

分类资本账户开放、制度质量与经济增长

彭红枫 商 璨 肖祖沔

摘要：使用总体资本账户开放度研究其经济增长效应，可能会掩盖各子类资本账户影响的异质性，使得不同的效应相互抵消。分类资本账户数据可用于研究各子类资本账户开放对经济增长的不同影响。本文采用49个国家（地区）1995—2012年的年度数据对分类资本账户开放、制度质量与经济增长的关系进行实证分析。研究结果表明：资本账户开放对经济增长存在门槛效应，各子类资本账户开放对一国经济增长的影响存在异质性；制度质量是资本账户开放促进或抑制经济增长的内在条件；相对于金融发展程度较低国家，提高制度质量对金融发展程度较高国家经济增长的促进作用更大；各子类资本账户的流入开放和流出开放存在非对称性；资本账户的流入开放比流出开放对一国经济增长的负面作用更大；相对于金融发展程度较低国家，资本账户流入开放和流出开放对金融发展程度较高国家经济增长的负面影响更大。

关键词：分类资本账户开放；制度质量；经济增长；门槛效应

[中图分类号] F831.7 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2020) 09-0129-15

引 言

资本账户开放与经济增长的关系一直是学界关心的话题。20世纪70年代中期，以英国和新西兰为代表的许多发达国家通过开放资本账户，推动了国内的经济增长和金融发展。随后，许多发展中国家纷纷效仿，开始实施资本账户开放，结果却大相径庭。墨西哥、智利和东南亚等国家（地区）先后爆发金融危机，金融市场出现大幅波动，经济陷入困境。这些开放资本账户的失败案例使各国政府深刻意识到应对开放资本账户持有更加谨慎的态度，警惕由于资本账户开放给经济带来的潜在风险。为何同样是实行资本账户开放，在不同的国家却出现完全不同的经济效果？这引发了国内外学者对资本账户开放与经济增长关系的进一步思考。

一直以来，无论是作为主流的新古典经济学还是近年来兴起的内生增长理论，都将制度质量因素排除在外。然而正如 North (1973)^[1] 所说，资本积累、技术进

[收稿日期] 2019-08-12

[基金项目] 国家社会科学基金重大项目“人民币加入 SDR、一篮子货币定值与中国宏观经济的均衡研究”(16ZDA032)；“泰山学者”工程专项经费项目“人民币国际化及其风险管理”(ts201712059)

[作者信息] 彭红枫：武汉大学经济与管理学院，山东财经大学金融学院教授、博士生导师 430072 电子信箱 fhpeng@whu.edu.cn；商璨：武汉大学经济与管理学院博士研究生；肖祖沔：山东财经大学金融学院副教授

步等因素与其说是经济增长的原因，倒不如说是经济增长本身，经济增长的根本原因是制度。自从新制度经济学将制度质量作为解释经济增长的决定性因素后，学术界展开了对制度质量作为经济增长源泉的新一轮研究。他们强调制度对一国经济增长起到了至关重要的作用（Shleifer and Vishny, 1993）^[2]，但对不同发展水平国家的影响效应可能存在差异（Bouis et al., 2011）^[3]。

资本账户开放与经济增长到底存在什么关系？制度质量在资本账户开放的经济增长效应中究竟发挥了什么作用？基于此，本文将研究重点放在分类资本账户开放、制度质量与经济增长的关系上，同时回答了三个问题：一是资本账户开放对经济增长存在门槛效应吗？二是资本账户开放促进或抑制经济增长的条件是什么？三是各子类资本账户的流入开放和流出开放是否存在非对称性？

一、文献综述

（一）资本账户开放与经济增长的关系

关于资本账户开放与经济增长的关系，目前各方面的研究结果尚无定论。一些学者认为，资本账户与经济增长之间存在显著正相关关系，资本账户开放通过促进金融发展、完善制度和公司治理等间接渠道促进经济增长（Quinn, 1997）^[4]。而有些学者则得出截然相反的结论，他们认为资本账户开放会加大经济的不稳定性。尤其是那些缺乏保障的发展中国家，其资本流动易引起经常项目失衡，而这些国家由于金融市场尚不完善，可能引致更多投机活动出现，资本账户开放将对这些国家的经济造成不利影响（Ho-don, 2007）^[5]。此外，还有一些学者认为资本账户开放对经济增长无显著影响（Grilli and Milesi-Ferretti, 1995）^[6]。

随后，学者们开始研究资本账户开放的门槛效应，指出资本账户开放对一国经济增长的影响取决于某些因素，如一国收入水平、政治和经济环境、金融发展水平、治理指标等（Kose et al., 2006^[7]；郭桂霞和彭艳，2016^[8]）。受这些因素影响，资本账户开放对一国经济增长的效应呈现非单调关系。

（二）各子类资本账户开放与经济增长的关系

已有部分学者对资本账户开放的层次进行划分，观察各子类资本账户开放对一国经济增长的影响。现有文献通常把资本账户分为直接投资、证券投资与金融信贷三类。研究显示，不同类型资本账户对经济增长的作用不尽相同。其中外商直接投资（FDI）对一国经济增长有显著促进作用，证券投资和金融信贷对经济增长有显著抑制作用或作用不显著（Reisen and Soto, 2001）^[9]，且不同类型资本账户开放对一国经济增长的影响在发达国家和发展中国家存在差异（智琨和傅虹桥，2017）^[10]。

