

经济增长中金融杠杆的门槛效应分析

任行伟

(东北财经大学 金融学院, 辽宁 大连 116025)

摘要:金融体系的健康运行是保障国民经济发展目标实现的重要支撑。在深入推进供给侧结构性改革的大背景下,“去杠杆”势在必行。基于我国31个省(市、自治区)的面板数据,构建了金融杠杆与经济增长之间的面板门槛模型。实证结果表明:金融杠杆与经济增长之间是一种非线性关系,金融杠杆过高对经济增长有抑制作用,这种抑制作用在越发达的地区表现越明显。因此,要采取“结构性去杠杆”策略,坚持宏观审慎的原则,对不同区域、不同主体、不同债务区别对待。

关键词:金融杠杆;金融发展;经济增长;面板门槛模型

中图分类号:F830.2 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-0098(2020)05-0013-08

一、引言

金融在国民经济运行中起着十分重要的作用,金融体系的健康运行是保障国民经济发展目标实现的重要支撑。2007年的次贷危机迅速席卷全球,各经济体都出现了不同程度的受损,我国也不例外,经济增速趋于放缓。国内外学者对这一罕见的金融危机进行了反思,普遍认为基于资产证券化的金融过度化是这次大危机的一个主要原因,也即金融杠杆率过高。

如图1所示,金融机构各项贷款和国内生产总值保持同向快速增长,众所周知,2009年,为应对始于美国的次贷危机,政府制定了刺激经济的“四万亿”投资计划,同年,金融机构各项贷款余额首次超过国内生产总值余额,金融杠杆比值首次超过1.00。自此之后,我国的金融杠杆比值始终大于1.00,其值自2011年以来不断提高,这与我国当前正大力推行的供给侧结构性改革背道而驰,可见当前我国面临的“去杠杆”形势之严峻。纵观我国宏观经济,实体经济效益普遍较低,产业结构转型正处在阵痛期,“金融体系脱实向虚”的情况有待进一步从制度层面矫正^[1],这个时候要谨防金融杠杆过高给企业带来的成本压力和风险集聚,合理化解系统性金融风险,破除企业不合理或者落后的机制安排,激发劳动者参与经济活动的热情,使微观主体能平稳地度过经济转型阵痛期。所以,在供给侧结构性改革的大背景下,“去杠杆”势在必行,但该如何“去杠杆”?是对各社会主体搞“一刀切”,还是差异化调适;是迅速“去杠杆”,还是稳步推进?解决好这两个问题,具有极其重要的理论价值和现实意义。

二、理论分析与研究假设

学者们对金融发展与经济增长之间关系展开研究始于20世纪50年代(Gurley and Shaw, 1955; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Levine, 1997)^{[2][3][4][5]}。金融杠杆作为衡量金融发展的一个重要指标,是指信贷规模与经济总量之间的比值。一般情况下,在经济繁荣时期,微观主体会加大投融资规模,以期获取更多

收稿日期:2019-10-30

基金项目:国家自然科学基金青年项目(7190010147);安徽省哲学社会科学项目(AHSKY2018D22);安徽省2019年度高校优秀拔尖人才培养资助项目(gxyq2019028);安徽省高校人文社科研究重点项目(SK2019A0406)

