

经济资料译丛 2007 年第 1 期

金融发展对经济增长的影响

——来自 APEC 国家 1981-2000 年的证据

Donny Tang 著 郭雅欣、吴艺娜 译

原载: Applied Economics, 2006, 38, 1889-1904

本研究使用修正的增长模型, 考察 APEC (APEC) 国家 1981-2000 年的金融发展是否促进了经济增长。本文主要关注金融发展的三个方面对经济增长的影响: 股票市场、银行业和资本流动。为了降低国别因素的影响, 本模型把研究对象区分为发达成员国与发展中成员国以进行更深入的分析。结果显示, 在上述三个方面中, 只有股票市场的发展对经济增长产生了显著的增强效应, 特别是在发达的成员国中。这一正相关关系即使在控制同步偏差 (simultaneity bias) 后仍然十分显著。因此, 无证据表明, 金融体系的发展水平一定会影响本研究中金融-增长的总体关系。

1. 引言

过去的十年里, 大量的文献研究了经济一体化与经济增长的实证关系。到目前为止, 多数的研究工作都集中在经济增长对贸易的促进作用上。而越来越多的学者对探索金融发展与经济增长之间的关系产生了兴趣。由于最近的研究十分关注金融发展对经济增长的影响, 本文主要研究亚太经合组织 (APEC) 国家的金融自由化是否会促进其经济增长。APEC 是一个贸易促进集团, 在九十年代由于高度的贸易一体化而取得了高水平的金融发展。虽然有些学者涉足这一领域的研究, 但是针对 APEC 国家的实证研究还很有限。本研究试图通过探讨 APEC 国家的金融-增长关系来弥补这一文献空缺。

本研究的目的是有两个。首先, 考察金融发展是否促进 APEC 国家 1981-2000 年的经济增长。主要集中在提高经济增长的金融发展的三个方面: 股票市场, 银行业和资本流动, 特别调查了这三个方面的发展与开放是否促进成员国的高速经济增长。由于 APEC 的成员国具有多样性, 那么金融发展促进经济增长的效应可能会因不同国家的经济发展水平而异。为了探讨这一问题, 本研究把这些国家分为发达国家与发展中国家以便进一步分析。第二, 本研究考察了增长效应是否取决于金融体系的发展水平。更清晰地说, 增长效应可能会因不同的股票市场和银行业发展水平而异。金融体系较发达的国家相比金融体系发展落后的国家受到的增长效应更显著。考虑到这一事实, 本研究对比了不同金融体系发展水平的成员国受到的不同增长效应。

考虑到有很多学者研究金融-增长的关系, 本研究试图从两个方面对现有的研究做出贡献。首先, 与之前的文献不同的是, 本研究考察的是经济增长与金融发展的三个方面 (股票市场, 银行业和资本流动) 的关系。多数研究都确认股票市场与银行业是经济增长的主要因素, 然而到目前为止还没有学者考虑到资金流动对增长的潜在影响 (Levine 等, 2000; Bekaert 等, 2001; Minier, 2003; Christopoulos 和 Tsionas, 2004)。由于股票市场和银行业的金融自由化, 成员国之间的资本流动水平在九十年代大大增加了。随着资本流动的重要性日益增大, 本研究考察了这三个金融部门对 APEC 国家的金融-增长关系的影响是否等同。第二, 本研究是考察亚太国家金融发展的增长效应的首个实证研究。虽然过去的几十年里有大量的类似研究, 但是大部分都是集中研究金融增长对所有国家总体的影响, 忽视了具体国家的不同结果。本研究首先分析了亚太国家金融-增长的关系, 然后进一步对比发达成员国与发展中成员国之

间的关系。最近的研究指出金融发展的增长效应直接随着经济发展水平而提高 (Deidda 与 Fattouh, 2002)。由于 APEC 国家间经济发展水平不同, 本研究检验发达国家是否比发展中国家获得更高的增长效应。

本文的其他部分安排如下: 第二部分对研究金融发展与经济增长的关系的实证文献进行总结。这些研究主要集中在金融发展的三个方面 (股票市场, 银行业和资本流动) 对经济增长的影响。本文还综述了亚太地区金融自由化的现状。第三部分对一组衡量金融业发展的变量进行解释说明, 然后概述本研究中使用的主要研究方法并提出相关性偏差的计量问题。第四部分报告研究结果。第五部分得出结论。

2. 文献综述

2.1 金融-增长关系

有大量的文献试图探讨金融发展与经济增长的关系。这些研究肯定了股票市场和银行业的发展对经济增长有很强的正面影响 (Levine 与 Zervos, 1998; Beck 等, 2000; Levine, 等, 2000; Bekaert 等, 2001; Beck 与 Levine, 2004)。Beck 等 (2000) 和 Levine 等 (2000) 的开创性研究对金融发展对经济增长的影响进行了更详细的分析。由于不同国家的金融体系各异, 银行业的发展对加速经济增长产生极大的影响。这表明, 一个发展完善、提高银行业法律和会计标准的银行体系会促进金融发展从而加速经济增长。

由于股票市场的快速发展, 更多的最新研究把分析范围扩大到股票市场发展与经济增长的联系。除了银行业的发展以外, Levine 与 Zervos (1998) 首次将股票市场的发展列为经济增长的又一个潜在来源。研究结果与以下观点是一致的, 那就是: 发展完善的股票市场和银行业会促进更高的经济增长。特别是, 金融发展的两个测量指标 (股票市场流动性和银行信贷) 都与目前和将来的经济增长率成正相关关系。Beck 与 Levine (2004) 的最新研究确认了这一结果, 并进一步指出股票市场和银行业在提高经济增长的重要性上是一致的。Bekaert 等 (2001) 报告了类似的正效应。股票市场的主要测量指标 (股票市场交易额和国内公司数) 与银行业的测量指标 (银行信贷) 实际上是与经济增长正相关的。他们还发现股票市场的开放对促进经济增长方面起了非常关键的作用。特别是在劳动力受过高等教育的国家, 股票市场对外国投资者的开放无疑能促进经济高速增长。最新的两个研究也强调了股票市场发展对经济增长越来越重要。Mauro (2003) 提出, 股票市场成熟的国家获得的股票回报也较高, 这有可能从长远上加速经济增长。这一点特别符合发达国家的经历, 因为他们有较完善的金融体系以监控股票市场的操作。Minier (2003) 取得的证据也显示, 在股票市场成熟的国家, 这种经济增长效应将更显著。研究结果进一步显示, 经济增长的显著影响可能需要一些时间才能出现, 特别是在股票市场发展比较不成熟的国家。