部分学者将资本账户开放的流向进行划分，考察资本账户流入开放和流出开放对一国经济增长的影响。一些学者肯定了资本流入的积极作用，他们指出对资本短缺国家而言，外资流入可通过缓解资本供需矛盾弥补国内储蓄缺口，进而促进其经济发展并减少贫困（金洪飞和李子奈，2001）^[11]。另一些学者则着重分析了过度资本流入的危害，大量资本过度流入会引致东道国通胀压力加大，金融市场出现泡

沫, 本币升值, 进而对该国经济产生不利影响 (Filer, 2004)^[12]。关于资本账户流出开放对一国经济增长的影响, 学者们的观点也不尽相同。侯晓霞 (2012)^[13]指出, 国际资本流出仅对发达国家经济增长有显著促进作用, 对发展中国家和转型国家的经济效应均不显著, 而 Guillermo 和 Calvo (1998)^[14]则认为资本突然转向或撤出会对国家经济稳定产生严重的负面影响。

(三) 制度质量与经济增长的关系

部分学者将制度质量作为一个整体进行分析, 发现制度质量对一国经济增长的影响可能是非线性的 (Klein, 2005^[15]; Brahim and Rachdi, 2014^[16]), 当制度质量达到一定临界值后, 资本账户开放才对经济增长具有积极的正向影响, 且制度质量对不同发展水平国家的影响效应存在差异, 这可能与该国所处的经济发展阶段有关 (Bouis et al., 2011)。

将制度质量进行细分的研究并不多, 主要集中在研究政治和法律制度对经济增长的影响上。学者们普遍认为, 一国能否从资本账户开放中获益, 取决于其是否拥有良好的制度, 包括较高的政治制度、反腐力度、完善的金融体系、良好的会计准则、强有力的债权人保护制度和法律制度以及经济体制自由化的深入等 (涂红, 2006), 提高制度质量有利于推动 FDI 促进东道国的经济增长 (邵军和徐康宁, 2008)^[18]。

从现有文献梳理来看, 已有研究存在两点不足: 一是讨论资本账户开放与经济增长关系的文献很多, 而将制度质量因素纳入其中、进一步探究资本账户开放促进或抑制一国经济增长条件的文献却较少。少数学者考虑了制度质量因素, 或是仅将制度质量作为一个总量进行分析, 未对制度质量进行全面细分, 无法深入探究不同制度质量分量下资本账户开放对经济增长的作用; 或是在刻画资本账户开放与经济增长的关系时, 建立简单的线性模型进行回归, 未能更好地呈现资本账户开放与经济增长之间的非线性关系。二是现有文献大多将资本账户作为一个整体指标进行研究, 而未对资本账户进行细分, 进一步探讨各子类资本账户以及资本流入开放、流出开放对经济增长的影响。少数学者对不同类型资本账户开放有所涉及, 但主要集中在对 FDI 和居民对外债权投资的分析上, 并未同时对各子类资本账户与流向进行研究, 未能更好地反映各子类资本账户开放对经济增长的不同影响。而各子类资本账户开放对经济增长影响的作用机理各不相同, 且该影响对处于不同经济发展水平的国家可能存在较大差异。仅将资本账户作为一个整体进行研究, 可能会掩盖各子类资本账户影响的异质性, 使得不同的效应相互抵消。

鉴于已有研究的不足, 本文使用 Hansen (1999)^[19]的多门槛面板回归模型, 对分类资本账户开放、制度质量与经济增长的关系进行实证分析。本文的创新之处在于: 第一, 将制度质量纳入到资本账户开放对一国经济增长效应的分析中, 并将制度质量进行细分, 分别考察了法律、经济、社会保障和政治等制度质量在一国经济增长中发挥的作用, 为政府今后有的放矢地加强制度建设提供科学的决策参考; 第二, 本文分别从各子类资本账户和流向两个维度进行细分, 研究了直接投资、证券投资 and 金融信贷等三类资本账户以及资本账户流入开放、流出开放对经济增长的不同影响, 揭示并强调了各子类资本账户开放对经济增长的异质性, 并以金融发展

程度为门槛变量,分析了不同金融发展程度下,各子类资本账户开放与经济增长之间的非线性关系。

二、机制分析与研究假说

(一) 资本账户开放对一国经济增长的影响

根据传统经济学理论,资本账户开放对一国经济增长可带来三方面好处:第一,根据新古典增长理论,资本自由流动给资源稀缺国带来更多投资机会,同时发达国家获得更高资本回报率,从而使资源得到更有效的配置;第二,资本账户开放提供更多分散风险的途径,影响微观主体的投资决策和宏观经济的发展;第三,跨国资本流动带来各种外溢性,如更先进的技术、完善的制度和公司治理等,从而优化一国金融发展程度、生产率水平等经济发展指标。

资本账户开放也会给一国经济增长带来一定负面影响。主要表现在,取消资本管制会使得一国政府对金融体系的控制力减弱,国际资本频繁流动,经济波动性增加,甚至引致金融危机。特别是对那些缺乏保障的发展中国家,资本流动易引起经常项目失衡,央行福利损失增加(李晓峰和陈雨蒙,2017)^[20],而这些国家金融市场不完善,引致更多投机活动出现将不利于经济增长(Ho-don,2007)。此外,一些实证结果表明资本账户开放对经济增长无显著影响(Grilli and Milesi-Ferretti,1995)。

正如Eichengreen(2001)^[21]所言,不同国家在资本账户开放后的经济表现不尽相同,资本账户开放的结果存在很大争议,至今没有一个让人信服的证明资本账户开放与经济增长之间有正向或负向关系的答案。因此有理由怀疑,资本账户开放与一国经济增长之间可能存在非线性关系,基于此,提出以下假说。

