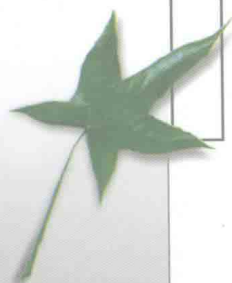


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



中国金融发展路径 及其效率研究

刘剑锋 / 著

ZHONGGUO JINRONG FAZHAN LUJIN
JIQI XIAOLV YANJIU



经济科学出版社

中青年经济学家文库

本书出版受浙江林学院引进人才科研启动基金项目、浙江林学院出版基金的资助

中国金融发展路径 及其效率研究

刘剑锋 著

经济科学出版社

责任编辑：王长廷

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目（CIP）数据

中国金融发展路径及其效率研究 / 刘剑锋著. —北京：
经济科学出版社，2008. 8

（中青年经济学家文库）

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7416 - 9

I. 中… II. 刘… III. ①商业银行—关系—经济增长—研究—中国—1990~2004 ②资本市场—关系—经济增长—研究—中国—1980~2004 IV. F832 F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 115414 号

中国金融发展路径及其效率研究

刘剑锋 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印装

850 × 1168 32 开 5. 75 印张 140000 字

2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7416 - 9 / F · 6667 定价：18. 00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

摘 要

在对经济增长源泉的研究过程中，金融因素引起了越来越多的关注。这些年来，国外经济学家对多个国家和地区的经验做了实证研究，结果表明金融系统在金融机构数量、金融服务的广度和深度、金融交易的数量和金融资产的质量都和经济增长存在显著的关系。

中国的金融改革和金融发展是在中国政府主导下进行的，同步于中国的经济市场化过程。这种供给型的制度创新和西方发达国家的需求诱致型的制度创新是不同的。关于金融发展，主要是商业银行发展和资本市场发展，与中国经济增长关系的实证研究，国内研究多数局限在全国层面的研究。而本次研究则利用了从1980年到2004年之间全国30个省组成的panel数据，同时结合计量经济学理论的最新发展和相关计量工具，对中国改革开放以来的商业银行发展、资本市场发展与中国经济增长的相关性进行了深入的研究。因此在数据类型和实证研究方法上都具有一定的创新。

本书内容主要分为四个部分，第一部分阐述了研究背景和研究意义，以及本书的结构和研究方法，指出了本书中主要的创新点。接着回顾了金融系统、金融体系和金融发展理论等相关概念和内容，综述了商业银行主导型金融发展、证券市场主导型金融发展与经济增长的理论，以及相关实证研究的回顾与总结。

第二部分分析了中国在从计划经济向市场经济转轨的制度环境下，中国经济增长的特点，描述了商业银行与资本市场的演进

中国金融发展路径及其效率研究

中国金融发展路径及其效率研究

和互动发展，并推动了中国金融深化的路径及其发展逻辑。最后综述了中国金融发展与经济增长相关的实证研究，讨论了现有研究中存在的不足。

第三部分首先通过了理论模型讨论金融系统影响经济增长的可能途径，并以此为基础提出实证研究模型。实证研究方法采用的是 panel 模型，结合计量经济学的最新发展和相关计量软件，恰当的处理内生性问题，并对所有的实证结果进行了可靠性检验，力求实证研究的严谨和合理。实证研究的结果表明，在考虑了联立偏差、异质性偏误和遗漏变量之后，中国商业银行的发展对经济增长有明显的促进作用。但是促进的效率很低。中国资本市场发展和经济增长不存在显著的相关性。最后结合实证结果以及以往相关研究的结论，就实证结果给出了合理的经济学解释。

第四部分对全文的实证结果进行了总结，对商业银行和资本市场未来发展提出了相关的政策建议。

目 录

第 1 章 绪言	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究对象、方法和数据	3
1.3 本书的框架结构和主要内容	4
1.4 本书的主要创新之处	6
第 2 章 金融发展理论综述	8
2.1 金融结构、金融系统与金融发展	8
2.2 金融发展与经济增长	11
2.3 银行主导的金融系统与经济增长的理论	23
2.4 证券市场主导的金融发展和经济增长的理论	28
2.5 金融系统和经济发展的实证研究回顾	32
第 3 章 中国经济增长和金融发展的路径、逻辑	43
3.1 改革开放后中国经济增长的主要特征和典型现象	44
3.2 中国金融改革、金融发展的历史回顾及路径分析	52
3.3 银行系统和其他金融中介机构的结构组成和 发展路径	56
3.4 中国的资本市场发展路径及其结构分析	65
3.5 中国上市公司行为和企业融资现状	71

