

资本帐户自由化

——经验和问题

唐纳德·J.马西森 莉莉亚纳·罗哈斯—苏亚雷斯著

王晓蕾 王志芳合译

段继宁 校



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿

前 言

本文是由研究部发展中国家研究处处长唐纳德·马西森 (Donald J. Mathieson) 和研究部资本市场和金融研究处高级经济学家莉莉亚娜·罗哈斯-苏亚雷斯 (Liliana Rojas-Suarez) 撰写的。卡蒂娅·贝鲁埃塔 (Katia Berrueta) 和诺尔马·阿尔瓦拉多 (Norma Alvarado) 出色打印了正文和表格。克莱尔·亚当斯 (Claire Adams), 凯利特·汉纳 (Kellett W. Hannah) 和苏布拉马尼亚恩·斯瑞拉姆 (Subramanian S. Sriram) 提供了他们一贯的高质量的技术帮助。

作者还要感谢对外关系部的埃莉萨·迪尔 (Elisa Diehl), 他编辑了本文并协调了出版工作。对外关系部的埃丽西亚·埃切瓦内-布尔丹 (Alicia Etchebarne-Bourdin) 也提供了打字帮助。

本文还获益于国际货币基金组织研究部和其他部门工作人员的评论。但本文所阐述的观点, 仅代表作者本人的观点, 并不一定反映国际货币基金组织的观点。

目 录

前 言

第一章 导 论	(1)
第二章 对资本帐户交易的限制	(3)
资本管制的类型	(3)
资本管制的理论依据	(3)
限制不稳定的短期资本流动	(3)
保持国内储蓄	(5)
保持国内税基	(5)
资本管制及稳定和结构改革计划	(5)
第三章 资本管制的效力	(7)
逃避资本管制的渠道	(7)
资本管制的经验	(8)
工业国家	(8)
发展中国家	(10)
第四章 资本管制效力下降的影响	(17)
维持资本管制的成本	(17)
对制定宏观经济和结构调整政策的制约	(17)
较为开放的资本帐户的潜在益处	(19)
第五章 实现资本帐户可兑换	(20)
资本帐户自由化的经验	(20)
工业国家	(20)
发展中国家	(23)
拉美南部国家资本帐户自由化的失败	(23)
墨西哥的经验	(25)
资本帐户自由化对资产价格和资本流动的影响	(26)
实现资本帐户可兑换的前提条件	(27)
附 录 资本外逃和资本管制	(31)

表 格

1. 对资本帐户交易的限制 1975, 1980, 1985 和 1990 年.....	(4)
2. 部分重债发展中国家的资本外逃和外债总额	(11)
3. 部分发展中国家的稳定计划	(12)
4. 部分发展中国家的资本外逃和广义货币存量	(18)
5. 新西兰和英国: 资本流动和实际汇率.....	(21)
6. 阿根廷、智利和乌拉圭: 利率, 通货膨胀率和实际汇率.....	(22)
7. 墨西哥: 利率、通货膨胀率和实际汇率	(24)

本书中使用下列符号:

...表示该项数据无法得到;

—表示该项数据为零、不足所示最末一位数的一半或该数据不存在;

年份或月份之间的“-”(例如, 1991-92 年或 1-6 月)表示所跨的年份或月份, 包括起始年份(月份)和终止年份(月份);

年份之间的“/”(例如, 1991/92 年)表示一个农业年度或一个财政年度。

“Billion”表示十亿。

分项数据与合计数据之间的微小差异是由四舍五入所致。

本书中使用的“国家”一词, 并非在任何情况下都是指国际法和国际惯例意义上的领土实体; 这一词也包括一些并非国家的领土实体, 它们分别单独地保存并向国际上提供统计数据。

第一章 导 论

工业国家和主要离岸中心的金融市场一体化趋势标志着过去 20 年来世界经济一个重要的结构性变化。工业国家放松资本管制、进一步实行金融自由化,以及便利资本跨国界流动的新通讯技术、计算机技术的采用,对一体化起到了推波助澜的作用。究其放松对国内外金融交易限制的动因:在一定程度上是希望通过加强本国金融体系的竞争而提高金融效率,并通过允许本国居民持有国际范围的各种有价证券来降低金融风险。

尽管任何实行资本帐户可兑换的国家——也就是说,已废除资本管制的国家,都有可能获得效用和分散风险之益,但仅有一部分工业国家和为数不多的几个发展中国家实行了完全的可兑换。事实上,在分析发展中国家结构改革的顺序和稳定政策时,习惯认为,为了防止危害改革方案的资本流动,实行资本管制或双重汇率是必要的。然而,这些政策建议却与不断增加的经验证据形成了鲜明的对比:这些经验证据表明,逃避资本管制常有发生。本文介绍了工业国家和发展中国家实行资本管制的经验,论述了因资本管制效力削弱而引起的主要政策问题,考察了开放资本帐户的潜在中期收益和代价,并分析了有助于维持资本帐户可兑换的政策工具。由于放松资本帐户限制一般都是在实施一系列稳定措施和结构改革的背景下进行的,因此分析开放资本帐户的含义时要以其它这类政策的变化为背景。

第二章介绍了各国资本管制的类型及其依据。在资本帐户可兑换方面的大多数限制主要出于四种考虑:第一,数量性的资本管制和征收交易税被认为是抑制游资和短期资本流动的手段,因为这种流动导致汇率波动或外汇储备突

变,迫使当局放弃其宏观经济政策的中期目标;第二,资本管制一直被认为可以保证发展中国家的国内储蓄用于国内投资,而不是购置国外资产,同时还能限制外国人对本国生产要素的所有权;第三,对资本流动的限制被视为加强了当局对金融活动、金融收入、金融财富的课税能力;最后,有人认为,为防止资本流动对控制通货膨胀和实行贸易改革产生不利影响,开放资本帐户应在实施稳定政策和结构改革的后期实行。

