

DOI: 10.19361/j.er.2019.06.04

金融结构影响消费者福利的效应与机制研究

——兼论最优金融结构理论

谢贤君 王晓芳 孙博文*

摘要: 金融体系改革与社会民生是我国经济社会转型时期所面临的两大重要议题,金融结构关系金融体系改革,而消费者福利水平关乎社会民生。为揭示金融结构对消费者福利影响的效应和路径,以深刻反映最优金融结构理论的基本内涵和拓展内涵,本文运用2000-2015年省际面板数据,实证分析金融结构对消费者福利效应的影响。结果发现,市场主导型金融体系显著提升消费型、均等型及结构型福利效应水平,金融结构影响消费型福利是通过促使金融结构与产业间结构或产业内部结构相适应、与人力资本积累相匹配的中介效应实现的;金融结构影响均等型和结构型福利是通过促使金融结构与产业内部结构相适应、与人力资本积累相匹配的中介效应实现的。而且对于不同类型的福利,金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配的调节强度不同。此外,处在不同区间的金融结构,对消费型、均等型及结构型福利效应具有显著的非线性门槛特征。

关键词: 金融结构;消费型福利;均等型福利;结构型福利

一、引言

1991-2018年间,中国国内生产总值年均增长速度达到了9.4%,伴随着持续高速的经济增长,我国总体社会福利水平^①不断提高,2018年全国财政性社会支出、社会保险基金支出分别达8.26万亿元、4.92万亿元,占GDP的比例分别为9.17%、5.46%^②,两者增长幅度较

*谢贤君,西安交通大学经济与金融学院,邮政编码:710061,电子信箱:1446534628@qq.com;王晓芳,西安交通大学经济与金融学院,邮政编码:710061,电子信箱:cmmy2014@163.com;孙博文(通讯作者),北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:lansebowen@pku.edu.cn。

本文为教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“人民币国际化推进策略研究”(项目编号:18JZD035)的阶段性成果。感谢两位匿名审稿专家提出的宝贵修改意见,文责自负。

①关信平(2017)在《当前我国社会政策的目标及总体福利水平分析》一文中指出,在当代市场经济条件下,一个国家的总体福利水平一般采用社会支出占GDP的比例来衡量,国家的社会支出包括政府财政的社会支出(国际常称“公共社会支出”)和政府之外的社会支出(国际常称“民间社会支出”),由于民间社会支出对社会总体福利水平贡献较低,因而以政府财政性公共支出和社会保险基金支出两个指标来衡量。而我国政府正式的财政预算和统计口径中尚未采用“社会支出”这一概念和指标,因而本文以财政在教育、医疗卫生、社会保障与就业、保障性住房、扶贫五大类的支出总和构成政府财政“社会支出”指标。

②数据来源:《中国统计年鉴》;《2018年国民经济和社会发展统计公报》(http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201902/t20190228_1651265.html);《2018年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》(http://www.mohrss.gov.cn/SYrlzyhshbzb/zwgk/szrs/tjgb/201906/t20190611_320429.html);《2018年全国一般公共预算支出决算表》(http://yss.mof.gov.cn/2018czjs/201907/t20190718_3303195.html)。

大。然而,我国经济增长的可持续性也面临严峻的挑战。总体上我国劳动力供需平衡,但随着“刘易斯拐点”的到来所造成的“人口红利”逐渐消失,容易导致劳动力结构性失衡、劳动力成本攀升及老幼抚养比提高等问题,可能引起政府社会公共支出总量的增加,还可能带来社会公共支出结构失衡,从而制约社会福利均等化及内部结构的进一步改善。福利均等化、结构效应与经济增长存在双向因果关系(Hansson and Stuart, 2003),且经济增长结构性突变与福利结构性调整具有关联性(张晓娣、石磊, 2014),而经济增长和收入分配受到不同阶段各种金融制度安排的制约。正如林毅夫等(2009)所指出的,一方面,一个经济体的要素禀赋结构决定其最具竞争力的产业与技术结构,进而决定了金融需求的特征;另一方面,不同的金融制度,具有在动员资金、克服信息不对称以及分散金融风险方面的相对优劣势。金融体系中各种金融制度安排的构成需要与该经济体的产业、技术结构和企业的特性相匹配、相适应,以支持具有比较优势的产业和企业快速发展,进而促进经济增长。这意味着金融结构通过经济增长和收入分配对社会福利水平产生影响。特别是,在我国经济处于转型时期,金融体制改革成为我国经济体制改革的重要组成部分(张杰, 2018),有助于服务实体经济(刘立新、李鹏涛, 2019);同时金融结构也在不同区域发生演绎变迁(李健、范祚军, 2012),金融结构将成为影响我国经济增长动力机制转换的重要因素,也是实施创新驱动发展战略的重要推力,更是提高生产要素效率和经济活动参与者收益的重要助力,对于实现经济高质量发展意义重大。自进入经济新常态以来,我国消费结构转型升级已成必然之势,在此背景下,金融结构是否对消费者福利效应产生影响?结果毋庸置疑,但影响效果如何,路径又怎样?为了回应上述问题,本文将首先从理论逻辑角度阐述金融结构对消费者福利的影响机制,并提出研究假说,然后采用2000-2015年我国30个省份的面板数据作为研究样本,实证分析金融结构对消费者福利效应的影响,进一步基于双重门槛模型检验这一影响的非线性特征,以深刻反映最优金融结构理论的基本内涵和拓展内涵——一定阶段金融结构与产业结构水平相适应、与人力资本积累水平相匹配才能助推经济增长,间接验证最优金融结构具有动态调整功能和阶段性特征。

二、文献述评

有关金融结构影响社会福利^①的动态进展比较与研判主要表现在以下两个方面^②。一方面,基于银行主导型视角:由于面临的资金风险相对较低,公众选择银行储蓄资金,且容易获得资金来源。Rajan和Zingales(2001)认为银行在处于具有信息优势等垄断地位的条件

①社会福利主要包含满足社会成员生活、健康和人际关系交往等方面的内容,也涵盖社会保障、社会服务、收入分配、人力资本以及经济增长等内容。一般采用人类发展指数作为衡量社会福利水平的指标。关信平(2017)也进一步指出,社会福利采用由政府 and 民间社会向社会成员(个人和家庭)提供的转移支付和包含教育、医疗、保险、救助、住房、特殊群体服务的福利性社会服务总和与国家或地区总财富的比值衡量。本文基于消费者视角,将包含生活、教育、健康及其他等多维度消费支出作为考察消费者福利的指标。

②20世纪60年代末,为了揭示金融在经济中的作用,以戈德史密斯为主的经济学家创立了金融发展理论。戈德史密斯(Goldsmith, 1969)指出,金融发展的实质是金融结构的变迁,金融发展过程也就是决定一国金融结构、金融工具存量和金融交易流量的主要经济因素相互影响、相互作用的过程和趋势;从而认为金融结构是一国现存金融工具和金融机构之和。这是对金融结构进行了相对完整的界定,也是金融结构论的开山之作,进而揭示了金融深化的内在规律和路径。随后,关于金融结构的研究也不断涌现,如林毅夫等(2009)将金融结构界定为金融体系内部不同金融制度安排的比例和构成;Beck等(2010)将金融结构划分为银行主导型和市场主导型两类。

下,可以通过信贷配给制度和选择浮动存贷款利率等方式甄别不同的、具有道德风险的借款者,因而对于具有长期合作关系的借款者而言,可适当选择低利率和贷款低价格,进而提高借款者的福利水平;同时,降低了银行的道德风险,提升了银行的效率,从而提高整个社会的福利水平。另一方面,基于金融市场主导型视角:从资源配置效率角度探究金融市场影响社会福利是主流趋势,范学俊(2008a)认为相对于银行部门,股票市场能更好地发挥优化资源配置的功能;范学俊(2008b)也发现政府在金融市场的作用能够有效降低社会福利成本,从而提高社会福利水平。向东进和刘传红(2008)指出,股票风险溢价可能诱导投资者偏离最优投资决策,导致系统性风险发生,造成较高的社会福利成本。因此,一个有效的资本市场与社会福利正相关。张元萍和李颖(2011)进一步研究认为社会总福利与证券真实价值无关,只与交易者对证券的私人价值和交易成本有关。

