

资本市场服务下沉何以支持县域经济增长

——来自“资本市场县域工程”政策的经验证据

王修华 欧阳佳俊 刘锦华

摘要：资本市场服务下沉是拓宽县域融资渠道的重要举措，对县域经济增长有重要影响。本文将“资本市场县域工程”政策实施作为一项准自然实验，基于2010—2022年6个省（区、市）496个县域的年度数据，运用多期DID模型考察资本市场服务下沉对县域经济增长的影响及作用机制。研究发现，资本市场服务下沉显著促进了县域经济增长。机制分析表明，资本市场服务下沉可以通过企业层面的企业上市融资机制和后备企业培育机制，以及产业层面的产业结构优化机制，促进县域经济增长。进一步研究发现，资本市场服务下沉促进县域经济增长的效应在经济发展水平较低、财政收入水平较低和居民创业活跃度较弱的县域中更为显著。此外，县域存贷款水平提升会弱化资本市场服务下沉的县域经济增长效应。本文证实了资本市场服务下沉县域的经济增长效应，为后续县域金融服务体系的完善及县域经济高质量发展提供了政策依据。

关键词：资本市场服务下沉 县域经济增长 企业上市 企业培育 产业结构优化

中图分类号：F832.0 **文献标识码：**A

一、引言

县一级处在承上启下的关键环节，应以县域为基本单元推动城乡融合发展（叶兴庆，2022）。近年来，县域地区生产总值虽然保持稳定增长，但是占全国GDP的比重却不断下降，2023年末的这一占比仅38.3%^①。这不仅削减了县域经济在新发展阶段推进国家高质量发展的支撑能力，也不利于乡村振兴和共同富裕等战略目标的实现。为了做好“三农”工作和实现乡村振兴，2019年《中共中央 国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》提出，要发展壮大县域经济，引导产业有序梯度转移。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》进一步指出，

【资助项目】 国家社会科学基金重大项目“接续推进脱贫地区乡村振兴的金融支持研究”（编号：21&ZD115）。

【作者信息】 王修华、欧阳佳俊（通讯作者），湖南大学金融与统计学院，电子邮箱：tahoyou@hnu.edu.cn；刘锦华，安徽大学经济学院。

^①资料来源：《全国县域GDP已近50万亿，产业培育等亟待补短板 | 数说中国》，<https://www.yicai.com/news/102316981.html>。

要发展县域经济，丰富乡村经济业态。2024年中央农村工作会议再一次强调，要壮大县域经济，坚持城乡融合发展。由此可见，发展壮大县域经济已经成为新发展阶段的重要任务，对于推动中国经济高质量发展具有重要现实意义。

金融是现代经济的核心，县域经济发展离不开金融的有效支持。研究表明，以间接融资为主的金融体系远远不能满足县域经济发展的有效需求，融资难、融资贵问题依然突出（何广文，2001；王修华和刘锦华，2023）。为优化县域投融资体系，持续推动县域经济稳定增长，2023年《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》指出，要提升资本市场服务普惠金融效能，拓宽经营主体直接融资渠道，丰富资本市场服务涉农主体方式。2025年证监会发布的《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》进一步强调，要完善资本市场服务中小微企业制度安排，支持企业发行债券用于现代乡村产业、农村产业融合发展等领域，支持农业科技型企业通过资本市场做大做强，提升资本市场服务普惠金融效能。事实上，资本市场在支持和服务“三农”方面发挥着重要作用。一方面，随着资本市场层级的不断深化以及区域性资本市场功能的日益完善，多层次资本市场的市场化制度逐步得到建设，服务功能逐步得到优化（辜胜阻等，2016），这为资本市场服务向县域延伸以及支持县域企业发展提供了基础条件。另一方面，乡村振兴战略的实施正促使县域融资需求持续增长，部分大额融资需求无法通过间接融资方式得到满足，这意味着县域融资也需要资本市场发挥作用（罗来武等，2004；温涛和何茜，2023）。在外部政策推动与内部发展需求的双重作用下，各级地方政府正积极围绕重点产业、特色产业和优质企业进行改革探索，以促进资本市场服务下沉^①。资本市场服务下沉能否缓解县域融资约束并发挥其独特作用以促进县域经济增长？其内在的作用机制是什么？这些问题亟待通过严谨的理论剖析与科学的经验验证来解答。

金融发展理论创立以来，学者们围绕金融发展与经济增长的关系开展了大量研究。金融发展可以通过优化资源配置，提高全要素生产率，促进经济增长（Beck et al., 2000；赵勇和雷达，2010；De Visscher et al., 2020）；也可以通过提高投资转化率和降低企业外部融资成本，推动经济增长（李连发和辛晓岱，2009；庄毓敏等，2020）。金融包容性的提升、金融摩擦的减少以及金融限制的降低等适度且规范的发展行为，也将对经济增长产生积极效应（Krasikov and Lamba, 2021；Fonseca and Matray, 2024）。稳定的宏观经济环境和完善的体制机制是金融促进经济增长的必要条件（Ehigiamusoe and Samsurijan, 2021）。部分学者将研究范围拓展至县域，认为农村金融机构多样化发展有利于优化农村金融组织结构，满足多样化的农村金融需求，是中国农村金融改革的正确方向（何广文，2004）。而新型农村金融机构扩张和农信社改制，可以通过加速资本下乡等途径促进县域经济增长（张珩等，2021；宋科等，2023；李志辉等，2023）。也有研究从资本市场视角分析金融发展对经济增长的影响，认为权益融资可以提高企业资本充足率（孙天琦，2008），股票市场自由化和风险投资发展可以推动科技创新（Opp, 2019；杨伟中等，2020；Moshirian et al., 2021），股票流动性提升以及金融市场结构优化可以发挥价

^①资本市场服务下沉是指在各级政府的政策支持下，多层次资本市场及相关机构主体通过优化体制机制、创新金融服务与工具等方式，将资本市场服务向县域市场延伸。

格发现和风险管理等功能，最终促进经济增长（Levine and Zervos, 1998；彭俞超，2015）。总体来看，现有文献已经围绕金融发展与经济增长的关系进行了广泛而深入的讨论，但是，从县域层面对于资本市场发展如何支持县域经济发展的探讨并不充分。

鉴于此，本文以“资本市场县域工程”^①政策实施为切入点，采用双重差分法检验资本市场服务下沉对县域经济增长的影响及其作用机制。本文的边际贡献在于：第一，本文分析并论证资本市场服务下沉对县域经济增长的影响。以往研究大多从金融机构视角分析金融发展对县域经济增长的影响，较少对资本市场发展的经济增长效应进行分析。本文总结归纳资本市场的比较优势，从理论层面论述资本市场服务下沉影响县域经济增长的路径，并实证评估资本市场服务下沉的县域经济增长效应，有利于从资本市场服务下沉的视角丰富金融发展支持县域经济增长的相关研究，也为资本市场服务下沉县域相关政策的制定提供经验证据。第二，本文从资本市场视角进一步补充金融发展促进县域经济增长的机制路径。与间接融资的作用渠道不同，本文认为资本市场服务下沉可以发挥直接融资的比较优势，从企业上市融资、后备企业培育和产业结构优化升级三条路径促进县域经济增长，这为后续完善县域金融服务体系以及利用资本市场促进县域经济长远发展提供了理论支撑。

二、政策背景与理论分析

（一）政策背景

“资本市场县域工程”作为资本市场建设中的重要组成部分，是资本市场服务下沉县域的具体体现。2018—2022年，为推动资本市场支持县域经济发展，湖南省、山西省、山东省、广西壮族自治区、浙江省和重庆市等省（区、市）的部分县域开始陆续实施“资本市场县域工程”政策。各省份实施的“资本市场县域工程”政策在主要措施、思想观念和政策目标等核心内容上基本保持一致。

“资本市场县域工程”政策拟通过“政府引导+市场运作”的方式，为县域企业提供全方位的资本市场服务，目标在于加强县域龙头企业培育，壮大县域重点产业和优质产业。实施“资本市场县域工程”的相关举措主要包括以下内容^②：一是构建企业培育体系。地方政府与区域股权市场建立重点企业库，按照资本市场发展路径，对入库企业予以调研指导和重点关注，为企业提供精准金融服务；通过引进资本市场相关中介服务机构和人才团队，建设路演与培训中心，为企业讲解资本运作和企业规范治理等知识，加强对企业经营管理与规范改制等方面的指导支持。二是打造直接融资体系。包括：地方政府与区域股权市场通过引进投资机构、设立政府投资基金、支持企业发行私募可转债等方式，支持企业进行股权融资；通过设立融资担保风险共担机制，为企业提供融资担保服务，破解小微企业融资难题；引导有融资意愿的企业获得直接融资；引导中介服务机构为上市挂牌企业提供持续跟踪服务。

