



教育部人文社会科学重点研究基地
吉林大学数量经济研究中心

中文社会科学引文索引 (CSSCI) 来源集刊
CNKI中国学术期刊网络出版总库全文收录

数量经济研究

THE JOURNAL OF
QUANTITATIVE ECONOMICS

金融化对经济增长的非线性影响研究 / 田新民 武晓婷

空间计量视角下的中国经济收敛状态分析 / 王西贝 马 薇

中国上市企业融资约束成因研究 / 于 震 王肖梦 刘 淼

收入代际传递性别差异 / 杜凤莲 赵云霞 任 帅 韩志敏

2 0 1 9 年 第 1 0 卷 第 2 期



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



集刊

集人文社科之思 刊专业学术之声

刊 名：数量经济研究
主办单位：吉林大学数量经济研究中心
协办单位：吉林大学商学院
主 编：张屹山

THE JOURNAL OF QUANTITATIVE ECONOMICS

顾问（以姓氏笔画为序）

乌家培 李京文 陈锡康 周 芳 赵振全

编 委 会（以姓氏笔画为序）

马 薇 王少平 王文举 王立勇 王国成 王维国
王鹏飞 方 颖 叶阿中 白仲林 朱平芳 刘庆丰
刘金全 孙 巍 李金华 李雪松 李富强 汪同三
沈坤荣 张世伟 张屹山 张 凯 张晓峒 陈守东
林金龙 范延琴 赵国庆 赵昕东 姚 峰 唐绍祥
陶长琪 黄少安 萧朝兴 梅国平 董直庆 Chang-Jin Kim

编辑部主任

陈守东

第10卷 第2期（总第19期）

集刊序列号：PIJ-2017-215

中国集刊网：<http://www.jikan.com.cn/>

集刊投约稿平台：<http://iedol.ssap.com.cn/>



教育部人文社会科学重点研究基地
吉林大学数量经济研究中心

中文社会科学引文索引 (CSSCI) 来源集刊
CNKI中国学术期刊网络出版总库全文收录

数量经济研究

THE JOURNAL OF
QUANTITATIVE ECONOMICS

2019 年 第 10 卷 第 2 期

主编寄语

《数量经济研究》(*The Journal of Quantitative Economics*)是由吉林大学数量经济研究中心主办、吉林大学商学院协办,社会科学文献出版社公开发行的学术文集。主要发表国内外学者在数量经济理论与应用、经济形势分析与预测、经济政策评价与建议、金融市场与金融风险管理、微观经济计量与经济模拟、博弈论与制度经济学等领域的研究成果。

本集刊遵循百花齐放、百家争鸣的方针,坚持理论与实证研究相结合、定量分析与定性分析相结合,关注世界经济领域的重大学科前沿问题,并结合中国的实际进行深入的分析 and 阐释。以加强国内外交流,促进学术繁荣,为经济理论与实践,特别是数量经济的理论与应用研究提供平台,为我国社会主义经济建设服务。

本集刊热忱地欢迎国内外学者踊跃投稿!特别鼓励年轻学者投身于数量经济理论、方法与应用研究,为繁荣我国的数量经济学学科做出应有的贡献。

张屹山

内 容 简 介

《数量经济研究》遵循百花齐放、百家争鸣的方针，坚持理论研究和实践研究相结合、定量分析和定性分析相结合，关注我国社会、经济等领域的重大学科前沿问题，刊登结合中国的实际和现实问题进行深入分析、阐述和探索的高水平研究成果，以加强国内外交流，促进学术繁荣，为数量经济学的理论与应用研究提供平台，为我国的社会主义现代化建设服务。

