

【国民经济】

私人资本对经济增长影响的区域比较分析

——基于股票市场发展的视角

刘维奇, 申秋兰, 张信东

(山西大学管理学院, 山西 太原 030006)

[摘要] 本文基于1995—2009年的省际面板数据,利用GMM(广义矩估计方法)分别研究两类私人资本(境内私人资本和境外私人资本)在中国东部、中部和西部地区对经济增长的影响。并就股票市场的发展在私人资本对经济增长的影响中扮演着怎样的角色进行探讨。结果显示,境内私人资本在三个地区对经济增长的弹性系数都显著为正,有效地促进经济增长。而境外私人资本表现出明显的区域差异:在东部地区显著地促进经济增长;在中部地区阻碍经济增长,其原因是中部地区的股票市场发展水平有限;西部地区境外私人资本弹性系数为正,但进一步研究表明西部地区境外私人资本绝对量和股票市场发展水平都很落后。

[关键词] 私人资本; 经济增长; 股票市场; 广义矩估计方法

[中图分类号]F064.1 [文献标识码]A [文章编号]1006-480X(2011)12-0035-11

一、问题提出

改革开放以来,国内私人资本已经达到了很大的规模,而且保持增长的势头,其主要以储蓄形式存在,国外流入的私人资本,主要以FDI(外商直接投资)形式存在,也呈现出逐年递增的趋势。中国高储蓄问题影响着经济的发展,私人资本在经济发展中扮演着怎样的角色,已经受到越来越多学者的关注。

综合国内外学者的研究成果发现,国外和国内对私人资本范畴的界定不一致,国外一般倾向于从外部金融市场角度研究私人资本问题,其中最主要的部分是FDI(外商直接投资);而国内学者的研究主要着眼于内部金融市场,关注内部私人资本与公共资本效率的比较分析,也有研究外部FDI流入对内部私人资本的替代效用。学者们探讨私人资本(包括FDI)对经济增长的影响,形成的主要观点有三种:一是证实私人资本流是促进经济增长的关键因素(Borensztein et al.,1998; Xiaoying Li & Xiaming Liu,2005; Whalley & Xin,2010; Chander,2010);二是研究私人资本流的风险,认为私人资本对经济增长的影响存在负效应(Kose et al.,2006; Baharumshah & Thanoon,2006; Rajan,2009);三是认为私人资本对经济增长的影响存在着门槛效应,尤其是从外部金融市场流入

[收稿日期] 2011-11-05

[基金项目] 教育部新世纪优秀人才支持计划项目“企业投融资与资本市场效率”(批准号 NCET-09-0869);教育部人文社会科学研究项目“储蓄分流与金融效率”(批准号 07JA630027)。

[作者简介] 刘维奇(1963—),男,山西忻州人,山西大学管理学院教授,博士生导师;申秋兰(1987—),女,湖南邵阳人,山西大学管理学院硕士研究生;张信东(1964—),女,山西静乐人,山西大学管理学院教授,博士生导师。

的私人资本,也就是说,当国内金融市场发展水平达到某一门槛值之后,私人资本流对经济的影响能够从负面效应转化为正面促进作用(Choong et al.,2010; Azman-Saini et al.,2010; 罗长远,2006; 綦建红等,2009)。综合国内外主流研究成果,我们还可以概括出这样的结论:一个发展完善、功能齐全的金融市场,有利于强化市场竞争和降低交易成本,促进储蓄向投资的有效转化,进而推动资本流动、技术进步和产业竞争力的提升,从而促进经济的长远发展。中国股票市场经过近20年的发展后,已经成为中国金融体系的重要一环,股票市场在资本市场上对私人资本流动的配效率率和吸收能力,无论从规模还是从市场成熟度来讲都高于债券市场、保险市场以及银行业。鉴于此,本文以股票市场发展程度作为研究私人资本对经济增长影响的市场环境,在研究私人资本对经济增长作用的同时,进一步探讨股票市场是否推动了私人资本对经济增长的影响。

二、理论研究

在一般的经济理论中,大部分学者认为资本流是影响经济增长最重要的因素之一,比如邱晓华等(2006)认为资本投入是中国经济增长最主要的源泉,管卫华等(2006)认为经济增长的区域差异有直接因素和间接因素,直接因素包括劳动力和资本,技术进步等间接因素也是通过影响资本流入的产出效率从而影响经济增长的。鉴于国内外相关研究对私人资本概念界定存在差异,为解释私人资本、股票市场 and 经济增长之间的联系,本文首先对私人资本的范畴进行重新界定。

1. 对私人资本范畴的界定

现有研究对私人资本范畴的界定不一致。国外文献对私人资本的定义趋向于外部金融市场(Thomas et al.,2003; Rajan,2009; Choong et al.,2010);国内学者则偏向于内部金融市场,对私人资本范畴的界定主要涉及两个方面,一是从全社会固定资产投资的经济类型角度考虑的(罗长远,2006; 潘孝珍,林文婷,2007; 苏联城,龙新民,2011),二是按全社会固定资产投资的资金来源角度考虑的(唐清泉等,2008; 廖楚晖,刘鹏,2005; 何刚,陈文静,2008),详细归类情况如表1。