第三章根据工业国家和发展中国家将本国金融市场与外部金融发展相隔离,以及阻止居民和非居民进行跨国界资金流动的能力,分析了资本管制的效力。经验研究的结果归结为四点:第一,当资本管制与汇兑和贸易管制并用以限制经常帐户和资本帐户的可兑换时,效果最为显著。但实行经常帐户可兑换为隐蔽的资本流动提供了多种渠道。第二,尽管在五六十年的大部分时间里,工业国家实行资本管制有效地限制了其居民的国外净资产或国外净负债水平,但 70 年代初期布雷顿森林体系的崩溃,造成了对汇率大幅度调整的预期,并伴随着大规模(常常是不合法的)的资本流动,且这种资本流动远远超出了最复杂的资本管制制度之所及。第三,在七八十年代,当宏观经济和金融形势刺激资本外移时,许多发展中国家的资本管制却难以有效地阻止资本外逃。第四,近来的各种研究表明,80 年代资本管制效力的衰减比六七十年代更快。

第四章讨论了资本管制效力削弱的含义。效力削弱的部分原因是国际金融体系的结构性变化,以及其它因素直接和间接地提高了这种管制的成本:管制的执行成本提高、资源被用于

为获取资本流动许可或逃避管制而进行的寻租活动。资本管制效力削弱会给稳定政策和结构改革带来新的制约因素。货币金融政策不稳会因资本外逃和经济日益“美元化”而对国内金融体系和税基产生更为不利的影响。财政当局在对金融资产、金融交易及金融财富的收入征税时将面临更大的困难,同时,从通货膨胀税中可获得的收入也会减少。

在稳定政策和结构改革方案实施初期,即使居民在对政策的持续性并无把握的情况下,通常也很愿将其国外资产抽回。由此引起的资本流入可使实际汇率升值。尽管采取中和措施可限制资本流入带来的通货膨胀压力,但这种方法会使政府的债务总量增加,提高政府的借债成本。因此,有些国家还是诉诸更加严格的资本管制来限制流入。不过以往的事实表明,只要资本流动具有强烈的吸引力,居民总是能够找到逃避管制的方法。此外,严格资本管制的力度过大会扰乱正常的贸易融资,并会象实际汇率升值一样,危害贸易改革。严格资本管制潜在的不利影响,向我们提出了这样的问题,即比较开放的资本帐户究竟有哪些潜在的益处?财政政策、金融政策和结构政策的实施能否使一国先靠资本流入“为生”,而后最终实现并保持开放的资本帐户。

当配之以适当的宏观经济政策和金融政策时,比较开放的资本帐户可以在四个方面使效用增加:(1)不受限制的资本流动可推动金融服务产品的专业化,有利于国际经济;(2)资本帐户的可兑换在金融业引入外国竞争,激发创新,提高效率;(3)如国际金融市场对金融工具的风险和收益标价合理,全球储蓄的配置将趋向于产出最大的投资;(4)对仅可获得有限的私人外部融资的国家来说,资本的自由流出入可能有助他们重返国际金融市场。

第五章对实行资本帐户自由化的工业国家和发展中国家的经验进行了考察,其目的是确定与取消资本管制有关的资产价格变动和资本流动,并探讨有助于保持资本帐户开放的宏观经济、金融和风险管理政策。开放资本帐户后的工业国家和发展中国家资产价格变动和资本流动,常常表现出相同的模式。由于资本帐户的开放以往总伴随着全面的稳定政策和结构改革方案,因此资产价格变动和资本流动既反映了取消资本管制的结果,同时也反映了对改革结果的预期。随之而进行的资产组合调整一般都导致私人部门资本流出、流入总量大大增加,并通常导致净流入,致使实际汇率升值。在某些发展中国家,还出现了较高的事后国内实际利率,以及按汇率变化调整的事后国内利率与国际利率利差扩大。

经验表明,采取某些缓解资产价格变动和资本流动的政策,有助于维护资本帐户的可兑换和减少开放资本帐户带来的金融风险。这些政策包括:在开放资本帐户以前用以最大限度地缩小国内外金融市场差别的宏观经济政策和金融政策;避免对金融收入、金融财富和金融交易征收刺激资金流出境外的各类税收;加强国内金融体系的安全性,使之更加完善;取消或减少有碍工资及商品和资产价格灵活性的限制。此外,各国还可通过以下方式管理开放资本帐户带来的金融风险,即允许居民在国际范围内分散资产组合、利用市场回避交易风险(尤其可利用商品和金融期货、期权和掉期市场),以及更好地制定对外合同和外债结构。一国向完全的资本帐户可兑换过渡的进程取决于两点,其一是实施满足可兑换先决条件的各项政策的程度,其二是是否愿采取进一步措施以使人们确信,它将完成所有政策的实施。

第二章 对资本帐户交易的限制

国际货币基金组织《协定》允许实行资本管制^①。二次世界大战后,大多数基金组织成员国对资本帐户交易都实行了一些限制。根据基金组织《汇兑安排与汇兑限制,1990年年度报告》(出版地华盛顿)的分析,到1989年底在153个地区和成员国中,123个地区和成员国对资本交易的支付实行限制,并且/或者对一些或全部资本帐户交易使用另一种汇率(见表1)。此外,尽管实现资本帐户可兑换的工业国家从1975年的3个增加到1990年的9个,但发展中国家只增加了一个。

资本管制的类型

对资本帐户可兑换最常见的限制包括:对资本流动实行外汇管制或数量限制;双重或多重汇率安排;以及向对外金融交易征税。数量限制一般包括对国内金融机构(尤其是银行)的对外资产和负债头寸实行限额、限制外国金融机构经营国内业务、限制非银行居民持有外国有价证券、不动产及直接投资。在许多国家,政府设专门机构对进入本国的直接投资进行逐笔审核。

就双重或多重汇率制而言,至少商业和金融交易是实行不同汇率。在大多数双重汇率制下,当局使商业汇率保持稳定,但允许金融汇率浮动。这种汇率制度有效与否在很大程度上取决于使经常帐户和资本帐户交易保持分离的程度。实现这一分离,通常要有一套复杂的规则,以界定哪些交易分别构成经常帐户和资本帐户交易,并确立对居民进行外汇交易和非居民进行本币交易的管制。执行这些规则意味着,实行双重(或多重)汇率制的代价与对资本流动实

