

正规金融发展对浙江省经济增长影响的实证研究

袁云峰¹ 徐向东¹ 周建华²

(1. 浙江科技学院 经济管理学院, 浙江 杭州 310023;

2. 温州大学 商学院, 浙江 温州 325035)

【摘要】 尽管有较多文献研究了民间金融对推动浙江经济增长的重要作用, 但探讨正规金融发展对浙江经济增长作用的文献不多。文章以改革开放以来的数据为样本, 通过构造总量模型从实证上研究了正规金融发展对促进浙江省经济增长的总效应, 通过构造因素模型分别研究了正规金融发展对促进城乡居民消费、社会固定资产投资总额和社会净出口的具体效应。结论一致表明, 正规金融发展对浙江经济增长的作用不显著。适应于国有经济体系下的金融结构与当前浙江的经济结构出现的不匹配, 是以国有银行为主的正规金融对浙江经济增长影响不显著的根本原因。

【关键词】 正规金融; 金融发展; 经济增长; 浙江省

【中图分类号】 F830

【文献标识码】 A

【文章编号】 2095—0098(2011) 02—0051—07

一、引言

从很多方面来看, 浙江是一个比较特殊的省份。首先, 它是人均 GDP 处于全国前列的省份; 其次, 它也是一个民营经济非常发达的省份, 民营经济在浙江经济中发挥着无可替代的作用。截止到 2008 年上半年, 浙江民营企业为全省创造了 70% 的生产总值、60% 的税收、76% 的出口, 以及 90% 以上的新增就业岗位。^①

但自 2008 年下半年美国发生金融危机以来, 国际经济陷入衰退状态, 浙江经济的持续增长也受到了严重挑战。据国家统计局统计, 2009 年一季度浙江省经济增长率为 3.4%, 远低于国家 6.1% 的平均水平, 增幅较去年同期回落 8.4%。而西部 12 省区中, 除了甘肃和宁夏, 其余各省或自治区一季度 GDP 均高于全国平均水平, 其中贵州、陕西等 5 省经济增长幅度达到了两位数。如此一来, 单从 2009 年第一季度的数据来看, 浙江经济失去了以往引擎的角色^②, 拖了全国经济的后腿。另外, 从不同产业来看, 第一产业增长 2%, 第二产业下降 3%, 第三产业增长 11.4%。不难发现, 以民营经济为主的第二产业明显影响了浙江经济的整体增长。

当然, 已有不少学者将第二产业的负增长归结为浙江经济的外向型特征过于明显。很多外向型的民营企业遭遇到了前所未

① 数据来源: http://www.zj.xinhuanet.com/website/2008-12/15/content_15185635.htm。

② 从改革开放以来的数据看, 浙江生产总值从 1978 年的 123.72 亿元到 2007 年的 18638 亿元, 翻了 150 倍, 从 1978 年的全国第 12 位跃居全国第 4 位, 确实对中国经济的发展起到了很大的贡献。

③ 民营企业因资金链短缺引起的倒闭现象频频出现, 如在 2008 年 11 月, 绍兴印染行业龙头企业、全国最大的印染企业—浙江江龙控股集团几乎在一夜间轰然倒闭、董事长陶寿龙夫妻逃跑失踪, 等。

收稿日期: 2011—01—19

基金项目: 浙江省哲学社会科学项目(07CGLJ014YBX); 浙江省自然科学基金项目(Y6080035); 教育部社科课题(10YJA790239); 浙江省科技厅重点软课题(2010C25029); 温州市科技局 2009 软科学课题(R20090074) 阶段性成果
作者简介: 袁云峰(1977 —), 男, 浙江宁海人, 博士, 副教授, 主要研究方向为金融学。

有的出口障碍，国际订单骤然减少。产品市场需求的显著下降必然导致民营企业出现资金紧缺，在缺乏正规金融有效支持的情况下，很多民营企业为了及时获得正常的周转资金，避免出现资金链断裂的危险，往往被迫不计财务成本地寻求民间信贷。最后，在现金流短期内无法改善的情况下，很多企业陷入财务困境的恶性循环，直至企业破产。^⑤

