

金融全球化、门槛效应与中国经济增长: 文献综述*

杜秦川

[摘要]金融全球化对经济增长的影响,尽管在理论层面假说很多,但实证层面没有定论,最新研究发现存在门槛效应:金融全球化对经济增长影响的绩效差异取决于一组门槛变量水平的变化。在一国融入金融全球化的过程中,门槛变量水平高的国家,金融全球化对经济增长影响的绩效就相对较好,反之相反。但是,当前研究尚未就所有门槛变量的作用机制在统一的理论框架下研究清楚,具体的门槛阈值依赖于模型设定和计量方法而不能准确得出。鉴于此,本文基于 Kose 等(2011),从门槛效应的视角出发,尝试采用整体性实证框架(根据是否关注门槛变量及是否关注门槛效应),综述了金融全球化对中国经济增长影响的研究。

关键词:金融全球化 门槛效应 中国经济增长

JEL 分类号:F36 F43 O40

一、引言

上世纪 80 年代以来,伴随着发达国家金融创新的发展和金融管制的放松,以及发展中国家不断融入全球金融整合,金融全球化成为了一种全球性的趋势。在发展中国家不断开放资本账户而融入金融全球化的过程中,很多发展中国家爆发了货币危机或银行危机或双重危机(Kaminsky and Reinhart, 1999),如 1994 年的墨西哥危机、1997 年由泰国引发的东南亚金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、2001 年的阿根廷金融危机等,危机的持续将这些国家的长期增长拖入了歧途和深渊。作为发展中国家的中国,自 1992 年邓小平南巡讲话以来,中国融入金融全球化的进程对中国经济增长也产生越来越重要的影响,但中国又似乎没有因金融全球化发生危机。金融全球化对经济增长有如此重要的影响,该问题的研究现状如何呢?

对于金融全球化的理解,主流经济学文献比较流行这样一种说法:金融全球化指发展中国家资本账户的开放和向全球金融市场的整合,进而资本跨国境无障碍流动的过程(Kose, Prasad, Rogoff and Wei, 2009; Lane and Milesi-Ferretti, 2003)。此外,中国学者对此概念有好几种理解(李扬, 2001; 樊纲 2000; 余永定, 1999),但彼此之间差异不大,只是侧重点不同。李扬强调风险相关性、自发扩展性和阶段历史性,樊纲强调国别依存关系,余永定强调全球范围内资本等要素流动的无疆界性。其中以李扬所给出的定义最为流行,即:金融全球化是全球金融活动和风险发生机制联系日益紧密的一个过程(李扬, 2001)。

对金融全球化的度量,学界至今争议较大,未成定论。大体而言,有两种角度的度量。一种是理

* 杜秦川,中国社会科学院研究生院,博士研究生。作者感谢张宇燕、张晓晶、董昀、王松、付志刚、辛超、李育、李贤等人的宝贵意见,但文责自负。

论上的度量(*de jure measures*),一种是实际上的度量(*de facto measures*)。理论上的度量主要关注资本账户的开放程度。IMF 构造了一系列的指标来度量资本账户的开放程度,这些单项指标最后加权得到的结果介于 0 到 1 之间,越接近 1 资本账户越开放(IMF,2006),有些学者基于此又建立了一些新的指标,如 Chinn and Ito(2008)及后续更新等。理论度量有几处缺陷(Kose,Prasad,Rogoff and Wei,2010),其中一种很重要的缺陷就在于它不能反映实际的跨国资本流动,关于这一点,Prasad and Wei(2007)特别指出这一点不适用于中国。实际上的度量主要关注实际中跨国资本流动的流量或存量是多少,以及他们与该国 GDP 的比例。这种流量又可以分为资产和负债的毛量与净量,或者进行其他细分。实际度量也有一些缺陷,很重要的缺陷在于:实际指标很可能是增长回归的一个内生结果,因而不宜区分因果方向(Collins,2007)。

总之,很多学者构建了很多度量指标,在具体研究时都因为问题和约束条件的变化而做出不同取舍。但因为实际上的度量指标更贴近现实情况,所以研究现实问题时用该指标更为合适。

二、金融全球化对经济增长影响的理论研究综述

理论研究方面,根据研究问题时思维方式的不同可以划分为两个阶段:前一阶段就金融全球化对经济增长的影响来研究金融全球化对经济增长的影响,主要关注金融全球化通过传统渠道对经济增长的影响,本文将此阶段概括为重点关注变量本身的局部性思维阶段;后一阶段发现研究金融全球化对经济增长的影响要密切关注门槛变量(*Thresholds*),即金融全球化对经济增长的影响由这两个变量之外的门槛变量来决定,也就是在一个整体的背景下研究金融全球化对经济增长的影响这个局部问题,本文将此阶段概括为更加关注门槛变量的整体性思维阶段。理论文献中将金融全球化带来的有利于经济增长的门槛变量的改善,称之为“间接受益”(Collateral Benefits),因为这种门槛变量的改善使金融全球化有利于长期经济增长。在关注传统渠道的研究中,有几种代表性的假说认为金融全球化促进了经济增长,但这些假说受到一些学者的批评,并且被历史经验所证伪;在后一阶段,Kose,Prasad and Taylor(2011)等人正致力于建立新的涵盖门槛变量的分析框架,提炼出了一些可能有重要作用的门槛变量及其可能的作用机制,但尚未形成统一的理论框架,主要是归纳出了部分事实,比较成熟的数理模型也没有。但 Fernando and Ventura(2010)延续 Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2009)的思路,该文用类似门槛变量的其他变量建立了数理模型,强调国内债务的不完全实施及其与国内金融交易的互动,该文建立的数理模型可以解释绝大多数已经观测到的资本账户开放后出现的不同现象,解释由投资者悲观情绪和乐观情绪导致的不同均衡,而该模型的不同后果就依赖于门槛变量水平的变化,特别是保证合约实施的制度质量和国内金融部门发展水平,该文可以说也支持了 Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2009)向建立包含门槛变量的分析框架方面的努力。

