

分类号 _____
U D C _____

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 我国金融结构对宏观杠杆率的影响研究

研究生姓名: 李雪纯

指导教师姓名、职称: 王霞、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融学

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李雪纯 签字日期： 2022年6月1日

导师签名： 王霞 签字日期： 2022年6月1日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李雪纯 签字日期： 2022年6月1日

导师签名： 王霞 签字日期： 2022年6月1日

Research on the impact of China's financial structure on macro leverage

Candidate : Li Xuechun

Supervisor: Wang Xia

摘 要

自 2008 年金融危机后，我国宏观杠杆率持续攀升，杠杆率高企的问题引起了政府及学者们的普遍关注，2015 年我国提出了“去杠杆”，2018 年提出“结构性去杠杆”。在当前面临疫情防控的常态化与经济下行的双重压力下，如何实现稳增长与防风险的平衡，进而推动宏观杠杆率的下降，值得深思。本文从我国金融结构对宏观杠杆率的影响这一角度分析这一问题，试图从金融结构优化角度为这一问题找到答案。

首先，本文对宏观杠杆率和金融结构的相关研究文献进行了梳理与总结，并在对杠杆率和金融结构的定义进行界定的基础上，从融资结构、金融中介结构和金融开放程度三个方面探讨金融结构影响宏观杠杆率的机制，认为金融结构主要通过影响实体经济的融资规模、融资效率以及实体部门的投资与产出水平对宏观杠杆率产生影响。其次，对我国宏观杠杆率的现状从总体及分部门两个角度进行了分析。再次，本文将金融结构分成非金融部门融资结构、金融中介结构以及金融开放程度共三方面，并从这三个方面利用实证分析了我国金融结构对宏观杠杆率的影响，发现我国金融结构与宏观杠杆率间存在着非线性关系；具体来说，融资结构和金融开放结构与宏观杠杆率呈倒 U 型关系，金融中介结构和宏观杠杆率成 U 型关系。最后，提出提高直接融资比重、建立并完善多元化的金融中介结构、继续扩大金融开放、制定差异化去杠杆策略等对策建议。

关键词：金融结构 宏观杠杆率 风险

Abstract

Since the financial crisis in 2008, China's macro leverage ratio has continued to climb, and the problem of high leverage ratio has attracted the general attention of the government and scholars. In 2015, China proposed "deleveraging". And in 2018, China proposed "structural deleveraging". Under the dual pressure of the normalization of epidemic prevention and the economic downturn, how to achieve the balance between steady growth and risk prevention, and then promote the decline of the macro leverage ratio, is worth pondering. This paper analyzes this problem from the perspective of China's financial structure on the macro leverage ratio, and tries to find the answer from the perspective of financial structure optimization.

Firstly, this paper summarizes the research literature of macro leverage ratio and financial structure. Based on the definition of leverage ratio and financial structure, this paper discusses the mechanism which financial structure influence the macro leverage ratio from financing structure, financial intermediary structure and financial openness. It is considered that financial structure has an impact on the macro leverage ratio mainly by affecting the financing scale of real economy, the financing efficiency and the investment and output level of the real sector. Secondly, it analyzes the current situation of macro leverage ratio in China from the perspective of overall and sub sectors. Thirdly, this paper

divides the financial structure into three aspects: non-financial sector financing structure, financial intermediary structure and financial openness. And this paper analyzes the impact of financial structure on macro leverage from these three aspects. It is found that there is a nonlinear relationship between financial structure and macro leverage. Specifically, the relationship between financing structure and macro leverage ratio is inverted U-shaped; the relationship between financial openness and macro leverage ratio is inverted U-shaped; and the relationship between financial intermediary structure and macro leverage ratio is U-shaped. Finally, it puts forward some countermeasures and suggestions, such as increasing the proportion of direct financing, establishing and improving the diversified financial intermediary structure, continuing to expand the financial opening, and formulating differentiated deleveraging strategies.

Keywords: Financial structure; Macro leverage ratio; Risk

目 录

1 引 言	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 关于杠杆率的文献.....	3
1.3.2 关于金融结构影响杠杆率的文献.....	5
1.3.3 文献评述.....	6
1.4 杠杆率与金融结构的概念界定.....	7
1.4.1 杠杆率.....	7
1.4.2 金融结构.....	7
1.5 研究思路与方法.....	8
1.5.1 研究思路与内容.....	8
1.5.2 研究方法.....	11
1.6 创新与不足之处.....	11
1.6.1 创新点.....	11
1.6.2 不足之处.....	12
2. 金融结构影响宏观杠杆率的理论基础	13
2.1 MM 理论.....	13
2.2 金融发展理论.....	13
2.3 金融结构理论.....	14
3. 我国宏观杠杆率及各部门杠杆率现状研究	16
3.1 我国宏观杠杆率的现状.....	16
3.2 我国分部门杠杆率的现状.....	17
4. 金融结构影响宏观杠杆率的传导机制	20
4.1 融资结构影响宏观杠杆率的传导机制.....	20
4.2 金融中介结构影响宏观杠杆率的传导机制.....	22

4.3 金融开放结构影响宏观杠杆率的传导机制.....	23
5. 我国金融结构对宏观杠杆率影响的实证研究.....	25
5.1 变量选取与描述.....	25
5.1.1 变量选取与指标说明.....	25
5.1.2 描述性统计.....	27
5.1.3 相关性分析.....	28
5.1.4 面板模型检验.....	29
5.2 我国金融结构对宏观杠杆率影响的实证分析.....	29
5.2.1 模型构建.....	29
5.2.2 金融结构影响宏观杠杆率的实证结果.....	30
5.2.3 金融结构影响宏观杠杆率的异质性分析.....	33
6. 结论与对策建议.....	40
6.1 结论.....	40
6.2 对策建议.....	41
6.2.1 扩大金融市场规模，提高直接融资比重.....	41
6.2.2 建立并完善多元化的金融中介机构.....	42
6.2.3 扩大金融开放程度，加深开放的广度和深度.....	43
6.2.4 因地制宜，制定差异化去杠杆策略.....	44
参考文献.....	46
后 记.....	50

1 引言

1.1 研究背景

2008 年的金融危机使多国的经济增长遭受重创。为了应对金融危机带来的不利影响，各国政府采取了不同程度地积极或宽松的宏观调控政策。例如，日本政府先后投入了两千七百亿美元用于经济刺激；美国于 2008-2012 年间先后实施四轮量化宽松政策以刺激经济复苏；中国实施了约四万亿的投资计划，用于扩大内需、促进经济增长、维护经济平稳运行。然而，积极与宽松的调控政策在缓解金融危机的不利影响的同时也使得各国的杠杆率水平有所上升。尽管各国的杠杆率数据存在着统计口径等方面的差异，但是我国面临着杠杆率过高的问题已是不可否认的事实。杠杆率高企在加大经济增长压力的同时也加剧了金融发展的不稳定性。

2015 年去杠杆任务的提出，并没有推动宏观杠杆率水平出现明显下降。2017 年末，我国宏观杠杆率水平高达 248.9%，比上年高出 2.4 个百分点，但其增幅有所下降；非金融企业部门杠杆率达 163.6%，与上年同期相比下降约 1.4 个百分点，是七年以来首次出现净下降。但是，我国的非金融企业部门杠杆率仍居高位，超过所有世界主要经济体。2018 年，“结构性去杠杆”的概念被首次提出。降杠杆策略的不断转变，体现了我国对去杠杆问题研究的不断深化。

2019 年，我国宏观杠杆率水平再次下降，结构性去杠杆的政策发挥作用。但是，我国宏观杠杆率存在的结构性问题仍然没有得到解决。“结构性去杠杆”问题仍需重点关注。2020 年，受新冠疫情冲击影响，我国宏观杠杆率受经济增速下滑的影响攀升至 270.1%，较 2019 年上升 23.6 个百分点。面对疫情防控的常态化与经济下行的双重压力，更要注重处理好稳增长与防风险之间的关系。2021 年，我国的十四五规划中提出要坚守住不发生系统性风险的底线，要使宏观杠杆率水平在平稳中有所下降。可见，未来我国仍然要控制宏观杠杆率的上升。实体部门与金融部门息息相关，实体部门的发展离不开金融部门的支持。实体经济部门的杠杆率水平受到金融部门资金供给结构变化的影响。所以，在未来要想巩固实体部门供给侧结构性改革的成果，实现实体经济的健康与高质量发展，也要从

金融角度推进供给侧结构性改革,从金融结构入手推动实现我国宏观杠杆率的稳步下降(王国刚,2020)。那么,为降低宏观杠杆率,金融业方面如何推动供给侧结构性改革呢?本文试图从金融结构对宏观杠杆率的影响这一角度进行理论和实证研究,并提出相应的对策建议。

1.2 研究目的与意义

从十三五规划的“降低杠杆率”,再到十四五规划的“以稳为主、稳中有降”,可以看出宏观杠杆率过高的问题一直是我国在追求经济高质量发展的过程中重视并亟待解决的问题。在过去的经济发展阶段,因我国经济发展需要而形成的银行主导型金融体系被认为是宏观杠杆率过高,尤其是非金融企业杠杆率过高的重要因素(姚洋和范保军,2016)。一个国家或地区的金融体系结构影响着经济主体的融资行为与经济发展方式,进而对宏观杠杆率产生影响。所以,当前推动宏观杠杆率的下降,不能仅从实体经济主体入手,更应当深化金融体系改革,通过调整与优化金融供给结构,调整债务规模与结构,提高实体经济总量与质量,从分子、分母两端实现宏观杠杆率的下降。因此,本文通过梳理金融结构以及杠杆率相关的文献资料,并且基于我国宏观杠杆率与经济发展的现实情况,从金融结构的不同角度研究其对宏观杠杆率的影响,并为优化金融结构、继续推动宏观杠杆率下降提出相应措施与政策建议。

从理论角度来看,本文梳理了金融结构和杠杆率研究的相关文献资料,并在此基础上归纳总结了与二者相关的理论基础,为后面的实证研究提供了相应的理论依据;构建合理的金融结构与宏观杠杆率的实证研究模型,从非金融部门融资结构、金融中介结构与金融开放程度三个角度研究二者之间的关系,一定程度上丰富了我国金融结构与宏观杠杆率的研究内容。

从实践角度来看,本文对我国宏观杠杆率的现实情况进行了总结归纳,在此基础上研究我国金融结构对宏观杠杆率的影响,并依据实证研究结果提出相应的对策与建议,一定程度上可以为继续推进宏观杠杆率的“稳中有降”提供理论参考。同时,从多方面研究金融结构对宏观杠杆率的影响也为我国更好地优化金融体系结构,发展资本市场提供相关参考与建议。

1.3 文献综述

1.3.1 关于杠杆率的文献

(1) 关于杠杆率概念与测度的研究

杠杆率通常分为宏观杠杆率和微观杠杆率。微观杠杆率衡量单个经济主体的债务偿付能力。从单个经济主体出发，依据其资产负债结构计算得出的。对于微观杠杆率的测度，经常使用负债与资产之比（吴立力，2021；宋清华、林永康，2021）或资产与权益之比（张家臻、刘亚，2018；黄玮强、郭慧敏等，2018）作为测度指标。

宏观杠杆率常被视为判断经济主体宏观经济风险的重要指标之一。宏观杠杆率的一种表示方法是采用“债务总额/GDP”的度量指标（李扬，2015；马建堂等，2016）。而对于政府部门、居民部门、金融部门和非金融部门的部门杠杆率，则可以使用“部门负债/GDP”指标度量。这类方法同时也是 BIS 和 IMF 等国外机构测度宏观杠杆率所使用的方法，本质上是一种债务收入比的测算方法。这种测度方法的好处在于，方便进行不同国家间杠杆率水平的比较，并且将一个国家的债务规模与经济发展水平联系起来；且由于 GDP 变量被各个国家普遍使用，数据具有良好的可得性。但该种测度方法也存在一定问题。高睿、曹廷求（2018）指出债务收入比的测算方法并不能真实地反映出宏观主体所面临的债务风险，而宏观部门资产负债的构成情况是判断其债务风险和偿债能力高低、影响其可持续发展的重要因素。王国刚（2017）认为一个国家或地区的债务规模大小、债务比率高低和其 GDP 大小没有直接的因果关系，债务总额与 GDP 的比值无法较好地说明其债务的偿付能力，也无法可靠地预测和分析经济风险的大小。

另一种宏观杠杆率的测度方法是使用“M2/GDP”的度量指标，即广义货币供给量 M2 与 GDP 的比值（沈建光，2015）。这种测度方法同样存在着诸多问题。夏小文（2017）指出从广义货币供给量 M2 的构成来看，M2 并不能等同于真正意义上的负债水平。朱鸿鸣、薄岩（2016）认为用“M2/GDP”这个指标计算宏观杠杆率存在一定缺陷，由于分子 M2 很难具体细分为各个部门，所以该指标不能计算出分部门杠杆率的大小。沈建光（2015）指出各国对于广义货币供给量 M2 的统计口径并不一致，采用这种度量指标很容易造成对某个国家杠杆率的

高估或低估，不利于国际间宏观杠杆率水平的横向比较。我国的广义货币供给量M2的统计口径较宽，使用这一指标得出的我国宏观杠杆率偏高的结论存在一定偏差。

还有一些学者对宏观杠杆率的测度方法和指标进行了改进与优化。王竹泉、王舒慧等（2019）认为现行的宏观杠杆率测度方法不能较为准确地估计部门实际风险问题，并从微观资本杠杆出发设计了宏观杠杆率的测度方法。他们将宏观杠杆率定义为总资本与自有资本的比值，并逐步将其拆解，最终表示为某公司自有资本占全部公司自有资本总额的比重与该公司的资本杠杆的乘积。另外，除了国家和地区层面，还有学者从省域层面研究宏观杠杆率测度问题。由于我国官方没有公布各省的宏观杠杆率数据和各部门债务相关数据，多数研究学者通过估算各部门债务的方法大致估计各省市的杠杆率水平（任晓怡、汤子隆、唐松，2017；宋亚、成学真、赵先立，2017等）。

（2）关于杠杆率影响因素的研究

国内外学者对杠杆率影响因素从宏观与微观层面都进行了许多的研究。从宏观层面来看，经济体的经济发展方式、制度政策环境和金融发展等因素都会对杠杆率水平及其变动产生影响。