^①本文中的“资本市场县域工程”政策主要包括资本市场县域工程试点政策、县域资本市场工程试点政策、区县资本市场工程试点政策、资本市场县域融智创新工程政策和资本市场普惠金融试点工程政策等。部分省（区、市）虽然设立了农业板、扶贫板和金融扶贫板等，但是没有形成地方政府主导或高度参与的“资本市场县域工程”，故不包含在定义内。

^②限于篇幅，各省份相关政策及主要举措见《中国农村经济》网站或中国知网本文附录1。

（二）理论分析

1. 资本市场服务下沉支持县域经济增长的理论分析。以银行机构为主的间接融资是目前县域最为主要的金融支持方式（温涛和何茜，2023）。银行机构由于存在信息不对称问题，而且风险分散能力有限，在开展业务时会产生信贷歧视，使得部分县域经营主体或投资风险较高的项目难以获得贷款支持（林毅夫等，2009）。资本市场发展可以提高金融中介效率，缓解县域企业融资约束。原因在于，资本市场具有资本形成、价格发现、风险分散、公司治理、资源（集聚）配置和资金融通等功能（王国刚，2018）。相较于以银行机构为主的间接融资体系，以资本市场为主的直接融资体系具有以下三方面比较优势：一是资金成本与期限优势。通过资本市场筹集的资金一般为长期资金（白云霞等，2016），能够满足县域经营主体对大额长期资金的融资需求。而且，债券市场的资金成本相对低廉，有利于降低县域经营主体的融资成本。资本市场的融资期限与方式也更为灵活，能够在拓宽县域经营主体融资渠道的同时，解决其融资期限错配的问题。二是信息披露优势。以资本市场为主的直接融资体系建立了强制性的信息披露制度，能够确保信息真实、准确、完整和及时披露，让信息更加公开透明（沈坤荣和孙文杰，2004；王珏等，2015）。社会投资者基于企业披露的信息，对风险收益进行专业判断，缓解信息不对称与道德风险问题。三是风险管理优势。资本市场可以提供多样化的风险管理工具，分散和管理产业风险，促进县域金融形成风险分担机制，推动农业科技产业和高新技术产业平稳发展。风险投资理论认为，资本市场具有风险资产定价功能（邓乐平和孙从海，2001）。资本市场服务下沉能够促进风险投资，满足县域经营主体的高风险融资需求，为具有高风险和高成长性的企业提供资金支持。总之，资本市场服务下沉可以凭借这些比较优势，为县域提供资本市场的全方位服务，拓宽县域经营主体融资渠道，以金融深化促进资本积累，实现县域经济增长。鉴于此，本文提出研究假说H1。

H1：资本市场服务下沉可以促进县域经济增长。

2. 资本市场服务下沉支持县域经济增长的机理分析。本文认为，资本市场服务下沉可以通过企业层面的企业上市融资机制和后备企业培育机制，以及产业层面的产业结构优化机制，促进县域经济增长。

第一，企业上市融资机制。资本市场是企业进行直接融资的重要场所。资本市场服务下沉可以推动更多县域企业进入多层次资本市场上市，支持县域企业获取直接融资。依据生命周期理论，企业在其发展的不同阶段需采取与之相适应的融资策略。对成熟期企业来说，上市融资成为一种适宜的融资方式。资本市场服务下沉，能够促进拟上市企业与资本市场服务机构沟通，引导有潜力的成熟期企业上市，并为县域上市企业提供持续跟踪服务，畅通县域企业的上市融资路径。资本市场服务下沉，能够通过引进与集聚金融、财会、法律等资本市场中介服务机构和人才团队，补齐县域资本市场服务短板，健全县域企业与资本市场服务机构的对接沟通机制，解决拟上市企业和资本市场的沟通衔接问题。此外，通过开展路演和资本市场专业培训，有助于县域企业掌握资本市场与资本运作的相关知识，缩小金融素养差距，引导县域内具备成长潜力的成熟期企业进入多层次资本市场。中介服务机构和政策性担保机构，还能够为上市企业提供品牌提升、法人治理、内控管理、融资担保和产业基金对接等持续跟踪服务，推动县域上市企业持续发展，支持其做大做强。

第二，后备企业培育机制。企业是资本、劳动力等生产要素的集合空间（邵朝对等，2018），也

是县域资本等要素资源利用的主要载体。资本市场服务下沉可以通过加强县域企业培育，促进规模以上工业企业增长和推动中小企业发展，支持县域经济增长。一方面，资本市场服务下沉可以促进规模以上工业企业增长。规模以上工业企业是推动县域经济发展的核心后备资源。融资约束理论认为，信息不对称和代理问题，是引发融资约束问题的根本原因。县域多数规模以上工业企业缺乏完善的财务制度和经营管理制度，存在信息不对称问题与代理问题，面临融资约束（屈文洲等，2011；邓可斌和曾海舰，2014）。资本市场服务下沉，促使相关服务机构对县域内规模以上工业企业进行全面走访排摸，建立后备企业资料库。根据入库企业的融资需求与经营情况，可以为入库企业提供个性化金融服务，支持其完善公司治理，缓解信息不对称问题与代理问题。同时，县域直接融资体系的建立，能够促进风险投资、私募股权投资和产业投资基金等投资机构进入，给予企业多种形式的金融支持，支持部分规模以上工业企业获取发展资金，扩大生产规模。另一方面，资本市场服务下沉可以推动县域中小企业发展，促进县域经济增长。资本市场服务下沉在培育县域龙头企业的过程中，通过龙头企业的辐射效应，可以带动涉农中小企业发展，尤其是农副产品加工业和农林牧渔服务业的“小作坊”。企业培育体系和直接融资体系的形成，不仅将提升县域资本市场的普惠水平，形成有利于县域企业经营、发展与融资的优良环境，也将激励潜在企业家创业，吸引中小企业进驻县域，带动县域中小企业数量提升。

第三，产业结构优化机制。县域多数产业依旧存在产业附加值低、产业转型升级动力不足和高新技术缺乏等问题，难以形成现代化产业体系。资本市场服务下沉，可以通过激活县域资本市场的资源配置功能，驱动资金流向更具潜力的高附加值产业领域，推动县域产业从农业、低端工业等低劳动生产率产业向高新技术制造业等高劳动生产率产业转变；也可以通过发挥资本市场的风险管理优势，引导天使投资、风险投资、私募股权投资等风险投资机构进入县域高新技术产业，加强风险资本导入，支持高新技术制造业企业加大研发投入，形成“资本—技术—产业”的良性循环，建立高新技术产业集群，强化县域产业的演化升级能力（陈雨露，2021；吴晓求等，2023）。此外，县域产业通常呈现集中度低、发展小而散的特点。资本市场服务下沉通过激励县域产业龙头企业进行行业并购整合，形成特色产业集群，促进优势特色产业集聚发展，提高产业链间的协同效应。

综上所述，本文提出研究假说 H2：资本市场服务下沉可以通过企业层面的企业上市融资机制和后备企业培育机制，以及产业层面的产业结构优化机制，促进县域经济增长。

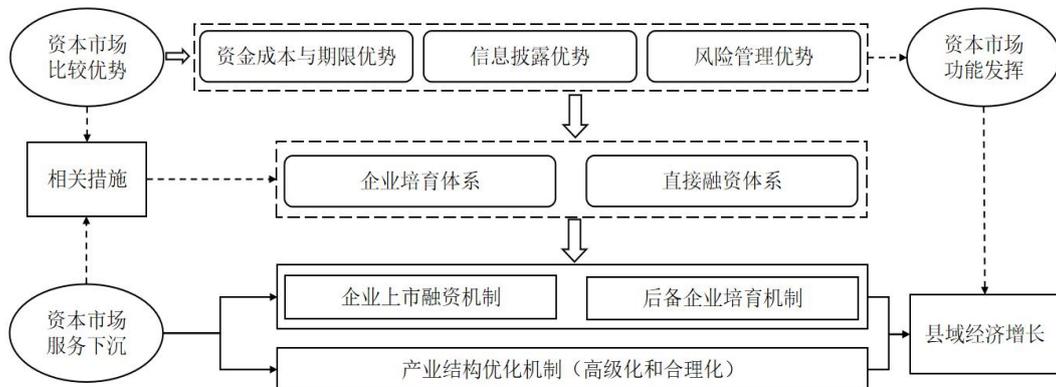


图1 资本市场服务下沉支持县域经济增长的作用机理

三、研究设计

(一) 实证模型

基于前文分析, 本文将“资本市场县域工程”政策实施作为资本市场服务下沉的标志, 采用双重差分模型分析资本市场服务下沉对县域经济增长的影响。鉴于各县(市、区)实施“资本市场县域工程”政策的时间不同, 本文最终采用多期双重差分模型进行回归分析。为了缓解面板数据存在的自相关和异方差问题, 本文还同时控制了县域固定效应、年份固定效应和其他因素的影响, 并将残差在县域层面进行聚类。基础模型设定如下:

$$Y_{it} = \alpha + \beta Policy_{it} + \gamma F_{it} + \theta_i + \nu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1) 式中: Y_{it} 为县域经济增长; $Policy_{it}$ 是“资本市场县域工程”政策实施的虚拟变量, 若 i 县在 t 年实施了“资本市场县域工程”政策, 则 t 年及之后年份取值为 1, 否则取值为 0; F_{it} 为一系列控制变量; θ_i 是县域固定效应; ν_t 是年份固定效应; ε_{it} 是随机误差项; α 、 β 、 γ 为待估计参数。