目 录

- 1 金融化对经济增长的非线性影响研究
田新民 武晓婷
- 19 空间计量视角下的中国经济收敛状态分析
王西贝 马 薇
- 34 中国上市企业融资约束成因研究
于 震 王肖梦 刘 森
- 51 国内股市与汇市的市场不确定性存在跨市场效应吗?
——基于异质性交易者模型的理论分析与应用 SVAR-H-SV 模型的实证检验
刘 林
- 78 中国企业对外直接投资的自我选择效应与学习效应
齐亚伟
- 91 腐败对中国经济发展的抑制效应研究
——基于面板分位数回归模型的实证检验
杨东亮 李朋骞 史庆峰
- 105 中智 FTA 贸易与投资创造效应
——基于合成控制法的因果分析
武 娜 王群勇 王 嘉
- 124 信贷扩张、房价波动与经济增长的时变关联机制研究
刘金全 孙玉祥 毕振豫
- 137 收入代际传递性别差异
杜凤莲 赵云霞 任 帅 韩志敏
- 154 基于网民关注行为大数据实现对房地产价格的预测研究
——以北京市房价为例
王 岱 刘宽斌 张 涛
- 167 教育部人文社会科学重点研究基地吉林大学数量经济研究中心简介
- 169 撰稿者须知

CONTENTS

- 1 Research on the Non-linear Effect of Financialization on Economic Growth
Tian Xinmin Wu Xiaoting
- 19 The Analysis of Convergence of China's Economy Based on Spatial Econometric Perspective
Wang Xibei Ma Wei
- 34 The Research on Causes of Financial Constraints in the Chinese Listed Companies
Yu Zhen Wang Xiaomeng Liu Miao
- 51 Do Uncertainties Overflow among Domestic Equity Market and FX Market
—Based on Heterogeneous Traders Model Analysis and Empirical Investigation Using SVAR-H-SV Model
Liu Lin
- 78 Self-selection Effect and Learning Effect of Enterprise's Outward Foreign Direct Investment in China
Qi Yawei
- 91 Studies on the Inhibition Effect of Corruption on China's Economic Development
—Empirical Test Based on Panel Quantile Regression Model
Yang Dongliang Li Pengao Shi Qingfeng
- 105 Trade and Investment Effects of FTA between China and Chile
—Causality Analysis Based on Synthetic Control Method
Wu Na Wang Qunyong Wang Jia
- 124 Research on the Time-Varying Correlation Mechanism among Credit Expansion, Housing Price and Economic Growth
Liu Jinquan Sun Yuxiang Bi Zhenyu
- 137 Gender Differences in Intergenerational Income Transmission
Du Fenglian Zhao Yunxia Ren Shuai Han Zhimin
- 154 Prediction of House Price Based on Internet Users' Behavioral Big Data
—Take Housing Price in Beijing as an Example
Wang Dai Liu Kuanbin Zhang Tao

金融化对经济增长的非线性影响研究^{*}

田新民 武晓婷^{**}

摘要：纵观世界经济发展演变的进程，金融化是伴随市场经济发展和金融深化的必然趋势，具有普遍性和规律性。本文基于金融内生视角，构建最优金融化形成与经济增长的动态机制，对最优金融化的动态特征、偏离稳态及恢复机制进行分析，并进一步通过构建一个综合性的金融化指数，运用马尔科夫区制转移模型和门限回归模型实证分析金融化对经济增长影响的非线性特征，结果表明：（1）金融化对经济增长具有明显的“区制转移”特征；（2）金融化对经济增长存在明显的“双门限”效应。这两种非线性模型都能较好地解释近年来我国资金“脱实入虚”的现象。

关键词：经济金融化 经济增长 非线性关联性

中图分类号：F832.5 **文献标识码：**A

Research on the Non-linear Effect of Financialization on Economic Growth

Tian Xinmin Wu Xiaoting

Abstract: Looking at the evolution of the world economy, financialization is an inevitable trend accompanied by the development of market economy and financial deepening. It has universality and regularity. From the financial endogenous perspective, this paper constructs a dynamic mechanism for optimal formation of financialization and economic growth, and analyzes the dynamic characteristics of optimal financialization, deviation from steady state and recovery mech-

