

资本账户开放会影响收入不平等吗

——来自149个国家或地区的经验证据

余丹(博士)

【摘要】随着全球金融一体化程度不断加深,许多国家或地区对跨境金融交易限制不断降低,资本账户开放度指数稳步上升。采用1970~2010年间149个国家或地区的面板数据,探讨资本账户对收入分配不平等的影响路径。研究结果显示:随着资本账户开放程度增加,基尼指数显著上升,收入不平等加剧。资本账户开放对收入不平等的影响机制在发达经济体和发展中经济体是存在差异的,资本账户开放加剧收入不平等的效应在发展中经济体更加明显。进一步研究发现,资本账户开放对收入不平等的影响渠道主要包括两条:一是当金融市场欠发达、金融包容性低时,资本账户自由化的不平等分配效用会显著增强。当金融包容性很低时,资本账户自由化将无法有效降低贫困率。二是金融危机时期资本账户自由化的不平等分配效应会显著增加。基于此,建议我国在金融市场发展水平达到一定程度时再考虑开放资本账户。

【关键词】资本账户开放;收入不平等;金融市场发展水平;金融包容;金融危机

【中图分类号】F821 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)20-0169-8

一、引言

近年来,随着全球金融一体化程度不断加深、人民币国际化进程不断加快以及跨境金融交易门槛不断降低,资本账户开放相关问题成为人们讨论的焦点。当前,围绕资本账户开放讨论的议题主要包括:资本账户开放的条件是什么、当前我国资本账户是否应该开放、资本账户应该如何开放、资本账户开放对我国经济和金融方面产生的影响等^[1]。具体来看:对于资本账户开放的条件和开放时机,部分学者认为我国开放资本账户的条件已经成熟,而另一部分学者则持反对态度,认为不应过早开放资本市场;对于资本账户开放的经济金融影响,新自由主义观点认为资本账户开放可以促进金融发展、提高经济效率、促进经济增长,但结构经济学主义和后凯恩斯主义则认为资本账户开放会带来资本外逃、引发金融危机、造成经济波动^[2]。

可见,国内学者当前关注的焦点仍然停留在是否应该开放资本账户以及资本账户开放对经济增长

和金融稳定的影响的讨论上。实际上,国际货币基金组织(IMF)、世界银行(World Bank)等国际机构的学者已经开始关注资本账户开放带来的社会影响,特别是对收入不平等的影响。Piketty^[3]在分析资本对收入分配的作用时指出,资本收益将会加剧收入不平等,进而导致贫富差距增加。在这种情形下,资本账户的开放,将进一步提高资本在全球金融市场的配置效率和收益,加剧收入不平等。

那么,资本账户开放是否会加剧收入不平等?资本账户开放是否会降低社会福利水平?从国际金融理论视角来看,资本账户开放可以提高金融全球化水平,有助于风险在全球市场进行分散,促进经济长期增长,降低收入不平等,减少社会福利^[4]。但是,也有反对的观点认为,资本账户开放增加了国际金融危机对本地市场的负面冲击,会加剧收入不平等,减少社会福利^[5]。因此,在全球资本账户开放实践中,资本账户开放如何影响收入不平等,仍然是有待深入探究的课题。

本文将采用1970~2010年149个国家或地区的面板数据,集中探讨资本账户开放对收入分配不平等的影响及其影响机制。本文主要的贡献包括两个方面:一是拓展了研究样本。以往文献更多集中在单个国家或者新兴市场,笔者将研究对象拓展至发达、新兴的和低收入经济体,共149个国家或地区。二是实证分析了资本账户开放对收入不平等的影响机制,包括金融发展水平和金融危机渠道。本文的实证结论对我国进行资本账户开放决策具有重要的参考意义,结合实证分析结果,文章提出了我国资本账户开放的政策建议。

二、理论分析与研究假设

1. 资本账户开放对收入不平等的影响。除对金融稳定和经济增长的影响外,对收入不平等的影响也是资本账户是否开放争议中的重要议题。Kose等^[4]通过理论建模分析,发现资本账户开放有助于提高金融全球化水平,促进经济长期增长,降低收入不平等,增加社会福利。Frost、Stralen^[6]在Kose等^[4]的模型中引入了金融发展等宏观经济因素后分析发现,资本账户开放会显著加剧收入不平等,但是随着宏观经济状况的不断优化,这种效应会显著降低。Lagarda等^[7]通过构建小型经济体国际金融理论框架,分析了资本账户开放对收入不平等的影响,结果同样显示资本账户开放对收入不平等的影响机制受到了金融市场发展程度等环境因素的影响,在金融市场发展程度较低的国家或地区资本账户开放会加剧收入不平等,但是在金融市场发展程度较高的国家或地区资本账户开放则会降低收入不平等。