平行趋势假设是使用双重差分法的前提, 也可以观测“资本市场县域工程”政策实施对县域经济增长的动态影响。本文参照宋科等(2023)的做法开展平行趋势假设检验, 并分析“资本市场县域工程”政策实施的动态效果。模型构建如下:

$$Y_{it} = \delta + \lambda_1 D_{it}^{-12} + \lambda_2 D_{it}^{-11} + \dots + \lambda_{14} D_{it}^1 + \lambda_{15} D_{it}^2 + \lambda_{16} D_{it}^3 + \lambda_{17} D_{it}^4 + \theta_i + \nu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(2) 式中: D_{it}^{-k} 和 D_{it}^k 为“资本市场县域工程”政策实施前后的年度虚拟变量。具体而言, 若年份 t 是 i 县实施“资本市场县域工程”政策之前的第 k 年, 则 D_{it}^{-k} ($k=12, 11, \dots, 1$) 取值为 1, 否则为 0; 若年份 t 是 i 县实施“资本市场县域工程”政策之后的第 k 年, 则 D_{it}^k ($k=0, 1, 2, 3, 4$) 取值为 1, 否则为 0。 δ 、 $\lambda_1 \sim \lambda_{17}$ 为待估计参数。其他符号含义与(1)式一致。

此外, 本文参考江艇(2022)的做法, 采用两段式中介检验方法对机制路径进行实证检验。具体模型设定如下:

$$MID_{it} = \sigma + \tau Policy_{it} + \omega F_{it} + \theta_i + \nu_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

(3) 式中: MID_{it} 表示中介变量。 σ 、 τ 、 ω 为待估计参数。其他符号含义与(1)式一致。

(二) 变量说明

1. 被解释变量。本文主要被解释变量为县域经济发展水平。借鉴宋科等(2023)的做法, 本文将县域人均地区生产总值作为县域经济发展水平的代理变量。同时, 为了考察资本市场服务下沉对县域农业发展水平和工业发展水平的影响, 本文的被解释变量还包括农业发展水平和工业发展水平, 分别用县域农林牧渔业总产值和县域工业增加值来度量。

2. 核心解释变量。本文核心解释变量为资本市场服务下沉, 采用是否实施“资本市场县域工程”政策来衡量。对于实施该政策的县级行政区, 将政策实施当年及以后年份设定为 1, 其余年份则设定

为0。本文研究期间,共有湖南省、山西省、山东省、广西壮族自治区、浙江省和重庆市在辖区内县域实施“资本市场县域工程”政策。考虑到湖南省仅衡阳市和岳阳市公布了完整的政策实施县域名单,故本文关于湖南省的样本仅选择了衡阳市和岳阳市辖区内的县域^①。

3.控制变量。借鉴张珩等(2021)、宋科等(2023)的思路,本文选取县域农民收入水平、存款水平、贷款水平、医疗水平、教育水平、设施农业发展水平、政府干预程度和消费水平作为控制变量。

4.机制变量。一是企业上市融资机制相关变量。考虑到沪深证券交易所和全国中小企业股份转让系统(新三板)是目前中国多层次资本市场中最为主要的组成部分,本文采用县域当年新三板挂牌企业数量和县域当年沪深交易所上市企业数量^②来衡量企业上市融资情况。二是后备企业培育机制相关变量,主要包括规模以上工业企业产值、规模以上工业企业数量、当年新增企业数量、农业相关中小企业拓展程度四个机制变量。三是产业结构优化机制相关变量,主要包括产业结构高级化和产业结构合理化两个机制变量。对于产业结构高级化变量,借鉴袁航和朱承亮(2018)的做法,本文采用县域一二产业增加值占地区生产总值的比重与其产业劳动生产率的乘积来度量,该数值反映了县域从劳动生产率较低产业向劳动生产率较高的产业升级的情况。对于产业结构合理化变量,本文借鉴韩永辉等(2017)的做法,构建了SR指标,SR值越大,表示产业结构越合理。SR值的测度公式如下:

$$SR = -\sum_{o=1}^3 (Y_o / Y) \left| (Y_o / L_o) / (Y / L) - 1 \right| \quad (4)$$

(4)式中: Y_o 表示第 o 产业的产出, L_o 表示第 i 产业的劳动投入。 Y 和 L 分别表示地区总产出和劳动总投入。 Y/L 表示人均劳动产出。

主要变量的定义及描述性统计结果见表1。

表1 主要变量的定义及描述性统计结果

| 变量分类 | 变量名称 | 变量含义 | 均值 | 标准差 | 实施政策的 县域均值 | 未实施政策 的县域均值 |
|------------|----------|---------------------------|------------|------------|---------------|----------------|
| 被解释 变量 | 县域经济发展水平 | 县域人均地区生产总值(元) | 50783.3900 | 39060.5800 | 50721.8200 | 50805.2400 |
| | 农业发展水平 | 县域农林牧渔业总产值(亿元) | 37.2826 | 33.7010 | 31.8735 | 39.2032 |
| | 工业发展水平 | 县域工业增加值(亿元) | 102.9722 | 130.5000 | 100.0556 | 104.2526 |
| 核心解释 变量 | 资本市场服务下沉 | 政策实施当年及以后年份设定为1,其余年份则设定为0 | 0.0408 | 0.1978 | 0.1658 | 0 |
| 控制 变量 | 农民收入水平 | 县域农村居民人均可支配收入(元) | 14376.2400 | 8007.2260 | 13702.8900 | 14592.9200 |
| | 存款水平 | 县域城乡居民储蓄存款余额(亿元) | 230.9409 | 272.6584 | 191.8635 | 241.7883 |
| | 贷款水平 | 县域年末金融机构各项贷款余额(亿元) | 363.4139 | 891.9829 | 277.6918 | 386.7233 |
| | 医疗水平 | 县域医院和卫生院床位数(个) | 2607.9890 | 3801.6740 | 2146.6800 | 2751.9910 |
| | 教育水平 | 县域普通中学在校学生数(个) | 27855.0000 | 20281.3200 | 24437.3100 | 28845.8500 |

^①限于篇幅,“资本市场县域工程”政策实施县域名单见《中国农村经济》网站或中国知网本文附录2。

^②指在主板、中小板或创业板上市的企业数量。

表 1 (续)

| | | | | | | |
|----------|---------------|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 控制 变量 | 设施农业发展水平 | 县域设施农业占地面积(平方千米) | 17.1068 | 35.9627 | 11.8365 | 18.6691 |
| | 财政预算支出 | 县域地方财政一般预算支出(亿元) | 38.4751 | 34.7442 | 29.2204 | 41.5432 |
| | 消费水平 | 县域社会消费品零售总额(亿元) | 132.4583 | 160.3501 | 105.9541 | 141.2375 |
| 机制 变量 | 当年新三板挂牌企业数量 | 县域当年新三板挂牌企业数量(个) | 0.1857 | 0.7414 | 0.1475 | 0.1982 |
| | 当年沪深交易所上市企业数量 | 县域当年沪深交易所上市企业数量(个) | 0.1160 | 0.4482 | 0.0663 | 0.1323 |
| | 规模以上工业企业产值 | 县域规模以上工业企业总产值(亿元) | 511.1100 | 860.7300 | 403.4000 | 541.7800 |
| | 规模以上工业企业数量 | 县域规模以上工业企业数量(个) | 192.7148 | 270.2389 | 122.2860 | 215.9648 |
| | 当年新增企业数量 | 县域当年新增企业数量(个) | 1735.0100 | 2867.1930 | 1343.2290 | 1862.8100 |
| | 农业相关中小企业拓展程度 | 新增农副食品加工业和农林牧渔服务业企业数量之和(个) | 7.4728 | 1.8193 | 7.0302 | 7.6172 |
| | 产业结构合理化 | SR 指标 | -1.0011 | 0.0262 | -1.0011 | -1.0011 |
| | 产业结构高级化 | 一二产业增加值占地区生产总值的比重与其产业劳动生产率的乘积 | 11.9856 | 120.7219 | 12.8444 | 11.7324 |