(一) 重点关注变量本身的局部性思维阶段

早期关于金融全球化如何影响经济增长的研究有几种比较重要的假说,研究金融全球化如何影响经济增长时只关注金融全球化与经济增长本身,而对这两个变量以外的其它决定因素关注很少。第一种:发展中国家能够通过金融全球化来缓解国内面临的资本约束从而促进增长。融入金融全球化能够带来国外资本的流入,以提升发展中国家的资本存量,从而能增大国内投资,进而推动增长。这种假说可以追寻到比较早的 McKinnon(1973)和 Shaw(1973)关于经济发展中货币和资本的作用及发展中国家存在金融抑制的思想。第二种:进入发展中国家的外来资本在转移技术和提高管理水平方面能够给发展中国家带来好处从而促进增长。这些好处主要是通过 FDI 进入的溢出

效应带来的,这种溢出效应能够推动 TFP 的提高,从而推动经济增长(Borensztein, Gregorio and Lee, 1998)。第三种:金融全球化通过改善国内金融市场和银行体系的功能而加速了增长。金融全球化一方面放松了证券流的全球流动限制,进而加强了股市流动性,反过来,股市流动性通过提高生产率而推动了经济增长。另一方面,更大的外资银行的进入会提高银行体系的效率,反过来,更发达的更好的银行通过提高生产率而加速了增长(Levine, 2001)。第四种:金融全球化有利于各国在国际金融市场上风险的分担,从而有助于降低一国宏观经济的波动程度;并且风险分担有助于推动分工和专业化,进而有利于提高经济生产率,从而推动经济增长(Imbs and Wacziarg, 2003)。

但是, Lucas(1990)发现,发展中国家金融开放后出现了资本从穷国向富国的流动,而不是理论推断的那样。并且,历史也告诉我们,很多发展中国家的金融开放带来了危机而并未带来所谓的增长,如 1994 年的墨西哥危机、1997 年由泰国引发的东南亚金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、2001 年的阿根廷金融危机等。这些国家出现了资本流动骤停(sudden stop)、外逃(outflow)与传染(contagion)等严重破坏了经济增长的危机,跨国研究表明,这些危机都与金融和资本市场自由化有关(Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998)。现实中发展中国家因开放资本账户而出现的资本外逃使“金融全球化来缓解国内面临的资本约束”的假说受到了质疑;能够转移技术和提高管理水平的 FDI 的流入并不一定促进了发展中国家的经济增长使该假说也受到了质疑(Stiglitz, 2000)。

进一步,关于发展中国家金融开放过程中出现的危机有大量研究。关于资本流动骤停、外逃有几种比较流行的假说,这些假说最后都强调一点:资本流动骤停、外逃一般都是由于东道国的高外债形成的本币货币贬值预期造成的,它的现实发生的导火索通常是各种不利的突发性消息等(Rothenberga and Warnock, 2006; Kawai, Newfarmer and Schmukler, 2005; Ma, 2009; Catão, 2007)。Eichengreen, Hausman and Panizza(1999, 2002)等一系列论文提出了有影响的原罪假说,但受到了戈登斯坦和特纳(2005)等人的批评,前者认为发展中国家之所以出现货币危机是由于其本身与生俱来不能用本国货币在国际市场上借债,因而发展中国家必然出现货币错配进而可能发生货币危机;而后者强调货币错配从而引发货币危机的原因在于发展中采用了不当的国内货币制度和政策,因而应该通过调整相应的制度和政策来避免货币错配和货币危机。关于危机传染有金融渠道假说(Joyce and Nabar, 2009)、贸易渠道假说、共同第三方假说、唤醒假说、多重均衡假说(Masson, 1999)等。Kaminsky, Reinhart and Vegh(2003)提出了一种把骤停、外逃和传染结合在一起的“邪恶三角”假说,文章认为骤停、外逃和传染构成了一国发生货币危机的三个关键环节。米什金(2007)是研究金融全球化过程中发展中国家发生金融危机的一本专著,他认为金融危机的起因在于发展中国家金融自由化(全球化)安排不当或国内严重财政赤字。

总之,早期的金融全球化对经济增长影响的各种假说都存在被证实和被证伪的证据,传统的观点不能为金融全球化导致的不同经济增长后果提供强有力的解释,但理论研究已经开始逐渐关注金融全球化过程中的门槛变量及其相关的间接受益,特别是以 Kose, Prasad, Rogoff and Wei 为代表的一批经济学家在新的方向上将研究不断推进。

