

DOI:10.19361/j.er.2017.05.06

# 金融中介与经济增长质量

——基于中国省级样本的经验研究

随洪光 段鹏飞 高慧伟 周瑾\*

**摘要:** 本文利用中国大陆28个省级样本2001–2015年的数据,考察了金融中介对经济增长质量的影响。结果表明:金融中介发展显著提升了经济增长的质量。在资金吸纳环节,动员社会资金功能与增长质量正相关,其贡献主要来自对增长稳定性的提升;动员居民储蓄功能与增长质量负相关,其不利影响主要来自对增长可持续性的冲击。在资金投放环节,投资转化功能与增长质量正相关,显著提升了增长的可持续性;资金配置功能与增长质量正相关,对增长效率、稳定性和可持续性均产生了积极影响。鼓励针对非居民的金融产品创新,适当放松资本充足率管制,提升非国有部门的授信比例,有助于提升经济增长的质量。

**关键词:** 金融中介;经济增长质量;主成分分析法

## 一、引言

金融中介功能对经济增长的作用至关重要。金融部门规模扩张有助于吸收社会闲散资金,通过专业的风险和盈利识别将其配置到高效投资途径,为社会投资提供稳定的资金来源,促进经济的高速增长。但经济数量的扩张与增长质量的提升通常具有非一致性,金融中介功能发展对增长质量的作用并不一定是积极的。例如,从金融中介的功能性出发,在吸纳社会资金的过程中,动员闲散资金固然有助于提高资本利用效率,但过度吸储会降低居民消费水平,影响经济增长的可持续性。在经济增长深刻转型和金融体制改革进一步深化的背景下,从增长质量层面考察金融中介发展的作用具有突出的现实意义。

本文试图借鉴多因素分析中的主成分分析法(Principal Components Analysis, PCA),测度经济增长质量,在此基础上考察金融中介发展是否有效提升了经济增长质量。与现有文

\* 随洪光,山东大学经济学院,邮政编码:250100,电子信箱:hongguang.sui@sdu.edu.cn;段鹏飞,山东大学经济学院,邮政编码:250100,电子信箱:duanpf11@sina.com;高慧伟,山东大学经济学院,邮政编码:250100,电子信箱:gaohuiwei@mail.sdu.edu.cn;周瑾,山东省淄博市临淄区人民检察院,邮政编码:255400,电子信箱:suizhoujin@163.com。

本文受到国家自然科学基金青年项目“外商直接投资与经济增长质量:基于演化视角的数量分析”(项目编号:71403144)、教育部人文社会科学研究青年基金项目“FDI对中国经济增长质量的作用:演化视角下的数量研究”(项目编号:14YJC790105)、山东省自然科学基金青年项目“社会资本与经济增长质量:基于演化框架的数量分析”(项目编号:2014ZRE27458)和山东大学人文社会科学青年团队项目“我国外贸结构优化与持续发展问题研究”(项目编号:2082014IFYT14020)资助。感谢匿名审稿人提出的宝贵意见,文责自负。

献相比,本文的贡献主要体现在以下三个方面。一是在研究视角上,从增长质量的层面直接考察金融中介的作用。超高速增长需要特殊的历史背景和机遇,当利好因素逐渐释放,除了保障经济中高速增长外,努力提升增长质量也成为新常态下一个重要的战略目标。推进金融发展是其中主要的改革措施之一,但现有文献对改革效果的评价仍然沿用传统数量视角,无法直接回答对金融发展的政策关切。本文的研究从增长质量视角出发,能够为准确评价金融中介的作用提供直接的经验依据。二是在技术方法上,利用PCA方法测度经济增长质量,为直接检验金融中介的作用提供了数据基础。现有文献多从单一渠道讨论金融发展对增长效率、产出稳定或环境代价等质量因素的影响,难以从整体上把握其作用,主要原因就在于增长质量测度的困难。本文采用多因素评价方法,构建了一个涵盖增长效率、稳定性和可持续性3方面共含19个基础指标的综合评价体系,利用PCA方法合成经济增长质量综合指标和增长效率、稳定性、可持续性3个分类指标,能够较为全面地反映增长质量的信息。不仅使直接检验金融中介的作用成为可能,而且提高了分析结果的准确性和可信度。三是在研究内容上,除了传统文献中考虑的中介规模外,本文还采用了反映中介功能的指标,进一步考察了金融中介的作用机制。相关文献通常使用单一的规模指标来衡量金融中介的发展,这种方法使金融中介成为“黑箱”,无法探究其具体的作用机制。本文采用资金吸纳功能(包括动员社会储蓄功能和动员居民储蓄功能)和资金投放功能(包括投资转化功能和资金配置功能)指标,来刻画金融中介功能的发展,各指标的作用相互印证,构成了完整的分析链条,完善了实证逻辑,提高了研究结果的可信度。

## 二、作用机制与相关假设

### (一) 经济增长质量的界定

关于增长质量的界定,存在狭义和广义两种观点。狭义观点在该领域研究的早期较为流行。由于缺乏多因素分析的工具,相关研究常将其定义为增长过程中的效率因素,多使用全要素生产率、创新效率或市场化程度等单一指标作为代理变量。随着多因素分析方法的发展,综合评价增长质量成为可能。相关研究将增长质量定义为增长的规律性,例如效率、稳定性、可持续性等,构建综合评价指标体系,利用降维方法合成增长质量指标(随洪光、刘廷华,2014;钞小静、任保平,2011)。本文对增长质量的界定采用广义定义,重点从增长的效率、稳定性和可持续性3个方面衡量经济增长的质量,具体评价体系包含19个基础指标22个代理变量,如表1所示。

表1 经济增长质量综合评价指标体系

| 分类指标 | 次级指标   | 基础指标   | 代理变量           | 单位 | 指标属性 |   |    |
|------|--------|--------|----------------|----|------|---|----|
|      |        |        |                |    | 正    | 逆 | 适度 |
| 增长效率 | 要素生产率  | 资本生产率  | 资本生产率          | %  | √    |   |    |
|      |        | 劳动生产率  | 劳动生产率          | %  | √    |   |    |
|      | 生产组织效率 | 全要素生产率 | TFP            | %  | √    |   |    |
|      | 市场效率   | 产品市场效率 | 社会商品零售额/工农业总产值 | %  | √    |   |    |
|      |        | 要素市场效率 | 金融机构存贷款金额/GDP  | %  | √    |   |    |
|      |        |        | 每万人职业介绍机构数     | 倍数 | √    |   |    |
|      |        |        | 技术市场成交额/工业总产值  | %  | √    |   |    |

