

[美] 彼得森国际经济研究所 系列出版物
PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

资本账户 管制还是开放？

奥利维尔·吉恩 [Olivier Jeanne]
阿文德·萨布拉马尼安 [Arvind Subramanian] / 著
约翰·威廉姆森 [John Williamson]

靳明 / 译 刘占彬 / 校



WHO NEEDS TO OPEN
THE CAPITAL ACCOUNT



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

[美] 彼得森国际经济研究所
PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

WHO NEEDS TO OPEN THE CAPITAL ACCOUNT

资本账户 管制还是开放？

奥利维尔·吉恩 [Olivier Jeanne]

阿文德·萨布拉马尼安 [Arvind Subramanian] / 著

约翰·威廉姆森 [John Williamson]

靳明 / 译 刘占彬 / 校



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户：管制还是开放？ / (美) 吉恩, (美) 萨布拉马尼安, (美) 威廉姆森著；靳明译. —北京：中国发展出版社，2015. 3

ISBN 978-7-80234-995-7

I. ①资… II. ①吉… ②萨… ③威… ④靳… III. ①资本流动—研究
IV. ①F831. 7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 209225 号

著作权合同登记号：图字 01 -2013 -1184

Who Needs to Open the Capital Account? by Olivier Jeanne, Arvind Subramanian, and John Williamson

Copyright © 2012 Peterson Institute for International Economics

Chinese simplified translation copyright © 2013 by China Development Press

ALL RIGHTS RESERVED.

书 名：资本账户：管制还是开放？

著作责任者：[美] 奥利维尔·吉恩 [美] 阿文德·萨布拉马尼安
[美] 约翰·威廉姆森

出版发行：中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号：ISBN 978-7-80234-995-7

经销者：各地新华书店

印刷者：北京明恒达印务有限公司

开 本：700mm × 1000mm 1/16

印 张：12.5

字 数：140 千字

版 次：2015 年 3 月第 1 版

印 次：2015 年 3 月第 1 次印刷

定 价：35.00 元

联系电话：(010) 68990630 68990692

购书热线：(010) 68990682 68990686

网络订购：<http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话：(010) 88333349 68990639

本社网址：<http://www.developress.com.cn>

电子邮件：bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页，请向发行部调换

作者 简介

奥利维尔·吉恩 (Olivier Jeanne)

自 2008 年以来一直是彼得森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics) 的资深研究员。他现为约翰·霍普金斯大学的经济学教授, 并曾执教于加州大学伯克利分校 (1997 年) 和普林斯顿大学 (2005 ~ 2006 年)。他是马萨诸塞州剑桥城美国国家经济研究局 (NBER) 的研究助理, 并且是伦敦经济政策研究中心的研究员。从 1998 年到 2008 年, 他在国际货币基金组织的研究部担任过数项要职。他还担任过多种杂志的编委, 其中包括《国际经济学学报》(*Journal of International Economics*) 和《中央银行国际学报》(*International Journal of Central Banking*) 等。

阿文德·萨布拉马尼安 (Arvind Subramanian)

彼得森国际经济研究所和全球发展中心 (Center for Global Development) 的高级研究员。他是《日蚀: 在中国经济统治下的阴影中生存》(*Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*) (2011 年) 一书的作者。《外交政策》(*Foreign Policy*) 杂志把他列为 2011 年全球最顶尖的 100 位思想家之一。他曾是国际货币基金组织研究部的主任助理, 并于乌拉圭回合贸易谈判期间在关税与贸易总协定 (GATT) 任职 (1988 ~ 1992 年)。他还曾在哈佛大学肯尼迪政府管理学院 (1999 ~ 2000 年) 和约翰·霍普金斯高级国际研究学院 (2008 ~ 2010 年) 担任教职工作。他曾在不同程度上为印度政府提供过建议, 并曾经是 G-20 财政部长专家组的成员之一。

约翰·威廉姆森 (John Williamson)