3.6 中国金融发展与经济增长的实证研究	74
第4章 理论模型、变量和数据	79
4.1 理论模型	79
4.2 解释变量和被解释变量的选取	84
4.3 实证样本数据的选择和解释能力	88
第5章 商业银行发展与中国经济增长的实证研究	99
5.1 引言	99
5.2 实证模型说明	101
5.3 一般线性回归方法	106
5.4 内生性问题	109
5.5 差分模型	121
5.6 实证结论的阐述与讨论	123
第6章 资本市场发展与中国经济增长的实证研究	131
6.1 引言	131
6.2 计量模型、变量和数据	134
6.3 一般线性回归	137
6.4 内生性问题	139
6.5 实证结论阐述与讨论	145
第7章 总结与政策建议	153
7.1 商业银行的改革与发展	154
7.2 资本市场结构的优化和上市公司治理 机制的完善	157
7.3 商业银行、资本市场的互动发展以及金融创新	159
参考文献	164

第 1 章

绪 言

1.1

研究背景

经济增长是人们福利提高、社会发展和政治稳定的前提条件。寻找经济增长的源泉，理解经济增长的机制，从而更好地把握和推动经济增长的到来和延续，一直是人们所探求的。但是不同国家，不同地区在不同的历史条件下，经济增长率却大不相同，对于这个问题的解释，是人们寻找经济增长源泉所要解决的首要问题。现在已经有了大量的理论与经验研究试图对其作出解释。这些解释包括要素的积累、资源的配置、技术的进步、宏观经济稳定、教育水平、制度水平、制度发展、法律有效性、国际贸易、甚至宗教信仰的差异等等。

在对经济增长源泉的研究过程中，金融因素引起了越来越多的关注。特别是 20 世纪中期以来，世界金融市场上金融资产和交易数量的增长速度都远远快于以产品和服务为代表的实体经济部门。目前，世界金融资产的数量远远超过了实体经济部门所代表的数量。因此，详细考察金融的扩张和经济发展的相互关系，有着很强的现实意义。这些年来，许多经济学家利用各种各样的方法，对多个国家和地区的经验作出了研究，研究表明金融市场

在金融机构数量、金融服务的广度和深度、金融交易的数量和金融资产的质量都与经济增长存在着显著的关系。一国的经济发达程度越高,其金融市场的发展水平也就越高。从这些纷繁复杂的研究背后,我们可以得到一条最普遍适用的规律就是,努力提高金融发展水平,可以很好地促进所在国的经济增长,而如果金融发展滞后,那么会延缓经济增长的速度。观察近几十年来陆续发生的金融危机可以知道,不合适的金融发展可能导致金融危机的发生,这会给整个经济体带来巨大的打击和伤害,引发社会动乱和政治危机。因此越来越多的国家开始把金融发展作为国家未来发展最为关键的部分来对待,将金融改革作为经济改革、市场经济化的核心步骤,将金融安全看成是国家安全的核心内容之一。

从西方发达国家的金融发展的实践来看,金融发展过程中存在着具有不同特征的金融体系。按照现代金融体系复杂的内涵和外延,学者们通常把金融发展模式分成“银行主导型”和“市场主导型”两种模式。其中又把美国和英国视为“市场主导型”的典型代表,而把德国和日本视为“银行主导型”的典型代表。这两种金融发展模式在金融资产和负债的规模和结构、企业融资结构与股权结构乃至整个社会的经济制度等诸多方面都存在着显著的差异。这两种不同特点的金融发展模式,都成功地支持相应国家的经济增长。随着金融市场发展的发展,随着金融创新的推动,目前这两种模式正在逐渐相互融合与渗透,形成了既互补又竞争的新的发展趋势。

我国经济从 20 世纪 80 年代开始,始终保持着年均 8% ~ 9% 的经济增长率,创造了经济增长的奇迹。而与此同时,我国经济体制也经历着历史性的变迁,从传统的计划经济逐步过渡到市场经济体制。我国是在一个金融全球化和金融自由化的大背景下逐步实现了经济体制的平稳过渡的,在这个规模巨大而且涉及面很广的经济转型中,金融体系的塑造和改革既是转型的内容之