^{*} [基金项目] 本文受到国家社会科学基金项目“债务的可持续度量指标及其促进经济增长内生机制的分析与比较研究”(14BJL030)的资助。

^{**} [作者简介] 田新民(1967-),男,首都经济贸易大学经济学院教授,博士生导师,主要研究方向为金融工程。武晓婷(1988-),女,首都经济贸易大学经济学院博士研究生,主要研究方向为金融工程。

anisms, and further builds a comprehensive financial index. Then applying MS model and TR model to empirically analyze the non-linear correlation between financialization and economic growth, the results show that: (1) The impact of financialization on economic growth has obvious “regional transfer” characteristics; (2) Financialization has obvious “double-threshold” effect on economic growth. Both of the two non-linear models can well explain the phenomenon of “shift from real economy to virtual economy” in our country in recent years.

Keywords: Financialization Economic Growth Non-linear Correlation

引 言

自 20 世纪 80 年代以来,随着经济全球化和新自由主义的推行,金融自由化成为资本主义国家市场经济运行的新特征,扩大再生产方式发生改变,货币量的增加不再是依靠政府发行货币,而是通过金融市场本身创造货币流量。伴随着工业经济利润率的不断下降,过剩的产能资本出于逐利的本性开始流向利润率更高的金融部门,金融资本开始相对独立膨胀和扩张。自此,金融业在资本主义国家跻身为所有行业的顶端,成为现代经济运行的核心和主导力量 (Foster, 2007),西方经济学家称之为“金融化”(Financialization)。资本主义国家的经济朝着金融化的方向加速前进,金融资本和金融部门日益成为经济活动的重心。于是,资本家从以往生产产品创造剩余价值,转变为通过创造金融工具以分割剩余价值来获取利润 (鲁春义、丁晓钦, 2016)。资本主义国家这种金融化的经济模式尽管带来了暂时的经济繁荣,却忽视了金融部门本质上是非生产性的,一个国家的现实生产力并不能依靠金融机构和金融部门的扩张来提高。金融资本需要依靠将实体经济部门剩余生产价值进行不断转移来完成积累。也就是说,金融资本的利润来源是实体经济创造的剩余价值。因而如果没有实体经济创造的剩余价值作为利润支撑,金融资本的高利润难以具有持续性,从而出现了金融繁荣与生产萎缩并存的经济状况。如果资源向金融领域的转移过度,势必会使非生产领域呈现虚假性繁荣,同时,还会导致货币资本化过度及虚拟资本化过度,加剧资本的流动性与投机性,从而使资产泡沫进一步放大,不仅损害金融市场的效率,也会影响经济金融体系的稳定,损害实体经济的发展。2008 年的全球金融危机及随后的欧洲主权债务危机都折射出发达经济体金融化与实体经济的现实矛盾。

经济金融化特征表现为四个方面,即相对于非金融部门而言金融部门的扩大膨胀 (Sweezy, 1997; Foster, 2007),非金融部门获利渠道的金融依赖化 (Krippner, 2005; Orhangazi, 2008; Demir, 2009; 鲁春义、丁晓钦, 2016),食利阶层政治和经济力量的权力化 (Crotty and Epstein, 1996; Epstein and Power, 2003),金融体系业务全面证券化 (Philips, 2003; Aalbers, 2008)。这些表现之间并非独立的,而是相互促进的。这也就意味着,在不受外力影响的情况下,经济金融化的程度会不断提高。尽管学者对于金融化的界定存在一定的差异,但是可以达成的共识是:金融部门或者金融资本与