关于金融结构与社会福利水平之间关系的考察较多,但也存在较大的分歧。已有文献主要关注点在于何种金融结构对消费者福利水平产生直接影响方面,而忽视了细分消费者福利效应以及金融结构影响消费者福利效应的潜在传导机制等方面。特别地,在金融体系变革时期以及经济转型阶段,合理细分消费者福利效应,对于从多维度认识和理解消费者福利具有重要意义。探索金融结构影响消费者福利效应的机制,对于验证最优金融结构理论的基本内涵和拓展内涵以及最优金融结构的动态调整功能与阶段性特征具有重要理论价值。

本文的主要边际贡献在于:第一,区别于传统的消费者福利效应研究,本文在细分消费型、均等型和结构型福利^①三个维度的基础上认识、理解福利效应,弥补现有文献仅仅从福利总体水平或者均等化单一维度考察福利效应的不足。第二,从使金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配两个间接渠道对金融结构影响消费者福利效应进行系统全面的阐述,并借以从实证角度揭示这种金融结构对消费者福利效应作用机制的合理性。同时间接验证最优金融结构理论的基本内涵和拓展内涵以及最优金融结构的动态调整功能和阶段性特征。第三,在我国金融体系变革和经济处于转型时期,动态的、阶段性的合意金融制度安排使金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配,从而推动消费型、均等型和结构型消费者福利效应持续提升,这对于实现我国经济长期健康平稳可持续增长至关重要,同时进一步探索处在不同区间的金融结构对消费型、均等型及结构型福利效应具有的非线性门槛特征,从而证实最优金融结构具有阶段性特征。

三、理论机制与研究假说

(一) 金融结构对消费者福利的影响效果

在金融发展过程中,金融结构直接决定实体经济特定需求的金融服务与产品,可通过经济增长、收入分配对消费者福利效应产生直接的影响。一方面,银行主导型金融体系具有整合资金、风险管理、资源配置等方面的优势,有助于促进经济增长(Yeh et al., 2013; Kim et al., 2016);另一方面,市场主导型金融体系具有在解决信息不对称、风险管理、技术创新等方面的优势,也有助于促进经济增长。但二者因经济所处阶段不同所表现的经济增长效应不

^①范庆泉(2017)认为,征税方式转变实现了福利总平均水平和福利均等化水平共同提高的双重红利。在此基础上,本文结合目前我国深化供给侧结构性改革的背景,引入了消费型福利(福利总体水平)、均等型福利(福利均等化水平)和结构性福利(某领域福利水平占福利总体水平比重)。

同(Aghion and Angeletos, 2005)。在经济增长水平较低阶段,银行主导型金融体系的经济增长效应优势表现明显;而在经济增长水平较高阶段,市场主导型金融体系的经济增长效应优势表现明显。而且不同的金融结构对居民收入分配的影响依据金融发展所处阶段的不同而不同(Kpodar and Singh, 2011)。如 Gimet 和 Lagoarde-Sego (2011)认为,金融结构对居民收入不平等产生影响,在金融发展水平较低阶段,银行主导型金融体系有利于降低居民收入不平等,市场主导型金融体系不利于降低居民收入不平等;在金融发展水平处于较高阶段,前者不利于降低居民收入不平等,而后者有利于降低居民收入不平等。现阶段,我国正处于经济转型时期,产业结构升级加快,地区、行业的融资需求更为旺盛,因此更需要直接融资作为有力补充,发挥市场主导型金融体系的优势。因此,有理由相信市场主导型金融体系通过促进经济增长、提高居民收入水平而提升消费者福利水平,且直接融资比例的提升更有利于降低居民收入分配不平等(Agnello et al., 2012)。

重要的是,市场主导型金融体系能够丰富和完善金融市场的金融产品和服务供给,拓宽家庭消费资金来源渠道和提高居民信贷资金可获得性。在金融发展初期,对家庭而言,以银行为主导的金融结构可较容易地获得信贷支持,有助于增强基础教育等人力资本投资力度(Banerjee and Newman, 1993),提高劳动力获取技能知识、创新学习的能力,提升职业素养,进而提高劳动力群体层次水平,相应地也提升了其收入水平和福利水平。一方面,福利待遇的改善可能倒逼低层次劳动力群体增强教育投资意愿,并逐步趋近于高层次劳动力的教育投资水平,形成高层次劳动力群体对低层次劳动力群体的带动作用,从而增加偏向教育领域的消费支出;另一方面,不同层次的劳动力群体在获取金融资源上具有相对的优劣势,包括对信贷抵押、信用记录、信贷额度、信贷利率等金融资源的获得性不一样。一般而言,高层次劳动力群体因为信誉、能力等因素会面临较低的门槛,这会迫使劳动力群体增强偏向教育等领域支出的意愿,因而表现出市场主导型金融体系对偏向教育等领域消费支出的积极作用。

假设 1: 市场主导型金融体系有助于提高经济增长水平,改善居民收入不平等状况,从而直接提升消费型、均等型和结构型福利效应。

(二) 金融结构对消费者福利的影响路径

金融结构通过影响要素规模和要素结构对福利效应产生间接作用,由于劳动力是金融结构影响福利效应的微观经济主体,而产业结构、人力资本积累分别从劳动力需求端、供给端影响劳动力市场,进而影响劳动力微观经济主体的收入水平及其收入分配状况。因此,有理由相信金融结构可以通过劳动力需求和供给两条路径影响消费者福利水平。

1. 金融结构促进产业结构升级并且促使金融结构与产业结构相适应的路径

Peneder (2002)认为,不同的产业结构决定了不同的生产率水平,生产要素将从低生产率的产业向高生产率的产业转移,从而促进经济增长。由于经济体的要素禀赋结构直接决定产业结构,当要素禀赋结构提升时,产业结构也会升级。在经济发展初级阶段,发展中国家往往表现为成熟的劳动密集型产业占据产业结构的主要地位,银行为主导的金融结构能够有效发挥银行服务中介作用。但随着全球经济不断发展,经济增长对银行为主导的金融结构敏感度降低,而对金融市场为主导的金融结构敏感度提升(Yeh et al., 2013)。由于产业结构升级将引起主导产业风险的增加(龚强, 2014),从而导致银行主导的金融中介融资成本上升,而金融市场的发展能够有效分担风险,长期持续地支持企业技术研发和产品创新,提高企业生产率。因而市场主导型金融体系有利于促进产业结构升级,虽然现阶段我国产业

结构仍以劳动密集型产业为主,以银行为主导的金融结构是符合现阶段实际状况的,特别是我国经济正处于转型时期,迫切需要进行产业结构升级,也增加了对金融市场的需求,同样需要获得金融市场资金的有力支撑。当要素在三大产业之间的配置发生变化时,将引起生产要素之间因为功能互补而产生匹配效应,从而使得生产要素向紧密联系的产业集聚形成产业规模,产业规模的形成能够提升劳动力工资水平及地区居民福利总体水平(Pires, 2005)。产业规模的形成也需要大量的资金支持,市场主导型金融体系能够提供信贷资金,以满足具有风险特征的企业资金需求,有助于实现金融资源与产业结构之间的高效匹配,同时随着市场主导型金融体系地位的逐渐增强,其发挥资金融通的功能越来越重要,对产业规模越来越有利,促进现阶段的金融结构与产业结构相适应(任晓猛、张一林,2019)。因此,市场主导型金融体系能够满足产业结构升级和产业规模集聚的需要,促进经济增长。

