

1995 ~ 2004

中国金融发展

与经济增长的因果方向性实证研究

汤究达 著

AN EMPIRICAL STUDY ON THE DIRECTION
OF GRANGER CAUSALITY BETWEEN FINANCIAL
DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH IN CHINA



经济科学出版社
Economic Science Press

1995 ~ 2004

中国金融发展

与经济增长的因果方向性实证研究

汤究达 著

AN EMPIRICAL STUDY ON THE DIRECTION
OF GRANGER CAUSALITY BETWEEN FINANCIAL
DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH IN CHINA



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：马金玉

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

**中国金融发展与经济增长的因果方向性实证研究
(1995 ~ 2004)**

汤究达 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：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 6.5 印张 150000 字

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7233 - 2/F · 6484 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)

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 相关概念的界定	4
1.3 研究方法、特点和数据来源	8
1.4 本书结构与结论	10
第 2 章 金融发展与经济增长的因果 方向性实证研究综述	16
2.1 因果方向性实证研究综述：国外部分	16
2.2 因果方向性实证研究综述：国内进展	25
第 3 章 理论研究：金融发展与经济 增长理论分析	32
3.1 20 世纪 60 年代及以前：金融发展与经济增长 关系研究的开端	32

3.2	20 世纪 70 ~ 80 年代: 现代金融发展理论的初步发展	36
3.3	20 世纪 90 年代以来: 现代金融发展理论的进一步发展	46
第 4 章	中国金融发展与经济增长: 一次粗略的考察	57
4.1	中国金融中介的发展	58
4.2	中国金融市场的发展	85
4.3	中国金融发展的总量、结构和效率分析	102
4.4	1978 年以来中国 GDP 保持持续高速增长 增长的态势	120
第 5 章	中国金融发展与经济增长的因果方向性实证分析	134
5.1	实证分析方法与分析模型	134
5.2	金融发展、经济增长指标的构造与选择	147
5.3	中国金融发展与经济增长的因果方向性实证分析	157
第 6 章	结论与政策建议	171
6.1	研究结论	171
6.2	政策建议	175
6.3	研究展望	186
附录		188
	附表 1 国内生产总值的水平数据的单位根检验	188

目 录

附表 2	国内生产总值的一阶差分单位根检验	189
附表 3	中国金融发展与经济增长的约翰逊 (Johansen) 协整检验	190
附表 4	中国金融发展与经济增长的误差 修正模型 (ECM)	191
附表 5	中国金融发展与经济增长的 格兰杰因果性检验	193
参考文献		194

第 1 章

导 论

1.1

问题的提出

长期以来，探寻经济增长源泉，并采取措施释放生产力，一直是经济学家们乐此不疲的话题。尽管如此，金融因素在很长时间内并没有受到应有的关注与重视。直到 20 世纪 60 年代以后，一大批金融经济学家开始系统地分析金融要素在经济增长中的作用，并把金融发展与经济增长之间的关系研究作为一个独立的课题加以探讨。自此，对金融发展与经济增长之间关系的理论研究进入到一个全新的发展阶段。随着计量经济学的发展和新的统计分析方法的应用，实证研究亦取得较大突破。^①然而在金融发展与经济增长关系的研究中，仍有一个根本性问题尚未彻底解决，

^① 参见世界银行（2002）及列文（2004）。

即金融发展与经济增长之间的因果方向性问题：到底是金融发展导致了经济增长，还是经济增长本身促进了金融发展？或者说二者之间是互为因果呢？这的确是一个既让人伤神又让人着迷的问题，很值得进一步研究。

关于金融发展与经济增长之间的因果方向性，无论是在理论方面还是在实证方面一直存在着相当大的争论。理论分析方面，古典经济学家往往将注意力集中在实体经济上，认为货币不过是便利交易的工具，是“蒙在实体经济上的一层面纱”。如罗宾逊（1952）宣称“企业领着金融走”，卢卡斯（1988）则根本就不相信金融与经济增长之间的联系，声称经济学家“过度强调金融因素在经济增长中的作用”。他认为，经济发展会创造对金融服务的需求，这种需求导致金融部门的发展。然而，以熊彼特（Schumpeter）（1912）为代表的许多经济学家则认为，较发达的金融体系能够促进经济增长，发育良好的金融体系有助于降低信息成本和交易成本，进而影响储蓄水平、投资决策、技术创新和长期经济增长。在实证方面，戈德史密斯（Goldsmith, 1969）具有开创性的跨国实证研究表明，金融发展水平与经济增长密切相关。列文和泽尔维斯（Levine、Zervos, 1998）的进一步研究表明，银行发展水平和股票市场流动性与经济增长有很强的正相关性，他们认为金融发展是促进经济增长的重要因素，但相反的观点也依然存在，阿雷斯和德米雷德斯（Arestis and Deme-
triades, 1997）的研究结果却显示，“金融发展促进经济增长不具有普遍性”。因此，无论是从理论研究还是从实证研究来看，在金融发展与经济增长之间的因果方向性方面，何者为因、何者是果目前还远未达成一致意见，有待于进一步的理论与实证研究。