行数量限制的代价相差无几。

向对外金融交易和金融收入直接或间接征税,通常也是为了限制或管制资本流动。征收利息平衡税旨在消除本国(外国)居民因持有外国(本国)金融工具而可能获得的较高收益。征收高额交易税也是为了抑制短期资本流动。

资本管制的理论依据

实行资本管制通常有四个理由:(1)有助于克服短期资本流动剧烈变动引起的国际收支危机或汇率波动;(2)保证国内储蓄用于国内投资,限制外国人拥有国内生产要素;(3)维护当局对本国金融活动、金融收入和金融财富的课税能力;(4)防止资本流动对经济稳定和结构改革方案产生不利影响。

限制不稳定的短期资本流动

对短期金融交易征税通常被视为抑制短期资本流动的手段。这里的短期资本流动是指会使一国外汇储备急剧变化或汇率剧烈波动的流动。通常认为,这种资本流动是投资者不顾经济的基本因素,而是根据传闻和交易策略,或出于对宏观经济政策或汇率政策的疑虑而进行交易引起的。为此,有人认为当局应限制投机性的资本流动,而应改变旨在实现中期目标的金融政策和宏观经济政策。

^① 第六条第3款规定:为管理国际资本流动,成员国可以采取必要的管制措施,但除第七条第3款(b)和第十四条第2款规定之外,成员国不得采用限制经常交易支付的、或不正当拖延资金转移结算的资本管制措施。

表 1. 对资本帐户交易的限制 1975,1980,1985 和 1990 年¹

限制类型	1975	1980	1985	1990
国家数 ²	128	140	148	153
对某些资本交易和/或某些或全部无形交易实行不同汇率对资本交易支付的限制	22	26	32	32
工业国家 ³	2	2	—	—
发展中国家	20	24	32	32
只对资本交易支付的限制 ^{4,5}	102	107 ⁶	116	120
工业国家	17	14	11	11
发展中国家	85	91	105	109
只对某些资本交易和/或某些或全部无形贸易实行不同汇率	25	31	34	35
工业国家	3	3	1	1
发展中国家	22	28	33	34
既不对某些资本交易和/或某些全部无形贸易实行不同汇率,也不对资本交易的支付实行限制	23	28	30	30
工业国家	3	6	9	9
发展中国家	20	22	21	21

资料来源:基金组织历年《外汇安排与外汇限制年度报告》。

1. 年份表示记载数据之报告的出版年份。

2. 比利时和卢森堡作为一个国家。

3. 分组的定义按照基金组织最近的《国际金融统计》和《世界经济展望》(华盛顿)中的分组。

4. 指对向成员国支付实行的限制(即直接影响到外汇供应和成本,或造成无故拖延支付的官方活动),不包括按 1952 年 8 月 14 日执行董事会决定第 144-(52/51)号中的、为安全原因实行的限制。

5. 指居民拥有的资金。

6. 工业国家和发展中国家的数据相加与总计数不等,因为有两个发展中国家——博茨瓦纳和海地的分组状况未定。

评价这一观点的难点在于,如何区分短期资本流动是不合理的交易策略所驱使,而不是对宏观经济稳定性的怀疑或对汇率大幅度调整的预期。例如在 1971-73 年,主要工业国大幅度调整汇率之前发生了大规模的短期资本流动。然而,这种流动主要是“单向”下赌引起的,因为某些汇率当时被认为是明显低估。许多发展中国家也出现过这种情况:国际收支发生危机之前,出现了通货膨胀和汇率不断高估。

这些国家的短期资本流动表明,当预期固定汇率或稳定的汇率将出现大幅贬值时,私人部门将设法保护其金融财富的实际价值。此外,即使是汇率很灵活的情况下,主要工业国家之间宏观经济政策的冲突也会引起资本流动和汇率变动。正确的政策反应应当是调整宏观经济政策,而不是实行资本管制。

也有人担心,国际金融市场上的资产价格,特别是汇率,已出现过投机“泡沫”,因而常常偏

离经济的基本因素,致使资本流动被扭曲。然而,经济学家迄今尚未成功地设计出关于汇率变动的模型,因此,他们既不能确定驱动汇率的基本因素,也不能确定汇率偏离这些基本因素的程度。米斯(1986年)得出以下结论:美国与其他一些主要工业国之间的汇率走势,在80年代初一直呈现出与存在投机泡沫相符合的特征;而弗拉德、罗斯和马西森(1991年)则发现,从80年代的汇率数据看,几乎没有证据表明这种“泡沫”的存在。此外,即使“泡沫”会经常出现,也并不能说明实行永久性资本管制或课税比中央银行不定期干预外汇市场更为明智。

对一国政策态势稳定性的怀疑,有可能使投资者为保值而改变其持有的本国或外国资产。虽然当局可通过资本管制来阻止这种调整,但并不能建立对其政策的信心。关于资本管制的另一种观点认为,政府的直接或间接担保可能会扭曲资本流动。例如,当预见在出现危机时,政府会帮助私人借款者偿还外债时,便会导致不正当的对外借款。

保持国内储蓄

实行资本管制的第二种理由是,发展中国家需确保将稀缺的国内储蓄用于融通国内投资而不是购置外国资产,并且要限制外国人拥有国内生产要素。在许多发展中国家,宏观经济和政治环境不稳定带来的不确定因素,使持有国内金融工具的预期私人收益(以及由此引起的储蓄收益)远低于追加资本的社会边际生产率。在这种不稳定的环境下,回避风险的储蓄者可能更愿意将其财富的大部分转为预计收益率较高或实际收益稳定的外国资产。有人认为,资本管制可以降低外国资产的收益率(比如征收利息平衡税或提高资本外流的间接成本)和限制获得外国资产,从而有利于保住国内储蓄。

虽然资本管制可限制购买外国资产,但对增加或维持国内资本积累所需储蓄并无太大作用。若本国金融工具的实际收益率相对较低且

不稳定,而居民又不能购买外国资产,那么,他们通常会降低总储蓄水平,或采取对付通货膨胀的储蓄方式,如持有不动产或库存。而且,如本国居民只可持有本国金融工具,则其收入来源会较其资产组合中含有外国资产时更为单一。因此,居民的国内财富和收入水平更易受本国宏观经济冲击的影响。