先前的大部分研究都确认了金融发展对经济增长的重要性, 但是近期的研究试图找出其它经济增长的决定因素。Edison 等 (2002) 首次把资本流动当作经济增长的潜在来源。在测量金融一体化的五个变量中, 只有资本流入和资本流出两个变量显示出对经济增长的显著正效应。Levine (2001) 也发现了资本流动对提高经济增长的极大影响。他指出, 资本流动会通过影响股票市场和银行业来促进经济增长。国家之间资本流动的自由化会提高股票市场的流动性, 从而加速经济增长。同样重要的是, 银行业对外国投资者的开放会在银行业内创造一个比较有竞争性的环境。这会激励国内银行业效率的提高, 从而提高经济增长。

尽管金融-增长的关系证据充分, 最新的文献却开始质疑相关性偏差的问题。大量的研究发现高水平的金融发展会促进经济增长, 同样的, 高速的经济增长实际上也会促进金融在股票市场和银行业两方面的发展。总体上看, 近来越来越多的研究试图探讨相关性偏差的问题。Levine 等 (2000) 首次就金融发展与经济增长的因果关系展开一个综合性研究。他们用法律

制度来源作为金融发展指标的变量,发现金融发展对经济增长有正面影响,表明在金融-增长关系中没有相关性偏差。Christopoulos 与 Tsionas(2004)的一个更新的研究似乎也支持这一论点。他们利用面板协整(panel co-integration)来确定金融发展与经济增长之间的确切因果关系。结果明确肯定了金融发展与经济增长的因果关系。然而,其他研究在这一问题上得出了不同结论。特别是,有两个研究发现了双向的因果影响(Demetriades 与 Hussein,1996; Kassimatis 与 Spyrou, 2001)。这些结果显示,金融发展会促进经济增长,而经济高增长同样可能促进股票市场和银行业的发展。具体讲,经济增长会促进金融发展,因为经济高增长的国家通常需要较高水平的金融服务。结果还显示,具体的金融-增长因果关系模式可能因国家而异。Graff(2002)进一步探讨这一问题,并提供了一个对因果关系更具体的分析。他指出,应该存在两种可替换的实证关系,而不是类似的研究得出的双向因果关系。第一种,金融发展和经济增长之间没有因果关系。当经济增长与金融发展的速度相当时就会出现这种情况。第二种,金融发展可能造成不稳定影响,例如金融危机,这就可能对经济增长产生负面影响。

另一类文献分析了金融发展对经济增长的影响是否因国家而异。金融-增长的联系可能主要依赖于经济发展和金融开放的水平。第一,就增长效应是否因经济发展水平而异这一点已经有激烈的辩论。Levine(1997)论述,金融体系完善的发达国家相比发展中国家可能会获得更高的经济增长。随着国家越来越富有,他们的股票市场 and 银行业规模也越来越大。所有这些反过来会通过吸引更多的资金积累和技术革新而促进经济增长。而且,更好的金融体系通常会吸引更多的资本投资到高回报的项目中,从而促进经济增长。这一论点得到 Deidda 与 Fattouh(2002)的进一步支持。他们注意到,增长效应会直接随经济发展水平提高而增大。第二,另一个可能影响金融-增长关系的主要因素是股票市场和银行业的金融开放程度。Kassimatis 与 Spyrou(2001)取得的证据表明,在金融市场比较开放的国家,金融发展会进一步促进经济增长。相比之下,在金融市场受到政府高度调控的国家,股票市场的发展会产生较低甚至短期的增长效应。在股票市场监管不善的情况下,股票市场的发展可能不是促进而是阻碍了经济增长。类似地, Demetriades 与 Hussein(1996)指出,政府对银行业的高度控制可能使金融发展速度缓慢,从而阻碍经济增长。

2. 2 APEC (APEC) 国家的金融自由化

APEC 国家之间经济的高度相互依赖引起了人们研究这些国家间金融自由化程度的兴趣。随着贸易自由化的进程加速,大部分金融市场的一体化程度日益提高,特别是在美日和东亚工业化国中(Manning,2002)。这一观点得到 Phylaktis 与 Ravazzolo 的高度响应。他们认为,九十年代初这些国家的贸易一体化推动了高度的金融自由化。在这些国家中,大部分(包括太平洋国家)通过股票市场的开放显著增加了投资流动。¹正如 Phylaktis(1999)所注意到的,贸易开放政策以及对投资流动限制的减少,都极大提高了这些国家金融自由化的程度。

APEC 国家金融自由化进程的加速,主要得益于九十年代初高度的贸易自由化。回顾 1997 年的东亚金融危机,似乎股票市场的开放已有了显著的进展,特别是在东亚的成员國中。然而,股票市场和银行业还有待进行更完善的金融体系改革以完成开放进程。具体讲,这些国家^①需要建立起合法规范、监管有效且与发达国家不相上下的金融体系(Radelet 与 Sachs,1998; Hutson 与 Kearney,1999),尤其是属于东盟成员国的国家更是如此(东盟是东南亚国家间正式的地区性贸易组织)。²值得一提的是,金融开放使得金融市场更易受国际金融危机影响而波动不定。东亚金融危机显示,亚太国家的经济变得更易遭受全球金融危机的侵袭,东亚国家更是如此(Reynolds,2001)。考虑到这一金融危机的负面影响,有人提议成立一个亚太货

¹ 金融一体化的太平洋国家包括美国、日本、新加坡、台湾、南韩、香港、马来西亚、印度尼西亚、泰国和菲律宾。

² 东南亚国家联盟包括新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国和菲律宾。

币体系以稳定他们的货币,从而避免将来货币危机的产生(Cartapanis等,2002)。随着大多数亚太国家追求以贸易为导向的增长政策,汇率波动的减少会促进贸易流动,进而从长远上加速这些国家的经济增长。

3. 研究方法

本研究的目的是考察亚太国家1981-2000年的金融发展是否促进经济增长。常规的增长模式包括一组标准的变量,用来测量金融发展的两个方面对经济增长的影响:股票市场和银行业。本研究扩展这一框架,把资本流动加入增长模式。之前研究的证据表明,资本流动会通过增进股票市场和银行业的活动来促进经济增长。第二,为了分析多个APEC国家的情况,本研究考察了金融-增长关系是否依赖于金融体系的发展水平。虽然大量的研究一致肯定金融发展与经济增长之间的正相关关系,到目前为此还没有人考虑过这一稳固的关系是否因国家而异。为说明这一问题,本研究将检验如下论点:金融发展较完善的国家相比金融发展较差的国家增长效应更强。

普通最小二乘与面板数据评估(panel data estimations)