自 1981 年以来一直是彼得森国际经济研究所的高级研究员。他曾经在 2001 年担任过联合国发展融资高级专家组（泽迪罗报告）（the Zedillo Report）的项目主任，1996 ~ 1999 年休假期间在世界银行担任南亚司的首席经济学家，并分别于 1978 ~ 1981 年、1970 ~ 1977 年、1967 年、1980 年、1963 ~ 1968 年、1962 ~ 1963 年等年份里担任过里约热内卢天主教大学、华威大学、麻省理工学院、约克大学和普林斯顿大学的经济学教授，于 1972 ~ 1974 年期间担任国际货币基金组织的顾问，并于 1968 ~ 1970 年担任过英国财政部的经济顾问。他还就国际货币及发展问题独自发表、合著、编著或合编过大量的专著，其中包括《参考价格与国际货币系统》（2007），以及《遏制“繁荣—萧条”周期：稳定新兴市场的资本流向》（2005）。

本书中所述观点均为作者的个人观点。尽管本书作为研究所董事会所签署总体项目中的一部分，但书中所述的观点并不代表研究所董事会或顾问委员会成员的观点。

雅克·J. 波拉克

(Jacques J. Polak, 1914 ~ 2010 年)

本书为纪念雅克·波拉克而作。他曾是尚在世的少数几位当年出席布雷顿森林会议（Bretton Woods）的人之一，还曾担任过国际货币基金组织研究总监和经济顾问。1985 ~ 2004 年间，他曾是彼得森国际经济研究所咨询委员会成员之一，并为我们的出版物《国际经济视角》提供过数年的指导。他最杰出的贡献莫过于提出了“波拉克模型”（Polak Model），该模型指出，在一定条件的限制下，一个实行固定汇率制的国家最终将出现的收支赤字规模会相当于国内信贷扩张规模。这个结论后来成为了国际货币基金组织所制定项目标准的基础。雅克也许并不赞同这本书里的所有观点，但毫无疑问，他孜孜不倦的求学精神将确保他能够深刻地理解这些论点。

PETER G. PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS

1750 Massachusetts Avenue, NW, Washington, DC 20036-1903

(202) 328-9000 Fax: (202) 659-3225

C. Fred Bergsten, *Director*

BOARD OF DIRECTORS

*Peter G. Peterson, *Chairman*

*George David, *Vice Chairman*

*James W. Owens, *Chairman,*
Executive Committee

Leszek Balcerowicz

Ronnie C. Chan

Chen Yuan

*Andreas C. Dracopoulos

*Jessica Einhorn

Stanley Fischer

Arminio Fraga

Jacob A. Frenkel

Maurice R. Greenberg

Herbjorn Hansson

Tony Hayward

*Carla A. Hills

Yoshimi Inaba

Karen Katen

W. M. Keck II

Michael Klein

*Caio Koch-Weser

*Reynold Levy

Andrew N. Liveris

Sergio Marchionne

Donald F. McHenry

Indra K. Nooyi

Paul O'Neill

David J. O'Reilly

Hutham Olayan

Peter R. Orszag

Samuel J. Palmisano

Frank H. Pearl

Michael A. Peterson

Victor Pinchuk

Lynn Forester de Rothschild

*Richard E. Salomon

Sheikh Hamad Saud Al-Sayari

Edward W. Scott, Jr.

