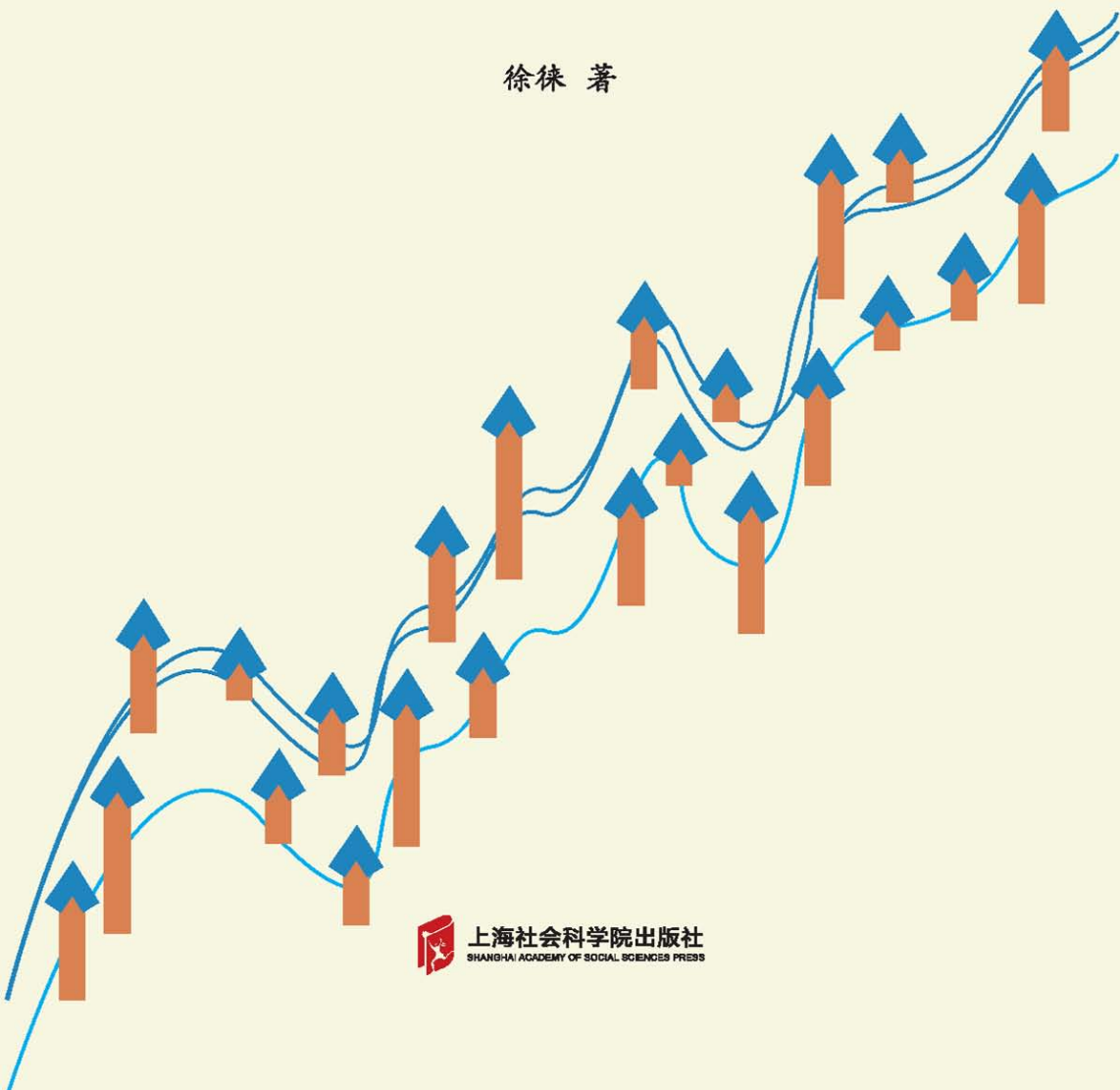


金融发展影响 中国经济潜在**增长率**的 机制、效应及政策研究

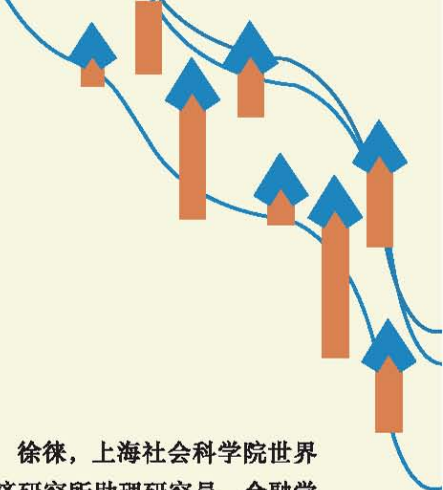
徐徕 著



 上海社会科学院出版社
SHANGHAI ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES PRESS