(二) 更加关注门槛变量的整体性思维阶段

Kose, Prasad, Rogoff and Wei(2009, 2010)和 Kose, Prasad and Terrones(2006)研究了金融全球化对各国的波动和增长的影响,对金融全球化影响经济增长的研究做了很好的综述。综述指出了以往研究中存在的缺陷,指出金融全球化影响经济增长的理论研究和实证研究都未形成定论,金融全球化影响经济增长的结果受到门槛变量水平高低的重要影响,也就是说,金融全球化对经济增长影响的绩效由这两个变量以外的变量决定,关于金融全球化对经济增长影响要放在整体的背景

下研究这个局部问题,但关于各种门槛变量具体作用机制和相互关系未研究清楚。本文将之概括为关注门槛变量的整体性思维阶段。在金融全球化的过程中,存在着所谓的门槛效应(*Threshold Effect*)是说:发展中国家开放资本账户时,金融全球化对经济增长影响的结果差异,受一组门槛变量水平的影响。门槛变量水平较高的国家一般增长绩效较好,反之相反,使增长绩效由负值变为正值。门槛变量水平被称为门槛阈值,但并不能得出确定的门槛阈值。门槛效应在过去的文献中(如 Gourinchas and Jeanne, 2002; Bartolini and Drazen, 1997; Saint-Paul, 1992; Greenwood and Smith, 1997)都可寻到一些影子。按照门槛变量水平的不同,欧美国家、少数新兴经济体和部分东亚国家门槛变量水平较高,所以融入金融全球化的过程一般促进了其经济增长,而大多数发展中国家的门槛变量水平较低,所以融入金融全球化并不利于其经济增长,甚至带来了危机。进一步,由于金融全球化本身也会对门槛变量产生影响,如果门槛变量水平改善,就会使金融全球化有利于长期经济增长,从而将门槛变量的改善称为间接受益(*Collateral Benefits*),反之,如果出现门槛变量水平恶化,就会使金融全球化不利于长期经济增长。

Kose, Prasad and Taylor (2011)专门研究了门槛效应,从理论文献中提炼出门槛变量并指出可能的影响机制,指出金融全球化对经济增长的影响与一组门槛变量密切相关:东道国政府的制度质量水平、金融发展水平、贸易整合水平、宏观政策水平、管制水平、经济总体发展水平(当前研究主要关注前4个门槛变量,最重要的是前两个),但未同时将这几个门槛变量放到统一的实证或理论框架中分析,甚至从严格意义上讲,只完整的考察了金融发展这一个门槛变量,对于门槛变量之间的关系及门槛变量决定金融全球化影响经济增长效果的机制未研究清楚。该文单独考察了每个变量在影响经济增长方面的显著性和稳健性,但不同门槛变量的显著性和稳健性受到所用代理变量的影响。金融发展水平的门槛效应较明显,制度质量的单个指标识别不出确定的门槛效应,贸易整合水平的门槛效应受所选代理变量的影响,宏观政策环境的代理变量的门槛效应的实证结果一般也不确定,人均收入水平也没显示出显著的门槛效应,不同实证方法如FE和GMM得出的结果有一定程度的差异。Chinn and Ito (2011)虽然没有采用Kose, Prasad and Taylor (2011)所建立的统一的实证框架,但将金融全球化对中国经济增长的影响进行了总体性的描述和解释,也具有重要价值。

Kose, Prasad and Taylor (2011)主要是从文献中单独提炼出了几个重要的门槛变量,指出了每个门槛变量单独作用的可能机制,尚未在统一理论框架下讲清楚具体机制。而门槛变量的整体作用机制可能是:该组门槛变量构成的深层次制度环境与表层的跨境资本流动存在互动,并且前者更多的决定了后者。这组门槛变量的在一国融入金融全球化过程中出现的变动,决定了跨境资本流动方式、方向、规模、速度、区域的表象等,如FDI等的流入和资本外逃等,而这种深层体制环境的不断改善是有利于金融全球化对经济增长产生有利影响的,反之相反。

Kose, Prasad, Rogoff and Wei的系列研究的政策建议总体上是支持发展中国家资本账户自由化的。但是,Stiglitz (2004)认为他们的研究和政策建议不合适,因为他们没有意识到资本市场不完善、代理问题和信息不对称。Stiglitz (2010)进一步认为,即使进行金融一体化,由于以往的研究是建立在“技术是凸性”这个不现实的假设上的,所以充分的金融一体化并不是最理想的情况。这或许意味着完全的资本账户开放并非中国经济的最优选择。

三、金融全球化对经济增长影响的实证研究综述

关于金融全球化影响经济增长的实证研究文献非常多,有大量文献支持金融全球化促进了经

经济增长,也有大量文献支持金融全球化阻碍了经济增长,依然没有定论。金融全球化既不是经济增长的必要条件,也不是经济增长的充分条件(Kose,Prasad,Rogoff and Wei,2009)。Kose,Prasad and Taylor(2011)通过对文献的梳理归纳出一组重要的门槛变量,为未来的实证研究开辟了新方向。

Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2009)首先对实证研究的结果进行了归纳,金融全球化影响经济增长的结果或者方向不明显或者不显著。然后按照不同的资本类型对经济增长的影响对文献做了归纳,重点归纳了FDI对经济增长的影响和股市自由化对经济增长的影响。FDI基本上对流入国经济增长具有正的影响,但是这种正的影响绝大多数依赖于特定条件的支持。股票市场自由化对经济增长的影响基本上是正的,文献倾向于证实Levine(2001)的假说,但还是有争议的,因为不能区分股票市场自由化是否夹杂其他增长友好性改革因素的影响,从而用宏观数据做的实证的结果不太合适,而用行业、微观层面的数据做实证会相对更好些,因为行业、微观层面的数据更容易剔除掉夹杂的改革因素。Obstfeld(2009)和Henry(2007)的综述对宏观、行业、微观不同层面的实证结果也持有类似看法,但Henry否定了大量的研究认为资本账户自由化对经济增长没有影响,他认为绝大多数研究认为没有影响是因为这些研究者没有很好去检验理论。

Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2010)在之前综述的基础上,重点是对门槛变量影响经济增长的实证研究做了归纳。文献首先从总体上考察了金融部门发展、制度质量、贸易整合和宏观经济政策这几个门槛条件的影响,对这些门槛变量分别采用了不同的代理变量来衡量,对制度质量的度量是建立在Kaufmann et al.(2009)构建的一系列指标的基础上的。使用1975~2004年时段的数据得到:一国门槛变量的质量越高,经济增长率越高。然后,文献分别考察了不同的结构因素对经济增长的影响,结构因素是门槛变量的一个子类划分,包括金融部门发展、制度质量和贸易整合。使用FDI做代理变量度量金融开放对经济增长的影响的结果显示:影响基本为正,只是当使用数据和计量方法变化时,正向结果倾向于从程度显著变成不显著。使用其它代理变量度量金融开放对经济增长的影响的结果显示:或者影响方向不明显、或者程度不显著。制度质量对经济增长的影响的结果显示:刻画制度质量的不同代理量之间的衡量结果有差异,但制度质量对经济增长倾向于产生正的影响。贸易整合对经济增长的影响的结果显示:贸易整合影响的方向和程度不是很确定,影响会因为度量方法的变化而变化。

Bekaert,Harvey and Lundblad(2011)发现金融全球化对生产率增长的影响比对增加资本存量的影响更重要。文章发现金融全球化推动了国内股票市场和银行部门的发展并且改善了国内的制度质量,从而解释了为什么金融全球化对增长的影响是持久的而不是暂时的。此外,该文检验了门槛效应发现:金融更加发展、制度质量更好的国家在资本账户放开后经历了更高的增长。最后,文章发现由金融全球化带来的长期增长收益超过了资本账户自由化后出现的全球和区域金融危机所带来的增长损失。可以说,该文在一定程度上支持了Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2009)的研究。而且,该文强调了金融全球化带来的生产率增长对经济增长更为重要,这是后续研究的方向,某种程度上也是对Kose,Prasad,Rogoff and Wei(2009)所说的“间接受益更重要”的证实。

Osada and Saito(2010)使用83个国家从1974~2004年面板数据发现,金融全球化对经济增长的影响依赖于流入资本的类型和流入国的国别特征:FDI对经济增长有正的影响,而股权资本和债权资本对经济增长有负的影响,特别是当资本流入国借公共债务时;拥有良好制度和发达金融市场(即这两个门槛变量的水平更好)的西欧和北美国家及东亚部分国家更容易从金融全球化中受益。他们还发现金融全球化的资本流入(FDI)通过增加贸易量和促进国内金融市场的发展而促

进了经济增长。另外,一国持有的外部资产(无论是 FDI 还是股权资产和债权资产)不会对资产持有国家的经济增长产生显著影响。最后,他们发现金融全球化对经济增长影响的边际效应随时间没有显著变化。

Azman-Sainia, Lawa and Ahmade(2010)使用门槛回归模型发现:当东道国的金融发展水平越过特定的门槛水平后,FDI 对经济增长才会产生正的作用,在达到这个门槛水平之前,不存在这种正向作用。Law and Azman-Saini(2008)就制度质量对金融发展水平的影响进行了实证研究。Law, Azman-Saini and Ibrahim(2013)发现金融开放影响经济增长的绩效存在着制度质量的门槛效应。与此相关的文献还有 Ito 的系列研究,在一定程度上反映了经济发展水平本身和一般制度质量和贸易整合作为门槛的作用。Ito(2004)发现:金融开放水平越高,发达国家和欠发达国家经历货币危机的可能性越低。危机前的金融开放水平越高,越有助于降低发达国家遭受危机时的产出损失,但对欠发达国家并非如此。对于金融开放水平越高的发达国家,危机后经历的产出萎缩时间越短,但对金融开放水平越高的新兴市场国家,危机后经历的产出萎缩时间越长。一旦金融开放,爆发货币危机对不同发展水平的经济体影响不同。危机后的金融开放水平,有助于发达国家降低产出损失,但却加重了欠发达国家和新兴市场国家的产出损失。更高水平的金融开放对欠发达国家是不利的。对于欠发达国家和新兴市场国家而言,法治等制度发展而非金融市场发展对于降低危机后的产出损失规模是重要的。Ito(2006)主要研究了亚洲的金融发展发现:当且仅当一般法律体系水平达到一定水平时(尤其对于亚洲新兴市场而言),更高水平的金融开放会推动该国金融市场的发展。在亚洲国家,更高水平的法治、秩序与更低水平的腐败会加强金融开放的影响,但官僚体制质量的影响不重要。在欠发达国家和这些亚洲国家中,与金融相关的特定制度变量不会对资本账户效应产生如一般法律制度变量那样的加强效果。跨境商品交易自由化是资本账户开放以促进国内金融发展的前提条件。