作者简介:任行伟(1987-),男,河南固始人,博士研究生,研究方向为金融理论与金融市场。

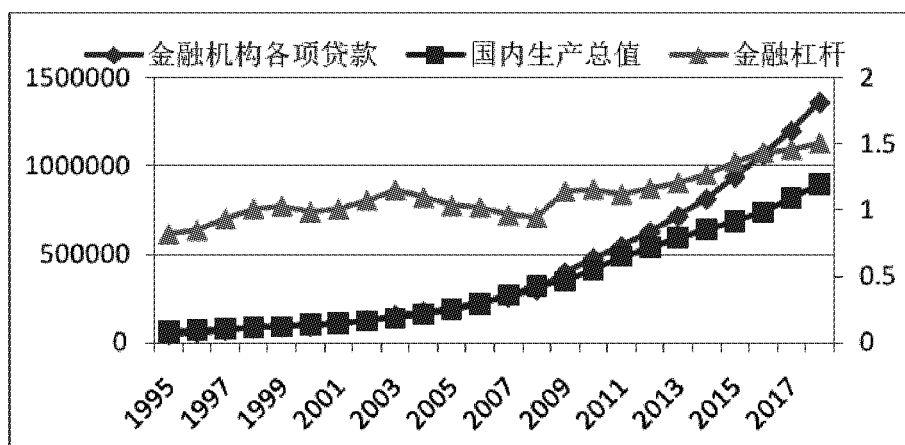


图1 1995年以来金融杠杆变化示意图

的利润,金融杠杆比率将上升;经济衰退时期,微观主体因销量下滑为规避经营风险,收缩规模、降低成本,减少投融资总额,金融杠杆比率会下降。所以,一般在金融发展的早期,金融杠杆和金融发展具有典型的“顺周期”特征。徐临等(2018)^[6]基于京津冀1994-2016年的相关数据,研究发现金融发展对经济增长的直接影响较小,间接影响较大,总体上呈正向相关关系。但是,Graff and Karmann(2006)^[7]认为存在最优的金融发展水平区间,过高或过低的金融发展水平都会降低金融发展对经济增长的促进作用。Shen and Lee(2006)^[8]则证实,金融发展与经济增长之间呈“倒U型”关系,即较高的金融发展水平会减缓经济增长。王宇鹏等(2015)^[9]研究表明,金融发展与GDP存在显著的负相关。Aghion(2005)^[10]、赵振全等(2007)^[11]、Rousseau(2011)^[12]、杨友才(2014)^[13]都证明了金融发展与经济增长之间存在显著的非线性关系,即门槛效应。谈儒勇(1999)^[14]和史永东等(2003)^[15]则强调了金融发展与经济增长之间的双向因果关系。也即金融发展到一定程度以后,金融发展可能会抑制经济增长。金融杠杆是指信贷额与地区产值的比值,金融发达程度越高,信贷规模一般越大,即金融杠杆比值越高,所以金融杠杆的高低依附于金融发展水平。因为金融发展与经济增长之间并非简单地正向相关关系,我们仔细分析后会发现,由于工资(成本)粘性的存在,微观主体收缩规模并不像扩大生产那般容易,类似于消费水平下滑不会同步于收入水平下滑的“棘轮效应”一样。导致金融杠杆随着经济增长提高容易,但当经济处于衰退状态时,金融杠杆下滑速度就会慢于经济衰退速度,也即可能会出现金融杠杆与经济增长不协调的局面,从而出现金融杠杆反噬经济增长的情况。

据此,提出本文的研究假设A:金融杠杆可能存在最优区间,在金融发展的早期,金融杠杆随着经济增长逐渐提高,当金融杠杆超过一定区间以后,其会对经济增长产生反噬作用,即金融杠杆与经济增长之间可能呈“倒U型”关系。

