

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 金融杠杆率对经济增长的影响
-基于金融效率的调节效应分析

研究生姓名: 范弘彦

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: 金融风险管理

提交日期: 2024年6月3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： 范弘彦 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 范弘彦 签字日期： 2024年6月3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内容。

学位论文作者签名： 范弘彦 签字日期： 2024年6月3日

导师签名： 范弘彦 签字日期： 2024年6月3日

Research on Influence of Financial Leverage Ratio on Economic Growth - Analysis of Regulatory Effects Based on Financial Efficiency

Candidate :Fan Hongyan

Supervisor:Wang Xia

摘 要

2008 年全球金融危机爆发后的全球经济陷入萎靡，为了应对危机，全球各国采取扩张性政策以缓解经济下滑的压力。我国也顺应这一趋势，开始实施“加杠杆”策略，推动了经济的快速增长。然而，这也导致了杠杆率过高，进而对经济增长产生了反作用。因此，深入探究金融杠杆率与经济增长之间的关系，不仅有助于我们防范化解风险，也为调控经济增长提供了重要的思路。此外，当前我国金融体系在推动经济增长方面虽然已取得一定成效，但依然存在一些深层次问题。尽管资本总量的增加对经济活动有显著促进作用，然而，单纯依赖资本量的增长并不能充分满足现代经济发展对于高质量金融服务的需求。金融效率的提升，即如何更有效地分配和使用资金资源，是衡量金融体系成熟的重要标准之一。金融效率体现在金融机构的服务能力、风险管理水平、金融市场深度和广度、金融产品的创新程度以及金融监管的有效性等多个维度。只有当金融体系能够在资源配置上实现精准服务实体经济需求，才能更好地推动国民经济持续健康发展。

本文对金融杠杆率、经济增长与金融效率的关系进行了研究。首先，概述了有关金融杠杆率如何影响经济增长的相关理论依据。介绍金融效率概念及其衡量指标，阐述了金融效率对于金融杠杆率与经济增长动态关系的影响机制；其次，分析近 20 年来我国整体金融杠杆率与经济增长的变化趋势，以及各个省市之间的变化趋势。实证基于我国 300 个地级市 2009 年至 2021 年的动态面板数据，结合地区生产总值增长率与人均地区生产总值增长率等数据，揭示我国经济增长与金融杠杆率的变动情况。纳入控制变量，采用系统 GMM 估计方法，建立以金融杠杆率与经济增长关系的核心模型，同时将金融效率作为调节变量纳入模型框架。结果表明：金融杠杆率与经济增长之间存在明显的“倒 U 型”关系；进一步发现，金融效率存在明显的调节效应，使“倒 U 型”曲线的形态更加平缓，使拐点右移。当金融杠杆率较低时，金融效率能显著促进金融杠杆率对经济增长的正面影响，当金融杠杆率较高时，金融效率能显著降低金融杠杆率对经济增长的负面影响。最后，本文综合理论分析和实证结果，提出完善杠杆预警机制、差异化的杠杆调控、提高金融资源配置效率以及提升金融与经济增长的适配性等建议。

关键词：金融杠杆率 经济增长 金融效率 系统 GMM

Abstract

After the outbreak of the global financial crisis in 2008, the global economy plunged into a downturn. To address this crisis, countries worldwide adopted expansionary policies to alleviate the pressures of economic recession. China also followed suit and initiated the "leverage" strategy, which facilitated rapid economic growth. However, this approach has resulted in excessive leverage that ultimately hampers economic progress. Therefore, conducting an in-depth examination of the correlation between financial leverage ratio and economic growth not only aids in preventing and resolving risks but also offers crucial insights for regulating economic development. Furthermore, although China's financial system has achieved certain accomplishments in promoting economic growth, there are still underlying issues that need to be addressed. While an increase in overall capital significantly impacts economic activity, relying solely on capital accumulation cannot fully meet modern economic development's demand for high-quality financial services. Enhancing financial efficiency – specifically how capital resources are allocated and utilized more effectively – serves as a vital criterion for assessing the maturity of a financial system. Financial efficiency is manifested through institutions' service capabilities, risk management levels, depth and breadth of financial markets, innovation within financial products, and effectiveness of regulatory oversight. Only

when the financial system accurately caters to resource allocation needs within the real economy by reducing information asymmetry and transaction costs while improving capital turnover rates can it better serve actual industries and promote sustainable and healthy national economic development.

This paper examines the relationship between the financial leverage ratio, economic growth, and financial efficiency. Firstly, it provides a comprehensive overview of the theoretical foundations that explain how the financial leverage ratio impacts economic growth. Additionally, this paper introduces the concept of financial efficiency along with its measurement index and elucidates on how it influences the dynamic relationship between the financial leverage ratio and economic growth. Secondly, an analysis is conducted on the historical trends of China's overall financial leverage ratio and economic growth over the past 20 years, as well as variations among different provinces and cities. By utilizing dynamic panel data from 2009 to 2021 for 300 prefecture-level cities in China, combined with regional GDP growth rates and per capital GDP growth rates, an empirical study reveals changes in China's economic growth and financial leverage ratio. The core model establishing a relationship between the financial leverage ratio and economic growth utilizes system GMM estimation method while incorporating financial efficiency as a regulatory variable within its

framework. The results demonstrate a clear "inverted U-shaped" relationship between the financial leverage ratio and economic growth. Furthermore, it is discovered that financial efficiency has a significant adjustment effect by making this curve more gradual in shape while shifting its inflection point to the right. When the financial leverage ratio is low, financial efficiency significantly promotes positive impacts on economic growth resulting from increased leveraging. Conversely, when high levels of leveraging are present, improved levels of financial efficiency effectively mitigate negative impacts on economic growth caused by excessive leveraging. Finally, based on theoretical analysis and empirical results, this paper puts forward suggestions on improving the leverage early warning mechanism, differentiated leverage regulation, improving the efficiency of financial resource allocation, and improving the suitability of finance and economic growth.

Keywords: Financial leverage ratio;Economic growth;Financial efficiency;System GMM

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	3
1.2 文献综述	3
1.2.1 经济增长的影响因素研究	3
1.2.2 金融杠杆率对经济增长的影响研究	4
1.2.3 金融效率在金融杠杆率对经济增长作用中的影响研究	6
1.3 研究内容和方法	7
1.3.1 研究内容	7
1.3.2 研究方法	8
1.4 创新与不足	8
2 相关概念与理论分析	10
2.1 相关概念	10
2.1.1 金融杠杆率的定义与度量	10
2.1.2 金融效率的定义与度量	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 金融加速器理论	12
2.2.2 债务—通缩理论	14
2.2.3 金融效率理论	15
2.3 金融杠杆率对经济增长的影响分析	16
2.3.1 较低金融杠杆率对经济增长的影响分析	16
2.3.2 过高金融杠杆率对经济增长的影响分析	18
2.4 金融效率在金融杠杆率对经济增长影响中的调节效应分析	19
2.4.1 金融效率与资金供给	19
2.4.2 金融效率与优化资源配置	20
3 金融杠杆率与经济增长的现状分析	21
3.1 金融杠杆率的现状分析	21
3.1.1 金融杠杆率水平现状分析	21
3.1.2 金融杠杆增长率现状分析	22
3.2 经济增长的现状分析	23
3.3 不同地区金融杠杆率与经济增长现状	23
3.3.1 高金融杠杆率地区的分析	24
3.3.2 中金融杠杆率地区的分析	26
3.3.3 低金融杠杆率地区的分析	27
4 金融杠杆率影响经济增长的实证研究	30
4.1 实证设计	30
4.1.1 指标选取与数据来源	30

4.1.2 样本数据的检验	31
4.1.3 模型构建	32
4.2 金融杠杆率影响经济增长的实证检验	33
4.2.1 模型估计的选择	33
4.2.2 金融杠杆率对经济增长的影响	34
4.3 稳健性检验	38
4.3.1 对金融杠杆率的其他度量	38
4.3.2 控制变量对模型的影响	40
4.4 金融效率的调节效应分析	40
4.4.1 金融效率对“倒 U 型”曲线形态的影响	42
4.4.2 金融效率对“倒 U 型”曲线拐点的影响	42
4.5 异质性检验	43
5 结论与建议	45
5.1 研究结论	45
5.2 政策建议	46
5.2.1 强化金融杠杆率预警机制，加强制度化建设	46
5.2.2 坚持差异化的杠杆调控策略	46
5.2.3 进一步完善金融资源的配置效率	47
5.2.4 提升金融效率、杠杆率与经济增长之间的适配性	48
参考文献	49
后 记	53

1 绪 论

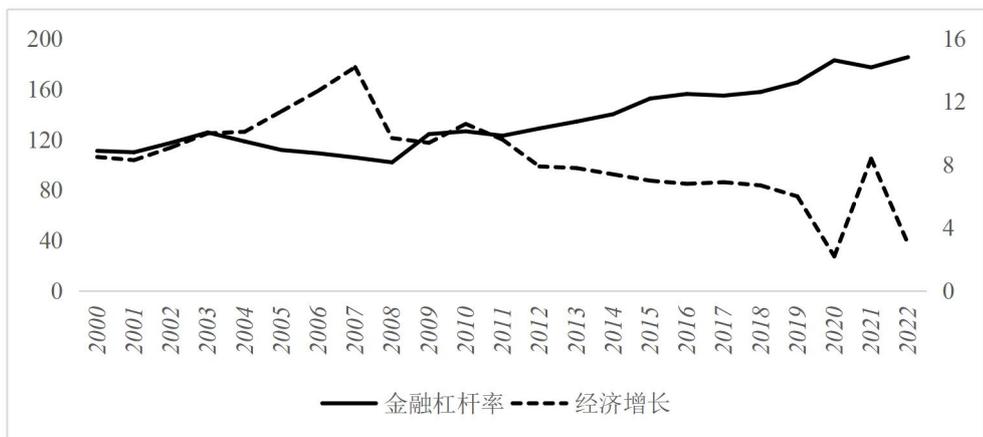
1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

党的二十大报告明确提出了“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的战略目标，为未来发展指明了方向。近年来，我国经济增速在受到疫情等短期因素影响的同时，也受到了中长期结构性因素和体制性因素的制约，呈现出下滑趋势。具体来看，2020年经济增速显著放缓至2.2%，尽管2021年底GDP增长率短暂回升至8.4%，但2022年底又下降至3%，2023年有所回升，升至5.2%，这表明我国稳增长任务依然艰巨。当前，我国经济正面临着需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力，因此，在未来几年甚至十几年内，化解各种下行压力、稳定经济增速成为重要任务。为了实现经济的合理增长，我们需要将扩大内需战略与深化供给侧改革有机结合起来。在此过程中，实体经济作为经济增长的重要推动力，其作用不可忽视。而实体经济的发展，离不开金融体系的有力支持。然而，自2008年金融危机以来，我国在应对经济危机的过程中不断加杠杆，导致杠杆率持续攀升，金融风险日益加大。过高的金融杠杆率水平可能会导致过度投机、低储蓄和资源错配等问题，从而导致实体经济的不稳定，对经济增长产生抑制作用。因此，我们需要在推动经济合理增长的同时，密切关注金融杠杆率的变化，确保金融发展与实体经济相匹配，为经济增长提供稳健的金融环境。

近几年，我国经济增速换挡下高杠杆问题逐渐凸显，根据金融杠杆率的测算方法，测算我国国内私人部门信贷/GDP，发现我国金融杠杆率从2012年的128.9%上升至2022年末的185.4%，而同期GDP增速均值为6.3%，相比于改革开放以来至2008年全球金融危机之前10%左右的GDP增速均值有所下降，具体来看，见图1.1。图1.1表明了中国的金融杠杆率与经济增长之间并非简单的正相关或负相关关系，而是存在较为复杂和动态的关系。2000年至2022年期间，中国金融杠杆率与经济增长呈现出复杂的变动关系。早期阶段（2000-2003年），金融杠杆率的上升与经济增长同步，可以反映出这一时期内，资本的快速积累和

信用扩张对经济增长起到了推动作用。然而，在 2004 年之后，尽管金融杠杆率开始下降，但经济增长并未受到显著影响，反而继续保持上升趋势，这或许表明在此阶段经济增长的动力来源于其他因素，如生产力提升、产业结构调整或是宏观经济政策的有效性。2008 年国际金融危机爆发后，金融杠杆率受全球金融市场动荡的影响而上升，并与经济增长率呈现短暂的反向变动，即经济增长率下降。这一现象揭示了金融风险的累积以及外部冲击对我国实体经济造成的影响。随后的几年里，积极的财政政策和货币政策促使金融杠杆率进一步升高，但经济增长率却未能恢复到危机前的高水平，甚至出现了持续下滑，这显示了高杠杆环境下的经济增长可持续性问题的。为了确保金融体系健康稳定并有效支持实体经济长期增长，深入研究金融杠杆率与经济增长之间的适配程度及内在机理至关重要。此外，经济增长低迷下的金融杠杆率持续攀升问题，表明仅通过提高金融杠杆率来促进经济增长不再可行，这时，金融效率的提升成了促进经济增长的重要推动力。新时期不得不面对如何通过金融效率实现资源的最优配置，达到最优生产效率以促进经济增长这个问题。



数据来源：金融杠杆率来源世界银行，经济增长来源于 Wind 数据库

图 1.1 2000-2022 年我国金融杠杆率与 GDP 增长率

在目前我国经济面临需求收缩、供给冲击、预期减弱三重压力的背景下，研究金融杠杆率与经济增长的关系是我们急需探讨的课题，这就需要我们进一步判断我国目前的金融杠杆率水平是否和经济增长相匹配，为我国制定杠杆政策提供依据。因此，本文主要的研究目的在于在理论与实证相结合的基础上，深入研究

金融杠杆率和经济增长之间的关系，并引入金融效率因素，试图探索金融效率对二者关系的影响，进而为我国杠杆调整与金融改革政策制定提供参考和借鉴，通过二者的有机结合为中国经济的可持续健康发展提供支持和保障。

1.1.2 研究意义

(1) **理论意义**：在金融杠杆率与经济增长的关系研究上，相关研究内容还不够充分，大部分文献只聚焦于金融杠杆率本身，鲜有研究聚焦于金融效率在其中发挥的作用，由此将金融杠杆率、金融效率与经济增长纳入统一的研究框架，丰富了相关理论的研究。因此对金融杠杆率与经济增长之间的关系进行更深入研究对于我国金融杠杆调整具有重要的意义。

(2) **实际意义**：近年来我国金融去杠杆与加杠杆并存的现状、经济增长率从高速增长转为中低速增长且经济增长率大幅波动的事实，需要我们对金融杠杆率与经济增长的关系进行更全面的审视，结合理论与实际，通过对金融杠杆率、经济增长现状进行深入剖析，可以帮助厘清背后成因及所存在的问题。因此，本文基于金融杠杆率与经济增长存在非线性关系的假设条件下，采用系统 GMM 模型对二者之间的关系进行了研究，与以往文献不同的是将金融效率指标作为调节变量，来探究不同金融效率环境下金融杠杆率对经济增长的影响，为促进我国去杠杆化和金融改革的有机结合提供建议。

1.2 文献综述

1.2.1 经济增长的影响因素研究

经济增长在一国经济中扮演着十分重要的角色，经济增长一直是经济学领域研究的重点，特别是疫情过后，我国实体经济面临着许多挑战，我国的经济增长依旧摆脱不了依靠债务创造的情形，因此，如何保持我国经济持续稳定的增长成了近年来的核心问题。影响经济增长的因素主要可以分为：经济资本、制度政策和技术创新。