总之,实证研究也没有给出金融全球化对经济增长影响的定论。但是,与金融全球化相关的门槛变量决定了金融全球化对经济增长的影响效果,特别是门槛变量:国内金融部门发展水平、制度质量水平、贸易整合水平、宏观政策环境水平,门槛变量水平的不同决定了金融全球化对经济增长产生不同的影响,门槛变量水平的改善一般会使金融全球化对经济增长产生正的影响。

四、金融全球化对中国经济增长影响的研究综述

以上主流文献主要是基于全球层面提炼的事实来研究金融全球化对经济增长的影响,如门槛是基于全球层面的国别数据提出的,无法准确得到阈值,而且门槛变量各阈值之间的关系也尚未研究清楚。而在国别层面上,关于金融全球化如何影响了中国经济增长的研究文献极少,在转向研究中国问题时,关于中国的相关门槛阈值就更难得到了。对已有文献的梳理发现存在尴尬而又极富挑战的局面:延续 FDI 对中国经济增长的传统影响的研究明显过时;前沿研究发现存在金融全球化影响经济增长的门槛效应,但主要是提出了一些基本事实,门槛阈值依赖于模型设定,不能精确得出,关于金融全球化与门槛变量之间影响的理论机制并未解释清楚,且不同门槛变量间的关系也没解释清楚。但是,从门槛效应的视角看,FDI 对中国经济增长的传统影响被贸易整合水平这个门槛变量及其改进所包括,也就是说,新的研究视角是对传统研究的超越。

涉及中国因素的相关文献的研究,重点停留在与 FDI 相关的传统渠道上,并重点关注作为门槛变量的贸易整合水平的影响,隐约涉及到其它门槛变量的作用。关于门槛变量的重要性,学者也

多有提及(贺力平,2000;魏尚进,2005)。像学者通常说的:等中国经济哪些经济和金融方面的等等条件都足够好了,然后再完全放开资本账户管制会比较安全。一定程度上,门槛效应也就是这个意思。金融全球化过程中出现的传统意义上的骤停、外逃和传染在中国都没有发生,相关文献对此研究也较少,大多数文献对这些现象的解释也主要归因于中国实施的严格的资本账户管制。但从文献中还反映出,中国学者较多的强调了作为门槛变量的人力资本水平,而这正是中国学者可能有独特贡献的地方。

(一)重点关注作为门槛变量的贸易整合的外文文献

外文文献研究全面的金融全球化对中国经济增长影响的文献极为稀少。主要是关注 FDI 通过传统渠道对贸易整合水平的影响而推动的中国经济增长,绝大多数文献认为存在 FDI 对中国经济增长的单向因果关系或双向因果关系。Berthélemy and Démurger(2000)在 Borensztein, Gregorio and Lee(1998)的基础上,建立了将 FDI 从外生决定变为依赖于经济增长内生决定的数理模型,该模型强调 FDI 带来的技术扩散是决定增长的重要因素,并且经济增长反过来又能够吸引更多的 FDI,而区别于以往的研究强调 FDI 影响经济增长的单项因果关系。Berthelemy and Demurger(2000)认为证伪了 Prime and Park(1997)的假说——出口的增长解释了中国经济增长,而应该是 FDI 通过间接渠道促进了增长。按笔者的理解,这两种解释并不冲突,正是中国所采取的引进出口导向型外资的政策推动了中国经济增长。Zhang(2001)识别了 FDI 影响中国经济增长和转型的各种渠道,据此建立了数理模型,面板计量分析表明:FDI 有助于中国经济转型并推动了中国经济增长,并且这种影响随着时间不断上升,而且 FDI 对沿海的促进强于内地。该文集中于对 FDI 带来的各种影响中国经济增长的因素的相对重要性做了测度。Whalley and Xu(2010)使用了两阶段分解法发现,FDI 在中国经济增长中扮演了重要角色(40%),2004 年外商投资企业(FIE)对中国经济增长率达到 3.4 个百分点,认为外商投资企业(FIE)的绩效会对中国经济持续增长产生重要影响。该文集中于 FDI 通过影响贸易整合水平对中国经济增长的影响。Sumei, Selvanathan and Selvanathan(2008)发现:存在国内投资与中国经济增长双向因果关系,存在 FDI 影响中国经济增长的单向因果关系,并且 FDI 是国内投资的补充而非替代,正是 FDI 缓解了国内资本短缺从而推动了中国经济增长。该文也集中于 FDI 通过影响贸易整合水平对中国经济增长的影响。以上这三篇文章都集中研究 FDI 而未能分析全面的金融全球化对中国经济增长的影响。Claro(2009)用外资主要集中于中国劳动密集型部门和中国出口产品中外资份额较高这两个特征解释了中国出口的绩效。因为中国存在的劳动力市场城乡分割和金融市场向资本密集型效率低下的国有企业倾斜这两个条件,加上外资这两个特征,外资企业正好是利用了中国经济的李嘉图比较优势,从而扩大了出口。文章认为资本市场的自由化将会进一步使低效率的国有部门趋于消失,并且会进一步加强外资集中的劳动密集型部门的比较优势。但是,该文的逻辑不够彻底,如果根据该文的分析再向前推理一环就是:很好利用了中国比较优势的外资因为促进了出口(即贸易整合水平)从而会进一步促进中国经济增长,外资的存在对国有部门形成了一种降低成本、提高效率的压力,可能也会推动中国经济增长。

