

为长期发展而有系统地管理全球资本流动

帕迪中心工作组报告

2012年3月

为长期发展而有系统地管理全球资本流动

共同主席

凯文·P.加拉赫尔
斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯
何塞·安东尼奥·奥坎波

工作组成员

阿玛尔·巴塔查亚
马克·布莱思
莱昂纳多·柏拉马奎
杰拉尔德·爱普斯坦
凯文·P.加拉赫尔
伊恩·格拉贝尔
斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯
拉克什·莫汉
何塞·安东尼奥·奥坎波
丹尼·罗德里克
莎莉·斯皮格尔
阿文德·萨伯拉曼尼安
高木伸二
张 明

弗雷德里克帕迪长期未来研究中心
波士顿大学

为长期发展而有系统地管理全球资本流动

不时的，帕迪中心会召集不同具体领域的政策问题专家，来识别未来长期发展中可行的政策选择。帕迪中心工作组报告的一系列论文展示了这些专家深思熟虑的发现，将会为今天重要问题的决策贡献专业知识，并影响未来长期人类发展。

报告编辑：凯文·P.加拉赫尔，斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯，何塞·安东尼奥·奥坎波

弗雷德里克帕迪长期未来研究中心位于波士顿大学，通过不断了解未来复杂的发展趋势，包括不确定性、全球政治、经济、科技创新的互动以及人类生态，致力于充当研究人类条件改善的催化剂。帕迪中心的研究视角包括社会科学、自然科学和自然世界的人文视野。中心的工作重点主要关注长期问题。我们的工作试图识别、预测和提升人类进步的长期发展潜力，并认识其中的复杂性和不确定性。

弗雷德里克帕迪长期未来研究中心

波士顿大学

帕迪楼

67 Bay State Road

Boston, Massachusetts 02215

Tel: +1 617-358-4000 Fax: +1 617-358-4001

www.bu.edu/pardee

Email: pardee@bu.edu

Cover photograph via iStock.com.

本文仅代表作者个人观点，并不代表作者所在机构、弗雷德里克帕迪长期未来研究中心，或波士顿大学理事的观点。帕迪中心的报告提供了一系列广泛的观点，意图促进有关人类发展以及长期发展关键问题和政策的对话。

Produced by Boston University Creative Services

© 2012 Trustees of Boston University

ISBN 978-1-936727-04-9

E Printed on recycled paper

0212 9040011845

目录

致谢 缩略语

执行摘要

促进稳定和发展的资本账户管理：一种新方法

凯文·P.加拉赫尔 斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯 何塞·安东尼奥·奥坎波

第一部分 资本账户监管的理由

第一章 资本账户管理的合理性及其经验

何塞·安东尼奥·奥坎波

第二章 资本账户管理：需要一个新的共识

拉克什·莫汉

第三章 资本流动管理：亚洲新兴经济体近期的经验教训

河合正弘 马里奥·兰伯特 高木伸二

第四章 资本流出监管：经济管理、发展和转型

杰拉尔德·爱普斯坦

第二部分 有效监管的执行与监督

第五章 动态资本监管、IMF的边缘化和危机

伊恩·格拉贝尔

第六章 怎样规避资本管制以及为什么它们仍能有效

莎莉·斯皮格尔

第七章 中国的资本管制：典型事实和参考经验

张明

第三部分 资本账户监管的全球合作？

第八章 国际货币基金组织、资本账户监管以及新兴市场经济体

保罗·诺盖拉·巴蒂斯塔

第九章 南北合作的必要性

斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯和凯文·P.加拉赫尔

第十章 资本账户的国际监管

阿文德·萨伯拉曼尼安

第十一章 资本账户监管和贸易体系

凯文·P.加拉赫尔

工作组成员简介

致谢

帕迪管理资本流动长期发展工作组是全球经济治理倡议中心（GEGI）的发起项目，由波士顿大学教授、帕迪研究员凯文·P.加拉赫尔负责协调。哥伦比亚大学政策对话倡议（IPD）的斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯和何塞·安东尼奥·奥坎波担任工作组的共同主席。工作组由政策对话倡议和塔夫茨大学的全球发展和环境机构共同发起。共同主席真诚感谢弗雷德里克帕迪长期未来研究中心对本项目的支持。本项目的达成来源于研究中心前主任Adil Najam早期的热心支持，现任主任James McCann也给予了极大的热情。我们要特别感谢帕迪中心的Theresa White和Elaine Teng，他们组织了2011年9月16日的工作组讨论会，使得本报告工作更为顺利和有效。除了帮助活动组织工作，帕迪项目经理Cynthia Barakatt在出版各种出版物和工作组事件方面发挥了关键作用。我们也衷心感谢波士顿大学研究生Tania Tzelnic，他（她）在工作组中充当了大会报告起草人，并在编辑最终报告上提供了宝贵的帮助。共同主席同样感谢IPD的项目经理Mildred Menos、GDAE的联络协调Joanna Miller，感谢他们的协调和支持。

共同主席感谢工作组参与者在百忙之中抽出时间参与本项目研究。我们特别感谢国际货币基金组织巴西和其他八个拉美国家选区执行董事Paulo Nogueira Batista, Jr.，感谢他参加工作组讨论会、发表主题演讲、以及对最终报告作出的贡献。我们感谢布雷顿项目的Peter Chowla和全球金融新规则的Jo Marie Griesgraber，以及第三世界网络的Bhumika Muchala，他们协助我们进行推广，以确保报告送到全球各地所需者手里。

最后，我们要感谢基金会对我们提供的帮助。除了IPD的类似项目外，Leonardo Burlamaqui和福特基金会对GEGI的资本流动和发展项目也提供了支持。工作组建立在福特基金会-联合国2011年8月专题讨论会的基础上。GDAE同样要感谢洛克菲勒兄弟基金会的支持。

缩略语

ADR : 美国存托凭证
AE : 发达经济体
AEC : 东盟经济共同体
BI : 印度尼西亚银行
BIT : 双边投资协定
BoK : 韩国银行
BOVESPA : 圣保罗股票交易所
CAM : 资本账户管理
CAR : 资本账户监管
CBB : 中央银行票据
CFM : 资本流动管理
CGFS : 全球金融体系委员会
CRR : 现金储备率
EAE : 亚洲新兴经济体
EME : 新兴市场经济体
FDI : 外商直接投资
FSB : 金融稳定委员会
FTA : 自由贸易协定
GATS : 服务贸易总协定
GATT : 关贸总协定
GDP : 国内生产总值
IMF : 国际货币基金组织
NAFC: 北大西洋金融危机
NDF : 非交割远期
OECD : 经济合作与发展组织
PBC : 中国人民银行
QFII : 合格境外机构投资者
QDII : 合格境内机构投资者
RBI: 印度储备银行
RMB : 人民币 (中国货币)
SAFE : 中国国家外汇管理局
SBA : 备用安排
SBV : 越南国家银行
SDA : 特别存款账户
SWF : 主权财富基金
URR : 无息储备金要求
WTO : 世界贸易组织

执行摘要

促进稳定和发展的资本账户管理：一种新方法

凯文·P.加拉赫尔 斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯 何塞·安东尼奥·奥坎波

随着 20 世纪 60 年代以来的全球资本市场的复兴，跨境资本流动呈现量级增长，其增长之烈使目前国际资产总和超出全球经济产出。绝大部分跨境资本流动发生于工业化国家之间，但日益增多的新兴国家加入了资本流动国际化这一进程。尽管投资被广泛认为是经济增长的一个重要因素，资本流动在某种情况下是国内储蓄的一个有价值的补充，从而被用来为投资融资，然而目前大家却开始日益担心某些资本流动（例如短期债务）会对发展中国家造成不稳定影响。

在近几次金融和货币危机中，一些新兴市场和发展中国家尝试了多种传统意义上所谓资本管制——即对资本流动进行管理——的措施。因为资本管制这个词的名声很不好，所以在本文里我们称其为资本账户管理（CARs）。当全球金融危机对世界经济造成极大伤害时，那些在此次金融危机发生前实行资本账户管理的国家所受的打击却是最轻的。^①

采取何种适当的政策来应付顺周期的资本流动，2008 年全球金融危机为这一辩论揭开了新的篇章。直到最近，经济学界里的许多人以及工业化国家政府和国际金融机构对管理资本流动一直持反对意见甚至噤若寒蝉。尽管如此，包括巴西、中国台湾和韩国在内的一些新兴经济体，却在使用资本账户管理来对付不稳定资本流动的试验中取得了成功。^②

国际货币基金组织已经部分承认资本账户管理是适当的，并为如何适当使用资本账户管理制定了（正式认可的）一套指南。2011 年 9 月，波士顿大学帕迪未来研究中心（Boston University's Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future）的全球经济治理倡议，与哥伦比亚大学政策对话（Columbia University's Initiative for Policy Dialogue）和塔夫茨大学的全球倡议发展与环境研究所（Tufts University's Global Development and Environment Institute），合作召集了着眼于长期发展的全球资本流动管理的工作组。在工作组讨论的基础上，我们认为，在危机后的世界里依然有明确的理由实施资本账户管理，管理规则的设计和监测对其有效性是至关重要的，一定程度上的全球和区域合作将是有益的，以确保资本账户管理可以作为宏观经济政策工具箱里的一个有效工具。

这份报告探讨了上述问题，并提供了一个如何实施资本账户管理的倡议。该倡议与国际货币基金组织董事会批准^③并由二十国集团在 2011 年 11 月的“一致结论”所取代的资本

作者凯文·P. 加拉赫尔（Kevin P. Gallagher）系美国波士顿大学国际关系学副教授；斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯（Stephany Griffith-Jones）系美国哥伦比亚大学政策对话机制执行主任；何塞·安东尼奥·奥坎波（José Antonio Ocampo）系联合国负责经济和社会事务副秘书长。

^① Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Luc Laeven, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, Staff Discussion Paper, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.

^② Gallagher, Kevin P., “Regaining Control: Capital Controls and the Global Financial Crisis”, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts-Amherst, 2011; International Monetary Fund, Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.

^③ International Monetary Fund, Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.

管制指南形成了鲜明的对比。由二十国集团的财政部长和央行行长在同年 10 月批准，然后由二十国集团领导人在戛纳批准的二十国集团的结论是“不能用一刀切或刚性的定义来管理资本流动”。我们的报告将帮助决策者和国际货币基金组织在上述二十国集团新建议的基础上理顺思路。

资本流动和双速恢复

很长时间以来，许多杰出的经济学家认为金融市场具有内在的不稳定性。^①不同作者使用了不同术语，但大家的一致担心是在经济增长期间，预期会变得极度乐观，从而导致风险偏好的下降，以及信贷快速扩张和资产价格上升。随着过度风险的累积，失衡将会产生。如果造成资产价值损失的事实使预期发生变化，接下来的平仓就可能会引发不稳定、恐慌和危机。繁荣之后便是萧条。

流向新兴市场与发展中国家的跨境资本大致也遵循类似模式。2002 年至 2007 年间，有大量资金流入新兴市场和其他发展中经济体。雷曼兄弟倒闭后，大量资本流向美国市场这一“安全港”，这就导致北大西洋金融危机蔓延到新兴市场。2008 年至 2011 年间，由于工业化国家为刺激经济而下调利率，这导致资本再次流向利率和增长率相对更高的新兴市场。套利交易是引发上述资本流动的重要机制之一。流动性的增加激励投资者做空美元，做多利率较高且本币具有升值预期国家的货币。通过使用高杠杆率，投资者可以获得利差和汇率变动带来的盈利。

资本流入的突然增大可能带来四个不稳定的因素。第一，如果资本流入足够大，这种投机炒作可能会导致汇率的过度升值和波动，并引发发展中经济体的资产价格膨胀。第二，相对较小的利率或汇率变动可能触发平仓操作（在高杠杆率的前提下），进而导致外部融资的突然停止和资本外逃。第三，当投资实体与金融体系内其他部分高度关联时，突然的平仓操作可能会引发系统性风险。第四，在资本账户已经开放的国家里，短期资本流动会削弱独立的货币政策空间。利率是遏止通货膨胀的最重要工具。但是，提高利率将吸引更多的资本流入，加剧通胀压力。

亚洲和拉丁美洲的私人资本流入已经回到雷曼兄弟倒闭前的高位。以巴西为例，2009 年第 3 季度至 2011 年 9 月，巴西本币升值幅度超过 40%，并引发了人们对资产泡沫和通货膨胀的关注。因此，当巴西财政部长将资本流入激增和随后而来的升值，以及激增引起的无数反应称为“货币战争”的开始时，这一点也不令人惊讶。在这一轮资本流入的过程中，很多国家都以不同方式作出回应。在巴西的案例中，采取了对外资购买巴西证券征税，以后又加上准备金要求，以及对做空巴西货币和持有外币衍生工具的公司征税的措施。专栏 1 列示了在金融危机前和危机过程中不同国家采用的各类资本账户管理法规。

资本账户管理经常被用来管理汇率的波动性，避免货币错配，限制经济体内的投机活动，并为独立货币政策提供空间。管理措施往往有两种，以价格为基础的或以数量为基础的。以价格为基础的措施试图改变外国资本的价格，例如对流入或流出的资本征税或者曾被智利、哥伦比亚和泰国等国家采用过的无偿准备金要求（URRs）等。基于数量的措施，包括对某些类型交易（例如低于一定期限的外债或超过投资或国际贸易范围之外的交易等）的禁止或上限，以及设定资本进入该国后的最低停留期限等。

专栏 1 资本账户管理——清单

流 入

^① Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization and Development”, In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, New York: Oxford University Press, 2008.

- 无偿准备金要求（新流入资本的一部分要保留在中央银行作为准备金）
- 对新的债务流入或外汇衍生工具征税
- 对金融中介机构的外币净负债加以限制或征税
- 限制货币错配
- 对最终用途的限制：国外贷款只允许用于投资和外贸
- 对可在国外借款的国内代理商的限制（例如，只有净外汇收入的公司才有资格在国外借债）

- 对全部或部分资本交易的强制性审批
- 最低停留期限要求

流 出

- 国内代理商必须经过审批后才能进行境外投资或持有外汇银行账户
- 国内代理商必须报告其海外投资及其外汇账户交易
- 禁止或限制外国人在某些行业的投资
- 对非居民投资规模（例如组合投资）的限制或审批
- 对外国投资者汇出投资本金或投资收益的规模限制
- 限制非居民在国内市场上的借款规模
- 对资本流出征税

部署资本账户管理的经验法则

国际货币基金组织在 2010 年 2 月就资本账户管理发布了一份工作报告。该报告发现，过去 15 年里对资本流入采用的资本管制是相当有效的。报告也发现，实行资本管制的国家在本轮全球金融危机中所受的打击是最轻的。^①由美国国民经济研究局发布的文献回顾显示，对流入资本的管理会使货币政策变得更加独立，导致很多短期资本流动变为长期流动，并降低实际汇率的压力。对资本流出的管理也可能是有效的。^②

因此，国际货币基金组织提出了一个资本管制的新术语——资本流动管理措施（CFMS）。以前曾有人提出将“资本管理技术”^③作为资本管制的新术语。但正如我们所暗示的，我们更倾向于使用“资本账户管理”，以强调其属于更广泛的金融法规这一事实。

国际货币基金组织执行董事会制定和批准了一套关于一个国家在何时应该和不应该实施资本账户管理的准则。简而言之，该报告建议，资本账户管理只能作为最后的手段，并作为一项临时措施，而且只有在一个国家已经积累了足够的储备，调整了利率，并让本国货币升值等措施实施以后才可以使用。在使用资本账户管理时，国际货币基金组织建议，应采取以价格为基础的管制措施，而且应该对居民与非居民一视同仁。

国际货币基金组织认识到资本账户管理的作用，这固然值得赞赏。不过，它给发展中国家的处方在一些方面并非良方。在国际货币基金组织的建议产生之前，许多国家已经在实施其视为适当的其他宏观经济和宏观审慎政策的同时，采用了资本账户管理。而且根据国际货

^① Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Luc Laeven, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, Staff Discussion Paper, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.

^② Magud, Nicholas, Carmen Reinhart, and Kenneth Rogoff, “Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach”, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2011.

^③ Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and K. S. Jomo, “Capital Management Techniques in Developing Countries”, In Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives, Ariel Buira (ed.). London: Anthem Press, 2003, ch. 6; Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization and Development”, In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, New York: Oxford University Press, 2008.

货币基金组织自己的研究，虽然上述国家有时候不符合国际货币基金组织提出的实施准则，但这些国家的资本账户管理是成功的。我们在专栏 2 里列出了另外一套准则。我们并不认为这套准则应该是在全球范围内具有约束力的协议。但我们希望它们能够成为对国别政策制定者有用的经验法则。

首先，资本账户管理应被视为宏观经济政策工具的一个重要组成部分，而不是仅作为最后不得已的措施。在认识到资本账户管理作用的计量研究中，资本账户管理应该与其他多种工具一起来共同管理资本账户。资本账户管理由此应该被看成是防止和减轻危机的武器之一。反过来，它们不应该被视为纯粹的临时性措施，而应是可永久使用的工具，以其反周期的方式来熨平经济周期波动。

其次，对那些资本账户在很大程度上仍未开放的国家而言，资本账户管理的实施应该与那些资本账户已开放并已经在实施审慎资本账户管理的国家不同，前者可将资本账户管理作为逐渐开放其资本账户战略的一部分。国际货币基金组织的报告好像是写给那些已经有开放的资本账户和浮动汇率的国家，但许多发展中国家将资本账户管理作为一个经常性的宏观审慎管理技巧并频繁用其来干预外汇市场。

最后，以数量为基础的资本账户管理可能比以价格为基础的更有效，尤其是在那些资本账户相对封闭和中央银行实力较弱的国家里。原因是显著的利差与汇率升值预期可能吸引资本大量流入。该现象符合经济理论和国际货币基金组织工作人员的研究结果。由于私营部门反应的不确定性和信息的不对称性，以价格为基础的措施很难调整到恰到好处。因此，基于数量的措施可能更为合适。事实上，IMF 的研究表明，以数量为基础的资本账户管理已被证明在某些条件下更为有效。^①

专栏 2 发展中国家资本账户管理使用指南

——资本账户管理应被视为宏观经济政策工具的一个重要组成部分，而不是仅作为最后不得已的措施。

——在那些资本账户在很大程度上封闭的国家里，资本账户管理的实施应该与那些资本账户已开放并已经在实施审慎资本账户管理的国家有所不同。

——以价格为基础的资本账户管理有更多的市场中性的优势，但以数量为基础的资本账户管理可能比以价格为基础的更有效，尤其是在那些资本账户相对封闭和中央银行实力较弱的国家里，或资本流入的激励极大时。

——资本账户管理不应该仅限于对资本流入。对资本流出的限制可能是对付不受欢迎的资本流入的最有威慑力的武器之一，它也可以有其他用途。

——资本账户管理可以看作是外汇储备积累的替代选项，特别是有助于降低储备积累的成本。

——资本账户管理不应该被看作是纯粹的临时性措施，而应作为常设机制，通过其反周期的方式来降低经济周期的波动性。资本账户管制如果成为一种常设机制，将会增强监管机构的能力，从而帮助后者更有效地实施管制。

——因此，资本账户管理应当被视为一个动态过程，需要较完善的市场监控和“微调”，因为投资者会不断适应和规避监管。投资者可以通过贸易渠道的转移定价、衍生品操作，或伪装为外国直接投资的债务流入，来逃避资本账户管理。监管机构需要持续地进行监测和调整管制措施。

——区分居民和非居民可能有助于增强资本账户管理的效力。

——管理资本流动的负担不应该完全由新兴市场和发展中国家来承担。资本流动的“来

^① Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko, and Andrei Kirilenko, “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, Occasional Paper, No. 190, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000.

源”国家也应该参与资本流动的管理，包括支持资本接受国制定各种规则，以确保其成效。

——无论是工业化国家还是国际机构都不应限制其他国家实施资本账户管理，无论是通过贸易和投资协定，还是通过贷款条件性。

——工业化国家应更充分地审查自己货币政策的全球溢出效应，并评价减少短期资本过度流出的相关措施。短期资本的过度流出对它们和新兴市场国家都有害无益。

——资本账户管理的不好名声应该被平反，这样会使很多国家相信，当它们采取资本管制行动时不会受到斥责。国际货币基金组织可以在给资本账户管理的坏名声平反方面，以及通过比较分析发现哪种资本账户管理措施最为有效方面发挥重要作用。

来源：帕迪管理资本流动长期发展工作组。

虽然人们在通过资本账户管理来控制资本流入方面的看法有了巨大转变，但对资本流出的管理在很大程度上却一直被回避。资本账户管理不应该仅仅视为对资本流入的管制。对资本流出的限制可能成为应对不受欢迎的资本流入的最有力的威慑武器之一，它也可以有其他用途。此外，在严重的危机期间，对资本流出的控制可能是必要的，它有助于抑制汇率的大幅贬值和恐慌造成的银行挤兑。事实上，国际货币基金组织在金融危机期间对冰岛实施了资本流出管制（作为前者对该国一揽子救援计划的一部分）。最后，我们工作组的一些成员认为，对资本流出的管制有助于将信贷和投资引导进入“实体经济”。

资本账户管理也应被视为外汇储备积累的替代选项。最近的研究表明，发展中国家外汇储备积累的社会成本可以达到 GDP 的 2%~3%。^①资本账户管理也是一种防止过多储备积累的工具。

监测和微调的需要

国际货币基金组织准则几乎没有关注到资本账户管理的政策设计问题。虽然国际货币基金组织的计量研究显示资本账户管理一直有效，可迄今为止很少有人研究相关机构如何设计和调整此类管制措施法规，以保证其取得成功。许多文献表明，没有适当的微调，资本管制措施会由于外国投资者具有规避这些管制措施的能力而失去有效性。这些规避可以通过贸易领域的转移定价、伪装成外国直接投资的债务流入和利用衍生品交易来达到目的。

表 1 资本账户管理和危机

国家	日期	措施
巴西	2009 年 10 月 19 日	资本流入税 (2 %)
	2009 年 11 月 18 日	美国上市股票税 (1.5 %)
	2010 年 10 月 3 日	资本流入税(4 %)
	2010 年 10 月 17 日	资本流入税(6 %)
	2011 年 1 月 5 日	准备金要求
	2011 年 7 月 26 日	对金融衍生工具征税
韩国	2010 年 6 月 30 日	货币管制
	2010 年 6 月 30 日	最终用途限制
	2010 年 12 月 18 日	资本流出税

^① Aizenman, Joshua, “Hoarding International Reserves Versus a Pigovian Tax-Cum-Subsidy Scheme: Reflections on the Deleveraging Crisis of 2008–9, and a Cost Benefit Analysis”, NBER Working Paper No. 15484. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2009; Rodrik, D., “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, International Economic Journal 2(3): 253–266, 2006.

资料来源: Gallagher, Kevin P. , “Regaining Control: Capital Controls and the Global Financial Crisis” , Political Economy Research Institute, University of Massachusetts–Amherst, 2011; International Monetary Fund, Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2011.

巴西和韩国等国家,越来越频繁地“微调”它们的管制措施以应对各类规避行为。资本账户管理的微调对维持其有效性而言是必需的——而且可能比有些人认为的要简单得多——特别是当这些措施是针对主要投机者时。当管制措施是以价格为基础的,而且通过税收体系来实施时,违法者将会预期面临刑事处罚,这将创造一种强烈激励去推动他们遵纪守法。表1的案例说明,危机后巴西和韩国都在不断加强和改变其资本账户的管理规定以应对新的市场形势。

国际间合作的需要

与其建立一套要求开放全球资本账户的可实施行为准则,国际货币基金组织、20国集团、金融稳定委员会(FSB)和其他机构不如通过更大努力来降低资本账户管理的坏名声,并维持各国通过资本账户管理来防止和减轻危机的能力。此外,这些机构可以增强全球性对话,商讨各国应该在何种程度上协调资本账户管理。

在国际货币基金组织的最初设计中,其任务包括允许和协助资本账户管理的实施。约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)和哈里·德克斯特·怀特(Harry Dexter White)都将它们看作布雷顿森林体系的核心组成部分。凯恩斯在经过深思熟虑后表示,“对资本流入与流出的管制应该成为战后体系的一个永久特征。”事实上,基金条款并未授予国际货币基金组织关于资本账户开放的裁量权。第六条款进一步指出,成员国可以“实施必要控制来调节国际资本流动”。^①

国际货币基金组织、20国集团、金融稳定委员会以及其成员应该通过公报、演讲和其他途径——例如《世界经济展望》之类的官方报告——来阐明它们对资本账户管理的新思考。对资本账户管理的持续关注将有助于消除其坏名声。这不仅会平息各国政府和市场参与者的情绪,也有助于慢慢启动法律方面的讨论,并有助于扩展国际社会对宏观审慎管理规则的法律解释。

这一点是很重要的,因为国际货币基金组织基金条款提供的政策空间正在被贸易和投资协定不断侵蚀。越来越多的贸易和投资协定禁止使用资本账户管理。而那些有用来应对国际收支危机的例外条款的协定也仅仅允许临时实施资本账户管理。在资本账户管理被使用最多的亚洲(对资本流入与流出的管理都很常见),东盟要求各国到2015年时停止使用绝大部分资本账户管理,只有少数情况例外。而与美国签订的贸易和投资协定是最不灵活的。2011年1月,约有250名来自世界各地的经济学家呼吁美国承认对资本账户管理问题形成的共识,并允许各国灵活地实施资本管制来防止和减轻危机。这封信受到美国许多著名商业协会和美国政府的斥责。美国财政部长盖特纳在对此信的回答中,表明美国的政策不会改变。盖特纳部长写道:“在一般情况下,我们相信最佳的风险管理方式是财政和货币政策、汇率变动、精心设计的非歧视性审慎监管措施(如对银行准备金或资本充足率的要求或对汇率风险头寸的限制等)的组合。”

^① Helleiner, Eric, States and the Re-emergence of Global Finance, Ithaca: Cornell University Press, 1994.

考虑到美国政府批准了国际货币基金组织制定的资本账户管理使用指南，上述表态具有讽刺意味。

国际社会还应该启动相关对话，就在何种程度上各国政府应该对资本账户管理——特别是在资本流入国和流出国之间——进行协调达成共识。在国际货币基金组织成立前的一系列会议上，怀特和凯恩斯都认为，资本管制应该针对资本流动的“两端”。^①此外，更多的情况下，工业化国家是资本流动的来源国，但它们通常忽略其负面的溢出效应。美国采取的扩张性货币政策——其理由是创造就业机会和刺激经济复苏——导致了上述危害很大的套利交易。然而尽管如此，迄今为止管理资本流动的负担基本上都是由资本流入国来承担。

工作组成员阿文德·萨伯拉曼尼安（Arvind Subramanian）建议，需要创建一个崭新的全球体系来管理全球资本流动。此外，重点应不仅仅是南北流动，还应包括南南流动和北北流动。

有关各方可能在增强对资本流动的协调管理方面达成一致。工业化国家的目标是从危机中复苏，因此它们希望信贷和资本留在国内。与此同时，发展中国家对吸收这些资本兴趣不大。因此从双方共同利益出发，工业化国家可以调整其税收法规并采用其他管制措施以确保资本留在本国。而针对可能破坏其经济稳定性的资本流入，新兴市场可以采用资本账户管理来改变其构成并降低其规模。

参考文献

Abdelal, Rawi (2007). *Capital Rules: The Construction of Global Finance*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Aizenman, Joshua (2009). “Hoarding international reserves versus a Pigovian Tax-Cum-Subsidy scheme: reflections on the deleveraging crisis of 2008–9, and a cost benefit analysis.” NBER Working Paper No. 15484. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko, and Andrei Kirilenko (2000). “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization.” Occasional Paper, No. 190, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and K. S. Jomo (2003). “Capital Management Techniques in Developing Countries.” In *Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives*, Ariel Buira (ed.). London: Anthem Press, ch. 6.