本模型是在Levine等(2000),Bekaert等(2001)和Edison等(2002)发展的增长模式的基础上建立起来的。修正的增长模型首先用普通最小二乘法评估。本研究主要集中在金融发展的三个方面(股票市场,银行业和资金流动)对经济增长的影响。为了这一目标,汇集估计(Pooled estimation)利用了14个亚太国家的面板数据,把数据从1981至2000年按照每四年一个阶段算出平均值。³ 面板数据在分析中的使用使我们能够测量这些国家随着时间推移金融发展的变化如何影响经济的增长(Levine等,2000)。数据来源的所有信息都列在附录中。为了降低国家因素的影响,本研究对修正的增长模型进一步分析,以便分别研究发达国家和发展中国家。⁴ 由于因为金融体系不同,金融发展的增长效应在发达国家可能高于发展中国家(Levine,1997)。因此,发达国家与发展中国家相比,股票市场和银行业的规模要大得多。所有这些反过来会通过加速资金积累和技术革新促进经济增长。更重要的是,增长效应会直接随该国的经济发展水平的提高而增加(Deidda与Fattouh,2002)。本研究考察金融体系和经济发展是否影响发达国家和发展中国家间的金融-增长关系。

除了普通最小二乘法以外,本研究还利用面板数据估计法对金融-增长关系进行重新评估。本研究建立了固定效应模式以把国别因素和时间效应考虑在内。由于APEC国家的多样性,固定效应模式可将经济发展水平的影响考虑在内。结果可以显示出发达国家与发展中国家之间主要系数是否不同。此外,在1981-2000年这段研究时间内可能出现经济衰退和金融危机,这些事件的发生一定程度上会使普通最小二乘测算法产生偏差。为了降低时间因素的影响,固定效应模式在评估中区分了不同的时间段(1981-1984,1985-1988,1989-1992,1993-1996和1997-2000)。结果将显示金融发展变量是否随时间推移保持不变。最重要的是,本研究将对普通最小二乘与固定效应评估的结果以确定APEC国家中确切的金融-增长关系。

本研究修正的增长模式如下:

$\text{Log}(\text{Growth})$

$$\begin{aligned} &=B_0 \log(\text{LiqLiab})+B_1 \log(\text{CommBank}) +B_2 \log(\text{BankCred})+B_3 \log(\text{MktCap}) \\ &+B_4 \log(\text{ValTrade})+B_5 \log(\text{Turnover}) +B_6 \log(\text{CapFlow})+B_7 \log(\text{CapInfl}) \quad (1) \\ &+B_8 \log(\text{Company}) \end{aligned}$$

³ 14个国家包括美国,加拿大,日本,澳大利亚,新西兰,新加坡,香港,中国,南韩,马来西亚,印度尼西亚,墨西哥,泰国和菲律宾。其他的国家由于数据无法获得在本研究中被省略。

⁴ 亚太国家中,发达国家有美国,加拿大,日本,澳大利亚,新西兰,新加坡,香港,和南韩;发展中国家有马来西亚,印度尼西亚,中国,墨西哥,泰国和菲律宾。

其中：

Growth=人均国内生产总值（GDP）的增长率；

LiqLiab=银行与非银行机构的货币加上活期和带息负债除以 GDP；

CommBank=商业银行资产除以商业银行与中央银行的总资产；

BankCred=商业银行与其他吸收存款的银行向私营部门提供的总信贷除以 GDP；

MktCap=国内市场上市股票总市值除以 GDP；

ValTrade=交易中的股票总市值除以 GDP；

Turnover=交易中的股票总市值除以国内市场上市股票总市值；

CapFlow=国外直接投资和证券投资流入与流出量除以 GDP；

CapInfl=国外直接投资和证券投资流入量除以 GDP；

Company=在股票市场上上市的国内公司总数

上式中以人均国内生产总值的增长率为因变量是，人均 GDP 增长按每四年一个阶段的平均增长率计算。

测量银行业发展的三个常规变量包括 *LiqLiab*, *CommBank* 和 *BankCred*。首先，*LiqLiab* 等于金融体系的流动负债总额除以 GDP。流动负债总额指银行和非银行机构的货币加上活期和带息负债。*LiqLiab* 测量的是金融中介（包括银行和非银行机构）的整体规模。因为金融中介机构的规模与提供的金融服务的质与量直接相关，*LiqLiab* 被认为是衡量银行业发展最关键的变量（Levine 等，2000）。第二，另一个可替换的变量是 *CommBank*，它是商业银行资产除以商业银行与中央银行总资产所得比例。这一指标测量的是分配到商业银行和中央银行作为投资的存款。与 *LiqLiab* 相比，*CommBank* 并不反映金融中介机构提供的金融服务的质与量，*CommBank* 测量了商业银行识别可获利投资并把存款分配到这些投资上的能力与中央银行的能力对比。最后，衡量银行业发展的较典型指标是 *BankCred*。这一指标是商业银行与其他吸收存款的银行向私人部门提供的总信贷除以 GDP 所得比例。*BankCred* 被视为另一个可靠指标，因为它只测量给私人部门的总信贷，而不是给政府和其他事业单位的信贷（Leviene 与 Zervos,1998）。*BankCred* 的值大就反映金融服务的实用性高，也就表明银行体系运作良好（Levine 等，2000）。

衡量股票市场发展的一组变量包括 *MktCap*, *ValTrade*, *Turnover* 和 *Company*。第一，测量股票市场规模的常用变量是 *MktCap*，它等于国内市场上市股票总市值除以 GDP。如果 *MktCap* 的值大，说明该国是个拥有较大股票市场的大国。从这方面看，一个股票市场成熟的国家其股票市场的规模就其经济规模而言相对较大。第二，测量股票市场流动性水平的两个变量是 *ValTrade* 和 *Turnover*。*ValTrade* 是交易中的股票总市值除以 GDP。由于 *ValTrade* 测量的是作为总产出一部分的交易中的股票值，它应该可以精确地反映与其经济规模相对的股票市场流动性（Leviene 与 Zervos,1998）。另一个测量股票市场流动性的变量是 *Turnover*，它等于交易中的股票总市值除以国内市场上市股票总市值。很重要是要区别 *Turnover* 和 *ValTrade*，因为它们反映的是股票市场发展的不同方面。*Turnover* 测量的是相对于股票市场规模的股票交易量，而 *ValTrade* 测量的是相对于经济规模的股票交易量。这使得 *Turnover* 相比 *ValTrade* 在测量股票市场流动性方面成为更客观的指标，因为它与经济规模无关。一个规模小但是流动性好的股票市场也可以有很高的 *Turnover* 值。同样的，一个规模大但是流动性差的股票市场它的 *Turnover* 值就低（Leviene 与 Zervos,1998）。最后，测量股票市场发展的一个更简单而直接的指标是 *Company*。这测量的是在股票市场上上市的国内公司总数。国内公司与股票市场操作的整体效率密切相关。*Company* 值大就意味着该国股票市场越成熟。

测量资金流动开放性的两个指标是 *CapFlow* 和 *CapInfl*。这两个指标本质上类似，因为它们用资金流动水平来测量资金流动的开放性。但是，*CapFlow* 与 *CapInfl* 略有不同，区别