Furceri、Loungani^[8]通过对发达经济体和发展中经济体样本进行分析发现,虽然在发达经济体和发展中经济体,资本账户开放对收入不平等的影响存在一定的差异,但是随着资本账户开放程度的增加,其均会显著增加收入不平等。Shahbaz等^[9]认为资本账户开放会显著加剧巴基斯坦农村和城市的收入不平等,但是资本账户开放对农村收入不平等的影响程度要显著大于城市,他们认为造成该现象的原因主要是农村和城市金融市场发展程度存在差异引起的金融可获得性不同。Dong^[10]基于八个新兴市场数据分析了资本账户开放对生活水平和收入不平等的影响,结果显示资本账户开放加剧了新兴市场国家或地区的收入不平等,对收入水平不同的居民生活水平带来了不同的影响。此外,Larrain^[11]基于23个工业化国家或地区的样本展开分析,结果同样

发现资本账户开放会显著加剧收入不平等。可见,国际实证经验大多显示,资本账户开放会加剧收入不平等,与Frost、Stralen^[6]的主要理论分析结论一致。

综合理论和实证分析,笔者针对资本账户开放对收入不平等的影响提出第一个研究假设。

假设1:资本账户开放程度的增加,会显著加剧收入不平等。

2. 资本账户开放对收入不平等的影响机制。现有文献对于资本账户开放对收入不平等的影响渠道展开了大量的分析,主要影响渠道可以划分为风险分担渠道和金融危机冲击渠道。这两条渠道从不同的视角为资本账户开放对收入不平等的影响机制提供了解释:风险分担渠道主要突出了金融市场的作用,强调资本账户开放将会有效促进金融市场的风险分担机制,熨平了居民的消费风险,降低收入不平等;金融危机冲击渠道主要强调了资本账户开放会强化风险的国际传导路径,使得金融危机对不同收入水平的人群带来不同水平的冲击,特别是对低收入水平人群造成更大负面的冲击,加剧收入不平等^[12]。下面,笔者将对风险分担渠道和金融危机冲击渠道相关文献的主要观点展开梳理。

第一,风险分担渠道。Kose等^[4]认为,资本账户开放会通过风险分担的方式对国内消费进行平滑,可以有效降低收入不平等。这种风险分担机制会依赖于金融市场发展水平,在金融水平发展程度较高的市场,该效应较为显著;在金融水平发展程度较低的市场,该效应的显著性会降低甚至消失。Bumann、Lensink^[13]同样强调,资本账户开放的风险分担渠道受到了金融市场发展水平的影响:在金融市场较为发达的国家或地区,资本账户开放可以通过平稳化消费和降低波动性来降低收入不平等;但在信贷市场欠发达、金融包容性低的国家或地区,资本账户开放可能无法显著降低收入不平等,甚至可能会加剧收入不平等。特别地,在金融包容性很低的国家或地区,资本账户自由化降低贫困率的作用甚至会消失^[14]。Lim、Mcnelis^[15]认为,资本账户开放将会加剧收入不平等,但是这种影响机制会随着资本市场发展程度的不同表现出差异性,具体来看:在资本市场发展程度较高的国家或地区,资本账户开放会通过风险分担的方式对国内消费进行平滑,会显著降低收入不平等的加剧效应;但在资本市场发展程度较高的国家或地区,资本账户开放无法通过风险分担渠道降低收入不平等。Furceri等^[16]指出,与金融包

容程度较高的国家或地区相比,资本账户开放使得金融包容程度较低的国家或地区收入不平等的程度更加严重。金融包容程度的差异导致风险分担渠道不同,进而产生了资本账户开放对收入不平等的异质性影响机制。因此,在风险分担渠道成立的条件下,资本账户开放对收入不平等的影响机制会随着金融市场发展程度的提高而降低。也就是说,金融市场发展程度越高,资本账户开放加剧收入不平等的效应会越弱;而金融市场发展程度越低,资本账户开放加剧收入不平等的效应也会越强。

