第 37 卷 第 2 期　　财经研究　　Vol. 37 No. 2
2011 年 2 月　　Journal of Finance and Economics　　Feb. 2011

金融稳定性与经济增长的机制分析
——基于新兴市场国家和发达国家的两组数据

林　珏，杨荣海
（上海财经大学 国际工商管理学院，上海 200433）

摘　要：文章通过比较新兴市场国家和发达国家 1994－2008 年间金融稳定性对经济增长的作用机制发现，对于新兴市场国家而言，外债占 GNP 的比重和国际储备与外债比例的上升不利于金融稳定状态的保持，导致经济增长率下降，但总储蓄占 GDP 比例的上升和贸易额占 GDP 比重的提高会促进金融稳定，带动经济增长；而对于发达国家而言，海外证券投资与债券投资的增加以及实际利率的上升会维护金融稳定性，促进经济增长。由于一国金融稳定还受国际宏观因素的影响，因此国际金融体系的重建是保证各成员国金融稳定的重要内容。

关键词：金融稳定性；经济增长；国际金融体系

中图分类号：F830.9　　**文献标识码：**A　**文章编号：**1001-9952(2011)02-0049-11

21 世纪初以来，世界经济的不确定因素增多，尤其是 2008 年美国次贷危机引发的全球金融危机，促使金融稳定性研究成为各国政府与学术界探讨的重要课题。所谓金融稳定性，是指金融机构与金融市场保持相对稳定，金融体系未出现大幅动荡的一种状态。一些研究文献和实践证明，金融稳定状况对经济增长起着重要的作用。本文基于新兴市场国家和发达国家的数据，从金融稳定与经济增长机制的角度展开分析。

一、相关文献

近年来国内外有关金融稳定性的研究颇多，其中一些提出了颇有价值的观点。在基本概念的界定方面，吴念鲁（2005）认为，金融稳定性包括币值通货、信用关系和秩序、关键机构、金融市场和汇率等的稳定以及金融体系内部

收稿日期：2010-07-19

作者简介：林　珏（1953－），女，上海人，上海财经大学国际工商管理学院教授，博士生导师，加拿大不列颠哥伦比亚大学亚洲研究所客座教授；
杨荣海（1979－），男，云南昆明人，上海财经大学国际工商管理学院博士研究生，昆明学院经济系讲师。

不同系统之间结构协调,从而保证金融运行处于稳定状态。在影响金融稳定因素的分析上,Xafa(2007)认为全球性失衡影响全球经济增长和金融稳定,从政策制定者的角度出发,经济失衡的问题可以通过适当的货币政策和财政政策相互协调来解决。在金融稳定的各国合作上,Oosterloo等(2007)通过对1996－2005年间世界40个国家中央银行发布的金融稳定报告(FSR)的研究指出,FSR的发布有助于监督国家的金融稳定性、增强金融机构对金融稳定性的责任感以及促进不同国家金融机构之间的合作。

一些学者围绕货币政策对金融稳定性的影响展开实证分析。Graeve等(2008)提出对欧元区中央银行监管实行分业监管,认为加强与其他地区中央银行的金融合作可以在很大程度上提高金融稳定性。Akram和Eitrheim(2008)分析了挪威的数据,发现如果稳定一国的产出总量、房地产价格、金融资产价格和信贷资金增长率就可以提高金融的稳定性。Granville和Mallick(2009)探讨了欧元区货币政策稳定性与金融稳定性之间的关系。还有一些文献则围绕通货膨胀率、产出总量、资产价格、信贷增长数量、利率、汇率和存款比率等指标展开分析,得出的结论大部分与理论研究的结论一致,即认为货币政策、财政政策、金融市场与金融稳定的关系是长期的,众多指标的稳定状况是衡量金融稳定性的关键因素。

既有的文献大多集中于从稳定性与宏观经济政策选择的角度展开分析,未对微观作用机制展开深入讨论,更未对金融稳定性和经济增长的相互作用机制、理论联系和实际承接模式进行探讨,尤其是实证研究较少。因此,本文试图对该主题研究做一点补充。本文的基本思路是:首先对金融稳定性和经济增长的量化指标进行描述;然后运用Probit模型,分析影响15个新兴市场国家和西方七国集团(G7)1994－2008年间的金融稳定性因素,同时运用非平衡面板数据分析经济增长的影响因素;最后,结合Probit模型和非平衡面板数据的分析结果,论述金融稳定性与经济增长之间的运行机制。

