

金融竞争力、信贷过度扩张与经济增长^①

王伟¹, 杨娇辉^{2*}, 汪玲¹

(1. 中山大学岭南学院, 广州 510295; 2. 中山大学国际金融学院, 珠海 519082)

摘要: 传统的度量金融发展水平的指标未能区分金融发展水平的真实提高与过度金融化。因此, 本文分别使用金融竞争力指标以及信贷过度扩张指标度量该差异, 并且在 116 个经济体 2006 年~2015 年面板数据的基础上, 使用面板分位数模型实证检验金融竞争力、信贷过度扩张对经济增长的不同影响。研究发现: 金融竞争力的提升能够有效的促进经济增长, 且在经济增长速度较低时影响更大; 信贷过度扩张会显著地降低经济增长速度, 但在经济增长速度较高时具有较大影响。该结论在次贷危机后子样本、发展中经济体子样本、不同金融竞争力子指标、不同信贷过度扩张虚拟变量设定以及系统 GMM 估计下均保持成立。因此, 改善中国当前金融竞争力不足与信贷过度扩张共存的问题, 是新时期中国经济增长的重要推动因素。

关键词: 经济增长; 金融竞争力; 信贷过度扩张; 金融发展

中图分类号: F831.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2018)01-0058-14

0 引言

自上世纪六七十年代始, 学者们即开始关注金融因素对实体经济的重要影响^[1-2]。并且, 随着金融发展数据库的完善, 大量研究开始尝试检验金融发展与经济增长之间的关系^[3-7], 并且得出金融发展能够有效促进经济增长的结论。相关研究综述^[8-9]也归纳指出, 金融发展通过生产信息并配置资本、监督企业并促进公司治理、改善风险、累积储蓄、便利交易等几个不同渠道影响经济增长。

此外, 也有大量学者对金融部门与经济增长之间的关系持否定态度。Minsky^[10]是较早系统阐述金融部门对实体经济负面影响的学者, 其提出的“金融不稳定假说”认为快速的经济扩张导致投资者更加偏好风险, 投资者承受的风险水平越来越大, 过度杠杆行为将导致企业债务违约, 并最终引发金融危机。Morck 等^[11]、Morck^[12]则从银行

对贷款企业监管的角度入手, 认为银行为了降低企业的违约概率, 鼓励企业投资于可用作贷款抵押的有形资产而非知识导向的资产, 这将限制企业的扩张机会并对经济增长有负向影响。因此, 银行部门的发展对经济增长有负向影响。

鉴于前人研究中存在的巨大差异, 尤其是次贷危机以及欧洲主权债务危机的经验显示, 金融部门确实对实体经济带来了巨大伤害。因此, 金融部门如何影响经济增长则亟需得到进一步的讨论。其中, Rousseau 等^[13]的研究认为, 金融发展能够促进经济增长的研究基本上是基于 1960 年~1989 年数据得出的实证结论, 并未考虑到自上世纪 90 年代以来金融部门快速扩张的重要影响。如果金融深化并未过度, 金融部门扩张则能够促进经济增长, 但是如果快速扩张的信贷规模导致银行部门弱化以及通货膨胀压力, 将抑制经济增长。并且, 自 20 世纪 90 年代开始, 大量发展中国家也放松了金融抑制, 广泛的金融解放导致金融深化

① 收稿日期: 2016-12-20; 修订日期: 2017-09-07.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71603291; 71703173); 中山大学中央高校基本科研业务费资助项目(16wkpy10).

通讯作者: 杨娇辉(1985—), 女, 湖南新化人, 博士, 讲师. Email: yangjiaoh@mail.sysu.edu.cn

的有效性更低。Cecchetti 等^[14]同样强调金融发展水平达到某一点后将变为经济增长的拖累,但是在发达国家,快速增长的金融部门却对全要素生产率的增长有决定性影响。Arcand 等^[15]进一步提出了“过度金融化”的观点,实证检验金融发展水平门槛效应的存在,并且发现当私人信贷占 GDP 的比重超过 100% 时,金融的负向影响开始显现。Law 等^[16]使用动态面板门槛模型,寻找促进经济增长的“最优”金融发展水平,发现金融发展——经济增长中的门槛效应显著,即达到一定的阈值后,大而快速发展的金融部门反而会导致其它经济部门的高成本,金融部门增长越快,经济整体增长速度就越慢。

在上述实证研究中,基本均使用私人信贷占 GDP 的比重、M2 占 GDP 的比重、股市市值占 GDP 的比重等指标来度量金融发展水平。但是,Levine^[8]指出,在金融发展对经济增长的实证研究中,一个重要的问题是,当前使用的金融发展指标并不能很好的测度金融体系的功能。例如,2014 年,中国的 M2 占 GDP 的比重为 206%,私人信贷占 GDP 的比重为 155%、股市市值占 GDP 的比重为 75%,均处于全球领先水平。但是,中国事实上却是一个金融欠发达的国家,金融市场上存在着严重的融资约束及金融抑制问题^[17]。因此,私人信贷占 GDP 的比重、M2 占 GDP 比重等指标可能代表的是信贷快速扩张导致的实体经济部门高杠杆及资本在金融体系内部空转产生的资产价格泡沫,而非真实的金融发展水平。

因此,大量学者认为上述金融发展水平指标在另一维度上代表的是金融不稳定程度。Kaminsky 等^[18]认为信贷的快速增长增加宏观不稳定性,并导致金融及银行危机的发生;Obstfeld^[19]使用 M2 比 GDP 代表金融不稳定程度,M2 比 GDP 越大,应对风险所需的外汇储备水平就越高。此外,已经有相关研究尝试从其它角度测度金融发展水平。Rajan 等^[5]根据 ISIC 代码识别不同的工业行业,以美国企业获得的融资水平为基准,其它国家与美国之间的差距则为受融资约束影响的程度,差距越小受融资约束限制越小,金融发展水平就越高。Boy 等^[20]则使用债务的边际效用(MUD)衡量金融发展水平,MUD 指标在微观数据下考察

企业外部融资总需求对新债务发行的边际影响,边际影响越小,代表金融发展水平越高。Abiad^[17]构建的金融改革数据库则从信贷管制、利率管制、进入障碍、银行监管、私有化、国际资本流动以及证券市场等角度查看金融抑制现象。在此数据库的基础上,Huang 等^[21]进一步的验证了金融自由化对跨越中等收入陷阱的重要影响。Hasan 等^[22]使用贝叶斯选择模型探讨金融部门对长期经济增长的影响,发现传统的衡量金融发展水平的金融深化指标对长期经济增长并无稳健的影响,反而是金融市场效率指标对长期经济增长至关重要。

国内学者的研究,依然多集中于论证金融发展因素对经济增长的重要推动作用。Zhang 等^[23]使用银行向非国有部门的贷款占 GDP 的比重度量金融深化,检验了 1987 年~2001 年间中国的金融深化和生产率之间的关系,发现两者之间显著正相关。赵勇等^[23]、李科等^[25]、易信等^[26]分别从降低增长方式转变的阈值、公司融资约束变化以及产业结构转型的维度论证了金融发展对经济增长的促进作用。除此之外,也有学者对中国金融市场的特征进行分析。粟芳和初立苹^[27]发现投向银行业的资金整体上存在明显的过度投资。张群等^[28]以货币、证券及外汇三个主要子市场及构成的整体金融市场为研究对象,对金融市场复杂性特征与演化机理建立了模型框架,并应用其分析股票市场中的泡沫现象。