产业部门或者产业资本相比，有着不同的性质和运行规律，金融化意味着在量的方面，金融部门或金融资本能够获取更多利润；在质的方面，金融部门或金融资本的地位占据主导性。

特别值得关注的是，目前我国的金融化进程进入一个特殊的阶段：一方面，宏观经济发展减速、工业企业利润下降；另一方面，金融投机活跃、金融资产收益率高涨，导致社会总体杠杆率进一步加大，经济金融系统愈发脆弱。自 2012 年以来，我国经济逐渐步入“新常态”阶段，经济增速进入换挡时期，2012 年 GDP 实际增速为 7.9%，跌破了 8%，是 1999 年以来我国经济增速的最低值，表明我国宏观经济运行已告别超速发展阶段，开始正式步入中高速增长阶段。2016 年我国 GDP 实际增长率仅为 6.7%，经济下行压力较大。而同期，金融资产规模（不含衍生品）大约为 380 万亿元，是 GDP 的 5 倍多。金融资产不仅存量规模大，而且近年来以每年新增 30 万亿~40 万亿元的速度增长。金融资产规模的急剧扩张与宏观经济发展速度下降，直接导致了我国总体杠杆率的进一步加大，企业杠杆率已超过了国际警戒线。经济增长过度依赖于债务杠杆，加剧了经济金融系统的脆弱性、投机性和风险性，存在债务危机的隐患。尤其是近年来，我国宽松的货币政策提供的流动性并没有改善实体经济的发展状况，央行释放的资金发生了“空转”，并没有全部进入实体部门，出现了资金脱实入虚、资产泡沫化的现象。

由此可见，金融化是一把双刃剑，对经济运行的影响既有积极的一面，同时也衍生出不少弊端。金融化是伴随市场经济发展和金融深化的一个过程，金融化现象将作为一种长期趋势持续下去。因此，深入理解经济金融化的本质及其对我国经济增长的作用机制，探究如何在经济金融化的背景下更精准、更有效地制定和落实宏观调控政策，促进金融对实体经济的资金支持和服务支撑作用，避免过度金融化，对当前我国的经济转型和金融改革都具有重要意义。

1 金融化与经济增长关联性的文献回顾

传统理论认为金融化是金融发展的必然趋势。随着金融市场的完善，金融工具的信号传递和风险分散的功能得以更好地发挥，从而为实体企业的资本运作及经营效率的提高起到带动作用。同时，金融化有利于资本积累渠道的拓展和资源在空间上的整合，从而提升资金的流动性，加快资金融通，进而支撑了实体经济的繁荣（Thorsten et al., 2010）。金融资产配置对实业投资产生正向推动作用，也就是说，金融化对实业投资存在挤入效应。原因在于金融资产投资作为短期投资行为，其“蓄水池”效应一方面使得企业通过出售金融资产，降低融资成本，摆脱企业融资约束所造成的财务困境；另一方面通过提升企业的资本效率，使非金融企业获得促进实业发展的新途径，进而增加实业投资（Stulz, 1996）。与此同时，金融资产价格的上升也会使企业的资产负债表账面数字更加“好看”。非金融企业的财务状况将直接影响企业的实业投资，因此，将对企业再融资及开展投资活动产生积极影响。企业通过金融渠道获利占比的增

加往往意味着企业的盈利能力增强，则企业的实业投资动机相应增强，同时也符合企业“产融结合”的要求。

经济金融化有助于缓解发达国家经济增长所面临的有效需求不足的困境。首先，金融业的产出贡献率逐步提高，金融业从业人员的人均收入较高，再加上股票市场的充分发展，居民财产性收入增加，这两方面都能在一定程度上弥补收入增长不足带来的消费增长减缓。其次，债务规模扩大是金融化的鲜明特征。一方面，政府部门增加负债提高居民医疗保险等公共服务水平；另一方面，政府采用鼓励消费者负债消费来弥补生产和消费的缺口。由此可以看出，金融部门的发展、家庭部门财产性收入的提高、整个社会信用的扩张，都在一定程度上缓解了发达国家有效需求不足的矛盾，金融化成为平衡生产和消费的新工具。

