

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2015.01.08

# 外部融资依赖、金融发展与出口贸易增长\*

曾璐璐<sup>1,2</sup>

(1.辽宁大学 经济学院,沈阳 110036;2.辽宁金融职业学院 工商管理系,沈阳 100122)

**摘要:**基于 2001—2012 年中国 29 个省区的面板数据,分析在不同的外部融资依赖度条件下两种主要的外源性资金(银行信贷和外商直接投资)对地区出口贸易产生的影响,研究结果显示:银行信贷和外商直接投资是影响地区出口贸易的显著因素,且外商直接投资对出口贸易的作用效果更强;外部融资依赖特征不同的地区,不同融资渠道对出口贸易产生的影响也不一样;在外资依赖度较高(大于 0.07%)的地区较高的信贷密度(大于 0.35%)更有利于出口增长,而在外资依赖度较低的地区需要寻找适宜的信贷密度与之相匹配;在外资密度较高(大于 1.64%)的地区信贷依赖有利于出口增长,而在外资密度较低的地区信贷依赖会给出口带来不利影响。

**关键词:**外部融资依赖;金融发展;出口贸易;银行信贷;外商直接投资;外资依赖度;信贷依赖度;信贷密度;外资密度

中图分类号:F752.62;F224.0

文献标志码:A

文章编号:1674-8131(2015)01-0066-10

## 一、引言

作为驱动经济增长的重要因素,国际贸易与金融发展的关系一直受到学界的关注。国外学者的研究认为,金融发展对贸易的影响在于完善的金融体系可以降低外部融资成本、扩大融资规模。Kletzer & Bardhan(1987)指出,一国的金融发展水平可以被视为和资源禀赋、技术水平一样的比较优势决定因素,外部融资依赖度高的产业在金融体系完善的国家更具有贸易比较优势。Raja & Zingales(1998)的研究结果从行业层面证明金融体系能够通过便利资产交易、降低融资成本提高资源配置效率,对外部资金依存度较高的产业将发展更快、出口份额更高、贸易获利更大。Beck(2000, 2002,

2003)从金融市场动员储蓄的功能角度分析了金融部门对贸易模式的影响,并在一般均衡模型中引入规模经济,采用多国多行业数据进行实证检验,得出规模收益越高的制成品对外部融资的依赖性越强、规模收益与外部融资需求具有正相关关系的结论。Svalery & Vlachos(2005)和 Manova(2008)通过实证研究证明金融发展水平较高的国家在外部融资依赖度较高部门的出口份额较大。Bena & Ondko(2012)利用 1996—2005 年欧盟国家的相关数据检验了金融市场的资源配置效率,认为金融发达国家的企业需要借助外部融资实现高速增长,为企业成长提供外部融资是金融体系的重要功能。

国内学者对于金融发展与贸易关系的研究主要集中在实证分析。朱彤等(2007)使用中国 23 个

\* 收稿日期:2014-08-19;修回日期:2014-10-18

作者简介:曾璐璐(1978—),女,辽宁沈阳人;辽宁大学博士研究生,辽宁金融职业学院讲师,2003—2004 年赴英国萨里大学学习,主要从事金融发展与宏观经济增长研究。

行业的相关数据对金融发展影响比较优势的传导机制进行了经验分析,研究结果表明,金融发展能够通过外部融资支持并提高外部融资依赖较强行业的比较优势。谈儒勇(2007)选取31个省区20个行业的1860个样本,通过在模型中引入金融发展与外部融资程度的乘积项发现,金融发展对不同省区不同行业增加值增长的影响会随行业外部融资依赖度的不同而不同;在金融相对发达的地区,适合引导外部融资依赖度高的行业发展,而对外部融资依赖度低的行业则宜于到金融相对不发达的地方发展。朱彤和曹珂(2009)基于行业外部融资依赖视角,采用中国制造业部门2001—2006年28个行业的相关数据,针对金融发展对出口商品结构的影响进行了实证分析,研究表明,各行业因外部融资依赖度的差别而导致资金获取规模的不同,外部融资依赖度较高的资本和技术密集型行业更容易通过金融发展而得到丰富的资金支持,实现出口商品结构的升级。李连发和辛晓岱(2009)通过分析33个国家非上市企业的数据得出结论,企业的外部融资依赖性越强,融资成本就越低,金融发展对企业增长的促进作用也越大。高玮(2010)通过构建PR模型考察了银行业竞争程度对不同外部融资依赖度的制造业部门的影响,得出了金融发展程度的提高有利于外部融资依赖度较高类型的制造业发展的结论。齐俊妍(2010)基于行业的外部金融依存度,考察了中国金融市场发展与行业贸易竞争力的关系,发现行业的外部融资依赖程度是金融市场发展促进国际贸易的重要影响因素。孙灵燕和崔喜君(2011)从融资约束角度考察了不同所有制企业的外源融资能力,结果显示,民营企业的外源融资能力对出口增长的作用更明显。贵斌威等(2013)使用2001—2007年金融业和制造业的省际数据检验了金融发展对经济增长的融资依赖效应,结果表明,行业的融资依赖度越大,国有比重越小,将从金融发展中取得越大的优势。

综上所述,在已有的研究金融发展与国际贸易之间相互关系的文献中,研究者大都将金融作为一种影响因素,通过分析金融市场的广度、深度、效率等方面对出口结构产生的影响来阐述一国金融发展水平对国际贸易的作用;也有部分文献基于比较优势理论,将金融视为一种要素禀赋,讨论如何通过动员和利用外部资金来影响一国的贸易水平。

