

国际货币基金组织
International Monetary Fund

发达国家资本账户自由化的经验

Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization

艾格·贝克 Age Bakker 布赖恩·查普 Bryan Chapple 著

仲垣 译



中国金融出版社
国际货币基金组织

上架类别○国际金融

ISBN 7-5049-3921-8



9 787504 939210 >

网上书店: www.chinafph.com

Advanced Country Experiences with
Capital Account Liberalization

ISBN 7-5049-3921-8/F·3481 定价: 22.00 元

国际货币基金组织
International Monetary Fund

发达国家资本账户自由化的经验

Advanced Country Experiences with
Capital Account Liberalization

艾格·贝克 Age Bakker 布赖恩·查普 Bryan Chapple 著

仲垣 译

中国金融出版社
国际货币基金组织
2002 年

《发达国家资本账户自由化的经验》

英文版权 ©2002

国际货币基金组织

(Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization)

Copyright©2002

International Monetary Fund

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本刊物经国际货币基金组织同意后出版，国际货币基金组织对翻译的准确性不承担责任。如有任何不符之处，以最初语言版本为准。

责任编辑：仲 垣 赵天朗

责任校对：张京文

责任印制：尹小平

图书在版编目(CIP)数据

发达国家资本账户自由化的经验 / 艾格·贝克 (Age Bakker), 布赖恩·查普 (Bryan Chapple) 著, 仲垣译. - 北京: 中国金融出版社, 2006.1

(国际货币基金组织不定期刊物第 214 号)

ISBN 7-5049-3921-8

I. 发… II. ①艾…②布…③仲… III. 发达国家—国际金融—资本—研究 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 158864 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

开本 215 毫米 × 280 毫米

印张 4

字数 110 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

定价 22.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

20世纪90年代末，亚洲危机的痛苦经历向世人表明，发展中国家和转轨国家在推进资本账户交易自由化的过程中，确保同时进行制度改革并不断提高监管能力是多么重要。这么做有助于保证资本市场既保持稳定又富有效率，使这些国家在向国际资金流动敞开大门时能够获得最大的收益，并在今后发生国际经济和金融危机时遇到的风险最小。

因此，发展中国家和转轨国家如何才能更好地实现资本市场自由化，基金组织一直在寻找着关于这个问题更多的答案。基金组织所做的其中一项努力就是总结发达（工业）国家在第二次世界大战之后几十年里是如何逐步开放资本账户的。为此，基金组织货币与汇兑事务部（Monetary and Exchange affairs Department）延请了来自荷兰中央银行研究这方面问题的两位专家，他们就是艾格·贝克（Age Bakker）和布赖恩·查普（Bryan Chapple）先生，他们于2001年12月抵达基金组织设在华盛顿的总部，向各位执董和基金组织工作人员提交了一篇论文。这篇论文的丰硕成果使我们有理由认为，它应该拥有更多的读者，于是通过和对外关系部合作，我们现将其列入《基金组织不定期刊物系列》中出版。

我希望读者读了本文会增长见识，决策者读了本文会帮助其制定本国资本账户自由化的政策，学者读了本文会深入地了解经济史中这段重要篇章。

Stefan N.M. Ingves

国际货币基金组织货币与汇兑事务部 主任

前言

本文是艾格·贝克（Age Bakker）和布赖恩·查普（Bryan Chapple）（分别是荷兰中央银行货币和经济政策部的执行副总裁和高级经济学家）专为基金组织货币与汇兑事务部而准备的。其中有相当一部分篇幅来自第一作者更早期的研究（Bakker, 1996年）（内容还涉及非欧洲发达经济体自由化的经验）。除此之外，文章还思考了这样一个问题，即发达经济体几十年来总结的经验教训还能在多大程度上适用于当前形势？2001年12月4日，基金组织在华盛顿总部召开了一个由执董和工作人员参加的研讨会，本文正是在那次会上提交的。

两位作者向国际货币基金组织货币与汇兑事务部的 Stefan Ingves, Tomás Baliño, Shogo Ishii 和 Karl Habermeier 致谢，感谢他们提供了很有帮助的讨论和意见，使论文得以改进。还有很多同行介绍了本国的经验并提供了数据，其中包括瑞典中央银行的 Lars Fors；丹麦国民银行的 Kai Aaen Hansen；日本银行的 Masayuki Matsushima, Hidehiko Sogano 和 Junko Matsumi；原日本大藏省的 Takatoshi Ito；Keio 大学的 Mitsuhiro Fukao；奥地利国民银行的 Peter Mooslechner；新西兰储备银行的 Geoff Mortlock；美国联邦储备体系理事会的 Tomas Simpson 和后来供职于美国财政部的 Edwin Truman；法兰西银行的 Hervé Hannoun 和 Marc-Olivier Strauss-Kahn；欧洲中央银行的 Pierre Van der Haegen 和 Lucas ter Braak；以及瑞士国民银行的 Mathias Zurlinden。

荷兰中央银行的 Rolf Pauli, Martin Admiraal 和 Frans Vermeer 提供了专业的研究帮助。Ingrid van de Mortel 出色地完成了秘书工作。基金组织的 Matthew Fleming 和 Harald Anderson 则给予了充分的研究帮助；Nadia Malikyar 和 Joanna Meza-Cuadra 的秘书工作也很出色；Paul Gleason 对文稿进行编辑并协调出版事宜。

