

中央财经大学学术著作基金资助出版

资本管制政策研究

——兼论中国的资本管制政策

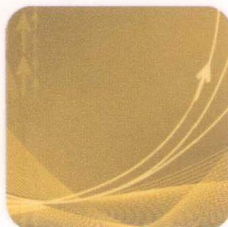
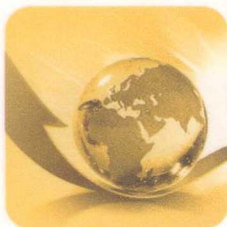
A RESEARCH ON CAPITAL CONTROLS

And Comments on China's Capital Control Policies

肖凤娟 著

Capital

Control



经济科学出版社
Economic Science Press

1787308

F832.5
X563

中央财经大学学术著作基金资助出版

F832.5
X563

资本管制政策研究

A Research on Capital Controls

——兼论中国的资本管制政策

And Comments on China's Capital Control Policies

肖凤娟 著



1787308

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本管制政策研究：兼论中国的资本管制政策 /
肖凤娟著. —北京：经济科学出版社，2011.4
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0483 - 7

I. ①资… II. ①肖… III. ①资本管理 - 金融
政策 - 研究 - 中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 039026 号

责任编辑：王 娟
责任校对：刘 昕
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

资本管制政策研究

——兼论中国的资本管制政策

肖凤娟 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎有限公司印刷

德利装订厂装订

710 × 1000 16 开 12.5 印张 190000 字

2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0483 - 7 定价：22.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

引言	1
第一章 世界经济发展状况与资本管制的相关理论	17
第一节 经济全球化与国际资本流动	17
第二节 国际资本流动与国际金融危机	30
第三节 资本管制的相关理论	34
本章小结	41
第二章 资本管制状况概述	43
第一节 战后以来资本管制状况回顾	43
第二节 发达国家资本管制状况分析	46
第三节 发展中国家资本管制状况分析	55
第四节 改革开放以来中国资本管制的状况分析	64
本章小结	74
第三章 资本管制政策的强度分析	76
第一节 资本管制政策强度的衡量方法	76
第二节 发达国家资本管制政策的强度分析	81
第三节 中国及其他发展中国家资本管制政策的强度分析	92
本章小结	96
第四章 资本管制政策的效应分析	98
第一节 资本管制对宏观经济政策效果的效应分析	98
第二节 资本管制对经济增长的效应分析	105



资本管制政策研究

第三节	不同类别资本管制的效应分析	110
第四节	相关国家资本管制政策效应的基本统计分析	115
第五节	中国资本管制政策效应的基本统计分析	120
本章小结		132
第五章	资本管制政策有效性的实证分析	134
第一节	资本管制政策有效性研究综述	134
第二节	资本管制效应实证分析的方法回顾	138
第三节	中国资本管制政策的有效性分析——基于 1991 ~ 2009 年度数据	143
本章小结		156
第六章	对资本管制政策的思考	158
第一节	后危机时代全球经济治理与资本管制	158
第二节	加强资本管制的重要途径——增强国际合作	164
第三节	对中国资本管制政策的思考	174
本章小结		180
参考文献		183
后记		195

引 言

一、研究背景与问题的提出

在近二十年时间里，世界经济发展最显著的特征之一是经济全球化在经历了 1870 ~ 1913 年的高速发展、两次世界大战期间的沉寂和二战后近四十年的酝酿和累积之后又一次兴起狂潮。这次经济全球化在贸易全球化、跨国公司经营全球化和生产要素流动全球化等方面表现出了比以往更为突出的特征。

信息和交通工具的革命、冷战的结束，为国际贸易创造了真正全球性的空间。1994 年关贸总协定乌拉圭回合谈判的圆满结束和 1995 年世界贸易组织的成立将国际贸易以及与国际经济有关的各个领域进一步纳入了多边贸易体系。许多跨国公司通过跨国并购实现了全球性经营的战略目标，为生产要素流动的全球化奠定了基础。生产要素的全球化包括资本、技术和劳动力的全球化。而资本全球化的特征主要体现为全球跨国直接投资不断创造出的新的纪录，巨额游资的快速流动，以及巨额的金融衍生品交易。