假说2:市场主导型金融体系有助于促进产业结构升级,并且促使金融结构与产业结构相适应,从而有利于提升消费者消费型、均等型和结构型福利效应。

2.金融结构促进人力资本积累并且促使金融结构与人力资本积累相匹配的路径

人力资本是技术进步的载体,人力资本对促进经济增长、提高劳动力收入水平的作用至关重要。金融体系通过影响信贷配给对人力资本积累产生作用,从而对劳动力市场的供给端产生重要影响。合意的金融结构有助于促进非熟练技术劳动力向成熟技术劳动力转变,进而形成强大的人力资本积累与之相匹配,匹配程度越高越有助于形成人力资本积累效应,这将带来更多的成熟的、有经验的劳动力的集聚,增加劳动力的沟通、交流机会,形成知识创新,有利于进一步促进人力资本内部结构升级。同时,人力资本积累效应能够增强劳动力接受教育的意愿,进一步提高人力资本投资水平。另外,一方面,随着金融体系不断发展,金融市场不断完善,对高层次人力资本的市场需求增加,形成人力资本积累;另一方面,不断提升市场主导型金融体系的地位,增加直接融资比例,有助于调整金融结构与人力资本积累水平相匹配,促使低层次人力资本向高层次人力资本转变、非熟练技术劳动力向成熟技术劳动力转变,形成强大的人力资本积累效应与金融结构相匹配,最终有利于产出和劳动力收入增长,进而对提高劳动力的总体福利水平、实现福利均等化及改善福利内部结构产生积极作用。

假说3:市场主导型金融体系有助于促进人力资本积累,并且促使金融结构与人力资本积累相匹配,从而有利于提升消费者消费型、均等型和结构型福利效应。

四、模型构建、变量选取与数据来源

(一)模型构建

基于 Hayes(2009)提出的中介效应机制,构建如下金融结构的直接和间接作用评估递归模型。金融结构影响消费型、均等型和结构型福利的基准方程如下:

$$\sum_{p=1}^m W_{pit} = Constant + \alpha FS_{it} + \sum_{j=1}^n \rho_j Cont_{ijt} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式中: $\sum_{p=1}^m W_{pit}$ 分别表示消费者消费型福利、均等型福利及结构型福利, FS_{it} 表示金融结构, $\sum_{j=1}^n \rho_j Cont_{ijt}$ 表示其他控制变量, α, ρ_j 分别表示金融结构和其他控制变量的估计系数, ε_{it} 表示误差项, $p=1, 2, 3$ 分别表示被解释变量为消费型、均等型及结构型福利, i 表示省份, t 表示

时间。为了识别这种促使金融结构与产业结构相适应,促使金融结构与人力资本积累相匹配的间接机制,构建如下方程:

$$Q_{it} = Constant + \beta FS_{it} + \sum_{j=1}^n \rho Cont_{it} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\sum_{p=1}^m W_{pit} = Constant + \theta_1 FS_{it} + \theta_2 Q_{it} + \sum_{j=1}^n \rho Cont_{it} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

(2)、(3)式中: Q_{it} 表示中介变量。

但值得注意的是,如果引入中介变量后只是 FS 的估计系数发生变化,而显著性不变,难以说明中介变量是有影响的。即对检验弱的中介变量效果不理想,如果 β 较小而 θ_2 较大,此时两者乘积 $\beta\theta_2$ 不等于 0,但可能会导致第二步模型检验判定其不显著,所以,依此检验方法可能会犯第二类错误(接受虚无假设即做出中介效应不存在的判断)。更为严谨地说,应该进一步检验这两个系数之间的差距是否显著,为此,本文在(3)式基础上,引入中介变量和 FS 交叉项。

$$\sum_{p=1}^m W_{pit} = Constant + \theta_1 FS_{it} + \theta_2 Q_{it} + \theta_3 FS_{it} \times Q_{it} + \sum_{j=1}^n \rho Cont_{it} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

上述方程检验的基本思想是,首先对方程(1)进行估计,用以检验金融结构 FS 对被解释变量 $\sum_{p=1}^m W_{pit}$ (消费型福利、均等型福利、结构型福利)的直接作用,如果估计系数 α 显著为正或为负,则意味着金融结构对消费者福利效应具有显著的促进或者抑制效应,否则停止检验。其次对方程(2)进行估计,用以检验金融结构是否通过中介变量 Q_{it} 对被解释变量 $\sum_{p=1}^m W_{pit}$ 产生中介效应,如果估计系数 β 显著为正或为负,说明金融结构对中介变量 Q_{it} 有显著的促进或者抑制作用。最后对方程(3)进行估计,如果估计系数 θ_1 和 θ_2 都显著为正,且 θ_1 小于方程(1)中的 α ,说明金融结构存在部分中介效应,即金融结构部分间接作用存在;需要特别说明的是,如果估计系数 θ_1 和 θ_2 都显著为正,且 θ_1 大于方程(1)中的 α ,当 θ_1 与 θ_3 同号时,说明也存在部分中介效应;反之,如果两者异号,则不存在中介效应。如果金融结构的估计系数 θ_1 不显著而中介变量的回归系数 θ_2 显著,那么说明金融结构对消费者福利效应全部是通过中介变量来实现的,即促使金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配的中介效应全部存在。

(二) 变量选取及数据来源

1. 被解释变量

按照 Turnovsky (2000) 的研究方法,选取居民消费变量作为消费者福利效应的代理变量。为了区别以往的研究,以居民人均消费水平 (W_{1it}) 作为消费型福利水平的代理变量,该数值越大反映消费型福利水平越高;以某地区居民人均消费水平与其他地区居民人均消费水平的差异值 (W_{2it}) 作为均等型福利的代理变量,该数值越大,表明福利均等化程度越高。借鉴范庆泉 (2017) 的研究方法, $W_{2it} = \min(W_{2it}, W_{-2it}) / \max(W_{2it}, W_{-2it})$, 且 $0 < W_{2it} \leq 1$, 其中 W_{-2it} 表示其他地区居民人均消费水平;以居民消费支出中教育和健康支出占比作为结构型福利 (W_{3it}) 的代理变量,教育、健康支出占比数值越大,表明福利结构越倾向于教育、健康结构型福利。

2. 核心解释变量

关于金融结构变量的测度,大量学者进行了比较全面的考察(张璟、刘晓辉,2015;刘晓光等,2019)。本文按 Levine(2002)的做法,测算如下指标:金融结构活力(FS_1)、金融结构规模(FS_2)及金融结构效率(FS_3),即反映股票市场相对银行等金融机构系统的活力、规模及效率成本的大小,分别用股票市场交易总额与金融机构信贷余额的比例、金融机构信贷余额与股市市值的比例、股票市场交易总额与 GDP 的比例乘以金融机构净利润与总资产比值表示。为了研究的需要,本文按照主成分分析法对三个指标进行测算获得金融结构值。

3. 中介变量

为了检验金融结构调节产业结构与之相适应以及人力资本积累与之相匹配的间接机制,间接验证金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配才能助推经济增长以及最优金融结构具有动态调整功能和阶段性特征,本文仿照宋凌云和王贤彬(2013)、李力行和申广军(2015)、曾繁清和叶德珠(2017)构建产业结构变动指数相关方法,构造金融结构与产业结构的差异指数为 $M_{ia} = -|IS/FS-1|$,金融结构与人力资本积累相匹配的差异指数为 $M_{ib} = -|CS/FS-1|$ 。差异指数值越大,表明两个变量所处的层次越接近,即金融结构与产业结构相适应的适应性越好或金融结构与人力资本积累相匹配的匹配度越高。其中,产业结构(IS)作为标识劳动力市场对劳动力需求状况的重要变量,以地区第三产业增加值占 GDP 比重表示,即产业间结构;人力资本积累(CS)标识了劳动力供给端的状况,以各地区劳动力就业人员中拥有大学本科及以上学历的就业人员占比表示。另外,以制造业中资本和技术密集型行业的产值比重指标、拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比指标分别作为产业内结构指标和人力资本积累指标,再次构建差异指数^①。因此,两组指标分别表示为 M_{1a} 、 M_{1b} 和 M_{2a} 、 M_{2b} 。

4. 控制变量

政府规模(GOV)以政府支出规模表示,即政府公共财政支出占 GDP 的比值,反映了政府对经济的干预程度。对外开放(OPE),以进出口贸易总额占 GDP 的比值表示。城镇化进程(URR),以各省份城镇人口占总人口的比重表示,城镇化进程有助于提升全要素生产率水平和促进产业结构升级,对消费者福利效应产生重要影响。健康状况(HEA),以各省份拥有卫生技术人员数作为健康状况代理变量,劳动力健康水平越高,越有利于提高劳动力生产效率和收入水平,对劳动力福利效应产生积极作用。抚养比(TDR),以老幼抚养比表示,老幼抚养比越高,对政府、家庭都会形成较大的经济压力,一方面,挤占政府向教育医疗社会保障方面的投资支出,不利于产业结构升级;另一方面,会挤占人力资本投资支出,不利于人力资本结构提升,从而对消费者福利效应产生一定程度的负面影响。居住环境(TEL),以各省份二氧化碳排放量表示,二氧化碳排放量越高,居民居住环境条件越差,对居民健康生活的影响越不利。