但是从外部融资依赖角度考察金融发展如何影响贸易发展的研究并不多见,并且大部分现有研究都是从金融市场的功能出发,而没有区分外部融资的资金来源。然而从融资渠道来看,不同类型的外部资金,例如银行信贷、FDI、股票与债券以及其他来源的资金,很可能对一国贸易水平产生差异性影响。因此,本文试图从资金来源出发,讨论不同类型的外部资金与外部融资依赖程度的相互作用对地区出口贸易产生的影响。具体讲,本文将分别考察两种主要的外源性资金——“银行信贷”和“外商直接投资(FDI)”与外部融资依赖程度的相互关系,并分析在不同的外部融资依赖度条件下这两种异质资金对地区出口贸易产生的影响。这样,一方面可以在一个系统框架下考察外部融资依赖度、金融发展和地区贸易增长三者的关系,另一方面还可以为研究金融发展与贸易发展的关系提供一个新的视角。

## 二、计量模型、变量及数据说明

根据Raja和Zingales(1998)所提出的金融发展水平差异性可以通过微观机制和影响渠道对经济增长产生不同效应,本文预期得出以下结论:地区经济越依赖外部融资,金融发展对地区出口贸易的促进作用越大;考虑到不同的外部金融融资渠道,即银行信贷和外商直接投资可以对外部融资依赖性较高地区的出口贸易产生更大的促进作用。下面首先构建计量模型,然后对所使用的变量和数据进行说明。

### 1. 模型构建

本文借鉴Raja & Zingales(1998)建立模型的方法,使用金融发展和外部融资依赖程度的交互项作为核心解释变量,考察金融发展和外部融资依赖度的联合作用对各地区出口贸易产生的影响,构建如下回归方程进行检验:

$$EXPORT_{it} = c + \alpha_1 IND_{it} + \alpha_2 FINANCE_{it} + \alpha_3 IND_{it} \times FINANCE_{it} + \alpha_4 CV_{it} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it}$$

上式中,被解释变量 $EXPORT_{it}$ 表示出口贸易额,采用各地区当年出口额(按照年均汇率换算成以人民币为单位,并用GDP平减指数消除价格因素影响)度量。

解释变量 $IND_{it}$ 表示地区 $i$ 在第 $t$ 年的外部融资

依赖程度,  $FINANCE_{it}$  表示地区  $i$  在第  $t$  年的金融发展水平;  $IND_{it} \times FINANCE_{it}$  表示地区  $i$  在第  $t$  年的外部融资依赖度与该地区同期的金融发展水平的交互作用项, 用来分析金融发展水平与外部融资依赖程度的相互作用是否对出口贸易增长产生影响, 如果这一指标的系数显著, 则表明金融发展在外部融资促进出口贸易增长方面起着非常重要的联结作用;  $CV_{it}$  表示控制变量,  $\mu_i$ 、 $\gamma_t$ 、 $\varepsilon_{it}$  分别表示截面特定效应、时期特定效应和残差项。

在所有的待估系数中,  $\alpha_3$  为本文实证检验的关键。如果  $\alpha_3$  的符号为正且显著不为零, 则可以说明地区经济的外部融资依赖程度越高, 金融发展对出口贸易增长的促进作用就越大。具体就不同融资渠道而言, 地区经济对银行信贷和 FDI 的融资依赖程度越高, 金融发展对出口贸易的促进作用越明显。

## 2. 变量选择

### (1) 衡量金融发展水平的指标

Beck、Demirguc-Kunt 和 Levine (2001) 以国际金融统计的相关数据为基础, 编制了一套衡量各国金融发展水平的指标体系, 此后的研究大多沿用了这一体系中与金融中介相关的金融发展规模、金融发展效率、金融发展结构等指标作为金融发展水平的代理变量。Love (2003) 将金融中介发展指数与股票市场发展指数之和作为反映一国金融发展水平的总体指标。考虑到我国的股票市场发育不完全以及我国金融市场融资主要来源于银行信贷和外商直接投资, 本文区分了不同的融资渠道, 从两个方面度量金融发展水平 ( $FINANCE_{it}$ ): 一是全部金融机构贷款额占当地 GDP 比重, 即信贷密度, 用  $DENLOAN_{it}$  表示; 二是外商直接投资占当地 GDP 比重, 即外资密度, 用  $DENFDI_{it}$  表示。其中, 第一个指标着重刻画金融部门的信贷资金的集中程度和金融发展深度, 信贷比重越高表明金融机构 (银行) 投放贷款量越大, 越有利于企业获取外部资金、扩大生产规模、增加产出; 第二个指标侧重讨论可获得的外源资金中 FDI 的资金数量和贡献率, 外资密度越高表明外资的流入量越大, 越有利于解决资金约束瓶颈, 促进出口。

### (2) 衡量外部融资依赖程度的指标

Rajan & Zingales (1998)、Beck (2002, 2003)、Svaleryd & Vlachos (2005)、谈儒勇 (2006) 的相关研究中, 外部融资依赖程度指标的测量均以行业数据为基础, 以检验不同行业由于各自的行业特征差异对外部融资依赖程度是否不同。与以上着重微观层面的行业研究不同, 本文侧重从宏观层面考量不同地区对不同融资渠道的依赖程度。考虑到企业融资的主要目的是用于固定资产积累及再生产, 我们借鉴并改进黄玖立 (2010) 的做法, 对外部融资依赖程度 ( $IND_{it}$ ) 的度量考察两个方面的内容: 一是地区经济对银行信贷资金的依赖程度, 用  $INDLOAN_{it}$  表示, 采用国内贷款来源的固定资产投资占全部外部资金<sup>①</sup> 固定资产投资的比重来度量; 二是地区经济对 FDI 的依赖程度, 用  $INDFDI_{it}$  表示, 采用利用外资来源的固定资产投资占全部外部资金固定资产投资的比重来度量。