在：*CapFlow* 测量的是国外直接投资和证券投资流入与流出量除以 GDP，而 *CapInfl* 只测量国外直接投资和证券投资流入量除以 GDP。由于国际金融开放性通常由国外资金流入量和国内资金流出量来测量，把这些变量结合起来应该可以更好地反映资金流动开放性的总体程度。

敏感性分析

为了避免遗漏关键变量的可能性，本评估模式增加了四个可能显著影响经济增长的控制变量。这四个控制变量 (*Trade*, *GovtCons*, *Invest* 和 *PopGrow*) 被认为与金融发展无关却是经济增长的决定因素。为了测试结果的可靠性，这四个控制变量会被逐一加入本模式。主要系数的变化将显示关于金融发展对经济增长有强大影响这一论断是否是结论性的。本文将仔细分析股票市场和银行业变量的变化。在等式 1 的基础上，等式 2 加入控制变量来评估，具体如下：

$\text{Log}(\text{Growth})$

$$\begin{aligned} &=B_0 \log(\text{LiqLiab})+B_1 \log(\text{CommBank}) \\ &+B_2 \log(\text{BankCred})+B_3 \log(\text{MktCap}) \\ &+B_4 \log(\text{ValTrade})+B_5 \log(\text{Turnover}) \quad (2) \\ &+B_6 \log(\text{CapFlow})+B_7 \log(\text{CapInfl}) \\ &+B_8 \log(\text{Company})+B_9 \log(\text{Trade}) \\ &+B_{10} \log(\text{GovtCons})+B_{11} \log(\text{Invest}) \\ &+B_{12} \log(\text{PopGrow}) \end{aligned}$$

其中：

Trade=贸易总额（进口+出口）除以 GDP；

GovtCons=政府消费总额除以 GDP；

Invest=投资总额除以 GDP；

PopGrow=年人口增长率

首先，*Trade* 测量的是作为 GDP 一部分的贸易总额（进口+出口）。高度贸易自由会促进经济增长这一论断首次由 Frankel 与 Romer(1999)提出，后来被 Irwin 与 Tervio(2002)进一步确认。实施贸易保护政策的国家如加入自由贸易协定仍然会有很高的贸易额(Dollar 与 Kraay,2003)，因此不是进出口关税而是贸易额被视为测量贸易自由度的一个更可靠的指标。贸易自由度高的国家相对自由度低的国家经济增长更快。第二，*GovtCons* 等于作为 GDP 一部分的政府消费总额。政府开支大通常要求征收更多的税收，这就会造成资源分配的低效率 (Bekaert 等，2001)。因此，政府开支大的国家经济增长率就低。第三，*Invest* 等于作为 GDP 一部分的私人投资总额。有形资本的投资高，会刺激技术革新和提高适应新想法的能力。同样，大多数 APEC 国家采用的以贸易为导向的增长政策会吸引更多的资本投资到研发上。这反过来会从长远上促进这些国家的经济增长 (Henrekson 等，1997)。最后，*PopGrow* 等于年人口增长率。新古典主义增长理论预测，如果人口增长没有被相应比例的资金积累和技术革新所抵消，那么人口增长率高就会阻碍经济增长 (Temple,1999)。因此，总体上看，人口增长率高的国家可能经济增长率低。

交互作用项变量(interaction term variables)

为了评估金融-增长关系的强度，修正的增长模式加入一组交互作用项以测量金融体系发展的影响。经济增长的幅度可能依赖于银行业和股票市场发展的水平，如这六个交互作用项 (*CapFlow*BankCred*, *CapInfl*BankCred*, *CapRestr*BankCred*, *CapFlow*ValTrade*, *CapInfl*ValTrade* 和 *CapRestr*ValTrade*) 所测量。最近的实证研究显示，金融体系发展完善的国家相对金融体系落后的国家获得更多的经济增长 (Edison 等，2002)。由于亚太国家的多

样性，如果考虑不同国家金融体系的特征，金融-增长的关系可以得到更好的分析。等式 3 使用交互作用项，对等式 1 重新评估而得。如下：

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{Growth}) &= B_0 \log(\text{LiqLiab}) + B_1 \log(\text{CommBank}) \\ &+ B_2 \log(\text{BankCred}) + B_3 \log(\text{MktCap}) \\ &+ B_4 \log(\text{ValTrade}) + B_5 \log(\text{Turnover}) \quad (3) \\ &+ B_6 \log(\text{CapFlow}) + B_7 \log(\text{CapInfl}) \\ &+ B_8 \log(\text{CapFlow} * \text{BankCred}) \\ &+ B_9 \log(\text{CapInfl} * \text{BankCred}) \\ &+ B_{10} \log(\text{CapRestr} * \text{BankCred}) \\ &+ B_{11} \log(\text{CapFlow} * \text{ValTrade}) \\ &+ B_{12} \log(\text{CapInfl} * \text{ValTrade}) \\ &+ B_{13} \log(\text{CapRestr} * \text{ValTrade}) \end{aligned}$$

其中：

$\text{CapFlow} * \text{BankCred}$ = 资本流动与银行信贷变量的交互作用项；

$\text{CapInfl} * \text{BankCred}$ = 资本流入与银行信贷变量的交互作用项；

$\text{CapRestr} * \text{BankCred}$ = 资本流动限制与银行信贷变量的交互作用项，

CapRestr = 如果政府限制资本流动，则资本流动限制虚拟变量的值为 1，否则为 0；

$\text{CapFlow} * \text{ValTrade}$ = 资本流动与贸易额变量的交互作用项；

$\text{CapInfl} * \text{ValTrade}$ = 资本流入与贸易额变量的交互作用项；

$\text{CapRestr} * \text{ValTrade}$ = 资本流动限制与贸易额变量的交互作用项。

本研究构建了两组变量用以检验在考虑银行业和股票市场发展的情况下金融-增长的关系。银行业发展方面，三组交互作用项（ $\text{CapFlow} * \text{BankCred}$ ， $\text{CapInfl} * \text{BankCred}$ 和 $\text{CapRestr} * \text{BankCred}$ ）结合了资本流动与银行信贷的变量，检测资本流动对经济增长的影响是否随着银行业发展水平而变化。前两个变量检测资本流动与银行业发展相互作用下对经济增长的影响，而后一个变量检测资本流动自由度与银行业发展相互作用的情况下对经济增长的影响。资本流动自由度变量（ CapRestr ）被用来测量政府对资本流动的限制程度。一个运作良好的银行体系，其特征是银行业的金融服务可利用度高，反映为 BankCred 的值高。所有这三个变量都显示资本流动的增加和开放是否促进银行业发展良好的国家的经济增长。