Gallagher, Kevin P. (2011). “Regaining Control: Capital Controls and the Global Financial Crisis.” Political Economy Research Institute, University of Massachusetts–Amherst.

Helleiner, Eric (1994). *States and the Re-emergence of Global Finance*. Ithaca: Cornell University Press.

International Monetary Fund (2011a). *World Economic Outlook*, April, Washington,

^① Helleiner, Eric, *States and the Re-emergence of Global Finance*, Ithaca: Cornell University Press, 1994.

D.C.:International Monetary Fund.

International Monetary Fund (2011b). Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Magud, Nicholas, Carmen Reinhart, and Kenneth Rogoff (2011). “Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach.” Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz (2008). “Capital Market Liberalization and Development.” In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.). Capital Market Liberalization and Development. New York: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls.” In IMF Staff Position Note. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Luc Laeven, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). “Managing Capital Inflows: What tools to use?” Staff Discussion Paper, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Rodrik, D. (2006). “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves.” International Economic Journal 2(3): 253–266.

第一部分 资本账户监管的理由

第一章 资本账户管理的合理性及其经验*

何塞·安东尼奥·奥坎波

在最近的危机中，大多数人同意，没有管制的金融活动会严重干扰宏观经济。为此，二十国集团主要从国家层面上竭力对金融进行再监管。然而，跨境金融活动几乎完全没有进入议程，好像它并不需要任何管理规制或者它根本就不是金融的一部分一样。对这个问题的传统讨论也涉及到一个特别的术语变化：国内金融监管被直呼其名，但如果涉及到跨境的资本流动，它们就被称为“管制”。我们会用更加适当的名字来称呼它们：资本账户管理。

这里的关键问题是，如同一般的金融活动，资本流动是顺周期的。被认为是高风险的借款者在资本获得以及融资成本方面的能力会随着经济波动而产生很大变化。这些高风险的借款者包括所有国内市场的小企业和贫困户、新兴市场以及更普遍地包括在全球市场的发展中国家借款人。

有确凿的证据表明，流向发展中国家的资本是顺周期的，而且这些资本流动已成为决定新兴经济体商业周期的主要因素之一（也许是最主要因素）。^①此外，周期性的融资供给正日益被工业国家的投资决策所左右，这些投资决策可能与新兴和发展中国家的资金需求完全脱钩。这些新兴和发展中国家还面临着更多的问题：其国内金融市场相当“不完全”，它们由此会有一系列货币和期限错配的问题，而且它们的资本市场在面对巨大投机资本的压力时，显得又浅又小。

需要强调的是，资本流动所体现出来的周期性特点已不仅限于短期资本流动的波动性，更重要的是其在融资成本和资本可得性方面的中期周期性。20世纪70年代中期以来，我们经历了三个完整的中波周期：20世纪70年代中—80年代末，1990—2002年，2003—2009年。我们现在开始经历第四个周期。这些周期性波动的主要问题是它们对宏观经济许多重要方面的强烈影响，例如在汇率、利率、国内信贷和资产价格等方面。由于这一结果，顺周期性资本流动加剧了主要宏观经济政策之间的权衡，极大地限制了实施反周期宏观经济政策的空间。如在繁荣时期，各国可通过浮动汇率来保持某种程度的货币政策自主权，但是这仅仅抵消了顺周期性资本流动对汇率的影响。由此产生的经常账户的恶化，会使这些国家“吸收”日益增加的资本流入。但经验表明，它也增加了危机的可能性和成本。反过来，更大的汇率波动，会抑制出口和进口替代部门的投资。如果规模经济的变动具有一定的滞后性（例如，如果明天的生产率取决于今天的生产），那就可能在繁荣时期造成生产结构的永久性损失，

作者何塞·安东尼奥·奥坎波（José Antonio Ocampo）系联合国负责经济和社会事务副秘书长。

这篇文章是作者关于“改革国际货币体系”WIDER演讲报告的第5部分。

^① Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Rose, “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, IMF Occasional Paper, No. 220. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003; Ocampo, José Antonio, and Gabriel Palma, “The Role of Preventive Capital Account Regulations”, In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, New York: Oxford University Press, 2008, ch. 7; Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz, “Capital Market Liberalization and Development”, In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), Capital Market Liberalization and Development, New York: Oxford University Press, 2008.

对经济增长产生不利影响。^①

由于紧缩的货币政策只会加剧升值压力，当局用以降低资本流入所产生的扩张压力的另一种方法是采取紧缩性的财政政策。但是，这会使得财政政策随着资本账户的波动而变来变去。财政政策可能缺乏对付资本流动变化的快速反应灵活性，并有可能无法得到这样做的政治支持。当局也可以尝试通过积累外汇储备同时避免其对本国货币的影响来稳定汇率。但是这种不影响本国货币的外汇积累所产生的准财政损失，对利率水平较高的国家而言代价是很高的。当前许多新兴市场和发展中国家的外汇储备规模已经很高了，这些代价到底有多大很难判断。这种干预也会使一开始允许资本流入的理由——转移资源到国内——无法成立。如果这种储备是一种制衡未来资本流动逆转风险的措施，这也会使资本账户自由化的理由无法成立，因为资本账户自由化是为了分散风险。事实上，经验表明，资本自由流动只能带来更多的风险。

在繁荣时期，资本账户管理是必要的，因为它可以帮助当局处理一些繁荣带来的问题，同时避免汇率的升值，以及不断增加的经常账户赤字和闲置外汇储备积累带来的风险。在危机期间，它也可能被用以避免或减少资本外逃。资本外逃会产生相反的宏观经济效应。在通常情况下，这些管理规则可以发挥双重作用：它们可以成为替补的宏观经济政策工具，帮助减少与负债结构相关的风险（负债结构容易遭受资本流动逆转造成的冲击）。作为宏观经济政策工具，它们会为反周期的货币政策提供一些空间。在经济繁荣时期，它们通过采取紧缩的货币政策来增加政策空间，同时降低汇率升值压力。反过来，在危机期间，它们可以创造出一些实施扩张性货币政策的余地。作为一种债务政策，资本账户管理应该关注资本流动的顺周期性特点，尤其是资本流动的可逆性。资本流动的波动性取决于资本流动的性质：外商直接投资的稳定性要超过组合投资和债务流动，在后者里，短期债务流动的波动性尤其大。

②

资本市场管理，显然将国内市场从国际市场分割开来，但是它承认市场已经分开这一事实。事实上，资本账户自由化的基本缺陷是它不承认这个基本事实的影响。与审慎监管一样，资本账户管理或者以数量（或行政）为基础，或者以价格为基础，同时还有更复杂的类型。^③前者包括禁止或限制某类资本流动，禁止或限制金融衍生业务或外币净头寸，资本最低逗留时间要求，以及限制外国投资者投资本国证券或有关什么样的代理可以进行某些资本交易的限制（居民与非居民，以及企业与非企业）。以价格为基础的管理规则包括对资本流入的无偿储备金要求，对资本流入或流出的税收，以及对外币表示的对外负债净余额的更高的准备金要求。此外，这些管理规则在涉及国内金融中介时，可以被国内的审慎监管部分取代。但如果国内非金融中介有外部资本市场的门路时，资本账户管理应照常执行。^④

^① Frenkel, Roberto, and Martin Rapetti, “Economic Development and the International Financial System”, In Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, New York: Oxford University Press, 2010.

^②例如，Reddy, Y.V., *Global Crisis, Recession and Recovery*, Andhra Pradesh: Orient Black-Swan, 2010, ch. 21.对短期资本风险的经典治疗来自罗德里克和维拉斯科（Rodrik, Dani, and Andrés Velasco, “Short-Term Capital Flows”, In *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D.C.: World Bank, pp. 59–90, 2000）。

^③ International Monetary Fund (IMF), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011. 也有用语上的差异。国际货币基金组织（2011年）创造了“资本流动的管理措施”一词，爱泼斯坦等人建议“长期资本管理技术”（Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and K.S. Jomo, “Capital Management Techniques in Developing Countries”, In Ariel Buira (ed.), *Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives*, London: Anthem Press, ch. 6, 2003）。

^④在后者情况下，以价格为基础的管理规则，可由对外币负债的征税来替代（Stiglitz, Joseph E., and Amar Bhattacharya, “The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm”, In *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, World Bank, Washington, D.C., pp. 91–130, 2000）。

因此，它们属于被称为“宏观审慎监管”的范畴，特别是反周期的审慎监管。^①事实上，它们可以被看成一种延续，即从对国内居民本币金融交易的监管（正常的审慎监管，包括目前的反周期审慎监管），到那些对国内居民外币金融交易的监管（例如，管理美元化/欧元化的金融系统，或纠正国内投资组合中的货币错配风险），最终涉及国内代理者与外国居民的交易（资本账户管理）。

以对资本账户管理使用经验的具体分析中，可以得出以下几个结论。^②第一，虽然无论对资本流入还是流出的管理都可以有效（虽然更正统的研究对后者的有效性表示怀疑），但当局必须有行政能力对它们进行管理，这包括及时堵塞漏洞和对私人代理规避法规的各种“创新”作出反应。作为行政能力的表现，资本账户管理措施最好的选择也许是能根据外部条件变动而相应调整的永久性监管制度，而不是面对冲击时才临时拼凑起来的制度。第二，管理规则会增加货币政策自主权，降低汇率压力，并改变资本流量的大小，尽管数位作者对后者的效果有比较大的怀疑。以上某些部分的影响可能是暂时的，主要原因是随着时间的推移，会有更多规避法规的行为出现。从这一点来看，管理规则可充当“减速路障”[3]而非永久性的限制，这就意味着可能需要进一步加强执行力度以保持其有效性。第三，对资本流入的资本账户管理会帮助改善债务状况——作为一个有效的债务政策，它会降低外部脆弱性。第四，也许最重要的是，资本账户管理是用来补充健全的宏观经济政策，而不是代替它们。

总体而言，相关证据表明，资本账户管理是一个可使用的和有效的反周期政策管理的补充工具；^③那些对资本流入使用管理规则的国家在最近的全球金融危机里表现较佳。^④2010年以来，一些国家新的法规至少部分已经产生效果。^⑤

2010年以来对此问题的争论，一直强调我们必须关注这些管理规则的国际影响。首先是数个新兴经济体的强劲发展和大多数工业化国家持续疲软之间产生的不对称性。这种情况很可能会继续下去，即意味着后者必须保持扩张性政策，而前者却要逐步实施紧缩政策，虽然紧缩政策会被大规模的资本流入部分抵消。总之，“多速”复苏的特点要求创建一个类似

^①对这个环节的早期分析，请参看：Ocampo, José Antonio, “Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries”, In Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones(eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, London: Palgrave MacMillan, 2003.

^②见 Kirilenko, Andrei et al., “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, IMF Occasional Paper, No. 190, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000; 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, SPN/10/04, 19 February, 2010, Available at www.imf.org; International Monetary Fund (IMF), “Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead”, 23 March, 2011; Magud, Nicolas, and Carmen Reinhart, “Capital Controls: An Evaluation”, In Sebastian Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, Ch. 14. Chicago: The University of Chicago Press, 2007; Kawai, Mashiro, and Mario B. Lambert (eds.), *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Cheltenham: Edward Elgar and Asian Development Bank Institute, 2010; Ocampo, José Antonio, “Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries”, In Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones(eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, London: Palgrave MacMillan, 2003; Ocampo, José Antonio, “A Broad View of Macroeconomic Stability”, In Narcis Serra and Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, New York: Oxford University Press, ch. 6, 2008.

^③ International Monetary Fund (IMF), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011.

^④ 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, SPN/10/04, 19 February, 2010, Available at www.imf.org.

^⑤ Gallagher, Kevin, “Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis”, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, PERI Working Paper, No. 250, 2011; International Monetary Fund (IMF), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011.

的不对称的货币政策组合，但如果不对资本流动加以一定限制的话，货币政策将很难收到效果。其次是扩张性货币政策在主要工业化国家内可能难以产生显著效果，但却可能对新兴市场产生大的外部影响。当涉及发行全球主要储备货币的国家时，问题变得尤为突出。事实上，美国的扩张性货币政策，包括现在的量化宽松政策，在激活国内信贷市场方面发挥的作用相当有限，而信贷渠道是其扩张性货币政策推动国内经济活动的主要传导机制。与这一政策相关的美元低利率导致大量资本流入新兴市场，造成新兴市场货币的升值压力和资产价格泡沫化风险。量化宽松政策也可能导致美元的疲软，从而对其贸易伙伴造成负面影响。最后是一国单方面行动对其他国家造成负面影响，即一些国家制定的法规，会使资本大量流入没有此类法规的国家。当然，在外汇市场进行干预也是如此。

因此，跨境资本账户管理是全球货币体系改革的重要组成部分。实际上，这一领域内指导行动的基本原则是“内嵌的自由主义”。国际货币基金组织（IMF）就是在这一原则上建立的：允许其他国家追求本国充分就业的宏观经济政策，即使这意味着需要阻止资本自由流动，因为这样做对所有成员国是最有利的。IMF 认识到资本账户管理可以发挥积极的作用，是更广泛的宏观审慎监管的组成部分，并已采取步骤公开讨论这个问题，同时建议探讨一个相应的“政策框架”。^①这些都是积极的努力。此外，将跨境资本流动纳入议题是加强全球审慎监管所作努力的第一步。

然而，这个政策框架首先应该为使用这些政策的国家设计互相协调的机制，尤其是如何增强法规的效力。事实上，这可能需要删除一些限制使用上述法规的自由贸易协定中的相关条款（特别是由美国签署的）。尽管 IMF 承认资本账户的震荡会给资本流入国造成不利的外部影响，这类协调合作还是没有被写进《国际货币基金组织指南》里面。

这套指南试图确定在这一领域里的“最佳做法”。如上所述，包括承认资本管理是一个反周期宏观经济政策的补充而不是替代品。然而，指南又把它看成是“不得已”的干预措施（或者是第二、第三、第四道防线），在其他宏观经济政策如汇率调整、储备积累及紧缩性宏观经济政策已经无效时才可以使用。这种看法对资本账户管理作用的认识是极其有限的。资本账户管理必须被视为正常的反周期工具箱的一部分，特别适用于避免汇率过度升值和过度外汇储备积累。

此外，《国际货币基金组织指南》倾向于把资本账户管理看成临时措施。这违背了 IMF 的另一项建议——要求“经常不断地加强体制框架”——这意味着资本账户管理规则应该是各国的永久工具箱里的一部分，以反周期的方式使用。此外，资本账户管理规则在对待居民和非居民方面必然会有所不同。这反映了国际金融市场不同层面的特点：在不同地区使用不同的货币，居民和非居民对这些货币计价的资产的需求是不同的。这一点也是与指南相矛盾的。

无论如何，关于资本账户管理的任何指南都应该认识到，根据 IMF 协议条款，资本账户没有一定要自由兑换的义务——已在 1997 年的辩论中达成共识——因此，各国在管理资本账户上有充分的自由。用二十四国集团（G - 24 2011 年）的话来讲：“面对大规模动荡的资本流动，各国决策者必须具有灵活性和酌处权，采取他们认为适当和有效的政策去降低风险。”因此，虽然 IMF 作出了将资本账户管理问题纳入全球辩论这一积极贡献，但它只能被看作必要的第一步，它是我们努力重塑金融再监管并避免全球宏观经济失衡工作的一部分。

参考文献

Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötoker-Robe, Jorge

^① International Monetary Fund (IMF), “Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead”, 23 March, 2011.

Iván Canales-Kriljenko, and Andrei (2000). "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization." Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and K.S. Jomo (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries." In Ariel Buira (ed.), *Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives*, London: Anthem Press, ch. 6.

Frenkel, Roberto, and Martin Rapetti (2010). "Economic Development and the International Financial System." In Stephany Griffith-Jones, José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, New York: Oxford University Press.

Gallagher, Kevin (2011). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis." Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst, *PERI Working Paper*, No. 250.

Group of Twenty-Four (G-24) (2011). "Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development: Communiqué." Washington D.C., 14 April.

International Monetary Fund (IMF) (2011a). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Policy Paper*, 14 February.

International Monetary Fund (IMF) (2011b). "Strengthening the International Monetary System: Taking Stock and Looking Ahead," 23 March.

Kawai, Mashiro, and Mario B. Lamberte (eds.) (2010). *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Cheltenham: Edward Elgar and Asian Development Bank Institute.

Kirilenko, Andrei et al. (2000). "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization." *IMF Occasional Paper*, No. 190, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Magud, Nicolas, and Carmen Reinhart (2007). "Capital Controls: An Evaluation." In Sebastian Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*. Ch. 14. Chicago: The University of Chicago Press.

Ocampo, José Antonio (2003). "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries." In Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*.

London: Palgrave MacMillan.

Ocampo, José Antonio (2008). "A Broad View of Macroeconomic Stability." In Narcis Serra and Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*. New York: Oxford University Press, ch. 6.

Ocampo, José Antonio, and Gabriel Palma (2008a). "The Role of Preventive Capital Account Regulations." In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press, ch. 7.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz (2008b). "Capital Market Liberalization and Development." In José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press.

Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls." *IMF Staff Position Note*, SPN/10/04, 19 February. Available at www.imf.org.

Palma, Gabriel (2002). "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls." In *International Capital Markets: Systems in Transition*, John Eatwell and Lance Taylor (eds). New York: Oxford University Press, pp. 297–338.

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Rose (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence." *IMF Occasional Paper*, No. 220. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Reddy, Y.V. (2010). *Global Crisis, Recession and Recovery*. Andhra Pradesh: Orient Black-Swan.

Rodrik, Dani, and Andrés Velasco (2000). "Short-Term Capital Flows." In *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. Washington, D.C.: World Bank, pp. 59–90.

Stiglitz, Joseph E., and Amar Bhattacharya (2000). "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm." In *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. World Bank, Washington, D.C., pp. 91–130.

第二章 资本账户管理：需要一个新的共识*

拉克什·莫汉

2008 年开始的金融危机，已经使得许多方面产生划时代的变化。其后果之一是，国际货币基金组织开始对有关跨境资本流动的相关问题以及资本账户管理的必要性进行关注。过去几年里，在研究和政策制定两方面已经有许多关于这个论题的文章。^①其结论大致是，资本流动的管理措施在某些情况下可以考虑，但只能在用尽传统的政策途径后——例如实施紧缩的财政政策和宽松的货币政策、保持汇率弹性、允许本币升值等。本文认为，在新兴市场经济体里，资本账户管理应该是整体宏观经济管理正常工具箱的一部分，在特别的情况下可被使用，而不应该被视为一种极端措施。

流向新兴市场经济体的资本，无论总流入还是净流入规模均不断上升，而且自 20 世纪 80 年代初以来其波动性愈来愈大。^②资本流动在危机爆发之前的 2007 年达到高峰，之后在 2008—2009 年出现一个典型的突然逆转，随后在 2010 年和 2011 年随着发达经济体不断延长的零利率政策而复苏。发达经济体的资金流向新兴市场经济体去寻求更高的利率，这使后者经历了新的汇率升值压力。因此，他们不得不求助于各种资本账户管理措施来维护其增长路径，同时确保持续的金融稳定。IMF 在这个问题上日益浓烈的兴趣，正源于此。

这场持续危机的惊人之处是亚洲和拉丁美洲新兴市场经济体表现出一定的韧性。2008—2010 年间危机对这些经济体的直接影响主要通过两个渠道：首先，资本流动的突然逆转，其幅度是危机前许多年里未见的，对这些国家的资本和外汇市场产生重大影响；其次，全球贸易的跌幅远远超过全球 GDP 的跌幅。尽管如此，上述国家的大银行或其他金融机构没有表现出太大压力：没有哪家机构需要被救助。此外，尽管主要发达经济体停滞不前，然而新兴经济体都经历了强劲复苏。显然，在 20 世纪 80 年代和 90 年代若干拉美国家经济危机和 20 世纪 90 年代末的亚洲金融危机后，这些国家终于做对事情了。鉴于资本流动的震荡性和维持广泛稳定的需要，大多数亚洲和拉丁美洲新兴市场经济体政府和中央银行都致力于运用资本账户管理的多种工具，加上传统的货币政策和财政政策，来进行金融调控和监管。从经济增长、维持价格和财政稳定方面（从危机前十年至今天）来看，其整体政策立场，包括资本账户管理措施都一直在朝着正确的方向发展。

一般的结论是，对新兴市场经济体而言，广义的资本账户管理应该成为宏观经济管理正

作者拉克什·莫汉（Rakesh Mohan）系耶鲁大学管理学院教授与杰克逊全球事务研究所高级研究员。

· 本文获益于真嗣高木非常周到的意见。

^① International Monetary Fund, “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross Cutting Themes and Possible Policy Framework”, Washington D.C. IMF Policy Paper, April 2011; International Monetary Fund, “International Capital Flows: Reliable or Fickle?”, Chapter 4 in World Economic Outlook. April 2011; Habermeier, Karl, Annamaria Kokeyne and Chikako Baba, “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows”, Washington D.C. IMF Staff Discussion Note SDN/11/14, August 2011; 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 SPN/10/04, February 2010; Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokeyne, “Managing Capital Flows: What Tools to Use?”, Washington D.C.: IMF Staff Discussion Note SDN/11/06, April 2011.

^② Committee on the Global Financial System (CGFS), “Report of the Working Group on Capital Flows to Emerging Market Economies”, (Chairman: Rakesh Mohan), Basel: Bank for International Settlements, 2009.

常工具箱的一部分，来保证经济增长及价格和金融的稳定。它不应该被视为一个迫不得已时才被采用的极端措施（正如国际货币基金组织强调的那样）。外汇储备的积累和管理也需要与这个整体的方针达成一致。

对资本账户管理的需要

直到最近几年之前，大多数发展中国家储蓄不足，无法满足理想经济增长所需的投资要求。因此，外部储蓄的动员，即资本流动成为促进经济增长的必需品。所以，管理良好的、比较稳定的外部资本流入显然对需要扩充投资资源的新兴市场经济体是有益的。在过去几十年里，这些资金大部分来自于相对稳定的多边和双边官方捐助的流入。

第一，在不同程度的资本市场开放后，资本流动的波动性在过去的 30 年内是非常惊人的。十年前，新兴市场经济体净资本流入的最高点是 1995 年的 1900 亿美元左右。此前四年的平均数是 1000 亿美元左右。亚洲金融危机后有一个大逆转，但随后又恢复到 2003—2006 年的年平均 2400 亿美元。净资本流入在 2007 年跃升至近 7000 亿美元，但随后下跌，2008 年和 2009 年平均每年约 2000 亿美元。^①金融危机爆发后，发达经济体不断实施宽松的货币政策，流入新兴市场经济体的资本进一步激增。总资本流动规模和波动性自然变得更高。至少从 20 世纪 80 年代初以来，一直有一个持续的资本流动周期，其波动幅度在不断放大。这就是为何新兴市场经济体在不同程度上都不得不求助于资本账户管理。很难想象如果这些国家没有积极采取资本账户管理的话，将会有什么情况发生。国际货币基金组织已经开始承认这一宏观经济管理的措施是有效和合法的，尽管附加了许多注意事项。然而，国际货币基金组织的处理办法是有次序的，认为资本账户管理是最后的手段。从多边角度来看，如果一国过于积极地实施资本账户管理造成其他国家纷纷采取“以邻为壑”政策的话，这会被认为具有破坏性。这一点不难理解，但很少有这方面的证据。

第二，平均而言，在发达经济体和新兴市场经济体之间有持续的通货膨胀率差异。在金融危机前的 10 年或 12 年，虽然不同国家之间的通胀率存在明显差异，但是发达经济体和新兴市场之间的通胀率平均差异一直保持在 2% 或 3% 左右。与通胀率差异相伴随的是一个持续的利率差异，这给利差交易带来巨大的商机，因为人们可以长期地进行套利交易。目前美国长期零利率政策进一步加剧了这种差异，资本流动会由此继续上升，这又加强了管理资本流动的需要。

第三，发达经济体货币政策的波动性很大，这也会引起资本流动的波动。如果我们研究一下发达经济体过去 30 年的货币政策记录，就会发现在发达经济体施行宽松的货币政策时期，资本就会流入新兴市场经济体；相反，当发达经济体施行紧缩的货币政策时，资本流动就会产生逆转，并给新兴市场经济体带来危机。这种情形发生在 20 世纪 80 年代和 90 年代。全球金融体系委员会关于新兴市场经济体资本流动报告（2009 年）里详细地记录了这些事件（令人惊讶的是这份报告却被 IMF 的所有文件所忽略）。由于发达经济体的政策都是由其国内需求决定的，因此新兴市场需要采取足够的防范措施以保持自己的增长和稳定。

第四，现在又出现了持续的发达经济体和新兴市场经济体之间的增长率差异，而且这一差距愈来愈鲜明。危机后的双速复苏只会使决策者和金融市场对这种现象更加关注。总体而言，有巨大的诱惑促使大规模的资本流动，由此产生大的汇率升值压力，并可能造成资本流入国的信贷泡沫和资产价格暴涨，随着时间的推移，最终导致更高的贸易和经常账户赤字。接下来的就是随时可能发生的资本逆流，导致产出严重下跌和高失业率。所有这一切都无法

^① Mohan, Rakesh and Muneesh Kapur, “Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies”, Chapter 9 in Rakesh Mohan, Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market, New Delhi: Oxford University Press, 2011.