续表 1 经济增长质量综合评价指标体系

| 分类指标  | 次级指标    | 基础指标       | 代理变量                        | 单位 | 指标属性 |   |    |
|-------|---------|------------|-----------------------------|----|------|---|----|
|       |         |            |                             |    | 正    | 逆 | 适度 |
| 增长稳定性 | 要素供给稳定性 | 资本供给波动     | 实际利息波动率                     | %  |      |   | √  |
|       |         | 劳动供给波动     | 城镇就业平均工资波动率                 | %  |      |   | √  |
|       | 产出稳定性   | 产出波动       | 产出增加值的波动率                   | %  |      |   | √  |
|       |         | 价格波动       | 通货膨胀率                       | %  |      |   | √  |
|       | 结构性稳定性  | 国民经济结构     | 非国有企业产值/GDP                 | %  | √    |   |    |
|       |         | 产业结构       | 第二产业产值/GDP                  | %  | √    |   |    |
|       |         |            | 第三产业产值/GDP                  | %  | √    |   |    |
|       | 收支结构    | 进出口净值/ GDP | %                           | √  |      |   |    |
|       |         |            |                             |    |      |   |    |
| 可持续性  | 远期增长动力  | 知识存量       | 专利注册数/ GDP                  | 倍数 | √    |   |    |
|       |         | 研发投入       | R&D 经费/ GDP                 | %  | √    |   |    |
|       |         | 人力资本水平     | 六岁及以上人口平均受教育年限 <sup>①</sup> | %  | √    |   |    |
|       | 资源限制    | 资源利用效率     | 单位产出能耗比                     | 倍数 |      | √ |    |
|       | 生态环境代价  | 大气污染程度     | 单位产出大气污染程度                  | 倍数 |      | √ |    |
|       |         | 污水排放量      | 单位产出污水排放数                   | 倍数 |      | √ |    |
|       |         | 固体废弃物排量    | 单位产出固体废弃物排放量                | 倍数 |      | √ |    |

## (二) 金融中介规模对经济增长质量的作用

我国金融市场经过几十年的发展,已经建立了银行、股票、债券、基金等完备的金融体系,市场化程度在逐步提高。不过从体量上看,根据国泰安数据库统计资料,1999 年我国银行机构筹资额为 108 778.9 亿元,非银行金融机构筹资额(用股票、保险筹资额代替)为 2 350.56 亿元,仅占总筹资额的 2.1%左右。到 2015 年非银行金融机构筹资额为 35 257.35 亿元,虽然筹资额绝对值有了很大的提升,但是占总筹款的比例仍仅为 2.53%左右。银行部门控制着大部分的金融资源,仍是金融中介的主要构成部分。从宏观角度来看,银行为主的金融部门在宏观经济体系中具有关键的中介功能。对于资金供给者来说,银行部门作为资金需求者,通过动员储蓄吸纳存款。对于资金需求者来说,银行部门作为资金的提供者,通过对用户的识别与评价,将资金匹配给更加具有潜力的部门,为经济增长提供高效、稳定、持续的资本供给。后文的分析主要从银行部门规模扩张和功能提升出发,考察金融中介发展对增长质量的作用。

信贷规模是金融中介发展的直接体现。Goldsmith(1969)提出了金融相关比率的概念,将其定义为金融资产价值与全部实物资产价值的比值。该指标反映了信贷的相对规模,金融相关比率越高信贷规模越大,可以作为金融中介发展的基本特征。在金融发展早期,由于整体规模较小,同业竞争程度低,其主要目标客户是少数富人投资者,提供的也大多是高风险高收益的投资品种。因此,信贷规模扩张往往会加剧分配不公平,推高投资风险,降低增长的稳定性和可持续性。此外,在发展早期,由于制度缺失,政府会倾向于使用行政干预应对信贷扩张中出现的新问题,扭曲授信机制,形成金融抑制。因此,从这个层面上来说,早期的金融中介扩张可能会对经济增长质量产生负面影响。但随着金融体系的进一步发展,中介规模逐步扩大,竞争日趋激烈,银行为了吸引更多的客户与闲散资金,其业务范围逐渐向

①为了消除度量单位的影响,与其他指标类似,这里平均受教育年限使用了比例指标,将大学教育程度视为 1,其教育年限为 16 年,则各学历人口的受教育程度为学历年限与 16 的比值。具体公式为:平均受教育程度=[小学学历人口×(6/16)+初中学历人口×(9/16)+高中学历人口×(12/16)+大学学历人口×1]/6 岁及以上人口数量

普通民众倾斜,普惠性的投资机会增多。此时的金融制度逐渐成熟,市场化程度高,金融中介的功能较为健全。因此,当金融发展跨越有效门槛后,中介规模进一步扩张对经济增长提升具有积极作用(Rioja and Valev, 2014; 尚明、熊伏林, 1992)。

综上,金融中介功能发展对经济增长质量的实际作用取决于金融体系的发育程度。我国的金融体系虽然发展的时间并不长,但是已经取得了长足的进步,尤其是近年来银行市场化改革加快,银行间竞争日渐激烈,金融产品和金融方式创新种类繁多,金融中介规模已经达到了有效扩张阶段,能够通过金融深化全面提高增长质量。该阶段金融中介规模的扩张能够优化资源配置,提升增长效率;缓解金融抑制,提高经济结构稳定;促进技术、人力资本等长期增长要素的培育,提高增长的可持续性。基于此,我们提出假设1。

假设1:金融中介规模的扩张有助于提升经济增长的质量,在增长效率、稳定性和可持续性3条渠道中均具有积极作用。

### (三) 资金吸纳功能对经济增长质量的影响

#### 1. 动员社会资金功能与经济增长质量

动员社会资金是开展金融业务的基础。李扬等(2005)认为银行体系通过提供不同风险和收益的投资品种以及专业的财富管理服务,将社会闲散资金归集起来,充足的存款来源可以促进银行业自身的发展,同时为发挥金融中介功能形成有效支撑。动员社会资金功能的主要作用机制在于其流动性储备效应。对于金融系统而言,丰沛的流动性储备能够降低系统性风险,强化货币政策的传导效果,增强宏观经济的稳定性。从实体部门来看,则可以为研发和生产提供有效的资本供给,缓解中小企业和民营企业的资金约束,纠正金融扭曲,促进国民经济结构调整,提高经济增长的结构稳定性。据此,我们提出假设2。

假设2:动员社会资金的功能对经济增长质量提升具有正向影响,其贡献主要来自在增长稳定性渠道中的积极作用。

#### 2. 动员居民储蓄功能与经济增长质量

社会消费与储蓄是一个硬币的两面,金融部门吸收储蓄可能会改变居民消费结构,影响实体经济的后续发展(中国经济增长与宏观稳定课题组, 2007)。居民作为消费需求的主体,如果消费性资金过多地被吸收为储蓄,就会造成有效需求不足,后续增长乏力,从而降低增长的可持续性。据此,我们提出假设3。

假设3:过高的动员居民储蓄功能会降低经济增长的质量,其不利影响主要来自对增长可持续性的破坏。

### (四) 资金投放功能对经济增长质量的影响

金融部门投放资金的过程可以看作金融资源的重新配置,其中主要涉及两种功能。一个是将资金转化为投资的功能,即投资转化功能。另一个是通过授信识别将资金向有效需求匹配的功能,即资金配置功能。

#### 1. 投资转化功能与经济增长质量

投资转化功能主要体现在金融部门吸收的资金中有多少可以被实际投放到实体经济中去。一方面,资金转换效率越高,就会有更多的社会闲散资金被用于投资,为社会再投资提供稳定的资金供给。但另一方面,金融部门如果为了获得利润过度发放贷款,会使得银行资本充足率过低,系统性风险上升,影响经济增长的稳定性和可持续性。随着我国银行业市场化程度逐渐加大,银行间竞争日趋激烈,银行有足够的动力加大贷款量来获取利润。在这种情况下,银行经营的稳健性就变得更加重要。自次贷危机之后,各国都加强了银行资本充足