一个国家的资本存量影响着一个国家的经济规模，通过提振消费和投资，增加资本存量，可以有效的促进生产能力并提高经济增速。此外，资本的总量并非

越大越好，在“提量”的同时也不能落下“增质”，通过市场机制以及政府的政策优化社会资源的配置，从而提高社会生产率，促进社会生产与消费，促进经济增长（马晓河，2023）。要不断优化人力资本，提升劳动者的技能和创新能力，促进人力资本的累积，通过人力知识资本对社会生产的递增效应，促进规模经济的产生。随着生产规模的不断扩大，单位产品的生产成本会下降，从而促进企业生产以及提高产品集中度，并通过较高的生产要素积累率形成较高的经济增长率（周腰华，2016）。此外，通过技术创新以及促进劳动者技能的提升也有利于劳动者收入的提高，从而促进社会消费。2024年作为“消费促进年”，要合理运用好“消费”这架拉动经济增长的马车，通过“政策和活动”双轮驱动，增加居民收入，提升居民消费意愿从而提振经济。目前，我国面临着金融资源供需失衡，供给强而需求弱，融资结构相对单一的问题。这时，金融机构作为金融体系的重要组成部分要充分发挥好服务实体经济的作用。目前债务主要有三种功能：促进储蓄转换为投资、创造金融资产与全社会的购买力、跨期消费平滑和提高个人生活福利（元宁，2024）。金融机构在投放信贷的同时要充分发挥好债务的功能，通过发放信贷提高金融杠杆率，促进金融机构的投入转化为产出，从而提升金融效率。而金融效率的提升意味着社会储蓄不断转变为社会投资，从而提高经济增速。金融机构还要均衡投放社会资源，避免盲目冲量和降低信贷波动，转变思维，从“服务规模额度”转向“服务客户需求”，充分与宏观政策相结合，满足社会融资需求。此外，金融机构要不断进行技术创新，改变融资主要通过信贷供给和政府债券的现状，优化融资结构，拓宽融资渠道，提升服务实体经济的能力（毛磊，2024）。

1.2.2 金融杠杆率对经济增长的影响研究

金融杠杆是金融部门服务实体经济的重要手段，能够满足资金短缺方的融资需求。早期一些学者认为两者之间存在着正向关系，Levine等（1999）认为金融市场的发展对经济发展起到促进作用，金融杠杆率会促进经济增长。Beck等（2000）的研究也表明金融杠杆率和经济增长之间存在明显的顺周期性，两者之间存在正向关系。金融深化理论认为加杠杆可以加快金融发展，但随着深入研究，一些学者发现，两者之间并非是简单的线性关系。提高金融杠杆水平能够提高市

场活跃度，促进投资消费，促进了地区的经济发展，但与此同时，也带来了一些资产价格泡沫、高负债等风险问题，降低了金融部门的稳定性（Wagner,2009）。金融杠杆在服务实体经济融资的同时也会带来高负债等负面影响，不断上升的金融杠杆也会对经济增长以及宏观经济的平稳运行造成严重的负担（何剑等,2022）。适当的提高金融杠杆率不仅可以优化资源配置、增加投资消费，还可以降低经济波动、促进经济增长。但当杠杆率水平过高时，就会产生约束效应，投资者抛售资本，资产价格下跌。抵押资产、信贷以及投资价格通过“费雪通货紧缩机制”呈螺旋式下降，给经济带来负面影响（Mendoza, 2010）。可见，金融杠杆率和经济增长的关系呈现非线性的“倒U型”。

此外，经济增长还会受到金融杠杆增速的影响。后疫情时代，企业为了恢复生产需要更多的资金支持，这时，由于信贷需求的急剧增加，金融部门会短时间内采取提供大量信贷供给的手段。在满足了企业的融资需求的同时，也会使得金融部门杠杆率在短时间内迅速攀升，很容易造成严重的通货膨胀。适度范围内的杠杆增速有利于金融机构为企业提供充足的信贷资金，降低交易成本和信息成本，增强企业的资金使用效率，有利于企业改善公司治理，推动技术创新，从而促进经济增长。适度的杠杆增速还利于资本积累，从而促进经济体系的完善发展，能够有效控制金融风险，有利于宏观经济稳定，进一步增加了企业部门的投资意愿，提升经济增速（范科才和陈震，2022）。但是过高的杠杆增速往往意味着过高的金融风险，会提升金融危机发生的概率。杠杆增速过快会降低企业部门的投资效率，不利于投资的良性循环，不利于经济持续稳定发展（张焕明，马昭君，2023）。此外，金融杠杆的波动对经济增长稳定性具有显著影响。在市场情绪悲观时，企业尤其是供应链上的企业可能由于债务负担加重、融资成本上升或流动性紧张，而面临债务偿付压力增加的问题。这种现象会通过产业链和金融市场间的联动机制产生负面效应进一步加大实体经济的下行压力。宏观金融杠杆大幅度波动不仅会导致外源融资环境的不稳定，限制了投资和生产的扩大，也降低了经济增长的潜力。这种不稳定性还可能触发资产价格大幅调整、信贷违约风险升高以及银行系统内坏账累积等连锁反应，使金融体系整体抗风险能力下降（马勇等，2016；马勇和陈雨露，2017；潘敏和袁歌聘，2018）。

1.2.3 金融效率在金融杠杆率对经济增长作用中的影响研究

随着金融部门的快速发展,越来越多的学者关注金融与经济增长之间的关系。金融效率是一个比率,一般用来表示金融部门的投入产出比,可以由金融机构存贷比来表示。它直接影响着金融机构对实体经济的服务效率,可以反映金融业对经济增长的拉动增长程度。一些学者通过实证研究了金融杠杆率与经济增长的关系,研究表明金融杠杆率对经济增长有促进作用,但这种促进作用存在着调节效应,在金融效率的不同阶段,金融杠杆对经济增长具有不同的影响。通过提高金融效率和优化金融体系,可以增强金融杠杆率对经济增长的促进作用(王爱俭和杜强,2017;张春海,2018)。

一般来说,金融效率较低的地区往往伴随着不健全的金融制度,由于未能完善市场方式对资源的配置体系,使得部分资源配置依旧在政府的指导下进行,市场经济体制的运行仍然存在问题(李浩,2021)。因此,政府势必会进行干预确保银行能够为企业提供足够的信贷支持,而政府的过度干预会降低金融杠杆率对实体经济发挥的作用,降低了国有企业资金的使用效率,不利于经济增长(庞加兰和郭晓莉,2020)。而随着金融效率的提高,金融制度的健全也会加强市场资本的流动,在促进资本供给的同时也使得投资质量不断提升,将闲散资金能够真正的用于好项目上,从而提升金融杠杆率对经济增长的促进作用(刘学程,2017)。

除了影响资金供给,金融效率的提高也有助于优化资源配置。由于帕累托的资源是最优的,金融机构可以在将未使用的社会资源配置到资本需求方中发挥适当的中介作用,从而实现更有效的资金利用和更高的收益回报。与此同时,在最佳情况下,金融机构可以降低交易成本,促进金融资源优化升级,从而提高企业的收入和增长潜力,并促进效率低下的行业转型升级,提高区域经济增长的质量,从而形成一个积极的产业发展循环。此外,金融部门有定价和风险管理的功能,以便提升金融效率,使资金流转于高效率产业(刘清娟,2023)。杨羽宸(2023)从资本效率和生产效率的角度研究了资源配置中的金融效率转化影响。他认为,我国可以通过提高金融机构的融资效率和提高国有企业的资金转化效率来促进经济增长。提高金融效率还将改善资本配置的扭曲,降低金融风险的可能性,提高资源配置的效率以及减少失业,促进经济增长。因此,通过分析可知,金融效

率主要通过影响资金供给以及优化资源配置提升了信贷资金的使用效率,以及降低了金融风险发生的概率,从而有助于提升金融杠杆率对经济增长的促进作用。

1.3 研究内容和方法

1.3.1 研究内容

本文对现有的相关理论进行了梳理归纳,总结了金融杠杆率与金融效率的理论基础,选取 2009-2021 年我国 300 个地级市的面板数据实证检验了金融杠杆率与经济增长之间的关系,并进一步研究了金融效率在其中发挥的具体作用,最后根据实证的结果从金融杠杆率以及金融效率的角度提出如何促进经济增长的建议,将本文的研究内容主要分为五章。

第一章为绪论,详细探讨了本文的研究背景、意义,并对相关文献进行了全面综述。在此基础上,本章明确了研究思路和方法,并指出了研究的创新点及存在的不足之处。文献综述部分主要聚焦于金融杠杆率的度量、金融效率的评估、金融杠杆率与经济增长的关联,以及金融效率的影响机制等方面,为后续实证分析奠定了坚实的理论基础。同时,根据研究内容构建了相应的研究框架。

第二章深入分析了我国金融杠杆率与金融效率对经济增长的理论影响。首先,阐述了金融杠杆率及金融效率对经济增长的理论依据,包括金融加速器理论、债务—通缩理论以及金融效率理论等,为后续研究提供了理论支撑。其次,基于现有理论和研究成果,探讨了金融杠杆率对经济增长的作用机制,以及金融效率在其中所起的调节作用。

第三章针对我国金融杠杆率与经济增长的现状进行了详细分析。首先,从金融杠杆率水平和增长率两个维度出发,分析了我国金融杠杆率的发展现状。接着,对经济增长的现状进行了深入探讨。最后,从高、中、低三个不同金融杠杆率水平的角度,分析了金融杠杆率与经济增长之间的关联性,揭示了我国经济增长的发展现状。

第四章进行了金融杠杆率与经济增长之间的实证研究。首先,分析了二者之间的非线性关系,并测算了金融杠杆率的阈值。随后,进行了异质性检验,探究

了不同经济发展程度下二者关系的异质性。此外，还分析了金融效率的调节效应，并探讨了金融杠杆率与经济增长之间“倒 U 型”曲线形态的平缓与拐点的变化。

第五章为结论与建议部分。在综合理论与实证分析结果的基础上，对研究成果进行了总结，并提出了针对性的建议。这些建议旨在为我国金融杠杆率的合理调控和经济增长的稳健发展提供有益的参考。

1.3.2 研究方法

本文旨在探究金融杠杆率对我国经济增长的影响，为此，将采用文献研究法、定性分析与定量分析法，以及实证分析与规范分析相结合的研究方法。

首先，通过文献研究法，本文梳理了关于金融杠杆率对经济增长影响的已有文献，并归纳总结了这些文献的研究成果。这为我们后续的研究提供了坚实的理论基础，并在此基础上，结合选题，我们进一步深入探讨了金融杠杆率与经济增长的关系。

其次，采用定性分析与定量分析法相结合的研究方法。我们首先对金融杠杆率的测度与现状进行了定性分析，以明确其在我国经济中的实际状况。接着，我们搜集了大量数据，通过定量分析的方法，深入探讨了金融杠杆率是否以及如何影响我国经济增长。这种方法不仅增强了论文的说服力，也使我们对金融杠杆率与经济增长的关系有了更深入的理解。

最后，我们将实证分析与规范分析相结合，以更全面地揭示金融杠杆率影响经济增长的作用机制。我们运用规范研究方法，分析了金融杠杆率影响经济增长的内在逻辑，并探讨了金融效率在这一过程中的调节效应。在此基础上，我们提出了研究假设，并通过系统 GMM 模型对这些假设进行了实证检验。这不仅验证了我们的理论假设，也为后续的政策制定提供了有益的参考。

1.4 创新与不足

本文的创新点主要在于：（1）本文选择从地级城市的中观视角切入，将金融杠杆率、金融效率和经济增长纳入统一研究框架进行规范与实证的研究，这样

既能使研究的数据更具体更有针对性，又能使实证结果更具稳健性。（2）本文以金融效率作为调节变量，运用系统 GMM 模型研究金融杠杆率对经济增长的影响，并进一步分析了金融效率在其中发挥的调节效应，提出不同的金融效率水平下，金融杠杆率对经济增长的影响效应有所不同的假设。同时，运用多种方法进行稳健性检验，使本文结论更加稳健，为现有研究提供补充。

本文的不足之处在于：由于数据可得性，并未包含全部地级市；由于理论水平有限，对金融杠杆率、金融效率以及经济增长的分析并不是特别全面。

2 相关概念与理论分析

2.1 相关概念

2.1.1 金融杠杆率的定义与度量

目前对于金融杠杆率的界定依然没有严格的定义,部分学者从宏观角度展开分析,主要考虑金融杠杆率对经济政策变化或对经济整体的影响情况。宏观层面的金融杠杆率通常用来反映一国或一个经济体内部债务累积的程度以及资金在实体经济与金融部门之间的流动规模。Kollmann 和 Zeugner (2012) 的研究将金融机构的杠杆率定义为总资产与净资产的比例,这一比率越高意味着金融机构使用债务融资的程度越深。他们认为高杠杆率可能会导致金融机构对经济波动更为敏感,并且可能与资本回报率的波动性存在正相关关系,即杠杆率较高时,经济活动的不稳定性和潜在风险相应增大。马勇和陈雨露(2017)从更广阔的宏观经济视角探讨了金融杠杆率问题。他们采用两个常用的宏观经济指标来衡量国家整体的金融杠杆水平:一是私人部门信贷总额占国内生产总值的比例(私人部门信贷/GDP),该比例能够反映出私人部门通过债务融资推动经济增长的程度;二是广义货币供应量 M2 与国内生产总值的比值(M2/GDP),可以揭示经济体中的货币供应和信用扩张对实体经济的影响程度。在去杠杆化过程中,如果操作不当,可能会增加金融体系的脆弱性,并进一步加大金融危机发生的可能性。曾刚(2017)认为,在宏观层面上,考察金融杠杆率对实体经济的影响,实践当中比较常用的指标是 M2/国内生产总值、金融业增加值占比、信贷/国内生产总值缺口等比率。荣梦杰(2022)则采用金融机构本外币贷款余额/地区生产总值来衡量金融杠杆率。

而另外一部分学者则从微观企业主体或银行主体方面展开,研究金融杠杆率的定义与测度方式。姚登宝等(2023)则利用加权平均中国主要银行的杠杆率作为金融杠杆率指标的测度方法,该金融杠杆率可近似看作金融杠杆倍数的倒数。陈卫东和熊启跃(2017)重点研究了我国商业银行杠杆率管理的方式。他们指出,银行通过补充资金来提高自身的资本充足率,以此支持资产规模的快速扩张,这

是商业银行维持或提高杠杆水平的主要手段之一。然而，在银行业竞争日益激烈的背景下，这种管理方式面临更大难度，若未能有效控制风险、优化资本结构，则可能对实体经济产生不利影响，增加金融体系的脆弱性和不稳定性。崔宇清（2017）则认为金融杠杆不仅仅体现在单一产品或单个机构。金融机构通过吸收非存款类负债并扩大资产端业务，构建了一条更为隐蔽且复杂的货币创造链条，这一过程加剧了资产价格波动，并放大了金融体系的风险。王倩和赵铮（2018）的研究则着重探讨了银行杠杆率与经济波动之间的关系。他们发现，不同类型的商业银行在杠杆运用上表现出不同的顺周期性：国有商业银行的传统业务对经济周期变化较为敏感；而股份制银行和城市商业银行由于更多地开展创新型业务，其杠杆使用更加显著地随经济周期波动，具有更强的顺周期特点。这意味着在经济上行阶段，这类银行可能更快地放大信贷规模，而在经济下行时，其面临的信用收缩压力也相对较大，从而加大了经济波动。

因此，可以将宏观金融杠杆率的度量大致归结为三种，经济货币度量法：主要体现货币化程度下资金的债务存在形式，用广义货币供给与国内生产总值之比（ $M2/GDP$ ）衡量；金融机构负债法：用金融机构体系内债务总额与国内生产总值之比衡量；信贷规模度量法：用私人部门信贷总额与国内生产总值之比衡量。本文主要采取第二种方法：金融机构负债法来度量金融杠杆率。

