

中国经济赶超发展中的最优金融分权

洪正 张琳 肖锐*

摘要：为理解中国特色金融分权制度在经济赶超中的关键作用及其决定机制，本文在事实梳理与实证分析基础上，构建模型证明：中国特色的金融分权形成主要是由经济赶超发展过程中国有企业主导的产业升级所致。在有序产业升级下，金融分权可以克服信贷市场不完善对资源配置效率的不利影响，实现经济赶超发展；与此对应形成了最优金融分权，在增长路径上表现出向地方和市场逐渐倾斜的特点。进一步考虑地方政府为地方经济发展而对金融资源展开竞争后，产业结构较为先进的地区会吸引落后地区的金融资源，最终导致其地方政府向市场分权水平高于产业结构落后地区。

关键词：金融分权；中国经济赶超；地方政府竞争

DOI：10.13821/j.cnki.ceq.2023.05.10

一、引言

改革开放以来，中国仅用了四十年就完成了对多数发达国家的经济赶超，成为仅次于美国的世界第二大经济体。如何来理解中国依靠国有经济为主导的市场经济模式创造的这一经济增长奇迹？已有文献对此进行了诸多尝试，但多未充分考虑中国特色金融制度安排所发挥的关键作用。众多学者注意到中国特色金融制度的显著特征是政府对金融资源的绝对控制（Allen et al., 2017；聂日明，2014），但近年来伴随地方金融的迅速发展，中国的金融资源已由中央控制逐步向中央、地方和民间（市场）分别控制的分权方向转变。洪正和胡勇锋（2017）研究了改革开放以来中国金融发展与改革历程后，认为中国发展型政府与市场之间就金融资源配置权和控制权进行划定与分配是理解中国经济赶超的重要因素，并将这一制度安排称为中国式金融分权，具体包含：中央政府向地方政府的分权（金融分权 I）、（地方）政府向民间的分权（金融分权 II）即金融民营化或市场化。

中国特色的金融分权在经济赶超过程中究竟发挥了什么样的作用？如何理解中国特色金融分权的演变及其特点？虽然现有的金融分权理论提供了解释政府干预金融资源配置实现经济增长的思路，但并未深入分析中国特色金融分权制度与经济赶超发展之间的

* 洪正、张琳、肖锐，西南财经大学中国金融研究院。通信作者及地址：张琳，四川成都温江柳台大道 555 号西南财经大学格致楼 611，611130；电话：15328034791；E-mail：zhanglin29@swufe.edu.cn。感谢国家社科基金重点项目“基于最优金融分权框架的我国地方中小银行危机研究”（21AJY002）、国家社科基金重大项目“中国地方政府债务和金融稳定性研究”（20&ZD081）、中央高校基本科研业务费专项资金项目“地方金融机构危机处置机制研究——基于金融监管分权的视角”（JBK23YJ02）、西南财经大学中国特色现代金融理论平台的资助。作者特别感谢审稿人提出的宝贵建议，当然文责自负。

经济学内在逻辑。现代经济增长理论认为金融摩擦导致的信贷约束是制约发展中国家实现经济赶超的主要原因 (Buera et al., 2011; Buera and Shin, 2013), 这一结论为我们解释上述问题提供了思路。本文将在文献研究与经验事实分析的基础上, 拓展金融分权理论, 研究经济赶超过程中金融分权、信贷约束与经济赶超之间的关系, 聚焦最优金融分权的决定, 从经济增长的角度解释我国特有金融分权制度的内生机制; 同时, 考虑到政府对信贷市场干预的低效, 还将分析偏离最优金融分权的情形与我国金融分权的实际演变路径; 最后着重对金融分权Ⅱ的地区差异进行全新的理论解释。

中国特色金融分权具有以下显著特征。洪正等 (2020) 发现: 第一, 中国金融资源正逐步向地方和市场分权: 金融分权Ⅰ和Ⅱ随时间总体呈上升趋势。第二, 不同地区金融分权Ⅱ表现出显著差异, 这种差异与地区资本密集度、地方国企占比、人均 GDP 等地区特征相关。^① 本文在此基础上, 进一步分析了金融分权与产业升级和经济增长的关系, 发现: 第一, 金融分权Ⅰ与Ⅱ分别支持了中央国企 (以下简称央企) 与地方国企的产业升级, 从而实现了对经济增长的促进作用。第二, 仅当金融分权Ⅱ超过一定水平时, 地方国企产业升级对经济增长的促进作用才会显现; 但过高的金融分权会导致这一积极作用不再显著, 这说明存在金融分权最优水平。

为解释上述金融分权的经验事实, 我们在经济增长理论框架内, 引入分别承担上游和下游产业升级角色的央企与地方国企。与此同时, 设定各级政府通过控制全国性和地方国有银行实现对相应国企产业升级的资金支持。在这些模型设定基础上, 我们对金融资源在中央与地方、地方与市场之间的最优分配机制, 动态演变以及地方政府竞争对金融分权的影响机理进行了分析。

具体来说, 我们在洪正等 (2021) 基础上, 建立了一个包含居民、最终品和中间品生产商、银行与政府在内的多部门两期代际交叠 (OLG) 基准模型。与文献相同 (Buera et al., 2011; Midrigan and Xu, 2014), 模型中经济增长通过中间品生产部门不断向生产率更高的产业升级来实现, 但生产率更高产业的最低资本投入也更大。在这一过程中, 民企由于信贷约束无法及时进入高生产率产业, 从而产生资源错配; 同时中间品产业升级较大的初始投入也会抑制企业技术更新决策, 加重了信贷约束对资源配置的扭曲。

发展中国家如何才能克服上述信贷约束对经济增长的不利影响, 实现快速经济赶超? 与文献强调金融市场化的路径不同, 我们证明: 在发展初期, 政府可以依靠特定金融制度安排干预信贷资源分配, 优先支持国企的产业进入与升级, 短期内提升中间品生产效率与产出, 减少信贷约束对经济发展的阻滞作用, 最终实现快速增长。那什么样的金融制度才能发挥这一作用? 由于产业升级初期较大的投入往往会造成国企“前期亏损、后期盈利”的利润错时问题。受制于短期利润约束的市场化银行必然不会完全满足国企贷款需求, 国企委托代理问题也会增大银行对其信贷限制。相反, 以国有银行为主的金融体系可以借助国有部门跨期预算约束机制解决上述利润错时问题。因此, 为实现快速经济增长, 政府需要通过控制金融部门来干预金融资源在国企与民企之间的配置,

^① 事实与经验证据见附录 I。篇幅所限, 附录未在正文列示, 感兴趣的读者可在《经济学》(季刊) 官网 (<https://ceq.ccer.pku.edu.cn>) 下载。

以完成对国企主导产业升级的优先支持,由此内生出了中国式金融分权:中央政府依靠全国性银行来支持上游央企的产业升级,地方政府依赖地方银行来完成下游地方国企的产业升级,民企则通过市场来获得产业进入所需的金融资源。事实证明,恰恰是这一看似低效的国有金融体系克服了信贷市场不发达对金融资源配置的不利影响,实现了中国经济高速增长。

然而政府利用金融分权制度干预信贷分配会直接挤占民企可得的金融资源。这一挤占效应不仅会直接降低当期民企的发展速度,而且会间接加重信贷约束对民企未来产业进入的负面影响。金融分权制度如何才能“扬长避短”?通过与存在信贷约束的市场经济情形对比,我们证明当国企效率损失较低时,国企主导的有序产业升级过程,即国企每次选择向上升级一个产业,同时当民企可以进入国企所在产业与其竞争时,低效国企会选择退出以保证资源配置的有效,可以达到优于市场的模型稳态。由此对应的金融分权我们称之为最优金融分权。在有序产业升级中,最优金融分权Ⅰ应与央企的产业升级路径匹配,而金融分权Ⅱ的最优水平对应于地方国企的产业升级路径。国企主导产业升级不仅需要政府的金融支持,还需要积极发挥民企产业进入和国企退出的市场机制。我们进一步证明随着资本积累对民企信贷约束限制的减弱,加上国企自身低效,最优金融分权会出现逐渐倾向地方和市场的趋势。