由金融措施来控制，美国的例子就说明了这一点。这一点表明为何需要包括资本账户管理在内的多种措施，因为市场可能在长时间内是非理性的。

第五，汇率波动会给新兴市场经济体的经济稳定带来更大的困难。通常情况下，这些经济体的出口更加依赖技术含量较低的劳动密集型产品，这类产品对价格非常敏感，很容易被替代。其竞争力由此在更大程度上取决于汇率。因此，即使是临时的由资本流动激增引起的实际汇率升值都会对新兴市场经济体的经济产生显著影响，其表现是进口激增和出口不振。失业所造成的社会影响可能难以管理，特别是在缺乏适当的社会保障机制的情况下。由于缺乏发达的金融市场，汇率波动方面的避险很难做到。由竞争力提高带来的汇率升值是受欢迎的，但与国内基本面毫无关系的由资本流动震荡带来的汇率波动可就是另外一回事了。

第六，关于资本账户管理的许多讨论背后的一个基本假设，原则上说是跨越国界的资本流动会给资本进口国和资本输出国都带来好处。传统观点一直认为新兴市场经济体是资本稀缺而发达经济体资本丰富，所以前者只会在资本跨境流动中获得更大的自由。而最近的经验所表现的是，许多新兴市场经济体已有大量经常账户盈余，净流入实际上发生在相反方向。即使在那些没有经常账户盈余的国家，资本流入也往往远超融资需求。过度的资本流入只会增加资本账户管理问题。此外，即使新兴市场经济体国内储蓄率超过投资率，投资需求也要比发达经济体高得多，所以会表现出相对较高的经济增长率。那种认为更自由的资本账户制度将产生更高的增长率的观点是难以服人的。

第七，无论如何，历史上的证据以及当前北大西洋金融危机（不是全球金融危机）再一次清楚地表明，资本跨境流动可能创造新的隐患和带来新的风险。未能了解和分析这些风险，以及许多国家在资本账户自由化时所表现的过度匆忙，已经危及财政或货币的稳定，尤其是对于许多新兴市场经济体来说。如果未能建立足够的审慎监管缓冲，此时的自由化就需要去应对源于市场的资本流动的大规模波动。正是如此，在 20 世纪 80 年代和 90 年代，许多拉丁美洲和亚洲的新兴市场经济体遭遇了接连不断的金融危机。这些国家似乎已经吸取了教训，并已在 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机后，成功地避免了危机。然而，北大西洋发达经济体在当前的危机中，以更致命的形式表现了这样的失败。

资本账户管理在整体宏观经济管理中的作用

为解决资本账户管理的相关问题，在研究了亚洲和拉丁美洲新兴市场经济体的近期成绩后，我会在审慎宏观经济和货币管理的更广范围内，特别关注于维护金融稳定。我相信，资本账户管理方面的一些错误，是由于从一个很窄的资本管制的观点看待它们时才出现的。过去 15 年来，流入新兴市场经济体的资本规模不断上升，同时波动性越来越高，对这些规模巨大和充满波动的资本流动的最佳管理方式不应只是一维的。

总的来说，我的结论是我们所需要的是一系列政策组合：稳健的宏观经济政策，包括财政和货币政策；汇率的灵活性，必要时可通过一定程度的外汇干预以及适当的冲销来管理；相对开放的资本账户，但是可使用特定的资本管制措施进行一定程度的管理；审慎的债务管理；使用微观和宏观审慎工具；适当的储备累积来作为自我保险以及在面对资本流动波动时的对称使用；发展具有弹性的国内金融市场。

这些听起来像是最基本的东西，但在仔细研究资本账户管理时，情况就不一样了。不应该孤立地去讨论资本账户管理问题，它必须被看成宏观经济管理工具箱里的一个必不可少的合法要素。正如在不同的时间内要使用不同的办法去实现财政政策和货币政策的目标一样，资本账户管理工具包里的各种工具的实际使用，取决于国内和国外的现状。

关于资本账户管理的很多讨论都离题地去谈如何使用资本账户管制，但这些都应被视为整个工具箱里的一个要素而已（如上述政策组合所示），在需要时才去使用它。正如发达经

济体的中央银行在北大西洋经济危机后，已经使用了各种手段，从（几乎）零利率政策到来势汹汹的量化宽松，来稳定经济。新兴市场经济体也使用了不同形式的资本账户管理，以确保本国经济的持续增长和金融稳定。目前有越来越多关于如何在宏观和微观上审慎监管资本账户管理的讨论。我再次认为它们是为确保金融稳定的资本账户管理军械库里的合法工具。同样，大家又开始讨论汇率管理，这一问题最近由于瑞士国家银行宣布在外汇市场采取积极干预行动而加剧。大部分相关讨论都在走极端，或者主张完全的汇率灵活性，或者主张固定汇率，这使讨论在很大程度上失去意义。事实上，许多新兴市场经济体自亚洲金融危机以来在汇率方面采取了更具灵活性，同时也带有某种程度的管理。在讨论中，还有意见认为，或者实行完全的资本账户开放，或者实行完全的封闭，这也是在走极端。实际的情况是，在过去的十几年里，拉丁美洲和亚洲新兴市场经济体一直在两者中间发展。

关于资本账户管理和外汇干预的许多讨论都受到开放经济三元悖论的影响。这个理论认为，任何国家都不能同时享受资本自由流动、实行固定汇率并在国内实行独立的货币政策。事实上，自 20 世纪 90 年代亚洲金融危机以来，大多数亚洲国家实际上已成功解决了这一悖论。他们在管理汇率时，增加了灵活性，这使其汇率不再僵硬。同样的，在对其资本账户的活跃管理中，他们的做法是在任何时间既不完全开放也不完全封闭。这种管而灵活的汇率制度和管而开放的资本账户的中庸之道，使得亚洲新兴市场经济体在后亚洲金融危机期间，尽管经历了外部资本流动震荡，但还能实行独立的货币政策。即使在与发达国家一直存在利率差异的情况下，亚洲国家还能够实施自己的利率政策。适当地维持稳定的措施，已成功地防止在外汇储备上升的同时，基础货币和其他货币总量出现不必要的增长。因此，总的来说，新兴市场经济体在遏制通货膨胀方面是成功的。^①

然而，资本账户管理方面的僵硬，也可能导致在宏观经济和金融管理方面的困难。可以预期，尽管理论可以说出何种条件可达到最终平衡，但它对资本账户自由化的次序没有什么指导意义。

印度资本账户管理的经验

近年来，流入许多新兴市场经济体的资本远远超过其融资需求。当资本流动远远超过可持续的经常账户赤字而汇率又是浮动时，它们就显而易见地不能在国内被吸收，不论其金融体系如何有效。最可能的结果就是实际汇率错位、经常账户失衡、信贷过度、资产价格上涨和过热，以及通货膨胀。这时，由金融脆弱而引爆危机就仅仅是一个时间问题。因此，资本流动的激增不应该被视为一种实力的标志，而应被看成潜在的非均衡来源。^②

因此，资本流动需要得到积极管理，尤其是对仍处于发展初期的金融市场而言。随着强有力的国内金融机构和投资者的涌现，国内金融市场会得以发展，吸收资金流动也会变得更加容易。巨额的资本总流入也可以被不断增加的资本流出所平衡。在危机爆发时我们看到，即使是欧洲和美国最发达的金融市场在应对危机前几年暴增的跨境资本流动时也有困难。^③

资本管制可以是有效的，尽管它们可能无法做到万无一失。事实上，当前的全球金融市场环境可能漏洞频出。资本管制必须是整体措施的一部分，这些措施还包括汇率的灵活性、维持充足的储备、冲销以及金融部门的发展。综合采用各种方法是必需的。当前风行的单一

^① Mohan, Rakesh and Muneesh Kapur, “Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies”, Chapter 9 in Rakesh Mohan, Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market, New Delhi: Oxford University Press, 2011.

^② United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), Trade and Development Report, 2009. United Nations.

^③ Bernanke, Ben S., “International Capital Flows and the returns to safe assets in the United States 2003-2007”, In Banque de France, Financial Stability Review, No. 15, February 2011. pp. 13–26.

目标、单一手段的货币政策在对付资本流动时，无疑是不够的。

在此背景下，印度的经验具有重要的教益。自 1993—1994 年以来，大规模和波动的资本流动使得印度的货币政策面临越来越大的挑战，特别是在 2007—2009 年期间。为应对这些资本流动，一种多管齐下的办法被采用，包括对资本账户，特别是债务流动的积极管理。对外借款的金融中介机构受到更严格的审慎性限制；汇率变动方面有了更大的灵活性，但同时监管机构有能力在过度波动时进行干预；在管理资本流动时，先将它们定性为极具波动性的，除非它们能够证明自身并非如此；建立充足的储备；在外汇市场通过多种工具，包括准备金要求和发行新的市场稳定债券进行冲销干预；不断发展包括参与者和多种工具在内的金融市场，但对高风险的金融工具保持慎重；用审慎监管来加强金融部门，同时也鼓励竞争；防范性地收紧审慎规范；以及货币政策体制框架的优化。

政策操作是对称的。在资本大举流入期间，可通过增加准备金率和发行市场稳定债券来吸收流动性。在资本回流期间，可通过降低准备金率和赎回市场稳定债券的方式将流动性注入市场。总之，印度没有依赖某一种工具，而是协调使用了多种工具。印度储备银行（RBI）既监管银行和其他金融机构及主要金融市场，又出台货币政策，这使其可以更加方便地运用各种政策工具。与许多新兴市场经济体不同，印度一直保持贸易和经常账户赤字。虽然其经常账户赤字不大并可控制，但是它的贸易赤字是很高的。从这个角度看，资本账户和汇率的管理也是很重要的。

印度取得的成果是令人满意的。总的来讲，货币和信贷总量的增长被控制在想要达到的程度，而且和整体国内生产总值增长目标相一致。金融的发展已经显著深化。虽然通货膨胀在 2010—2011 年再度升高，但已在 2008 年前十年间从持续 40 多年（一直到 20 世纪 90 年代末）的水平上显著降低。在生产率提高的前提下，经济增长明显加速，这也反映在货物和服务出口的增长上。近两年国内投资大幅增加，资金主要来自国内储蓄。尽管存在许多限制，国内银行系统和金融市场对资源的有效配置仍然使投资和储蓄的激增成为可能。总体而言，金融稳定得以保持。^①

资本流动的波动带来了较大的挑战，但这些挑战仍是可以管理的。印度经验的主要教训是，货币政策应该离开狭窄的价格稳定/通胀目标。中央银行不仅需要关注货币政策，同时也要着眼于发展和管理银行及主要金融市场，如货币、信贷、债券和外汇。由于不同的国家有不同的历史体制，如果这些附加功能不归属中央银行，那么适当的协调机制必须到位，使央行与其他机构共同行动，实施所需的审慎措施。出于资本流动的波动性和确保更广泛的金融体系稳定的目的，中央银行需要多种办法。资本账户管理必须是反周期性的，就像货币和财政政策一样。在资本账户管理中所需要的判断力不会比货币管理更复杂。

总的来说，正如全球金融体系委员会（CGFS）的结论，对大规模和极具波动的流向新兴经济体的资本的最佳反应，就是健全的宏观经济政策、审慎的债务管理、灵活的汇率制度、资本账户的有效管理、作为自我保险的适当储备积累、有目的的审慎监管和发展富有弹性的国内金融市场。不同国家在不同时期使用了不同的组合措施。如果过度资本流动的压力非常大，如 2007 年在印度发生的情形，那就有必要使用所有可能的措施。因此，如何最好地综合使用这些措施，取决于国家和时期，不能“一刀切”。

这种酌情处理的方法，确实对财政部和中央银行的决策者技能提出了更高的要求。另外一个风险是，市场会认为央行的行动有令人不安的不可预测性。但是，如果像许多亚洲国家在近年来所表现出来的那样，当局的行动如果确实能够带来高增长、低通胀和金融稳定的良性循环结果，这种做法就值得大加赞扬。印度就是这样一个例子。

^① Mohan, Rakesh and Muneesh Kapur, “Managing the Impossible Trinity: Volatile Capital Flows and Indian Monetary Policy”, Chapter 8 in Rakesh Mohan, *Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market*, New Delhi: Oxford University Press, 2011.

第三章 资本流动管理：亚洲新兴经济体近期的经验教训

*

河合正弘 马里奥·兰伯特 高木伸二

这篇短文借鉴了亚洲新兴经济体（EAEs）^①对于资本流动管理的近期经验。资本流入尽管可带来巨大好处，但是大规模资本流动如果管理不当，也将会为接受国带来各种风险。亚洲新兴经济体在全球金融危机之前普遍经历了大量的资本流入，尽管韩国和印度尼西亚在一定程度上受到资本流出的影响，但是大部分亚洲经济体并没有像东欧和波罗的海国家一样遭受资本流出的损害。金融危机之后，这些国家率先实现复苏并正在经历新一轮的资本涌入，因此，对于亚洲经济体来说，目前的关键问题是如何更好地对资本流入进行管理。本文主要以河合正弘和兰伯特^②中的国家和分析章节为基础，并进行了一些信息更新。

亚洲新兴经济体的资本流动

（一）资本账户开放度

无论是根据名义还是实际测度，亚洲新兴经济体的资本账户开放程度都各不相同。首先，乔恩和伊藤隆敏基于国际货币基金组织的《汇兑安排与汇兑限制年报》构造了一个金融开放指数（Chinn-Ito 指数），该指数数值越大表明开放程度越高（图 1）。^③除中国香港和新加坡外，大部分亚洲新兴经济体对跨境资本流动都维持有各种管制措施，尽管这些经济体通过允许非居民购买国内证券在外商直接投资（FDI）流入和组合投资流入上已相当开放。

作者河合正弘（Masahiro Kawai）系亚洲开发银行研究院院长和首席执行官；马里奥·兰伯特（Mario B. Lamberte）系亚洲开发银行研究院研究处主任；高木伸二（Shinji Takagi）系大阪大学经济学研究生院经济学教授。

· 本文仅代表作者个人观点，与作者所在机构无关。

^① 除非另有说明，亚洲新兴经济体（EAEs）包括以下 14 个经济体：柬埔寨（CAM）、中国（PRC）、中国香港（HKG）、印度（IND）、印度尼西亚（INO）、韩国（KOR）、老挝（LAO）、马来西亚（MAL）、缅甸（MYA）、菲律宾（PHL）、新加坡（SIN）、中国台湾（TAP）、泰国（THA）、越南（VNM）。其中，我们会对河合正弘和兰伯特设置国家章节的 9 个经济体给予特别关注。

^② Kawai, M. and M. Lamberte (eds.), *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Cheltenham, UK, and Northampton, MA: Edward Elgar, 2010.

^③ Chinn, M.D. and H. Ito, “The Chinn-Ito Index: A De Jure Measure of Financial Openness”, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm. (Accessed: 29 August 2009.)

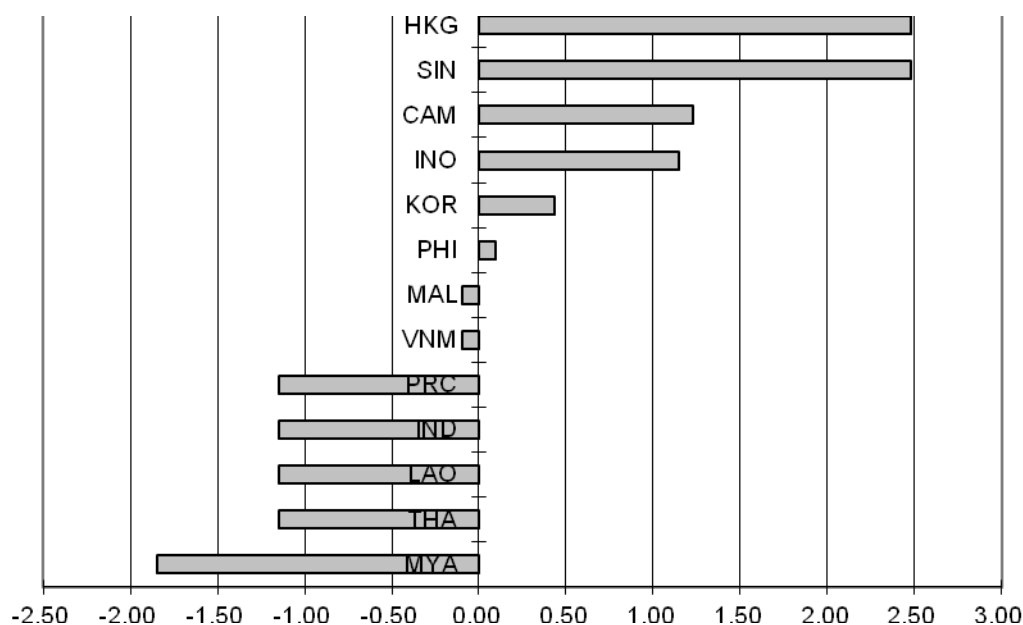


图 1 2009 年亚洲新兴经济体资本账户名义开放度

资料来源：Chinn, M.D. and H. Ito, “The Chinn-Ito Index: A De Jure Measure of Financial Openness”, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm. (Accessed: 29 August 2009.)

其次，雷恩和米勒斯-法拉第建立了一个基于数量的测算国际金融一体化的指标，该指标被定义为资产和负债存量占 GDP 之比（表 1）。^①我们利用国际货币基金组织的《国际金融统计》存量数据（如果不可得的话，改用资本流动数据）将 2005 年和 2009 年的数据进行更新。对于亚洲所有经济体来说，从 1990 至 2009 年这一指标均出现普遍上升。尽管整体的名义开放度仍然相对较低（如 Chinn-Ito 指数所显示），但是很多经济体的资本账户实际上仍表现出相当的开放度，随着时间的推移已积累起相当规模的对外资产与负债，2009 年除两个经济体外，其他经济体的这一指标均已超过或接近 100%。

表 1 1990—2009 年亚洲新兴经济体对外资产和负债占 GDP 之比（%）

经济体	1990	1995	2000	2005	2009
柬埔寨		96.3	176.8	145.2	156.0
中国	38.9	58.7	84.7	90.6	108.3
中国香港	1462.9	1338.6	1246.5	1434.5	2097.1
印度	30.2	39.7	42.3	49.1	64.1
印度尼西亚	80.6	86.2	136.8	86.1	76.9
韩国	35.4	50.9	82.7	107.5	161.9
老挝	215.3	147.5	198.7	148.0	153.2

^① Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper No. 06/69, 2006.

马来西亚	121.6	160.8	185.5	183.9	242.2
菲律宾	95.0	97.3	143.3	114.7	99.2
新加坡	361.3	419.5	809.5	966.7	1216.4
中国台湾	103.4	97.7	132.3	257.0	369.7
泰国	68.8	114.4	142.7	135.1	168.0
越南		96.2	110.7	100.2	129.8

资料来源：1990 年、1995 年和 2000 年数据，除中国台湾来自中国经济信息中心（CEIC）外，其余来自 Lane and Milesi-Ferretti（Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”，IMF Working Paper No. 06/69, 2006.）。2005 年和 2009 年数据使用国际货币基金组织《国际金融统计》计算得来，如果存量数据不可得，则使用资本流动数据。对于老挝和越南，最新的数据只到 2007 年。

（二）资本流动的类型

亚洲新兴经济体在 1997—1998 年亚洲金融危机之后经历了资本流动的复苏性增长，在全球金融危机爆发之前的 2007 年资本流入达到 8560 亿美元（表 2）。中国的资本流入急剧上升，2007 年达到 2410 亿美元，占到亚洲新兴经济体流入总额的 28%；印度的资本流入也经历了快速增长，2007 年达到 980 亿美元。资本流出同样出现上升，表明这一地区的资本流动已经变得日益双向。2007 年中国和香港地区成为资本流出最多的两个经济体，总计共占到亚洲新兴经济体资本流出总量的 60%，其次是新加坡和韩国。

从资本流动构成上来看，外商直接投资在 20 世纪 90 年代中期开始发挥关键作用（图 2）。20 世纪 90 年代后期，外商直接投资已经占到亚洲新兴经济体所有私人资本流入的一半以上。证券组合投资流入在亚洲金融危机之后出现增长。为了对问题银行与非金融公司进行重组，大部分亚洲经济体削减了股票市场投资壁垒，因此，股权类资本流入在 1999 年出现快速增长，但是 2000 年势头出现了逆转。证券组合投资流入在 2003 年有所恢复，在 2007 年达到 2050 亿美元的顶峰。随着全球金融危机的深化，股权类资本流入在 2008 年转为负值（-810 亿美元），但是在 2009 年出现强劲反弹。

表 2 1990—2009 年亚洲新兴经济体资本流动（10 亿美元）

年份	总资本流动	总资本流动占 GDP 之比 (%)	资本流入	资本流入占 GDP 之比 (%)	资本流出	资本流出占 GDP 之比 (%)	净流入	净流入占 GDP 之比 (%)
1990	52.85	4.18	42.96	3.40	9.90	0.78	33.06	2.62
1991	55.01	4.17	50.79	3.85	4.22	0.32	46.57	3.53
1992	72.10	5.11	56.14	3.98	15.97	1.13	40.17	2.85
1993	133.06	8.63	97.91	6.35	35.15	2.28	62.76	4.07
1994	148.74	8.10	108.13	5.89	40.61	2.21	67.53	3.68
1995	209.30	9.43	155.76	7.02	53.54	2.41	102.22	4.61
1996	243.94	9.81	181.56	7.30	62.39	2.51	119.17	4.79
1997	277.68	11.00	143.10	5.67	134.58	5.33	8.52	0.34
1998	-198.11	-8.34	-128.14	-5.40	-69.97	-2.95	-58.17	-2.45

1999	151.26	5.72	73.76	2.79	77.50	2.93	-3.75	-0.14
2000	332.11	11.41	167.11	5.74	165.00	5.67	2.10	0.07
2001	47.70	1.59	32.29	1.08	15.41	0.51	16.88	0.56
2002	95.19	2.89	55.93	1.70	39.26	1.19	16.66	0.51
2003	260.85	7.04	149.21	4.03	111.65	3.01	37.56	1.01
2004	479.42	11.20	300.36	7.02	179.06	4.18	121.30	2.83
2005	571.24	11.56	310.28	6.28	260.96	5.28	49.32	1.00
2006	973.47	16.79	499.91	8.62	473.57	8.17	26.34	0.45
2007	1,595.29	22.22	855.97	11.92	739.32	10.30	116.65	1.62
2008	237.95	2.88	91.13	1.10	146.82	1.78	-55.69	-0.67
2009	318.60	3.67	271.67	3.13	46.93	0.54	224.74	2.59

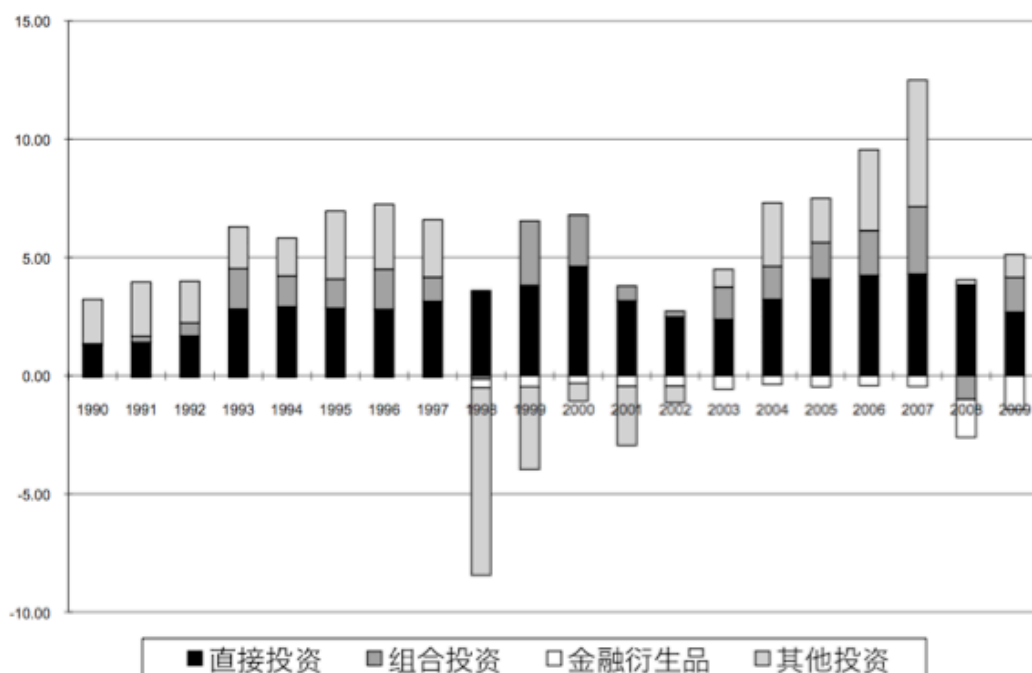
资料来源：国际金融统计（IMF）；世界发展指标（WB）；CEIC.

与证券组合投资流入不同，债务类资本流入在亚洲新兴经济体的资本流入中只占很小一部分，尽管其绝对规模在亚洲特别是韩国不断上升。本币债券市场的不发达被认为是其中一个主要原因。目前，一些政策倡议正在逐步实施以促进本币债券市场的发展，预计债券类资本流入会随着时间推移逐步增长。除 1997—1998 年金融危机的前三年外，整个 20 世纪 90 年代亚洲新兴经济体的银行融资规模都很小，直到 2006 年，银行融资在亚洲资本流入中所占比例都微乎其微。2007 年，银行资本快速上升至近 700 亿美元，其中韩国占资本流入总额的 2/3，2008 年，银行资本流入变为负值（-120 亿美元），韩国仍占据较大部分。

（三）资本流动的影响

持续的经常账户盈余和不断上升的资本流入为大部分亚洲新兴经济体带来了汇率升值的压力，这种状况一直持续到全球金融危机之前。部分是为了抑制升值压力，大部分经济体的货币当局对外汇市场进行了干预，从而积累了巨额的外汇储备

资本流入



资本流出

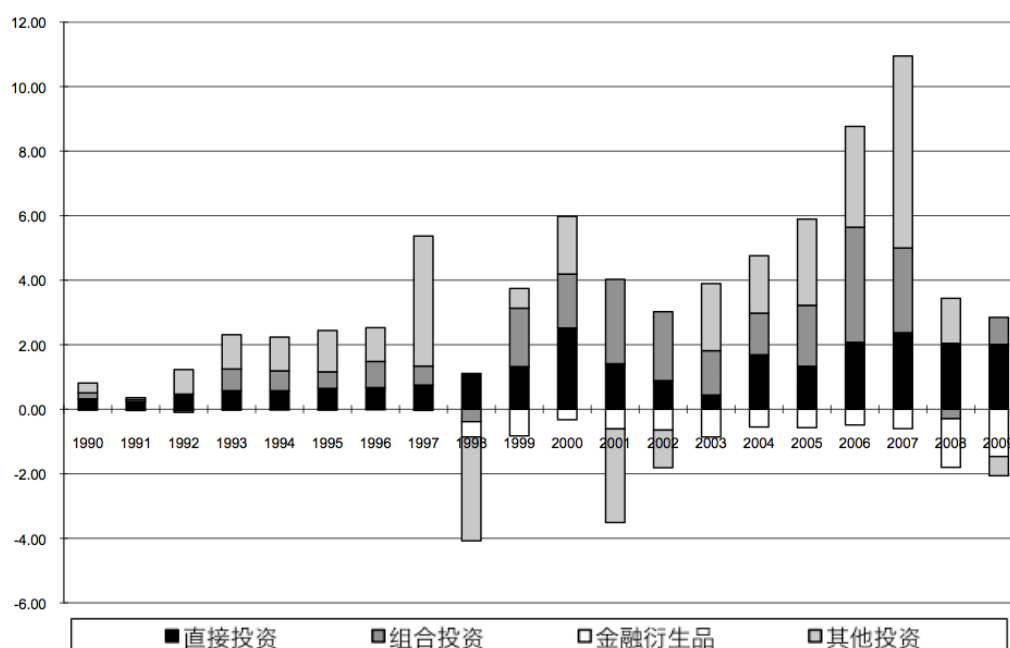


图 2 1990—2009 年亚洲新兴经济体资本流动构成（占 GDP 之比%）

资料来源：国际金融统计（IMF）；世界发展指标（WB）；CEIC。访问时间 2011 年 4 月 15 日。

亚洲新兴经济体持有的外汇储备规模在 1990 年为 2140 亿美元，占到 GDP 的 5%，2010 年上升至 4.8 万亿美元，占到 GDP 的 44%，其中中国贡献了 3/5。在 2006 年和 2007 年，很多亚洲新兴经济体经历了货币供给的快速增长，这表明冲销并不完全。尽管商品和服务价格水平在全球金融危机之前总体保持在低位（一个例外情况是，2008 年全球商品价格上涨对价格水平造成短暂影响），但最近几个月商品与服务价格一直在上涨。自 2003 年后印度尼西亚、印度和中国的股票价格出现上升趋势，但是全球金融危机的爆发使其大幅下跌，然而随着外国资本重新回流亚洲新兴经济体，股票价格又出现快速恢复。