假说1:资本账户开放对一国经济增长存在门槛效应。

(二) 各子类资本账户对一国经济增长的影响

学者们通常将资本账户分为直接投资、证券投资与金融信贷三类,不同类型资本账户对经济增长的作用不尽相同。根据林毅夫(2014)^[22]的新结构经济学理论,FDI可通过三个途径促进一国经济增长:一是直接增加企业收入,提高生产率,实现规模经济,有利于产业转型升级;二是技术外溢性,通过将先进技术和理念向国内转移,促进该国的经济增长和生产效率提高;三是长期性,有利于降低经济波动,提高宏观经济稳定性。而证券投资开放会从两方面对经济增长产生不利影响:一是流动过度使金融脆弱性暴露,加剧金融动荡,甚至引发金融危机;二是证券投资并不直接投入实体经济,存在很大投机性,突然撤资或转向会造成国家福利损失,影响经济平稳增长。金融信贷开放对经济增长也有不利影响,主要是由于借入过量外债,可能引致期限错配与货币错配从而不利于经济增长。

对资本账户的另一种分类是根据资本流向,将资本账户开放分为资本流入开放和流出开放。资本流入开放对一国经济增长的影响是双向的,一方面,对资本短缺国家而言,外资流入可通过缓解资本供需矛盾弥补国内储蓄缺口,进而促进其经济发展并减少贫困(金洪飞和李子奈,2001)。另一方面,过度资本流入会对一国经济造成危害,主要体现在两个方面:一是外汇储备上升使得基础货币增加,国内总需求扩大,本币升

值,贸易条件恶化,从而影响出口(Filer, 2004);二是大量资本进入股市和楼市,过度借贷和投资以及货币和期限匹配不当使金融机构信贷、汇率和流动性风险上升,加剧金融体系的脆弱性,甚至引发金融危机。资本账户流出开放对一国经济增长的影响也具有不确定性。目前有学者指出,国际资本流出仅对发达国家经济增长有显著促进作用,对发展中国家和转型国家的经济效应均不显著(侯晓霞, 2012),而资本突然转向或撤出会对国家经济稳定产生严重负面影响(Guillermo and Calvo, 1998)。

基于此,本文认为有必要对资本账户进一步细分,考察各子类资本账户开放以及资本账户流入开放、流出开放对一国经济增长的影响,本文提出以下假说。

假说2:各子类资本账户开放对一国经济增长的影响存在异质性。

假说3:资本账户的流入开放和流出开放存在非对称性。

(三) 制度质量对一国经济增长的影响

根据新制度经济学理论,制度质量是决定一国(地区)经济增长的关键要素,一个国家是否存在合理的基础制度、制度环境、制度结构以及制度走向等直接影响着其绩效。而制度变迁通过改变不断发展变化的经济系统中的成本—收益结构,从而改变经济增长的速度。

目前许多实证研究证实了这一观点,制度质量是影响地区经济增长的关键要素(Shleifer and Vishny, 1993)。制度质量对不同发展水平国家的影响效应存在差异,这可能与该国所处的经济发展阶段有关。对富裕国家,制度不稳定有利于促进地区经济增长;而对贫穷国家,制度不稳定反而阻碍了经济增长(Bouis et al., 2011; Berggren, 2015^[23])。一国能否从资本账户开放中获益取决于其是否拥有良好的制度,包括较高的政治和经济自由、反腐力度、完善的金融体系、良好的会计准则、强有力的债权人保护制度和法律制度以及经济体制自由化的深入等(涂红, 2006)。

基于此,本文认为有必要进一步探讨制度质量对一国资本账户开放的经济增长效应,提出以下假说。

假说4:制度质量是资本账户开放促进或抑制经济增长的条件。

三、计量模型

为体现资本账户开放与经济增长在不同经济发展水平下所呈现的非线性关系,本文使用Hansen(1999)的多门槛面板回归模型进行实证分析,以单门槛模型为例,模型设定如下:

$$growth_{i,t} = \begin{cases} \theta_1 inst_{i,t} + \theta_2 inst_{i,t} \times ka_{i,t} + \alpha X_1 + \beta_1 ka_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}, & q_i \leq \gamma \\ \theta_1 inst_{i,t} + \theta_2 inst_{i,t} \times ka_{i,t} + \alpha X_1 + \beta_2 ka_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}, & q_i > \gamma \end{cases}$$

其中, i 代表国家, t 代表时间, $growth_{i,t}$ 代表 i 国在 t 期的经济增长率,用人均GDP增长率表示,是模型中的被解释变量。 $inst_{i,t}$ 代表 i 国在 t 期的制度质量,包括法律 $inst_l_{i,t}$ 、经济 $inst_e_{i,t}$ 、社会保障 $inst_s_{i,t}$ 和政治 $inst_p_{i,t}$ 。通过加入制度质量与资本账户开放度交叉项 $inst_{i,t} \times ka$,考察资本账户开放与制度质量的相互作用及其对经济增长的影响。 $ka_{i,t}$ 代表 i 国在 t 期的资本账户整体开放程度,是模型中的核

心解释变量，包括流入 kai 、流出 kao 和总效应 ka 。根据资本账户开放类型又可分为直接投资 di 、证券投资 eq 和金融信贷 fc 。

其中， $X_{i,t} = (y_{i,t}, pop_{i,t}, invest, life, inf)$ 为控制变量； $y_{i,t}$ 代表人均产出水平，用人均 GDP 取对数表示； $pop_{i,t}$ 代表人口增长率，用一年中人口从 $t-1$ 年到 t 年的指数增长率的百分比表示； $invest$ 代表投资率，用资本形成总额占 GDP 比重表示； $life$ 代表人口预期寿命，用一名新生儿在出生时的死亡率一生保持不变情况下可能生存的年数表示； inf 代表年通胀率，用以 GDP 平减指数衡量的通货膨胀表示； q_i 是模型中的门槛变量，代表金融发展程度，用私营部门国内信贷占 GDP 比值表示； γ 为门槛值， μ_i 为国家个体效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