2.1.2 金融效率的定义与度量

金融效率是金融促进经济增长和经济发展的中心目标，也是金融和经济联系的关键。因此，国内和国外都提出了提高金融效率的研究理论。在西方金融理论中，早期的学者认为金融效率与金融发展是相关联的，它们是金融效率和金融增长的结果。1965年 Fama 首次提出有效市场假说，即资产价格与市场价值之间存在密切联系，从而影响市场的资产价格。这是市场效率的表现形式也是市场效率的间接度量形式。金融效率是金融与经济相结合的一个重要因素，作为增长性资源影响着经济增长。一般来说，金融效率与资金配置效率有关，金融资源配置效率又包括宏观金融配置效率和微观金融配置效率。前者是金融体系中金融资源配置的综合效率，后者是资源经济的投入产出效率（沈军，2006）。资源是有限的，但如果经过了合理利用，提高了金融效率，那有助于国内经济的增长。周国富

(2007)认为金融效率体现了一个国家的资源再分配能力,影响着投入资金对金融部门产出和整体经济增长。如果资金规模达到一定程度,就需要提高金融资源的使用效率以刺激经济增长。然而,其他学者认为,金融效率指的是金融的运转能力和促进经济发展的能力(王广谦,1997)。无论是在微观层面衡量金融机构的金融效率,还是在宏观层面研究金融稳定性,大部分学者主要采用的都是DEA法,即数据包络分析法(安博文等,2023;施之慧和李冰,2023)。

从微观层面看,周国富和胡慧敏(2007)从储蓄动员率、投资效率和储蓄转化率三个方面建立了11个衡量金融效率的综合指标。安博文等(2023)通过金融市场的环境因素对投入指标进行调整,从而采用三阶段DEA模型测算金融效率。从宏观层面来看,可以通过生产法和中介法来测度区域金融效率的投入与产出,相关研究主要集中在中介法,通过选取企业存款、财政存款和城乡存款作为投入变量,选取贷款作为产出变量。为了衡量农村地区的金融生产率,陈啸和宋陆军(2018)将金融机构网点数、员工数量和金融机构收支作为投入变量。技术创新正日益成为经济增长的重要推动力,胡欢欢和刘传明(2022)、安博文和肖义(2022)从科技投入产出比的角度衡量科技金融效率,以提高科技转型的效率。金融的一个基本功能是促进储蓄转变为投资,因此,刘兰凤和袁申国(2021)认为储蓄投资转化率是衡量金融效率的标准之一。葛鹏飞等(2018)还将资本形成额与国内总储蓄的比率纳入金融效率的衡量指标。此外,一些学者在此基础上重新定义了金融效率,用金融机构的存贷比来表示金融效率,认为金融效率是金融机构的投入产出比(刘汉涛,2018;周现国,2019)。本文主要从宏观角度分析,通过测度地区的投入产出率从而测度金融效率。

2.2 理论基础

2.2.1 金融加速器理论

伯南克和格特勒的金融加速器理论认为,在经济周期中,代理成本的变动与经济活动强度之间存在负相关关系。在经济衰退阶段,由于信息不对称、市场不确定性增加以及信用风险加剧等原因,代理成本会上升,这会进一步加大企业的融资难度,导致企业投资收缩,从而加深经济下滑的程度。而在经济复苏期间,

随着市场信心恢复、信息壁垒减少及信贷市场的改善，代理成本相应下降，使得企业更容易获得外部融资，进而促进投资和经济增长。这种机制犹如一个“加速器”，放大了经济波动的幅度。该理论还指出，在信贷市场摩擦下，企业净值对融资成本的影响显著：企业净资产较低时，其违约风险相对较高，因此从外部获取资金的成本也会更高；相反，当企业拥有较高的净资产时，其信誉度提高，外部融资成本相对较低。此外，金融加速器理论进一步强调，在金融市场存在不对称信息、代理成本上升以及信贷市场摩擦加剧的背景下，经济体系中的小波动会被放大。当金融体系出现紊乱时，企业的外部融资成本因风险溢价增加而显著提升，这不仅对已经受到冲击的金融业施加了额外压力，而且会通过信用收缩机制将这种负面影响传导至整个实体经济，导致经济状况恶化。该理论关注的是信贷市场的非线性和放大效应，即信贷市场中的不对称信息问题如何通过影响企业融资成本进而影响投资决策，继而波及整体经济活动。适度提高金融杠杆率虽然不能直接解决信贷市场的信息不对称问题，但可以暂时促进资本流动性和资源配置效率，通过刺激消费、推动投资增长来提振经济，并在一定程度上改善企业的融资环境，降低其在特定时期的外部融资成本。然而，长期或过度依赖杠杆率的增长也会带来潜在风险，如债务累积过多可能导致金融系统的脆弱性增强，一旦经济周期转向衰退期或者发生负面冲击事件，可能会触发系统性金融危机，使得金融加速器效应反过来作用于经济，形成更为剧烈的负向反馈循环。因此，政策制定者在运用金融杠杆促进经济增长的同时，也需要审慎平衡风险与收益，维护金融稳定，确保宏观经济健康运行。

因此，即使在宏观经济中只出现小规模冲击，在一个经济体运行稳定但存在信息不对称的情况下，当金融杠杆率上升到一定程度时，该理论也发挥不了作用。当整个经济体的债务水平过高时，任何负面冲击都可能导致金融市场和实体经济之间的联系被放大，此时，金融机构由于面临更高的信贷风险和潜在损失，可能会提高贷款标准，使得企业尤其是净值下降的企业更难获取外部融资，进而导致其融资成本显著升高。这种情况下，企业的财务状况进一步恶化，不仅无法通过新的融资缓解经营压力，反而可能因借贷成本高昂而加重负担，从而陷入恶性循环：企业资产价值下降→外部融资成本提高→经营困难加剧→资产价值进一步下降。与此同时，投资者的风险厌恶情绪也会增强，减少投资意愿，这将进一

步压缩企业的融资渠道，加大了整体经济下滑的压力。中小企业更容易受到负向冲击，尤其当生产项目不得不用取得贷款的方式来生产运营时。在信息不充分、不对称的情况下，金融机构尤其是像银行这样的金融机构，将面临严重的逆向选择和道德风险，从而降低了银行的信贷意愿，严重限制信贷供给。

2.2.2 债务—通缩理论

这一理论最初是由费雪提出的，他认为经济衰退本身是由过度债务和通货紧缩的相互作用造成的。货币流通量与商品价格的变化存在正向关系，货币流通量明显会影响商品价格的变化。现实中，宏观政策的调控会影响货币供应量，而货币供应量的多少又会导致商品价格的波动。要使这一理论发挥作用，它必须建立在两个关键前提之上：包括没有其他影响价格的因素和均衡经济体系下存在过度负债。在经济周期的非理性繁荣时期，市场参与者的预期过于乐观，各个部门对未来利润有更高预期，从而导致过度投机。再加上市场的非理性使得资产价格被过度高估，抬高了资产价格，使企业更容易获得借款，并使经济的整体风险攀升，信贷扩张的速度和规模远远超过了经济体所能承受的范围。当经济恢复正常时，资产价值将不再被高估，经济的负面影响将波及债务链，信贷市场将收缩，大多数公司将开始偿还债务，从而导致市场中存在过多的清偿债务。大多数公司会使用资产清算，但由于主体都开始清偿而导致市场中的供给大于需求，这种清算进一步导致资产销售困难，出售的资产被估值过低，进而会导致价格下降，并可能导致资产进一步贬值。当债务人的偿债压力增大时，为了偿还债务，债务人被迫出售资产以获取现金，这会导致市场上资产供给过剩，资产价格进一步下降。随着资产价格的下跌和市场悲观情绪的加剧，货币乘数效应减弱，即银行系统创造信用的能力受到抑制，导致货币流通速度减慢，物价水平大幅下滑。在这种环境下，企业面临需求不足、利润收缩的压力，不得不减产并调整规模、裁员或破产，从而加大了劳动力市场的压力。公众对未来经济持悲观态度，消费信心丧失，更多的人选择持有现金以应对不确定性，投资与消费需求因此减少，形成一个恶性循环，使得经济更加深陷衰退之中。在这个过程中，由于名义利率相对固定而物价水平持续下跌，实际利率会不降反升，加重债务负担，迫使债务人继续抛售资产，而这又进一步压低市场价格，加剧通货紧缩状况。。

债务一通缩理论为我们提供了一个分析经济现象的重要框架,当金融杠杆率过高导致过度负债时,整个经济体系会陷入一系列负面连锁反应:包括清偿债务、资产贬值以及债务规模的不断扩大,最终导致经济增长放缓。在2008年金融危机后,我国为了刺激经济,采用了加杠杆的政策。短期内使得经济呈现出一种非理性的繁荣状态。然而,这种繁荣是建立在高债务基础之上的,因此不具有稳定性。随着债务规模的不断扩大,金融市场的稳定性开始受到威胁。市场参与者对未来的预期变得悲观,开始纷纷清偿债务。这一过程导致了资产价格的下跌,进而使得债务的实际价值相对上升,形成了所谓的“债务陷阱”。在这种情况下,即使债务人努力偿还债务,但由于资产贬值和债务规模的不断扩大,他们的债务负担反而越来越重。为了应对问题,政府需要通过采取加强金融监管、优化债务结构、推动结构性改革等措施来降低杠杆率、稳定金融市场并推动经济的可持续发展,提高经济增长的质量和效益。

2.2.3 金融效率理论

金融效率在经济增长中扮演着重要角色,其中,间接融资机制尤为关键。银行部门作为金融中介机构,在间接融资过程中发挥着核心作用。通过融通资金功能,资金盈余主体能够将闲置资金提供给资金短缺主体,从而提高资金利用效率。银行等金融机构通过精细化的风险评估和信贷政策,能够更加精准地支持实体经济发展,尤其是对实体经济中具有高成长性、技术创新能力强的企业提供资金保障,有助于培育新的经济增长点。金融杠杆率在这一过程中起到了关键作用。适度的杠杆率可以放大金融资源的效应,提高金融市场的流动性,促进投资活动,进而带动经济总量的增长。然而,过高或过快增长的金融杠杆率则可能带来风险积聚,如债务负担加重、资产泡沫形成等问题,因此,政府和监管机构需要适时调控,确保金融体系稳健运行,避免因过度杠杆导致的系统性风险。总之,在保持金融效率提升的同时,合理控制金融杠杆水平,优化资源配置结构,是实现经济高质量发展的重要手段。通过对金融资源的有效配置,不仅可以满足各类市场主体的资金需求,推动产业升级转型,还能有效保障民生福祉和社会稳定,从而全面助力经济社会持续健康发展,提升了社会发展的综合效益。

2.3 金融杠杆率对经济增长的影响分析

金融杠杆率对国家经济增长具有多维度的影响。在经济形势稳定且良好的环境下，适度的金融杠杆率可以撬动更多资金流入实体经济，促进投资和消费，推动经济增长。高杠杆率意味着金融机构和企业通过借贷获得了更多的资金用于投资或扩大生产规模，如果这些资金能有效转化为生产力并产生足够的收益来偿还债务利息及本金，那么高杠杆可能带来经济扩张与繁荣。然而，当杠杆率增长过快时，其风险也随之上升。快速累积的债务可能导致企业和金融机构偿债压力增大，市场流动性紧张，一旦宏观经济环境恶化或者资产价格出现波动，可能会触发债务危机，从而影响到整个金融体系乃至实体经济的稳定性。金融去杠杆则是为了防范和化解这种潜在的风险，通过调控信贷增速、强化资本监管等手段促使金融体系降低负债水平，优化资产负债结构。在这个过程中，虽然短期内可能会使得金融市场紧缩，融资成本增加，对企业投资和经济发展造成一定压力，但长期来看，健康的去杠杆过程有助于提高金融体系的抗风险能力，改善资源配置效率，并为实体经济创造一个更加稳健、可持续的发展环境。

2.3.1 较低金融杠杆率对经济增长的影响分析

(1) 提升货币政策效率

货币政策是指国家依据本国经济状况，采取特定措施来调控市场利率的决策过程。通常情况下，通过调整货币供应量政策以达到影响市场利率的目的，因为市场利率与投资活动之间存在着直接而密切的关系。同时，为了有效利用和发挥资金在投资活动中的作用，合理设定金融杠杆率至关重要，确保其处于适宜水平，以便支持适度的资金运用并促进经济发展。这意味着，通过合理调整金融杠杆率，货币政策得以更有效地发挥其功能。同时，增强市场中货币的传导效能，也有助于强化货币政策的实施效果（何德旭和王朝阳，2017）。在当今经济环境下，货币政策旨在维持市场稳定的同时，促进多行业领域的协调发展，并抵御外部干扰。银行作为连接各经济领域的纽带，常常通过贷款为企业的资金支持，进而推动投资活动。银行下调贷款利率时，通常会促进投资活动扩张。在追求货币政策目标并防范可能的不稳定风险时，需将金融杠杆率纳入政策考量维度。这种综合策

略不仅有利于提升货币政策的实施效果，还能增强市场自我调节机制，并优化资金使用效率，从而提高整体政策效率。

(2) 增强金融系统流动性

当前，资金短缺已成为一种常态，资金作为市场稳定的基石，其重要性不言而喻。金融机构和资本市场普遍认为，市场的流动性对于市场的稳定与发展具有至关重要的作用。尽管金融机构通常会预留一定的准备金作为市场资金链的补充，但面对庞大的市场规模，这些资金往往难以发挥显著作用，导致市场灵活性受阻。金融杠杆率则被视为解决这一问题的有效途径。它如同金融市场的动力，为市场注入活力（王灿雄，2022）。此外，信用在维护金融系统稳定方面也发挥着重要作用。在金融市场上，金融机构常常利用信用机制扩大杠杆效应，通过质押或担保自身信用的方式，为市场注入额外的资金流动性。这种做法促进了诸如小额贷款、期货保证金交易等各类金融衍生产品的创新与发展（张雪芳等，2020）。当资金短缺，这些衍生产品能够起到缓冲作用，维持金融体系的稳定运行，有效缓解市场的短期资金压力。然而，在实际操作中，投资者行为差异显著。部分投机者追求短期内高额收益，倾向于采用高杠杆策略进行风险性投资。而另一些投资者更看重企业的长远价值和稳健发展，愿意承担当前可能存在的风险，以期获得长期回报。这类秉持长期投资理念的投资者不仅有利于增强市场活跃度，还能够通过分散投资与理性决策，提高金融系统的韧性与灵活性，并且通过资金的有效配置加速实体经济和资本市场的循环流通，对整体市场经济结构优化及健康发展产生积极且持久的影响。

(3) 加速资本积累

在运营过程中，资金流动的重要性不言而喻，特别是对于企业和个体投资者而言。许多时候，企业或个人的倒闭与亏损，往往源于资金链的断裂，无法有效运转。金融杠杆率能够极大地提高企业的投资能力和经营效率。企业通过负债融资、股权融资或其他金融工具来增加其可用资金量，进而投入到更多的投资项目或扩大生产经营规模。在有效管理风险的前提下，适度的杠杆作用可以突破自有资本限制，使企业在保持较低资本投入的同时获得更高的收益回报。合理运用金融杠杆率可以帮助企业在资源有限的情况下迅速扩张，并且如果投资项目成功，将带来显著的盈利增长和财富积累。对于很多小企业发展成为大型企业而言，合

理地使用金融杠杆率是关键一步,它使得这些企业在面临初始资金瓶颈时能够撬动更大规模的资金,从而加速了企业的成长步伐。然而,金融杠杆率是一把双刃剑。过高的杠杆率虽然可能短期内带来高额利润,但也可能导致企业债务负担加重,一旦市场环境变化或投资项目收益低于预期,可能会引发严重的偿债危机。因此,在实际操作中,企业和金融机构必须谨慎评估自身的风险承受能力,科学制定杠杆比率,确保金融杠杆的运用既能促进经济增长,又能维护金融稳定,实现经济与金融之间的良性循环。