虽然基准模型可以解释地方金融资源配置结构的形成与演变,但并不足以解释地区之间金融分权的差异(洪正等,2020)。为此我们在基准模型中引入地方政府对金融资源的竞争进行拓展。分析结果表明:一方面,地方政府对金融资源的竞争会导致产业结构较为先进的地区对其他地区的“虹吸效应”,即从其他地区吸引金融资源来支持本地区的产业升级。“虹吸效应”会加大地区之间金融分权Ⅱ的差异。另一方面,地方政府间竞争也存在“反哺效应”:从产业结构落后地区进入先进地区生产的民企在当期结束后的回流会增加落后地区的信贷总量,缓解下一期当地民企面临的融资约束。“反哺效应”会缩小地区间金融分权差异。当产业升级路径不变时,虹吸效应明显强于反哺效应;但当虹吸效应带来产业升级速度加快时,先进地区的金融分权Ⅱ反而会在短期内下降。

在对基准模型数值分析的基础上,我们通过设定地方国企过度跃升和延迟退出两种偏离有序产业升级情形来分析金融分权变化,以便更好地解释经验证据。模拟结果表明,地方国企过度跃升与延迟退出均会过度占用金融资源,抑制当地产业升级速度,加剧地区之间的金融分权差异与产业结构差距,最终导致模型较低的稳态资本规模。这一结果可以解释我国金融分权的演变事实。在我国工业化和城市化进程中,初始禀赋限制和信贷市场不完善使得政府不得不控制金融资源配置,依靠国企来实现快速产业升级,金融分权便内生于这一过程。然而,分权是否最优取决于产业是否实现有序升级,这就要求国企不能过度升级,同时及时退出民企可以进入的产业,将所占金融资源让渡给民企。因此,随着经济的增长,中央向地方和政府向民企的金融分权会逐渐增加,这与我国金融分权演变的整体趋势一致。然而,我国在20世纪80年代末和90年代初出现了国企的过度升级和延迟退出,金融资源过度配置在低效国有部门,挤压了民企的信贷,金融分权Ⅰ和Ⅱ均出现了下降。由于过快升级和延迟退出会抑制民企产业升级速度,没有

民企产业升级带来的竞争，最终国企产业升级速度也会降低。金融分权的这一特征可以在一定程度上解释我国在这一阶段经济增速放缓的事实。

本文的突出贡献主要体现在三个方面：一是证明了发展型政府可以借助金融分权制度克服信贷约束对资源配置效率的负面影响，实现经济快速赶超。这一结论不但可以解释中国经济增长奇迹，而且也丰富了现有金融摩擦与经济增长理论。二是在经济增长分析框架内，考虑工业化进程和地方政府间金融竞争，从产业升级视角出发构建了国企发挥先导产业跃升作用的动态一般均衡模型，解释了最优金融分权的形成机制与演变，揭示了决定金融分权的根本力量，是对现有不考虑经济发展进程、单期静态分析框架的突破。三是利用上述最优金融分权理论，首次解释了金融分权的地区差异，为我国地方金融发展的独特现象提供了全新理解。

本文与三类文献相关。首先是金融摩擦与经济增长文献（Banerjee and Duflo, 2005; Buera and Shin, 2013; David and Venkateswaran, 2019）。这类文献虽然提出了建立市场化金融体系是克服金融摩擦对经济增长负面影响的有效途径，但是很难解释中国对金融资源配置的干预与中国经济快速赶超之间看似矛盾的联系。其次是金融分权文献（Qian and Weingast, 1997; 傅勇和李良松, 2015, 2017; 洪正和胡勇锋, 2017）。这部分文献探讨了金融分权的内在逻辑及影响，但缺乏一个理论框架来分析最优金融分权的内生决定机制及其演变路径。最后本文还与政府干预银行信贷的文献相关（Shleifer and Vishny, 1994; 李维安和曹廷求, 2004; 钱先航等, 2011; 王珏等, 2015），然而这类文献无法解释金融分权尤其是金融分权 I 的形成机制，也无法进一步理解金融分权 II 的地区差异。

本文余下部分安排如下：第二部分是金融分权的实证分析；第三部分是最优金融分权基准模型；第四部分引入地方政府竞争对基准模型进行了拓展；第五部分是模型结果的数值模拟分析；第六部分是全文总结。

二、实证分析

洪正等（2020）基于金融控制权构建了金融分权 I 和 II 指标，发现：（1）1985 年后中央对金融资源的控制在逐年降低，更多地交给地方和市场来实现金融资源配置；（2）金融分权 II 整体与金融分权 I 相似，呈现向市场分权的趋势，但地区之间存在与地区资本密集度、地方国企占比、人均 GDP 等因素相关的明显差异。在这一部分，我们将参考文献研究结论（Midrigan and Xu, 2014; 洪正等, 2021），使用 2007—2016 的省级面板数据，建立如下模型深入研究金融分权（I & II）、国企产业升级（尤其是地方国企）与经济增长的关系。

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 SOECapInd_{it} + \gamma_2 POECapInd_{it} + \gamma_3 SOECapInd_{it} \times FD2_{it} \\
 & + \gamma_4 POECapInd_{it} \times FD2_{it} + dCOECapInd_{it} + dCOECapInd_{it} \times FD1_{it} \\
 & + Control_{it} \gamma_c + \lambda_i + \mu_t + \epsilon_{it}.
 \end{aligned}$$

这里被解释变量 Y_{it} 为省（自治区、直辖市）GDP 增长率（ $GDPGr$ ）与省人均 GDP

增长率 ($PGDPGr$)。 $FD1_i$ 与 $FD2_{it}$ 为金融分权 I 变量与各省市金融分权 II 变量。参考林毅夫 (2002) 和 Ju et al. (2015), 本文使用本地上市企业资本密集度来衡量产业升级。为了反映央企产业升级对不同地区的影响, 我们用央企相对地方国企资本密集度差值 ($dCOECapInd = COECapInd - SOECapInd$) 来衡量央企引导产业升级的速度。^①除了上述变量外, 我们还加入了产业升级与金融分权的交叉项 ($dCOECapInd \times FD1$ 、 $SOECapInd \times FD2$ 、 $POECapInd \times FD2$) 以检验金融分权是否通过支持国企产业升级来实现其对经济增长的影响。模型的控制变量集 ($Control$) 包含了大部分文献研究发现的可能影响经济增长的主要变量, 具体含义和描述性统计结果见表 1。数据样本包含了我国内地的 31 个省 (自治区、直辖市), 样本期间为 2007—2016 年。

表 1 主要变量描述性统计

变量	含义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
$GDPGr$	GDP 增长率	273	0.133	0.064	-0.007	0.263
$PGDPGr$	人均 GDP 增长率	273	0.099	0.032	-0.075	0.203
$SOECapInd$	国企资本密集度	273	0.064	0.028	0.017	0.149
$POECapInd$	民企资本密集度	273	0.027	0.015	0.006	0.086
$COECapInd$	央企资本密集度	273	0.091	0.013	0.071	0.109
$FD1$	金融分权 I	273	0.830	0.190	0	1
$FD2$	金融分权 II	273	0.454	0.225	0.001	1.001
MKT	市场化指数	273	0.278	0.168	0.014	0.798
$FisCal$	财政分权	273	1.377	2.301	0.011	20.531
Ind_{23}	第二、三产业占比	273	89.633	4.827	78.70	99.60
$propSOE$	国企总资产占比	273	0.504	0.177	0.140	0.827
$perTrade$	人均贸易量	273	0.248	0.382	0.008	1.866
NPL	不良贷款率	273	2.274	3.133	0.230	24.60
$Urban$	城市化率	273	0.524	0.146	0.226	0.896

注: (1) 财政分权 = (财政支出 - 财政收入) / 财政收入。(2) 第二、三产业产出占比 = 第二、三产业 GDP 之和 / GDP。(3) 国企总资产占比 = 国有及国有控股工业企业总资产 / 国有及规模以上非国有工业企业总资产。(4) 城市化率采用人口城市化率 = 城镇人口 / 总人口。