四、实证分析

(一) 数据来源和处理

考虑到数据的可得性问题，本文选取 49 个国家（地区）1995—2012 年的年度数据，对分类资本账户开放、制度质量与经济增长的关系进行实证分析。

资本账户开放度 ka 采用 Fernandez 等（2015）提出的数据集，基于法规的指标进行度量。该数据集在 Schindler（2009）和国际货币基金组织（IMF）的汇率制度与管制的年度报告（AREAER）数据集基础上进行扩展和补充，涵盖全球 100 个国家（地区）1995—2013 年间在十个资产大类下资本管制的具体信息，并对资本账户管制情况按流入、流出和资本账户类型进行细分。由此得到了资本账户整体开放度 ka 、流入开放度 kai 、流出开放度 kao 以及直接投资 di 、证券投资 eq 和金融信贷开放度 fc 的具体数据。

制度质量 $inst$ 来自国家风险指南（ICRG）数据库，并在其基础上将制度质量细分为法律 $inst_l_{i,t}$ 、经济 $inst_e_{i,t}$ 、社会保障 $inst_s_{i,t}$ 和政治 $inst_p_{i,t}$ 。本文其余变量均来自于世界银行的世界发展指标（WDI）数据库，主要变量及其含义如表 1 所示。

表 1 主要变量及其含义

变量类型	变量符号	衡量标准	数据来源
被解释变量	$growth_{i,t}$	经济增长，用人均 GDP 增长率表示	WDI
	$inst_{i,t}$	制度质量，包括法律、经济、社会保障和政治	ICRG
	$inst_l_{i,t}$	法律制度，由法律秩序和宗教政治组成，赋值 0~12，数值越高意味着有更好的法律制度	ICRG
	$inst_e_{i,t}$	经济制度，由投资概况和社会经济状况组成，赋值 0~24，数值越高意味着有更好的经济制度	ICRG
	$inst_s_{i,t}$	社会保障制度，由缺少民族矛盾、外部冲突和内部冲突组成，赋值 0~30，数值越高意味着有更好的社会保障制度	ICRG
	$inst_p_{i,t}$	政治制度，由官僚主义制度、腐败控制、民主问责制、政府稳定和政治军事组成，赋值 0~36，数值越高意味着有更好的政治制度	ICRG

续表

解释变量	$X_{i,t}$	包括 $y_{i,t}$, $pop_{i,t}$, $invest$, $life$, inf	WDI
	$y_{i,t}$	人均产出水平, 用人均 GDP 取对数表示	WDI
	$pop_{i,t}$	人口增长率, 一年中人口从 $t-1$ 年到 t 年指数增长率的百分比	WDI
	$invest$	投资率, 资本形成总额占 GDP 比重	WDI
	$life$	人口预期寿命, 一名新生儿在出生时的死亡率一生保持不变情况下可能生存的年数	WDI
	inf	年通胀率, 以 GDP 平减指数衡量的通货膨胀	WDI
	ka	资本账户整体开放度, 分为流入 kai 、流出 kao 和总效应 ka	Fernandez 等 (2015)
	di	直接投资开放度	Fernandez 等 (2015)
	eq	证券投资开放度	Fernandez 等 (2015)
门槛变量	fc	金融信贷开放度	Fernandez 等 (2015)
	q_i	金融发展程度, 私营部门国内信贷占 GDP 比值	WDI

(二) 实证结果与分析

本文使用 Hansen (1999) 的多门槛面板回归模型, 采用 49 个国家 (地区) 1995—2012 年的年度数据, 以私营部门国内信贷占 GDP 的比值 q_i 为衡量一国金融发展程度的门槛变量, 考察在不同制度质量环境下, 资本账户总体开放度、各子类资本账户开放度以及资本流入开放、流出开放对一国经济增长的影响。

首先, 本文对数据进行描述性统计和面板单位根检验, 检验结果显示所有变量都是平稳的^①。

接下来, 考察资本账户开放对经济增长是否存在门槛效应, 以及各子类资本账户开放与一国经济增长的关系。根据 Hansen (1999) 的方法, 以一国金融发展程度 q_i 为门槛变量, 分别构建单一和双重门槛回归模型进行门槛效应检验, 结果如表 2 所示。

由表 2 可知, 单一门槛效应检验的 p 值为 0.01, F 统计量在 1% 水平下显著, 而双重门槛效应检验的 p 值分别为 0.0033 和 0.5233, 前者 F 统计量在 1% 水平下显著, 后者不显著。因此, 验证了假说 1, 资本账户开放对经济增长存在门槛效应, 符合单一门槛模型。即在不同金融发展程度下, 资本账户开放、制度质量与经济增长之间存在非对称关系。

为考察各子类资本账户开放度对一国经济增长的影响是否有所不同, 本文将直接投资 di 、证券投资 eq 和金融信贷 fc 开放度分别作为解释变量进行回归, 结果如表 3 所示^②。