表1 私人资本研究范畴界定的比较

来源	私人资本范畴的界定
Thomas et al.(2003)	外商直接投资、间接投资组合、其他投资
Rajan(2009)	外商直接投资、间接投资组合、其他投资
Choong et al.(2010)	外商直接投资、外债、国外间接投资
Chander(2010)	外商直接投资、政府贷款和补贴、包括商业银行信贷和债务发行在内的私人债务、国外权益投资组合
罗长远(2006)	个体资本、股联资本
潘孝珍、林文婷(2007)	个体资本、联营资本、股份制资本
苏联城、龙新民(2011)	私营经济、港澳台商投资经济、外商投资经济
唐清泉等(2008)	利用外资、自筹资金、其他资金
廖楚晖、刘鹏(2005)	国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金
何刚、陈文静(2008)	国内贷款、利用外资、自筹资金、其他资金
张勇(2010)	公共资本形成数额表示为国有经济投资与国有经济对房地产投资的差额,而其余则是私人投资资本

基于表1中学者们对私人资本范畴的不同界定和国内外学者对私人资本研究侧重点的不同,以及本文研究问题的角度,我们将私人资本划分为境内私人资本和境外私人资本两类并分别研究。对于境内私人资本,我们从全社会固定资产的经济来源角度将其划分为个体资本、联营资本、股份制资本和其他资本;而对于境外私人资本,本研究较多地借鉴了国外研究所囊括的范围,首先将外

商直接投资、间接投资和外债考虑其中,然后结合《中国统计年鉴》中对于实际利用外资的统计口径,即对外借款、外商直接投资和外商其他投资,将外商投资经济划入到境外私人资本当中,根据港澳台商投资经济资本特性,同时将其纳入合计构建了本研究视角下的境外私人资本范畴。

本文对私人资本范畴的重新界定,不仅涵盖了内部金融市场私人资本流和外部金融市场私人资本流的全部内容,体现了中国私人资本流的特点,而且对内部私人资本流和外部私人资本流的分类和比较,将更加切近实际背景,并与现有的研究实现了较好对接。

2. 模型设计

本文通过对私人资本与经济增长的数据特征进行分析,参考 Choong et al.(2010)和邱晓华等(2006)的研究模型,认为基于传统道格拉斯函数的对数化线性参数模型能较好地刻画私人资本与经济增长之间的关系。假设一个包含人力资本(L)和物质资本(K)的道格拉斯生产函数:

$$Y=AL^{\alpha}K^{\beta} \quad (1)$$

其中, Y 反映经济增长, A 代表生产效率, L 是劳动力投入, K 为资本投入。依据何刚、陈文静(2008)和唐清泉等(2008)的研究,资本存量中,私人资本效率要远远高于公共资本效率,因此,本文将私人资本从物质资本中分离出来,得到如下关系式:

$$Y=AL^{\alpha}H^{\beta}P^{\gamma} \quad (2)$$

其中, H 表示非私人资本投入, P 代表私人资本投入,进一步用 P_1 表示境内私人资本投入, P_2 表示境外私人资本投入。通过对优化后的道格拉斯生产函数进行自然对数化处理,使其从指数化形式转变为线性模型。同时,本文将股票市场发展程度(SM)作为私人资本投资的市场环境因素考虑到模型当中,并且考虑其他外部因素,加入控制变量(X)以弥补模型(2)中各要素对经济增长不能给予完全解释这一不足,据此得到如下多元线性模型:

$$y_{it}=\alpha+\beta_1l_{it}+\beta_2h_{it}+\beta_3p_{it}+\beta_4sm_{it}+\beta_5X_{it}+\varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,小写字母表示相应变量的自然对数值; y 代表地区生产总值取自然对数; l 是劳动力投入的自然对数值; h 和 p 分别表示非私人资本投入和私人资本投入的自然对数; sm 是反映股票市场发展水平指标的自然对数值;而 X 是能够用来解释经济增长,反映宏观经济发展水平的变量集合; ε 为误差项; i 表示不同的省市自治区; t 表示年份。

本文采用模型(3)来检验私人资本对经济增长的影响,并讨论股票市场的发展在私人资本对经济增长影响中扮演着怎样的角色,参照 Choong et al.(2010)中的方法,我们在模型(3)中引入股票市场发展程度与私人资本的交互项,得到如下的表达式:

$$y_{it}=\alpha+\beta_1l_{it}+\beta_2h_{it}+\beta_3p_{it}+\beta_4sm_{it}+\beta_5X_{it}+\beta_6sm_{it}\times p_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4)$$

根据 Durham(2004),如果 β_3 和 β_6 均为正或均为负,那么私人资本对经济增长的促进作用或阻碍作用是明显的,说明股票市场的发展推动了两者的促进或阻碍关系;如果 β_3 为负而 β_6 为正,那么将会存在一个股票市场门槛值使得私人资本对经济增长的影响由负面作用转为正面作用,这个门槛值可以表示成 $-\beta_3/\beta_6$ 。

3. 计量方法

由于私人资本投入可能存在的内生性问题以及私人资本对经济增长之间潜在的反向因果关系,会导致 OLS(普通最小二乘)估计参数的有偏性和非一致性,虽然工具变量方法能够用来控制变量的内生性和识别模型估计的内生性问题,但其有效性很大程度上取决于工具变量的选取,而在实际运用中,工具变量选取具有相当的难度,因此对模型估计的准确性造成较大影响。这一问题可以通过采用 GMM 来解决,当矩条件方程个数等于待估计参数个数时,工具变量法是 GMM 的特例,同时 GMM 还适应于过度识别的状况,即当矩条件方程个数大于待估计参数个数的情况。