由以上研究可见,国内外学者的相关研究均关注到了信贷量的扩张与真实金融发展水平之间的差异,并尝试从微观企业融资约束以及金融管制等角度弥补上述不足。有鉴于此,本文尝试进一步厘清信贷过度扩张与金融发展水平真实提高的差异。首先,使用全球竞争力报告中金融竞争力指标,重点描述金融市场的效率与信心,并将其理解为金融发展水平的真实提升;其次,借鉴 Law 等^[16]、Cecchetti 等^[14]、Arcand 等^[15]构建信贷过度扩张虚拟变量,度量过度金融化的问题,进而从金融竞争力以及信贷过度扩张两方面理解金融部门对经济增长的影响。第三,使用面板分位数模型的估计方法,分析在不同的经济增长速度下,上述两种金融因素的影响是否具有差异。

1 理论假设

1.1 宏观经济循环流量图中的金融部门

首先 本文借鉴宏观经济的循环流量图的思路(如图1所示). 在一个封闭经济体中,包含家庭、厂商、政府以及金融部门四个行为主体. 其中,金融部门是储蓄与投资之间的中介结构,吸收家庭(S_I)、厂商(S_P)及政府部门(S_G)的储蓄,通过资金的运转流动为经济体分配资源. 金融部门的存在则让生产者可以通过借款的方式获得超过留

存收益的资本(D_P),让消费者可以获得超过收入水平的消费借款(D_I),让政府部门可以通过负债的方式扩大财政支出(D_G),并产生相应的利息流 $r_I^S, r_I^D, r_P^S, r_P^D, r_G^S, r_G^D$.

图1同样显示,资本不但在家庭和金融部门、厂商和金融部门、政府和金融部门之间流动,而且同样可以在金融部门内部循环流动. 即金融部门不仅是储蓄流的传导器,金融机构中银行、证券公司、养老基金、保险公司以及房地产部门同样可能发生借贷活动(S_B, D_B),并且获取或支付资产收益(r_B).

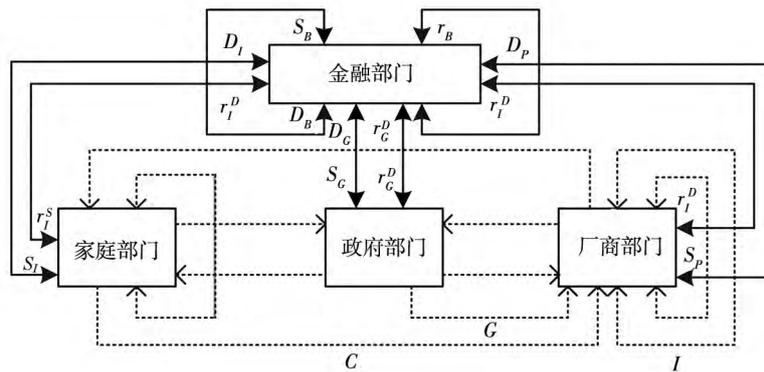


图1 宏观经济循环流量图

Fig. 1 The circular flow diagram of macroeconomics

1.2 金融竞争力

一个有效的金融市场,不但能够有效地将储蓄配置到企业投资中,而且应当具备资产价格泡沫少、信息不对称程度低、风险管理能力强等特点,金融竞争力指标恰是针对上述特征进行设计. 金融竞争力的概念来自于全球竞争力报告,不但考察了金融市场的效率(包括金融产品与服务可提供性、金融产品与服务的可承担性、通过本国股市融资效率、贷款获得难易程度、风险资本的可提供性),而且考察了金融市场的可信赖性与信心(银行稳定性、证券交易监管与法律规则指数),有效地避免了高杠杆及资产价格泡沫导致的金融不稳定性对金融发展指标的扭曲.

首先,金融市场效率的提升不但能够更好的归集居民的储蓄、方便汇兑交易,而且代表金融系统配置资本以及生产信息能力的增加^[8],使社会储蓄流向更具生产力的企业与部门. 此类观点认为,投资者在做出投资决策前评估企业、管理投资

市场的成本非常高,个人储蓄者并不具备搜集、处理及生产信息的能力,在信息不对称的情形下,储蓄者并不愿意做出投资决策. 但是,金融中介的存在不但能够降低信息获得与处理的成本^[29],发现更具生产效率的企业^[30],而且还可以通过识别具有创新精神企业家的方式促进新产品和新流程的形成^[3],进而改善资本的配置,并由此推动经济增长. 综上,当金融市场的效率提升时,不但可以提供更多的金融产品,实体经济部门债务承担能力增强,而且由于信息不对称程度更低,银行贷款、股市融资以及风险投资能够更加有效的配置.

其次,投资者对金融市场的信心取决于银行系统的稳固程度、证券市场的监管以及法律对金融合约的保护. 在富有竞争力的金融市场中,金融市场不但可以在截面维度分散不同部门、行业间的投资风险^[3]; Acemoglu 等^[31],在时间维度跨期平滑风险^[32],而且可以承担更高的流动性风险,为推动经济增长的高收益的投资项目提供长期融

资。此外,由于金融风险在此类市场中可以得到较好的控制,投资者的权益可以得到法律较好的保障,因此,投资者对金融市场有充足的信心,金融机构面对的挤兑风险较小。投资者对金融市场的信心直接决定了金融机构处理风险与“借短贷长”为长期投资融资的能力。

综上,本文认为,金融竞争力的提升能够有效地推动经济增长。在宏观经济流量图中体现为金融部门能够更加有效的为家庭、政府以及企业部门融资,从而家庭部门能够更好的跨期平滑消费,提高效用水平;高生产率的企业能够获得足够的贷款支持企业的创新与发展;政府部门通过外部融资改善基础设施建设,提供私人部门无法提供的公共产品,更好的提供公共产品解决市场失灵问题。由此,由金融竞争力提升推动的金融部门的发展能够有效的促进经济增长。同时,金融竞争力指标还考察了金融市场的可信赖性与信心,如银行系统的稳定程度、证券监管的有效性以及借贷受法律保护的程度,避免了实体经济部门的过度负债以及资本在金融内部空转形成的资产价格泡沫对金融发展指标的扭曲。

据此,本文提出假设1如下:

H1 金融竞争力的提升可以有效地推动经济增长。

1.3 信贷过度扩张

私人信贷占GDP比重、M2占GDP比重等信贷指标度量金融发展水平,是建立在在从家庭、企业及政府部门可以获得多少信贷支持的角度。但是,上述指标却忽略了实体经济过度负债以及金融资产价格泡沫问题。由货币银行理论可知,金融机构的贷款、外汇占款、证券投资等资产扩张行为都可以直接创造货币,而且商业银行资产扩张后不但负债方既有存款不会减少,反而会等额增加,全社会货币供给随之增加。因此,当金融部门不断扩张其资产负债表时,不但家庭、企业以及政府部门的负债率会不断上升(D_c 、 D_p 、 D_g 的不断扩张),而且更为严重的是资本可能在金融部门内部循环流转(S_B),产生巨大的资产价格泡沫,导致严重的金融不稳定。因此,本文需要区分金融竞争力与盲目的信贷扩张之间的巨大差异及其对经济增长

的不同影响。

首先,信贷过度扩张的不利影响可以从金融周期的视角来理解。金融周期指“对资产价值和风险的认知,对待风险的态度和融资约束之间自我加强的交互作用”,反映各金融变量(如银行信贷、股市、房地产)在不同阶段周期性变动的特征^[33-35]。Mendoza和Terrones^[36,37]指出,银行危机、货币危机以及国际资本流动的突然停止多在信贷高涨(credit boom)之后发生,并且此现象在新兴市场国家尤为强烈。Claessens等^[33,34]通过分析金融周期与经济周期的交互影响,发现以房地产以及股市价格崩溃为典型特征的金融系统的崩溃所导致的衰退比其它衰退严重得多,而房地产以及股市价格泡沫的形成又与信贷过度扩张密切相关。陈雨露等^[38]则直接指出了金融周期的不同阶段与经济增长速度之间的关系——在金融高涨期和衰退期,经济增长率较低,同时容易爆发金融危机。而信贷过度扩张必然处于金融周期的过热阶段,由此不利于经济增长。