二、因素选择与描述

20世纪90年代以来,无论是新兴市场国家还是发达国家,都出现过很大程度的金融不稳定,表现为债务危机、银行危机和货币危机引发的金融震荡。从影响金融稳定性的因素看,主要有经济增长方式、交叉性金融业务监督状况、财政赤字水平、金融公司治理情况、金融基础设施状况(包括金融法制、会计和审计标准、信息披露水平和征信体系建设等)、国际金融环境、金融衍生性产品、资产价格波动程度和经济开放度等。不过,要进行实证分析,上述一些因素难以量化。本文参考了Klomp和Haan(2009)等文献,选择可以量化的因素作为测算指标(见表1),具体可归为以下几组:(1)金融资产价格波动程度。金融不稳定通常表现为金融资产价格的波动,较小的资产价格波动意味

着资产价格与潜在正常价格趋于一致,而较大的资产价格波动则表示资产价格出现了不稳定。本文选择样本国家的实际利率、海外证券投资和债券投资金额来表示金融资产价格波动状况。(2)经济开放程度。一国经济开放程度对金融稳定性影响甚大,高额债务对金融系统的稳定有负面影响。本文运用外国直接投资流入量占国民生产总值(GDP)的比重、外债占国民总收入(GNI)的比重、持有外国净资产占 GDP 的比重以及贸易额占 GDP 的比重来反映经济开放程度。(3)货币资产数量的波动。货币资产数量的波动往往意味着金融系统的不稳定性增强,较低的外汇储备意味着货币贬值速度加快。这里选择总储蓄占 GDP 的比重、国际储备与外债的比例作为测算指标。(4)经济增长方式。经济增长总是与经济结构的改进与优化、经济质量的改善与提高等因素密切联系在一起的。本文选择样本国家的人均 GDP 增长率、人口年增长率、失业率、公共教育支出(卫生支出)占 GDP 的比重和小学入学率等指标来分析经济增长的进程。[①] 各变量说明如表 1 所示。

表 1　变量说明

代码	变　量	代码	变　量
X_1	金融稳定性	X_8	国际储备与外债的比例
X_2	外债占 GNI 的比重	X_9	贸易额占 GDP 的比重
X_3	外国直接投资、净流入量占 GDP 的比重	X_{10}	人均 GDP 年增长率
X_4	总储蓄占 GDP 的比重	X_{11}	人口年均增长率
X_5	持有外国净资产占 GDP 的比重	X_{12}	失业在总劳动人口中的比率,即失业率
X_6	海外证券投资与债券投资	X_{13}	公共教育(卫生)支出占 GDP 的比重
X_7	实际利率	X_{14}	小学毛入学率

三、金融稳定性的影响因素:Probit 模型分析

(一)Probit 模型的回归分析

本文借鉴 Uhde 和 Heimeshoff(2009)、Rousseau 和 Yilmazkuday(2009)、Klomp 和 Haan(2009)等文献,采用 Probit 模型来验证影响新兴市场国家和发达国家金融稳定性的因素。这里的新兴市场国家选择了《经济学家》杂志认定的部分国家,即阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度、印度尼西亚、立陶宛、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、俄罗斯、南非和土耳其 15 国;发达国家则为 G7 国家,即加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。考察的时间跨度为 1994 年 4 月至 2008 年 4 月。样本数据源自于世界银行网站数据库和国际货币基金组织出版的《全球金融稳定报告》。

我们假设各国的金融稳定性状态即被解释变量设为 0;在危机影响到各国经济发展时,金融稳定性状态即被解释变量为 1。本文在保证模型预测正确性的基础上,假设以 $p=0.1$ 的显著性水平为临界值。如果 $P>0.1$,就判定解释变量不显著;如果 $P<0.1$,则解释变量显著。本文使用 Eviews6.0 统计分析软件,回归结果如表 2 所示。

表 2 Probit 模型的回归结果(1)