注：除资本市场服务下沉、当年新三板挂牌企业数量、当年沪深交易所上市企业数量、规模以上工业企业产值、农业相关企业拓展程度、产业结构合理化、产业结构高级化外，其他变量均采用对数值进行回归。新增农副食品加工业和农林牧渔服务业企业数量之和等于两种工商企业注册数量分别加 1 取对数再求和。

(三) 数据来源与样本选择

本文的研究样本包括 496 个县域，其中实施了“资本市场县域工程”政策的县域数量为 122 个^①，研究时间区间为 2010—2022 年，总共 6448 个观测值。本文的数据来源如下：当年新增企业数量、当年新增农副食品加工业和农林牧渔服务业工商企业注册数量均来自中国工商注册企业基本信息，根据一定的筛选条件^②，按照年份和所属县域，利用 Python 统计获得。其中，中国工商注册企业基本信息来源于天眼查官网^③，当年县域新三板挂牌企业数量和当年县域沪深交易所上市企业数量根据前瞻数据库^④中挂牌上市企业的基本信息手动统计获得。其余涉及县域的相关数据均来自 2010—2022 年的《中国县域统计年鉴》、《中国区域经济统计年鉴》和中国经济金融研究数据库^⑤。本文对缺失数据采用线性插补法补充。

^①限于篇幅，有关实施政策的相关文件见《中国农村经济》网站或中国知网本文附录中的附录 3。

^②限于篇幅，筛选条件见《中国农村经济》网站或中国知网本文附录中的附录 4。

^③资料来源：<https://www.tianyancha.com>。

^④资料来源：<https://xs.qianzhan.com>。

^⑤资料来源：<https://data.csmar.com>。

四、回归结果分析

（一）平行趋势检验

为观测资本市场服务下沉对县域经济增长的动态影响，本文进行平行趋势假设检验。具体做法如下：第一，本文将实施“资本市场县域工程”政策前1年作为平行趋势检验的基准年度。第二，由于政策实施后第4年的观测值较少，容易造成有偏估计，本文借鉴Li et al. (2016)的做法，将政策实施后第4年和第3年的观测值进行合并检验。第三，根据(2)式计算出除基准年度外所有期数的回归系数和置信区间。第四，参照Beck et al. (2010)的做法，计算出事前均值，然后对所有期数的回归系数和置信区间采取去均值的方式，以尽可能地处理存在的事前趋势。

平行趋势检验结果如图2所示。

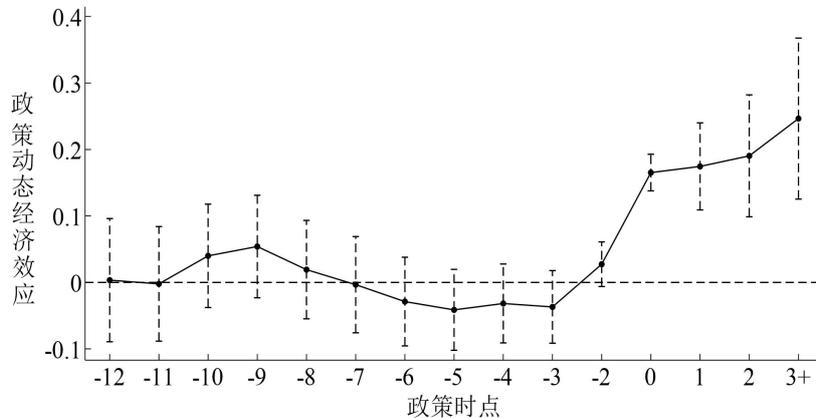


图2 平行趋势检验结果

从图2可以看出，在实施“资本市场县域工程”政策前，资本市场服务下沉对县域经济增长的估计系数在0值附近波动（95%的置信区间包含了0值），说明实验组和对照组在资本市场服务下沉之前对县域经济增长影响的差异不显著，满足平行趋势假设。在实施“资本市场县域工程”政策后，资本市场服务下沉对县域经济增长的影响系数均显著为正，表明资本市场服务下沉能够促进县域经济增长。

（二）基准回归结果

表2报告了资本市场服务下沉对县域经济增长影响的回归结果。表2(1)列和(2)列结果显示，在控制县域固定效应和年份固定效应后，资本市场服务下沉的系数在1%统计水平上显著为正，说明资本市场服务下沉可以显著促进当期和未来一期县域经济增长，假说H1得证。表2(3)~(6)列分别展示了资本市场服务下沉对县域工业产业发展和农业发展的影响，结果显示，资本市场服务下沉对当期及未来一期工业发展水平和农业发展水平的影响系数均显著为正，说明资本市场服务下沉可以促进当期及未来一期县域工业产业和农业发展。综上可知，资本市场服务下沉能够推动县域实体产业发展，促进县域经济增长。

表2 资本市场服务下沉影响县域经济增长的基准回归结果^①

| 变量 | (1) 县域经济发展 水平 | (2) 未来一期县域 经济发展水平 | (3) 工业发展水平 | (4) 未来一期工业 发展水平 | (5) 农业发展水平 | (6) 未来一期农业 发展水平 |
|----------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|
| 资本市场服务下沉 | 0.1635*** (0.0328) | 0.1645*** (0.0356) | 0.0795** (0.0388) | 0.0736** (0.0373) | 0.1046*** (0.0296) | 0.0859*** (0.0282) |
| 常数项 | 0.1234 (1.2295) | 2.6005** (1.2618) | 7.5221** (2.9378) | 8.0394*** (2.5873) | 12.9570*** (1.1079) | 12.8949*** (1.0530) |
| 控制变量 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 观测值数 | 4563 | 4208 | 3371 | 3101 | 4543 | 4189 |
| R ² | 0.9051 | 0.8989 | 0.9646 | 0.9669 | 0.9559 | 0.9598 |

注：①***和**分别表示1%和5%的显著性水平。②括号中的数值为聚类到县域层面的稳健标准误。

(三) 内生性问题

1. 工具变量法。尽管多期双重差分方法可以在一定程度上缓解内生性问题，但是“资本市场县域工程”政策的实施仍不可避免地受到县域层面诸多因素的影响，很难将其全部控制。为进一步解决可能存在的内生性问题，本文借鉴宋科等（2023）的做法，将是否开展“资本市场县域工程”的虚拟变量×除样本县外其所在地级市内其他县与所属地级市距离之和作为工具变量，进行内生性检验。表3（1）列报告了工具变量法的第一阶段回归结果，可以看出，工具变量与资本市场服务下沉存在显著的正相关关系。表3（2）列报告了工具变量法的第二阶段估计结果。从工具变量相关检验来看，模型通过了工具变量识别不足检验、弱工具变量检验和内生性检验，表明本文所选工具变量合理。由于工具变量和内生解释变量数目相同，无需进行过度识别检验。因此，本文所选工具变量是有效的工具变量。从估计结果来看，资本市场服务下沉变量的系数显著为正，表明资本市场服务下沉可以促进县域经济增长，这与基准回归结果一致。

表3 资本市场服务下沉影响县域经济增长的工具变量法回归结果

| 变量 | (1) 资本市场服务下沉 | | (2) 县域经济增长 | |
|---------------------------|-----------------|--------|------------------|--------|
| | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 工具变量 | 0.0013*** | 0.0002 | | |
| 资本市场服务下沉 | | | 0.1720*** | 0.0328 |
| 控制变量 | 已控制 | | 已控制 | |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | | 已控制 | |
| 观测值数 | 4563 | | 4563 | |
| Kleibergen-Paap rk LM 统计量 | | | 63.3400 [0.0000] | |

^①基准回归及其他实证表格中全部变量的回归结果见《中国农村经济》网站或中国知网本文附录5。

表3 (续)

| | | |
|--------------------------|--|-----------------|
| Cragg-Donald Wald F 统计量 | | 5414.5880 |
| Anderson-Rubin Wald test | | 15.8700[0.0001] |
| R ² | | 0.6306 |