此外，有些学者对金融化则持批判性的态度，特别是金融危机后的研究，大多集中于对金融发展弊端的反思，认为过度金融发展削弱了支持经济增长的实体投资。Palley (2007) 认为，金融化对实体经济增长产生了负面影响，放缓了经济增长趋势。Orhangazi (2008) 通过对美国非金融企业实业投资率与金融化的关系进行研究，发现当企业通过金融渠道获利高于实业投资时，会影响企业管理层的投资决策，使得实体投资的优先度降低，投资获利渠道更多地依赖于金融渠道，因此，金融化会对实业投资产生明显的负面效应，并将该效应定义为金融化对实体投资的挤出效应。Milberg 和 Shapiro (2013) 发现，自 20 世纪 80 年代后，世界主要经济体的金融化程度迅速加深，使得金融投资对企业价值的影响远超出企业自身的生产性经营，根本上改变了企业价值与生产性经营之间的关联性，对实体产业的投资和积累造成负面影响。因此，金融化适度发展将有助于企业实业经营效率的提高，进而提升实体产业生产力。但是，金融化发展一旦过度，企业从事金融投资活动对资源的过度占有势必造成生产性经营和投资的资源供给不足，造成实体产业的持续萎缩和衰落。

以金融为核心的新的经济增长模式是以债务驱动消费和投资的，这种经济增长模式下的经济周期与传统意义上以工业主导经济增长为基础的经济周期有所不同（张成思、张步县，2015）。金融化显著改变了整个社会经济运行的规律，导致各经济体与金融市场的关联日益密切。以居民部门为例，经济金融化为居民的负债消费提供更多的可能性，新的金融工具层出不穷，使得居民的消费水平和金融市场的联系更为紧密，金融资产价格的变化会带来居民收入的剧烈波动。随着金融资产价格的上扬，居民财产性收入和抵押品价值随之增加，继而推动消费、投资和产出的全面扩张。在这种情况下，整个社会的债务规模仍在不断攀升，当债务率增长到极限时，资产价格就不可避免地下跌，这将导致经济全面紧缩和资产价格的继续下跌，加剧了经济和金融体系的波动性和脆弱性。Palley (2007) 进一步指出，如果一个经济体对于外部流动性和宽松政策存在依赖性，那么在这种金融加速机制的作用下，将可能出现债务型通货紧缩，陷入长期萧条甚至停滞的境地。而在复苏阶段，经济体则需要花费更长的时间“去杠杆”，导致经济体周期性波动中的衰退期被延长。金融化是对资本积累内在矛盾的暂时性修复，为经济带来短暂繁荣，但是这些修复只是为资本积累的基本矛盾创造新空间。

资本积累的金融化的实现所造就的债务经济对各经济体形成金融约束，当金融市场持续膨胀无法与债务相抵消时，金融危机和债务危机将随之爆发（孟婕，2012；马锦生，2014）。马勇等（2009）通过考察 66 个具有代表性的国家和地区数据，结果发现信贷扩张和金融资产泡沫膨胀存在互相加强的作用机制，信贷扩张程度与金融危机爆发的概率之间存在显著的正相关关系。同时，信贷扩张程度越大，经济体受到金融危机所带来的负面冲击也越大。

通过对比上述研究可以发现，关于金融化与经济增长之间关系的研究并未形成统一结论。其中一个很重要的原因就是金融化与经济增长之间可能存在一种非线性的作用机制。基于研究视角、样本期选择的不同以及控制变量选取的差异性，导致相关研究成果可能反映的是二者非线性关系在某一特定情形下的线性特征，是一种局部性特征，从而造成研究结果的千差万别。事实上，金融危机在世界范围内的频繁爆发，迫使各国经济学家和政策制定者开始重新审视金融化对经济增长的作用机制，越来越多的经济学者开始关注金融化与经济增长之间的非线性关系。自此，大量非线性的计量模型和相关金融理论应运而生，进一步丰富了金融化对经济增长非线性影响机制的研究。按照结构转变方式的不同，通常将非线性关联机制研究所采用的计量模型大体分为两种：一种是以 Hamilton（1989）提出的马尔科夫区制转移模型（Markov Regime Switching Model）为代表的，以“时间或时期”作为结构转变点的非线性模型；另一种是以 Tong（1978）提出的门限回归模型（Threshold Regressive Model）为代表的，以“变量”作为结构转变点的非线性模型。