2.3.2 过高金融杠杆率对经济增长的影响分析

(1) 加大金融风险

金融杠杆率的作用具有显著的两面性。正如前述分析所指出,金融杠杆率能够使企业利用有限的资金实现高额利润。然而,当金融杠杆率超出合理范围,尤其是过度放大时,一旦突破其承受极限,便会引发金融风暴,甚至导致整个金融体系的崩溃(马勇等,2016;潘敏和袁歌骋,2018)。经济繁荣期,企业利用杠杆可以获取可观的收益。然而,一旦出现大规模的亏损,这些损失不仅会对企业造成严重影响,同时也会波及到金融机构,甚至可能威胁到其生存。金融机构作为社会经济体系的重要组成部分,一旦因亏损而陷入困境,将引发一系列严重的社会问题,甚至可能引发社会动荡。由此可知,金融杠杆率是一把具有强大影响力的双刃剑。因此,我们必须确保金融杠杆率保持在一个合适的范围内,以实现金融市场的稳定与健康发展。

(2) 融资难度加大,降低金融监管精准度

当前,一些金融机构选择在表外进行部分杠杆操作,这种做法虽然暂时逃避了监管的直接约束,但同时也削弱了中央银行货币政策的有效性。表外融资活动可能导致市场利率失真,形成多层次、多渠道的资金成本,不利于利率市场化进程,并且易引发“影子银行”现象,加剧金融体系内部的风险积聚(崔宇清,2017)。在企业普遍追求高杠杆以获取更高利润的现实情况下,金融监管面临着更加复杂而艰巨的任务。随着金融市场产品创新与业务模式的不断深化,许多金融工具和服务变得越来越复杂,使得监管机构在有限的时间内难以精准识别并评估这些新产品和业务中蕴含的潜在风险。金融机构采用提高杠杆的方式,虽然短期内能增

加盈利空间，但长期来看却加大了整个金融系统的脆弱性。尤其是在多方参与、多次嵌套的投资结构中，资金通过复杂的通道流转，往往导致资金链条过长，资金的实际成本被抬高，这不仅增加了实体经济的融资难度，也埋下了流动性风险和信用风险的隐患（周现国，2019）。在此情境下，实体经济难以获得充足的资金支持，进而影响实体企业的盈利能力，可能导致实体经济整体低迷。可见，金融机构对杠杆的处理方式不仅影响央行政策效果，也增加了金融监管的难度，同时还对实体经济造成了不利影响。因此，需要采取有效措施规范金融机构的杠杆使用，强化金融监管，以促进金融市场的健康稳定发展。

由此可知，适当的提高金融杠杆率不仅可以提高货币政策的效率、优化资源配置、增加投资消费，还可以降低经济波动、促进经济增长。但当杠杆率水平过高时，就会产生约束效应，投资者抛售资本，资产价格下跌。抵押资产、信贷以及投资价格通过“费雪通货紧缩机制”呈螺旋式下降，给经济带来负面影响（Mendoza, 2010）。

2.4 金融效率在金融杠杆率对经济增长影响中的调节效应分析

2.4.1 金融效率与资金供给

金融部门在提升金融效率的过程中，能够显著增强资本供给，进而促进财富创造。当金融制度存在缺陷时，政府通常会介入，确保银行能够为企业提供必要的信贷支持。然而，政府的过度干预可能会削弱金融杠杆率对实体经济的正面效应，降低国有企业资金的使用效率，从而对经济增长产生不利影响（庞加兰和郭晓莉，2020）。金融效率的提升往往与金融制度的完善相辅相成。一个完善的金融制度对金融机构的创新发展有着积极的催化作用，比如鼓励证券公司、商业银行和保险公司不断创新金融产品和服务，不仅丰富了投资者的投资产品，而且通过多元化的金融工具促进了市场资本的流转。各金融中介间的有序竞争也有利于金融服务品质和效率的不断提升，促使居民储蓄更好地转化为投资，进一步充实了经济增长所需的资金池。从居民角度来看，金融体系效率的提高意味着他们的储蓄能够更安全、便捷地转化为投资，这将提高他们对消费和投资的信心，从而激活消费市场，促进资金在金融市场和实体产业间更顺畅地循环，提高社会整体

对信贷资源的配置和使用效能。而对于企业部门来说，金融效率的提升带来了更多样化的融资渠道和更低廉的融资成本，企业更容易筹集资金扩大投资，通过合理利用资本以获得更高的边际收益，从而在本质上提高了投资效益，有力推动了经济的持续健康发展。金融效率的提高不仅增强了金融部门信贷资金的流动性，扩大了社会中的资金供给，还提高了信贷资金的使用效率，为经济增长注入了新的活力（刘学程，2017）。

2.4.2 金融效率与优化资源配置

金融效率的提升，意味着存贷比例的提高，这意味着金融机构在信用中介职能上能有效发挥作用。能够成功动员闲散资金，并将其引导至经济社会发展的各个角落，从总量和结构两个层面优化资金配置效率。这一转变使得金融部门的信贷供给能更精准服务实体经济，进而强化了金融杠杆率对经济增长的积极作用。具体来看，金融效率的提升体现在资金从低效部门流向高效部门。在企业层面，通过内源性融资、直接融资和间接融资等多种方式筹集资金，企业能够随着投资率的提高而增加资本投入。当投资效率得到有效提升时，每新增一单位资本所获得的边际收益也将随之增长，这进一步激励企业加大投资力度，以追求更快的企业成长和更高的利润水平，充分体现了企业在资金使用上的高效性（林进忠，2020）。住户部门的资金行为同样对经济增长质量产生影响。居民除了满足基本生活消费外，会将部分收入存入银行或者投资于多样化的金融产品中，例如购买公司债券、投资股票市场等，从而实现对企业间接或直接投资。这些储蓄和投资转化为企业可用的资金来源，助力企业扩大生产规模和进行技术升级，形成“储蓄—投资—增长”的良性循环。而在国际层面上，国外直接投资（FDI）和境外机构的融资活动是国际资本流动的重要途径。出口贸易带来的外汇收入不仅增强了国家的外汇储备，而且这部分资金可以通过金融市场流入到更具潜力的实体经济项目和资本市场中，进一步促进优质产业的发展与壮大。金融效率的整体提升，无疑加速了资金在不同经济主体间以及国内外市场的流通速度，确保了优质实体产业和高效率投资项目得到充足的资本支持，这对于推动我国经济从量的增长向质的飞跃具有至关重要的作用（黄倩等，2021）。

基于此，本文提出以下两个假设：

假设 1：金融杠杆率与经济增长之间存在非线性的“倒 U 型”关系。

假设 2：金融效率会调节金融杠杆率对经济增长的作用。

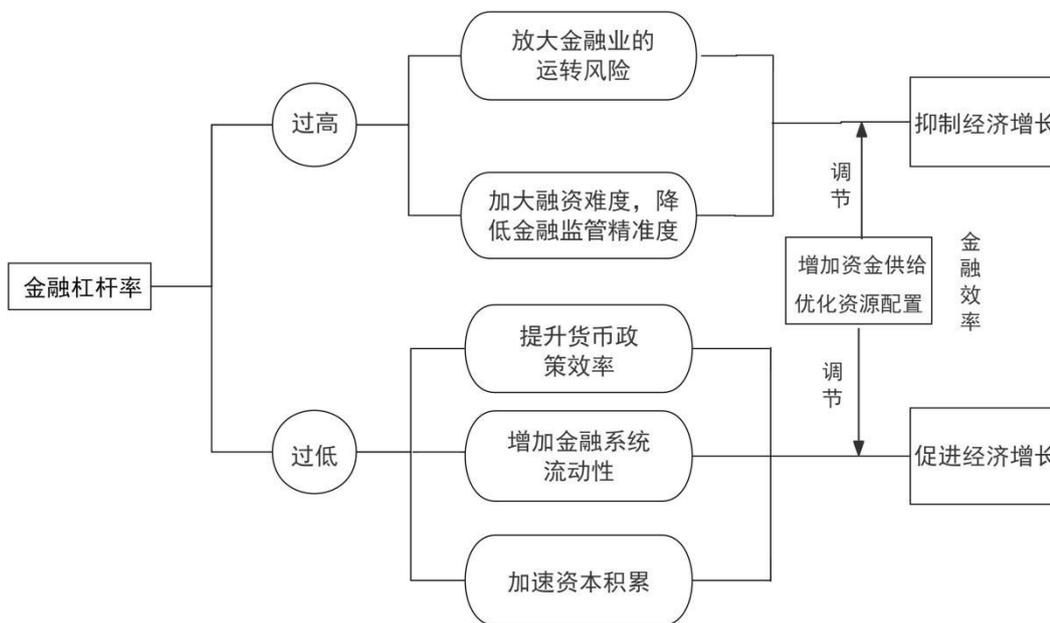


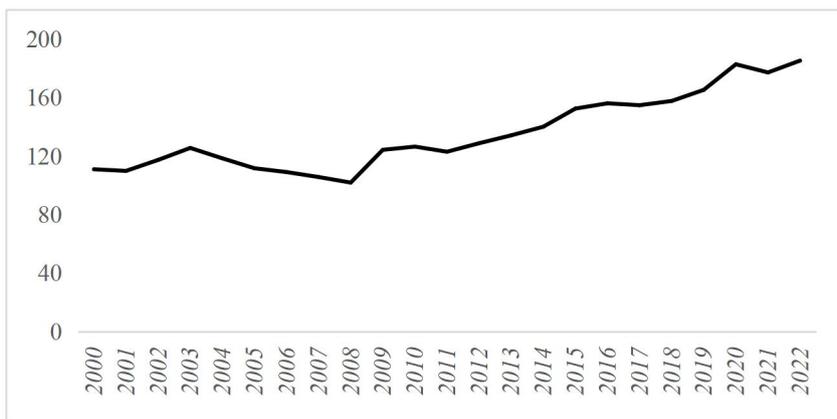
图 2.1 金融杠杆率、金融效率与经济增长的传导机制图

3 金融杠杆率与经济增长的现状分析

3.1 金融杠杆率的现状分析

3.1.1 金融杠杆率水平现状分析

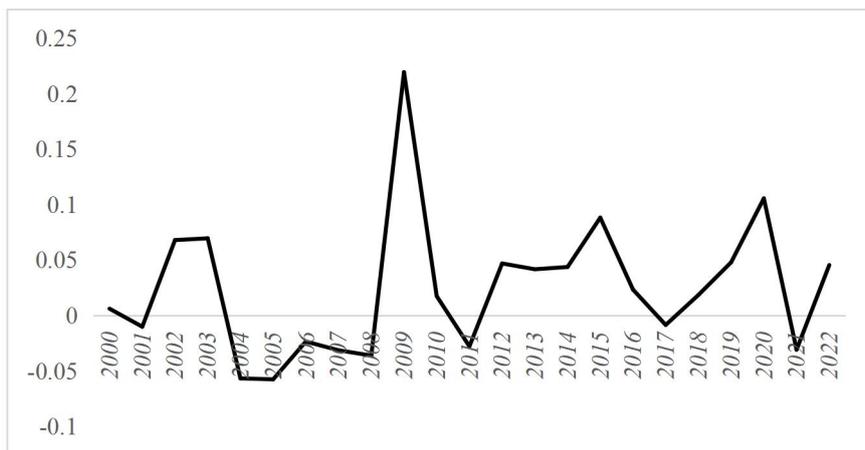
本文选取了我国 2000-2022 年金融杠杆率的变动趋势，从总趋势看，金融杠杆水平呈现一个很明显的上升态势。具体来看，通过测算我国国内私人部门信贷/GDP 来测算我国金融杠杆率水平，我国金融部门杠杆率总体上呈现上升趋势且增速较快，其中金融杠杆率从 2000 年的 111.1% 增长到 2022 年底的 185.4%，期间，2000-2003、2009-2016 两个阶段增长尤其迅速，2016 年达到 156.2%。随后，在我国去杠杆政策的影响下，2017 年杠杆率略有所下降，且 2017-2019 年金融杠杆增速有所放缓；2019 年以后新冠肺炎疫情的爆发使我国经济增长的压力加大，为稳定经济增长，我国金融杠杆率从 2019 年的 165.4% 上升到 2022 年 12 月底的 185.4%。



数据来源：世界银行

图 3.1 2000-2022 年我国金融杠杆率走势图

3.1.2 金融杠杆增长率现状分析



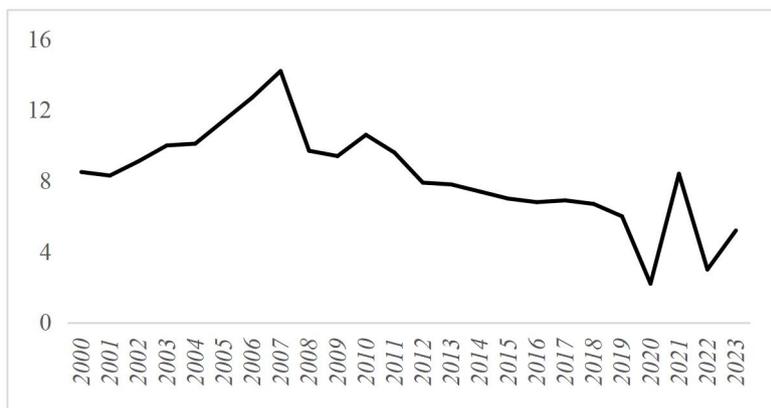
数据来源：根据世界银行数据测算得出

图 3.2 2000-2022 年我国金融杠杆增长率走势图

根据分析 2000-2022 年金融杠杆增长率发现，金融杠杆增长率变化较大且频繁。其图形主要由几个“倒 U 型”组成，主要经历过 4 次较大的变动。其中，2009 年的变动率最大达到了 22%，这可能与 2008 年爆发的全球性金融危机有关。2008 年过后，为了实现经济的复苏，分别采用积极的政策来拉动经济的增长，促使金融部门发放大量贷款，刺激企业生产以及居民消费，从而使得金融杠杆率有了较大的波动。从 2016 年开始金融杠杆增长率有下降趋势，虽整体上仍是上涨，但增长速度明显变缓，可见我国去杠杆政策取得了明显成效。2020 年-2021

年由于疫情的影响，金融杠杆率发生了明显的变动，金融杠杆变化率从 10.6% 下降至 -3%，而随着经济的逐步复苏，2022 年底金融杠杆增长率又变为 4.5%。

3.2 经济增长的现状分析



数据来源：Wind 数据库

图 3.3 2000-2023 年我国 GDP 增长率

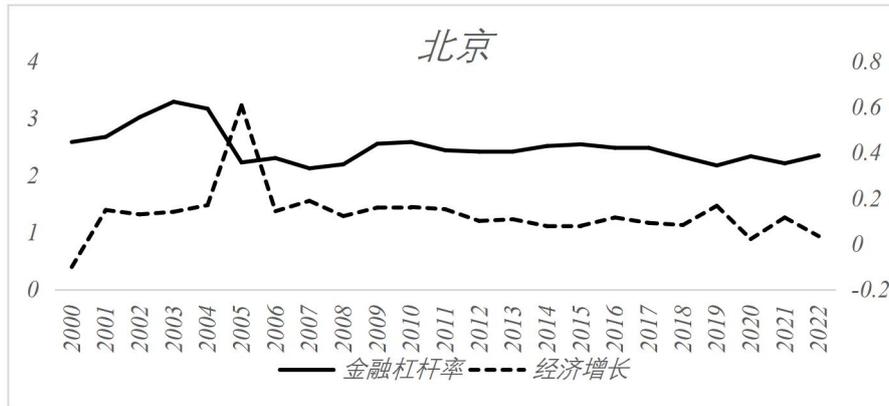
2000-2007 年我国 GDP 增长率稳步上升，从 2000 年的 8.5% 增长到 2007 年底的 14.2%；但 2007 年以后我国 GDP 增长率总体上呈下降趋势，2019 年下降到 6%；2019 年后新冠疫情的爆发对我国的宏观经济形成了严重的负向冲击，2020 年下降尤其迅速，下降到 2.2%；2020 年后，我国积极应对新冠疫情，经济逐渐复苏，2021 年底 GDP 增长率又上升到 8.4%，2022 年底则下降至 3%，2023 年有所反弹，上升至 5.2%。