股票市场发展方面，三组交互作用项（ $\text{CapFlow} * \text{ValTrade}$ ， $\text{CapInfl} * \text{ValTrade}$ 和 $\text{CapRestr} * \text{ValTrade}$ ）结合了资本流动和贸易额变量，检测资本流动对经济增长的影响是否随着股票市场发展水平而变化。前两个变量测量资本流动与股票市场相互作用下对增长的影响，而后一个变量测量资本流动自由度与股票市场发展相互作用下对增长的影响。一个成熟的股票市场通常会有股票市场流动水平高的表现，反映在 ValTrade 的水平高。流动性高的股票市场会吸引更多的投资到大规模的项目中，因为投资者认为可以轻易地把投资出售，这反过来促进了经济增长。所有这三个变量都将显示资本流动的增加和开放是否促进股票市场成熟的国家的经济增长。

两阶段最小二乘估计

最新的文献讨论了金融-增长关系中相关性偏差问题的可能性。大部分的研究发现金融发展会通过增加资金积累和技术革新促进经济增长。然而，经济增长实际上会加速金融发展，因为经济快速增长会增加对金融服务的需求，进而加速金融发展的进程（Levine, 1997；

Graff,2002)。如此,金融发展与经济增长之间的因果影响就不是之前所预测的单向影响而应该是双向的。为了探讨这一问题,本研究采用两阶段最小二乘法以进一步检验金融-增长的确切关系。两阶段最小二乘法分两个阶段进行。第一阶段,回归等式加入外生工具变量(instrumental variables)用以对测量银行业发展的三个变量进行再评估。这些工具变量包括法律制度起源(英国、法国、德国、和斯堪的纳维亚),这些法律制度起源不依赖于经济增长却能准确预测银行业的发展。这些变量被认为是外生的,因为各个国家通常都是通过军事占领或殖民方式获得其法律体系的。因此,法律制度起源总体上会影响控制着金融业,特别是银行业体系运作的法律和调控氛围(Laporta等,1998)。除了法律制度起源之外,回归等式还包括初始人均收入变量以控制不同国家经济发展水平的差异。评估银行业变量的第一阶段回归等式如下:

$$BankDev=B_0(English)+B_1(French)+B_2(German)+B_3(Scand)+B_4(InitInc) \quad (4)$$

其中:

BankDev=测量银行业发展的三个指标(流动负债,商业中央银行资产与银行信贷);

English=英国法律制度起源

French=法国法律制度起源

German=德国法律制度起源

Scand=斯堪的纳维亚法律制度起源

InitInc=1981年的初始人均收入

在第二阶段,两阶段最小二乘分析通过用等式4所得结果替换测量银行业发展的三个变量,对等式1进行再评估。大量的研究都发现金融-增长的关系是正面而稳固的。金融到增长的因果影响在实证研究中得到进一步证明。实证研究证实了金融发展在提高经济增长中所起的重要作用。如果两阶段最小二乘与普通最小二乘的结果同样都显示了强固的金融-增长关系,那么金融发展确实会促进APEC国家的经济增长这一论点就可以得到支持。另一个关键问题是测试研究结果对使用测量银行业发展的替代指标的敏感度。如果在两阶段最小二乘分析下总体结果保持不变,那么类似的研究发现的金融发展与经济增长之间的稳固关系就可以得到确认。

4. 研究结果

本研究使用修正的增长模式以考察金融发展与经济增长之间的关系。最小普通二乘回归主要用来评估等式1,针对的是1981-2000年的14个APEC国家。为得出不同国家的不同数值以及时间效应,本研究还使用固定效应模型对等式1进行再分析。由于APEC国家的多样性,所以很重要的一点是要把这些国家的经济发展水平的影响考虑在内。本评估通过区分发达国家与发展中国家,进行了国别效应分析。在研究时段内,经济衰退与金融危机的发生在一定程度上使评估结果产生偏差,为了更好地衡量金融-增长的关系,本评估通过分析1981-2000年的经济周期效应以把时间因素考虑在内。

最近的实证研究指出了剔除一些经济增长的关键因素的可能性。为了考察这一问题,本研究在回归模式中加入了四个控制变量,如等式2所示。⁵为了检测结果的可靠性,本研究把这些变量分别加入到模式中以进行敏感性分析。⁶总体上,大部分股票市场和银行业的变量结果基本保持不变。等式1与等式2的变量在符号、量值和显著性上类似。同样重要的是,大部分的控制变量得出预期的符号,而且在整个研究时段显示出很高的统计意义。很显然,加入控制变量的回归模式能更好地解释金融-增长的关系。因此,本研究的主要回

⁵等式2和3都测试了多线性的可能性。结果表明,这两个模式中的金融发展与其相互作用变量都不存在多线性问题。如有要求,可提供结果。

⁶等式2在加入每个控制变量之后其R²值显著增加,从0.202增至0.3075。

归模式增加了四个控制变量，如等式 2 所示。

本研究主要关注的是，普通最小二乘与固定效应评估是否在金融-增长关系上会得出不同结果。总体上，这两种测算方式在两个主要问题上得出的结果是一致的。第一，高水平的金融发展实际上会促进 APEC 国家的经济增长。总体上，股票市场的发展比银行业的发展更能促进经济增长。测量股票市场的两个主要变量 (*ValTrade* 和 *Turnover*) 在整个研究阶段都呈正数且有统计意义。第二，金融开放引起的资本流动增加对 APEC 国家的经济增长没有影响。不管针对发达国家还是发展中国家，资本流动变量中没有一个呈正数或有统计意义。至于不同国家的情况和时间影响，普通最小二乘法与固定效应估算法在股票市场与银行业变量²上都得出类似结果。本文还采用限制的 F 检验以测验这两个潜在影响。正如预期所想，与固定效应估算相比，普通最小二乘法计算出的结果是十分正确的。基于这些事实，下文的讨论将集中在普通最小二乘的结果上。⁷

金融-增长的关系

本研究的焦点主要在于考察 APEC 国家 1981-2000 年在股票市场和银行业方面的金融发展是否促进了经济增长。由于这些国家间的资本流动大幅增加，本研究扩展分析范围，以进一步考察资本流动对经济增长的影响。等式 2 的回归结果如表格 1 所示。⁸ 总体上，研究结果在很大程度上确认了金融发展与经济增长之间的正相关关系，但是资本流动与经济增长之间没有关系。这一结果与类似的研究是一致的，他们也推断金融发展对经济增长有贡献作用 (Beck 与 Levine, 2004)。首先，结果表明，股票市场的发展比银行业的发展对提高经济增长起了更大的作用。在衡量金融发展的 6 个变量中，只有股票市场的变量是正数且具统计上的显著性，而没有一个银行业变量在 1981-2000 年具有显著性。具体来看，3 个股票市场变量都与经济增长呈正相关，特别是 *ValTrade*。*Turnover* 与 *MktCap* 程度稍低。之所以 *ValTrade* 比 *MktCap* 重要，是因为与股票市场的规模 (*MktCap*) 相比，股票市场的流动性 (*ValTrade*) 更能可靠地测量股票市场的发展对经济增长的影响 (Levine 与 Zervos, 1998; Bekaert 等, 2001)。相比之下，虽然银行业的三个变量 (*LiqLiab*, *CommBank*, 和 *BankCred*) 都如预期一样呈正数，但是在整个研究时段没有一个变量具有显著性。