第二,金融危机冲击渠道。该渠道主要是指金融危机对资本账户开放的经济体产生更大的冲击。Haan、Sturm^[17]指出,在资本账户开放的经济体中,金融危机主要通过两个渠道对收入不平等产生影响:一是金融危机会通过影响金融资产价格,对富裕人群收入产生相对较大的冲击,进而降低收入不平等;二是金融危机可能带来长期衰退,影响穷人收入,加剧收入不平等。但是,他们还指出,在资本账户开放的经济体中,金融危机对收入不平等的总体影响是不明确的,总体影响取决于这两条渠道的加总。Grabka^[18]基于德国样本的研究结果同样表明,金融危机期间,资本账户开放加剧收入不平等的效应会显著增强。王娜^[1]同样指出,资本账户自由化将会增加引发金融危机的可能性,进而影响收入分配机制,最终加剧收入不平等。可见,在金融危机冲击渠道成立的条件下,金融危机期间,资本账户开放加剧收入不平等的效应将会显著加强。

基于此,笔者针对资本账户开放影响收入不平等的机制提出以下两条研究假设:

假设2:当金融市场发展程度较低时,资本账户开放加剧收入不平等的效应较强。

假设3:金融危机时期资本账户开放加剧收入不平等的效应会显著增强。

三、变量、数据来源与模型构建

1. 变量与数据来源。本文采用了1970~2010年间的149个国家或地区基尼系数的面板数据,基尼系数取自标准化世界收入不平等数据库(SWIID)。数据显示,在样本期内,基尼系数的取值范围为0.18~0.78,均值为0.36。在中低收入国家,基尼系数普遍偏高,显示了收入不平等问题较为严重。同时,本文还采用Atkinson等^[19]的研究中高收入份额数据和世界银行的贫困率数据作为基尼系数的补充。样本中,高收入份额的均值为0.395,标准差为1.862。

贫困率的均值为0.053,标准差为1.337。

此外,本文利用资本账户限制的法律指标度量金融全球化程度,资本账户开放数据参考Chinn、Ito^[20]的方法获取。该指数是基于汇率制度、经常账户管制、资本账户管制和出口收入上缴管制这四方面管制内容设置的虚拟变量。在本文样本中,资本账户开放变量的均值为-0.344,标准差为0.942。其中,资本账户开放指数最大值为0.854,最小值为-0.703。

除资本账户开放以外,同样还有其他因素会对收入不平等产生影响。为了控制其他影响收入不平等的因素,本文还选取了经济、金融以及社会就业方面的变量。具体包括:人均GDP、GDP增长率、城市化率、通货膨胀率、失业率、金融包容程度、金融相关率、浮动汇率制度、金融危机^[21]等变量。上述变量的定义以及描述性统计结果参见表1。

为了检验自变量之间是否存在多重共线性问题,下面对主要变量的相关性系数进行分析,结果如表2所示。从变量的相关性系数矩阵可以看出以下两点:第一,本文选取的自变量与因变量基尼系数之间存在显著的相关关系,这从侧面印证了自变量选取的合理性。第二,自变量之间的相关性系数显著性不高,且相关性系数较小(小于0.5),这为后文模型设定避免多重共线性问题提供了解释。因此,变量的相关性矩阵分析,实际上为模型设定的合理性提供了一定的依据。

2. 实证模型构建。为了分析资本账户开放对收入不平等的影响,参照Jauch、Watzka^[22]和Furceri、Loungani^[8]实证模型的构建方法,笔者首先构建了本文的基准模型,如下所示:

$$\begin{aligned} \text{gini}_{it} = & \beta + \beta_{11} \text{kaopen}_{it} + \beta_{12} \log \text{GDP}_{it} + \\ & \beta_{13} \text{gdpgrowth}_{it} + \beta_{14} \text{urban}_{it} + \beta_{15} \text{inflation}_{it} + \\ & \beta_{16} \text{unemployment}_{it} + \beta_{17} \text{FII}_{it} + \beta_{18} \text{FIR}_{it} + \beta_{19} \text{FER}_{it} + \\ & \beta_{110} \text{Crisis}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