基准模型回归结果 (见表 2) 中, 央企和地方国企资本密集度以及其与相应金融分权变量交互项系数均显著为正, 表明金融分权制度通过支持国企产业升级对经济增长起到了促进作用, 且中央向地方、地方政府向市场的分权程度越高, 国企产业升级对经济增长的促进作用越大。然而国企资本密集度的系数显著为负, 说明国企产业升级对经济增长不仅仅是上述促进作用, 还具有一定阻碍作用, 两者之间并非简单的线性关系。对比国企资本密集度及其与金融分权 II 交乘项的系数, 不难发现金融分权 II 水平较低时,

^① 为与央企产业升级指标一致, 我们也使用了地方国企与民企资本密集度差值作为衡量地方国企产业升级指标进行了稳健分析。

国企产业升级对经济增长的边际效应为负，这表明金融分权过低（金融资源过度分配给国企）不利于地方经济的发展。

表 2 基准回归结果

变量	<i>GDPGr</i>	<i>GDPGr</i>	<i>GDPGr</i>	<i>PGDPGr</i>	<i>PGDPGr</i>	<i>PGDPGr</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SOECapInd</i>	-0.469*** (0.135)	-1.246*** (0.236)	-4.298*** (0.566)	-0.091 (0.098)	-0.586*** (0.171)	-3.581*** (0.407)
<i>POECapInd</i>	0.450** (0.213)	0.714* (0.378)	0.682* (0.379)	0.172 (0.154)	-0.006 (0.275)	-0.057 (0.273)
<i>FD2</i>	-0.013 (0.015)	-0.084*** (0.030)	-0.089*** (0.031)	-0.009 (0.011)	-0.074*** (0.022)	-0.083*** (0.022)
<i>FD1</i>	0.010 (0.026)	-0.008 (0.026)	-0.030 (0.033)	0.013 (0.019)	-0.003 (0.019)	-0.038 (0.024)
<i>SOECapInd</i> × <i>FD2</i>		1.660*** (0.418)	1.748*** (0.426)		1.023*** (0.303)	1.165*** (0.306)
<i>POECapInd</i> × <i>FD2</i>		-0.586 (0.889)	-0.532 (0.890)		0.602 (0.645)	0.687 (0.639)
<i>dCOECapInd</i>			-3.663*** (0.786)			-3.976*** (0.564)
<i>dCOECapInd</i> × <i>FD1</i>			0.767* (0.724)			1.230** (0.520)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间效应	是	是	是	是	是	是
地区效应	是	是	是	是	是	是
<i>N</i>	273	273	273	273	273	273
Adj. <i>R</i> ²	0.834	0.844	0.844	0.558	0.580	0.589

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平，括号内为稳健标准误。完整结果及稳健性检验见附录 II 表 II 1 和表 II 4。

本文进一步基于金融分权 II 变量的 75%分位数，对样本作了分组回归（见附录 II 表 II 2 和表 II 5）。结果显示：当金融分权 II 水平过高时，地方国企产业升级对经济增长的促进作用消失，同时民企资本密集度的估计系数也不再显著，表明对于经济长期发展而言存在最优金融分权水平。这里需要说明的是在本文面板数据样本期内，中央已经将大型国有银行外的大部分金融控制权下放给了地方和市场，因此金融分权 I 变量数值较大（接近 1）且地区差异较小，这直接导致回归中 *FD1* 系数不显著。但这并不说明金融

分权 I 不重要, 只是囿于更详细、周期更长的数据难以获取。接下来我们将建立模型来解释上述经验事实背后的经济学逻辑。

三、基准模型

假设一个包含居民、企业、银行与政府的四部门两期 OLG 经济, 其中企业部门分为最终品和中间品生产部门, 中间品又进一步分为上游和下游中间品。下游中间品企业使用上游中间品, 最终品企业使用劳动力与下游中间品作为生产投入。政府部门包含一个中央政府与一个地方政府。模型各部门具体设定如下。

(一) 居民

每代居民数量恒定为 N , 且仅存活两期: 年轻期与年老期。年轻居民有 1 单位的劳动力禀赋, 可以进入劳动力市场获得工资收入; 一半年老居民会成为企业家, 可以获得一个初始禀赋资产, 从事中间品生产; 另半年老居民则会退休, 仅消费其在银行存款的本息收入。参考 Gertler and Karadi (2011), 假设 $\zeta < 1/2$ 的企业家会获得较高资产禀赋 a_t^H , 其余 $1-\zeta$ 的企业家则获得一个较低资产禀赋 a_t^L , $a_t^H > a_t^L$ 。假定银行只会贷款给初始禀赋资产不为 0 的居民, 且企业家所获得初始禀赋资产取决于当期地方资本存量 K_t 。

所有居民只关注年老期期末的消费, 其效用函数为:

$$U(c_{2t}) = c_{2t}. \quad (1)$$

这里 c_{2t} 为居民在年老期期末消费。居民当期收入只能用于当期消费, 无法将收入存储至下一期消费, 仅银行有储存技术。

(二) 最终产品

经济中存在一个完全竞争的最终产品市场。最终产品生产企业的生产函数为:

$$Y_t = \frac{1}{\alpha} L_t^{1-\alpha} X_t^\alpha = \frac{1}{\alpha} L_t^{1-\alpha} \left(\sum_j x_{j,t} + x_t^{soe} \right)^\alpha, \quad (2)$$

其中, L_t 为所需劳动力投入, X_t 为下游中间产品投入, 包括了来自民企的下游中间品 $\sum_j x_{j,t}$ 和来自地方国企的下游中间品 x_t^{soe} 。给定劳动力与下游中间产品的价格 w_t 和 p_t , 最终产品企业的一阶条件分别为:

$$\frac{1-\alpha}{\alpha} L_t^{-\alpha} X_t^\alpha = w_t, \quad (3)$$

$$L_t^{1-\alpha} X_t^{\alpha-1} = p_t. \quad (4)$$

(三) 中间品

假设隶属于中央政府的央企占据中间品的上游产业 (Li et al., 2015), 隶属于地方政府的地方国企及民企处在下游产业。生产中, 央企将最终产品、地方国企和民企将上游产品首先转换为等量资本后再投入生产。

1. 上游中间品

假定上游中间品存在多个产业 $j \in \{1, 2, \dots, UI_t\}$ 。不同产业间, 仅生产效率与

最低资本投入规模不同。不失一般性，假设对于任意 $j' < j$ ，产业 j 生产率与最低资本投入均高于产业 j' ，央企总是选择进入上游中间品生产率最高的产业 (Bartelsman et al., 2013)。除了产品生产外，央企还需对上游产业进行升级：将上游中间品产业上界从 UI_t 升级至 $UI_t + 1$ 。假设央企是否进行产业升级取决于发达国家相应中间品生产技术的升级路径，发达国家中间品产业升级速度固定为 1，升级的时间路径外生给定为 $\{t_1, t_2, \dots\}$ ，同时产业升级对应初始投资为 $\{IN_1, IN_2, \dots, IN_{UI_t}, \dots\}$ ， $0 < IN_1 - IN_2 < IN_2 - IN_3 < \dots < IN_{UI_t} - IN_{UI_{t-1}}$ 。

中央政府通过全国性银行贷给央企所需资金。假设央企生产函数为： $K_t = z_{j,t}^c \Phi(I_t)$ ，其中 $z_{j,t}^c$ 为生产效率， $\Phi' > 0$ ， $\Phi'' < 0$ ， $\Phi'(0) = \infty$ ，全国性银行贷款利率与存款利率 r_d 相等。给定上游中间品价格 Q_t ，央企 t 期利润为：

$$\pi_t^c = Q_t z_{j,t}^c \Phi(I_t) - r_d [I_t - (1 - \delta)k_t^c]. \tag{5}$$

这里， I_t 为央企生产所需总的资本品投入， $(1 - \delta)k_t^c$ 为 t 期期初央企的资本， $I_t - (1 - \delta)k_t^c$ 为央企向全国性银行的借款。当进行产业升级时，央企需要额外支出初始投资 IN_t 。中央政府选择设定存款利率 r_d 来使得中央政府跨期预算平衡：

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta_t (\pi_t^c - IN_t) = 0, \tag{6}$$

其中， β 为折现系数， $\beta_t = \beta^t$ 。如果在 t 期央企选择不跃升产业， $IN_t = 0$ ，否则 $IN_t \in \{IN_1, IN_2, \dots, IN_{UI_t}, \dots\}$ 。央企资本在折旧后累计入下一期，折旧系数为 δ 。