3.3 不同地区金融杠杆率与经济增长现状

我们通过数据的分析对比，从省市来分析两者之间的影响，主要分高、中、低三个方面来分析。其中，通过测算我国金融杠杆率数据的中位数，将我国 31 个省市、自治区分为三部分，将在整体杠杆率中位数附近的省市定义为中杠杆地区；波动过大，且大于中国整体金融杠杆中位数水平的定义为高杠杆地区；否则定义为低杠杆地区。

3.3.1 高金融杠杆率地区的分析

通过数据统计分析，可以得出我国上海市、北京市、天津市等 9 个省市为高杠杆地区，其中代表省市北京市、上海市的分析如下。



数据来源：国家统计局

图 3.4 2000-2022 年北京地区金融杠杆率与经济增长走势图

图 3.4 表明了金融危机前后北京市的金融杠杆率与经济增长率之间的关系，揭示了宏观经济周期中的重要规律和政策选择。在 2008 年危机前，杠杆率的快速上涨与经济增长放缓之间的负相关性表明过度借贷可能挤占了实体经济的投资和发展空间，增加了经济的脆弱性。2010 年危机过后金融杠杆率和经济增长率的变动趋于平缓，经济增长率呈现相对下降的趋势。而在特殊情况下，例如受到临时性政策激励或其他市场因素影响时，杠杆率和经济增长可能会短暂地同向变动。金融危机后，政策制定者允许一定程度上的杠杆率提高来支撑经济复苏，但这也促使他们更加深刻地认识到长期高杠杆的风险，并着手实施一系列去杠杆措施和强化金融监管，以确保金融体系的健康和稳定。宏观审慎政策在此过程中起到了关键作用，旨在预防系统性风险并引导经济走向更加可持续的增长路径。



数据来源：国家统计局

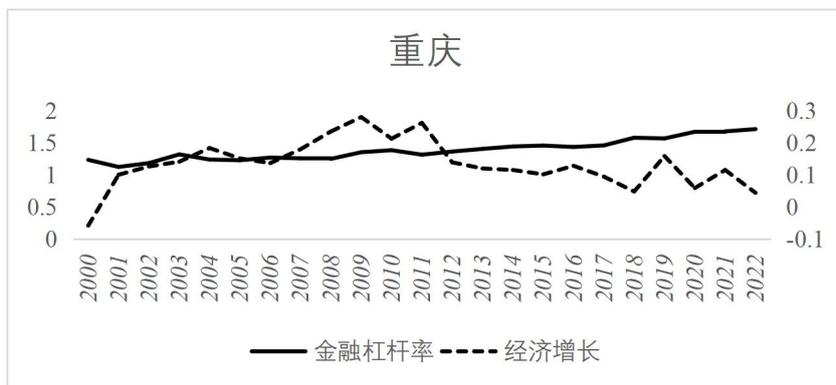
图 3.5 2000-2022 年上海地区金融杠杆率与经济增长走势图

通过分析图 3.5 可以得出，无论是经济危机爆发前还是经济危机爆发后，上海的金融杠杆率与经济增长率之间并没有明显的联系，金融杠杆率整体上呈现上升趋势，而经济增长率波动频繁且幅度较大。2000-2003 年经济增长率随着金融杠杆率的升高而升高，但在 2003-2005 年，随着金融杠杆率增加，经济增长率下降。而后经济增长率基本上处于一个波动的状态。在 2005-2012 年，金融杠杆率持续稳步上升，经济增长率持续波动下降。2012 年过后金融杠杆率继续稳定上升，经济增长率波动加大。在金融杠杆率较高时，随着杠杆率的升高，经济增长率会随之下降。在金融危机之前，上海与北京在金融杠杆的运用上表现出显著的地区性差异。具体来说，上海在金融杠杆率方面保持相对较低的水平，这使得适度增加金融杠杆成为了推动经济增长的一种有效手段。然而，与上海形成鲜明对比的是，北京长期维持着较高的金融杠杆率，这导致了在金融危机前，其金融杠杆率的上升与经济增长率之间呈现出明显的负相关关系。因此，对于像北京这样金融杠杆率较高的地区，无论是增加还是减少金融杠杆，都需要格外审慎。这是因为不当的金融杠杆调整可能会对经济产生不良影响，进而威胁到经济的稳定与健康发展。这一分析不仅揭示了金融杠杆率与经济增长之间的复杂关系，也提醒我们在制定金融政策时，应充分考虑不同地区的实际情况，灵活调整策略。同时，这也警示我们，在金融领域，任何政策的调整都应基于深入的分析 and 审慎的考虑，避免盲目跟风或采取一刀切的简单做法。

3.3.2 中金融杠杆率地区的分析

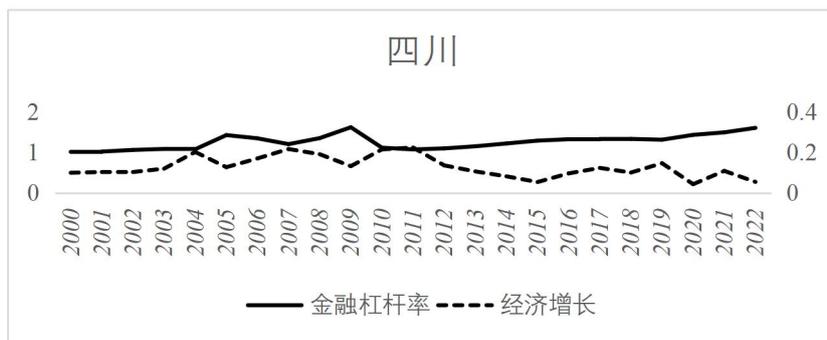
同样的，可以得出我国重庆市、四川省、广东省等 11 个省市为中杠杆地区，其中代表省市重庆市和四川省的变化趋势如下所示。

从图 3.6 可知 2000-2009 年重庆的经济增长率波动上升，2009 年过后经济增长率波动下降，而金融杠杆率相对稳定，呈现上升态势。可见，随着金融杠杆率的上升，重庆的经济增长率先上升后下降。



数据来源：国家统计局

图 3.6 2000-2022 年重庆地区金融杠杆率与经济增长走势图



数据来源：国家统计局

图 3.7 2000-2022 年四川地区金融杠杆率与经济增长走势图

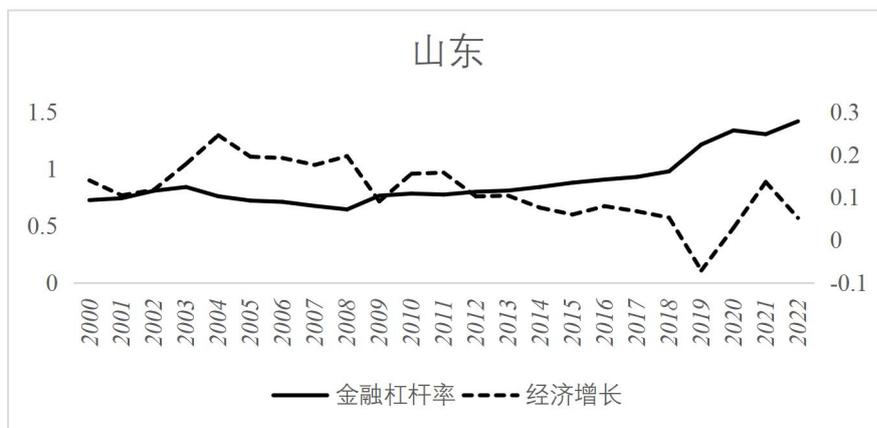
通过分析 3.7 可知，四川的金融杠杆率与经济增长率都有一定幅度的波动，在 2010 年前两者波动频繁基本上为负向关系，金融杠杆率上升时经济增长率下降，金融杠杆率下降时经济增长率反而上升。2010 年后金融杠杆率逐渐呈现上

升趋势，而经济增长率波动下降。

在中等金融杠杆率的地区，2008年金融危机之后，经济增长率下滑往往伴随着金融杠杆率的上升；而金融危机前，提升金融杠杆率会对经济增长有促进作用。这一变化主要源于金融危机前后金融杠杆率的状态差异。在前期，金融杠杆率处于适中水平，其增长有助于经济的进一步发展。相较于高杠杆地区，中等杠杆地区在面临金融杠杆率增长导致经济增长下滑时，所受到的影响相对较小。高杠杆地区的经济增长率已经下降到接近甚至低于2000年的水平，这进一步说明中等杠杆地区在应对金融杠杆率增加所带来的冲击时，相比高杠杆地区更具韧性。因此，在金融杠杆率的运用上，中等杠杆地区相对于高杠杆地区，在平衡经济增长和风险方面表现更为优越。

3.3.3 低金融杠杆率地区的分析

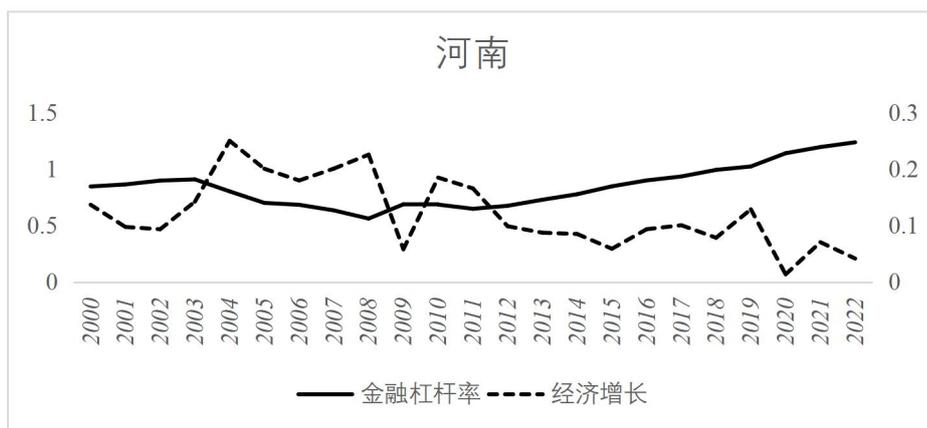
我国内蒙古自治区、河南省、山东省、新疆自治区等11个省市为低杠杆地区，其中代表省份山东省和河南省的变化趋势如下所示。



数据来源：国家统计局

图 3.8 2000-2022 年山东地区金融杠杆率与经济增长走势图

从图 3.8 可得出，2000-2008 年山东的金融杠杆率与经济增长同向变动：金融杠杆率增加，经济增速也随之增加；金融杠杆率降低，经济增速也降低。从 2008 年开始金融杠杆率不断增加，呈持续上涨趋势，而经济增速却呈现波动下降趋势，在 2019-2021 年受到疫情影响，实现短暂上升。



数据来源：国家统计局

图 3.9 2000-2022 年河南地区金融杠杆率与经济增长走势图

从图 3.9 可得知，在河南省的经济发展历程中，金融杠杆率与经济增速之间呈现出复杂的变化。2000 年至 2002 年期间，河南省金融杠杆率的增加与经济增速的下降呈现反向关系，即金融杠杆率的提升并未带来经济增速的上升。然而，在 2004 年至 2008 年期间，随着金融杠杆率的逐渐减小，河南省的经济增速先是逐渐放缓，随后短暂呈现上升趋势。金融危机后，河南省通过增加金融杠杆率，实现了经济的短暂复苏，这一状态持续到 2010 年。随后自 2011 年起，金融杠杆率的持续上升却伴随着经济的波动下滑趋势，显示出高杠杆率对经济增长的抑制作用。在低杠杆率的地区，金融杠杆率与经济增长的关系也并非如人们通常所想的那样简单。在应对金融危机的过程中，虽然加杠杆的初衷是为了促进经济增长，但随着金融杠杆率的增加，经济增长率却呈现下降趋势。这一现象表明，即使在低杠杆率的地区，金融杠杆率对经济增长的作用也并非单一的促进作用。当金融杠杆率超过某一阈值时，即使是低杠杆地区，也会对经济增长产生抑制作用。

总体而言，无论杠杆率处于何种水平，一旦金融杠杆率超出该地区的承受能力，其持续上升往往会导致经济增速的下滑。此外，金融杠杆率的剧烈波动同样值得警惕，无论是急剧上升还是下降，都可能对经济产生负面冲击。对于低杠杆地区而言，亦不能盲目追求增加杠杆，必须结合该区域经济的实际情况进行综合考虑。在多数情境下，金融杠杆的增长率常常高于经济增长率，然而二者之间的差值却并非一成不变。虽然金融杠杆增速的变动趋势与经济增长率之间存在一定

的同步性。然而,这并不能单纯推断出金融杠杆增长率的提升必然促进经济增长,亦不能断定金融杠杆增长率的减缓必然抑制经济增长。事实上,金融杠杆与经济增长之间的关系是复杂且多变的,需要结合具体的情境进行细致的分析和探讨。因此,需要综合考虑多种因素,并避免简单地将两者之间的关系归结为线性关系。

4 金融杠杆率影响经济增长的实证研究

4.1 实证设计

4.1.1 指标选取与数据来源

表 4.1 数据含义及来源

类型	变量	含义	数据来源
被解释变量	g	地区生产总值增长率	中国城市统计年鉴;
	gp	人均地区生产总值增长率	中国城市统计年鉴;
核心解释变量	f	金融杠杆率	中国城市统计年鉴;
	f ²	金融杠杆率的平方	根据 f 数据获得;
	fg	金融杠杆增长率	根据 f 数据获得;
	fg ²	金融杠杆增长率的平方	根据 f 数据获得;
	fe	金融效率	WIND 数据库;
	fe×f	金融效率与金融杠杆率交叉项	根据 f 与 fe 获得;
	fe×f ²	金融效率与金融杠杆率平方交叉项	根据 f 与 fe 获得;
控制变量	pop	人口增长率	中国城市统计年鉴;
	urb	城镇化率	中国城市统计年鉴;
	xm	对外贸易依存度	WIND 数据库; 马克数据网;
	gdebt	地方政府债务	WIND 数据库; 马克数据网;
	edu	教育水平	WIND 数据库; 马克数据网;
	depos	储蓄率	WIND 数据库; 马克数据网;

基于数据可得性,本文选取我国部分 300 个地级市 2009-2021 年的面板数据。对于经济增长的代理变量,主要选取了地区生产总值增长率与人均地区生产总值作为衡量指标。金融杠杆率主要采用金融机构各项贷款余额/地区生产总值衡量,在后续稳健性检验中,依据范科才等(2022)从杠杆增速的角度来度量金融杠杆率,将金融杠杆增长率作为衡量金融杠杆率的指标,此外还会加入金融杠杆率以及增速的平方项来研究两者之间的非线性关系。为了研究金融效率的调节效应,分别引入金融效率与金融杠杆率一次项与平方项的交叉项,其中,金融效率采用地区的投入产出率衡量,用地区的地区生产总值/投资总额衡量。由于不同地级市之间存在差异,因此需在模型中加入一些控制变量,参照马勇等(2016)、潘

敏等（2018）选取以下控制变量：人口增长率；城镇化率（城镇常住人口/常住人口）；对外贸易依存度（货物进出口总额/地区生产总值）；地方政府债务（地方财政一般预算内支出与收入之差/地区生产总值）；教育水平（教育支出/地区生产总值）；储蓄率（地方城乡居民储蓄/地区生产总值）。以上所用数据来源于《中国城市统计年鉴》、WIND 数据库、马克数据网等。