本文也大大得益于基金组织其他工作人员和理事会成员的意见，但只反映作者本人的见解，并不代表基金组织或者荷兰中央银行的观点。

目 录

序	vi
前 言	vii
第一章 综述	1
第二章 资本管制和汇率政策	4
概述	4
20 世纪 70 年代日本的汇率政策	5
20 世纪 60 年代末和 70 年代初法国的经验	6
欧洲货币体系运行过程中的教训	9
基本教训	12
第三章 资本管制和货币政策	14
概述	14
美国的管理规定和欧洲市场的出现	14
投机性资金流入德国和瑞士	16
荷兰的自由化和向间接货币战略的转变	18
赶超型国家对资本流入的管制：西班牙的例子	19
基本教训	20
第四章 渐进自由化的经验	22
引言	22
日本渐进自由化的经验	22
20 世纪 80 年代法国的渐进自由化	27
基本教训	30
第五章 迅速的自由化	32
引言	32
英国的迅速自由化	32
新西兰迅速而广泛的改革	34

20 世纪 80 年代其他地区迅速自由化的经验	36
基本教训	37
第六章 总结与基本教训	38
概述	38
自由化与其他政策目标的关系	39
评价	41
来自发达国家的主要教训	42
附录	
I. 若干发达国家资本账户管制出现的主要变化大事年表	43
参考书目	54
专栏	
1.1 多边背景下的资本账户自由化：OECD 进程	2
4.1 意大利的渐进自由化	31
图	
2.1. 日本：外汇储备和名义汇率，1970—1979 年	6
2.2. 日本：证券投资流动，1970—1980 年	7
2.3. 法国：利率，1971—1979 年	8
2.4. 法国：名义汇率，1970—1979 年	9
2.5. 欧洲：与德国相比的通货膨胀差，1980—1995 年	12
3.1. 联邦德国：1960—1974 年	16
4.1. 日本：外国直接投资，1970—1998 年	23
4.2. 日本：证券投资流动，1975—1999 年	26
4.3. 日本：银行外部头寸和名义汇率，1980—2000 年	27
4.4. 法国：利率和汇率，1980—1995 年	28
4.5. 法国：证券投资流动，1975—1995 年	30
5.1. 英国：利率，1970—1980 年	33
5.2. 新西兰：通货膨胀、信贷增长和利率，1980—1995 年	36
表	
2.1. 法国和德国：主要宏观经济指标	10
2.2. 申请欧共体保护措施	10
2.3. 欧洲国家废除资本管制措施	11

第一章 综 述

基金组织工作人员在研究资本管制的运用和放开问题时，将工作重点放在新兴市场经济体和一部分发达经济体 20 世纪 90 年代的经历上，对 80 年代的情况也有所关注。本文通过考察发达经济体自 20 世纪中叶以来资本管制运用和放开的经历，对基金组织工作人员的研究工作加以补充。

20 世纪 80 年代许多发达国家在资本运动自由化方面都取得了长足的进步。实际上，目前工业国家已全部废除资本管制，对资本的跨境流动也没有设置正规的障碍。这与 20 世纪 60 年代和 70 年代的情况大相径庭，当时大多数国家仍坚持限制性制度。但随着时间的推移，人们在评价资本自由流动的利弊时，态度发生了重大转变。本文研究的重点是态度变化背后的经济力量和政治力量，以及它们对政策的影响。决策者在评价资本管制的效果时（比如实现维护汇率或国内货币稳定等目标）得出的结论颇为有趣。

第二次世界大战刚刚结束之际，贸易自由化基本上先于资本账户自由化。人们经常认为资本管制会对分配和增长不利，但它还远不及贸易管制带来的负面影响。为促进贸易的发展，在战后相对较短的时间内实现了经常账户可兑换。根据这一要求，基金组织在推动经常账户可兑换方面功不可没。到 1958 年，绝大多数发达国家都实现了经常账户完全可兑换。也是在那一年，根据《罗马条约》成立欧洲经济共同体（EEC），这为欧洲资本运动最终实现自由化提供了条件，但其中的一项条款却对这一目标做出限制性规定，即把自由化的程度限制在能够保证共同市场适度发挥作用的范围内。因此，1958 年也就成为研究资本运

动自由化自然而然的起始时间。

资本管制已成为很多工业国家重要的政策工具，但由于各自的传统习惯和制度安排不同，所以贸易管制的形式千差万别，程度高低各异，而且被许多错综复杂的管理规定所掩盖。资本管制通常与其他政策领域（尤其是银行业和金融市场）中的规定密切相关，并且管制范围从长期直接投资的资本流动和外国股权交易直到商业银行短期外部头寸和居民的外汇交易，涉及资本运动的各种情况。因此，资本管制大大限制了跨境金融交易，制约了非银行居民的投资决策，减缓了公司国际化的步伐，还通过限制居民获得外汇的数量影响其出国旅行的自由。