(二)更加关注作为门槛变量的其他变量的中文文献

大多数中文文献对与 FDI 的相关的其它影响中国经济增长的因素做了研究,隐约涉及到其它类似门槛变量的因素的影响,如人力资本存量水平、地方政府政策、东道国技术水平、竞争环境等,特别是作为门槛变量的人力资本存量水平的作用,而这可能是中国经济学人相对于国际经济学界

做出的一个独特贡献,因为这个变量没有在主流文献中被作为重要的门槛变量给予足够的重视或被提及,尽管可能被作为其它变量被考虑到了,如在内生增长模型中。绝大多数文献认为 FDI 与中国经济增长之间存在前者对后者的单向因果关系或双向因果关系。全面测度金融全球化对中国经济增长贡献程度的文献也极其稀少。

有几篇文章注意到了作为门槛变量的人力资本水平的作用。沈坤荣和耿强(2001)发现:FDI 促进了中国经济增长,而反之不成立;FDI 在一个区域内的比重对人均 GDP 有非常显著的影响;地区人力资本存量的多少对 FDI 技术扩散效应的发挥程度具有至关重要的作用,而人力资本存量对经济增长的促进作用尚不明显。该文就反映了作为门槛变量的人力资本存量水平的作用。江锦凡(2004)发现:FDI 通过资本效应、外溢效应促进了中国经济增长。文章特别强调 FDI 带来的制度变迁效应(外溢效应的一种)促进了中国经济增长,并且强调技术外溢效应是通过提升中国人力资本水平而不是通过技术向外扩散来促进中国经济增长的。该文就反映了作为门槛变量的制度变迁(制度质量水平的变化)的作用,再一次反映了作为门槛变量的人力资本存量水平的作用。马岩(2006)发现:FDI 对中国经济增长的促进作用逐渐减弱;吸引 FDI 带来的先进技术需要足够的人力资本存量支撑;根据大推进理论,从资本形成的角度看,投资对中国经济的平衡增长至关重要。该文就又再次反映了作为门槛变量的人力资本存量水平的作用。虽然该文得出 FDI 对中国经济增长的促进作用逐渐减弱,与之前几篇文献(如 Zhang, 2001; Whalley and X, 2010; 陈浪南和陈景煌, 2002)有所区别,但它们主要是由于采用的数据时段及对资本类型的不同划分及代理变量的选取不同导致的,在作用方向上都显示了 FDI 的促进作用,并无根本冲突。

除了上文提到的江锦凡(2004),另有几篇文章也注意到了作为门槛变量的制度质量的作用。王成岐、张建华和安辉(2002)发现:东道国的经济技术水平和政策因素均强烈地影响 FDI 与经济增长之间的关系。在经济发达地区,FDI 对经济增长的促进更强烈;企业间竞争激烈时,FDI 对经济增长的促进程度能最大的实现。分析还显示:地方政府应该且有能力采取措施最大程度地发挥 FDI 对经济增长的促进作用。该文就反映了作为门槛变量的地方政府政策水平(政府制度质量的体现)、东道国技术水平(这与中国经济融入全球化过程中通过对外贸易引进设备从而带来技术水平提升有关,因此也是作为门槛变量的贸易整合水平的反映)的作用。吴林海、陈继海(2003)发现:FDI 的要素投入是近年中国经济增长的重要因素;FDI 通过技术外溢效应和区域创新网络效应对增长产生了积极影响;随着市场化进程的加快,FDI 的集聚效应在要素投入数量方面的贡献在下降,而在要素质量和效率改进方面的贡献在逐渐上升;东部地区的 FDI 集聚效应发挥作用使 FDI 与经济增长之间形成了一种区域循环累计的因果关系效应。该文反映了市场化进程的作用,从而在一定程度上,从相反面再次反映了作为门槛变量的政府制度质量水平的作用。

另外,陈浪南和陈景煌(2002)发现:FDI 增长率与 GDP 增长率呈现线性关系,FDI 对中国经济增长的贡献逐年增加,以 1992 年为分界点,FDI 对增长的贡献突然提升了很多,文章认为实证研究依然可能低估了 FDI 对增长的贡献。郭熙保和罗知(2009)发现:FDI 和国内固定资产投资都会促进中国经济增长,但 FDI 的作用显著大于国内固定资产投资;FDI 特征会直接影响 FDI 对中国经济增长的作用程度和方向;FDI 数量与外资技术含量之间存在显著为正的交互作用,FDI 数量对中国经济增长的作用如果为正值要求外资技术含量满足一定的临界值。这两篇文章也反映了门槛变量的作用,正是这些门槛变量构成的整体制度环境,以 1992 年为节点在时间上的变化,通过作用于 FDI 的数量和特征,进而影响了中国经济增长。

