

金融发展与经济增长：巴基斯坦的经验

李 勇

（西南财经大学中国金融研究中心，成都，610074）

摘要：本文对巴基斯坦金融发展与经济增长的总体进行了详细分析与数量刻画，然后，运用 VAR、协整分析与误差修正模型等对巴基斯坦金融发展与经济增长的关系进行了实证分析；从各金融发展指标和经济增长间作用的回归结果来看，金融发展和经济增长间存在着双向促进关系。

关键词：经济增长；金融发展；巴基斯坦

引言

在巴基斯坦的经济增长过程中，巴基斯坦金融结构与金融发展对经济增长的影响存在密不可分的关系，金融结构在很大程度上解释了巴基斯坦的产出水平，而且金融发展对经济增长的影响大部分发生在低收入水平的情况下。国外有关巴基斯坦金融发展与经济增长之间的关系的研究结果显示，长期来看金融深化和实际利率对经济增长具有积极影响，此外，投资的变化将会对短期经济发展产生重要影响，实际利率的变化对经济增长会产生积极影响。经济增长与金融深化之间有着长期的稳定关系，经济增长是金融发展的结果。

一、巴基斯坦经济发展状况概述

近年来，巴基斯坦宏观经济运行总体较好。经济增长速度较快¹，通货膨胀平均水平尚可，失业率缓慢下降，国际收支基本平衡。

（一）巴基斯坦经济增长（GDP）

2003-2004 财年以来，巴基斯坦国民生产总值（GDP）保持增长态势。2009-2010 财年，巴基斯坦 GDP 为 1755 亿美元，增长率为 4.1%，高出上年度 2.1 个百分点；人均 GDP 为 1054 美元，略高于上年度。整体情况如下图所示 1：

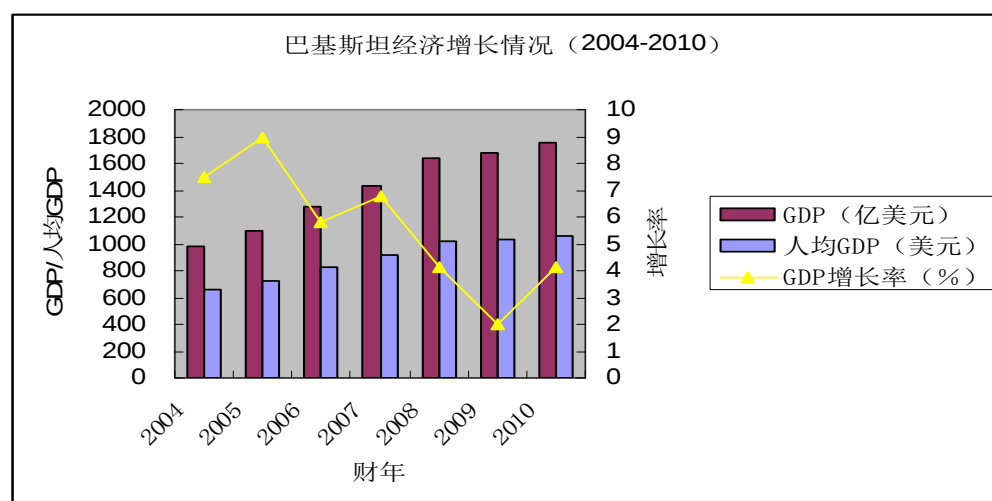


图1 巴基斯坦经济增长情况

巴基斯坦经济增长主要依靠消费拉动。2009-2010 财年，消费支出对经济增长的贡献率为 3.94 个百分点，占了全部 4.1% 的经济增长率的 96%。2005-2006 财年以来的 6 年间，巴基斯坦平均经济增长率为 4.9%，消费支出对 GDP 增长率的平均贡献为 4.17 个百分点，投资

¹ 巴基斯坦经济总量不大，2008 年巴基斯坦 GDP(MC) 列世界第 37 位，亚洲 11 位，与 2007 年北京市 GDP 相当；2007 年北京市 GDP8879 亿元人民币，列全国第 10 位。另一种排名方法认为 2008 年巴基斯坦 GDP 为 1280 亿美元，列世界 45 位，亚洲 13 位。