一，又是支持这个转型成功的关键因素之一。

制度演进和制度创新的路径依赖取决于经济体制的初始条件，因此不可避免地具有了地域和文化特色。中国的金融改革和金融发展是在中国政府主导下进行的，同步于中国的经济市场化过程。这种供给型的制度创新和西方发达国家的需求诱致型的制度创新是不同的。那么探讨中国这种供给型的制度条件下发展起来的商业银行和资本市场的功能演进，他们与中国经济增长的关系。他们未来发展变化趋势和政府相应的政策取向，是有着很强的现实意义的。

1.2

研究对象、方法和数据

本书研究对象是中国的商业银行和资本市场的发展与中国经济增长之间的关系。本书从内生经济增长理论和经典金融理论出发，综合运用了经济学、金融学和计量经济学的基本研究方法和研究工具，系统地讨论商业银行发展与中国经济增长的关系，并就实证结果提出了相应的经济学解释，然后考虑到资本市场是在商业银行之后发展起来的，因此在引入商业银行发展这个重要的控制变量的情况下，继续研究资本市场和中国经济增长的关系，并对实证结果给出了合理的经济学解释。最后在实证结果的基础上，给未来中国政府在发展商业银行和资本市场的政策方面提出了建议和思路。

本书所有的原始数据都是来自《中国统计年鉴》（1999～2005）、《中国金融年鉴》（1990～2005）和《新中国50年统计资料汇编》、《深圳证券交易所市场统计年鉴》（1998～2005）和《上海证券交易所市场资料》（2001～2005）。这些都是被广泛接受而且是最权威的官方数据库，包含了我国30个省（其中重庆

市的数据加回四川省)从1980年到2004年共25年的分省数据。需要说明的是2004年的数据来自于《中国金融年鉴》(2005年),其余类推。所以本书所用到的数据既非传统的横截面数据,也不是单一的时间序列数据,而是横截面数据和时间序列数据的综合,即panel数据类型。

1.3

本书的框架结构和主要内容

改革开放以来,中国的金融体系和金融制度都发生了翻天覆地的变化,在此期间商业银行体系和资本市场体系逐步建立和发展起来了。中国的金融改革和金融发展是在政府主导下完成的,同时中国经济市场化程度的提高也为金融改革和金融发展创造了很好的外部条件和环境。本书在综述了西方经典金融理论和相关实证研究之后,沿着中国金融发展的历史体系,系统地分析和梳理了中国金融发展的过程及其特点。在实证研究中,笔者在经济学、金融学基础理论的基础上提出实证模型,然后采用最新的计量经济学方法和理论,系统地研究了商业银行发展和资本市场发展与经济增长的关系。同时结合了实证研究的结果,提出了相关的政策建议和发展思路。

从框架结构上看,本书共包括7章。

第1章,绪言,阐述了研究背景和研究意义,论文的结构和研究方法,概括了本书的结构和研究思路,并指出了主要的创新点。

第2章,金融发展理论综述,首先回顾了金融系统、金融体系和金融发展理论等相关的概念和内容,然后在阐述了金融发展与经济增长的理论关系之后,又分别结合银行主导性金融发展模式、市场主导型金融发展模式的特点,对比讨论了这两种金融发

展模式与经济增长之间的差异,最后总结了国外对金融发展与经济增长的相关实证研究的结论和其在金融发展研究中的学术贡献。

第3章,中国经济增长和金融发展的路径、逻辑,分析了中国在从计划经济向市场经济转轨的制度环境下,中国经济增长的特点,以及商业银行和资本市场的演进与互动发展推动了中国金融深化的历史逻辑。本章结合了计划经济体制下、转轨过程中以及市场经济条件下的融资模式的不同,探讨了由政府主导的商业银行改革以及资本市场的建立和发展的过程,以及他们在中国经济建设中扮演的角色。最后总结了关于中国金融发展与经济增长的实证研究的结论,以及已有研究中存在的不足。

第4章,理论模型、变量和数据,从内生增长模型出发从理论上讨论了金融系统影响经济增长的可能途径,并以此作为实证研究的理论基础,阐述了变量选取的思路。最后说明了实证数据的来源和组成,并就数据的解释能力做了说明和解释。