2. 下游中间品

假设 t 期下游中间品产业集合为 $\Lambda_t = \{J_t, J_t + 1, \dots, \bar{J}_t\}$ 。与上游中间品相同，不同产业除了生产率 z_j 差异外，产业最低资本投入规模也不同。不同产业的最低资本投入为： $\underline{k}_{J_t} < \underline{k}_{J_t+1} < \dots < \underline{k}_{\bar{J}_t}$ 。为确保只有利率较低时企业才能获得较多资金进入先进

产业，我们假设 $\frac{z_{J_t}}{\underline{k}_{J_t}^{1-\theta}} > \frac{z_{J_t+1}}{\underline{k}_{J_t+1}^{1-\theta}} > \dots > \frac{z_{\bar{J}_t}}{\underline{k}_{\bar{J}_t}^{1-\theta}}$ ，同时 $\frac{z_j}{\underline{k}_j^{1-\theta}} - \frac{z_{j+1}}{\underline{k}_{j+1}^{1-\theta}}$ 是 j 的减函数。产业 j 的

$$\text{产函数为：} x_{j,t} = \begin{cases} z_{j,t} k_{j,t}^\theta & k_{j,t} \geq \underline{k}_j \\ 0 & k_{j,t} < \underline{k}_j \end{cases}, \text{ 这里 } \theta < 1.$$

下游中间品生产部门存在两类企业：民企与地方国企。两类企业在生产效率、融资约束和利润去向上均不同。民企由企业家经营，期初从地方银行以成本 r_t 获得贷款，然后从央企以 Q_t 的价格购买上游中间品进行生产。企业家 $\kappa = \{H, L\}$ 在 t 期利润为：

$$\pi_{j,t}^\kappa(r_t) = \max p_t x_{j,t}^\kappa - r_t l_t^\kappa, \tag{7}$$

其中， l_t^κ 为企业家 κ 从银行获得的贷款。企业资本品投入满足条件 $Q_t k_{j,t} = l_t^\kappa$ ，这里 $z_{j,t} = \sup \left\{ z_n : n \in \Lambda_t, \underline{k}_n \leq \frac{l_t^\kappa}{Q_t} \right\}$ 。

假设民企受到融资约束，贷款规模不能超过自身资产的一定比例，即 $l_t^\kappa \leq \lambda a_t^\kappa$ 。结合式 (7)，民企最优贷款规模必然满足如下条件：

$$l_t^\kappa = \min \left\{ \lambda a_t^\kappa, \left(\frac{p_t z_{j,t}^\theta}{r_t Q_t^\theta} \right)^{\frac{1}{1-\theta}} \right\}. \tag{8}$$

由于企业家只存活一期,在年老期结束后,企业家会选择退出下游中间品生产。给定民企上述设定,不难推出:如果 $j \geq j'$, $\pi_{j,t}^H \geq \pi_{j',t}^L$ 。下游中间品生产企业在每期期末将扣除折旧后的资本品交由政府分配给下一代,资本品折旧率为 δ 。具体分配规则为: $a_t^L = \frac{1}{1-\zeta} \frac{2}{N} \gamma K_t^p$, $a_t^H = \frac{1}{\zeta} \frac{2}{N} \gamma K_t^p$, 其中 $K_t^p = K_t - k_t^{soe} - k_t^c$ 。我们假设 $\frac{1-\zeta}{\zeta} > \max\left\{\frac{1-\theta}{\theta}, 1\right\}$, $\zeta \in (0, 1)$ 。假定参数 N 的取值可以保证民企平均资本规模小于地方国企,但整体规模高于地方国企,即 $a_t^H < k_t^{soe} < \zeta K_t^p$ 。

假设地区内存在一家代表性地方国企。地方国企在生产效率上低于民企(Liu et al., 2017),也就是说如果与民企选择进入相同的产业 j ,地方国企的生产函数为:

$$x_{j,t}^{soe} = \begin{cases} \chi z_{j,t} k_{j,t}^\theta & k_{j,t} \geq \underline{k}_j \\ 0 & k_{j,t} < \underline{k}_j \end{cases}, \quad (9)$$

其中, $\chi \in (0, 1)$ 为地方国企因自身委托代理问题产生的效率损失。鉴于其国有属性,地方国企利润计入当地政府预算,同时地方政府对地方国企提供隐性担保与贷款利率补贴。基于我国地方银行的贷款偏好,假定银行会优先满足地方国企贷款需求。与央企相同,地方国企资本在折旧后累计入下一期,折旧系数为 δ 。

与民企不同,地方国企还承担着地方产业升级的角色。具体来讲,地方国企除了能选择下游中间品现有产业外,还可以选择开拓新的产业。新产业的开拓(例如选择跃升至产业 J)会产生一期的固定成本 $F(J)$, $F' > 0$, $F'' > 0$ 。地方国企产业跃升后,民企若使用该产业技术则无需再支付成本 $F(J)$,当然前提是民企资本品投入达到该产业最低要求,这一设定与叶静怡等(2019)的结论一致。地方国企产业升级为有序升级:地方国企每次只能开拓至新产业 $J_t + 1$,同时地方国企在民企进入其所在产业后,必须选择退出,向生产率更高的产业升级。之所以如此设定,主要是因为地方国企相对低效,很难与民企在同一产业内进行市场竞争,因此地方国企的退出有助于资本配置的优化。与民企只经营一期不同,地方国企可以持续经营。但是由于其利润归地方政府,地方国企也只关注其单期利润。不失一般性,我们假定地方国企始终处于地区产业结构的顶端。给定上述设定, t 期地方国企的利润函数为:

$$\pi_t^{soe}(r_t, s) = \max \Gamma_t p_t x_{j_t+1,t}^{soe} + (1 - \Gamma_t) p_t x_{j_t,t}^{soe} - r_t^{soe} l_t^{soe} - \Gamma_t F(\bar{J}_t + 1), \quad (10)$$

其中, $r_t^{soe} = r_t - s$ 为地方国企从地方银行借款的利率, s 为地方国企享受的利率补贴, Γ_t 为指标函数,取值为 1 表示地方国企当期选择产业跃升,取值为 0 则表示地方国企不选择产业跃升。由于地方国企可以累积资本,其资本品投入满足条件: $x_t^{soe} \leq \left[\frac{l_t^{soe}}{Q_t} + (1 - \delta) k_t^{soe} \right]$ 。

(四) 银行

经济中存在一家全国性银行和一家地方银行,分别由中央政府和地方政府控股,主要职能是分别为央企和地方企业融资。银行在每期期末接受当期年轻居民的存款,然后在下一期期初将存款贷给下一期企业家,期末收回贷款后归还存款人本息。地方银行首

先保证当地国企贷款，剩余资金再通过信贷市场分配给民企。地方国企享受地方政府对其贷款利率的补贴，同时地方银行存款利率与全国性银行相同。全国性银行根据中央政府跨期预算式(6)决定存款利率。给定存款利率、地方国企贷款需求与利率补贴，地方银行选择对民企贷款利率来最大化其当期收益。

$$\begin{aligned} \max_{r_t} \quad & \frac{1}{2} N r_t [\zeta l_t^H + (1 - \zeta) l_t^L] + (r_t - s) l_t^{soe}, \\ \text{s. t.} \quad & \frac{N}{2} [\zeta l_t^H + (1 - \zeta) l_t^L] \leq D_t - l_t^{soe}. \end{aligned} \quad (11)$$

这里 D_t 为当期地方银行存款总额。为了保证式(11)有解，假定资产禀赋较低的企业家始终受到融资约束限制。给定银行对民企贷款利率，地方银行利润为：

$$\pi_t^b = \frac{(r_t - r_d) N}{2} [\zeta l_t^H + (1 - \zeta) l_t^L] + (r_t - r_d - s) l_t^{soe}. \quad (12)$$

(五) 地方政府

地方政府选择对地方国企的贷款利率补贴 s ，以满足地方国有部门（地方国企和地方银行）的跨期预算约束，即地方政府选择 s ，使得：

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta_t (\pi_t^{soe} + \pi_t^b) \geq 0. \quad (13)$$

