



上海市学术著作出版基金

金融发展与经济增长

1978—2005年中国的实证检验

范学俊 著



上海世纪出版集团



上海市学术著作出版基金

博士文库

金融发展与经济增长

1978—2005年中国的实证检验

范学俊 著

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融发展与经济增长:1978~2005年中国的实证检验/
范学俊著. —上海:上海人民出版社,2008

ISBN 978-7-208-07927-4

I. 金… II. 范… III. ①金融-经济发展-研究-中国-
1978~2005 ②金融-影响-经济增长-研究-中国-1978~
2005 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 084586 号

责任编辑 刘林心

金融发展与经济增长

——1978—2005年中国的实证检验

范学俊 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路193号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 18.5 插页 4 字数 216,000

2008年8月第1版 2008年8月第1次印刷

ISBN 978-7-208-07927-4/F·1769

定价 30.00 元

序

长期以来关于金融发展与经济增长一直是西方学术界的热点之一。金融发展作为经济增长的核心,其重要性早已为广大学者所公认。西方学者们一直探求于金融与经济之间到底是怎样的一种关系——是金融推动经济还是经济带动金融,什么样的金融结构更适于经济的长期稳定增长?这一理论研究对指导在现实中金融政策的选择与制定,使其更充分地发挥指导作用、更好地适应经济增长的需要,从而实现经济长期健康、稳定地增长具有非常重要的意义。

然而,在西方各国学者关于金融发展与经济增长众多的理论与实证研究中,我们发现却鲜有世界上最大的发展中国家中国。这与我国市场经济发展时间不长、统计数据严重缺乏等因素是分不开的。中国的经济与金融体制改革走过了近 30 年的历程。改革开放之初,金融体制改革作为经济体制改革中的一个部分,事先是没有任何清晰的蓝图的,我国采取的策略是“摸着石头过河”。在当时的体制条件和意识形态背景下,这样一种改革逻辑具有一定的合理性。但在改革的根本目标已经完全明确,特别是在加入世贸组织后各领域、各行业将与国际惯例接轨的情况下,不做超前的金融制度安排和政策设计,就显得不合时宜了。合理制定未来的金融发展政策,要以正确评估中国金融体制改

革的成效为前提。因此,及时总结研究改革的经验与不足,找出问题产生的原因不仅是一个值得关注的重要的理论课题,而且也是一个紧迫的现实问题。

范学俊博士的这本论著是一部实证性的论著。该论著以 1978 年至 2005 年的相关时间序列数据组织样本,在向量自回归模型(VAR)的框架下,采用基于向量纠错模型(VECM)的格兰杰(非)因果关系分析法、基于 Johansen 协整分析的弱外生变量分析法,以及基于 VAR 的新息分析法,从中国金融发展与经济增长、中国金融体系与经济增长、金融政策与经济增长三个层面,逐渐深入地探究了中国金融发展是否、如何及在多大程度上对经济增长做出了贡献这一问题,并得出了一些值得深思的结论和观点。例如:

(1) 尽管中国金融体制的改革是滞后于实体经济部门的改革,但在整个 1978—2005 年期间,中国金融发展已经成为促进经济增长的最重要的因素。然而,金融发展对经济增长的贡献主要体现在数量效应上,也就是说,通过国内信贷规模和股票融资规模的不断扩大促进经济增长。这种金融规模不断扩张的主要资金来源就是国内较高的储蓄存款。

(2) 中国金融体系中的两个最重要的金融中介银行部门和股票市场的发展与经济增长之间具有不同的因果关系模式:银行部门的发展,在短期与经济增长之间没有直接的因果关系,在长期对经济增长具有一个较小的贡献。与此相反,股票市场的发展,无论是在短期还是在长期,都是经济增长的成因,并对经济增长具有显著的正的较大的影响。

(3) 在资本配置效率方面,中国金融发展对经济增长的贡献则极为有限。在中国金融体系中,银行部门和股票市场这两个不同的金融

中介体对资本配置效率的提高具有不同的影响:股票市场的发展对资本配置效率的提高具有正的但很小的影响,而银行信贷规模的扩大对资本配置效率的提高却具有负的而且是很大的影响。就整体而言,中国金融体系对资本配置效率的提高的净效应是负的。