资本管制不是所有工业国家都存在的普遍现象。特别是美国和德国，作为战后两个主要的储备货币大国，他们在这一领域一贯奉行传统的自由政策。美国在战后向世界提供了占主导地位的国际储备货币，一般不对资本流动完全限制。然而，在布雷顿森林体系将要崩溃的最后几个年头里，美国也确实采取了旨在阻止资本外流的措施。德国的货币逐渐开始在国际货币体系中发挥重要作用，除了在后布雷顿森林体系时期有过短暂但严格的资本管制经历外，管制程度不如其他工业国家高。加拿大和瑞士基本上也都坚持了自由的体制。与此相对照，比利时和卢森堡（他们自 1922 年起就结成货币联盟），虽然不采取直接的资本管制体系，但直到 1990 年才将汇率双轨制废除。对经常账户交易执行管理汇率，而对资本账户交易执行浮动汇率。

20 世纪 80 年代发达国家资本运动自由化已成为全球现象，而与此同时，经济政策也在向市场

化转变，这一政策的目标是实现没有通货膨胀的可持续增长。在多边组织框架内部的合作推动了这一进程——这些多边组织包括经济合作与发展组织（OECD）和欧盟（EU）。经济合作与发展组织制定的资本自由化准则成为向成员国施加压力、促使其放松管制的有用工具（专栏 1.1）。在欧洲，有些国家想加入欧洲经济与货币联盟（EMU），这样的政治愿望使它们放松了所有的资本管制（尽管资本账户自由化的目标早在成立欧洲经济与货币联盟的行动开始之前就已经确立起来）。

在汲取发达国家资本账户自由化的经验教训时，要始终牢记重要的一点。目前这些发达国家的金融环境已经出现巨大变化，部分原因在于自由化与放松管制的做法已使世界金融市场发生作用的方式迅速变化。金融市场会对变化的形势做出更加迅速的反应；金融工具的使用范围扩大；以及，更一般地说，金融市场已经变得更为复杂和广阔（其短期市场和长期市场的联系更加紧密，国家与国家间联系的密切程度也是如此）。这种情况意味着，在当前，资本管制的效果可能比在金融环境较压抑的 20 世纪 60 年代和 70 年代那个时期更差。其次，欧洲大陆国家的资本账户自由化进程被认为是欧盟一体化进程中的制度性内容，并在货币统一阶段掀起高潮。

本文主要研究发达国家资本账户的自由化。正因为如此，我们并不是要全面评估资本管制的操作和采取不同形式的资本管制取得的效果。不论精确到什么程度，我们都很难进行全面评估，因为资本管制的效果不仅取决于要达成的目标、具体规定和操作方式，而且还取决于其他政策领域的管理规定对资本管制的配合程度。但是，对资本管制效果产生的普遍怀疑（尤其是在金融市场迅速发展时），通常也会成为决定自由化的一个因素。最后，个案研究方法（尤为关注宏观经济不稳定的时期）表明，人们对那些尤其是在 20 世纪 60 年代初曾经不时地（但很有效地）发挥稳定作用的事件并不太在意。资本管制的一系列相关动机通常是明显的（包括对汇率政策、货币政策、产业政策或税收政策的考虑）。实际上，要把这些

专栏 1.1 多边背景下的资本账户自由化：OECD 进程

自 1961 年经济合作与发展组织（OECD）成立以来，该组织在促进资本运动自由化方面不断取得进步。成员国自愿履行资本运动自由化的义务。这项义务一旦被接受，它就成为约束条件，并根据《资本流动自由化准则》（Code of Liberalization of Capital Movement）定期更新。这项准则含蓄地说明，资本账户自由化的进程应该循序渐进，并且，通过将自由化置于经济合作的背景下，使资本账户自由化能进行多边磋商。资本运动和无形交易委员会（Committee on Capital Movements and Invisible Transactions, CMIT）定期对资本管制进行考察，要求成员国对其保留的管制措施予以合理的解释。

由于缺乏执行机制和制裁措施，经济合作与发展组织的准则没有足够的力量，尤其是当其成员国广泛采取资本管制手段时更是如此。采取自由化的重大举措主要都是缘于国内原因造成，而非来自多边压力。尽管如此，一旦自由化更加普遍，那么经济合作与发展组织就会提供一个可供讨论的有用论坛，并对那些行动滞后的国家施加压力。相反，准则对那些准备积极地加入经济合作与发展组织的国家则具有更大的影响力。例如，日本在 1964 年取得成员国资格前，就被要求放松对外国直接投资的管制。

不同的动机区分开来是很困难的。资本管制通过影响资本流动，进而又能影响货币需求和货币供给，从其定义来说，这又是汇率政策的一部分。

一国对资本外流进行管制出于如下几个理由：避免汇率面临贬值压力、留住国内储蓄、防止税收逃逸，以及防患消耗外汇储备。当资本管制有效时，一国对于国内利率要对上面情况做出反应的要求就降低了，从而能够保持一定程度的