由于国企的低效，政府必然选择最低的利率补贴使得上述跨期预算约束条件取等号。

下面我们给出模型均衡定义。给定经济初始资本存量 K_0 ，央企初始资本 k_0^c ，地方国企初始资本 k_0^{soe} 及民企初始禀赋资产 $\{a_0^H, a_0^L\}$ ，模型竞争性均衡路径为：居民消费 c_t ，工资 w_t ，上游中间品价格 Q_t ，下游中间品价格 p_t ，地方银行贷款利率 r_t ，存款利率 r_d ，地方国企利率补贴 s 。满足如下市场均衡条件：

- ① 给定预算约束，居民最大化其效用函数式(1)；
- ② 给定 w_t 与 p_t ，最终产品生产商选择劳动力与资本投入最大化其利润函数；
- ③ 给定贷款利率 r_t ，下游中间产品生产商选择最大化其利润的进入策略与相应最优资本投入；
- ④ 给定存款利率 r_d ，上游央企选择资本投入最大化其当期利润式(5)；
- ⑤ 地方银行在自身存贷平衡约束下选择 r_t 使其利润式(11)最大；
- ⑥ 中央政府选择 r_d 使其跨期预算平衡，即式(6)；
- ⑦ 最终产品满足市场均衡条件： $Y_t = \frac{N}{2} c_{2t} + I_t - (1 - \delta) k_t^c$ ；
- ⑧ 给定中间产品的需求与供给，中间产品价格 Q_t 和 p_t 分别使得上下游中间产品市场出清。

综合模型资本积累设定，我们得到如下资本动态方程：

$$K_{t+1} = l_t^i + \frac{l_t^{soe}}{Q_t} + \frac{N}{2} \left[\zeta \frac{l_t^H}{Q_t} + (1 - \zeta) \frac{l_t^L}{Q_t} \right] + (1 - \delta) (k_t^{soe} + k_t^c). \quad (14)$$

式(14)表明金融资源在央企、地方国企和民企之间的分配决定了经济整体的资本产出。在对模型稳态分析后，我们有如下结果。

定理 1^① 给定信贷约束, 当 $\lambda \geq \underline{\lambda} = \theta \frac{z_{J_0}}{z_{J_0+1}} \left(\frac{k_{J_0+1}}{k_{J_0}} \right)^{1-\theta}$, 地方国企有序升级对应的

稳态资本规模高于地方只有民企的情形。

基于定理 1, 我们将有序升级对应的金融分权称为最优金融分权^②。虽然文献将金融分权定义为金融资源在中央政府、地方政府与市场之间的配置比例, 但考虑到政府控制金融资源的目的是为了实现在国企主导的产业升级, 金融分权实际上等同于金融资源在央企、地方国企与民企之间的分配, 因此最优金融分权 I 和 II 的计算等式为:

$$fd_{I,t} = 1 - \frac{\Phi'^{-1} \left(\frac{r_d}{z_{j,t}^c Q_t} \right) - (1-\delta)k_t^c}{K_t}, \quad (15)$$

$$fd_{II,t} = \frac{\frac{N}{2} [\zeta l_t^H + (1-\zeta)l_t^L]}{\frac{N}{2} [\zeta l_t^H + (1-\zeta)l_t^L] + l_t^{soe}}. \quad (16)$$

在式 (16) 中, $l_t^* = \min \left\{ \lambda a_t^*, \left(\frac{p_t z_{j,t}^* \theta}{r_t Q_t^\theta} \right)^{\frac{1}{1-\theta}} \right\}$ 为 κ 类民企贷款量, $\kappa = \{H, L\}$ 分别表示高禀赋和低禀赋企业家, $l_t^{soe} = \left(\frac{p_t \lambda z_t^{soe} \theta}{Q_t^\theta (r_t - s)} \right)^{\frac{1}{1-\theta}} - (1-\delta)k_t^{soe}$ 为地方国企贷款量。

不难发现, 产业升级中的生产率变化和升级成本决定了最优金融分权大小。给定有序产业升级路径, 式 (15) 中的最优金融分权 I 取决于央企生产率、融资成本 r_d 与上游中间品价格 Q_t 的变化, 而上游中间品价格 Q_t 是通过改变央企的融资成本 r_d 最终对金融分权 I 形成影响的。式 (16) 中最优金融分权 II 则决定于地方国企产业升级与民企的产业进入选择。前者对金融分权 II 有双重效应: 一是在信贷市场对民企形成挤出效应, 降低金融分权 II 水平; 二是加快资本积累速度, 帮助未来民企克服信贷约束, 形成对民企的信贷挤入效应, 这会提高金融分权 II。后者与地方国企产业升级成本共同决定了民企对金融资源的需求, 最终影响金融分权 II 的高低。此外, 央企的产业升级也会通过上游中间品价格来影响金融资源在地方的配置。综上分析, 我们可以得到定理 2。

定理 2 最优金融分权 I 取决于央企的产业升级。给定其他条件不变, $z_{j,t}^c$ 、 IN_t 的增加会降低金融分权 I 水平: $\frac{\partial fd_{I,t}}{\partial z_{j,t}^c} < 0$, $\frac{\partial fd_{I,t}}{\partial IN_t} < 0$; 同时随着资本积累, 金融分权 I 会逐渐增大。地方国企与民企的产业升级决定了最优金融分权 II 的水平。进一步地有: $\frac{\partial fd_{II,t}}{\partial \alpha_t^H} \geq 0$, $\frac{\partial fd_{II,t}}{\partial \alpha_t^L} > 0$, 即民企的初始禀赋越高金融分权 II 越高。此外, 央企的产业升级也会降低金融分权 II 的大小, 即: $\frac{\partial fd_{II,t}}{\partial z_{j,t}^c} < 0$ 。

定理 1 和定理 2 与前文实证结果基本一致。第一, 为了克服经济增长初期禀赋过低

① 本文所有定理证明见附录 III。

② 这里最优金融分权是与存在信贷约束下市场产业升级情形相比, 本质上仍是一个次优结果。此外, 由于金融分权 I 的结果取决于外生产业升级路径, 所以本文最优金融分权主要指的是有序产业升级下金融分权 II 的均衡水平。在不影响理解的前提下, 本文称其为最优金融分权。

和信贷市场不完善等对经济增长的不利影响，政府可以通过控制金融资源配置，利用跨期预算约束机制优先保证国企产业升级所需资金来实现快速工业化，因此金融分权是经济赶超下国企主导产业升级的金融资源配置内生结果。当国企产业升级时，相应层面的金融分权程度均会出现下降。第二，民企由于自身禀赋和信贷约束，在改革开放初期只能进入劳动密集型产业生产。但随着自身资本的积累，民企会逐步克服信贷约束对其产业进入的限制，具备进入国企所在产业与国企竞争的条件。此时低效国企应当退出，将所占金融资源让渡给民企，以促进经济赶超。这与20世纪90年代到21世纪初“抓大放小”战略使得很多国企，尤其是地方持续亏损的中小国企退出，金融分权程度上升的事实一致，同时也可以解释“抓大放小”改革后金融分权演变的趋势。

然而模型结论似乎并不能完全解释我国金融分权的实际演变过程。改革开放以来我国金融分权演变经历了三个阶段：从1978—1993年的开始分权到1994—2001年的重新集权，再到2002年至今的金融适度分权（洪正和胡勇锋，2017）。为什么实际演变过程与模型结果不完全一致？主要原因是模型结果是针对国企有序产业升级下最优金融分权而言。现实中，国企会出现产业过度跃升和延迟退出等情形，导致金融资源错配即偏离最优金融分权（具体分析结果参见本文模型数值模拟部分）。为了防范化解由此产生的金融风险，实际的政策及其结果就会围绕最优金融分权波动，但这种分权、集权再到适度分权的发展过程并不改变金融分权的长期发展趋势。在计划经济下，国家实行重工业优先发展战略导致国企产业过度跃升，民企无论在资金和生产上都受到极大挤压，金融分权程度很低。随着改革开放，国家转向比较优势发展战略，推动产业有序升级，民企在资金和生产上均获得相应支持，金融分权水平开始上升。到20世纪90年代初，由于民企不断进入国企所在产业与之竞争，再加上因改革滞后导致的延迟退出，国企出现大幅亏损。为保证国企生存，在地方政府干预下大量金融资源被投入低效的国企部门。这一错配直接导致地方金融风险累积。在权衡地方经济发展和金融风险后，中央对地方金融资源分配权利上收（即重新集权），金融分权水平在90年代中后期短期内出现下降。之后随着国企“抓大放小”改革，国企延迟退出问题得到极大缓解，加上城市化进程加速后我国进入重工业化阶段，以及2001年加入WTO后以民企为代表的劳动密集型产业全面融入全球产业链，我国开始进入国企主导资本密集型产业和民企占据劳动密集型产业有机结合的有序产业跃升阶段。为了让地方获得更多金融资源促进经济发展，在防范金融风险前提下，中央积极推动向地方和市场放权的金融改革（即适度分权），从2002年开始地方金融出现加速发展，金融分权水平得到显著提高。