五、总 结

由于最新研究尚未就所有门槛变量的作用机制在统一的理论框架下研究清楚,所以本文基于Kose等(2011),从门槛效应的视角出发,尝试采用整体性实证框架(根据是否关注门槛变量及是否关注门槛效应),综述了金融全球化对中国经济增长影响的研究。关于金融全球化对经济增长的影响,在传统阶段,主要关注金融全球化通过传统渠道对经济增长的影响;最新阶段的研究发现,金融全球化对经济增长的影响由这两个变量之外的门槛变量来决定,需要在一个整体的背景下研究金融全球化对经济增长的影响这个局部问题。关于金融全球化影响经济增长的实证研究依然没有定论,金融全球化既不是经济增长的必要条件,也不是经济增长的充分条件。在关注传统渠道的研究中,有几种代表性的假说认为金融全球化促进了经济增长,但这些假说受到一些学者的批评,并且被历史经验所证伪;在最新阶段,Kose,Prasad and Taylor(2011)等人提炼出了一些可能有重要作用的门槛变量及其可能的作用机制,对于门槛变量与金融全球化的关系也提出了一些理论线索,为未来的研究开辟了重要的方向。但这些变量之间互动的精确的理论机制,目前尚未研究清楚,该领域的顶级学者们正致力于建立涵盖这组门槛变量的统一的分析框架,但还未建立整体的理论框架。

融入金融全球化的进程对中国经济增长产生越来越重要的影响,但大多数传统的研究只注意到流入中国的大量FDI对中国经济增长产生的部分影响,部分文献研究了作为门槛变量的贸易整合、制度质量和人力资本水平的门槛效应。此外,对中国相关事实的梳理也不够充分,用新的理论框架来研究金融全球化如何影响了中国经济增长尚处于初步阶段,特别是包含金融全球化门槛变量的分析框架能否解释中国的事情才刚刚开始,金融全球化对中国经济增长影响程度的测度就更是难上加难,中国特色的一些因素是否对新的分析框架形成挑战或扩展新的分析框架?关于门槛变量的作用机制及其之间的关系、门槛阈值的测算等等也都需要进一步研究,这都是未来研究的方向。

参考文献

- 陈浪南、陈景煌(2002):《外商直接投资对中国经济增长影响的经验研究》,《世界经济》,第6期。
- 樊纲(2000):《21世纪的金融全球化和国际金融改革》,《中国外汇管理》,第1期。
- 郭熙保、罗知(2009):《外资特征对中国经济增长的影响》,《经济研究》,第5期。
- 戈登斯坦、特纳(2005):《货币错配—新兴市场国家的困境与对策》,社会科学文献出版社。
- 贺力平(2000):《全球化与中国经济可持续发展》,《战略与管理》,第3期。
- 江锦凡(2004):《外国直接投资在中国经济增长中的作用机制》,《世界经济》,第1期。
- 李扬(2001):《经济全球化与金融全球化》,《宏观经济研究》,第3期。
- 马岩(2006):《外商直接投资对我国经济增长的效应》,《统计研究》,第3期。
- 米什金、弗雷德里克(2007):《下一轮伟大的全球化金融体系与落后国家的发展》,中信出版社。
- 沈坤荣、耿强(2001):《外国直接投资、技术外溢与内生经济增长》,《中国社会科学》,第5期。
- 王成岐、张建华、安辉(2002):《外商直接投资、地区差异与中国经济增长》,《世界经济》,第4期。
- 魏尚进(2005):《金融全球化》,载于《名家学术演讲录》第一辑(田国强主编),上海财经大学出版社。
- 吴林海、陈继海(2003):《集聚效应、外商直接投资与经济增长》,《管理世界》,第8期。
- 余永定(1999):《金融全球化形成的原因与条件》,《宏观经济研究》,第3期。
- Azman-Sainia, W., S. Lawa and A. Ahmadi (2010): "FDI and Economic Growth: New Evidence on the Role of Financial Markets", *Economics Letters*, 107, 211–213.