整体上看，结果支持了一个论点，那就是高水平的股票市场发展有利于促进 APEC 国家的经济增长 (Mauro, 2003; Minier, 2003)。事实上自九十年代初以来亚太地区的金融开放取得了显著的进展，本研究结果与这一事实相符。由于高度的贸易自由化，亚太国家为了加快他们之间的投资流动，大幅度地开放了他们的股票市场 (Manning, 2002)。就在 1997 年年中发生的东亚金融危机之后，金融开放的进程大大加快了，特别是在东亚成员国中。为避免将来再次发生类似的危机，他们采取了重大的金融改革，不仅为了调整股票市场的运作，还为了把股票市场向其他国家开放。所有这些改革的结果是亚太国家中股票市场运作得到改进 (Kassimatis 与 Spyrou, 2001)。同样重要的是，金融开放会促进经济的高增长，特别是在股票市场比较开放的成员国。之所以如此，是因为一个体系完善的股票市场能够使投资者们把投资多样化，进而提高资金的边际生产率。总体来说，研究结果表明股票市场的改进和开放都能为亚太国家的经济增长做出贡献。

表格 1. 金融发展对经济增长的影响，1981-2000

自变量	所有国家	发达国家	发展中国家
-----	------	------	-------

⁷ 如有要求，可提供固定效应评估（不同国家与时间影响）与限制的 F 检验结果。

⁸ 为了控制同步偏差问题，使用了银行业发展的替换变量以两阶段最小二乘法对等式 2 进行评估。两阶段最小二乘与普通最小二乘的结果相似。如有需要，可提供两阶段最小二乘的结果。

Constant	0.0017 (0.0026)	0.0193. (0.0084)	-0.0018 (0.0076)
<i>LiqLiab</i>	0.0006 (0.0126)	-0.0047 (0.0124)	-0.0085 (0.1815)
<i>CommBank</i>	0.0447 (0.2558)	0.8779 (0.7670)	-0.3023 (0.4042)
<i>BankCred</i>	0.0161 (0.0218)	0.0417 (0.0300)	0.0252 (0.0510)
<i>MktCap</i>	0.0195 (0.0202)	1.8689** (0.8520)	-0.0083 (0.0349)
<i>ValTrade</i>	0.0473** (0.0191)	-1.7947** (0.8496)	0.0755* (0.0319)
<i>Turnover</i>	-0.0239 (0.0272)	1.8867** (0.8506)	-0.0888 (0.0606)
<i>CapFlow</i>	-0.0089 (0.0206)	-(0.0199) (0.0299)	-0.0140 (0.0457)
<i>CapInfl</i>	0.0139 (0.0134)	-0.0085 (0.0172)	(0.0201) (0.0317)
<i>Company</i>	0.0990 (0.0816)	0.0051 (0.1069)	0.1129 (0.1780)
<i>Trade</i>	-0.1755** (0.0532)	-0.2189 ** (0.0618)	-0.0175 (0.1445)
<i>GovtCons</i>	0.1293* (0.0677)	0.1338 (0.0828)	-0.0066 (0.1774)
<i>Invest</i>	-0.2508** (0.0687)	-0.2793** (0.0986)	-0.2617 (0.1396)
<i>PopGrow</i>	0.0596** (0.0272)	0.0765** (0.0268)	0.0215 (0.3928)
<i>Adjusted R2</i>	0.3350	0.3485	0.3199
<i>Sample size</i>	105	75	30

注：所有变量均以对数形式给出。括号里给的是标准误差。每一项均取对数差值计算。**表示显著性在 1% 的水平上。*表示显著性在 5% 的水平上。

本研究中的国家包括了 APEC 中不同经济发展水平的国家。为了降低国别效应的影响，修正的增长模式分别对发达国家与发展中国家进行评估。正如表格 1 与表格 2 所示，金融发展对这两组国家的影响是相似的。有趣的是，检测系统稳定性的 F 检验明显支持这一论点，因为两组国家中的系数没有显著差别。⁹ 尽管如此，进一步的分析表明，发达国家从金融发展获得的经济增长比发展中国家高。与汇集估计结果类似的是，不是银行业的发展而是股票市场的发展使发达国家的经济增长更快。如表格 1 的第二和第三栏所示，股票市场的两个主要变量(*MktCap* 和 *Turnover*)只有在发达国家才是有显著性的正数。虽然另一个股票市场的变量 (*ValTrade*) 在发展中国家也是出乎意料的正数，但是其系数与发达国家类似的系数 (*MktCap* 和 *Turnover*) 相比就小得多 (0.0755 vs 1.8690)。基本上，研究结果支持一个论点，那就是，金融发展会加速发达国家的经济增长，因为他们相比发展中国家有更完善的股票市场，从经济增长中受益更多 (Demetriades 与 Hussein,1996; Minier,2003)。因此，大幅度的经济增长只会出现于发达国家，因为金融发展能够从长远上促进生产率增长 (Rioja 与 Valev,2004a)。类似研究进一步表明，相比不完善的金融市场，发展完善的金融市场其金融发展会促进更高的增长 (Rioja 与 Valev,2004b)。APEC 中的发达国家包括美国、日本和东亚工业国就属于这种情况，相比发展中国家，他们的股票市场发展较完善且受到了较好的监控。由于东亚金融危机的影响，有些国家 (如东亚) 已经明显提高了其股票市场的运作效率，使其与美国股票市场具有可比性 (Manning,2002)。因此，相比发展中国家，发达国家从股票市场发展获得更多的经济增长这一结果也就顺理成章。

⁹ 如有需要，可提供检测发达国家与发展中国家系统稳定性的 F 检验结果。

至于资本流动的影响,资本流动的增加对所有 APEC 国家的经济增长都没有显著影响,发达国家与发展中国家都一样。如表格 1 的第二和第三栏所示,资本流动的两个变量 (*CapFlow* 和 *CapInfl*) 自 1981 至 2000 都为负数且具显著性。这些国家的资本流动水平之高,却对经济增长的影响之少,结果出乎意料。由于贸易与金融往来频繁,APEC 中的发达国家在发展中国家的股票市场与银行业都有大量投资 (Phylaktis 与 Ravazzolo,2002)。这一点明确地反映在美国和日本九十年代向东亚国家资本输出的增加上。同一时期,发展中国家出口导向型增长政策的成功造成了他们资本大量过剩,从而迫使他们近年来把资本流动向其他发达国家开放 (Quinn,2003)。在一定程度上,资本流动水平的提高会增加股票市场流动性和银行业的效率,进而促进这些国家的经济增长 (Levine,2001)。鉴于最近的所有这些发展,APEC 国家的资本流动居然对经济增长没有影响,这一结果有些出乎意料。