本文所有变量的含义和度量方法如表 1 所示。

^①资本密集型制造业主要包括石油加工及炼焦业、化学原料及化学制品制造业、钢铁行业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、机械制造业、交通运输设备制造业等;技术密集型制造业主要包括医药制造业、办公及计算机信息设备制造业、电气机械及器材制造业、电子及通信设备制造业、仪器仪表及文化办公用机械制造业、高级组装工业等。

表1 变量选取与度量方法

变量	符号	含义	指标度量方法
被解释变量	W_{1it}	消费型福利	居民人均消费水平
	W_{2it}	均等型福利	某地区居民人均消费水平与其他地区居民人均消费水平的差异值
	W_{3it}	结构型福利	居民消费支出中教育和健康支出占比
核心解释变量	FS	金融结构	主成分分析法测算金融结构活力、金融结构规模和金融结构效率
中介变量	M_{1a}	金融结构与产业间结构相适应指标	金融结构与产业间结构的差异指数
	M_{2a}	金融结构与产业内部结构相适应指标	金融结构与产业内部结构的差异指数
	M_{1b}	金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配指标	金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比的差异指数
	M_{2b}	金融结构与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配指标	金融结构与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比的差异指数
控制变量	GOV	政府规模	政府公共财政支出与GDP的比值
	OPE	对外开放	进出口贸易总额与GDP的比值
	URR	城镇化进程	城镇人口占总人口的比重
	HEA	健康状况	拥有卫生技术人员数
	TDR	抚养比	老幼抚养比
	TEL	居住环境	二氧化碳排放量

注:拥有卫生技术人员数、二氧化碳排放量都是取自然对数。

5.数据来源

以全国30个省份为研究对象,基于数据的可得性,样本考察时间起止年限为2000–2015年^①。

五、实证估计结果与分析

(一)金融结构对消费型福利、均等型福利及结构型福利效应影响的基准估计结果

运用方程(1)检验金融结构对消费型福利、均等型福利及结构型福利效应的影响,具体估计结果如表2所示。总体上,金融结构对消费型福利、均等型福利、消费者教育及健康支出占比的结构型福利影响的估计系数为正,且通过1%的显著性水平检验,表明市场主导型金融体系显著提升消费型福利、均等型福利及结构型福利水平,这与文中的预期一致。具体而言,模型(2-1)、(2-2)、(2-3)反映出市场主导型金融体系的系数分别为0.2317、0.5141、0.5809。

控制变量方面,政府公共支出存在两个方面的作用,一方面,政府公共投资如果用于行政管理,则有可能挤占私人投资,降低资金利用效率,导致资源配置的扭曲,降低要素的配置效率,不利于提高生产要素的生产率,可能会降低消费者福利效应;另一方面,政府公共投资如果用于教育、医疗卫生以及公共基础设施的建设上,则有利于要素边际生产率的提高,可能提升消费者福利效应。本文表明政府用于教育、医疗卫生以及公共基础设施的建设所产

^①主要原因是2000年以后人口普查统计口径一致性较高,同时考虑到西藏自治区样本数据缺失较多,因而并未将其纳入研究样本之中。数据主要来源于以下三个渠道:一是统计年鉴类,包括《中国统计年鉴》、《新中国六十五年统计资料汇编》、各省市统计年鉴、《中国区域经济统计年鉴》、《能源统计年鉴》、《中国人口年鉴》、《中国劳动统计年鉴》;二是统计局公开数据和历年地方国民经济和社会发展统计公报;三是统计数据库查询,如CNKI中国经济社会发展统计数据库、Wind数据库及中经网统计数据库等。

生的福利增加效应大于用于行政管理产生的福利损失效应。对外开放能够吸引国外先进的科技知识形成知识库,获得技术知识的溢出效应,增强技术创新能力,获得对外开放的收益,促进全要素生产率水平的提高,进而促进经济增长,提高消费者消费型、均等型和结构型福利效应。抚养比的增加将会给政府和家庭带来巨大的经济负担,不利于政府运用有限的财力或者家庭在预算约束内进行其他方面的投资,从而对消费者的消费型福利、均等型福利及结构型福利效应的提高存在抑制作用。

表 2 基准估计结果

变量	W_1	W_2	W_3
	(2-1)	(2-2)	(2-3)
<i>FS</i>	0.2317 *** (0.0322)	0.5141 *** (0.0848)	0.5809 *** (0.1508)
<i>GOV</i>	0.0166 *** (0.0049)	0.0664 *** (0.0189)	0.0292 *** (0.0080)
<i>OPE</i>	0.0550 *** (0.0205)	0.2820 *** (0.0919)	0.1268 *** (0.0391)
<i>URR</i>	0.2426 *** (0.0436)	4.4889 *** (1.0908)	1.9458 *** (0.4695)
<i>HEA</i>	0.2123 *** (0.0480)	1.1086 *** (0.3593)	0.4736 *** (0.1540)
<i>TDR</i>	-0.7378 *** (0.0643)	-1.2667 (1.6795)	-0.5482 *** (0.1799)
<i>TEL</i>	0.0666 (0.0397)	-0.2178 *** (0.0496)	-0.1009 *** (0.0158)
<i>Constant</i>	0.1728 *** (0.0566)	4.0745 *** (0.7584)	1.7323 *** (0.3229)
样本值	480	480	480
AR(1)	0.0130	0.0110	0.0090
AR(2)	0.5820	0.7950	0.7101
Hansen	0.1908	0.2662	0.2060

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 显著性水平上显著;括号内为标准误;AR(1)、AR(2) 和 Hansen 的值为 P 值,下同。

(二) 金融结构影响消费者福利效应的机制:间接路径

1. 金融结构影响消费型福利的中介效应

表 3 汇报了金融结构影响消费型福利的中介效应的估计结果。模型(3-1)中金融结构的估计系数 β 显著为正,说明市场主导型金融体系具有显著促使金融结构与产业间结构相适应的作用;模型(3-2)中金融结构的估计系数 θ_1 不显著而金融结构与产业结构相适应指标的估计系数 θ_2 显著,且 $M_{1a} \times FS$ 交叉项系数显著,说明金融结构对消费型福利的影响是通过促使金融结构与产业间结构相适应这一完全中介效应来实现的。模型(3-3)中金融结构的估计系数 β 显著为正,说明市场主导型金融体系具有显著促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配的作用;而模型(3-4)中金融结构的估计系数 θ_1 和金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配的估计系数 θ_2 都显著为正, θ_1 为 1.882,小于基准模型(2-1)中的金融结构的估计系数 α ,且 $M_{1b} \times FS$ 交叉项系数显著,说明存在部分中介效应,表明金融结构影响消费型福利效应是通过促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配这一部分中介效应实现的。人力资本能够在一定程度上代替物质资本,降低对物质资本的依赖度,有助于提高全要素生产率水平,对消费型福利具有推动作用,但现阶段这种效应可能存在有限性,这主要与现阶段我国劳动力结构仍处于低

知识、低技能状态有关。随着城镇化规模扩大,外来务工者不断涌向城市,即使加大对外来务工者的培训,如果其他条件难以转型升级与之匹配,特别是金融结构与之匹配度不高,在未来相当长的一段时期内,劳动力素质将仍将处于低知识、低技能状态,甚至有可能“锁定”。因而,在这段时期内,市场主导型金融体系通过人力资本积累以及使金融结构与之相匹配来提升消费型福利效应的作用可能难以达到预期效果。