第5章,商业银行发展与中国经济增长的实证研究,分析了现有的研究方法可能存在的缺陷,同时也分析了实证过程中可能遇到的内生性问题,并从计量理论的角度阐述了解决问题的方法。在具体实证过程中,分别采用了普通最小二乘法、随机效应和固定效益模型、系统广义矩估计(SYS-GMM)方法,并对他们的结果进行有效性检验。最后实证结果表明,在考虑了联立偏差、异质性偏误和遗漏变量之后,中国商业银行的发展对当地经济增长有明显的促进作用,但是促进的效率很低。同时结合中国商业银行发展的实践,对这个实证研究结果进行了相应的经济学解释。

第6章,资本市场发展与中国经济增长的实证研究,继续了第四章的研究思路和实证方法,依次采用了普通最小二乘法、随机效应和固定效益模型、系统广义矩估计(SYS-GMM)方法,

并对他们的结果进行有效性检验。与以往不同的是,在实证研究中控制了商业银行发展这个因素。实证结果表明,在考虑了联立偏差、异质性偏误和遗漏变量之后,中国资本市场发展和经济增长不存在显著的相关性。最后结合本实证结果以及以往相关研究的结论,就实证结果给出了相关的经济学解释。

第7章,总结与政策建议,首先对全书的实证结果进行了总结,然后就未来商业银行发展、资本市场发展和他们之间的互动关系进行了理论讨论,并就促进商业银行系统和资本市场之间互动发展,鼓励金融创新结合两个市场提出了相关的政策建议。

本书在经典经济学、金融学理论的基础上,结合计量经济理论的最新发展和相关的计量工具,对中国改革开放以来的商业银行发展、资本市场发展与中国经济增长的相关性进行了深入的研究。本书偏重实证研究,最后结合实证的结果以规范研究的方式提出了政策建议。

1.4

本书的主要创新之处

本书实证研究采用的是 panel 结构的数据,数据时间段从 1980 到 2004 年共 25 年,横截面单位包括了中国的省份。panel 数据类型不但拥有时间序列数据的动态性,而且也兼顾了横截面数据能表达不同横截面单元间的特性,而单独的时间序列和横截面则可能获得有偏结果。panel 结构的数据能够控制时间或地区分布中的恒变量,而普通时间序列和横截面研究中则不能。

当数据类型是 panel 结构的时候,使用了普通最小二乘法会导致横截面特征的遗漏从而产生无效率的估计,这个问题也称为内生性问题。为了解决这个问题,分别采用了随机效应模型、固

定效应模型和广义矩估计方法 (SYS-GMM)。实证步骤是按照解释变量 x 从严格外生逐步放宽到非严格外生的次序, 即先采用随机效应模型和固定效应模型, 然后采用广义矩估计方法 (SYS-GMM)。实证结果显示, 在考虑了联立偏差、遗漏变量和省际特性之后中国的商业银行发展与经济增长存在显著的相关性, 但是效率很低。

在研究资本市场与经济增长相关性的时候, 引入了商业银行发展作为控制变量, 从而在研究资本市场与经济增长相关性的时候可以剔除中国金融发展最主要的部分——商业银行发展对实证结果的影响。最后实证结果表明, 在考虑了联立偏差、遗漏变量和省际特性之后资本市场与中国经济增长不存在显著的相关性。

在实证结果的基础上, 探讨了我国商业银行改革和资本市场发展的功能演进、未来相互融合的发展趋势、金融创新在融合中的作用等问题。

第2章

金融发展理论综述

2.1

金融结构、金融系统与金融发展

在现代社会，市场经济被普遍认为是调节社会资源分配的主要手段。而主要由商业银行和资本市场组成的金融系统则显然在资源分配中处于一个核心的地位。现代经济体通过金融系统，家庭储蓄流向了企业部门，并在不同企业之间配置投资资金。金融系统使家庭能够平滑跨期消费，企业可以平滑跨期支出。金融系统也使得家庭和企业能够分担风险。