根据实证分析可以得到各个变量的统计性描述结果，如下表 4.2：

表 4.2 变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
g	3,900	0.0902	0.0463	-0.2063	1.0900
gp	3,900	0.1298	1.8883	-0.9884	117.6869
f	3,900	1.0315	0.6977	0.0000	9.622103
fe	3,900	0.3009	0.2679	0.0053	7.0762
fg	3,900	0.1081	1.4396	-0.9913	74.7243
pop	3,900	0.0590	0.0569	-0.1664	0.4078
urb	3,900	0.6531	0.3216	0.1711	3.1044
xm	3,900	674.2234	37415.9800	0.0000	2319926
gdebt	3,900	0.1461	0.1959	-0.0671	2.4797
edu	3,900	0.0381	0.0329	0.0034	0.4399
depos	3,900	0.7956	0.3279	0.0000	2.9069

4.1.2 样本数据的检验

本文选择了 LLC 检验和 Fisher-ADF 检验这两种具有代表性的方法。LLC 检验主要关注是否存在相同根单位根的情况，其基础假设是存在一个普通的单位根。而 Fisher-ADF 检验则更侧重于不同单位根的情况，其基础假设是存在一个有效的单位根过程。如表 4.3 所示，通过应用这两种检验方法，我们发现无论是采用针对同根的 LLC 检验，还是采用针对异根的 Fisher-ADF 检验，本文所选的所有变量数据均未显示单位根的存在。这一结果证明了我们所使用的数据具有平稳性，因此这些数据是适合进行回归分析的。

表 4.3 单位根检验

变量	LLC	Fisher-ADF	是否拒绝原假设
g	-5.6598 (0.0000)	173.709 (0.0000)	是
gp	-4.5663 (0.0000)	161.022 (0.0000)	是
f	-10.6710 (0.0000)	121.7191 (0.0000)	是
fe	-1.0857 (0.0000)	114.4261 (0.0000)	是
pop	-1.3879 (0.0000)	112.7166 (0.0000)	是
urb	-7.9157 (0.0000)	198.2161 (0.0000)	是
xm	-6.4789 (0.0000)	224.9177 (0.0000)	是
gdebt	-2.4177 (0.0000)	177.6784 (0.0000)	是
edu	-3.8989 (0.0000)	144.3554 (0.0000)	是
depos	-3.5825 (0.0000)	145.3742 (0.0000)	是

4.1.3 模型构建

基于本文的分析,发现金融杠杆率和经济增长之间可能存在着非线性的“倒U型”关系,考虑设定以下模型(4.1),此外,为了检验金融效率在其中的调节效应,设定以下面板模型(4.2)-(4.7):

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 y_{i,t-1} + \beta_2 f_{it} + \beta_3 f_{it}^2 + \beta_4 fe_{it} + \beta_5 x_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 y_{i,t-1} + \beta_2 f_{it} + \beta_3 f_{it}^2 + \beta_4 fe_{it} + \beta_5 fe_{it} \times f_{it} + \beta_6 fe_{it} \times f_{it}^2 + \beta_7 x_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

$$\begin{aligned} y_{it} &= \beta_0 + \beta_1 y_{i,t-1} + \beta_2 f_{it} + \beta_3 f_{it}^2 + \beta_4 fe_{it} + \beta_5 fe_{it} \times f_{it} + \beta_6 fe_{it} \times f_{it}^2 \\ &= \beta_0 + \beta_1 y_{i,t-1} + (\beta_2 + \beta_5 fe_{it}) f_{it} + (\beta_3 + \beta_6 fe_{it}) f_{it}^2 + \beta_4 fe_{it} \end{aligned} \quad (4.3)$$

$$C = \frac{d^2 Y}{df^2} = 2(\beta_3 + \beta_6 fe) \quad (4.4)$$

$$\frac{\partial C}{\partial fe} = 2\beta_6 \quad (4.5)$$

$$IF = -\frac{\beta_2 + \beta_5 fe}{2(\beta_3 + \beta_6 fe)} \quad (4.6)$$

$$\frac{\partial IF}{\partial fe} = \frac{\beta_2 \beta_6 - \beta_3 \beta_5}{2(\beta_3 + \beta_6 fe)^2} \quad (4.7)$$

其中， i 表示省份， t 表示年份， y_{it} 表示经济增长， $y_{i,t-1}$ 表示经济增长的一阶滞后项， f_{it} 表示金融杠杆率， f_{it}^2 表示金融杠杆率的平方项，用来研究金融杠杆率对经济增长的非线性影响， fe_{it} 表示金融效率， $fe_{it} \times f_{it}$ 表示金融效率与金融杠杆率的交叉项， $fe_{it} \times f_{it}^2$ 表示金融效率与金融杠杆率平方项的交叉项， x_{it} 表示其他可能对经济增长产生影响的控制变量， u_i 为个体效应， ε_{it} 为随机误差项。模型（4.1）表示金融杠杆率与经济增长之间的非线性关系，为了检验金融效率的调节效应，设定了模型（4.2）-（4.7）：（4.2）是检验调节效应的总模型，省略控制变量后的调节效应模型为公式（4.3）；模型（4.4）为“倒 U 型”曲线顶点曲率 C ，通过求二次函数二阶导数得出；模型（4.5）表示顶点曲率对金融效率求偏导的结果，从而检验金融效率对曲线形态的影响；模型（4.6）表示二次函数拐点的表达式，用其对金融效率求偏导，得到模型（4.7），从而分析金融效率对曲线拐点的影响。

4.2 金融杠杆率影响经济增长的实证检验

4.2.1 模型估计的选择

对于 4.1 与 4.2 式中本文统计的数据是 2009-2021 年的动态面板数据，回归估计方法有很多，但基本上都有其假定条件，如果不能满足，则无法获得有效的

估计。其中，由于设定模型是动态面板模型，因此会存在解释变量与误差项相关、序列相关、内生性等问题。基于此，为获得有效估计量，我们使用系统 GMM 方法对以上模型进行估计，可以避免变量之间以及变量和残差之间的内生性问题。我们主要对 GMM 的估计结果进行 Sargan 检验和 AR 检验。前者用来检验工具变量的有效性，后者用来检验残差是否存在自相关。

4.2.2 金融杠杆率对经济增长的影响

表 4.4 金融杠杆率和地区生产总值增长率的回归结果

变量	模型 1	模型 2	模型 3
L. g	0.3433*** (2.9729)	0.6361*** (24.8458)	0.5282*** (3.3568)
f	0.0130** (2.5175)	0.0133* (1.7732)	0.0205*** (3.943)
f2	-0.0023** (-2.3206)	-0.0029*** (-2.5811)	-0.0023** (-2.4625)
fe	0.0058 (1.1347)	0.0072 (1.5830)	0.0002 (0.0048)
pop	0.0713*** (3.7282)	0.0792*** (2.6286)	0.2368*** (4.2187)
urb	0.0073* (1.9540)	0.0273* (1.7926)	0.1109*** (2.5861)
xm		0.003* (0.5004)	0.0005 (0.9885)
gdebt		-0.0078 (-1.2188)	-0.8576*** (-3.4146)
edu			5.9620*** (3.0417)
depos			-0.2117*** (-4.4759)
c	0.0663*** (4.314)	0.0505*** (4.3084)	0.2194*** (2.7562)
Observations	3600	3600	3600
N	300	300	300
AR (1)	0.002	0.023	0.000
AR (2)	0.102	0.163	0.195
Sargan-P	0.955	0.139	0.456

注：括号内表示稳健标准误，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $P < 0.1$

表 4.4 显示了被解释变量为地区生产总值增长率时，模型的回归结果。模型 1-3 为依次加入控制变量的回归结果分析。结果显示，当被解释变量为地区生产总值增长率时，地区生产总值增长率的一阶滞后项 (L.g) 的系数依次在 1% 的水平上显著，这说明经济增长具有一定的持续性。模型 1-3 的回归结果显示，金融杠杆率的系数分别在 5%、10% 和 1% 的水平上显著为正，这说明金融杠杆率会对地区的经济增长产生正向作用，会促进一个地区的经济增长，而二次项分别 5%、10% 和 5% 水平上显著为负，由此可知，两者之间存在明显的“倒 U 型”关系。这说明，两者之间存在一个拐点。金融杠杆率水平较低时，金融杠杆率升高会促进经济增长，当金融杠杆率超过某值时，金融杠杆率的升高反而会降低经济增速。

除此之外，为了符合宏观经济的实际运行情况，依次加入控制变量来更加严谨地分析金融杠杆率对经济增长的影响。模型显示依次加入控制变量也并未改变金融杠杆率一次项与平方项的符号正负，说明加入控制变量是可行的，模型是稳健的。从控制变量来看，人口增长率 (pop) 在 1% 水平上显著为正，这说明人口增长可能会促进地区的经济增长。地方政府债务 (gdebt) 在 1% 的水平上显著为负，说明在一定情况下地方政府债务可能会抑制经济增长。教育水平 (edu) 在 1% 水平上显著为正，说明教育水平越高，经济增长越快。城镇化率 (urb) 分别在 10% 和 1% 水平上显著为正，说明城镇化率的提高能促进经济增长。储蓄率 (depos) 在 1% 水平上显著为负，可能是因为储蓄率一旦过高，用于消费的资本就减少，消费对于带动经济的增长至关重要，那么减少消费就会阻碍经济的快速增长。表 4.4 显示的模型结果中，当被解释变量为经济增长时，模型 1-3 的 AR (1) 值均小于 0.05，AR (2) 值均大于 0.1，这说明模型的扰动项的差分存在一阶自相关不存在二阶自相关。因此，采用系统 GMM 估计方法是合理的。除此之外，三个模型都通过了 Sargan 检验，说明实证结果可靠。

表 4.5 的回归结果显示，当被解释变量为人均地区生产总值增长率时，金融杠杆率的回归结果。尽管关于经济增长的研究，大部分时候都是从宏观角度来表示一个国家或地区的经济状况，选取地区生产总值增长率作为经济增长的衡量指标，但却无法从“微观”上来反映该地区内单个个体的经济状况。因此，在梳理已有文献后，将人均地区生产总值增长率作为衡量一个地区经济增长的指标。通过回归结果可知，金融杠杆率依旧在 1% 水平上显著为正，二次项依旧在 1% 和 5%

水平上显著为负，说明经济增长和金融杠杆率之间依然存在着明显的“倒 U 型”关系。金融杠杆率水平较低时，金融杠杆率升高会促进经济增长，当金融杠杆率超过某值时，金融杠杆率的升高反而会降低经济增速。我们可知，适度稳定的融资供给是宏观经济稳定运行的重要前提，这表明金融杠杆需要保持相对稳定。

表 4.5 金融杠杆率和人均地区生产总值增长率的回归结果

变量	模型 4	模型 5	模型 6
L. gp	0.1470** (5.5089)	0.0564** (2.3069)	0.7634** (31.1570)
f	0.0339** (5.3127)	0.0303** (6.0522)	0.0394** (2.6949)
f2	-0.0063** (-4.7683)	-0.0068** (-3.6967)	-0.0289** (-2.5563)
fe	0.0457** (3.1284)	0.0103 (0.5142)	0.1768** (2.0172)
pop	0.1928** (4.2102)	0.2254** (3.1558)	0.6393** (5.9420)
urb	0.0146* (1.6624)	0.0337** (3.1594)	0.4318** (2.7617)
xm		0.006** (0.8553)	0.0018 (0.9882)
gdebt		-0.0538** (-2.0485)	-0.9272** (-2.3602)
edu			7.1440** (2.3554)
depos			-0.3117** (-4.2971)
c	0.1493** (11.7191)	0.1528** (10.0034)	0.3496** (2.5382)
Observations	3600	3600	3600
N	300	300	300
AR (1)	0.000	0.000	0.000
AR (2)	0.374	0.976	0.119
Sargan-P	0.933	0.145	0.559

注：括号内表示稳健标准误，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $P < 0.1$

此外，依旧采用了依次加入控制变量的方法来分析金融杠杆率对经济增长的影响。模型 4-6 显示依次加入控制变量也并未改变金融杠杆率一次项与平方项的

符号正负，依旧说明加入控制变量是可行的，模型是稳健的。从控制变量来看，人口增长率仍然（pop）在 1%水平上显著为正，这说明人口增长可能会促进地区的经济增长。地方政府债务（gdebt）在 5%的水平上显著为负，说明在一定情况下地方政府债务可能会抑制经济增长。教育水平（edu）在 5%水平上显著为正，说明教育水平越高，经济增长越快。城镇化率（urb）依旧显著为正，再次说明城镇化率的提高能促进经济增长。储蓄率（depos）在 1%水平上显著为负。

表 4.6 金融杠杆率和地区生产总值增长率的 utest 检验

极值点: 1.407076	
下界斜率	上界斜率
0.0204726	-0.4275642
(3.94293)	(-2.382487)
适当的 U 型检验: 2.38	
(0.00863)	

表 4.7 金融杠杆率和人均地区生产总值增长率的 utest 检验

极值点: 1.419615	
下界斜率	上界斜率
0.0819768	-0.862646
(2.694861)	(-2.502064)
适当的 U 型检验: 2.50	
(0.0062)	

此外，为了检验倒 U 型曲线的拐点，本文进行了 utest 检验，检验“倒 U 型”曲线的可靠性，结果如表 4.6 和表 4.7。表 4.6 的结果显示了金融杠杆率和地区生产总值增长率之间的“倒 U 型”检验结果。结果显示，“倒 U 型”曲线的拐点为 1.4071，在拐点的左侧曲线的斜率为正，拐点右侧曲线的斜率为负，说明曲线为“倒 U 型”曲线，实证结果具有可靠性。就拐点位置而言，当金融杠杆率达到 1.4071 之前，随着金融杠杆水平的上升，经济增速会上升，当超过 1.4071 这一拐点，金融杠杆率上升，经济增速反而降低。表 4.7 的结果显示了金融杠杆率和人均地区生产总值增长率之间的“倒 U 型”检验结果。结果显示，“倒 U 型”曲线的拐点为 1.4196，在拐点的左侧曲线的斜率为正，拐点右侧曲线的斜率为负，也说明曲线为“倒 U 型”曲线，实证结果依旧具有可靠性。就拐点位置而言，当金融杠杆率达到 1.4196 之前，随着金融杠杆水平的上升，经济增速会上升，当超过 1.4196 这一拐点，金融杠杆上升，经济增速反而降低。目前，通过测算

可知我国的全国贷款总额/GDP 明显高于拐点，因此我国以后应适当降低金融杠杆率，制定相应的金融去杠杆政策。

4.3 稳健性检验

4.3.1 对金融杠杆率的其他度量

表 4.8 稳健性检验

变量	模型 7	模型 8	模型 9
L. g	0.3964*** (5.3811)	0.3958*** (5.3756)	0.7753*** (7.4249)
fg	0.0065*** (3.2747)	0.0065*** (3.2941)	0.0101*** (2.7072)
fg2	-0.0008*** (-4.1975)	-0.0008*** (-4.2075)	-0.0079*** (-3.6882)
fe	0.0127** (2.1058)	0.0126** (2.1053)	0.0449 (1.464)
pop	0.1877*** (4.2435)	0.1873*** (4.2342)	0.2149*** (3.0050)
urb	0.0234*** (4.2774)	0.0242*** (3.9444)	0.1256*** (2.7064)
xm		0.0001 (0.5582)	0.0006 (0.9881)
gdebt		-0.0102 (-1.0572)	-0.7448** (-2.2441)
edu			5.5066** (2.4587)
depos			-0.2494*** (-4.5989)
c	0.0601*** (6.8464)	0.0621*** (6.7911)	0.3073*** (3.2554)
Observations	3600	3600	3600
N	300	300	300
AR(1)	0.008	0.008	0.000
AR(2)	0.127	0.126	0.121
Sargan-P	0.973	0.972	0.571