### (3) 控制变量

地区出口贸易的增长除了与该地区的金融发展水平相关以外, 还受该地区的一些其他因素影响。为了控制其他地区特征对出口贸易增长的影响, 本文的控制变量重点考虑了以下影响因素:

一是政策性因素。为把握各地区的经济发展环境对出口贸易的影响, 我们在模型中加入了一些政策特征因素: 国内投资 ( $DI_{it}$ ), 采用各地区的固定资产投资额与外商固定资产投资额之差度量; 政府支出 ( $GOV_{it}$ ), 采用各地区当年财政支出额度度量; 外资比重 ( $SHFDI_{it}$ )<sup>②</sup>, 采用各地区外资工业企业总产值占规模以上工业企业总产值的比重度量。其中, 前两个指标反映了地区经济的政策导向和政府经济的干预程度; 第三个指标不仅能够直接体现外资企业所占份额, 还能够间接体现地区的市场化程度和对外开放程度。

二是制度性因素。本文选取用两个制度性变量: 国有化程度 ( $SOE_{it}$ ), 采用国有经济固定资产投资额占全部固定资产投资额比重度量; 信贷偏向 ( $BIAS_{it}$ ), 采用国有控股工业企业利息支出占全部规模以上工业企业利息支出比重度量。由于体制

<sup>①</sup> 本文将除自筹资金之外的其他形式的资金, 包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资 (主要为 FDI)、债券、其他来源, 统一界定为外部资金。

<sup>②</sup> 中国的外商直接投资企业大多从事出口贸易, FDI 对地区的出口贸易应当具有相当重要的影响作用。

和历史等因素的影响,我国银行的信贷资金大部分流向效率较低的国有企业,相对高效的非国有经济在国内信贷市场受到融资约束限制,这种信贷资源的偏向性供给可能会对出口贸易带来不利影响。

三是要素禀赋,包括物质资本和人力资本。中国各地区的自然资源和劳动力资源分布不同,根据比较优势理论,资源丰富程度和劳动力密集程度也是影响地区出口贸易的重要因素。采用农业总产值占国内生产总值比重度量农业禀赋( $DENARG_{it}$ ),采用当年煤炭工业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业的工业总产值占全部工业总产值比重度量自然资源禀赋( $DENIN_{it}$ ),采用就业人数( $LAB_{it}$ )和高等学校在校人数( $EDU_{it}$ )度量人力资源禀赋。

### 3.数据说明

本文使用的数据是中国内地 29 个省区(不包括西藏、重庆)2001—2012 年的面板数据。文中所有数据均来源于《中国统计年鉴》《中国工业经济统计年鉴》《中国固定资产投资统计年鉴》以及各省区统计年鉴和国家统计局网站。有些省份某些变量的数据区间小于 2001—2012 年,本文保持原数据区间不变。计量所用数据均采用 CPI 指数消除了物价因素,并将相关数据单位以当年人民币兑美元汇率中间价进行折算。同时,各变量均进行了对数化处理,以增强数据测量的平衡性。表 1 为数据描述性统计。

表 1 数据描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
<i>EXPORT</i>	347	4.979 3	1.801 9	-0.141 2	9.007 8
<i>INDFDI</i>	347	0.026 3	0.029 0	0.000 8	0.186 0
<i>INDLOAN</i>	347	0.174 4	0.061 7	0.045 1	0.381 4
<i>DENFDI</i>	333	0.180 7	0.217 4	0.007 4	1.081 4
<i>DENLOAN</i>	345	1.029 2	0.307 6	0.532 9	2.259 7
<i>LAB</i>	347	7.530 1	0.843 0	5.631 2	8.787 9
<i>EDU</i>	347	12.928 5	0.935 2	9.793 6	14.409 2
<i>DI</i>	347	6.584 6	1.094 3	3.202 6	8.638 2
<i>GOV</i>	347	5.543 8	0.881 3	3.160 8	7.417 6
<i>SOE</i>	347	0.387 5	0.122 5	0.011 9	0.868 8
<i>BIAS</i>	328	2.866 8	28.922 1	0.123 2	385.525 6
<i>SHFDI</i>	346	0.202 7	0.177 3	0.015 7	0.658 1
<i>DENARG</i>	347	0.868 2	0.066 1	0.653 2	0.993 7
<i>DENIN</i>	342	0.100 4	0.102 1	0.000 3	0.428 3

本文采用面板数据的固定效应(FE)和随机效应(RE)估计方法,即利用虚拟变量最小二乘法对固定效应模型进行估计,利用广义最小二乘法对随机效应进行估计,并由 Hausman 检验决定最终采用固定效应还是随机效应的计量结果。通过检验结果的对比可知,本文的待估模型均应该选取固定效应的形式。由于文中采用的数据是面板结构,因此我们使用 GLS 方法消除面板数据中的异方差。

### 三、回归结果及分析

本文利用 stata11.0 软件对计量模型进行了回归,表 2 的(1)~(4)列列出了采用“信贷密度”( $DENLOAN$ )衡量金融发展水平和采用“外资依赖度”( $INDFDI$ )衡量外部融资依赖程度的估计结果;(5)~(8)列列出了采用“外资密度”( $DENFDI$ )衡量金融发展水平和采用“信贷依赖度”( $INDLOAN$ )衡量外部融资依赖程度的估计结果;(9)列报告了以上四项变量的联合回归结果。