考察世界发达国家，比如：美国、英国、德国、日本、法国，我们发现这些国家都有一个高度发达的金融系统。但是这些发达金融系统的具体构成并不完全一致。其中美国和英国金融市场非常发达，在资源配置上起着主导地位，被称为市场主导型的金融系统。此处需要特别解释一下金融市场的概念。本书金融市场的概念是指组织化的证券市场，如股票市场、债券市场、期货和期权衍生品市场。而在德国，商业银行相对于金融市场显得更为重要，一般称为银行主导的金融系统。三家主要的全能银行，德意志银行（Deutsche）、德累斯顿银行（Dresdner）和商业银行（Commerzbank），控制了企业部门的资源配置。其他主要工

业国家则处于这两个极端情形之间。

我们知道凡是系统必然存在结构,结构既是功能的表现,也反过来影响到功能的发挥。同样金融系统的不同的金融结构,既是不同金融系统的功能特征的表现,同时又反过来影响到金融系统特性在经济体作用的发挥。

对金融结构进行系统性研究可以追溯到戈德史密斯(Goldsmith)在1969年发表的《金融结构和金融发展》,戈德史密斯通过金融资产的分类,金融资产的数量,以及在分类基础上的各种资产的分部等特征来研究金融结构。戈德史密斯提出了衡量一国金融结构的8个指标:(1)金融结构的首要方面即一国金融上层结构与经济基础结构之间的关系。体现在金融相关率上,这个比率等于某期金融资产与国民财富之比。(2)金融结构的构成比例。这首先是指主要金融工具的相对发行量,其次是这些金融工具在国民经济中主要部门的分布比例。(3)金融资产总额和各种余额在各个经济部门之间的分布比例关系。它反映出不同的金融工具在经济中的渗透程度以及不同部门和子部门对金融工具的偏好。(4)一国金融结构的特征还受到各种金融机构相对重要性的巨大影响。衡量指标是:各种金融中介机构在所有金融机构资产总额中的比例,在金融工具总额中的比例,以及在几种主要金融工具余额中的比例等。(5)金融机构在金融工具存量中拥有份额的大小是金融结构的另一重要指标。它是反映一国金融上层结构机构化程度的最简单、最全面的指标。(6)将金融资产存量按金融工具种类和金融部门分类组合成一个金融相关矩阵,从而能够清楚地说明各种金融资产的发行者和持有者的关系。(7)为了反映金融存量的变化,可以用某一时间的金融流量指标来衡量,主要是金融资产的新发行额与国民生产总值之比,金融总流量在各种金融工具、各个部门之间的分布,金融机构的金融交易额在金融工具总流量和每种金融工具中所占的比

重,以及各种金融工具在每个部门和子部门金融交易总额中所占的份额。(8)为了研究各个部门和子部门全部资金来源与资金运作情况,可以用资金来源与运用表来分析。通过该表可以掌握不同部门的内部融资与外部融资的比重,以及各部门之间的债权债务变化情况。

根据上面的金融指标进行分类,戈德史密斯将金融结构分成三种类型:第一类金融结构的特点是:金融相关率较低(约在 $1/5 \sim 1/2$),债权凭证远远超出股权凭证而居主导地位,商业银行在金融系统中占据突出地位。这是金融发展初级阶段的特点。第二类金融结构与第一类金融结构有一定相似。在这种结构中,金融相关率仍然较低,债权凭证仍然超过股权凭证,银行仍然是金融系统的主要组成。但这种结构中,政府和政府金融机构发挥了更大的作用,同时,由外国投资的大型股份公司已经大量存在。20世纪上半叶,大多数非工业化国家的金融机构就属于这一类型。第三类金融结构的特点:金融相关率较高,约在 $1 \sim 2$ 左右,尽管债权仍占金融资产总额的 $2/3$ 以上,但股权证券对债权证券的比率已有所上升;金融机构在全部金融资产中的份额已提高,金融机构日趋多样化,这导致银行体系地位的下降以及储蓄机构、私人及公共保险组织地位的上升。这一类型的金融结构在20世纪的工业化国家较为常见。

虽然戈德史密斯在金融结构研究领域开创性地提出了一系列的指标体系,但是考虑到现代金融系统,特别是20世纪80年代以后国际金融体系的演变,这种简单的分类模式显得刻板,而且也不能很好的解释现代金融的发展特征。在最近十多年的金融结构研究中,更多学者喜欢用银行主导型金融系统和市场主导型金融系统来描述各个不同金融系统的主要特征。在市场主导金融系统中,金融市场以及同金融市场密不可分的非银行金融中介具有重要的地位和作用;而在银行主导金融系统中,商业银行以及类