鉴于此，本文基于金融内生的研究框架，分析最优金融化的形成机制及其与经济增长内生动态关系。作为对现有研究工作的有益补充，首先构建出一个综合性的金融化指数，并将其用于金融化和经济增长之间非线性关系的实证研究，然后基于马尔科夫区制转移模型和门限回归模型分析样本期内我国金融化对经济增长影响的非线性特征，从而对未来一定时期内我国金融改革和经济的平稳增长提出相应建议。

2 金融化对经济增长影响的理论机制分析

在经济发展进程中，金融化在资源配置、资源整合、资本积累和风险分散等方面各有优劣，因而对经济增长的影响机制存在显著差异。那么，金融化在不同的经济发展阶段不断演变，是否存在最优的金融化，与其服务的实体经济匹配程度最佳，进而最大限度地促进经济持续稳定的增长？为了便于理论分析，全面揭示金融化对经济增长的影响效应，本文提出如下假设条件：（1）整个社会经济系统只存在金融部门和实体部门（非金融部门）两大部类，社会总资本被相应划分为金融资本和实体资本，这里不考虑外部经济的影响；（2）规模报酬与经济结构保持不变；（3）技术进步保持中性，资源完全自由流动，而且资本与劳动力等其他生产要素一直都处于最优配置状态，这里进一步对劳动力施加容量限制约束。基于这些假设，社会总产出仅取决于社会总资本在金融部门和实体部门间的分配，因此，将生产函数设定为如下形式：

$$Y = F(K_r, K_f) \quad (1)$$

$$\text{s. t. } K_r + K_f = K$$

其中, Y 表示社会总产出, K_r 表示实体资本, K_f 表示金融资本。由于假设条件中规模经济保持不变, 该生产函数为一次齐次函数。进一步假定资本是同质的, 则生产函数可转换为:

$$Y = K_r F(1, K_f/K_r) \quad (2)$$

$$Y/K_r = f(K_f/K_r)$$

令 $y = Y/K_r$ 表示社会总产出与实体资本存量的比值, 或者单位实体资本存量的产出水平; $k = K_f/K_r$ 表示金融资本存量与实体资本存量的比例, 本质上刻画的就是经济金融化程度, 则生产函数变换为:

$$y = Y/K_r = f(K_f/K_r) = f(k) \quad (3)$$

则:

$$Y = K_r f(k) \quad (4)$$

对式 (4) 中关于实体资本存量 K_r 和金融资本存量 K_f 分别求偏导, 得到实体资本和金融资本的边际效应:

$$\partial Y / \partial K_r = f(k) - kf'(k) \quad (5)$$

$$\partial Y / \partial K_f = f'(k) \quad (6)$$

当 $f'(k) > 0$ 时, 社会总产出是金融资本存量的增函数, 根据边际效用递减规律可知, $f''(k) < 0$, 金融资本存量的边际产出递减。当 $f'(k) = \infty$ 时, $k = 0$, 金融资本存量与实体资本存量的比值很小, 此时金融化程度非常低, 金融资本的边际产出很大; 当 $f'(k) = 0$ 时, $k = \infty$, 金融资本存量与实体资本存量的比值很大, 此时金融化程度非常高, 金融资本边际产出很小。