货币政策独立性。通常情况下，一国会限制资本流入，控制汇率上扬的压力，避免资本流入后出现的通货膨胀后果。而有些国家则是明确地要保护国内资本市场、优待国内工业部门，或者限制外国资本参与敏感部门。虽然我们不能明确地区分这些动机，但从分析的角度来说，找出它们的差别大有裨益。本书第二章和第三章就在研究若干发达经济体资本管制的基础上，分别对汇率政策和货币政策的动机进行阐述。对其他动机的讨论将在全书有关章节进行。

接下来的几章是有关几个已经进行了资本运动自由化的国家的经历。人们已基本认同：自由化进程应是渐进的过程，绝大多数国家也遵循了这样的方式。20 世纪 60 年代实现贸易自由化以后，许多发达国家开始解除资本管制，但这些努力在 20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系问题浮出后便半途而废了。直到 20 世纪 80 年代初，这些

国家才重新又开始推行解除管制体系的战略。在欧洲，这种情形发生在要加入欧洲货币联盟的框架内部。日本与美国当局就日元－美元问题进行双边讨论之后，制定了逐步废除资本管制的本国计划。这种渐进方式的主要经验教训将在第四章得出。但是还有一些国家的例子很重要，这些国家采取更为迅速的方式取消资本管制，通常还伴随着对宏观经济和结构政策激进的修正。英国（1979 年）、澳大利亚（1983 年）和新西兰（1984 年）选择了震荡疗法，一次性取消全部资本管制。迅速自由化的经验教训及其对金融稳定可能带来的影响将在第五章说明。

本书第六章还从自由化与其他政策的关联性的不同经历中总结出经验教训。这一章也简要讨论了为了使汇率政策和货币政策受到的不稳定影响最小，应怎样对实现自由化的诸多方法进行排序。

第二章 资本管制和汇率政策

概述

限制资本流动通常会限制汇率产生向下或向上（较不普遍）的压力。¹ 资本管制是要将国内经济同外部动荡隔离开来，尤其要限制不稳定的资本流动引发的大规模汇率变动。限制资本外流的做法主要适用于短期资本交易，抵制会造成汇率不稳和消耗一国外汇储备的不稳定的投机性资本流动（通常发生在国际收支不利的时期）。在许多国家，长期以来都禁止居民持有外汇存款，以防他们在对政府的经济政策失去信心时迅速地将本币兑换成外汇。对资本外流进行管制的规定一经做出，政府就对它难以废除，因为它们担心解除资本管制会令经济政策立即重新面对金融市场的考验。

20世纪60年代末，自由化的早期进程发生逆转，对短期资本流入进行管制成为欧洲经济体的突出特点。采用固定汇率制的布雷顿森林体系存在的固有缺陷（特别是丧失了对美元作为锚货币发挥作用的信心）造成资本大规模流向正处于低通货膨胀的国家，比如联邦德国、荷兰和瑞士。由于对货币政策的考虑在这一时期也起到重要的作用，所以将在第三章进行阐述。

20世纪70年代欧洲货币升值，人们也最终接受了日元对美元的比价，布雷顿森林体系让位于灵活的汇率体系，绝大多数对资本流入的管制都放松了。1973年第一次石油危机以后，美元再次

成为安全的避风港，许多正在承受汇率贬值压力的发达国家又开始对资本外流进行管制。这些管制要比以往对资本流入的管制持续的时间更长。当欧洲货币体系（EMS）于1979年成立时，人们理所当然地认为将会保留管制措施，并有助于在欧洲货币体系和第三国内部抵御投机性攻击。事实上，有一种普遍的观点认为，这是在拥有不同经济表现的发达国家中维系可调整的固定汇率制惟一可行的方法。像日本、澳大利亚和新西兰等欧洲以外的发达国家，他们也都在更长的时期内限制短期资本流动。

20世纪80年代，欧盟各国放松资本运动的趋势与欧洲一体化（并在后来货币统一时达到顶点）的巨大进步交相辉映。随着经济表现逐渐趋同，对资本的管制也被认为不那么必要了。而且，在以解除金融管制和金融全球化为特征的变化了的金融形势下，资本管制也失去了作用。

本章利用一些发达经济体的经历，说明在动用资本管制时对汇率所做的考虑。首先，介绍日本运用资本管制，并根据日元的相对势头加强或放松管制对汇率进行管理的努力。其次，把20世纪60年代末和70年代法国的经历作为欧洲国家由于决策者的想法而采取管制的典型例子进行分析。其他欧洲经济体，像意大利和英国等国家，情况虽有不同，但经历大体相似（此处不予说明）。再次，从欧洲货币体系的运行中总结教训（欧洲货币体系诞生于严格的外汇管制形势下，但后来却在资本运动自由化的环境中对其进行管理）。只是在1992—1993年发生汇率危机时，才考虑再次进行资本管制，而在有些情况下也的确奏效了。本章总结了从这些经历中汲取的基本教训。

