



债券融资对区域经济增长的效率促进研究

李纪建 郭孟暘

改革开放以来,我国形成了覆盖多个行政区划的城市群,各城市群内的区域经济和区域金融市场一体化程度各不相同,目前我国已经形成包括京津冀、长三角、珠三角在内的19个国家级城市群。每个城市群都有各自的龙头产业,并在区域内形成产业集群或产业链。特定区域拥有比较优势的产业链上的企业在城市群或经济圈区域内聚集有利于企业共享信息、降低成本、高效配置资源、合作共赢发展,从而推动当地经济实现质提量增。区域产业集群发展过程中,资金需求会随着自身规模的扩大而不断增加,因此区域金融市场提供的支持,尤其是债券融资支持,对区域产业集群及产业链上企业的发展壮大十分必要。

一、我国债券融资支持区域经济增长

(一) 研究综述

债券市场与经济增长直接关系的研究文献较多,学者还对不同类型的债券(政府债券、市政债券或地方政府债券、企业债券等)对经济增长的影响机制进行了研究。

政府债券方面, Thumrongvit et al.

(2013) 选取38个国家的面板数据进行实证分析,发现随着国内金融结构规模和多样性的扩大,政府债券和企业债券对经济增长的影响均由负向影响转变为正向影响。单飞(2014)通过构建计量模型实证分析,发现国债余额、国债发行量对总产出GDP具有积极效应。Rudra et al. (2016)对1993—2011年35个国家的情况进行实证分析,发现从长期来看债券市场的发展对经济增长具有正向效应。Abad et al. (2010)的研究表明,欧元区债券市场受全球风险因素影响较小,但受欧盟风险因素影响显著,即没有加入欧元区的国家的发债主体受外部风险的影响比较大。

企业债券方面, Kang & Kyeong-Hoon (2007)研究成果表明东亚公司债市场对经济的持续发展至关重要。周凯和郭斌(2012)通过选取1987—2007年经济数据进行实证分析,经济增长率与企业债券发行额有较显著的正相关关系,国债发行对企业债券发行存在明显的挤出效应。

市政债券(地方政府债券)方面,郑宇佳(2018)对美国市政债的研究发现,

本文系2022年度“NAFMII 研究计划”课题《债券融资对区域经济增长的效率促进及协同研究——兼论京津冀区域债券市场构建》(编号:KFKT2022-023)的阶段性成果。课题主持人:李纪建,北京农村商业银行股份有限公司金融市场部总经理。课题组成员:郭孟暘、杨九公、翟雪冰、周在航、吴迪,北京农村商业银行股份有限公司金融市场部。



市政债筹集的资金大多用于当地的基建项目筹资、引导私人资金投资于公共项目，支持当地经济建设。钱海燕和李俊杰（2013）通过实证分析发现，我国地方政府发行的债券对于地方经济发展具有积极的“挤入”效应，即地方政府发行债券对地方经济的发展有着积极作用。王庆（2016）分析浙江省政府债券对当地经济增长的影响，得出浙江省政府债券通过支持当地基建项目建设的方式对经济增长起到积极影响。

区域内经济和金融的一体化发展有利于提升资源配置效率，进而实现区域资本市场的帕累托改进和支持区域经济的良性发展。区域协同发展可以优化企业发展的外部融资环境，进一步提升企业发展速度，促进区域内经济增长。区域资本市场的一体化意味着金融资本在区域内可自由流动，资本市场上同类金融产品的定价趋同，降低企业债券的融资成本。

已有的关于融资方式对于区域经济增长的作用的理论研究数量较多，但聚焦我国债券融资对经济增长影响的实证研究相对较少。理论研究方面，现有的融资结构观点可划分为四类。一是银行主导论，Graff & Karmann（2006）指出银行在管理和识别投资风险方面具有优势，从而提升资源配置效率；徐高和林毅夫（2007）认为，一国的产业结构与要素禀赋相适应，而不同的产业结构对应不同的最优融资结构，对于类似中国的发展中国家，多分支机构的银行具有更丰富的信息，有利于甄别优质企业，监督企业行为，优化资源配置。资本市场主导的直接融资体系对完