四、模型拓展：考虑地方政府竞争

这一部分我们在基准模型中引入地方政府竞争，以解释金融分权 Π 的地区差异。假设经济由2个地区（ $i=1, 2$ ）组成，每个地区与基准模型相同，包含居民、最终品和中间品生产商、地方银行与地方政府。金融资本可以在两地之间自由流动。两个地区具有不同的初始资本和下游中间品产业结构。假定地区1具有较高的初始资本和生产率更高的下游中间品产业。因为地区下游中间品产业结构差距过大时，地区之间并不会对金融资源展开竞争，所以我们将专注于地区之间产业结构交叠的情形： $\underline{J}_{2.0} < \underline{J}_{1.0} < \bar{J}_{2.0} <$

$\bar{J}_{1,0}$ ，这里 $\underline{J}_{1,0}$ 与 $\underline{J}_{2,0}$ 为地区 1 和地区 2 的下游中间品部门生产效率最低的产业。政府在分配初始资产时，两地企业家每期期初资产满足条件： $a_{2t}^L < a_{1t}^L < a_{2t}^H < a_{1t}^H$ 。假设地方民企可以跨区经营，即地区 2 的民企可以从地区 1 的银行贷款，然后从地区 1 的产业集中中选择最适产业进行生产。地方国企受本地政府限制，只能在当地生产。

由于民企可以跨地区经营，地方银行在设定贷款利率时必然会考虑其他地区银行对其金融资源的竞争。假设地区 i 的贷款利率为 $r_{i,t}$ ，其他地区的贷款利率为 $r_{-i,t}$ 。地区 i 的民企贷款总量为 $l_{i,t}^{poe}$ 。此时，地区 i 的地方银行最优化问题为：

$$\max_{r_{i,t}} r_{i,t} l_{i,t}^{poe} + (r_{i,t} - s_i) l_{i,t}^{soe}, \quad (17)$$

$$\text{s. t. } l_{i,t}^{poe} + l_{i,t}^{soe} \leq D_t - l_{-i,t}^{poe} - l_{-i,t}^{soe}.$$

每期期末，在地区 1 经营的地区 2 企业所使用资本（扣除折旧后）会在两地间进行分配，假设留在地区 1 和转移回地区 2 的比例分别为 $\bar{\omega}$ 和 $1 - \bar{\omega}$ 。由此两地区资本动态方程分别为：

$$K_{1,t+1} = (1 - \delta) \left[\frac{\zeta N l_{1,t}^H + (1 - \zeta) N l_{1,t}^L + \bar{\omega} \zeta N l_{2,t}^H}{Q_t} + \varphi k_{1,t}^{soe} \right], \quad (18)$$

$$K_{2,t+1} = (1 - \delta) \left[\frac{(1 - \bar{\omega}) \zeta N l_{2,t}^H + (1 - \zeta) N l_{2,t}^L}{Q_t} + \varphi k_{2,t}^{soe} \right]. \quad (19)$$

显然， $\bar{\omega} = 0$ 代表地区 1 产业升级对地区 2 的拉动效应； $\bar{\omega} = 1$ 代表地区 1 对地区 2 的攫取效应。给定地方资本动态方程，可以得到如下经济资本动态方程：

$$K_{t+1} = K_{1,t+1} + K_{2,t+1} + (1 - \delta) k_t^c. \quad (20)$$

定理 3 给定 t 期两地企业家初始资产条件 $a_{2t}^L < a_{1t}^L < a_{2t}^H < a_{1t}^H$ ，如果地区产业升级路径不变，地方政府竞争会提高地区 1 的金融分权 II 水平，降低地区 2 的金融分权 II 程度。即： $fd_{1t}^{ic} > fd_{1t}^c$ ， $fd_{2t}^{ic} < fd_{2t}^c$ 。

这里 fd_{it}^{ic} ， fd_{it}^c 分别表示存在和不存在地方政府竞争对应的地区 i 金融分权 II。模型中，地方政府竞争会导致发达地区对不发达地区金融资源的“虹吸效应”：地区 2 资产禀赋高的企业家选择到地区 1 融资经营，使得较多的金融资源流向发达地区。这样竞争的结果，一方面会放松地区 1 地方政府的跨期预算约束，缓解国企升级带来的利润错时压力，释放更多金融资源给当地民企；另一方面会迫使地区 2 地方政府不得不将金融资源更多地配置给地方国企以保证其预算约束的平衡。本地民企由于很难获得足够资金进行产业升级而长期被困在落后产业，无法给地方国企带来竞争压力，地区 2 因此会失去产业升级的动力。极端情形下，“虹吸效应”会使得地区 2 的产业升级停滞。地方政府竞争同时也存在“反哺效应”：民企在期末选择回到原所在地区，形成资本回流，会增加下一期地区 2 可分配资本总量。定理 3 结论表明给定地区 2 产业结构和禀赋规模条件，“反哺效应”拉动本地区资本积累的作用有限。

定理 3 结论有助于理解我国金融分权 II 的地区差异。从不同地区金融分权差异事实来看，我国金融分权 II 确实存在地区经济越发达金融分权 II 越高的特点。通常在发达地区，通过地区竞争所获得的金融资源更丰富，产业相对较为先进，例如广东等沿海省份。而在经济欠发达地区，产业相对落后，而且大部分产业依旧由国企主导，民企难以获得信贷资源进入。

五、模型数值模拟

(一) 模型模拟

基于模型参数设定^①，我们首先对基准模型进行了数值分析。结果显示（图 1）：随着国企不断向先进产业跃升，中央政府对地方和市场的分权也在不断上升，最终趋于稳态。当然在短期内，央企跃升至更先进产业会降低当期金融分权水平。需要强调的是，上游央企的产业升级不但影响了地区产业结构的变化，而且也提升了整个经济的增长路径。

图 2 是拓展模型模拟结果，其中圆点线条为不存在地方政府竞争的基准情形，三角线条为存在地方政府竞争的情形。由于地方政府竞争只是影响金融资源在地区之间的分配，因此金融分权 I 与基准模型结果差别不大。从下游中间品产业升级来看，地方政府竞争推高了地区 1 的产业升级路径，同时也抑制了地区 2 的产业升级。增长路径中，地区 2 产业升级路径要显著低于基准模型情形。金融分权也表现出相似结果：地区 1 在获得更多金融资源后，产业升级速度加快。虽然地方国企占用了比基准情形更多的金融资源，但从比例上看，地区 1 向市场的分权更多。反观地区 2，由于总体金融资源减少，为支撑地方国企产业升级，地方政府不得不将更多金融资源向其倾斜，压低了地区 2 金融分权 II。可见地方政府竞争加剧了地区间金融分权 II 的差异。从资本增长路径看，地方政府竞争使得地区 1 无论是资本积累的路径还是最终稳态均要高于基准情形，而处于竞争劣势的地区 2 产业升级速度和资本增长路径均低于基准情形。