注：括号内表示稳健标准误，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $P < 0.1$

此外，对模型 4.1 与模型 4.2 进行稳健性检验，通过替换变量的方法进行稳健性检验，通过替换金融杠杆率的衡量指标，检验模型的稳健性。前文已经从规模的角度验证了金融杠杆率与经济增长之间的非线性关系，在此依据范科才和陈震（2022）从杠杆增速的角度来检验模型的稳健性。回归结果如表 4.8 与 4.9 所示。

表 4.8 显示了金融杠杆率与地区生产总值增长率之间的回归结果。仍然可以看出：尽管核心解释变量发生了改变，但金融杠杆率及其二次项的系数的符号没有发生改变，仍旧是一次项显著为正，而二次项显著为负，且加入控制变量与否也不会改变其正负号，结果仍显示两者之间存在着明显的“倒 U 型”关系进而证明金融杠杆率与经济增长之间的“倒 U 型”关系在使用不同金融杠杆率代理变量的情况下依旧是稳健有效的。同样地，本文基于人均地区生产总值增长率，更换金融杠杆率的代理变量，结果见 4.9，仍表明了模型的稳健性。

表 4.9 稳健性检验

变量	模型 10	模型 11	模型 12
L. gp	0.1590*** (7.6150)	0.1603*** (7.6629)	0.0018 (0.3558)
fg	0.0314*** (3.0156)	0.0321*** (3.0087)	0.0302* (1.9437)
fg2	-0.0021*** (-8.1075)	-0.0021*** (-8.5291)	-0.0027** (-2.4904)
fe	0.0437*** (2.7505)	0.0462*** (2.7701)	0.0061 (0.3664)
pop	0.5157*** (6.0727)	0.5346*** (6.4787)	0.0986 (0.6372)
urb	0.0982*** (2.6110)	0.0911*** (2.6320)	0.0275 (1.1386)
xm		-0.0003 (-1.0655)	0.0001 (0.1759)
gdebt		-0.0264 (-0.4124)	-0.1331** (-2.4379)

续表 4.9 稳健性检验

变量	模型 10	模型 11	模型 12
edu			0.0924 (0.3503)
depos			-0.9082*** (-11.2846)
c	0.1576*** (6.3342)	0.1493*** (6.5673)	0.1398*** (6.5124)
Observations	3600	3600	3600
N	300	300	300
AR(1)	0.000	0.000	0.000
AR(2)	0.750	0.821	0.100
Sargan-P	0.905	0.891	0.691

注：括号内表示稳健标准误，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $P < 0.1$

4.3.2 控制变量对模型的影响

实际上控制变量的选择和引入对于准确度量主要自变量对因变量的影响至关重要。在实证分析阶段要考虑到除金融杠杆率以外的其他可能影响经济增长的因素，并将这些因素作为控制变量纳入模型中。通过逐步加入控制变量并观察它们对主要关系的影响，可以确保得出的结论不受其他无关变量变动的干扰。如果在加入控制变量后，金融杠杆率与经济增长之间的关系在符号上保持不变且显著性水平未发生显著变化，那么就可以认为这一研究结果较为稳健，增强了研究结论的可信度和外部有效性。通过实证结果可以看出，控制变量的加入并未使主要研究的变量产生符号的差异，或是显著性的明显改变。因此，可认为本文所得出结论在控制多种影响因素之后也是稳健的。

4.4 金融效率的调节效应分析

通过分析表 4.10 可知，在基本回归的基础上加入了金融效率与金融杠杆率一次项与平方项的交叉项，进一步加强了回归结果的有效性。金融效率与金融杠杆率的交叉项为负，金融效率与金融杠杆率二次项的交叉项系数为正，表明金融效率在金融杠杆率与经济增长的关系中存在着明显的调节效应，本文主要从对

“倒 U 型”曲线的形态与拐点两方面分析。

表 4.10 调节效应分析

变量	模型 13	模型 14
L. g	-0.7095*** (-31.0210)	
L. gp		-0.7216*** (-22.3767)
f	0.4208** (2.5404)	0.3244** (2.4012)
f2	-0.0439** (-2.4484)	-0.0320** (-1.9656)
fe×f	-0.3597** (-2.1105)	-0.2985** (-2.1586)
fe×f2	0.0378** (2.1286)	0.0307** (2.1487)
fe	0.2058 (1.551)	0.2730 (1.5174)
pop	0.6632*** (3.9297)	0.7996*** (4.3757)
urb	0.3994** (2.7166)	0.3658** (2.4137)
xm	0.0017 (0.9852)	0.0016 (0.9855)
gdebt	-1.1454*** (-3.0147)	-1.4640*** (-3.1241)
edu	7.8387** (2.5631)	9.8815*** (2.8206)
depos	-0.2874*** (-4.2633)	-0.2188*** (-3.4004)
c	0.1951 (1.1833)	0.1559 (0.9558)
Observations	3300	3300
N	300	300
AR(1)	0.000	0.000
AR(2)	0.445	0.617
Sargan-P	0.937	0.894

注：括号内表示稳健标准误，***表示 $p < 0.01$ ，**表示 $p < 0.05$ ，*表示 $P < 0.1$

4.4.1 金融效率对“倒U型”曲线形态的影响

首先分析金融效率对曲线形态的影响。本文的模型是关于金融杠杆率大小的二次函数，省略控制变量后的调节效应模型为公式(4.3)。二次函数曲线的形态是平缓还是陡峭由其顶点的曲率决定，顶点曲率 C 等于二次函数的二阶导数，见公式(4.4)。通过 C 对 fe 求偏导得出金融效率对曲线形态的影响，见公式(4.5)。由此可知，金融效率对曲线形态的影响主要通过 β_6 的正负反映，模型 4.10 报告 β_6 显著为正，则金融效率对顶点曲率 C 存在显著正向影响，即金融效率的参与相较于未有金融效率参与的曲线，顶点曲率变大，曲线形态变平缓。可见，随着金融效率的加入，能稳定金融杠杆率对经济增长的正向冲击，减缓金融杠杆率对经济增长的负向冲击。

4.4.2 金融效率对“倒U型”曲线拐点的影响

其次，考虑金融效率对曲线拐点的影响。二次函数曲线的拐点表达式为公式(4.6)，用其对金融效率 fe 求偏导，即可分析金融效率对曲线拐点的影响，见公式(4.7)。公式(4.7)分母大于 0，则金融效率对拐点的影响主要取决于分子 $(\beta_2\beta_6 - \beta_3\beta_5)$ ，回归 4.10 中 β_2 、 β_3 、 β_5 、 β_6 均显著，且当被解释变量分别为地区生产总值增长率和人均地区生产总值增长率时，代入系数大小计算 $(\beta_2\beta_6 - \beta_3\beta_5)$ 的值为 0.00011524 和 0.00040708， $(\beta_2\beta_6 - \beta_3\beta_5)$ 都大于 0，说明金融效率会使金融杠杆率与经济增长的拐点右移。为了更直观地表现金融效率的调节效应，依据回归结果绘制了图 4.1 和图 4.2，图 4.1 中的两条曲线分别表示引入金融效率和未引入金融效率时，金融杠杆率和人均地区生产总值增长率之间的关系，图 4.2 中的两条曲线分别表示引入金融效率和未引入金融效率时，金融杠杆率和地区生产总值增长率之间的关系。由此看出，相比未引入金融效率，加入金融效率的“倒U型”曲线更加平缓，且拐点右移。说明金融效率的调节效应增强了金融杠杆率对经济增长的正向作用，缓解了金融杠杆率对经济增长的负向冲击，使经济增长在金融杠杆率较高水平时能保持相对较高的水平，从而有利于金融杠杆率对经济增长的促进作用。

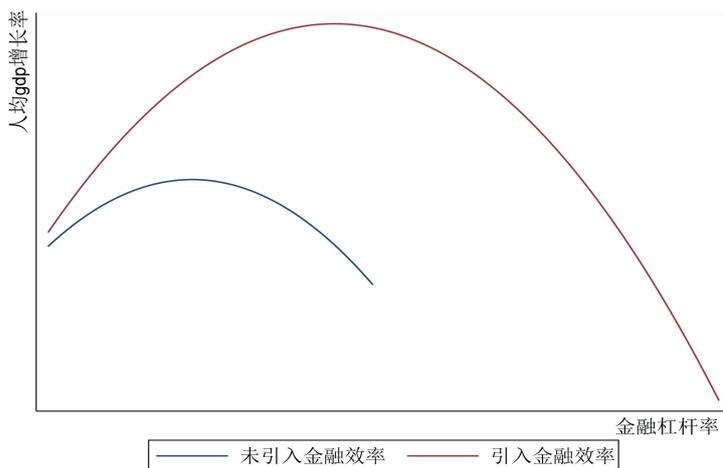


图 4.1 金融效率的调节效应

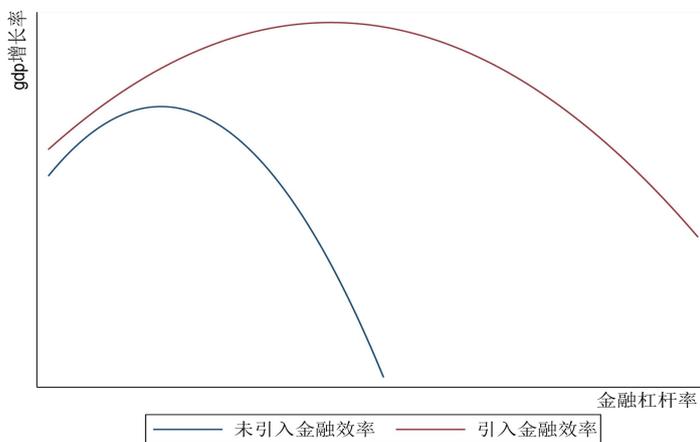


图 4.2 金融效率的调节效应

4.5 异质性检验

经济水平不同，金融杠杆对经济增长的作用可能会有所不同，为了检验不同经济发展水平下，金融杠杆率对经济增长的影响，按照不同的经济水平将 300 个地级市分为经济发展水平高和经济发展水平低两种类型，依次进行检验。本文以本期的地区生产总值的中位数为标准，将本期地区生产总值高于或等于中位数的地级市划分为经济发展水平高的样本，将低于中位数的地级市归为经济发展水平低的样本，回归结果如表 4.11。表 4.11 中的模型 15 与模型 16 表示经济发展水平高的地级市，模型 17 与模型 18 表示经济发展水平低的地级市。由表 4.11 可知，对于经济发展水平高的地区和经济发展水平低的地区，金融杠杆率的系数

分别在 1%和 10%的水平上显著为正, 而二次项系数分别在 1%和 10%水平上显著为负, 两者之间有明显的“倒 U 型”关系。模型 15-18 的结果显示, 金融杠杆率在达到拐点之前, 金融杠杆率的促进作用在经济水平高的地区要大于经济水平低的地区, 同时, 达到拐点以后, 金融杠杆率的抑制作用在经济水平较高的地区小于经济水平较低的地区。

表 4.11 异质性检验

变量	模型 15	模型 16	模型 17	模型 18
L	0.3753*** (3.5154)	0.1393** (2.2637)	0.4500** (2.1079)	0.8873*** (30.8389)
f	0.1060*** (3.736)	0.1848*** (5.2853)	0.0152*** (3.2116)	0.0138* (1.7466)
f2	-0.0282*** (-5.2346)	-0.0390*** (-7.4327)	-0.0040* (-1.8059)	-0.0213* (-1.7752)
fe	0.1082** (2.1798)	0.0905* (1.7766)	0.0294 (1.1644)	0.1835 (0.6207)
pop	0.0930* (1.7064)	0.0519 (0.2711)	0.1663** (2.3478)	1.3956*** (6.9344)
urb	0.0059 (0.5023)	0.0027 (0.1258)	0.1000** (2.4422)	0.4155** (2.5715)
xm	0.1254*** (2.7434)	0.0235 (0.854)	0.0004 (0.9833)	0.0012 (1.0419)
gdebt	-0.0729 (-0.3094)	-0.7072** (-2.572)	-0.7379*** (-3.0445)	-0.2641 (-0.9868)
edu	1.3181 (1.596)	2.5748** (2.2539)	5.0265*** (2.7616)	2.3119 (1.1149)
depos	-0.1573*** (-2.9356)	-0.0966** (-2.0835)	-0.1502*** (-3.9850)	-0.3018*** (-3.4237)
C	0.3212*** (4.5594)	0.3935*** (8.1796)	0.2072*** (3.0411)	0.6679*** (3.4014)
Observation	1212	1212	2189	2189
N	101	101	199	199
AR (1)	0.020	0.000	0.000	0.000
AR (2)	0.979	0.501	0.960	0.287
Sargan-P	0.110	0.149	0.330	0.258

注: 括号内表示稳健标准误, ***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $P < 0.1$

此外,在金融杠杆率上升过程中,经济欠发达地区的经济增速优先达到拐点,较经济发达地区优先降低经济增速。目前,我国高发展地区的银行资金实力雄厚,信贷规模较大,能够给企业提供更多的资金支持,更能抵御金融杠杆带来的不利影响,防止系统性风险的发生,因此金融杠杆提高降低经济增速的时点要晚于经济水平低的地区。除此之外,东部地区的经济水平明显要优于中西部,虽然“西部大开发”的实施使西部地区的经济水平得到了较大发展,但相对东部地区仍有较大差距,经济发展较慢,金融市场的发育不成熟。由于基本采用沿海向内地逐步展开的梯度推进方式,我国各项改革开放政策给东部沿海地区带来了明显的发展先机。可见,经济水平低的地区优先迎来经济增速下降的拐点,两者之间的拐点呈现异质性。

关于控制变量,人口增长率(pop)显著为正,这说明人口增长可能会促进地区的经济增长。地方政府债务(gdebt)显著为负,说明在一定情况下地方政府债务可能会抑制经济增长。教育水平(edu)显著为正,说明教育水平越高,经济增长越快。城镇化率(urb)显著为正,说明城镇化率的提高能促进经济增长。除此之外模型 15-18 的结果显示,金融杠杆率以及其他核心解释变量和控制变量的方向无明显变化,反映了模型的稳健性。

5 结论与建议

5.1 研究结论

本文基于我国 300 个地级市 2009-2021 年的动态面板数据,对模型进行了合理的假设,运用系统 GMM 估计方法对金融杠杆率、经济增长与金融效率的关系进行了实证分析,得出的结果如下:

(1) 金融杠杆率与经济增长之间存在明显的“倒 U 型”关系,即随着金融杠杆率水平的上升,经济增长先随之增加,当到达顶点后,反而对经济增长起到了抑制作用。此外,通过异质性检验发现,在达到拐点之前,金融杠杆率的促进作用在经济水平高的地区要大于经济水平低的地区,同时,达到拐点以后,金融杠杆率的抑制作用在经济发展较快的地区小于经济发展较慢的地区。在金融杠杆率上升过程中,经济欠发达地区的经济增速优先达到拐点,较经济发达地区优先降低经济增速。

(2) 金融效率存在明显的调节效应, 使“倒 U 型”曲线的形态更加平缓, 使拐点右移。曲线更平缓说明当金融杠杆率较低时, 引入金融效率后, 金融杠杆率对经济增长的促进作用明显高于未引入金融效率时的促进作用; 当金融杠杆率过高时, 引入金融效率后, 金融杠杆率对经济增长的抑制作用明显低于未引入金融效率时的抑制作用。拐点右移说明加入金融效率后, 金融杠杆率在更高的水平时依旧能够促进经济增长, 能有效缓解高杠杆下经济增速持续低迷的问题。