(4) 中国金融体系中银行和股票市场这两个不同的金融中介对资本配置效率,及对经济增长的不同作用,是政府相关金融政策所带来的负效应和正效应的综合作用的结果。政府的金融压抑政策导致了国有银行占主导地位的银行部门在资本配置方面的低效率;而对股票市场发展的直接介入则在一定程度上纠正了金融市场的失灵,促进了中国股票市场的初步发展。政府干预可能在市场发展之初的某个特殊历史时期发挥重要的作用。

作为一项实证研究,范学俊博士的论著在以下几个方面令人耳目一新:

(1) 研究视角的创新。纵观国内已有的相关实证研究,大都是从数量效应角度来调查中国金融发展与经济增长之间的关系,很少从效率角度来研究这个问题,而在为数不多的效率研究中,研究金融中介的资本配置效率问题则更少。范学俊博士的论著运用金融计量分析方法,从数量效应和效率效应两个方面,系统性地评估了中国金融体制改革的成效,这为有关部门制定中国未来金融发展政策提供了比较全面的经验证据。

(2) 计量建模上的创新。国内的一些相关实证研究,只是单方面检验银行业部门或股票市场与经济增长之间的关系,因此无法廓清银行部门发展和股票市场发展对中国经济增长的相对贡献。范学俊博士的论著将银行部门和股票市场同时放入一个模型,以考察两者与经济

增长之间的动态因果关系,探明哪种形式的金融体系更有利于中国经济的增长。

(3) 计量方法上的创新。国内的一些相关实证研究,只是运用格兰杰因果关系测试来检验金融发展与经济增长之间的因果关系,但并不区别这种因果关系的性质。范学俊博士的论著明确区分短期和长期因果关系,并首次采用基于 Johansen 协整分析的弱外生变量测试来考察变量之间的长期因果关系。

纵观范学俊博士的论著,其结构合理,资料详实,论证充分,分析深入,逻辑严密,观点鲜明。因此,我乐于将这部专著推荐给朋友们,期待共同切磋,并在争论与探索中得以不断完善和提高。

华东师范大学金融与统计学院教授

黄济生

2008 年 1 月

目 录

序	1
第一章 导言	1
一、研究背景和目标	2
二、相关概念的界定	6
三、研究方法 with 特点	12
四、研究框架 with 主要结论	14
第二章 金融发展与经济增长:理论和实证文献综述	19
一、引言	19
二、20 世纪 60 年代:早期的理论贡献	20
三、20 世纪 70 年代:麦金农-肖学派理论	23
四、20 世纪 80 年代:新结构主义 and 后凯恩斯主义	28
五、20 世纪 90 年代:金融发展和内生经济增长	31
六、相关的经验证据	39
七、结论	48

第三章 政府在金融发展中的作用:理论分析框架	52
一、引言	52
二、政府干预的经济原理	53
三、政府干预与金融市场	61
四、结论	77
第四章 中国金融发展历程回顾:1978—2005 年	79
一、引言	79
二、中国金融发展概况	82
三、中国金融体系发展历程	87
四、中国金融政策转变过程	101
五、结论	115
第五章 中国金融发展在经济增长中的作用:实证分析	118
一、引言	118
二、基础理论模型	123
三、变量、数据和研究方法	127
四、测试结果及相关分析	137
五、备择测试分析	145
六、结论	149
第六章 中国银行业和股票市场的相对贡献:实证分析	152
一、引言	152
二、基础理论模型	155
三、变量、数据和研究方法	167

四、测试结果及相关分析	175
五、备择测试分析	182
六、结论	188
 第七章 中国金融自由化与资本配置效率:实证分析	191
一、引言	191
二、相关文献回顾	193
三、基础理论模型	197
四、变量、数据和研究方法	199
五、测试结果及相关分析	210
六、备择测试分析	219
七、结论	222
 第八章 结论与政策建议	227
一、本书的主要工作和结论	227
二、中国金融体系的未来发展方向	235
三、本书的不足与未来研究方向	246
 参考文献	250
 后记	282