GMM 的有效性取决于工具变量选取的有效性,本文将通过 Sargan 检验来检验估计中是否存在过度识别的情形,即检验工具变量是否整体有效,以保证估计结果的有效性。

三、实证检验与分析

1. 变量定义及含义

本文的实证研究涉及以下变量:经济增长(Y),非私人资本投入(H),私人资本投入(P),劳动力投入(L),以及宏观经济控制变量(X)和股票市场发展水平指标(SM)。

经济增长变量(Y)为各省市自治区的国内生产总值(GDP)。非私人资本投入(H)采用全社会固定资产投资中按经济类型分的国有资本和集体资本之和,私人资本投入(P)则如同本文第二部分所述,分为境内私人资本投入(P_1)和境外私人资本投入(P_2)。劳动力变量(L)采用各地区就业人员年底总数。宏观经济控制变量选取居民消费水平(con)和失业率(u),其中居民消费水平采用相对值,即各地区居民人均消费金额与人均国内生产总值的比值,反映居民购买力和市场资本流动性;失业率采用各地区城镇登记失业率,反映一定时期内全部劳动人口的就业情况。

对于股票市场指标(SM),本文将采用两个测度来衡量其发展程度,一是股票市场总存量与GDP的比值,用 smk 表示,它反映股票市场的容量;二是股票市场交易总额与GDP的比值,用 smt 表示,它反映股票市场的流动性。两个指标的同时使用体现了股票市场较为完整全面的发展程度信息,提供了更有说服力的结论。所涉及变量的名称、符号、含义等见表2。

表2 变量解释

变量名称	变量符号	变量含义
经济增长	Y	地区生产总值(GDP)
劳动力投入	L	地区就业人员年底数
非私人资本	H	国有资本和集体资本
私人资本(P)	P_1	境内私人资本
	P_2	境外私人资本
宏观经济控制变量(X)	con	地区居民人均消费额/地区人均GDP
	u	地区失业率
股票市场发展水平指标(SM)	smk	股票市场资本存量 SMK/GDP (股票市场容量),取对数值
	smt	股票市场交易总额 SMT/GDP (股票市场流动性),取对数值
股票市场推动力	$smk \times p_1$	两种私人资本的自然对数值与股票市场发展水平指标值的乘积
	$smt \times p_1$	
	$smk \times p_2$	
	$smt \times p_2$	

资料来源:经济增长、劳动力投入、私人资本、非私人资本、人均消费水平、失业率等指标数据来源于《中国统计年鉴》,缺失数据参考《新中国六十年统计资料汇编》、《中国宏观经济数据库》,股票市场容量和流动性指标来源于国泰安CSMAR数据库。

2. 样本及描述性统计

由于中国不同地区经济发展水平不同及资本的投资结构存在很大差异,可能导致私人资本对经济增长的影响也不同。因此,本文根据中国经济发展状况,参照何刚、陈文静(2008)和徐冬林、陈永伟(2009)的研究,把样本数据分为三组:东部、中部和西部,其中东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南11个省市;中部地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南等8个省;西部地区包括四川(重庆数据并入四川)、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古等11个省自治区。由于西藏很多数据不全,将其剔除,因此,本文确定的样本数据为1995—2009年29个省市自治区的面板数据,共435个样本数据。就全国、东部、中部和西部地区私人资本投入年末存量、股票市场发展水平以及其他主要相关变量的样本数据均值的描述性统计分析如表3所示。

表 3 各地区样本数据的描述性统计 (均值)

变量(单位)	变量含义	全国(N=435)	东部(N=165)	中部(N=120)	西部(N=150)
GDP(亿元)	地区生产总值	5549.4089	8541.9405	4843.4965	2822.3541
L(万人)	劳动力总量	2276.4884	2341.1502	2679.3314	1883.0862
H(亿元)	非私人资本年末存量	1035.8201	1423.5532	922.0592	700.3223
u(%)	失业率	3.4393	3.2040	3.4372	3.6965
con(%)	人均消费水平	0.4735	0.3263	0.6187	0.5193
SMK(亿元)	股票市场年资本存量	2566.1197	5286.3135	1092.9672	752.4287
SMT(亿元)	股票市场年交易总额	3871.7456	6796.2258	2493.1005	1757.7334
P ₁ (亿元)	境内私人资本年末存量	1205.8699	1684.7951	1172.8397	705.4763
P ₂ (亿元)	境外私人资本年末存量	223.1714	462.9235	104.5940	54.3059