1. 如第一章指出，货币政策或其他动机也可能是进行资本管制的部分原因——即使汇率看起来是其中最重要的因素。

20 世纪 70 年代日本的汇率政策

1973 年 2 月, 日元开始浮动 (布雷顿森林体系最终消亡之后), 日本当局想寻求一种能维持汇率稳定的方法。这一想法被视为重要的政策目标, 来促进强大的、有竞争力的、出口能力强的国内产业基础的发展。出于这种考虑, 采取了资本管制和对外汇市场直接干预两种策略。对外汇市场干预的最初目的是要熨平波动 (或“逆风向操作”), 而不是想完全抵消汇率的变动。² 资本管制并没有作为直接干预的替代措施, 它的目的是防止汇率出现大幅波动。在一般情况下, 当日元存在上浮压力时, 就要加强对投资流入的管制, 放松对投资流出的管制。当汇率面临下降压力时情况则相反。这种做法在 20 世纪 70 年代的几次事件中都有淋漓尽致的表现。与此相对照, 未采取明确规定来限制直接投资流入影响汇率 (尽管行政审批程序烦琐, 但对汇率的考虑还是可能影响到申请处理的速度和获得批准的可能性)。

1971 年日元存在升值压力, 表明美元疲软, 促使日本政府在 1971—1972 年逐渐加强了对资本流入的管制, 并做出放松资本外流的规定。例如, 对出口收入预付款收款的限制更加严格; 外国人购买日本证券的数量被限制在外国投资者抛售的数量范围内; 对非居民的日元自由账户提出了新的准备金要求 (后来又把这一要求提高了)。³ 在资本外流方面, 放松了对日本的银行购买外国证券的限制, 而且日本居民购买外国房地产的限制也开始松动。

上面的做法在 1973 年 10 月石油危机发生后彻底改变, 那次石油危机使日元面临贬值的压力。由于政府对外汇市场进行干预, 致使官方储备迅速减少 (图 2.1)。与此同时, 政府对非居民取得日本股票和债券不再限制以鼓励资本流入。对出口收取预付款的限制也已经放松。1974 年日

元继续贬值, 政府进一步鼓励资本流入, 限制资本流出。对资本外流的限制包括不准日本居民购买短期外币证券, 减少居民持有的外币账户数量。日本机构投资者要“自愿”限制自己的外国证券投资行为 (投资净额不允许增加), 日本的各家银行被命令要避免为离岸“非紧急性”直接投资融资。

1977 年情况再次发生逆转, 日元升值导致了对资本外流的管制放松, 对资本流入的管制加强。1979 年日元贬值, 对资本流入的管制也被放松了。但是, 经过这几次事件以后, 日本政府就再也没有对资本外流进行过限制。因此, 这标志着积极运用资本管制手段, 冲减汇率压力的时代已经结束。

评价

一些观点认为, 在 1984 年以前, 利用资本管制把日本的短期资本市场同世界市场隔离起来还是起到了部分作用。⁴ Fukao 认为除了在汇率形势严峻的时期 (特别是 1971 年) 以外, 资本管制通常能限制不受欢迎的资本流动。⁵ 一旦汇率浮动, 那么刺激资本流动的一些因素 (与平价变化有关) 便消失了, 而且, 不管情况怎样, 这十年里的资本流动都相对较少 (图 2.2)。资本管制之所以能有部分成效, 原因就在于受到严格管制的金融体系赋予了政府运用道义劝说的能力。只要金融市场还不完善, 市场参与者的行为不是特别复杂, 资本管制就会相对有效。

虽然资本流动会被限制在某种程度上, 但难以说明它在抵消政府不希望看到的汇率变动时效果如何 (尽管汇率的变动基本上与经济基本面一致, 并且反映出经常账户没有完全与资本账户匹

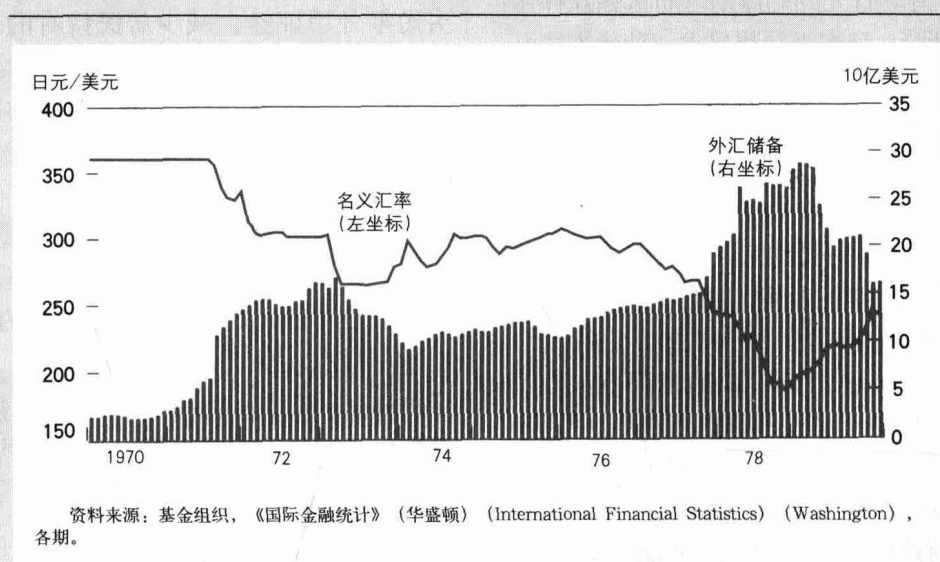
2. 见 Fukao (1990 年)。

3. 非居民日元自由账户于 1960 年 7 月在日本出现。非居民可将日元余额 (来自经常账户交易或出售外汇所得) 存入这些账户。这些账户中的日元余额可以自由地兑换回外币, 但其他日元余额则不能兑换成外汇。