支出平均为 1.12 个百分点，而净出口则平均为-0.4 个百分点。2004-2005 财年以来巴基斯坦经济增长三驾马车分别的贡献率情况如下图 2 所示：

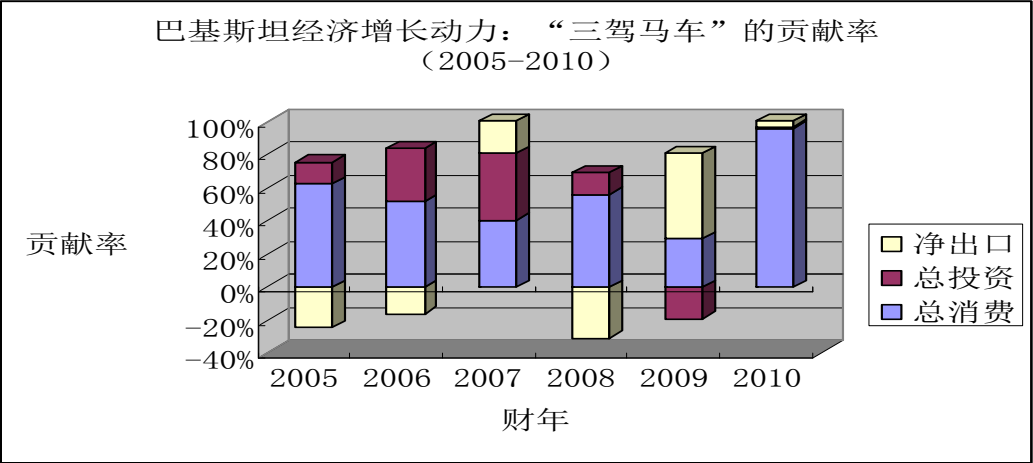


图 2 巴基斯坦经济增长动力分解

巴基斯坦服务业发展迅速，工业化进程稳步推进，产业结构不断优化。服务业是最大产业部门，大约 53%GDP 来自服务业，其次是工业，大约占 GDP27%，再次是农业，大约占 20%。如下图 3 所示，1965 年左右，服务业超过农业成为最大产业部门，占 GDP 比重稳定增长；在 2004 年左右，工业超过农业成为第二大产业部门，工业 GDP 比重逐年提高，农业 GDP 比重不断下降，工业化进程逐步推进。但是，巴基斯坦服务业结构不理想，整体素质不高，仓储和批发零售业占服务业总值大约 60%，金融保险业只有不到 10%，通信及软件业大约 17%。

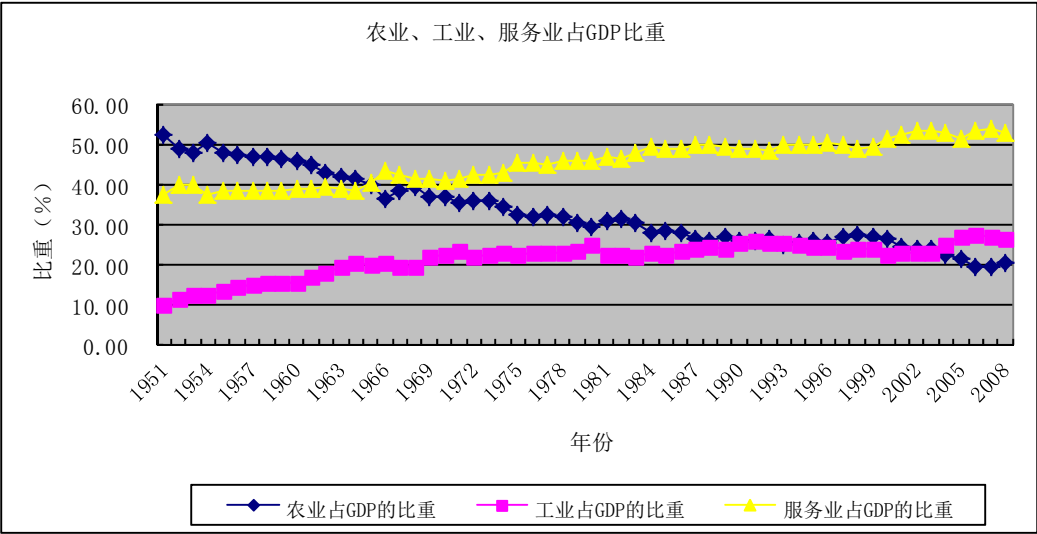


图 3 巴基斯坦三次产业比重

(二) 巴基斯坦通货膨胀 (CPI)

巴基斯坦通货膨胀水平一直较高。从 2005 年以来的 6 年，平均通货膨胀率为 12.57%，远高于 4.9%的经济增长率。2008-2009 财年，巴基斯坦通货膨胀率高达 22.3%，创了最近 6 年，甚至更长时期的最高峰；2009-2010 财年巴基斯坦通胀率大幅下降为 11.5%，基本与 2007-2008 财年持平。