资料来源:《中国统计年鉴》、《新中国六十年统计资料汇编》、《中国宏观经济数据库》以及国泰安 CSMAR 数据库。

由表 3 可知中国股票市场的区域发展状况,1995—2009 年东部、中部、西部地区各省市自治区的平均股票市场年资本存量分别为 5286.3135 亿元、1092.9672 亿元、752.4287 亿元,东部地区几近中部地区的 5 倍,是西部地区的 7 倍;而股票市场年交易总额东部、中部、西部平均值分别为 6796.2258 亿元、2493.1005 亿元、1757.7334 亿元,东部地区约为中部地区的 3 倍和西部地区的 4 倍。另外,东部地区的境内私人资本和境外私人资本年末存量的平均值分别为 1684.7951 亿元和 462.9235 亿元,中部地区分别为 1172.8397 亿元和 104.5940 亿元,西部地区仅为 705.4763 亿元和 54.3059 亿元,中部、西部地区的境外私人资本分别只有东部地区的 1/4 和 1/10 左右。从以上分析看出,中国中部、西部地区的私人资本存量太少,尤其表现在境外私人资本存量上,股票市场在三个地区的发展水平差异明显。初步得出结论:中国三个地区的私人资本存量以及股票市场发展状况均存在明显的不平衡。

3. 广义矩估计方法回归结果与分析

基于整理后的样本面板数据,使用广义矩估计方法和 Eviews 6.0 软件,对模型(3)和模型(4)中的相关参数进行估计和检验,以多元线性回归结果来分析两类私人资本对经济增长的影响,同时区分加入股票市场发达程度与私人资本交互项前后产生的回归结果,进一步检验在两种股票市场发展程度指标度量的市场环境下,股票市场发展水平对私人资本与经济增长之间关系的影响,相关实证结果见表 4—表 6。具体分析过程和结论,我们将分别讨论中国东部、中部和西部地区三种情况,给出较为全面而细致的结果汇总和相应的统计解释。

(1)东部地区回归结果与分析。由表 4 可知,在中国东部地区,劳动力资本和非私人资本投入显著地促进了经济增长。两类私人资本对经济增长都表现出明显的促进作用,且境外私人资本的弹性系数略高于境内私人资本,说明在东部地区,境外私人资本对经济增长的贡献至关重要。股票市场容量与流动性对经济增长也有显著的正向作用,但从其与两类私人资本交互项的弹性系数及其 p 值来看,在东部地区,股票市场的发展助推了境内私人资本与经济增长之间的正向关系,但对于境外私人资本与经济增长关系的推动作用不是很明显,说明在东部地区,境外私人资本对经济增长的贡献并没有过多地依赖股票市场。

另外,从表 4 还可看出,失业率对经济增长的影响在两类私人资本上有明显的差异。从境内私人资本来看,失业率表现出与经济增长的弱负相关性,是比较正常的结果。而在境外私人资本上却与经济增长呈现出显著的正相关关系,对这一不符合经济规律实证结果的一个可能解释是,在东部地区的境外资本投资领域,新产品、新技术和高级人才的引进,以及由此带动的企业技术创新成果转化为生产力,在这一技术驱动生产要素配置过程中,出现了经济增长与失业率上升的同步性。

表 4 1995—2009 年中国东部地区私人资本对经济增长的影响

变量	P_1 (境内私人资本)				P_2 (境外私人资本)			
	Eq(1)	Eq(2)	Eq(3)	Eq(4)	Eq(5)	Eq(6)	Eq(7)	Eq(8)
α	1.6727 (0.0000)***	2.3044 (0.0000)***	1.6408 (0.0000)***	3.0200 (0.0000)***	0.6758 (0.0040)***	1.0294 (0.0089)***	0.7289 (0.0031)***	1.4615 (0.0022)***
l	0.2588 (0.0000)***	0.2006 (0.0000)***	0.2483 (0.0000)***	0.2400 (0.0000)***	0.2836 (0.0000)***	0.3000 (0.0000)***	0.2819 (0.0000)***	0.2945 (0.0000)***
h	0.4598 (0.0000)***	0.4684 (0.0000)***	0.4822 (0.0000)***	0.3846 (0.0000)***	0.4993 (0.0000)***	0.4504 (0.0000)***	0.5329 (0.0000)***	0.4475 (0.0000)***
u	-0.0178 (0.0474)**	-0.0393 (0.0989)*	-0.0309 (0.0632)*	-0.0305 (0.0670)*	0.1223 (0.0000)***	0.0999 (0.0000)***	0.0813 (0.0001)***	0.0863 (0.0000)***
con	-0.5060 (0.0667)*	-0.4933 (0.0621)*	-0.4516 (0.1002)	-0.6256 (0.0281)**	0.1849 (0.2115)	-0.0040 (0.0886)*	0.1626 (0.3501)	-0.1484 (0.0785)*
smk	0.0623 (0.0016)***	0.6780 (0.0236)**			0.1106 (0.0000)***	0.0189 (0.3642)		
smt			0.0673 (0.0297)**	1.0185 (0.0003)***			0.1385 (0.0000)***	-0.4298 (0.1666)
p_1	0.3100 (0.0000)***	0.2901 (0.0000)***	0.3053 (0.0000)***	0.2301 (0.0000)***				
p_2					0.3347 (0.0000)***	0.3400 (0.0000)***	0.3080 (0.0000)***	0.2700 (0.0000)***
$smk \times p_1$		0.0936 (0.0148)**						
$smt \times p_1$				0.1458 (0.0001)***				
$smk \times p_2$						0.0194 (0.3752)		
$smt \times p_2$								0.0940 (0.0646)*
N	165	165	165	165	165	165	165	165
R square	0.9610	0.9658	0.9636	0.9621	0.9636	0.9621	0.9599	0.9611
Sargan	0.3474	0.1035	0.3431	0.2546	0.3431	0.2546	0.3549	0.1900