率的管理,“巴塞尔协议Ⅲ”制定了严格的资本充足率管理要求,我国银行业相关的管理要求也非常严格。因此,投资转化能力应该是更多地反映了资本的利用程度,而非风险。银行系统将资金转化为投资资本的能力越强,增长就越具有可持续性。基于此,我们提出假设 4。

假设 4:投资转化功能与经济增长的质量正相关,其主要贡献来自于对增长可持续性的积极作用。

## 2. 资金配置功能与经济增长质量

资金配置功能是指将资金与有效需求正确匹配的能力。在资金投放过程中,作为专业的中介机构,银行通过信息搜集与评估,消除信息不对称性,使得资金流向高效投资领域。熊彼特(1912)指出,银行部门有效甄别和资助高效率项目,鼓励技术创新,提高了经济增长的效率。在银行放贷之后,也会对资金流向进行一定程度的监督与引导,降低了相应的投资风险。此外,资金配置能力增强可以有效缓解金融抑制和金融扭曲,促进中小企业和民营企业的发展,带动产业升级和经济结构调整,因而也会对经济增长的稳定性和可持续性产生积极影响。但是由于我国的特殊经济体制,银行信贷中有很大部分流向了国有企业,这部分信贷多是基于行政干预或政策倾斜等因素,不能反映资金配置的效率。与此相比,流向私营部门的信贷是依据授信识别作出的市场选择,能够反映资金配置的效率(Zhang, et al., 2007; 李敬等, 2007)。因此,这里我们使用流向非国有部门的信贷占比作为资金配置功能的代理变量。银行资金配置功能的发展可以提高资金使用效率,缓解金融抑制,促进对长远增长要素的培育,有助于提升增长的效率、稳定性和可持续性。据此,我们提出假设 5。

假设 5:资金配置功能对经济增长质量有正向影响,在增长效率、稳定性和可持续性 3 条渠道中均具有积极作用。

## 三、研究设计

### (一) 模型设定与变量说明

根据假设 1,金融中介规模对经济增长质量有正向影响,因此这里首先以信贷规模为代理变量,考察金融中介发展对增长质量的整体作用,检验模型如下:

$$Quality_{it} = C_0 + \alpha \times Quality_{it-1} + \beta \times Fir_{it} + \theta \times Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1) 式中:下标  $i$  和  $t$  分别为省(市、自治区)和时间标识。 $Quality$  表示增长质量指标,包括综合指标( $Qua$ )、效率( $Effi$ )、稳定性( $Staby$ )和可持续性( $Sustain$ ),由前述 PCA 方法测算得到。 $Fir$  为信贷规模,采用传统的金融比率(存贷款总额/GDP)来衡量。

$Control$  为控制变量矩阵,其中  $Energy$  为自然资源禀赋,用人均资源产出衡量,包括焦炭( $Coke$ )、石油( $Oil$ )和天然气( $Gas$ ),根据中国社科院的换算公式折算为标准煤的形式: $Energy = (Coke \times 0.9714 / Kilogram + Oil \times 1.4286 / Kilogram + Gas \times 1.33 / Cubicmeters) / Population$ 。 $Urban$  为城镇化程度,用非农业人口占总人口的比例来衡量。 $Infra$  是基础设施指标,用交通路线航程数密度((铁路+公路+内河航道)/10000 平方公里)来衡量。 $Trade$  为贸易依存度,用进出口总额占 GDP 比重来衡量。 $Ins$  是市场化程度,借鉴韦倩等(2014)的方法对樊纲等(2011)指数进行估算得到。 $Gov$  是政府干预程度,为政府支出占 GDP 的比重。

接下来,我们将从资金吸纳和投放的功能入手,考察金融中介对增长质量的作用机制。在吸纳资金环节,根据假设 2,动员社会资金功能对经济增长质量存在积极作用,设定检验模型如下:

$$Quality_{it} = C_0 + \alpha \times Quality_{it-1} + \beta \times Tsaving_{it} + \theta \times Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(2) 式中:  $Tsaving$  是动员社会资金功能, 用银行储蓄存款占 GDP 的比重来代理。由于生产总值和存贷款等指标分属流量与存量概念, 故文中均先将年初年末的存贷款数据用居民消费指数进行平减, 然后取均值作为当年的存贷款量, 再与经过平减的生产总值相除得到相应的比率指标。

根据假设 3, 动员居民储蓄功能对增长质量存在消极作用, 设定检验模型如下:

$$Quality_{it} = C_0 + \alpha \times Quality_{it-1} + \beta \times Psaving_{it} + \theta \times Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

(3) 式中:  $Psaving$  是动员居民储蓄功能, 用居民储蓄存款占总存款的比重来衡量。

在资金投放环节, 根据假设 4, 投资转化功能对经济增长质量具有积极作用, 设定检验模型如下:

$$Quality_{it} = C_0 + \alpha \times Quality_{it-1} + \beta \times Delorate_{it} + \theta \times Control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(4) 式中:  $Delorate$  是投资转化功能, 用银行贷款与存款的比值来衡量。

根据假设 5, 资金配置功能对经济增长质量具有积极作用, 建立检验模型如下:

$$Quality_{it} = C_0 + \alpha \times Quality_{it-1} + \beta \times Priloanrate_{it} + \theta \times control_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

(5) 式中:  $Priloanrate$  为资金配置功能, 用非国有部门银行信贷占 GDP 的比重来衡量。

## (二) 关键变量测算

### 1. 经济增长质量测算

增长质量综合评价体系中的各代理变量数据来自历年《中国统计年鉴》、《新中国 55 年统计资料汇编》、《中国人口和就业统计年鉴》、各地方《统计年鉴》, 缺失数据通过估算补足。由于产品市场效率、要素市场效率和远期增长动力测算中部分数据缺乏或统计口径不一, 考虑到数据齐整性, 这里剔除了四川、重庆、西藏 3 个省(市、自治区), 选取中国大陆 28 个省(市、自治区) 2001—2015 年的数据为样本。

测算过程中, 首先解决指标非同向性问题。由于后文回归中均使用正向指标, 这里对逆向指标取倒数, 适度指标取离差的倒数, 正向指标保持不变。接下来, 将各基础变量标准化以解决量纲不可通度问题。然后, 分别对分类指标下的基础指标使用 PCA 方法, 降维合成经济增长的效率( $Effi$ )、稳定性( $Staby$ )和可持续性( $Substian$ ) 3 个增长质量分类指标。最后, 对 3 个分类指标再使用 PCA 方法降维, 合成增长质量综合指标( $Quality$ )。

表 2 汇报了测度结果的描述性统计分析。综合质量指标的最值区间相对较大, 方差与均值的比值较小, 说明数据具有明显的趋势性, 而且波动相对较小。3 个分类指标中, 稳定性指标波动较大, 可持续性指标则相对稳定, 这是由于前者的基础指标如产出、价格等受冲击的直接影响, 而后的科技、环境等基础指标对外部冲击的反应则相对不敏感。效率指标的最值区间在所有指标中最大, 方差与均值的比值则相对较小, 说明在样本期内增长效率经历了持续的快速上升过程。