第二,信贷过度扩张同时反映的是公共部门以及私人部门的高债务水平,因此与债务危机的爆发密切相关。Reinhart和Rogoff^[39]通过总结800年的金融危机史,发现无论是银行危机、货币危机还是主权债务危机的爆发,均与本国的债务状况密切相关,债务尤其是公共债务越高,金融危机爆发的可能性就越大。当系统性金融危机爆发,金融体系坍塌,本国的经济增长也将陷于长期的低迷之中。从近期拉美债务危机、东亚金融危机、美国次贷危机以及欧洲主权债务危机的经验来看,无论是私人部门还是政府部门的高债务水平,均是导致危机爆发的重要预警信号。

第三,信贷过度扩张可能导致实体经济空心化。在金融周期中,信贷过度扩张催生资产价格泡沫,因此,金融资产的投资收益率也随之上涨,大且快速扩张的金融部门侵蚀实体经济部门的利润,成为拖累整个经济体健康增长的负担^[14,40]:首先,金融部门的高利润必然以实体经济的高融资成本为代价,在信贷过度扩张的金融周期过热期,高融资成本提高了实体企业的经营成本;其次,随着股票市场、房地产市场价格的不断上涨,

实体经济中的企业为追求较高的投资收益率,企业具有将资本投入金融市场的动因,即实体经济中的资本不断流向金融机构。

信贷过度扩张在宏观经济流量图中体现如下:金融部门为实体经济部门提供的融资 D_p 、 D_f 、 D_c 并未用于支持实体经济,而是以 S_p 、 S_f 、 S_c 的形式快速回流金融部门,以从股市、房地产市场获得高额的资本利得,并且资本同样会在股市、房地产市场以及银行之间以 S_B 和 D_B 的形式空转,如此往复循环,此类信贷的过度扩张不但不会扩大家庭部门的消费、企业部门的投资,反而会拉高实际经济部门的负债率,催生严重的资产价格泡沫,抑制实体经济的增长。

因此,本文提出假设 2:

H2 信贷过度扩张对经济增长有负面影响。

2 经验研究

2.1 计量模型设定与变量选择

根据 Barro 和 Sala-I-Martin^[41]、Acemoglu^[42] 等,本文设定基准计量模型如式(1)所示

$$growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \text{finc}_{it} + \beta_3 \text{credit}_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 $growth_{it}$ 为被解释变量,使用实际人均 GDP 的增长率来衡量。 finc_{it} 为金融竞争力指标。金融竞争力指标不但考察了金融市场的效率(包括金融产品与服务的可提供性、金融产品与服务的可承担性、通过本国股市融资、贷款获得难易程度、风险资本的可提供性),而且考察了金融市场的可信赖性与信心(银行稳定性、证券交易监管与法律规则指数),有效地避免了高杠杆及资产价格泡沫导致的金融不稳定性对金融发展指标的扭曲。 credit_{it} 代表信贷的过度扩张。借鉴 Arcand 等^[15]、Law 和 Singh^[16] 的研究结论,本文设定私人信贷占 GDP 的比重超过 100% 的为信贷过度扩张,即当私人信贷占 GDP 的比重超过该拐点时,金融部门的继续扩张对经济增长的影响转而

为负^②。

X_{it} 为其它控制变量。 $lgdpp$ 代表初始实际人均 GDP,即实际人均 GDP 的滞后 1 期,用于控制初始条件; inv 代表投资水平,使用固定资本形成占 GDP 的比例来衡量;变量 $open$ 代表开放度变量,使用进口加出口占 GDP 的比例来衡量; pop_g 为人口增长率,控制人口因素的影响; pr 代表政治权力集中程度,使用 Freedom House 的政权集中度指标来衡量,该指标从 1 到 7 进行专家打分,得分越高说明该国权力越集中,即制度质量越差; edu 代表高等教育水平,控制人力资本的影响,使用居民平均受高等教育的年数来衡量,数据来自于 Barro 和 Lee^[43] 构建的教育数据库。

2.2 数据描述

自 2005 年开始,世界经济论坛(World Economic Forum)开始公开披露全球竞争力报告的数据,因此,本文选择 116 个国家和地区 2006 年~2015 年的面板数据进行分析。在截面维度,数据样本涵盖了全球主要发达国家与新兴市场国家;时间维度上则包含了次贷危机以及欧洲主权债务危机,为分析此次全球性金融危机下金融因素对经济增长的影响提供了全面的数据支持。

样本数据的描述性统计如表 1 所示。经济增长变量的均值为 2.304%,虽然绝大部分样本处于次贷危机发生之后,但是全球经济依然是普遍处于增长状态;经济增长速度的标准差高达 3.697,其中既包括大量经济增长速度超过 10% 的高速增长样本,也包括经济衰退高达 17.34% 的样本,各国经济增长存在非常大的差异。信贷过度扩张变量的均值为 0.201,根据虚拟变量的设定,约有 20.1% 的样本处于信贷扩张对经济增长的负向影响的下行区间中。金融竞争力变量突然呈现出巨大的差异,竞争力最强的是英国、新加坡、新西兰、卢森堡等国家,而非洲国家的金融竞争力普遍较弱。此外解释变量之间的相关系数均未超过 0.7,多元共线性问题对模型估计的影响并不大。

② 由于银行信贷指标与初始经济发展水平、金融竞争力指标相关系数较高,在面板分位数模型的估计中将会导致矩阵不收敛无法估计出回归结果的问题,因此,与寻找信贷扩张对经济增长影响拐点的研究不同,本文在此通过构造虚拟变量的方式描述信贷过度扩张。

表 1 描述性统计

Table 1 Summary of description of variables

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	数据来源
<i>growth</i>	1 082	2.304	3.697	-17.34	15.65	世界发展指标(WDI)
<i>lgdpp</i>	1 079	8.715	1.524	5.323	11.61	WDI
<i>inv</i>	1 014	3.117	0.253	2.192	3.919	WDI
<i>open</i>	1 049	4.386	0.494	3.096	6.086	WDI
<i>pop_g</i>	1 081	1.484	1.749	-2.258	17.62	WDI
<i>pr</i>	1 083	3.057	2.000	1	7	Freedom House
<i>edu</i>	1 083	0.441	0.358	0	1.680	Barro 和 Lee ^[43]
<i>credit</i>	1 083	0.201	0.401	0	1	WDI
<i>finc</i>	1 037	4.210	0.753	2.223	6.400	全球竞争力报告

2.3 估计方法选择

如描述性统计部分所示,样本国家经济增长存在着巨大的差异,且被解释变量无论是偏度、峰度还是联合检验均呈现出强烈的非正态分布特征,因此,样本数据结构尤其适合使用分位数模型进行估计。并且,大量学者(Demirgüç-Kunt 等^[44],周业安和章泉^[45],张平等^[46])同样使用分位数回归模型研究经济增长问题。分位数回归模型最早由 Koenker 等^[47]提出,用于分析不同分位点解释变量对被解释变量的不同边际效应,其基本模型如下

$$Y_{it} = X_{it}\beta_{\tau} + \alpha_i + \mu_{it} \quad (2)$$

Y_{it} 为被解释变量, X_{it} 为解释变量, β_{τ} 为 τ 分位点上的待估计参数, α_i 为截面虚拟变量, μ_{it} 为随机误差项, X_{it} 与 μ_{it} 不相关,分位数回归参数估计的损失函数采用加权绝对离差最小的形式

$$\operatorname{argmin}\left\{\sum_{Y_{it} \geq X_{it}\beta_{\tau}} \tau |Y_{it} - X_{it}\beta_{\tau}| + \sum_{Y_{it} < X_{it}\beta_{\tau}} (1 - \tau) |Y_{it} - X_{it}\beta_{\tau}|\right\} \quad (3)$$