资本全球化是国际资本流动全球化的过程。从与实体经济的关系角度，国际资本流动分为两大类型^①：一种是与实际生产、交换发生直接联系的资本流动，如国际直接投资；另一种是与实际生产、交换没有直接联系的金融性资本的国际流动，如国际银行存贷市场上与国际贸易支付不发生直接联系的银行存贷活动、国际证券市场上不以获取企业控制权为最终目的的证券买卖。^②

在国际资本流动全球化的过程中，金融性资本的国际流动发展迅速、形式复杂，“表现出自身相对独立的运动规律，使开放经济利用开放性的

① 姜波克：《国际金融学》，高等教育出版社 1999 年版，第 54 页。

② 姜波克：《国际金融学》，高等教育出版社 1999 年版，第 55 页。



有利条件与保持经济稳定及发展之间的矛盾格外突出”,^①对全球经济的稳定也产生了重要的影响。首先,金融性资本流动规模巨大,不再依赖于实体经济基础。根据国际货币基金组织的资料,银行国际贷款的增长远远快于世界贸易增长,同时,不受世界经济周期波动的影响。1979~1982年和1990~1993年这两个阶段,世界经济呈现周期性衰退,而银行国际贷款却未受影响,保持了持续高速增长的势头。另外,离岸金融中心的地理分布也反映出金融性资本流动的这一特点。许多在国际资本流动中地位突出的离岸金融中心都出现在经济和贸易并不发达的国家和地区,例如巴哈马、巴林、开曼群岛、菲律宾、新加坡、阿联酋等,表明国际金融性资本流动已摆脱对实体经济的依赖。^②

金融性资本流动脱离实体经济这一状况的愈演愈烈导致了全球经济危机特征上的根本转变。例如,与20世纪30年代的世界经济危机相比,21世纪初的虚拟经济早已不再依附于实体经济的发展轨迹,而是独立地自我膨胀。“如果说20世纪30年代的危机是实体经济的紧缩引发虚拟经济收缩的话,那么本次经济危机很可能是虚拟经济的大幅萎缩引发实体经济的大幅萎缩。”^③

其次,金融性资本流动的另一个突出特点是,相对于传统的资本流动模式,衍生工具交易所引起的资本流动在国际资本流动中占据绝对优势地位。据国际清算银行的数据,2009年9月,包括北美、欧洲、亚太和其他市场交易所衍生工具名义本金达69万亿美元;2009年6月,10国集团场外交易市场衍生工具名义本金达605万亿美元,而同期,41个国家的所有银行资产、证券类资产和外汇资产的总市值为34万亿美元,如果不考虑国家个数因素,全球衍生品交易规模大约是全球传统金融交易规模的17.8倍。^④

再其次,机构投资者成为金融性资本流动的主体,并成为国际金融市场动荡的主要制造者。在众多的机构投资者中,对冲基金的影响尤为重要。与一般投资基金相比,对冲基金具有鲜明的投机性特征,具体表现为:主要活动在离岸金融市场;在市场交易中的负债比率非常高;大量从

① 姜波克:《国际金融学》,高等教育出版社1999年版,第67页。

② 姜波克:《国际金融学》,高等教育出版社1999年版,第56页。

③ 董有德、肖杨希:《国际金融视角下美国两次金融危机的比较及对中国的启示》,载《国际金融研究》,2009年第8期。

④ 作者根据国际清算银行数据计算得出。数据来源: BIS reporting banks: Summary of international positions, 国际清算银行官方网站。



事衍生金融工具交易。对冲基金的投机性特征使其成为国际金融市场上兴风作浪的急先锋。^①

鉴于金融性国际资本流动的迅猛发展对一国和世界经济的重要影响,对其加以适当管制理应成为开放经济国家(地区)政府管理宏观经济运行的重要内容。但是事实表明并非如此。第二次世界大战后初期,各国对资本流动实施了严格的控制。但是,随着经济的发展,一些发达国家开始逐步取消对资本与金融账户的管制,国际资本流动迅速发展,并带来了全球资本一体化,这一趋势的发展又引起各国对资本与金融账户管制的进一步放松。20世纪70年代以来,随着金融创新和金融自由化逐渐成为世界性潮流,放松资本管制成为了一种主流。正如香港证监会前主席、现中国银监会总顾问沈联涛所指出的那样,从WTO的关税减免,到IMF的解除资本管制,那种干预最小化、让市场决定价格、让竞争创造效率的哲学,不仅成了基础教科书上的金科玉律,也成了全世界官员们奉行的准则。^②