资本管制的一个相关动因是,限制外国人拥有国内生产要素、行业、自然资源和不动产。在一定程度上,这些限制被认为可防止一国自然资源的不当耗费或某一行业出现垄断。此外,平等和收入分配方面的考虑也是限制外国人拥有国内生产要素和不动产的理由。

尽管人们对外国人拥有国内机构和生产要素的利弊有不同看法,但严格的资本管制在限制外国直接投资方面能够发挥重要作用。目前,许多国家进入国际金融市场的能力有限,在这种情况下,外国直接投资可能是获得国外资金的重要来源和获得新技术的一条途径。

保持国内税基

实行资本管制的另一个理由是,保持当局对金融活动、金融收入和金融财富的课税能力。在证券市场规模较大的国家(如瑞士),印花税和证券交易税可以是政府收入的重要来源,而利息和红利收入所得税是大多数税制的主要组成部分。除这些直接税收以外,有效的资本管制还可使当局得以实行一种货币政策,对持有国内货币工具的个人征收“通货膨胀税”。麦金农和马西森(1981年)提供了通货膨胀税与资本管制之间关系的模型。

由于本国居民为达到避税之目的,愿将其金融活动和资产组合部分移至境外,因此,资本管制被视为限制持有外国资产,或获得居民境外资产数额以便征税的手段。

资本管制及稳定和结构改革计划

有人认为,发展中国家为防止资本流动引

起改革的不稳定,应在稳定和结构改革计划后期开放资本帐户。例如,弗伦克尔(1982 和 1983 年)、爱德华兹(1989 年)和麦金农(1991 年)认为,由于商品、要素和金融市场的调整速度不同,稳定政策和改革方案的设计应首先着眼于消除国内商品市场和资本市场的扭曲,以建立财政秩序,从而降低对扩张性金融的依赖性;之后才应考虑疏通与国际经济连结的各个环节。对外部门的自由化首先应减少商品贸易中的扭曲,最后才是开放资本帐户。由于金融市场的调整速度快于商品市场,因此过早地开放资本帐户将刺激资本流入,引起实际汇率升值,不利于改革方案的稳定执行。

具有不稳定因素的资本流动,其性质取决于改革方案的可信度以及商品、要素和金融市场调整速度不同的程度。例如,假如稳定政策缺乏可信度,开放资本帐户可导致货币替代和资本外逃,进而引发国际收支危机、货币贬值和通货膨胀,同时,正如卡尔沃(1983 年和 1987 年)和斯托克曼(1982 年)所强调的,有逆转预期的贸易改革很难持久,因为居民将用国外借贷进口大量商品,尤其是耐用消费品。相反,假如改革被认为能够持续下去,则会出现资本流入(因预计国内资产的收益率较高),使实际汇率升值,从而抵消贸易改革对国内交易商品价格的影响。此外,即使人们对改革成功与否并无把握,但居民为获得较高的实际利率将资金暂时从国外抽回也会引起资本流入。

尽管如此,仍有人强调,外国资本流入有助于降低重大结构改革的代价。克拉克(1986 年)认为,埃及结构调整成功的原因即在于获得外部资金;克吕格尔(1981 年,1984 年和 1988 年)则强调外国资本可起到降低改革代价,并使改革在政治上更易被接受的作用。但是,由于这些资金可来自于官方,而非私人资本流入,因而不一定有开放资本帐户的问题。但拉尔(1987 年)却认为,改革初期就应实行资本帐户自由化、贸易改革、浮动汇率和财政改革等。拉尔认为,因为贸易改革和资本帐户自由化同步进行,所以资产组合和实际投资应以世界利率水平和交易商品的世界价格为依据。他还认为,市场将会比当局更有效地确定适当的汇率水平。

但是,这些观点均包含着一种假设:即使已实现经常帐户可兑换,资本管制也可以“有效地”限制资本流动。有效的资本管制包括以下两种情形:(1)将国内金融市场与国际市场完全分割,使国内利率独立于国际利率;(2)限制资本流入,使国内利率与经预期汇率变动调整后的外国利率之间形成一个可变动的利差。第(1)种管制相当于“关闭”国内与国际金融市场之间的通道,而第(2)种管制则试图为资本流动的规模制定一个安全“限速”。^②但是,经验证明,当国内外金融工具收益率相差较大时,居民常常能够设法绕过资本管制,并表明,80 年代资本管制效力减弱的速度超过了六七十年代。

^② 弗伦克尔(1982 年)在其关于资本管制的论述中经常使用这一区别。

第三章 资本管制的效力

对 资本实行数量管制或实行双重汇率机制能否将国内金融市场与国际金融市场隔离,取决于逃避管制的预期得失。逃避资本管制的动机不仅来自于名义收益差(包括预期汇率变化),而且还来自获得贷款的难易程度、金融产品和服务的类型以及国内和离岸市场金融机构的稳健性。此外,对在国内持有的资产没收和课税的风险也是促成逃避管制的一个重要原因。对经常从事(合法的)国际贸易和金融交易的人或机构来说,逃避资本管制的交易、通讯及其他成本(包括行贿),要比其他的人或机构低得多。如果成本很高,小规模的非资本转移就无利可图。隐蔽性资本流动规模的大小与对逃避管制者惩罚的轻重密切相关。惩罚措施能否有效阻止资本非法转移取决于为实施资本管制和处罚犯法者付出的努力。为实施全面、复杂的资本管制,需要有一个庞大的、业务水平较高的官办机构。

逃避资本管制的渠道

上述逃避资本管制的动机和成本对确定个人逃避资本管制的渠道、以及双重汇率制下如何在当局外汇市场和金融市场之间套利也起着十分重要的作用。最常用的办法之一是高报或低报进出口合同金额。例如,为将资金转移到国外,出口商(进口商)会低报(高报)合同金额并将多出的钱投资到国外资产上。他们采用这种方法是利用了多数资本管制和双重汇率体制最根本的矛盾之一:既需要控制未经批准的资本流动,又不能干扰进出口的正常融资以及母公司同附属公司之间为获准的直接投资项目转移资金。