方程(3)的解为 β_{τ} 的估计值,由分位数回归的损失函数形式可知,与普通最小二乘法相比,分位数回归模型约束条件更少,对异常值更具包容度,估计更具稳健性,而且分位数回归特别适合具有异方差性的模型。

随着面板数据模型的发展, Koenker^[48] 将该回归方法扩展到带有固定效应的分位数回归,并且给出了详细的面板数据固定效应模型的估计方法,即采用固定效应作为惩罚项的分位检验函数最小化方法。然而,由于大量个体固定效应的引入

会导致其它协变量估计的波动性暴涨,为修正个体效应导致的暴涨效应, Koenker^[48] 在分位数回归参数估计的损失函数中引入惩罚项 $\lambda \sum_{i=1}^n |\alpha_i|$ 如式(4)所示。

$$\min_{(\alpha, \beta)} \sum_{k=1}^q \sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^{m_i} \omega_k \rho_{\tau_k}(y_{ij} - \alpha_i - x_{ij}^T \beta(\tau_k)) + \lambda \sum_{i=1}^n |\alpha_i| \quad (4)$$

其中 $\rho_{\tau}(u) = u(\tau - I(u < 0))$ 为线性分位点损失函数的具体形式, ω_k 控制在估计参数 α_i 时分位点 q 的相对影响力 $\{\tau_1, \dots, \tau_q\}$ 。

鉴于本文数据样本为面板数据,因此需要使用 Koenker^[48] 提出的面板分位数模型来估计。

2.4 实证结果分析

根据式(1),使用面板分位数模型得到本文的基准回归结果如表 2 所示,其中列(1)~列(5)为 10%~90% 分位点的回归结果,分别代表低、中低、中、中高及高速的经济增长。实证结果显示:在 10%~90% 分位点下,除 10% 分位点外,信贷过度扩张变量均显著为负,即当私人信贷占 GDP 的比重超过 100% 时,其经济增长速度反而降低,验证了假设 2;金融竞争力变量的回归系数均显著为正,表明金融体系的竞争力越强,经济增长速度越快,验证了假设 1。不同分位点的回归结果则显示,随着分位点的提高,信贷过度扩张变量 (*credit*) 的回归系数呈增大趋势,而金融竞争力变量 (*finc*) 的回归系数和显著程度却呈下降趋势。即信贷的过度扩张多发生于经济过热时期,并由此导致金融不稳定、金融部门从实体经济部门

“吸血”等诸多弊端,最终导致经济由高速增长状态急速滑落,因此,对高分位点的影响更大。而金融竞争力变量则恰恰相反,金融竞争力的缺乏导致实体经济难以获得外部融资,居民对金融市场的信心较差,因此导致经济长期低速增长,故对低分位点的影响更大。

对于其余控制变量,代表投资水平的变量(*inv*)以及代表贸易开放度的变量(*open*) 在五个分位点上均在1%的置信水平下显著为正,并且在最高分位点的回归系数最大,说明经济的高速增长与较高的投资水平以及贸易开放水平密不可分。人口增长率变量(*pop_g*) 在五个分位点均显

著为负,即人口增长速度越快,人均GDP的增长速度越慢。制度质量变量(*pr*) 在25%~75%三个分位点显著为负,表明制度质量较好的国家具有更快的经济增长速度。高等教育水平变量(*edu*) 在25%~90%分位点均在5%水平下显著为正,居民接受高等教育的年份越多,经济增长的速度越快。除分位数回归外,本文同时列出面板固定效应的回归结果如列(6)所示,同样显示金融竞争力变量显著为正,即金融竞争力的提升可以有效推动经济增长,而信贷的过度扩张变量为负但不显著,即信贷过度扩张并未促进经济增长。

表2 基准回归

Table 2 Benchmark regression

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	10%	25%	50%	75%	90%	FE
<i>lgdpp</i>	-2.359*** (-8.116)	-2.036*** (-9.046)	-1.986*** (-10.211)	-1.769*** (-8.313)	-1.554*** (-5.934)	-7.896*** (-4.589)
<i>inv</i>	3.608*** (2.853)	3.327*** (3.467)	3.409*** (3.718)	3.491*** (3.751)	4.472*** (4.537)	3.374*** (4.417)
<i>open</i>	1.471*** (2.872)	1.594*** (3.710)	1.478*** (4.588)	1.688*** (4.748)	1.926*** (4.571)	1.684* (1.782)
<i>pop_g</i>	-1.141*** (-4.389)	-0.961*** (-9.185)	-0.958*** (-10.628)	-1.072*** (-8.931)	-1.194*** (-6.781)	-0.926*** (-6.426)
<i>pr</i>	-0.282 (-1.641)	-0.322** (-2.319)	-0.324*** (-2.746)	-0.291** (-2.242)	-0.129 (-0.954)	-0.158 (-0.667)
<i>edu</i>	1.357 (1.095)	1.379** (2.148)	1.950*** (3.110)	1.985*** (3.196)	1.648** (2.502)	-0.165 (-0.193)
<i>credit</i>	-1.127 (-1.457)	-1.401** (-2.570)	-1.230*** (-2.749)	-1.553*** (-3.450)	-1.924*** (-3.954)	-0.768 (-1.416)
<i>finc</i>	1.654*** (3.571)	1.481*** (4.455)	1.249*** (4.982)	0.962*** (3.197)	0.750** (2.030)	1.182*** (3.688)
常数项	-2.473 (-0.519)	-2.713 (-0.763)	-0.890 (-0.268)	-1.370 (-0.400)	-5.127 (-1.389)	51.358*** (3.265)
观测值	874	874	874	874	874	874
R^2						0.388

注：“***”、“**”、“*”分别代表在1%、5%及10%水平下显著,括号内数字为*t*统计量,下表同。

3 稳健性检验

上文的回归结果显示,信贷过度扩张变量显著为负,金融竞争力变量显著为正,初步证实了假

设1与假设2的结论成立。在本小节中,本文将进行大量的稳健性检验,以进一步的论证上述观点成立。

在稳健性检验1中,本文截取不同的子样本。首先,由于小型离岸金融中心的金融指标具有较

大的特殊性,并且在大量研究中被认为是异常值,因此,本文剔除小型离岸金融中心样本。其次,由于中国尚处于中等收入阶段,依然是一个典型的发展中经济体,本文需要重点关注信贷过度扩张及金融竞争力对发展中经济体的影响。为此,本文同样使用面板分位数模型分别对剔除离岸金融中心子样本以及发展中经济体子样本进行分析,回归结果如表 3 所示:在剔除离岸金融中心子样本中,信贷过度扩张变量在 25% ~

90% 分位点均在 5% 水平下显著为负,金融竞争力变量在 25% ~ 75% 分位点显著为负,与上文结论保持一致;在发展中经济体的子样本中,信贷扩张同样在高分位点具有较为显著的影响,金融竞争力变量的影响则在低分位点影响更为显著,并且回归系数与显著程度均呈现出与表 2 相同的变化趋势。由此可见,在次贷危机后以及发展中经济体的子样本的回归中,假设 1 与假设 2 同样成立。