第一，经济发展方式。冯明（2016）指出高储蓄、高投资的经济结构和以债务融资为主的金融体系决定着宏观负债率的整体走向。纪敏、严宝玉等人（2017）的研究认为我国以高储蓄为支撑的投资导向经济增长模式决定了我国较高的宏观杠杆水平。李宏瑾、任羽菲（2020）的研究表明经济效率的提升对宏观杠杆率上升存在抑制作用，而价格水平、税收负担和储蓄率的上升会推高宏观杠杆率。

第二，制度政策环境。刘晓光、张杰平（2016）的研究显示紧缩性的货币政策可能导致投资与消费的减少，使得产出水平出现更大幅度地下降，最终抬升宏观杠杆率。张晓晶、刘学良等（2019）认为我国杠杆率过高的根本原因是体制因素，政策福利向国有企业倾斜和中央政府的兜底责任等政策制度是债务高企、风险积聚的体制根源。刘晓光、刘元春等（2019）研究指出由央行负责银行业监管的模式可以有效降低宏观杠杆水平，并且央行监管的独立性越高，去杠杆的效果越明显。

第三，金融发展水平。谭小芬、李源（2019）的研究发现金融结构市场化程

度的提升可以对企业杠杆率的下降起到积极作用,并且这种积极作用在金融发展程度高的国家更为明显。梅冬州、宋佳馨(2021)研究表明去杠杆冲击与外部冲击对经济的负向影响会推动宏观杠杆率上升,而宏观杠杆率的上升幅度与金融业开放水平有关。

此外,杠杆率还会受到例如人口结构等其他宏观因素的影响。陈雨露、马勇等(2014)的研究表明杠杆率与人口老龄化存在显著的倒U型非线性关系,老龄化程度上升起到抬高杠杆率的作用。刘哲希、王兆瑞、陈小亮(2020)的研究进一步检验了人口老龄化与居民杠杆率间存在非线性关系,并发现非线性关系的拐点值大致为12.3%,即当人口老龄化程度超过12.3%时,其对居民部门杠杆率的不利影响显著增大。

也有学者从微观视角研究杠杆率的影响因素。李艳军(2020)利用不同国家的数据,检验投资效率变动对宏观杠杆率水平产生的影响,结果表明投资效率的改善会显著提高杠杆水平。丁建臣、周芮帆等(2021)指出资金使用效率降低是2009年以来货币供应量增加驱动宏观杠杆率上升的主要原因之一。

1.3.2 关于金融结构影响杠杆率的文献

杜强(2018)的研究指出由于我国金融体系规模的过度扩张以及融资结构过于单一造成我国债务杠杆率快速上升、难以降低;认为我国金融体系的规模扩张与金融结构的变化通过影响债务规模进而影响我国的债务杠杆率,二者是我国债务杠杆率居高不下的主要原因。陈志强、程卫红等(2019)对宏观杠杆率的影响因素进行了实证研究,研究结果表明金融结构的优化可以抑制杠杆率上升;具体而言,直接融资占比和保险市场占比对杠杆率存在一定抑制作用,并表现出一定的异质性。刘哲希、王兆瑞等(2020)研究指出间接融资占比与杠杆率之间并不表现出单一的线性关系,而是呈现出U型关系;并指出间接融资和直接融资可能均与杠杆率表现出非线性关系。于瑾、周吉人(2015)指出我国企业杠杆率居高不下的原因是我国一直以来的以国有大型商业银行主导的融资模式,认为这种信贷渠道的间接融资占据绝对主导地位的融资结构会阻碍金融市场资源配置功能的良好发挥,并使金融服务实体经济的效率出现下降倾向。徐云松(2017)认为我国长期金融结构失衡,尤其是债权融资与股权融资的比例失衡是导致我国非

金融企业杠杆率居高不下的根本原因。

任晓怡、黄锐等（2018）的研究显示，企业杠杆率水平的降低可以通过促进金融业发展实现。不断深化和不断完善的金融改革与金融体系，为企业从金融市场中获得直接融资提供了便利，从根本上降低这些企业对间接融资的依赖程度，所以金融业发展可以促进企业杠杆率水平降低。但同时也提出，金融业如果存在大量资金空转的现象，即资金没有流向实体经济，而是在金融体系内空转，那么金融业的发展反而抬高企业杠杆水平。

1.3.3 文献评述

纵观已有研究可以发现，国内外学者对宏观杠杆率的测度及宏观杠杆率的影响因素进行了诸多研究。关于宏观杠杆率的测度问题，现有研究大多采用“债务总额/GDP”和“M2/GDP”两种度量指标。对于这两种度量指标的优劣，研究学者们进行了诸多详细地研究，并提出了改进与优化的建议。关于宏观杠杆率的影响因素，多数研究学者从经济发展方式、制度与政策环境和金融发展等方面探究其对宏观杠杆率的影响。金融发展中的金融结构也是研究学者们关注的影响宏观杠杆率的重要因素之一。但是，纵观现有关于金融结构影响宏观杠杆率的文献可以发现，对于金融结构的衡量多是集中于融资结构角度，而从其他角度综合衡量金融结构的文献较少，金融开放角度更是鲜少涉及，对金融结构的衡量尚不够全面。

本文在已有研究的基础上，除从融资结构角度衡量金融结构外，还从金融中介结构和金融开放角度对金融结构进行综合评价，并从三个角度分别分析其影响宏观杠杆率的理论机制，选取相应指标利用实证检验金融结构对宏观杠杆率的影响。此外，现有文献中对非线性关系的研究多是根据变量二次项的显著性和系数的符号来判断，少有文献对非线性关系进行进一步的检验，而本文在研究非线性关系时将利用 *utest* 检验对非线性关系的真实性进行进一步的验证。

1.4 概念界定

1.4.1 杠杆率

杠杆率，一般是指资产负债表中的总资产占权益资本的比例。现有研究通常从宏观和微观两个角度研究杠杆率。微观杠杆率也称资产负债率，多用企业的负债与资产的比例表示。微观杠杆率反映了企业的债务水平与偿债能力。宏观杠杆率一般用来衡量整个经济体的杠杆率状况，被视为评判宏观经济风险的重要指标之一。宏观杠杆率通常用负债总额/GDP 和 M2/GDP 这两个指标来计算与衡量。

从结构角度研究宏观杠杆率，通常将宏观杠杆率分解为四个经济部门的杠杆率之和，即政府、非金融企业、居民和金融部门杠杆率之和。本文的研究侧重于对实体经济杠杆率的研究。实体经济杠杆率主要指的是除金融部门以外的部门杠杆率之和，即非金融企业、居民和政府部门杠杆率之和。现有研究大多用各部门的负债和 GDP 的比值来衡量和计算各分部门的杠杆率。本文参照马建堂等（2016）与陈志强、程卫红等（2019）研究学者的做法，采用贷款余额作为总债务的代理变量，以 GDP 表示总资产，以贷款余额与 GDP 的比值估算宏观杠杆率水平。

1.4.2 金融结构

金融结构，是对构成金融总体的各个组成部分的分布、关系与相互间运行状态的描述。戈德史密斯（1969）是最早给予金融结构明确定义的经济学家。他认为金融工具、金融机构和金融结构这三个方面可以用于总结大多数的金融现象。金融工具是一种债权或所有权凭证，可以看作资金出借者对资金借入者的债权或所有权证明，其确定了债权人的权利和债务人的义务。金融机构就是金融中介机构，各种类型的金融工具构成了其资产与负债。金融结构就是经济主体现有的各金融工具和金融机构之和。戈德史密斯同时提出，金融结构的变化过程事实上就是金融发展的过程，并且金融结构的变化表现出一定的规律性。而对于金融结构的评价与衡量可以从多个角度出发。Levine（2002）提出从相对规模、活跃度和效率三个方面考察股票市场相对于银行业的发展，并用这三个指标衡量一国或地

区的金融结构。林毅夫、孙希芳等（2009）认为金融结构是各种金融制度政策之间的相对比例。李健、贾玉革（2005）从产业、融资、开放等五个方面，构建了多视角、多层次的金融结构分析指标体系。苏昱冰（2019）对金融结构的相关指标进行了总结，包括金融工具的构成比例、各类金融机构的资产比重等衡量指标。

本文参考李健、贾玉革（2005）和林毅夫、孙希芳（2009）等研究学者对于金融结构的界定，将金融结构界定为对构成金融总体的各个组成部分的分布、关系与相互间运行状态的描述。而金融总体由各类金融中介、金融市场、融资活动、国际间的金融往来等部分组成。所以，对于一国或地区金融结构的评价与衡量大多可以从金融市场结构、金融资产结构、金融中介结构、融资结构和金融开放结构五个方面进行（李健、贾玉革，2005）。一个国家或地区的金融体系结构影响着该地区的经济发展方式和经济主体的融资行为，而经济主体的融资行为又会对其债务水平产生影响。投融资是金融业最基本的功能，也是金融影响经济发展的重要途径之一。金融工具的发展状况、金融中介机构的发展状况以及国内外金融资源的利用情况等都会影响到投融资功能的发挥。因此，在参考相关文献基础上，考虑到省际数据可得性，本文着重从融资结构、金融中介结构和金融开放结构三个方面研究金融结构对宏观杠杆率的影响。

1.5 研究思路与方法

1.5.1 研究思路与内容

本文首先对杠杆率和金融结构的有关文献进行梳理，并在此基础上总结归纳金融结构影响宏观杠杆率的理论基础与传导机制。其次，通过对我国宏观杠杆率的现实情况进行分析，为下文的实证研究提供一定的现实依据。最后，从不同角度选取相应的指标，利用实证分析方法研究金融结构对宏观杠杆率的影响，并提出相应建议与对策。依据以上研究思路，本文结构安排如下：

第一章是绪论。本章首先介绍本文研究的展开背景、研究的目的与意义。其次总结并梳理关于杠杆率和金融结构的相关文献，为后续研究提供理论基础。再次，界定杠杆率和金融结构的相关概念。最后，简要介绍本文的研究思路和研究方法、研究结构以及可能的创新点与不足等内容。

第二章是金融结构影响宏观杠杆率的理论基础。本章重点对金融结构影响宏观杠杆率的相关理论进行梳理和归纳总结,在一定程度上为后续的研究提供理论依据。

第三章是我国宏观杠杆率的现状研究。本章介绍当前我国宏观杠杆率的特征和现实情况,为后续的研究提供现实依据。

第四章是金融结构影响宏观杠杆率的传导机制。本章在结合我国金融结构和宏观杠杆率的相关理论与现实的基础上,对金融结构影响宏观杠杆率的理论机制进行研究。

第五章是我国金融结构对宏观杠杆率影响的实证研究。本章先对选取的指标变量和模型的构建进行说明,再利用 2000 年-2020 年,我国除西藏外的各省及直辖市的面板数据,对我国金融结构对宏观杠杆率的影响进行实证分析。

第六章是结论与建议。通过对以上实证分析结果的总结归纳,为从金融结构角度促进宏观杠杆率下降提出相应的对策与建议。

本文的技术路线图如图 1.1 所示。

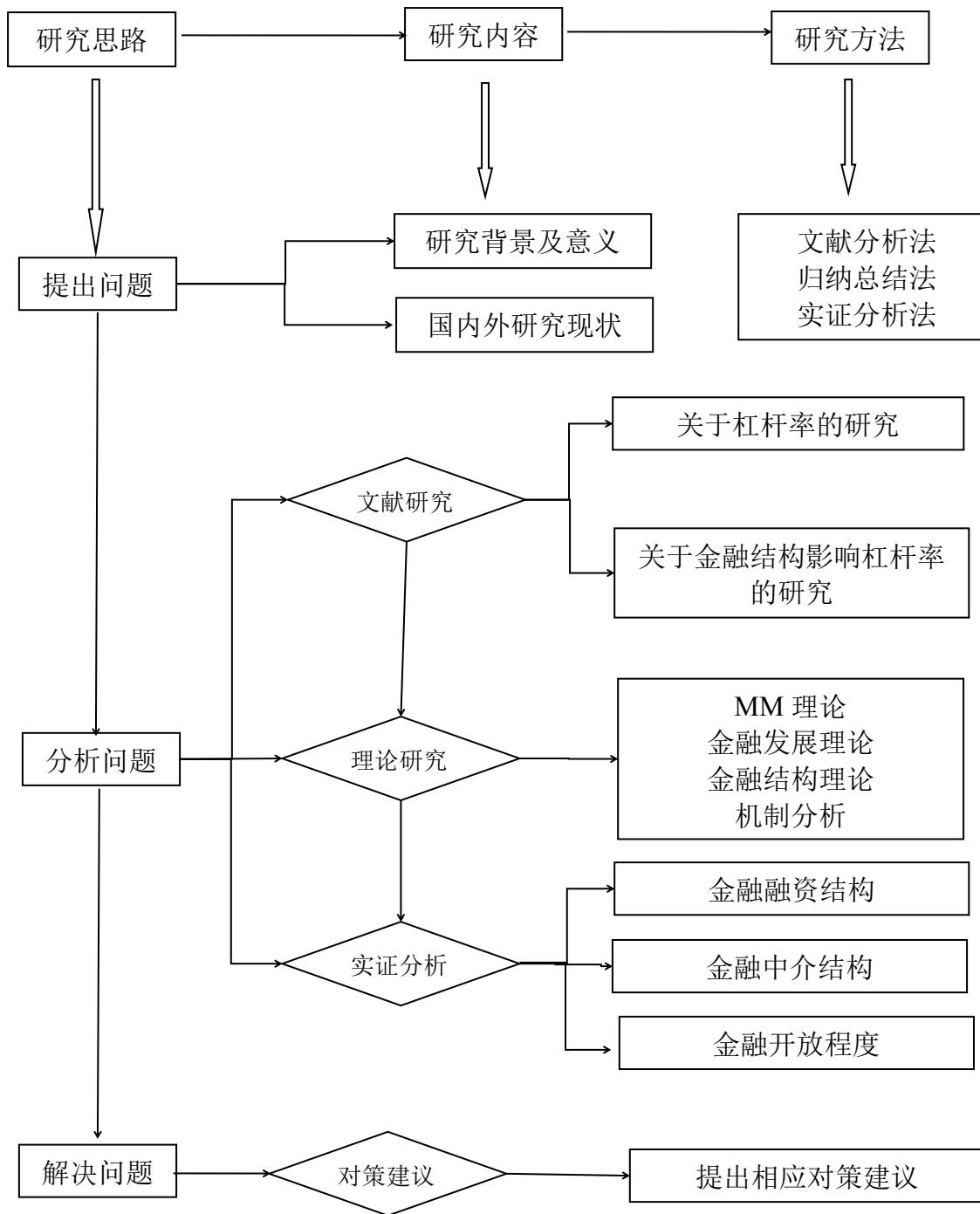


图 1.1 技术路线图

1.5.2 研究方法

本文主要用到的研究方法如下：

(1) 文献分析法。本文广泛搜集并梳理了杠杆率和金融结构的相关文献与资料，本文在文献综述部分对现有关于杠杆率及金融结构的研究及成果进行归纳总结，并分析已有文献的不足之处，为进一步的研究提供基础与参考。