正如卡明先生(1988年)指出的,这类低报或高报会导致对贬值前和贬值后贸易收支状况的错误认识。通过对60多次贬值的研究,卡明先生发现,在典型的贬值之前,进出口增长率急剧下降,经常项目和储备状况明显恶化;贬值后,出口的强劲反弹使经常帐户会迅速恢复平衡。而进口则持续下降,尽管速度有所降低,但降势一直持续到贬值后第二年进口迅速反弹为止。卡明的实证研究表明,贬值前的一段时期,实际汇率升值,黑市(非当局)外汇升水大幅上升,从而导致低报出口和当局报道的出口值减少。出口收入下降增加了当局储备的损失,并因当局加强了外汇管制而导致进口下降。贬值后,黑市升水下降,因而削弱了低报出口的动机,当局报道的出口值大幅上升。储备的增加使中央银行得以放松对外汇的限制,进口随之恢复。

吉迪(1980年)也认为,跨国公司可以利用转移价格政策逃避资本管制。在预期调整汇率前,转移价格的变化以及公司内部支付的提前或滞后,使这些公司能够将资金调进或调出一国。

无记录资本流动的另一个与贸易有关的渠道是交易结算时间的提前或滞后商业,或短期贸易信贷条件的改变。例如,70年代初布雷顿森林体系垮台时,这些实行大量资本管制的工业国家却因外国公司(一般是国内公司的外国分公司)提前支付出口款项而获得大量资本流入。这表明,在大幅度贬值之前,很难严格限制贸易融资;然而,如果有效地实施了限制,资本管制或分离的外汇市场就将无法使经常帐户交易免受变幻莫测的汇率变动的影响。

非居民在国内金融机构中的“商业”帐户余

额,贬值前一般会急剧下降,而贬值后又会迅速恢复,实行双重汇率的国家尤其如此。国内的外国工人和在国外工作的本国国民的汇款、家庭汇款以及旅游支出,虽然传统上都被当作经常帐户交易,但同时也曾被当作获得或放弃国外资产的途径。

60年代和70年代,远期外汇交易为实行资本管制及/或双重汇率的工业国家的居民提供了转移资本的另一个渠道。当预期汇率要大幅度贬值时,大多数出口商会压低对预期外汇收入进行保值的比例(或根本不保),而进口商则提高保值比例,因而使国内居民的远期国外资产净值发生剧烈变化。

资本管制的经验

虽然逃避资本管制的渠道很多,这一点已经很清楚。但在这些渠道的重要性和在哪些条件下会破坏资本管制的效果方面,仍存在一些经验性问题。为分析这些问题,这一节首先回顾了二战以来,工业国家实行资本管制的经验,然后对发展中国家实行资本管制的效果进行了实证分析。

工业国家

二战刚结束时,多数工业国家对外汇、贸易和资本实行管制,以限制经常帐户和资本帐户的可兑换及其居民的外国资产和负债净值(格林和伊萨德1991年)。然而,由于管制往往会带来扭曲,因此到1961年为止,西欧各国通过接受《国际货币基金组织协定》第八条义务正式恢复了经常帐户可兑换,其后日本于1964年也实行了经常帐户可兑换。然而,在整个60年代和70年代,许多主要工业国继续对资本实行管制(包括双重汇率制)。部分国家(如法国和意大利)直到80年代末期才最后取消了主要的资本管制。虽然许多研究都集中在针对二战后实行资本管制的工业国的经验上^③。但日本1945-80年的经验以及爱尔兰80年代早期的经验

也能解释这些研究的主要结论。有人认为,70年代后期以前,日本资本管制的行政体系是最为有效和高效率的;^④因此,可用日本的经验来判断增加资本管制效力的一些变量并对资本管制进行分类。而爱尔兰的经验则说明,在一个曾经是一体化的金融市场上重新实行资本管制是非常困难的。

二战后日本资本管制的法律基础是1949年通过的《外汇外贸管制法》,此法原则上禁止一切外汇交易,只有在特殊情况下,根据政府的法令和通知,才可进行外汇交易。最初,限制私人持有外汇,出口收入必须卖给指定外汇银行。当局还规定了标准的结算时间,提前支付和接受预付须得到批准。非居民持有日元受到管制,私人资本流动实际上被禁止。正如佛考(1990年)指出的,有效管制资本的一个标志是,从1945年到1962年间,日本的外汇储备与经常帐户余额之间几乎是一比一的关系。佛考文章的附录一提供了1945-90年间日本实行的各种管制的清单。

1960年,当局宣布了贸易和汇兑自由化计划,其目标之一是接受第八条义务。这一计划包括取消对经常帐户交易的外汇管制,允许非居民开立“自由”日元帐户,放开对旅游用汇的限制,放松对与进出口有关的资本帐户交易的管制。由于部分放松管制,相对于50年代而言,60年代资本流动的规模扩大了。1961年和1967年夏季实行货币紧缩政策期间,资本流入的增加使当局必须实行或加强资本管制。

德国马克1971年5月自由浮动后,日本最初想保持美元兑日元的固定汇率,结果导致了大量资本流入。当局外汇储备从1970年年底

^③ 例如,伊格尔(1976年)研究了主要工业国家50年代和60年代的经验,并提供了详细的文献目录。鲍格诺尔(1977年)分析了实行资本管制的部分欧洲国家(包括德国)70年代的经验,阿吉(1987年)比较了60年代和70年代澳大利亚和日本实行资本管制的经验。杜勒和伊萨德(1980年)提供了分析资本管制效果的一般框架。

^④ 例如,阿吉(1987年)认为,日本资本管制的效果和效率高于其他工业国家和发展中国家。

的44亿美元上升到1971年7月底的79亿美元。此外,1971年8月16日至8月27日的11天内,资本流入达40亿美元。日本公司的海外分支机构是资本流入的一个重要来源,它们用美元贷款预付母公司的出口或购买以日元计值的证券。当局最初的反应是加强资本管制(但这破坏了贸易融资),但最终只能实行浮动汇率制。因此,尽管资本管制措施在汇率稳定、利差有限的情况下是非常有效的^⑤。但一旦人们预期将大幅度调整汇率,则这些管制将很难阻止资本大量流入。