注：广义矩估计方法中使用相应变量的滞后项以及“居民储蓄率”和“居民消费物价指数”指标的水平项作为其工具变量；Sargan 检验的零假设为工具变量整体有效，即统计量服从自由度为工具变量个数减去待估计参数个数的卡方分布；表格中数据表示其弹性系数 β 的估计值，括号内数据为估计系数 t 检验的 p 值；*、** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

(2) 中部地区回归结果与分析。由表 5 可知，在中国中部地区，劳动力资本及非私人资本投入显著地促进了经济增长。进一步还发现：劳动力对经济增长贡献的弹性系数在东部地区更大，表明在东部地区，人才或者说人力资本价值能够得到充分的尊重和体现；非私人资本投入的经济增长贡献度显然是中部大于东部，说明相比东部地区，中部地区的经济增长较多的依赖于非私有经济，即政府和国家投入。

与东部地区情况不同，中部地区两类私人资本对经济增长的作用具有明显差异。具体表现为境内私人资本与经济增长显著正相关，但其弹性系数略小于东部地区；而境外私人资本则表现出弱的负向影响，说明境外流入的私人资本在中部地区对经济增长存在着阻碍性。程鹏、柳卸林(2010)就

表 5

1995—2009 年中国中部地区私人资本对经济增长的影响

变量	P_1 (境内私人资本)				P_2 (境外私人资本)			
	Eq(1)	Eq(2)	Eq(3)	Eq(4)	Eq(5)	Eq(6)	Eq(7)	Eq(8)
α	2.5123 (0.0000)***	2.6099 (0.0000)***	2.6787 (0.0000)***	2.2707 (0.0000)***	1.4954 (0.0001)***	1.9315 (0.0001)***	1.3473 (0.0042)***	1.6751 (0.0002)***
l	0.1496 (0.0005)***	0.1799 (0.0000)***	0.1267 (0.0103)**	0.1793 (0.0002)***	0.1137 (0.0369)**	0.1782 (0.0026)***	0.1272 (0.0546)*	0.1093 (0.0161)**
h	0.5488 (0.0000)***	0.4964 (0.0000)***	0.5276 (0.0000)***	0.4967 (0.0000)***	0.8894 (0.0000)***	0.8445 (0.0000)***	0.8886 (0.0000)***	0.9086 (0.0000)***
u	-0.0074 (0.0731)*	-0.0193 (0.0981)*	-0.0342 (0.0932)*	-0.0276 (0.0587)*	0.0752 (0.0162)**	0.0726 (0.0660)*	0.0699 (0.0657)*	0.0689 (0.0745)*
con	-0.0861 (0.0048)***	-0.1030 (0.0022)***	-0.1058 (0.0021)***	-0.0969 (0.0030)***	-0.0503 (0.0024)***	-0.1088 (0.0493)**	-0.0616 (0.0227)**	-0.0684 (0.0907)*
smk	-0.2316 (0.0258)**	-0.4278 (0.3706)			-0.3278 (0.0879)*	-3.1189 (0.0701)*		
smt			-0.1690 (0.0675)*	0.4867 (0.3000)			-0.0799 (0.1612)	-0.8828 (0.0957)*
p_1	0.1781 (0.0000)***	0.1844 (0.0000)***	0.2215 (0.0000)***	0.2391 (0.0000)***				
p_2					-0.0305 (0.3540)	-0.1929 (0.0844)*	-0.0228 (0.1563)	-0.0922 (0.0865)*
$smk \times p_1$		0.0502 (0.0859)*						
$smt \times p_1$				0.0725 (0.2073)				
$smk \times p_2$						0.7629 (0.0887)*		
$smt \times p_2$								0.1610 (0.1774)
N	120	120	120	120	120	120	120	120
R square	0.9703	0.9681	0.9629	0.9680	0.9479	0.9150	0.9475	0.9455
Sargan	0.2574	0.2400	0.3430	0.1530	0.1709	0.3230	0.6940	0.2902

注:模型设定说明同表 4。

外资对区域经济可持续增长的影响分析中,指出不同来源国外资所蕴含的技术和管理知识水平、现有的产业政策和企业经营理念的锁定、吸引外资前的内资企业发育状况等三大因素是产生区域差异的重要原因,由于我国东部地区与中西部地区的经济发展程度不均衡,导致对境外资本的吸引力和现有产业政策及企业发展都存在不同程度的差异,从而使得境外私人资本在区域间呈现出对经济增长不同的影响。

股票市场的发展对经济增长也表现出弱负相关性,这一点和东部地区情况有很大不同,暴露出股票市场在我国中部地区经济发展中的积极作用没有得到充分发挥,通过股票市场提升经济增长潜力还很大。从两类私人资本与股票市场交叉项的弹性系数与 p 值结果,结合 Durham(2004),可以得出结论:在中部地区,股票市场的发展推动境内私人资本对经济增长的促进作用不明显;然而境外私人资本的弹性系数为负而交叉项的弹性系数变为正,表明在中部地区,股票市场不仅未能有效地吸收境外私人资本流入,而且还存在门槛效应,即只有当股票市场发展到一定程度,能够有效增