善制度法规的要求较强，而银行主导的融资体系可在制度法规不完善的情况下根据宏观调控政策主动优化资源配置，促进经济增长。二是市场主导论，Allen & Gale（1999）、Rajan（1992）等认为银行的风险偏好和信贷特征导致银行偏好大企业或重资产企业，不利于经济结构调整和转型升级，而市场主导的直接融资体系适合解决高成长企业融资难问题，而且能通过设计多种金融工具为企业经营发展提供金融服务，鼓励企业创新投资。三是法律主导论或金融服务论，Porta et al.（1998，2000）认为金融服务本质是契约，因此效果取决于法律制度的质量，融资结构对经济增长的影响不显著，法律制度质量才是主要影响因素。四是最优融资结构变化论，实证发现，当社会经济欠发达、法律法规欠完善时，银行融资更有助于一国经济增长；随着社会经济的发展和法律法规的完善，银行促进经济增长的作用相对下降，直接融资对经济增长的积极作用变得更显著。实证研究方面，张灿和刁节文（2016）使用我国数据的实证研究结果表明，债券融资与经济增长直接相互促进，股票融资与经济增长之间的关系不显著。张军等（2021）对我国不同城市群融资方式产出效率的研究结果是：中部城市群债券市场融资的产出效率高于西部城市群，西部城市群高于东部城市群；股票融资方面川渝城市群、长江中游城市群显著高于其他东部城市群；中西部地区银行信贷融资的产出效率显著高于东部地区。

本文实证研究部分的主要贡献是检验



出不同区域债券融资与经济增长的关系不同。从京津冀、长三角和珠三角三个地区来看,并非杠杆率越高,对经济增长的拉动越大。京津冀地区杠杆率已经较高,与经济增长关联不显著;长三角地区的杠杆率高于珠三角地区,长三角地区杠杆率对经济增长的拉动低于珠三角地区。

(二) 实证检验

当前我国省内金融资本的流动相对自由,省内一体化程度相对较高,因此采用实证研究的方法考察各省不同融资方式对经济增长的拉动作用更能反映各省融资方式对经济增长的支持情况。根据柯布-道格拉斯生产函数的经济意义,参考张军等(2021)的实证模型,建立面板模型,对不同省市债券市场融资、股票市场融资和银行信贷三种融资方式对GDP增长的影响进行研究(面板模型、控制变量及回归结果展示表格详情见附录1^①)。

从回归结果来看,在固定效应模型下,债券市场融资每增加1个单位,实际GDP增长0.04个单位;银行贷款每增长1个单位,实际GDP增长0.49个单位。股票市场融资则不显著。这一回归结果也与我国实际情况基本相符,我国仍然处于银行信贷融资占比较高,直接融资占比较低的发展阶段。

为进一步研究债券融资在不同地区之间对经济增长效应的差别,本文还研究了不同地区杠杆率对经济增长的影响。由于数据可得性的限制,本文分地区实证检

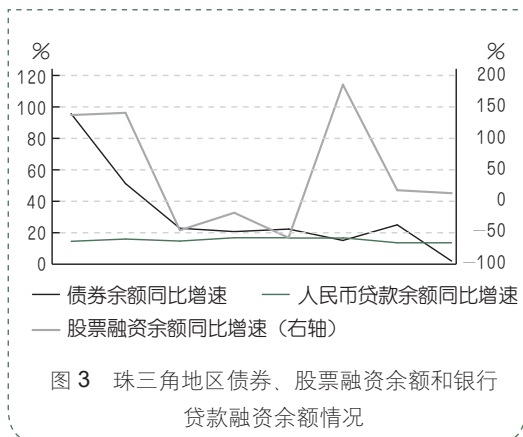
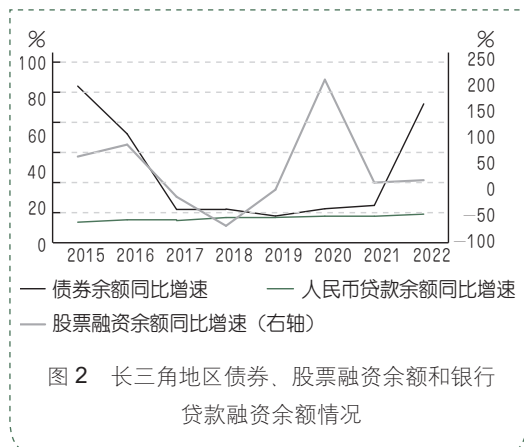
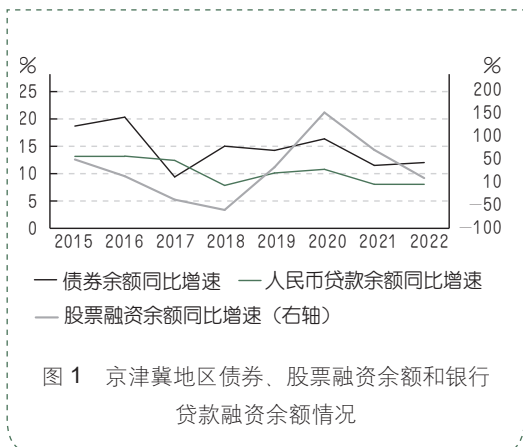
验部分聚焦在杠杆率(定义为债券存量/GDP)对经济增长的影响上。杠杆率与经济增长的关联在长三角、珠三角和京津冀之间存在差距。