表 2 回归方程的估计结果(被解释变量为 EXPORT)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>INDFDI</i>	4.354 4*** (4.18)		4.018*** (3.84)	-2.331 6 (-0.62)					-2.073 4 (-0.57)
<i>DENLOAN</i>		-0.362 6*** (-2.81)	-0.293 7** (-2.32)	-0.459 9*** (-2.92)					-0.430 6*** (-2.83)
<i>INDFDI</i> × <i>DENLOAN</i>				6.691 8* (1.82)					5.960 7* (1.67)
<i>INDLOAN</i>					-2.065 1*** (-4.65)		-2.076 8*** (-4.64)	-2.305 5*** (-3.86)	-2.002 7*** (-3.24)
<i>DENFDI</i>						1.291 9** (2.50)	1.191 9** (2.40)	0.911 3 (1.31)	1.196 4* (1.75)
<i>INDLOAN</i> × <i>DENFDI</i>								1.410 4 (0.58)	1.963 2 (0.79)
<i>LAB</i>	1.396 2*** (4.52)	1.033 7*** (3.43)	1.468 6*** (4.76)	1.459 8*** (4.54)	1.281 0*** (4.30)	0.920 5*** (3.05)	1.271 2*** (4.27)	1.299 9*** (4.31)	1.643 2*** (5.13)
<i>EDU</i>	0.453 3*** (4.40)	0.463 5*** (4.41)	0.450 8*** (4.40)	0.451 8*** (4.38)	0.410 0*** (4.01)	0.351 3*** (4.28)	0.401 6*** (3.94)	0.400 4*** (3.93)	0.418 7*** (4.15)
<i>DI</i>	-0.017 7 (-0.26)	-0.039 6 (-0.56)	-0.018 3 (-0.27)	-0.017 5 (-0.25)	-0.067 7 (-0.98)	-0.034 0 (-0.48)	-0.057 5 (-0.83)	-0.058 4 (-0.84)	-0.038 6 (-0.57)
<i>GOV</i>	0.163 6* (1.79)	0.154 5* (1.65)	0.154 6* (1.70)	0.153 0* (1.66)	0.126 6* (1.39)	0.158 2* (1.67)	0.127 8* (1.40)	0.122 8* (1.34)	0.131 2* (1.44)
<i>SHFDI</i>	0.067 2 (0.15)	-0.222 5 (-0.50)	0.110 4 (0.25)	0.101 5 (0.23)	0.129 0 (0.29)	-0.515 3 (-1.12)	-0.045 3 (-0.10)	-0.044 6 (-0.10)	0.101 8 (0.23)
<i>SOE</i>	-0.967 4*** (-3.77)	-0.915 7*** (-3.43)	-0.865 5*** (-3.34)	-0.866 6*** (-3.33)	-0.842 3*** (-3.26)	-1.073 7*** (-4.07)	-0.863 1*** (-3.35)	-0.838 3*** (-3.20)	-0.718 7*** (-2.77)
<i>BIAS</i>	-0.376 2 (-1.29)	-0.166 4 (-0.55)	-0.211 1 (-0.71)	-0.210 1 (-0.70)	-0.370 9 (-1.28)	-0.347 3 (-1.16)	-0.338 8 (-1.18)	-0.354 9 (-1.22)	-0.273 3 (-0.93)
<i>DENARG</i>	2.046 8 (1.47)	2.474 7** (1.71)	2.614 6* (1.86)	2.641 5* (1.84)	1.664 1 (1.20)	1.402 8 (0.95)	1.046 1 (0.73)	1.094 7 (0.77)	1.650 4 (1.14)
<i>DENIN</i>	-1.991 4*** (-3.55)	-2.305 5*** (-3.94)	-2.106 5*** (-3.69)	-2.119 0*** (-3.62)	-2.408 6*** (-4.30)	-2.093 5*** (-3.46)	-2.320 9*** (-3.99)	-2.380 0*** (-4.02)	-2.251 0*** (-3.68)
C	-13.292 5*** (-5.05)	-10.453 9*** (-4.07)	-14.068 9*** (-5.34)	-14.039 9*** (-5.29)	-10.548 6*** (-4.26)	-8.964 2*** (-3.84)	-10.096 7*** (-4.07)	-10.257 3*** (-4.10)	-13.845 5*** (-5.27)
R <sup>2</sup>	0.755 2	0.748 7	0.760 2	0.760 2	0.758 5	0.746 0	0.763 1	0.763 4	0.776 2

注:样本容量为 324,观测组为 29;\*\*\*、\*\*、\* 分别代表估计系数通过 1%、5%、10% 显著性水平检验,括号中为 t 值。

1. 分别用“信贷密度”和“外资依赖度”衡量金融发展水平和外部融资依赖程度的估计结果

仅加入 *INDFDI* 变量未加入 *DENLOAN* 变量的回归结果见表 2 的(1)列,*INDFDI* 变量在 1% 水平上显著为正值。表 2 的(2)列为未加入 *INDFDI* 变量的回归结果,用以检验金融发展水平指标信贷密度是否会独立对出口贸易产生影响,数据显示信贷

密度对出口贸易增长的作用显著为正。表 2 的(3)列为同时加入 *DENLOAN* 和 *INDFDI* 变量的回归结果,*DENLOAN* 对出口贸易增长的作用显著为负,而 *INDFDI* 对出口贸易增长的作用是显著为正。加入 *DENLOAN* 和 *INDFDI* 交互项的回归结果见表 2 的(4)列,交互项系数显著为正。因此,回归结果表明:银行信贷是各地区的重要外部资金来源,但与出口贸易增长负相关,信贷资金供给越多越不利于地区出口贸易的发展;同时,对外资依赖度越高的