- Barro, R. and X. Sala-i-Martin (1995): *Economic Growth*, McGraw-Hill, Cambridge, MA.
- Bartolini, L. and A. Drazen (1997): "Capital-Account Liberalization as a Signal", *American Economic Review*, 87, 138-154.
- Bekaert, G., C. Harvey and C. Lundblad (2011): "Financial Openness and Productivity", *World Development*, 39, 1-19.
- Berthélemy, J-C and S. Démurger (2000): "Foreign Direct Investment and Economic Growth: Theory and Application to China", *Review of Development Economics*, 4, 140-155.
- Borensztein, E., J. Gregorio and J-W. Lee (1998): "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics*, 45, 115-135.
- Catão, L. (2007): "Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look", *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, University of Chicago Press.
- Chinn, M., and H. Ito (2008): "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10.
- Chinn, M., and H. Ito (2011): "Financial Globalization and China", forthcoming in the *Encyclopedia of Financial Globalization*, edited by Gerard Caprio, et al. (Elsevier).
- Claro, S. (2009): "FDI Liberalization: As a Source of Comparative Advantage in China", *Review of Development Economics*, 13.
- Collins, S. (2007): "Comments on Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries by Prasad, E., K. Rogoff, Wei, and M. Kose". In: A. Harrison (Ed.), *Globalization and Poverty*. National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache (1998): "Financial Liberalization and Financial Fragility", In *Proceedings of Annual Bank Conference on Development Economics*, Washington, DC, 20-21 April.
- Fernando, A. and J. Ventura (2010): "Rethinking the Effects of Financial Liberalization", Working Paper Series, 16640.
- Gourinchas, P-O and O. Jeanne (2002): "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies", Preliminary and Incomplete Paper.
- Greenwood, J. and B. Smith (1997): "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 145-181.
- Henry, P. (2007): "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation", *Journal of Economic Literature*, 45, 887-935.
- Imbs, J. and R. Wacziarg (2003): "Stages of Diversification", *American Economic Review*, 93, 63-86.
- International Monetary Fund (2006): *IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- Ito, H. (2004): "Is Financial Openness a Bad Thing? An Analysis on the Correlation Between Financial Liberalization and the Output Performance of Crisis-Hit Economies", UCSC Working Paper series #4-23.
- Ito, H. (2006): "Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization", *North American Journal of Economics and Finance*, 17, 303-327.
- Joyce, J. and M. Nabar (2009): "Sudden Stops, Banking Crises and Investment Collapses in Emerging Markets", *Journal of Development Economics*, 90, 314-322.
- Kawai, M., R. Newfarmer, and S. Schmukler (2001): "Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons", World Bank Policy Research Working Paper No. 2610.
- Kawai, M., R. Newfarmer and S. Schmukler (2005): "Finance Crisis: Nine Lessons from East Asia", *Eastern Economic Journal*, 31.
- Kaminsky, G. and C. Reinhart (1999): "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, 89, 473-500.
- Kaminsky, G., C. Reinhart and C. Vegh (2003): "The Unholy Trinity of Financial Contagion", NBER Working Paper No. 10061.
- Kaufmann, D., A. Kraay and M. Mastruzzi (2009): "Governance Matters III: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2008", IMF Working Paper, 09/164.
- Kose, M., E. Prasad., K. Rogoff and Wei (2009): "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Staff Papers, 56, No. 1.
- Kose, M., E. Prasad., K. Rogoff and Wei (2010): "Financial Globalization and Economic Policies", *Handbook of Development Economics*, Vol. 5.

- Kose, M., E. Prasad and A. Taylor (2011): "Thresholds in the Process of International Financial Integration", *Journal of International Money and Finance*, 30, 147–179.
- Kose, M., E. Prasad and M. Terrones (2006): "How do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility", *Journal of International Economics*, 69, 176–202.
- Lane, P. and G. Milesi-Ferretti (2003): "International Financial Integration", IMF Staff Papers, Vol. 50, IMF Third Annual Research Conference.
- Law, S. and W. Azman-Saini (2008): "The Quality of Institutions and Financial Development", *MPRA Paper No. 12107*, Posted 12. December UTC.
- Law, S., W. Azman-Saini and M. Ibrahim (2013): "Institutional Quality Thresholds and the Finance–Growth nexus", *Journal of Banking & Finance*.
- Levine, R. (2001): "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, 9, 688–702.
- Lucas, R. (1990): "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, 80, 92–96.
- Ma (2009): "External Shocks, Balance Sheet Contagion, and Speculative Attack on the Pegged Exchange Rate System", *Review of Development Economics*, 13, 87–98.
- Masson, P. (1999): "Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibrium", *Journal of International Money and Finance*, 18, 587–602.
- McKinnon, R. (1973): "Money and Capital in Economic Development". Washington, D.C: Brookings Institution.
- Obstfeld, M. (2009): "International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?", IMF Staff Papers.
- Osada, M. and M. Saito (2010): "Financial Integration and Economic Growth: An Empirical Analysis Using International Panel Data from 1974–2007", www.bis.org/repo/officepubl/arpresearch201003.13.pdf.
- Prime, P. and J. Park (1997): "China's Foreign Trade and Investment Strategies: Implication for the Business Environment", *Business Economics*, 32, Publisher: The National Association for Business Economists.
- Prasad, E. and Wei (2007): "The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations." In: S. Edwards (Ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago: University of Chicago Press.
- Rothemberg, A. and F. Warnock (2006): "Sudden Flight and True Sudden Stops", IIS Discussion Paper No. 187.
- Saint-Paul, G. (1992): "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, 36, 763–781.
- Stiglitz, J. (2000): "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, 28, 1075–1086.
- Stiglitz, J. (2004): "Capital-market Liberalization, Globalization, and the IMF", *Oxford Review of Economic Policy*.
- Stiglitz, J. (2010): "Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May be Undesirable", NBER Working Paper 15718.
- Sumei, T., E. Selvanathan and S. Selvanathan (2008): "Foreign Direct Investment, Domestic Investment, and Economic Growth in China", Research Paper No. 19.
- Whalley, J. and Xu (2010): "China's FDI and non-FDI Economies and the Sustainability of Future High Chinese Growth", *China Economic Review*, March, 123–135.
- Zhang, K. (2001): "How Does Foreign Capital Affect Economic Growth in China", *Economics of Transition*, 9, 679–693.

(责任编辑:罗 滢)