Frederick W. Smith

Lawrence H. Summers

Jean-Claude Trichet

Laura D'Andrea Tyson

Paul A. Volcker

Peter Voser

Jacob Wallenberg

Marina v.N. Whitman

Ronald A. Williams

Ernesto Zedillo

Ex officio

*C. Fred Bergsten

Nancy Birdsall

Richard N. Cooper

Barry Eichengreen

Honorary Directors

Alan Greenspan

Lee Kuan Yew

Frank E. Loy

David Rockefeller

George P. Shultz

ADVISORY COMMITTEE

Barry Eichengreen, *Chairman*

Richard Baldwin, *Vice Chairman*

Kristin Forbes, *Vice Chairwoman*

Isher Judge Ahluwalia

Robert E. Baldwin

Steve Beckman

Olivier Blanchard

Barry P. Bosworth

Menzie Chinn

Susan M. Collins

Wendy Dobson

Jeffrey A. Frankel

Daniel Gros

Sergei Guriev

Stephan Haggard

Gordon H. Hanson

Takatoshi Ito

John Jackson

Peter B. Kenen

Anne O. Krueger

Paul R. Krugman

Justin Yifu Lin

Jessica T. Mathews

Rachel McCulloch

Thierry de Montbrial

Sylvia Ostry

Jean Pisani-Ferry

Eswar S. Prasad

Raghuram Rajan

Changyong Rhee

Kenneth S. Rogoff

Andrew K. Rose

Fabrizio Saccomanni

Jeffrey D. Sachs

Nicholas H. Stern

Joseph E. Stiglitz

William White

Alan Wm. Wolff

Daniel Yergin

Richard N. Cooper,

Chairman Emeritus

** Member of the Executive Committee*

致谢

我们感谢丹尼·罗德里克 (Dani Rodrik) 和安顿·克里奈克 (Anton Korinek) 对金融全球化问题所做的那些独具见地的讨论，同时感谢彭邱 (Kue Peng) 为我们的研究所提供的那些颇有帮助。

序言

尽管经济学家们通常认为，一个国家可以通过融入国际经济一体化的方式来获得很多好处，但在关于国家应该在何种程度上对国际资本流动开放的问题上，学界仍没有达成一致。彼得森研究所多年来所做的研究和发行的出版物中已经表述了关于全球化所带来收益的多种观点，而这些观点并没有简单地复制同时代的流行理论。丹尼·罗德里克（Dani Rodrik）在他1997年出版的著作《全球化是否已经过度？》（*Has Globalization Gone Too Far?*）中表达了对于全球化的质疑，而当时（在东南亚金融危机之前）全社会正流行着一种观念，这种观念认为资本向发展中国家及新兴市场经济国家流动能够带来收益。最近，威廉姆·克莱因（William Cline）在其著作《金融全球化、经济增长及2007~2009年危机》（*Financial Globalization, Economic Growth, and the Crisis of 2007-2009*）（2010）中重申了金融全球化代表着新兴市场经济国家经济增长中的一个重要因素。而在当时，许多学者对金融自由化持不同的观点。

在本书中，高级研究员奥利维尔·吉恩（Olivier Jeanne）、阿文德·萨布拉马尼安（Arvind Subramanian）与约翰·威廉姆森（John Williamson）重新审视了关于发展中国家及新兴市场

经济国家应当如何融入全球金融市场中的问题。经历了 20 年的金融市场化过程之后，各国的资本账户政策仍然是五花八门。一些新兴市场经济国家保留了完全开放的资本账户政策；其他一些国家（巴西是一个典型的代表）自经济危机之后积极尝试了以市场为基础的审慎资本管制；另外一些国家（例如中国）则对自己的资本账户实施了严格的管制。

吉恩、萨布拉马尼安和威廉姆森认为，目前缺乏足够有力的证据来证明资本账户自由化有利与否，而当前各国多样化的政策正是对这一现实的反映。利用“元回归”的方法，再加上大量的实证证据，他们指出，自由资本流动对经济发展几乎没有影响（尽管有一些证据表明，外国直接投资和股票市场自由化可能至少在短期内能够提高经济增长率）。另外，经济学家们现在能够更加深刻地理解审慎资本管制所带来的好处，而当前巴西正在使用该种类型的管制来控制资本流动的高涨—低落周期。我们应该知道，资本管制是一个技术性的问题，而不是意识形态上的问题：一些管制可能在特定的环境中是适宜的，而在另一些环境中却可能是有害的。因此，国际社会推动资产完全自由贸易也缺乏合理性——即便在长期也是如此。

这表明，吉恩、萨布拉马尼安和威廉姆森发现了当前的现状所存在的问题——当前没有任何关于规范资本账户政策的国际条约或规则。一方面，缺乏一套公认的规则意味着资本管制的政策仍然背负着某种恶名，因此在实施恰当政策的时候往往达不到最优的效果。另一方面，一些特定的资本账户政策往往会导致有害的多边效应，也会对全球经济产生负面的溢出效应，特别是那些压制国内需求或者维持经常账户盈余的政策尤