4. 例如, 见 Fukao (1990 年) 和 Argy (1987 年) 以及其中的参考文献。

5. 1971 年由于德国马克开始浮动以及暂停将美元兑换成黄金, 人们期望对日元进行重估。大规模的资本流入日本, 仅 1971 年前 7 个月, 日本官方储备就从 44 亿美元增加到 79 亿美元。在日元浮动前的 8 月一个月里, 就有 40 亿美元通过诸如预付出口款项的渠道流入日本的记录。

图2.1. 日本：外汇储备和名义汇率，1970—1979年



配的情况)。资本管制对汇率的影响有限，部分原因是仍存在一些渠道对资本流动大开方便之门。此外，很难鼓励那些能够帮助政府实现汇率目标的资本流动起来。例如，在汇率面对升值压力的时期，日本政府想要通过准许增加对外投资的办法鼓励资本外流。但是，如果投资者预期日元升值不能和对外投资的预期收益相抵，他们就不愿意将资金投向国外。由此可见，即使政府采取广泛的资本管制措施和外汇干预措施，也不能既稳定汇率，又同时能够实施独立的货币政策。这一时期相对剧烈的汇率变动说明，资本管制虽然使汇率调整的速度放慢，但却改变不了汇率变化的走向。

1979年，尽管日本已经放弃积极利用资本管制的做法了，但金融压抑的程度依然很高，并最终导致大规模的经常账户失衡，人们认识到汇率出现了偏差（因为影响了汇率作为调整工具而发挥作用）。总的来说，20世纪80年代后半期资本流动的最终增加至少是因为解除了国内金融市场的管制，这个原因可与资本账户自由化和放松行政管制这两个原因具有同样的解释力度（见第四章的深入讨论）。

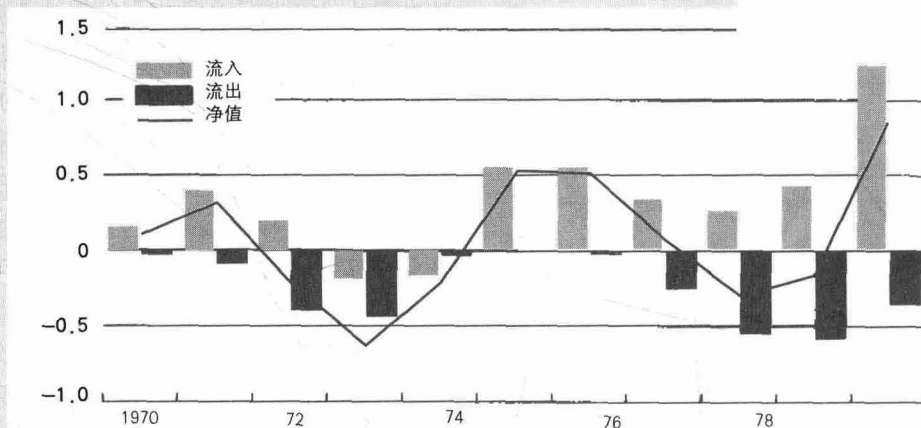
20世纪60年代末和70年代初法国的经验

在战后初期，严重的外汇短缺和法国法郎持续的贬值压力成为这一时期的特点，而且法国一直采取相对严格的外汇管制体系。1958年，法国基本上又恢复了经常账户的可兑换，以恢复信心为目的的货币改革开始进行，并在1960年1月1日又引进了新法郎。20世纪60年代法国的经济形势较为有利，由于国际收支正在改善，官方储备不断增加，也就放松了资本管制。1962年4月，法国废除了 *devises-titres* 市场，⁶ 便利了跨境股票交易。到1966年底，法国解除了绝大部分资本管制（包括对短期资本的管制），引入了积极的外汇管制体系，除了被明确禁止的项目以外，所有的资本交易都可以进行。促使管制解除的一个决定性因素是法国法郎的相对强势，部分地反映出美元的软弱。

要增强法国法郎的国际作用的愿望也推动了

6. 在 *devises-titres* 市场，居民可在无管制的外汇市场中把出售外国证券的收益卖给其他居民，使后者也能够获得外国证券。

图2.2. 日本：证券投资流动，1970—1980年
(占GDP的百分比)



资料来源：基金组织，《国际金融统计》（华盛顿）（International Financial Statistics）（Washington），各期；Thomson Financial；日本银行。

资本账户自由化的进程。20 世纪 60 年代后半期，法国提议进行货币改革，旨在取代布雷顿森林体系中黄金——美元本位而代之以多种货币本位，其中就包括法国法郎。⁷ 人们认为资本的自由运动是这些提议的前提条件，而且如果巴黎能够发展成为世界金融中心的话，也需要实现资本自由流动。法国针对银行部门实施了大量的改革（即根据时任经济事务与金融部长的米歇尔·德勃雷（Michel Debré）命名的所谓的德勃雷改革）来重组金融部门使其实现自由化。同时，中央银行引用了一套最低准备金要求的体系，其目的是想把直接的货币管制体系改为可通过短期利率的变化进行间接管制。到 1968 年春，由此引发的相对自由的资本运动在法国至少持续了 18 个月。