注：①***表示1%的显著性水平。②中括号中的数值为P值。

2.PSM-DID方法。由于湖南省样本中只选择了衡阳市和岳阳市的县域样本，这可能会使数据样本存在选择性偏差。此外，政府在选择县域实施“资本市场县域工程”政策时，可能存在由非随机性带来的样本自选择偏误问题。例如，各省（区、市）政府为了加快区域经济发展，可能会更倾向于在经济发展缓慢的相对落后地区优先实施该政策。为了缓解上述问题，本文采用基于倾向得分匹配的双重差分模型（PSM-DID）进行稳健性检验。首先，采用1:1近邻匹配方法，并以0.05为卡尺范围进行倾向得分匹配，在匹配后的样本中开展DID回归，回归结果如表4（1）列所示。由于实验组样本较少，匹配变量较多，为避免过多样本匹配失败所造成的信息损失，本文还分别采用1:3近邻匹配、1:4近邻匹配和核匹配方法进行倾向得分匹配，然后在匹配后的样本中开展DID回归，回归结果如表4（2）~（4）列所示。回归结果显示，在根据4种方法匹配后的PSM-DID结果中，资本市场服务下沉的影响系数均显著为正，说明在控制样本选择性偏差问题后，本文结论依然稳健。

3.Heckman二阶段法。有可能存在政策实施县金融基础设施本来就很好的情况，导致出现反向因果和样本自选择问题。因此，本文采用Heckman二阶段法来进行稳健性检验。具体做法如下：首先，本文采用滞后一期的县域当年新增股份制企业数量^①作为工具变量来进行第一阶段的Probit回归。滞后一期的县域当年新增股份制企业数量不会对当期的县域经济造成直接影响，具有一定的外生性。其次，利用第一阶段回归计算出逆米尔斯比率。最后，将计算出的逆米尔斯比率代入第二阶段模型中进行回归。回归结果如表4（5）列和（6）列所示。表4（5）列展示的第一阶段的回归结果显示，滞后一期的新增股份制企业数量的影响系数显著为负，说明工具变量与资本市场服务下沉之间存在相关性。表4（6）列展示的第二阶段的回归结果显示，逆米尔斯比率的影响系数不显著，说明基准回归可能不存在严重的反向因果和样本自选择问题。并且，第二阶段中的资本市场服务下沉影响系数显著为正，说明在控制了可能存在的反向因果和样本自选择问题后，基准回归结果依旧稳健。

表4 PSM-DID方法与Heckman二阶段法检验结果

| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|----------------------|
| | 县域经济增长 | 县域经济增长 | 县域经济增长 | 县域经济增长 | 资本市场服务下沉 | 县域经济增长 |
| | 1:1近邻匹配 | 1:3近邻匹配 | 1:4近邻匹配 | 核匹配 | 第一阶段 | 第二阶段 |
| 资本市场服务下沉 | 0.2118*** (0.0792) | 0.1581*** (0.0536) | 0.1543*** (0.0446) | 0.1824*** (0.0335) | | 0.1929** (0.0791) |
| 滞后一期的新增股份制企业数量 | | | | | -0.0234*** (0.0058) | |

^①县域当年新增股份制企业数量依据中国工商企业注册信息，通过与上文一样的条件筛检和加总得到。

表4 (续)

| | | | | | | |
|----------------|----------------------|---------------------|---------------------|--------------------|-------------------------|--------------------|
| 逆米尔斯比率 | | | | | -0.0152 (0.0397) | |
| 常数项 | -3.0959 (17.0027) | -3.9275 (8.3678) | -0.6807 (6.7691) | 1.6809 (1.6765) | -13.6008*** (1.4007) | 0.7493 (0.6967) |
| 控制变量 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 未控制 | 已控制 |
| 观测值数 | 251 | 527 | 631 | 3639 | 4291 | 4268 |
| R ² | 0.8730 | 0.9153 | 0.9214 | 0.8944 | 0.2373 | 0.9021 |

注：①***和**分别表示1%和5%的显著性水平。②括号中的数值为聚类到县域层面的稳健标准误。

(四) 稳健性检验

1. 安慰剂检验。由于担心政策效应可能由不可观测的其他事件所驱动，本文通过随机选取实验组和对照组的方式进行安慰剂检验。具体而言，本文随机为样本县赋予实验组和对照组角色，由此得到一个随机生成的虚假的资本市场服务下沉变量，并用该变量替代回归模型中的资本市场服务下沉变量进行回归，再用蒙特卡罗模拟将上述步骤重复1000次。从图3来看，资本市场服务下沉变量的估计系数基本集中在0值附近且绝大多数不显著，同时，真实系数在图中明显属于异常值。这表明，本文的基准回归结果受到不可观测因素影响的可能性较小，较为稳健。

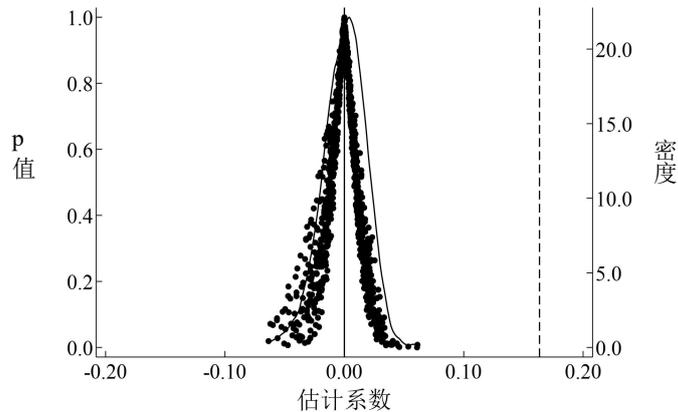


图3 安慰剂检验

注：实曲线为估计系数的核密度分布值，实心圆点为估计系数和P值，虚线则代表真实系数值。

2. 替换被解释变量。本文将县域经济增长的度量方式用县域地区生产总值的对数值进行替代并回归。结果如表5(1)列所示，在替换被解释变量的度量方式后，资本市场服务下沉对县域经济增长的影响系数在1%的水平上显著为正，说明本文的基准回归结果具有稳健性。

3. 调整样本区间。2015年，中共中央政治局审议通过《关于打赢脱贫攻坚战的决定》。为排除脱贫攻坚相关政策实施的干扰，本文将样本区间调整为2015—2022年，再次进行实证检验。回归结果如表5(2)列所示，在调整样本区间后，本文的回归结果依旧稳健。

4. 调整样本范围。由于少数民族自治县与其他县可能在相关政策和风俗上存在一定差异，本文剔

除样本中的少数民族自治县后再进行实证检验。回归结果如表 5（3）列所示，在调整研究样本的范围后，基准回归结果依旧稳健。

5.控制结对帮扶政策^①的影响。证券公司“一司一县”结对帮扶行动是资本市场帮扶的具体表现形式，旨在通过金融帮扶、产业帮扶、消费帮扶、智力帮扶和公益帮扶，有效拉动被帮扶县域经济发展，实现脱贫致富，可能对“资本市场县域工程”政策实施效果产生影响。为了更精准地识别资本市场服务下沉的净效应，本文构建结对帮扶政策的政策虚拟变量，将样本县实施证券公司“一司一县”结对帮扶行动政策当年及以后年份设定为 1，其余年份则设定为 0。本文在基准回归中加入证券公司“一司一县”结对帮扶行动的政策虚拟变量及其与资本市场服务下沉的交互项。回归结果如表 5（4）列所示，资本市场服务下沉对县域经济增长的系数依然显著为正。

6.控制国家数字乡村试点政策的影响。国家数字乡村试点政策实施以市或县为单位，将乡村发展建设与数字化有效融合，缩小了城乡“数字鸿沟”，提升了乡村产业发展水平，可能对县域经济增长产生影响。为了更精准识别资本市场服务下沉的净效应，本文构建数字乡村试点政策的政策虚拟变量，将样本县实施国家数字乡村试点政策当年及以后年份设定为 1，其余年份则设定为 0。本文在基准回归中加入数字乡村试点政策的政策虚拟变量以及其与资本市场服务下沉的交互项。回归结果如表 5（5）列所示，在加入上述变量后，资本市场服务下沉对县域经济增长的系数依然显著为正。

7.控制空间外溢效应。未实施“资本市场县域工程”政策的县域可能与实施政策的县域互动而间接受益，导致空间外溢效应发生。鉴于此，本文考虑“资本市场县域工程”的外溢效应。本文通过样本县经纬度数据生成空间邻接矩阵，并将数据进行强平衡面板处理，利用双向固定的空间滞后模型进行回归。结果如表 5（6）列所示，在控制空间外溢效应之后，资本市场服务下沉的系数依旧显著为正。