表 2 经济增长质量测度结果描述性统计

| Stats | $Quality$ | $Effi$ | $Staby$ | $Sustain$ |
|-------|-----------|--------|---------|-----------|
| Obs.  | 420       | 420    | 420     | 420       |
| Mean  | 2.207     | 1.507  | 0.782   | 1.347     |
| Sd    | 1.965     | 2.411  | 1.407   | 1.434     |
| Min   | -1.436    | -5.689 | -3.040  | -1.128    |
| Max   | 7.291     | 12.41  | 4.595   | 5.812     |

2. 资金配置效率测算

银行信贷分为国有企业授信与非国有企业授信两部分。由于我国特殊的经济体制,在商业银行信贷中,有很大一部分贷款是贷给国有企业的指令性贷款。这部分贷款并不是基于授信识别作出的投放决策,不能反映资金配置的效率。相对地,非国有企业授信部分则是依据甄别策略作出的授信决策,能够反映资金匹配的效率。因此,我们使用非国有部门贷款/GDP 来代理金融中介的资金配置功能。借鉴 Zhang 等(2007)和李敬等(2007)的方法,假设国有部门信贷与 GDP 的比重与其产出份额存在线性关系。采用扰动项一阶自相关的固定效应面板回归,间接估计各省(市、自治区)银行信贷中国有企业授信/GDP,具体估计模型如下:

$$Loanrate_{it} = \alpha_0 + \beta \times y\_State_{it} + v_i + \varepsilon_{it}, \varepsilon_{it} = \rho \times \varepsilon_{it-1} + \delta_{it}, |\rho| < 1 \quad (6)$$

(6)式中:  $Loanrate_{it}$  为银行信贷占 GDP 的比例,  $y\_State_{it}$  是国有部门产值比重,  $\beta \times y\_State_{it}$  则为按照产值比重分配给国有部门的授信与 GDP 的比值。剩余的部分,即常数项  $\alpha_0$ 、地区虚拟变量  $v_i$  和误差项  $\varepsilon_{it}$  三部分的和为分配到非国有部门的银行信贷与 GDP 比值,其中虚拟变量  $v_i$  用来代表各省份非国有企业发展水平差异的影响,假设不随时间变化而只随地区变化。回归结果如表 3 所示。

| 表 3 授信分解结果      |       |      |
|-----------------|-------|------|
| 变量              | 系数    | T 值  |
| $y\_State_{it}$ | 0.298 | 2.67 |
| $\rho(AR)$      | 0.845 |      |
| Within- $R^2$   | 0.1   |      |
| Obs.            | 308   |      |

假定估计系数在各省份是相同的,通过上述回归过程,即可估算出 2000-2015 年各省份非国有部门银行信贷占 GDP 的比重 ( $Priloanrate$ ),图 1 给出了该指标在东、中、西部地区的均值折线图。需要说明的是,由于非国有信贷占比是由各地区信贷占 GDP 的比重减去上述估计的国有信贷占 GDP 比重得到的差值,而各地区信贷占 GDP 的比重有大于 1 的值,所以最终计算得到的私有部门的信贷比例也有大于 1 的情况。本文只需要得到一个反映私有信贷量相对大小的变量,所以这种情况不会影响下文的实证分析。

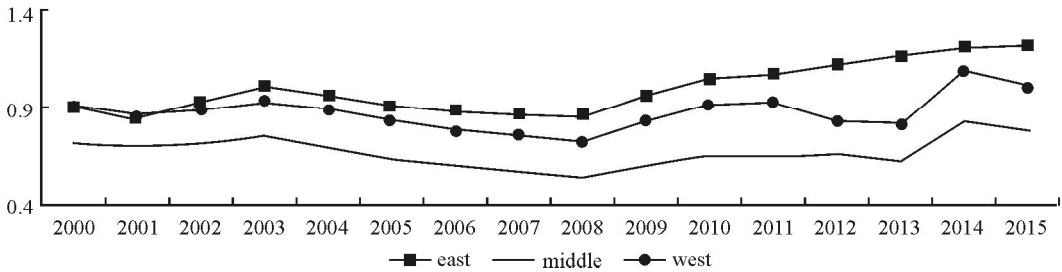


图 1 分地区非国有部门银行信贷占 GDP 的比重

(三) 数据说明

除增长质量和资金配置效率由前文测算得到,回归模型中其他变量来自《金融统计年鉴》、国泰安数据库、《中国统计年鉴》、《中国能源统计年鉴》、《中国人口和就业统计年鉴》

等,样本区间为 2001–2015 年。表 4 给出了上述主要变量的描述性统计信息。

表 4 主要变量的描述性统计分析

| Variables          | Obs. | Mean   | Sd     | Min     | Max   |
|--------------------|------|--------|--------|---------|-------|
| <i>Fir</i>         | 420  | 2.359  | 0.876  | 1.191   | 6.876 |
| <i>Tsaving</i>     | 420  | 0.672  | 0.153  | 0.229   | 1.196 |
| <i>Psaving</i>     | 420  | 0.702  | 0.159  | 0.291   | 1.176 |
| <i>Delorate</i>    | 420  | 0.759  | 0.127  | 0.488   | 1.334 |
| <i>Priloanrate</i> | 420  | 0.850  | 0.321  | 0.350   | 2.261 |
| <i>Energy</i>      | 420  | 0.605  | 0.915  | 0       | 5.192 |
| <i>Infra</i>       | 420  | 25.33  | 17.59  | 3.420   | 117.1 |
| <i>Trade</i>       | 420  | 0.0447 | 0.0555 | 0.00387 | 0.244 |
| <i>Gov</i>         | 420  | 0.172  | 0.0784 | 0.0630  | 0.579 |
| <i>Urban</i>       | 420  | 0.454  | 0.154  | 0.190   | 0.893 |
| <i>Ins</i>         | 420  | 5.778  | 1.803  | 2.586   | 10.19 |

#### 四、主要检验结果

##### (一) 金融中介规模对经济增长质量的影响

本文利用系统 GMM 方法对上述回归模型进行估计,方程(1)估计结果如表 5 所示。从回归结果可以看出,金融相关比率的系数显著为正,说明现阶段金融中介规模扩张有助于改善经济增长的质量。进一步的渠道检验结果显示,金融相关比率在三个渠道中的系数均显著为正,说明金融中介规模扩张对增长的效率、稳定性和可持续性均具有积极作用。这一点与假设 1 相符,中国银行系统的发展已经跨越了低效扩张的临界值,市场化程度不断提高,中介功能不断完善。金融中介规模的扩张对于提高资金利用效率,促进社会创新,改善经济结构,培育长期增长要素等均具有积极作用,因此能够全面促进经济增长质量的提升。