表 3 金融结构影响消费型福利的中介效应

变量	M_{1a} (3-1)	W_1 (3-2)	M_{1b} (3-3)	W_1 (3-4)	M_{2a} (3-5)	W_1 (3-6)	M_{2b} (3-7)	W_1 (3-8)
M_{1a}		3.0420 *** (0.8663)						
$M_{1a} \times FS$		0.0578 *** (0.0177)						
M_{1b}				0.0066 *** (0.0005)				
$M_{1b} \times FS$				0.0777 *** (0.0182)				
M_{2a}						0.0069 *** (0.0007)		
$M_{2a} \times FS$						0.0508 *** (0.0167)		
M_{2b}								0.0594 *** (0.0169)
$M_{2b} \times FS$								0.0829 *** (0.0186)
FS	0.1057 ** (0.0455)	0.0839 (0.3582)	5.6226 *** (2.0047)	0.1882 *** (0.0329)	0.8418 *** (0.1432)	0.1890 *** (0.0291)	0.2169 *** (0.0164)	0.1753 *** (0.0327)
GOV	0.0036 *** (0.0009)	0.0063 ** (0.0025)	1.0064 *** (0.1171)	0.0188 *** (0.0048)	0.9200 ** (0.4351)	0.0110 ** (0.0046)	0.0253 *** (0.0034)	0.0174 ** (0.0084)
OPE	-0.0031 (0.0041)	-0.0636 (0.0553)	-0.7233 (0.7222)	-0.0794 (0.0618)	-0.0263 (0.2104)	-0.0377 (0.0232)	1.5854 *** (0.0205)	-0.1418 (0.2364)
URR	0.0792 ** (0.0356)	0.3388 ** (0.1693)	2.6239 *** (0.4764)	0.2997 *** (0.0264)	4.0016 *** (1.1225)	0.0975 *** (0.0235)	-0.0662 (0.0571)	0.2399 *** (0.0252)
HEA	0.0085 *** (0.0004)	-0.2411 (0.4390)	-0.1556 (0.3222)	0.1980 *** (0.0525)	-0.3242 (0.2867)	-0.2254 (0.5604)	0.0518 *** (0.0141)	-0.2102 (0.4806)
TDR	-0.0233 (0.1067)	0.6269 *** (0.0671)	-0.1883 *** (0.0464)	-0.6385 *** (0.0563)	-0.7878 ** (0.3442)	-0.3153 ** (0.1392)	-0.0404 (0.0018)	-0.6091 ** (0.2599)
TEL	-0.0045 * (0.0026)	-0.0718 ** (0.0380)	-0.0338 ** (0.0132)	0.0735 (0.3510)	-0.6016 ** (-0.2956)	-0.0998 (0.3404)	-0.0140 *** (0.0038)	-0.0608 ** (0.0277)
$Constant$	0.0320 *** (0.0085)	0.1815 *** (0.0431)	-1.5349 (3.4805)	0.1789 *** (0.0519)	-2.5529 (2.0045)	0.1905 *** (0.0543)	0.0677 *** (0.0231)	0.1735 *** (0.0572)
样本值	480	480	480	480	480	480	480	480
AR(1)	0.0110	0.0113	0.0091	0.0098	0.0075	0.0011	0.0012	0.0101
AR(2)	0.5665	0.9119	0.8528	0.8852	0.3741	0.9959	0.5659	0.3898
Hansen	0.5986	0.3794	0.9975	0.9858	0.3332	0.2012	0.3558	0.1556

再次引入以制造业中资本和技术密集型行业的产值比重指标、拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比指标分别作为产业内部结构指标和人力资本积累指标后,按照方程(2)和(4)进行估计。模型(3-5)中金融结构的估计系数 β 显著为正,模型(3-6)中金融结构的估计系数 θ_1 和调节与产业结构相适应系数 θ_2 都显著为正,系数 θ_1 也小于基准模型(2-1)中金融结构的估计系数 α ,且 $M_{2a} \times FS$ 交叉项的估计系数显著,说明金融结构作用消费型福利是通过促使金融结构与制造业内部结构相适应这一部分中介效应实现的,进一步说明了金融结构影响消费型福利具有促使金融结构与产业结构相适应的这一间接路径

的稳健性。同理,模型(3-7)和(3-8)中, $M_{2b} \times FS$ 交叉项的估计系数显著,也表明金融结构作用于消费型福利是通过促使金融结构与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配这一部分中介效应实现的。

2.金融结构影响均等型福利的中介效应

表4汇报了金融结构影响均等型福利的中介效应的检验结果。

表4 金融结构影响均等型福利的中介效应检验结果

变量	W_2			
	(4-1)	(4-2)	(4-3)	(4-4)
M_{1a}	-3.1317 (3.5027)			
$M_{1a} \times FS$	0.0140 (0.0132)			
M_{1b}		0.2045*** (0.0678)		
$M_{1b} \times FS$		0.0143*** (0.0030)		
M_{2a}			0.0430*** (0.0092)	
$M_{2a} \times FS$			0.0116*** (0.0028)	
M_{2a}				3.2224*** (0.3792)
$M_{2a} \times FS$				0.0135*** (0.0029)
FS	0.5078** (0.2480)	0.2040 (1.2932)	0.4339** (0.1907)	0.4775*** (0.0799)
GOV	0.0475** (0.0209)	0.3305*** (0.0976)	0.1091 (0.1077)	0.0098*** (0.0035)
OPE	0.1982** (0.0881)	1.9330*** (0.5914)	0.3286*** (0.1077)	-4.9422 (5.3501)
URR	4.8324*** (1.2877)	0.5822*** (0.0998)	4.2983*** (1.0818)	6.9622*** (0.9260)
HEA	1.0914*** (0.0435)	-0.2880 (0.5884)	1.0855*** (0.3510)	1.1904*** (0.0717)
TDR	2.1013 (2.5879)	0.1311 (2.3734)	1.1214 (1.6756)	0.3488 (0.5052)
TEL	-0.3455*** (0.0461)	-1.0790*** (0.0418)	-0.2098*** (0.0257)	-0.7193*** (0.0515)
$Constant$	4.5579*** (1.0840)	2.8154*** (1.0006)	4.0344*** (0.7649)	4.8651*** (1.4887)
样本值	480	480	480	480
AR(1)	0.0111	0.0769	0.0110	0.0551
AR(2)	0.4751	0.6565	0.8501	0.7998
Hansen	0.5865	0.1624	0.2023	0.3931
Sobel Test	-0.7045 ($p = 0.2406$)			

依据上述思路和方法,模型(4-1)表明金融结构对均等型福利的影响不存在促使金融结构与产业间结构相适应的中介效应;模型(4-2)说明金融结构对均等型福利的影响存在通过促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配这一完全中介效应。同理,模型(4-3)和(4-4)在构建以制造业中资本和技术密集型行业的产值比重指标、拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比指标分别作为产业内结构指标和人力资

本积累指标后,表明金融结构对均等型福利的影响存在通过促使金融结构与制造业中资本和技术密集型行业相适应,与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配的部分中介效应。

金融结构的调节作用有助于优化劳动力市场需求端的需求效应,促使劳动力与资本等其他生产要素形成功能互补,倒逼政府发展与劳动力等要素匹配的产业结构,有利于形成劳动力与产业之间的高度匹配,降低劳动力就业的搜寻成本,提高劳动力的收入,促进福利均等化。

3.金融结构影响结构型福利的中介效应

表5汇报了金融结构影响结构型福利的中介效应的检验结果。

表5 金融结构影响结构型福利的中介效应

变量	W_3			
	(5-1)	(5-2)	(5-3)	(5-4)
M_{1a}	-1.3823 (1.5203)			
$M_{1a} \times FS$	0.0305 (0.0283)			
M_{1b}		0.0867 *** (0.0272)		
$M_{1b} \times FS$		0.0364 *** (0.0100)		
M_{2a}			0.0173 *** (0.0039)	
$M_{2a} \times FS$			0.0284 *** (0.0099)	
M_{2b}				1.2213 *** (0.3370)
$M_{2b} \times FS$				0.0358 *** (0.0100)
FS	0.4929 (0.4170)	0.3797 (0.5461)	0.5197 *** (0.0345)	0.3990 (1.5024)
GOV	0.0207 *** (0.0081)	0.1398 *** (0.0389)	0.0462 *** (0.0046)	0.0099 *** (0.0031)
OPE	0.0887 *** (0.0377)	0.8256 *** (0.2368)	0.1453 *** (0.0553)	-1.8604 (2.1182)
URR	2.1045 *** (0.5562)	0.2997 *** (0.0808)	1.8727 *** (0.4666)	2.8484 *** (0.5770)
HEA	0.4672 *** (0.1189)	-0.1114 (0.2339)	0.4667 *** (0.1015)	0.4910 *** (0.0215)
TDR	0.9309 (1.1092)	2.0383 (1.9548)	0.4909 (0.7137)	1.7781 (1.4431)
TEL	-0.1564 *** (0.0191)	-0.4448 *** (0.1158)	-0.0974 (0.1084)	-0.2952 *** (0.0228)
$Constant$	1.9515 *** (0.4659)	1.1599 *** (0.4537)	1.7169 *** (0.3268)	2.0333 *** (0.3085)
样本值	480	480	480	480
AR(1)	0.0103	0.0657	0.0090	0.0195
AR(2)	0.4521	0.6666	0.7887	0.7211
Hansen	0.4763	0.1223	0.1995	0.3705
Sobel Test	-0.8116 ($p = 0.2085$)			

