

# 资本管制和资本项目自由化的国际新动向

余永定 张明

自2007年金融危机爆发，特别是雷曼兄弟倒闭以来，资本管制和资本项目自由化重新成为各国政府和经济学界十分关注的政策问题。国际货币基金组织（IMF）对这一问题重新进行了研究，许多有不同政治倾向和持不同经济哲学的经济学家和经济学家团体都纷纷发表论文和研究报告对此问题发表不同看法。国际社会与国际经济学界关于资本管制与资本项目自由化的观点正在发生令人瞩目的变化。

## 资本管制的传统观点

资本管制和资本项目自由化在过去数十年来始终是国际经济学界最具争议性的议题之一。为什么应该实现资本项目自由化或解除资本管制？耳熟能详的理由如下。第一，资本的跨境自由流动可以改善资源配置——资本缺乏的发展中国家从资本富裕的发达国家获得资本，发达国家则取得较高投资回报——从而推动全球经济，特别是发展中国家的经济增长。第二，资本的跨境自由流动宣示了相应国家执行负责任的经济政策的决心，否则，资本将会外流，从而使失职政府受到惩罚。第三，资本管制是无效的。国际投资者很容易规避管制。相反，资本管制成本往往很高。对资本流动的管制将导致市场价格扭曲、宏观经济失衡和腐败。第四，资本的自由流动可以使国内居民得以分散风险。第五，资本流入管制可能会降低有效资本供给，提高中小企业的融资成本。

在20世纪90年代，国际货币基金组织积极鼓吹资本项目自由化，企图要求所有成员国实现资本项目自由化，放弃对跨境资本流动的限制。但由于墨西哥金

---

作者余永定系中国社会科学院学部委员、世界经济与政治研究所研究员；张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。

融危机和亚洲金融危机相继发生，国际货币基金组织的企图受到许多发展中国家的抵制。

最近20年来，国际经济学界有大量的经验研究来分析新兴市场国家实施资本管制的有效性，并形成了一些共识：第一，对资本流入的管制要比对资本流出的管制更为有效；第二，资本流入管制的有效性较短，通常不到一年；第三，对资本流入的管制未必能降低资本流入规模，但能够显著改变资本流入的期限结构，降低短期资本在资本流入总额中的比重；第四，资本项目管制的数量型手段与价格型手段相比，前者对经济造成的扭曲更大。

### 对资本项目自由化的质疑

事实上，许多著名经济学家对资本项目自由化是否明智，特别是对发展中国家是否有利，早有疑虑。1978年托宾（James Tobin）提出对外汇交易征税（托宾税），以抑制投机资本对国际金融市场的冲击。1998年巴格瓦蒂（Jagdish Bhagwati）和库珀（Richard N. Cooper）分别指出，在信息不完全的条件下，资本的自由流动将加大市场扭曲、制造道德风险、鼓励过度投机并最终导致成本高昂的重大危机。同年，罗德里克（Dani Rodrik）报告说，经验证据并不支持资本项目自由化可以推动经济增长的假设。1999年克鲁格曼（Paul Krugman）预言，那些既不适于货币联盟又不适于浮动汇率的国家迟早会倒转时钟，恢复对资本流动的限制。同年，斯蒂格利茨（Joseph E. Stiglitz）指出，市场波动是不可避免的，发展中国家应该对此进行管理，其中包括对资本流动加以某种限制。

### 全球金融危机以来的国际资本流动

在亚洲金融危机结束后的2002 - 2007年间，流向发展中国家的资本大幅度增加。但是，雷曼兄弟倒闭之后，国际资本迅速回流美国，使发展中国家出现流动性短缺、信贷紧缩和经济衰退。2009年下半年至2011年上半年间，由于发达国家央行集体实施零利息率与量化宽松政策，国际资本又重返发展中国家，导致发展中国家资产泡沫和通货膨胀急剧恶化。2011年9月之后，欧债危机的恶化又导致国际资本迅速流出发展中国家，回流美国（国债市场避险）和欧洲（商业银行去杠杆化）。