徐徕，上海社会科学院世界经济研究所助理研究员，金融学博士。研究领域为金融发展、金融开放与经济增长。





徐徕，上海社会科学院世界经济研究所助理研究员，金融学博士。研究领域为金融发展、金融开放与经济增长。

金融发展影响 中国经济潜在增长率的 机制、效应及政策研究

徐徕 著



上海社会科学院出版社
SHANGHAI ACADEMY OF SOCIAL SCIENCES PRESS

图书在版编目(CIP)数据

金融发展影响中国经济潜在增长率的机制、效应及政策研究 / 徐徕著. — 上海 : 上海社会科学院出版社, 2022

ISBN 978-7-5520-3906-1

I. ①金… II. ①徐… III. ①金融业—经济发展—影响—中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2022)第 131612 号

金融发展影响中国经济潜在增长率的机制、效应及政策研究

著 者: 徐 徕

责任编辑: 王 勤

封面设计: 朱忠诚

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海顺昌路 622 号 邮编 200025

电话总机 021-63315947 销售热线 021-53063735

<http://www.sassp.cn> E-mail: sassp@sassp.cn

照 排: 南京理工出版信息技术有限公司

印 刷: 上海万卷印刷股份有限公司

开 本: 890 毫米×1240 毫米 1/32

印 张: 6.75

字 数: 154 千

版 次: 2022 年 9 月第 1 版 2022 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5520-3906-1/F · 707

定价: 49.80 元

版权所有 翻印必究

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 主要研究内容	3
第三节 研究思路与方法	6
一、研究思路	6
二、研究方法	6
三、本书的创新与不足	7
第二章 文献综述	9
第一节 经济潜在增长率的研究综述	9
一、经济潜在增长率的内涵	9
二、经济潜在增长率的测度	11
第二节 金融发展影响经济潜在增长率的理论综述	17
一、金融结构对经济潜在增长率的影响	19
二、金融发展水平对经济潜在增长率的影响	21
三、金融周期对经济潜在增长率的影响	24
四、金融资源空间配置效率对经济潜在增长率的影响	26
第三节 现有研究的评述	30
一、已有研究的不足	31

二、本书的努力方向	33
第三章 金融发展影响中国经济潜在增长率的事实	35
第一节 中国金融发展的特征及其指标变化	35
一、金融资产规模	35
二、社会融资规模	35
三、货币化比率	36
四、金融深化程度分析	37
五、融资结构分析	39
第二节 中国经济潜在增长率的估计及变化趋势	41
一、中国总体经济潜在增长率的估计及变化趋势	41
二、中国区域经济潜在增长率的估计及变化趋势	43
第三节 中国金融发展与经济潜在增长率变化的 同步性特征	45
一、中国金融发展的起落与经济增速的快慢调整 保持步调一致	45
二、中国各地区金融发展水平与区域经济潜在 增长率正相关	46
三、中国私人部门杠杆率过高可能会降低经济 潜在增长率	46
第四节 金融发展与经济潜在增长率的互动过程	47
第四章 金融发展影响经济潜在增长率的理论机理	52
第一节 引言	52
第二节 基本模型	54

一、家庭部门	54
二、厂商部门	54
三、金融部门	55
四、技术研发部门	56
五、教育部门	57
第三节 最优均衡结果	58
一、动态最优化分析	58
二、经济增长稳态结果	61
第四节 数值模拟及比较分析	63
一、数值模拟过程	63
二、与其他模型的比较分析	80
第五节 总结性评述	84
第五章 包含金融因素的经济潜在增长率测度模型	86
第一节 引言	86
第二节 包含金融因素的中国经济潜在增长率估计	89
一、模型构建及估计过程	89
二、包含金融因素的中国经济潜在增长率的估计 结果	95
三、模型实时稳定性分析	102
第三节 包含信贷因素的国际经济潜在增长率估计	106
一、估计结果	107
二、实时稳定性分析	110
三、信贷因素对各国产出缺口的影响	113
第四节 结论及政策含义	122