① 限于篇幅, 检验结果不在文中具体列示, 备索。

② 限于篇幅, 文中仅呈现基准回归门槛效应检验结果, 其他子回归门槛效应检验结果备索。

表2 门槛效应检验

门槛效应 检验类型	门槛值	F 值	P 值	临界值		
				10%	5%	1%
单一门槛效应检验	150.35	24.74 ***	0.0067	12.7580	16.1296	20.2209
双重门槛效应检验	150.35	24.74 ***	0.0033	13.1928	15.3937	22.4322
	96.29	5.72	0.5233	19.4010	24.2648	32.4081

注：*** 表示在 1%水平上显著。

由表 3 可知，以 d_i 为解释变量进行回归，当 $q_i \leq 150.35$ 时， ka 系数估计值为正且在 10%水平下显著；当 $q_i > 150.35$ 时， ka 系数估计值为负且不显著。以 eq 为解释变量进行回归，当 $q_i \leq 150.35$ 时， ka 系数估计值为负且不显著；当 $q_i > 150.35$ 时， ka 系数估计值为负且在 5%水平下显著。以 fc 为解释变量进行回归，当 $q_i \leq 150.35$ 时， ka 系数估计值为负且在 10%水平下显著；当 $q_i > 150.35$ 时， ka 系数估计值为负且在 1%水平下显著。

表3 各子类资本账户开放度下面板门槛回归结果

解释变量	d_i	eq	fc
y	1.486337 *** (3.61)	1.513785 *** (3.65)	1.573009 *** (3.78)
pop	-1.069772 *** (-5.12)	-1.088075 *** (-5.20)	-1.078051 *** (-5.14)
$invest$	0.178984 *** (5.93)	0.161625 *** (5.40)	0.164867 *** (5.48)
$life$	-0.209562 *** (-2.70)	-0.205790 *** (-2.61)	-0.218470 *** (-2.78)
inf	-0.000262 (-0.43)	-0.000205 (-0.34)	-0.000214 (-0.35)
$inst$	0.085611 *** (2.62)	0.046400 (1.25)	0.0183983 (0.54)
$inst \times d_i$	-0.068430 (-1.57)		
$inst \times eq$		0.015790 (0.34)	
$inst \times fc$			0.061045 * (1.67)
$q_i \leq 150.35$	5.701074 * (1.93)	-1.626912 (-0.53)	-4.350699 * (-1.75)
$q_i > 150.35$	-0.489579 (-0.14)	-8.459042 ** (-2.34)	-9.545012 *** (-3.20)
常数项	-3.730991 (-0.87)	-0.2853364 (-0.06)	1.788537 (0.40)

注：括号中为 t 统计量；*、** 和 *** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。

由此可见，本文验证了假说 2，资本账户开放对一国经济增长存在门槛效应，各子类资本账户开放对一国经济增长的影响存在异质性。对金融发展程度较低国家

而言,直接投资开放对经济增长具有较为显著的促进作用,证券投资开放和金融信贷开放对经济增长具有一定的抑制作用。对金融发展程度较高国家而言,直接投资开放对经济增长具有一定的抑制作用,证券投资开放和金融信贷开放对经济增长具有更为显著的抑制作用。这一结论符合新结构经济学理论,且与智琨和傅虹桥(2017)的实证结果相一致,并在此基础上扩展了高收入国家的情形。

金融发展程度较低的国家,证券投资和金融信贷开放程度一般也较低,国际资本流动的规模远小于国内资本流动的规模。因此,证券投资和金融信贷开放对这些国家的经济增长有一定冲击,但效果并不显著。而对于金融发展程度较高的国家而言,其自身的证券投资和金融信贷开放程度相对较高,证券投资和金融信贷类资本流动规模的过度增长,会使经济波动性大幅增加。随着市场的持续开放,大量投机性资本流入容易引起经济泡沫,而一旦资金撤离,又会带来经济衰退,严重时出现金融危机。因此,证券投资和金融信贷开放对这些国家的经济增长有更显著的抑制作用。

为考察制度质量在资本账户开放对一国经济增长影响中所发挥的作用,即探讨资本账户开放在促进或抑制一国经济增长中的条件,本文将总量 $inst$ 和法律 $inst_l$ 、经济 $inst_e$ 、社会保障 $inst_s$ 以及政治 $inst_p$ 等制度质量分量分别作为解释变量进行回归,结果如表4所示。

由表4可知,将制度质量作为一个总量进行回归,考察其在资本账户开放对一国经济增长影响中所发挥的作用时,无论是制度质量总量还是总量与资本账户开放度交叉项的系数均不显著。而将制度质量进行分类回归时,各分量及与资本账户开放度交叉项系数的显著性则不尽相同。

$inst_l$ 系数为负且不显著,交叉项 $inst_l \times ka$ 系数为正且不显著,这表明相同资本账户开放程度下,一国法律制度的好坏,对资本账户开放促进一国经济增长的效果并不明显; $inst_e$ 系数为负且在10%水平下显著,交叉项 $inst_e \times ka$ 系数为正且在1%水平下显著,这表明相同资本账户开放程度下,一国经济制度越健全,资本账户开放的边际效用就越大,即好的经济制度在一定程度上能显著促进资本账户开放的经济增长效应; $inst_s$ 系数为正且在10%水平下显著,交叉项 $inst_s \times ka$ 系数为负且不显著,这表明相同资本账户开放程度下,一国社会保障制度的好坏对资本账户开放促进一国经济增长的效果并不明显; $inst_p$ 和交叉项 $inst_p \times ka$ 系数均为正且不显著,这表明相同资本账户开放程度下,一国政治制度的好坏对资本账户开放促进一国经济增长的效果并不明显。