在模型(1)中,回归系数 β_{11} 表示资本账户开放对收入不平等的影响。当 $\beta_{11} > 0$ 且显著时,表示随着资本账户开放程度增加,收入不平等程度会显著增加。当 $\beta_{11} < 0$ 且显著时,表示随着资本账户开放程度增加,收入不平等程度会显著降低。当 $\beta_{11} = 0$ 或该回归系数不显著时,则表示随着资本账户开放程度增加,收入不平等程度没有显著变化。

为了进一步探讨资本账户开放程度对收入不平等的影响机制,笔者在基准回归模型中分别引入资

表 1

变量说明及描述性统计

变量	变量名	定义	均值	标准差	最大值	最小值	数据来源或参考资料
gini	基尼系数	基尼系数越大,表示不平等程度越高	0.360	1.762	0.780	0.180	The Standardized World Income Inequality Database
kaopen	资本账户开放程度	基于汇率制度、经常账户管制、资本账户管制和出口收入上缴管制这四方面管制内容设置的虚拟变量	-0.344	0.942	0.854	-0.703	Chinn、Ito ^[20]
logpGDP	人均GDP	利用人均实际GDP的自然对数值来度量	3.604	4.235	5.126	0.953	World Development Indicator
gdpgrowth	GDP增长率	GDP增长率	0.034	1.134	0.145	0.005	World Development Indicator
urban	城市化率	城镇人口占总人口比例	0.058	1.995	0.620	0.014	World Development Indicator
inflation	通货膨胀率	利用消费者价格指数来度量	2.542	3.927	16.500	0.500	World Development Indicator
unemployment	失业率	利用失业率来表示	2.145	2.54	4.500	0.500	World Development Indicator
FII	金融包容程度	利用金融包容指数来度量,指数数值越高代表金融包容程度越高;相反,指数数值越低表示金融包容程度越低	36.300	1.951	87.000	12.500	World Bank
FIR	金融相关率	利用金融相关率来度量,计算方法为金融资产与GDP的比值	1.794	2.479	4.034	0.696	World Bank、IMF
FER	浮动汇率制度	该国家或地区是否为浮动汇率制度。若该国家或地区是浮动汇率制度,该变量取值为1,否则取值为0	0.310	1.429	1	0	IMF
Developed	发达经济体	该国家或地区是否为发达经济体。当该国家或地区为发达经济体时,该变量取值为1,否则取值为0。实证过程中,会区分两个样本组分别进行回归分析	0.398	1.157	1	0	IMF
Crisis	金融危机	该年份是否发生了金融危机。若该年份发生了金融危机,该变量取值为1,否则取值为0	0.175	1.817	1	0	Brunnermeier、Pedersen ^[21]
TopIRatio	高收入份额	利用世界银行公布的高收入比重来表示	0.395	1.862	0.630	0.135	World Bank
PoorRatio	贫困率	利用贫困率来表示	0.053	1.337	0.245	0.012	Atkinson等 ^[19]

本账户开放程度和金融市场发展程度变量的交乘项以及资本账户开放程度和金融危机变量的交乘项,具体形式如下所示:

$$\begin{aligned} \text{gini}_{it} = & \beta + \beta_{21}\text{kaopen}_{it} + \beta_{22}\text{kaopen}_{it} \times \text{FII}_{it} + \\ & \beta_{23}\text{logpGDP}_{it} + \beta_{24}\text{gdpgrowth}_{it} + \beta_{25}\text{urban}_{it} + \\ & \beta_{26}\text{inflation}_{it} + \beta_{27}\text{unemployment}_{it} + \beta_{28}\text{FII}_{it} + \beta_{29}\text{FIR}_{it} + \\ & \beta_{30}\text{FER}_{it} + \beta_{31}\text{Crisis}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{gini}_{it} = & \beta + \beta_{31}\text{kaopen}_{it} + \beta_{32}\text{kaopen}_{it} \times \text{FIR}_{it} + \\ & \beta_{33}\text{logpGDP}_{it} + \beta_{34}\text{gdpgrowth}_{it} + \beta_{35}\text{urban}_{it} + \\ & \beta_{36}\text{inflation}_{it} + \beta_{37}\text{unemployment}_{it} + \beta_{38}\text{FII}_{it} + \beta_{39}\text{FIR}_{it} + \\ & \beta_{40}\text{FER}_{it} + \beta_{41}\text{Crisis}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