5.2 政策建议

5.2.1 强化金融杠杆率预警机制, 加强制度化建设

当金融杠杆率攀升至过高水平时, 其对经济增长的负面影响不容忽视。因此, 金融监管部门应预先加强金融机构的资本监管力度, 以防止金融机构过度杠杆化, 从而规避高杠杆对经济发展可能构成的潜在风险。从中央到地方, 应建立起垂直的金融杠杆预警机制, 进一步完善对地区金融杠杆的度量与监控体系。在评估地方政府金融杠杆时, 必须充分考虑地方政府隐性存量债务的风险, 以及债务硬性约束与软性约束之间的复杂关系。此外, 在利用存量指标作为金融杠杆调整策略的基础时, 也应考虑金融杠杆的调整策略, 以提高金融杠杆率测度的精确性, 确保宏观杠杆率能够根据经济发展和金融稳定的需要进行动态调整。基于上述分析, 各地区在制定差异化的金融杠杆调控策略时, 应有充分的依据。同时, 相关法律法规的完善也是必不可少的, 以规范金融部门的负债管理。政府应通过法律手段, 有效监管金融部门的债务水平, 预防和化解潜在风险。还应树立正确的风险观念, 通过量化分析评估未来一定时期内金融部门杠杆率的合理水平, 并强化信息披露制度, 结合地区经济特点, 形成系统的风险预警和信息披露机制。

5.2.2 坚持差异化的杠杆调控策略

研究发现, 经济发展水平各异的地区, 金融杠杆率对经济增长的影响表现出显著差异。因此, 实施差异化的杠杆调控策略, 科学管理各部门的杠杆率显得尤为关键。首要的是, 深刻认识金融杠杆率与经济增长之间非线性的复杂关系, 避免采取一刀切的调控政策。在制定金融杠杆政策时, 应充分考虑地区间的经济差

异和发展水平，制定针对性的调控措施。这包括结合地区发展实际，拓宽市场主体的融资渠道，减轻金融杠杆对其可能产生的负面影响，并努力营造稳定健康的宏观经济环境，降低系统性风险。此外，应特别关注企业杠杆的调控，特别是国有企业杠杆的调控。加快僵尸企业的退出，避免形成“大而不倒”的局面。对于债务风险较高的国有企业，应在市场机制的指导下，通过业务重组、债转股等方式降低其金融杠杆。同时，对于产能过剩、技术含量低、经济效益差、环保不达标等发展潜力不足的企业，应实施去杠杆措施；而对于符合国家战略发展方向的高科技企业，应给予必要的资金支持和政策扶持。

经过深入研究，我们发现金融杠杆率和经济增长之间呈现一种典型的“倒U型”关系。这种关系表明，适度的金融杠杆率增长不仅有助于宏观经济的稳健发展，还能促进金融体系的稳定。然而，目前我国的杠杆率水平明显偏高，因此，我们需要将“去杠杆”与“稳杠杆”作为当前的重点工作。在金融去杠杆的过程中，我们必须从总量控制和结构优化两个方面入手。我们要努力通过可控的方式，防止杠杆增速过快和急速下降，确保去杠杆进程稳步推进。为了实现这一目标，我们可以调整信贷结构，增加对实体经济的信贷供给，同时减少对非实体经济的信贷支持。此外，去杠杆进程中，金融部门应特别警惕过度去杠杆可能导致的资产抛售潮和资产价格下降风险，以免陷入“去杠杆越去越高”的恶性循环。为了防范这种风险，实体经济部门也需要加强杠杆管理，主动进行去杠杆操作，以改善金融机构的资产结构，并促使金融机构在事前进行去杠杆，从而有效防范和化解风险。同时，我们还需要关注家庭、企业以及政府等各部门之间的杠杆率协调问题，避免单一部门杠杆风险过高而引发系统性风险。为了实现良性去杠杆，需要结合地区经济水平和当地政府政策，制定符合当地实际情况的去杠杆政策。这不仅可以实现市场出清，还能充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。最后，应根据企业的实际情况进行分类施策。对于技术更新滞后、不符合经济环保要求的企业，应实施去杠杆措施；而对于符合国家政策导向的高科技企业，应给予适当的资金和政策扶持，以实现“稳增长”和“防风险”的双重目标。

5.2.3 进一步完善金融资源的配置效率

金融效率在调节经济增长中有显著的作用，特别是在缓解高杠杆背景下经济

增速低迷的问题方面发挥着重要作用。目前,我国金融市场在包容性与多样性上尚有提升空间,需要进一步丰富金融产品种类、数量,以适应投资者多元化的需求。实证研究表明,提高金融效率不仅能够有力促进经济增长速度,而且能放大金融杠杆率对经济的推动作用。因此,政策层面应持续深化金融机构改革,加大对中小微企业的扶持力度,通过降低其融资成本、拓宽融资渠道等措施,解决融资难问题,并加快资本市场的发展和完善。同时,要建立一个功能完善且具有创新能力的金融体系,推出更多样化的金融服务产品,满足居民不断增长的投资需求,并强化金融市场基础设施建设,为金融创新提供良好土壤。在此基础上,引导社会资本合理流动,确保投资优先投向高效率的实体经济项目和急需资金支持的行业领域。此外,针对金融产品和服务,应当不断创新和完善,既要能满足不同群体的投资和储蓄需求,也要切实增强金融服务于实体经济的能力,确保资金有效转化为实体经济发展所需的资本。与此同时,加强对金融市场的严格监管不可或缺,需构建现代金融风险防控体系,提前预警潜在风险,并制定应对策略和有效的监管举措,从而保障金融市场的稳健运行。

5.2.4 提升金融效率、杠杆率与经济增长之间的适配性

首先,需充分发挥金融的资源配置功能,推动金融从虚向实转变。具体而言,一个完善的金融体系将更有效地服务于实体经济,因此我们需积极创新金融工具,优化融资结构。金融机构应拓宽融资渠道,降低融资成本,为新兴行业和中小微企业提供更有力的资金支持。此外,引导金融资源向资本市场流动,使资本在市场中自由流通,从而更好地调节经济增速。与此同时,政府在促进金融与经济发展适配性方面也发挥着重要作用。政府应加强对投资者和民营企业权益的保护,加大对知识产权的保护力度,并建立起完善的侵权赔偿制度,以维护市场公平竞争。此外,政府还需发挥其引导作用,推动资金从虚向实转变。目前,我国金融市场在“量”的层面已达到相当规模,但“质”的层面仍有待提升。因此,我们必须关注金融与实体经济的适配性,确保金融发展与经济发展在“量”与“质”上达到均衡。

参考文献

- [1] Kollmann R,Zeugner S. Leverage as a predictor for real activity and volatility[J]. Journal of Economic Dynamics and Control,2012,36(8).
- [2] Mendoza EG.Sudden Stops,Financial Crises,and Leverage[J].American Economic Review,2010,100(5):1941-1966.
- [3] Robinson R I.,Dwayne Wrightsman.Financial Structure and Development[M]. New Haven,CT: yale UI press,1969:143-156.
- [4] Bain,A.D.The Economics of the Financial System[M], Blackwell,1981.
- [5] Levine R.Financial Development and Economic Growth:Views and Agenda[M]. Social Science Electronic Publishing,1999.
- [6] Beck T,Levine R,Loayza N.Finance and the Sources of Growth[J].Journal of Financial Economics,2000,58(1):261-300.
- [7] Mian A, SUFI A, VERNER E. Household debt and business cycles worldwide[J].The Quarterly Journal of Economics, 2017 (4): 1755-1817.
- [8] Lombardi, M. J., M.Mohanty and I. Shim, The Real Effects of HouseholdDebt in the Short and Long Run, BIS Working Papers, 2017, No. 607.
- [9] Wolf Wagner. Diversification at financial institutions and systemic crises[J].Journal of Financial Intermediation,2009,19(3).
- [10] 张焕明,马昭君.宏观金融杠杆波动抑制了金融服务实体经济效率的提高吗? [J].统计研究,2023,40(6):49-62.
- [11] 安博文,刘红卫,侯震梅.中国金融效率测度及影响因素分析[J].统计与决策,2023,39(12):149-154.
- [12] 姚登宝,刘倩倩,潘韞.金融杠杆对我国商业银行系统性风险的异质性影响——基于MS-VAR模型的实证研究[J].江汉大学学报(社会科学版),2023,40(2):69-81+127.
- [13] 刘清娟.金融支持实体经济发展的实证分析及对策建议[J].商业经济研究,2023(7):185-188.
- [14] 施之慧,李冰.基于DEA模型的国家金融效率综合评价指标[J].经济研究导刊,2023(2):67-69.

- [15] 胡欢欢,刘传明.中国科技金融效率的区域差异及动态演进[J].统计与决策,2022,38(24):117-122.
- [16] 范科才,陈震.宏观经济杠杆率与经济增长——基于跨国的经验证据[J].当代经济,2022,39(8):17-22.
- [17] 杨羽宸.金融效率对经济增长影响的相关研究[J].商讯,2023(1):97-99.
- [18] 何剑,祝林,郑智勇.结构性货币政策、金融杠杆与经济增长[J].经济体制改革,2022(5):151-159.
- [19] 安博文,肖义.财政科技投入对经济效益的作用机制研究[J].江汉学术,2022,41(5):50-61.
- [20] 王灿雄.金融杠杆与经济稳增长的时变关联研究[J].技术经济与管理研究,2022(7):84-89.
- [21] 荣梦杰.区域金融风险与金融杠杆率间的空间非线性关系[J].中国外资,2022(8):93-95.
- [22] 黄倩,李江城,熊德平.金融风险视角下金融杠杆对经济增长的影响研究[J].改革,2021(4):78-94
- [23] 张焕明,马昭君,马瑞祺.金融杠杆、经济增长与金融发展——基于46个国家面板数据的实证研究[J].统计学报,2021,2(6):1-12.
- [24] 刘兰凤,袁申国.金融开放、金融效率与中国宏观经济波动[J].国际经贸探索,2021,37(11):68-84.
- [25] 李浩.科技金融效率对实体经济增长影响的实证分析[D].云南财经大学,2021.
- [26] 安博文,侯震梅,李春玉.我国商业银行的经济效益研究——基于三阶段DEA-Tobit模型的效率测算及影响因素分析[J].江汉大学学报(社会科学版),2021,38(1):86-99+128.
- [27] 林进忠.经济新常态下我国金融杠杆与经济高质量发展研究——基于拐点与门槛效应视角[J].上海金融,2020(7):2-11.
- [28] 孔薇,扈文秀,廖凯诚.金融去杠杆、地方政府融资平台与经济波动——基于PVAR模型分析[J].统计与决策,2020,36(7):123-127.
- [29] 庞加兰,郭晓莉.县域金融效率对县域经济增长的影响研究——以陕西秦巴山区19个县为例[J].西部金融,2020(8):82-87.
- [30] 张雪芳,戴伟.金融发展对经济增长影响的门槛效应研究——基于金融发展规模、效率和结构三维视角的实证检验[J].当代经济管理,2020,42(4):89-97.

- [31] 王艺璇,刘喜华.金融稳定、金融杠杆与经济增长——基于时变参数向量自回归模型[J].金融发展研究,2019(10):22-30.
- [32] 潘敏,袁歌骋.金融去杠杆对经济增长和经济波动的影响[J].财贸经济,2018,39(6):58-72+87.
- [33] 周现国.金融效率测度指标探讨[J].金融理论与实践,2019(5):43-49.
- [34] 张春海.经济发展中金融杠杆的门槛效应与拐点效应——来自跨国面板数据的经验分析[J].金融发展研究,2018(11):33-39.
- [35] 王倩,赵铮.同业融资视角下的商业银行杠杆顺周期性[J].金融研究,2018(10): 89-105.
- [36] 陈啸,宋陆军.农村金融效率和农业劳动力转移对农民收入影响的实证分析[J].统计与决策,2018,34(15):103-106.
- [37] 刘汉涛.金融发展与对外直接投资关系的实证分析[J].统计与决策,2018,34(2):167-170.
- [38] 葛鹏飞,黄秀路,徐璋勇.金融发展、创新异质性与绿色全要素生产率提升——来自“一带一路”的经验证据[J].财经科学,2018(1):1-14.
- [39] 何德旭,王朝阳.中国金融业高增长:成因与风险[J].财贸经济,2017,38(7):16-32.
- [40] 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(6):31-45.
- [41] 崔宇清.金融高杠杆业务模式、潜在风险与去杠杆路径研究[J].金融监管研究,2017(7):52-65.
- [42] 王爱俭,杜强.经济发展中金融杠杆的门槛效应分析——基于跨国面板数据的实证研究[J].金融评论,2017,9(5):18-27+123.
- [43] 曾刚.商业银行杠杆变化趋势[J].中国金融,2017(11):48-50.
- [44] 陈卫东,熊启跃.银行业杠杆状况与政策建议[J].中国金融,2017(11):45-48.
- [45] 刘学程.金融效率对于区域经济增长影响的实证研究[D].南京财经大学,2017.
- [46] 周力,张宁.金融发展规模、效率和结构对经济增长的影响[J].统计与决策,2016(8):158-161.
- [47] 马勇,田拓,阮卓阳,朱军军.金融杠杆、经济增长与金融稳定[J].金融研究,2016(6):37-51.
- [48] 周国富,胡慧敏.金融效率评价指标体系研究[J].金融理论与实践,2007(8):15-18.
- [49] 沈军.金融效率的实证方法研究[J].统计与决策,2006(22):138-139.
- [50] 王广谦.1999年全国优秀博士学位论文介绍《经济发展中金融的贡献与效率》[J].中国人民大学学报,1999(6):125.

[51] 元宁.中国债务规模算高吗? 报告总量视角下中国没有创造过多债务[N].第一财经日报,2024-04-25(A07).

[52] 毛磊.2023 年金融数据回顾与 2024 年预测[J].银行家,2024,(3):78-83.

后 记

三年前我带着对研究生生活的热情和憧憬来到学校学习,从紧张的备考到最后上岸用了一年的时间,今天的我很感谢当年努力奋斗的自己,作为一名青年,就应该如饥似渴的学习,全面深入的思考,不断地提升自我。论文收尾之际,心中还是感慨万千。回想往昔,老师们在课堂上绘声绘色地讲解,同窗小伙伴们课间的热烈探讨仍历历在目。这段难能可贵的求学之路,是我人生经历中的一抹色彩,而在这段求学路上所学到的知识,聆听的教诲也将是我一生中最宝贵的财富。

三年的研究生生涯转瞬即逝,首先,我要感谢我的导师王霞教授。老师为我的论文付出了大量的心血,一次次的修改,一遍遍的指导,一天天的启迪教导,才造就了如今的我。从前期的选题到论文总体框架的提出,从撰写前期报告、中期报告到论文最终定稿,大到论文方向的把控,小到标点符号的修改,都离不开老师的细心指导。不仅如此,老师还教给我许多做人的道理。老师心思细腻,在生活中也给予了我很多的关怀,引导我成为一个对未来充满希望、敢于拼搏的人。平时也会给我们讲授许多道理和人生经验,为了让我们进入社会后少走弯路,特别是毕业前的这一年,我们在面临许多挑战和压力时,老师总是开导我们,让我们放平心态,从容应对,每次听完都感觉动力满满,这三年的时光有太多想要感谢老师的地方了。

其次,我要感谢我的母校,让我在这三年里学到了许多有用的专业知识,在浓郁的学习氛围里学习。还有,我亲爱的室友和同学们,是你们的包容和理解让我更快的成长,陪我度过了三年美好的校园时光。还有答辩老师们,谢谢老师们在百忙之中抽出时间陪我度过最后一段校园时光。

最后,我要感谢我的父母家人,感谢你们一如既往的支持和鼓励我,感谢你们给予我无忧无虑的学习时光。还有不到半年,我将不再是一名学生,而是以全新的身份进入一个新的环境。我将心怀感恩,珍惜每次的相遇和离别,珍惜我所承担的每一份责任,努力实现我的人生价值。