从回归结果来看,在固定效应模型下,全国杠杆率每增加1%,实际GDP增长1.29%;长三角地区杠杆率每增加1%,实际GDP增长4.62%;珠三角地区杠杆率每增加1%,实际GDP增长7.12%,京津冀地区杠杆率则与经济增长关联不显著。一个可能的解释是,京津冀地区的杠杆率已经较高,对经济增长进一步拉动的边际效应已不显著,长三角地区的杠杆率高于珠三角地区,因而杠杆率对经济增长的拉动低于珠三角地区。

(三) 京津冀地区债券市场现状及与珠三角、长三角债券市场的对比

我国债券融资在直接融资中是增长相对稳定的融资方式,能够为实体经济提供持续稳定的支持。债券融资余额增速稳步上升且高于银行贷款余额增速,权益市场波动较大,股票融资额同比增速波动性较大,近年来股票融资额年复合增长率低于债券融资。以三大城市群为例,京津冀、长三角和珠三角三地近年来均呈现债券融资余额增速明显高于银行贷款余额增速的情况。京津冀地区2014—2022年债券融资余额年复合增长率为16.2%,银行贷款余额年复合增长率为12.6%,股票融资余额年复合增长率为11.6%(图1);长三角地区2014—2022年债券融资余额年复合

① 附录1为增强出版,中国知网—《金融市场研究》。



增长率为 42.9%，银行贷款余额年复合增长率为 15.8%，股票融资余额年复合增长率为 20.8%（图 2）；广东省^①2014—2022 年债券融资余额年复合增长率为 34.1%，银行贷款余额年复合增长率为 15.7%，股票融资余额年复合增长率为 20.6%（图 3）。

从市场规模和杠杆率来看，长三角信用债存量规模最大，但京津冀地区企业和政府部门的杠杆率较高，债券融资在经济中的占比最高，远高于长三角和珠三角地区。截至 2022 年末，我国全市场存量信用债^②规模 26.72 万亿元；存量地方债规模 34.88 万亿元。其中，京津冀存量信用债券 3.48 万亿元，在全国中占比 28.2%；存量地方债券 3.49 万亿元，在全国中占比 10.0%。长三角存量信用债 8.81 万亿元，在全国中占比 33%；珠三角存量信用债占比 3.11 万亿元，在全国中占比 11.6%。长三角和珠三角存量地方债在全国占比分别为 17.1% 和 6.5%。可以看出，在三大城市群中，京津冀地区信用债和地方债的存量规模均仅次于长三角地区。从“债券存量/GDP”这一指标来看，债券存量取信用

① 一般认识中，“京津冀”指北京市、天津市和河北省；“长三角”指上海市、江苏省、浙江省、安徽省；“珠三角”指广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门。“京津冀”和“长三角”跨了省级行政区划而“珠三角”仅包含广东省内的城市。考虑到课题中，“京津冀”和“长三角”均以省级（或直辖市，可视同省级）行政区划进行数据统计，“珠三角”采用广东省数据以便和“京津冀”和“长三角”统计口径一致。

② 本课题中信用债包含中央企业债，不含政府支持机构债（铁道债）。



债和地方债存量,京津冀、长三角、珠三角地区的取值分别为110%、51%和42%。可以看出,京津冀地区企业和政府部门的杠杆率较高,债券融资在经济中的占比最高,远高于长三角和珠三角地区。

从市场份额集中度来看,京津冀内部债券市场发展不平衡的问题较为突出。对比京津冀、长三角和珠三角三地发债企业的份额的赫芬达尔指数,从各城市群份额前5名城市的赫芬达尔指数来看,京津冀为71.8%、珠三角为36%、长三角为6%。京津冀债券市场份额集中于北京市,珠三角债券市场份额集中于深圳和广州,长三角地区虽然上海、南京和杭州债券市场份额最高,但是各地债券余额分布相对均匀。从河北省内部来看,石家庄和唐山的债券余额相对较高,其余城市余额较低。