其如此。而一般来说，我们维持经常账户盈余往往需要依靠储备积累与资本流入管制相结合的方式加以实现。这些政策具有和贸易保护主义相同的经济效应，并破坏了自由贸易的全球公共品的基础。因此，吉恩、萨布拉马尼安和威廉姆森等人发现了国际社会对于一种特殊国际体制的需求——这种国际体制将会合法化对合理的资本账户政策的应用，同时也会抑制不合理资本账户政策的实施。

本书在结尾部分提出了资本账户政策国际规范的合理特征。对于商品贸易，在存在管制的情形下，吉恩、萨布拉马尼安与威廉姆森强烈支持透明的、基于价格的措施，如对一些特定类型的资本流动征收反周期税。而国际社会可以对这一税率的上限达成一致，以确保管制所带来的有害影响（如果存在的话）能够被控制在一定的范围之内。这些新的规则将会在一系列由国际货币基金组织主导制定的最佳实践国际准则中体现出来。

彼得森国际经济研究所是一家私营的非营利性机构，这家机构专门研究和探讨国际经济政策。它的宗旨在于分析研究国际经济政策领域的重要问题，并且研究开发出新的可行方法来解决这些问题。该研究所不持任何带有偏见的观点。

该研究所由慈善基金、私营企业及对此有兴趣的个人提供资助。在上一个财政年度里，该研究所大约 35% 的资金由美国之外的捐助方所提供。福特基金为本项研究提供了慷慨的资金支持。

研究所董事会对研究所负全责，他们不仅为该研究所的研究项目提供一般性的指导，同时也负责审批研究项目，其中包

括筛选出有可能在中期（一至三年）成为重要课题的那些问题，以及那些应该由研究所来处理的问题。彼得森研究所的主任身处顾问委员会之外，与本所的员工们紧密配合，他负责某些项目的开发，并在研究所发表任何一项个人研究成果的时候进行最终的拍板。

我们希望，我们的研究成果以及我们所进行的其他一些活动能够为国际社会制定出更好的经济政策铺平道路。我们诚心邀请我们的读者各抒己见，告诉我们如何能够更好地实现我们的目标。

C. 弗莱德·伯格斯坦

主任

2012 年 3 月

前言

我们这项研究的初衷，是重温发展中国家及新兴市场经济国家应该如何通过大量参照过去的文献，或者参照自 20 世纪 90 年代以来世界各国应对国际资本流动的实践经验，以更好地融入全球金融市场的问题。

当然，其中一个十分重要的问题是：全球金融危机给发展中国家及新兴市场经济国家所带来的经验教训是什么？然而，伴随着危机的显露和大萧条的发生，我们越来越清楚地意识到这场危机正在深深地影响着金融全球化过程本身，因此我们最初的问题也不仅仅是被框定在发展中国家及新兴市场经济国家的视角之内，而是将世界体系作为一个整体来看待。

在过去 20 年间，金融市场的全球化进程并不是有意设计出来的。关于金融资产的自由贸易也并不是靠世界贸易组织为促进商品自由贸易所制定的那些国际法规来引导或支持的^①。发展中国家和新兴市场经济国家之所以试图融入全球金融市场，部分原因是它们希望能够促进本国的经济增长，而更深层次的原因或许是为了更深刻地理解如何制定世界经济秩序，以及金融全球化如何与历史发展方向保持一致。

^① 存在着一些例外情况，比如欧盟成员国资本流动产生的先决条件，以及一些特定类型的资本流动——例如服务业的外国直接投资——由服务和贸易总协定（GATS）来实施管制。巴格瓦提（Bhagwati，1998）强调了自由商品贸易和自由资本贸易之间的差别。