在这里，暂且不讨论外向型经济的优劣，我们认为值得讨论的另一个问题是，在民营企业资金周转不灵甚至将要破产倒闭的时候为什么少有正规金融积极施以援手？^⑥在过去几十年中，正规金融在浙江经济发展中到底起到了什么样的作用？从国内的研究现状来看，尽管已有大量的文献研究了浙江民营经济和民间金融等相关问题，但直接考察浙江正规金融对浙江经济增长影响的实证研究不多。

二、金融发展与经济增长关系的研究综述

在国外，金融发展与经济增长关系的讨论由来已久，主要的争论最早可以追溯到上世纪 30 年代 Schumpeter 和 50 年代 Robinson 等人的研究。但他们的研究是理论性的，并没有获得相应实证研究的支持。自上世纪 60 年代末以来，经济学家们在这一领域做了大量的开创性研究，最具代表性的有金融结构理论、金融深化理论以及上世纪 90 年代建立在内生经济增长理论基础上的金融内生理论。大量的研究表明，金融发展对经济增长具有积极作用。

在国内，直至改革开放以来，国内的学者们才开始较多地关注中国的金融发展能否及如何促进经济增长的理论问题。在上世纪 80 年代至 90 年代初，国内学者大多从货币交易、贷款创造和信用扩张等货币角度探讨金融发展对我国经济增长的积极意义。但金融发展与经济增长的理论与经验研究直到 90 年代中后期才广泛地开展起来（潘文卿和张伟，2003），^[1]经济学家们开始利用各类实证的工具研究金融中介和金融市场对经济增长的作用。

从研究结论来看，不同文献存在一定的差异。尽管有研究认为两者关系不显著甚至负相关，但大多数的观点支持金融发展对经济增长的促进作用，只不过这种作用机制的发挥可能需要某种前提条件而已。韩廷春（2001）^[2]认为中国金融深化对经济的影响程度在时间上具有阶段性，张军和金煜（2005）^[3]则发现这种影响存在依东部、中部和西部区域分布的梯度性，赵振全等（2007）^[4]认为两者是非线性关联等。

从研究内容来看，现有文献中除了一部分检验金融发展与经济增长的因果关系外，还有一部分文献进一步研究了金融发展促进经济增长的内在逻辑机制。也就是说，金融发展可能会通过某种具体的传导机制来影响经济增长，如影响社会资本形成水平、投资效率和储蓄向投资转化效率、金融结构与经济结构的匹配程度、信用扩张激励下的投资驱动、促进技术扩散与转移、吸引 FDI 和促进 FDI 外溢等。

尽管国内外文献较多地研究了金融发展与经济增长的相关关系以及对应的作用机制，但大多实证文献并未在区分正规金融和非正规金融的基础上进行分类研究，这样得到的结论不仅可能是比较含糊的，而且也缺乏足够的政策价值。其次，大多数的文献侧重于从投资的角度来研究金融发展对经济增长的影响和作用机制，缺少消费层面的研究，因而是比较片面的。

三、研究思路与模型构建

从具体的作用机制来看，金融发展对经济增长的影响渠道是多方面。一个高效的金融系统可以为企业支付系统提高企业间交易效率；可以为企业资金供给加速投资资金的获取，促进社会投资；也可以利用信息优势为企业和居民的资金交易需求充当交易中介，减少交易成本；可以通过各种金融创新满足经济主体的其他各种投资需求，提高企业与居民的财务收入或收入预期，促进社会消费。

为了便于考察金融发展是如何通过影响消费和投资来促进经济增长的，在本文的研究中，我们将建立两个层次的模型，即总量模型和因素模型。前者用于考察金融发展对经济增长影响的总效应，后者则分别从投资、消费和净出口角度去考察金融发展对经济增长影响的具体效应。值得一提的是，如无特殊说明，本文的数据均来自 2004 — 2008 年各期《浙江省统计年鉴》。同时，考虑到物价因素，所有的价值量指标都经过消胀处理。

（一）总量模型与指标设计

总量模型主要用于测度金融发展对浙江经济增长影响的总体效应。模型具体形式如下。

$$\lg dp_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times fnnd_t + \sum_{i=1}^n \beta_i X_t^i + \varepsilon_t \quad (1)$$

式中， $\lg dp$ 是浙江省历年 gdp 的对数值。这里取对数的主要原因是考虑到数据的平稳性和系数的经济含义，如无特别说明，下边各式的变量前带字母 t 的变量均为取对数后的数值。