在模型(2)和模型(3)中,笔者利用金融包容程度和金融相关率这两个指标来度量金融市场发展程度,并通过它们与资本账户开放指数的交乘项来度量金融市场发展程度不同时资本账户开放程度对收入不平等的影响。需要指出的是,这里的金融包容程度和金融相关率均是连续变量。

在模型(2)中,当 $\beta_{22} > 0$ 且显著时,表示随着金融包容程度的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度会显著增加。当 $\beta_{22} < 0$ 且显著时,则表示随着金融包容程度的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度会显著减弱。当 $\beta_{22} = 0$ 或该回

相关性系数矩阵

变量	gini	kaopen	logpGDP	Gdpgrowth	urban	inflation	unem-employment	FII	FIR	FER	Developed	Crisis	TopIRratio	PoorRatio
gini	1													
kaopen	0.197***	1												
logpGDP	-0.096***	0.074*	1											
gdpgrowth	-0.127***	0.350*	0.291**	1										
urban	-0.161***	-0.326	0.271	0.137	1									
inflation	0.235***	0.172*	0.264*	0.136*	-0.055*	1								
unemployment	0.096**	-0.074*	-0.061*	-0.058**	0.162**	0.123*	1							
FII	-0.284***	0.063*	0.046**	0.243**	-0.145***	0.127***	-0.166	1						
FIR	-0.189***	-0.165***	-0.026***	-0.093	0.252**	-0.124	-0.138*	-0.732***	1					
FER	0.047*	-0.092	0.275*	0.018	-0.037	0.045**	-0.031*	0.219	0.037	1				
Developed	-0.148**	0.056***	0.057***	-0.015	-0.071	-0.046	0.036*	0.057	-0.223	0.039*	1			
Crisis	0.197***	-0.068*	-0.066*	-0.097*	0.243	-0.095**	-0.120	-0.752	-0.074	-0.128	-0.152*	1		
TopIRratio	-0.144**	-0.132***	0.108***	0.033***	0.129***	-0.128***	-0.053**	0.042	0.075***	-0.253**	0.012	0.210***	1	
PoorRatio	0.156***	0.106***	-0.084***	-0.042***	-0.215***	0.283***	0.152***	-0.029***	-0.203***	0.012	-0.119***	-0.127***	0.105***	1

注:***、**、*分别表示 $p < 0.01$ 、 $p < 0.05$ 、 $p < 0.1$ 。下同。

归系数不显著时,表示随着金融包容程度的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度没有显著变化。

在模型(3)中,当 $\beta_3 > 0$ 且显著时,表示随着金融市场发展程度(利用金融相关率来表示,两者是正相关关系)的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度会显著增加。当 $\beta_3 < 0$ 且显著时,则表示随着金融市场发展程度的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度会显著减弱。当 $\beta_3 = 0$ 或该回归系数不显著时,表示随着金融市场发展程度的增加,资本账户开放程度对收入不平等的影响强度没有显著影响。

$$gini_{it} = \beta + \beta_{41}kaopen_{it} + \beta_4kaopen_{it} \times Crisis_{it} + \beta_{42}logpGDP_{it} + \beta_{43}gdpgrowth_{it} + \beta_{44}urban_{it} + \beta_{45}inflation_{it} + \beta_{46}unemployment_{it} + \beta_{47}FII_{it} + \beta_{48}FIR_{it} + \beta_{49}FER_{it} + \beta_{410}Crisis_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

模型(4)比较了金融危机期间和正常时期资本账户开放对收入不平等的影响机制是否存在差异,该模型中笔者主要关注 $\beta_{41} + \beta_4$ 的估计值。当 $\beta_{41} + \beta_4 > 0$ 且显著时,表示在金融危机期间,随着资本账户开放程度增加,收入不平等程度会显著上升。当 $\beta_{41} + \beta_4 < 0$ 且显著时,表示在金融危机期间,随着资本账户开放程度增加,收入不平等程度会显著降低。当 $\beta_{41} + \beta_4 = 0$ 或回归系数不显著时,表示资本账户开放程度对收入不平等的影响机制并没有受到金融危机因素的影响。

四、实证分析

1. 资本账户开放与收入不平等。回归结果如表3所示。首先,在表3第(1)列中,笔者在回归模型中仅引入资本账户开放程度变量,同时控制年份效应,回归结果显示,随着资本账户开放程度增加,基尼系数会显著上升。其次,在表3第(2)列中,笔者加入控制变量,结果依然显示,基尼指数会随着资本账户开放程度增加而上升。最后,为了控制国别差异,笔者进一步引入了固定效应模型,控制年份和国别差异,回归结果如表3第(3)列所示。该结果显示,资本账户开放程度每增加一个单位,基尼系数将会显著增加0.016个单位。可见,随着资本账户开放程度增加,收入不平等会显著加剧,假设1成立。