此外,将制度质量总量以及各分量分别进行回归时,小于和大于门槛值对应的系数呈现如下规律:将制度质量总量进行回归时,小于门槛值对应的系数为-6.160703且不显著,大于门槛值对应的系数为-13.66968且在1%水平下显著;将法律制度质量分量进行回归时,小于门槛值对应的系数为-3.399384且不显著,大于门槛值对应的系数为-10.56997且在1%水平下显著;将经济制度质量分量进行回归时,小于门槛值对应的系数为-7.378291且在1%水平下显著,大于门槛值对应的系数为-14.30443且在1%水平下显著;将社会保障制度质量分量进行回归时,

小于门槛值对应的系数为 0.394478 且不显著，大于门槛值对应的系数为-6.740615 且不显著；将政治制度质量分量进行回归时，小于门槛值对应的系数为-3.064433 且不显著，大于门槛值对应的系数为-10.34002 且在 1%水平下显著。这表明无论是将制度质量总量还是各分量进行回归，小于门槛值对应的系数都比大于门槛值对应的系数绝对值更小。相对于金融发展程度较高国家，制度质量在金融发展程度较低国家中对经济增长发挥的促进作用有限，这主要是因为金融发展程度较高国家的经济比金融发展程度较低国家的经济更具有制度促进型特征。

表 4 不同制度质量下面板门槛的回归结果

解释变量	<i>inst</i>	<i>inst_l</i>	<i>inst_e</i>	<i>inst_s</i>	<i>inst_p</i>
<i>y</i>	1.538609 *** (3.72)	1.457181 *** (3.49)	1.35113 *** (3.21)	1.604709 *** (3.87)	1.623089 *** (3.87)
<i>pop</i>	-1.047103 *** (-5.02)	-0.967576 *** (-4.62)	-0.987639 *** (-4.77)	-1.028697 *** (-4.92)	-1.019114 *** (-4.90)
<i>invest</i>	0.165365 *** (5.54)	0.179783 *** (5.97)	0.168814 *** (5.74)	0.166836 *** (5.64)	0.164561 *** (5.47)
<i>life</i>	-0.219720 *** (-2.81)	-0.233403 *** (-2.94)	-0.203559 *** (-2.60)	-0.196711 ** (-2.50)	-0.2268842 *** (-2.88)
<i>inf</i>	-0.000181 (-0.30)	-0.000372 (-0.61)	-0.000140 (-0.23)	-0.000186 (-0.31)	-0.000226 (-0.37)
<i>inst</i>	0.013336 (0.33)				
<i>inst_l</i>		-0.237673 (-1.17)			
<i>inst_e</i>			-0.132965 * (-1.76)		
<i>inst_s</i>				0.180348 * (1.78)	
<i>inst_p</i>					0.061267 (0.72)
<i>inst</i> × <i>ka</i>	0.073778 (1.30)				
<i>inst_l</i> × <i>ka</i>		0.212026 (0.75)			
<i>inst_e</i> × <i>ka</i>			0.446929 *** (3.05)		
<i>inst_s</i> × <i>ka</i>				-0.068638 (-0.45)	
<i>inst_p</i> × <i>ka</i>					0.084427 (0.64)
$q_i \leq 150.35$	-6.160703 (-1.55)	-3.399384 (-1.27)	-7.378291 *** (-3.39)	0.394478 (0.11)	-3.064433 (-1.02)
$q_i > 150.35$	-13.66968 *** (-3.07)	-10.56997 *** (-3.24)	-14.30443 *** (-5.58)	-6.740615 (-1.61)	-10.34002 *** (-2.88)
常数项	2.913743 (0.59)	7.044545 (1.49)	5.940455 (1.56)	-2.753017 (-0.54)	2.213813 (0.50)

注：括号中为 t 统计量；*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

由此可见,本文验证了假说4,制度质量是资本账户开放促进或抑制经济增长的内在条件。总体而言,在相同资本账户开放程度下,好的制度质量能在一定程度上促进一国经济增长,尤其是经济制度对经济增长的促进作用最为明显,法律制度、社会保障制度和政治制度对经济增长的作用不显著。相对于金融发展程度较低国家,提高制度质量对金融发展程度较高国家经济增长的促进作用更大。

最后,为考察资本账户流入开放、流出开放对一国经济增长的影响是否有所不同,本文将资本账户开放总量 ka 和流入开放 kai 、流出开放 kao 分量分别作为解释变量进行回归,结果如表5所示。

表5 资本账户流入开放、流出开放面板门槛回归结果

解释变量	ka	kai	kao
y	1.538609 *** (3.72)	1.482498 *** (3.60)	1.660444 *** (3.95)
pop	-1.047103 *** (-5.02)	-1.04515 *** (-5.03)	-1.130353 *** (-5.36)
$invest$	0.165365 *** (5.54)	0.165098 *** (5.55)	0.152854 *** (5.06)
$life$	-0.219720 *** (-2.81)	-0.215984 *** (-2.77)	-0.191615 ** (-2.45)
inf	-0.000181 (-0.30)	-0.000206 (-0.34)	-0.000109 (-0.18)
$inst$	0.013336 (0.33)	0.003908 (0.11)	0.047399 (1.59)
$inst \times ka$	0.073778 (1.30)		
$inst \times kai$		0.104305 * (1.93)	
$inst \times kao$			0.004688 (0.22)
$q_i \leq 150.35$	-6.160703 (-1.55)	-8.125953 ** (-2.22)	-0.617863 (-0.42)
$q_i > 150.35$	-13.66968 *** (-3.07)	-17.0136 *** (-4.00)	-4.313997 *** (-2.57)
常数项	2.913743 (0.59)	3.704108 (0.79)	-2.034559 (-0.47)