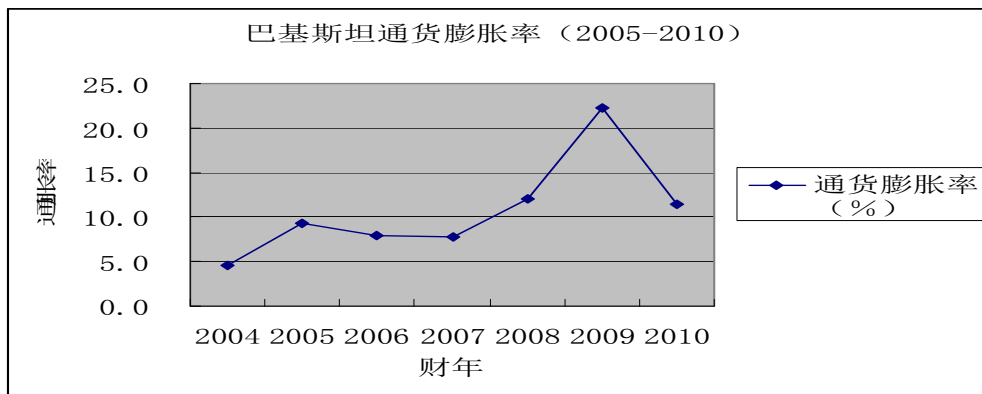


图 4 巴基斯坦通胀情况

(三) 巴基斯坦失业率

2004-2005 财年以来，巴基斯坦失业率缓慢降低，2009-2010 财年为 5.5%，最近 6 年平均为 7.62%。

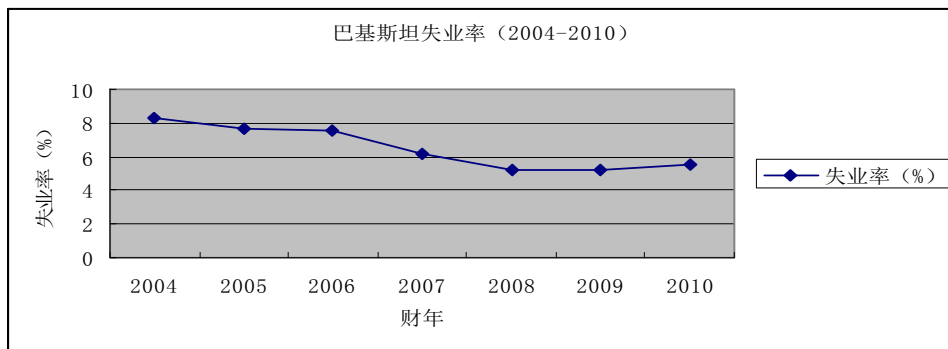


图 5 巴基斯坦失业率

(四) 巴基斯坦国际收支平衡

如图 6 所示，近 12 年以来，巴基斯坦一直处于贸易逆差的地位。1998-1999 财年贸易逆差约为 20 亿美元，2001-2002 财年最低约为 3 亿美元，到 2007-2008 财年大幅增长到约 150 亿美元，2009-2010 财年前 9 个月为 80 亿美元，全年仍然处于贸易逆差地位，约为 110 亿元，与上年大致相当。

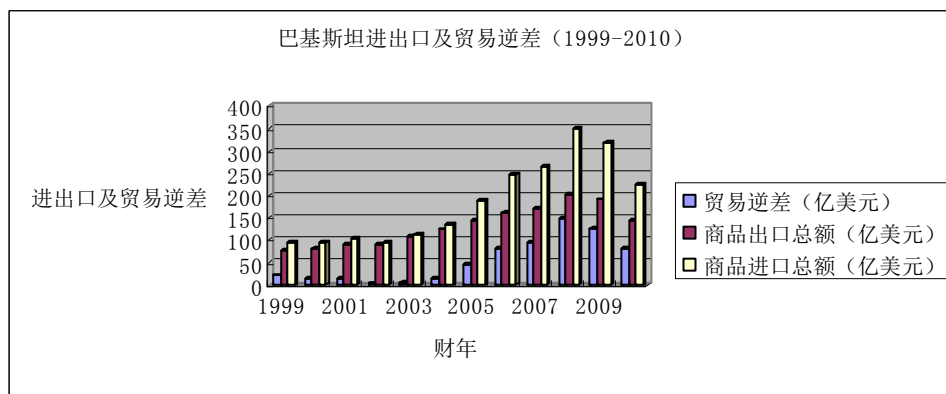


图 6 巴基斯坦进出口情况

二、巴基斯坦金融发展状况

巴基斯坦 1956 年建国后，逐步建立了政府主导型的金融服务体系，对金融业实施较为严格的管制。此时，巴基斯坦处于严重的金融抑制状态。20 世纪 90 年代初期，巴基斯坦开

始实施金融改革，旨在提高金融中介机构的效率，保持金融稳定，促进经济发展。经过 20 多年的金融改革，虽然历尽波折，但巴基斯坦金融业规模在逐渐扩大，金融机构数量不断增加，经营绩效明显改善，金融发展对经济的增长作用日益显现。

(一)巴基斯坦金融总量状况

本文采用股市总值、银行资产总量、M2 和 GDP 等指标衡量 1978 年以来巴基斯坦金融和经济的发展状况。（见表 1）

表 1 巴基斯坦的金融和经济指标值 单位：亿美元

年份	股市总值	银行资产总量	金融资产总量	GDP	M2
1987	24.60	86.71	111.31	333.52	140.08
1988	24.60	88.49	113.09	384.73	153.89
1989	24.60	92.39	116.99	401.71	152.65
1990	28.50	92.02	120.52	400.10	148.04
1991	73.30	118.18	191.48	454.52	163.63
1992	80.30	141.04	221.34	486.35	184.81
1993	116.00	138.99	254.99	514.78	216.21
1994	123.00	129.74	252.74	518.95	217.96
1995	92.86	145.53	238.39	606.36	248.61
1996	106.39	170.96	277.35	633.20	265.94
1997	109.66	156.08	265.74	624.33	274.71
1998	54.18	149.26	203.44	621.92	279.86
1999	69.65	132.25	201.89	629.74	277.08
2000	65.81	125.72	191.53	739.52	273.62
2001	49.44	274.78	324.22	723.10	267.55
2002	102.00	274.77	376.76	723.07	289.23
2003	165.79	316.33	482.12	832.45	357.95
2004	290.02	421.30	711.33	979.78	431.10
2005	459.37	504.16	963.53	1096.00	504.16
2006	455.18	573.75	1028.93	1275.00	573.75
2007	702.62	687.22	1389.84	1431.71	658.59
2008	234.91	899.58	1134.49	1638.92	721.12
2009	332.39	777.55	1109.94	1619.90	631.76

数据来源：世界银行巴基斯坦国数据统计部分整理。

从表 1 可以看出，巴基斯坦的金融资产总量，包括股市总值和银行资产总量，呈现出整体增加趋势，尤其以股票市场的增速最明显。GDP 和 M2 也呈现出稳定的增长趋势。巴基斯坦金融市场发展却是不稳定的，在个别年份表现为很大的偏离，说明巴基斯坦的金融市场还不够完善，还在不断的调整过程；相对于是 GDP 和 M2 的增速比较稳定，并且二者呈现出一定的协同趋势。