第一章

导 言

在过去的 20 多年中,中国的经济发展令全球瞩目。改革开放以来,中国经济持续稳定发展,国内生产总值年增长率保持在 9% 以上。截至 2006 年底,中国国内生产总值已达到约 20 万亿元,经济总量为世界第四,外汇储备居世界第一,并已成为世界第三大贸易国。中国成功地由一个农业为主的国家转型成为“世界工厂”。西方经济学家惊叹:“在近 20 年的时间里,中国 10 多亿人口的收入提高了 4 倍。在人类历史上,还从来没有过如此多的人,在物质生活方面经历如此快速的改善。”^[1]进入 21 世纪的中国,已经成为世界上重要的一极。中国经济的持续增长在相当程度上证明了中国经济转轨的成功。与俄罗斯和东欧国家激进式的经济转轨方式不同,中国选择了渐进式的制度变迁模式,采取边际性的增量改革和“试验推广”方式推进经济转轨。无疑,这种成功是多种因素作用的结果。理论界对此做了许多有益的探索和争论,但是学术界和世界银行获得共识的观点之一是,中国的渐进式经济转轨的成功得益于金融体系的相对稳定。本书将运用金融计量分析方法,从实证研究的角度来探究中国金融发展与经济增长之间的动态关系,为中国未来金融发展的政策制定提供经验证据。

一、研究背景和目标

几乎一个世纪以来,经济学家一直在辩论金融部门在经济发展过程中的作用。自从熊彼特(Schumpeter, 1911)提出了一个发达的金融部门提供的金融服务能促进生产力和经济增长提高的观点以来,大量的理论和实证文献相继出现。鲁滨逊(Robinson, 1952)的研究,关注于金融部门是否在经济发展中发挥了一个关键作用或金融中介是否只是迅速工业化的一个产物的问题,其观点直到 20 世纪 60 年代中期,一直占据了主导地位。格申克龙(Gerschenkron, 1962)、帕特里克(Patrick, 1966),尤其是戈德史密斯(Goldsmith, 1969),强调金融部门在经济发展过程中的促进作用。虽然这些早期研究彻底改变了思考的方向,但因果关系问题一直是理论界争论的一个重要问题。帕特里克(Patrick, 1966)将金融发展与经济增长之间的因果关系区分为“供给引导”与“需求跟随”两种类型。“需求跟随”型的金融发展,是指金融发展只是实体经济部门发展的结果,市场范围的持续扩张和产品的日益多元化,要求更有效地分散风险和更好地控制交易成本,因此,金融发展在经济增长过程中所起的作用是消极被动的,金融发展只是对来自于实体经济部门的金融服务需求所作出的被动反应。“供给引导”型的金融发展,是指金融发展先于实体经济部门的金融服务需求,它对经济增长起着积极的引导作用。在“供给引导”型的金融发展中,金融部门主动地将那些滞留在传统部门的资源动员出来,并将这些资源转移到能够推动经济增长的现代部门,从而提高了资源配置的效率。因此,经济增长是金融发展的结果。

金融发展与经济增长之间不同的因果关系模式,实际上是不同的金融发展政策作用的一个结果。因此,在 20 世纪 70 年代至 80 年代,

金融发展—经济增长领域的讨论集中于金融政策和政府在金融市场中的作用上。麦金农(McKinnon, 1973)和肖(Shaw, 1973)一致反对金融压抑政策。他们认为以利率上限、高的存款准备金、直接信贷计划以及金融中介之间的差别待遇为形式的金融压抑政策降低了实际利率,因而妨碍了储蓄资金的最有效的配置,最终降低了实际收入的增长。因此,他们提倡,让金融体系自由化以刺激经济增长。然而,金融压抑政策,这种政府为了促进经济增长而采用的干预手段,在70年代至80年代的发展中国家和地区是非常普遍的,而且在采取金融压抑政策的情况下,经济却出现了高增长,例如,韩国和中国台湾地区。这与麦金农和肖的观点完全相反。斯蒂格利茨(Stiglitz, 1994)认为,由于金融市场的一些与众不同的特点,例如,高昂的信息获得成本、信息不对称以及外部性,使金融市场更易出现市场失灵的现象。因此,金融压抑政策,通过利率控制、直接的信贷计划,以及高准备金要求来规则金融市场,能够纠正金融市场的失灵,并且加快经济增长。斯蒂格利茨(Stiglitz, 1994)指出:“市场失灵很可能在这些(金融)市场中更普遍,因而会存在这些形式的政府干预,政府干预不仅使市场功能更完善,而且也提高了经济体的表现。”