1973年春季,日本从固定汇率转向了浮动汇率,佛考(1990年)认为,严格的资本限制和汇率的无规则变动,使几乎确定的资本利得前景消失,致使短期资本流动的程度下降。另外,与布雷顿森林体系跨台前后的阶段相比,1974年以后,即使在第一次和第二次石油危机期间,国内和离岸货币市场的利差要小得多。佛考指出,日本三个月的回购利率与欧洲日元三个月利率之间的利差(绝对值)在1974-87年间最高仅为6%,但1971-74年间却高达20-40%。

1980年年底,日本实施了《外汇外贸法修改法》,资本管制政策发生了根本性变化。旧法律原则上禁止一切外汇交易,只有当局批准的例外,而新法律规定,除有特别限制者外,允许一切形式的外汇交易。政策的这一变化是由多种因素促成的,包括人们认识到,日本金融机构在其他主要国内和离岸市场的业务不断扩大;并认识到“继续保持原则上禁止(海外)外汇交易的法律框架,会带来许多麻烦,如对外造成日本实行的管理法规不透明的印象等”[佛考(1990年,第43页)]。

1980年以前日本资本管制的经验指出了关于资本管制效力的几点结论。50年代,当汇兑、贸易和资本管制限制经常帐户和资本帐户可兑换时,当局能够有效地限制居民积累的国外资产净值。60年代实行了经常帐户可兑换,放松了对与贸易有关的资本流动的管制,在固定汇率制下,这给独立制定和执行货币政策造

成了新的困难。尽管如此,只要人们预期固定汇率会继续下去,国内外金融市场的条件不会有显著差别,则资本管制就会继续有效地限制居民的国外资产净值。但是70年代初布雷顿森林体系崩溃期间,人们预期汇率会有一次大的随机调整,因而导致了大量(往往在表面上贸易有关的)资本流动,使资本管制体系受到极大冲击。同时,为防止资本流动而采取的更加严格的资本管制措施,不久后便使国际贸易量开始下降。

爱尔兰70年代末的经验给我们提供了一个在曾经是统一的金融市场之间实行资本管制的经验。1978年12月以前,爱尔兰与英国金融市场之间的交易几乎没有受到当局限制。其后,爱尔兰当局实行了一套汇兑管制措施,包括:(1)限制英国居民在爱尔兰银行和非银行金融机构开立帐户;(2)禁止爱尔兰居民在英国的金融机构开立帐户;(3)所有对外借债均需事先批准;(4)证券投资的流入、流出需事先批准;(5)除与贸易有关的交易外,限制指定银行向非银行居民提供远期保值。

布朗内和麦克尼利斯(1990年)最近研究了爱尔兰资本管制在恢复当局对国内利率的控制进程中的作用。他们的分析基于一个实证模型,该模型将爱尔兰国内各种利率的季度变化与下列因素联系起来:(1)可比世界利率、爱尔兰镑预期贬值率和风险溢价之和与上一季度国内利率之间的差额;(2)国内当期和滞后的超额货币需求。超额货币需求以货币需求与国内信贷累计发放存量之间的差额表示。货币需求是永久收入水平和货币存量中有息部分“自我”收益的正函数,是预期通货膨胀率和政府证券收益的负函数。实证分析只用了当季和上一季度的超额货币需求量。在考虑国内货币供应量意外增长可能造成的影响时,布朗内和麦克尼利斯对初始流动性效应(它会降低国内利率水平)

^⑤ 赫瑞奇(1984年)指出,根据国际标准,日本当局管制的实际利率相对较高,这对抑制居民将资金转移到国外或许是个重要的因素。

和随后的通货膨胀溢价效应(它会提高国内利率)也进行了区分。他们分析的独到之处是,通过用卡尔曼过滤法来估算随时间变化的相关系数,允许外部利率和国内货币市场条件随时间变化而产生不同影响。尤其是,他们认为,如果经济部门了解到如何逃避资本管制,那么外部金融市场对国内利率的影响与国内货币市场对国内利率的影响相比,就会增加。

布朗内和麦克尼利斯实证分析使用了从1971年的第一季度到1986年的第四季度的数据,以及国际流动性不同的金融工具利率的数据。这些利率包括(根据估计的国际流动性划分):(1)都柏林同业市场三个月的利率;(2)90天支票利率;(3)距到期日5年的政府证券收益率;(4)清算银行5000爱镑到25,000爱镑的存款利率;(5)清算银行优惠贷款利率;(6)建筑协会股权帐户利率;(7)建筑协会抵押贷款利率。得出的实证结果是,货币供应量增加后(的第一个季度),有显著的流动性效应,国内货币政策会带来显著的通货膨胀溢价效应(第二个季度);此外,实行资本管制后,上述效应对这7种利率中的5种利率的影响会扩大。然而,上述两种效应在半年内会互相抵消。而且,流动性和通货膨胀溢价效应对同业市场和抵押贷款利率的影响,经过一段时间后会很快降至零。因此,同业市场与国外市场继续高度一体化。^⑥抵押贷款市场的一体化程度在实行资本管制之初有所下降,但终究还是恢复并超过了原有水平。外汇管制只是在清算银行的小额存款和建筑协会的股权帐户市场的利率平价关系中打入了一个永久性的楔子。

实证结果还表明,即使资本管制造成国内外利率分隔,它也只能暂时切断国内利率和国际利率的长期相关关系。布朗内和麦克尼利斯认为,尽管公司和个人对实行新的资本管制措施的时机和力度会感到意外,但国内外市场之间巨大的利差,使一些企业和个人花成本建立向国外转移资金的新渠道变得有利可图。“因此,当局可能会发现,使资本管制在长期内有效的唯一办法是,立即增加新的并且是更加严厉