从图 7 可知，巴基斯坦金融化率在 1991 年之后有个明显的上升，导致该变化的原因是巴国始于该年的金融改革；但该增长在 1994 年达到峰值之后，呈现出了下降，原因是美国 9.11 之后对巴的经济制裁所致，随后，逐步增加。因此，一国的金融和经济发展应在全球背景下展开，单单依靠自己的力量是很难完成的。巴基斯坦货币化率一直维持在 40%左右，并在近年来有增加趋势。

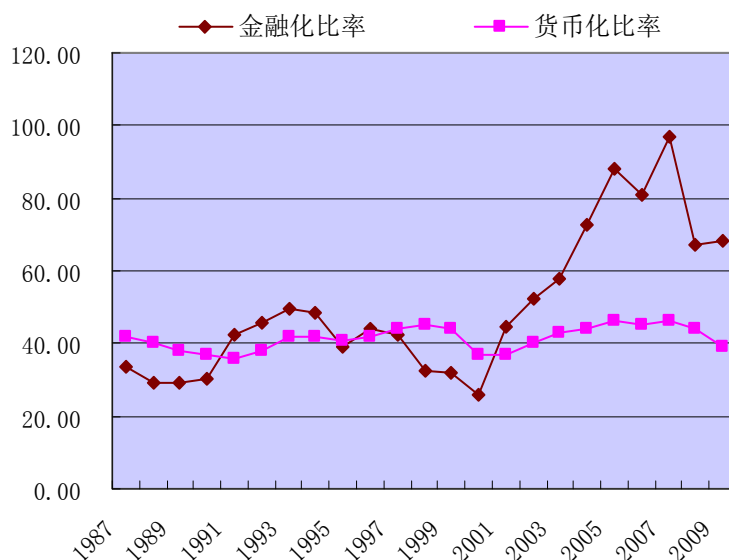


图 7 金融化和货币化发展情况

(二) 巴基斯坦金融结构状况

巴基斯坦金融结构的变化，主要从金融中介、证券市场及其他金融机构的变化情况来说明。

(1) 金融中介结构

截止 2010 年 3 月，巴基斯坦大约有 40 家商业银行²，资产规模约 757.03 亿美元，总负债 679.34 亿美元，所有者权益 79.69 亿美元，其中股本 40.57 亿美元，储备 18.73 亿美元；利息收入 18.02 亿美元，利息费用 10.01 亿美元，税后利润 2.12 亿美元。表 8 反映了巴基斯坦金融中介机构的建设情况。从各金融中介分支机构数量、存贷款账户人均占有数量情况来看，商业银行在巴国的金融机构中占据着绝对的控制地位。

表 2 巴基斯坦金融中介情况

ATM 机(每 10 万人)	3
商业银行分支机构数量(每 10 万人)	8
小型金融机构数量(每 10 万人)	1
国有金融机构数量(每 10 万人)	1
商业银行账户数量(每 1 千人)	226
小型金融机构账户数量(每 1 千人)	17
国有金融机构账户数量(每 1 千人)	13
商业银行贷款账户数量(每 1 千人)	47
小型金融机构贷款帐户数量(每 1 千人)	17
POS 终端机(每 10 万人)	47

(2) 证券市场结构

资本市场的发展被认为是经济可持续发展的必要条件。巴基斯坦股票市场相对于东南亚各国来说起步比较早，现有三家证券交易所，分别为卡拉奇证券交易所(KSE)、拉合尔证券交易所(LSE)和伊斯兰堡证交所(ISE)。1998 年，在 87 个世界股票市场中，巴基斯坦股票市场在以美元计算的股票指数变化百分比中排名第 82 位。周转率比例在世界股票市场中排名第 9，在新兴股票市场中排名第 7。从市场总值角度来说，巴基斯坦的市场总值是逐渐上升的，证券市场在 1988 年的交易量为 1.77 亿美元，而到了 2010 年规模已经达到了 129.18

²以巴基斯坦国民银行、哈比银行、联合银行（UBL）、穆斯林商业银行和联邦银行（ABL）五大行为主

亿美元，在这段期间整个市场的交易量翻了将近 73 倍。在 1990 年，证券市场交易量占 GDP 比值仅 1%，而到了 2009 年却高达 15%。截止到 2010 年，上市公司的数量也从 1988 年的 404 家增加到 644 家；上市公司的市值也从 1988 年的 24.6 亿美元增加至 2009 年的 332.40 亿美元，及占 GDP 的百分比分别从 6%提高至 21%。

巴基斯坦的券商数量分别是按交易所的规模来分布的。卡拉奇位居第一位，占 65.5%；其次是拉合尔，占 29.5%；伊斯兰堡位居第三，占 5.0%。截止 2010 年 6 月 30 日，三大证券交易所的券商数目共 502 家，比 2009 年 12 月 30 日的 693 家减少了 192 家。

(3) 其他金融机构

截至 2010 年 6 月，巴基斯坦共同基金总资产规模大约为 2380 亿卢比，机构数目为 127 家，其中开放式基金（Open end）107 家；封闭式基金（Closed end）20 家；AMCs/IAs 金融机构为 29 家，资产规模约为 404.5 亿卢比；Discretionary /non-discretionary portfolio 资金规模为 140.7 亿卢比。

巴基斯坦的养老基金主要有两种类型，分别是传统型的养老基金和 Sharia Compliant 养老基金，分别占养老基金净值的 43.9%和 56.1%。截至到 2010 年 6 月末，基金净值达 13 亿卢比，增速达 49%。巴基斯坦证券市场中还有 8 家投资银行；14 家金融租赁公司；2 家住房金融服务机构；40 家 Modarada 公司，其中目前正在运行且具有代表性的共有 26 家，总的募集资金规模为 8439.42 百万卢比，总资产规模为 24553.14 百万卢比，总股本为 10904.46 百万股。