在国际资本大规模流动和放松管制的背景下,世界经济领域发生了一系列金融经济危机。在20世纪初,爆发于美国,继而席卷资本主义世界所有国家的金融经济危机,令人记忆犹新。它带给人们的深刻教训是,金融体系正常运行要求有一个健全的金融体制作为组织保障。健全的金融体制要求具有一个拥有必要权利的中央银行和管理严密的金融体系。^③20世纪80年代以来,“大量基本不受各国监管当局和国际金融组织监控的私人短期资本,熟练地运用着各种最新的金融工具和交易方式,凭借着高超的交易技术,在国际金融市场上自由流动,寻求获利机会”,^④使国际金融市场不断发生动荡。

不知是否历史巧合,21世纪初堪称“金融海啸”的大危机又爆发于美国。关于危机爆发的原因,我们援引诺贝尔经济学奖得主约瑟夫·施蒂格利茨的话来说,即与美联储前主席格林斯潘在任时实行的货币政策有关。他在题为《对美国是残酷的警醒》的文章中说到,有句话用在格林斯潘身上很合适:斯人已去,遗害犹在。^⑤概言之,格林斯潘所实行的货币

① 姜波克:《国际金融学》,高等教育出版社1999年版,第60页。

② 杨柏国:《避免“监管套利”——合作而非竞争》,载《第一财经日报》,2009年2月12日, <http://www.china-cbn.com>。

③ 陈学彬:《当代金融危机的形成、扩散与防范机制研究》,上海财经大学出版社2001年版,第28页。

④ 钱荣堃、陈平、马君潞:《国际金融》,南开大学出版社2002年版,第285页。

⑤ 唐钰岚:《金融业美国标准的危险——次贷危机下的反思》,载《世界经济》,2008年第12期。



政策是新经济自由主义政策,突出表现为弱化政府对市场的监管职能,纵容金融垄断资本的发展,对金融衍生产品任其发展。^①可以说,美国爆发金融危机,并殃及世界经济,有一定的必然性。

发展和新兴市场国家(地区)不恰当的放松资本管制政策也带给人们深刻的反思。以墨西哥为例,1982年引发的第一次全球债务危机,即暴露了墨西哥国内储蓄过低、内源投资体制欠缺、过度依赖海外资本流入等弊端。十多年过后,墨西哥并未吸取教训,相反,对外资的依赖越来越严重。1985年底墨西哥外债总额达1017亿美元,是1982年的5倍;1994年其外债总额达到1655亿美元,是1982年的8.5倍。1994年12月19日,墨西哥再度爆发金融危机。

总结世界经济发生的一系列金融经济危机,可以发现,危机的产生与国际资本流动,尤其是金融性资本流动迅猛发展,而同时对其又缺乏管制有密切联系。当前,国际资本流动在金融创新、金融自由化、金融全球化和经济全球化的推动下,在与高科技的交互作用中,已经像一匹脱缰的野马,严重背离了实体经济的发展,到了必须加强管制的时候了。对资本管制政策的理论研究也应适应新时代的要求,在此,本书引用罗伯特·希勒在他的四部巨著《非理性繁荣》、《金融新秩序——管理21世纪的风险》、《终结次贷危机》和《动物精神》中所体现的重要思想来强调后危机时代对资本管制进行研究的现实意义:现行主流世界的金融制度设计是错误的,根源是因为它根植于错误的古典主义的理论基础,如果现行的金融制度得不到重新设计,那么次贷危机只是一部长篇悲剧的第一集,也就是说巨大的经济世界当中的非理性风险,特别是泡沫经济的风险迟早会愈演愈烈,毁掉这个世界。盼望着对资本管制政策的研究能够出现新的局面,并最终促使世界经济的发展少一点危机。

二、国内外研究现状

迄今为止,国内外理论界对资本管制的研究主要围绕资本管制的定义、原因、目标、手段、强度和有效性等方面进行。对于资本管制的定义、原因、目标和手段,研究方法多采用从历史考察的角度进行阐述;资本管制强度研究以探寻强度的衡量方法为主,研究内容似乎忽略了其与经