表 5 银行中介规模对增长质量的作用

| Variables         | <i>Quality</i>        | <i>Effi</i>           | <i>Staby</i>          | <i>Sustain</i>        |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Dep</i> (-1)   | 0.653 ***<br>(0.043)  | 0.688 ***<br>(0.017)  | 0.367 ***<br>(0.048)  | 0.835 ***<br>(0.063)  |
| <i>Fir</i>        | 0.781 ***<br>(0.177)  | 0.802 ***<br>(0.278)  | 0.453 **<br>(0.218)   | 0.201 *<br>(0.121)    |
| <i>Energy</i>     | 0.362 ***<br>(0.140)  | -0.069<br>(0.322)     | 0.211<br>(0.197)      | 0.109<br>(0.106)      |
| <i>Infra</i>      | 0.031 ***<br>(0.003)  | 0.044 ***<br>(0.008)  | 0.035 ***<br>(0.007)  | 0.017 ***<br>(0.003)  |
| <i>Trade</i>      | -7.974 **<br>(3.384)  | 10.076<br>(8.426)     | 0.673<br>(5.094)      | -6.775 ***<br>(2.290) |
| <i>Gov</i>        | 3.735 ***<br>(0.814)  | 12.208 ***<br>(2.616) | -0.127<br>(2.002)     | 2.151 ***<br>(0.626)  |
| <i>Urban</i>      | 1.298<br>(1.106)      | 2.189<br>(2.471)      | -2.938<br>(2.035)     | -0.070<br>(0.510)     |
| <i>Ins</i>        | 0.390 ***<br>(0.061)  | -0.181<br>(0.181)     | 0.549 ***<br>(0.075)  | 0.196 ***<br>(0.071)  |
| <i>Constant</i>   | -4.852 ***<br>(0.573) | -4.650 ***<br>(0.732) | -3.333 ***<br>(0.581) | -1.649 ***<br>(0.472) |
| Provinces         | 28                    | 28                    | 28                    | 28                    |
| Obs.              | 392                   | 392                   | 392                   | 392                   |
| AR(1)             | 0.000                 | 0.221                 | 0.001                 | 0.003                 |
| AR(2)             | 0.672                 | 0.742                 | 0.047                 | 0.199                 |
| <i>P</i> (Sargan) | 0.742                 | 0.944                 | 0.938                 | 0.941                 |

注:括号内数值为标准差,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%、10%水平下显著;下同。

控制变量中,人均能源产出对增长质量的提高具有正向作用,不过在分渠道检验中其作用均不具有显著性。该结论说明我国当前阶段的经济增长中并不存在普遍的“资源诅咒”现象,自然资源产出增加有助于提高增长质量,但具体到各分类指标,其作用可能并不突出。

基础设施的作用显著强烈为正,表明经济增长质量受到基础设施水平的影响。作为经济运行的硬件基础,基础设施的改善对经济增长会产生全面的影响。其后的分渠道检验结果也证实,基础设施对增长效率、稳定性和可持续性的作用均显著为正。

国际贸易的系数显著为负,贸易降低了经济增长的质量,其不利影响主要来自对增长可持续性的抑制。这可能与中国的贸易结构有关。以标准化技术和低附加值为主的比较优势尽管可以提供大量就业岗位,推动经济扩张,但对于技术水平和外部风险抵御能力的提升却并未有实质性的帮助。增长的生态环境成本也相对较高,对既有优势的持续依赖还会强化贸易分工中的不利地位,抑制长期增长要素的培育。因此,对于增长效率和稳定性没有积极作用,反而会损害经济增长的可持续性。

政府干预显著提升了经济增长的质量,在增长的效率和可持续性渠道中均产生了强烈显著的积极作用。其原因可能有二。一个是政府经济管理方式的转变减少了行政扭曲,提升了经济管理的效率。过去以行政干预为手段的政府管理造成了大量的经济扭曲,抑制了经济增长质量的提升。随着政府管理水平的提升,当前阶段的政府管理更多的是制定规则框架,为经济运行提供良好的制度条件,减少了行政扭曲的负面作用,提升了管理效率。因此政府规模更多的是反映了经济管理能力,有助于强化资源配置和规制外部不经济现象,提高增长的效率,降低生态环境成本。另一个是在政府支出结构中,投资性支出占了相当规模的比重,这类支出主要是投向战略性新兴产业和具有较强外部性的公共产品,对于提升技术水平和产业层次,提高增长效率和可持续性具有重要的作用。

城镇化水平的回归结果中,无论是综合增长质量回归,还是分渠道检验结果,均未发现其具有积极作用的证据。本文所使用的城镇化指标为非农人口的比重,事实上大规模的民工流动由来已久,户口变更远远落后于人口的实际流动。因此该指标可能更多的反映了户口登记簿上的“纸面”属性,对经济增长过程并不具有实际作用。

市场化作为经济运行的制度基础,对增长质量具有显著的正向作用,在稳定性和可持续性方面均产生了强烈的积极影响。值得注意的是,市场化程度对增长效率没有显著作用,这可能是由于资源配置效率是市场化改革的首要问题,其积极作用在改革前期已大量释放。而稳定性和可持续性的市场制度建设目前正快速推进,因此其作用在这两条渠道中非常显著。

## (二) 资金吸纳功能对经济增长质量的影响

### 1. 动员社会资金功能的作用

假设2的检验结果如表6所示。回归结果表明,银行系统动员社会资金的功能对增长质量具有显著的改善作用。从作用渠道来看,其贡献主要来自对增长稳定性的提高,对增长效率和可持续性则没有显著影响。其原因在于,银行部门将社会闲散资金汇集成充足稳定的流动性储备,能够有效降低系统性风险,提高金融系统和宏观经济的稳定性。尤其在大规模的财政与货币刺激之后,金融扭曲与资源结构性错配导致部分行业和企业杠杆畸高,社会储蓄的增加有助于拓宽储备口径,解决“去杠杆”中的“入口”问题,为预防系统风险储备流

动性<sup>①</sup>。同时,充足的资金供给也可以促进金融深化,缓解中小企业和民营企业的预算约束,提高经济的结构稳定性。但是对于增长效率和可持续性而言,汇聚流动性需要与其他环节相配合才能产生影响,动员社会资金功能本身并不具有实质作用。

表 6 动员社会资金功能对增长质量的作用

| Variables         | Quality               | Effi                  | Staby                 | Sustain               |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Dep</i> (-1)   | 0.731 ***<br>(0.036)  | 0.673 ***<br>(0.042)  | 0.361 ***<br>(0.034)  | 0.828 ***<br>(0.040)  |
| <i>Tsaving</i>    | 1.896 ***<br>(0.564)  | 1.731<br>(1.144)      | 2.320 ***<br>(0.564)  | 0.134<br>(0.433)      |
| <i>Energy</i>     | 0.234 *<br>(0.133)    | 0.120<br>(0.350)      | 0.337 **<br>(0.163)   | -0.013<br>(0.083)     |
| <i>Infra</i>      | 0.019 ***<br>(0.003)  | 0.030 ***<br>(0.007)  | 0.029 ***<br>(0.005)  | 0.010 ***<br>(0.002)  |
| <i>Trade</i>      | -8.569 **<br>(3.763)  | 5.115<br>(10.104)     | 3.738<br>(3.963)      | -7.719 ***<br>(2.734) |
| <i>Gov</i>        | 4.822 ***<br>(1.038)  | 15.403 ***<br>(3.568) | 2.982 *<br>(1.552)    | 3.199 ***<br>(0.979)  |
| <i>Urban</i>      | 2.111 *<br>(1.149)    | 2.274<br>(1.887)      | -4.851 **<br>(2.034)  | 0.379<br>(0.525)      |
| <i>Ins</i>        | 0.313 ***<br>(0.060)  | -0.052<br>(0.169)     | 0.583 ***<br>(0.075)  | 0.238 ***<br>(0.062)  |
| <i>Constant</i>   | -3.445 ***<br>(0.537) | -3.384 ***<br>(0.697) | -3.152 ***<br>(0.878) | -1.098 **<br>(0.462)  |
| Provinces         | 28                    | 28                    | 28                    | 28                    |
| Obs.              | 392                   | 392                   | 392                   | 392                   |
| AR(1)             | 0.0001                | 0.0176                | 0.0011                | 0.0021                |
| AR(2)             | 0.9744                | 0.5484                | 0.8176                | 0.1540                |
| <i>P</i> (sargan) | 0.6982                | 0.9477                | 0.9497                | 0.8943                |