从以上分析可以看出，巴基斯坦的金融业正在呈现出以商业银行间接融资为主导，证券市场直接融资不断完善的多元化发展道路前进。和西方发达国家金融发展相比，巴基斯坦的金融资产无论是数量还是规模都相对较低，但巴基斯坦始于 1991 年的金融自由化和私有化改革效果已初步显露，并将继续沿着广化和深化方向发展。

三、巴基斯坦金融发展和经济增长关系的实证分析

(一) 指标构建

表现经济增长的指标，一般选取实际 GDP 或人均实际 GDP。实际 GDP 或实际人均 GDP 经物价指数调整获得。根据经验研究，一般选取实际 GDP 或人均实际 GDP 的对数作为参数代入模型。

金融发展指标的选取需要考虑能够综合反映一国金融发展水平的各影响因素。包括金融发展的综合性指标，金融的广化与深化程度，衡量金融中介（特别是商业银行）和金融市场体系发展状况等指标。参考以前学者的指标选取，具体采用以下几个指标来反映金融发展状况：

(1) 金融相关比率（FIR），即金融资产总值与实际 GDP 比值；金融深度（FD2），即 M2 与实际 GDP 比值；

(2) 存款能力指标（LBR），即反映银行吸收公众储蓄能力的指标，采用银行的负债总额与实际 GDP 比值来衡量；

(3) 信贷规模指标（CRR），反映间接融资的规模，即年贷款规模与实际 GDP 比值；

(4) 证券市场指标（SUR），反映直接融资的规模，即证券市场总市值与实际 GDP 比值。

在此，本文将前二个变量 FIR 和 FD2 统称为金融广深化变量；后三个变量 LBR、CRR、SUR 统称为金融结构变量。

(二) 数据的选取

各源变量数据的选取均来源于世界银行数据统计中关于巴基斯坦国家部分。各参考指标变量经加工、处理后可得目标变量值。见表 3：

表 3 变量指标的统计性描述

年份	FIR (%)	FD2 (%)	SUR (%)	CRR (%)	LBR (%)	LnGDP (亿美元)
----	---------	---------	---------	---------	---------	-------------

1987	33.38	42	7	58	25	5.81
1988	29.39	40	6	53	20	5.95
1989	29.12	38	6	51	21	6.00
1990	30.12	37	7	51	21	5.99
1991	42.13	36	16	51	26	6.12
1992	45.51	38	17	56	25	6.19
1993	49.53	42	23	55	20	6.24
1994	48.70	42	24	52	23	6.25
1995	39.31	41	15	51	21	6.41
1996	43.80	42	17	54	18	6.45
1987	42.56	44	18	52	19	6.44
1998	32.71	45	9	51	20	6.43
1999	32.06	44	11	49	19	6.45
2000	25.90	37	9	42	21	6.61
2001	44.84	37	7	38	22	6.58
2002	52.11	40	14	37	26	6.58
2003	57.92	43	20	38	27	6.72
2004	72.60	44	30	43	27	6.89
2005	87.91	46	42	46	25	7.00
2006	80.70	45	36	45	24	7.15
2007	97.08	46	49	48	24	7.27
2008	69.22	44	14	53	29	7.40
2009	68.52	39	21	48	21	7.39

数据来源：世界银行

从表3可知，CRR、SUR、FIR、FD2及LnGDP在1987-2009年间整体体现出增长的态势；LBR的变化基本维持在20%左右，但存款的量随着GDP增加而增加，可见巴国居民的储蓄习惯相对国民收入没有改变。变量CRR和SUR比较，虽然SUR在增加，但CRR仍然占据着主导地位，可见巴基斯坦仍然是银行主导下的间接融资为主的融资市场。

（三）.计量结果及分析

（1）单位根检验

在进行协整检验分析时，须首先检验被分析的序列变量是否存具有单位根（Unit Root）。本文采用 Phillips&Perron(1988)提出的非参数检验方法。此模型为：

$$t_{p,p} = t_{\eta} \left(\frac{\gamma_0}{f_0} \right)^{\frac{1}{2}} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)s_{\eta}}{2f_0^{\frac{1}{2}}\sigma} \quad (\gamma_0 = \frac{T-k}{T}\sigma^2)$$

本文采用麦金农(Mackinnon)单边临界值，最优滞后期值由SC 准则确定。通过 Eviews6.0 对 CRR、SUR、LBR、FIR、FD2 和 LnGDP 各变量的单位根检验结果如下表 4。

表 4 各变量 PP 单位根检验

变量	PP 检验统计量	检验类型(C, T, L)	临界值(5%)	稳定性	单 整 阶 数
FIR	-1.223907	(C, 0, 0)	-3.004861	不稳定	I (1)
D(FIR)	-5.141170	(C, 0, 0)	-3.012363	稳定	I (0)

CRR	-1.953877	(C, 0, 1)	-3.004861	不稳定	I (1)
D(CRR)	-3.339993	(C, 0, 3)	-3.012363	稳定	I (0)
SUR	-4.436588	(C, 0, 3)	-3.029970	稳定	I (0)
LBR	-2.756669	(C, 0, 0)	-3.004861	不稳定	I (1)
D(LBR)	-5.502736	(C, 0, 0)	-3.012363	稳定	I (0)
LNGDP	0.389880	(C, 0, 0)	-3.004861	不稳定	I (1)
D(LNGDP)	-4.025775	(C, 0, 0)	-3.012363	稳定	I (0)
FD2	-3.120139	(C, 0, 1)	-3.012363	稳定	I (0)