	模型(1):新兴市场国家			模型(2):发达国家		
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Coefficient	Std. Error	z-Statistic
X_2	0.014428***	0.004359	3.309996			
X_3	0.017324	0.043690	0.396526	0.101038	0.084138	1.200857
X_4	−0.019939*	0.011712	−1.702424	0.006439	0.023293	0.276434
X_5	−0.905530	1.136631	−0.796679	0.041328*	0.021986	1.879777
X_6	−2.56E−11	2.59E−11	−0.986733	−0.410462***	0.138723	−2.958854
X_7	−0.005379	0.006334	−0.849313	−0.077572*	0.059978	−1.693346
X_8	0.003106	0.002344	1.325395	−0.000668	0.008241	−0.081101
X_9	−0.008449***	0.002908	−2.905609	−0.006617	0.009019	−0.733664
S.E. of regression	0.453793			0.375721		
Log likelihood	−133.0254			−44.25079		
S.D. dependent var	0.474007			0.408921		
Obs with Dep=0	149			83		
Obs with Dep=1	76			22		
Total obs	225			105		

注:(1)***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。(2)由于世界银行数据库内缺乏发达国家 X_2(外债占 GNI 比重)的数据,本文虽试图以其他数据来替代,但均不能很好说明国家外债对金融稳定性的影响,故在模型(2)中剔除了这个因素。

从模型(1)的回归结果看,X_2 和 X_9 的 $p<0.01$,X_4 的 $p<0.1$,均显著;而 X_3、X_5、X_6、X_7 和 X_8 的 $p>0.1$,均不显著。从模型(2)的回归结果看,只有 X_6 的 $p<0.01$,而 X_5 和 X_7 的 $p<0.1$,即这些变量显著;而其他变量(X_3、X_4、X_8、X_9)的 $p>0.1$,说明它们不显著。剔除不显著变量,重新进行回归,结果如表 3 所示。

表 3 Probit 模型的回归结果(2)

变量代码	模型(3):新兴市场国家			模型(4):发达国家		
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Coefficient	Std. Error	z-Statistic
X_2	0.011413***	0.003533	3.230391			
X_4	−0.014397*	0.007512	−1.916608			
X_5				0.037681*	0.021190	1.778203
X_6				−0.396416***	0.114862	−3.451236
X_7				−0.078936*	0.047523	−1.661016
X_9	−0.008216***	0.002649	−3.101759			
S.E. of regression	0.453518			0.375100		
Log likelihood	−134.9589			−45.01886		
S.D. dependent var	0.474007			0.408921		
Obs with Dep=0	149			83		
Obs with Dep=1	76			22		
Total obs	225			105		

由表 3 可见,模型(3)的回归结果显示:X_2 和 X_9 的系数较为显著,$p<0.01$;X_4 显著,$p<0.1$。从变量系数看,X_4 和 X_9 的系数均为负,即它们的提高会让新兴市场国家的金融稳定性状态趋近于 0,对金融稳定有促进作用。X_2 系数为正,即它的提高会让新兴市场国家的金融稳定性状态趋近于 1,对金融稳定造成不利影响。模型(4)的回归结果显示:X_6 影响较为显著,临界值 $p<0.01$;X_5 和 X_7 显著,$p<0.1$。其中,X_6 和 X_7 两变量的系数均为负,即它

们的提高会对金融稳定有促进作用;而 X_5 系数为正,即它的提高会对金融稳定造成不利影响。

（二）Probit 模型的期望预测表分析

上述 Probit 模型的被解释变量观测值分组是否合理需要检测。一般来说,分组越恰当,预测概率值与实际值就越接近,模型的拟合效果也就越好。本文选择的预测截断值为 0.5,得出如下分析结果(见表 4):

表 4　截断值取 0.5 时的期望预测表

预测结果	模型(3)					
	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep＝0	Dep＝1	Total	Dep＝0	Dep＝1	Total
Correct	91.95	30.26	71.11	100.00	0.00	66.22
Incorrect	8.05	69.74	28.89	0.00	100.00	33.78
预测结果	模型(4)					
	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep＝0	Dep＝1	Total	Dep＝0	Dep＝1	Total
Correct	96.39	27.27	81.90	100.00	0.00	79.05
Incorrect	3.61	72.73	18.10	0.00	100.00	20.95

表 4 中 Correct 和 Incorrect 分别代表分组正确和不正确的观测值比率。对于模型(3)而言,不正确比率低于零模型(即常概率),为 28.89＜33.78,因而模型(3)的预测效果较好。对于模型(4)而言,不正确率低于零模型,为 18.10＜20.95,因而模型(4)的预测效果较好。从以上对当前模型与零模型的比较分析中可知当前模型比零模型的预测效果好。