衡量金融发展 $fnnd$ 的代表性指标有麦氏指标和戈氏指标。麦氏指标为广义货币存量与 gdp 的比率，即 $M2 / gdp$ 。在浙江金融发展问题的研究中，由于受到数据资料的限制，既无法收集到浙江历年的 $M2$ 资料，也无实际上的必要性，因为 $M2$ 具有较强的区域流动性，无法用该指标准确衡量一个地区的金融发展程度。戈氏指标，又称金融相关比率，是一国全部金融资产价值与其 gdp 之比，被国内大多研究用来度量区域金融的发展指标。在本文的研究中，由于我们讨论的是正规金融，因此在借鉴戈氏指标同时，只将银行的存贷款余额来代替浙江的全部正规金融资产价值，也就是选择 $(deposit + loan) / gdp$ 来反映浙江的正规金融发展水平 $fnnd$ 。

变量 X_{it} 为模型的控制变量，用于控制除金融发展因素之外的影响浙江 gdp 的其他因素。考虑到改革开放对浙江经济影响显著的事件有经济体制的市场化改革以及伴随着这一过程出现的产业结构的转型升级，因此，将浙江经济的产权结构和产业结构作为主要控制变量列入模型。产权结构用城镇私营和个体从业人员在所有从业人员中所占比重表示，记作 prs ；产业结构用第一产业增加值在 gdp 中所占比重表示，记作 ids 。考虑到经济的开放度可能也会影响浙江的经济增长，因此也将它列入总量模型的控制变量，记作 $open$ 。

（二）因素模型与指标设计

作为总量模型的进一步深化，因素模型主要考察金融发展是如何影响浙江经济增长的各个组成部分。迄今为止，大多数的实证研究往往从企业层面或供给层面考察金融发展是如何通过促进社会资本积累或提高投资效率来促进经济增长，缺少或忽视了从需求层面来实证研究金融发展对经济增长的影响。因此，我们借鉴 gdp 的支出法核算思路，构造了需求模型、投资模型和净出口模型三个因素模型，以便从需求、投资和净出口三个方面全方位地考察金融发展对经济增长的作用。

1. 需求模型

在需求模型中，将金融发展 $fnnd$ 作为影响居民消费性支出的因素。根据凯恩斯的绝对收入假说，我们还将居民当期的可支配收入 inc 也作为需求函数的主要变量。另外，考虑到金融发展和居民的收入可能会对消费性支出产生一定的交互作用，引入金融发展与收入的交叉项 $inc \times fnnd$ 。需求模型的具体形式如下：

①当然目前对企业出现资金链困难进行救助的银行也不少，但这些银行基本上都是政府强势推动的。根据我们的观察，在这次金融危机下企业出现经营困境的时候，釜底抽薪的银行多，雪中送炭的少。

$$lcns_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times inc_t + \alpha_2 \times fnnd_t + \alpha_3 \times inc_t \times fnnd_t + \varepsilon_t$$

当前金融体系具有显著的城乡二元结构特征，同一金融体系对城乡居民的收入及消费性支出的影响可能具有不同的作用，故将需求模型进行分类处理，分别建立农村模型和城镇模型。在农村模型中，对应的收入指标为浙江农民的人均纯收入 inc_r ，在城镇模型中则为城镇居民人均可支配收入 inc_c 。

因此，城镇模型和农村模型具体形式如下：

$$lcns_c_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times inc_c_t + \alpha_2 \times fnnd_t + \alpha_3 \times inc_c_t \times fnnd_t + \varepsilon_t$$

$$lcns_r_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times inc_r_t + \alpha_2 \times fnnd_t + \alpha_3 \times inc_r_t \times fnnd_t + \varepsilon_t$$

2. 投资模型和净出口模型

在投资模型和净出口模型中，自变量为金融发展 $fnnd$ ，控制变量 X_{it} 与总量模型相同，分别为产权结构 prs 、产业结构 ids 和经济开放度 $open$ 。

$$linv_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times fnnd_t + \sum^n \beta_i X_t^i + \varepsilon_t$$

$$l \exp_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times fnnd_t + \sum^n \beta_i X_t^i + \varepsilon_t$$