经济繁荣时期,企业家们的资产价格上涨,扩张了其资产负债表规模,权益资本占总资本的比例会上涨,金融杠杆比率会暂时下滑,企业家们为获取更多利润,会筹措资金扩大生产规模,导致金融杠杆比率转而上升。同时金融市场和金融中介的流动性充足,企业家们获取大量信贷资金继续购买各种生产要素,加大了各生产要素的需求,推动了社会总需求,导致物价水平攀升。魏冬(2017)^[16]的研究也认为,金融发展对企业的投资有积极影响,这种积极影响会提高物价水平,从而刺激企业家们继续扩大生产,继续提高金融杠杆,一旦金融杠杆超过某一临界值,企业的盈利无力应付高昂的经营成本和利息成本时,生产循环就会断裂,经济形势就会变坏。也即金融杠杆的上升引发物价水平的上升,提高企业家们的经营成本和利息成本,一旦金融杠杆超过临界值,可能会引发生产停滞、经济衰退。与此同时,企业家们一旦资不抵债、破产倒闭,会导致金融系统性风险急速提升。李扬等(2015)^[17]的最新数据显示,2014年中国全社会杠杆率已经达到了235.7%,因此政府需要通过杠杆调整和杠杆转移的方式去杠杆以化解局部金融风险。中国人民银行杠杆率研究课题组(2014)^[18]也指出过高的杠杆率带来的结构性风险是不容忽视的重大金融风险,金融杠杆的上升会显著增加宏观经济的波动性。总结起来,金融杠杆上升会增加金融风险,可能引发经济增长下行。如是这样,迅速降低金融杠杆水平是不是对经济发展有利呢?杨明秋(2011)^[19]研究结果表明,在去杠杆过程中,消费者、投

资者和非金融企业间会因为资金流动而相互影响,导致经济衰退。所以,为保持国民经济健康发展,降低经济体系中的系统性金融风险,去杠杆势在必行,但在去杠杆过程中应坚持宏观审慎、区别对待的原则。

据此,提出研究假设 B1:金融杠杆过高会对经济增长产生抑制作用。

经济衰退时期,企业家们的资产价格下滑,收缩了其资产负债表规模,权益资本占总资本的比例下滑,金融杠杆比例暂时上升,企业家们因经济不景气导致销量下滑进而收缩规模以降低成本,通过变卖部分资产偿还债务,导致资产供应增加,资产价格下降,周而复始,资产价格的进一步下滑使企业家们可以以更低的成本购入,利润率逐渐提升,经济状况逐渐好转。但这个循环过程中的节点在于微观主体的成本(比如工资成本)具有粘性,因此这一循环运行不如经济繁荣时期循环运行的那么顺畅,也即金融杠杆在经济繁荣时期对经济增长的反向作用力更强。

据此,提出研究假设 B2:经济越发达地区,金融杠杆过高对经济增长的抑制作用越明显。

总结起来,国内外学者已注意到金融杠杆对经济增长的重要影响,这些文献既丰富了金融杠杆与经济增长之间关系的理论深度,也给后续研究者拓宽了研究视角。但这些研究文献在以下两方面存在不足:第一,这些文献基本都是基于跨国数据或者其他国家的数据,立足于中国的数据开展研究的文献基本没有;第二,现有成果基本都是从整体上研究二者的关系,对经济发达程度不同的区域之间没有进行横向比较研究。基于此,本文立足于我国的省际面板数据并分区域对经济增长中的金融杠杆效应展开研究,可以进一步丰富相关的理论成果,为相关部门制定相关政策提供参考。

三、研究设计

(一)变量选取与数据来源

马勇等(2017)^[20]基于68个国家的动态面板数据,研究了金融杠杆及其波动对经济增长的影响。同样基于样本数据的可得性,本文选取了2005-2016年我国31个省(市、自治区)的相关数据,对金融杠杆与经济增长之间的关系展开了研究。

变量选取及数据来源如表1。

表1 变量选取及数据来源

类型	变量	含义	数据来源
被解释变量	<i>gdp</i>	经济增长率	Wind
	<i>pgdp</i>	人均GDP增长率	Wind
解释变量	<i>fle</i>	金融杠杆(地区信贷额/地区GDP)	Wind及中经网统计数据库
	<i>indus</i>	工业增加值/地区GDP	
	<i>urban</i>	城镇化率	
控制变量	<i>aging</i>	65周岁及以上人口占地区总人口的比例	Wind及中经网统计数据库
	<i>faa</i>	固定资产投资变化率	
	<i>uc</i>	居民家庭人均消费支出变化率	