资本流动的政策应对

全球金融危机爆发之前，亚洲新兴经济体的政策应对大致可分为冲销干预、调低利率和资本管制。^①

（一）外汇市场干预

亚洲 9 个经济体的货币当局对外汇市场进行了干预，至少部分地冲销了资本流入的影响。但经常面临的一个挑战是缺少合适的政府票据。当中国人民银行（PBC）用完所有的政府债券后，便开始向商业银行出售其自有的低收益央行票据（CBBs）（从 2003 年 9 月至 2007 年底 15 次提高准备金率）。同样，印度储备银行（RBI）在政府债券用完后，于 2004 年 1 月与政府达成协议，实施市场稳定计划（MSS），该计划授权印度储备银行可以代表政府以冲销为目的来出售债券（同样也经历了准备金率的提高）。

一些经济体采取了创新性的冲销方法。韩国银行（BOK）使用自己的货币稳定债券（MSBs）

^① 本部分借鉴了河合正弘和兰伯特关于 9 个国家分析的章节部分[Kawai, M. and M. Lamberte (eds.), Managing Capital Flows: The Search for a Framework, Cheltenham, UK, and Northampton, MA: Edward Elgar, 2010]。

进行冲销干预，但是随着余额的大幅上升，韩国银行发现这种操作的代价越来越大。韩国政府随后发起一项计划，由韩国政府出售债券并将收益存于韩国银行，这就使得韩国央行可以使用韩元对货币市场进行干预。另一个例子是菲律宾中央银行（BSP），在传统工具穷尽之后，2007 年菲律宾央行为银行开设了一个特殊存款账户（SDA），用来吸收过量的流动性，随后，账户适用范围扩大到非银行政府公司以及银行养老基金和信托基金。

冲销带来了一些挑战。印度尼西亚央行（BI）部分的冲销干预主要使用 1 个月期和 3 个月期的印度尼西亚央行票据（SBI），但是当央行票据利率超过 8% 时，冲销操作反而吸引了更多的组合投资流入。印度尼西亚央行因此不得不被迫允许汇率升值，以部分化解资本流入带来的影响。2008 年 3 月，越南国家银行（SBV）发现公开市场操作与准备金率并不是完全有效，从而要求商业银行购买新发行的 365 天票据。这一措施强迫银行将资本继续留在银行间市场，从而大幅推高银行间利率水平，银行竞争加剧促使其动用存款以满足对 365 天票据的强制购买，存款利率也出现上升。

（二）利率政策

当一个巨大的利率差异吸引额外资本流入时，货币当局需要通过降低国内的利率水平缩小这种差异。这就解释了为什么中国人民银行对于货币政策紧缩采取谨慎态度：当它提高利率时，会确保人民币利率不超过美元利率 3 个百分点，这样既可以避免外资大量流入，又可以使人民币以 3% 的年均速度稳步升值。同样，当印度央行在 2006 年 1 月至 2007 年 4 月提高逆回购和回购利率时，这降低了非居民存款的利率水平。降息的国家还包括印度尼西亚（2006 年 1 月—2007 年 12 月）、菲律宾（2007 年 3 月—2008 年 3 月）和泰国（2007 年 1—7 月）。越南是一个例外，越南央行在 2007 年 2 月曾提高官方利率以抑制货币供给增长过快和通货膨胀。

（三）资本管制

资本管制只在特殊情况下被采用。在全球金融危机之前，只有 4 个亚洲新兴经济体收紧或引入资本管制来抑制资本流入浪潮。这里需要区分两种情形。一种情形是，原来一直保持严格管制的国家放慢了资本账户自由化的步伐。2006 年，中国对外资银行对外借入美元为国内美元资产融资进行了限制，随后，这一限制通过央行提高美元存款的准备金比例而有所加强。2007 年，印度通过为国内公司设置外币转化为卢比的规模上限，从而加强了对对外商业借款的限制，同时，印度还引入管制措施对“参与凭证”（participatory notes）——注册的外国机构投资者向非注册投资者出售的一种场外衍生品——施以限制。

另一种情形是原来资本账户已相当开放的国家重新引入资本管制措施，特别是针对资本流入方面。2006 年 12 月 18 日，泰国对所有股票和期限少于一年的短期证券投资流入征收 30% 的无报酬准备金（URR），但在随后一天即取消了对股票资本流入的限制，而针对固定收益类资本流入的措施则一直保持到 2008 年 3 月。统计数据显示，该措施使得资本流入纷纷转化为股票资本流动，但是柯艾略与加拉赫尔的计量分析表明，无报酬准备金也降低了泰国的总体资本流入规模，大约占到 GDP 的 0.75%。^①2007 年，韩国对国内企业外币借款重新施加限制，限制外资银行通过对外借入美元与韩元进行互换，这些措施旨在减缓外资银行对韩国分支机构的融资。

^① 但是他们发现对实际汇率或资本流入构成并没有产生影响（Coelho, B. and K. P. Gallagher, “Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand”, PERI Working Paper No. 213, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, 2010）。

后危机时代的资本流入管理

作为世界经济的增长引擎，亚洲的资本流入已经出现恢复性增长。传统宏观经济工具在大规模资本流入管理上似乎效果有限，特别是对于已经积累起大规模外汇储备的经济体而言。允许汇率升值往往是应对大规模资本流入的最好方法（这是大部分发达国家的标准应对方法），但是新兴经济体自然不愿意让其货币明显升值。在政策空间受限的情况下，后全球金融危机时代，一些亚洲新兴经济体开始引入审慎性和其他监管措施来影响资本流入和外汇头寸（表3）。

表3 2010—2011年亚洲新兴经济体宣布或采取的影响资本流动的审慎性或其他监管措施

亚洲新兴经济体	措施
印度	• 2010年6月：对向外国投资者出售的短期债券总额实行限制（2011年9月，提高了外国机构投资者投资债券的总体上限）
印度尼西亚	• 2010年6月：对印尼央行票据（SBI）施加1个月的持有期限，同时宣布（从8月/9月）引入长期（9-12个月）央行票据 • 2011年1月：为监管银行短期借款再次引入限额管理（主要针对资本金），要求银行将所持外汇进行高比例拨备用作储备 • 2011年5月：将央行票据持有期限从1个月延长至6个月 • 2011年7月：对银行投资国内市场发行的外币债券施加限制，以避免对外币贷款限制措施的规避
韩国	• 2010年6月：对与金融机构资本基础相关的外汇衍生品头寸施加限制；对韩国国内银行使用外币贷款进行进一步限制；加强对国内银行外币流动比例的监管 • 2010年12月：宣布对银行的外汇借款征税，（从2011年1月起）对政府债券的利息收入重新征收预扣税
泰国	• 2010年10月：对持有外国债券所获利息收入和资本收益重新征收预扣税

资料来源：相关中央银行出版物以及出版报告。

（一）审慎性和其他监管措施

为评估审慎性和其他监管措施或者IMF所谓的资本流动管理措施（CFMs）在限制资本流入方面的预期作用^①，牢记以下亚洲新兴经济体的注意事项是相当重要的：

——东盟成员国承诺在2015年建成东盟经济共同体（AEC），这意味着这一地区应实现投资和资本的自由流动。因此，对这些国家来说，通过引入新的限制资本流动的障碍，并以此来扭转资本账户的自由化进程是非常困难的，除非在紧急或临时性基础上方可实施。

——中国香港和新加坡作为主要的国际金融中心，采取任何措施来限制国际投资者跨境

^① International Monetary Fund (IMF), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011.

资本流动自由，都是不可想象的。鉴于存在深度的金融市场和稳健的监管体制，除非是在危机期间，否则使用资本流动管理措施并不必要（这两个经济体最近引入了审慎措施来抑制房地产价格的上涨压力）。

——柬埔寨和老挝几乎不存在国内金融市场，也意味着在可预见的未来，不会有大规模组合投资流入这两个国家，即使他们的资本账户已经相当开放。对于缅甸而言同样如此，且其资本账户几乎完全封闭。

——中国和印度（在较小程度上也包括越南）对待资本流入（以及资本流出）仍然维持有广泛的限制。对于这些国家来说，使用资本管制措施仅仅表示原来渐进的资本账户自由化进程发生逆转。^①在接下来的几年内，这些国家可能会放慢资本账户自由化的步伐。

——除中国香港和新加坡外，其他亚洲新兴经济体对于资本流入维持着同样的限制措施，在资本流出上也存在严格的管制。即使在印度尼西亚，这个可谓是亚洲地区除上述两个经济体外金融最为开放的经济体，也由于在银行资本流动上存在严格管制而著称。在这些经济体中，组合投资流入主要通过非居民购买国内债券来实现。

——作为 OECD 国家，韩国在偏离资本自由流动政策方面的回旋余地不大。

这些注意事项表明：

第一，使用直接资本管制措施（或者被 IMF 称为基于居民的资本流动管制措施^②）仅对少数亚洲新兴经济体有参考意义（如印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）；

第二，限制非居民购买国内证券成为任何潜在资本流动管理措施的主要（或者唯一）目标；

第三，使用直接的资本管制措施（对外国投资者带有明确歧视）日益被排除在可行的政策选择之外，特别是当这种措施仅被单个国家使用时。

一些国家近期为限制资本流入或波动性而引入的管制措施，清晰地证明了最后一点（表 3）。除印度采取的措施外，其他国家（印度尼西亚、韩国和泰国）采取的措施都被细心设计以避免对外国投资者造成歧视。亚洲新兴经济体政策制定者目前面临的紧迫问题不是何时或以什么次序来实行资本流动管理措施，而是在承诺开放资本账户的前提下，什么样的基于非居民的资本流动管理措施可以有效地降低资本流入的风险（如果不是直接降低非居民对国内证券购买的话）。

（二）集体行动

在区域层面，集体行动并不是一个完美的探索工具。例如，如果国际竞争力下降成为一国不允许货币升值的原因的话，该国当局可以与竞争者在类似的情形下开展合作以同时采取行动^③，这将导致这一地区在面对持续的资本流入时采取一致性货币升值。另一个合作领域是可以在引入审慎性和其他监管措施时进行协调行动（包括直接的资本管制措施），因为单个国家发现独自实施上述措施已变得日益困难。集体行动会从以下两个方面带来益处。第一，这些措施或者作为地区努力的一部分被引入，或者由地区共同决议来批准，从而不容易遭受来自国际投资者的惩罚性反应（例如 2006 年 12 月的泰国案例）。第二，这些措施如果对于一国是有效的，将会使得更多的资本流入转向地区邻国，如果没有一个地区性框架，限制资本流入而实施的审慎性和其他管制措施将会转变为以邻为壑的政策工具。

^① 在这些国家中，讨论任何新的资本管制措施的有效性并无益处，这与这些国家引入的总体管制体制的有效性并没有关系。在广泛的行政机构下，这些国家总能够采取措施来使得资本管制产生效果。

^② International Monetary Fund (IMF), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011.

^③ Kawai, M., “Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia”, Pacific Economic Review 13(1): 83–103, 2008.

参考文献

Chinn, M.D. and H. Ito (2009). "The Chinn-Ito Index: A De Jure Measure of Financial Openness." http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm. (Accessed: 29 August 2009.)

Coelho, B. and K. P. Gallagher (2010). "Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand," PERI Working Paper No. 213, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

International Monetary Fund (IMF) (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines." IMF Policy Paper, 14 February.

Kawai, M. (2008). "Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia," *Pacific Economic Review* 13(1): 83–103.

Kawai, M. and M. Lamberte (eds.) (2010). *Managing Capital Flows: The Search for a Framework*, Cheltenham, UK, and Northampton, MA: Edward Elgar.

Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti (2006). "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper No. 06/69.

第四章 资本流出监管：经济管理、发展和转型

杰拉尔德·爱普斯坦

随着经济和金融动荡动摇全球经济基础，政策制定者们已拓宽他们的政策工具搜寻范围，以帮助他们管理日益面临的大规模金融不稳定。事态的发展迫使他们在对解决方法的绝望搜寻中打破原有思想意识的束缚，一些人正发现过去被废弃的一些政策可能是有用的。

新发现的旧工具中最著名的例子就是所谓的“资本管制”。除了加拉赫尔（Gallagher）、格拉布尔（Grabel）和奥坎波（Ocampo），甚至作为这一工具长期坚定反对者的国际货币基金组织（IMF）现在也承认资本管制在某些情形下是有用的，特别是在管理资本流入与作为临时性措施的使用上。资本管制甚至通过变化名称使得它们更易被接受和认可，放弃“管制”这一词汇，转而使用“资本流动管理措施”的称谓^①。但是，IMF 和其他机构仍然没有完全放弃它们对于资本管制的看法。就像格里菲斯-琼斯和加拉赫尔^②以及奥坎波^③所描述的那样，IMF 试图能够对资本管制的使用条件施加更大的影响，并且，像加拉赫尔以及其他学者所指出的，双边和多边所谓“自由贸易”协议网络构建了一个全球“资本自由体制”，这为各国执行资本账户监管制造了障碍，即使 IMF 的经济学家们声称监管是有益的。^④

同样，大部分经济学家和政策制定者保留了对资本流出进行管制的反对态度。^⑤一篇由尼古拉斯·马古德、卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗格夫所著的具有高影响力的论文，对 30 个资本流入和流出管制的学术研究进行了回顾，指出在资本流出管制方面，“马来西亚以及其他国家都曾施加过资本流出管制，但是除了马来西亚之外，不管如何设定都很少有系统性证据表明施加管制是成功”。^⑥

这一结论相当奇怪，因为在 20 世纪晚期有很多在经济发展方面取得巨大成功的国家都保留了资本流出监管体制，例如韩国、中国台湾、中国、印度等。^⑦资本管制和汇率管理体

作者杰拉尔德·爱普斯坦（Gerald Epstein）系美国马萨诸塞大学阿默斯特分校经济学教授和政治经济研究所联合创立主任。

^① International Monetary Fund, “Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, IMF Policy Paper, 14 February, 2011. 其他更被认可的建议名称还包括，例如“资本管理技术”（Epstein, Gerald, Ilene Grabel and K.S. Jomo, “Capital Management Techniques in Developing Countries”, In Ariel Buira, ed. Challenges to the World Bank and The IMF: Developing Country Perspectives, London: Anthem Press, Ch. 6, 2003）和“资本账户监管”（Ocampo, José Antonio, “Reforming the International Monetary System”, Wider Annual Lecture 14, United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER, 2011)。出于本文目的，我采用奥坎波的名称，见下文。

^② Griffith-Jones, Stephany and Kevin P. Gallagher, “Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy”, Economic and Political Weekly, Vol. XLVI, No. 3, 2011.

^③ Ocampo, José Antonio, “Reforming the International Monetary System”, Wider Annual Lecture 14, United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER, 2011.

^④ Gallagher, Kevin, “The IMF, Capital Controls and Developing Countries”, Economic and Political Weekly, 7 May, 2011.

^⑤ 即使如此，资本管制在实践中仍时有胜出。在最近的一些救援计划中包括对冰岛的救助，IMF 甚至鼓励对资本流出进行管制（见 Grabel, Ilene, “Not Your Grandfather’s IMF: Global Crisis, ‘Productive Incoherence’ and Developmental Policy Space”, PERI Working Paper, No. 214, Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst, 2011）。但在 IMF，公众对于资本管制的抵制仍然存在。

^⑥ Magud, Nicolas, Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff, “Capital Controls: Myth and Reality — A Portfolio Balance Approach”, Peterson Institute for International Economics, p.2, WP11-7, 2011.

^⑦ Amsden, Alice, The Rise of the Rest: Challenges to the West of the Late Industrializing Economies, New

制对于第二次世界大战之后欧洲一些国家以及日本的经济复苏和产业发展也至关重要。^①对以上几乎所有案例来说，资本管制体系不但包括资本流出（以及流入）的管制，同时也包括由政府机构如财政部、央行以及不同类型的特定计划部门管理的信贷分配体系。然而马古德等人的研究没有包括这些案例，因为他们认为“不能将还没有进行实质性自由化的国家（例如印度和中国）的经验与那些已经实施金融和资本账户自由化但是在某一时点决定重新引入管制国家的经验混为一谈，因为后者已经拥有发达的机构和做法并且与国际资本市场已有不同程度的融合”^②。

排除中国、印度以及其他国家的论点似乎值得商榷，因为印度和中国在过去十余年甚至更长的时间内已经实现了一定的自由化。许多专家已发表了关于管制对这些经济体影响的出色研究，特别是国际清算银行的罗伯特·麦考利和他的同事们。^③

此外，资本流入和流出管制并不像我们认为的那样可以做出清晰区分。如印度对某一类型衍生品头寸和产品施加的管制就和对外国人施加的短期和长期头寸限制关联在一起：因此就对流入和流出同时施加了限制。另外，对资本流出进行限制本身对于流入来说就是负向激励。确实，用来限制资本流入最严格的政策之一就包括准备金要求以及对资本流出施加其他限制措施。^④

不过，马古德等人有一点却是对的：对于不同类型的资本管制进行区分是非常重要的，特别是它们所处的政策体制——包括这些体制设定的目标——以及它们所处的国内外环境迥然相异。近期大部分的讨论主要集中在使用资本账户监管措施管理宏观经济政策的周期性、金融稳定和国际收支问题。很少有讨论关注资本账户监管的长期发展方面——资本账户监管是产业政策、产业再发展以及收入和财富分配政策的重要补充，这对于二战之后上述重建国家来说尤为重要。

在正经历着巨大结构性变化的年代，发展的作用正变得日益重要。可以说资本账户监管的宏观经济管理和发展作用都与其政策作用相关。

此外，从历史上看，资本管制也发挥着浓厚的转型作用色彩。资本管制往往通过促进经济和政治权力从社会的一个团体向另一团体转移，伴随着社会政治和经济潜在结构的深远变化，从而使得政治经济整体结构的急剧变化更为可行，在某些情况，可能（但是并不必然）导致一个更加平等和更可持续的秩序产生。^⑤转型作用的例子包括第二次世界大战之后的韩国，其通过对资本流出进行管制配合关键的土地改革政策，改变了该国的农业和政治结构。^⑥

York: Oxford University Press, 2001; Chang, Ha Joon and Ilene Grabel, *Reclaiming Development*, London Zed Books, 2004; Nembhard, Jessica, *Capital Controls, Financial Regulation, and Industrial Policy in South Korea and Brazil*, Westport, Conn: Praeger, 1996.

^① Zysman, John, *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca: Cornell University Press, 1983; Epstein, Gerald, “Central Banks as Agents of Economic Development”, in Ha-Joon Chang, ed. *Institutional Change and Economic Development*, 2007, United Nations University and Anthem Press; Eichengreen, Barry, *The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*, Princeton: Princeton University Press, 2007.

^② Magud, Nicolas, Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff, “Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach”, Peterson Institute for International Economics, p.5, WP11-7, 2011.他们只研究了马来西亚、西班牙和泰国的资本流出。

^③ Ma, Guonan and Robert N. McCauley, “Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalization”, BIS Working Paper, No. 233. August, 2007, Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.参见下文进一步的讨论和参考文献。

^④ Ocampo, José Antonio, “Reforming the International Monetary System”, Wider Annual Lecture 14, United Nations University, World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), 2011.

^⑤ Epstein, Gerald, “Marx, Keynes and Crotty: The Case for Capital Controls Revisited”, in Jonathan Goldstein and Michael Hilard, eds, *The Macroeconomics of Marx, Keynes, and Crotty*, eds, New York: Routledge, 2010.

^⑥ 切齐可能是第一个关注资本管制和收入分配关系的经济学家，他发现施加资本管制的国家其收入分

当然，资本流出监管的转型、宏观经济和发展作用无需相互排斥，事实上，通常也不是相互排斥的。就像詹姆斯·克罗蒂（James Crotty）所描述的，凯恩斯的观点特别有指导意义。在其 1983 年发表在《经济文献杂志》（*Journal of Economic Literature*）标题为“关于凯恩斯和资本外逃”（*On Keynes and Capital Flight*）论文中，克罗蒂指出在 20 世纪 30 年代至 40 年代——一直到去世之前，凯恩斯都十分怀疑如果一国融入资本高度流动的世界，其能否实现完全的就业和社会转型目标。因此，凯恩斯认为控制国际资本流动是更好地进行宏观经济管理和实现社会转型的必备条件。克罗蒂引用凯恩斯的话说：“确实，我所期望的社会转型，可能需要在未来三十年内将利率削减至零。但是在一个利率水平完全相同的体系下，在正常的金融力量运作下，考虑到各种风险和可能，这不太可能发生。”^①在文章的靠前部分，凯恩斯指出：“如果所熟知的‘资本外逃’现象被排除的话，明智的国内政策更易受到指引。”^②

除了资本账户监管的宏观经济、发展和转型作用的区别之外，另一个差异就是谁来执行这些政策。这里有两个区别：首先，这些政策是在国内还是在国际（或者国际协调）层面来执行；其次，资本流出监管是由经济规模较小的国家或地区执行，还是由经济规模较大的国家和地区执行。就监管的转型职能来说，有关协调以及由谁来执行监管等诸多问题在这样一个危机不断扩展、结构不断变化的时代尤为必要。下面，我会简短地讨论资本流出监管的宏观经济政策作用，然后转向其发展作用，最后简短讨论在当前扩张性货币政策的背景下，美国可通过实施资本流出监管来趋利避害。

资本流出监管的宏观经济作用

尽管很难准确地将资本流出监管的宏观经济作用和发展作用分开，我们还是可以识别出监管的一系列关键宏观经济目标。^③这包括：维持适当的外汇储备以避免外汇储备危机或国际收支危机；确保货币政策的自主性，促使利率低于现行国际水平以促进更高投资和就业。例如，这可使一国在全球经济不景气的情况下更易推行宽松的货币和信贷政策，而不至于失去过多的外汇储备；对资本流入管制的威胁将会限制资本的过度流入；降低热钱的流出有利于降低一国以外币标价的负债规模，而如果外币标价负债过大，这会导致更普遍的国内破产和债务问题；在复杂衍生品头寸方面，限制高风险交易对手的债务累积将有助于促进金融稳定；^④有助于防止涉及资本外逃的腐败、逃税以及其他非法活动；^⑤有助于对跨国公司涉及再

配更加公平（Checchi, Daniele, “Capital Controls and Income Distribution: Empirical Evidence for Great Britain, Japan and Australia”, *Weltwirtschaftliches Archiv* 3/1992）。对于资本管制和收入分配最透彻的研究是李和贾德瓦（Lee, Kang-Kook and Arjun Jayadev, “Capital Account Liberalization, Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-Country Evidence”, in Gerald Epstein, ed. *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*, Northampton, MA: E. Elgar Press, 2005），他们发现资本账户自由化降低了世界大部分地区的劳动者收入比例（因此，也即是说资本管制增加了劳动者收入比例）。Epstein and Schor（Epstein, Gerald and Juliet Schor, “Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in the OECD”, in Tariq Banuri and Juliet B. Schor, *Financial Openness and National Autonomy*, Oxford: Clarendon Press, pp. 136–161, 1992）表明 OECD 国家资本流出（与流入）管制伴随着低失业，因此，有充分证据表明资本流动使得资本相对劳动更加强势。

^① Keynes, John Maynard, “National Self-Sufficiency”, *Yale Review*, June, 22 (4), 1933, p. 762.

^② Keynes, John Maynard, “National Self-Sufficiency”, *Yale Review*, June, 22 (4), 1933, p. 757.

^③ 参见下页表 1 和 Epstein, Gerald, Ilene Grabel and K.S. Jomo, “Capital Management Techniques in Developing Countries: Managing Capital Flows in Malaysia, India, and China”, 2008.

^④ 参见关于印度的例子：Crotty, James and Gerald Epstein, “Controlling Dangerous Financial Products through a Financial Precautionary Principle”, *Ekonomiaz* N.O 72, 3.er cuatrimestre, 2009. 感谢瑞迪（Reddy）行长在监管方面的专业知识分享。

^⑤ 参见关于非洲国家的例子：Boyce, James and Léonce Ndikumana, “How Capital Flight Drains Africa: Stolen Money and Lost Lives”, *Triple Crisis* blog, 20 October, 2011. Available at

投资和利润分配等国内债务的管理。

对中国和印度应对亚洲金融危机和 2007/2008 年全球经济危机的研究表明，对于资本流出以及流入的管制措施，提高了他们应对全球经济衰退的能力，且比其他国家更为有效。^①当然，其他因素也发挥着重要作用，包括大规模外汇储备和对外币负债的限制。这些都表明切合实际的宏观经济政策以及有效的资本流入监管，对于资本流出工具的成功使用来说都是重要补充措施。

资本流出监管的另外一个目的是限制资本外逃，后者往往又伴随着腐败和逃税。例如，恩迪库马纳和博伊斯指出，撒哈拉以南非洲从 1970 年起，资本外逃超过 7000 亿美元，远远超过这一地区未偿外债余额（1750 亿美元）的规模，而一些资金仅仅是在同一家银行从私人账户摇身一变而成为非洲政府的贷款。^②

表 1 对 20 世纪 90 年代使用的资本管理技术的评估

国家	成就	支持因素	成本
马来西亚（1998）	-促进宏观经济的通货再膨胀 -有助于维护国家经济主权	-公众对于政策的支持 -强大的政府和行政能力 -动态的资本流动管理	-可能导致裙带关系与腐败
印度	-促进渐进式自由化 -隔离金融传染 -有助于保持国内储蓄 -有助于维护经济主权	-强大的政府和行政能力 -公众对于政策的强大支持 -政府经济治理经验 -广泛经济政策体制的成功 -渐进的经济自由化	-可能阻碍金融部门的发展 -可能会导致腐败

<http://triplecrisis.com/how-capital-flight-drains-africa>.

^① Icard, Andre, “China’s Capital Account Liberalization in Perspective”, Paper presented to BIS/SAFE Seminar on Capital Account Liberalization in China: International Perspectives, Beijing China, 12–13 September, 2002; José Antonio Ocampo, “The Case For and Experience With Capital Account Regulations”, in Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development, Pardee Center Task Force Report March 2012.

^② Ndikumana, Léonce and James Boyce, Africa’s Odious Debts: How Foreign Loans and Capital Flight Bled a Continent, London: Zed Books, 2011; Boyce, James and Léonce Ndikumana, “How Capital Flight Drains Africa: Stolen Money and Lost Lives”, Triple Crisis blog, 20 October, 2011. Available at <http://triplecrisis.com/how-capital-flight-drains-africa>.

中国	-促进产业政策	-强大的政府和行政能力	-可能限制金融部门的发展
	-隔离金融传染	-强大的经济基础设施	
	-有助于保持储蓄	-政府经济治理的经验	-可能鼓励不良贷款
	-有助于汇率管理和促进	-渐进的经济自由化	-可能促进腐败
	出口导向经济增长	-动态的资本流动管理	
	-有助于维持扩张性宏观		
	政策		
	-有助于维护经济主权		

资料来源：Epstein, Gerald, Ilene Grabel and K.S. Jomo, “Capital Management Techniques in Developing Countries: Managing Capital Flows in Malaysia, India, and China”, 2008.