修正的增长模式还包括宏观经济的四个变量用以控制研究是否存在遗漏了一些经济增长的重要决定因素的可能性。除了金融发展变量以外,常规模式中经常包括的四个控制变量 (*Trade*, *GovtCons*, *Invest* 和 *PopGrow*) 能够在很大程度上解释经济的增长。如表格 1 所示,控制变量的结果与其它研究的结果很相似。所有的控制变量都得出预期符号,并且在统计上高度显著。第一,政府开支的增加会提高亚太国家的经济增长。政府消费变量 (*GovtCons*) 在整个研究时段都呈正数且具显著性。这表明,如果政府开支被有效地分配于提高公共事务上,那么政府开支的增加实际上会促进经济增长 (Leviene 与 Renelt,1992; Bekaert 等, 2001) 第二,人口增长率上升只会提高发达国家的经济增长。表格 1 的第二和第三栏的结果显示,人口增长变量 (*PopGrow*) 在发达成员国是正数且具显著性。之前预测,只要人口增长能够被相应比例的资金积累和技术革新所抵消,那么人口增长率高就会促进经济增长。研究结果证实了这一预测。为了保持经济高增长,APEC 国家应该从长远上努力控制人口增长率 (Temple,1999)。第三,高度的贸易开放对 APEC 国家的经济增长并没有正面影响。更出乎意料的是,在发达国家甚至有负面影响。如表格 1 的第二和第三栏所示,贸易开放度变量 (*Trade*) 在两组国家都呈负数,但是只有在发达成员国的数据具有显著性。这一结果暗示,贸易增长对经济增长的整体促进作用会随着亚太国家的经济发展而减小。实际上,多数 APEC 发达国家已经不再依赖贸易作为主要经济增长策略。这或许可以解释为什么贸易没有对这些国家的经济增长产生正面影响。最后,与贸易开放的结果类似的是,资本流动在这些 APEC 国家对经济增长产生的是负面影响,特别是在发达成员国中。再者,表格 1 的第二和第三栏的结果显示,虽然资本变量在两组国家中都呈负数,但是只有在发达成员国的数据具有显著性。这表明,资本对经济增长的促进作用不存在于发达国家,但是还不清楚是否存在于发展中国家。资本对发达国家经济增长作用的显著性下降,究其原因,是这些国家把生产重心从制造业转移到服务业。服务业相比制造业在研发上往往需要的资本投入较少。这或许可以解释为什么资本的进一步增加并没有加速发达国家的经济增长。

不同金融基础设施下的金融-增长关系

为了确定金融-增长的确切关系,本研究进一步评估金融体系发展对 APEC 国家经济增长的影响。更具体的是,修正的增长模式加入了一组相互作用项以考察金融-增长关系是否依赖于银行业与股票市场发展的水平。等式 3 的结果如表格 2 所示。¹⁰ 多数变量都与表格 1 一致,所以讨论的重心放在 6 个交互作用项上: *CapFlow*BankCred*, *CapInfl*BankCred*, *CapRestr*BankCred*, *CapFlow*ValTrade*, *CapInfl*ValTrade* 和 *CapRestr*ValTrade*。总体上,无论金融体系发展水平如何,金融-增长关系都没有显著差别。特别是,在 APEC 国家银行业与股票市场的发展都未对资本流动产生影响。然而,在银行业运作良好的发展中国家,资本流动对增长的影响较大。

¹⁰ 等式 3 还使用两阶段最小二乘法评估以控制研究同步偏差的可能性。两阶段最小二乘与普通最小二乘结果相似。如有需要,可提供两阶段最小二乘的结果。

第一，APEC 国家中银行业的发展水平不影响金融-增长的正面关系。多数银行业的交互作用项 ($CapFlow*BankCred$, $CapInfl*BankCred$, $CapRestr*BankCred$) 从 1981 至 2000 年都没有达到预期的符号和预期的统计显著性水平。这意味着，无论银行业发展水平如何，资本流动增加和流动开放的增长效应是不变的。这一点对 APEC 发达国家和发展中国家似乎都是适用的。虽然检测系统稳定性的 F 检验显示两组国家的偏好系数 (interest coefficient) 基本一致，但是值得一提的是，它们之间还是有些可辨别的差异。¹¹ 如表格 2 的第二和第三栏所示，只有在发展中成员国， $CapFlow*BankCred$ 才出乎意料地呈正数且具显著性。这表明，在发展中国家而不是发达国家，较完善的银行体系会促进资本流动对增长的影响。换言之，经济发展水平较低的国家只要提高银行体系，那么资本流动对经济增长的作用就增大。之前的研究显示，金融发展对金融业落后的国家没有影响 (Dawson,2003)。这在一定程度上与一个事实相符，那就是多数 APEC 发展中国家在东亚金融危机之后大幅度调整了银行体系。为保持九十年代经济增长的强劲势头，这些国家实施了更多调节与监控策略以提高银行业的效率 (Radelet 与 Sachs,1998; Hutson 与 Kearney,1999)。这一重大改革会促进这些国家的资本流动并且提高资本流动对增长的影响 (Levine,2001)。总的说来，研究结果支持了一个论点，那就是，资本流动对增长的影响会随银行业发展水平而异，但是只适用于发展中国家。

第二，与银行业发展的结果类似的是，APEC 国家中股票市场发展的水平也对金融-增长关系没有影响。如表格 2 所示，没有一个股票市场发展的交互作用项 ($CapFlow*ValTrade$, $CapInfl*ValTrade$ 和 $CapRestr*ValTrade$) 具有统计显著性，虽然有一些在 1981-2000 年得出了预期的符号。无论股票市场的发展水平如何，资本流动的增加与开放对经济增长的影响保持不变。进一步的考察确认了这一结果符合 APEC 的发达国家与发展中国家。虽然总体的证据显示金融体系的发展对金融-增长的关系没有影响，有两个结果却是出乎意料的，有必要进一步讨论。第一，如上所述，即使在股票市场很成熟的国家，资本流动自由化的增长效应也未增强。这与以下事实不符，就是 APEC 国家已经出现了高度的金融自由化。实际上，九十年代的贸易一体化使得多数国家的股票市场都变得高度一体化 (Manning,2002; Phylaktis 与 Ravazzolo,2002)。包括美国、日本和东亚国家在内的主要成员国都解除了资本流动限制以促进他们的股票市场之间的资金流动。所有这些自由化的努力都会促进经济增长，特别是在股票市场运作良好的国家。因此，较成熟的股票市场并没有影响资本流动自由化的增长效应这一结果完全出乎意料。第二，资本流动的增长效应即使在股票市场很成熟的国家也没有增加。这一结果与一个事实不符，就是 APEC 国家中以国外直接投资衡量的资本流动量呈稳定上升趋势。特别是，很大比例的国外直接投资是从美国与日本投资到东亚工业国的。更重要的是，这些资本大都投资到以出口为导向的制造业中，进一步加强了这些国家的经济与贸易的联系 (Phylaktis 与 Ravazzolo,2002)。如果是较成熟的股票市场，资本流动水平的上升可能会加速股票市场的流动从而促进 APEC 国家的经济增长 (Levine,2001)。而且，较成熟的股票市场会刺激更多的股票资本投入到大规模高回报的项目中，这从长远上会加速经济增长 (Levine, 1997; Mauro,2003)。因此，上述预测都不适用于 APEC 国家的经历，这一结果实在出乎意料。

