



资本账户开放 导致收入不均

大卫·福尔切里、普拉卡什·洛嘉尼

1979年6月，在具有里程碑意义的选举中获胜后不久，玛格丽特·撒切尔取消了对“资金进出英国”的限制。她的一些支持者认为这是“她出台的最佳且最具革命性的举措之一”(Heath, 2015)。《每日电讯报》写道：“20世纪70年代是经济黑暗时代”，那时“英国公民会忘记在国外买房、购买外国股票、融资度假……这对经济的影响是灾难性的：企业不愿在英国投资，因为他们甚至很难把钱寄回到自己的国家。”撒切尔废除了“所有这些荒谬的规定，开放了英国资本账户。”

但撒切尔的批评者们持不同的看法。他们认为开放资本账户开启了一个全球趋势，其“负面影响……已证明是令人感到痛苦的”(Schiffirin, 2016)。在他们看来，资本跨国自由流动在理论上可以带来诸多益处，但实际上开放资本账户往往引起经济

波动和金融危机，而这又会对很多人产生不利影响，尤其是那些并不富裕的人。开放资本账户也影响到企业和工人（用经济学家的术语来说，即资本和劳动力）的相对议价能力，因为通常情况下，资本可以比劳动力更轻松地跨越国界。把生产转移至国外的威胁，降低了工人的议价能力及其在收入这块蛋糕中所占的份额。

对资本账户开放的分配效应进行研究之后我们发现，国家采取措施开放资本账户会导致国内收入差距扩大(Furceri和Loungani, 2015)。在以下两种情况下，其影响较为显著：第一，开放资本账户之后，爆发金融危机；第二，金融发展程度较低（即金融机构规模较小并且其进入渠道有限）的国家开放资本账户。我们还发现，开放资本账户后，劳动收入所占份额也随之下降。因此，就像贸易自由化一样，资本账户

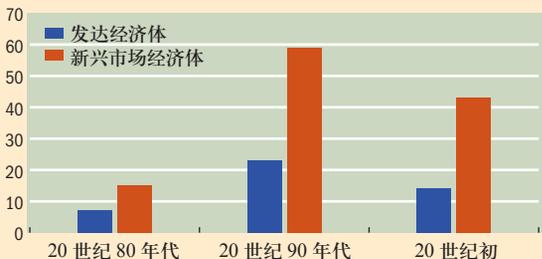
**国家取消对
资本流动的限制后，收入不均日益严重**

图1

普遍的行动

近年来，许多国家已经开放资本账户，废除关于资金进出的规定。

(开放资本账户的国家数量)



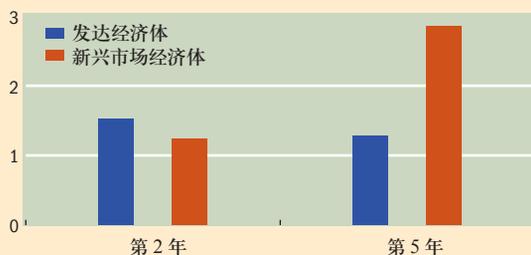
资料来源: Furceri和Loungani (2015)。

图2

坏消息随之而来

废除关于资金进出的规定往往导致收入差距扩大。

(基尼系数的变化, 百分比)



资料来源: Furceri和Loungani (2015)。

注: 基尼系数用以衡量收入差距。如果指数为零, 意味着收入由国民平等共享; 如果指数为100, 则表明所有收入为一人独享。数据所涵盖的时间范围是1970—2010年。

开放也会产生赢家和输家。虽然经济学家一直在研究贸易的分配效应, 但对资本账户开放分配效应的分析才刚刚开始。

推动资本账户开放

1997年10月, 在中国香港举行的年会上, IMF就国家为什么要继续推动全面资本账户开放, 即取消对资金进出国家的限制, 提出了自己的观点。IMF时任第一副总裁费希尔(Stanley Fischer)把资本账户开放称作“发展道路上不可避免且应该鼓励的一步。”费舍尔目前担任美国联邦储备委员会副主席。他指出, 资本账户开放可以确保“居民和政府有利的条款下进行借贷, 随着先进金融技术的引入, 国内金融市场会变得更有效率, 更好地分配储蓄和投资”(Fischer, 1998)。在承认资本账户开放会“使经济更易受到(市场)情绪波动的影响”的同时, 费舍尔认为开放资本账户的潜在好处超过其代价。