资本流出监管的发展作用

资本流出监管的发展作用在某些情况下很重要，甚至比其宏观经济政策作用更为重要。内姆布哈德（Nembhard）对于韩国和巴西的研究、齐思曼（Zysman）对于西欧和日本的研究以及赫斯（Hersh）对于中国的研究都具有特别的启发意义：资本流出监管已经成为政策体制——涉及产业政策或产业定位，利用信贷分配方法在特定领域促进投资和生产效率——的重要组成部分。没有此类监管，将很难利用信贷补贴促进投资，因为大量的信贷将会渗漏至国外。

内姆布哈德在韩国的案例中记录了资本管制如何运作，因为它们是产业政策、信贷分配和强制资本流出管制整体政策体制的一部分。中国、日本、印度以及一些欧洲国家在第二次世界大战之后也施行同样的体制。据艾丽丝·阿姆斯登的描述，通过发展银行和关键监督工具的结合可以降低信贷的渗漏、腐败和低效，如出口目标和与之相连的威逼利诱在促进发展目标方面非常有效。^①根据内姆布哈德的描述，这些政策并不必然导致成功。她援引巴西在20世纪70年代和80年代的情形指出，由于政策设计不当和缺乏跟进使得这些政策的效果远远逊于韩国。

利息平衡税：资本流出管制和储备货币国的扩张性政策

出于对美国资本洪水般涌入海外进而对世界其他地区所带来的汇率高估、金融动荡和通货膨胀风险的担忧，美联储扩张性的货币和信贷政策——尽管面临高失业和停滞的经济，这只是美国目前唯一执行的扩张性政策——在发展中国家引发了争议。加拉赫尔建议美国实行资本流出监管以限制有害的信贷外流，同时使得美国扩张性货币政策更加有效。^②与以上提到的其他基于发展导向的资本流出监管类似，这些政策会对信贷分配政策形成补充，从而产生更多就业和投资。^③

^① Amsden, Alice, *The Rise of the Rest; Challenges to the West of the Late Industrializing Economies*, New York: Oxford University Press, 2001.

^② Gallagher, Kevin, “The IMF, Capital Controls and Developing Countries”, *Economic and Political Weekly*, 7 May, 2011.

^③ Pollin, Robert, “Back to Full Employment”, *The Boston Review*, January/February, 2011. Available at: <http://bostonreview.net/BR36.1/pollin.php>.

在 20 世纪 60 年代晚期,美国政府为配合更加宽松的货币政策和财政政策曾征收利息平衡税以降低美元外流。研究资本流出监管的大部分经济学家认为这些政策是无效的。但是细致的档案工作却表明政策无效的部分原因来自于银行与跨国公司的游说使得监管体系变得千疮百孔。^①

美国金融机构流动性泛滥成灾并以投机性资本向国外溢出,引导国内流动性用于创造就业和生产性投资的政策无论对美国大部分民众还是正受到大量“热钱”涌入的国家来说都是合意的。作为这一政策工具的组成部分,目前是美国考虑通过利息平衡税来抑制由于低利率而产生的套利交易的时候了。

参考文献

Amsden, Alice. (2001). *The Rise of the Rest; Challenges to the West of the Late Industrializing Economies*. New York: Oxford University Press.

Block, Fred. (1977). *The Origins of International Economic Disorder: A Study of U.S. International Monetary Policy from World War II to the Present*. Berkeley: University of California Press.

Boyce, James and Léonce Ndikumana (2011). “How Capital Flight Drains Africa: Stolen Money and Lost Lives.” *Triple Crisis* blog, 20 October. Available at <http://triplecrisis.com/how-capital-flight-drains-africa>.

Chang, Ha Joon and Ilene Grabel (2004). *Reclaiming Development*, London Zed Books.

Checchi, Daniele (1992). “Capital controls and income distribution: empirical evidence for Great Britain, Japan and Australia,” *Weltwirtschaftliches Archiv* 3/1992.

Conybeare, J. A. C. (1988). *United States Foreign Economic Policy and the International Capital Markets; The Case of Capital Export Controls, 1963–1974*, New York: Garland Publishing.

Crotty, James (1983). “Review: Keynes and Capital Flight,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, No. 1, March, pp. 56–65.

Crotty, James and Gerald Epstein (1996). “In Defense of Capital Controls,” *Socialist Register*, 1996.

Crotty, James and Gerald Epstein (2009). “Controlling Dangerous Financial Products through a Financial Precautionary Principle,” *Ekonomiaz* N.º 72, 3.er cuatrimestre, 2009.

^① Conybeare, J. A. C. , *United States Foreign Economic Policy and the International Capital Markets; The Case of Capital Export Controls, 1963–1974*, New York: Garland Publishing, 1988.

Eichengreen, Barry (2007). *The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton: Princeton University Press.

Epstein, Gerald and Juliet Schor (1992). "Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in the OECD," in Tariq Banuri and Juliet B. Schor, *Financial Openness and National Autonomy*, Oxford: Clarendon Press, pp. 136–161.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel and K.S. Jomo (2003). "Capital Management Techniques in Developing Countries." In Ariel Buira, ed. *Challenges to the World Bank and The IMF: Developing Country Perspectives*. London: Anthem Press, Ch. 6.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel and K.S. Jomo (2008). "Capital Management Techniques in Developing Countries: Managing Capital Flows in Malaysia, India, and China." 2008. Joseph Stiglitz and José Antonio Ocampo, eds. *Capital Market Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press.

Epstein, Gerald (2007). "Central Banks as Agents of Economic Development," in Ha-Joon Chang, ed. *Institutional Change and Economic Development*, 2007, United Nations University and Anthem Press.

Epstein, Gerald (2010). "Marx, Keynes and Crotty: The Case for Capital Controls Revisited," in Jonathan Goldstein and Michael Hilard, eds. *The Macroeconomics of Marx, Keynes, and Crotty*. eds. New York: Routledge.

Gallagher, Kevin (2011a). "The IMF, Capital Controls and Developing Countries." *Economic and Political Weekly*. 7 May.

Gallagher, Kevin (2011b). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis." *PERI Working Paper*, No. 250. Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.

Glyn, Andrew (1986). "Capital Flight and Exchange Controls." *New Left Review*.

Grabel, Ilene (2004). "Trip Wires and Speed Bumps: Managing Financial Risks and Reducing the Potential for Financial Crises in Developing Economies." *G-24 Discussion Paper Series*, No. 33. November.

Grabel, Ilene (2011). "Not Your Grandfather's IMF: Global Crisis, 'Productive Incoherence' and Developmental Policy Space." *PERI Working Paper*, No. 214. Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.

Helleiner, Eric (1994). *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press.

Hersh, Adam (2011). "Why China Grew: Understanding the Financial Structure of Late Development," PhD. Dissertation, Department of Economics University of Massachusetts, Amherst. <http://tinyurl.com/Hersh-dissertation>.

Ho, Corrinne and Robert N. McCauley (2003). "Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies." *BIS Working Papers* No. 130. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

Icard, Andre (2002). "China's Capital Account Liberalization in Perspective." Paper presented to BIS/SAFE Seminar on *Capital Account Liberalization in China: International Perspectives*, Beijing China, 12–13 September.

International Monetary Fund (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Policy Paper*, 14 February.

Griffith-Jones, Stephany and Kevin P. Gallagher (2011). "Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy," *Economic and Political Weekly*, Vol. XLVI, No. 3.

Kaplan, E and Rodrik, D. (2002). "Did the Malaysian Capital Controls Work?" in Sebastian Edwards and Jeffrey A. Frankel, eds. *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Chicago: The University of Chicago Press, pp. 393–441.

Keynes, John Maynard (1933). "National Self-Sufficiency," *Yale Review*, June, 22 (4) pp. 755–69.

Lee, Kang-Kook and Arjun Jayadev (2005). "Capital Account Liberalization, Growth and the Labor Share of Income: Reviewing and Extending the Cross-Country Evidence," in Gerald Epstein, ed. *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries*. Northampton, MA: E. Elgar Press.

Ma, Guonan and Robert N. McCauley (2007). "Do China's Capital Controls Still Bind? Implications for Monetary Autonomy and Capital Liberalization," *BIS Working Paper*, No. 233. August. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

Magud, Nicolas, Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff (2011). "Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach," Peterson Institute for International Economics. WP11-7.

Nembhard, Jessica (1996). *Capital Controls, Financial Regulation, and Industrial Policy in South Korea and Brazil*. Westport, Conn: Praeger.

Ndikumana, Léonce and James Boyce (2011). *Africa's Odious Debts: How Foreign*

Loans and Capital Flight Bled a Continent. London: Zed Books.

Ocampo, José Antonio (2003). "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries." In Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones (eds.) *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. London: Palgrave MacMillan.

Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel and Joseph E. Stiglitz (2008). "Capital Market Liberalization and Development." José Antonio Ocampo and Joseph E. Stiglitz (eds.). *Capital Market Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press.

Pollin, Robert (2011). "Back to Full Employment." *The Boston Review*, January/February. Available at: <http://bostonreview.net/BR36.1/pollin.php>.

Zysman, John (1983). *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Ithaca: Cornell University Press.

第二部分 有效监管的执行与监督

第五章 动态资本监管、IMF 的边缘化和危机

伊恩·格拉贝尔

在这篇文章中，我关注的是在持续的全球金融危机期间资本管制的重新兴起^①。在发展中国家兴起的新的资本管制有三大特点：

(1) 它们因国家和地区而异；

(2) 它们以一种动态的方式被实行。这里我指的是管制的范围和方式随着国内和全球经济环境的变化而相应调整，并识别出各种规避渠道；

(3) 管制通常被认为是解决多重和严重经济挑战的多样化方式中的一种。

在一些情况下（如冰岛），政策制定者们通过控制资本外流来减缓经济的大幅衰退；在其他情况（如拉脱维亚）下，管制被用于解决范围较小但非常严重的脆弱性；在其他一些国家（如巴西和韩国），政策制定者们已经实施并“微调”了资本流入管制措施以缓解本国货币升值压力、平息资产价格泡沫、降低金融脆弱性和控制通货膨胀^②。由于资本大量流入快速增长的经济体（部分原因在于美国和欧元区的低利率和全球差异化的增长预期），使得后几种挑战有所加剧。而在另一些情况下（如中国），在危机期间对于资本流入和流出管制的调整与其长期承诺是一致的，旨在管理金融资本流动以服务于广泛的发展目标。

大部分发展中国家的政策制定者通过监管国际资本流动为他们赢得新的政策空间。这一政策立场的变化主要基于发展中世界日益兴起的自主诉求以及削弱国际货币基金组织的影响的考虑，同时（时间上也许会不一致）国际货币基金组织工作人员也意识到资本管制是“合法政策工具包的一部分”（出自基金组织报告中一个新的经常使用的词汇）。^③由于每个国家

^① 此处资本管制、政策空间和IMF的讨论主要借鉴了Gabel, Ilene, “Not your grandfather’s IMF: global crisis, ‘productive incoherence’ and developmental policy space,” *Cambridge Journal of Economics*, 35: 805–830, 也是本文的引用文献。

^② 实际上，资本管制已成为现在“货币战”的一种重要武器选择。见Gabel, Ilene, “War without end? Rich countries fire the latest shots in the global ‘currencywar,’” *Triple Crisis* blog, 19 August. Available at <http://triplecrisis.com/warwithout-end-rich-countries-fire-the-latest-shots-in-the-global-currency-war>. Gabel, Ilene, “The ‘currency wars’: What’s next for the BRICs and other rising powers?” *Triple Crisis* blog, 15 April. Available at <http://triplecrisis.com/currency-wars-whatsnext-for-the-brics>. Gabel, Ilene, “Capital controls, ‘currency wars,’ and new global financial architecture,”

Triple Crisis blog, 19 October. Available at <http://triplecrisis.com/capital-controlscurrency-wars-and-new-global-financial-architecture>.

Guha, Krishna (2009). “IMF refuses to rule out use of capital controls,” *Financial Times*, 3 November.。

^③ 见Gabel, Ilene, “Not your grandfather’s IMF: global crisis, ‘productive incoherence’ and developmental policy space,” *Cambridge Journal of Economics*, 35: 805–830关于当前危机背景下出现的生产性不连贯。还注意到，从更广泛意义上来说，打破旧金融秩序和广泛变革是一致的，这种变革表明全球金融体系正在向多极化和

在实施资本管制时并不会对投资者情绪造成不良影响，IMF 也不会对其指指点点，这就使得其他国家的政策制定者很容易实施他们认为合适的管制，并且他们也是这样做的。实际上，资本管制已成为危机期间的“新常态”。

一些国家体现其拥有自主权的一个方式就是反对 IMF 建立一个指导资本管制合理使用的准则或指南的新想法。实际上，随着发展中国家先于基金组织一步引入和调整资本管制已为其赢得政策空间，基金组织在资本管制问题上已经越来越被边缘化。在我看来，国家政策制定者努力抓住并放大危机环境所产生的机会来试验资本管制和其他措施是至关重要的。

危机期间的动态资本管制：简要回顾

当前的危机已在匆忙之间实现了一些非正统经济学家（heterodox economists）四分之一世纪以来一直都无法做到的事情。它使许多发展中国家的政策制定者们开始试验各种类型的资本管制，并通常将其简单地表达为审慎性的政策工具（类似于 Epstein, Grabel and Jomo 所定义的“资本管理技术”^①和如今 IMF 所谓的“资本流动管理”^②）。

困境国家的资本管制

冰岛是当前危机中第一个签署“备用安排”（Stand-by-Arrangement, SBA）的国家。冰岛“备用安排”最显著的地方在于它包括了关于加强资本管制需要的条款，这在 IMF 以前与东亚国家或新自由主义时代的其他危机中签署的“备用安排”中是不存在的。更令人吃惊的是，“备用安排”甚至还包括了对资本流出管制的规定。尽管作为恢复金融稳定和保护克朗免于崩溃的重要手段，资本管制在 IMF 的协议中已经被充分证明其必要性和功能，但冰岛在 2008 年 10 月签署“备用安排”之前就已经开始实施了管制。

IMF 在冰岛资本管制上的立场最初让人觉得反常，但很快就变得清晰，它标志着一个戏剧性的先例。例如，2008 年 12 月 IMF 和拉脱维亚的“备用安排”就允许继续实施由于在 Parex

差异化发展（见 Grabel, Ilene (2012). “Promising avenues, false starts and dead ends: Global governance and development finance in the wake of the crisis, special issue on ‘Critical and Feminist Perspectives on Financial and Economic Crises,’” forthcoming. Earlier

version appears as *PERI Working Paper* #241, 2011, University of Massachusetts–

Amherst: Political Economy Research Institute.）。

^① Epstein, Gerald, Ilene Grabel and Jomo K.S. (2004). “Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990’s and lessons for

the future,” *G24 Discussion Paper* No. 27. New York and Geneva: United Nations.

^② Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). “Managing capital inflows: What tools to use?” *IMF Staff Position Note* No. 11, April. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>. International Monetary Fund (IMF) (2011a). “Policy responses to capital flows in emerging markets, Report prepared by the Asia and Pacific Department,” *IMF Staff Discussion Note*, April. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1110.pdf>. Habermeier, K., A. Kokenyne and C. Baba. (2011). “The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows,” Report prepared by the IMF’s Monetary and Capital Markets Department, August. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>.

（该国最大的国内银行）冻结部分存款而实行的限制政策^①。此后不久，世界银行和 IMF 有关当前危机的联合报告（2009: Table 1.4）指出有 6 个国家（中国、哥伦比亚、厄瓜多尔、印度尼西亚、俄罗斯和乌克兰）在危机期间都实行了某种形式的资本管制。基金组织的另一份报告也指出冰岛、印度尼西亚、俄罗斯、阿根廷和乌克兰都对资本流出进行管制以对危机“止血”^②。这些报告要么没有提供有关这些管制措施的本质细节，要么没有对其最终效果做出评价，这也进一步表明资本管制，尤其是在资本流出方面的管制，正日益被基金组织认为是理所当然的。

前景尚好国家的资本管制

更多发展中国家的政策制定者们已经实施并调整资本管制以应对大量资本流入引起的宏观经济压力和脆弱性的上升，这些管制表明发展中国家正在不断地擅用目前仍和基金相独立的政策空间。

巴西是一个特别有趣的例子，因为该国政府（尤其是其财政部长 Guido Mantega）一直在强力呼吁资本管制的政策空间。IMF 对巴西资本管制立场的变化也为基金组织工作人员在资本管制问题上观点的演变和持续的模棱两可提供了一个窗口。2009 年 10 月末，巴西通过对组合投资征税的方式施加资本管制。巴西宣称这些管制是温和短暂的，且是市场友好型的，其旨在面临大量国际资本流入该国时减缓货币升值压力。最初这些管制措施仅涉及对进入该国投资于股票和固定收益的资金征收 2% 的税收，外国直接投资则免税。而当外国投资者通过购买巴西企业发行的美国存托凭证（American Depositary Receipts (ADRs)）来避税后，巴西财政部又对涉及 ADRs 的一些交易征收 1.5% 的税收。

IMF 对巴西资本流入管制的最初反应是非常温和地反对。一位高级官员表示：“这些税收提供了一定的回旋余地，但并不太多，所以政府不应试图推迟推出其他更为基本的调整措施。第二，这些税收在执行上是非常复杂的，因为它们必须应用到每一种可能的金融工具上”，他补充说，这些税收随着时间的推移已经在许多国家被证明是“漏洞百出”的。对此，John Williamson 和 Arvind Subramanian 指责 IMF 在巴西资本管制上冥顽不化教条式的角色，斥责其浪费了合理思考政府可用来管理国际私人资本急剧流入措施的机会^③。一周后，IMF 总裁 Dominique Strauss-Kahn 重新传达了巴西资本管制的信息，这一信息用一个词来形容就是：震惊，“我对此没有看法”，资本管制“并不是来自地狱的东西”^④。

巴西政府努力应对大量的资本流入，同时试图围堵资本管制新的规避渠道，其在继续加强原有旧管制措施的基础上，又施加了新形式的管制。例如，在 2010 年 10 月，巴西两次加强了其在 2009 年 10 月引入的资本管制。巴西的新管制对外国投资者投资固定收益债券征收的税收变为原来的三倍（税率从 2% 到 6%），对外国股票购买征收的税率要相对低一点（仍

^① International Monetary Fund (IMF) (2009a). “Review of recent crisis programs.” Report prepared by the Strategy, Policy and Review Department, September. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf>.

^② International Monetary Fund (IMF) (2009b). *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2009*. Washington, D.C.: IMF.

^③ Subramanian, Arvind and John Williamson (2009). “The Fund should help Brazil to tackle inflows,” *Financial Times*, 25 October.

^④ 引自 Guha, Krishna (2009). “IMF refuses to rule out use of capital controls,” *Financial Times*, 3 November.

然征收和 2009 年实行管制以来相同的税率 2%)，对外国直接投资仍然是完全不征税。这是一个很好的调整管制影响投资结构但不影响外国投资水平的例子（实际上，IMF 最近的多篇报告以及由如 Gallagher^①一样的学者所撰写的许多报告都提到了资本管制对巴西资本流动构成的影响）。2011 年 3 月，巴西实行了新的资本管制，此次管制的是外国投资者对国内土地购买，分析师指出这一政策旨在遏制中国在该国日益增长的土地购买。在同一个月，巴西对通过国际债券的销售和到期超过两年（之前的限制是超过 360 天）的新贷款、续贷、重新协商贷款及转让贷款方式汇回资金征收的税收提高到 6%。2011 年 8 月，在雷亚尔汇率达到 12 年的峰值时，政策制定者在原来管制基础上对期货市场上做空美元的交易提高 1% 的税收。巴西官员也将提供 160 亿美元的税收减免和加强贸易壁垒来保护因从中国进口而受伤的国内制造商（雷亚尔的强势刺激了进口）。值得注意的是，在 2011 年 8 月对巴西的一次审查中，IMF 经济学家称政府所使用的资本管制是“适当的”^②。

在资本大量流入的背景下，许多发展中国家的政策制定者都实行并较大幅度地调整了资本管制措施，巴西只是这其中的一个国家。例如，在 2008 年 12 月，厄瓜多尔实施了一系列管理资本流入流出的措施。在流出方面，其将对货币流出的税率提高到原来的两倍，对企业在海外的资金和投资实行每月征税，也通过减免企业的国内利润再投资税收来试图阻止企业转移其在国外持有的美元。在流入管制方面，政府建立了准备金税^③。2009 年 12 月，台湾对资本流入施行了新的限制措施以降低来自海外投资者的投机压力。这些管制措施阻止了外国投资者将其资金转为定期存款。在同一个月，中国在其已实行措施的基础上对资本流入流出增加了管制。2010 年 6 月，印度尼西亚公布了其官员称为“准资本管制”的短期投资管制政策。印尼的资本流入管制试图通过规定一个月的中央银行货币市场证券的持有期、引入更长到期期限工具、对投资者持有的中央银行票据的买卖和在中央银行存款的利率实行新限制来打击在该国的投机。

韩国官员也开始在 2010 年 6 月引入对资本流入的管制。自此，监管机构不断扩大管制以降低由于资本流入可能突然逆转、短期国外借款不断增加和衍生工具使用所带来的相关风险。管制措施限制了金融机构可以参与的远期货币合约和衍生工具的交易量，也限制了银行给本国公司的外币贷款展期。自 2010 年 10 月以来，监管机构已经对有关外汇衍生业务的贷款人进行了审查。最后，2011 年 4 月，韩国对本国银行持有的短期外债（对长期债务征收的税收要低一点）征收了高达 0.2% 的税收。2011 年 8 月，韩国政府宣布其正在研究“所有可能”遏制资本流入的措施。

泰国在 2010 年 10 月也开始实行资本管制：当局对外国投资者持有政府和国有企业债券得到的资本利得和利息收入征收 15% 的预提税。在同一个月，阿根廷和委内瑞拉对资本流出

^① Gallagher, Kevin (2011a). “Regaining control: Capital controls and the global financial crisis.” *PERI Working Paper* No. 250, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

^② Ragir, Alexander (2011). “Brazilian capital controls are ‘appropriate’ tool, IMF says.”

Bloomberg.com, 3 August. Available at [http://www.bloomberg.com/news/2011-08-](http://www.bloomberg.com/news/2011-08-03/brazilian-capital-controls-are-appropriate-tool-imf-says.html)

03/brazilian-capital-controls-are-appropriate-tool-imf-says.html. 奇怪且无法理解的是，在同一个月，加拿大总理哈珀在巴西发表了政府关于解除资本管制必要的演讲（Mayeda, Andrew (2011). “Harper clashing with Rousseff on capital controls may herald

G-20 discord.” *Bloomberg.com*. 8 August. Available at <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-08/harper-clashing-with-rousseff-on-capital-controls-may-herald-g-20-discord.html>.)。

^③ 正如 Tussie (Tussie, Diana (2010). “Ecuador after the financial crisis: Room for external or internal policy space?” *TripleCrisis* blog, 18 October. Available at <http://triplecrisis.com/ecuador-after-the-financial-crisis>.)指出，厄瓜多尔措施尤为有趣的是他们证明了即使是美元化的国家也拥有比一般理解更大的政策空间。

实行了管制：阿根廷对购买美元设置了更为严格的限制，委内瑞拉则对获得外币设置新的限制措施。秘鲁自 2008 年初以来已实行了一系列的资本流入管制，该国的准备金税率（一种对资本流入的管制）在 2010 年 6 月至 8 月间已提高了三次。最后，2011 年 8 月，在比索汇率达到其三年的峰值时，菲律宾官员宣布他们准备实行新的管制措施（以对银行的一些交易进行审慎限制的形式）以降低比索的波动性。

国家政策的分歧

值得注意的是并不是所有的政策制定者都以资本管制来应对大量资本流入压力。土耳其、智利、墨西哥和哥伦比亚的政策制定者们就公开反对将资本管制作为应对本币升值的一种工具^①。这并不表示这些国家的政策制定者就对其货币升值和资产泡沫袖手旁观。相反，他们已经加紧了对美元资产的购买，在一些情况下，甚至使用货币政策来试图抑制本币升值。

国家在应对类似压力所做出的不同反应反映了许多因素，不同的内部政治经济状况，一些国家仍带有新自由主义思想的“余热”，也可能与那些长期处于弱势货币的国家在处理强势货币问题时的骄傲心理有关。也还有许多人对这些措施的效果仍持怀疑态度，尤其是尽管自 2009 年以来巴西采取了许多措施，但最近巴西雷亚尔仍出现了不可阻挡的升值趋势。

国家政策足够吗

发展中国家的政府和中央银行所采取的一系列措施能解决他们想解决的问题吗？不能，事实上，在缺乏可行的、有代表性的、可协调的全球经济管理的机制下，我们可能会陷入实行民族主义和以邻为壑政策的时期。但在短期内，这些政策至少有助于保护（尽管只是轻微地）发展中国家免于遭受货币升值的负面贸易效应和因大量资本流入而引发的其他风险。有证据表明这些措施至少部分地达到了他们的主要目的^②。更重要的是，政策制定者所采取的单方面措施有助于越来越多的国际舆论反对不受监管的资本流动和宽松的金融监管。

当前危机清楚地暴露了金融事务中单边混乱政策的相关风险，以及建立协调的货币和汇率政策新机制和保护国家政策空间的需要。未来在一些南方国家和北方国家政策制定者之间展开政策空间协调的共同点可能会更多，因为富裕的“安全避风港国家”的政策制定者（即加拿大、瑞士、澳大利亚、新西兰和新加坡）正面临着一些已困扰了他们的南方同行的挑战。因此，由于由不同国家组成的新联盟正面临着（国际资本流动带来的）货币升值的难题，为管理国际资本的大量流动，国家间的协调将成为可能。

倡导扩大政策空间

2010 年末和 2011 年，IMF 为我们观察基金组织内部有关资本管制的持续紧张情绪提供了一个有趣的视角。在一些报告中，基金组织工作人员提到，IMF 正试图建立不同类型管制

^① 有趣的是，在 2010 年 10 月，IMF 西半球部门主管为哥伦比亚因货币快速升值使用管制辩解，但未取得成功。

^② Gallagher, Kevin (2011a). “Regaining control: Capital controls and the global financial crisis.” PERI Working Paper No. 250, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

的使用标准^①。目前建立管制标准的讨论也得到了法国政府的认可，通过建立标准或对此问题授权，法国似乎迫切希望利用其 2011 年初在 G20 和 G8 中的新领导地位来确认 IMF 在协调资本管制方面的地位^②。随着欧元区从一个危机走向另一个危机，该问题并没有进入欧洲议程。但 IMF 试水控制资本管制问题的事实是具有启发性的。更具启发性的是巴西和许多其他 G-24 中的发展中国家公开明确拒绝 IMF 担任此种角色^③。值得注意的是，IMF 仍未公开回应发展中国家的这一非难。

IMF 是否能抓住这次机会及其如何诠释这一新角色对倡导资本管制（和其他措施）的国家政策空间的人来说至关重要。基金组织观察员持续关注该问题及继续倡导未假定自由化规范的协调是很重要的。我们也希望那些已经实行了资本管制的国家可以成功地抵制任何试图扩大 IMF 在此规范上权利的努力。当然，危机期间 IMF 自身的行动及其关键人物的官方声明中也对此进行了很多呼吁，但我们发现这背后的动机都是围绕着重构基金组织在资本管制上的新地位进行的。

任何试图协调资本管制的新机制必须保护政策的自主性以使持续的调整成为可能。任一新机制面临的两个最主要的挑战就是保存和实际上最大化用于试验的国家政策空间和找到

^① International Monetary Fund (IMF) (2011a). “Policy responses to capital flows in emerging markets, Report prepared by the Asia and Pacific Department,” IMF Staff Discussion Note, April. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1110.pdf>.

International Monetary Fund (IMF) (2011b). “Recent experiences in managing capital inflows-Cross-cutting themes and possible policy framework,” Report prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, February. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.