(2) 定性分析和定量分析方法。首先，对我国金融结构影响宏观杠杆率的理论机制进行定性分析，在定性分析的基础上搜集大量经济数据，定量分析金融结构对宏观杠杆率的影响。

(3) 实证分析法。首先，在参考已有研究和文献资料的基础上选取金融结构和杠杆率相关指标与控制变量，并设定研究模型。其次，搜集全国与各省相关的指标数据，并对各个指标的数据进行描述性统计，为实证研究的进行做准备。最后，利用设定的实证模型分析我国金融结构对宏观杠杆率的影响。

1.6 创新与不足之处

1.6.1 创新点

本文创新之处在于：第一，现有关于金融结构影响宏观杠杆的研究多从企业部门杠杆率出发，对于宏观总体杠杆率的研究较少。本文将研究重点放在宏观杠杆率即实体经济杠杆率上，从不同角度研究金融结构对宏观杠杆率的影响。第二，现有文献多聚焦从总体或单独选择某一方面研究金融结构对宏观杠杆率的影响，较少有文献从金融结构的多个角度均进行研究。本文在研究金融结构对宏观杠杆率的影响时，从非金融部门融资结构、金融中介结构和金融开放结构三个方面均进行了理论分析和实证分析。第三，现有文献对金融结构的研究较少涉及到金融开放角度，然而伴随着经济发展的需要以及对外开放程度的不断加深，金融业开放是当前不能忽视的一个重要方面。本文在研究中，选取相应指标从金融开放角度研究了我国金融结构对宏观杠杆率的影响。

1.6.2 不足之处

本文不足之处在于：金融结构可以从多方面、多角度进行评价与衡量，但限于篇幅及数据的可得性，本文主要选取了非金融部门融资结构、金融中介结构和金融开放结构三方面的指标进行了分析。因此，对金融结构的评价与衡量可能不够全面。

2. 金融结构影响宏观杠杆率的理论基础

2.1 MM 理论

MM 理论是美国经济学家莫迪格利安尼 (Modigliani) 和默顿·米勒 (Merton Miller) 在其 1958 年的著作中提出的。该理论认为在完善的资本市场中, 企业的市场价值与企业资本结构之间是不存在关系的, 即无论公司资本主要来源于债务融资还是股权融资都不会影响公司的市场价值。最初的 MM 理论是建立在完善资本市场假设上的, 即无税收和无破产成本等成本的理想情况下的资本市场。随后, 在 1963 年, 两位经济学家又在考虑税收情况后, 提出了修正的 MM 定理。修正的 MM 定理是指, 在考虑税收的情况下, 相较于股权融资, 债务融资产生的利息可以抵减公司税额, 即债务融资具有一定程度的节税作用。企业的债务融资增多, 企业杠杆上升, 债务融资的节税作用使公司的资本成本降低, 进而增加企业的价值。然而现实中资本市场并非是完善的资本市场。根据 MM 定理可以反向推出, 在考虑现实中的信息不对称、税收和交易成本等因素的资本市场中, 企业的融资结构与融资成本与其公司价值有关。

非金融企业杠杆率是宏观杠杆率的组成部分之一。国内多数学者指出, 我国宏观杠杆率高企的问题主要体现在非金融企业部门的杠杆率水平过高 (王竹泉、谭云霞, 2019; 张启迪, 2020 等)。所以, 推动非金融企业部门杠杆率下降对促进宏观杠杆率下降起到重要作用。而降低非金融企业杠杆率就必须要从企业入手研究其融资方式与融资结构。

2.2 金融发展理论

一个国家或地区的金融发展水平和金融体系结构的变化影响着该地区的经济发展以及企业融资方式的选择, 进而对宏观杠杆率产生影响。讨论金融发展与经济增长关系的理论就是金融发展理论。

早期的经济学家对金融发展如何影响经济增长这一问题进行了诸多讨论。Schumpeter (1911) 认为银行在经济增长过程中具有重要作用, 金融部门的发展能够促进经济增长。1955 年, 格利和肖 (Gurley & Shaw) 将研究视角放在整个金

融体系及组成部分,讨论其对经济增长的影响,认为金融中介特有的将储蓄转化为投资的功能可以促进经济的增长。但是,这些研究结论仅基于发达国家的发展经历,而对于发展中国家的情况并未被考虑。1969年,Goldsmith在其著作中提出金融结构理论,将金融发展理论拓展到欠发达经济国家。Goldsmith认为金融越发达,金融中介推动经济增长与发展越快,并提出金融结构的变化具有一定规律性,金融结构的不断变化实际上就是金融发展的过程。

自戈德史密斯之后,经济学家逐渐将研究对象拓展到发展中国家和地区。1973年,金融抑制理论由罗纳德·麦金农提出,金融深化理论由E.S.肖提出。这两个理论都是以发展中国家或地区作为主要研究对象。金融深化与金融抑制理论的提出进一步拓展了金融发展理论的研究。麦金农的金融抑制理论将发展中国家的金融市场的资金配置效率不高、金融中介功能萎缩归咎于其市场发展的不健全。并认为,这种不健全的市场最终会减缓投资,导致发展中国家的经济发展缓慢。E.S.肖的金融深化理论认为,发展中国家和地区应减少政府对金融机构和金融市场的干预,优化金融结构,促进经济增长。金融抑制和金融深化理论都强调了金融市场在经济发展中的积极作用。

2.3 金融结构理论

最早关于金融结构理论的研究是1969年Goldsmith将金融结构定义为金融工具和金融机构的相对规模。在Goldsmith之后,Allen&Gale(1999)等人又提出了“比较金融体系”理论。他们将金融结构划分为银行主导型和市场主导型两种,认为这两种金融结构各有优势和劣势;实体经济在不同的发展阶段会产生不同的金融需求,应该根据金融需求的不同来选择金融结构的类型。

不同金融结构的孰优孰劣与如何选择,一直是国内外学者争论与研究的焦点问题。一些研究学者认为,银行主导型的金融结构对经济增长的积极作用更大。银行具有更为明显的融资优势。在融资过程中,银行通过与资金需求方即企业建立联系,可以获得大量的企业信息,有效克服信息不对称问题,提高融资效率的同时还可以降低外部监管成本。另外一些研究学者认为,市场主导型更优于银行主导型。金融市场可以提供更多、更丰富的金融工具。相较于银行,金融市场具有更高的分散风险的能力,并且金融市场通过信息披露制度也可以获得更多的企

业信息，在一定程度上克服信息不对称问题。还有部分学者认为金融结构的选择与经济发展所处的阶段有关。在经济相对不发达的国家，银行主导型金融结构可能促进经济增长的优势更为明显；当经济发展水平进一步提升时，金融市场在克服信息不对称问题上的优势就会不断地显露出来。

林毅夫、孙希芳等（2009）在已有研究文献的基础上，提出并论证了“最优金融结构理论”。最优金融结构理论认为，一国经济在一定发展阶段形成的对金融服务的特定需求才是决定金融结构的根本因素，只有与实体经济发展所需要的金融服务相适应的金融结构才是最优的、最适合的金融结构。因此，评估一个国家或地区的金融结构的有效性，更重要的是看其能否满足不同经济阶段的发展需求，以及是否可以将金融的运行成本降到最低和是否使金融体系的稳定性上升（陈雨露，2015）。所以，每个经济体在其经济发展的不同阶段都有各自最优的金融结构。

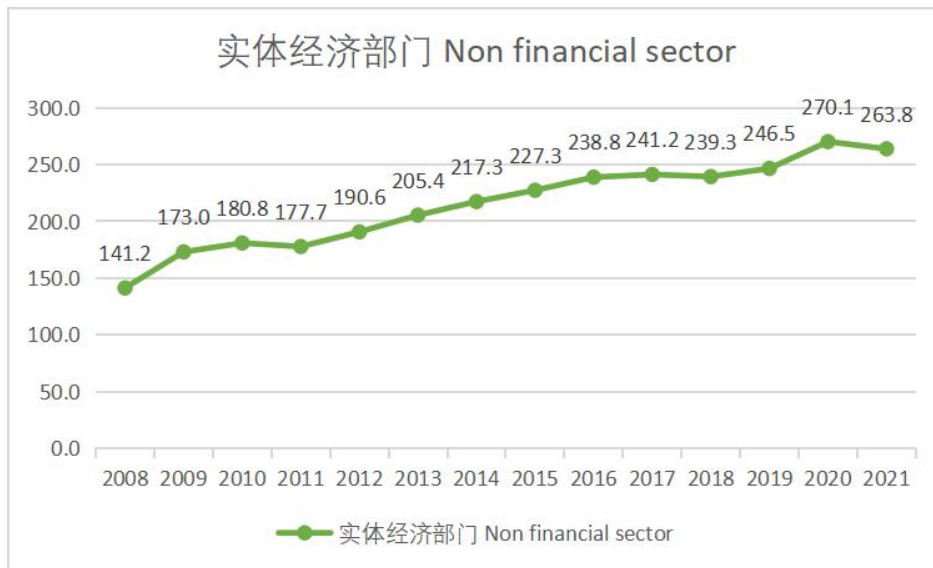
金融结构理论讨论了金融结构对经济发展的影响。最优金融结构理论提出金融结构是随发展情况不断变化的，其应当满足不同阶段的经济发展需要。这在一定程度上也说明不同经济发展阶段，金融结构的变化，或者说银行与金融市场地位的变化对宏观杠杆率的影响可能存在差异。

3. 我国宏观杠杆率及分部门杠杆率的现状研究

3.1 我国宏观杠杆率的现状

自 2008 年金融危机后,我国的宏观杠杆率出现较大幅度的增长,由 2008 年末的 141.2% 上升至 2015 年末的 227.3%。尽管在 2015 年,将去杠杆作为供给侧结构性改革的重要任务之一,但各项措施推行的效果并不理想。在其后两年间宏观杠杆率上涨势头仍然明显,2017 年末,我国宏观杠杆率达到 241.2%,同比增长 2.4 个百分点。2018 年末,我国宏观杠杆率为 239.3%,宏观杠杆水平虽没有出现较为明显的下降,但是宏观杠杆率的上升趋势得到了控制,“结构性去杠杆”政策发挥了作用。然而,受疫情冲击影响,我国宏观经济增速出现下滑。在信贷宽松的背景下,2019 至 2020 年我国宏观杠杆率水平连续两年上涨。据 CNBS 国家资产负债研究中心的数据显示,2019 年末我国宏观杠杆水平为 246.5%;2020 年末增长至 270.1%,较 2019 年增加 23.6 个百分点。截至 2021 年底,伴随着疫情后国内经济的逐步恢复,宏观杠杆率重新下降至 263.8%。

从国际层面来看,我国宏观总杠杆率尚处于中等水平。根据 BIS 国际清算银行公布的数据显示,2019 年末我国宏观杠杆率水平为 258.7%,位列全球第十七位,排名较去年有所上升。同时期美国、日本和英国的宏观杠杆率分别是 254.2%、380.7%、274.8%。尽管 BIS 国际清算银行的宏观杠杆率口径与国内存在一定差异,其数值略高于 CNBS 国家资产负债研究中心的统计结果,但是仍能够说明我国存在宏观杠杆率过高的问题。



注：数据来源于 CNBS 国家资产负债研究中心

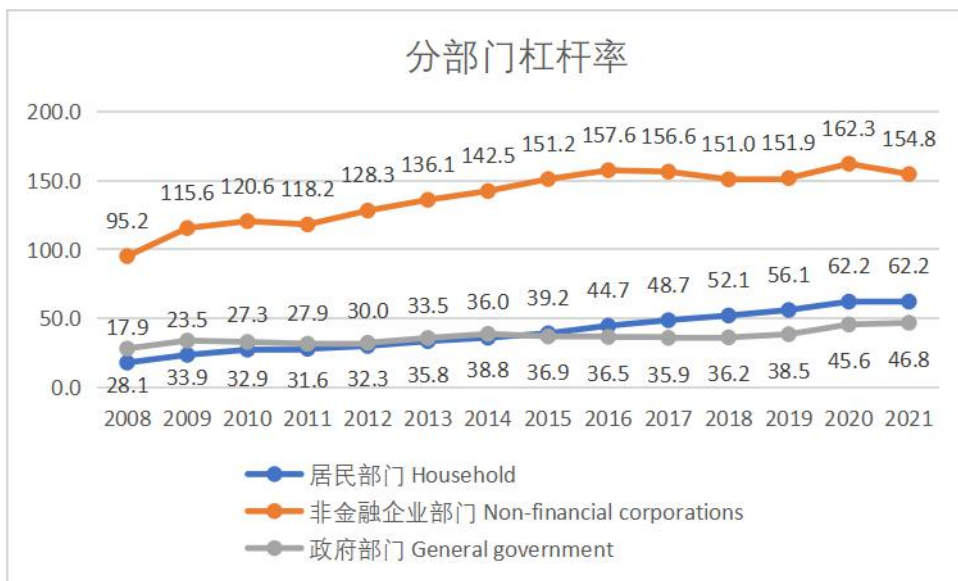
图 3.1 2008-2021 年宏观杠杆率变化情况

3.2 我国分部门杠杆率的现状

分部门杠杆率的水平与变动情况也是宏观杠杆率水平现状的重要组成部分。本节从分部门杠杆率角度介绍我国宏观杠杆率的现状情况。图 4.2 同时显示了 2008-2021 年我国分部门杠杆率水平的变化。从图上看，分部门杠杆率的总体变动方向同宏观总杠杆率一致，均表现出上升的趋势，并且近些年居民杠杆率和政府杠杆率的上升趋势较为明显。