第六章 金融发展提升经济潜在增长率的决定因素	124
第一节 引言	124
第二节 金融发展提升中国经济潜在增长率的决定 因素:省级层面的证据	125
一、包含金融因素的经济潜在增长率在中国省级 层面的估计结果	125
二、变量选取及模型构建	131
三、实证结果分析	132
第三节 稳健性分析:跨国层面的证据	136
第四节 总结性评述	139
第七章 金融结构对中国经济潜在增长率的影响	141
第一节 引言	141
第二节 最优金融结构对中国经济潜在增长率的 影响	145
一、模型设定	145
二、变量选取和数据说明	146
三、实证结果分析	148
四、稳健性检验	151
第三节 融资结构对中国经济潜在增长率的影响	154
一、模型设定	155
二、变量选取和数据说明	158
三、实证结果分析	159
四、稳健性检验	163
第四节 结论及政策含义	168

第八章 金融发展提升中国经济潜在增长率的政策研究	170
第一节 完善包含金融稳定目标的宏观经济政策管理框架	170
一、构建平稳健康发展的房地产市场	170
二、将金融稳定目标纳入货币政策框架	172
三、强化财政政策的逆周期调控功能	173
第二节 持续推进金融结构优化,助力金融业服务实体经济	175
一、构建多层次资本市场和长期资本供给机制	175
二、提升银行体系综合经营能力和服务实体经济能力	177
三、保持金融发展与区域产业结构演进的协调性	180
第三节 重视金融发展提升经济潜在增长率的决定因素	183
一、推进现代化制度建设支持金融发展提升经济潜在增长率	184
二、在开放环境下促进金融发展提升经济潜在增长率	184
三、实现金融发展提升经济潜在增长率需要充足的人力资本供给	185
第九章 结论	186
参考文献	190
后 记	206

第一章 绪论

第一节 研究背景

中国经济自改革开放以来经历了 40 多年的快速发展阶段，在 2008 年全球经济危机后增长速度明显放缓。历次金融危机再三证明金融运动不仅影响经济波动幅度还影响经济长期发展趋势。此次危机后中国经济逐渐呈现出新常态。在这个阶段内，中国经济从高速增长转为中速增长，经济增长动力要从要素驱动转为创新驱动，经济结构需要不断优化升级。这就要求研究者们不能只关注经济发展的现状，更要关注经济发展的长期趋势，因此研究点应该聚焦于经济潜在增长率。

新常态下中国经济经过了痛苦的调整期，逐渐实现再平衡，投资率和出口依存度下降，消费成为经济增长的主要支柱。前期金融抑制政策为经济增长带来的高储蓄—投资转化率、人为压低的资金成本、政府的隐形担保逐渐耗尽，金融抑制导致的效率低下弊端逐渐暴露。此次金融危机后中国实体经济低迷，金融业却迎来上升周期，直到 2016 年才有见顶态势，金融周期和经济周期运行轨迹相反。在此期间中国金融业发展脱实向虚，大量闲置资金在金融系统内部空转，导致金融系统风险不断积聚。实体经济投资率不断下降、中小企业资金紧张与资产价格高企、金融业欣欣向荣形成鲜明对比。IMF 依据私人部门贷款占 GDP 比重这一指标认为中国的潜在金融风险已经超过警戒

值。高杠杆的背后是金融资源配置效率的低下。金融可谓经济运行的血液,要切实提高中国经济潜在增长率必然要从金融发展这一角度切入。

金融发展与经济增长历来都是经济学界的研究热点。金融发展和经济增长的相关研究,涉及经济增长理论、金融发展理论和发展经济学这几个领域。经济增长理论和发展经济学都是经济学的分支,而金融发展理论则是发展经济学的重要分支。经济增长理论在起初更关注经济增长速度本身,而发展经济学在起初是专门以发展中国家为研究对象,探寻发展中国家追赶发达经济体的理论。经济增长理论和发展经济学在互相争辩,互相汲取对方营养的发展道路上呈融合态势。经济增长理论也开始不仅仅关注经济增长,更将经济发展纳入研究范畴。发展经济学也不再仅仅以发展中国家为研究对象,而是将研究范畴扩展到所有经济体的发展上来。金融作为经济增长的重要源泉之一,其与经济增长理论有相似的发展轨迹。在金融发展理论正式形成之前,金融发展之于经济增长的研究伴随着资本积累对经济增长作用机制的研究而展开,虽然注意到了金融中介的作用,但是此时并没有单独将金融因素提取出来进行研究。学界对金融的理解从货币和资本逐渐变为金融机构和金融系统,金融的内涵在不断丰富,在经历了基于经济增长理论探讨金融因素的作用的长期沉淀后,逐渐衍生出专门研究金融对经济增长影响的金融发展理论。随着内生增长理论的出现,金融发展理论与经济增长理论逐渐融合,此时出现了将许多增长源泉纳入内生增长理论框架下的研究,金融也不例外。金融作为经济体内生增长动力,通过复杂经济活动影响着经济长期增长路径。