^① 唐钰岚:《金融业美国标准的危险——次贷危机下的反思》,载《世界经济》,2008年第12期。



济发展的联系；资本管制有效性的研究以实证分析为主，研究主要集中于资本管制与国内外资产收益率差异、一国经济增长率和金融稳定性等经济变量之间的关系，对于资本管制与资本流动变量之间的关系，基本仅限于简单的统计分析，缺乏通过采用相关模型和计量方法对两者关系进行考察，因而对于两者之间关系的判断缺乏有力的实证支持。

（一）关于资本管制的定义和内容

资本管制（Capital Controls），又可称为资本控制。根据国际货币基金组织的解释，资本管制是指影响国际资本流动的管理规定，包括禁止、事先审批、行政限制、多重汇率、歧视性税收和准备金要求，目的在于影响交易和转移的完成，涉及资本的流入、流出以及非居民在境内或者居民在境外持有资产，管理规定适用于收入和支付以及由非居民和居民进行的活动。

资本管制的内容从广义上讲，是指对资本输出和资本输入的管制。资本输出管制，一般指对购买外汇、对外直接投资、对外贷款、存放国外，以及有价证券和基金的购买等方面的管制。资本输入管制，主要是对外债和非居民购买本国有价证券以及引进直接投资的管制。具体地说，一国对资本项目的管制主要指对外债、外币证券投资、直接投资以及对外贷款活动的管制。国际货币基金组织与经合组织将资本管制所涉及的交易活动分为以下几类：直接投资、直接投资清盘、资本市场交易、货币市场交易、共同投资证券交易、其他可流通工具和非证券类权益交易、贸易信贷、金融信贷、保证担保和金融支持工具、不动产交易、个人资本交易^①、商业银行业务、机构投资者业务、存款账户管理、外汇交易、人寿保险、资本资产实物转移和非居民被冻结资金的处理。

有必要区分资本管制和汇兑管制两个概念。从严格意义上说，资本管制，既包括对跨境资本交易本身的管制，也包括对各个交易中货币兑换环节的管制。一国可以既对某种跨境资本交易本身实行管制，同时又对该种跨境资本交易的汇兑环节加以管制。但这两种情况并不总是同时发生，比如，一国可以放松对某种跨境资本交易的管制，但保留汇兑环节的管制。当一国允许本国资本投资海外，但只能使用自有外汇，就属于放松交易管制，保留汇兑管制的做法。我们常说的资本账户可兑换、资本项目可兑换或资本与金融账户可兑换，都是指对资本流入和流出的兑换环节均无限

^① 包括存款、贷款、礼品、赠品、遗物和遗产处理。



制。^①显然，这里强调的是对资本与金融项目汇兑环节有无管制。本书为了方便起见，在本书的论述中，如果不特别说明，就不区别资本管制和汇兑管制等几种表述。

国际上，资本管制的手段或方法一般有以下几种：（1）官方制定法律，对资本项目进行严格控制；（2）制定相关条令，制约资本的输入输出，如美国的“利息平衡税”的实行；（3）干预市场，调节利率和汇率，影响资本的流出入；（4）实行事后监控。在一些严格实行外汇管制的国家，资本输出入按规定均须得到外汇管理当局或其他有关部门的批准。

（二）关于资本管制的目标

资本市场一体化及相应的资本流动能促进经济增长，但同时也会给经济发展带来不利的影响。一国实施资本管制的主要目标是克服或控制资本流动所带来的负面影响。通常，政府实施资本管制的目标是明显的，主要包括对汇率政策、货币政策、产业政策或税收政策的考虑（艾格·贝克等，2006）。对资本流出和流入的管制目标明显不同。一国通常考虑以下目标而对资本流出进行管制：避免汇率贬值、留住国内储蓄、防止税收逃逸、防患消耗外汇储备、维护国内利率政策或货币政策的有效性；一国通常考虑以下目标而对资本流入进行管制：控制汇率上扬、避免输入型通胀、保护国内资本市场或金融市场的改革进程、优待国内工业部门、限制外国资本参与敏感部门。