改革开放以来,中国金融与经济都获得了飞速发展,然而金融改革远远滞后于经济改革,如何理解中国改革开放以来金融发展与经济增长的关系,这既是当前中国经济继续发展面临的重大理论问题,更是迫切需要解决的现实问题。对于理论研究者 and 政策制定者来说,提供有关这两者之间的因果方向性的证据有着重大的理论与政策含义,也会影响到相关当局的最优政策选择,这一点对于我国尤其重要:如果是金融发展促进经济增长,我们认为就应该优先考虑改革现有金融体系,进而通过优先发展金融来促进其经济的快速增长;如果是经济增长带动金融发展,则应该将政策重心放在促进经济增长方面,比如:制度变革、技术创新等等。正是基于这样的政策含义,近几年来许多学者对中国金融发展与经济增长关系问题产生了浓厚的兴趣,“衍生”出大量的研究成果,主要有谈儒勇的《中国金融发展与经济增长关系的实证研究》(1999)、曹啸和吴军的《我国金融发展与经济增长关系的格兰杰检验和特征分析》(2002)、李广众和陈平《金融中介发展与经济增长:多变量VAR系统研究》(2002)、周立《中国各地区金融发展与经济增长(1978~2000)》(2004)等。然而,由于在研究角度、研究方法和数据选择等方面存在着较大差异,得出的结论存在明显的分歧,考虑到这些实证分析中有关金融发展指标选择和实证分析方法选取等方面都或多或少存在一定的问题,本书将从实证的角度来检验近20年间中国金融发展与经济增长的关系,并做出评价及机制分析,由此为中国进一步的经济金融改革提供有益的政策参考。

1.2

相关概念的界定

1.2.1 金融发展、金融体系及其功能

“金融发展是指一国金融结构的变化（戈德史密斯，R. W. Goldsmith, 1969）。”也就是说，组成金融结构的各金融机构类型、比重的发展变化过程，即金融机构的演进。我们认为，金融发展包括两个方面的内容：一是金融总量的增加，二是金融结构的优化和改进。主要表现为各类金融资产的增加及各种金融机构的建立和发展。

“金融结构是指金融工具和金融机构的相对规模”，“各种金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模共同构成了一国金融结构的特征。”并且，金融结构“随时间而变化的方式在各国不尽相同”（戈德史密斯，1969）。其核心思想是，一国现存的金融工具与金融机构之比例关系构成该国的金融结构，其中包括各种现存金融工具与金融机构的相对规模、经营特征和经营方式，金融中介中各种分支机构的集中程度等，并且，金融结构随着时间推移而发生变动。中央财经大学金融学院王广谦、李健教授对金融结构的界定也很具有代表性，他们认为，金融结构是指构成金融总体的各个组成部分的分布、存在、相对规模、相互关系与配合状态，而一国的金融总体主要由金融各业（银行、证券、保险、信托、租赁等）、金融市场、各种信用方式下的融资

活动、各种金融活动所形成的金融资产、一国与他国或国际组织的金融往来等部分组成。

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——从资源剩余的家庭和企业（储蓄者）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机构来完成的。金融中介机构，指那些资产主要是金融要求权的机构，包括现存的商业银行、发展银行、投资银行、保险公司、养老基金、经纪公司等，组成了金融部门，这些不同的金融中介机构在不同金融市场经济，他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，当经改善后的信息生产和金融合同对经济体的资源配置效率做出更大贡献时，金融就得到了进一步发展。

金融体系在经济增长过程中的重要性，体现在它所提供的功能和服务上。默顿和博迪（Merton and Bodie, 1995）提出了金融体系的六大基本功能：

第一，通过提供结算和支付手段降低交易成本，促进专业化分工。专业化需要更多的交易，金融体系降低交易成本这一特征适应了专业化生产和规模经济的需要，从而提高了资源配置的效率。经济效率的增进对金融发展也有正的反馈作用，如果建立金融市场的成本是固定的，那么较高的人均收入就意味着只需拿出人均收入中的较小份额来支付这一固定成本。