地区,出口贸易增长速度越快。

信贷密度与出口贸易负相关的结果与预期不符。根据以往经验研究(孙兆斌,2004;阳佳余,2007),地区银行信贷可以促进当地对外贸易发展,增加出口。而本文模型中的这一指标系数显示为负,表明信贷资金的密集投放并没有对地区的出口贸易起到积极推动作用。究其原因,主要是由于中国银行体系的信贷资金多供给较低效率的国有经济,而相对高效的非国有经济在信贷市场融资困难。控制变量中的两个制度性因素——国有化程度( $SOE_{it}$ )和信贷偏向( $BIAS_{it}$ )也支持了这一判断,

这两个指标的估计系数均为负,其中国有化程度更是在1%的水平上通过了显著性检验,表明在国有经济集中和信贷资金流向国有经济较多的地区,银行信贷对出口贸易没有正向助推作用。也就是说,国有化程度越高,信贷资金越集中供给国有经济的地区,出口贸易发展越缓慢。

值得注意的是,(4)列结果显示  $DENLOAN$  和  $INDFDI$  的系数均为负,而  $DENLOAN$  与  $INDFDI$  的交互项系数为正且显著,这说明信贷密度和外资依赖度之间有明显的互动关系,见表3。

表3  $DENLOAN$  与  $INDFDI$  的回归结果描述

变量	数学含义	经济含义	对信贷密度的选择
$DENLOAN$ 对出口贸易增长的边际作用为: $-0.46+6.69 \times INDFDI$	$INDFDI$ 给定且大于 0.07%, $\frac{\partial EXPORT}{\partial DENLOAN} > 0$	$INDFDI$ 临界值为 0.07%, 大于临界值时, $DENLOAN$ 增加有利于出口贸易增长; 小于临界值时, $DENLOAN$ 增加不利于出口贸易增长。	若 $INDFDI$ 大于临界值 0.07%, $DENLOAN$ 越高越有利于出口贸易增长; 若 $DENLOAN$ 大于临界值 0.35%, $INDFDI$ 越高越能促进出口贸易增长。结论是, $INDFDI$ 越高的地区, $DENLOAN$ 越高越能促进经济增长。
	$INDFDI$ 给定且小于 0.07%, $\frac{\partial EXPORT}{\partial DENLOAN} < 0$		若 $INDFDI$ 小于临界值 0.07%, $DENLOAN$ 较高不利于出口贸易增长; 但 $DENLOAN$ 过低以至于低于 0.35% 时, $INDFDI$ 的增加对出口的是不利的。结论是, 在 $INDFDI$ 较低的地区, 应该有适宜的 $DENLOAN$ 与之相匹配。
$INDFDI$ 对出口贸易增长的边际作用为: $-2.33+6.69 \times DENLOAN$	$DENLOAN$ 给定且大于 0.35%, $\frac{\partial EXPORT}{\partial INDFDI} > 0$	$DENLOAN$ 临界值为 0.35%, 高于临界值, 则 $INDFDI$ 越高越能促进贸易出口; 小于临界值时, $INDFDI$ 较低有利于贸易出口。	
	$DENLOAN$ 给定且小于 0.35%, $\frac{\partial EXPORT}{\partial INDFDI} > 0$		

从表3中可见,要使外资依赖度对出口贸易的作用为正,信贷密度必须大于一定临界值,即全部金融机构贷款额占当地GDP比重超过0.35%,低于0.35%时外资依赖度的增加对出口贸易有负效应。这可能是由于信贷密度较低的金融市场不仅不能通过信贷投放为地方企业提供资金,形成规模经济效益,满足地区经济发展需要,相反还可能因为滞后的经济环境减少对外资的有效利用。(4)列数据还表明,  $DENLOAN$  对出口贸易增长的边际作用是  $-0.46+6.69 \times INDFDI$ , 当外资依赖度高于 0.07% 时,  $DENLOAN$  与出口贸易是正向关系,反之仍为负向关系。因此,结合  $INDFDI$  和  $DENLOAN$  对出口贸易

的边际作用得到的结论是:不同地区、不同外资依赖程度下的信贷密度对出口贸易的影响是不一样的;在外资依赖度较高(大于0.07%)的地区,无论是从  $INDFDI$  对出口贸易的边际作用还是  $DENLOAN$  对出口贸易的边际作用来看,较高的信贷密度(大于0.35%)更有利于出口贸易增长;而在外资依赖度较低(小于0.07%)的地区,过高的信贷密度将直接通过  $DENLOAN$  变量对出口贸易产生不利影响,但是信贷密度太低(低于临界值)的金融发展水平,又会由交互关系导致外资依赖程度对出口贸易产生负面影响,因此,这些地区需要寻找一个适宜的信贷密度与当地的外资依赖度相匹配。

## 2. 分别用“外资密度”和“信贷依赖度”衡量金融发展水平和外部融资依赖程度的估计结果

仅加入 *INDLOAN* 变量未加入 *DENFDI* 变量的回归结果见表 2 的(5)列, *INDLOAN* 的系数显著为负。表 2 的(6)列为未加入 *INDLOAN* 变量的回归结果,用以检验金融发展水平指标外资密度是否会独立对出口贸易增长产生影响,分析显示 *DENFDI* 对出口贸易增长的作用显著为正。表 2 的(7)列为同时加入 *DENFDI* 和 *INDLOAN* 变量的回归结果, *DENFDI* 对出口增长的影响仍显著为正,而 *INDLOAN* 对出口增长的作用仍显著为负。加入 *DENFDI* 和 *INDLOAN* 交互项的结果见表 2 的(8)列,交互项系数虽然为正但不显著。因此,回归结果表明:外商直接投资是各地区的重要外部资金来源,与出口贸易增长正相关,FDI 数量越多越能拉动出口贸易增长,也就是说,FDI 有助于缓解地区经济的融资约束,弥补资金缺口;同时,对信贷资金依赖度越高的地区,出口贸易增长速度越慢。