表 3 稳健性检验 1: 子样本检验

Table 3 The first robust test: Sub-sample test

	剔除离岸金融中心子样本					发展中经济体子样本				
	10%	25%	50%	75%	90%	10%	25%	50%	75%	90%
<i>lgdpp</i>	-2.37*** (-6.55)	-2.15*** (-8.46)	-2.04*** (-10.15)	-1.82*** (-8.56)	-1.69*** (-6.45)	-2.26*** (-5.84)	-2.04*** (-6.20)	-1.83*** (-6.14)	-1.57*** (-4.70)	-1.33*** (-4.09)
<i>inv</i>	3.95*** (2.78)	3.68*** (3.19)	3.86*** (3.96)	3.82*** (3.86)	4.39*** (3.72)	3.20** (2.42)	2.87*** (2.68)	3.40*** (3.43)	3.27*** (3.48)	3.93*** (3.38)
<i>open</i>	1.28** (2.02)	1.38*** (2.77)	1.30*** (3.22)	1.26*** (3.16)	1.42*** (3.03)	1.49** (2.20)	1.83*** (3.35)	1.40** (2.53)	1.42** (2.37)	2.06*** (3.16)
<i>pop_g</i>	-0.87** (-2.24)	-0.82*** (-4.42)	-0.78*** (-4.07)	-0.96*** (-5.01)	-1.25*** (-6.38)	-1.34*** (-4.74)	-0.98*** (-8.16)	-0.95*** (-9.42)	-0.98*** (-7.27)	-1.15*** (-6.41)
<i>pr</i>	-0.29 (-1.57)	-0.33** (-2.12)	-0.36*** (-2.89)	-0.32** (-2.45)	-0.14 (-0.95)	-0.23 (-1.17)	-0.30** (-2.04)	-0.30** (-2.22)	-0.27** (-1.94)	-0.15 (-1.09)
<i>edu</i>	1.94 (1.49)	1.99*** (2.87)	2.32*** (3.51)	2.44*** (4.01)	1.86*** (3.02)	-0.73 (-0.49)	0.65 (0.81)	1.26 (1.57)	1.93** (2.14)	1.15 (1.30)
<i>credit</i>	-1.06 (-1.28)	-1.10** (-1.99)	-0.94** (-2.02)	-1.31*** (-3.48)	-1.34*** (-3.04)	-0.61 (-0.52)	-0.87 (-1.05)	-1.02 (-1.61)	-1.32** (-2.02)	-1.51*** (-2.80)
<i>finc</i>	1.72*** (3.72)	1.48*** (4.49)	1.17*** (4.79)	0.82*** (2.84)	0.53 (1.51)	1.511*** (2.61)	1.388*** (2.87)	1.249*** (3.20)	0.943** (2.09)	0.679 (1.35)
常数项	-3.62 (-0.56)	-2.47 (-0.54)	-1.13 (-0.28)	0.04 (0.01)	-0.86 (-0.20)	-0.89 (-0.18)	-1.76 (-0.47)	-1.68 (-0.47)	-1.20 (-0.34)	-5.33 (-1.40)

第二个稳健性检验则重点针对假设 1。由于金融竞争力总指标由八个维度的子指标加权计算得出,但是各子指标代表的含义却存在很大差异:可提供性指标回答“在这个国家,金融部门为企业经营提供金融产品与服务的宽度如何”;可承担性指标回答“在这个国家,金融产品和服务是企业经营可承担的吗”;股市融资指标回答“企业经营发行股票的难易程度如何”;贷款可得指标回答“在仅有好的商业计划但无抵押的情况下获得银行贷款的难易程度”;风险资本指标回答“具有创新性的企业家经营高风险项目获得风险投资

的难易程度”;银行稳固指标回答“你认为银行的稳定性如何”;证券监管指标回答“证券交易监管的有效性如何”;法律规则指标回答“借款人与贷款人受法律保护的程度”。得分越高,代表金融竞争力越强。其中,前五个指标针对金融市场的效率,后三个指标则回答对对金融市场是否具有信心的问题。

因此,本文在此分别对八个子指标进行回归,结果见表 4 列(1) ~ 列(5) 依次代表 10%、25%、50%、75%、90% 分位点的回归结果。在 8 个维度的子指标中,虽然风险资本变量(*venture*) 的回归

结果仅在 25% 与 50% 分位点显著为正, 法律规则变量(*legal*) 在 50% 及 75% 分位点显著为负, 但是可承担性(*affordability*)、可提供性(*availability*)、贷款可得(*loan*)、股市融资(*equity*)、证券监管(*regulation*)、银行稳固(*bank*) 共六个子指标的

回归系数基本均显著为正, 且回归系数与显著程度随分位点的提升呈下降趋势, 与表 3、表 4 的回归结果保持一致. 因此, 金融竞争力子指标的回归结果同样显示了本文结论具有良好的稳健性.

表 4 稳健性检验 2: 金融竞争力子指标回归

Table 4 The second robust test: Different sub indicators of financial competitiveness

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	10%	25%	50%	75%	90%
<i>affordability</i> (可承担性)	1.439*** (4.038)	1.016*** (3.841)	0.910*** (3.574)	0.792** (2.392)	0.624* (1.665)
<i>availability</i> (可提供性)	1.563*** (3.864)	1.069*** (3.732)	0.892*** (3.178)	0.686** (2.020)	0.636* (1.789)
<i>loan</i> (贷款可得)	0.982*** (2.612)	0.962*** (4.239)	0.869*** (4.857)	0.719*** (3.908)	0.588** (2.301)
<i>equity</i> (股市融资)	1.465*** (5.360)	1.244*** (7.008)	1.087*** (7.785)	1.042*** (6.333)	0.947*** (4.686)
<i>venture</i> (风险资本)	0.236 (1.473)	0.272** (2.412)	0.178*** (2.587)	0.094 (1.214)	-0.046 (-0.503)
<i>legal</i> (法律规则)	-0.104 (-0.723)	-0.079 (-1.197)	-0.113** (-2.403)	-0.177*** (-3.072)	-0.134 (-1.409)
<i>regulation</i> (证券监管)	0.981** (2.529)	0.550*** (2.744)	0.470*** (2.766)	0.412** (2.401)	0.390 (1.556)
<i>bank</i> (银行稳固)	0.997*** (3.315)	0.638*** (3.190)	0.581*** (4.328)	0.544*** (4.348)	0.495** (2.546)

第三个稳健型检验则重点讨论假设 2, 论证信贷过度扩张指标的设计对回归结果的影响. 由于当前缺乏衡量信贷过度扩张的相关指标, 并且本文为避免多重共线性的影响, 并未直接将相关信贷指标纳入回归方程, 而是借鉴 Law 等^[16]、Arcand^[15] 的相关研究, 将过度金融化的拐点设定为信贷过度扩张的临界值. 但是, 该临界值的设定也存在着如下问题: 首先, 在上述设定中, 主要针对私人信贷占 GDP 的指标, 然而政府过度负债同样是导致金融不稳定的重要因素; 其次, 时间不同、经济体选择不同, 信贷过度扩张临界值可能也存在一定的差异, 因此, 过度金融化拐点的设定需要经过更多的敏感性测试.