International Monetary Fund (IMF) (2010). “The Fund’s role regarding cross-border capital flows.” Report prepared by the Policy, Strategy and Review and Legal departments, November. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). “Managing capital inflows: What tools to use?” IMF Staff Position Note No. 11, April. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>.

Habermeier, K., A. Kokenyne and C. Baba. (2011). “The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows,” Report prepared by the IMF’s Monetary and Capital Markets Department, August. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>.

^② Hollinger, P. and Giles, Peggy (2011). “Sarkozy seeks capital flow code,” Financial Times, Ft.com, 24 January.

^③ Gallagher, Kevin (2011b). “The IMF, capital controls and developing countries.” *Economic and Political Weekly*, XLVI (19), 12–16. Wagstyl, Stefan (2011). “IMF and capital controls: Sauce for the goose should be sauce for the gander,” Financial Times, ft.com/beyond-brics, 6 April.

Reddy, Sudeep (2011). “IMF under fire over plans for capital controls,” The Wall Street Journal, 18 April. G-24. 2011. Communique, Washington D.C., 14 April, Available at <http://www.imf.org/external/np/cm/2011/041411.htm> (Accessed 25 July 2011).

Gallagher, Kevin (2011b). “The IMF, capital controls and developing countries.” *Economic and Political Weekly*, XLVI (19), 12–16.

将这种政策空间扩大到南方较不自主国家的方式^①。除非全球政治经济发生实质性的变化，否则只有少数的发展中国家能够利用当前已出现的新政策自主权。因此，最困难的政策挑战将是解决那些缺少资源、地缘政治力量和（或）追求公平、稳定发展路径倾向的国家最为迫切的需求。

参考文献

Crowe, Darcy (2010). "Colombia central bank rules out capital controls," *Dow Jones*, 19 October. Available at <http://colombiareports.com/colombia-news/economy/12457-colombia-central-bank-rules-out-capital-controls.html>.

Epstein, Gerald, Ilene Grabel and Jomo K.S. (2004). "Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future," *G24 Discussion Paper* No. 27. New York and Geneva: United Nations.

G-24. 2011. Communique, Washington D.C., 14 April, Available at <http://www.imf.org/external/np/cm/2011/041411.htm> (Accessed 25 July 2011).

Gallagher, Kevin (2011a). "Regaining control: Capital controls and the global financial crisis." *PERI Working Paper* No. 250, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

Gallagher, Kevin (2011b). "The IMF, capital controls and developing countries." *Economic and Political Weekly*, XLVI (19), 12–16.

Grabel, Ilene (2012). "Promising avenues, false starts and dead ends: Global governance and development finance in the wake of the crisis, special issue on 'Critical and Feminist Perspectives on Financial and Economic Crises,'" forthcoming. Earlier version appears as *PERI Working Paper* #241, 2011, University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

——— (2011a). "Not your grandfather's IMF: global crisis, 'productive incoherence' and developmental policy space," *Cambridge Journal of Economics*, 35: 805–830.

——— (2011b). "War without end? Rich countries fire the latest shots in the global 'currency war,'" *Triple Crisis* blog, 19 August. Available at <http://triplecrisis.com/warwithout-end-rich-countries-fire-the-latest-shots-in-the-global-currency-war>.

——— (2011c). "The 'currency wars': What's next for the BRICs and other rising powers?" *Triple*

^① Rodrik, Dani (2007). *One Economics, Many Recipes*. Princeton: Princeton University Press. Rodrik, Dani (2001). "The Global Governance of Trade as If Development Really Mattered." Report submitted to the United Nations Development Programme, October. Available at <http://www.wcfia.harvard.edu/node/587>. WTO第八章

Crisis blog, 15 April. Available at <http://triplecrisis.com/currency-wars-whatsnext-for-the-brics>.

——— (2010). “Capital controls, ‘currency wars,’ and new global financial architecture,” *Triple Crisis* blog, 19 October. Available at <http://triplecrisis.com/capital-controls-currency-wars-and-new-global-financial-architecture>.

Guha, Krishna (2009). “IMF refuses to rule out use of capital controls,” *Financial Times*, 3 November.

Habermeier, K., A. Kokenyne and C. Baba. (2011). “The effectiveness of capital controls and prudential policies in managing large inflows,” Report prepared by the IMF’s Monetary and Capital Markets Department, August. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1114.pdf>.

Hollinger, P. and Giles, Peggy (2011). “Sarkozy seeks capital flow code,” *Financial Times*, Ft.com, 24 January.

International Monetary Fund (IMF) (2011a). “Policy responses to capital flows in emerging markets, Report prepared by the Asia and Pacific Department,” *IMF Staff Discussion Note*, April. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1110.pdf>.

——— (2011b). “Recent experiences in managing capital inflows-Cross-cutting themes and possible policy framework,” Report prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, February. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.

——— (2010). “The Fund’s role regarding cross-border capital flows.” Report prepared by the Policy, Strategy and Seview and Legal departments, November. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>.

——— (2009a). “Review of recent crisis programs.” Report prepared by the Strategy, Policy and Review Department, September. Washington, D.C.: IMF. Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf>.

——— (2009b). *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2009*. Washington, D.C.: IMF.

Mayeda, Andrew (2011). “Harper clashing with Rouseff on capital controls may herald G-20 discord.” *Bloomberg.com*, 8 August. Available at <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-08/harper-clashing-with-rousseff-on-capital-control-s-may-herald-g-20-discord.html>.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). “Managing capital inflows: What tools touse?” *IMF Staff*

Position Note No. 11, April. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>.

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, Dennis Reinhardt (2010). "Capital inflows: The role of controls." *IMF Staff Position Note* No. 4, February. Washington, D.C.: The International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.

Ragir, Alexander (2011). "Brazilian capital controls are 'appropriate' tool, IMF says." *Bloomberg.com*, 3 August. Available at <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-03/brazilian-capital-controls-are-appropriate-tool-imf-says.html>.

Reddy, Sudeep (2011). "IMF under fire over plans for capital controls," *The Wall Street Journal*, 18 April.

Rodrik, Dani (2007). *One Economics, Many Recipes*. Princeton: Princeton University Press.

— — — (2001). "The Global Governance of Trade as If Development Really Mattered." Report submitted to the United Nations Development Programme, October. Available at <http://www.wcfia.harvard.edu/node/587>.

Subramanian, Arvind and John Williamson (2009). "The Fund should help Brazil to tackle inflows," *Financial Times*, 25 October.

Tussie, Diana (2010). "Ecuador after the financial crisis: Room for external or internal policy space?" *TripleCrisis* blog, 18 October. Available at <http://triplecrisis.com/ecuador-after-the-financial-crisis>.

Wagstyl, Stefan (2011). "IMF and capital controls: Sauce for the goose should be sauce for the gander," *Financial Times*, ft.com/beyond-brics, 6 April.

World Bank (WB)-IMF (2009). "Global monitoring report 2009: A development emergency." Washington, D.C.: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank. Available at <http://tinyurl.com/WB-GMR> (Accessed 25 July 2011).

第六章 怎样规避资本管制以及为什么它们仍能有效

莎莉·斯皮格尔

资本账户管制能够被发展中国家用来增强经济稳定性，这已经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）。^①包括美国在内的很多国家在过去曾经使用管制措施来限制跨境资本流动。随着 2008 年经济危机之后全球流动性的增长，一些发展中和新兴市场国家已经采取或正在考虑采取类似措施。

在设计资本账户管制时，政策制定者通常会努力聚焦于短期资本流动，而不对经常账户、一部分资本账户，甚至衍生品市场进行管制。然而，保留一部分对外账户的开放，就为通过这些领域的规避管制留下了空间。本文的目的在于指出一些规避监管的机制，以便更好地理解这些机制对监管有效性的冲击。尽管还需要更多的研究，然而我们的分析已经显示，那些有着成功的资本账户管理体系的国家，往往能够动态地调整其监管体系以弥补漏洞。此外，更好地监测对外账户的开放领域以及衍生品市场，也应该成为政策制定者的必要工具。

关于规避资本账户管制的影响一直存在争论，一些经济学家声称规避行为造成资本账户管制失去了效力。然而，规避行为是有成本的，这是对投资者的一种隐性税收。一旦规避行为的激励超过其成本，这种行为就有可能发生。因此，政策制定者面临的问题不是资本账户管制能否被规避，而是规避行为的成本有多大，以及成本是否足够高，以至于对相当大一部分短期投资者构成了负面激励。从更广义的角度来看，资本账户管制应该被视为控制短期跨境资本流动激增的工具，而非扼杀这种资本流动的工具。

关于规避资本账户管制机制的研究相当有限，很大程度上是因为进行这些实践活动的市场参与者不愿意将此公诸于众。在该领域的有限研究中，柯艾略与加西亚对 20 世纪 90 年代的巴西投资者进行了访谈，记录下在这段时期内用于规避资本管制的一些措施。^②在他们的分析中，规避行为的成本以对建立用于规避行动之载体的行政费用估算为基础。然而我们认为，对投资者而言，行政费用仅仅是真实成本的一部分。规避行为的成本最终取决于供给与需求，而规避管制的收益通常在投资者与金融中介之间分享。

本文的剩余部分划分为三节。第一节讨论规避管制的成本；第二节给出三种类型的规避管制的机制：

- (1) 通过经常账户规避管制的传统方法，包括高报与低报贸易应收款项；
- (2) 通过资本账户的开放领域规避管制的方法，聚焦于将受限制的资本流动伪装为不受限制的资本流动；

作者莎莉·斯皮格尔（Shari Spiegel）系联合国社会与经济事务部发展政策与分析处世界经济与社会调查组的高级经济事务官。

^① Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. Reinhart, “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>.

^② Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, in S. Edwards and M. Garcia (eds.), Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2008.

(3) 通过衍生品市场规避管制的方法,在该市场上投资者可以创建合成型金融工具。

最后一节提出政策建议,强调创建简单但具弹性的监管措施的重要性,因为这能够帮助政策制定者根据环境变化来调整干预手段。管制措施的设计应该致力于切断跨境资本流动与国内市场的联系,以及降低本国机构成为金融中介的激励。通过金融体系来监控资本流动——为维持金融体系其他领域的稳定,监管者也应该这样做——是设计有效监管体系的关键。

规避管制的成本^①

假定 Z 国由于经济高增长与较高的相对利率而吸引了大量的短期资本流入。投资者^②所在国的 3 个月利率为 1 年 1% (或 3 个月 0.25%),而在 Z 国 3 个月投资的预期回报率为 5%,这既反映了更高的利率,也反映了预期的货币升值。为了遏制资本流入激增,Z 国政府对短期固定收益型资本流入征收 4.5% 的税。现在 3 个月投资的税收收益仅仅略微高于投资者所在国 0.25% 的回报率,但同时面临更高的风险(受外汇交易税、交易对手风险、本地结算风险、法律风险及其他风险的影响,预期的货币升值未必会实现)。那些依然想获得 Z 国高投资收益率的投资者,将会想办法规避上述税种。他们在东道国找到一个机构,能够以 2% 的成本让后者帮助规避资本管制。那么现在新投资收益率略低于 3%,依然显著高于投资者所在国投资预期收益率。然而,3% 的收益率未必能够补偿投资者面临的本地市场风险。这可能会吓退一部分投资者。

从政府的视角来看,上述税收在边际上是成功的。政府并未获得大量的税收收入,但它成功地降低了资本流入的步伐。然而,当本币开始升值时,预期收益率可能会上升,投资者可能会重新开始相应行动,从而进一步削弱管制。为了理解如何对新一波资本流入作出反应,政府需要更好地了解 2% 的成本是如何推算出来的。

规避管制的成本是三个要素的函数:行政成本、中介数量与惩罚强度。行政成本是指建立用于规避资本管制的载体的成本,例如设立壳公司、在股票交易所上市等等。这通常是一种固定成本,反映规避管制的最低成本。尽管存在例外,很多外国投资者^③,特别是大型对冲基金、养老基金与共同基金,缺乏对东道国当地的知识与人脉来创建属于自己的载体,他们因此会依赖本地机构来扮演这种角色。一般而言,中介机构会按照行政费用加成的方式向外国投资者收取费用。尽管可能随着国家的不同而变化,本地中介通常是一个数量有限的群体,他们受到外国投资者的信任,后者愿意将他们作为交易对手。因此,本地中介通常能够保持垄断力量与收取租金。在上面的例子中,2% 的成本包含行政费用加上这种租金。如果本币开始走弱、外资流入下降,则中介可能将其收费标准由 2% 下调至 1%。反过来,如果本币持续走强、吸引了更多资本流入的话,“垄断价格”可能上升至 3%,但仍低于官方税率。这个简单的例子说明了“灰色”市场是怎样运行的,其中政府税收将在外国投资者与中介机构之间瓜分。

降低规避行为的一种方法是削弱本地机构去扮演中介的激励。很多形式的规避行为是非法的,一旦被发现,将会面临高昂的惩罚,惩罚力度可达到潜在收益的若干倍。即使规避行为是完全合法的,政府也可以对当地机构(例如当地金融机构)施加压力,以降低它们去扮演中介机构的意愿。政策制定者面临的问题是如何发现漏洞,并设计相应政策去增加规避管制的成本。对这一问题的答案取决于具体的规避管制方法。

^① 本节集中讨论与对资本流入增税有关的成本,但数量限制与对资本流出的限制具有相同的效果。

^② 我们用“投资者”来指代金融市场上的各种参与者,包括短期投机者。

^③ 尽管投资者群体也包括本国投资者,我们还是一般指外国投资者。

如何规避资本管制

如前所述，我们将规避机制分为三类：经常账户交易、资本账户交易（例如将受限制资本流动伪装为不受限资本流动）与衍生产品。在本节中，我们将讨论每一种类下的一系列机制。我们注意到，针对每一种被讨论的机制，各国监管当局都能够做出动态回应，即通过加强监管来堵住漏洞。尤其是随着规避监管资本流动规模的上升以至于成为一个突出问题后，监管者就能够更加容易地进行追踪并相应调整管制措施。

（一）通过经常账户规避监管：高开或低开发票

高开或低开发票是最典型的通过经常账户来规避资本管制的形式。该机制过去通常被国内主体用来规避对资本外流的管制。一个想持有外汇的进口商可以高开其进口发票以获得比其进口所需更多的外汇，之后他可以将这笔外汇投资于海外。高开进口发票意味着要在海关缴纳更高的关税，但同时也意味着更低的报税净收入，因此能够降低所得税负担。与此类似，出口商可以低开发票，以此获得外汇投资海外，同时降低其应税收入。

这一方法也能够被用来规避对资本流入的管制。低报进口与高报出口允许企业将更多外汇带入本国，但这样做也提高了企业的利润水平，从而将面临更高税负。在很多国家，这种税收损失可能相当显著。例如，如果一国企业所得税率为 20%~25%，则即使为了实现盈亏平衡（假定融资成本为零），投资者需要的回报率将达到 25%~33%。^①尽管如此，有证据表明这一机制得到了越来越多的使用，特别是在诸如中国之类的有着较强行政性控制的国家，^②因为在这些国家里，用来规避资本账户管制的替代选择更少。

然而，随着这种形式的规避操作变得越来越频繁，政府部门也更加容易识别与应对。2008 年，中国政府加强了对上述漏洞的管理（即使与此同时中国还处于开放其资本账户的进程中）。为了防止企业的虚假申报，中国的监管者们（包括商务部与海关总署）将它们的计算机系统联接起来，对发生的交易进行检查，以消除在出口收入与申报外汇应收款项之间的差异。一旦发现了较大的差异，银行就会被禁止购买外汇。^③

（二）通过资本账户规避监管：伪装受限投资

通过资本账户规避管制的一种主要方式，是将受到限制的投资（例如短期资本流动）伪装为不受限制的投资（例如 FDI、贸易信贷或者可交易股权）。

1. 外商直接投资与可交易股权

柯艾略与加西亚记录了该机制是如何以 FDI 及上市公司股权的形式在 20 世纪 90 年代的巴西得到应用的。^④金融中介创建全资壳公司（Wholly-owned Shell Companies），并将其以公众公司的形式在圣保罗股票交易所（BOVESPA）上市。国际资本可投资于该公司的股权，这种交易不会受到限制。壳公司随即购买短期固定收益工具，并将其收益作为利润或股利汇至

^① 这里假定投资者没有参加其他形式的避税，例如通过创造虚假费用来降低利润。

^② “Capital Inflows to China: Hot and Bothered”, The Economist, 26 June, 2008. Available at <http://www.economist.com/node/11639442>.

^③ Yu, Yongding, “The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China”, TWN Global Economy Series, Penang, Malaysia: Third World Network, 2009.

^④ Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, in S. Edwards and M. Garcia (eds.), Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2008.

境外。金融中介也将这种投资宣称为 FDI 以利用相应税收优惠。一种类似的方案是创建在圣保罗股票交易所上市的全资壳公司，通过操纵价格来制造用于避税的亏损。将短期投资伪装为 FDI 也在诸如智利与中国之类的国家得到使用以规避管制。例如，在中国，外国投资者带入境内的资金规模会超过用于直接投资目的的资金规模，这些资金可以投资于中国以获取短期利息收入。

与经常账户的例子相似，监管者也应该能够识别这种类型的规避方式，特别是当这种方式的规模上升到足以降低管制有效性的时候。例如，圣保罗股票交易所是全球最大的股票交易所之一。然而即使在圣保罗股票交易所内，壳公司交易也依然能够凸显出来。例如，自 2004 年以来，只有一次股票发行的投资者与承销商数量是低于 5 名的。^①与此类似，智利央行在智利市场上发现了这种交易，并把任何属于“潜在投机性直接投资”的投资纳入货币税征收范围，从而收到了抑制规避活动的效果。^②在中国，作为 2008 年改革的一部分，监管者提高了对以 FDI 形式进入中国的外国资本应当如何使用的要求，并且针对规避管制颁布了严格的监管与制裁措施。^③有趣的是，在监管加强之前，分析师们警告说，针对 FDI 的更加严格的管制会限制中国的投资。然而，尽管 2008 年监管有所加强，中国在 2010 年还是迎来了创纪录的 FDI。^④

更宽泛地讲，有越来越多的证据表明 FDI 日益“金融化”（包括公司将资金投入固定收益工具以及母公司与子公司之间的贷款等），这种 FDI 与绿地 FDI 相比具有更高的风险。^⑤适宜的政策应对是扩大管制范围，从而将这种类型的资本流入（本质上是金融资本，但却被归于 FDI）纳入监管，而不是仅仅对个案进行一对一处理。例如，公司应该对所有资本流入预缴一种税收，但是当一段时期（被认定为“长期”）过后，税收可以返还。尽管这可能增加在一国做生意的成本，但在投资规模上升的背景下，这种冲击是很小的。更宽泛地讲，政策制定者应该更好地监测 FDI 流动，以更好地甄别金融 FDI 与更长期限的绿地投资。

2. 贸易融资

20 世纪 90 年代巴西资本流动伪装的另一个例子是通过贸易融资。^⑥这个案例特别有趣，因为它展示了从规避管制中获得的收益是如何在本地中介与外国投资者之间分享的。巴西的出口商能够设立账户，并在商品出运之前以低利率借入期限最高达一年的资金。购买了使用这些账户权利的外国投资者能够因此获得低息贷款，并将这些资金投资于短期证券（而不用把钱带到在岸市场来）。对该机制的需求导致在贸易信贷权利（用于短期投资）领域形成了

^① 根据圣保罗股票交易所网站数据的计算。

^② Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, in S. Edwards and M. Garcia (eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2008; Stiglitz, Joseph E., José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis, and Deepak Nayyar, *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*, New York: Oxford University Press, 2006.

^③ Yu, Yongding, “The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China”, TWN Global Economy Series, Penang, Malaysia: Third World Network, 2009.

^④ Bloomberg News, “Foreign Direct Investment in China in 2010 Rises to Record \$105.7 Billion”, 17 January, 2011. Available at <http://www.bloomberg.com/news/2011-01-18/foreign-direct-investment-in-china-in-2010-rises-to-record-105-7-billion.html>.

^⑤ Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use”, IMF Staff Position Note 11/06, 2011. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^⑥ Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, in S. Edwards and M. Garcia (eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2008.

一个黑市，而一些银行为了利用这种策略，甚至创建了专做贸易融资的贸易公司。^[1]然而，这些账户的收益率低于政府利率。柯艾略与加西亚认为原因之一在于“由于对其他投资方式的限制，在巴西寻求高收益的外国投资者愿意以低于该国基准利率的利率提供资本”。换句话说，出口商扮演金融中介的角色，并与外国投资者分享规避管制的收益。然而，这种规避资本管制的方式对监管者而言问题不大，因为交易是以本币贷款融资的，它并不影响汇率，也没有将美元带入本国市场。这种交易的确增加了系统的杠杆率，但这应该通过审慎监管来应对。

与此类似，在中国，出口企业经常收到来自外国购买者长达一年的预付款，这能够被用来投资于在岸市场的短期利率产品。为了防止预收账款渠道被用于牟利，2008 年的监管要求企业提供合同来证明预收款是必要的，而且对最大预收款项规模进行了限制。

（三）衍生品市场

衍生品是用来规避管制的理想工具，因为投资者可以创造出合成型工具来模仿国内投资，而不必真正地跨境移动资金。尽管监管者能够检测与管理本国衍生品市场，但却很难影响离岸市场。尽管如此，离岸市场的交易通常会在在岸市场抵消，这意味着本地管制依然能够影响这些投资。

1. 非交割远期（Non-deliverable Forwards, NDFs）

在离岸市场被用来接触在岸市场利率的最简单衍生产品是 NDF。NDF 是一种远期货币交易，投资者在未来特定时点按照约定的汇率买入一种货币（例如巴西雷亚尔）并卖出另一种货币（基准货币，通常是美元、欧元或日元）。然而，交易双方在结算日并不真正交割货币，而是以基准货币（例如美元）计算损益，并在离岸市场以基准货币结算。NDF 创造了一种合成型的短期利率投资，其融资来源是基准货币借款。在岸市场利率与 NDF 市场上隐含利率之间的息差，是外汇管制是否有效的良好指示器。如果这两个利率相当接近，这说明外国投资者能够很容易地对冲其在岸交易对手风险及接触到在岸市场利率。如果 NDF 市场上隐含利率显著低于在岸市场利率（例如 20 世纪 90 年代的印度），这意味着监管能够有效地抑制外国投资者进入本国短期固定收益市场。

如果一个离岸衍生品市场上的买方与卖方都能获益，那么该离岸市场就可能独立于在岸市场而发展。然而在大多数案例中，这些市场上的投资者是在投机，而且大多数投资者都位于交易的同一方向——进行货币套利交易、在泡沫期间购买本币，或者在危机期间卖空本币。一项 2005 年美联储纽约分行的研究发现，60%~80% 的 NDF 交易量来自投机性交易，且对冲基金的参与程度不断增加。^①国际金融机构通常会扮演做市商的角色，这意味着它们倾向于通过经纪市场或者与在岸机构的直接交易来抵消其风险头寸，上述交易一般通过前者的当地分支机构来进行。例如，一家主要国际银行的纽约分行能够与一家对冲基金开展 NDF 交易，后者从中购买价值 1 亿美元的泰铢。该银行实际上是在卖空泰铢，而它可以通过其泰国分行购买泰铢。然而上述交易可以通过互联网账户进行，而不需要真正把美元带入泰国市场。换句话说，当外国银行与其分行的交易没有受到跟踪与监管时，一个重要的漏洞就产生了。

外国银行泰国分行现在是在卖泰铢买美元，因此它可以进行当地市场卖美元、买泰国国债以覆盖其空头头寸。最终，NDF 头寸转移到当地银行的资产负债表上。监管者的目标是要切断在离岸市场与在岸市场之间的联系。

^① Lipscomb, Laura, “An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets”, 25 May, 2005, Federal Reserve Bank of New York. Available at <http://www.bis.org/publ/cgfs22fedny5.pdf>.

在亚洲金融危机中，马来西亚做到了这一点。马来西亚在最初也面临通过离岸 NDF 市场对其资本管制的规避行为。作为回应，监管当局出台法规限制本国银行直接与外国金融机构交易。这些监管法规切断了在岸与离岸市场之间的联系，成功地限制了风险从本地资产负债表到离岸投资者的转移。近期，韩国就限制本地银行的外汇衍生品头寸走出了第一步，其目的是为了限制来自离岸市场的风险传导。不过，韩国的监管措施适用面较窄，他们依然允许企业在离岸市场上对冲风险，而并未彻底切断在岸与离岸市场之间的联系。

一种与 NDF 类似的结构是结构性票据。这种票据通常是在一个离岸银行中心发行的，其设计能够帮助离岸市场上的外国投资者获得投资在岸市场利率的渠道。此外，上述交易也能够嵌入额外的杠杆，而监管者未必能够意识到这一点。

2. 美国存托凭证（American Depositary Receipts, ADRs）与股票互换

背靠背的交易也能够股票市场上通过美国存托凭证来实现。^①在这个案例中，外国投资者可以在纽约购买一种 ADR，其资金来源为回购协议（即所谓 Repo）。与此同时，本地中介在本地市场上出售相同的股票（以及相反的回购协议）。^②在回购与逆回购融资利率之间的息差，反映了美元利率与外币利率之间的息差。

一个类似的结构也存在于股票互换市场上。一个外国投资者可以从一个国内居民处购入一种离岸股票互换，而后者可以在不承担税负的前提下对冲风险。这样的离岸股票互换市场存在于马来西亚、韩国与泰国。

在所有这些案例中，投资是在离岸市场做出的，但最终对冲是在在岸市场进行的。对本国市场进行监测的当局应该能够通过监管在岸活动来对上述类型的规避行为进行回应。例如，作为对被广泛使用的 ADR 套利的回应，巴西央行对这种交易制定了高额惩罚。然而，监管当局并不一定要针对特定交易。在哥伦比亚，监管者使用审慎性监管措施来限制本国金融中介的外国货币风险暴露以及外币衍生品总头寸，^③因此限制了本国金融机构参与上述类型交易的能力。对银行及其分支机构的交易进行监测与管理，有助于降低市场主体规避管制的能力。要求将与外国投资者之间进行的上述所有表外交易都必须在金融市场参与者的资产负债表上进行披露，将有助于对这些交易进行跟踪监测。

3. 在岸衍生品市场

在岸衍生品市场为规避管制提供了更加直接的机会，尤其是当这些市场已经对外国投资者开放以后。想要投资于当地利率的外国投资者可以在不将资金带到在岸市场的前提下购买一种衍生工具。^④可以用于规避对短期投资限制的衍生产品例子为可交割远期货币合同及期权策略。与远期合同类似，期权策略能够被用于创造一种由本地市场工具构造的合成型投资。

^① ADR 是指在一个美国交易所上交易的外国公司股权。

^② 回购协议（Repo）是指，卖方在出售证券的同时，承诺在未来特定日期买回这些证券的协议。本质上卖方是在以约定利率借入短期资金。逆回购（Reverse Repo）是指从买方视角的同一交易。本质上买方是在以约定利率借出短期资金。在这个例子中，回购是以美元融资的，而逆回购是以本币融资的。

^③ Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use”, IMF Staff Position Note 11/06, 2011. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^④ 或者出于准备金要求，仅将在岸交易名义额的一小部分资金带入在岸市场。

^①用于规避对短期投资限制的另一种金融构造的例子是，一种嵌入了可以在短期内实施的期权的长期债券。

很多发展与新兴市场国家的衍生品市场依然相对欠发达。像巴西这样的衍生品市场更为发达的国家，已经采取措施，将该市场也纳入到更广的监管环境中去。在 20 世纪 90 年代，为了应对上述策略的增长，巴西央行率先宣布，将合成型固定收益交易纳入到与直接的固定收益投资完全相同的监管框架中去。^②2011 年，巴西试图更为全面地监管衍生品市场，要求对所有衍生品交易征收 2% 的税。尽管该税种相对于预期收益率而言较低，然而它反映了对衍生品进行监管的最初尝试，而且有助于监管者收集与风险头寸有关的更准确信息，从而能够帮助后者更好地监测市场。

结 论

关于资本账户管制究竟是一种临时性机制^③还是一种永久性体系的一部分（可以随着经济环境的变化增强或者减弱），这一问题仍处于公开讨论之中。那些支持临时性机制的人声称，资本账户管制在长期内将变得无效，因此最多是管理临时性资本流入激增的短期工具^④。而我们认为，建立在简单规则之上的富有弹性的永久性体系，可能是很多国家的最优选择。

资本账户监管体系的有效性迥异，其中一些体系要比另一些体系成功得多。对那些针对不同类型资本流动均有更严格控制的国家，以及那些行政性监管体系已经存在的国家而言，资本账户监管是最为有效的。^⑤创建必要的行政性支持体系的成本并不是能够忽略不计的，而在危机期间或泡沫期间要设计与实施有效的监管体系也通常困难重重，因为这会遭受既得利益集团的反对。

尽管还需要更多的研究，我们对不同形式规避手段的初步分析表明，一国能够随着时间的推移而动态地强化监管以增强稳定性。普遍而言，那些被认为有着最成功体系的国家都保持着弹性的监管体系，从而能够适应经济环境的变化与漏洞的消长。在 20 世纪 90 年代的智利与哥伦比亚，政策制定者们通过修改监管框架的细节，对现存监管体系的新漏洞进行了及时而有效的修补。在中国与巴西，当各种形式的规避行为变得越来越明显时，政策制定者们也强化了监管。在马来西亚，通过加强对本国银行的监管，政策制定者们对通过离岸市场进行的规避管制行为进行了回应。

动态监管并不意味着政策制定者被预期总是能够对市场变化作出及时反应；市场变化得很快，监管者总是需要时间来适应这种变化，即使在发达国家也是如此。然而，一旦规避监管的行为增加，市场就会发出信号。对这一过程进行跟踪监测是非常关键的。一旦环境变化，一个警觉性较高的监管体系应该能够监测到这种变化并相应调整监管措施。通过跟踪监测金融市场——即使处于维持金融市场稳定的目的，监管者也应该这样做——他们应该能够根据

^① 例如，“盒子期权”（box options），这由两个看跌期权与两个看涨期权组成，且在实施日价格固定，这样就构造出一个合成型当地市场投资。

^② Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia, “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, in S. Edwards and M. Garcia (eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2008.