1. 第二次世界大战后工业国家实行资本管制的主要目标。日本在 20 世纪 70 年代实施的资本管制政策是典型的考虑汇率政策的案例。1971 年日元存在升值压力，日本政府在 1971 ~ 1972 年采取了资本流入管制政策，此时，日本的外汇储备也呈现上升趋势；1973 年 10 月石油危机发生后，日元面临贬值压力，为此日本政府采取了外汇市场干预和鼓励资本流入的政策，此时，日本的外汇储备迅速减少；1974 年，日元继续贬值，日本政府进一步采取了资本流出管制和鼓励资本流入的措施，此时，日本的外汇储备扭转了继续下降的趋势；1977 年，日元呈现升值压力，日本政府转而放松资本流出管制，加强资本流入管制；1979 年，日元贬值，日本政府又采取了放松资本流入管制的措施。

法国的经验也体现了政府根据经济形势和目标而采取或取消资本管制的相机抉择的特点。战后初期，严重的外汇短缺和持续的法郎贬值使法国

^① 姜波克：《国际金融学》，高等教育出版社 1999 年版，第 253 页。



政府采取了严格的外汇管制；1958年，法国恢复了经常账户可兑换，并开始了以恢复信心为目的的货币改革；20世纪60年代，法国的经济形势有所好转，国际收支有所改善，官方储备不断增加，为此，法国政府放松了资本管制，1962年4月，法国政府废除了标志资本管制的双重外汇市场，到1966年底，除明确禁止的项目以外，所有资本交易都可以进行；1968年5月，法国国内严重的动荡局势破坏了其金融体系，资本管制政策被再度使用，1969年，法国重建了双重外汇市场，到1971年，法国绝大部分自由化措施都发生了逆转；20世纪70年代，法国和日本及其他欧洲国家一样，面临美元贬值、资本大量流入——石油危机、美元升值、资本大量流出的困境，因而，相继采取了针对资本流入或流出的管制措施；此外，与日本不同但与其他相应欧洲国家相同的是，法国在这一时期的资本管制还有出自维护1972年4月建立的欧洲多边汇率安排蛇形浮动区域的动因。

2. 发展中国家实施资本管制的目标。在有关的文献中，国际货币基金组织的伯瑞·约翰斯（Barry Johnston）和纳塔利亚·塔米瑞莎（Natalia Tamirisa, 1998）对于45个发展中国家和转型经济体实施资本管制目标的研究比较具有代表性。他们的计量研究表明，以下因素可以较好地解释这些国家对不同资本交易进行管制的目标。

（1）从国际收支平衡及汇率稳定的角度来解释对资本流动的管制。实施资本管制最为常见的目标是当局希望缓解汇率下降或上升的压力。在金融危机期间对资本流出实施管制最直接的目标就是减缓货币贬值的压力。

（2）从宏观经济调控效果的角度来解释对资本流动的管制。在资本可以跨境自由流动的情况下，如果当局希望维持固定名义汇率，或对汇率实行严格的管理浮动，那么它将失去对国内货币状况的控制权。保持货币政策独立性一直是发展中国家实施资本管制的的一个重要目标。在多数情况下，对冲操作是应对资本流入的有效措施，但其成本也相对较大。对资本流入实施管制可以减少对对冲操作的依赖，从而降低中央银行的成本。

（3）从市场和制度不完善性的角度来解释对资本流动的管制。在发展中国家，货币政策工具主要是直接的贷款和利率管制，资本的流动性会降低此类直接工具的有效性，所以在那些间接货币控制工具尚不发达的国家，需要限制资本流动。

（4）从审慎监管缺失的角度来解释实施资本管制的目的。一般而言，发展中国家还处在构建审慎监管框架的过程中，其监管当局尚无足够的能力设计并实施审慎监管措施，因此，需要依赖资本管制达到审慎监管的



目的。

（三）关于资本管制政策的有效性

国内学者大都比较重视研究中国资本管制政策的有效性。姜波克（1999）从成本收益的角度认为资本管制的效果是收益和成本并存。当经济存在必须使用资本管制政策的特定条件时，资本管制政策对经济发挥的稳定性作用是这一政策的收益，而资本管制政策所带来的对经济各种程度不同的扭曲是这一政策的成本。王晓春（2001）从收益率差异、资本流入和资本流出三方面考察了中国资本管制的有效性。总体上说，中国资本管制是有效的。张斌（2002）在总结以往研究的基础上认为，对不同国家资本管制有效性的分析应视其经济发展的具体要求，不能一概而论。