## 2. 动员居民储蓄功能的作用

假设 3 的检验结果如表 7 所示。居民储蓄占比的回归系数显著为负,说明动员居民储蓄功能对增长质量具有消极作用。从作用渠道来看,这一不利影响主要来自对经济增长可持续性的冲击,经济增长的效率和稳定性则没有受到显著影响。动员居民储蓄存款的功能过高,会大量吸收消费性资金,导致有效需求持续向投资转化。中国的居民储蓄率本就偏高,金融中介对消费性资金的吸收会加剧过度投资,抑制有效需求,破坏消费和投资的良性循环,降低经济增长的可持续性。从这个意义上说,推进金融中介的资金吸纳功能,应当鼓励针对非居民的产品创新,避免挤占消费性资金。

表 7 动员居民储蓄功能对增长质量的作用

| Variables       | Quality               | Effi                 | Staby                | Sustain               |
|-----------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>Dep</i> (-1) | 0.662 ***<br>(0.032)  | 0.661 ***<br>(0.026) | 0.453 ***<br>(0.053) | 0.713 ***<br>(0.037)  |
| <i>Psaving</i>  | -2.620 ***<br>(0.434) | -1.472<br>(1.474)    | -0.611<br>(0.718)    | -1.811 ***<br>(0.357) |
| <i>Energy</i>   | 0.196<br>(0.148)      | 0.056<br>(0.300)     | 0.440 ***<br>(0.166) | 0.037<br>(0.051)      |

①去杠杆,既要解决“出口”问题,也要解决“入口”问题。所谓“入口”问题,即拓宽流动性储备口径,预防高“杠杆”形成大面积冲击,金融中介动员社会储蓄功能增强有利于解决这一问题。

续表 7 动员居民储蓄功能对增长质量的作用

| Variables        | Quality               | Effi                  | Staby                 | Sustain               |
|------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Infra</i>     | 0.026 ***<br>(0.003)  | 0.034 ***<br>(0.011)  | 0.028 ***<br>(0.005)  | 0.018 ***<br>(0.003)  |
| <i>Trade</i>     | -1.598<br>(4.528)     | 12.957<br>(10.036)    | 4.272<br>(5.996)      | -4.533<br>(3.639)     |
| <i>Gov</i>       | 5.338 ***<br>(1.394)  | 15.866 ***<br>(3.942) | 0.749<br>(1.860)      | 3.474 ***<br>(1.062)  |
| <i>Urban</i>     | 2.319 ***<br>(0.670)  | 4.194 *<br>(2.353)    | -0.730<br>(2.663)     | 0.576<br>(0.809)      |
| <i>Ins</i>       | 0.331 ***<br>(0.071)  | -0.207<br>(0.134)     | 0.389 ***<br>(0.068)  | 0.334 ***<br>(0.076)  |
| <i>Constant</i>  | -1.698 ***<br>(0.430) | -3.007 *<br>(1.736)   | -2.237 ***<br>(0.525) | -1.102 ***<br>(0.338) |
| Provinces        | 28                    | 28                    | 28                    | 28                    |
| Obs.             | 392                   | 392                   | 392                   | 392                   |
| AR(1)            | 0.0000                | 0.2416                | 0.0011                | 0.0038                |
| AR(2)            | 0.9737                | 0.5689                | 0.4526                | 0.2086                |
| <i>P(sargan)</i> | 0.8147                | 0.9415                | 0.8488                | 0.8491                |

### (三) 资金投放功能对经济增长质量的影响

#### 1. 投资转化功能的作用

投资转化功能的估计结果如表 8 所示。回归结果验证了假设 4 的判断,金融中介的投资转化功能与增长质量具有强烈显著的正向相关性,投资转化功能的提高有助于提高经济增长的质量。通常投资转化功能的增强会带来两种不同的影响。一方面,该功能较强,意味着社会资金的实际利用率高,能够直接缓解金融抑制,为技术创新和产业升级提供宽松的资本环境。科学技术的重要突破和高新产业的发展是远期经济增长的动力,但通常也具有较高的风险性。只有当资金投放量大,信贷环境较为宽松时,这种具有极强外部性的活动才可能获得充足的资金支持。因此,投资转化功能提高可能有助于提升经济增长的可持续性。另一方面,高转化率也意味着较低的资本充足率和较高的金融风险。只有将存款转化成贷款发放出去,银行才能从中获益,因此银行有足够强的动机提高贷存比例。过度放贷则可能导致银行资本充足率过低,金融风险上升,威胁增长的稳定性。本文的检验结论说明,当前我国银行系统的资金投放比例并未超过安全阈值,投资转化功能增强带来的主要是第一种作用。<sup>①</sup>

渠道检验结果也印证了这一逻辑,投资转化功能对增长可持续性具有强烈显著的积极作用;对增长稳定性的作用为负,但不具有统计意义上的显著性。这是因为经过较长时期的发展,我国银行系统的风险控制趋于严格,资本贷存比近年来有明显的下降趋势。因此,投资转化功能所体现的更多是资本形成的效率,而非金融风险。<sup>②</sup> 该结论也说明,除了降低银行内耗,提高经营效率外,也可以适当放松资本充足率的管制标准,以提高社会资金的利

①根据 Wind 和 Choice 数据库,中国 2015 年信贷占 GDP 比重约为 194.41%,远低于高收入国家 210.46%和美国 236.54%的水平。贷存比为 0.759,远低于俄罗斯(1.311)和韩国(1.164)等转型经济体和新兴工业化国家,与主要发达国家日本(0.688)接近。考虑到增长率和投资率的差异,中国的信贷约束要强得多。