就像贸易自由化一样, 资本账户开放也会产生赢家和输家。

许多政府被类似的预测说服, 已经放松对外国资本流动的限制。继撒切尔开放英国资本账户之后, 德国于1984年也采取了类似举措, 而其他欧洲国家在随后十年里也纷纷仿效。在新兴市场经济体中, 智利是开放其资本账户的先行者, 其他几个拉丁美洲的国家在20世纪90年代先后跟进, 然后亚洲新兴市场经济体也加入开放其资本账户的行列。

推动资本账户开放在全球范围内展开。根据IMF跨境金融交易年度报告(IMF, 多个年份)而建立的资本账

户开放度指数显示, 资本账户开放度稳步增长, 表明跨境交易限制已逐步被取消。

我们关注指数的重大变化事件, 因为这些事件更能代表政府为开放资本账户而采取的深思熟虑的政策行动。根据这一标准, 资本账户开放于20世纪90年代达到顶峰, 发达经济体发生了近23起重大变化, 新兴市场经济体则发生了58起(见图1)。当然, 大多数新兴市场经济体刚起步时对资本账户的限制会更严一些, 因此, 即使在走向开放之后, 其平均开放水平仍低于发达经济体。

开放资本账户和收入不均

资本账户开放的这些变化导致收入差距的扩大。基尼系数常用来衡量收入差距, 如果一个国家所有收入都为国民平等共享, 则基尼系数为零, 但如果一国收入被一人独享, 则系数为100。开放资本账户之后, 发达国家和新兴市场经济体的基尼系数都上升了, 换句话说, 收入差距在开放资本账户之后扩大了。从短期(两年后)来看, 资本账户开放对发达国家和新兴市场经济体的影响相似; 但从中期来看, 比如五年后, 新兴市场的收入差距则更大(见图2)。

从数字上来看, 这些影响十分显著。基尼系数一般随着时间的推移而发生微小变化: 基尼系数的标准变化幅度为2%(即在将近70%的时间里, 当基尼系数变化时, 其幅度不超过2%)。因此, 相对于标准变化幅度, 图2所示的影响是相当大的。简而言之, 开放资本账户导致收入差距大幅扩大。

即使把贸易开放度、政府规模变化、产品监管、劳动力、信贷市场等其他决定收入差距的因素考虑进去, 资本账户开放对收入差距的影响仍然不可忽视。

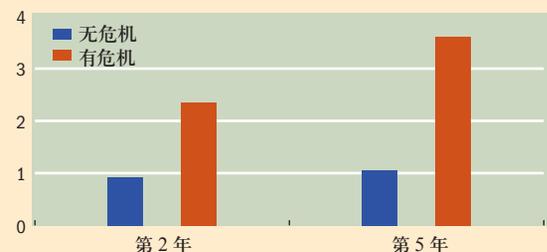
为什么开放资本账户会导致收入差距? 有两个可能的

图3

危机导致形势日益严峻

如果开放资本账户后爆发金融危机，则收入差距的扩大比没有危机时更加严重。

(基尼系数的变化, 百分比)



资料来源: Furceri和Loungani (2015)。

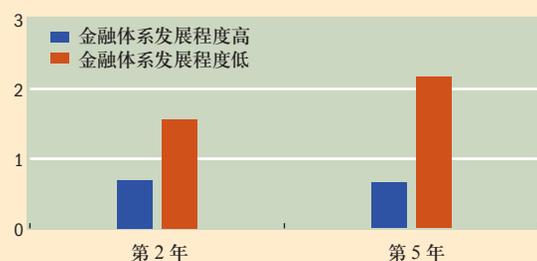
注: 基尼系数用以衡量收入差距。如果指数为零, 意味着收入由国民平等共享; 如果指数为100, 则表明所有收入为一人独享。“金融危机”是一个泛指术语, 用来描述金融资产(如股票和债券)的价值和/或金融机构的健康度急剧而快速下降的情形。数据所涵盖的时间范围是1970—2010年。