第一，非金融企业杠杆率过高。由图 3.2 可知，从量上来看，我国非金融企业部门的杠杆率水平远高于其它部门，在总杠杆中的比重可达 60%。这也从侧面说明非金融企业部门应当是降杠杆的重点之一。2017 年，我国非金融企业杠杆率约为 156.6%，较 2016 年仅下降约 1 个百分点，是自 2011 年以来非金融企业部门杠杆率的首次下降。但是，非金融企业部门杠杆率总体水平仍居高位，并且在世界主要经济体中排名第一。《2018 中国金融稳定报告》显示，2017 年我国非金融企业杠杆率高于日本（103.4%）、美国（73.5%）与欧元区（101.6%）等世界主要经济体以及印度等新兴市场经济体。图 3.2 显示了 2008 年至 2021 年我国分部门杠杆率的情况。2021 年末，我国非金融企业杠杆率为 154.8%，虽较 2020 年相比，非金融杠杆率有所下降，但非金融企业杠杆率占总杠杆率的比重仍然较大，在未来一定时期内，非金融企业的高杠杆问题仍是降杠杆中需要关注的重点

问题。



注：数据来源于 CNBS 国家资产负债研究中心。

图 3.2 2008-2021 年分部门杠杆率变化情况

第二，居民杠杆率上升趋势明显。从图 3.2 中可以看出，相较于政府杠杆率的上升，居民杠杆率的上升幅度更为明显。居民杠杆率从 2008 年末的 17.9% 上升至 2021 年末的 62.2%，平均年增长约 3.41 个百分点。据 BIS 的报告显示，2019 年我国居民杠杆率为 55.5%，与所有报告国平均水平持平；同期日本为 60.3%、美国 74.7%、英国 83.8%；发达经济体的居民杠杆率平均为 71.7%，新兴经济体为 41.7%。从国际层面来看，我国居民杠杆率水平尚处于中等水平，虽然低于发达经济体，但是高于新兴经济体。所以当前对于居民杠杆率的关注重点应更多放在增长速度上，要防控居民杠杆率的过快增长。鲁存珍（2019）在研究中指出，宽松的调控环境、融资途径的多样化以及居民杠杆本身存在的加杠杆空间是近些年推动我国居民杠杆率快速上升的主要原因。另外，还有研究指出居民杠杆率水平可能与人口老龄化的进程有关。刘哲希、王兆瑞（2020）的实证研究结果显示人口老龄化对居民债务可能存在着非线性影响，尤其对于“未富先老”的经济体来说影响更大，而当前我国已经呈现出“未富先老”的发展特征，需要关注居民债务所带来的风险问题。

第三，政府杠杆率总体水平不高，仍低于居民杠杆率与非金融企业杠杆率，但是政府部门杠杆率的增速较快。由图 4.2 可以看出，政府杠杆率在宏观杠杆率

中所占比重不大，近些年政府杠杆率水平有所上升。从国际方面来看，BIS 的报告表示截止到 2020 年第三季度末，我国政府部门杠杆率为 60.9%，仅略高于新兴经济体，总体水平与增长速度远低于发达经济体。据 CNBS 的数据显示，2020 年末我国政府杠杆率为 45.6%，相较于 2019 年上升约 7 个百分点；2021 年末我国政府杠杆率为 46.8%，较去年上升约 1.2 个百分点。BIS 和 CNBS 的数据存在差异的原因是两者统计口径不同。其中，BIS 的统计口径不仅包括公布的政府显性债务，而且还包含了地方政府融资平台债务等隐性债务。但不论是从何种统计口径来看，我国政府杠杆率的总体水平和增速均创下了历史新高。赵立文（2018）指出，关于杠杆率合意值的判断不仅要考虑其绝对水平，还要关注杠杆率的动态变化，快速增长的杠杆率更应引起关注。

4. 金融结构影响宏观杠杆率的传导机制

金融通过资金聚合与配置的功能影响资本的形成,而资本的转移与变化就会带来债务的形成与变化,进而引起杠杆率水平的变化。一方面,随着金融发展规模的扩大,金融业不断地发挥资金聚合与配置的功能促使更多资本流入实体经济,在促进实体经济发展的同时也提高了实体经济部门的债务水平。另一方面,就是金融结构的变化对实体经济部门债务水平的影响。

金融结构的评价角度和指标是多方面的。在本文的研究中,主要借鉴戈德史密斯(1969)、Levine(2002)和李健、贾玉革(2005)提出的金融结构评价方法与指标,尝试从非金融部门的融资结构、金融中介结构和金融开放结构三个角度研究金融结构对宏观杠杆率水平的影响。其中,非金融部门的融资结构反映了金融工具的丰富程度和以金融工具为核心的金融市场的完善与效率;金融中介结构反映了金融机构的运营与作用,其中包含了一国的金融政策取向;金融开放结构反映了一国利用国内国外两种金融资源的能力与水平。

从宏观杠杆率的计算指标来看,分子表示各经济主体总债务水平,分母表示宏观经济的发展水平。当分子分母发生变化,宏观杠杆率水平也就随即产生变化。金融结构对于债务水平的影响主要是作用于债务规模与融资渠道等,而对宏观经济发展水平的影响主要是通过影响实体经济部门的投资与产出的变化。

4.1 融资结构影响宏观杠杆率的传导机制

融资结构改革是金融供给侧改革中的重点问题。融资结构失衡是导致我国宏观杠杆率过高、风险积聚的重要原因(徐云松,2017)。在我国金融不断发展的过程中,逐渐形成了以间接融资方式为主,直接融资方式为辅的融资结构。直接融资可以进一步分成股票融资和债券融资;间接融资方式以银行信贷融资为主。而不同的融资结构对经济增长的影响不同,进而对宏观杠杆率的影响也存在一定的区别。

当股权融资和债券融资的发展均较为落后时,实体经济的融资需求无法通过直接融资的方式得到满足,经济主体便只能更多依赖于信贷市场。此时,相较于间接融资,直接融资规模较小,二者规模差距过大,反映到融资结构中就表现为

直接融资与间接融资的比重较小，融资结构失衡。当直接融资规模与间接融资规模间的差距过大，使直接融资与间接融资比重较小时，直接融资市场机制尚不健全且融资准入门槛较高，往往是具有一定规模的、成熟的大型企业更容易满足股票融资或债券融资的条件，而中小企业的融资需求无法通过直接融资的方式得到满足，便只能转向信贷市场，导致经济主体债务规模扩大的同时对实体经济增长的促进作用不足，从而推动宏观杠杆率上升。

随着直接融资市场投资主体的丰富和基础设施的完善，更多经济主体倾向于通过直接融资市场获取生产投资所需的资金，减少对于间接融资市场的依赖。一方面，相比于以银行信贷为主的间接融资，直接融资的融资成本较低、对资金使用限制较少，更有利于丰富中小型企业与风险较高的创新型企业的融资渠道，解决实体经济的融资困境，促进产业结构升级，从而实现实体经济的快速增长。另一方面，直接融资市场的信息披露等制度能够约束企业的行为，促使企业规范运作，改善企业财务状况和经营状况，促进企业经营绩效和投资效率的提升，从而推动实体经济增长与运行效率。此时，直接融资规模与间接融资规模间的差距缩小，反映在融资结构中就表现为直接融资与间接融资的比重上升。当直接融资与间接融资比重超过某一拐点值后，融资结构失衡的状况得到改善，直接融资明显发挥出对实体经济增长的促进作用，从而有利于推动宏观杠杆率的下降。

基于以上分析，提出本文的假设 1：直接融资比重对宏观杠杆率可能存在倒 U 型的非线性影响，即当直接融资比重低于一定阈值时，直接融资比重的提高会导致宏观杠杆率的上升；当直接融资比重超过一定阈值时，直接融资比重的提高会导致宏观杠杆率的下降。

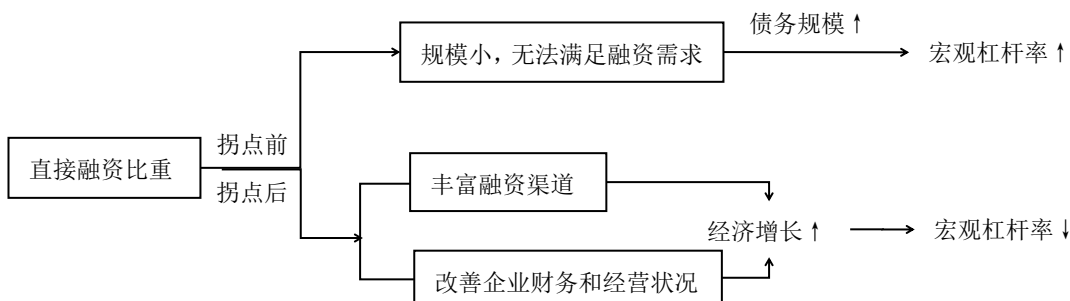


图 4.1 融资结构的传导机制

4.2 金融中介结构影响宏观杠杆率的传导机制

在我国的金融业发展历程中，银行始终占据着金融中介的主导位置。有数据显示，2021年三季度末我国银行业资产总额占金融业资产总额的90.33%，保险业资产总额占6.47%，而证券业资产总额仅占3.20%。可以看出，银行业金融机构在我国金融中介机构中处于主导地位。

银行业通过推动经济快速增长来拉低宏观杠杆率水平。这种推动作用在经济发展初期更为明显。银行业金融机构通过吸收存款、发放贷款的业务模式将大量居民储蓄转化为投资资金，集中大量金融资源支持国家重点发展项目和大型工业企业的发展，规模效应明显，极大地推动了经济增长。经济增长的速度远大于债务增长的速度，拉低了非金融企业部门杠杆率水平，进而使宏观杠杆率总体呈下降趋势。

但是，当银行业占比超过一定程度后，银行业占比的扩大可能对实体经济的发展产生不利影响，从而表现出对宏观杠杆率的抬升作用。这种抬升作用主要体现在以下两个方面：第一，当银行业占比超过一定程度后，银行的信贷偏好会加剧实体经济的融资困境。银行出于谨慎性考虑，在配置信贷资源时存在着抵押品偏好和大企业偏好。这种偏好使大量创新企业和中小企业的融资需求得不到满足，并使信贷资源集中于低效率的企业和行业，降低其资金配置效率，造成实体经济有效投资减少，进而使得产出下降，推动宏观杠杆率上升。第二，信贷市场的信息不对称使银行信贷的融资成本上升，通过影响企业的经营行为对宏观杠杆率产生不利影响。信息不对称会产生逆向选择、道德风险等问题，使得信贷融资成本上升，企业资金不足被迫缩减投资和产出水平，对实体经济增长产生不利影响，进而推动宏观杠杆率上升。

基于以上分析，提出本文的假设2：银行业占比对宏观杠杆率可能存在U型的非线性影响，即当银行业占比低于一定阈值时，对宏观杠杆率存在明显的抑制作用；当银行业占比超过一定阈值时，银行业占比的扩大对宏观杠杆率存在抬升作用。

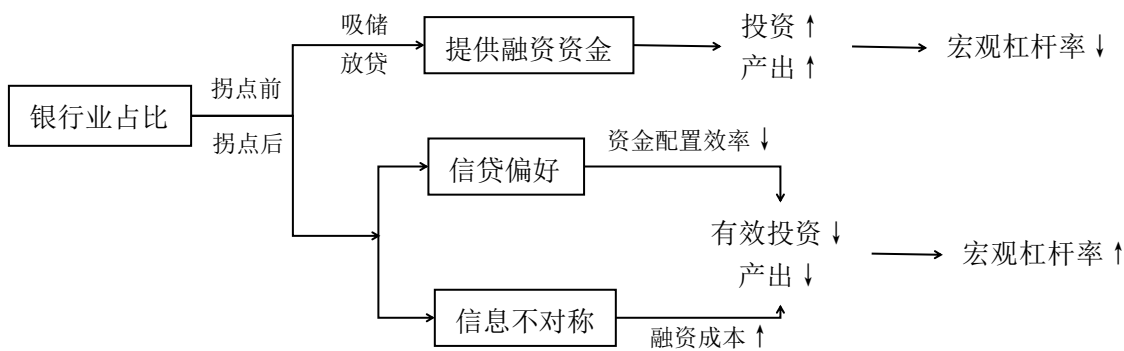


图 4.2 金融中介结构的传导机制

4.3 金融开放程度影响宏观杠杆率的传导机制

近年来，随着我国对外开放的程度不断扩大，我国金融业的开放水平也在不断提高。截至 2021 年底，我国相继出台并落实多项政策推动金融业实现大范围、深层次的对外开放。更深层次金融业的对外开放将对我国经济发展起到积极地推动作用，但同时也会对金融稳定提出新的挑战。

当金融开放规模较小时，金融开放程度的扩大可能会加剧企业的融资困境，进而抑制投资需求使产出水平下降，推动宏观杠杆率上升。在金融开放初期，金融市场尚不发达或运行机制尚不完善，大量国内资本流出本国金融市场，会使利率水平上升，从而增加了企业的借贷成本。企业融资环境的恶化，迫使企业减少生产性投资，最终导致产出水平急剧下降，实体经济发展水平降低，从而推动宏观杠杆率水平上升。

伴随着金融开放的不断扩大，国内金融体系与金融市场也在不断发展、趋向成熟。当金融开放超过一定规模后，金融开放逐渐发挥对实体经济发展的积极作用，从而推动宏观杠杆率的下降。主要通过以下三个方面：

第一，金融开放增加国内金融资源的规模，通过推动实体经济的发展促进宏观杠杆率的下降。金融开放程度的扩大，吸引大量外资流向生产领域，形成生产性资本，通过增加投资促进实体经济的发展，从而推动宏观杠杆率的下降。

第二，金融开放程度的扩大有利于降低实体经济的股权融资成本。金融市场的开放吸引境外投资者的进入，扩大了实体经济的融资来源，促使股权融资成本

降低。相较于债务融资成本，较低的股权融资成本能够吸引经济主体更多利用股权融资，减少对债务融资方式的依赖，从而推动宏观杠杆率的降低。

第三，金融开放能够改善公司治理水平，从长远来看有利于宏观杠杆率的下降。境外机构投资者相较于境内机构投资者往往拥有更强的独立性，能够对上市公司起到更强的监督、治理作用，从长期角度来看有利于改善企业的决策与治理水平，有利于提升实体经济的发展质量，从而促进宏观杠杆率水平的下降与优化。