模型(5-1)说明金融结构对结构型福利的影响不存在通过促使金融结构与产业间结构相适应的中介效应。同样,模型(5-2)说明存在通过促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配的完全中介效应。模型(5-3)说明金融结构对结构型福利的影响是通过促使金融结构与制造业中资本和技术密集型行业相适应的部分中介效应来实现的。模型(5-4)说明金融结构是通过促使金融结构与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配的完全中介效应来实现的。

综上所述,金融结构的消费型福利效应存在通过显著促使金融结构与产业间结构或者产业内部结构相适应的全部或部分中介效应,也存在促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比、与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配的部分中介效应;而金融结构的均等型福利效应存在通过显著促使金融结构与产业内部结构相适应的部分中介效应,也存在促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比相匹配的完全中介效应、与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配的部分中介效应;金融结构的结构型福利效应存在通过显著促使金融结构与产业内部结构相适应的部分中介效应,也存在促使金融结构与拥有大学本科及以上学历的就业人员占比、与拥有大学本科及以上学历中从事金融行业就业人员占比相匹配的完全中介效应。特别是,不同类型的福利条件下,金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配的调节强度不同。

六、内生性问题处理

(一) 处理双向因果导致的内生性问题

金融结构极有可能存在双向内生性问题^①,变量内生性的存在使得模型的参数估计存在向上偏误,为了缓解可能存在的内生性问题,本文运用二阶段工具变量进行实证检验。分别使用利率结构(*rate*)、金融自由化(*financial-liberalization*)作为工具变量引入基准方程,二者分别以银行短期(3-5年)贷款利率与中长期贷款利率比值、金融自由化虚拟变量表示。值得注意的是,金融自由化虚拟变量设置:利率市场化前取值为0,利率市场化后取值为1。引入利率结构和金融自由化两种工具变量的合理性在于:一方面,利率结构不受直接融资与间接融资比例的影响,但利率结构却直接决定间接融资规模,进而决定直接融资与间接融资比例;同样,叶德珠和曾繁清(2019)认为,金融自由化会推动金融结构向市场主导型直接融资转变,而 Bandiera 等(2000)在实证研究中以市场化的实际利率作为金融自由化的代理变量。另一方面,利率结构和金融自由化主要通过投资和融资两个方面影响消费者个人金融选择行为,银行短期贷款利率和中长期贷款利率二者的高低决定了消费者投资风险资产的种类及在各类风险资产投资中的比例,同时也决定了消费者对每一类金融资产进行投资的

^①一个地区的消费者福利与当地的经济增长是密切相关的,即经济较为发达的地区往往拥有较高的人均消费水平、消费平等程度以及教育和健康支出占比。一方面,在我国经济较为发达地区,融资需求更为旺盛,因而更需要直接融资作为间接融资不足的补充,可见经济发达地区的直接融资占比较高,则该地区的消费者福利指标表现更好,而利率是直接决定直接融资占比的关键因素,即存在利率同时影响消费者福利和直接融资占比的内生性问题;另一方面,消费者福利提升会带来消费性、投资性支出增加,从而影响经济增长水平,即经济增长和金融结构之间的关系也可能存在双向因果的内生性问题。

数量和金额配置,其决策结果反映了消费者风险资产配置多样性,且二者还会影响消费者个人借贷行为选择。特别是金融自由化会显著影响消费者投资参与率以及显著降低消费者信贷约束概率。其结果是无论利率结构还是金融自由化都会显著影响消费者资产性收入。可见,利率结构和金融自由化与消费者福利之间不直接相关。所以,为进一步排除内生性所产生的误差干扰,本文采用叶德珠和曾繁清(2019)的做法,利用金融自由化这一政策变量来构造金融结构的工具变量,再次检验相关研究假说。

表 6 中工具变量一阶段估计结果表明,利率结构、金融自由化对金融结构产生显著的促进作用,说明在识别金融结构的福利效应时需要控制利率结构、金融自由化等因素的影响。进一步分别以利率结构和金融自由化为内生变量的二阶段估计结果如表 7 所示,金融结构与消费型、均等型以及结构型福利的关系在模型估计中依然保持显著,且通过 Wald 内生性检验。因此,基准模型的估计结果与引入工具变量之后的模型估计结果并没有显著差异,即意味着金融结构是影响消费者的消费型、均等型及结构型福利的重要因素。

表 6 工具变量的一阶段估计结果

变量	FS	
	(6-1)	(6-2)
<i>rate</i>	1.9149 *** (0.7537)	
<i>financial-liberalization</i>		0.9182 *** (0.2507)
控制变量	控制	控制
一阶段 F 统计值	12.82	16.59

表 7 工具变量的二阶段估计结果

变量	W_1	W_2	W_3	W_1	W_2	W_3
	(7-1)	(7-2)	(7-3)	(7-4)	(7-5)	(7-6)
<i>rate</i>	0.7957 *** (0.0338)	0.0260 *** (0.0057)	0.0543 *** (0.0149)			
<i>financial-liberalization</i>				1.5988 *** (0.3307)	0.8812 *** (0.2219)	0.2125 *** (0.0509)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Wald 检验	50.54	20.34	13.49	66.79	11.99	10.21
P 值	0.0186	0.0001	0.0003	0.0003	0.0017	0.0122

上述结果表明,利率结构与市场主导型金融体系的关系显著为正。可能的原因是,一般而言,银行短期贷款利率较高,消费者从银行等金融机构贷款的融资成本将上升,转向金融市场进行直接融资,提高了直接融资比重。从理论上讲,利率结构也可能受到金融政策的影响,因此,本文使用金融自由化这一政策工具变量,能够进一步缓解相关变量的内生性问题。结果也表明市场主导型金融体系与金融自由化正相关关系尤为显著,说明金融自由化能够显著推动金融结构向市场主导型转变,提高直接融资比重。

(二) 处理遗漏变量导致的内生性问题

由于消费者福利是多种作用力均衡的结果,如消费者的收入可能面临不确定风险的影响,因而必须处理遗漏不可观测变量导致的内生性问题。为了缓解遗漏变量导致的内生性问题,检验方程如下:

$$\sum_{p=1}^m W_{pit} = Constant + \alpha_1 Cont_{it} + \alpha_2 Z_{it} + H_{it} \quad (5)$$

(5)式中: Z_{it} 为影响金融结构而不影响消费者福利的新增变量; H_{it} 是同时影响金融结构和消费者福利的变量,如经济增长水平, H_{it} 与误差项 ε_{it} 相关,正是 H_{it} 的遗漏导致了内生性。因此,本文引入 Z_{it} 的变量包括:金融发展水平、金融结构的二次项、银行存款准备金率。

使用联立方程模型估计方程(1)和方程(5),同时,为了约束上述模型的联立内生性,本文使用联立方程3SLS对各模型进行参数估计。表8结果显示,使用联立方程模型弱化遗漏变量导致的内生性偏误之后,金融结构对三种类型的消费者福利的估计结果依然显著为正,估计系数方向和显著性依然保持一致。

表 8 处理遗漏变量导致内生性问题的估计结果

变量	W_1	W_2	W_3
	(8-1)	(8-2)	(8-3)
FS	0.0891 *** (0.0088)	0.1128 *** (0.0306)	0.1635 *** (0.0528)
控制变量	控制	控制	控制