发达国家的货币政策是以本国利益为中心的。这种政策通过资本的跨境流动传递到其经济周期和形势可能完全不同的发展中国家。由于缺乏必要的防火墙，发展中国家宏观经济政策的有效性遭到严重破坏。例如，当发展中国家央行出于控制通货膨胀需要而加息时，国内外利差的扩大会吸引更多国际资本流入，国内的流动性过剩与通货膨胀可能进一步加剧。

而国际投资者更是利用发达国家和发展中国家之间的利差，大肆套利；利用国家间汇率的波动性（和某些国家存在的双重汇率）大肆套汇，造成发展中国家的大量福利损失。

由于国际资本流动放大了金融市场和经济的不稳定性，以及国际资本自由游走于各国资本市场之间给宏观经济调控造成的困难，不仅发展中国家，甚至一些发达国家也提出对跨境资本流动加以调控的主张。

### 自金融危机以来资本管制的新共识

自2008年全球金融危机以来，国际经济学界形成如下最低限度共识：直接投资对经济增长是必不可少的。但是，某些形式的国际资本流动，如短期债务、套利套汇交易和相关的衍生交易等，通常会导致金融不稳定和经济不稳定。甚至长期资本流动也可能是高度顺周期的，因而也会导致金融和经济的不稳定。既然如此，限制和管理资本跨境流动的主张自然也就被相继提出。

2011年G20轮值主席、法国总统萨科奇提出征收金融交易税、打击“避税天堂”、制定管理跨境金融的行为准则，并要求国际货币基金组织提供进行此项改革的指导方针。2012年德国总理默克尔表态支持征收金融交易税。巴西、印度、韩国等国家则在不同程度上加强了资本管制。

资本账户管制能够被发展中国家用来增强经济稳定性，正在成为一个不断强化的共识。就连过去以促进资本市场开放为己任的IMF，现在也支持使用资本流动管制（至少在特定情形下）。国际货币基金组织承认，对跨境资本进行调控的国家是所有受国际金融危机冲击的国家中受影响最小的国家。<sup>[1]</sup>

---

[1] Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhardt, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note 10/04, 2010, Washington, D. C.: International Monetary Fund; Ostry, Jonathan, Ghosh, Atish R. and Chamon, Marcos, “Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies”, NBER Working Paper No. w17363, 2011, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1919437>.

国际货币基金组织态度的转变具有重要象征意义。这个在20世纪90年代资本项目自由化的最大推动者现在宣称：资本项目自由化是一项长期任务，并非不问时间、国别一概适用；可以对资本流入进行管理，在危机之前和危机之中对资本流出进行管理也无可厚非。

在过去反对资本管制的种种理由中，资本管制无效论是非常有份量的一个理由。但在2010年2月的报告中，国际货币基金组织承认，在过去15年中，资本管制对于资本流入的管理是相当有效的。<sup>[1]</sup>美国国民经济研究局（NBER）2011年的一项研究发现，资本流入管理可增加货币政策的有效性、促进资本流入的长期化和减轻实际汇率的升值压力。资本流出管理也同样是有效的。<sup>[2]</sup>

### 当前资本管制的实践

最近几年来，一些已经实现资本项目自由化的国家，包括一些经济合作与发展组织（OECD）国家转而着手限制资本的自由流动，发展中国家自不待言。在金融危机期间，国际货币基金组织支持冰岛实行资本管制，制止资本外流。正如《金融时报》所说，（资本）管制正在获得越来越多的支持者。<sup>[3]</sup>2009年10月巴西开始针对外国资本对巴西的股票和债券投资征税。对固定收益投资的税率由最初的2%增加到6%，对货币衍生交易的税率则为1%。此外，巴西对投资期限低于5年的外资征收6%的金融交易税。后来由于欧元危机导致资本外流，巴西政府又降低了外资证券投资的税率和外资投资期限的税收门槛。<sup>[4]</sup>

长期以来，印度始终维持资本管制。2007年8月，面对外资的大量流入，印度货币当局对居民外币借款实行数量控制，并禁止将外币（借款）兑换成卢比。印度当局认为，资本管制使印度得以有效维持国内外利息率间的利差，从而保持了货币政策的独立性。<sup>[5]</sup>2012年5月，印度储备银行（央行）要求所有印

---

[1] Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhart, "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note 10/04, 2010, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

[2] Magud, Nicolas, Carmen Reinhart, and Kenneth Rogoff, "Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach to Capital Controls", unpublished, Cambridge, Mass.: Harvard University, 2006.