支持金融全球化的根源在于：经济发展迟早会要求一国接受资本的自由流动^①。从20世纪90年代中期有关于金融全球化的学术观点来看，金融全球化系统的核心由少数国际金融中心构成，这些金融中心位于那些金融自由化程度最高（不管是从国内看还是从国外看都是如此）的国家中。在这一系统中，围绕其核心的第二个层次包括一些没有建立国际金融中心的发达国家。在第二个层次之外是新兴市场经济国家，这些新兴的市场经济体试图和核心国家采用同样的规则来吸引全世界的投资者进入它们的金融市场。在这种模式的金融全球化系统中，“先进国家俱乐部”中的会员身份会要求一个成员国接受完全自由的资本流动，而资本管制在该系统中往往会被看成是经济落后的一种遗留特征。

全球金融危机是否对该种模式的金融全球化系统形成了挑战？从某种意义上来说，金融危机的确支持了那些强调金融自由化之危害的论调，并且揭示出世界各国重新启用金融市场管制的倾向性。具体来说，经济学家们现在更深入地理解了审慎资本管制政策在应对资本流动的高涨与低落方面的潜在作用，而官方也越来越认可这种管制政策的使用^②。在这种背景下，国际货币基金组织应其股东们的要求，回答了关于是否有必要建立一套全球公认的“交通规则”以对资本流动进行管理的问题（Strauss-Kahn, 2011）。

与这一背景不同，本书作者的观点可以归结为以下几点：

① 这种关联并没有假定资本账户开放和经济增长之间存在着因果关系——我们在第3章中对此进行了解释，这迄今为止在数据上来说还是含糊不清的。华盛顿共识与那种过早或者错误地开放资本账户会对经济增长有害的看法是一致的，并且华盛顿共识也认为恰当的开放顺序有着十分重要的意义（Williamson, 1990）。

② 审慎资本管制得到了国际货币基金组织的支持，并在G-20集团2010年首尔峰会上得到了支持。它们也是2011年度法国G-20总统任期会议的一个重要议题。

(1) 关于资本管制的问题是一个技术性的问题，而不是一个意识形态的问题：一些管制可能在特定的情况下是适宜的，但在另外一些情况下则是有害的。(2) 通过谈判达成协议以确定哪些管制适宜而哪些不适宜是十分必要的。(3) 这样的协议应当成为国际体系的基础，而这种国际体系应该合法化对适宜的管制（“好的管制”）的使用，并防止不适宜的管制（“坏的管制”）的使用。

“好的”管制和“坏的”管制之间最基本的区别在于前者纠正了自由放任状态下的一些扭曲的经济现象，而后者则造成了扭曲。前者包括应对由资本流动引起的资产价格周期性波动所采取的审慎措施^①，其中还包括一些预防性措施，以防止一国出现可能对宏观经济稳定性造成危害的大额经常账户赤字，或者防止会过度弱化可贸易商品部门的币值高估。

坏的管制会以多种有害的方式来扭曲资本流动。无论是在全球金融危机开始之前还是在开始之后，最麻烦的资本账户管制都是某些国家用来有效限制其货币升值的措施，而这些措施也导致了国际贸易和资本流动的扭曲。人们对于资本账户管制扭曲实际汇率水平的作用有着广泛的认知，但对于资本账户管制政策最核心的作用却知之甚少。如同我们将在本书中讨论的那样，如果对于国际储备的积累没有辅以严格的资本流入管制政策，那么这种储备积累对于限制中长期实际货币升值的有效性就会低得多。以中国为例，中国政府造成了国内私人部门的“强制储蓄”（forced saving），以应对经常账户存在盈余的问题，而该种政策的实施反过来又加剧了全球性的经济失衡，并且降低了世界其他地区的就业率。

本书第二个主要的结论是：在国际货币基金组织的主持下制

^① 在第2章中我们将会回顾该种审慎管制措施的案例。在本书中，“审慎”或者“宏观审慎”这些概念指为减少金融不稳定的风险而采取的一系列措施。

定关于资本账户政策的最佳实践准则是有利的。

制定这一准则的第一个理由是：在一些情况下，不受约束的国家行为将会造成全面的伤害^①。第二个理由是：这样一个准则将会减少与实施资本管制相关的不良名声：缺乏准则使得一些国家因不遵守某些当时的惯例而背负了恶名，而近年来这些惯例就是支持资本的自由流动。结果，那些在近期使用过资本管制的国家在实施资本管制政策的时候常常抱有歉意，而实施的结果也不是最优的。最后一个理由是：这一准则将有助于形成一系列最佳实践，各国在实施资本管制的时候可以以此为指南。