表3 资本账户开放与收入不平等

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	gini	gini	gini	Developed=1	Developed=0
kaopen	0.023*** (0.064)	0.017*** (0.056)	0.016*** (0.064)	0.013* (0.070)	0.034*** (0.049)
logpGDP		-0.751*** (0.197)	-0.104* (0.055)	-0.213*** (0.074)	-0.055** (0.023)
gdpgrowth		-0.036*** (0.112)	-0.105*** (0.028)	-0.129*** (0.042)	-0.028** (0.012)
urban		-0.432*** (3.084)	-0.477*** (2.762)	-0.108*** (3.254)	0.530 (4.459)
inflation		0.184* (0.100)	0.093* (0.020)	0.013* (0.017)	0.023*** (0.006)
unemployment		0.835*** (0.177)	0.025*** (0.007)	0.024** (0.008)	0.046* (0.003)
FII		-0.521*** (0.174)	-0.519*** (0.176)	-0.843*** (0.134)	-0.655*** (0.086)
FIR		-0.860*** (0.050)	-0.324*** (0.065)	-0.310*** (0.058)	-0.032*** (0.048)
FER		0.451*** (0.159)	0.803 (0.120)	0.829 (0.120)	0.592** (0.052)
Crisis		0.084*** (0.175)	0.518*** (0.190)	0.359*** (0.187)	0.286*** (0.118)
Constant	2.358*** (0.264)	2.494*** (0.520)	1.685*** (1.144)	1.318*** (2.273)	2.976*** (0.597)
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country Fixed Effect	No	No	Yes	Yes	Yes
Observations	5420	5420	5420	2157	3263
Adj. R ²	0.046	0.363	0.704	0.717	0.725

注：括号内数值为标准误，下同。第(4)列为发达经济体样本的回归结果，第(5)列为发展中经济体样本的回归结果。

进一步考察发达经济体和发展中经济体中资本账户开放对收入不平等的影响机制是否存在差异，笔者分别对发达经济体和发展中经济体样本进行回归，回归结果分别如表3中的第(4)和(5)列所示。结果显示，与总样本相比，在发达经济体样本中，资本账户开放程度对基尼系数的影响的显著性较低，且影响强度也较低；在发展中经济体样本中，资本账户开放程度依然会显著增加基尼系数，且影响强度更高。该结果说明，资本账户开放对收入不平等的影响机制在发达经济体和发展中经济体是存在差异的，资本账户开放加剧收入不平等的效应在发展中经济体更加明显。下文将进一步对其中的原因展开分析。

2. 金融发展水平、资本账户开放与收入不平

等。Furceri、Loungani^[8]指出金融发展程度会导致资本账户开放产生不同的效果，那么，发达经济体和发展中经济体中资本账户开放对收入不平等产生的异质性影响是否同样是由于金融发展水平的差异引起的。为了对该研究假设进行检验，本文对实证模型(2)和(3)进行回归，回归结果如表4中的第(1)和(2)列所示。

表4中的第(1)列回归结果显示了随着金融包容程度的变化，资本账户开放程度对收入不平等的影响机制的差异。从回归系数可以看出，随着金融包容程度的增加，资本账户开放程度加剧收入不平等的效应会显著降低。这说明，在金融包容程度较低的经济体，资本账户开放会加剧收入不平等。随着金融包容程度的增加，资本账户开放程度加剧收入不平等的效应会显著降低。当金融包容指数达到一定水平后，资本账户开放将会呈现显著降低收入不平等的效应。

表4中的第(2)列回归结果显示，随着金融市场发展程度(利用金融相关率来度量)的变化，资本账户开放程度对收入不平等的影响机制的差异。从回归系数可以看出，随着金融市场发展程度的增加，资本账户开放程度加剧收入不平等的效应会显著降低。这说明，在金融市场发展程度较低的经济体，资本账户开放会加剧收入不平等。随着金融市场发展程度的不断提高，资本