表 5 资本市场服务下沉影响县域经济增长的稳健性检验结果

| 变量 | 县域经济增长 | | | | | |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 替换被解释变量 | 调整样本区间 | 调整样本范围 | 控制结对帮扶政策 | 控制国家数字乡村试点政策 | 控制空间外溢效应 |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| 资本市场服务下沉 | 0.0876*** (0.0263) | 0.1986*** (0.0300) | 0.1673*** (0.0329) | 0.1691*** (0.0334) | 0.1588*** (0.0325) | 0.1941*** (0.0525) |
| 结对帮扶政策 | | | | 0.0175 (0.0488) | | |
| 结对帮扶政策×资本市场服务下沉 | | | | -0.1008 (0.1103) | | |
| 数字乡村试点政策 | | | | | 0.0412 (0.0556) | |

^①证券公司“一司一县”结对帮扶行动和国家数字乡村试点政策的政策虚拟变量通过中国证监会和国家互联网信息办公室公布的政策开展名单构建而成。

表 5 (续)

| | | | | | | |
|-----------------------|-----------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
| 数字乡村试点政策× 资本市场服务下沉 | | | | | 0.0870 (0.2082) | |
| rho | | | | | | 0.6874*** (0.0707) |
| 常数项 | 3.3968*** (0.9630) | -0.2089 (2.3021) | 0.4171 (1.2824) | 0.1336 (1.2292) | 0.1159 (1.2297) | |
| 控制变量 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 观测值数 | 4588 | 2896 | 4351 | 4563 | 4563 | 6448 |
| R ² | 0.9827 | 0.8928 | 0.9030 | 0.9051 | 0.9051 | |

注：①***表示 1% 的显著性水平。②括号中的数值为聚类到县域层面的稳健标准误。③rho 代表被解释变量的空间滞后效应项。

五、影响机制分析

通过上述实证检验，本文研究表明资本市场服务下沉可以显著促进县域经济增长。接下来，本文将机理分析中提到的资本市场服务下沉促进县域经济发展的作用机制进行实证检验。

（一）企业层面的影响机制分析

1. 企业上市融资机制。表 6（1）列和（2）列分别报告了资本市场服务下沉对县域当年新三板挂牌企业数量和县域当年沪深交易所上市企业数量的影响。表 6（1）列回归结果显示，资本市场服务下沉的系数显著为正，说明资本市场服务下沉可以显著推动更多县域企业进入新三板挂牌获取直接融资。表 6（2）列回归结果显示，资本市场服务下沉的系数不显著，说明资本市场服务下沉并没有推动更多县域企业进入沪深交易所上市获取直接融资。以上结果表明，资本市场服务下沉目前只能产生“新三板挂牌效应”。可能的原因在于：第一，新三板挂牌和沪深交易所上市的准入条件有所差异。新三板挂牌的准入条件相对低，而主板上市的要求更为严格，企业须在财务指标、公司治理等多方面达到一定条件。县域企业大多体量较小，管理不够规范，较难达到沪深交易所的要求。第二，相较于新三板挂牌，企业申请并获批在沪深交易所上市，通常需要更长时间和更多环节。因此，资本市场服务下沉的“新三板挂牌效应”比“沪深交易所上市效应”更容易显现。

2. 后备企业培育机制。表 6（3）列和（4）列汇报了资本市场服务下沉对规模以上工业企业增长的影响，表 6（5）列和（6）列汇报了资本市场服务下沉对县域中小企业发展的影响。在促进规模以上工业企业增长方面，表 6（3）列报告了资本市场服务下沉对县域规模以上工业企业产值^①的影响。结果显示，资本市场服务下沉的系数显著为正，说明资本市场服务下沉可以扩大规模以上工业企业产值。

^①资本市场及其相关专业机构对规模以上企业进行培育需要一定时间，因此，本文采用未来一期的规模以上工业企业总产值来进行实证分析。

表6(4)列报告了资本市场服务下沉对县域规模以上工业企业数量的影响。结果显示,资本市场服务下沉的系数显著为正,说明资本市场服务下沉可以显著增加县域规模以上工业企业数量。以上结果表明,资本市场服务下沉可以通过加强县域企业培育,缓解县域规模以上工业企业融资约束,从规模和数量上推动县域规模以上工业企业增长,促进县域经济增长。在推动县域中小企业发展方面,表6(5)列和(6)列分别报告了资本市场服务下沉对县域当年新增企业数量和农业相关中小企业拓展程度的影响。结果显示,资本市场服务下沉的系数均显著为正。这表明,资本市场服务下沉能通过提升县域企业数量和带动农副食品加工业与农林牧渔服务业等农业相关中小企业发展,促进县域经济增长。

表6 企业层面的影响机制回归结果

| 变量 | 当年新三板 | 当年沪深交易所 | 规模以上工业 | 规模以上工业 | 当年新增 | 农业相关中小 |
|----------------|-----------------------|---------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| | 挂牌企业数量 | 上市企业数量 | 企业产值 | 企业数量 | 企业数量 | 企业拓展程度 |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| 资本市场服务下沉 | 0.1008*** (0.0303) | -0.0487 (0.0322) | 0.6639* (0.3565) | 0.2109*** (0.0391) | 0.1758*** (0.0313) | 0.5402*** (0.1022) |
| 常数项 | 1.8815** (0.8615) | 0.8798 (0.9914) | -30.8831** (12.9222) | -6.2219*** (1.6116) | 7.2778*** (1.1811) | 7.7341*** (3.1462) |
| 控制变量 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 | 已控制 |
| 观测值数 | 4291 | 4291 | 4134 | 4588 | 4588 | 4588 |
| R ² | 0.2948 | 0.3438 | 0.8959 | 0.9665 | 0.9699 | 0.8251 |

注:①***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。②括号中的数值为聚类到县域层面的稳健标准误。

(二) 产业层面的影响机制分析

表7汇报了资本市场服务下沉对产业结构合理化与高级化的影响。由表7(1)列可知,资本市场服务下沉对产业结构合理化的影响系数显著为正,说明资本市场服务下沉可以通过支持优势特色产业集聚发展,提高产业链间的协同效应,实现县域产业结构合理化,促进县域经济增长。由表7(2)列可知,资本市场服务下沉对产业结构高级化的影响系数显著为正,说明资本市场服务下沉可以通过引导资金流向更具潜力的新兴产业领域,推动县域产业从低劳动生产率产业向高劳动生产率产业转变,实现县域产业结构高级化。以上实证结果表明,在产业层面,资本市场服务下沉可以通过产业结构优化机制,促进县域经济增长。综上所述,假说H2得证。

表7 产业层面的影响机制回归结果

| 变量 | (1) | | (2) | |
|-----------|------------|--------|-----------|----------|
| | 产业结构合理化 | | 产业结构高级化 | |
| | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 资本市场服务下沉 | 0.0071** | 0.0028 | 7.3366* | 4.1149 |
| 常数项 | -1.1587*** | 0.0507 | -491.3384 | 408.1421 |
| 控制变量 | 已控制 | | 已控制 | |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | | 已控制 | |

表7 (续)

| | | |
|----------------|--------|--------|
| 观测值数 | 4210 | 4267 |
| R ² | 0.1130 | 0.1057 |

注：①***、**和*分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。

六、进一步分析

为探讨资本市场服务下沉产生的县域经济增长效应在不同类型县域中的差异，以及银行机构在资本市场服务下沉促进县域经济增长过程中发挥的作用，本文进一步进行异质性分析和基于县域存贷款水平的调节效应分析。

(一) 异质性分析

1. 县域经济水平差异。为进一步探究资本市场服务下沉对县域经济增长的影响在不同县域经济水平下的差异，本文基于人均地区生产总值的样本均值构建高经济发展水平组的虚拟变量。当县域人均地区生产总值高于样本均值时变量取值为 1，否则取值为 0。本文通过构建资本市场服务下沉与高经济发展水平组的交互项来进行异质性检验。回归结果如表 8 (1) 列所示，交互项对县域经济增长的回归系数显著为负，说明资本市场服务下沉的经济增长效应在经济水平不同的县域中存在异质性，并对经济发展水平较低的县域影响更强。这表明，资本市场服务下沉有利于打破县域资本市场的发展瓶颈，一定程度上缓解县域经济体量两极分化的问题，推动经济高质量发展。

2. 财政收入水平差异。为进一步探究资本市场服务下沉对县域经济增长的影响在不同县域财政收入水平下的差异，本文基于县域各项税收收入总和的样本均值构建高财政收入水平组的虚拟变量。当县域各项税收收入总和高于样本均值时变量取值为 1，否则取值为 0。本文通过构建资本市场服务下沉与高财政收入水平组的交互项来进行异质性检验。回归结果如表 8 (2) 列所示，交互项对县域经济增长的回归系数显著为负，说明资本市场服务下沉的经济增长效应在财政收入水平不同的县域中存在异质性，并对财政收入水平较低的县域影响更强。在财政收入水平较低的县域，政府可用于发放补贴的资金有限，县域企业与产业的发展更需要通过市场化机制来获取资金。而资本市场服务下沉有助于完善县域市场化机制，促进县域经济增长。