90年代金融发展—经济增长理论的核心在于对金融发展作用于经济增长的机制做出全面而规范的解释。结合内生增长理论,一些学者开发了研究金融发展和经济增长之间关系的框架,揭示了各种金融中介服务的提供是如何增加储蓄和投资规模,如何提高投资效率,并且最终是如何导致长期的较高的经济增长。同时,80年代末和90年代初,俄罗斯和大部分东欧国家的经济体制改革进一步激发了学术界对金融市场在经济发展中的重要性的关注。东欧国家从社会主义经济向市场经济激进式的制度变迁直接引发了如何设计金融市场问题的讨论。因为在社会主义计划经济时期,几乎不存在金融市场。这就导致

了金融发展—经济增长的研究转向对发达国家金融体系的评估和对发展中国家金融体系的设计上。哪种类型的金融体系——是市场导向的金融体系还是银行导向的金融体系——更有利于经济增长,成为转轨经济体最为关注的问题。

金融发展与经济增长关系在理论上的争议使一些学者致力于通过实证研究来寻求问题的答案。美国耶鲁大学经济学家戈德史密斯是第一位从事有关金融发展与经济增长实证研究的学者。1963年,他以35个国家为样本,采用1860年至1963年的年度数据,对这些国家的金融发展与经济增长之间的关系进行了实证分析。结果发现,在经济增长与金融体系的规模之间存在着正的相关性。然而,相关性并不必然意味着存在因果关系。20世纪90年代大量涌现的跨国经验证据表明,金融发展水平与随后的经济增长之间存在着显著的正的相关性(King and Levine, 1993; Levine and Zervos, 1998; Levine, Loayza and Beck, 2000)。这些调查结果与早期的悲观主义观点相反:即金融只是对经济增长的一个反应,因为经济增长提高了对金融服务的需求(Robinson, 1952);而时间序列研究提供的经验证据表明,因果关系模式在不同国家是不同的,而且在许多国家可能存在双向因果关系而并非是单向的因果关系,这种不同的因果关系模式取决于各国不同的制度和政策落实效率(Demetriadesh and Hussein, 1996)。

然而,在西方学者对众多发达国家、发展中国家所进行的大量实证研究中,却鲜有对中国这个全球经济发展速度最快、变化最显著的国家的相关研究。这也许是由于中国市场经济建立时间不长、统计数据严重缺乏所致。国内学者对我国金融发展与经济增长之间的关系已尝试进行了一定的实证研究,并得出了一些有价值的结论。

部分学者认为我国金融发展与经济增长显著相关。谈儒勇(1999)运用OLS对我国金融发展与经济增长之间的关系进行了线性回归分

析。研究结果表明,在我国金融中介发展和经济增长之间有显著的、很强的正相关关系;在股票市场发展和经济增长之间有不显著的负相关关系;在金融中介发展和股票市场发展之间有显著的正相关关系。郑江淮等(2000)的研究认为,我国股票市场的发展与居民储蓄率之间显著正相关,表明存在股票市场对经济增长的作用机制。周立、王子明(2002)则通过对中国各地区 1978—2000 年金融发展与经济增长关系的实证研究发现,两者密切相关。提高金融发展水平,对于长期的经济增长会带来良好影响。曹啸和吴军(2002)则采用格兰杰因果检验法对金融中介发展与经济增长之间的因果关系进行补充检验,结果显示,我国金融发展确实构成了经济增长的原因,并认为金融发展对经济增长的促进作用主要是通过金融资产数量上的扩张来实现的,而非通过提高金融资源的配置效率来实现的。王志强和孙刚(2003)的研究则认为我国金融规模与金融效率与经济增长之间存在双向的因果关系。