(三) 替换变量减缓内生性问题

本小节以一个地区的金融结构与当地的人力资本状况和产业结构相匹配的程度作为核心解释变量,以期寻求减缓内生性问题的方法。表9和表10的估计结果采用金融结构与产业结构匹配度、金融结构与人力资本状况匹配度作为核心解释变量,分别进行实证估计,表9和表10的估计结果表明金融结构与产业结构匹配度、金融结构与人力资本状况匹配度对消费者消费型、均等型及结构型福利水平均存在显著性为正的影响。结论不但有效解决金融结构与消费者福利的内生性问题,也说明了估计结果的稳健性。

表 9 内生性处理的估计结果(一)

变量	W_1	W_2	W_3	W_1	W_2	W_3
	(9-1)	(9-2)	(9-3)	(9-4)	(9-5)	(9-6)
M_{1a}	0.1848 *** (0.0265)	0.0076 *** (0.0021)	0.0735 *** (0.0075)			
M_{1b}				0.2219 *** (0.0134)	0.0539 *** (0.0089)	0.2741 *** (0.0260)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制

表 10 内生性处理的估计结果(二)

变量	W_1	W_2	W_3	W_1	W_2	W_3
	(10-1)	(10-2)	(10-3)	(10-4)	(10-5)	(10-6)
M_{2a}	0.1521 *** (0.0214)	0.0039 ** (0.0017)	0.0567 *** (0.0055)			
M_{2b}				0.8256 *** (0.1482)	0.0689 *** (0.0131)	0.4238 *** (0.0361)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制

七、进一步讨论:金融结构影响消费型、均等型及结构型福利的门槛效应

在基准方程(1)式基础上基于面板门槛回归模型,以金融结构(FS_{it})水平作为门槛变

量,构建如下门槛计量方程:

$$\sum_{p=1}^3 W_{pit} = \mu_i + \gamma_{1p} FS_{it} \cdot I(FS_{it} \leq \omega_1) + \gamma_{2p} FS_{it} \cdot I(\omega_1 < FS_{it} \leq \omega_2) + \cdots + \gamma_{np} FS_{it} \cdot I(\omega_{n-1} < FS_{it} \leq \omega_n) + \gamma_{(n+1)p} FS_{it} \cdot I(FS_{it} > \omega_n) + \sum_{j=1}^n \rho Cont_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

(6)式中: $\omega_1, \omega_2, \dots, \omega_{n+1}$ 为 $n+1$ 个门槛区间下的金融结构门槛值, $\gamma_1, \gamma_2, \dots, \gamma_{n+1}$ 为 $n+1$ 个门槛区间下的估计系数, p 为1、2、3时分别表示被解释变量为消费型、均等型及结构型福利, $I(\cdot)$ 为示性函数,当门槛变量满足或者不满足条件时,则示性函数分别取值为1或者0。其他的符号与(1)式含义相同。表11汇报了金融结构对消费型、均等型及结构型福利效应影响的双重门槛模型的参数估计结果。

表 11 金融结构门槛模型的参数估计结果

变量	(11-1)	(11-2)	(11-3)
	W_1	W_2	W_3
$FS \cdot I(FS \leq 0.155)$	-0.1982 (0.7256)		
$FS \cdot I(0.155 < FS \leq 0.506)$	0.0553 *** (0.0073)		
$FS \cdot I(FS > 0.506)$	0.0845 ** (0.0376)		
$FS \cdot I(FS \leq 0.188)$		0.1258 (0.1581)	
$FS \cdot I(0.188 < FS \leq 0.702)$		0.0467 *** (0.0068)	
$FS \cdot I(FS > 0.702)$		-0.0145 ** (0.0063)	
$FS \cdot I(FS \leq 0.215)$			0.1529 (0.7561)
$FS \cdot I(0.215 < FS \leq 0.636)$			0.0987 *** (0.0022)
$FS \cdot I(FS > 0.636)$			0.1419 *** (0.0017)
样本值	480	480	480

首先,金融结构影响消费型福利效应存在双重门槛效应,当金融结构水平低于或等于第一门槛值0.155时,对消费型福利的影响并不显著;当金融结构水平进入第一门槛值0.155与第二门槛值0.506区间时,对消费型福利具有显著促进作用;甚至跨越第二门槛值0.506时,金融结构依然呈现对消费型福利的显著正向影响。可能的解释为:当金融结构水平低于一个临界值时,消费者融资需求仅仅通过间接融资难以满足,表现出金融结构对消费型福利的抑制效应,当呈现更高水平的金融结构时,这种融资需求才能得以满足,表现出显著促进作用。其次,金融结构影响均等型福利效应存在双重门槛,当金融结构水平低于或等于门槛值0.188时,对均等型福利的影响并不显著;当金融结构水平进入第一门槛值0.188与第二门槛值0.702区间时,影响系数为0.0467且显著;但一旦跨越第二门槛值0.702时,金融结构对均等型福利表现出显著抑制效应,市场主导型金融体系占比过高,导致市场竞争激烈,容易降低资金的配置效率,引发金融资源配置的不平衡,反而不利于消费者的收入分配,因此出现一定程度的抑制作用。最后,金融结构影响结构型福利效应存在双重门槛效应,当金融结

构水平低于或等于门槛值 0.215 时,对均等型福利的影响不显著;当金融结构水平进入第一门槛值 0.215 与第二门槛值 0.636 区间时,或跨越第二门槛值 0.636 时,金融结构对结构型福利影响系数分别为 0.0987、0.1419,且都表现显著。

当金融结构水平低于第一门槛值时,意味着金融结构以间接融资为主,直接融资比例较低。在市场主导型金融体系占比较低的地区,其产业结构、人力资本积累水平都更适合间接融资的需求与企业风险特性。但过度提高金融自由化水平,市场主导型金融体系赶超发展很大可能抑制经济增长,表现出直接融资本身较少的地区直接融资的福利效果并不明显。金融结构水平跨越第一门槛值且低于第二门槛值,意味着金融结构直接融资比例已经明显提高,间接融资比例明显下降,在市场主导型金融体系占比较高的地区,其产业结构、人力资本积累水平都更适合直接融资的需求与企业风险特性,可见,金融结构中直接融资占比的提升能够促进地区经济增长,表现出直接融资占比相对较高的地区直接融资的福利效果比较明显。特别地,当跨越第二门槛值时,直接融资比例继续增加,虽然有利于扩大福利效应的规模和改善福利效应的结构水平,但也显著抑制了福利效应的均等水平,可能的原因在于:一方面,我国金融市场体系建设还不完善,金融市场功能也有待完善,特别是金融市场体系、金融市场功能表现出明显的地区不平衡性,这种不平衡性不利于地区间金融创新融资和投资风险分散,容易导致地区经济产生波动,影响其地区间居民福利效应,甚至可能加剧这种不平衡性;另一方面,在某些地区,与目前的经济发展阶段相对应的产业结构、人力资本积累水平还不够高,难以支撑发展直接融资的金融结构,显著扩大地区间福利效应的非均衡性。由此可见,金融结构处在不同区间时,对消费型、均等型及结构型福利效应具有显著的非线性门槛特征,也验证了最优金融结构具有阶段性特征(杨子荣,2019),即反映了金融结构应该与产业结构相适应或者与人力资本积累相匹配的动态特征。

八、结论与政策启示

深入认识和理解金融结构与消费者福利效应的关系,不仅有利于阐释社会民生重要议题,更是有利于推动当前经济转型时期的金融体系变革。有鉴于此,本文基于金融结构影响产业结构升级和人力资本积累,使金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配的理论机制,提出关于金融结构影响消费者福利的三个重要理论假说,并构建中介评估递归模型进行实证检验。研究发现:(1)市场主导型金融体系具有显著使金融结构与产业结构相适应、与人力资本积累相匹配的功能。(2)市场主导型金融体系还具有显著使金融结构与制造业内部结构相适应、与行业内部人力资本积累相匹配的功能。(3)金融结构影响消费型福利的路径是通过上述两个功能实现的,而金融结构影响均等型、结构型福利的路径是通过上述部分功能实现的。(4)通过双向内生性处理、遗漏变量处理、替换变量处理,发现金融结构影响消费者福利效果和路径的结论依然稳健。(5)运用非线性实证检验的方法分析,较好地验证了最优金融结构理论的阶段动态性。

