支付是摆脱贫穷的重要手段,这也是建成全面小康、实现社会公平应有之意。落后地区的财政投入正向作用不如发达地区明显,说明在这些地区资金使用的水平还需要提高。在加大财政投入的过程中,金融要与财政实现密切配合,在输血的同时增强造血功能,改善财政资金的利用环境,提高财政资金使用效率。

参考文献:

- [1]梁琪,滕建州.股票市场、银行与经济增长:中国的实证分析[J].金融研究,2005(10).
- [2]罗文波,张祖国.金融体系发展、金融结构深化与经济增长[J].经济与管理研究,2010(6).
- [3]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).
- [4]马勇.金融机构、银行发展与经济增长[J].财经科学,2010(2).
- [5]史永东,武志.我国金融发展与经济增长关系的实证分析[J].预测,2003(4).

- [6]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).
- [7]王勋, 赵珍. 中国金融规模、金融结构与经济增长[J]. 财经研究, 2011(11).
- [8]Allen F. and Gale D., 1995, “A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the U. S”, *European Economics Review* 39, 179-209.
- [9]Arestis, Philip, Panicos, Demetriades and Kul B. Luintel, 2001, “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 1, pp 16-41.
- [10]Demirguc-Kunt, Asli, Erik Feyen and Ross Levine, 2011, “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets”, *The World Bank Policy Research Working Paper* 5805.
- [11]King, Robert. G, and Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 108, No. 3, pp 717-737.
- [12]Khan, Mohsin. S, and Abdelhak. S. Senhadji, 2000, “Financial Development and Economic Growth: An Overview”, *IMF Working Paper* WP/00/209.
- [13]Levine, Ross, 1997, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, Vol 35, No. 2, pp 688-726.
- [14]Levine, Ross and Sara Zervos, 1998, “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp 537-558.
- [15]McKinnon, Ronald, I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- [16]Shaw. Edward, 1973, *Financial Deepening in Economic Growth*, New York: Oxford University Press.
- [17]Shen Chung-Hua and Chien-Chiang Lee, 2006, “Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 7, pp 1907-1944.