账户开放加剧收入不平等的效应会随之降低。当金融市场发展达到一定水平后，资本账户开放将会显著降低收入不平等。

因此，无论是采用金融包容指数还是金融相关率指标，实证结果均显示：随着金融市场完善程度不断提高，资本账户开放加剧收入不平等的效应会显著降低，假设2成立。该结论也为发达经济体和发展中经济体中资本账户开放对收入不平等的异质性影响机制提供了解释。

3. 金融危机、资本账户开放与收入不平等。表4中的第(3)列结果显示了金融危机是否影响资本账户开放加剧收入不平等的效应。结果显示，金融危机时期与正常时期，资本账户开放程度对收入不平等的影响机制存在显著性差异。在正常时期，资本账户

表 4 资本账户开放对收入不平等的影响机制分析结果

变量	(1)	(2)	(3)
	gini	gini	gini
kaopen	0.012*** (1.130)	0.013*** (1.857)	0.013*** (1.106)
kaopen×FII	-0.019*** (0.037)		
kaopen×FIR		-0.021*** (1.036)	
kaopen×Crisis			0.005*** (1.369)
logpGDP	-0.103*** (0.147)	-0.098** (0.043)	-0.032*** (0.035)
gdpgrowth	-0.096*** (0.027)	-0.160 (0.179)	-0.120*** (0.032)
urban	-0.319*** (1.709)	-0.586*** (1.822)	-0.112*** (1.314)
inflation	0.031** (0.020)	0.163* (0.020)	0.024 (0.020)
unemployment	0.085 (0.007)	0.043 (0.017)	0.039 (0.043)
FII	-0.508*** (0.184)	-0.517*** (0.180)	-0.597*** (0.165)
FIR	-0.318*** (0.064)	-0.323*** (0.065)	-0.358*** (0.064)
FER	-0.805*** (0.120)	-0.803*** (0.120)	-0.805*** (0.119)
Crisis	0.155*** (0.041)	0.160*** (0.042)	0.321*** (0.074)
Constant	2.756*** (1.206)	1.533 (2.847)	2.767*** (1.228)
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes
Country Fixed Effect	Yes	Yes	Yes
Observations	5420	5420	5420
Adj. R ²	0.724	0.731	0.729

开放每增加一个单位,基尼系数将会显著增加0.013个单位。在金融危机时期,资本账户开放每增加一个单位,基尼系数将会显著增加0.018个单位。因此,金融危机期间,资本账户开放加剧收入不平等的效应会显著增强,假设3成立。

4. 稳健性检验。笔者将分别基于以下几方面因素进行稳健性检验:

第一,其他指标度量。上述实证分析中对收入不平等的度量一直采用基尼系数,那么如果更换其他指标来度量收入不平等,上述结论是否仍然成立?基于此,笔者分别选用了世界银行公布的高收入比重数据和 Atkinson 等^[19]采用的贫困率数据来度量收

入不平等,重新对上文实证模型进行回归,回归结果依然支持上述结论。

第二,内生性问题检验。一方面,资本账户开放会对收入不平等产生影响,而另一方面,收入不平等也会影响资本账户开放的决策,这使得资本账户开放与收入不平等之间存在双向因果关系,进而影响上述结论的稳健性。为此,笔者参照陈金至等^[23]的方法,用滞后一期资本账户开放程度作为资本账户开放程度的工具变量,并对上述所有回归模型重新估计,回归结论依然成立。

基于此,可以认为本文实证分析结论是稳健的。

五、结论

随着全球金融一体化程度不断加深,资本账户开放度指数稳步上升,对资本账户开放与收入不平等之间关系的争议也越来越多。理论上,金融全球化可以促进经济长期增长和增加社会福利等,但是,实际中是否也是如此呢?本文采用1970~2010年间的149个国家或地区的面板数据,探讨了资本账户开放对收入不平等的影响机制。

研究发现:第一,随着资本账户开放程度增加,基尼系数会显著上升。资本账户开放程度每增加1个单位,基尼系数将会显著增加0.016个单位。第二,资本账户开放对收入不平等的影响机制在发达经济体和发展中经济体是存在差异的,资本账户开放加剧收入不平等的效应在发展中经济体更加明显。第三,资本账户开放对收入不平等的影响渠道主要包括两条:一是当金融市场欠发达、金融包容性低时,资本账户自由化的不平等分配效用会显著增强。当金融包容性很低时,资本账户自由化将无法有效降低贫困率。二是金融危机时期资本账户自由化的不平等分配效应会显著增加。