注:检验类型(C, T, L)中C表示含有常数项, T表示时间趋势项, L表示滞后阶数。

从检验的结果可知, SUR和 FD2是平稳时间序列外, 其他变量均是一阶平稳序列。所以本文将采用处理非平稳态的协整分析方法进行分析。

(2) 协整检验

协整关系研究是20世纪80年代末、90年代初计量经济学理论的一个重大突破, 有助于研究变量间的长期均衡关系。协整基本思想: 对于每一个序列单独来说可能是非平稳的, 这些序列的矩随时间而变化, 而这些时间序列的线性组合序列却可能是平稳的, 则这些变量之间存在长期的稳定关系, 即协整关系(Engle&Granger, 1987)。本文分别采用金融机构变量LBR、CRR、SUR与LNGDP之间; FIR、FD2与LNGDP变量之间进行Johansen协整检验。检验结果表明, 两组变量在5%的显著性水平下分别存在1个和2个协整关系。见表5和6。

表5 LBR、CRR、SUR 与 LNGDP 变量间协整关系

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.881728	76.73150	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.738625	34.03613	29.79707	0.0153
At most 2	0.293483	7.200151	15.49471	0.5545
At most 3	0.012520	0.251984	3.841466	0.6157

表6 FIR、FD2 与 LNGDP 变量间协整关系

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.654843	30.25710	24.27596	0.0079
At most 1	0.361697	8.982006	12.32090	0.1701
At most 2	0.000159	0.003178	4.129906	0.9629

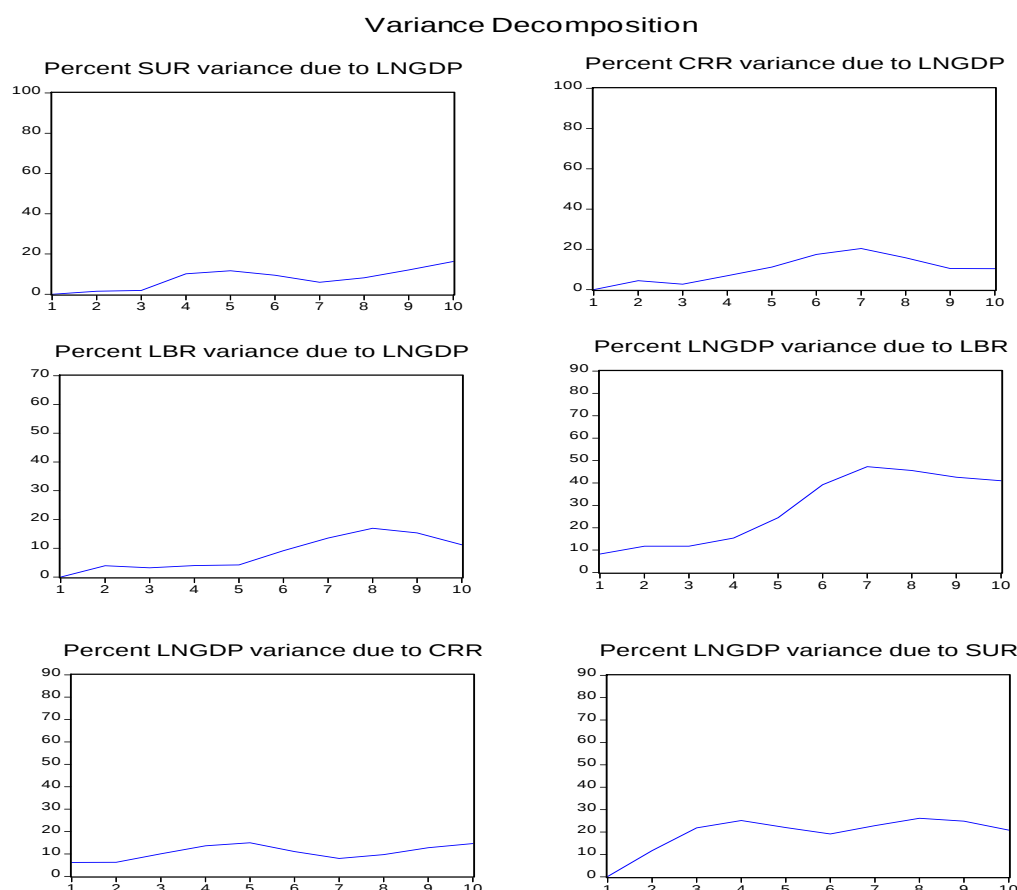
协整检验说明变量间存在关系即长期的稳定关系, 但这种关系是否是因果关系, 还需要进一步检验。Granger (1969) 和 Sims(1970)提出的因果关系检验提供了解决方法。Sims 依据 VAR(∞)表示, 提出了方差分解方法, 定量地但是相当粗糙地把握变量间的影响关系

(3) 方差分解

为了说明变量间的互动关系及其影响程度, 本文中所采用如下方差分解模型:

$$RVC_{j \rightarrow i}(\infty) = \frac{\sum_{q=0}^{\infty} (\theta_{ij}^{(q)})^2 \sigma_{jj}}{\text{var}(y_i)} = \frac{\sum_{q=0}^{\infty} (\theta_{ij}^{(q)})^2 \sigma_{jj}}{\sum_{j=1}^k \left\{ \sum_{q=0}^{\infty} (\theta_{ij}^{(q)})^2 \sigma_{jj} \right\}}, \quad i, j = 1, 2, \dots, k$$