强该地区的资本吸收能力时,才能将境外私人资本对经济增长的负面效应转化为正面影响。

从表 5 还可以看出,居民相对消费水平与经济增长呈显著负相关关系,这与在东部地区表现出的弱负相关关系有明显不同,说明相比东部地区,在中部地区推行消费拉动经济,以及经济增长由投资驱动型转向消费驱动型更加任重道远。失业率在境内私人资本上表现出对经济增长的负面影响,而在境外私人资本上表现出对经济增长的正向影响,这一点与东部地区分析显示的结果一致,所不同的是其相关性明显减弱,结合前述部分对东部地区相应结果的分析,这一点也表明在我国中部地区境外私人资本投资领域,科技创新同样引导着经济增长原动力结构当中相对重要的生产要素组合,但新技术等对经济增长和经济结构的调整力度比东部地区弱。

(3)西部地区回归结果与分析。由表 6 可知,在中国西部地区,劳动力资本及非私人资本投入同样显著地促进经济增长,这与东部地区和中部地区结果一致。两类私人资本对经济增长也都表现出非常明显的促进作用,但与东部地区不同的是,境外私人资本的弹性系数略低于境内私人资本,表明在西部地区,境内私人资本对经济增长的贡献相比境外私人资本更为重要。

股票市场的发展在西部地区表现出对经济增长的弱负相关影响甚至不相关,这一发现与中部地区情况相比有过之而无不及,说明股票市场在我国西部地区经济发展中的带动作用还非常有限,通过股票市场提升经济增长潜力巨大,苏艳丽、庄新田(2010)得出中国股市发展与经济增长之间的总体关系较弱也证实了这一点。从两类私人资本与股票市场交叉项的弹性系数与 p 值结果以及 Durham(2004)可以得出,西部地区股票市场的发展推动了两类私人资本对经济增长的促进作用。从本文前述部分对表 3 的描述性统计分析来看,西部地区的股票市场发展水平远落后于东部和中部地区,对私人资本的吸收能力较差,但相比东部和中部地区,西部地区的私人资本存量太少,其股票市场现有发展水平足以有效吸收现有私人资本存量,因而助推了私人资本对经济增长的促进作用。

研究还发现,不论采用股票市场容量还是股票市场流动性来度量股票市场发展程度,其在经济增长过程中发挥的作用是有地区差异的。在东部地区呈现出对经济增长的正向推动作用,而在中部地区和西部地区,股票市场作为市场经济体制下引导资源配置的一个主导机制,还没有起到主导性作用。裴长洪(2009)指出,我国吸收外商直接投资的绝对量是持续增长的,但其在国际直接投资流量中的份额却在下降,换言之,我国对外商投资的有效吸引能力小于世界直接投资流量的供给增长速度,说明中国股票市场需加大开放力度,提高对境外私人资本的吸收能力,有效地促进经济增长。

此外,表 6 还显示,在西部地区,居民相对消费水平与经济增长的关系呈较强的负相关性,并且较中部地区更为显著,说明西部地区投资驱动型经济增长模式特点明显。在西部地区,失业率对经济增长的影响在境内私人资本上显著为负,表现出合乎经济理论的一种正常关系,而在境外私人资本投资领域,从东部地区、中部地区到西部地区,失业率和经济增长之间的这种正向关系逐渐减弱,西部地区表现出一种不相关,说明在西部地区,结合境外私人资本投入的技术创新驱动经济增长要素结构的变迁还比较滞后。

(4)小结。综合表 4—表 6 以及相关分析不难看出,劳动力资本和非私人资本投入对经济增长的影响都显著为正,两类私人资本总体上对经济增长有显著的正向促进作用,但具有鲜明的区域差异,境外私人资本在中部地区还表现为对经济增长的阻碍性;股票市场发展程度在经济增长过程中发挥的作用表现出区域差异;作为宏观经济变量的居民相对消费水平对经济增长的影响始终为负,在中部地区和西部地区这种负相关关系更为显著,显示出明显的区域差异;与境内私人资本投入相联系,地区失业率与经济增长负相关,其相关程度从强到弱依次为西部地区、东部地区、中部地区;与境外私人资本投入相联系,地区失业率与经济增长呈现正相关关系,其相关程度从强到若依次为东部地区、中部地区、西部地区,体现出技术创新等高科技投入在经济增长推动力各要素重新配置过程中的区域差异,本文归结这一实证结果源于技术创新将改变劳动力生产要素对经济增长的驱动力效果。本文实证研究结果汇总如表 7 所示。