有的学者用资本外逃来反映资本管制的有效性^①。李庆云、田晓霞（2000）认为严格的资本管制和外汇管制措施对中国的资本外逃起到了较显著的抑制作用。吴莹（2003）从资本流入的可持续性角度分析中国1994~2001年的数据，认为这一期间存在过度的资本流入，同时引用卡丁顿法、世界银行法和摩根保证信托公司法对中国在同一期间资本外逃进行估算，认为这一期间中国同时存在大量资本外逃，从而认为中国在这一期间资本管制的有效性不够。

有的学者从资本流动性角度分析资本管制的有效性。宋文兵（2000）认为，根据IMF的研究，新兴市场的资本管制与资本流动有着显著的反向关系，说明新兴市场的资本管制对于控制资本流动有着显著的效果。刘卫东（2004）采用菲尔斯汀和何瑞卡（Feldstein and Horioka）方法，即储蓄投资相关性检验方法，对中国资本管制有效性进行了分析。本书作者（2005）用资本管制指数（Capital Control Index, CCI）、跨境流动指数（Cross-Border Flow Index, CBF I）、资本流动波动指数（Capital Flow Volatility Index, CFVI）来分析资本管制的有效性。具体而言，资本管制指数反映对资本流动的管制程度，跨境流动指数反映实际非官方资本流动的程度，通过将这两个指数进行比较，可以判断一国资本管制是否对控制资本流动有效；资本流动波动指数为某一段考察期间相应资本流动量（流入量、流出量）占GDP比例的标准差，一国政府进行资本管制的一个重要目的就是为了防止资本流入或流出的突变，因此，资本流动波动程度可以反映资本管制是否对控制资本流动波动有效。

^① 李建军（2005）对中国地下金融规模的测算与研究为分析中国资本管制有效性提供了一个视角。



有的学者采用较为综合的方法来分析中国资本管制的有效性。金萃、李子奈（2005）从资本管制对资本流动和宏观政策目标的影响来分析中国资本管制的有效性。李凌波、汪寿阳（2004）利用国外学者关于资本管制和资本市场发展的长期均衡模型以及1982~2002年中国经济发展的年度数据，分析了中国资本管制对金融市场发展的影响效应。余维彬（2006）结合先进国家的经验和中国的实际情况，认为在缓和汇率波动方面，资本项目管制意义不大，在增强货币政策效果和防范货币危机方面，资本项目管制有重要作用。徐子福（2007）利用理论模型和回归计量模型分析了中国对资本流入进行管制的有效性。杨海珍、石昊（2007）总结和分析了现有资本管制有效性实证检验的研究成果，将现有实证研究方法归类为：利率平价法、开放度（Edwards）法和储蓄投资相关法。他们认为，对资本管制有效性的实证检验受限于资本管制本身的复杂性、数据的可获得性和计量经济学的支持，中国学者在这一领域的研究相对滞后，对于三类方法的运用，尤其是运用于分析中国资本管制效率，文献数量较少，分析力度不够。

国外学者对资本管制有效性的研究相比国内更多，但缺乏对中国资本管制有效性的实证研究。有的学者用金融资产国内外价格差异和差异的持续性来反映资本管制的有效性。这种方法的内在逻辑是，与宏观经济政策相配合的金融资产国内外价格差异幅度越大、持续时间越长，资本管制效果越大。这种方法得出的基本结论是，资本管制在保持国内外资产收益率差异方面，短期内有效，而中长期内无效。格罗斯（Gros，1988）分析了1979~1987年间比利时法郎和1982~1986年间墨西哥比索商业即期汇率和金融即期汇率的差异，结论是，资本管制可以造成相应期间比利时法郎和墨西哥比索贸易汇率和金融汇率的差异持续一年之久。杜利和艾萨德（Dooley and Isard，1980）观察到，在1973年2月到10月联邦德国资本管制最强的期间，法兰克福马克存款利率与苏黎世欧洲马克存款利率的估计利差达到5.6或6.03，说明在这一期间，德国对私人资本流入的禁止措施在一定时间内是有效的。格罗斯（1987）比较了1979~1986意大利与法国欧洲货币和国内存款之间的利差。在短期内，二者之间的利差达到20~24个百分点。他认为资本管制对限制投资头寸的变化是有效的。