（三）Probit 模型的预测分析

运用 Probit 模型可以得到响应被解释变量即样本国家金融稳定性状态的各个预测概率值。由图 1 可知,在新兴市场国家中,被解释变量的预测概率值更多地响应 1,而且大部分样本国家的预测概率都在 0.5 以上,说明 1994—2008 年间大部分样本国家的金融是不稳定的。而由图 2 可知,在七国集团中,被解释变量的预测概率值更多地响应 0,且大部分国家预测概率都在 0.5 以下,说明 1994—2008 年间大部分样本国家的金融是稳定的。

值得关注的是,新兴市场国家金融稳定性的预测概率值出现一个逆转的形态,表现为响应 0 的趋势日趋明显,说明金融正趋向日益稳定的状态。而发达国家金融稳定性的预测概率值出现反弹,说明在 2007 年国际金融危机的冲击下,G7 经济低迷、货币贬值和资产价格下降的预期都难以保证金融的稳定性;如果资产价格下降传导到一些较为关键的实体经济行业中,就可能对样本国家后续的政策制定带来巨大的挑战。

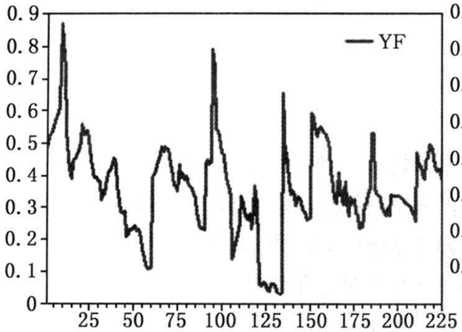

图 1　模型(3)预测概率图

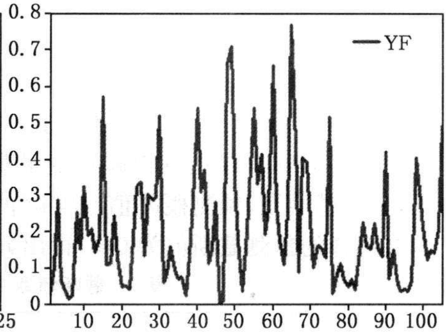

图 2　模型(4)预测概率

注:图 1 和图 2 中的 YF 是被解释变量的预测概率值。

四、金融稳定性促进经济增长的机制分析

(一)经济增长的非平衡面板分析

这里借用 Bordo 等(2009)有关经济危机和经济增长关系的分析思路,对金融稳定性与经济增长的关系进行分析。进行非平衡面板模型分析时,在对样本国家随机效应模型输出结果的基础上,本文采用 Hausman 检验来选择面板模型。一般来说,检验结果若拒绝原假设,应选择固定效应模型。本文 Hausman 检验的结果如表 5 所示。

表 5　Hausman 检验的结果

检验	新兴市场国家			发达国家		
随机效应	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d. f.	Prob.	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d. f.	Prob.
截面随机效应	26.525647	6	0.0002	20.852194	5	0.0009

从表 5 可见,对于新兴市场国家,Hausman 检验 χ^2 统计值为 26.525647,P 值为 0.0002,检验结果拒绝了随机效应与解释变量无关的假设;而对于发达国家,Hausman 检验 χ^2 统计值为 20.852194,P 值为 0.0009,检验结果也拒绝了随机效应与解释变量无关的假设。这说明两者均应选择固定效应模型。下面基于 Mankiw、Romer 和 Weil(1992)经济增长的经验分析,选择固定效应模型中的解释变量,建立经济增长模型:

$$\begin{aligned}Growth_{it} &= a_0 + a_1 Stability_{it} + a_2\left(\frac{Savings}{GDP}\right)_{it} + a_3 Pgrowth_{it} \\ &\quad + a_4 Unemployment_{it} + a_5\left(\frac{Spending}{GDP}\right)_{it} + a_6 Enrollment_{it} + \mu_{it} \qquad (1)\end{aligned}$$