基于以上分析，提出本文的假设 3：金融开放对宏观杠杆率可能存在倒 U 型的非线性影响，即当金融开放程度低于一定阈值时，对宏观杠杆率存在明显的抬升作用；当金融开放程度超过一定阈值时，对宏观杠杆率存在明显的抑制作用。

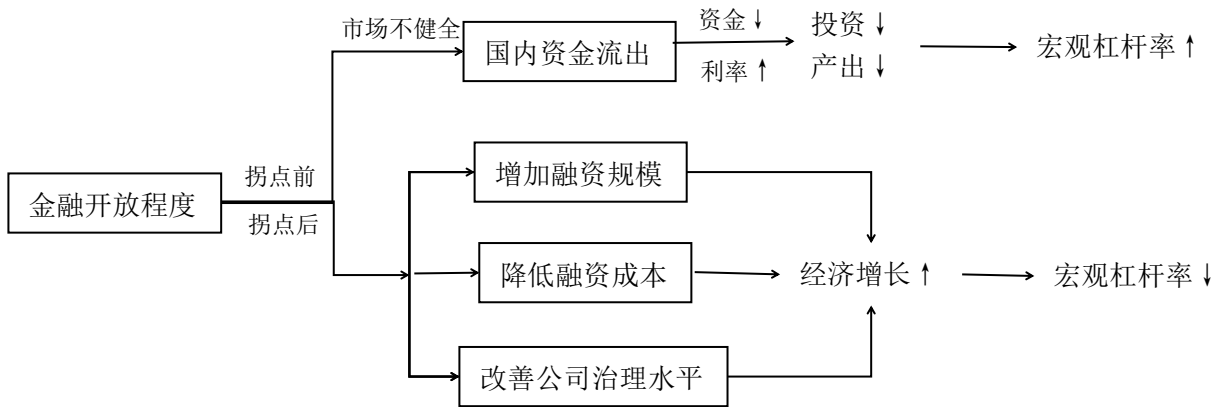


图 4.3 金融开放结构的传导机制

5. 我国金融结构对宏观杠杆率影响的实证研究

5.1 变量选取与描述

5.1.1 变量选取与指标说明

(1) 被解释变量部分

本文在研究金融结构对宏观杠杆率的影响时以宏观杠杆率为被解释变量。本文中宏观杠杆率主要指的是实体经济部门的杠杆率，即包含非金融企业部门、政府部门、居民部门的杠杆率。而未将金融部门杠杆率纳入研究范围的原因在于：金融部门的资产负债与实体经济部门的资产负债多是相互对应的；另外，在强有力的金融监管之下，我国的金融部门杠杆率始终保持着相对平稳，而当前我国实体经济部门的杠杆率过高的问题更为突出。由于各省市没有公布各部门杠杆率的具体数据，所以本文参照多数研究学者的做法，采用贷款余额作为总债务的代理变量，各省市的 GDP 表示总资产，以贷款余额与 GDP 的比值估算省际的宏观杠杆率水平（李扬，2015；马建堂等，2016；陈志强、程卫红等，2019）。

(2) 解释变量部分

金融结构变量是本文主要的解释变量。关于金融结构的评价与衡量指标，国内外众多学者从不同角度进行了研究。各类金融结构间是具有复杂联系且相互影响的，因此对于金融结构需要从多角度、多方面进行综合分析。在考虑到省际数据的可得性以及样本数据量等方面的基础上，本文参考戈德史密斯（1969）、Levine（2002）和李健、贾玉革（2005）等人的研究，选取直接融资比重、银行业占比和金融开放程度三个指标，分别从融资结构、金融中介结构和金融开放结构三个方面衡量各省市的金融结构。

融资结构。融资结构反映了金融工具的丰富程度和以金融工具为核心的金融市场的完善与效率，用直接融资比重指标衡量。直接融资比重以社会融资规模中直接融资与间接融资的比值来表示。其中，直接融资主要包括非金融企业股票融资和企业债券；间接融资主要包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款等间接融资方式。该比值大，说明该地区直接融资工具较为丰富、规模较大，相较于间接融资，金融市场直接融资的效率较高。我国宏观杠杆率高企的问题突出表现在非金

融企业部门的杠杆率水平居高不下（张启迪，2020）。所以要想实现宏观杠杆率的“稳中有降”，非金融企业部门杠杆率是不能忽视的重要部分。根据前述 MM 定理可以推出，在考虑信息不对称、税收和交易成本等因素的现实中的资本市场，企业的公司价值与其融资结构与融资成本有关。因此，降低非金融企业杠杆率就必须要从企业入手研究其融资方式与融资结构。而一个国家或地区的金融发展水平和金融体系结构的变化影响着该地区的经济发展以及企业融资方式的选择，故融资结构是金融结构的一个重要方面。

金融中介结构。金融中介结构反映了金融机构的运营与作用，并包含了地区的金融政策倾向。银行是我国最主要的金融中介，故金融中介结构用银行业占比指标衡量。银行业占比以各省的银行业金融机构资产总额与金融机构资产总额之比表示，比值越大，说明该地区的银行业发展规模越大，金融结构更偏向于银行主导型结构。

金融开放结构。金融开放结构反映了一国利用国内国外两种金融资源的能力与水平。基于金融业对外开放程度不断加深的发展背景，本文加入金融开放程度指标，从金融开放层面对金融结构进行评价。考虑到省际数据的可得性与样本量的大小，本文参考陶雄华、谢寿琼（2017）构建的省域金融开放程度的测度指标，从金融开放角度衡量金融结构。指标具体计算如下：

$$KF_{it} = a_1 \times \frac{FDI_{it}}{GDP_{it}} + a_2 \times \frac{OFDI_{it}}{GDP_{it}} + a_3 \times \frac{FDL_{it}}{TDL_{it}}, (a_1 + a_2 + a_3 = 1) \quad (1)$$

其中， KF_{it} 表示地区的金融开放度， $a_1=0.4$ 、 $a_2=0.3$ 、 $a_3=0.3$ ； FDI_{it} 表示外商直接投资存量， $OFDI_{it}$ 表示对外直接投资存量； FDL_{it} 代表金融机构外币存贷款总额， TDL_{it} 代表金融机构本外币存贷款总额，该比值表示货币市场的开放程度。

（2）控制变量部分。本文控制变量的选择参考国内学者的相关研究（刘哲希、王兆瑞等，2020；谭小芬等，2019；陈志强、程卫红、苏昱冰，2019；马勇、陈雨露，2017；等），本文主要选取以下五个控制变量：第一，投资增长率，选择各省固定资产投资完成额指标并计算增长率，用以衡量投资对宏观杠杆率的影响；第二，城镇化率，控制经济发展阶段对宏观杠杆率的影响；第三，工业化程度，用第二产业占 GDP 的比重表示，该指标的值越大，表明该地区第二产业发展规模越大，控制经济发展结构对宏观杠杆率的影响；第四，通货膨胀率，多数

研究以 CPI 同比增速表示通货膨胀率，本文同样选取该指标，用以控制价格因素对于宏观杠杆率的影响。第五，贸易开放度，参考刘兰凤、袁申国（2021）采用地区的进出口贸易总额占 GDP 的比重表示，用来衡量地区的经济发展方式对宏观杠杆率的影响。

各变量的简要说明见表 5.1。

表 5.1 变量说明

变量类型	变量名称	代码	变量说明
被解释变量	宏观杠杆率	tolev	实体经济部门杠杆率
解释变量	直接融资比重	df	直接融资/间接融资
	银行业占比	bank	银行业金融机构资产/金融机构总资产
	金融开放程度	kf	衡量省域金融开放程度
	城镇化率	urban	经济发展阶段对宏观杠杆率的影响
	工业化程度	sedu	第二产业/GDP
	通货膨胀率	cpi	价格因素对杠杆率的影响
	贸易开放度	xn	进出口总额/GDP
	投资增长率	tz	固定资产投资完成额的增长率

5.1.2 描述性统计

由于我国西藏地区的指标数据缺失较多，因此本文在全样本回归中将其剔除。本文选取 2000-2020 年全国其他 30 个省及直辖市（不包括港澳台）的年度数据研究金融结构对宏观杠杆率的影响。本文的样本数据来源于各省市的统计年鉴、Wind 数据库、东方财富数据库以及中国人民银行网站等。表 5.2 为各变量样本数据的描述性统计。

表 5.2 变量描述性统计

变量名称	代码	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
宏观杠杆率	tolev	630	1.2324	0.4638	0.5764	2.7799
直接融资比重	df	630	0.2077	0.2367	0.0030	2.3444
银行业占比	bank	630	0.7787	0.5872	0.5917	0.9964
金融开放程度	kf	630	0.0780	0.0838	0.0021	0.8963
工业化程度	sedu	630	45.0909	8.3176	15.8000	61.5000
投资增长率	tz	630	0.2157	0.4033	-1.1672	6.9808
城镇化率	urban	630	51.8364	15.4923	19.4700	89.6000
通货膨胀率	cpi	630	2.4627	2.0077	-3.3000	10.0865
贸易开放度	xn	630	0.3092	0.3685	0.0076	0.8751

根据表 5.2，首先对各变量的描述性统计进行简要的分析。宏观杠杆率均值为 1.2324，最小值为 57.64%，最大值为 277.99%，说明各地区的宏观杠杆率水平存在较大差距。在解释变量方面，融资结构的最小值为 0.0030，最大值为 2.3444，可以看出各省市的融资结构差异较大，金融市场发展水平存在差异；银行业占比的最小值为 0.5917，最大值为 0.9964；金融开放程度均值为 0.0780，最小值与最大值分别是 0.0021 和 0.8963，说明我国各地区的金融开放程度差距过大，并且从总体来看金融业的开放水平并不高，即金融业仍存在较大的开放空间。从各变量的描述性统计可以看出，各地区的宏观杠杆率、金融结构和经济发展情况均存在较大的差距。

5.1.3 相关性分析

各变量相关性检验结果如表 5.3 所示。一般认为，变量间的相关系数不超过 0.7，则可以认为变量间不存在共线性问题。本文的相关性分析结果显示，各变量间的相关系数均在 0.7 以下，即后续回归中不用考虑多重共线性的存在。

表 5.3 相关性分析

	tolev	df	bank	kf	cpi	urban	tz	sedu	xn	blr
tolev	1.000									
df	0.181***	1.000								
bank	-0.040	0.180***	1.000							
kf	0.263***	0.095**	0.068*	1.000						
cpi	-0.083**	0.004	0.004	-0.104***	1.000					
urban	0.481***	0.259***	-0.003	0.399***	0.054	1.000				
tz	-0.123***	-0.035	0.141***	-0.053	-0.006	-0.144***	1.000			
sedu	-0.369***	-0.343***	-0.092**	0.030	0.169**	-0.249***	0.054	1.000		
xn	-0.296***	0.373***	0.233***	0.471***	0.002	0.515***	0.059	-0.071*	1.000	

5.1.4 面板模型检验

在回归前首先进行面板模型的相关检验。选择 LLC 检验进行相同单位根检验，所有变量均在 99% 的置信区间通过了该检验。选择 ADF 检验进行不相同单位根检验，工业化程度 sedu 的一阶差分以及投资增长率 tz 在 90% 的置信区间通过 ADF 检验，其他变量均在 99% 置信区间通过该检验。在协整性检验结果为变量序列可在 95% 置信水平通过 KAO 检验。

5.2 我国金融结构对宏观杠杆率影响的实证分析

5.2.1 模型构建

在研究我国金融结构对宏观杠杆率的影响时，本文参考谭小芬、李源等（2019）、刘哲希、王兆瑞等（2020）和陈志强、程卫红等（2019）的实证研究思路与方法，基于我国 30 个省及直辖市的 2000 年至 2020 年共 21 年的面板数据，构建如下回归模型进行实证分析：

$$\begin{aligned}
 tolev_{it} = & \alpha + \beta_1 df_{it} + \beta_2 df_{it}^2 + \beta_3 bank_{it} + \beta_4 bank_{it}^2 + \beta_5 kf_{it} + \beta_6 kf_{it}^2 \\
 & + \gamma control_{it} + u_i + v_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中， $tolev_{it}$ 代表宏观杠杆率；本文的主要解释变量是三个金融结构变量，具体包括融资结构 df_{it} 、金融中介结构 $bank_{it}$ 和金融开放程度 kf_{it} ， df_{it}^2 、 $bank_{it}^2$ 和 kf_{it}^2 分别是其平方项； $control_{it}$ 指代所有控制变量，控制其他可能对宏观杠杆率产生影响的因素； α 、 β 、 λ 为系数； u_i 和 v_t 分别表示个体效应和时间效应， ε_{it} 为干扰项； i 和 t 代表省市和时间。

5.2.2 金融结构影响宏观杠杆率的实证结果

为验证假设 1 至 3，利用模型（2）分别从非金融部门融资结构、金融中介结构和金融开放程度三个方面研究分析金融结构对宏观杠杆率的影响。在实证过程中使用固定效应模型和随机效应模型对模型（2）进行回归分析。豪斯曼检验结果显示，在固定效应模型和随机效应模型中，固定效应模型更优。此外，为了克服解释变量可能存在的内生性问题，同时采用系统 GMM 估计方法进行稳健性检验。基本回归和稳健性检验结果均列于表 5.4。

表 5.4 基准回归及稳健性检验结果

	(1) tolev_FE	(2) tolev_FE	(3) tolev_GMM	(4) tolev_GMM
l.tolev			0.6354*** (0.0303)	0.6338*** (0.0329)
df	0.3358*** (0.1086)	0.3315*** (0.1231)	0.1427*** (0.0426)	0.1255*** (0.0385)
df2	-0.2164*** (0.0626)	-0.4656*** (0.1303)	-0.1294** (0.0512)	-0.1082*** (0.0498)
bank	-5.9856*** (1.0342)	-4.0685*** (0.9878)	-5.7775*** (1.8092)	-5.7894*** (2.1652)
bank2	2.4804*** (0.5667)	1.3923*** (0.5370)	3.3146*** (1.1432)	3.3809** (1.3564)
kf	0.6477** (0.3574)	0.6018** (0.3277)	0.2071 (0.3216)	0.0452 (0.0436)
kf2	-1.1182** (0.4482)	-2.1557* (1.2306)	-0.5573** (0.2323)	-0.0143** (0.0061)