②Choice 数据库统计数据显示,中国 2015 年坏账率为 1.67%,不仅低于全球 4.30%的平均水平,而且低于高收入国家 3.43%的水平。

用率。

表 8 投资转化功能对增长质量的作用

| Variables        | Quality               | Effi                  | Staby                | Sustain               |
|------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>Dep</i> (-1)  | 0.695 ***<br>(0.028)  | 0.673 ***<br>(0.036)  | 0.432 ***<br>(0.036) | 0.807 ***<br>(0.042)  |
| <i>Delorate</i>  | 3.482 ***<br>(0.865)  | 2.776<br>(2.460)      | -0.426<br>(1.296)    | 1.449 ***<br>(0.461)  |
| <i>Energy</i>    | 0.224<br>(0.165)      | 0.119<br>(0.322)      | 0.208<br>(0.221)     | 0.053<br>(0.036)      |
| <i>Infra</i>     | 0.028 ***<br>(0.004)  | 0.039 ***<br>(0.014)  | 0.026 ***<br>(0.006) | 0.018 ***<br>(0.003)  |
| <i>Trade</i>     | -1.735<br>(5.512)     | 6.206<br>(11.912)     | 3.114<br>(5.631)     | -6.852 **<br>(2.868)  |
| <i>Gov</i>       | 6.643 ***<br>(1.805)  | 15.218 ***<br>(4.193) | 1.110<br>(1.316)     | 3.334 ***<br>(0.926)  |
| <i>Urban</i>     | 2.523 ***<br>(0.920)  | 3.405 *<br>(1.868)    | -0.088<br>(2.195)    | 0.404<br>(0.737)      |
| <i>Ins</i>       | 0.397 ***<br>(0.064)  | -0.019<br>(0.183)     | 0.385 ***<br>(0.071) | 0.354 ***<br>(0.090)  |
| <i>Constant</i>  | -6.995 ***<br>(0.933) | -6.581 ***<br>(1.852) | -2.437 *<br>(1.450)  | -3.533 ***<br>(0.754) |
| Provinces        | 28                    | 28                    | 28                   | 28                    |
| Obs.             | 392                   | 392                   | 392                  | 392                   |
| AR(1)            | 0.000                 | 0.233                 | 0.001                | 0.002                 |
| AR(2)            | 0.603                 | 0.613                 | 0.529                | 0.158                 |
| <i>P(sargan)</i> | 0.791                 | 0.969                 | 0.806                | 0.917                 |

## 2. 资金配置功能的作用

资金配置功能的检验结果如表 9 所示。综合质量回归结果表明,资金配置功能对经济增长质量具有显著的积极作用。渠道检验结果显示,资金配置功能对增长质量具有广泛的影响,在效率、稳定性和可持续性渠道中均产生了显著的积极作用。该结论验证了假设 5 的判断。资金配置功能是整个金融中介环节实现资本增值的关键。通过授信识别将资金分配给优质项目,可以提高资本使用效率,促进金融深化,因此有助于全面提升经济增长的质量。

我国的授信体系中存在着严重的“傍大款”倾向。基于风险规避或政治关联等考虑,以及行政指令的干预等,银行将大量的贷款分配给少数国有企业。这样的做法一方面会导致大量具有发展潜力的企业难以获得资金支持,损害经济增长的效率和可持续性。例如,冀相豹和王大莉(2017)指出,金融错配对非国有制企业的制约最为突出。另一方面,将银行系统的风险集中到少数几家企业的经营业绩上,本身就违反了分散风险的原则。一旦其中一个环节出现问题,就可能引发系统性风险,进而对增长的稳定性造成巨大破坏。从这个意义上说,提高非国有部门的授信比例,纠正金融扭曲,有助于提升经济增长的质量。

表 9 资金配置功能对增长质量的作用

| Variables          | Quality               | Effi                  | Staby                 | Sustain               |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Dep</i> (-1)    | 0.748 ***<br>(0.044)  | 0.578 ***<br>(0.019)  | 0.351 ***<br>(0.062)  | 0.707 ***<br>(0.052)  |
| <i>Priloanrate</i> | 2.436 ***<br>(0.224)  | 1.652 ***<br>(0.537)  | 1.406 ***<br>(0.281)  | 0.874 ***<br>(0.242)  |
| <i>Energy</i>      | 0.396 ***<br>(0.128)  | 0.345<br>(0.412)      | 0.685 ***<br>(0.174)  | 0.067<br>(0.078)      |
| <i>Infra</i>       | 0.025 ***<br>(0.003)  | 0.062 ***<br>(0.009)  | 0.034 ***<br>(0.004)  | 0.016 ***<br>(0.003)  |
| <i>Trade</i>       | 2.189<br>(2.296)      | 5.896<br>(5.374)      | 5.337<br>(4.760)      | -7.622 ***<br>(2.252) |
| <i>Gov</i>         | 2.537 ***<br>(0.931)  | 10.663 ***<br>(3.056) | 1.200<br>(0.999)      | 2.318 ***<br>(0.668)  |
| <i>Urban</i>       | -0.481<br>(1.597)     | 3.025<br>(2.289)      | -6.071 ***<br>(1.756) | 0.995 **<br>(0.452)   |
| <i>Ins</i>         | 0.319 ***<br>(0.066)  | 0.144<br>(0.118)      | 0.663 ***<br>(0.125)  | 0.336 ***<br>(0.055)  |
| <i>Constant</i>    | -4.017 ***<br>(0.656) | -6.846 ***<br>(0.582) | -3.408 ***<br>(0.581) | -3.011 ***<br>(0.412) |
| Provinces          | 28                    | 28                    | 28                    | 28                    |
| Obs.               | 392                   | 392                   | 392                   | 392                   |
| AR(1)              | 0.000                 | 0.207                 | 0.003                 | 0.007                 |
| AR(2)              | 0.732                 | 0.416                 | 0.918                 | 0.633                 |
| <i>P</i> (sargan)  | 0.899                 | 0.909                 | 0.764                 | 0.691                 |

五、稳健性检验

(一) 差分 GMM 检验

本部分尝试改变估计方法,对上述模型重新进行估计。由于前文使用动态模型,为使结果具有可比性,这里采用了动态差分 GMM,结果如表 10 所示<sup>①</sup>。可以发现,各变量的回归系数与显著性均与前文基本一致。

表 10 差分 GMM 检验结果

| Variables          | Quality                | Effi                   | Staby                 | Sustain                |
|--------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| <i>Fir</i>         | 0.824 ***<br>(-0.09)   | 0.652 ***<br>(-0.248)  | 0.624 ***<br>(-0.108) | 0.087<br>(-0.085)      |
| <i>Tsaving</i>     | 2.230 ***<br>(-0.242)  | 1.947 ***<br>(-0.644)  | 2.108 ***<br>(-0.442) | 0.279<br>(-0.306)      |
| <i>Psaving</i>     | -2.568 ***<br>(-0.234) | -2.748 ***<br>(-0.586) | -0.949 *<br>(-0.52)   | -1.350 ***<br>(-0.146) |
| <i>Delorate</i>    | 2.057 ***<br>(-0.26)   | 2.740 ***<br>(-0.931)  | -1.325 **<br>(-0.585) | 1.814 ***<br>(-0.289)  |
| <i>Priloanrate</i> | 1.194 ***<br>(-0.225)  | 3.116 ***<br>(-0.605)  | 0.859 ***<br>(-0.167) | 0.419 **<br>(-0.184)   |