经济潜在增长率是宏观经济运行的重要指标,其变化趋势

一般借助潜在产出或产出缺口来判断。但是传统的经济潜在增长率测度方法在 2008 年危机来临前夕并未给出有效预警。可见传统的经济潜在增长率测算方法在提前预测经济走势上有所欠缺,在金融周期深刻影响经济周期的当下,运用包含金融因素的经济潜在增长率测度模型对中国经济发展趋势进行研究很有必要。在这方面,发达国家的央行、国际货币基金组织 (IMF) 和国际清算银行 (BIS) 比较领先,主要成果是 Borio (2013, 2014), 此后国外央行工作论文可见有运用此模型进行的探索。如 Melolinna 和 Toth (2016) 尝试在英国经济潜在增长率测度模型中纳入金融因素。中国学者在金融经济周期理论的基础上,也进行了一些有益探索。代表性研究有陈昆亭 (2011)、刘元春和杨丹丹 (2016 (30), 2016 (8))、彭文生和张文朗 (2017) 等。国内关于金融因素对经济增长作用的实证研究大都在动态随机一般均衡模型 (DSGE) 框架下进行,刘兰凤和袁申国 (2012)、王国静和田国强 (2014) 都基于 DSGE 模型证明了金融冲击是中国经济波动的来源。但是国内关于将金融因素纳入经济潜在增长率测算模型,增强产出缺口预示金融风险能力的研究还比较匮乏。在金融经济周期特征愈发明显的当下,将金融发展视作影响经济潜在增长率的根本动力来研究不仅是金融发展理论与经济增长理论核心内涵之所在,更是中国经济步入新常态后的根本需要。

第二节 主要研究内容

本书主要研究内容如下:

第一章是绪论部分。本章阐述选题研究背景,探讨了本研究的理论意义和现实意义。概括了研究的主要内容,并介绍了本书的研究思路和方法。最后总结了本书的创新之处和不足。

第二章是文献综述部分。该部分先就经济潜在增长率的内涵和测度方法进行梳理,再根据金融发展影响经济潜在增长率的作用机制归纳了金融发展影响经济潜在增长率的文献。

第三章分析了中国金融发展状况并用 HP 滤波法估计中国总体经济潜在增长率和地区经济潜在增长率。通过对中国金融发展总体状况和经济潜在增长率进行综合分析,发现中国经济周期与金融周期之间、区域金融发展与区域经济潜在增长率之间以及杠杆率和经济增速之间都有着密切联系。

第四章借助数理模型来论证金融发展对经济潜在增长率的作用,为后文的研究奠定了理论基础。该章基于内生增长理论将金融部门纳入经济增长模型,分析金融发展影响经济增长的机理。模型分析显示经济潜在增长率与金融发展水平、金融部门劳动力生产率、金融部门支持研发部门的生产效率成正相关,且不包含金融发展支持研发渠道的经济体的潜在增长率要低于包含金融发展支持研发渠道的经济体的潜在增长率。

第五章则致力于构建包含金融因素的经济潜在增长率测度模型。该部分基于最新的金融周期理论成果,将金融因素纳入经济潜在增长率测度模型,得到了统计意义显著的产出缺口结果,较普通 HP 滤波下的产出缺口而言更有现实指导意义。该章不仅以中国为样本分析该模型的效果,也将该模型应用于美、英、日、巴西和印度的跨国样本数据进行国际对比研究。

第六章根据第五章的模型估算包含金融因素的经济潜在增长率来研究包含金融因素的经济潜在增长率的实证研究价值并探寻促进金融发展提升经济潜在增长率的决定因素。以往研究常将金融发展与经济增长放在等号的两端,借助包含金融因素经济潜在增长率则可以直接研究金融发展提升经济潜在增长率的先决条件。该章分别用包含和不包含金融因素的经济潜在增