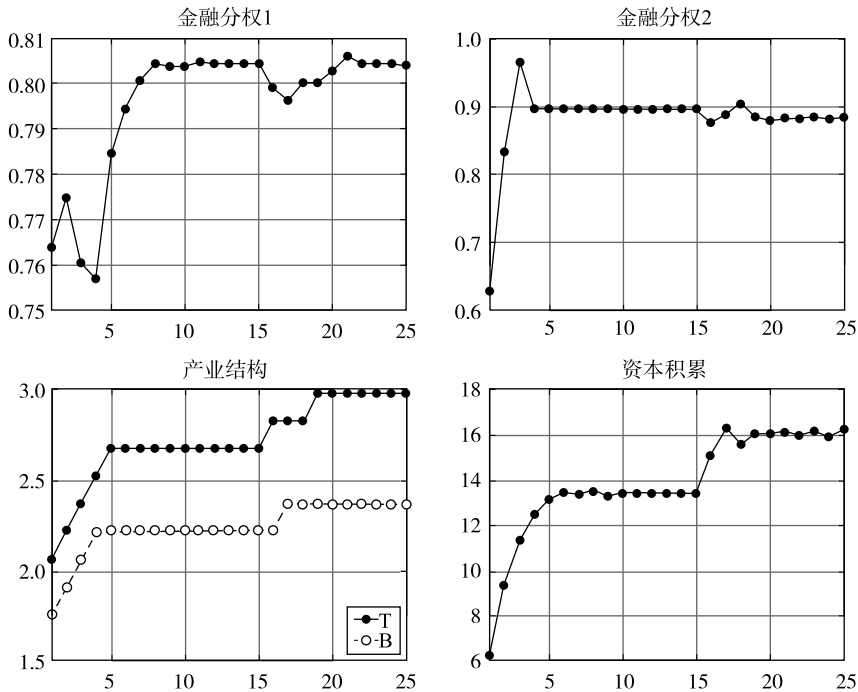


图 1 基准模型模拟结果

注：T 表示一个地区产业集合的上限，B 表示下限，下同。

① 具体设定见附录 IV。

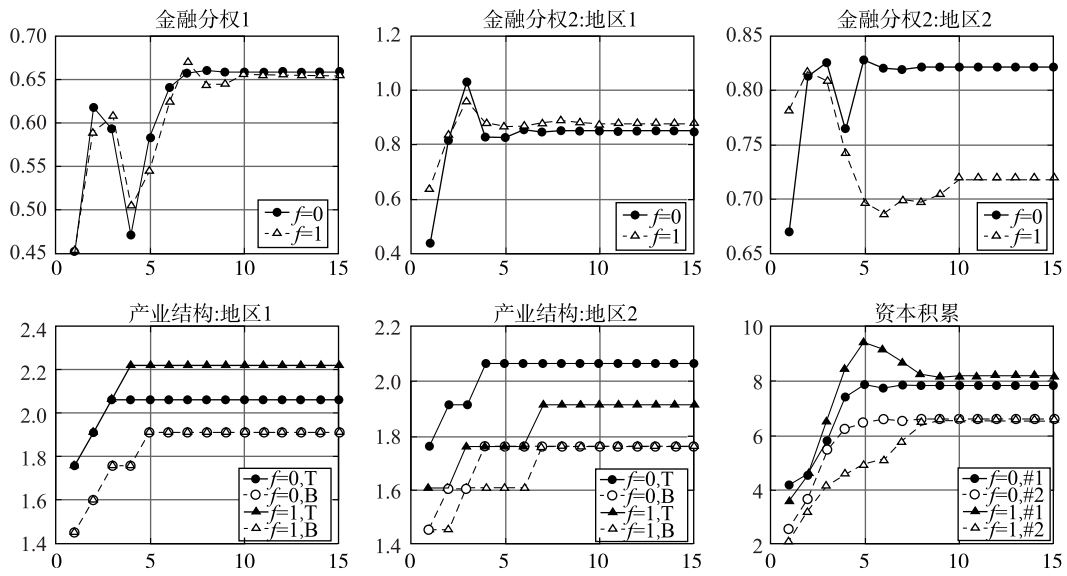


图2 地方政府竞争模拟结果

注： $f=0$ 表示不存在地方竞争， $f=1$ 表示存在地方竞争。

(二) 模拟实验

为解释20世纪90年代金融分权出现短暂集权的现象，我们下面使用模拟实验的方法来分析地方国企偏离产业有序升级，即过度跃升和延迟退出两种情形对金融分权和经济增长的影响。

1. 过度跃升

我们假设过度跃升是地方国企在每次产业升级时选择同时跃升两个产业的情形($u=2$)。模拟结果(见图3)显示：对于地区1，过度跃升会加快该地地方国企产业升级速度，然而这是以牺牲民企产业升级来实现的。过度跃升拉低了金融分权II的水平，同时过多金融资源分配给低效国企，最终使得地区1只到达一个次优的稳态。对于地区2，地区1过度跃升带来的“反哺效应”明显高于基准情形，这使得地区2的产业升级速度加快，金融分权II水平也高于基准情形。从模型稳态来看，过度跃升加重了金融资本在低效国企部门的配置，减缓了经济增长。

2. 延迟退出

为了探讨地方国企落后产能(或僵尸企业)对金融分权和产业升级的影响，我们模拟了延迟退出的情形：地方国企在民企进入其所在产业后选择继续经营一期再退出。从模拟结果来看(见图4)，延迟退出使得两个地区金融分权II水平和产业升级路径都出现了下降。此外，金融资源在国企部门的错配也阻碍了民企产业升级，最终经济到达一个次优的均衡。因此，地方国企的落后产能(或僵尸企业)会加重金融配置的扭曲，不利于地方产业升级和经济长期发展。上述分析结果较好地解释了计划经济时期的重工业优先发展战略下，以及20世纪90年代初国企改革困境中中国经济及金融分权演变的现实特征。