本文的政策启示是:其一,金融结构向消费者福利提供的金融资源配置需要从规模型逐渐向均等型和结构型转变,未来金融资源配置应当适度向均等型和结构型福利领域倾斜,以提升消费者收入分配均衡程度,增加消费者教育和健康支出。其二,通过不断优化升级产业间和产业内结构,促使金融结构与产业结构不断适应,并通过扩大产业升级的政策支持力度,持续提高产业结构中高新技术产业、资本密集型产业、创新型产业的融资支持力度等重

要举措,以达到促进产业结构升级的目的。其三,政策制定者通过科学设定人才引进和激励政策目标,合理规划高层次人才引进制度,以实施与产业结构、金融制度安排相匹配的人才落实策略,即在人才引进与激励机制上需要满足与地区产业结构、金融结构相匹配的要求,以达到“人尽其用”的目标。其四,一定时期内,在持续推进多层次金融组织体系建设及创新金融产品和服务的同时,政策体系应当满足当前的经济结构状态,并重点关注金融结构活力、结构效率,以进一步提升金融资源服务和供给的质量,满足消费者多元化的金融需求,为改善消费者福利效应提供有力支撑。

参考文献:

1. 范庆泉, 2017:《劳动力流动、征税方式转变与地区福利增进》,《数量经济技术经济研究》第 11 期。
2. 范学俊, 2008a:《金融政策与资本配置效率——1992~2005 年中国的实证》,《数量经济技术经济研究》第 2 期。
3. 范学俊, 2008b:《政府在金融市场中的作用——基于福利经济学的理论分析框架》,《华东师范大学学报(哲学社会科学版)》第 4 期。
4. 关信平, 2017:《当前我国社会政策的目标及总体福利水平分析》,《中国社会科学》第 6 期。
5. 龚强, 2014:《产业结构、风险特性与最优金融结构》,《经济研究》第 4 期。
6. 李健、范祚军, 2012:《经济结构调整与金融结构互动:粤鄂桂三省(区)例证》,《改革》第 6 期。
7. 李力行、申广军, 2015:《经济开发区、地区比较优势与产业结构调整》,《经济学(季刊)》第 14 卷第 3 期。
8. 林毅夫、孙希芳、姜烨, 2009:《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》第 8 期。
9. 刘立新、李鹏涛, 2019:《金融供给侧结构性改革与系统性金融风险的防范》,《改革》第 6 期。
10. 刘晓光、苟琴、姜天予, 2019:《金融结构、经济波动与经济增长——基于最优产业配置框架的分析》,《管理世界》第 5 期。
11. 任晓猛、张一林, 2019:《最优金融结构与经济发展:一种新的度量方法与应用》,《当代经济科学》第 5 期。
12. 宋凌云、王贤彬, 2013:《政府补贴与产业结构变动》,《中国工业经济》第 4 期。
13. 向东进、刘传红, 2008:《“股票风险溢价之谜”的资源配置与社会福利意义》,《经济纵横》第 4 期。
14. 杨子荣, 2019:《企业盈利能力、金融竞争程度与最优金融结构》,《世界经济》第 6 期。
15. 叶德珠、曾繁清, 2019:《“金融结构-技术水平”匹配度与经济发展——基于跨国面板数据的研究》,《国际金融研究》第 1 期。
16. 曾繁清、叶德珠, 2017:《金融体系与产业结构的耦合协调度分析——基于新结构经济学视角》,《经济评论》第 3 期。
17. 张杰, 2018:《我国金融体制改革的演进轨迹与取向观察》,《改革》第 5 期。
18. 张璟、刘晓辉, 2015:《金融结构与固定汇率制度:来自新兴市场的假说和证据》,《世界经济》第 10 期。
19. 张晓娣、石磊, 2014:《公共福利与经济增长的非线性动态关联——结构突变和状态转换的视角》,《经济管理》第 8 期。
20. 张元萍、李颖, 2011:《中国股票市场的做市商制度探讨——基于信息不对称下市场参与者整体福利和交易成本的分析》,《经济问题》第 9 期。
21. Aghion, P., and G. M. Angeletos. 2005. “Volatility and Growth: Financial Development and the Cyclical Composition of Investment.” *Journal of Monetary Economics* 57(3): 246–265.
22. Agnello, L., S.K. Mallick, and R.M. Sousa. 2012. “Financial Reforms and Income Inequality.” *Economics Letters* 116(3): 583–587.
23. Bandiera, O., G. Caprio, P. Honohan, and F. Schiantarelli. 2000. “Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?” *Review of Economics and Statistics* 82(2): 239–263.
24. Banerjee, R. J., and A. F. Newman. 1993. “Occupational Choice and the Process of Development.” *Journal of Political Economy* 101(2): 273–298.
25. Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine. 2010. “Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database.” *The World Bank Economic Review* 24: 77–92.
26. Gimet, R. J., and T. Lagoarde-Segot. 2011. “A Closer Look at Financial Development and Income

- Distribution.” *Journal of Banking & Finance* 35(7):1698–1713.
27. Goldsmith, R.N. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
28. Hansson, A., and C. Stuart. 2003. “Peaking of Fiscal Sizes of Government.” *European Journal of Political Economy* 19(4): 669–684.
29. Hayes, A. F. 2009. “Beyond Baron and Kenny: Statistical Mediation Analysis in the New Millennium.” *Communication Monographs* 76(4):408–420.
30. Kim, D.H., S.C. Lin, and T.C. Chen. 2016. “Financial Structure, Firm Size and Industry Growth.” *International Review of Economics & Finance* 41:23–39.
31. Kpodar, K., and R.J. Singh. 2011. “Does Financial Structure Matter for Poverty? Evidence from Developing Countries.” World Bank Policy Research Working Paper, No. WPS5915.
32. Levine, R. 2002. “Bank–Based or Market–Based Financial Systems: Which Is Better?” *Journal of Financial Intermediation* 11(4): 398–428.
33. Peneder, M. 2002. “Intangible Investment and Human Resources.” *Journal of Evolutionary Economics* 12(1): 107–134.
34. Pires, A. J. G. 2005. “Market Potential and Welfare: Evidence from the Iberian Peninsula.” *Portuguese Economic Journal* 4(2):107–127.
35. Rajan, R.G., and L. Zingales. 2001. “Financial Systems, Industrial Structure, and Growth.” *Oxford Review of Economic Policy* 17(4):467–482.
36. Turnovsky, S.J. 2000. “Fiscal Policy, Elastic Labor Supply, and Endogenous Growth.” *Journal of Monetary Economics* 45 (1):185–210.
37. Yeh, C. C., H. C. Huang, and P. C. Lin. 2013. “Financial Structure on Growth and Volatility.” *Economic Modelling* 359(5):391–400.

The Effect and Mechanism of the Impact of Financial Structure on Consumer Welfare: A Discussion on the Optimal Financial Structure Theory

Xie Xianjun, Wang Xiaofang and Sun Bowen

(1: School of Finance and Economics, Xi'an Jiaotong University;

2: Guanghua School of Management, Peking University)

Abstract: The reform of financial system and the people's livelihood are two important issues in the period of economic and social transformation. The financial structure is related to the reform of the financial system, while the consumer welfare is related to the people's livelihood. In order to reveal the effect and influential path of financial structure on consumer welfare and discuss the theory of optimal financial structure, this paper uses the provincial panel data from 2000 to 2015 to analyze the impact of financial structure on consumer welfare. The results show that the market-based financial system significantly increases the consumption-type welfare, equal-type welfare and structural-type welfare. The financial structure affects different types of welfare through intermediary effects, which significantly promotes the financial structure to match the intra- or inter-structure of industry as well as to match the accumulation of human capital. Moreover, for different types of welfare, the financial structure adjusts differently to match the industrial structure and the accumulation of human capital. In addition, the financial structure in different sections has significant nonlinear threshold characteristics for the three types of welfare.

Keywords: Financial Structure, Consumption-Type Welfare, Equal-Type Welfare, Structure-Type Welfare

JEL Classification: E20, G1, G20

(责任编辑:彭爽)