1968 年 5 月，法国国内严重的动荡局势破坏了金融体系，打击了信心，此后资本管制被再度征用以阻止随之而来的资本外流。允许成员国在突然遭遇国际收支危机时可采取保护性措施的欧洲共同体（European Community, EU）资本制度（capital regime）保护条款被首次使用。起

初，人们认为这些措施都是暂时的。实际上，这些保护条款仅仅是在汇率又面临向下压力后的几个月内被再次使用，1968 年 9 月即被废除。1969 年，又重建了 devises-titres 市场；随后又在 1971 年合并成一个包容性更强的双重外汇市场，分为与贸易有关的官方交易市场和其他法郎金融交易市场。到那时为止，绝大部分早期自由化措施都发生了逆转。

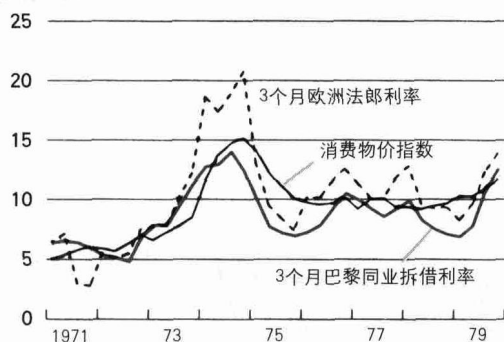
20 世纪 70 年代早期美元危机发生时，法国和日本以及欧洲其他国家一样，为阻止法国法郎升值，想方设法限制过度的资本流入。⁸ 然而，管制本身并不能阻止资本的流入，因此不得不通过在外汇市场上的干预作为补充，导致官方储备大幅增加，汇率对美元的稳定性增强。总的来说，如果不采取这些管制措施，资本流动可能更大，但政府并不指望对资本流入的管制会带来多大效果。

1973 年石油危机使外汇市场上的情绪发生逆

7. 见 Bordo 等人（1994 年）。

8. 采取的管制措施包括建立起对非居民法国法郎存款增量提出 100% 边际准备金要求的制度。同时，坚持对资本外流进行管制，部分原因是由于法国法郎对德国马克具有相同的贬值趋势。

图2.3. 法国：利率，1971—1979年
(年百分比)



资料来源：Thomson Financial.

转，面对意料之中的国际收支急剧恶化的，为防止投机性资本外流而要求进行资本管制。政府相信，对资本外流的管制会比对资本流入的管制更有效。二者效果之所以不同，部分原因是：在发生资本外流危机时，资本管制主要针对阻止居民不要将资金转移到国外的行为——虽然从前试图提升法国法郎的地位，但它还不是被广泛持有的国际储备资产。相反，在发生资本流入危机时，恰恰是非居民将资金兑换成包括法国法郎在内的欧洲货币。由居民引起的资本流动能被有效地加以管制，这是因为被置于政府严格管理下的法国商业银行，负有实施外汇管制的责任并服从各项规定（例如，这与准备帮助客户规避管制的德国私人商业银行不同）。此外，还有大规模的行政管制工具可供使用。

资本管制也意味着要为宽松的货币政策和扩张性财政政策留下操作余地。自1973年石油危机以来直到20世纪70年代末，名义利率一直为两位数，但实际利率始终为负（见图2.3）。所以，宏观经济政策在蛇型浮动区域内并没有起到稳定其他欧洲国家汇率的支持作用。⁹ 欧洲国家应对

9. 1972年4月布雷顿森林体系解体以后，建立了欧洲多边汇率安排的蛇型浮动区域——汇率两两固定，但规定可调整的波动范围——目的是稳定欧洲区内的汇率。

石油危机时采取的宏观经济政策多种多样，因此难以维持固定的双边汇率。法国、意大利选择扩张性财政政策弥补随之而来的需求萎缩，荷兰、比利时、卢森堡（Benelux countries）也略有此倾向，而联邦德国却采取了银根相对紧缩的反通货膨胀政策。尽管法国施行了广泛的资本管制体系，但法国法郎不得不两度退出欧洲蛇型区域。1974年1月第一次退出后，法国法郎相对大幅度贬值，针对资本外流采取了更多的紧缩性措施对净资本流动产生了一定影响，使当年资本流动转为正值。¹⁰ 1974年欧洲法郎短期利率与国内利率的平均利差为500个基点（5个百分点），表明资本管制将国内市场同外部影响隔离的做法相对有效。1975年7月法国法郎重回蛇型区域，但当年正值货币政策大幅度放松，人们对汇率的信心恶化，于是，1976年3月法国回到蛇型区域的打算再次被搁置。从1976年直到1979年建立起欧洲货币体系（EMS），虽然法国又一次加强资本管制，但法国法郎对德国马克还是又贬值了30%（图2.4）。