四、实证结果分析

（一）总量模型实证结果

如表 1 所示，四个总量模型均表明，自改革开放以来，金融发展无论是对浙江省 gdp 的作用，还是对人均 gdp 的推动，效果都是不显著的。这一结果意味着，从经济总量来看，浙江案例无法提供足够的证据表明传统金融发展理论所宣称的金融推动功能。

表 1 金融发展与经济增长

参数	常数	fnnd	prs	ids	open	F	修正的 R^2
lgdp	7.8630 (0.0000)	0.0166 (0.9047)	3.3635 (0.0968)	-7.4838 (0.0000)	0.4374 (0.4133)	797.38	0.9910
lgdp	7.9148 (0.0000)	0.0400 (0.7666)	4.5358 (0.0023)	-7.6395 (0.0000)		1075.68	0.9911
lrgdp	8.6911 (0.0000)	-0.0052 (0.9688)	3.3858 (0.0809)	-7.0957 (0.0000)	0.3158 (0.5350)	748.54	0.9900
lrgdp	8.7285 (0.0000)	0.0117 (0.9268)	4.2321 (0.0026)	-7.2082 (0.0000)		1021.66	0.9910

从控制变量来看，经济系统的产权结构和产业在模型中呈现高度显著，基本在 5% 水平上显著，表明它们是推动经济增长的显著因素。从具体的作用系数来看，城镇私营和个体从业人员在所有从业人员中所占比重增加一个百分点，GDP 或人均 GDP 将提高约三到四个点。第一产业增加值在 gdp 中所占比重减少一个百分点，GDP 或人均 GDP 将提高约七个点。由此看来，从改革开放以来，私有化改革和产业结构的转型升级是浙江经济得以快速发展的主要原因。

（二）因素模型实证结果

表 2 结果反映了金融发展对城乡居民消费性支出的影响。从模型一和模型二的实证结果来看，金融发展对城镇居民的消费性支出具有显著的抑制作用，金融发展水平提高一个百分比，消费性支出将会降低 0.0834 个点。这个结论似乎与金融发展的传统观点有出入，因为我们通常认为金融发展程度的提高会改善人们的收入水平或收入预期，进而增加人们当前的消费性支出。但事实也未必如此，可能的一个原因是，尽管金融发展对浙江省城镇居民的整体收入效应显著，但问题在于这种收入效应导致了较大的贫富差距，而贫富差距的拉大将导致社会财富集中于小部分人手中，大部分城镇居民的相对收入减少，从而降低了社会整体的消费性支出。模型三和模型四表明金融发展对农村居民的消费性支出影响不显著。从四个模型来看，收入始终是城乡居民消费性支出的显著影响因素。从具体的作用来看，当城镇居民的可支配收入增加一个点时，消费性支出约提高 0.95 个点上；当农民纯收入增加一个点时，农民消费性支出约增加 0.85 个点。无论是对城镇居民还是对农村居民，收入和金融发展对消费性支出的影响不存在显著的交互关系。

表 2 金融发展与城乡居民消费性支出

参数	城镇居民		农村居民	
	模型一	模型二	模型三	模型四
常数	-0.0771 (0.8395)	0.2309 (0.2088)	0.7064 (0.0252)	0.6534 (0.0002)
inc	0.9960 (0.0000)	0.9596 (0.0000)	0.8446 (0.0000)	0.8523 (0.0000)
fnnd	0.3406 (0.4629)	-0.0834 (0.0111)	-0.0470 (0.8848)	0.0201 (0.4300)
inc × fnnd	-0.0529 (0.3611)		0.0101 (0.8355)	
F	1073.9514	1618.635	1083.3511	1684.654
修正的 R ²	0.9911	0.9911	0.9911	0.9911

表 3 所示，金融发展对浙江省固定资产投资的促进作用不显著。因此，浙江省现有的以国有银行为主体的金融体系在全社会资本积累中没有发挥相应的资本积累效应。从控制变量来看，除了外贸依存度作用不显著外，所有制结构和产业结构的作用非常明显，变量的显著性水平基本上都在 5% 以内。从具体的数量来看，城镇私营和个体从业人员在所有从业人员中所占比重增加 1%，GDP 或人均 GDP 将提高约 5.9%。第一产业增加值在 gdp 中所占比重下降一个百分点，GDP 或人均 GDP 将提高约 8.7%。这就表明私有经济的快速发展和产业结构转型升级是改革开放以来浙江省固定资产投资获得显著增长的主要原因。