第二，提供了资源聚集并向企业分配资源的机制。金融体系

具有为企业或家庭聚集或筹集资金，重新有效分配企业或家庭资源的功能。积聚或筹集资金可以有两种方式：一是通过完善的金融市场直接融资，二是通过金融中介间接融资。间接融资的优势是便于全过程的监控，可以得到企业或家庭通常难以得到的信息，其缺陷是成本较高，这包括由于一些业务风险与收益不对称所造成的损失。而直接融资的好处是成本较低，风险收益对称，风险更为分散，其缺点为监控能力较弱。

第三，进行金融资源跨时间、跨空间、跨行业的转移。他们以美国的抵押贷款市场的发展为例，指出它之所以可以从一个社区性小规模金融活动发展成全国乃至世界性的抵押贷款市场，主要得益于抵押贷款证券化的发展有效地解决信息不对称的问题。

第四，提供管理风险的手段。金融体系既可以提供管理和配置风险的方法，又是管理和配置风险的核心。在实体经济中，一些高回报的项目需要长期资本投资，但是储蓄者往往面临流动性约束而不愿意向这些项目融资，这时由于金融体系提高了长期投资的流动性，所以很多资本就可能投到高回报的长期项目中，促进经济增长。股票市场和金融中介机构既能通过提高流动性降低流动性风险，还能通过交易、对冲、分散和共担等方式降低项目、企业的单一风险。当利率、汇率和商品价格的波动较大时进行风险的管理和配置会增进企业与家庭的福利，而计算机和金融技术方面的进步降低了交易成本。

第五，通过提供价格信息使企业能够根据价格信号进行决策。评价企业、经理和市场状况需要耗费经济资源。由于投资者的信息不对称和集体行动困境，会使许多高回报的项目碍于信息成本而面临融资约束。信息的搜寻成本促使金融中介出现，金融市场的利率和资产价格也是企业选择投资项目和融资的重要依据。成

本的降低导致资本的配置效率提高，促进经济创新和经济增长。

第六，提供了解决信息不对称和代理问题的方法。除了降低事前的信息甄别成本，金融体系也降低了事后对经理的监督成本。金融中介作为投资者的代理在监督成本上具有规模经济的优势，有效的股票市场也能通过股票价格和公司控制权市场发挥监控作用。一个能有效反映公司信息的股票市场将经理的努力程度和股价联系在一起，这种联系有利于协同公司利益相关者的目标，类似地，公司控制权市场通过降低接管成本加强了对经理人行为的控制，促使委托人和代理人的目标趋向一致。

总体而言，金融体系通过资本积累和经济创新两种途径影响经济增长。就资本积累而言，金融体系通过影响资本积累率来影响经济增长，而金融体系对积累率的影响又是通过影响储蓄率或者通过重新配置资本到更有效率的生产部门来实现的。就经济创新而言，金融体系通过影响创新的频率以及降低创新成本来影响经济增长，这又使在更大范围内从事风险管理和资源配置成为可能。

1.2.2 经济增长

经济增长最普通的定义是指以固定价格计算的人均国民收入的某种程度的变化率。^① 在实际的度量过程中，一般是以不变价格计算的国内生产总值，即实际的国内生产总值。从消费的方面来看，它可以被看做是一国的居民为个人消费而在最终产品及服务上的总支出、在国内与国外的投资，以及政府在健康、教育、国

^① 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，第三卷，经济科学出版社 1996 年版，第 433 页。

防及其他服务上支出的总和。按照总的生产要素收入与按照总产出定义是等价的。因此,经济增长应当以实际国内生产总值的增长率来衡量,或者如果愿意用人口变动的影响调整时,以人均国内生产总值衡量,但是如果所关心的中心问题是效率或生产率的增长率,则适当的度量应该是每个生产者的实际国内生产总值。

美国著名经济学家萨缪尔森在其经典教科书《经济学》中概括了经济增长的核心含义:经济增长是指一个国家潜在的国民产量或潜在实际 GNP 的扩展,我们可以把经济增长看作是生产可能性边界随时间向外的推移 (Samuelson, 1992)。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把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。

1.3

研究方法、特点和数据来源

1.3.1 研究方法和特点

本书将规范研究与实证研究相结合,主要运用计量分析方

法，从实证研究的角度探究中国金融发展与经济增长之间的因果方向性。

本书认为，金融发展与经济增长之间的因果关系可能会随着时间的推移而发生变化。也就是说，一国的金融发展与经济增长之间的因果关系模式可能会随着经济发展的进程而变化。因此，本书主要采用时间序列分析法，并且在向量自回归模型的框架下进行实证调查。这样，我们可以不需要事先对进入系统的各个变量加载限制来调查彼此之间的关系。VAR 模型是一个系统自回归模型，它对系统中的所有变量一视同仁，因而不需要事先考虑自变量和因变量的问题。本书对因果关系分析所采用的主要技术手段是，对系统中的变量分别进行基于向量误差修正模型的格兰杰因果关系分析、基于约翰逊（Johansen）协整分析的弱外生变量分析方法，这样可以分别调查变量之间的短期和长期动态因果关系，我们认为，本书的研究有如下一些特点：