其中,参照马勇等(2017)^[20]的文献,我们选取了经济增长率和人均GDP增长率作为被解释变量,人均GDP增长率主要用于后文的稳健性检验。

参照刘晓欣等(2017)^[21]的文献,我们选取了信贷总额与GDP的比值作为金融杠杆的代理变量,据国家统计局数据显示,2016年金融杠杆值达到20的省(市、自治区)有北京、辽宁、上海、浙江、海南、西藏、甘肃、青海和宁夏,而所有省(市、自治区)的金融杠杆值都高于10,这充分说明了我国整体的金融杠杆水平之高。金融杠杆水平很可能超过了最优区间,致使金融杠杆对经济增长产生抑制作用。控制变量的选取主要基于王爱俭等(2017)^[22]和胡金焱等(2013)^[23]的文献。

为消除序列的异方差性,我们对金融杠杆指标进行取对数处理,各变量的描述性统计结果如表2所示。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
<i>gdp</i>	372	0.112926	0.029086	-0.025000	0.238000
<i>pgdp</i>	372	0.133273	0.070852	-0.222838	0.370087
<i>ln fle</i>	372	2.506821	0.333243	1.795847	3.393300
<i>indus</i>	372	0.1420941	0.065092	-0.152000	0.338000
<i>urban</i>	372	0.5145476	0.147224	0.208500	0.896000
<i>aging</i>	372	0.092940	0.018675	0.048244	0.144145
<i>faa</i>	372	0.207161	0.115947	-0.626505	0.595429
<i>uc</i>	372	0.102111	0.045690	-0.281364	0.308222
<i>inf la</i>	372	0.028128	0.019542	-0.023462	0.100865

(二)模型选择与设定

在回归分析中,我们常关心系数估计值是否稳定,即如果将整个样本分成几个子样本分别进行回归,是否还能得到大致相同的估计系数。对于面板数据,我们可以将模型表示为:

$$y_{it} = \mu_i + \beta'_1 x_{it} \cdot 1(q_{it} \leq \gamma) + \beta'_2 x_{it} \cdot 1(q_{it} \geq \gamma) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, q_{it} 为门槛变量, γ 为待估计的门槛值,扰动项 ε_{it} 与解释变量 x_{it} 不相关,个体截距项 μ_i 的存在是为了体现个体的异质性特征。

对于是否存在“门槛效应”,可以检验以下原假设:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2$$

如果接受原假设,则不存在门槛效应;如果拒绝原假设,则存在门槛效应。类似的,可以考虑多门槛值的面板回归模型。比如两个门槛值的面板回归模型如下式(2)。

$$y_{it} = \mu_i + \beta'_1 x_{it} \cdot 1(q_{it} \leq \gamma_1) + \beta'_2 x_{it} \cdot 1(\gamma_1 < q_{it} \leq \gamma_2) + \beta'_3 x_{it} \cdot 1(q_{it} > \gamma_2) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

随着各种金融法律法规的实施、各类金融机构的成立,我国的金融体系正日趋完善,但其与经济增长之间的关系是否稳定还有待检验。据此,本文建立如下门槛回归模型:

$$gdp_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \ln fle_{it} (gdp \leq \gamma_1) + \beta_3 \ln fle_{it} (gdp > \gamma_1) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$gdp_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \ln fle_{it} (gdp \leq \gamma_1) + \beta_3 \ln fle_{it} (\gamma_1 < gdp \leq \gamma_2) + \beta_4 \ln fle_{it} (gdp > \gamma_2) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, X 为控制变量,包括工业增加值率、城镇化率、老年人口比、固定资产投资变化率、城镇居民家庭人均消费支出变化率和通货膨胀率; gdp_{it} 为经济增长率,是被解释变量也是门槛变量; $\ln fle$ 为金融杠杆的对数值,是核心解释变量; ε_{it} 为随机扰动项。(3)式和(4)式分别为单一门槛效应模型和双重门槛效应模型,若有三个门槛值,表达式以此类推。