3. 居民创业活跃度差异。为进一步探究资本市场服务下沉对县域经济增长的影响在不同居民创业活跃度维度的差异，本文基于当年县域新增个体工商户数量^①的样本均值构建高个体工商户数量组的虚拟变量。当个体工商户数量高于样本均值时变量取值为 1，否则取值为 0。本文通过构建资本市场服务下沉与高个体工商户数量组的交互项来进行异质性检验。回归结果如表 8 (3) 列所示，交互项对县域经济增长的回归系数显著为负，说明资本市场服务下沉的经济增长效应在居民创业活跃度不同的县域中存在异质性，并对居民创业活跃度较低的县域影响更强。居民创业活跃度较低的县域通常创业环境较差、创业机会较少，更需要通过优化创业环境来满足居民无法实现的潜在创业需求。而资本市场

^①县域当年新增个体工商户数量是依据中国工商企业注册信息，通过与上文相同的条件筛选和加总得到。

服务下沉在推动县域企业进入多层次资本市场发展的同时,可以产生上市公司治理示范效应,优化县域居民的创业环境,逐步满足居民潜在创业需求,促进县域经济增长。

表8 异质性回归结果

| 变量 | 县域经济增长 | | | | | |
|--------------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | (1) | | (2) | | (3) | |
| | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 资本市场服务下沉 | 0.2024*** | 0.0412 | 0.2666*** | 0.0600 | 0.1999*** | 0.0392 |
| 资本市场服务下沉×高经济发展水平组 | -0.1170** | 0.0478 | | | | |
| 高经济发展水平组 | 0.2572*** | 0.0234 | | | | |
| 资本市场服务下沉×高财政收入水平组 | | | -0.1584** | 0.0650 | | |
| 高财政收入水平组 | | | 0.0472* | 0.0258 | | |
| 资本市场服务下沉×高个体工商户数量组 | | | | | -0.0861** | 0.0405 |
| 高个体工商户数量组 | | | | | 0.0434** | 0.0186 |
| 常数项 | 0.4767 | 1.1441 | 0.2293 | 1.2237 | 0.0246 | 1.2280 |
| 控制变量 | 已控制 | | 已控制 | | 已控制 | |
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | | 已控制 | | 已控制 | |
| R ² | 0.9134 | | 0.9057 | | 0.9054 | |

注:①***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。②观测值数均为4563个。

(二) 基于县域存贷款水平的调节效应分析

资本市场服务下沉作为县域资本市场建设的重要途径,其政策效果可能受到以银行机构为代表的间接融资体系的影响。县域存贷款水平在一定程度上反映了当地银行机构的资金吸纳能力和放贷能力。为深入探讨银行业体系在资本市场服务下沉促进县域经济增长过程中的作用,本文用城乡居民储蓄存款余额的对数值以及年末金融机构各项贷款余额的对数值作为衡量县域地区存款水平和贷款水平的指标,并在基准模型中引入这两个变量与资本市场服务下沉的交互项进行回归分析。表9汇报了调节效应的回归结果。结果显示,两个交互项系数均显著为负,说明县域存贷款水平提升,会弱化资本市场服务下沉的县域经济增长效应。这表明,县域银行业体系的资金吸纳和放贷能力越强,资本市场服务下沉产生的经济增长效应就越弱,两者之间可能存在某种竞争关系。

表9 基于县域存贷款水平的调节效应回归结果

| 变量 | 县域经济增长 | | | |
|---------------|------------|--------|------------|--------|
| | (1) | | (2) | |
| | 系数 | 标准误 | 系数 | 标准误 |
| 资本市场服务下沉 | 2.2101*** | 0.6969 | 1.7711*** | 0.4313 |
| 资本市场服务下沉×存款水平 | -0.1414*** | 0.0473 | | |
| 资本市场服务下沉×贷款水平 | | | -0.1134*** | 0.0296 |
| 常数项 | 0.1951 | 1.2261 | 0.1471 | 1.2236 |
| 控制变量 | 已控制 | | 已控制 | |

表9 (续)

| | | |
|----------------|--------|--------|
| 县域和年份固定效应 | 已控制 | 已控制 |
| R ² | 0.9056 | 0.9057 |

注：①***表示1%的显著性水平；②观测值数均为4563。

七、结论与启示

本文以“资本市场县域工程”开展作为一项准自然实验，基于2010—2022年山西省、山东省、湖南省、广西壮族自治区、浙江省和重庆市的496个县域的年度数据，运用多期DID模型考察了资本市场服务下沉对县域经济增长的影响及作用机制。研究发现，资本市场服务下沉显著促进了县域经济增长。机制分析表明，资本市场服务下沉可以通过企业层面的企业上市融资机制和后备企业培育机制，以及产业层面的产业结构优化机制，促进县域经济增长。进一步研究发现，资本市场服务下沉对县域经济增长的促进效应，在经济发展水平较差、财政收入水平较低和居民创业活跃度较弱的县域中更加明显，说明资本市场服务下沉能够精准赋能弱势县域，促进经济发展。此外，县域存贷款水平提升会弱化资本市场服务下沉对县域经济增长的促进效应。

基于上述研究结论，本文得出如下政策启示：第一，打造资本市场服务下沉“样板”，加大资本市场服务下沉力度。目前，中国大部分省份均未开展资本市场服务下沉的相关工作，且没有形成像“资本市场县域工程”这样的支撑政策。因此，可以通过打造资本市场服务下沉“样板”，在全国范围内渐进式地推进资本市场服务下沉相关工作，在县域内加速构建企业培育体系和直接融资体系，打破县域资本市场的发展瓶颈，提升资本市场服务的普惠效能。在推进过程中，县域各部门要充分认识和利用资本市场的比较优势，充分发挥资本市场下沉在促进县域企业融入多层次资本市场、培育上市后备企业和促进产业转型升级等方面的积极作用。特别是在经济水平、财政收入水平和居民创业活跃度较低的地区，要进一步发挥资本市场服务下沉促进弱势县域实现跨越式发展的积极作用，促进县域经济增长。

第二，完善资本市场服务下沉的企业上市融资机制和后备企业培育机制，形成“区域市场培育—新三板成长—交易所壮大—反哺区域经济”的良性循环。在企业上市融资机制层面，应引导资本市场相关机构将资源向普惠金融服务倾斜，增强对县域拟上市企业的对接服务力度，助力县域拟上市企业逐步适应资本市场规则，使其更快融入多层次资本市场体系。同时，还应加强区域性股权市场与全国性证券交易所的联动，构建“区域股权市场—新三板—沪深交易所”的渐进式转板机制，确立梯度转板制度，确保资本市场服务下沉的“沪深交易所上市效应”能够尽快显现。在后备企业培育机制层面，应加快完善私募股权和创业投资基金等股权投资的“募投管退”机制，鼓励其在县域开展投资，支持县域后备企业通过股权投资获取发展资金，扩大生产规模。还应引导资本市场相关服务机构和区域性股权市场根据县域各类型企业特点，提供有针对性的孵化培育、股份制改造、培训辅导、投融资对接等专业化、差异化的综合金融服务，加大对县域后备企业的支持。

第三，协调好县域资本市场与县域银行机构的关系，以发挥资本市场服务下沉对经济增长的积极作用。本文研究发现，县域存贷款水平的提升会削弱资本市场服务下沉所带来的经济增长效应，两者

之间可能存在潜在的竞争关系。因此,应优先在间接融资体系尚不完善的县域推进资本市场服务下沉,完善县域资本市场功能,并支持其构建健全的直接融资体系,促进县域经济增长。对于间接融资体系相对成熟的县域,需充分认识和协调县域资本市场与县域银行机构的竞争关系,引导县域资本市场发挥比较优势,形成差异化竞争格局,让资本市场服务下沉的经济增长效应得以最大程度发挥。