奥伯斯菲尔德（Obstfeld，1995）分析了法国、意大利、德国和日本1982~1992离岸/在岸市场的利率要价、出价以及要价出价差额之间的差异，得出的结论是离岸/在岸货币市场有很强的联系，但是，在经济波动



时期,政府仍然会实行资本管制政策,而且,政府的资本管制政策能在短期内造成离岸/在岸市场的利率差异,从而实现政府对资本流动的控制目标。但是,从长期来看,政府会调整资本管制措施,否则投机者会发动新一轮冲击。钦·门兹和杰弗瑞·弗兰克(Chinn Menzie D. and Jeffrey A. Frankel, 1994)分析了一组亚洲发展中国家的抵补利率差异。他们认为,在20世纪80年代,尽管这些国家普遍实行了资本管制、市场一体化程度没有发达国家高,但它们之间的抵补利率差异却缩小了,说明这些国家的资本管制效率有一定欠缺。施比格(Spiegel, 1990)认为,墨西哥1982年实行的对资本流入的管制使墨西哥比索抵补利率产生了暂时性差异,说明对资本流入的管制暂时是有效的。

有的学者从资本管制对资本流动的影响来分析资本管制的有效性。梅尔文和沙拉赫夫(Melvin and Schlagenhauf, 1985)对墨西哥20世纪80年代的资本管制进行了分析。他们认为,在80年代早期,墨西哥的资本管制对资本流动有着显著的影响。西巴斯·爱德华(Sebastian Edwards, 2007)分析了资本管制是否可以降低对外部冲击的脆弱性。其结论是,为维持固定汇率而实行的资本管制,在较强的资本流动波动程度下,不利于降低资本流动发生大规模收缩的概率。

有的学者从资本管制与金融发展的关系来分析资本管制的有效性。钦·门兹(2001)采用经验分析方法研究了资本管制与金融发展的关系,并以此来判断资本管制的效应。其基本结论是,在全样本和发展中国家样本中,股权市场的发展与资本管制有相关性。

有的学者从资本管制与经济增长的关系来分析资本管制的有效性。罗德里克(Rodrik, 1998)认为,资本管制对于经济增长、投资和通货膨胀不存在可测度的影响;乌普路茨(Wyplosz, 1999)认为,战后西欧国家从1960年到1995年,与信贷总量控制和固定汇率相配合,资本管制对经济增长的年贡献率达到0.9%;卡洛斯·阿特塔等人(Carlos Arteta et al., 2001)强调,消除资本管制的顺序很重要,贸易自由化后,消除资本管制才有益于经济增长;迈克尔·克莱因和吉尔瓦·奥利弗(Michael Klein and Giovanni Olivei, 2005)认为,发展中国家实行金融深化对经济增长有正面效应,而发达国家则未必;汉斯·乔金·沃斯(Hans-Joachim Voth, 2003)认为,西欧国家从1950年到1999年相应阶段所实行的资本管制措施,通过增加资本成本这一渠道,而对经济增长产生负面效应。

(四) 关于资本管制政策的强度

这方面的研究以国外的文献居多。国外文献大都认为,资本管制强度



可以反映资本账户可兑换或自由化程度以及资本流动性、金融市场或资本市场的开放程度。一国资本管制强度的变化可以反映其资本账户开放及融入世界经济体系的轨迹。概括而言,对资本管制强度的测算方法可以分为两大类:基于法规的衡量和基于资本流动统计数据的衡量。

基于法规的衡量,其使用的基础数据有国际货币基金组织公布的相关年报、经济合作与发展组织(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)的《资本流动自由化准则》、被分析国家的中央银行年报、被分析国家的外汇管理年报等。国际货币基金组织的《汇兑安排与汇兑限制年报》(Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions, AREAER)是许多学者构建以法规为基础的资本管制强度的基本数据。葛瑞丽和米勒斯·葛若蒂(Grilli, Milesi-Gerretti, 1995)、罗德里克(1998)和乌普路茨(1999)直接采用IMF的《汇兑安排与汇兑限制年报》的“-”和“•”信息,用0/1表示所研究国家的资本管制强度。0表示资本流动无限制,1表示资本流动有限制。丹尼斯·昆和卡拉·因克兰(Dennis P. Quinn and Carla Inclan, 1997)^①测算了21个国家的金融开放指数、经常账户和资本账户开放指数。伯瑞·约翰斯和纳塔利亚·塔米瑞莎(1998)分析了包括中国在内的45个发展中国家或转型国家1995年总体上对资本交易实施管制的强度与各种经济变量的关系。