四、实证过程与分析

(一)基准面板模型估计

为明确各变量与经济增长之间的关系,本文首先建立经济增长与各变量之间的线性表达式如下:

$$gdp_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \ln fle_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中, X 为控制变量,包括工业增加值变化率、城镇化率、老年人口比、固定资产投资变化率、城镇居民家庭人均消费支出变化率和通货膨胀率; gdp_{it} 为经济增长率; $\ln fle$ 为金融杠杆; μ_i 用来控制各研究对象的地区效应, ε_{it} 为随机扰动项。从表 3 可以看出, F 检验结果显示,在混合回归与固定效应回归之间,我们应该选择固定效应回归模型; Hausman 检验结果显示,在固定效应和随机效应之间,我们应该选择固定效应回归模型。金融杠杆与经济增长显著负相关,验证了研究假设 B1,即金融杠杆对经济增长有抑制作用,这种抑制作用也反映我国 31 个省(市、自治区)的金融杠杆水平显著过高。验证了研究假设 A。

表3 面板模型估计结果

变量	混合回归	随机效应	固定效应
常数项	0.1795*** (10.34)	0.1712*** (11.96)	0.1535*** (9.96)
$\ln fle$	-0.036677*** (-5.51)	-0.3721*** (-6.44)	-0.3166*** (-5.29)
faa	0.1225*** (10.33)	0.1168*** (9.25)	0.1197*** (9.65)
uc	0.0984** (4.13)	0.1058*** (3.18)	0.0786** (2.53)
$\inf la$	0.1754*** (5.29)	0.1993*** (4.51)	0.2120*** (4.33)
样本数	372	372	372
时间效应	—	控制	控制
F 检验	—	—	0.0031
Hausman 检验	—	—	0.0000
R^2	0.4141	0.4439	0.4427

注：***、**、*，分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

为反映我国不同区域的社会经济发展状况,我国的经济区域被划分为东部、中部、西部和东北部四大地区^①。本文基于各区际间的面板数据,分别对式(5)进行了回归分析,回归结果如表4所示。从表4可以看出,金融杠杆对经济增长的负向作用力表现为东部>中部>西部>东北部,其中,东部经济实力在全国各区际间最强,验证了研究假设B1和B2。因此可以得到结论,经济越发达地区的金融杠杆过高对经济增长的抑制作用越明显。

表4 区际间面板模型估计结果

地区 变量	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
常数项	0.1949*** (4.76)	0.2228*** (3.90)	0.1683*** (6.65)	0.0871 (1.49)
$\ln fle$	-0.4118*** (-3.08)	-0.0615*** (-2.99)	-0.0326*** (-3.26)	-0.0110 (-0.45)
faa	0.1142*** (2.97)	0.0939** (2.54)	0.1144*** (4.32)	0.1408*** (8.61)
$\inf la$	0.1270** (2.50)	0.3149*** (3.94)	0.2227*** (3.27)	0.6516*** (4.95)
样本数	120	72	144	36
R^2	0.2875	0.5154	0.4354	0.7852

注：***、**、*，分别表示在1%、5%和10%水平下显著。

(二) 门槛模型估计

面板模型的估计结果反映了各变量的变动对被解释变量变化的平均影响,如果要考察金融杠杆与经济增长之间是否存在“倒U型”关系,需要构建关于金融杠杆与经济增长之间的面板门槛模型。文章选择了GDP增长率作为门槛变量,对式(4)在单一门槛、双重门槛和三重门槛下分别进行了估计,估计结果如表5所示。

^① 东部包括:北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南;中部包括:山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南;西部包括:内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆;东北包括:辽宁、吉林和黑龙江。

表 5 gdp 的门槛效应检验

门槛数量	F 值	P 值	1%	5%	10%
单一门槛	11.4961***	0.0000	6.4846	3.9436	2.5156
双重门槛	5.9445**	0.01032	7.3544	3.8034	2.6923
三重门槛	5.2065*	0.06217	8.2337	5.4964	2.5375