表 6 1995—2009 年中国西部地区私人资本对经济增长的影响

变量	P_1 (境内私人资本)				P_2 (境外私人资本)			
	Eq(1)	Eq(2)	Eq(3)	Eq(4)	Eq(5)	Eq(6)	Eq(7)	Eq(8)
α	1.3479 (0.0000)***	1.7120 (0.0000)***	1.5762 (0.0000)***	1.3418 (0.0004)***	1.1719 (0.0009)***	2.2872 (0.0000)***	1.5117 (0.0001)***	2.1264 (0.0001)***
l	0.3280 (0.0000)***	0.3245 (0.0000)***	0.3310 (0.0000)***	0.3541 (0.0000)***	0.2928 (0.0000)***	0.2514 (0.0000)***	0.2506 (0.0000)***	0.2321 (0.0002)***
h	0.4213 (0.0000)***	0.4035 (0.0000)***	0.3489 (0.0000)***	0.4498 (0.0000)***	0.6275 (0.0000)***	0.5167 (0.0000)***	0.6230 (0.0000)***	0.5418 (0.0000)***
u	-0.0740 (0.0988)*	-0.0783 (0.0034)***	-0.1318 (0.0082)***	-0.0190 (0.0992)*	0.0174 (0.2780)	0.0050 (0.3230)	0.0056 (0.3027)	0.0400 (0.2755)
con	-0.2437 (0.0603)*	-0.2675 (0.0432)**	-0.2646 (0.0373)**	-0.3188 (0.0138)**	-0.5414 (0.0001)***	-0.5699 (0.0005)***	-0.4970 (0.0002)***	-0.4582 (0.0027)***
smk	-0.1740 (0.0877)*	-1.1182 (0.0121)**			0.0804 (0.1678)	-0.8386 (0.0088)***		
smt			-0.0785 (0.0803)*	-0.6003 (0.0311)**			-0.0245 (0.2023)	-0.4363 (0.0418)**
p_1	0.2949 (0.0000)***	0.2551 (0.0000)***	0.3659 (0.0000)***	0.1952 (0.0005)***				
p_2					0.1866 (0.0000)***	0.1580 (0.0003)***	0.2039 (0.0000)***	0.1634 (0.0006)***
$smk \times p_1$		0.1800 (0.0145)**						
$smt \times p_1$				0.0978 (0.0244)**				
$smk \times p_2$						0.3580 (0.0020)***		
$smt \times p_2$								0.1347 (0.0420)**
N	150	150	150	150	150	150	150	150
R square	0.9796	0.9783	0.9770	0.9786	0.9741	0.9643	0.9720	0.9631
Sargan	0.2602	0.4390	0.6876	0.2002	0.1700	0.4388	0.5049	0.3202

注：模型设定说明同表 4。

四、结论与启示

本文基于 1995—2009 年的省际面板数据,利用 GMM 方法分别研究境内私人资本和境外私人资本在中国东部地区、中部地区和西部地区对经济增长的影响,并进行比较分析。同时,以股票市场发展水平作为研究私人资本对经济增长影响的市场环境,进一步探讨股票市场是否推动了私人资本对经济增长的作用。基于实证结果,主要结论有:①两类私人资本存量区域差距大,股票市场容量和流动性也存在区域不均衡现象,东部地区在私人资本和股票市场上明显优于中部地区和西部地区。②境内私人资本在三个地区均有效地促进了经济增长;而境外私人资本表现出明显的地区差异,在东部地区和西部地区显著地促进经济增长,在中部地区有弱阻碍性。在东部地区,境外私人资本比境内私人资本对经济增长的贡献更为突出,而在西部地区则恰好相反。③在东部地区和西部地

表 7 中国各地区诸生产要素对经济增长影响作用结论汇总

生产要素		东部地区	中部地区	西部地区
劳动力		显著促进	显著促进	显著促进
非私人资本		显著促进	显著促进	显著促进
股票市场		促进作用	弱阻碍性	弱阻碍甚至无作用
私人资本	境内	境内私人资本 股票市场的角色	显著促进 助推	显著促进,作用大于境外私人资本 助推
	境外	境外私人资本 股票市场的角色	显著促进,作用大于境内私人资本 助推作用不明显	存在阻碍性 存在门槛效应 助推
宏观经济		消费水平	弱阻碍性	阻碍(投资拉动型) 显著阻碍(投资拉动型)
	失业率	结合境内私人资本	弱阻碍性	阻碍,相比东部减弱
		结合境外私人资本	显著促进	促进,相比东部减弱

区,股票市场能有效吸收现有私人资本存量,一定程度上助推了私人资本对经济增长的促进作用,而在中部地区,股票市场不能有效吸收现有境外私人资本存量,存在门槛效应。^④股票市场发展对区域经济增长的影响不同,在东部地区明显地推动经济增长,在中部地区和西部地区却有阻碍作用,这说明在中部地区和西部地区,股票市场发展不足。^⑤中国市场投资拉动型的增长模式占主要地位,中西部地区尤为突出,推行消费驱动型的增长模式任重道远。这些结论对于引导私人资本在中国经济增长中的区域作用发挥和资源有效配置,具有一定的参考价值。

综上所述,在中国的东部、中部和西部地区,从两类私人资本在经济增长中的作用机制以及股票市场发展水平对这种关系的影响所表现出的区域差异,可以得出如下启示:私人资本是中国未来经济发展的主要推动力,今后不仅要进一步鼓励境内私人资本的投入,更要重视境外私人资本的合理配置,同时需构建良好的市场投资环境,提高私人资本的吸收能力。在东部地区,股票市场发展较好,不仅有利于更多地吸引两类私人资本,而且还有助于发挥境外资本引领技术创新驱动生产要素的重新配置。在中部地区,需着力发展股票市场,提高私人资本的吸收能力,在现有的基础上将境外私人资本对经济增长的负相关关系转化为正面影响,同时在现有基础上刺激消费,推动投资拉动型经济增长模式向消费驱动型经济增长模式的转化。在西部地区,需要加大政策支持力度,改善“金融高地”状态带来的私人资本流失,吸引境内私人资本和境外私人资本的流入,同时大力发展股票市场,在绝对量上向东部地区和中部地区看齐,逐渐减弱区域经济发展不平衡的现状,并采取相应措施推行消费驱动型经济增长模式。这样才能做到中国经济的全面发展,实现区域均衡。

[参考文献]

[1]Azman-Saini, W. N. W., A. Z. Baharumshah, Siong Hook Law. Foreign Direct Investment, Economic Freedom and Economic Growth: International Evidence[J]. Economic Modelling,2010,27,(5).