参考文献

- 1.白云霞、邱穆青、李伟,2016:《投融资期限错配及其制度解释——来自中美两国金融市场的比较》,《中国工业经济》第7期,第23-39页。
- 2.陈雨露,2021:《工业革命、金融革命与系统性风险治理》,《金融研究》第1期,第1-12页。
- 3.邓可斌、曾海舰,2014:《中国企业的融资约束:特征现象与成因检验》,《经济研究》第2期,第47-60页。
- 4.邓乐平、孙从海,2001:《科技创新与资本市场——理论与经验的考察》,《金融研究》第9期,第74-84页。
- 5.辜胜阻、庄芹芹、曹誉波,2016:《构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择》,《管理世界》第4期,第1-9页。
- 6.韩永辉、黄亮雄、王贤彬,2017:《产业政策推动地方产业结构升级了吗?——基于发展型地方政府的理论解释与实证检验》,《经济研究》第8期,第33-48页。
- 7.何广文,2001:《中国农村金融供求特征及均衡供求的路径选择》,《中国农村经济》第10期,第40-45页。
- 8.何广文,2004:《中国农村金融转型与金融机构多元化》,《中国农村观察》第2期,第12-20页。
- 9.江艇,2022:《因果推断经验研究中的中介效应与调节效应》,《中国工业经济》第5期,第100-120页。
- 10.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》,《金融研究》第2期,第73-86页。
- 11.李志辉、马晓青、常心宇、李向楠,2023:《县域组建村镇银行的经济增长效应研究——基于渐进双重差分模型的检验》,《南开经济研究》第12期,第144-162页。
- 12.林毅夫、孙希芳、姜烨,2009:《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》第8期,第4-17页。
- 13.罗来武、刘玉平、卢宇荣,2004:《从“机构观”到“功能观”:中国农村金融制度创新的路径选择》,《中国农村经济》第8期,第20-25页。
- 14.彭俞超,2015:《金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自1989—2011年的国际经验》,《金融研究》第1期,第32-49页。
- 15.屈文洲、谢雅璐、叶玉妹,2011:《信息不对称、融资约束与投资—现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究》,《经济研究》第6期,第105-117页。
- 16.邵朝对、苏丹妮、包群,2018:《中国式分权下撤县设区的增长绩效评估》,《世界经济》第10期,第101-125页。
- 17.沈坤荣、孙文杰,2004:《投资效率、资本形成与宏观经济波动——基于金融发展视角的实证研究》,《中国社会科学》第6期,第52-63页。
- 18.宋科、李宙甲、刘家琳,2023:《新型农村金融机构设立能够促进县域经济增长吗》,《中国农村经济》第3期,第81-100页。
- 19.孙天琦,2008:《储蓄资本化、金融企业和工商企业资本金增加与宏观经济增长——从资产负债表角度的一个解

析》，《金融研究》第9期，第101-115页。

20.王国刚，2018：《从金融功能看融资、普惠和服务“三农”》，《中国农村经济》第3期，第2-14页。

21.王珏、骆力前、郭琦，2015：《地方政府干预是否损害信贷配置效率？》，《金融研究》第4期，第99-114页。

22.王修华、刘锦华，2023：《金融科技能否缓解农村信贷服务的“三角困境”？——基于农村金融机构与金融科技公司合作的视角》，《金融研究》第12期，第150-168页。

23.温涛、何茜，2023：《全面推进乡村振兴与深化农村金融改革创新：逻辑转换、难点突破与路径选择》，《中国农村经济》第1期，第93-114页。

24.吴晓求、方明浩、何青、谭松涛，2023：《资本市场成长的逻辑：金融脱媒与科技进步》，《财贸经济》第5期，第5-21页。

25.叶兴庆，2022：《畅通城乡要素流动重在消除体制机制障碍》，载《加快构建新发展格局，着力推动农业农村高质量发展——权威专家深度解读党的二十大精神》，《中国农村经济》第1期，第6-10页。

26.杨伟中、余剑、李康，2020：《金融资源配置、技术进步与经济高质量发展》，《金融研究》第12期，第75-94页。

27.袁航、朱承亮，2018：《国家高新区推动了中国产业结构转型升级吗》，《中国工业经济》第8期，第60-77页。

28.张珩、罗博文、程名望、叶俊焘、张家平，2021：《“赐福”抑或“诅咒”：农信社发展对县域经济增长的影响》，《中国农村经济》第3期，第86-105页。

29.赵勇、雷达，2010：《金融发展与经济增长：生产率促进抑或资本形成》，《世界经济》第2期，第37-50页。

30.庄毓敏、储青青、马勇，2020：《金融发展、企业创新与经济增长》，《金融研究》第4期，第11-30页。

31.Beck, T., R. Levine, and A. Levkov, 2010, “Big Bad Banks? The Winners and Losers from Bank Deregulation in the United States”, *Journal of Finance*, 65(5): 1637-1667.

32.Beck, T., R. Levine, and N. Loayza, 2000, “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, 58(1): 261-300.

33.De Visscher, S., M. Eberhardt, and G. Everaert, 2020, “Estimating and Testing the Multicountry Endogenous Growth Model”, *Journal of International Economics*, Vol.125, 103325.

34.Ehigiamusoe, K. U., and M. S. Samsurijan, 2021, “What Matters for Finance-Growth Nexus? A Critical Survey of Macroeconomic Stability, Institutions, Financial and Economic Development”, *The International Journal of Finance & Economics*, 26(4): 5302-5320.

35.Fonseca, J., and A. Matray, 2024, “Financial Inclusion, Economic Development, and Inequality: Evidence from Brazil”, *The Journal of Financial Economics*, Vol.156, 103854.

36.Krasikov, I., and R. Lamba, 2021, “A Theory of Dynamic Contracting with Financial Constraints”, *The Journal of Economic Theory*, Vol.193, 105196.

37.Levine, R., and S. Zervos, 1998, “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88(3): 537-558.

38.Li, P., Y. Lu, and J. Wang, 2016, “Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China”, *Journal of Development Economics*, 123(11): 18-37.

39.Moshirian, F., X. Tian, B. H. Zhang, and W. R. Zhang, 2021, “Stock Market Liberalization and Innovation”, *The Journal of Financial Economics*, 139(3): 985-1014.

40.Opp, C. C., 2019, “Venture Capital and the Macroeconomy”, *The Review of Financial Studies*, 32(11): 4387-4446.

Why Does the Extension of Capital Market Services to County-Level Regions Support the Growth of the County Economy? Empirical Evidence From the “County Engineering of Capital Market” Policy

WANG Xiuhua¹ OUYANG Jiajun¹ LIU Jinhua²

(1. School of Finance and Statistics, Hunan University;

2. School of Economics, Anhui University)

Summary: The extension of capital market services to county-level regions is an important measure to broaden the financing channels for counties and has a significant impact on the economic growth of counties. This paper takes the implementation of the “County Engineering of Capital Market” policy as a quasi-natural experiment. Based on the annual data of 496 counties in six provincial-level regions from 2010 to 2022, this paper uses a multi-period difference-in-differences (DID) model to examine the impact of the extension of capital market services on county-level economic growth.

This paper finds that the extension of capital market services to county-level regions has significantly promoted the economic growth of counties. Mechanism analysis reveals that the extension of capital market services fosters county-level economic growth through enterprise-level mechanisms, such as facilitating equity financing for listed companies and nurturing high-potential enterprises, as well as industrial-level dynamics, including driving structural optimization and upgrading of the county-level industrial structure. Further research reveals that the growth-promoting effects of the extension of capital market services on county economies are more pronounced in counties with poor economic development, low fiscal revenue, and weak entrepreneurial activity. Additionally, this paper finds that higher levels of deposits and loans in counties tend to diminish the positive impact of the extension of capital market services on local economic growth.

Based on the findings, this paper proposes the following policy implications. First, China should establish a model initiative for the extension of capital market services and intensify efforts to expand such services to county-level regions. Second, China should refine mechanisms for enterprise listing, financing, and the cultivation of potential enterprises through the extension of capital market services, fostering a virtuous cycle of “regional market cultivation–growth in the New Third Board–expansion in stock exchanges–feedback into regional economies”. Third, China should coordinate the relationship between the extension of capital market services and the indirect financing systems of banking institutions to maximize the economic growth effects of the extension of capital market services.

The potential marginal contributions of this paper are as follows. First, by analyzing and demonstrating the impact of the extension of capital market services on county-level economic growth, this paper enriches literature on financial support for regional economic development from the perspective of the extension of capital market services. It provides empirical evidence for policymakers to refine strategies for channeling capital market resources to county-level regions. Second, this paper supplements the pathways through which financial development promotes county-level economic growth from a capital market lens, offering a theoretical foundation for optimizing county-level financial service systems and sustaining long-term economic development in counties through capital market interventions.

Keywords: Extension of Capital Market Services to County-Level Regions; County-Level Economic Growth; Listing of Enterprises; Enterprise Cultivation; Industrial Structure Optimization

JEL Classification: O16; G38

(责任编辑: 尚友芳)