[3] *FT*, 2010年5月12日。

[4] *Forbes*, 2012年6月14日。

[5] R Kohli, ICIER, East Asian Forum, 2011年7月28日。

度出口商必须把50%的外汇收入兑换为印度卢比，以遏制卢比的贬值趋势。<sup>[1]</sup>

2010年6月，为应付资本急剧流出对韩元和韩国经济造成的冲击，韩国政府决定对外汇衍生产品头寸的积累进行管制：本地商业银行所持有的外汇衍生产品不得超过银行资本金的50%，外国银行分行则不得超过其资本金的2.5倍。此后，韩国还恢复了外国在韩国债投资的利息税并对银行所持外债征税。当然，当资本流入对韩元和韩国经济造成反向冲击的时候，则韩国政府便又推出反向资本流动管理措施以维护韩国经济和金融稳定。

自从雷曼兄弟倒闭之后，越来越多的国家和经济体加入了恢复或加强资本管制的行列。这些国家和经济体包括巴西、印度、墨西哥、秘鲁、哥伦比亚、韩国、中国台湾、南非、俄罗斯、波兰等。实施和考虑实施某种类型资本管理的发达国家也比比皆是，法国和德国就是两个显著例证。值此全球金融危机继续深化、国际资本豕突狼奔之际，加速资本项目自由化的国家或亦有之，但绝对是“茕茕孑立，形影相吊”。

在最近一段时间里，有关国家纷纷尝试的资本管制措施可以分为对资本流入的管理和对资本流出的管理。<sup>[2]</sup>对资本流入的管理措施包括：

- 流入外资按一定比例以无报酬准备金存入中央银行
- 对外债和外汇衍生产品征税
- 对金融中介的净外汇负债征税或实施数量限制
- 限制货币错配
- 限制对外借款的最终用途，如只准用于投资或贸易
- 对某些资本交易实行强制性审批
- 对流入资本规定最低滞留期限

对于资本外流的管理措施包括：

- 对国内机构海外投资和所持外汇账户实行审批制
- 对国内机构海外投资和外汇交易实行报告制度
- 限制或禁止外资进入特定部门和行业
- 限制非居民的金融投资（如股票），或对此实行审批制度

---

[1] *The Wall Street Journal*, May, 16 2012.

[2] Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones, and José Antonio Ocampo, “Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach”, 2012.

- 限制外国投资的本金和投资收益的汇出
- 限制非居民的国内借贷
- 对资本流出征税

## 资本管制的新思路

在最近关于资本管制的讨论中出现了不少新的理论动向。比较令人感兴趣的是有关资本管制长期性、有效性与数量型手段必要性问题上的新观点。<sup>[1]</sup>

长期性：主流观点认为，资本管制是一种临时性机制<sup>[2]</sup>，在长期内是无效的。但另一部分人提出，把资本项目管制作为一种永久性政策，对很多国家可能是最优选择。

有效性：过去普遍认为，规避资本管制必然造成资本管制失效。新理论则认为，规避行为是有成本的，是对投资者的隐性税收。只有当规避行为的收益超过成本时，规避行为才会发生。因而，问题不是资本管制能否被规避，而是规避成本有多大。如果规避成本足够高，规避行为就可以得到抑制，资本管制就可以变得有效。减少规避行为的方法很多。其中之一是削弱本地机构扮演中介的积极性。对非法的规避行为进行严厉惩罚，使惩罚力度大大超过潜在收益。即使规避行为完全合法，政府也可以对当地机构（例如当地金融机构）施加压力，以降低它们扮演中介机构的意愿。<sup>[3]</sup>