^③ Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use”, IMF Staff Position Note 11/06, 2011. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^④ Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use”, IMF Staff Position Note 11/06, 2011. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^⑤ 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.

随着时间推移的市场变动来动态地调整监管体系。经常有人声称，规避管制对于更加发达的市场（例如那些有着活跃衍生品的市场）而言更成问题。尽管这是事实，但这些市场也给监管者提供了更多的工具（例如清算中心）来监测资本流动，从而动态地设计干预措施。

更广泛地来讲，跨境资本流动仅仅反映了金融体系内的一部分风险因素，它应该与其他金融市场交易一样受到同等程度的监测。对规避监管行为可能发生的经常账户、资本账户与衍生品市场等开放领域进行跟踪监测，对及时识别规避管制行为而言非常关键。很多跨境资本流动是通过银行体系进行的，但其他非银行机构（例如通常有着自营融资实体的大贸易商）也是市场的重要组成部分。监管者需要将所有可能扮演金融中介的机构均纳入监管体系内。对资本账户流动进行更完善监控还有两个额外好处：一是抑制更广泛意义上的避税行为，二是为政策制定者就经济体内的其他风险提供信息。

参考文献

Auguste, Sebastian and Katherine Dominguez, Herman Kamil, and Linda Tesar (2005). “Cross-Border Trading as a Mechanism for Implicit Capital Flight: ADRs and the Argentine Crisis.” Research Seminar in International Economics, University of Michigan, Discussion Paper No. 533.

Bloomberg News (2011). “Foreign Direct Investment in China in 2010 Rises to Record \$105.7 Billion,” 17 January. Available at *Bloomberg.com*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-01-18/foreign-direct-investment-in-china-in-2010-rises-to-record-105-7-billion.html>.

Carvalho, Bernardo S. de M., and Márcio G. P. Garcia (2008). “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties,” in S. Edwards and M. Garcia (eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research.

Clements, Benedict, and Herman Kamil (2009). “Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia,” *IMF Working Paper*, WP/09/30. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Coelho, Bruno and Kevin Gallagher (2010). “Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand,” *PERI Working Paper* No. 213. University of Massachusetts–Amherst: Political Economy Research Institute.

The Economist (2008). “Capital Inflows to China; Hot and Bothered,” 26 June. Available at <http://www.economist.com/node/11639442>.

Garber, Peter M. (1998). “Derivatives in international capital flow.” *NBER Working Paper* No. 6623, June. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokenyne, and Chikako Baba (2011). “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows,” *IMF Staff*

- Position Note* SDN 11/14 Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Lipscomb, Laura (2005). "An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets," 25 May. Federal Reserve Bank of New York. Available at <http://www.bis.org/publ/cgfs22fedny5.pdf>.
- Magud, Nicolas, Carmen Reinhart, and Kenneth Rogoff (2006). "Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach to Capital Controls," unpublished, Cambridge, Mass.: Harvard University.
- Ocampo, José Antonio and Camilo Tovar (2003). "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows." *CEPAL Review* N° 81: 7–31.
- Ocampo, José Antonio, Shari Spiegel, and Joseph E. Stiglitz (2008). "Capital Market Liberalization and Development," in J. A. Ocampo and J. E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, New York: Oxford University Press.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne (2011). "Managing Capital Inflows: What Tools to Use," *IMF Staff Position Note* 11/06. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhardt (2010). "Capital Inflows: The Role of Controls," *IMF Staff Position Note* 10/04. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Ostry, Jonathan, Ghosh, Atish R. and Chamon, Marcos (2011). "Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies." *NBER Working Paper* No. w17363. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1919437>.
- Stiglitz, Joseph E., José Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis, and Deepak Nayyar (2006). *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*. New York: Oxford University Press.
- Yu, Yongding (2009). "The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China," *TWN Global Economy Series*. Penang, Malaysia: ThirdWorld Network.

第七章 中国的资本管制：典型事实和参考经验

张 明

自1996年全面开放经常账户后，中国开始逐步、谨慎地开放其资本账户。从资本流动分类来看，直接投资的管制已经清除，但组合投资和短期债务的监管仍较严格。从资本流动方向来看，现阶段资本流动的实际方向决定了中国政府资本管制的意愿。例如20世纪90年代，当时中国外汇储备有限并面临资本外流压力，政府采取了“宽进严出”战略。然而，进入21世纪后，中国已积累了巨额外汇储备并面临着资本的不断流入，政府转为“严进宽出”的战略。中国政府资本管制战略的反周期特征显示出政府努力避免资本大规模流出或流入。

中国的资本账户已部分开放（见表1）。根据中国人民银行（PBC）的统计，到2010年底按照国际货币基金组织（IMF）分类的资本账户交易下的40个具体项目，其中12%已完全开放，20%已基本开放，43%部分开放，剩下的25%仍未开放^①。

表1 中国资本账户管制（截止2011年9月）

市场		流入	流出
货币市场	居民	事先须经中国人民银行和国家外汇管理局批准	除国家机构外，均不允许
	非居民	不允许	不允许
股票市场	居民	H/N/S 股海外上市，合格境内投资者（QDII）利润汇回	合格境内机构投资者
	非居民	B 股，合格境外投资者（QFII），人民币合格境外投资者（RMB QFII）	B 股售出，QFII 和 RMB QFII 利润汇回
债券及其他债务	居民	事先须经中国人民银行和国家外汇管理局批准	除国家机构外，均不允许
	非居民	QFII, RMB QFII	QFII 和 RMB QFII 利润汇回
衍生品及其它工具	居民	许可经营金融机构需接受资格审查以及外汇头寸限制	许可经营金融机构需接受资格审查以及外汇头寸限制
	非居民	不允许	不允许

资料来源：Yu, Yongding (2007). “Managing Capital Flows: The Case of the People’s Republic of China.” Paper prepared for the Asian Development Bank Institute (ADBI) Project on Capital Controls, December 12. 以及作者整理。

注：H/N/S 分别表示为香港、纽约、新加坡股票市场，

^① Ge, Huayong (2011). “The Prerequisites and Strategies to Promote the Basic Convertibility of Capital Account,” *China Finance*, No. 14, July.

鉴于直接投资是相对稳定和富有成效的，中国政府已经清除了对内和对外直接投资障碍。只要外国企业获得商务部的许可，FDI就可以自由流动，外资企业也可以自由向母国汇回其合法收益。到2010年底，中国政府批准成立的外商直接投资企业超过68万家，利用外资超过1.1万亿美元^①。

从2001年起中国政府允许国内企业进行海外直接投资，自2008年以来中国海外直接投资规模增长迅速。到2010年底，中国企业在海外建立了16万家公司，累计投资金额达到2590亿美元^②。

由于投资组合资本流动往往更具易变性和投机性，中国对组合投资管制的放松一直很谨慎，更不用说对金融衍生品监管的放松了。东南亚金融危机的教训更坚定了这一信念。典型方法是对对内和对外的组合投资设置配额。一方面，为吸引海外组合投资，中国政府在2002年末建立了合格境外机构投资者（QFII）机制。截至2010年底，中国国家外汇管理局（SAFE）已经批准了97个外国投资者进入国内资本市场，累计投资达到了197亿美元^③。另一方面，为促进国内金融机构在全球金融市场的投资，中国政府在2006年初建立了合格境内机构投资者（QDII）机制。到2010年底，SAFE已经批准了88个国内投资者到海外投资，累计规模达684亿美元。

中国政府针对国外和国内企业跨境债务融资采用不同的处理办法。对于流入债务，多年以来外国企业可以不受限制地自由借款，只要其总负债不超过注册资本和投资金额之间的差额；而直到2010年初，合格的国内企业才允许在规定限额内自由借入短期外币债务。对于流出债务，从2008年起中国商业银行才得到授权进行海外放贷，从2009年起合格的国内企业才获准向他们的海外子公司放贷。

全球金融危机之后，中国政府积极推动人民币国际化。从那时起，进一步开放中国资本账户与发展人民币离岸金融中心的措施交织在一起。已有和潜在的进展包括：第一，2007年起中国金融机构获准在香港发行人民币债券，发行者已逐渐扩展到国内企业、中国财政部、香港金融机构和企业，甚至是跨国公司。第二，某些持有人民币的外国金融投资者（包括外国中央银行，香港人民币结算行和参与行）获准投资中国国内债券市场。第三，将建立人民币QFII机制，该机制能够促进外国机构投资者使用人民币投资中国国内金融市场。第四，中国家庭将获准投资香港股票市场的交易所买卖基金。

为什么中国采取渐进谨慎的方法开放其资本账户？首先，中国是一个经济规模巨大且其商业周期与美国不同，因此中国政府倾向于保持一个更独立的货币政策。考虑到人民币对美元汇率机制仍较为僵硬，如果中国的资本账户完全开放，那么中国人民银行只能跟随美联储的货币政策。其次，中国的金融市场仍不发达，国内投资者经验不足，他们无力应付资金快速进出时带来的资产价格繁荣与萧条。如果中国发生一个类似的金融危机，那么其后果远远比美国严重。第三，资本管制历来是中国特色金融抑制的一个关键元素，它能够巩固目前占主导的投资驱动型的增长战略。通过限制中国家庭和企业的海外组合投资，中国政府能够使存贷款利差保持在非常低的水平，促进了国有企业投资和地方政府对制造业和基础设施的投

^① Sun, Lujun (2011). "The Openness of China's Capital Account and Its Future Trajectory," *China Finance*, No. 14, July.

^② Sun, Lujun (2011). "The Openness of China's Capital Account and Its Future Trajectory," *China Finance*, No. 14, July.

^③ Sun, Lujun (2011). "The Openness of China's Capital Account and Its Future Trajectory," *China Finance*, No. 14, July.

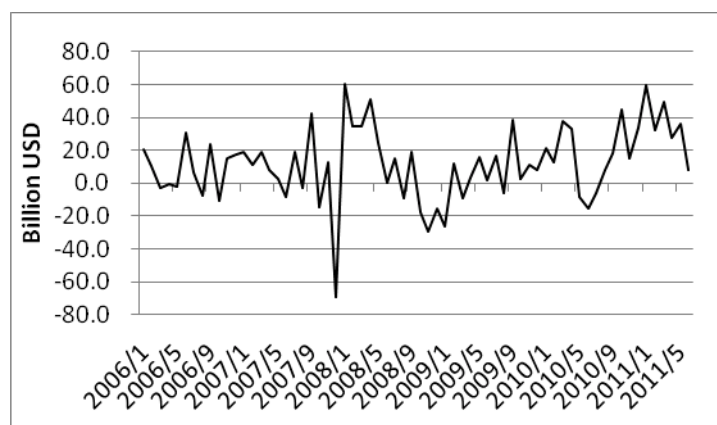
资。第四，中国的经济改革还未完成，产权仍需更清晰的界定。

许多中国富人（有些是腐败官员或是有“原罪”——即一国不能使用本国货币向国外进行借款——的企业家）担心他们的资产有一天可能被国有化，因此一旦资本账户完全开放，可能带来巨大的资本外流，甚至伴随着洗钱和资产倒卖^①。

中国的资本管制仍然有效吗？最近文献的主流观点认为尽管存有一些疏漏，但中国的资本账户管制在很大程度上仍是有效的。例如Ma和McCauley^②发现，在岸和离岸人民币利率长期保持较大利差且人民币与美元利率差异也较大，这反映了中国资本账户管制的有效性。另一个例子是Otani et al.^③发现，经过实证量化的资本管制强度（通过增加跨境金融交易的成本）与中国政府影响资本流动的意图相一致。

有其他证据表明中国资本管制的效果。2008年上半年，中国面临着巨大的短期资本流入（图1）。为减少资本流入，中国政府采取了三项措施：首先，在海关、商务部以及国家外汇管理局建立一个信息交换系统，对通过对外贸易转移定价——即提高出口发票价格，降低进口发票价格——进行资本流入的行为进行审查；第二，在商务部、外汇管理局和商业银行之间建立另一个数据交换系统，检查外国企业的注册资本或贷款是否进入国内资产市场；第三，政府开始广泛和严肃地调查和惩罚跨境地下银行交易。这些措施取得了立竿见影的效果，从2008年6月开始短期资本流入急剧下降。

图1 中国短期国际资本流动



资料来源：CEIC和作者计算。

注：月度短期国际资本流动等于中国人民银行月度外汇购买量减去月度贸易顺差和实际利用FDI之和，这只是对高频短期资本流入的一个粗略估计。

自雷曼兄弟破产后，中国开始面临短期资本外流，因此政府对资本流入管制有所放松。然而集体量化宽松政策加剧了全球流动性过剩，自2009年末以来中国面临新一轮的短期资本

^① Yu, Yongding (2007). “Managing Capital Flows: The Case of the People’s Republic of China.” Paper prepared for the Asian Development Bank Institute (ADBI) Project on Capital Controls, December 12.

^② Ma, Guonan and McCauley, Robert N. (2008). “Efficacy of China’s Capital Control: Evidence from Price and Flow Data,” *Pacific Economic Review*, 13(1): 104–123.

^③ Otani, Ichiro, Fukumoto, Tomoyuki and Tsuyuguchi, Yosuke (2011). “China’s Capital Controls and Interest Rate Parity: Experience during 1999–2010 and Future Agenda for Reforms,” *Bank of Japan Working Paper Series*, No.11-E-8, August. Tokyo: Bank of Japan.

流入。因此中国资本管制的重点再次转为应对大规模资本流入。

中国的资本管制经验能否为其他发展中国家提供一些参考？首先，与其他新兴市场国家如智利或巴西钟爱价格管制措施不同，中国更喜欢量化的管制措施，尤其是配额和行政审批。一方面，这表明中国的资本账户自由化仍远远滞后于上述经济体。另一方面，由于量化宽松措施往往对价格造成更多的扭曲，因此在执行资本管制方面中国正比智利或巴西遭受更高的福利损失。因此，未来中国可能会转向价格导向的资本管制工具，如无息准备金和预提税。

第二，中国政府似乎并未遵循IMF应对资本流入提出的药方。IMF建议应采取三种工具方法应对资本流入：宏观经济政策、宏观审慎监管以及资本管制。资本管制应该是恰当宏观经济和宏观审慎政策的补充而非替代^①。然而，中国并不满足直接使用资本管制的标准。一方面，中国政府还未采用所有必要的宏观经济工具来管理资本流入，尤其是汇率升值。根据国际货币基金组织的建议，应对资本流入的系统性宏观经济政策包括：紧缩性的财政政策、降息、货币升值和冲销干预。对于中国来说，为减轻全球金融危机的负面影响和促进国内结构调整，其应适当扩张财政政策。为对抗通胀压力，中国人民银行提高了利率水平，并在过去几年大量进行冲销干预。

中国人民银行目前可采用的唯一工具是加快人民币升值。然而决策者们担心，人民币快速升值会伤害出口和就业，此外可能导致更高的升值预期从而导致汇率超调。因此，人民币明显、快速升值的概率很低。另一方面，中国正确操作宏观审慎政策仍有很长的路要走。尽管在21世纪早期中国主要商业银行进行了良好的改革，然而全球金融危机爆发后银行大量贷款给当地政府进行基础设施投资，这可能为数年后新一波不良贷款埋下恶果。除此之外国内金融部门还存在大量金融脆弱性，这可能是为什么中国政府无法加快资本账户自由化的原因。

第三，中国仍然面临着资本账户开放次序和利率、汇率自由化问题。一些经济学家认为，由于利益集团的反对，中国在短期内很难完成利率和汇率自由化，因此政府应首先加快资本账户开放。在理论上以及理想情况下，资本账户快速自由化将给政府带来外部压力，进一步推进利率和汇率的自由化。然而，如果资本账户在利率和汇率自由化之前完成完全开放，那么国内外市场将会出现明显利差，并造成人民币强烈的升值预期，这无疑会激发更多的短期资本流入。易变的投机性资本流入将加剧国内流动性过剩，从而导致资产价格泡沫和通胀压力。如果资本流入在未来某个时刻突然停止甚至逆转，可能会造成一个毁灭性的金融危机。因此，利率和汇率自由化是中国资本账户完全开放的一个先决条件。此外，利率和汇率自由化可以改善资源配置和促进增长模式的转变。中国政府应该努力克服利益集团的阻力，尽快推进利率和汇率自由化改革。

参考文献

Ge, Huayong (2011). "The Prerequisites and Strategies to Promote the Basically Convertibility of Capital Account," *China Finance*, No. 14, July.

International Monetary Fund (IMF) (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Policy Paper*, February. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^① International Monetary Fund (IMF) (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Policy Paper*, February. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Ma, Guonan and McCauley, Robert N. (2008). "Efficacy of China's Capital Control: Evidence from Price and Flow Data," *Pacific Economic Review*, 13(1): 104–123.

Otani, Ichiro, Fukumoto, Tomoyuki and Tsuyuguchi, Yosuke (2011). "China's Capital Controls and Interest Rate Parity: Experience during 1999–2010 and Future Agenda for Reforms," *Bank of Japan Working Paper Series*, No.11-E-8, August. Tokyo: Bank of Japan.

Sun, Lujun (2011). "The Openness of China's Capital Account and Its Future Trajectory," *China Finance*, No. 14, July.

Yu, Yongding (2007). "Managing Capital Flows: The Case of the People's Republic of China." Paper prepared for the Asian Development Bank Institute (ADBI) Project on Capital Controls, December 12.

第三部分 资本账户监管的全球合作？

第八章 国际货币基金组织、资本账户监管以及新兴市场经济体

保罗·诺盖拉·巴蒂斯塔^{1①}

2008年的国际金融危机导致对经济政策的重新审视。尽管这次审视还未结束，其已对许多政策产生影响，毫无疑问这包括对经济的监督和管理。早期对政府较少干预和自我修正自由市场的信念，已经被再次强调政府和中央银行在防止过度投机行为和风险积累中的作用所替代。

此次讨论的一个重点是，而且必须是对国际资本流动的监管。在危机发生前，资本账户自由化在某些情况下几乎成为一种信念，许多政策制定者和国际组织对资本自由流动的优势毫不怀疑，资本管制被弃之甚远。

现在这种情况稍微有所转变。然而，正如José Antonio Ocampo指出，目前主流观点存在一种有趣的分歧。目前大家开始接受更强的监督和管理，试问在美国和欧洲金融系统发生如此大的灾难后不应该如此吗？然而，对监管的认识并没有同等程度的扩展到国际资本流动。Ocampo观察到，跨境金融并没有受到过多关注，似乎这部分资金无须监管，又似乎这部分不属于金融的范畴。国际货币基金组织（IMF）最近对资本账户监管转为接受态度，我将在讨论这种态度的犹豫不决后，再来讨论以上问题。

标准方法

在2007-08年危机爆发以前，IMF对拥有大量资本流入的国家提出的标准建议主要包括两个方面：财政调整和汇率升值。此外，IMF认为应放宽资本流出限制。这是IMF向这些国家传递的主要信息，别无其他。甚至国际储备积累也是不允许的。

例如在2006年早期，巴西开始积累外汇储备，危机中这些储备本可以救助经济，然而IMF工作人员在年度第四条磋商报告中却警告巴西，外汇储备增长过快。

即使在当时，这种标准方法——让汇率升值同时调整财政政策——的不足之处也已昭然若揭：新兴市场国家由于汇率高估而深受其害的教训比比皆是。货币长期保持强劲会削弱经济的国际竞争力，并导致经常账户高额赤字。资本流动的突然逆转——正如经常发生的那样——将迫使经济进入痛苦的调整过程。在拉丁美洲，国际资本流动带来的繁荣与萧条循环是一个经常反复出现的现象，这一现象甚至其它地区更为严重。

财政政策无法对大规模的短期资本流动做出适宜反应。理论上，财政调整带来货币政策的放松，降低国内金融资产对外国投资者的吸引力。实际上在应对快速发展和变化无常的资本流动时，财政政策是一项缓慢、沉重并且笨拙的工具。它总是受到政治束缚并且严重依赖立法批准。此外，我们不应忘记财政政策还有其它目标。把财政政策和国际投资者易变的情绪结合起来，实在是毫无意义。

此外，如同许多分析家已经注意到的，还存在所谓的“良好基本面悖论”。财政调整带来公共账户和基本面的改善，进而增强社会信心，将吸引更多的外国资本流入。当居民存在

¹ 作者为国际货币基金组织巴西、哥伦比亚、多米尼加、厄瓜多尔、圭亚那、海地、巴拿马以及特立尼达和多巴哥选区执行董事。本文不代表国际货币基金组织或作者所在IMF执行董事会代表政府的观点。

向国外投资的机会时，取消资本流出的限制措施能够部分减轻货币升值压力。但是这同时会增加日后的外部不稳定，在经济不稳定以及发生危机时反而帮助资金外逃。

危机爆发

随着危机的爆发，标准方法的弊端暴露无遗。储备货币发行国的中央银行——首当其冲的是美联储，还有欧洲中央银行，日本央行以及英格兰银行——扩张性货币政策所产生的过多流动性给发展中国家带来了巨大难题。由于新兴市场在危机中损失较小且恢复更快，这增加了其对国际投资者的吸引力，新兴市场 and 发达国家之间经济增长率和利率的差别，共同使得大量国际资本从后者流向前者。

除了这些周期性因素，现有情况看来国际风险更钟爱于新兴市场，即投资的重新分配将会使对新兴市场的资金供给永久增加。它的好处是显而易见的，但是资本过多流入却使得许多新兴经济体难以应付。

类似“资源诅咒”的说法，同样可以说存在“资本流动过剩诅咒”。一国可能发生的最糟糕情况之一是受到国际资本市场的垂涎。

2011年中期以来发达经济体尤其是欧元区经济金融情况的恶化使人们再次认识到资本流入并非全然好事。外部贷款和投资获得性的变化是迅速无常的。如果一国对资本流入并未做足准备，就会给经济金融系统带来巨大损失。目前欧元区危机并未对新兴市场带来全力打击，但是它却导致风险规避增加，促使资金转移到所谓的安全港，导致经济骚动和货币贬值。

目前仍流行一种观点，认为资本流动对接收国是有益的。这种观点并非全然错误，我们可以立即举出一个例子证明它。但经常被提及的却是与之相反的情形。由于资本账户自由化以及资本流动的激增，许多经济体遭受严重创伤，甚至可以说是毁灭性的。只要看看最近东欧新兴国家就完全明了，冰岛即是一个惨重的例子。

在此我顺带提一下欧债危机中一个很少被提及的方面，即与资本自由流动相关的繁荣萧条周期的作用。充裕资本流入引发顺周期的财政政策、快速信贷扩张，以及欧元区的外围国家，包括冰岛以及东欧几个新兴国家高额的经常账户赤字。2008年危机爆发后，资本流动的迅速转向迫使这些国家进入痛苦的调整过程。随着时间流逝，我们会逐渐认识到新兴市场 and 发达经济体都需要对资本账户进行监管。

资本账户管理的必要性

新兴市场的政策制定者已意识到资本流动的相关风险。痛苦的经历使他们对外部负债和外来资金的危险性保持高度警觉。另一方面，享受好时光的诱惑依然存在，人们希望“这一次将会有所不同”。但不管怎样，许多国家已采取措施防止资本流入或是防范资本流入带来的风险。然而我们知道，这个任务并非如此简单。

积累储备是方法之一。对许多新兴市场经济体而言，国际储备是应对外部冲击进行自我防护的一个极其重要的机制。但是它也是有缺陷的。首先，成本可能会很高，尤其当利差持续保持高位时。当储备货币发行国的利率较低时，储备收益会显著下降，而发展中国家的利率一般更高些。如果防止本币升值的冲销干预失败，则中央银行的损失就较高。巴西正是这样一个例子，其利率长期保持在高位水平。

此外，储备积累是基本面良好悖论的另一个例子：高额储备使人们相信国家的安全性，这样吸引了更多的资本流入。

结论只有一个：宏观经济政策——财政、货币、汇率、储备积累，这些并不足够。人们越来越意识到无论是被保佑还是被诅咒的国家，当其存在过多国际资金供给时，需要采取宏观审慎措施以及进行资本管制。为避免资本管制的恶名，最近IMF工作人员使用“资本流动措施”（CFMs）这个表述来代替宏观审慎措施和资本管制。

IMF和20国集团对资本账户监管的讨论

2010年IMF终于承认资本管制和宏观审慎措施是政策制定者“应急工具的一部分”。这是个极好的态度转变。财政调整和汇率变动不能解决一国在面临资本流入激增时带来的问

题，IMF对此却一直难以接受，巴西驻IMF执董一直呼吁要重视这个问题。

据称，IMF对这个问题仍存有疑虑。2011年3月，基金组织执行董事会在讨论资本流动管理的一个“可能框架”时得到了大部分执董的认同，这是IMF第一次明确表达该观点。该尝试性框架还有许多地方有待改进。例如，只有在尝试了其它所有措施之后，资本账户监管才能作为最后的手段得以实施，因此它仅是对“良好宏观经济政策”的可能补充而不是替代。随着时间流逝这些措施可能被规避，因此其只被建议为一项临时性工具。同时，与先前观点矛盾的是，资本管制可能的外部性与溢出性可能会带来较大影响。