[2]Baharumshah, A. Z., M. A. Thanoon. Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries[J]. China Economic Review, 2006,17(1).

[3]Borensztein, E., J. De Gregorio, J-W. Lee. How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth[J]. Journal of International Economics,1998,45(1).

[4]Chander K. Relationship between Different Types of Private Capital Flows to Developing Countries [J]. Quantitative and Qualitative Analysis in Social Sciences,2010,4(1).

[5]Choong, C. K., A. Z. Baharumshah, Z. Yusop, M. S. Habibullah. Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis [J]. Japan and the World Economy,2010,22(2).

[6]Durham, J. B. Absorptive Capacity and the Effects of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio

- Investment on Economic Growth[J]. *European Economic Review*,2004,48(2).
- [7]Hansen, L. P. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators[J]. *Econometrica*,1982,50(4).
- [8]Kose, A., E. Prasad, M.E. Terrones. How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility[J]. *Journal of International Economics*,2006,69(1).
- [9]Thomas, L., J. Leape, N. Bhinda, M. Martin. Intra-regional Private Capital Flows in Eastern and Southern Africa: Finding from Mozambique, South Africa, Tanzania, Uganda, Zambia and Zimbabwe [R]. Public Working Paper,2003.
- [10]Rajan, R. S. Booms and Busts in Private Capital Flows to Emerging Asia Since the 1990s [J]. *Institute of South Asian Studies*, 2009,(6).
- [11]Whalley, J., X. Xin. China's FDI and Non-FDI Economies and the Sustainability of Future High Chinese Growth[J]. *China Economic Review*,2010,21(1).
- [12]Xiaoying Li, Xiaming Liu. Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship[J]. *World Development*,2005,33(3).
- [13]程鹏,柳卸林. 外资对区域经济可持续增长影响的差异性研究[J]. *中国工业经济*,2010,(9).
- [14]管卫华,林振山,顾朝林. 中国区域经济发展差异及其原因的多尺度分析[J]. *经济研究*,2006,(7).
- [15]何刚,陈文静. 公共资本和私人资本的生产效率及其区域差异:基于分位数回归模型的研究[J]. *数量经济技术经济研究*,2008,(9).
- [16]廖晖,刘鹏. 中国公共资本对私人资本替代关系的实证研究[J]. *数量经济技术经济研究*,2005,(7).
- [17]罗长远. FDI对中国私人资本成长的影响:基于1987—2001年省际面板数据分析[J]. *世界经济*,2006,(1).
- [18]潘孝珍,林文婷. 外商直接投资对浙江私人资本影响的实证分析[J]. *经济理论研究*,2007,(7).
- [19]裴长洪. 吸引外商投资的新增长点:理论与实践依据[J]. *中国工业经济*,2009,(4).
- [20]綦建红,魏庆广,鞠磊. FDI、金融市场与经济增长:地区差异及门槛效应[J]. *产业经济评论*,2009,8(3).
- [21]邱晓华,郑京平,万东华,冯春平,巴威,严于龙. 中国经济增长动力及前景分析[J]. *经济研究*,2006,(5).
- [22]苏艳丽,庄新田. 中国股市发展与经济增长的相关性研究[J]. *东北大学学报(社会科学版)*,2010,12(2).
- [23]苏联城,龙新民. 私人资本发展对地区经济差距的影响分析[J]. *经营管理者*,2011,(1).
- [24]唐清泉,甄丽明,李懿东. 我国投资基础设施的公共资本与私人资本的效率研究[J]. *商业经济与管理*,2008,(12).
- [25]徐冬林,陈永伟. 区域资本流动:基于投资与储蓄关系的检验[J]. *中国工业经济*,2009,(3).
- [26]张勇. 中国资本存量、公共与私人资本存量的再估算和对比分析[J]. *经济学家*,2010,(6).

Impact of Private Capital on Economic Growth: A Regional Comparative Analysis——From the Perspective of the Development of Stock Market

LIU Wei-qi, SHEN Qiu-lan, ZHANG Xin-dong

(School of Management, Shanxi University, Taiyuan 030006, China)

Abstract: Based on the 1995—2009 provincial panel data and applying GMM (generalized method of moment), this paper investigates how the two kinds of private capital (domestic private capital and overseas private capital) effect the economic growth in Eastern China, Central China and Western China respectively, focusing on what role the development level of China's stock markets plays on the relationship between the private capital flow and the economic growth. The empirical results show that domestic private capital is significantly positive with the economic growth in all three areas, which really promote the economic growth effectively. But overseas private capital presents obvious regional differences. First, in the eastern region it stimulates economic growth significantly. Second, in the central region it hinders economic growth, influenced by the region stock market development level; Third, in western region overseas private capital has a positive coefficient, but the further researches show the small amount of overseas private capital and the low development level of stock market in western region.

Key Words: private capital; economic growth; stock market; GMM

〔责任编辑:王燕梅〕