因此, 在此稳健型检验中, 本文分别设定私人信贷占 GDP 的比重(*dcp*) 超过 85% (*dcp* 指标的 75% 分位点附近) 及 135% (*dcp* 指标的 90% 分位

点附近) 为信贷过度扩张, 并构建信贷过度扩张虚拟变量 *credit1* 与 *credit2*. 此外, 本文同样以金融部门对外贷款占 GDP 的比重指标(*dcf*) 为基础定义信贷过度扩张, 分别设定金融部门对外贷款占 GDP 的比重超过 115% (*dcf* 指标的 75% 分位点附近) 及 175% (接近 *dcf* 指标的 90% 分位点) 为信贷过度扩张, 构建信贷过度扩张虚拟变量 *credit3* 与 *credit4*. 由回归结果表 5 可见, 无论是由私人信贷占 GDP 的比重还是由金融部门对外贷款占 GDP 的比重构建的信贷过度指标, 其回归系数基本均在 10% 水平下显著为负, 进一步的验证了假设 2 的成立. 并且, *credit2* 与 *credit3* 的回归系数与 *t* 统计量的绝对值呈递增趋势, 对高分位点的影响高于对低分位点的影响, 与前文的分析保持一致. 而 *credit1* 与 *credit4* 的回归系数并未呈单调变换的趋势, 但是其 *t* 统计量的绝对值却基本是单调递增的.

表 5 稳健性检验 3: 不同信贷过度扩张指标

Table 5 The third robust test: Different excessive credit indicators

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	10%	25%	50%	75%	90%
<i>credit1</i>	-1.601*	-1.227*	-0.970**	-1.371**	-1.511***
(<i>dcp_75%</i>)	(-1.810)	(-1.852)	(-2.054)	(-2.556)	(-2.596)
<i>credit2</i>	-1.175	-1.493***	-1.461***	-1.590***	-2.029***
(<i>dcp_90%</i>)	(-1.417)	(-3.192)	(-3.933)	(-4.308)	(-3.745)
<i>credit3</i>	-1.566*	-1.731***	-1.541***	-2.069***	-2.382***
(<i>dcf_75%</i>)	(-1.902)	(-2.694)	(-3.019)	(-4.241)	(-4.288)
<i>credit4</i>	-1.655**	-1.642***	-1.230***	-1.560***	-1.643***
(<i>dcf_90%</i>)	(-2.017)	(-3.006)	(-3.490)	(-4.255)	(-3.322)

由于金融变量与经济增长变量之间可能存在反向因果关系,即信贷过度扩张与金融竞争力不但是影响经济增长速度的原因,而且可能是经济增长的结果。因此,在第四个稳健型检验中,本文借鉴 Huang 等^[22]的研究思路,使用动态 GMM 的方法进行回归分析,进而尝试解决由潜在的内生性所带来的估计结果偏误问题。这里,本文设定信贷过度扩张、金融竞争力、制度质量变量为内生变量,其余变量为外生变量,工具变量为内生变量及其差分的滞后期,使用系统 GMM 的方法进行估计。系统 GMM 估计可分为一步和两步估计,在有限样本条件下,两步估计产生的标准误会严重向下偏误,需要对其进行 Windmeijer 纠偏处理,但比一步法更为有效,因此,本文选择进行 Windmeijer 纠偏处理的两步估计法。并且,根据序列相关检验,本文在回归方程(1)中加入被解释变量的滞后一期与滞后二期,模型设定如式(5)所示,其中 γ_1 、 γ_2 分别为被解释变量滞后一期与滞后两期的回归系数。

$$growth_{it} = \beta_0 + \gamma_1 growth_{it-1} + \gamma_2 growth_{it-2} + \beta_1 X_{it} + \beta_2 inc_{it} + \beta_3 credit_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

回归结果如表 6 所示,其中列(1)为金融竞争力总指标的回归结果,列(2)~列(9)分别为基于八个维度的子指标的回归结果。AR(2) 检验的 p 值大于 0.05,表明模型不存在二阶序列相关的问题; Hansen 检验的 p 值大于 0.05,说明不存在过度识别问题,证实了计量模型设定的合理性。在列(1)~列(9)中,信贷过度扩张变量的其中四列

在 10% 水平下显著为负,其余五列的回归系数也均为负;在九个金融竞争力变量中,除风险资本与法律规则指标外,加总指标及其它六个维度的子指标均在 10% 水平下显著为正。上述实证结果表明,在考虑内生性的情形下,假设 1 与假设 2 依然成立。

4 结束语

由于“过度金融化”的存在,以及度量金融发展水平的传统指标存在着一定的缺陷,本文将传统的金融发展指标区分为金融竞争力以及信贷过度扩张两个维度,在 116 个经济体 2006 年~2015 年的跨国面板数据的基础上,使用面板分位数模型实证检验金融竞争力、信贷过度扩张对经济增长的不同影响,研究发现:

(1) 金融竞争力的提升能够促进经济增长且在低分位点的影响更大,而信贷的过度扩张对经济增长则有显著的负向影响且在高分位点的影响较大。即缺乏金融竞争力是导致经济增长速度较慢的重要因素,信贷过度扩张则是导致经济由高速增长大幅滑落的重要因素。

(2) 在稳健性检验中,本文进一步区分出 2009 年~2015 年子样本与发展中经济体子样本,讨论八个维度的金融竞争力子指标,设定不同信贷过度扩张虚拟变量以及使用动态 GMM 的方法缓解内生性问题,均得出金融竞争力的提升可以有效促进经济增长而信贷过度扩张不利于经济增长的结论。

表6 稳健性检验4:内生性问题

Table 6 The fourth robust test: Dealing with the endogeneity problem

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	加总 指标	可承 担性	可提 供性	贷款 可得	股市 融资	风险 资本	法律 规则	证券 监管	银行 稳固
<i>L. growth</i>	0.267*** (3.91)	0.087 (1.57)	0.103** (2.04)	0.258*** (4.22)	0.269*** (3.77)	0.294*** (5.38)	0.281*** (5.15)	0.222*** (3.38)	0.230*** (3.21)
<i>L2. growth</i>	-0.074 (-1.65)	-0.143*** (-3.43)	-0.140*** (-3.75)	-0.069 (-1.62)	-0.063 (-1.40)	-0.086* (-1.80)	-0.067 (-1.65)	-0.070 (-1.50)	-0.082* (-1.78)
<i>lgdpp</i>	-0.608 (-1.08)	-1.721*** (-2.67)	-1.666** (-2.14)	-0.612 (-1.35)	-0.277 (-0.53)	-0.576 (-1.47)	-0.563 (-1.36)	-1.069** (-2.11)	-0.494 (-0.94)
<i>inv</i>	1.819** (2.38)	2.849*** (3.34)	3.502*** (3.41)	1.973*** (2.75)	1.663** (1.99)	2.285*** (2.90)	2.687*** (3.72)	2.434*** (3.09)	1.630* (1.88)
<i>open</i>	-0.205 (-0.49)	-0.645 (-1.09)	-0.049 (-0.08)	-0.075 (-0.21)	0.311 (0.67)	0.027 (0.07)	0.200 (0.58)	0.347 (0.86)	0.067 (0.15)
<i>pop_g</i>	-0.977*** (-4.66)	-1.407*** (-4.46)	-1.289*** (-3.51)	-0.832*** (-4.35)	-0.992*** (-3.98)	-0.647** (-2.62)	-0.537** (-2.43)	-0.802*** (-3.27)	-1.094*** (-4.85)
<i>pr</i>	0.735 (1.60)	0.574 (1.28)	0.447 (1.23)	0.395 (0.89)	0.752 (1.44)	0.156 (0.30)	0.051 (0.10)	0.123 (0.27)	0.806* (1.72)
<i>edu</i>	0.628 (0.64)	0.527 (0.39)	0.689 (0.46)	0.480 (0.51)	0.403 (0.39)	0.128 (0.15)	0.625 (0.76)	0.935 (0.98)	1.357 (1.26)
<i>credit</i>	-2.299* (-1.91)	-1.773 (-1.01)	-2.519 (-1.38)	-1.559 (-1.27)	-2.963** (-2.02)	-1.222 (-1.20)	-1.376 (-1.14)	-1.989* (-1.81)	-3.172** (-2.45)
<i>finc</i>	1.569** (2.16)	3.958*** (3.54)	3.098** (2.39)	0.792** (2.34)	0.921* (1.87)	0.189 (1.61)	-0.102 (-0.77)	1.186** (2.05)	1.446*** (3.57)
<i>_cons</i>	-2.760 (-0.74)	-5.385 (-1.18)	-7.761* (-1.87)	1.293 (0.33)	-3.855 (-0.89)	1.197 (0.44)	-1.356 (-0.36)	-0.887 (-0.23)	-5.522 (-1.33)
<i>N</i>	974	565	565	974	974	915	959	873	974
<i>AR(1)</i>	[0.000]	[0.004]	[0.003]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
<i>AR(2)</i>	[0.271]	[0.698]	[0.461]	[0.214]	[0.226]	[0.458]	[0.332]	[0.203]	[0.292]
<i>Hansen</i>	[0.290]	[0.417]	[0.127]	[0.311]	[0.237]	[0.088]	[0.303]	[0.165]	[0.122]