笔者认为并不是所有国家或地区都应当禁止资本账户开放,但需要慎重作出资本账户开放的决策。该实证结论对我国资本账户开放具有一定的政策参考意义。我国金融市场发展水平不断提高、金融包容程度不断提升,为我国资本账户开放提供了较好的条件。从本文结论可以看出,在我国金融市场发展不充分和金融包容程度较低时,资本账户开放会显著加剧收入不平等。只有当金融市场发展水平和金融包容程度达到一定阈值范围以后,资本账户开放才会降低收入不平等。为此,笔者认为我国需要充分发展金融市场和提升金融市场包容程度,为资本账户开放提供充分条件。

主要参考文献:

- [1] 王娜. 资本账户自由化会带来收入分配的不平等吗?[J]. 上海金融, 2016(4):35~39.
- [2] 王曦, 陈中飞, 王茜. 我国资本账户加速开放的条件基本成熟了吗?[J]. 国际金融研究, 2015(1):70~82.
- [3] Piketty T.. About capital in the twenty-first century [J]. American Economic Review, 2015(5):1~15.
- [4] Kose M. A., Prasad E. S., Terrones M. E.. Does financial globalization promote risk sharing? [J]. Journal of Development Economics, 2009(2):258~270.
- [5] Luca Agnello, Ricardo M. Sousa. How do banking crises impact on income inequality? [J]. Applied Economics Letters, 2012(15):1425~1429.
- [6] Frost J., Stralen R. V.. Macroprudential policy and income inequality [J]. Journal of International Money & Finance, 2018(85):278~290.
- [7] Lagarda G., Linares J., Gallagher K. P.. Capital openness and income inequality: A cross-country study and the role of CCTs in latin america [Z]. SSRN Working Paper, 2016.
- [8] Furceri D., Loungani P.. The distributional effects of capital account liberalization [J]. Journal of Development Economics, 2018(1):127~144.
- [9] Shahbaz M., Aamir N., Butt M. S.. Rural-urban income inequality under financial development and trade openness in pakistan: The econometric evidence [J]. Pakistan Development Review, 2007(4):657~672.
- [10] Dong F.. The impact of economic openness on standard of living and income inequality in eight countries [J]. Emerging Markets Review, 2014(21):234~264.
- [11] Larrain M.. Capital account opening and wage inequality [J]. Review of Financial Studies, Society for Financial Studies, 2015(6):1555~1587.
- [12] Arestis P., Caner A.. Capital account liberalisation and poverty: How close is the link? [J]. Cambridge Journal of Economics, 2009(2):295~324.
- [13] Bumann S., Lensink R.. Capital account liberalization and income inequality [J]. Journal of International Money & Finance, 2016(61):143~162.
- [14] Baiardi D., Morana C.. Financial development and income distribution inequality in the euro area [J]. Economic Modelling, 2018(4):40~55.
- [15] Lim G. C., Mcnelis P. D.. Income inequality, trade and financial openness [Z]. Melbourne Institute Working Paper, 2014.
- [16] Furceri D., Ge J., Loungani P.. Dynamic modeling and econometrics in economics and finance [M]. Berlin, Heidelberg: Springer International Publishing, 2017:91.
- [17] Haan J. D., Sturm J. E.. Finance and income inequality: A review and new evidence [J]. European Journal of Political Economy, 2017(12):171~195.
- [18] Grabka M. M.. Income and wealth inequality after the financial crisis: The case of Germany [J]. Empirica, 2015(2):1~20.
- [19] A. B. Atkinson, Salvatore Morelli. Economic crises and inequality [R]. United Nations: Human Development Reports Research Paper, 2011.
- [20] Chinn M. D., Ito H.. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions [J]. Journal of Development Economics, 2006(1):163~192.
- [21] Brunnermeier M. K., Pedersen L. H.. Market liquidity and funding liquidity [J]. Review of Financial Studies, 2009(6):2201~2238.
- [22] Jauch S., Watzka S.. Financial development and income inequality: A panel data approach [Z]. CESifo Munich Working Paper, 2012.
- [23] 陈金至, 尹依依, 钱程. 汇率制度与收入不平等——基于跨国面板数据的研究 [J]. 国际金融研究, 2017(8):43~53.

作者单位:湖北经济学院金融学院,武汉 430205