表 3 金融发展与固定资产投资和净出口

参数	固定资产投资		净出口	
	模型一	模型二	模型一	模型二
常数	6.5983 (0.0000)	6.6767 (0.0000)	7.1803 (0.0000)	7.6012 (0.0000)
prs	5.9025 (0.0867)	7.6782 (0.0023)	-7.4271 (0.3794)	2.1064 (0.7240)
ids	-8.7051 (0.0000)	-8.9410 (0.0000)	-16.6943 (0.0000)	-17.9609 (0.0000)
fnnd	0.0045 (0.9848)	0.0399 (0.8609)	0.3047 (0.6058)	0.4950 (0.4068)
open	0.6626 (0.4649)		3.5574 (0.1245)	
F 值	445.1570	603.7873	278.7600	221.9767
修正的 R^2	0.984216	0.984216	0.9682	0.966368

同样，金融发展对净出口的影响也不显著，至少可以说明金融发展对外向型企业的支持作用不够显著。从控制变量的作用来看，所有制结构对净出口作用不显著，产业结构对促进净出口增长具有显著作用。具体而言，改革开放以来的数据表明，第一产业比重减少一个点，净出口可以比原先增长约 17 个点，意味着第二产业和第三产业对浙江净出口的拉动作用非常显著。

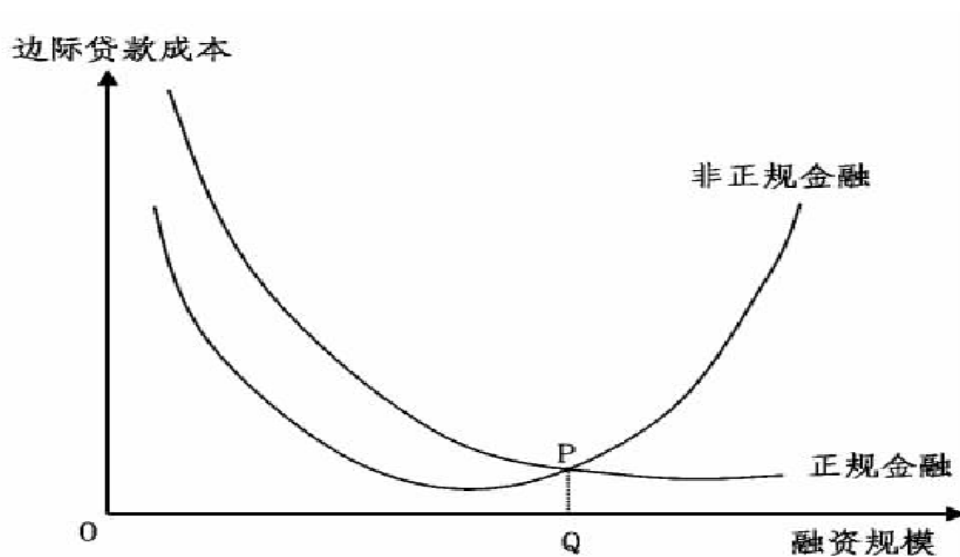
五、正规金融发展对浙江经济增长作用不显著的一个解释

无论从产业的变迁角度，还是从产业的功能角度，金融作为第三产业，总是为当地经济发展所派生的金融需求服务的。在经济系统中，不同的经济结构决定了不同的金融需求结构。因此，只有金融系统提供的金融供给结构与这种金融需求结构相匹配，这种金融系统的供给才可能是高效率的。否则，两者的不匹配必然意味着金融资源的浪费和金融系统的低效率。

改革开放以来，民营经济对浙江经济发展的贡献，正如其在浙江经济中所占的比重，随着时间的推移越来越明显。民营企业作为金融市场的一种交易主体，在很多方面与国有企业相比具有明显的差异。首先，民营企业相对较小的资产规模决定了其融资规模一般不会太大。同样，民营企业的小规模经营也决定了其很难提供正规金融所需的足够抵押和担保。其次，民营企业经营往往不透明，难以提供国有银行所需的各类硬信息。因此，以民营企业为主的浙江经济就要求提供一种与这种独特的经济结构相匹配的金融系统。