数量型手段的必要性：过去主流观点认为，数量型资本项目管制手段（例如无报酬准备金、最低停留期限等）与价格型手段（例如各种税收）相比，前者造成的潜在扭曲可能更大，因此不推荐使用数量型手段。而一部分学者的新观点是，在某些场合下，尤其是对资本项目相对封闭和中央银行能力较弱的国家而言，数量型手段可能要比价格型手段更为有效，因此可以考虑同时使用数量型与价格型手段。

---

[1] Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones, and José Antonio Ocampo, "Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach", 2012.

[2] Ostry, Jonathan, Ghosh, Atish R. and Chamon, Marcos, "Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies", NBER Working Paper No. w17363, 2011, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1919437>.

[3] Shari Spiegel, "How to Evade Capital Controls and Why They Can Still Be Effective", 2012.

## 结 论

资本管制或管理，是中国金融和经济稳定的最后一道防线。长期以来中国的资本管制对维护中国金融稳定起到十分重要的作用。当前，国际金融危机继续深化，国际资本家突狼奔对发展中国家的金融和经济稳定造成极大冲击。国际金融利益集团则利用发展中国家的制度和政策缺陷，大肆进行套利、套汇和套规（regulation arbitrage）活动，给发展中国家造成严重福利损失。而发展中国家则纷纷加强资本管制以求自保。即便是一贯以推行资本项目自由化为己任的国际货币基金组织，也改变立场，对恢复或加强资本管制的趋势予以认可。资本管制和资本项目自由化的国际新动向应该引起中国决策者的关注。

2009年以来，中国政府开始大力推进人民币国际化，特别是人民币跨境贸易结算与香港离岸人民币市场的发展。人民币国际化的推进与资本项目加快开放实质上是合二为一的。一些研究表明，人民币国际化在2009年下半年至2011年的快速推进，以及在2012年上半年陷入的停滞状态，反映了国内外机构与企业利用离岸、在岸两个人民币市场套汇与套利活动的扩张与收缩。换句话而言，至少有一部分以人民币国际化为伪装的套汇与套利活动，违反了中国政府推进人民币国际化的初衷，并给中国宏观经济稳定带来新的风险。

无论是全球金融危机爆发以来国际资本流动方向与规模的频繁波动，还是包括国际货币基金组织在内的若干机构对资本项目管制看法的转变，都说明当前并非中国政府加快资本项目开放的“战略机遇期”。中国政府应该继续审慎、渐进、可控地推进资本项目开放，并在完全开放资本项目之前，首先完成人民币利率、汇率的市场化改革，完成本国金融市场对民间资本的全面开放。借鉴当前关于资本管制与资本项目自由化的国际新动向，中国政府应考虑综合运用宏观经济政策（汇率、利率与储备变动）、宏观审慎监管（对金融机构外汇风险头寸、杠杆率与货币错配的限制）与资本项目管制（包括数量手段与价格手段）来管理国际资本流动。■

（本文的部分观点已在《财经》杂志发表）

While the global economy is undergoing correction and fluctuation, the rise of the Chinese and emerging market economies has intensified the new round of competition. The deep-rooted problems of the US and European economies are yet to get solved in the short term, although it does not mean the end of US and European predominance. The rise of the emerging market economies and the decline of the predominance of the US and Europe will be a long-term transitional coexistence. It is crucial for China to grasp new development opportunities and fix its development problems and growth challenges. The core task for China is to accelerate the adjustment of its development strategies to build up a new competitive edge.