评价

事后看来，20世纪70年代法国为保护汇率免受外部压力而实施的外汇管制体系基本无效。资本管制的效果日渐消弥，说明法国和联邦德国之间始终存在的通货膨胀差额助长了规避行为的发生（表2.1）。10年来汇率压力反复出现，使法国法郎对德国马克以及其他欧洲货币大幅度贬值。只要引起汇率调整的经济基本面原因——源自扩张政策的通货膨胀压力——继续存在，资本管制就不能阻止资本外流。相反，资本管制可能使利率维持在比原来程度稍低的水平上。虽然无法估计资本管制对经济增长产生多大程度的影响，但法国还是能够维持相对较高的增长率。只要存在严重的国别分歧，就不会最终建立起欧洲内部的外汇市场。如果汇率运动会迅速导致通货

10. 对资本外流加强管制（1974年3月）与废除总体上认为缺乏效率的双重外汇市场相配合。

膨胀——货币贬值交替出现，那么期待更灵活的汇率，加大国内经济自主的空间这一希望就会落空。

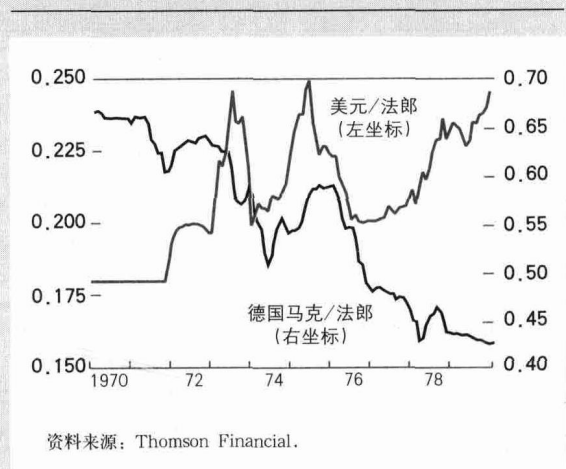
人们已经普遍认识到资本管制的效果有限，但是在以制定宏观经济计划、拥有产业政策和部门差异化特征的中央集权经济的发展中，资本管制作作为补充手段被保留下来。在这种情形下，需要在国内实行保护政策。可以运用货币政策使储蓄资金进入需要优先发展的部门，而资本管制被当成是实施信贷管制的有效补充办法。金融市场风平浪静时，资本管制也许确实有助于保护国内货币政策，但当出现大规模投机时就不管用了。不过，有过1967年资本账户几乎完全被放开的短暂经历之后，法国国内和国际上严重的动荡局面尽管并不完全同自由化有关，但也使政府对放松任何一项管制措施都忧心忡忡。他们感到，取消资本管制会引起更多的资本外流，这可能会进一步加剧汇率的压力。因此，认为只要资本管制对经济表现相对无害，他们就愿意小心行事。

欧洲货币体系运行过程中的教训

1979年欧洲国家成立欧洲货币体系（EMS）恢复欧洲的汇率稳定，由此也为区域经济一体化提供新的促进工具。欧洲货币体系在最初成立的四年里所取得的成绩充其量也不过是好坏参半，投机性冲击反复发生，进行过大规模的干预，并在最终对汇率做出重大调整。通过扩大欧洲内部的信贷机制加强货币合作、促进干预来支持双边汇率的提议，由于货币坚挺的国家（尤其是联邦德国）担心转嫁的隐性调整负担会危害其货币稳定而遭遇了反对。而且，人们也担心各国的分歧还会存在下去，因为任何对负担的分摊都可能鼓励处于汇率下调压力下的国家延缓必要的经济调整。

资本管制的做法首次出现后，又在1981年被意大利和法国进一步加强；后来，这两个国家又重新引入 *devises-titres* 市场。1983年，法国法郎对德国马克在18个月内被迫第三次贬值（累计贬值25%），在这次基本调整之后，欧洲的资本管制——包括对法国居民境外旅游用汇的严重缩减——达到了最高水平。各国政府对资本管制体

图2.4. 法国：名义汇率，1970—1979年



系群情激愤，重新评价保持汇率稳定的现有工具以及资本管制对稳定汇率能产生多大效果。一些观察人士认为，资本运动自由化能使货币疲软的国家较早地发现国内政策失误造成的外部后果，从而加强市场约束。

欧洲大陆对资本管制自由化再度发生兴趣是由于受到其他地区（尤其是英国和日本）自由化趋势的鼓舞。自1983年以来，资本运动自由化在欧共体（EC）议程中被埋没十几年之后又成为其中的一部分，包括恢复成员国的年检（20世纪70年代初被中断），决定是否能够废除欧共体保护条约（EC Treaty Safeguard Clauses）中存在的合理的地方（表2.2）。由于在资本账户自由化和强化欧洲货币体系之间建立起了某种政治联系，所以二者也成为欧洲谈判的主题。考虑到依然居高不下的通货膨胀和大量外部失衡的状况带来的风险，人们倡导渐进主义的做法。自由化由此也需要借助以经济趋同为目的的政策的支持。

自由化进程（被称为“积极的渐进主义”）要革除保护条款，扩大自由化义务，识别并消除非正式管制。¹¹ 1985年，欧共体成员国政府通过

11. 1984年，对法国自1968年内部骚乱以来保留的保护条款设定了（两年）到期日，对意大利和爱尔兰设定的到期日则为三年。