上述生产函数具备新古典经济增长模型的形式及性质, 对于服从上述假定条件的生产函数, 存在如下关系和特征。

金融资本存量占实体资本存量的比例, 即金融化的变化量和变化率为:

$$k' = \frac{\partial k}{\partial t} = \frac{K_f' K_r - K_r' K_f}{K_r^2} = \frac{K_f'}{K_r} - \frac{K_f}{K_r} \times \frac{K_r'}{K_r} = k \left(\frac{K_f'}{K_f} - \frac{K_r'}{K_r} \right) \quad (7)$$

$$\frac{\Delta k}{k} = \frac{K_f'}{K_f} - \frac{K_r'}{K_r} \quad (8)$$

社会总产出的增长率为:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\partial Y / \partial t}{Y} = \frac{K_r' f(k) + K_r \left[k \left(\frac{K_f'}{K_f} - \frac{K_r'}{K_r} \right) f'(k) \right]}{K_r f(k)} = \frac{K_r'}{K_r} + \frac{k f'(k)}{f(k)} \times \left(\frac{K_f'}{K_f} - \frac{K_r'}{K_r} \right) \quad (9)$$

令 $K'_f/K_f = n$, $kf'(k)/f(k) = \delta(k)$, 则式 (9) 可转化为:

$$\frac{\Delta Y}{Y} - n = \delta(k) \times \left(\frac{K'_f}{K_f} - n \right) \quad (10)$$

其中, n 表示实体资本存量的变化率, $\delta(k)$ 表示金融资本存量的产出弹性 [$\delta(k) > 0$], 即金融资本存量每增长 1%, 产出增长 $\delta(k)\%$; 实体资本存量每增加 1%, 产出增长 $[1 - \delta(k)]\%$ 。进一步令 $b = K'_f/Y$ 表示金融资本存量的变化量与产出的比值, 则金融化的变化量可表述为:

$$k' = \frac{\partial k}{\partial t} = k \left(\frac{bY}{K_f} - n \right) = b \times \frac{Y}{K_f} \times \frac{K'_f}{K_f} - nk = bf(k) - nk \quad (11)$$

若存在金融资本与实体资本存量的最优比例 k^* , 即存在最优金融化时, 则 $k' = 0$, 由式 (7) 可知:

$$\frac{K'_f}{K_f} = \frac{K'_f}{K_f} = n \quad (12)$$

进一步根据式 (10) 可以得到, $\Delta Y/Y = n$, 也就是说, 当经济处于最优金融化时, 社会总产出将以速度 n 实现快速增长。

当 k 偏离均衡状态 k^* 时, 经济系统会自行调整金融资本与实体资本存量的比例, 以实现最优金融化的形成, 从而促进经济最优增长。下面分两种情况进一步讨论。

第一, 当 $k < k^*$ 时, 表明金融化程度较低, 无法满足实体经济发展需求, 存在金融抑制经济增长的情况, 导致经济增长缓慢。在这种情况下, 由 $f''(k) < 0$ 可知, $f'(k)$ 为单调递减的函数, 可得 $bf'(k) - n > 0$, 由此可得式 (11) 单调递增, k 将上升。

第二, 当 $k > k^*$ 时, 表明金融化过度, 金融资本存量过多, 金融系统过度发展, 易引起经济泡沫的加剧和金融危机的爆发。在这种情况下, $bf'(k) - n < 0$, 由此可得式 (11) 单调递减, k 将下降。

因此, k 最终会调整到最优比例 k^* , 也就是说, 金融化最终会达到最优水平, 只有这样, 经济才能实现最大化产出, 沿着稳态增长路径持续增长。

同时, 由式 (11) 可知, 最优金融化 k^* 满足条件:

$$bf(k^*) = nk^* \quad (13)$$

由式 (13) 可知, 最优金融化取决于参数 b 和 n , 即最优金融化不仅和金融资本存量的变化量与产出的比值有关, 而且取决于实体资本存量的变化率。而实体资本存量的变化率、金融资本存量的变化量与产出的比值并不是一成不变的。经济发展处于不同阶段, 自然存在不同的金融化与实体经济最相匹配。因而, 最优金融化是动态演变的。