的管制措施,”[布朗内和麦克尼利斯(1990年,第45页)]。

格罗斯(1988年,第438页)分析了比利时的双重汇率体系,并得出了类似的结论:

考虑到私人套汇行为得出以下结论:双重汇率(及资本管制)只能暂时缓和金融市场或其他市场冲击对(国内商品市场)的影响。为永久消除这一影响,当局须采取措施,稳步增加两种汇率之间的汇差。但汇差的稳步增加,又会不断刺激私营者绕开分割市场的管理法规,低价(通常是管制汇率或商业汇率)买进外汇,高价(通常是自由汇率或金融汇率)卖出外汇。

此外,从许多方面来看,限制资本流出的数量管制,相当于对拥有外国资产征税,而此税的影响,关键取决于各类居民逃避管制的能力。布朗内和麦克尼利斯的结论暗示:这种税主要落到了那些在国内金融市场上最没有权力,与国际市场联系(因交易成本较高)又最少的居民身上。从公共财政的角度看,资本管制与累退税类似。

发展中国家

二战后,大多数发展中国家实行资本管制,目的是限制国内居民持有国外资产(以使国内储蓄用于国内投资),减少或消除国际收支危机期间或危机后的短期投机性资本流动。为评估资本管制在实现上述目标过程中的效果,本节列举了资本管制防止资本外逃效果的实证研究,并分析了发展中国家国内和国外金融市场条件之间的联系。

自80年代初一些重债国发生偿债困难以来,资本外逃问题尤为令人关注,因为它意味着

^⑥ 同业市场利率和国际市场利率之间的密切关系可能是由于不禁止指定自营商(指定银行)吸收外币存款和对外借债,条件是其即期、远期头寸不超过中央银行规定的长、短头寸限额。

表 2. 部分重债发展中国家的资本外逃和外债总额¹
(单位:10 亿美元)

年份	资本外逃 ² (1)	外债 (2)	资本外逃与外债总额比率 (1)/(2)
1976	13.72	59.73	23.0
1977	29.24	86.08	34.0
1978	45.48	117.81	38.6
1979	62.17	147.52	42.1
1980	73.56	186.57	39.4
1981	82.53	233.15	35.4
1982	96.83	271.88	35.6
1983	121.49	297.98	40.8
1984	134.69	314.41	42.8
1985	145.67	326.65	44.6
1986	152.06	343.06	44.3
1987	181.31	368.03	49.3
1988	183.88	378.74	48.6
1989	182.39	371.49	49.1
1990	175.81	375.41	46.8

资料来源:世界银行《World Debt Tables》各期(华盛顿),国际货币基金组织《国际收支统计年报》(华盛顿)各期,以及基金工作人员的估算。

1. 阿根廷、玻利维亚、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、加蓬、牙买加、墨西哥、摩洛哥、尼日利亚、秘鲁、菲律宾、委内瑞拉和南斯拉夫。国家的选择是根据能否得到整个研究期内的数据进行的。

2. 数据指净资本外逃,即未记录的资本流出总量减去未记录的资本流入总量。

国内投资资源的损失。这里所说的外逃资本等于一国对外负债权存量中不产生记录收入的部分。这种方法是杜勒首先提出的(1986 年),并被称作资本外逃“推导法”。一组重债国资本外逃的估算存量。^⑦ 从 1978 年底的 450 亿美元增加到了 1988 年底的 1,840 亿美元,到 1990 年底,又降到了 1,760 亿美元(见表 2)。然而,资本外逃的速度在这段时间里是不均匀的。例如,扩张性的财政和货币政策,以及汇率的不断高估,导致了 1978-83 年间资本外逃数量迅速增加。其中 1983 年增加了 25%。相比之下,由于样本中的一些国家成功地实行了稳定计划,1989-90 年间的资本外逃数量有所下降。^⑧ 虽然一些实证研究发现,资本外逃与宏观经济变量之间关系密切。^⑨ 但很难证明这种联系是否取决于一国资本管制的程度。

为确定资本管制阻止资本外逃的效力,有人使用了一种两步法。首先,他们找出了 1978

⑦ 表 2 使用的估算资本外逃的方法是,先算出能产生国际收支统计记录收入的对外负债权存量,然后从估算的对外负债权总额中减去这一存量(见杜勒,1986 年)。对外负债权总额的估算方法是未记录的对外负债权加上累积的资本流出量,或对外负债权总量的增量,数据来自国际收支统计(包括国际收支统计记录的累积资本流出量加上错误与遗漏累计存量)。未登记的对外负债权是从世界银行报告的对外负债存量中减去国际收支统计中统计的对外负债存量。

⑧ 罗哈斯·苏亚雷斯(1991 年)对 1978-88 年间的资本外逃进行了更为全面的分析。如果用所谓的余额法来衡量这段时间的资本流动,则资本流动会显示类似的情况。余额法估算资本流动的方法是,一国直接投资引起的资本流入加上该国记录的对外负债的增加额,再减去经常帐户赤字与官方储备增加额之和。见 Morgan Guaranty Trust Company(1988 年)。