续表 5.4

urban	0.4104*** (0.0447)	0.2657*** (0.0444)	0.0032*** (0.0004)	0.0030*** (0.0004)
cpi	-0.0265*** (0.0051)	-0.0085* (0.0052)	-0.0473*** (0.0029)	-0.0419*** (0.0031)
tz	-0.0211 (0.0248)	-0.0300** (0.0139)	-0.0084 (0.0060)	0.0025 (0.0062)
xn		-0.2002*** (0.0338)		-0.0464*** (0.0144)
sedu		-0.3607*** (0.0913)		-0.1472** (0.0575)
_cons	-2.8319*** (0.4807)	3.4382*** (0.5558)	2.7437*** (0.7166)	3.2396*** (0.8819)
R-squared	0.3557	0.4288		
AR(2)			0.2888	0.2784
Sargan			0.9837	1.0000

注：*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著；括号内为标准误，下表同。

在表 5.4 中，第（1）列为加入部分控制变量的固定效应回归结果。可以看出，直接融资比重 *df* 的二次项在 1% 的显著水平上为负，说明直接融资比重与宏观杠杆率间可能存在倒 U 型关系；银行业占比 *bank* 的二次项在 1% 的显著水平上为正，说明银行业占比与宏观杠杆率可能存在 U 型关系；金融开放程度 *kf* 的二次项在 5% 的显著水平上系数为负，即金融开放程度与宏观杠杆率可能存在倒 U 型关系。

第（2）列为加入全部控制变量的固定效应回归结果。直接融资比重 *df* 的二次项在 1% 的显著水平上仍为负，说明直接融资比重与宏观杠杆率间可能存在倒 U 型关系，即直接融资对宏观杠杆率起到先抬升后抑制的作用，证明研究假设 1 成立。银行业占比 *bank* 的二次项在 1% 的显著水平上为正，说明银行业占比与宏观杠杆率可能存在 U 型关系，银行业主导的金融中介结构对宏观杠杆率存在先抑制后抬升的作用，证明研究假设 2 成立。金融开放程度 *kf* 的二次项在 10% 的显著水平上系数为负，说明金融开放对宏观杠杆率可能存在倒 U 型的非线性影响，即金融开放对宏观杠杆率起到先抬升后抑制的作用，当金融开放超过一定程度时对宏观杠杆率存在明显的抑制作用，证明研究假设 3 成立。可以看出，控制变量的加入并没有使各核心解释变量的符号发生变化，这在一定程度上也说明了

本文的回归结果具有稳健性。

表 5.4 中的第 (3) 列和第 (4) 列是使用系统 GMM 估计的稳健性检验结果。稳健性检验的结果显示,除变量的显著性与系数大小略微发生变化外,各核心解释变量的二次项符号均没有发生改变,证明上述回归结果具有一定程度的稳健性。

此外,在现有的多数关于非线性关系的研究中,对于非线性关系是否存在的判断多采用在模型中加入研究变量二次项的方法,即根据二次项的显著性和系数的符号来判断 U 型或倒 U 型的非线性关系的存在。但也有研究学者指出,根据二次项的系数符号和显著性来判断非线性关系是否存在,可能会出现一定的偏误 (Lind and Mehlum, 2010),故应当在回归之后对非线性关系进行进一步的检验。因此,本文利用 stata15.0 提供的 utest 检验对上述实证结论进行进一步的验证,该检验也常用于检验非线性关系是否真实存在。检验结果见表 5.5。表 5.5 中的检验结果显示,直接融资比重 df 在 1% 的显著水平上拒绝了原假设,极值点为 0.3560,并且极值点落在在样本数据区间内,说明直接融资比重对宏观杠杆率存在倒 U 型非线性影响的结论是稳健的;银行业占比 bank 在 10% 的显著水平上拒绝原假设且极值点为 0.8562,同样落在样本数据的区间内,银行业占比与宏观杠杆率呈 U 型关系的结论是稳健的;金融开放程度 kf 在 5% 的显著水平上拒绝原假设且极值点为 0.1396,极值点落在样本数据的区间内,同样说明上述实证结论具有一定稳健性。

表 5.5 utest 检验结果

		极值点	最小值	最大值	P> t
df	H0: Monotone or U shape	0.3560	0.0030	2.3444	0.0038
	H1: Inverse U shape				
bank	H0: Monotone or Inverse U shape	0.8562	0.5917	0.9964	0.0924
	H1: U shape				
kf	H0: Monotone or U shape	0.1396	0.0021	0.8963	0.0466
	H1: Inverse U shape				

再结合变量的描述性统计可知,直接融资比重 df 的均值为 0.2077,而极值点为 0.3560,说明目前我国的直接融资比重尚未超过极值点,处于倒 U 型曲线的左半段,即从平均水平来看我国直接融资的发展还未完全发挥促进宏观杠杆率

下降的积极作用，未来应当继续提高直接融资比重。银行业占比 $bank$ 的均值为 0.7787，极值点为 0.8562，说明当前我国银行业占比已经临近极值点，当银行业占比超过 0.8562 时，银行业规模的扩大对宏观杠杆率以抬升作用为主。金融开放程度的均值为 0.0780，尚未超过极值点 0.1396，说明我国金融开放程度不高，尚处于倒 U 型曲线的左半段，即当前金融开放对宏观杠杆率主要表现出抬升作用。

控制变量方面。城镇化水平 $urban$ 均表现出对宏观杠杆率的向上抬升作用，说明城镇化水平的提高会抬升宏观杠杆率。一个可能原因是，城镇化建设需要大量资金投入与基础设施建设相关的项目中，而这些项目往往是资金需求量大并且周期长的项目，从而会使政府部门杠杆率上升，进而抬高总体宏观杠杆率的水平。通货膨胀率 cpi 在四列回归中均在 1% 的显著水平表现出与宏观杠杆率的负向关系，说明适度提高或保持一定程度的通货膨胀水平对宏观杠杆率存在一定程度上的抑制作用。通货膨胀率上升使债务被稀释，进而使宏观杠杆率下降。这也与现有研究结论一致。贸易开放度 xn 在四列中均表现出与宏观杠杆率的负向关系，说明贸易开放度的扩大在一定程度上有利于抑制宏观杠杆率的上升。投资增长率 tz 除第（4）列不显著外，在第（2）列表现出对宏观杠杆率存在显著的负向影响，说明投资对宏观杠杆率的上升存在一定的抑制作用。工业化程度 $sedu$ 在第（2）列和第（4）列分别在 1% 和 5% 的显著水平上表现出对宏观杠杆率存在显著的负向影响，说明工业化发展对经济增长存在促进作用，从而有助于推动宏观杠杆率下降。

5.2.3 金融结构影响宏观杠杆率的异质性分析

（1）基于区域差异的异质性分析

考虑到我国区域经济发展存在着严重的不平衡问题，各省市在要素禀赋、比较优势和经济发展阶段等方面都存在着较大差异，故金融结构对于宏观杠杆率的影响可能也存在区域差异。地理位置与经济发展程度总体上呈正相关关系，东、中、西三大区域可以看作经济发展的成熟、成长和初级三个阶段（张成思，2015；魏玮、陈杰，2017）。因此，本文按照国家统计局对东、中和西部的划分标准，将全样本中的 30 个省市分成三个子样本进行固定效应回归并做 $utest$ 检验，进一

步分析金融结构对宏观杠杆率的影响是否存在地域差异。回归和检验结果见表 5.6 和表 5.7。

表 5.6 异质性分析 (1)

	(1) tolev_东部	(2) tolev_中部	(3) tolev_西部
df	0.2988* (0.1790)	0.2962 (0.5849)	-0.4177 (0.4625)
df2	-0.1777** (0.0823)	0.0141 (0.1056)	-0.2829 (0.3814)
bank	-12.1045*** (2.9331)	-19.6995*** (3.2676)	-36.2435*** (12.4155)
bank2	7.0260*** (1.7466)	11.5700*** (2.0915)	24.2944*** (8.2055)
kf	0.6272** (0.2614)	0.2066 (0.1620)	4.6395 (6.6726)
kf2	-7.1755*** (2.2626)	0.3851 (0.2458)	-5.0527 (6.4676)
urban	0.0014 (0.0018)	0.5523*** (0.0828)	0.7479** (0.2962)
cpi	0.0061 (0.0101)	-0.0189** (0.0091)	-0.0322** (0.0131)
xn	-0.1572 (0.1063)	0.5501*** (0.3121)	-0.5449 (0.5406)
sedu	-0.0157*** (0.0048)	-0.0094*** (0.0022)	-0.0091 (0.0083)
tz	0.0030 (0.0314)	-0.0846* (0.0482)	-0.0364 (0.0681)
_cons	7.2198*** (1.2046)	7.8536*** (3.8062)	-14.3169*** (5.0367)
R-squared	0.3894	0.4800	0.5795
Group	11	10	9

表 5.7 分区域 Utest 检验结果 (1)

			极值点	最小值	最大值	P> t
东部	df	H0: Monotone or U shape H1: Inverse U shape	0.8407	0.0030	2.3444	0.0486
	bank	H0: Monotone or Inverse U shape H1: U shape	0.8614	0.6269	0.9729	0.0326
	kf	H0: Monotone or U shape H1: Inverse U shape	0.0437	0.0021	0.8963	0.0102

续表 5.7

中部	bank	H0: Monotone or Inverse U shape H1: U shape	0.8513	0.5917	0.9935	0.0002
西部	bank	H0: Monotone or Inverse U shape H1: U shape	0.7363	0.6087	0.9964	0.0589

从表 5.6 和表 5.7 可以看出，金融结构对宏观杠杆率的影响存在着一定的地域差异。直接融资比重 df 仅在东部地区表现出与宏观杠杆率的倒 U 型非线性关系，其二次项系数在 10% 的显著水平下为负，并在 5% 的显著水平下通过非线性关系检验。直接融资比重在中部和西部地区并不显著，这说明在中部和西部地区直接融资比重的提高对宏观杠杆率的作用并不明显。可能的原因在于：相比于东部地区，中部和西部总体经济发展较为落后，金融市场规模较小，并且以资源密集型和劳动密集型产业为主，相较于以银行信贷为主的间接融资，通过金融市场进行的直接融资对实体经济的支持作用有限，从而直接融资比重对宏观杠杆率的影响并不显著。

银行业占比 $bank$ 在三个区域均表现出与宏观杠杆率存在 U 型的非线性关系。东部地区银行业占比的二次项在 1% 的显著水平下为负，并且在 5% 的水平下通过非线性关系检验。中部地区和西部地区银行业占比的二次项同样在 1% 的显著水平下为负，分别在 1% 和 10% 的显著水平下通过非线性关系检验。

金融开放程度 kf 仅在东部地区表现出与宏观杠杆率间的倒 U 型关系，在中部和西部地区并不显著。东部地区金融开放程度的二次项在 1% 的显著水平上为负，并在 10% 的显著水平上通过非线性检验。而金融开放程度在中部和西部并不显著可能的原因在于，一是中部和西部地区金融开放的均值分别为 0.0609 和 0.0297，金融开放程度不高，对实体经济的促进作用较弱，从而对宏观杠杆率的作用并不明显；二是相较于金融市场较为发达的东部地区，中部和西部的金融市场并不完善，其利用国外金融资源的效率不高，对实体经济的影响较弱，故对宏观杠杆率的影响并不显著。

表 5.8 分区域金融结构均值

	df	bank	kf
东部	0.2753	0.8058	0.1332
中部	0.1798	0.7533	0.0660
西部	0.1695	0.7896	0.0297

表 5.8 列示了东部、中部和西部地区的金融结构各变量的均值。

从融资结构来看，三个区域的直接融资比重均不高。东部地区直接融资比重的均值为 0.2753，而 *utest* 检验显示的极值点为 0.8407，即东部地区直接融资比重的均值尚未超过极值点，尚处于倒 U 型曲线的左半段。这说明目前东部地区的直接融资比重主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用。可能的原因在于，从平均水平来看，东部地区的直接融资比重不高，对实体经济的促进作用有限，所以当前对宏观杠杆率仍以抬升作用为主。

从金融中介结构来看，东部银行业占比的均值最大，其次是西部，中部相对最小，并且可以看出不论是哪个区域，银行业金融机构所占比重较大，均处于金融中介的主导地位。比较各区域银行业占比的均值与极值点可以看出，东部地区银行业占比均值为 0.8058，极值点为 0.8614，银行业占比虽然处于 U 型曲线左半段但已经临近极值点，即当未来银行业占比超过 0.8614 时，银行业占比的增加会表现出对宏观杠杆率的抬升作用。中部地区银行业占比均值为 0.7533，极值点为 0.8513，银行业占比尚未超过极值点，说明银行业占比的扩大仍对宏观杠杆率存在抑制作用。而西部地区银行业占比均值为 0.7896，极值点为 0.7363，即当前西部地区银行业占比已经超过极值点，处于 U 型曲线的右半段，说明银行业占比的增加主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用。随着西部地区经济的发展和产业结构的变化，银行业对实体经济发展的促进作用在减弱，故逐渐表现出对宏观杠杆率的抬升作用。

从金融开放结构来看，三大区域的金融开放水平均处于较低水平。东部地区金融开放程度的均值为 0.1332，而极值点为 0.0437，即金融开放均值已经超过极值点，处于倒 U 型曲线的右半段，说明东部地区金融开放程度的扩大主要表现出对宏观杠杆率的抑制作用。可能的原因在于，相比于中部和西部地区，东部地

区的金融市场更为完善，能够良好地利用国内国外的金融资源，金融开放程度的扩大能够对实体经济的发展起到积极作用，故表现出对宏观杠杆率的抑制作用。

(2) 基于金融发展程度的异质性分析

地区间的金融发展程度不同，金融结构对宏观杠杆率的影响也可能存在差异。为考虑金融发展程度对二者关系的影响，参考张成思（2015）和杨子荣、张鹏杨（2018）等学者的文献，采取股票市场交易总额和金融机构贷款之和与国内生产总值 GDP 的比值衡量各省市的金融发展程度，该比值越大，说明金融发展规模相对越大。样本的划分方法参考谭小芬、李源等（2019），首先计算出各省市 2000-2020 年金融发展水平的平均值，并取这 30 个平均值的中位数；然后将大于中位数的样本划分为金融发展程度相对较高的一组，低于该中位数的则属于发展程度相对较低的一组¹。两个样本组的回归和检验结果见表 5.9 和表 5.10。