究其原因, 一方面, 在经济发展进程中, 国家宏观政策的调整、经济周期波动等因素的变化造成实体经济对应的要素禀赋存在显著差异; 另一方面, 不同的金融制度安排造成金融化在资金配置、资源整合、资本积累和风险分散等方面各有优劣, 因而,

在经济发展的不同时期，产业发展对金融服务的需求同样存在差异。只有金融化与实体经济相匹配时，才能最大限度地促进经济持续稳定的增长。也就是说，最优金融化的动态特征是指：随着金融制度改革和金融服务提供的不断完善，与实体经济不同发展阶段的要素禀赋和产业发展需求最相适应的金融容量的变化过程。

理论上讲，与实体经济相匹配的最优金融化能够促进一个国家或者地区的经济持续稳定的增长。但是，在现实世界中存在制度障碍、市场开放度有限、政府干预、信息滞后、融资限制等宏观和微观层面的众多问题，导致现实经济中金融化通常偏离该经济发展阶段对应的最优金融化水平。在这种情况下，经济体该如何恢复金融资本和实体资本的最优比例来实现最优金融化？

在不存在制度刚性和完全竞争的情况下，最优金融化，即金融资本和实体资本向最优比例的调整过程是在社会平均利润率规律的作用下实现的（王定祥等，2009）。假定经济体发展受到政府政策干预，如实施扩张性的调控政策刺激实体经济发展，资金由金融部门流入实体部门，造成实体资本存量不断增加，金融资本存量不断减少。当金融资本存量供给不足时，金融化程度低下，金融产品价格和收益率不断攀升。与此同时，随着实体资本存量的增加，相应产品的价格和收益率不断下降。为追求效用最大化，消费者将增加金融产品的购买，而减少对实体产业的投资，二者之间的替代效应凸显。此时，在社会平均利润率规律的作用下，资金开始向金融部门转移，金融资本存量不断增加，而实体资本存量逐渐减少，直至恢复到二者的最优比例，达到最优金融化。然而，在投机活动的催化下，金融产品价格继续膨胀，泡沫加剧，会吸引更多资金流入金融部门。但是，当金融资产价格与实体资产价值出现严重背离时，实体资产价值被严重低估，理性投资者会出售金融资产，转而投资实体产业，促使资金向实体部门领域转移，实体资本存量增加的同时金融资本存量下降，二者的比例重新恢复至最优比例。可以看出，金融化向均衡状态调整的过程，实质上是社会总资本不断在金融资本和实体资本之间转移和流动，直至二者的比例恢复到最优比例，最终使金融部门和实体部门均获取社会平均利润率。

但是，在存在制度刚性的情况下，如严格的市场准入限制，将导致资本转移所需的成本远高于资本可获取的收益，社会总资本在金融资本和实体资本之间的转移受阻，二者之间的最优比例将难以恢复。此时，金融化偏离均衡状态，与实体经济不相匹配，经济增长速度受抑制，社会总产出低于最优水平。

综上所述可知，不同的经济发展阶段，存在不同的最优金融化与实体经济最相匹配。因此，若采用传统的线性估计方法，只能得到金融化对经济增长的平均影响，不能刻画出不同经济和金融发展阶段金融化对经济增长的动态作用机制。比如，可能存在这样一种情形，在经济发展的初期和中期，金融化与经济增长正相关，但随着经济发展不断成熟，金融化对经济增长影响为负，而整个阶段的平均影响为正，此时，得到的实证结论就落在平均影响系数所带来的“证据陷阱”中，导致实证结果和政策建议出现偏差。鉴于此，本文接下来将采用非线性计量模型，实证分析我国经济发展进程中金融化对经济增长非线性动态作用机制。