其中,Growth 为样本国家的人均 GDP 年增长率(X_{10}),Stability 为 Probit 模型中第 t 期的金融稳定性变量(X_1),Savings/GDP 为总储蓄占 GDP 的比重(X_4),Pgrowth 是人口年增长率(X_{11}),Unemployment 为失业率(X_{12}), Spending/GDP 为公共支出占 GDP 的比重(X_{13})。为了恰当地表示公共支出对经济增长的影响,对于新兴市场国家,本文选择公共教育支出作为解释变量(Glewwe 和 Lambert,2010);而对于发达国家,本文认为卫生支出影响较大(Potrafke,2010),故选择公共卫生支出作为解释变量。Enrollment 是小学入学率(X_{14}),μ_{it}表示随机误差项。采用(1)式,得到新兴市场国家和发达国家的固定效应模型分析结果(见表 6)。

表 6　新兴市场国家和发达国家的固定效应模型分析结果

	模型(5):新兴市场国家	模型(6):发达国家
X_1	−1.605348*(0.916083)	−0.983873**(0.439523)
X_4	0.265810***(0.101115)	0.226527**(0.090269)
X_{11}	−3.742443***(1.267844)	
X_{12}	−0.549983***(0.127256)	−1.804321***(0.562185)
X_{13}	−1.199841**(0.577961)	1.762581(3.650004)
X_{14}	−0.050666(0.078299)	0.024934(0.039751)
C	18.51602*(9.396595)	−8.562598(9.263695)
R-squared	0.523496	0.411668
F-statistic	5.273357	4.071099
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000157
Durbin-Watson stat	1.925302	1.831499
非平衡面板观测数目	117	76
组数	15	7

注:括号中为标准差。在模型(6)中,由于世界银行数据库中发达国家的人口年增长率数据严重缺失,剔除了这个因素;X_{13}在模型(5)中表示公共教育支出占 GDP 的比重,而在模型(6)中表示公共卫生支出占 GDP 的比重。

模型(5)的结果显示:X_4、X_{11} 和 X_{12} 很显著,$p<0.01$;X_{13} 也显著,$p<0.05$;X_1 显著,$p<0.1$;但 X_{14}不显著。从变量的系数来看,X_1、X_{11}、X_{12}和 X_{13}的系数均为负,即这些变量的提高对新兴市场国家人均 GDP 年增长率的影响为负,不利于经济增长。只有 X_4 的系数为正,即该变量的提高会提高人均 GDP 年增长率。模型(6)的结果显示:X_{12}显著,$p<0.01$;X_1 和 X_4 也是显著的,$p<0.05$。从变量的系数来看,X_1 和 X_{12}的系数均为负,即这些变量的提高对发达国家人均 GDP 年增长率的影响为负,不利于经济增长。只有 X_4 的系数为正,即该变量的提高会提高人均 GDP 年增长率。

对比新兴市场国家和发达国家的结果,部分结果与一些分析经济增长的文献一致,如国内储蓄与 GDP 的比率对经济增长起到了显著的促进作用,而失业率对经济的增长却产生了显著的不利影响,金融趋近于不稳定对经济增长的影响从这两个模型得到的结论来看都是负面的。当然,对于新兴市场国家,人口依然是较严重的负担。而教育对经济增长的促进作用并没有显现出来。究其原因,本文认为新兴市场国家由于经济增长较快形成了高投入、高产出和低效能的模式,带来了教育差距的迅速扩大,这是不利于经济增长的。一

般而言，公共教育支出占GDP比重的提高会促进经济增长，但由于新兴市场国家的教育差距带来城乡差距和地区差距，导致这些国家落后地区陷入“贫穷——教育投资差——失业——收入差——贫穷”的恶性循环，最终导致国家教育的投入与经济增长之间呈现出了负向关系。

（二）金融稳定性与经济增长的机制分析

下面将Probit模型和经济增长回归模型结合在一起分析金融稳定性对经济增长的影响。这里修改了Bordo等(2009)关于经济危机与经济增长关系的分析模型，将金融稳定性和经济增长的关系描述为：

$$\begin{aligned} E(Growth|X) &= \hat{a}X+\hat{a}_2E(stability) \\ &= \hat{a}X+\hat{a}_2\{1\times\phi(\hat{\beta}z)+0\times(1-\phi(\hat{\beta}z))\} \\ &= \hat{a}X+\hat{a}_2\phi(\hat{\beta}z) \end{aligned} \tag{2}$$

其中，$\phi(\cdot)$表示Probit模型中的标准正态分布函数，变量X表示经济增长回归方程中除金融稳定性之外的其他变量。下面利用(2)式分析新兴市场国家和发达国家金融稳定性与经济增长之间的关系。