长率做被解释变量构建面板回归模型,并基于中国省级层面数据和跨国样本数据分别进行比较分析。首先测度中国省级层面和 19 个国家的包含金融因素的经济潜在增长率,然后分别将包含金融因素的经济潜在增长率和不包含金融因素的经济潜在增长率作为被解释变量,选取除金融以外的其他影响因素作为解释变量,对比两个模型的结果来重点观察当纳入金融因素后,模型的整体解释力度以及其他解释变量对经济增长的影响是否会有所不同。研究证实用包含金融因素的经济潜在增长率构建的计量模型解释力更强,并且当通过金融发展提升经济潜在增长率时,其他的非金融关键要素如物质资本、人力资本、技术、制度环境,收入分配公平程度、开放程度也起着重要作用。

第七章从金融结构出发挖掘金融发展与经济潜在增长率之间的深层次链接,关键是一国金融结构要与产业结构相匹配。在明晰了金融结构与经济潜在增长率之间存在非线性关系的基础上,借助面板门槛模型,依据中国市级层面和省级层面数据论证了未来中国优化金融结构的方向是发展资本市场。目前中国实际金融结构是左偏于最优金融结构的,高质量的居民生活水平是发展资本市场的保证,发展资本市场、优化金融结构是提升中国经济潜在增长率的必然要求。

第八章是政策建议,保持金融发展与经济增长步伐协调,依靠高效的金融资源配置机制服务实体经济是实现金融发展提升经济潜在增长率之关键所在。从构建现代化的金融体系、优化金融结构、服务实体经济,重视金融发展提升经济潜在增长率的先决条件以及构建包含金融稳定目标的宏观政策框架这几个角度出发提出了相应政策建议。

第九章是结论,归纳了本书研究所得到的主要结论。

第三节 研究思路与方法

一、研究思路

本书是按照提出问题,以理论基础和实证分析相结合的研究脉络进行著述的。全书围绕以下方面展开:一是金融发展如何影响经济潜在增长率?二是如何捕捉金融波动对经济潜在增长率的影响,即如何将金融因素纳入经济潜在增长率的测度?三是包含金融因素的经济潜在增长率是否有效?四是中国金融结构应该如何调整才能提升经济潜在增长率?针对问题一从数理建模角度论证金融发展确实影响经济潜在增长率,通过梳理清楚金融发展影响经济潜在增长率的机理为全书的研究奠定理论基础。针对问题二尝试将金融因素纳入经济潜在增长率测度的模型,并通过经济潜在增长率的核心指标产出缺口为切入点来分析新模型的有效性。针对问题三则将包含金融因素的经济潜在增长率与不包含金融因素的经济潜在增长率分别做被解释变量构建面板模型来对比分析,寻找金融发展影响经济潜在增长率的决定因素。针对问题四以金融结构为切入点,探寻未来中国金融系统提升经济潜在增长率的发展方向。在回答了这四个问题之后根据前文研究提出相关政策建议。

二、研究方法

文献法和归纳法。第二章采用文献法和归纳分析法对金融发展影响经济潜在增长率的文献进行梳理。

数理模型法。第四章基于动态优化方法建立了包含金融部门的经济增长模型,之后通过数值模拟对模型结果进行比较静

态分析。

定量与定性分析方法相结合。第三章通过统计指标分析法和 HP 滤波法等统计工具计算了中国国家层面和区域层面的经济潜在增长率,并梳理了金融发展与经济潜在增长率的互动过程。

统计分析和计量模型相结合。第五章则在动态 HP 滤波法基础上纳入金融变量,构建了新的多元滤波法器模型,并结合 Matlab 等软件运用状态空间法对模型进行估算,测算金融因素调整的产出缺口。第六章借助面板回归模型验证包含金融因素的经济潜在增长率的实证研究价值和促进金融发展提升经济潜在增长率的决定因素。第七章则借助面板回归模型和面板门槛模型分析了中国市级和省级层面金融结构对经济潜在增长率的影响。

三、本书的创新与不足

(一) 本书的创新之处

第四章构建了包含金融部门的内生经济增长模型,通过数理推导和数值模拟刻画金融发展影响经济潜在增长率的机理,论证了金融部门发展水平的提高与金融支持技术创新是提升经济潜在增长率的重要渠道。

第五章借助包含金融因素的经济潜在增长率测度模型成功捕捉到了中国金融周期波动对产出缺口的影响,无论是中国的数据还是跨国层面的数据都表明新的测度模型较之于传统 HP 滤波器有更强的可信度和更好的实时预测性能。该模型除了纳入信贷规模、房价变动和利率因素之外,还成功纳入了汇率因素和综合金融周期因素。

第六章将包含金融因素的经济潜在增长率作为被解释变量