注:(1)P 值和临界值均采用自举法抽样 500 次所得;(2)***、**、*,分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。

从表 5 可以看出,在单一门槛设定下,F 值在 1% 的显著性水平下拒绝原假设;在双重门槛设定下,F 值在 5% 的显著性水平下拒绝原假设;在三重门槛设定下,F 值在 10% 的显著性水平下拒绝原假设。这说明在不同的置信水平下,金融杠杆与经济增长之间都存在拐点,这也进一步证实了研究假设 A。本文选择 1% 显著性水平下的单一门槛模型,以经济增长率 gdp_{it} 作为被解释变量,以 $\ln fle$ 作为核心解释变量和以经济增长率 gdp_{it} 作为门槛变量的单一门槛模型估计,结果如表 6 所示。当经济增长率低于门槛值时,金融杠杆对经济增长的负向作用力较强;当经济增长率达到门槛值之后,金融杠杆对经济增长的负向作用力有所缓和,这与研究假设 B2 看似矛盾,实则不矛盾,因为一般越发达的地区经济增长率可能会越来越慢,经济较落后的地区因为政策因素或者其他原因,经济增长率反而有可能较高。

表 6 gdp 的门槛效应模型估计结果

变量性质	变量代码	低区域	高区域
解释变量	$\ln fle$	-0.0134*** (0.0037)	-0.0072* (0.0037)
	$indus$	0.3113*** (0.0195)	0.3113*** (0.0195)
	$urban$	0.0343** (0.0172)	0.0343** (0.0172)
控制变量	$aging$	0.0920 (0.0636)	0.0920 (0.0636)
	faa	0.0454*** (0.0061)	0.0454*** (0.0061)
	uc	0.0237 (0.0100)	0.0237 (0.0100)
	$\ln fl a$	0.0379 (0.0255)	0.0379 (0.0255)

注:(1)括号内的值表示 White 异方差设定下的标准误差;(2)***、**、*,分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。

(三)稳健性检验

前文构建的经济增长面板数据模型,实证分析得到了两个结论:一是金融杠杆过高对经济增长有抑制作用;二是金融杠杆对经济增长的抑制作用存在区域差异,其中对东部的抑制作用最为明显,而对中部、西部和东北地区的抑制作用则逐渐减弱。以经济增长率作为门槛变量构建的面板门槛模型回归结果也说明,金融杠杆对经济增长有抑制作用,而且金融杠杆与经济增长之间的非线性关系存在明显的拐点,但是这些研究结论的得出都是基于选择经济增长率作为经济增长的代理变量得到的。下文以人均 GDP 增长率作为经济增长的代理变量,构建新的门槛模型进行估计,结果如表 7 所示。结果也进一步证实了金融杠杆与经济增长之间是一种非线性关系,金融杠杆在经济增长中存在门槛效应。

表 7 $pgdp$ 的门槛效应模型估计结果

变量性质	变量代码	低区域	高区域
解释变量	$\ln fle$	-0.0234** (0.0105)	0.0002 (0.0109)
	$indus$	0.5003*** (0.0569)	0.5003*** (0.0569)
	$urban$	-0.0692 (0.0737)	-0.0692 (0.0737)
控制变量	$aging$	-0.1556 (0.1929)	-0.1556 (0.1929)
	faa	0.0597** (0.0251)	0.0597** (0.0251)
	uc	0.0041 (0.0309)	0.0041 (0.0309)
	$\ln fl a$	1.0690*** (0.0865)	1.0690*** (0.0865)

注:(1)括号内的值表示 White 异方差设定下的标准误差;(2)***、**、*,分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。

五、结论与思考

本文基于我国31个省(市、自治区)的面板数据,构建了金融杠杆与经济增长之间的计量模型,进一步分析了经济增长中金融杠杆的门槛效应。主要得到了以下三点结论与思考:

(一)我国31个省(市、自治区)的金融杠杆水平总体较高,已超过金融杠杆的最优区间,所以总体上看此时的金融杠杆与经济增长呈负向相关关系。金融发展的目的归根结底是为经济增长服务的,如果金融杠杆反噬经济增长,这充分说明当前我国的金融杠杆水平过高,经济金融化水平过于严重。根据世界银行统计数据库显示,2016年我国的金融杠杆率为215.18%,同为金砖国家的南非2016年的金融杠杆率为176.58%、印度为75.03%、巴西为111.33%,这一连串的数字都说明当前我国的金融杠杆水平过高。这种过度金融化现象已渗透到社会的各类主体,比如近年来地方债危机逐渐显现,地方政府的杠杆率过高已是人尽皆知;还比如房地产行业,房地产市场的资金使用周期一般较长,资金流动性较弱,即便如此,房地产市场带来的丰厚利润也使其是最容易从银行和金融市场上融取资金的行业,这也注定了该行业的杠杆率居高不下;再比如个人,可以申请各种各样的消费贷款,比如房贷、汽车贷、手机贷,甚至各种日用品都可以通过消费贷的方式进行购买,这种过度的杠杆化消费方式在某种程度上拉动了内需,但也提高了个体的金融杠杆率水平。杠杆率过高最大的危害是一旦国民经济不景气会引发普遍的信用违约,加剧经济衰退。因此,在当前及今后的一段时期,去杠杆都将是宏观经济调控不变的主题。

(二)经济越发达的地区,金融杠杆对经济增长的负向作用力越强。这说明在我国越发达的地区,经济金融化程度过高,金融杠杆对经济增长的抑制作用越明显。东部地区的经济发达程度远远高于中部地区、西部地区和东北地区,我国经济总量最大的广东省、江苏省、山东省和浙江省也都位于东部地区。金融发展的顺周期性意味着这一地区的金融资源相比其他地区更丰富,各微观主体通过金融市场或者银行进行融资就会越便利,经济金融化程度就很容易攀高甚至过度。

因此,在当前的经济新常态下,为了保持经济的平稳健康增长,发挥金融发展促进实体经济的功能,去杠杆势在必行,但是要根据不同区域的经济状况制定去杠杆的不同策略,不能简单地“一刀切”,总体上要把握去杠杆的力度是沿着东部、中部、西部和东北地区的顺序逐渐减弱。

(三)金融杠杆在经济增长中存在门槛效应,在门槛值前后,金融杠杆对经济增长的影响是有区别的。在整体杠杆率过高的情况下,金融杠杆对经济增长的抑制作用比较明显,但金融杠杆对经济增长的影响会随着门槛值大小的不同而有所差异。

在当前供给侧结构性改革深入推进过程中,去杠杆要一以贯之,但是去杠杆要根据不同微观主体的实际情况对症下药。当前我国的地方政府负债率之高必须重拳出击、尽快化解,从而降低地方政府金融杠杆。据标普数据显示,当前我国央企负债率91.8%,国企负债率74.5%,民企负债率是54%。因此,在执行去杠杆实践中,要对不同类型微观主体采取不同的态度,对央企和国企要加大力度去杠杆,对民企更宜稳杠杆,总体上采取“结构性去杠杆”策略。

参考文献:

- [1] 李似鸿,孙瑾.我国金融体系的发展:1978-2018[J].金融教育研究,2018(6):31-37.
- [2] John. G. Gurley, E. S. Shaw. Financial Aspects of Economic Development[J]. The American Economic Review, 1995(4):515-538.
- [3] Goldsmith, R. Financial Structure and Development[M]. New Haven: Yale University Press, 1969.
- [4] McKinnon R I. The Value - Added Tax and the Liberalization of Foreign Trade in Developing Economies: A Comment[J]. Journal of Economic Literature, 1973, 11(2):520-524.
- [5] R Levine. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda[J]. Journal of Economic Literature, 1997, 35(2):688-726.
- [6] 徐临,王明利,秦莎.关于京津冀地区FDI、金融发展与经济增长的关系研究——基于通径分析的实证研究[J].金融教育研究,2018(1):38-44.