图4

金融体系发展程度越深越好

金融体系发展程度较深的国家开放资本账户后, 其收入差距的扩大幅度较小, 而那些金融体系欠发达的国家的收入差距则会进一步扩大。

(基尼系数的变化, 百分比)



资料来源: Furceri和Loungani (2015)。

注: 基尼系数用以衡量收入差距。如果指数为零, 意味着收入由国民平等共享; 如果指数为100, 则表明所有收入为一人独享。数据所涵盖的时间范围是1970—2010年。

原因。首先, 即使费舍尔也承认, 允许外国资本流动可能会成为波动的来源——巨额资本涌入然后涌出, 反之亦然。开放资本账户的批评者坚持认为, 这种波动是危机的根源。比如, 丹尼·罗德里克(Dani Rodrik)曾指出, 1996年有将近1000亿美元的资金涌入五个亚洲经济体, 但次年超过100亿美元的资金发生外流。

罗德里克写道:“因此, 其中三个经济体(印尼、韩国、泰国)陷入严重的经济危机”(1998年)。罗德里克认为这不是一起“孤立事件”, 指出“繁荣与萧条周期不是国际资本流动中的一个小插曲或小缺陷, 而是主线。”

其次, 理论上, 开放资本账户应该能扩大国内借款人获得资金的渠道。而实际上, 这一理论假设能在多大程度上成为现实, 其国内金融机构的实力起着关键作用。但是, 在许多国家, 金融机构并未提供范围广泛的服务, 许多人无法获得信贷(Sahay等人, 2015)。在这种情况下, 开放资本账户只会使信贷偏向富裕者, 从而扩大收入差距。

我们有证据支持这两个论点: 如果开放资本账户之后发生危机, 以及开放资本账户地区的金融深度和金融包容性不足, 那么开放资本账户的影响都会非常显著。

为讨论第一个论点, 我们把资本账户开放后发生和不发生金融危机的两种情况区分开来。开放资本账户对收入差距的影响在这两种情况中表现得明显不同, 如图3所示。具体而言, 在发生危机的情况下, 收入差距在中期将扩大3.5%, 相比而言, 在没有发生危机的情况下, 收入差距仅扩大1%。

因此, 证据表明, 资本账户开放加上金融危机会对收入差距产生重大影响。值得注意的是, 并非所有的金融危机都会导致收入差距的扩大, 因为经济还有抵消作用

(Otker-Robe和Podpiera, 2013)。一方面, 金融危机可能会缩小收入差距, 因为破产和资产价格下跌通常对富人有更大的影响。另一方面, 金融危机伴随着持久的经济衰退, 可能会对穷人的伤害更大, 从而扩大收入差距。

开放资本账户对收入差距的影响也因金融深度和包容性不同而异。我们使用加拿大一家智库弗雷泽研究所(Fraser Institute)的综合指标, 将金融市场发展程度不深的国家与其他国家区分开来。在中期, 金融市场发展程度不深的国家, 其收入差距扩大超过2%, 是金融市场发展程度较深国家的四倍(见图4)。

劳动收入份额缩小

在教科书上的完全竞争模型中, 资本和劳动力这两种生产要素根据它们对公司利润贡献的大小而获得相应报酬。但不完全竞争才是更为现实的世界, 在这里, 经济蛋糕的切分并不只是基于资本和劳动力对利润的相对贡献, 还取决于它们的相对议价能力。罗德里克在他1997年出版的《全球化走得太远了吗?》(Has Globalization Gone Too Far?)一书中指出, 资本账户开放使得竞技场朝着资本这一生产要素中更具流动性的因素倾斜。因为公司可以转至海外运营, 工人的议价能力可能会遭受侵蚀, 并因此失去部分收入份额。

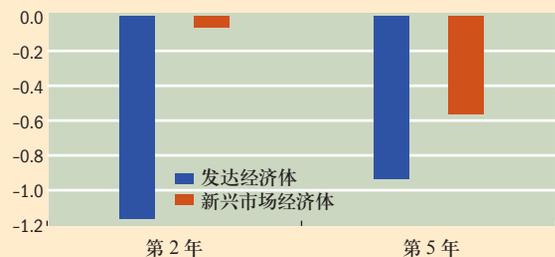
有证据表明, 随着资本账户的开放, 劳动收入所占份额明显下降(见图5)。看看比短期影响更易准确衡量的中期影响, 即可发现, 发达经济体劳动收入所占份额下降约1个百分点, 而新兴市场经济体则下降约0.6个百分点。和用基尼系数衡量收入差距时一样, 这些影响都是非常大的。劳动收入份额的变化有一个2.25个百分点的标准幅度