其中, $\theta_{ij}^{(q)}$ 是脉冲响应函数, σ_{jj} 是白噪声序列第 j 个分量的标准差, y_i 是自回归向量的第 i 个分量, $RVC_{j \rightarrow i}(\infty)$ 表示第 j 个分量对第 i 个分量的方差贡献率。从数值上来说, 某指标的方差分解数值越大, 表明该指标对贷款总额变量的解释能力就越强。从变量构建的 VAR 模型进行检验, 方差分解期限设定为 10, 本文分别采用金融机构变量 LBR、CRR、SUR 与 LNGDP 之间; FIR、FD2 与 LNGDP 变量之间进行方差检验。检验的结果如下所示。



把以上检验结果共 6 个图可以总体分为两类, 一类是 GDP 对各金融机构变量 LBR、CRR、SUR 的影响方差分解; 另一类是各金融机构变量 LBR、CRR、SUR 对 GDP 的方差分解影响。从整体上可以看出, 各金融机构变量 LBR、CRR、SUR 对 GDP 的影响要大于 GDP 对各金融机构变量 LBR、CRR、SUR 的影响。

从以上 6 个方差分解图可以说明: 巴基斯坦的经济增长和金融发展之间存在相互的作用关系, 而且以金融发展促进经济增长的关系最为显著。

第一, 前三幅图描述了 GDP 对各金融机构变量 LBR、CRR、SUR 的贡献率。从图中可以看出:

- 1、GDP 对 SUR 的贡献在此区间内呈现出上升的趋势, 在前 3 年内影响不显著并基本维持不变, 此后明显的增长。
- 2、GDP 对 CRR 的贡献在整个时间段内呈现出先上升后下降的趋势, 在第 7 年达到峰值 20%。说明 GDP 增长导致经济体中对间接融资规模的需求在第 7 年达到最高值。
- 3、GDP 对 LBR 的贡献率分别在第 2 和第 5 年出现明显的增长, 在第 8 年达到峰值, 此

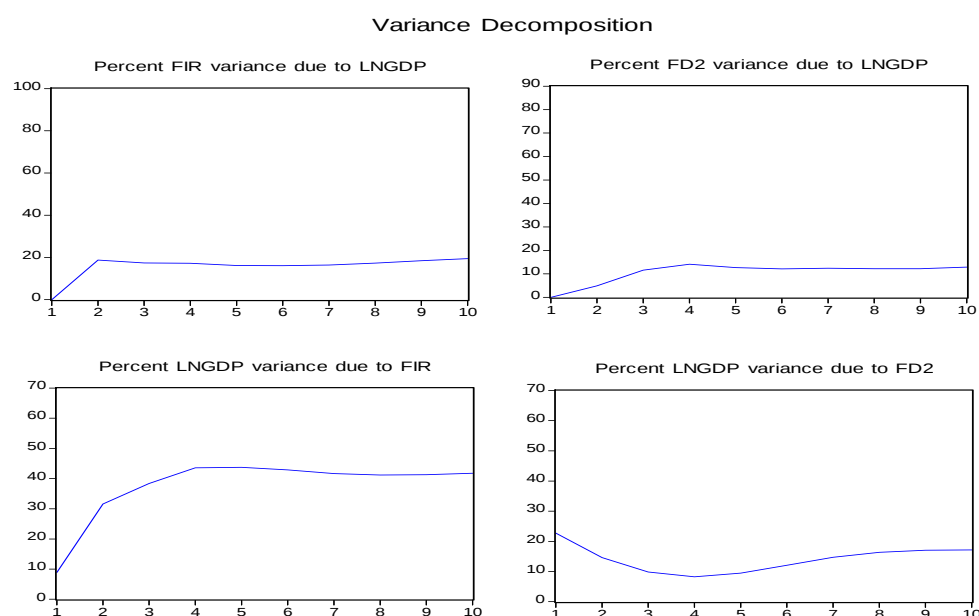
后出现略微的下降。GDP 的增加导致居民收入的提高，若替代效益大于收入效益，居民增加储蓄；若收入效应大于替代效益，居民消费增加，储蓄减少。从回归的结果可知，巴基斯坦居民存款以一年期和五年期为多。期限越长，不确定性增加，居民的储蓄受收入的影响越不明显，即 GDP 对 LBR 的影响越来越弱。

第二，从后三幅图描述了金融机构变量 LBR、CRR、SUR 对 GDP 的贡献率。从图中可以看出：

1、LBR 对 GDP 的影响在时间段内呈现出整体上升的趋势，最高值达 45%左右。可见，在巴基斯坦国家中，由于金融市场发展不完善，金融市场工具缺少，导致商业银行资金来源中主要还是依靠居民的存款，即有了存款才可能发放更多的贷款，以此促进经济增长之目的。

2、CRR 对 GDP 的影响基本呈现出微调上升的趋势。说明贷款规模的变化及其对经济的影响比较稳定，这一稳定有利于促进经济增长。

3、SUR 对 GDP 的影响先上升后趋于平稳状态。说明了 SUR 对 GDP 增长的边际效应比较显著，在早期，SUR 的增加导致了经济快速的增长，但随着 SUR 存量的增加，其增加单位量对经济的影响下降，此图也说明了目前巴基斯坦国内证券市场发展规模相对于国民经济来说不足的问题。