表 5.9 异质性分析（2）

	(1) tolev_低组	(2) tolev_高组
df	0.3021* (0.1766)	1.3563*** (0.4065)
df2	-0.1474 (0.1889)	-1.9080*** (0.7219)
bank	-7.2390*** (2.4196)	-16.8248*** (4.4866)
bank2	4.1005*** (1.5145)	9.6614*** (2.7985)
kf	0.8868 (0.9072)	0.5411* (0.2964)
kf2	-0.1375 (0.1288)	-5.4679** (2.5784)
urban	0.0103*** (0.0015)	0.0013 (0.0018)
cpi	-0.0155 (0.0063)	-0.0110 (0.0098)
xn	-0.0993*** (0.1826)	-0.1379 (0.1141)

¹ 金融发展程度相对较高组包括：北京、天津、山西、吉林、辽宁、上海、江苏、广东、海南、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏共 15 个地区；金融发展程度相对较低组包括：河北、内蒙古、黑龙江、浙江、安徽、福建、广西、山东、四川、新疆、河南、陕西、湖南、湖北、江西共 15 个地区。

续表 5.9

sedu	-0.0127*** (0.0022)	-0.5999*** (0.1925)
tz	-0.1022*** (0.0380)	0.0060 (0.0350)
_cons	4.1101*** (0.9072)	10.8877*** (1.9314)
R-squared	0.4721	0.3799
Group	15	15

表 5.10 分区域 utest 检验结果 (2)

			极值点	最小值	最大值	P> t
高组	df	H0: Monotone or U shape H1: Inverse U shape	0.3554	0.0030	2.3444	0.0015
	bank	H0: Monotone or Inverse U shape H1: U shape	0.8707	0.6088	0.9964	0.0179
	kf	H0: Monotone or U shape H1: Inverse U shape	0.0495	0.0021	0.8963	0.0373
低组	bank	H0: Monotone or Inverse U shape H1: U shape	0.8827	0.5917	0.9964	0.0706

在表 5.9 中，第 (1) 列表示金融发展程度相对较低的固定效应回归结果，第 (2) 列表示金融发展程度相对较高的回归结果。可以看出，金融结构对宏观杠杆率的影响在不同金融发展程度中存在差异。

融资结构仅在金融发展程度较高组中表现出倒 U 型关系。在金融发展程度较高组中，直接融资比重的二次项在 1% 的显著水平上为负，并在 1% 的显著水平上通过非线性关系检验，直接融资比重与宏观杠杆率间的倒 U 型关系成立。Utest 检验显示在金融发展程度较高组中，直接融资比重的极值点为 0.3554，而均值为 0.2392¹。说明金融发展程度较高组的直接融资仍小于极值点，尚处于倒 U 型曲线的左半段，即当前直接融资比重的提高主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用。从均值可以看出，金融发展程度较高组的直接融资发展水平并不高，直接融资的发展对实体经济的促进作用较小，故主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用。而在金融发展程度较低组中，直接融资比重表现出对宏观杠杆率的正向抬升

¹ 对两个子样本分别进行描述性统计，金融发展程度较低组的直接融资比重、银行业占比和金融开放程度的均值分别为 0.1762、0.7761 和 0.0591；金融发展程度较高组的指标均值为 0.2392、0.7859 和 0.0970。

作用。从均值来看，金融发展程度较低组的直接融资比重均值为 0.1762，直接融资发展水平较低，对宏观杠杆率下降的积极作用并不明显。

金融中介结构在两组中均表现出与宏观杠杆率的 U 型关系。在两组回归中，银行业占比的二次项均在 1% 的显著水平下为正。在金融发展程度较高组中，银行业占比在 5% 的显著水平下通过非线性检验，并且极值点为 0.8707，而均值水平为 0.7859，尚未达到临界值，尚处于 U 型曲线的左半段；在金融发展程度较低组中，银行业占比在 10% 的显著水平下通过非线性检验，并且极值点为 0.8827，而均值水平为 0.7761，同样未超过极值点，处于 U 型曲线左半段，即在两组回归中银行业占比的提升均主要表现出对宏观杠杆率的抑制作用。

金融开放程度 kf 仅在金融发展程度较高组中表现出与宏观杠杆率间的倒 U 型关系。在金融发展程度较高组中，金融开放程度的二次项在 5% 的显著水平下为负，并且在 5% 的显著水平下通过非线性关系检验，说明金融开放程度与宏观杠杆率间存在倒 U 型关系。Utest 检验结果显示，极值点为 0.0495，而金融发展程度较高组的金融开放程度的均值为 0.0970。比较均值和极值点可知，从平均水平来看，金融开放程度已经超过极值点，处于倒 U 型曲线右半段，说明当前金融发展程度较高地区金融开放程度的加深，逐渐发挥出对宏观杠杆率的抑制作用。在金融发展程度较低组中，金融开放对宏观杠杆率的作用并不显著，均值水平为 0.0591。不显著的原因可能在于，金融发展程度较低组的金融开放水平较低，对实体经济发展的影响尚不明显，故对宏观杠杆率的作用不显著。

6. 结论与建议

6.1 结论

本文在对金融结构和宏观杠杆率的相关文献和理论以及现实情况进行梳理的基础上,利用 2000 年至 2020 年全国 30 个省及直辖市的面板数据,选取直接融资比重、银行业占比和金融开放程度三个指标,分别从非金融部门的融资结构、金融中介结构和金融开放结构三个方面研究我国金融结构对宏观杠杆率的影响。通过固定效应模型估计验证了我国金融结构与宏观杠杆率间存在着非线性关系,系统 GMM 估计的结果进一步检验了实证分析结果的稳健性。得出的主要结论如下:

第一,从非金融部门融资结构的角度来看,直接融资比重对宏观杠杆率存在倒 U 型的非线性影响。在固定效应回归以及后续的稳健性检验中,直接融资比重的二次项系数显著为负,符合倒 U 型非线性关系的特征。 $utest$ 检验显示直接融资比重的拐点值大致为 0.3560,即当直接融资比重低于 0.3560 时,直接融资主要表现出对宏观杠杆率的正向抬升作用,当直接融资比重高于 0.3560 时,发展直接融资方式,扩大直接融资比重可以发挥对宏观杠杆率上升的抑制作用。

第二,从金融中介结构的角度来看,银行业占比对宏观杠杆率存在 U 型的非线性影响。实证结果显示,银行业占比的二次项系数显著为正,符合 U 型非线性关系的特征,稳健性检验显示该回归结果具有稳健性。并且, $utest$ 检验表明银行业占比的拐点值大致为 0.8562,即当银行业占比小于 0.8562 时,银行业发展规模的扩大对宏观杠杆率存在负向的抑制作用,而当银行业的比重超过 0.8562 时,银行业发展规模过大对经济发展的促进作用减弱,表现出对宏观杠杆率的正向推动作用,推动宏观杠杆率水平的上升。

第三,从金融开放的角度来看,金融开放程度对宏观杠杆率同样存在倒 U 型的非线性影响。金融开放程度的一次项系数显著为正,二次项系数显著为负,符合倒 U 型非线性关系的特征。 $utest$ 检验显示金融开放程度的拐点值大致为 0.1396,当金融开放程度低于 0.1396 时,金融开放程度主要表现出对宏观杠杆率的正向抬升作用,而当金融开放程度高于 0.1396 时,金融开放程度的继续扩大对经济发展的积极作用明显,从而表现出对宏观杠杆率上升的负向抑制作用。

第四，异质性分析的结果显示，金融结构对宏观杠杆率的影响在不同区域、不同金融发展程度下存在差异。从经济发展处于不同阶段来看，直接融资比重和金融开放程度仅在经济发展成熟的东部地区表现出与宏观杠杆率的倒 U 型关系；在中部地区和西部地区，直接融资比重和金融开放对宏观杠杆率的影响并不显著。银行业占比在东部、中部和西部均表现出与宏观杠杆率的 U 型关系，但在各地区的表现略有差异。具体来说，东部和西部银行业占比均值已经临近或超过极值点，银行业发展逐渐表现出对宏观杠杆率的抬升作用，而中部银行业占比均值尚处于 U 型曲线左侧，即尚处于抑制宏观杠杆率的上升的阶段。而金融开放程度仅在东部地区表现出与宏观杠杆率的倒 U 型关系，在中西部地区的作用并不显著。从金融发展程度方面来看，直接融资比重和金融开放程度仅在金融发展程度较高组表现出与宏观杠杆率的倒 U 型关系，而银行业占比在两组中均表现出与宏观杠杆率的 U 型关系。

第五，控制变量的回归分析结果显示，总体来看，通货膨胀率对宏观杠杆率存在负向抑制作用，适当提高通货膨胀率或保持一定的通货膨胀水平有利于宏观杠杆率的下降；城镇化水平对宏观杠杆率存在正向抬升作用；投资增长率、工业化程度和贸易开放度均表现出对宏观杠杆率的负向抑制作用，即扩大投资与贸易开放、加深工业化程度可以在一定程度抑制宏观杠杆率的上升。

6.2 对策及建议

6.2.1 扩大金融市场规模，提高直接融资比重

据统计，截至 2021 年末，我国社会融资规模增量累计为 31.35 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 63.6%；非金融企业境内股票融资仅占同期社会融资规模的 3.9%。从数据对比中可以明显看出，相较于银行信贷为主的间接融资，当前我国直接融资比重仍然处于较低水平。从本文的实证结果来看，目前我国直接融资比重的平均水平已经超过极值点，逐渐发挥对宏观杠杆率的抑制作用。所以，要推动实现宏观杠杆率水平的优化与稳步下降，就要继续大力发展直接融资市场，尤其是要提高股权融资比重。

第一，要大力发展股票市场，推动多层次股票市场体系的建立。在大力发展

主板市场的同时,要注重继续推动中小板市场和创业板市场建设与发展,为不同规模、不同类型的企业提供丰富的融资市场,提高融资效率。有序推进统一的场外交易市场建设,不断丰富场外交易产品种类,并完善场外交易制度,规范场外市场交易行为。要将各层次市场密切、高效的联系起来,建立健全不同层次资本市场的交易制度和转板机制,激励上市企业提高盈利能力。促进不同层次股票市场发展,发挥其对实体经济的积极作用,提高股权融资比重,推动实现宏观杠杆率的优化与降低。

第二,健全直接融资市场制度建设,提高金融市场服务于实体经济的能力。首先,要推动信息披露制度的建设,加强对信息披露行为的监督,更好地规范经济主体信息披露行为。增强股票市场的透明度,维护股票市场运行环境,为实体经济融资提供良好的市场环境。其次,要合理设计并优化市场交易制度,进一步降低市场交易者的各种交易成本,鼓励经济主体通过股票市场进行投资与融资活动,进一步提升股权融资比重。再次,要健全并完善减持机制与制度,减少股票市场波动,鼓励长期资金入市。引进并鼓励各类机构投资者参与股票市场的投融资活动,促进市场的良性竞争机制的形成。最后要稳步推行注册制的实施与改革,做好审核制与注册制的衔接,要根据不同层次市场的现实情况,建立符合其特点的注册制推行和改革方案;全面推行并完善资本市场的退出制度,扩大市场选择的权利,维护资本市场选择与运行的机制,引导资源的高效整合,提高金融市场资金配置效率。通过不断完善资本市场相关制度机制,为实体经济发展提供良好的融资环境,更好地为实体经济提供融资服务,发挥金融市场促进实体经济发展的作用和能力,充分激发直接融资发展对宏观杠杆率的抑制作用,从而稳步实现宏观杠杆率的下降与优化。

6.2.2 建立并完善多元化的金融中介机构

从本文的实证结果来看,目前我国银行业占比均值 0.7814 已经临近 U 型曲线的极值点 0.8562, 即当银行业占比继续扩大并超过 0.8562 时, 银行业规模的扩大主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用。所以除了提高银行业为实体经济服务的效率外, 还应当发展其他类型的金融中介机构, 推动多元金融中介机构体系的形成与发展。

第一，优化银行业结构，提升银行业服务实体经济的效率与能力。首先，要增加中小型银行的数量，鼓励中小型银行，专注于中小微企业的业务，发挥中小型银行支持中小微企业发展的相对优势。要引导民间资本进入金融体系，适度降低准入门槛，形成良好的银行业竞争格局，提高服务实体经济的能力。其次，监管部门要鼓励银行主动采取相关措施，合理地运用相关金融工具解决小微企业缺少抵押和担保的问题。最后，要积极拥抱金融科技，提高金融创新能力，减少中小企业的融资约束，不断通过促进实体经济发展推动宏观杠杆率的稳步下降。

第二，继续推动证券业和保险业发展，丰富多元业态，优化金融中介结构。证券业的发展与资本市场的发展紧密相连。而已有学者的研究表明保险业的发展有利于杠杆率水平的下降。所以，证券业和保险业要发挥各自的业务优势，不断提高金融供给体系的质量。要加强资金监管，防止资金脱实向虚，引导资金流入真正需要的实体经济领域。另外，还要为租赁、信托等新型机构的发展营造规范、宽松的发展环境，提高金融体系的资金配置效率，满足各类经济主体的发展需要。

6.2.3 扩大金融开放程度，加深开放的广度和深度

本文从理论上分析了金融开放影响宏观杠杆率的渠道，并且实证结果显示，从总体来看，金融开放程度对宏观杠杆率存在倒U型影响。一方面，外资金融机构的进入也使得实体经济的债务规模增加，抬升宏观杠杆率水平。另一方面，金融业开放使国外各类金融机构进入国内金融市场，加剧金融机构竞争，在激励国内金融机构创新发展的同时，也能够促进我国金融市场机制不断完善，有利于宏观杠杆率的下降。然而，由本文的描述性统计可知，我国省际金融开放程度的均值为0.0780，尚处于倒U型曲线的左端。这也说明当前我国整体金融开放程度不高，金融开放的广度与深度均有较大的提升空间。所以，我国当前需要进一步扩大金融开放程度，加深金融对外开放的深度，充分发挥金融开放对促进实体经济发展、推动宏观杠杆率下降的积极作用。

第一，继续推进金融业全面开放，提升资本市场开放水平。首先，进一步降低外资准入门槛，拓宽外资金融机构进入渠道。全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，吸引优质外资进入国内金融市场，优化国内营商环境，改善实体经济的融资困境。其次，加大对资金流动去向的监管力度，引导外资更多地流向