## China's Policy Options for Further Opening up

*Li Jiguang*

45

With the slowdown of economic globalization, China's limited growth potential for foreign trade and the weakening of its traditional comparative advantage thanks to changing factor conditions, the globalization dividends and factor dividends of China's opening-up have seen significant changes that are in line with its development stage. Given the new changes, China should further open up its economy, which should cater to the goal of attaching equal importance to serving domestic economic transition and building its global strategy, with the focus on the liberalization of productive services, nurturing of the next-generation export products, implementing "peripheral breakthrough" intellectual property rights strategy and providing development-oriented global public goods.

## Iran in a Nutshell

*He Fan*

55

The US would be dragged into a deeper quagmire of war if it attacked Iran, a situation that would be more troublesome than the Korean War and the Vietnam War and it would not win the war. Since 1953 when the Mohammad Mosaddegh government was overthrown, the seeds of hatred between the US and Iran have been sown. As it develops and becomes an ideological establishment, it only becomes harder for such hatred to be disentangled. The real issue is that Iran wants to develop nuclear weapons, which will break the balance of bargaining chips between Iran and the US. Given the US' foreign policy stance, the Iran nuclear issue will not have any solutions. What can resolve the issue is the collective effort of the international community, especially the US, which needs to adjust its Iran policies.

## SPECIAL REPORTS

### New International Trends of Capital Control and Capital Account Liberalization

*Yu Yongding and Zhang Ming*

68

There have been noticeable changes in the attitude toward capital control or capital account liberalization in the international community and academic circles. Traditional opinion argues that capital controls should be removed. Since the global financial crisis in 2008, proposals for control and management of cross-border capital flows have been increasingly put forward and more and more countries and economies have started resumption or strengthening of capital controls. Considering those



new trends in international capital regulation and capital account liberalization, the Chinese government should comprehensively utilize macro-economic policy tools, adopt a macro-prudential regulation strategy and impose capital account controls to cope with international capital flows.

## Capital Account Regulations for Stability and Development: A New Approach

*Kevin P. Gallagher, Stephany Griffith-Jones and José Antonio Ocampo*

75

Capital account regulations are often be taken as means to regulate the fluctuation of exchange rates, avoid currency misalignment, limit speculative activities within an economy and provide room for independent monetary policy maneuver. There are two types of regulations, with one based on price and the other on quantity. Capital account regulations should be seen as an important component of the macroeconomic toolbox and should not be taken as the final fix when other means fail to work. In a country that is largely yet to open its economy, the capital account regulations can become part of the gradual liberalization process of its capital account strategy. The quantity-based capital account regulations may possibly be more effective than price-based regulation, especially in those countries where capital accounts remain relatively closed and the central bank is yet to have much influence. To better implement capital account regulations, a country needs to study the design and adjustment of relevant measures and regulations and fine-tune them to ensure their effectiveness.

## Managing Capital Flows: Lessons from the Recent Experiences of Emerging Asian Economies

*Masahiro Kawai, Mario B. Lamberte and Shinji Takagi*

85

Despite the low nominal openness of the Asian economies as a whole, in 2009, all Asian economies, except two of them, have had their Chinn-Ito index exceed or come close to 100 percent. In the late 1990s, a continued current account surplus and rising capital inflows brought about pressure for exchange rate revaluation for most emerging Asian economies. Partly to thwart revaluation, the monetary authorities of most of those economies interfered in the foreign exchange market, which led to the accumulation of huge amounts of foreign exchange reserves. Prior to the global financial crisis, the policy reactions of emerging Asian economies included sterilization-based intervention, lowering interest rates and capital regulation. In the wake of the crisis, some of them started to introduce the principle of prudence and other regulatory measures to guide capital inflows and foreign exchange positions and coordinated their responses.

## How to Evade Capital Controls and Why They Can Still Be Effective

*Shari Spiegel*

95

Capital account regulations should be seen as a tool to keep short-term cross-border capital flows from exploding and not a tool to eliminate them. The price of evading capital regulation includes administrative costs, the number of intermediaries and the harshness of punishment. Normally, capital regulation can be circumvented through the current account, through disguising restricted flows as unrestricted flows and through the derivatives markets. The design of regulatory measures should focus on the severance of links between cross-border capital flows and the domestic market and reduce