注:括号中为 t 统计量;*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平上显著。

由表5可知,以 kai 为解释变量进行回归,当 $q_i \leq 150.35$ 时, kai 系数估计值为-8.125953且在5%水平下显著;当 $q_i > 150.35$ 时, ka 系数估计值为-17.0136且在1%水平下显著。以 kao 为解释变量进行回归,当 $q_i \leq 150.35$ 时, ka 系数估计值为-0.617863且不显著;当 $q_i > 150.35$ 时, ka 系数估计值为-4.313997且在1%水平下显著。

由此可见,本文验证了假说3,各子类资本账户的流入开放和流出开放存在非对称性。首先,资本账户流入开放和流出开放都对一国经济增长有负面影响,无论金融发展程度高低,资本账户流入开放比流出开放一国经济增长的负面作用更大。

其次，相对于金融发展程度较低国家，资本账户流入开放和流出开放对金融发展程度较高国家经济增长的负面影响更大。这主要是因为金融发展程度较低国家往往金融体系不健全，监管缺位，国内资金不足，融资渠道狭窄，融资成本相对较高，技术水平较为落后。开放资本账户，鼓励国际资本自由流动，一方面，有利于弥补该国的外汇和储蓄缺口从而扩大投资，拉动经济增长；另一方面，带来国外先进的技术、管理理念等正外部性效应，有利于提高企业生产效率。这些可以一定程度上抵消开放资本账户引致大量国际资本流入和流出给一国经济增长带来的负面影响。

(三) 稳健性检验

1. 系统 GMM

由于影响一国经济增长的因素众多，为解决本文模型可能存在的内生性问题，首先，在模型中加入了尽可能多的控制变量，本文认为由于遗漏变量带来的内生性问题是较弱的；其次，采用了系统 GMM 方法，一定程度上解决了经济增长和资本账户开放之间因双向因果关系带来的内生性问题。使用资本账户开放 ka 的滞后期构造工具变量矩阵，由于本文关注的核心在于金融发展程度作为门槛变量，如何影响资本账户和经济增长之间的关系，本文将资本账户开放 ka 作为模型估计中的内生变量予以考虑，并将小于和大于门槛值 q_i 的模型分别进行回归，结果如表 6 所示。

表 6 基准模型系统 GMM 回归结果

解释变量	ka	
	$q_i \leq \gamma$	$q_i > \gamma$
y	-0.725851 (-0.68)	-843.0216 ** (-2.34)
pop	2.255432 *** (4.83)	-61.51807 ** (-2.40)
$invest$	0.773805 *** (10.07)	53.24643 ** (2.36)
$life$	-1.489128 *** (-5.58)	166.5865 ** (2.33)
inf	0.000390 (-1.33)	-43.64306 ** (2.32)
$inst$	0.021496 (0.70)	-67.11272 ** (-2.36)
$inst \times ka$	-0.002900 (-0.04)	44.85871 ** (2.44)
ka	1.122577 (-0.25)	-1590.518 ** (-2.48)
q_i	0.122856 *** (10.24)	-3.850558 ** (-2.34)
$AR(2)$	0.805	0.556
Sargan/Hansen	0.593	0.225

注：括号中为 t 统计量；**、*** 分别表示在 5%、1% 水平上显著。

由表 6 可知， $AR(2)$ 和 Sargan 检验的 p 值均不显著，通过扰动项自相关检验

和过度识别检验,且核心解释变量,尤其是资本账户开放指标 ka 的显著性和符号与基准模型回归结果保持一致。

2. 替换被解释变量计算形式

对于原模型中衡量经济增长的被解释变量 $growth_{i,t}$, 本文将人均 GDP 增长率的相对值用 GDP 增长率的绝对值 $Growth_{i,t}$ 进行替换。该数据来自世界银行 WDI 数据库。替换被解释变量计算形式后,核心解释变量系数和显著性与此前结果保持一致,结果较为稳健^①。

五、结论与政策建议

本文使用 Hansen (1999) 的多门槛面板回归模型,对分类资本账户开放、制度质量与经济增长的关系进行实证分析,得出以下结论。

第一,资本账户开放对经济增长存在门槛效应,各子类资本账户开放对一国经济增长的影响存在异质性。对金融发展程度较低国家而言,直接投资开放对经济增长具有较显著的促进作用,证券投资开放和金融信贷开放对经济增长具有一定的抑制作用;对金融发展程度较高国家而言,直接投资开放对经济增长具有一定的抑制作用,证券投资开放和金融信贷开放对经济增长具有更显著的抑制作用。

第二,制度质量是资本账户开放促进或抑制经济增长的内在条件。总体而言,在相同资本账户开放程度下,好的制度质量能在一定程度上促进一国经济增长,尤其是经济制度对经济增长的促进作用最为明显,法律制度、社会保障制度和政治制度对经济增长的作用不显著。相对于金融发展程度较低国家,提高制度质量对金融发展程度较高国家经济增长的促进作用更大。

第三,各子类资本账户的流入开放和流出开放存在非对称性。资本账户的流入开放和流出开放都对一国经济增长有负面影响,相对于资本账户流出开放,流入开放对一国经济增长的负面作用更大。相对于金融发展程度较低国家,资本账户流入开放和流出开放对金融发展程度较高国家经济增长的负面影响更大。

根据上述分析结果,本文提出如下政策建议。

首先,目前我国金融发展程度较低,金融体系尚不健全,市场化程度有待提高,开放资本账户的过程不能一蹴而就。应当在改善国内金融市场环境和监督机制的基础上,先开放直接投资账户,再逐步放开对证券投资和金融信贷账户的管制。