1. 新兴市场国家

(1)外债对金融稳定性和经济增长的影响。从表6和表3的分析结果可以看到，对于新兴市场国家而言，假设模型(3)的其他因素不变，外债占GNI的比重(X_2)的上升会带来金融不稳定性的增加，而金融不稳定因素上升1%，会导致人均GDP年增长率(X_{10})下降1.605348%。这里分析的结果与国外一些学者的观点是一致的，如Alfaro和Kanczuk(2009)认为，适度的经济增长可通过负债来促进消费。如果一个经济体对外大量负债，则会给金融系统带来不可预料的冲击。因此，对于新兴市场国家而言，过多地持有美元债务会带来潜在的风险。新兴市场国家要实现金融稳定，就必须改革现行的国际货币体系，建立新的储备货币体系。

(2)其他因素对金融稳定性和经济增长的影响。由(2)式可知，总储蓄占GDP的比重(X_4)的上升会促进金融稳定，而金融稳定性因素上升1%，会促使经济增长上升1.605384%。可见，储蓄率的提高不仅可以保持金融稳定，而且可以促进经济增长，这从表6中新兴市场国家的分析结果也可看出。因此，总储蓄占GDP比重(X_4)的提高对新兴市场国家而言，会导致信贷资金快速增加，在带来高额消费和投资的同时，也会导致资本市场价格快速上涨。这就是通常意义上金融震荡的原因，这些因素不应被忽略(White，2008)。

由(2)式还可看到，贸易额占GDP的比重(X_9)的上升会促进金融稳定，而金融稳定性因素上升1%，会促使经济增长率上升1.605384%。也就是说，新兴市场国家过度依赖扩大出口来推进经济增长，一方面出口扩大会使该国的外部条件有所改善，对国内金融体系具有良性的促进作用；但另一方面，持

续扩大的贸易顺差和外国直接投资顺差会导致国际收支失衡,给国内金融体系造成负面冲击,从而给国内金融体系的稳定造成压力。

2. 发达国家

对于发达国家,假设模型(4)的其他因素不变,海外证券投资与债券投资(X_6)的上升会促进金融稳定,而金融稳定性因素上升 1%,会促使经济增长率上升 0.983873%。实际利率(X_7)的上升会促进金融稳定,而金融稳定性因素上升 1%,会促使经济增长率上升 0.983873%。持有外国净资产占 GDP 的比重(X_5)的上升会导致金融的不稳定性因素加大,而金融不稳定因素上升 1%,则导致经济下降 0.9838873%。可见,发达国家的金融稳定来自于金融资产价格和微观金融市场。

另外,对于发达国家的金融市场,一个健康的金融体系可以避免金融不稳定现象的出现。发达国家的微观金融机构需要不断提高金融资产的流动性和不良资产的偿付能力,以达到保证金融稳定促进经济增长的目的。当然,发达国家形成的一系列商业法律、金融管理机构的规章制度、金融机构的市场规则、金融信息的公开和健全的金融机构可以有效地避免金融不稳定性现象的出现(Allen 和 Wood,2006)。

五、结　论

本文研究发现:第一,影响金融稳定性因素在两类国家的重要性有所不同。对于新兴市场国家而言,总储蓄占 GDP 中的比重(X_4)和贸易额占 GDP 的比重(X_9)对金融稳定影响较大,其比重上升会促进金融稳定,带动经济增长。而对于发达国家而言,持有外国净资产占 GDP 的比重(X_5)、海外证券投资与债券投资(X_6)和实际利率(X_7)对金融稳定至关重要,三者的扩大或上升能促进金融稳定,推动经济增长。第二,尽管外债提高对两类国家的金融稳定均不利,但对新兴市场国家的不利影响更大。实证结果显示,对于新兴市场国家,外债占 GNI 的比重(X_3)对金融稳定影响较大。由于缺乏统一口径的数据,本文没有对发达国家的这个因素进行相关性分析并测度其影响程度。但目前 G7 中最大的两个发达国家(日本和美国)已经债务累累,这对金融稳定是不利的。现存的国际储备体系也不利于新兴市场国家的金融稳定和经济增长,增加国际储备的多样性、推动国际货币基金组织储备系统的改革等措施可能是新兴市场国家实现金融稳定、带动经济增长的较好选择。第三,加强监管是实现金融稳定的制度保证。缺乏监管的金融市场会崩溃,发达国家为实现金融稳定、促进经济增长,应当加强对金融市场的监管。第四,国内宏观经济政策的不适宜、信用体系的膨胀、外部经济的冲击、大国政治和外交政策的变化等因素也会带来金融的不稳定性。为此,一个富有成效的金融体系应当包括国际金融救援机制、金融自由化调节措施、主权债务基金运作机制以及标准