对于信贷资金依赖度与出口贸易存在反向作用不难解释。与一般发达国家的金融体系有所不同,中国是以银行为主导的金融体系,具有明显的选择性压制或制度偏向特征(黄玖立等,2010)。由于证券市场发育迟缓,大量外部资金以信贷方式集中于国有商业银行,而银行贷款的发放带有强烈的选择性,其主要依据不是投资项目的潜在获利前景,而是制度特征,即是国有企业还是非国有企业(Huang,2005)。制度上的偏向使得低效率的国有或国有控股企业可以长时间依赖银行贷款这种廉价和便捷的融资方式,以优先获得连续、丰富的资金供应。这意味着,对信贷资金依赖度越高的地区,其国有经济成分所占比重越大。而据统计资料显示,全国出口额的三分之二以上是由非国有经济贡献的,也就是说,相对效率较高的非国有经济并不能从信贷渠道寻求更多的资金来源以支持其出口比较优势。

与 *DENLOAN* 作为金融发展水平衡量指标的估计结果类似,表 2 的(8)列结果显示 *INDLOAN* 的系数为负,而 *DENFDI* 与 *INDLOAN* 的交互项系数为正,这说明外资密度和信贷依赖度之间存在相互促进关系。*INDLOAN* 对出口贸易增长的边际作用是

$-2.31+1.41 \times DENFDI$ , 这表明,要使信贷依赖度对出口贸易的作用为正,外资密度必须大于一定临界值,即外商直接投资占当地 GDP 比重超过 1.64%,低于 1.64%时,信贷依赖度的增加对出口贸易表现出负效应。这可能是由于外资密度较低的金融市场不仅不能缓解信贷资金不足对非国有经济带来的资金约束,相反还可能因为非国有企业通过非正规渠道向国有企业借贷而增加低效率的国有经济对银行信贷资金的依赖程度,减缓出口贸易增长。结合 *DENFDI* 和 *INDLOAN* 对出口贸易增长的边际作用可以得到这样的结论:外资数量的增加可以给地区出口贸易带来正向效应,但不同地区、不同信贷依赖程度下的外资密度对出口贸易的影响不尽相同;外资密度较高(大于 1.64%)的地区,信贷依赖有利于出口贸易增长;而在外资密度较低(小于 1.64%)的地区,信贷依赖会给出口贸易带来不利影响。

表 2(9)列的结果也支持了以上分析,无论是以信贷密度衡量金融发展水平还是以外资密度衡量金融发展水平指标,都表明金融发展水平在外部融资促进出口贸易增长过程中具有正向影响。也就是说,在外部融资依赖度越高的地区,金融发展水平越高就越有利于出口贸易的增长。此外,在表 2 的估计结果中,外资密度的估计系数均大于信贷密度的估计系数,表明相比信贷资金,外商直接投资对出口贸易的拉动作用更强。

## 3. 控制变量的估计

政策性因素中只有政府支出指标(*GOV*)显著为正,表明政府政策的干预与调节是地区经济增长和对外贸易的重要影响因素,同时也符合我国一直以来推行的出口导向型政策推动经济发展的一般预期。国内投资指标(*DI*)的估计系数为负但不显著,外资比例指标(*SHFDI*)的稳健性不强,表明这两个指标对出口贸易的影响并不明确。

制度性因素中国有化程度(*SOE*)和信贷偏向(*BIAS*)的估计系数均为负,其中国有化程度在各方程中都通过了 1%水平的显著性检验,显著性较高。这基本反应了我国银行主导型金融体系偏向较低效的国有经济的事实,非国有经济的融资困难阻碍了出口贸易的发展。

要素禀赋变量中的农业禀赋(*DENARG*)的系数为正,但稳健性不强,表明农业资源是影响地区经

济发展和对外贸易的因素之一,但各省份之间的禀赋差距不大;自然资源禀赋(*DENIN*)的估计系数均在1%水平上显著为负,表明自然资源禀赋的确是地区经济发展的重要来源,但并不能在我国以劳动密集型产品为主的出口商品结构中形成贸易优势;表示人力资源丰裕度和技术水平的变量 *LAB* 和 *EDU* 的系数均显著为正,一方面揭示出我国充足而又低廉的劳动力是构成现有劳动力密集型商品出口结构比较优势的根基所在,另一方面也表明人力资本的技术水平也是经济持续增长和对外贸易发展不可缺少的必要因素。

#### 四、稳健性检验

为了增强结果的稳健性,本文选取地区出口增长率(*GEX*)作为被解释变量,重新估计金融发展水平与外部融资依赖的联合效应对出口贸易的影响效果和显著性。我们重复了表2的模型回归,将结果列于表4,其基本结论与之前分析基本一致。估计结果再次表明,外部融资依赖和金融发展水平之间存在密切的相关关系;对于外部融资依赖程度较高的地区,地区金融发展水平越高就越有利于出口贸易的发展。前文的分析结论是稳健可信的。