注:中括号内数据为 p 统计量。

而相关金融指标显示,中国当前确实存在着金融竞争力不足与信贷过度扩张共存的问题。首先,2015年中国的金融竞争力指数为4.07,全球排名处于第53位,虽然相较2006年有所提升,但依然处于中等偏下的位置。但是,中国的信贷指标却均处于全球前列,2015年,中国金融部门信贷占GDP比重以及私人信贷占GDP比重分别高达197%与155%,均超过了样本的90%分位点,且自2008年起即呈递增趋势,即使排除显著的异常值利比亚之后,两个指标均位居全球第6位,仅次于塞浦路斯、中国香港、美国、瑞士及丹麦(其中三个均为小型离岸金融中心)。虽然,中国的高储

蓄率是高信贷规模形成的重要原因,但是,上述指标依然显示了中国金融体系潜在的巨大风险。即使在如此高的信贷规模下,大量企业尤其是民营企业依然存在着严重的融资约束问题,这反映了信贷资本大量流向了国有企业以及政府部门,以及在金融体系内部空转。其中,信贷资本在金融体系内部的空转对实体经济及金融稳定的伤害最大,大量流向房地产部门的信贷资本不但拉动我国大中城市房价不断上涨进而催生资本价格泡沫,而且导致资本从实体企业抽离,转而投向具有更高投资收益率的房地产部门。因此,中国的金融部门存在着严重的信贷过度扩张问题。

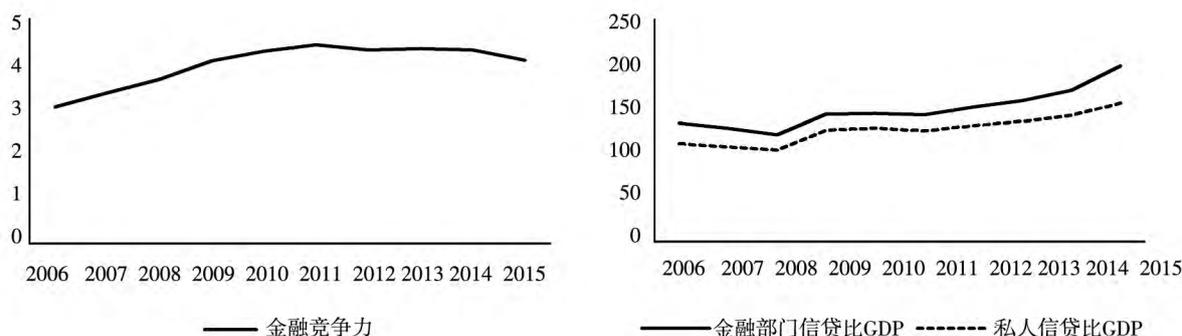


图2 中国的金融竞争力与信贷扩张

Fig. 2 The financial competitiveness and credit expansion of China

在当前中国金融竞争力不足与信贷过度扩张并存的现状下,本文的研究结论具有以下意义:首先,随着中国经济增长速度的逐渐放缓,由高速增长转变为中高速增长,高投资、高开放度以及人口红利对经济增长的推动作用开始减弱,提升金融竞争力的重要性开始显现;其次,在中速及中高速增长阶段,信贷过度扩张的负向影响同样非常显著,即资产价格泡沫在经济

增长速度较高时形成,但是随着泡沫的破灭,经济增长的速度也会滑落甚至陷入长期低迷之中,而中国当前正存在着较为严重的信贷过度扩张问题.因此,能否提升中国金融体系的资本配置效率及投资者对金融市场的信心,从而改善当前存在的金融竞争力不足与信贷过度扩张并存的局面,是影响中国未来经济增长的关键性问题之一.

参考文献:

- [1]Goldsmith R W. Financial Structure and Development[M]. New Haven: Yale University Press, 1969.
- [2]McKinnon R I. Money and Capital in Economic Development[M]. Washington D C: Brookings Institution, 1973.
- [3]King R G, Levine R. Finance, entrepreneurship and growth[J]. Journal of Monetary Economics, 1993, 32(3): 513-542.
- [4]Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda[J]. Journal of Economic Literature, 1997, 35(2): 688-726.
- [5]Rajan R G, Zingales L. Financial dependence and growth[J]. American Economic Review, 1998, 88(3): 559-586.
- [6]Levine R, Loayza N, Beck T. Financial intermediation and growth: Causality and Causes[J]. Journal of Monetary Economics, 2000, 46(1): 31-77.
- [7]Beck T, Levine, R. Stock markets, banks, and growth: Panel evidence[J]. Journal of Banking & Finance, 2004, 28(3): 423-442.
- [8]Levine R. Finance and growth: Theory and evidence[J]. Handbook of Economic Growth, 2005, 1: 865-934.
- [9]Ang J B. A survey of recent developments in the literature of finance and growth[J]. Journal of Economic Surveys, 2008, 22(3): 536-576.
- [10]Minsky H P. The financial instability hypothesis[J]. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper, 1992, 74: 1-9.
- [11]Morck R, Nakamura M. Banks and corporate control in Japan[J]. The Journal of Finance, 1999, 54(1): 319-339.
- [12]Morck R, Stangeland D, Yeung B. Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease? [M]. In Concentrated Corporate Ownership, Chicago: University of Chicago Press, 2000: 319-372.
- [13]Rousseau P L, Wachtel P. What is happening to the impact of financial deepening on economic growth[J]. Economic Inquiry, 2011, 49(1): 276-288.
- [14]Cecchetti S, Kharroubi E. Reassessing the impact of finance on growth[J]. BIS Working Paper, 2012, No. 381.
- [15]Arcand J L, Berkes E, Panizza U. Too much finance? [J]. Journal of Economic Growth, 2015, 20(2): 105-148.

