

## 一、研究背景

在发展经济学和金融深化理论中有个基本共识，金融发展与经济增长是正相关的，即随着金融深化程度加强，经济会呈现增长的趋势。然而，自从金融危机以后，伴随着我国金融业的快速发展，理论界和实务界都面对一个现象：2002年以后，中国银行业利润率开始超过工业企业利润率，并且二者的差距越来越大。面对这一经济现象，理论界和实务界提出了质疑：如果金融发展促进了经济增长，那么为什么从金融危机开始，中国的银行业利润率和代表实体经济的工业利润率差距越来越大？代表金融业发展的金融深化是否存在一个产生负作用的边界？金融链条的不断延伸和由此带来的金融结构日益复杂化，达到一定程度是否会抑制对经济增长的作用？本文基于对这些问题的质疑进行研究。

## 二、研究思路与基本内容

### (一) 研究设计

$$g_{i,t} = \alpha \ln(y_{i,t-1}) + \beta_1 FD_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} (g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) + \delta X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中  $i$  表示省份， $t$  表示时间，被解释变量  $g_{i,t} = \ln(y_{i,t}) - \ln(y_{i,t-1})$  表示  $i$  省份  $t$  期的人均实际 GDP 增长率， $\ln(y_{i,t})$  表示  $i$  省份  $t$  期的人均实际 GDP 的自然对数。解释变量  $FD_{i,t}$

衡量金融发展，交叉项中  $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$  代表金融部门超出实体部门发展的程度。这里，金融发展对于经济增长的边际影响可表示为： $\beta_1 + \beta_2 (g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$ 。 $X_{i,t}$  表示控制变量集。

是每个省份特有的个体效应，衡量了地理和文化等差异。 $\eta_i$  是随机误差项，假定其服从独立同分布。选取中国 31 个省区 2005—2014 年这一包含了特定金融危机时间段的区间来分析金融发展、实体部门发展和经济增长之间的关系。由于所选用的模型包含被解释变量的滞后项，交叉项的设置也具有内生性，以及经济增长率也可能影响金融发展水平，金融发展本身也是一个内生变量。因此，为了对计量方程中的上述内生性进行控制，本研究采用一阶差分广义矩估计(FD-GMM)方法进行分析。

### (二) 经验估计结果及分析

在不含有交叉项的实证结果，用社会总融资/GDP 衡量的金融发展水平将会促进经济的增长，但其对经济的促进效应并不显著。考虑金融发展和交互项的实证结果，可得到在 1% 的显著性水平下，金融发展对于经济增长的边际效应为  $0.0678 - 0.0331(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}})$ ，当

$(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) < \frac{0.0678}{0.0331}$  时，金融发展将会促进经济增长，但这种促进作用随着金融部门相对实

体部门增长速度的提高而下降。当  $(g_{FD_{i,t}} - g_{RS_{i,t}}) > \frac{0.0678}{0.0331}$  时，金融发展对于经济增长的边际效

应将为负值，且这种负向边际作用将随着金融部门相对实体部门增长速度的提高而提高。即金融发展对于经济增长的影响取决于金融部门与实体部门的适配性增长，若金融部门相对于实体部门的发展超过一定程度时，会抑制金融对于经济的促进作用，甚至影响作用为负。为

了分析金融发展本身对于经济增长率的影响，只金融发展和金融发展平方项进行实证，可以得到，在 1% 的显著性水平下，金融发展项前的系数估计值为 0.2103，而金融发展平方项前的系数估计值为-0.3028，这与描述性统计中得到的倒 U 型结构图相吻合，说明金融发展本身对于经济增长的影响是非线性的。最后同时考虑金融发展的二次项和同实体部门发展的交叉项的作用，得到金融发展平方项和交互项前的系数均显著为负，表明金融发展不仅会因为自身内部消耗而增加经济运行的成本，还会通过对实体部门的抑制性作用加大这种负面影响，从而扭曲经济的增长。

### 三、主要结论

这篇文献首先提出“金融超发展”的概念以及它与经济增长的关系，明确指出，当金融发展相较于实体经济发展超过一定程度时，会对经济增长产生抑制作用。然后对“金融超发展”的存在性和机理进行了阐述，提出了本研究要论证的两个命题，并利用不同区间的中国省级面板数据对金融发展以及金融部门和实体部门发展差异对于经济增长的影响关系进行了计量分析，实证结果与本研究机理分析的结论吻合：（1）在控制其他影响经济增长的因素之后，金融发展自身会对经济增长产生非线性影响；（2）在考虑到金融部门和实体部门发展的交互差异作用后，又会对经济增长产生不同的影响。

### 四、汇报点评

这篇文献研究的是金融发展与经济增长的关系。与主流的观点——认为金融发展会促进经济增长不同，这篇文章认为在控制了影响经济增长的其他因素之后，金融发展对于经济增长的影响是非线性的。并且若金融部门超过实体部门发展达到一定程度时，会对经济增长产生负的影响作用。这篇文献逻辑结构清晰，首先利用与理论不相符合的经济现象来引出要研究的问题，接着用理论模型和实证模型验证了所要研究问题的存在性，最后给出结论和建议。但是这篇文章也存在着一些令人质疑的地方，文献里多次提到实体经济和实体部门，对它们进行分析时，都是用制造业来替代。我们知道实体经济的范围很广，不仅仅局限于制造业，所以在实证分析中，用制造业指标来进行分析所得到的结果会不会有偏误，从而会降低结果的可信度。