化金融体系会计准则，这也是实现金融稳定的基本条件。

注释：

①在这一部分的变量选择中，本文曾经考虑选择人均二氧化碳排放量，但由于世界银行数据库中新兴市场国家的这一数据严重缺失，考虑到模型的继续分析，剔除了这个因素。

参考文献：

[1]吴念鲁.对我国金融稳定性的再认识[J].金融研究，2005，(2)：152－158.

[2]Brigitte Granville，Sushanta Mallick. Monetary and financial stability in the Euro area：Pro-cyclicality versus trade-off [J].Journal of International Financial Markets，Institutions and Money，2009，19(4)：662－674.

[3]F De Graeve，T Kick，M Koetter. Monetary policy and financial (in) stability：An integrated micro-macro approach [J].Journal of Financial Stability，2008，4(3)：205－231.

[4]Laura Alfaro， Fabio Kanczuk.Optimal reserve management and sovereign debt[J].Journal of International Economics，2009，77：23－36.

[5]Michael D Bordo，Christopher M Meissner，David Stuckler.Foreign currency debt，financial crises and economic growth：A long run view[R].NBER Working Paper No.15534，2009.

[6]Miranda Xafa.Global imbalances and financial stability[J].Journal of Policy Modeling，2007，29(5)：783－796.

[7]Niklas Potrafke.The growth of public health expenditures in OECD countries：Do government ideology and electoral motives matter? [J]. Journal of Health Economics，2010，29(6)：797－810.

[8]Peter L Rousseau，Hakan Yilmazkuday.Inflation，financial development，and growth：A trilateral analysis[J].Economic Systems，2009，33(4)：310－324.

[9]Glewwe P，S Lambert.Education production functions：Evidence from developing countries[A]. Baker E，B McGaw，P Peterson. The international encyclopedia of education [C].Elsevier，2010：412－422.

[10]Q Farooq Akram，Øyvind Eitrheim.Flexible inflation targeting and financial stability：Is it enough to stabilize inflation and output? [J].Journal of Banking & Finance，2008，32(7)：1242－1254.

[11]Sander Oosterloo，Jakob de Haan，Richard Jong-A-Pin.Financial stability reviews：A first empirical analysis[J].Journal of Financial Stability，2007，2(4)：337－355.

[12]William A Allen，Geoffrey Wood.Defining and achieving financial stability[J].Journal of Financial Stability，2006，2(2)：152－172.

[13]William R White.Past financial crises，the current financial turmoil，and the need for a new macrofinancial stability framework[J]. Journal of Financial Stability，2008，4(4)：307－312.

Analysis on the Effect of Financial Stability on Economic Growth Based on the Data of Emerging Market Countries and Developed Countries

LIN Jue, YANG Rong-hai

(*School of International Business Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: Through a comparative analysis of the effect of financial stability on economic growth in emerging market countries and developed countries from 1994 to 2008, this paper shows that, as for emerging market countries, the increase in the proportion of external debt to GNP and the one of international reserves to external debt is not conducive to the maintenance of financial stability, leading to a decline in economic growth; however, the rise in the proportion of gross savings to GDP and the one of the volume of trade to GDP will promote financial stability and economic growth. As for developed countries, the rise in overseas investment in securities and bonds and real interest rate will ensure financial stability, thus promoting economic growth. The financial stability in a country is also influenced by international macroeconomic factors, so the reconstruction of international financial system is an important part to ensure financial stability of all members.

Key words: financial stability; economic growth; international financial system

(责任编辑　喜　雯)

(上接第 26 页)

stock exchanges in China could accommodate the listing needs of 49 foreign companies on average, and the ones of 322 foreign companies in the best case, which is close to the number of foreign companies listing in NASDAQ.

Key words: foreign company; domestic listing; competitiveness

(责任编辑　喜　雯)