第一，我们只关注中国的金融经济关系。因为这可以规避实证研究中的国别差异性问题。我们认为，每个国家都有其自身的特性，这就决定了金融发展与经济增长关系的研究更适宜进行个案研究，而不应将不同的国家组合起来、对比起来进行研究。

第二，不同于国内已有的一些研究，忽略了数据的时间序列特征，无论时间序列数据是否稳定，都采用回归分析法来进行实证调查，我们在检验中国金融发展与经济增长关系之前，首先使用单位根测试来检验数据的稳定性。

第三，不同于以往的一些相关研究，只是单方面检验银行部门与经济增长或股票市场与经济增长之间的因果方向性关系，因此无法廓清银行部门发展和股票市场发展对经济增长的相对贡献，本书将银行部门和股票市场同时放入一个模型，以考察两者

与经济增长之间的综合的动态因果关系。

1.3.2 数据来源

本研究采用季度数据,样本区间为1995年1季度到2004年4季度。大部分原始数据来源于中国数据行(www.infobank.com)、中国经济时间序列数据库以及世界银行的金融结构数据库,余下的部分数据参考了《中国金融统计1997~1999》、《中国金融统计1952~1996》、《中国季度国内生产总值核算历史资料》(1992~2001)及中国证券监督管理委员会(www.csrc.gov.cn)、中国人民银行(www.Pbc.gov.cn)及中国统计信息网(www.Stats.Gov.cn)等。对于缺少个别经济变量的部分季度数据,本书采用Eviews4软件中的数据频率转换方法(Quantitative Micro Software, 2000)将年度数据转换成季度数据加以补充。其中,季度人口总数就是将年度人口总数用数据频率转换方法计算得来,鉴于国内生产总值(GDP)和进出口总额(XM)均是季度累计值,我们先计算出它们的季度值,然后用X-11方法对其进行季节调整,需要说明的是,与大多数实证分析中指标变量采用的增长率不同,我们采用水平变量的对数形式,比如,实际人均国内生产总值,其数值大小本身就反映了我国经济的发展程度,数值越大,表示经济越发达。

1.4

本书结构与结论

第2章对国内外有关金融发展与经济增长的因果方向性文献

进行了简要的回顾及评述。通过回顾发现,国外学者对该问题的研究一般将其置于多国横向比较的框架内,其结论也随着时间的流逝而悄然发生了微妙的变化,与前期的研究结论相比,后期的研究结论更倾向于双向因果性。应该说这些研究成果,特别是研究该方法为我们的研究树立了经典的范例,也成功地引领了我国相关领域的研究进入一个全新的时代。但这些研究或多或少存在一定的缺陷:第一,用截面数据进行回归分析对控制变量的选取有很大的敏感性,因为截面数据分析方法的应用是建立在经济稳定增长的假设之上的,但有研究表明大多数国家的长期经济增长是不稳定的;第二,有的学者用金融中介或银行部门的指标来度量金融发展(例如 $M2/GDP$, 银行对私人部门的贷款/ GDP , 银行资产/ GDP 等),显然这样简单地将金融发展理解为金融中介的发展,似乎很难令人信服,因为在世界股票市场规模巨大的今天,忽略股票市场的发展完全可能造成结论的逆转;第三,在各国对比的因果检验中,有关典型性或代表性国家的假设与相关系数的异质性不兼容,在很多情况下,往往各个国家的独特特征在决定该国经济金融发展方面具有举足轻重的作用,忽视这样的信息显然会给检验带来错误的结果。国内学者一般通过借鉴国外学者的研究方法、指标体系等对中国的金融发展与经济增长的因果方向性进行了一定程度的研究,但因指标体系与研究方法不同,导致结论迥异。

第3章主要介绍了金融发展理论的发展历程。3.1节讨论了金融发展与经济增长关系研究的起源;3.2节主要介绍了现代金融发展理论的初步发展,并介绍金融发展理论的一些政策含义;3.3节简要介绍了20世纪90年代以来的最新金融发展理论是如何解释金融发展和经济增长的相互关系的,并详细分析了金融中