大量的研究表明，在小额信贷市场，非正规金融是一种相对有效率的融资方式。首先，从经营的方式来看，它具有较低的边际贷款成本。非正规金融为了尽可能的规避可能的法律风险，大多采取地下的运作模式。跟正规金融相比，这种模式好处的优势之一在于不需要太多的固定资本、人力资本，不需要交纳规定的相关税费等其他运营成本。其次，从非正规金融机构的组织结构来看，非正规金融机构企业规模小，组织层次低，因而具有较低的委托代理成本。再次，从交易的过程来看，非正规金融不需要对方提供足够的抵押和担保条件，交易的实现仅仅是通过双方长时间直接或间接交往建立起来的地缘、人缘和亲缘关

系，因此，具有较低的信息搜索成本和交易成本。非正规金融具有的这些特点不但可以为数量众多的民营企业提供了交易的便利性，而且也可以获得更低的融资成本。如图所示，在贷款规模小于 OQ 的小额信贷市场，非正规金融具有天然的融资优势^①。



然而，在浙江经济结构出现明显变动的情形下，浙江的金融结构并未作出适应性的调整。这就意味着，浙江现有的金融结构可能无法满足当前经济结构所决定的金融服务需求。事实上，从浙江目前的金融结构来看，以国有银行为主体的正规金融占整个金融市场的绝对比重，这与我国其他省份并无太大的区别。从中国的经验来看，林毅夫和姜烨(2006)^[5]认为，中国银行业结构形成的逻辑起点是重工业优先发展的赶超战略，其演变过程与经济发展和转轨过程中国有企业在经济中的作用和地位密切相连，发展战略以及经济结构的变化是中国银行业结构演变的主要决定和影响因素。显然，在国有经济比重高的经济体制下，这种以国有银行为主体的金融结构是有效的，但在以民营经济为主的浙江经济体系下，这种金融供给结构无法满足当地经济结构决定的金融需求结构。因此，适应于国有经济体系下的金融结构与当前浙江的经济结构出现了不匹配，这是当前以国有银行为主的正规金融对浙江经济增长影响不显著的根本原因。

六、研究结论

从经济总量来看，正规金融发展对浙江省的经济增长作用不显著。这一结果意味着，浙江案例无法提供足够的证据表明传统金融发展理论所宣称的金融推动功能。而实证表明，私有化改革和产业结构的转型升级是促进浙江经济快速发展的主要原因。

从具体作用看，金融发展对城镇居民的消费性支出具有显著的抑制作用，对农村居民的消费性支出影响不显著，同样，对浙江省固定资产投资和净出口的影响也不显著。从控制变量的实证结果来看，私有经济的快速发展和产业结构转型升级是改革开放以来浙江省固定资产投资获得显著增长的主要原因。但两者对净出口的影响却存在差异，所有制结构对净出口作用不显著，产业结构对促进净出口增长具有显著作用。

理论分析表明，在浙江民营经济快速发展的背景下，浙江金融结构与经济结构的不匹配是导致正规金融发展对经济增长作用不显著的主要原因。因此，如何更好地满足当前浙江经济结构决定的金融需求是未来浙江金融体系重构的关键所在。

本文是对浙江正规金融对经济增长影响的初步研究。遗憾的是，由于缺少浙江省信贷数据的详细资料，如无法获得按所有制和产业划分的公开信贷数据，就无法对实证结果进行更深层次的细分研究。

参考文献：

- [1] 潘文卿, 张伟. 中国资本配置效率与金融发展相关性研究 [J]. 管理世界, 2003(8) : 16 — 23.
- [2] 韩廷春. 金融发展与经济增长: 基于中国的实证分析 [J]. 经济科学, 2001(6) : 31 — 40.
- [3] 张军, 金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检测: 1987—2001 [J]. 经济研究, 2005(11) : 34 — 44.
- [4] 赵振全, 于震, 杨东亮. 金融发展与经济增长的非线性关联研究—基于门限模型的实证检验 [J]. 数量经济技术经济研究, 2007(7) : 54 — 62.
- [5] 林毅夫, 姜烨. 发展战略、经济结构与银行业结构 [J]. 管理世界, 2006(1) : 29 — 40.