<sup>①</sup>限于篇幅,这里仅以简表的形式汇报了主要观察变量的系数和 *z* 值,各变量均来自不同的回归,实际回归中均包含了控制变量。下表同。

## (二)95%右侧缩尾检验

根据表 2 描述性统计结果,增长质量部分指标最值差较大,样本中可能存在偏离较大的异常值。因此,这里使用 95%右侧缩尾检验,以提高估计结果准确性,结果如表 11 所示。除资金配置功能对增长效率的作用有所下降,回归结果并未发生本质性改变。

表 11 95%右侧缩尾检验结果

| Variables          | Quality                | Effi                  | Staby                 | Sustain               |
|--------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Fir</i>         | 0.876 ***<br>(-0.091)  | 0.820 ***<br>(-0.225) | 0.930 ***<br>(-0.187) | 0.149<br>(-0.133)     |
| <i>Tsaving</i>     | 2.072 ***<br>(-0.523)  | 0.576<br>(-1.222)     | 2.901 ***<br>(-0.509) | -0.359<br>(-0.578)    |
| <i>Psaving</i>     | -4.334 ***<br>(-0.734) | -1.543<br>(-1.978)    | -2.312 *<br>(-1.208)  | -1.731 **<br>(-0.719) |
| <i>Delorate</i>    | 3.983 ***<br>(-0.73)   | 1.635<br>(-1.498)     | 2.183<br>(-1.557)     | 2.262 ***<br>(-0.717) |
| <i>Priloanrate</i> | 2.246 ***<br>(-0.158)  | 0.669<br>(-0.79)      | 1.818 ***<br>(-0.257) | 0.588<br>(-0.184)     |

## 六、结论

利用中国大陆 28 个省级样本,本文考察了金融中介发展对经济增长质量的影响。实证结果表明:(1)金融中介发展对提升经济增长质量具有显著的积极作用,中介规模的扩张显著提升了中国经济增长的质量,在增长效率、稳定性和可持续性 3 条渠道中均产生了强烈显著的积极作用。(2)在资金吸纳环节,动员社会资金功能与经济增长质量正相关,其贡献主要来自对增长稳定性的提升;动员居民储蓄功能与增长质量负相关,其消极作用主要来自对增长可持续性的冲击。其原因可能在于,归集社会资金能力的提升,有利于降低金融风险,提高经济的结构稳定性;但过度吸纳消费性资金,则会降低有效需求,降低增长的可持续性。(3)在资金投放环节,投资转化功能与增长质量正相关,其作用主要来自对增长可持续性的贡献;资金配置功能与增长质量正相关,对增长效率、稳定性和可持续性均产生了积极作用。其原因在于,资本向投资的转化率提高,有利于促进社会再投资,提高增长的可持续性。在此过程中,授信匹配越有效,越有利于促进金融深化,全面提高增长质量。利用差分 GMM 方法,以及使用 95%右侧缩尾检验剔除异常值,重新进行上述回归,结果依然稳健。

上述结论具有明显的现实意义。一是推进金融中介发展有利于提高经济增长的质量。金融中介功能是银行部门乃至金融系统最基础也是最重要的功能,随着金融创新和市场化制度的建设,我国金融中介的发展已经跨越了有效增长的门槛,对经济增长质量具有强烈显著的积极作用。在提升增长质量的时代背景下,推进金融中介功能的发展应当成为金融改革的重要内容之一。二是在吸纳资金过程中,应当注重提升非居民部门的存款意愿。两种资金吸纳功能的作用对比表明,归集社会资金不能以挤占有效需求为代价。最近几年针对居民群体的理财产品种类繁多,而企业或机构投资者的业务创新却多以规避监管的表外业务为主,对提高非居民部门的储蓄意愿并无实质性作用。引导银行针对企业和机构客户进行金融产品创新,提高非居民存款的比例,有助于解决宏观经济中的“投资-消费”冲突,提高增长的可持续性。三是资本充足率管制存在放松的空间。随着金融监管的加强,我国银行的贷存比近年来持续下降,风险因素相对较低。适当放松资本充足率管制,有利于促进科技创新和生产性投资,培育

长期增长要素,提高增长的可持续性。四是应当纠正授信体系中的所有权歧视。授信体系中的所有权歧视造成了严重的金融扭曲。大量贷款流向并不缺乏资金的特定国有企业“关系户”,造成金融资源的巨大浪费。与此形成鲜明对比的是,中小企业和民营企业等需要快速发展的部门则面临着严重的融资约束,新增长点的形成和经济结构调整进程缓慢。因此,打破资金配置过程中的所有权歧视,提高非国有部门的授信比例,有助于纠正金融扭曲,全面提升经济增长质量。

#### 参考文献:

1. 钞小静、任保平,2014:《中国经济增长质量的时序变化与地区差异分析》,《经济研究》第3期。
2. 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2011:《中国市场化指数:各省区市场化相对进程2011年度报告》,经济科学出版社。
3. 冀相豹,王大莉,2017:《金融错配、政府补贴与中国对外直接投资》,《经济评论》第2期。
4. 李敬、冉光和、万广华,2007:《中国区域金融发展差异的解释——基于劳动分工理论与Shapley值分解方法》,《经济研究》第5期。
5. 李扬、王国刚、刘煜辉,2005:《中国城市金融生态环境评价》,人民出版社。
6. 尚明、熊伏林,1992:《论日本起飞时期的金融政策》,《国际金融研究》第4期。
7. 随洪光、刘廷华,2014:《FDI是否提升了发展中东道国的经济增长质量——来自亚太、非洲和拉美地区的经验证据》,《数量经济技术经济研究》第11期。
8. 韦倩、王安、王杰,2014:《中国沿海地区的崛起:市场的力量》,《经济研究》第8期。
9. 熊彼特,1912:《经济发展理论》,中译本,商务印书馆,1997。
10. 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。
11. Goldsmith, R. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, Conn: Yale University Press.
12. Zhang, J., G. Wan, and Y. Jin. 2007. “The Financial Deepening-productivity Nexus in China: 1987-2001.” *Journal of Chinese Economic and Business Studies* 5(1): 37-49.
13. Rioja, F., and N. Valev. 2014. “Stock Markets, Banks and the Sources of Economic Growth in Low and High Income Countries.” *Journal of Economics and Finance* 38(2): 302-320.

### Financial Intermediary and the Quality of Economic Growth: Empirical Study Based on Chinese Provincial Samples

Sui Hongguang<sup>1</sup>, Duan Pengfei<sup>1</sup>, Gao Huiwei<sup>1</sup> and Zhou Jin<sup>2</sup>

(1: School of Economics, Shandong University;

2: People's Procuratorate of Linzi District, Zibo City, Shandong Province)

**Abstract:** This paper examines the impact of financial intermediation development on the quality of economic growth. The results show that the expansion of financial intermediary scale significantly improves the quality of economic growth. In the aspect of absorbing funds, the ability to mobilize social capital is positively related to the quality of economic growth. The ability to mobilize household savings is negatively correlated with the growth quality. In the aspect of investing funds, the function of investment transformation is positively related to the quality of growth. So is the function of funds allocation. The quality of economic growth will benefit from non-resident financial product innovation, appropriate relaxation of capital adequacy control and improvement of the proportion of private credit.

**Keywords:** Financial Intermediaries, Quality of Economic Growth, Principal Components Analysis

**JEL Classification:** E44, G21, O11

(责任编辑:惠利、陈永清)