其次,良好的制度为一国经济增长提供了有利环境。我国在发展经济的同时要加强制度建设,尤其要注意发挥经济制度对一国经济增长的直接促进作用。同时,加强对相关法律法规的设立与调整,提高国家的民主程度和政治稳定性(彭红枫等,2018)^[24],加大产权保护力度,鼓励金融创新,提高公共管理效率。

最后,我国在推动资本账户开放的过程中,应在进一步深化国内金融体制改革的同时,警惕大量资本流入引致的经济过热现象和资本流出开放程度提高可能引致的资本外逃,防范系统性金融风险。

^①限于篇幅,稳健性检验结果不在文中具体列示,备案。

[参考文献]

- [1] NORTH D C, THOMAS R P. The Rise of the Western World: A New Economic History [M]. Cambridge University Press, Cambridge U. K., 1973.
- [2] SHLEIFER A, VISHNY R W. Corruption [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1993, 3 (108): 599-617.
- [3] BOUIS R, DUVAL R, MURTIN F. The Policy and Institutional Drivers of Economic Growth across OECD and Non-OECD Economies: New Evidence from Growth Regressions [R]. OECD Economics Department Working Papers, 2011 (2): 843.
- [4] QUINN D. The Correlates of Change in International Financial Regulation [J]. American Political Science Review, 1997, 91 (3): 531-551.
- [5] HO-DON Y. Does Capital Mobility Finance or Cause a Current Account Imbalance? [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2007, 47 (1): 1-25.
- [6] GRILLI V, MILESI-FERRETTI G M. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls [R]. IMF Staff Papers, 1995 (9): 517-551.
- [7] KOSE M A, PRASAD E S, TERRONES M E. How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility? [J]. Journal of International Economics, 2006 (69): 176-202.
- [8] 郭桂霞, 彭艳. 我国资本账户开放的门槛效应研究 [J]. 金融研究, 2016 (3): 42-58.
- [9] REISEN H, SOTO M. Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth? [J]. International Finance, 2001, 4 (1): 1-14.
- [10] 智琨, 傅虹桥. 不同类型资本账户开放与经济增长: 来自中低收入国家的证据 [J]. 经济评论, 2017 (4): 73-89.
- [11] 金洪飞, 李子奈. 资本流动与货币危机 [J]. 金融研究, 2001 (12): 43-50.
- [12] LARRY H, FILER. Large Capital Inflows to Korea: The Traditional Developing Economy Story [J]. Journal of Asian Economics, 2004, (15): 99-110.
- [13] 侯晓霞. 国际资本流动对经济增长的影响分析 [J]. 经济问题, 2012 (10): 97-100.
- [14] GUILLERMO A, CALVO. Capital Flows and Capital-Market Crisis: The Simple Economics of Sudden Stops [J]. Journal of Applied Economics, 1998 (11): 35-54.
- [15] KLEIN M W. Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence [R]. NBER Working Papers, 2005, 11115.
- [16] BRAHIM M, RACHDI H. Foreign Direct Investment, Institutions and Economic Growth: Evidence from the MENA Region [J]. Journal of Reviews on Global Economics, 2014 (3): 328-339.
- [17] 涂红. 贸易开放、制度变迁与经济增长——基于不同国家规模和发展水平的比较分析 [J]. 南开学报 (哲学社会科学版), 2006 (3): 45-53.
- [18] 邵军, 徐康宁. 制度质量、外资进入与增长效应: 一个跨国的经验研究 [J]. 世界经济, 2008 (7): 3-14.
- [19] HANSEN B E. Threshold Effects in Non-dynamic Panels: Estimation, Testing and Inference [J]. Journal of Econometrics, 1999, 2 (93): 345-368.
- [20] 李晓峰, 陈雨蒙. 汇率制度改革与资本账户开放的中间路径探讨 [J]. 国际贸易问题, 2017 (8): 153-164.
- [21] EICHENGREEN B. Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? [J]. World Bank Economic Review, 2001, 15 (3): 341-365.

- [22] 林毅夫. 我为什么不支持资本账户完全开放 [M] //资本账户开放: 战略、时机与路线图. 北京: 社会科学文献出版社, 2014: 80-90.
- [23] BERGGREN N. What Matters for Growth in Europe? Institutions Versus Policies, Quality Versus Instability [J]. *Journal of Economic Policy Reform*, 2015 (1): 69-88.
- [24] 彭红枫, 谭小玉, 占海伟. 资本账户开放: 影响因素与国际经验 [J]. *武汉大学学报 (哲学社会科学版)*, 2018 (3): 119-129.

(责任编辑 王 瀛)

Classified Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth

PENG Hongfeng SHANG Can XIAO Zumian

Abstract: In this paper, we used a panel sample of 49 countries from 1995 to 2012 to study the relationship among sub-capital account openness, institutional quality, and economic growth. The results show: Threshold effect exists and the capital account sub-terms openness effects on a country's economic growth are heterogeneous; Institutional quality is an inherent condition for whether capital account liberalization promotes economic growth or not. Compared with poorly financially-developed countries, well financially-developed countries show a greater effect of improving institutional quality on economic growth; There is an asymmetrical effect of inflow and outflow of capital account sub-terms openness. Capital inflows openness has a larger negative effect on a country's economic growth than the outflows. Compared with poorly financially-developed countries, well financially-developed countries show a larger negative effect of capital inflows and outflows openness on economic growth.

Keywords: Classified Capital Account Liberalization; Institutional Quality; Economic Growth; Threshold Effect