从行业来看,京津冀、长三角和珠三角地区债券融资参与行业既有共性也有不同。三大城市群发债企业数量排名前五的行业中均包含资本货物、房地产和商业和专业服务行业;债券融资余额排名前五的行业则均包含资本货物、运输和公用事业。京津冀地区的材料(黑色金属、有色金属、化工等行业)行业融资企业数量较多,材料和汽车行业融资规模较大。长三角地区商品和专业服务行业 and 消费相关行业融资企业数量和融资规模均较大,珠三角地区则是技术硬件与设备行业融资企业数量较多且融资规模也较大。

从融资主体的评级来看,京津冀融资

主体评级较高。三个城市群中低评级(AA及以下)主体里,地方国有企业和民营企业占比较高,长三角地区地方国企占比最高,珠三角地区民营企业占比最高。

从发债企业规模和性质来看,珠三角外资企业发行人及上市公司发行人占比较高,而京津冀地区大型企业较多。主因是京津冀地区央企数量较多而央企的规模较大。珠三角地区中小微企业发行人占比较高。京津冀、长三角和珠三角三个城市群中主营业务收入规模在4亿元以下的中小微型企业发行人数量占比分别为10.9%、10.7%和14.4%;规模以下^①融资主体数量占比分别为1.6%、1.5%和2.0%。

从城投主体来看,长三角地区城投主体数量和占比均为最大,珠三角和京津冀城投主体数量相仿。从城投主体的行政级别来看,长三角地区区县级城投主体占比在70%以上,主要是因为江苏省区县级城投主体数量较多。

从发行利率来看,相同中债隐含评级、相同期限、相同种类的债券,京津冀地区发行利率普遍大于长三角和珠三角地区。以近一年来AA评级的3年期中票为例,可明显看出京津冀地区企业发行利率偏高(表1)。控制住其他变量后可观察到地区因素对发行利率的影响,从侧面证明同类金融产品在不同地区定价不同,而京津冀地区更加需要一体化的债券市场以促进京津冀金融服务一体化。

(四) 京津冀内部债券市场特点

京津冀地区债券市场的优势主要体现

① 主营业务收入2 000万元以下。



表 1 2022 年 3 年期一般中期票据不同地区发行利率

	AA	AA-	AA+	AAA	AAA-
京津冀	3.59	6.02	3.21	2.88	3.00
长三角	3.41	5.81	3.12	2.79	2.83
广东省	3.55	5.53	3.08	2.85	3.00

注：表中评级均为中债隐含评级。

在金融资源丰富。北京作为金融体系最高监管机关及其下属机构、国有五大行总行以及相当数量保险、信托、证券公司总部的所在地，聚集了全国丰厚的金融资源。独有的资源禀赋使得北京地区在了解新政策、运用新产品等方面占得先机。得益于“京津冀一体化”的持续推进，北京地区的金融资源也逐步向天津、河北地区辐射，天津、河北两地的金融市场也逐渐与北京接轨。

然而，从京津冀内部来看，地区间发展不平衡的问题较为突出。京津冀资源过度集中在北京，河北省内资源则集中在省会石家庄和唐山。2022 年，北京 GDP 占京津冀三地 GDP 的比例为 41.5%，河北和天津占比分别 42.2% 和 16.3%。由此带来的问题是，北京的债券市场相对健康，但天津和河北的债券市场发展不平衡、不充分，具体来看，存在非公有制企业占比过低、中小企业参与程度低和行业单一的问题。

从企业性质来看，北京市债券融资主体中各类企业数量分布相对均匀，天津和河北的地方国有企业占比过高，外资企业占比过低。从融资规模来看，北京市的央企融资规模占绝对优势，天津和河北省则是地方国企融资规模最大，京津冀地区民营企业 and 外企的融资规模均占比较小。

从不同行业融资余额占比来看，天津

市行业分布过于集中的问题尤为突出，债券融资余额大多集中于资本货物行业，占比在 60% 以上。河北债券融资余额则集中在资本货物和材料（主要是钢铁）行业，北京市不同行业债券融资余额占比相对平衡。

从中小企业参与程度来看，京津冀主营业务收入在 4 亿元以下的中小微企业融资主体占比分别为 9.8%、16.9% 和 9.3%，北京和天津分别有 8 个和 3 个规模以下融资主体，河北省没有规模以下融资主体。

从上述分析中可以看出，在三大城市群中，京津冀地区金融资源丰富，信用债和地方债的存量规模均仅次于长三角地区，企业和政府部门的杠杆率较高，债券融资在经济中的占比最高。然而，京津冀内部债券市场发展不平衡的问题较为突出，份额集中于北京市，发行人中民营企业、外资企业、中小微企业参与度较低，这导致了京津冀地区债券发行成本偏高，相同期限和中债隐含评级的信用债，京津冀地区发行利率高于长三角和珠三角地区。京津冀地区需要跨行政区域的债券市场来提升经济和金融一体化程度，落实京津冀协同发展的国家战略。