表4 稳定性检验的估计结果(被解释变量为 *GEX*)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>INDFDI</i>	3.699 7*** (3.62)		3.714 *** (3.57)	-2.214 5 (-0.63)					-3.388 5 (-0.98)
<i>DENLOAN</i>		-0.249 2** (-1.97)	-0.252 9** (-2.04)	-0.260 3* (-1.78)					-0.258 3* (-1.76)
<i>INDFDI</i> × <i>DENLOAN</i>				6.060 3* (1.78)					7.179 3** (2.10)
<i>INDLOAN</i>					-1.574 8*** (-3.59)		-1.614 3*** (-3.66)	-1.880 0*** (-3.19)	-0.998 8* (-1.66)
<i>DENFDI</i>						1.196 3** (2.37)	1.124 0** (2.29)	0.798 0 (1.17)	1.324 7** (2.03)
<i>INDLOAN</i> × <i>DENFDI</i>								1.638 3 (0.68)	0.770 6 (0.32)
<i>LAB</i>	1.028 1*** (3.39)	0.697 5** (2.36)	1.059 8*** (3.45)	1.139 0*** (3.60)	0.905 0*** (3.07)	0.588 2** (2.00)	0.883 *** (3.01)	0.916 8*** (3.08)	1.294 6*** (4.08)
<i>EDU</i>	0.339 9*** (3.37)	0.348 3*** (3.38)	0.422 3*** (4.38)	0.327 1*** (3.22)	0.305 4*** (3.02)	0.342 7*** (3.33)	0.296 5*** (2.95)	0.295 1*** (2.93)	0.299 1*** (2.99)
<i>DI</i>	-0.078 7 (-1.17)	-0.099 8 (-1.45)	-0.068 3 (-1.01)	-0.083 3 (-1.23)	-0.178 * (-1.73)	-0.089 2 (-1.28)	-0.104 0 (-1.52)	-0.105 0 (1.54)	-0.092 5 (-1.37)
<i>GOV</i>	-0.308 1*** (-3.44)	-0.312 1*** (-3.40)	-0.321 1*** (-3.55)	-0.305 6*** (-3.36)	-0.337 3*** (-3.76)	0.305 2*** (3.33)	-0.332 4*** (-3.70)	-0.338 2*** (-3.75)	-0.316 6*** (-3.50)
<i>SHFDI</i>	0.862 8** (1.99)	0.581 6 (1.33)	0.911 0** (2.08)	0.937 6** (2.12)	0.885 6** (2.03)	0.332 8 (0.74)	0.724 0 (1.63)	0.724 7 (1.63)	0.908 2** (2.04)
<i>SOE</i>	-0.748 1*** (-2.97)	-0.728 8*** (-2.78)	-0.689 1*** (-2.70)	-0.683 2*** (-2.67)	-0.662 7** (-2.59)	-0.845 8*** (-3.29)	-0.689 6*** (-2.71)	-0.660 9** (-2.56)	-0.572 5** (-2.22)
<i>BIAS</i>	-0.174 5 (-0.61)	-0.041 5 (-0.14)	-0.091 0 (-0.31)	-0.073 1 (-0.25)	-0.163 9 (-0.57)	-0.150 4 (-0.52)	-0.125 4 (-0.44)	-0.144 1 (-0.50)	-0.110 3 (-0.38)
<i>DENARG</i>	1.568 8 (1.14)	1.865 3 (1.31)	2.034 3 (1.45)	1.877 0 (1.33)	1.270 5 (0.93)	0.776 9 (0.54)	0.543 9 (0.39)	0.600 3 (0.43)	0.834 8 (0.58)
<i>DENIN</i>	-2.567 0*** (-4.66)	-2.750 8*** (-4.79)	-2.671 2*** (-4.71)	-2.515 9*** (-4.37)	-2.900 7*** (-5.25)	-2.699 0*** (-4.57)	-2.883 1*** (-5.02)	-2.951 8*** (-5.06)	-2.645 7*** (-4.36)
C	-8.615 4*** (-3.34)	-6.001 9** (-2.38)	-10.400 0*** (-4.02)	-9.404 0*** (-3.60)	-6.205 1** (-2.54)	-4.582 8** (-1.82)	-5.590 2** (-2.28)	-5.776 8** (-2.34)	-9.194 0*** (-3.53)
R <sup>2</sup>	0.279 9	0.250 4	0.263 9	0.283 1	0.279 3	0.254 7	0.291 1	0.292 2	0.317 4

注:样本容量为324,观测组为29;\*\*\*、\*\*、\*分别代表估计系数通过1%、5%、10%显著性水平检验,括号中为t值。



## 五、结语

本文采用中国 29 个省区 2001—2012 年的相关数据,基于外部融资依赖度的视角,实证分析了中国的金融发展对地区出口贸易的影响,分析表明:(1)银行信贷和外商直接投资都是我国金融市场的重要外部融资渠道。在信贷资金的配置过程中,由于银行部门存在制度性选择歧视,信贷资金大量集中于低效率的国有经济,而非国有经济普遍遭遇“融资约束”,这使得信贷资金并没有在促进出口增长的过程中发挥积极推动作用,同时也限制了地区出口比较优势的体现;而外资数量的增加对出口贸易有积极影响,可以在一定程度缓解非国有经济的融资压力。(2)金融发展对地区出口贸易有促进作用,但外部融资依赖特征不同的地区,金融发展通过不同融资渠道对出口贸易产生的影响也不一样。在外资依赖度较高(大于 0.07%)的地区,较高的信贷密度(大于 0.35%)更有利于出口贸易增长;而在外资依赖度较低的地区,需要寻找一个适宜的信贷密度与当地的外资依赖度相匹配以促进出口增长。在外资密度较高(大于 1.64%)的地区,信贷依赖有利于出口贸易增长;而在外资密度较低的地区,信贷依赖会给出口贸易带来不利影响。(3)与信贷融资相比,外商直接投资对中国出口贸易的作用效果更强。

根据以上分析,我们得出以下几点政策建议:第一,调整银行体系的信贷资金配置结构,纠正制度性扭曲对非国有经济造成的融资约束;第二,利用外商直接投资促进对外贸易、拉动经济增长的作用,引导 FDI 向经济欠发达地区转移,以缩小贫富地区的出口差距以及收入差距;第三,在对外资的引进过程中,要注意结合我国不同地区的融资依赖特征,发挥信贷资金与外资的相互作用;第四,提高金融市场发展水平,匹配地区经济和对外贸易的发展需要。