⑨ 例如,见卡丁滕(1986 年)和迈耶和马奎斯(1990 年)。

表 3. 部分发展中国家的稳定计划

国家	计划开始的 时间和类型	回归分析 的时期
1. 资本管制较松或不断减少的国家		
阿根廷	1989 年 11 月 10 日(备用安排)	1987-88
玻利维亚	1980 年 2 月 1 日(备用安排)	1978-79
玻利维亚	1986 年 6 月 19 日(备用安排)	1985
智利	1983 年 1 月 10 日(备用安排)	1981-82
厄瓜多尔	1989 年 1 月 4 日(备用安排)	1987-88
加蓬	1989 年 9 月 15 日(备用安排)	1988-89
洪都拉斯	1990 年 7 月 27 日(备用安排)	1988-89
墨西哥	1989 年 5 月 26 日(中期贷款安排)	1987-88
摩洛哥	1985 年 9 月 12 日(备用安排)	1983-84
摩洛哥	1990 年 7 月 20 日(备用安排)	1988-89
尼日利亚	1987 年 1 月 30 日(备用安排)	1985-86
尼日利亚	1990 年 4 月 30 日(备用安排)	1988-89
乌拉圭	1990 年 12 月 12 日(备用安排)	1989
2. 资本管制较严或不断加强的国家		
阿根廷	1984 年 12 月 28 日(备用安排)	1982-84
巴西	1983 年 3 月 1 日(备用安排)	1981-82
巴西	1986 年 2 月(没有基金组织的贷款)	1984-85
巴西	1990 年 3 月(没有基金组织的规划)	1987-89
厄瓜多尔	1983 年 7 月 25 日(备用安排)	1981-82
墨西哥	1983 年 1 月 1 日(中期贷款安排)	1981-82
墨西哥	1986 年 11 月 19 日(备用安排)	1984-85
摩洛哥	1982 年 4 月 26 日(备用安排)	1980-81
菲律宾	1979 年 6 月 11 日(备用安排)	1978
菲律宾	1984 年 12 月 14 日(备用安排)	1983
菲律宾	1989 年 5 月 23 日(中期贷款安排)	1987-88
波兰	1990 年 2 月 5 日(备用安排)	1988-89
南斯拉夫	1979 年 5 月 23 日(备用安排)	1978
南斯拉夫	1981 年 1 月 30 日(备用安排)	1979-80
南斯拉夫	1990 年 3 月 16 日(备用安排)	1988-89

资料来源:国际货币基金组织《汇兑安排和汇兑限制年报》,各期。

-90 年间表 2 所列发展中国家发生高速或加速通货膨胀及国际收支严重失衡的各个阶段。大多数国家在执行基金组织支持的调整计划(见表 3)(包括备用或中期贷款安排)前的 2-3 年经历过这样的阶段。表 3 还包括了巴西政府在 1986 年 2 月和 1990 年 3 月发起的稳定计划。这两项计划没有得到基金组织贷款安排的

支持。

在上述各阶段中,各国又被分为实行相对温和的资本管制(一些国家放松了这些管制),或实行全面资本管制(危机期间,管制程度还有所加重)。温和的限制指不完全取消资本交易,而是通过政府批准对其加以限制。全面资本管制指除政府批准外,还严格限制或禁止资本流

人或流出(由于按资本管制程度对国家进行的分类是主观的,因而只分了两类)。如果资本管制是有效的,则宏观经济基本因素对严格管理资本类国家资本外逃的作用,应小于那些资本管制较松的国家。

对资本管制程度的评估,是根据国际货币基金组织出版的各期《汇兑安排与汇兑限制年报》中提供的材料进行的。关于对经常性交易支付的限制和对资本交易限制的材料,请参阅“无形贸易支付”、“无形贸易收益”和“资本”部分。

罗哈斯-苏亚雷斯(1991年)之后,人们认为影响资本外逃的根本因素就是影响居民关于持有国内资产风险大小的观念的那些因素。持有国内资产主要有两类风险:(1)发生大规模和预期外的贬值及/或通货膨胀率的可能性减少了本币计值资产的实际价值;(2)私人或当局借款人可能不能履行偿债义务或可能没收国内资产。由于通过中央银行向政府贷款来弥补巨额财政赤字通常会导致通货膨胀及/或大幅度的汇率贬值,因此财政赤字占国内生产总值的比例便被作为衡量宏观经济是否稳定的指标之一。为使抽样国家的数据具有可比性,这里使用的是中央政府赤字。当然,更全面的衡量指标应该是非金融公共部门赤字。

如果经济部门认为内债和外债的违约风险所差无几,则既可用国内债券市场的违约风险,也可用国外市场的违约风险来衡量违约风险。对一个可在国际资本市场上借债的国家来说,其借债成本利率与伦敦同业拆借利率之间的差额,即为其违约风险。然而,自从债务危机出现后,样本中国家(见表3)进入国际资本市场的可能性很小,因而,也就不存在代表性利率了。

违约风险还可以用外债的二级市场价格来衡量:即用该外债的二级市场隐含收益减去伦敦同业拆借利率。该指标以 rk 表示。外债的到期收益率(i')是通过该国外债的二级市场价格(P),并使用下列现值公式计算得出的:

$$P = \sum_{k=1}^n \frac{C}{(1+i')^k} + \frac{FV}{(1+i')^n}$$

其中面值(FV)定为100,因为二级市场的贴水报价适用于价值100美元的契约外债;契约息票率(C)为美国6个月国库券利率(被认为是无风险利率)加上签约国同意的平均利差; n 为契约的平均期限。1985-90年间,外债的违约风险是用计算出的外债隐含收益减去6个月伦敦同业拆借利率后估算得出的。1982-84年间,违约风险是用以下数据大致估算的:即债务国支付的贷款利率与德意志联邦银行和英格兰银行报告的伦敦同业拆借利率之间的利差(前者提供的是非居民发行的公共部门德国马克债券利率与伦敦同业拆借利率的利差)。然而,二级市场外债价格显示的隐含收益率并不能完全代表借款成本,因为借款成本是在信贷配给的条件上算出的。

在资本外逃与两类国家基本条件之间的经验关系中,资本外逃假设为国内居民就其资产组合决定作出的决定,即在其持有的资产中,国内资产和国外资产的比例。这两种资产的适当比例,将取决于持有每一种资产的预期实际收益率和风险。

附录中的回归分析表明,虽然限制性极强的资本管制并没有打破宏观经济基本条件与资本外逃规模之间的联系,但确实延缓了经济部门对预期财政不平衡的增加所作出的反应。尽管资本管制较松的国家与违约风险变量相关的系数大于严格资本管制的国家,但对这两类国家而言,该系数的值都很大。因此,虽然资本管制能有效地减少资本外逃对违约风险上升作出反应,但经济部门在同一时期内仍然能设法对违约风险的增加作出反应。

卡明(1988,1991a及1991b)近期的研究表明,在资本管制严格的发展中国家,高报和低报贸易金额以及改变贸易融资条件和期限,通常是大规模资本流动的主要手段。卡明在1988年的研究中,对发展中国家四十多次大幅度汇率贬值前进出口的情况进行了分析。他认为,