表格 2. 金融发展对经济增长的影响 (考虑金融体系的发展水平), 1981-2000

自变量	所有国家	发达国家	发展中国家
Constant	0.0068 (0.0026)	0.0222 (0.0095)	0.0085 (0.0055)

¹¹ 如有需要，可提供检测发达国家与发展中国家系统稳定性的 F 检验的结果。

LiqLiab	0.006 (0.0133)	0.0015 (0.0141)	0.4414* (0.2042)
CommBank	0.7879* (0.3234)	1.0998 (1.1327)	0.8085 (0.4271)
BankCred	-0.1918** (0.0370)	-0.1733** (0.0475)	-0.2036** (0.0647)
MktCap	-0.0153 (0.0187)	1.5791 (0.9728)	-0.0102 (0.0202)
ValTrade	0.0432* (0.0221)	-1.5682 (0.9755)	0.0722** (0.0267)
Turnover	-0.0041 (0.0369)	1.6106 (0.9713)	-0.014 (0.0677)
CapFlow	-0.0089 (0.0248)	0.0101 (0.0356)	-0.0418 (0.0410)
CapInfl	-0.0130 (0.0159)	-0.0365 (0.0234)	-0.013 (0.0264)
CapFlow*BankCred	-0.1085 (0.1351)	0.0634 (0.2146)	4.7051** (1.6999)
CapRestr*BankCred	0.0066 (0.1167)	-0.0114 (0.2114)	0.0801 (0.2117)
CapInfl*BankCred	-0.3917** (0.1435)	-0.3499** (0.1727)	-5.2729** (1.7693)
CapFlow*ValTrade	-0.0159 (0.0636)	0.0646 (0.1072)	-0.4464 (0.3986)
CapRestr*ValTrade	-0.0449 (0.0379)	-0.0189 (0.0715)	0.1075 (0.0847)
CapInfl*ValTrade	0.0571 (0.0563)	0.0097 (0.0650)	0.4993 (0.3722)
Adjusted R2	0.1935	0.08	0.5003
Sample size	105	75	30

注：所有变量均以对数形式给出。括号里给的是标准误差。每一项都是取对数差值计算。**表示显著性在 1%的水平上。*表示显著性在 5%的水平上。

5. 结论

本研究使用修正的增长模型，考察亚太国家 1981-2000 年的金融发展是否促进经济增长。特别是集中关注金融发展的三个方面对经济增长的影响：股票市场，银行业和资本流动。本研究分别针对发达国家与发展中国家对修正的增长模型进行深入分析。而且，除了普通最小二乘法以外，本研究还构建了固定效应模式以将国别情况以及时间效应考虑在内。第一，研究结果显示，不是银行业的发展而是股票市场的发展会促进经济高增长，但是只适用于 APEC 发达国家。这与一个事实相符，就是股票市场成熟的发达国家相比发展中国家更能获得经济增长。第二，与预期相反的是，总体上看资本流动的增加并没有促进 APEC 国家的经济高增长。这一结果有些出乎意料，毕竟过去的二十多年来这些国家之间的资本流动呈上升水平。由于贸易与经济高度相互依赖，发达成员国大大增加了在发展中成员国的股票市场与银行业的投资。

为了确定金融-增长的确切关系，本研究进一步考察了 APEC 国家金融体系的发展对经济增长的影响。确切地说，是分析了金融-增长的关系是否依赖于股票市场与银行业的发展水平。股票市场方面，结果显示，APEC 国家的股票市场发展水平对资本流动的增长效应并无影响。然而，银行业的发展方面，发达国家与发展中国家资本流动对经济增长的作用是不同的。结果显示，只有在亚太发展中国家，运作良好的银行业才会促进资本流动的增长效应。继东亚金融危机之后，这些国家实施了重大改革以重新调整银行体系。这反过来提高了银行业的效率，也进一步增强了资本流动对经济增长的作用。研究结果证明，仅就发

展中成员国而言，增长效应的高低直接因银行业发展水平而异。

附录

数据来源

变量	定义	来源
Growth	人均 GDP 增长率	世界发展指标 (WDI) (世界银行, 2002)
GDP deflator	按 1995 年的值平减的人均 GDP	WDI
InitInc	1981 年的初始人均 GDP	WDI
Trade	进出口总额除以 GDP	WDI
GovCons	政府开支总额除以 GDP	WDI
Invest	投资资本总额除以 GDP	WDI
PopGrow	年人口增长率	WDI
Legal origins	英国、法国、德国、和斯堪的纳维亚的 法律制度起源的虚拟变量	Reynolds and Flores(1996)
LiqLiab	t 和 t-1 阶段之间平均流动负债(511 行) 减去 GDP 平减数, 再除以 GDP	国际金融统计表 (IFS) (IMF, 1981-2000a)
CommBank	吸收存款的银行总资产除以吸收存款的 银行的总资产 (22a-d 行) 与中央银行 总资产 (12a-d 行) 的和	IFS
BankCred	吸收存款的银行及其它金融机构向私人部门提供 的信贷 (22d 与 42d 行) 减去 GDP 平减数, 除以 GDP	IFS
MktCap	国内市场上市股份除以 GDP 的平均值	标准普尔 (2001)
ValTrade	国内市场交易中的股票值除以 GDP	标准普尔 (2001)
Turnover	国内市场交易中的股票值除以国内上市 的股票总值	标准普尔 (2001)
CapFlow	资本流入与流出总量 (国外直接投资与证券投资 的流入与流出) (78bdd 行+78bed 行 +78bfd 行+78bgd 行) 除以 GDP	IFS
CapInfl	资本流入量 (国外直接投资与证券投资 的流入) (78bed 行+78bgd 行) 除以 GDP	IFS
CapRestr	1=对资金账户的限制 0=对资金账户无限制	(IMF, 1981-2000b)
Company	在股票市场上市的国内公司数	标准普尔 (2001)

译者单位: 郭雅欣: 厦门理工学院外语系

邮政编码: 361024

译者单位: 吴艺娜: 厦门大学外文学院

邮政编码: 361005