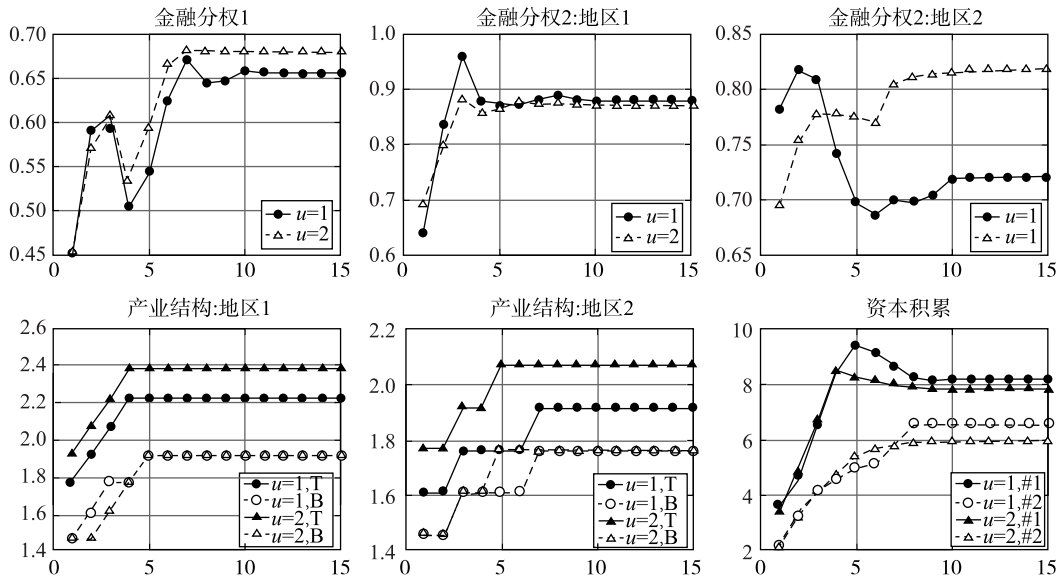


图 3 过度跃升模拟结果

注： $u=1$ 表示国企升级一个产业， $u=2$ 表示国企升级两个产业（过度跃升）。

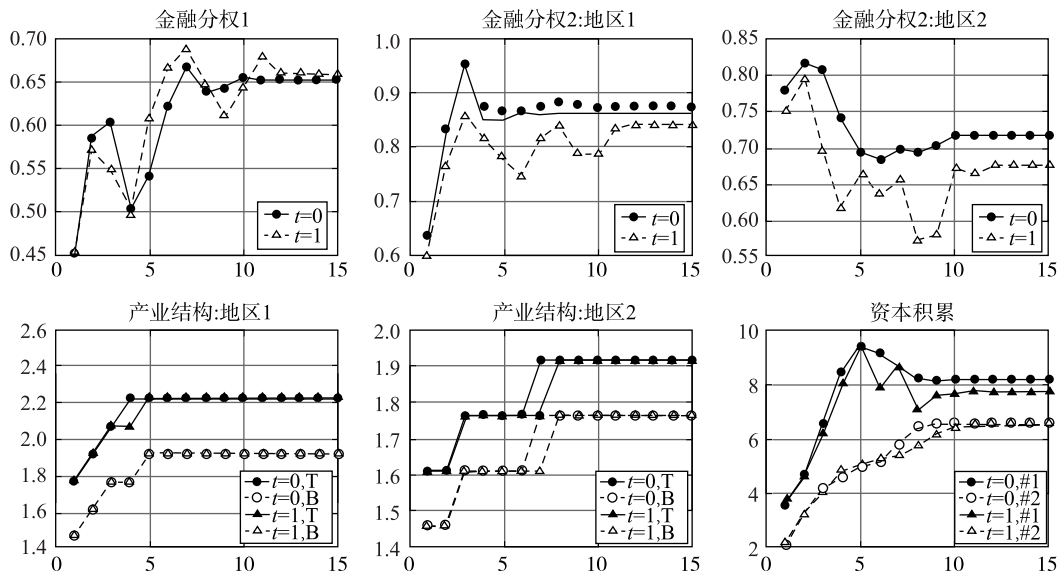


图 4 延迟退出模拟结果

注： $t=0$ 表示国企未延迟退出， $t=1$ 表示国企延迟一期退出。

六、主要结论

本文从实证和理论两个方面对现行金融分权分析框架进行了深入拓展：首先，基于洪正等（2020）的金融分权指标找到了金融分权制度支持国企产业升级，最终影响经济赶超的关键证据；在此基础上，从产业升级的视角构建理论模型分析了我国中央与地方、政府与市场之间最优金融分权的形成机制与演变特征，并在此框架内引入地方政府

对金融资源的竞争,给出了金融分权区域差异和现实特征的理论解释。我们证明中国特色的最优金融分权反映的是:经济赶超发展过程中,国企发挥先导作用的产业有序升级要求(金融)资本在中央、地方与民营之间的有效配置及其动态变化。在有序产业升级下,最优金融分权表现出向地方和市场逐渐倾斜的特点。当国企过度跃升与延迟退出时,金融资源配置会偏离最优金融分权出现短暂调整,这与我国金融分权总体演变趋势和阶段性变化一致。当地方政府为地方经济发展对金融资源展开竞争时,地方产业结构差异会导致金融分权Ⅱ的不同,具体而言,产业结构较为先进的地区会吸引落后地区的金融资源,最终导致其金融分权Ⅱ高于落后地区。

然而本文研究仍然存在一些不足,值得未来进一步研究。一是,未将显性风险因素,例如地方债务、系统性风险等,考虑在内。无疑金融资源的配置与风险是密切相关的,偏离最优金融分权可能导致金融风险。如20世纪90年代初期,中央向地方的过度金融分权就引发了严重的金融风险。二是,尽管文中关于产业升级过程是资本驱动的技术跟随型假设基本符合我国改革开放四十年来的经济发展特点,但随着我国经济增长方式逐渐从技术跟随向技术前沿创新转变,必然会对金融分权产生显著影响,如更多地发展包括风险投资在内的新型金融市场主体,由此产生的趋势变化值得我们深入探讨。

参考文献

- [1] Allen, F., J. Qian, and X. Gu, "An Overview of China's Financial System", *Annual Review of Financial Economics*, 2017, 9 (1), 191-231.
- [2] Bartelsman, E., J. Haltiwanger, and S. Scarpetta, "Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection", *American Economic Review*, 2013, 103 (1), 305-334.
- [3] Buera, F., J. Kaboski, and Y. Shin, "Finance and Development: A Tale of Two Sectors", *American Economic Review*, 2011, 146 (5), 1964-2002.
- [4] Buera, F., and Y. Shin, "Financial Frictions and the Persistence of History: A Quantitative Exploration", *Journal of Political Economy*, 2013, 121 (2), 221-272.
- [5] Banerjee, A., and E. Duflo, "Growth Theory through the Lens of Development Economics", In: Aghion, P. and S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, 1 (A). Amsterdam: Elsevier, 2005, 473-552.
- [6] David, J., and V. Venkateswaran, "The Sources of Capital Misallocation", *American Economic Review*, 2019, 109 (7), 2531-2567.
- [7] 傅勇、李良松, "金融分权的逻辑:地方干预与中央集中的视角", 《上海金融》, 2015年第10期,第47—53页。
- [8] 傅勇、李良松, "金融分权影响经济增长和通胀吗?——对中国式分权的一个补充讨论", 《财贸经济》, 2017年第3期,第5—20页。
- [9] Gertler, M., and P. Karadi, "A Model of Unconventional Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 2011, 58, 17-34.
- [10] 洪正、胡勇锋, "中国式金融分权", 《经济学》(季刊), 2017年第16卷第2期,第545—576页。
- [11] 洪正、张琳、肖锐, "产业跃升、金融结构与中国经济增长", 《管理世界》, 2021年第8期,第58—88页。
- [12] 洪正、肖锐、张琳, "金融分权、国有企业与产业升级——金融分权地区差异的一个经验解释", 《当代财经》, 2020年第7期,第50—62页。
- [13] Ju, J. D., Y. F. Lin, and Y. Wang, "Endowment Structures, Industrial Dynamics, and Economic Growth", *Journal of Monetary Economics*, 2015, 76, 244-263.
- [14] Li, X., X. W. Liu, and Y. Wang, "A Model of China's State Capitalism", SSRN Working Paper, 2015.

- [15] Liu, Z., P. E. Wang, and Z. W. Xu, "Interest-Rate Liberalization and Capital Misallocations", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 2017.
- [16] 林毅夫, "发展战略、自生能力和经济收敛", 《经济学》(季刊), 2002 年第 1 期, 第 269—300 页。
- [17] 李维安、曹廷求, "股权结构、治理机制与城市银行绩效——来自山东、河南两省的调查证据", 《经济研究》, 2004 年第 12 期, 第 4—15 页。
- [18] Midrigan, V., and D. Y. Xu, "Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data", *American Economic Review*, 2014, 104 (2), 422-458.
- [19] 聂日明, "谁掌控中国金融系统", 上海金融与法律研究院研究报告, 2014 年, <https://www.sifl.org.cn/show.asp?id=1456>。
- [20] 钱先航、曹廷求、李维安, "晋升压力、官员任期与城市商业银行的贷款行为", 《经济研究》, 2011 年第 12 期, 第 72—85 页。
- [21] Qian, Y., and B. R. Weingast, "Federalism as A Commitment to Perserving Market Incentives", *The Journal of Economic Perspectives*, 1997, 11 (4), 83-92.
- [22] Shleifer, A., and R. Vishny, "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109 (4), 995-1025.
- [23] Song, Z., F. Storesletten, and F. Zilibotti, "Growing Like China", *American Economic Review*, 2011, 101 (1), 202-241.
- [24] 王珏、骆力前、郭琦, "地方政府干预是否损害信贷配置效率", 《金融研究》, 2015 年第 4 期, 第 99—114 页。
- [25] 叶静怡、林佳、张鹏飞、曹思未, "中国国有企业的独特作用：基于知识溢出的视角", 《经济研究》, 2019 年第 6 期, 第 40—54 页。

The Optimal Financial Decentralization in the Course of China Economy's Catch-Up

HONG Zheng ZHANG Lin XIAO Rui*

(Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: Based on empirical facts and evidences, we construct a theoretical model to explain the role China's financial decentralization (FD) plays in the economic catch-up. We prove that the orderly industrial upgrading led by state-owned enterprises (SOEs) results in China's optimal FD. Under orderly industrial upgrading, FD can help the economy overcome the adverse impact of imperfect credit market on resource allocation and achieve a faster economic growth. We further extend the model by introducing local governments' competition to financial resource, and give a new explanation on why local governments choose different financial resource allocation between local SOEs and private enterprises.

Keywords: financial decentralization; China's catch-up; local government competition

JEL Classification: G20, G28, H70

* Corresponding Author: Zhang Lin, Southwestern University of Finance and Economics, No. 555 Liutai Avenue, Wenjiang District, Chengdu, Sichuan 611130, China; Tel: 86-15328034791; E-mail: zhanglin29@swufe.edu.cn.