- [16] Law S H , Singh N. Does too much finance harm economic growth? [J]. *Journal of Banking & Finance* , 2014 , 41: 36 – 44.
- [17] Abiad A , Detragiache E , Tresselt T. A new database of financial reforms [J]. *IMF Staff Papers* , 2010 , 57(2) : 281 – 302.
- [18] Kaminsky G L , Reinhart C M. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems [J]. *American Economic Review* , 1999 , 89(3) : 473 – 500.
- [19] Obstfeld M , Shambaugh J C , Taylor A M. Financial stability , the trilemma , and international reserves [J]. *American Economic Journal: Macroeconomics* , 2010 , 2(2) : 57 – 94.
- [20] Boyd J H , Jalal A M. A new measure of financial development: Theory leads measurement [J]. *Journal of Development Economics* , 2012 , 99(2) : 341 – 357.
- [21] Huang Y P , Gou Q , Wang X. Financial liberalization and the middle-income trap: What can China learn from the cross-country experience [J]. *China Economic Review* , 2014 , 31: 426 – 440.
- [22] Hasan I , Horvath R , Mares J. What type of finance matters for growth? Bayesian model averaging evidence [J]. *The World Bank Economic Review* , 2016 , 29: 1 – 35.
- [23] Zhang J , Yu J. Intergovernmental fiscal reform , financial deepening and regional disparity in China: A missing link. *Social Science in China* , 2006 , 1: 143 – 159.
- [24] 赵 勇 , 雷 达. 金融发展与经济增长: 生产率促进抑或资本形成 [J]. *世界经济* , 2010 , 2: 37 – 50.
Zhao Yong , Lei Da. Financial development and economic growth: Productivity promotion or capital formation [J]. *The Journal of World Economy* , 2010 , 2: 37 – 50. (in Chinese)
- [25] 李 科 , 徐龙炳. 融资约束、债务能力与公司业绩 [J]. *经济研究* , 2011 , 5: 61 – 73.
Li Ke , Xu Longbing. Financial constraints , debt capacity and firm performance [J]. *Economic Research Journal* , 2011 , 5: 61 – 73. (in Chinese)
- [26] 易 信 , 刘凤良. 金融发展、技术创新与产业结构转型 [J]. *管理世界* , 2015 , 10: 24 – 39.
Yi Xin , Liu Fengliang. Financial development technology innovation and industrial structure transition [J]. *Management World* , 2015 , 10: 24 – 39. (in Chinese)
- [27] 粟 芳 , 初立苹. 向银行业投资的过度性甄别及动机分析 [J]. *管理科学学报* , 2016 , 11: 74 – 89.
Su Fang , Chu Liping. Discrimination and motive analysis of the over-investment in banks in China [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2016 , 11: 74 – 89. (in Chinese)
- [28] 张 群 , 张卫国 , 马 勇. 中国金融市场系统复杂性的演化机理与管理研究 [J]. *管理科学学报* , 2017 , 1: 75 – 86.
Zhang Qun , Zhang Weiguo , Ma Yong. Evolution mechanisms and management of systemic complexity in China's financial markets [J]. *Journal of Management Sciences in China* , 2017 , 1: 75 – 86. (in Chinese)
- [29] Boyd J H , Prescott E C. Financial intermediary-coalitions [J]. *Journal of Economic Theory* , 1986 , 38(2) : 211 – 232.
- [30] Greenwood J , Jovanovic B. Financial development and economic development [J]. *Economic Development and Cultural Change* , 1990 , 15: 257 – 268.
- [31] Acemoglu D , Zilibotti F. Was Prometheus unbound by chance? Risk , diversification , and growth [J]. *Journal of Political Economy* , 1997 , 105(4) : 709 – 751.
- [32] Allen F , Gale D. Financial Markets , Intermediaries , and Intertemporal Smoothing [J]. *Journal of Political Economy* , 1997 , 105(3) : 523 – 546.
- [33] Claessens S , Kose M A , Terrones M E. Financial cycles: what? how? when? [C]. In *NBER International Seminar on Macroeconomics* , Chicago: University of Chicago , Pressd: 2010. 303 – 343.
- [34] Claessens S , Kose M A , Terrones M E. How do business and financial cycles interact? [J]. *Journal of International Economics* , 87(1) : 178 – 190.
- [35] 伊 楠 , 张 斌. 度量中国的金融周期 [J]. *国际金融研究* , 2016 , 6: 13 – 23.
Yi Nan , Zhang Bin. Measuring the financial cycles of China [J]. *Studies of International Finance* , 2016 , 6: 13 – 23. (in Chinese)
- [36] Mendoza E G , Terrones M E. An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data [J]. *National Bureau of Economic Research* , 2008 , No. w14049.
- [37] Mendoza E G , Terrones M E. An anatomy of credit booms and their demise [J]. *National Bureau of Economic Research* ,

2012 , No. w18379.

- [38]陈雨露, 马 勇, 阮卓阳. 金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定? [J]. 金融研究, 2016, 2: 1 - 22.
Chen Yulu, Ma Yong, Ruan Zhuoyang. How do financial cycle and financial volatility affect economic growth and financial stability? [J]. Journal of Financial Research, 2016, 2: 1 - 22. (in Chinese)
- [39]Reinhart C M, Rogoff K S. This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly [M]. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [40]Cecchetti G E, Kharroubi E. Why does financial sector growth crowd out real economic growth? [J]. Finance and the Wealth of Nations Workshop, Federal Reserve Bank of San Francisco & The Institute of New Economic Thinking, 2013, September 27.
- [41]Barro R J, Sala-I-Martin X. Economic Growth [M]. Cambridge: MIT Press, 2004,
- [42]Acemoglu D. Introduction to Modern Economic Growth [M]. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- [43]Barro R J, Lee J W. A new data set of educational attainment in the world, 1950 - 2010 [J]. Journal of Development Economics, 2013, 104: 184 - 198.
- [44]Demirgüç-Kunt A, Feyen E, Levine R. The evolving importance of banks and securities markets [J]. The World Bank Economic Review, 2013, 27(3): 476 - 490.
- [45]周业安, 章 泉. 参数异质性、经济趋同与中国区域经济发展. 经济研究, 2008, 1: 60 - 75.
Zhou Yean, Zhang Quan. Parameter heterogeneity, economic convergence and regional economic development in China [J]. Economic Research Journal, 2008, 1: 60 - 75. (in Chinese)
- [46]张 平, 赵国昌, 罗 知. 中央官员来源与地方经济增长 [J]. 经济学(季刊), 2012, 11(2): 613 - 634.
Zhang Ping, Zhao Guochang, Luo Zhi. Sources of central officials and local economic growth [J]. Quarterly Journal of Economics(China), 2012, 11(2): 613 - 634. (in Chinese)
- [47]Koenker R, Bassett Jr G. Regression quantiles [J]. Econometrica, 1978, 46(1): 33 - 50.
- [48]Koenker R. Quantile Regression for longitudinal data [J]. Journal of Multivariate Analysis, 2004, 91(1): 74 - 89.

Financial competitiveness, excessive credit and economic growth

WANG Wei¹, YANG Jiao-hui^{2*}, WANG Ling¹

1. Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China;

2. International School of Business & Finance, Sun Yat-sen University, Zhuhai 519082, China

Abstract: Current credit indicators cannot distinguish between actual financial development and excessive financialization, hence, this article, taking their difference into consideration, applies the financial competitiveness indicator and the excessive credit indicator to examine how these two indicators influence economic growth, based on the panel quantile regression model with a panel data of 116 countries from 2006 to 2015. It was found that high financial competitiveness can effectively promote economic growth, especially when the economic growth rate is low. Meanwhile, excessive credit can reduce economic growth prominently, and the influence is greater when the economic growth rate is high. This conclusion is robust in the post-crisis sub-sample, in the developing countries sub-sample, and for disaggregated financial competitiveness indicators, different excessive credit dummy variables and systematic GMM estimation. Therefore, it is very important for China to alleviate the problem of both low financial competitiveness and high excessive credit, in order to promote the economic growth in the new era.

Key words: economic growth; financial competitiveness; excessive credit; financial development