但我们也认为，那些管理资本流动的“交通规则”应该更进一步。任何一套准则，如果它仅限于促进那些恰当的资本管制行为，但却不能够有效制止那些有害的资本管制行为，则该套准则在应对资本管制所面临的最大问题方面就是失败的。任何一套最佳资本管制准则都应当详细规定哪些资本管制行为是扭曲性的，并且在现实中不应当被采用。

进一步讲，扭曲性资本管制的存在引发了一个大家广为关注的问题：我们拥有成熟的国际商品贸易多边框架，但缺乏资本交易的规则，两者之间存在着不对称性。世界贸易组织及其前身——关税和贸易总协定——制定了许多严格的规定以促进商品的自由贸易。相比之下，资本的贸易则主要由各个国家自行决定，这一点非常明显地体现在国际货币基金组织对其成员国资本账户政策缺乏管辖权上。这完全没有道理，因为就像本书所描述的那样，利用资本账户政策（包括储备的积累）可以实现与关税对进口、补贴对出口完全相同的贸易影响。因此，任何关于国际贸易的冲突

^① 例如，如果所有的国家都把资本留在国内，且在最终投资模式上没有任何变化，投资者们将会失去持有多样化投资组合以降低风险所带来的收益。

都会自然而然地波及资本流动，反之亦然。^①

对于全球经济体系来说，这种存在于商品贸易和资本贸易之间的不对称性造成的问题将会日益严重。在布雷顿森林体系下（那时资本账户管制十分流行），由于全球贸易一体化远不如今天发达，并且汇率水平也由多方进行管理，以上所述的问题并不是一个根本性的问题。当全球性贸易一体化主要涉及发达国家时，它也不是一个严重的问题，因为这些经济体同时向国际资本流动开放。最后，在大萧条之前这也不被看成是一个严峻的问题，因为在当时全球经济接近完全就业状态（尽管当时的经济增长是以巨大的收支失衡为代价的，而这种收支失衡在当时已经成为一个社会关注的焦点）。然而展望未来，一些因素——尤其是持续的全球需求赤字以及中国在世界贸易中逐渐上升的份额——将会暴露出拥有商品贸易多边规则与体系和缺乏资本贸易多边框架之间的矛盾。

一套良好的资本账户政策最佳实践准则应当包括哪些方面？这不是一个容易回答的问题：“好的”和“坏的”资本管制之间的差别不是一个简单的定义所能够概括的。资本管制有很多种。资本管制涵盖了资本流入和资本流出。它们可以是行政性管制，也可以以市场为基础^②。它们可以是审慎的——目标是降低金融

① 例如，我们考虑一下美国采取“反补贴干预”以应对中国积累美元储备的提案（C. Fred Bergsten, “We Can Fight Fire with Fire on the Renminbi,” *Financial Times*, October 4, 2010）。这种策略受到应对贸易失衡问题的愿望所推动，但是在现实中它很难实施，甚至根本就无法实施，因为美国的法规对于美国当局可以购买的中国资产有着非常严格的管制。国际社会找不到任何条约或者法律框架来强迫中国向外国人出售更多的本国资产。

② 阿凯拉等人（Akira et al., 2000, 7）将行政性（或者叫直接的）资本管制定义为“通过完全禁止、明确的数量限制或一种批准程序来限制资本交易”，而将基于市场的（或者叫间接的）资本管制定义为“采取提高其成本的办法来抑制资本运动及与其相联系的交易”。另外一个区别（相关但是不完全相同）存在于以价格为基础的管制和以数量为基础的管制之间。以价格为基础的管制以资本流动税的形式存在，并且也是以市场为基础的。如果它们以可交易配额的形式存在，我们也可以将以数量为基础的管制划归为以市场为基础的管制。判断一项管制是否基于市场的重要标准是要看其引致的价格扭曲在市场上是否可观测。