本文基于中国 29 个省(市)的面板数据样本,从融资渠道角度实证分析了金融发展促进出口贸易的作用,但不足之处在于:(1)对于融资渠道的度量并不全面,银行信贷和外商直接投资只是金融市场的两条主要融资渠道,股票、债券以及其他形式的外部资金来源并没有在文中涉及,在以后的研究中,随着数据可得性和可操作性的增强是,对其他

融资渠道的研究也可以纳入;(2)本文的样本区间仅为 2001—2012 年的数据,研究区间较短可能会影响对某些变量的分析及其显著性的讨论;(3)本文采用的是宏观层面的样本数据,后续研究可以考虑采用行业、产业层面的微观数据进一步研究融资渠道与对外贸易之间的关系。

### 参考文献:

- 高玮.2010.外部融资依赖度、银行业竞争与经济增长——基于中国制造业的分析[J].当代财经(4):79-86.
- 贵斌威,徐光东,陈宇峰.2010.融资依赖、金融发展与经济增长:基于中国行业数据的考察[J].浙江社会科学(5):50-61.
- 黄玖立,沈国明.2010.金融发展、FDI 与中国地区的制造业出口[J].管理世界(7):8-17.
- 李连发,辛晓岱.2009.外部融资依赖、金融发展与经济增长:来自非上市企业的证据[J].金融研究(2):73-86.
- 齐俊妍.2010.金融市场发展与贸易竞争力:基于中国各行业的面板数据分析[J].世界经济研究(5):45-51.
- 孙灵燕,崔喜君.2011. FDI、融资约束与民营企业出口——基于中国企业层面数据的经验分析[J].世界经济研究(1):61-66.
- 孙兆斌.2004.金融发展与出口商品结构优化[J].国际贸易问题(9):64-67.
- 谈儒勇.2006.影响金融发展效应的行业特征[J].广东金融学院学报(2):79-84.
- 谈儒勇.2007.外部融资依赖度与增长机会:金融发展效应行业差异探析[J].华南师范大学学报(3):23-27.
- 阳佳余.2007.金融发展与对外贸易:基于省际面板数据的经验研究[J].经济科学(4):46-57.
- 朱彤,曹珂.2009.外部融资依赖、金融发展与出口商品结构——基于中国制造业部门的行业分析[J].上海金融(12):17-21.
- 朱彤,郝宏杰,秦丽.2007.中国金融发展与对外贸易比较优势的经验分析——一种外部融资支持的视角[J].南开经济研究(3):124-131.
- BECK T. 2000. Finance and the Sources of Growth [J]. Journal of Financial Economics, 58:261-300.
- BECK T. 2002. Financial Development and International Trade: Is there a Link? [J]. Journal of International Economics, 57(1):107-131.
- BECK T. 2003. Financial Dependence and International Trade [J]. Review of International Economics, 11:107-131.
- BECK T, DEMIRGUC-KUNT A, LEVINE Ross. 2001. The Financial Structure Database, The Financial Structure and Economic Growth [M]. Cambridge: The MIT Press.

- BENA J ONDKO P. 2012. Financial Development and the Allocation of External Finance [J]. *Journal of Empirical Finance*, 19:1-25.
- HUANG Y. 2005. Selling China Foreign Direct Investment During the Reform Era[M]. UK. Cambridge University Press.
- KLETZER K, BANDLHAN P. 1987. Credit Markets and Patterns of International Trade [J]. *Journal of Development Economics*, 27:57-70.
- LOVE I. 2003. Financial Development and Financing Constraint: International Evidence from the Structural Investment Model [J]. *Review of Financial Studies*, 16: 765-791.
- MANOVA K. 2008. Credit Constraints, Equity Market Liberations and International Trade [J]. *Journal of International Economics*, 76:33-47.
- RAJAN R, ZINGALES L. 1998. Financial dependence and growth [J]. *American Economic Review*, 88:559-586.
- SVALERVD H, VLACHOS J. 2005. Financialmarkets, the Pattern of Industrial Specialization and Comparative Advantage: Evidence from OECD Countries [J]. *European Economic Review*, 49: 113-144.

## External Financing Dependence, Financial Development and Export Trade Growth

ZENG Lu-lu<sup>1,2</sup>

(1. *School of Economics, Liaoning University, Liaoning Shenyang 110036, China*; 2. *Department of Business Administration, Liaoning Financial Vocational College, Liaoning Shenyang 100122, China*)

**Abstract:** Based on the panel data of 29 Chinese provinces and municipalities during 2001-2012, this paper analyzes the influence of two main external capitals (“bank credit” and “Foreign Direct Investment”) on regional export trade under the different external financing dependence conditions, and the research results show that the significant factor affecting regional export trade is bank credit and FDI, furthermore, the effect of FDI on export trade is stronger, that the impact of the different regions and the different channels with the different features of external financing dependence on export trade is different, that the high credit density (more than 0.35%) in the regions with high foreign capital dependence (more than 0.07%) is more helpful for the export growth, however, the suitable credit density should be sought to match the regions with low foreign capital dependence, that the credit dependence of the regions with high foreign capital density (1.64%) is conducive to the export growth, however, the credit dependence in the regions with low foreign capital density can bring the adverse impact on the export.

**Key words:** external financing dependence; financial development; export trade; bank credit; Foreign Direct Investment; foreign capital dependence; credit dependence; credit density; foreign capital density

**CLC number:** F752.62; F224.0

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2015)01-0066-10

(编辑:南北;段文娟)