图5

工人受损

金融自由化之后，劳动收入份额下降，发达经济体较之新兴市场经济体而言更加如此。

(劳动收入占国民收入份额的变化，百分比)



资料来源: Furceri和Loungani (2015)。

(即在将近 70% 的时间里，如果劳动收入份额发生变化，变化幅度总是小于 2.25 个百分点)。因此，资本账户开放和劳动收入份额大幅下降是相关联的。

资本账户开放和劳动收入份额大幅下降是相关联的。

较之新兴市场经济体的工人，议价能力丧失对发达经济体工人的影响可能更为严重。原因有两个。首先，发达经济体的公司更有条件威胁说要迁往国外运营——那儿的工资更低。其次，在许多新兴市场经济体，资本较之劳动力相对稀缺，外国投资资本的来到可以提高对劳动力的需求，从而在某种程度上减轻由于开放资本账户而引起的议价能力发生相对变化所带来的影响。

谨慎前行

虽然费舍尔近 20 年前提出的资本账户开放带来的诸多好处依然体现在 IMF 的工作中，但是，警告的声音也在加强 (Ostry 等人，2011)。IMF 的“机构观点” (“institutional view”，IMF，2012) 表明，开放资本账户使得国内企业有机会接触到大量外国资本和伴随着外国直接投资而来的技术，还能使国内储蓄者有机会投资国外资产。同时，制度观点也表明资本流动具有波动性，并且考虑到其比国内市场相对更大的规模，会对金融稳定构成威胁。其结论是：“一般来说，如果一个国家的金融和制度发展已经达到一定水平或者门槛，那么资本流动开放的好处多而风险小。”运用资本流动管理措施 (通常称为“资本管制”) 来应对资本流动的波动性也被更多国家和地区所接受 (Ostry 等人，2010)。

我们还发现一个开放资本账户必须谨慎小心的理由。

把缩小收入差距作为重要政策目标的国家在开放资本账户时需要用心设计，以求在缩小收入差距和获取更高的生产率以及经济增长带来的好处之间达成平衡。我们还发现，当一个国家的金融发展水平较高，或者开放资本账户之后没有发生金融危机，那么开放资本账户对收入差距的影响会减弱。这也进一步支持了这一观点：当一个国家的金融发展超过一定水平，或者在开放之前就已充分加强了金融监管，那么开放资本账户的利润率就会更高。在这种情况下，经济增长就更有可能带来福利，发生危机的风险会更小，以收入差距扩大和劳动收入份额降低为表现形式的分配成本也会随之减少。■

大卫·福尔切里 (Davide Furceri) 是 IMF 研究部的经济学家，普拉卡什·洛嘉尼 (Prakash Loungani) 是该部的处长。

参考文献:

- Fischer, Stanley, “Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF,” 1998, in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Furceri, Davide, and Prakash Loungani, 2015, “Capital Account Liberalization and Inequality,” IMF Working Paper 15/243 (Washington).
- Heath, Allister, 2015, “A Return to Capital Controls Would Be a Disaster for All of Us,” *The Telegraph*, February 20.
- International Monetary Fund (IMF), 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View” (Washington).
- , various, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls,” IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan, and others, 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?” IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: International Monetary Fund).
- Otker-Robe, Inci, and Anca Maria Podpiera, 2013, “The Social Impact of Financial Crises: Evidence from the Global Financial Crisis,” World Bank Policy Research Working Paper 6703 (Washington).
- Rodrik, Dani, 1997, “Has Globalization Gone Too Far?” Peterson Institute for International Economics paper (Washington).
- , 1998, “Who Needs Capital-Account Convertibility?” in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Sahay, Ratna, and others, 2015, “Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?” IMF Staff Discussion Note 15/17 (Washington).
- Schiffirin, Anya, 2016 “Capital Controls” (New York: Initiative for Policy Dialogue).