二、结论与展望

我国经济发展不平衡不充分问题较突出，不同地区发展差距较大，加强债券融资对实体经济的支持，要根据各地的资源禀赋和经济发展状况和特点，突出重点项目和产业方向，做到重点支持与普惠发展兼顾。一方面，京津冀债券重点支持京津冀协同发展和等国家战略，支持雄安新区建设和通州城市副中心发展、满足京津冀



地区的科技、汽车等重点产业的融资需求；另一方面，积极引入可持续发展专题绿色金融债、乡村振兴债、精准扶贫债等品种以巩固脱贫攻坚成果，支持乡村振兴建设。

实体经济作为出发点，统筹资源运用，促进区域内资本要素的合理流动和高效配置，提升服务实体经济的水平，实现业务长足发展。[N]

京津冀三地的金融机构应坚持把服务

学术编辑：韦燕春

参考文献

- [1] 单飞.国债水平对产出增长影响的效应分析[J].东北财经大学学报,2014(03):68-73.
- [2] 谷裕.我所亲历的银行间债券市场[J].金融市场研究,2022(09):31-37.
- [3] 霍志辉,李天钰,钟咏盈,等.中国债券市场信用风险回顾与前瞻[J].金融市场研究,2021(02):41-53.
- [4] 刘珺.砥砺十五载,债务融资工具助力实体经济高质量发展[J].金融市场研究,2022(09):7-15.
- [5] 刘子博,董士君.债券融资与信贷融资比较研究——以美国为例[J].金融市场研究,2021(12):33-41.
- [6] 钱海燕,李俊杰.我国地方政府债券的“挤入效应”与规模控制[J].财政研究,2013(02):23-26.
- [7] 钱理红.新发展格局下的融资供给[J].金融市场研究,2021(01):36-42.
- [8] 沈炳熙,曹媛媛.中国债券市场30年改革与发展[M].北京:北京大学出版社,2014.
- [9] 王庆.浙江地方政府债券发行情况及效应分析[J].地方财政研究,2016(03):28-32.
- [10] 徐高,林毅夫.资本积累与最优银行规模[J].经济学(季刊),2008(2):533-548.
- [11] 张灿,刁节文.债券融资、股票融资与经济增长关系研究——基于协整和VECM模型的实证[J].科技与经济,2016,29(06):71-75.
- [12] 张庚.企业杠杆率与债券信用利差——基于中国公司债券2014—2021年经验证据[J].金融市场研究,2022(06):38-45.
- [13] 张军,等.中国证券业协会.中国证券业高质量发展论文集(2022):区域一体化战略下融资结构与融资效率研究[C].北京:中国财政经济出版社,2022.
- [14] 郑宇佳.美国市政债市场发展经验及启示[R].上交所研究报告(上证研报[2018]007号),2018.
- [15] 周凯,郭斌.宏观经济环境因素和中国企业债券市场关系的实证研究[J].宏观经济研究,2012(09):54-59.
- [16] Abad P, Chulia H, Gomez-Puig M. EMU and European government bond market integration[J]. Journal of Banking and Finance, 2010, 34(12):2851-2860.
- [17] Allen F, Gale D. Corporate Governance and Competition[M]//X Vives. Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives, Cambridge:Cambridge University Press,1999:23-94.
- [18] Graff M, Karmann A. What determines the Finance-growth Nexus? Empirical Evidence for Threshold Models[J]. Journal of Economics, 2006(2):127-157.
- [19] Kang, Kyeong-Hoon. Developing Bond Markets for Sustainable Growth of East Asia[J]. Seoul Journal of Economics, 2007, 20(1):3-18.
- [20] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of financial economics, 2000, 58(1-2): 3-27.
- [21] Patara Thumrongvit, Yoonbai Kim, Chong Soo Pyun. Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth[J]. International Review of Economics and Finance, 2013(27):529-541.
- [22] Porta R L, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [23] Rajan R G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt[J]. Journal of Finance, 1992(4):1367-1400.
- [24] Rudra P, Pradhan, Mak B, Arvin, Sara E, Bennett, Mahendhiran Nair, John H. Hall. Bond Market Development, Economic Growth and Other Macroeconomic Determinants: Panel VAR Evidence[J]. Asia-Pacific Financial Markets, 2016(23):175-201.