把以上共四个图可以总体分为两类，一类是前两幅图分析的是 GDP 对金融广深化变量 FIR 和 FD2 影响的方差分解；另一类是后两幅图分析的是金融广深化变量 FIR 和 FD2 对 GDP 的方差分解影响。从前两个图分析可见，经济增长对 FIR 和 FD2 的发展都存在促进作用，且对 FIR 的推动效果要优于对 FD2 的作用。从后两个图分析可知，FIR，即金融的广化发展，对经济的促进作用非常明显，最高值达 40%；相反，FD2，即金融的深化，对经济的作用却存在先下降后上升的趋势，这和前文分析 M2 对经济的影响不十分显著的结论相吻合，导致这种现象的原因可能是巴基斯坦的货币市场化还不够充分，金融管制和金融压制还存在，改革还有待进一步的深入和加强。

总之，巴基斯坦的金融发展，无论是金融的广化指标还是金融的深化指标，都在逐年增长，可见其始于 1991 年的金融改革已经取得了一些目标。但和西方发达国家的金融市场相比，还存在着金融广化不够广，金融深化还不够深的特点，还存在较大的差距。

第一，从金融总资本构成看，银行资本量在金融总资本的比重虽在下降，但目前占有的比重值仍然比股权资本要高。巴基斯坦仍是银行主导型的市场结构，间接融资仍是其主要的

融资方式，而银行国有化改革仍在艰难前行。资本市场发展还很不完善，股价波动较大，呈现出弱式有效市场的特点。同时，从回归的结果可知，证券市场对经济增长的边际效应比较显著，在早期，SUR 的增加导致了经济快速的增长，但随着 SUR 存量的增加，其增加单位量对经济的影响下降，此图也说明了目前巴基斯坦国内证券市场发展规模相对于国民经济来说不足的问题，因而巴基斯坦还应积极发展和完善直接融资的资本市场。因此，巴基斯坦应继续加强金融行业的改革，以促进国民经济的持续快速发展。

第二，从各金融发展指标对经济增长作用的回归结果来看，金融发展和经济增长间存在着双向促进关系，而且以金融发展对经济增长为主要的关系。结合前文的研究，本文发现 M2 对经济增长的贡献并非简单的一种线性单调上升或下降关系，而是呈现出一种非线性的关系。从这个结果来看，说明了巴基斯坦货币市场和经济增长间的复杂关系，这种复杂关系有可能是巴基斯坦国家的金融市场发展不健全，利率市场化程度不高所导致的。因此，巴基斯坦应加强金融市场的改革，特别是利率市场、资本市场及货币市场的改革。

参考文献:

- [1] 约翰·G·格利, 爱德华·S·肖. 金融理论中的货币[M]. 上海: 上海三联书店, 1988.
- [2] 麦金农. 经济发展中的货币与资本[M]. 上海: 上海三联书店, 1988.
- [3] 爱德华·S·肖. 经济发展中的金融深化[M]. 上海: 上海三联书店, 1988.
- [4] Allen, F·D·Gale, 王晋斌等译. 比较金融体系[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002.
- [5] 曾康霖. 金融经济学[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2002.
- [6] 邓乐平, 皮天雷. 次大国的金融博弈: 中国模式及发展类别比较[M]. 中国金融出版社, 2011.
- [7] D. C. 诺斯. 经济史中的结构与变迁[M]. 上海: 上海三联书店、上海人民出
- [8] Attiya Y, Robina I. External Financial Resource Management by Listed Pakistani Firms[J]. The Pakistan Development Review, 2007 :449 - 464 .
- [9] Javed, Attiya Y, Iqbal, Robina. Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange (UNSPECIFIED), Online at http://mpa.ub.uni-muenchen.de/2225/MPRA_Paper_No._2225_posted_07_November_2007_02:20_2007.
- [10] Shahid Raza Mir, Mohammed Nishat. Corporate Governance Structure And Firm Performance In Pakistan - An Empirical Study, http://cmer.lums.edu.pk/fcg/images/Shahid%20Mir_Nishat%20May%2021.pdf , 2004.
- [11] Trading Volume, Khalid Mustafa. <http://www.pide.org.pk/pdf/psde%2018AGM/Trading%20Volume.pdf>, 2008.
- [12] Waqar I, Junaid Ashraf, Corporate Governance, Business Group Affiliation, and Firm Performance: Descriptive Evidence from Pakistan . 2004.
- [13] Attiya Y. Javid .Corporate Governance in Pakistan: Corporate Valuation, Ownership and Financing, Pide Working Papers, 2010: 57.
- [14] Muhammad N. Restructuring of Financial Sector in Pakistan Hanif, http://mpa.ub.uni-muenchen.de/10197/MPRA_Paper_No._10197_posted_27_August_2008_12:27_31_May_2002.
- [15] Atsushi Ii. JBICI Working Paper, Banking Sector Reforms in Pakistan: Economies of Scale and Scope, and Cost Complementarities, NO. 14, March 2004.

Financial development and economic growth: Pakistan's experience

Li Yong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: In this paper, the Pakistan financial development and economic growth in the overall number of detailed analysis and characterization, and then, using VAR, cointegration analysis and error correction model to Pakistan and financial development and economic growth of the relationship of empirical analysis; From the financial development index and economic growth in the role of the regression results to see between financial development and economic growth between the bidirectional promotion relationship.

Key Words: economic growth; financial development ;Pakistan

收稿日期: 2012—3—23

作者简介: 李勇, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践