迈克尔·克莱因和吉尔瓦尼·奥利弗在分析资本账户自由化、金融深化、经济增长之间的相关性时计算了19个OECD国家、17个非OECD国家(不包括中国)1986~1995年10年间的资本账户自由化指数^②。其方法是:依据国际货币基金组织《汇兑安排与汇兑限制年报》成员国“汇兑与贸易一览表”中资本账户交易支付是否存在管制的信息(即0/1指标),用开放年度的数字除以10。

比特·蒙提尔和卡梅·蕾哈特(Peter Montiel and Carmen M. Reinhart, 1999)根据一国中央银行提供的信息,测算了15个新兴市场国家(不包括中国)1990~1996年间每年的资本管制强度。这一资本管制强度指数取0、1或2。0表示一国大部分时间对资本流入没有限制或征税,同时对国内金融机构的国外举债没有超出广泛使用的审慎监管措施的范围;1表示存在过于严格的审慎监管措施,如严格限制银行的外汇头寸;2表示存

^① 在Quinn的研究中没有中国的情况,但其测算资本管制强度的方法值得借鉴。

^② 资本账户自由化指数从反面反映出资本账户的管制强度。



在显性的监管措施，如禁止、存款保证金和金融交易税等。

南希·布隆等人 (Nancy Brune et al., 2001) 计算了包括中国在内的 173 个国家 1990~1999 年资本管制强度的平均值和 1990~1999 年与 1973~1989 年资本管制强度平均值的差额。杰奎斯·米尼安尼 (Jacques Miniane, 2004) 在其对 34 个国家 (不包括中国) 1983~2000 年的资本管制强度研究中, 在约翰斯和塔米瑞莎的方法基础上, 增加了双重汇率安排^① 作为第 14 个子项目来简单平均, 以求得资本管制强度。

基于资本流动统计数据的衡量, 有三组不同的变量被研究者考虑: 国民储蓄率与国民投资率、境内外资产收益率差异及官方统计的跨境资本流动量。菲尔斯汀和何瑞卡 (1980) 分析了 21 个 OECD 国家 1960~1974 年间的储蓄和投资行为, 并依据储蓄和投资的相关性检验来判断资本管制的强度。境内外资产收益率差异也是判断一国资本管制强度的方法。境内外资产收益率差异越大说明资本管制强度越大。杜利和艾萨德 (1980) 分析了联邦德国 1970~1974 年资本管制与境内外利差的情况。这一期间法兰克福马克存款利率与苏黎世欧洲马克存款利率的利差显示出随着资本管制增强/减弱而增大/减小的波动情况。有的学者用跨境资本流动量来反映一国的资本管制强度。拉尼 (Lane) 和米勒斯·葛若蒂 (2001) 利用 IMF 的《国际金融统计》 (International Financial Statistics, IFS) 和《国际收支统计》 (Balance of Payments Statistics, BOPS) 中的国际投资头寸 (International Investment Position, IIP) 数据计算了包括中国在内的 67 个国家 1970~1998 年期间的对外财富状况, 以此来判断这些国家的资本管制强度。具体方法是计算净直接投资存量^②、净组合投资存量和净债务投资存量之和占 GDP 的比重。哈里·艾迪森和弗朗西斯·沃诺克 (Hali J. Edison and Francis E. Warnock, 2003) 依据一国对非居民拥有其股权的限制, 来判断一国的资本管制强度。艾迪森和沃诺克计算了包括中国在内的 29 个新兴市场国家的外国股权限制指数, 并以此作为这 29 个国家在股权交易方面的管制强度。

国内对资本管制强度的研究为数不多。有限的研究基本围绕中国资本管制强度的测算。所使用的方法基本与国外的相同。金萃 (2004) 认为, 中国国家外汇管理局的政策法规变化实际上决定着中国资本管制强度的变化, 进而根据每年外汇管理部门对资本项目政策法规的调整, 借鉴国外研

① 0 表示不存在双重汇率安排, 1 表示存在双重汇率安排。

② 直接投资资产存量减去直接投资负债存量。净组合投资存量和净债务投资存量的计算方法与净直接投资存量的计算方法相同。