还有一些学者则认为,我国金融发展对经济增长的作用并不显著。韩廷春(2001)采用金融发展与经济增长关联机制的计量模型,运用有关数据进行了实证分析。他的研究表明,技术进步与制度创新是经济增长的最为关键因素,而金融发展对经济增长的作用极其有限。赵北亭等(2001)建立了资本市场规模、结构、效率与经济增长的关系模型,并运用中国资本市场 1985—1999 年的数据进行系数确定。研究表明,资本市场对经济增长的贡献主要来自中长期贷款和制度变迁。国债市场和股票市场尚未在经济增长中发挥应有作用,而股票市场的贡献相对更大。谭艳芝等(2003)运用 1978—2001 年的数据检验了中国金融发展与经济增长的关系,分析表明,金融发展对经济增长率的影响并不显著。李广众和陈平(2002)以及李广众(2002)的研究显示,金融中介发展规模与经济增长之间不存在任何方向的因果关系,金融中介效率与经济增长之间存在双向因果关系,从而认为银行发展不能成为反映

长期经济增长之间的重要指标。赵志君(2000)基于一种扩展的生产函数模型得出广义货币形式的金融资产增长过快对经济增长起了阻碍作用。

总之,对于我国金融发展与经济增长之间的关系,国内学者还缺乏一致的认识。而且由于上述研究在样本的时间跨度上的局限,在计量建模的选取以及方法运用把握上的偏差,都在一定程度上影响了上述实证研究的可信度。

本书试图在避免现有研究的某些缺陷的基础上,重新检验中国金融发展和经济增长之间的动态因果关系,探究中国金融发展是否、如何以及在多大程度上对经济增长做出了贡献?为此,本书将着重回答下列问题:改革开放以来,中国的金融发展是“供给引导”型的还是“需求跟随”型的?中国银行部门与股票市场对经济增长的相对贡献如何?哪种金融体系更有益于中国未来的经济增长?政府主导的金融体制改革成效如何?中国金融自由化对中国金融发展以及经济增长具有什么作用?在未来的金融发展过程中,政府应发挥什么样的作用?

二、相关概念的界定

(一) 经济增长

诺贝尔经济学奖得主库兹涅茨(Kuznets)在1971年接受诺贝尔奖时所发表的演讲词中明确指出:“一个国家的经济增长,可以定义为向它的人民提供品种日益增加的经济商品的能力的长期上升,这个增长的能力,基于技术的改进,以及它所要求的制度和意识形态的调整。”他还指出:“我们把各国的经济增长看作是通常由人口的增加和广泛的结构变化所伴随着的人均产值的持续增加。”萨缪尔逊(Samuelson, 1992)在其影响力极大的教科书《经济学》中将经济增长定义为:“经济

增长是指一个国家潜在的国民产量或潜在的实际 GNP 的扩展,我们可以把经济增长看作是生产可能性边缘随着时间向外推移。”可见,经济增长意味着国民总产出水平及人均产出水平的不断增加,这种增加必须是持续的,它以人口的增加、资本的积累、先进技术的应用以及制度的创新作为基础,并伴随着经济结构的不断变化。

因此,经济增长最明显的特征是国民收入或人均国民收入的持续增加。如果把人均国民收入作为衡量一个国家经济成就的尺度,经济增长理论的任务就是要回答,一定时期的人均国民收入水平是由哪些因素决定的,这些因素同人均国民收入水平之间的数量关系是什么,并在此基础上进一步回答,当决定一定时期人均国民收入水平的诸因素随着时间的推移而发生变化时,人均国民收入会发生何种相应的变化。

(二) 金融发展、金融体系及其功能

金融发展可以被定义为金融体系结构的动态变化(Goldsmith, 1969)。金融体系涉及金融机构,金融工具(或合同)以及金融活动的集合,这些金融机构、金融工具(或合同)以及金融活动都对金融中介过程做出了贡献。金融中介是集合金融资源的过程,即从资源剩余的家庭和企业(储蓄者)那儿获得资源并且将这些资源转移给资源短缺的家庭和企业(借款者)的过程。然后,金融中介通过连接借款者和贷款者的偏好来影响资源配置。金融中介活动是由金融中介机构来完成的,金融中介机构是指那些资产主要是金融要求权的机构,包括现存商业银行、发展银行、投资银行、保险公司、养老基金、经纪公司等机构,它们组成了金融部门。这些不同的金融中介机构在不同的金融市场经营,它们交易不同的金融工具,诸如存款、贷款、股票、保险单、远期和期权合同、互换等。当金融中介过程的效率得以提高,也就是说,当改善后