- [7] Graff M, Karmann A. What Determines the Finance – growth Nexus? Empirical Evidence for Threshold Models [J]. *Journal of Economics*, 2006, 87(2): 127 – 157.
- [8] CH Shen, CC Lee. Same Financial Development yet Different Economic Growth – why? [J]. *Journal of Money Credit and Banking*, 2006, 38(7): 1907 – 1944.
- [9] 王宇鹏, 赵庆明. 金融发展与宏观经济波动——来自世界 214 个国家的经验数据[J]. *国际金融研究*, 2015(2): 3 – 13.
- [10] Aghion P, Howitt P, Mayerfoulkes D. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(1): 173 – 222.
- [11] 赵振全, 于振, 杨东亮. 金融发展与经济增长的非线性关联研究——基于门槛模型的实证检验[J]. *数量经济技术经济研究*, 2007(7): 54 – 60.
- [12] Rousseau D M. Reinforcing the Micro/Macro Bridge: Organizational Thinking and Pluralistic Vehicles[J]. *Journal of Management*, 2011, 37(2): 429 – 442.
- [13] 杨有才. 金融发展与经济增长——基于我国金融发展门槛变量的分析[J]. *金融研究*, 2014(2): 59 – 70.
- [14] 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): 53 – 61.
- [15] 史永东, 武志, 甄红线. 我国金融发展与经济增长关系的实证分析[J]. *预测*, 2003(4): 1 – 6.
- [16] 魏冬. 金融发展、控股股权性质与企业投资效率[J]. *金融教育研究*, 2017(2): 74 – 80.
- [17] 李扬, 张晓晶. “新常态”: 经济发展的逻辑与前景[J]. *经济研究*, 2015(5): 4 – 19.
- [18] 中国人民银行杠杆率研究课题组. 中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究[J]. *金融监管研究*, 2014(5): 23 – 38.
- [19] 杨明秋. 发达国家金融系统的去杠杆化趋势及其影响[J]. *中央财经大学学报*, 2011(2): 33 – 38.
- [20] 马勇, 陈雨露. 金融杠杆、杠杆波动与经济增长[J]. *经济研究*, 2017(6): 31 – 45.
- [21] 刘晓欣, 雷霖. 金融杠杆、房地产价格与金融稳定性——基于 SVAR 模型的实证研究[J]. *经济学家*, 2017(8): 63 – 72.
- [22] 王爱俭, 杜强. 经济发展中金融杠杆的门槛效应分析——基于跨国面板数据的实证研究[J]. *金融评论*, 2017(5): 18 – 27.
- [23] 胡金焱, 张博. 民间金融、产业发展与经济增长——基于中国省际面板数据的实证分析[J]. *中国工业经济*, 2013(8): 18 – 30.

Analysis of the Threshold Effect of Financial Leverage in Economic Growth

REN Xingwei

(School of Finance, Dongbei University of Finance and Economic, Dalian, Liaoning 116025, China)

Abstract: The healthy operation of the financial system is an important support for ensuring the realization of the national economic development goals. Under the background of deepening the structural reform of the supply side, “de – leveraging” is imperative. Based on the panel data of 31 provinces (municipalities and autonomous regions) in mainland China, the paper constructs a panel threshold model between financial leverage and economic growth. The results show that there is a non – linear relationship between financial leverage and economic growth. Excessive financial leverage has an inhibitory effect on economic growth. This kind of inhibition is more obvious in the more developed regions. Therefore, it is necessary to adopt a “structural de – leverage” strategy, adhere to the principle of macro – prudence, and treat different regions, different subjects, and different debts differently.

Key words: Financial Leverage; Financial Development; Economic Growth; Panel Threshold Model

(责任编辑: 罗序斌)