国内实体经济领域，支持实体经济的发展，推动宏观杠杆率下降。最后，在控制风险的大前提下，适度放松资本账户交易管制，有序推进更深层次的金融开放。

第二，完善金融市场监管机制，寻求对外开放与防风险的“平衡点”。当前我国金融市场发展尚不完善，相关制度与机制仍不健全。金融开放为实体经济发展带来机遇的同时也带来了诸多风险与挑战。守住不发生金融系统性风险的底线，应当是金融开放发挥对宏观杠杆率抑制作用的前提条件。所以，要加强金融市场应急管理机制，在充分发挥市场作用的同时防范金融风险的发生；建立健全相关制度机制和法律法规，为金融开放提供良好的制度环境。只有在加强监管、维护金融稳定的前提下，金融开放才能充分发挥对宏观杠杆率的抑制作用。

6.2.4 因地制宜，制定差异化去杠杆策略

本文对总体样本的实证结果显示，从融资结构、金融中介结构和金融开放三个方面来看，我国金融结构对宏观杠杆率存在着非线性影响。然而，从本文的异质性分析结果来看，金融结构对宏观杠杆率的非线性影响在处于不同经济发展阶段、不同金融发展水平的地区存在着差异。因此，各地区应该因地制宜，结合各自经济发展的特点、要素禀赋、比较优势和金融发展水平制定适宜、科学的去杠杆策略。

第一，从按经济发展阶段分区域的异质性分析结果来看，直接融资比重和金融开放程度对宏观杠杆率的非线性影响仅在经济较为发达成熟的东部地区显著，并且中部地区的直接融资比重表现出对宏观杠杆率的负向影响；银行业占比对宏观杠杆率的非线性影响在东部、中部和西部均显著成立。并且，从各金融结构指标的均值与极值点的比较来看，在经济发展较为成熟的东部地区，直接融资比重已经逐渐发挥对宏观杠杆率的抑制作用；金融开放程度略微超过极值点，未来金融开放的继续扩大也将有利于宏观杠杆率的下降。在金融中介结构方面，三个区域的银行业占比均值均已超过极值点，处于U型曲线的右半段，即银行业占比的继续扩大将推动宏观杠杆率水平的上升。这说明未来在提升银行业服务实体经济能力的同时，应当推动、促进其他金融中介的发展，才能更好地服务于经济发展，从而促进宏观杠杆率的优化与下降。而金融开放程度在中西部地区的不显著也在一定程度上说明中西部地区金融开放程度不高，金融市场不发达，利用国外

金融资源的能力有待提升。所以，未来中西部地区在发展金融市场的同时，也应当扩大金融开放广度和深度，提升整体利用国内和国外金融资源的能力。

第二，从按金融发展程度分区域的异质性分析结果来看，直接融资比重和金融开放程度对宏观杠杆率的非线性影响在金融发展程度较高组中均显著成立。其中，从均值水平来看，直接融资比重尚未超过倒 U 型曲线的极值点，即当前直接融资比重的提高主要表现出对宏观杠杆率的抬升作用，说明直接融资有待进一步发展，未来应继续提高直接融资比重，以促进宏观杠杆率的优化与下降；金融开放程度的均值已经超过倒 U 型曲线的极值点，即当前金融开放程度的扩大有利于宏观杠杆率的下降，故未来应继续扩大金融开放程度，提升金融开放的广度与深度，以发挥金融开放对宏观杠杆率下降的积极作用。银行业占比在金融发展程度较高组和较低组中均表现出对宏观杠杆率的非线性影响，并且银行业占比的均值均未超过 U 型曲线的极值点，说明总体来看当前以银行为主的金融中介结构对宏观杠杆率的下降仍起到积极作用，故未来在促进多元化金融中介结构发展的同时要提升银行业服务于实体经济的能力，以推动宏观杠杆率的下降和优化。

参考文献

- [1]Allen.F and Gale. Comparing financial systems[M].Cambridge: MIT Press,1999.
- [2]Dalio R. An in-depth look at deleveragings[J]. Bridgewater, Feb Google Scholar, 2013
- [3]Gapen M, Gray D, Lim C H, et al. Measuring and analyzing sovereign risk with contingent claims[R]. IMF Staff Papers, 2006, 55(1): 109-148
- [4]Goldsmith, R.W. Financial Structure and development. Yale University press, 1969
- [5]Kannan P, Rabanal P, Scott A M. Monetary and Macro-Prudential Policy Rules in a Model with House Price Booms[J].Journal of Macroeconomics, 2012,12(1):1-44
- [6]Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? Journal of Financial Intermediation ,2002,11
- [7]Lin J Y, Sun X, Jiang Y.Endowment, Industrial Structure, and Appropriate Financial Structure:A New Structural Economics Perspective[J].Journal of Economic Policy Reform,2013,16(2):109-122
- [8]Lind J T, Mehlum H. With or without U? The appropriate test for a U - shaped relationship[J]. Oxford bulletin of economics and statistics, 2010, 72(1): 109-118
- [9]Nonfinancial debt and economic growth in euro-area countries[J].Marta Gómez-Puig, Simón Sosvilla-Rivero. Journal of International Financial Markets,Insti . 2018
- [10]Quantifying the Effects of Financialization and Leverage in China[J] . Lixin Sun. The Chinese Economy . 2018 (3)
- [11]Trends and Cycles in China's Macroeconomy[J].Chang Chun,Chen Kaiji,Waggoner Daniel F.,Zha Tao.NBER MACROECONOMICS ANNUAL.2016 (1)
- [12]陈志强, 程卫红, 苏昱冰. 结构性去杠杆的影响因素与路径研究[J]. 金融监管研究, 2019(11):19-35
- [13]陈雨露, 马勇, 徐律. 老龄化、金融杠杆与系统性风险[J]. 国际金融研究, 2014(09):3-14
- [14]丁建臣, 周芮帆, 庞念伟. 后疫情时期我国宏观稳杠杆的政策路径——基于 TVP-SV-VAR 模型的分析[J]. 新金融, 2021(06):4-10
- [15]杜强. 中国债务杠杆形成机制与宏观效应研究[D]. 天津财经大学, 2018

- [16] 冯明. 宏观债务管理的政策框架及其结构性去杠杆[J]. 改革, 2016(07):104-114
- [17] 高睿, 曹廷求. 宏观杠杆率研究述评[J]. 东岳论丛, 2018, 39(03):70-78
- [18] 黄智淋, 董志勇. 我国金融发展与经济增长的非线性关系研究——来自动态面板数据门限模型的经验证据[J]. 金融研究, 2013(07):74-86.
- [19] 黄玮强, 郭慧敏, 庄新田. 基于 CoVaR 动态模型的我国金融机构系统性风险分析[J]. 统计与决策, 2018, 34(19):162-165
- [20] 纪敏, 严宝玉, 李宏瑾. 杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验[J]. 金融研究, 2017(02):11-25
- [21] 林毅夫, 孙希芳, 姜烨. 经济发展中的最优金融结构理论初探[J]. 经济研究, 2009, 44(08):4-17
- [22] 刘哲希, 王兆瑞, 刘玲君, 陈彦斌. 降低间接融资占比有助于去杠杆吗? ——金融结构与杠杆率关系的检验[J]. 财贸经济, 2020, 41(02):84-98
- [23] 刘晓光, 张杰平. 中国杠杆率悖论——兼论货币政策“稳增长”和“降杠杆”真的两难吗[J]. 财贸经济, 2016(08):5-19
- [24] 李宏瑾, 任羽菲. 金融结构、经济效率与 M2/GDP 的关系——基于跨国面板数据的实证研究[J]. 经济与管理研究, 2020, 41(05)
- [25] 刘晓光, 刘元春, 王健. 金融监管结构是否影响宏观杠杆率[J]. 世界经济, 2019, 42(03):47-68
- [26] 刘哲希, 王兆瑞, 陈小亮. 人口老龄化对居民部门债务的非线性影响研究[J]. 经济学动态, 2020(04):64-78
- [27] 李艳军. 宏观杠杆率、投资效率与经济增长——再论我国的宏观债务风险[J]. 金融监管研究, 2020(08):69-83
- [28] 李健, 贾玉革. 金融结构的评价标准与分析指标研究[J]. 金融研究, 2005(04):57-67
- [29] 马建堂, 董小君, 时红秀, 徐杰, 马小芳. 中国的杠杆率与系统性金融风险防范[J]. 财贸经济, 2016, 37(01):5-21
- [30] 梅冬州, 宋佳馨. 金融业开放与宏观经济去杠杆[J]. 中国工业经济, 2021(10):78-97

- [31] 马勇, 陈雨露. 金融杠杆、杠杆波动与经济增长[J]. 经济研究, 2017, 52(06):31-45
- [32] 任晓怡, 汤子隆, 唐松. 区域杠杆、经济增长与金融稳定——基于空间面板杜宾模型的研究[J]. 新疆社会科学, 2017(05):14-24+148
- [33] 任晓怡, 黄锐, 祝佳. 企业杠杆率、金融波动与区域经济增长——基于区域结构视角的企业杠杆率研究[J]. 广东社会科学, 2018(01):27-37
- [34] 宋清华, 林永康. 杠杆率会影响全要素生产率吗——基于企业和地区异质性的视角[J]. 山西财经大学学报, 2021, 43(03):112-126
- [35] 苏昱冰. 供给侧结构性改革的金融支持研究[D]. 天津财经大学, 2018
- [36] 张晓丹, 彭耿. 数字普惠金融发展与区域创新能力——基于 282 个城市数据的非线性影响研究[J]. 技术经济与管理研究, 2021(10):32-36.
- [37] 宋亚, 成学真, 赵先立. 我国省域杠杆率及其对经济增长的影响——基于省级面板数据门槛模型[J]. 华东经济管理, 2017, 31(02):100-106
- [38] 谭小芬, 李源, 王可心. 金融结构与非金融企业“去杠杆”[J]. 中国工业经济, 2019(02):23-41
- [39] 吴立力. 金融化适度性对企业杠杆率调整的影响[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2021, 41(10):99-113
- [40] 王国刚. “去杠杆”: 范畴界定、操作重心和可选之策[J]. 经济学动态, 2017(07):16-25
- [41] 王征洋, 曹勇. 我国主权部门债务风险评估及预警分析——基于资产风险市场价值的视角[J]. 国际金融研究, 2017(10):87-96
- [42] 王竹泉, 王舒慧, 王苑琢. 中国制造业上市公司资本杠杆演进研究——基于微观资本杠杆的宏观杠杆率测度与评价[J]. 财会通讯, 2019(11):3-7
- [43] 夏小文. 中国杠杆率的特征事实、成因及对策[J]. 经济学家, 2017(11):21-27
- [44] 徐云松. 非金融企业高杠杆率的机制与动因——基于融资结构视角的分析[J]. 金融理论与教学, 2017(05):1-5
- [45] 于瑾, 周吉人. 金融化的路径选择与风险防控[J]. 金融论坛, 2015, 20(08):19-26
- [46] 赵瑞娟, 秦建文. 金融供给侧结构性改革背景下的金融脱媒效应——基于利

率和资产价格双渠道的分析[J]. 中央财经大学学报, 2020(09):35-43. DOI:10.19681/j.cnki.jcuufe.2020.09.005.

[47]赵瑞政, 王文汇, 王朝阳. 金融供给侧的结构性问题及改革建议——基于金融结构视角的比较分析[J]. 经济学动态, 2020(04):15-32

[48]张家臻, 刘亚. 中国银行业系统性风险的度量和影响因素研究[J]. 经济经纬, 2018, 35(05):143-150

[49]朱琦. 资本结构波动的实证研究[D]. 湖南大学, 2017

[50]朱鸿鸣, 薄岩. 中国全社会及各部门杠杆率测算[J]. 重庆理工大学学报(社会科学), 2016, 30(02):1-6

[51]张晓晶, 刘学良, 王佳. 债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越[J]. 经济研究, 2019, 54(06):4-21

后 记

光阴似箭。当我写到后记时，也就意味着我的三年研究生生活进入了倒计时。回顾这三年的校园生活，有开心、有难过、有遗憾、也有满足，更多的是想要感谢的人。

首先，我要感谢我最敬爱的导师。在学业上，您时常鼓励我要独立思考、多看多想，时常提醒我要珍惜时间，努力提升自己。在论文的写作中，您给予了我莫大的帮助。当我的写作遇到问题时，是您认真、耐心地引导、点拨我，帮助我逐渐打开思路。在生活中，您给予我们家人般的关心，也时常教我们为人处世的道理。您教导我们要拥有坚强的内心，从容地面对人生的种种难关，您的谆谆教诲我会铭记于心。感谢您，我最敬爱的老师。

其次，我要感谢我的父母。在十几年的求学路上，是亲爱的父母一直支持我，为我提供最大的帮助，辛苦支持我完成学业。感谢爸爸妈妈对我无微不至的照顾，一直竭尽所能为我提供更好的生活。感谢你们理解并尊重我的选择，鼓励我要乐观生活，去做自己想做的事。我时常想，如果换做是我，经历你们曾经历过的事，我恐怕无法比你们做的更好。父母也是我一直努力前行的动力，我永远爱你们。

再次，还要感谢各位授课老师。老师们的倾囊相授与分享，让我学习了许多新的知识与观点。现在回想起来，每天上课的日子虽然忙碌，但是每天都过得充实、快乐且充满期望。

最后，我要感谢一直陪伴着我的朋友们。对于十几年的好友，我很庆幸我们能够一直陪伴彼此至今，感谢你们在我烦恼时听我诉说心事以及在难过时的开导与陪伴。我们以后还会有许多个十年，愿我们的友谊可以持续一辈子。当然，还要感谢在读研期间认识的朋友，我的三位舍友、我的师兄师姐以及同门的小伙伴们。感谢舍友三年的陪伴，我们彼此照顾、一起哭、一起笑、一起闹的日子是我的研究生生活中最美好的回忆之一。感谢师兄师姐对我的照顾，不论是生活还是学习，你们都会为我们细心解惑，提供帮助。感谢四位同门的小伙伴，我们彼此激励，一起进步，分享快乐；我们也时常相互鼓励、彼此开解，一起度过艰难的日子。能够在短短三年中结识这么多可爱又善良的人，是我的幸运。

人生聚散离别终有时，愿下次相聚时我们都能成为更好的自己！