以上说法并不足以令人信服。例如，在早期实行的宏观审慎措施和资本账户监管与储备积累等其他措施一起，就可以避免后期逐渐累积的如此难以应对的困难。像审慎监管措施和管制这样能够快速使用的工具能够有助于避免这些问题的恶化。

IMF工作人员对这个问题也并未达成一致。基金组织首席经济学家Olivier Blanchard在里约热内卢一次会议上总结了他在五月份对资本流动的观察，“我们应该从严格的政策排序中摆脱出来，实行一个更为顺畅的方法，不要‘现在使用一种工具，而后再使用另一种工具’，而应该‘在大多时候尽量使用尽可能多的工具’”。这个观点与3月份执行董事会通过的“可能框架”的一个观点全然相反。此外，Blanchard也观察到里约会议上提供的迹象认为资本接收国的外部性并非很大，“需要对其进行进一步的理论和经验研究”。

到目前为止从效率的角度看，巴西和其它国家的经验已证明审慎措施和资本账户监管至少能够保证货币温和升值、延长外部债务期限以及改善资本流入构成。在国别经验的研究报告中，IMF工作人员倾向于支持这个初步结论。

尽管IMF工作人员对许多问题仍存有疑问并且执行董事会也未达成一致意见，基金管理层在多数发达国家的支持下在3月匆忙让董事会同意上述提到的那个“可能框架”。这个能增进成员关系吗？我认为比较有限，最后可能甚至会适得其反。在个别有限情况下允许资本账户管制，IMF企图以此为借口将其管辖权扩展到资本账户。

根据基金组织协定，成员国并无开放资本账户交易的义务。从法律上来说，成员国享有资本流动的充分自由。该条款对于放弃这种权利的国家不适用，包括OECD、欧元区的部分或所有成员国，以及与美国签订双边投资和自由贸易协定的国家。除这些国家外，根据基金组织协定的第六条，其它成员国可自由进行资本管制。该条款明确提出，“成员国可自主对国际资本流动实行监管”。在一些情况下，基金组织甚至要求成员国采取管制措施，防止其利用基金组织资金应对资本外逃。这正是冰岛发生的情况。受国际金融危机影响，冰岛金融部门遭到重创。冰岛向基金组织申请资金援助，对资本流出进行管制成为IMF向冰岛提供方案的一个重要部分。

一些发达国家不断要求IMF建立资本流动管理的行为准则或指导方针。2011年2月，法国总统Nicolas Sarkozy在为法国作为20国集团和8国集团主席国制定议程时，对此问题尤显支持。他呼吁由20国集团建立行为准则，并对最近影响资本流动的“大规模的单边措施”提出批评。2011年3月在中国举行的20国集团一次研讨会的开幕式上，Sarkozy重提这个话题，并且措辞更加严厉：

要为资本管制建立一个良好准则、有严格的指导方针和一个共同的管理框架，首先须明确在给定的情况下，何种条件下资本流动限制是合法的、有效的以及适宜的。女士们、先生们，如果我们同意这些规则，它将是IMF的一个重大跨越，并且令正在遭受过度资本流动的新兴国家受益匪浅。鉴于资本流动的影响越来越大，如今IMF在给一个国家提供建议时如果只关注其经常账户收支平衡，而不关注其资本账户平衡，这样的建议是合理的吗？我想请人向我解释，为什么建议关注一个账户是合理的而建议关注另一个账户则是非法的。将国际货币基金组织的监督扩大至包括这些方面，在我看来是至关重要的。从长远来看，我认为法国会积极支持IMF对其基金组织协定进行修改，扩大监督管理权。如果我们愿意接受更多的协调、更多的规则以及更多的监管，那么我们需要决定哪些组织负责实施这些规则并进行监督等。对法国来说，很明显国际货币基金组织能担此重任。

在对资本账户管理建立一个框架或“行为规范”的讨论中，巴西执董在IMF或20国集团中的角色非常关键。争论仍在进行中，但从今年开始热度稍有减弱。时间证明，IMF和一些发达国家对建立资本流动措施的指导方针或“行为守则”的关注是不合时宜的和不必要的。在这次讨论的众多其他问题中，人们较少关注“推动”因素或是主要发达经济体的政策，而正

是这些国家制造了大量的、极具破坏性的金融资本流动。由于IMF和20国集团将宝贵的时间浪费在此，加上不可持续的债务水平、脆弱的银行系统以及具有讽刺的是——资本自由流动带来的信贷繁荣崩溃后的副作用，使得危机在发达国家，尤其是在欧元区卷土重来。

发达国家在IMF投票权上被给予过多的权重，使得其将议程强加至发展中国家，他们不愿看到在资本账户管理自由化上任何的限制。因此IMF的巴西执董认为使用IMF不公平的投票权是及其不合适的，并在政治上也不可持续。

还有更为讽刺的事情。此次危机是20世纪30年代大萧条以来最严重的一次，然而一些陷入危机目前也仍未解决自己问题的国家，正似乎急切地想推动其他国家建立行为准则，包括那些正在面临流动性过剩问题的发展中国家。而发展中国家过剩的流动性正是这些国家的货币政策造成的。有人说：先把自己管好再去教训别人。现在就忘记前一轮发达国家的说教实在是为时过早。当时发达国家宣扬去管制化、自由化以及相信市场等，使其自身以及紧紧追寻其说教的发展中国家深受其害。

凯恩斯和怀特

IMF最初的使命中并没有囊括资本自由流动，基金组织协定第六条从一开始一直延续至现在。20世纪90年代后期试图修改或终结此条款的行为最后也一无所获。当时巴西以及其它成员一致反对将资本账户自由化列入IMF协定的一项责任。

那些熟知IMF历史的人都知道，其创始人约翰·梅纳德·凯恩斯和哈里·德克斯特·怀特正是在两次世界大战之间看到了自由放任的国际资本流动给经济带来了严重的不稳定，并从中吸取教训。凯恩斯在创建IMF时就明确表示，成员国“对资本流动控制有完全自主权”。每个国家可以选择对所有交易进行自由放任还是严加控制。如若选择了后者，凯恩斯还认为它应找到“适合自身的技术”。

我认为凯恩斯和怀特是正确的。自全球危机爆发以来，人们再次从自由放任的经济回归，意识到对金融活动的严格监督和管理是维持市场经济平稳、有效运转不可或缺的一部分。资本流动也不例外。

参考文献

Blanchard, Olivier (2011). “What I Learnt in Rio: Discussing Ways to Manage Capital Flows,” summary of the conference on Managing Capital Inflows in Emerging Markets, organized by the Ministry of Finance of Brazil and the International Monetary Fund, Rio de Janeiro, May.

Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips, and Rodrigo Valdés (2011). “Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/07, April. Washington, D.C.: IMF.

Gallagher, Kevin P. (2011). “The IMF, Capital Controls and Developing Countries,” *Economic & Political Weekly*, Vol. XLVI, No 19. May.

Habermeier, Karl, Annamaria Kokelyne, Chikako Baba (2011). “The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/14, August. Washington, D.C.: IMF.

International Monetary Fund (1969). *The International Monetary Fund 1945–1965, Twenty Years*

of International Monetary Cooperation, Volume III: Documents, edited by J. Keith Horsefield, Washington, D.C.: IMF.

International Monetary Fund (2011). "Recent Experiences in Managing Capital Inflows: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Policy Paper*, February. Washington D.C.: IMF.

第九章 南北合作的必要性

斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯和凯文·P.加拉赫尔

近年来随着外资流入达到危机之前的新高，发展中国家再次成为投机性资本流入的主要目的地。许多发展中国家陆续出台审慎资本监管措施遏制这些资本流动。这些措施与发达国家阻碍资本流出和降低风险承担的行动一道，共同鼓励资本留在国内并流向生产领域，这些措施同时避免了发展中经济体汇率的过度升值，在支持发展中经济体经济增长的同时有助于避免未来危机发生的可能。

事实上，资本接收国和来源国联手监管跨境资本的一个重要目标是减少系统风险的累积，进而降低未来危机发生的风险。

我们认为对来自发达国家，尤其是对美国过度资本流动的管理措施，将会是一个少有的双赢机遇，这无论是对美国还是对发展中国家都是有益的，唯一可能受损的是旨在获取短期利益的金融机构。但是，我们曾亲眼目睹那些只追寻金融行业利润最大化的经济政策所带来的巨大经济灾难，这些政策忽视了对系统性金融和宏观经济稳定以及实体经济所带来的影响。

危机之后资本的流动

亚洲和拉丁美洲国家在收入增长方面仍有很长的一段路要走，因此这些国家对外资仍持欢迎态度。目前的问题是，这些资本的规模和构成表明其大部分是短期、不稳定资金，且并未进入生产性投资。大量短期资本流入为发展中国家带来资产泡沫和货币升值，导致宏观经济政策困难并增加今后发生危机的风险。

短期资本涌向发展中国家大都是通过套利交易机制进行的，也存在其他机制，经常用到的就是衍生工具。

危机开始以来，美国及其它工业国家的利率已经处于非常低的水平。在本书中，Mohan指出，过去30年已有充分证据表明，发达国家实行扩张性货币政策时期与新兴市场经济体资本流入时期广泛一致。每一次发达国家实行紧缩货币政策时都会带来资本流动逆转，而此时发展中国家往往会陷入危机。

近些年来，美国流动性的增加和低利率使得美国金融机构不断降低其在国内的风险承受水平，并导致信用创造减少甚至枯竭，而信用创造是货币扩张至国内经济活动的主要传输渠道。然而，这些金融机构在海外的风险承受力却有所上升，他们将风险传送到有更高利率、更快回报以及在中期有更好经济增长预期的国家。短期投机性资金流入会推高新兴市场货币价值，带来资产泡沫。正是这个原因，2010年末在首尔举行的20国集团会议上，美国备受指责。以巴西为例，由于较高的利率水平，其货币升值超过了预期的40%，而这部分归应结于套利交易。因此，巴西在首尔会议上指责声尤其响亮。由于过度的短期资本流入，这一问题在新兴国家甚至像乌干达这样的低收入发展中国家普遍存在。

发展中国家的审慎监管

新兴和发展经济体拥有一套“新的”措施可以阻止这种趋势。许多方法现已实施，其中之一是进行审慎资本账户管理，包括税收、设置无息准备金或其他方法限制过多资本流入。这种方法并非灵丹妙药，但却有助于为这些国家提供更大的货币政策自主权。这些国家经济增速正处于较高阶段，这对他们来说是极其重要的。这种重要性不仅仅在于可以避免这些国家商品和服务价格通胀，而且有助于避免资产价格泡沫以及汇率高估。

巴西、中国、阿根廷、中国台湾、泰国、韩国、秘鲁以及印尼等国已采取了各种形式的

资本账户监管来限制过多资本流入。最近，国际货币基金组织（IMF）对这些措施表示认可，这是一个非常大的转变。然而，IMF对资本账户监管的支持是附带条件的（见本书中Nogueira Batista和Ocampo的讨论）。

事实上，资本账户管理措施在学术上和国际金融机构中得到了大量的经济证据——其中最著名的包括美国国家经济研究局、国际货币基金组织、联合国以及亚洲开发银行。它们证明如若同时出台广泛的审慎宏观经济措施，发展中国家的资本账户管理是一个有用的政策工具。2010年2月，IMF经济学家一份名为“资本流入：管制的作用”的出版物论证了资本管制不仅有用，并且在目前的经济危机下“能够避免出现最糟糕的经济增长状况”。该论文结论认为，“资本管制以及审慎措施和宏观经济政策的使用，可以作为政策工具包的一部分”。

IMF报告挑选出一些措施，例如对短期债务征税（如巴西），或是准备金要求——短期债务流入的某段时间内需在中央银行存入一笔对应的无息存款（如智利、哥伦比亚和泰国之前采取的措施）。这些措施的目的是防止热钱的大量流入带来汇率升值，影响宏观经济的稳定。当资本流入过热时可采取这些措施，而当流入降温时则应停止这些措施。

IMF的报告来得正当其时。美国采取量化宽松及其它措施放松货币政策后，套期交易再一次卷土重来，导致投机性资本流向发展中国家，搅乱其危机后的复苏（尽管2011年秋天这些资本有短暂的回流）。

然而，为使资本账户管理更有效的运行，目前仍需克服至少四个困难：

第一，经过一段时间投资者就能通过衍生品或是其它金融工具巧妙规避审慎资本管理。第二，美国贸易和投资协定使得资本管制难以实施。第三，投机资本仍在肆虐，因为它们可绕过成功施行资本管制的国家而进入没有进行管制的国家。第四，即使资本流入国利用资本账户对资本流入进行管理，由于这些国家规模很少，从资本来源国流出的资本规模仍显巨大。

巴西于2009年对热钱流入开始征税，并一直对这项措施进行微调。这一方面是因为资金流入的规模，另一方面是因为有些政策在实施过程中被规避。一些投资者通过货币互换及其它衍生工具，或是通过购买美国存托凭证（ADRs）将资金伪装成对外直接投资下的短期资金，从而绕过资本管制。

ADRs由美国银行发行，其允许投资者购买美国以外国家企业的股份，这使得投资者能够绕过巴西的管制，在纽约购买巴西公司股份。为监管这些资本，防止投机资金，巴西对ADRs征收1.5%的税。因此，持有外国银行股份的巴西银行或投资者将要被征税。最近（2011年中期）巴西开始对超过一定限额的净外汇衍生品头寸进行征税。这项措施是十分有用的，因为它不仅帮助抵挡了货币升值的压力，而且有助于避免对资本账户管理措施的规避。新兴经济体应在资本流入监管方面进行经验交流，保证管制措施没有被投资者规避。

自2003年，美国的贸易和投资协定使得其发展中国家的贸易伙伴对资本账户审慎管理变得虽然不是不可能但也相当的困难。这些协定无视伙伴国发展水平，都要求其资本流动应是自由的，如美国与智利、秘鲁、新加坡的贸易协定（智利和新加坡原先反对这些措施，最后又同意这些条款）。最近，美国与哥伦比亚和韩国签订的协议也明确禁止审慎资本管制。而其他高收入国家和贸易伙伴如加拿大、日本则允许伙伴国使用宏观经济工具，或者至少在防止和减轻危机时存在例外条款。

第三个也可能是最困难的问题是资本能够轻易绕过成功施行资本监管国家而进入没有进行监管的国家（这对于后者来说存在负的外部性）。一些经济学家，如IMF前经济学家Arvind Subramanian建议，所有新兴经济体在资本管制方面应进行全方位合作，共同应对这个问题。这个想法的好处是显而易见的，但是并非所有新兴经济体愿意进行合作。我们建议在资金的源头解决这个问题。

第四个问题同样很严重。如果利差足够大，那么投资者向发展中经济体投资的意愿则越强烈，新兴国家对于资本账户管理的努力也应越大。然而全球资本市场规模如此之大、流动性如此之强，轻而易举的就能占领发展中经济体的经济和金融市场。因此，只有发达国家采取配合措施才能够解决这个问题。在下文中我们提出美国——目前套利交易的主要来源国应采取的一些措施，若所有短期资本和风险外溢的来源国合作行动，那么这些措施的效果将会更有效。

对美国套利交易进行监管

正如上文指出，仅由发展中国家对其资本账户进行管理是远远不够的，因为有时候“热钱潮”的到来是如此的汹涌。因此，来自于资本来源国尤其是美国的政策配合是非常必要的。鉴于未来一段时间内大部分套利交易来自美国，美国应采取措施对套利交易下的资金流出进行监管。目前资金规模已越来越大，正如前文指出美国异常宽松的货币政策已经导致数个时期资本急剧涌入发展中经济体，给发展中国家带来巨大的灾难。早在1998年本文的一位作者与Jane D'Arista^①就曾共同发文，呼吁采取措施限制资本来源国过多的、大量的资本外流，例如对这些资本外流征收无息准备金。

目前，美国应采取措施限制套利交易资金流向世界其它国家，尤其是发展中国家，例如（在即期市场上）对这些资金或是对海外过度风险承担征税。为限制资金流出，对伪装成即期交易的外汇衍生品征收更高的保证金要求。或者，根据衍生品的名义价值如无本金交割远期，对外汇衍生品征收与外汇即期交易同等的税率。在此可借鉴其他国家的经验，例如巴西，该国最近对外汇衍生品征税，并表现出极大的可行性。美国宽松的货币政策通过两个途径传递到世界其他地方：

（a）货币和信用供给渠道，这意味着美国更高的资本流出和更少的国内信用创造，以及；

（b）衍生品渠道，这意味着美国银行或对冲基金将更多的风险分配至新兴市场经济体，而美国国内风险承担则较小。

如果过多的资本和风险承担流出国外，上文提出的措施将能有效阻断这些传播渠道。

这样的措施对美国经济是有益的，因为货币宽松的目的是为了鼓励国内借贷和风险承担，而不是将资本转移到国外；同时，这对新兴市场国家也是有益的，这些国家由于过多短期资本流入正遭受未来爆发危机的风险。因此，这样的措施对世界经济来说是个双赢的举措。

然而不幸的是，最近美国国会的选举结果——美国将进一步实施财政扩张，使得美国近期内为保证经济复苏所要采取的最佳政策变得困难。正如凯恩斯教导我们，同时我们在前几次危机中也已看到：如若没有在特殊情况下政府对总需求的刺激，私人投资和消费是无法自行恢复的（由于过度杠杆化及缺乏信心），一旦经济开始恢复，为避免经济过热和过多的公共债务，政府应紧缩财政政策。

就目前情况看，美国宽松的货币政策并不足以恢复其经济增长，对支持性财政政策和刺激总需求的其他措施的呼声愈来愈高。此外，放宽货币政策造成发展中国家的资产进一步过热以及汇率升值，不仅增加了发展中国家目前对于宏观经济管理的难度，也提高了未来爆发危机的风险。

为确保宽松的货币政策能带动美国经济增长，可建立制度性的机制以及更广泛的框架，将美联储创造出的过多流动性转为对实体经济的信贷。关键是将信贷扩展到目前缺乏资金的中小型企业以及在基础设施方面的大型投资，包括清洁能源生产和能源保护。制度创新对于实现这个目标很有必要，例如建立一个基础设施基金以及建立专门向中小企业提供贷款的特殊机构。事实上，美国联邦储备委员会可用其创造的流动性购买美国的基础设施基金或是银行的债券。这种方法不仅向未来发展的关键部门提供了信贷，还能够带动总投资和总需求的上升。

如果美国将这项工具放入其应急工具箱中，可以对套利交易下的国内外流投机资本进行审慎资本监管或是征税，这将帮助发展中国家避免未来危机的发生，否则危机爆发不仅对这些国家有害，也会为美国或世界经济带来重创。征税有几个重要的好处。首先，由于税收涉及的政府部门不仅包括联邦储备委员会还有对税收有强制执行机制的美国国税局，因此其难以逃避或规避。其次，这些税收能够为存在大量预算赤字的美国政府带来额外收入，这是一个极具吸引力的特点。然而，税收制度需要事前制定好灵活的税率，保证其能根据外流资金规模和衍生品头寸进行调整。为限制资本外流和海外风险承担增加，可引入其他的配合性措施，如征税，美国或其它国家应减少目前对这些资金流动的税收偏护，如税制漏洞。这些措

^① D'Arista, J. and Griffith-Jones, S. (1998). "The boom of portfolio flows to emerging markets and its regulatory implications," in: A. Montes, A. Nasution, and S. Griffith-Jones (eds.), *Short Term Capital Flows and Economic Crises*, pp. 52–69. Helsinki: World Institute for Development Economics Research.

施应是限制短期资本外流的第一步。

限制短期资本外流的措施有利于将美联储创造的流动性留在美国国内并且更有可能进入生产性投资。

未来之路

对资金流动重新调整，使其促进生产发展、带动经济增长是重要优先发展事项。发达国家和发展中经济体对资本账户的审慎监管是达成该目标的一项工具。发达国家和发展中国家在这方面的合作是可取的，很多时候这两类国家追求的目标是一致的，这使得以上合作行动更容易进行。然而目前没有一个何意的、具有可信治理能力的机构代表所有国家的共同利益，因此进行多边的合作行动仍不现实。不过，如若所有国家希望有一个合作平台，IMF可以继续成为交流资本账户监管（发达国家和发展中国家）经验的有用平台以及作为有益的、自愿、非正式的合作平台。

为纠正资本流动中出现的问题，发达国家（尤其是美国）应考虑对套利交易进行监管以及在贸易协定中增加保障条款，允许发展中国家采取审慎监管。发展中国家应实行审慎监管措施，金融稳定委员会或是其它相关组织以及各国监管机构应对那些试图绕开管制的行为严加看管。

References

D'Arista, J. and Griffith-Jones, S. (1998). "The boom of portfolio flows to emerging markets and its regulatory implications," in: A. Montes, A. Nasution, and S. Griffith-Jones (eds,) *Short Term Capital Flows and Economic Crises*, pp. 52–69. Helsinki: World Institute for Development Economics Research.

第十章 资本账户的国际监管

阿文德·萨伯拉曼尼安

这篇基于奥利维耶·珍妮（Olivier Jeanne）、我和约翰·威廉姆森（John Williamson）的新书（即将出版）的短文认为，建立一个监管资本账户交易的国际管理体制变得日益必要。这一体制应该允许各国实施“修正性”的资本管制措施，但同时也提供机制来约束那些通过低估汇率并对伙伴国产生以邻为壑贸易效应的资本管制。在执行这一机制的过程中，国际货币基金组织（IMF）和世界贸易组织（WTO）的合作十分必要。

修正性与结构性资本管制

新一轮理论研究表明，在特定情况下，资本管制可以用来纠正市场失灵，而不应被看作是对市场的一种扭曲，^①这为公共干预提供了严密的、基于福利分析的基础。这一逻辑与应对国内信贷和资产价格泡沫的宏观审慎监管在本质上是一致的。^②在我和珍妮、威廉姆森合著的新书里，我们认为应该建立一个允许实施修正性资本管制的全球管理体制，目前关于修正性资本管制的例子是巴西在 2010 年实施的对于外币购买股票的征税措施。

然而，资本管制也可能被用作重商主义的工具来维持汇率低估，并在贸易领域产生以邻为壑效应。当前一个明显的例子就是中国所实施的结构性管制措施，该国保持汇率低估来为出口导向型增长战略提供支持，而资本管制在其中发挥了作用。我们认为有必要对结构性管制措施进行监管，特别是一些小国受到扭曲性管制所带来溢出效应的影响，以至于其政策自由度受到限制。甚至在基金组织内部，我们也必须要考虑资本流动的多边规则。

国际监管体制的替代方案

尽管一些国家目前受益，但一个管理资本管制的全球监管体制将会使更多国家的状况有所改善。如果目前的体制使一些国家获得了政策空间与自由，为什么还要为资本管制制定新的全球规则呢？这是因为，目前的讨论表明，这种无管制的现状虽然使一些国家有了更多的政策空间，但是也使得另一些国家的政策空间相应变小。这在 2008 年之前尤为明显，已经形成的共识认为，仅考虑本国利益的未经协调的行动是不道德的。例如 2009 年，巴西饱受热钱流入的煎熬，由于害怕采取单方行动会招致骂名，因此巴西政府仅动用了微弱的管制手段，但在限制资本流入方面收效甚微。即便如此，巴西的这一行动还是落下骂名。

作者阿文德·萨伯拉曼尼安（Arvind Subramanian）系美国彼得森国际经济研究所高级研究员。

^① Korinek, A., “Systemic Risk-Taking: Amplification Effects, Externalities, and Regulatory Responses”, Working Paper, 2009, University of Maryland; Jeanne, O. and A. Korinek, “Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Perspective”, CEPR Discussion Paper 8015, 2010, Available at <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8015.asp>; Bianchi, J., “Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications”, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100 (May 2010): 398–402.

^② Brunnermeier, M., “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008”, *Journal of Economic Perspectives*, 2009, 23(1): 77–100. doi: 10.1257/jep.23.1.77; Adrian, T. and H.Y. Shin, “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 360, 2009, Available at http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr360.pdf.

此外，无管制状态也会导致对于结构性管制的滥用，并产生全球负外部性。我们需要在国家层面对资本流动进行管制，特别是从周期性和审慎性的角度来看。^①但是关于抑制资本流动的多边规则目前仍无一致意见。因此，可以将承认实施修正性管制的必要性作为建立新体制的起点，与此同时，我们也应该认识到，通过资本管制来压低汇率的做法，其危害并不亚于巨大的资本流动。

因此，建立国际体制的原因包括：

- 在某些情况下，无限制的国别行动加总起来会具有破坏性；
- 规则的缺失将导致未能遵守现行成规的国家备受指摘，最近几年，资本自由流动大行其道，施加资本管制的国家并不占据舆论优势，这导致其政策难以达到最优水平；
- 规则的缺失将不能为特定国家未来政策的方向提供指引；
- 尝试从不同角度说服中国重估其汇率。

建议：与贸易相对称

具体细节仍需要持续讨论，但是作为进一步讨论的基础，资本账户监管体制的建立可以仿效全球贸易体制。在贸易领域，如在 WTO，成员国允许以各种原因实行有条件的保护措施，但前提是其承诺将在长期逐步停止保护措施，并在异常事件得到保障的情况下替代这些措施。当一国的措施对其他国家造成负面影响时，受影响国家可以就相关措施提出辩论，并申请仲裁，违反规定行为准则的国家或者修改措施，或者面临经济报复。

在我们的书中，我们并没有发现资本账户自由化有利于经济增长的证据，因此，结构性资本监管规则在原则上相比贸易领域应更加宽松一些。但是，就像在 WTO 中一样，我们建议，所有对于资本流动的数量限制措施应该转化为基于价格的限制措施，并且对资本管制的实施数量应该建立一种约束。

这一体制的主要特点是，无论是最优管制或者是修正性资本管制，对资本流入的征税应与投资期限无关。征税应该：

- 对于不同类型资本流动（债券、股权、外汇等）差别化对待；
- 税率的设置应该是逆周期的，在一个校准模型中显示税率应该设置在 0~15%。

总之，修正性管制应该是基于价格的、反周期的，同时其最大有效税率应该在 15% 以内。更为关键的是，应该有一个建立在协商基础上的或具有约束力的结构性免除条款。这一新体制应该在 IMF 的框架内建立，并由此加强 IMF 和 WTO 之间的合作。^②

IMF 能够向其借款成员国施加影响，但是却不能影响不需要 IMF 资金的国家经济政策。而且，IMF 缺乏有效的执行机制。这些问题会不断侵蚀 IMF 的合法性。在新兴市场经济体，特别是在 1997—1998 年金融危机之后的亚洲，IMF 失去了其可信对话者的地位。IMF 未能向需要资金的国家提供充足资金，并对其贷款附带有不必要的严格条件，这被认为加重了危机的后果。IMF 的治理机构也已经过时，目前的状况仍反映的是 1945 年左右以大西洋为中心的落后世界现实，而未能反映 21 世纪亚洲的崛起。

一个可能的进展是 IMF 和 WTO 在汇率问题上展开合作。IMF 可以在币值评估上继续发挥技术专长，但是因为汇率低估会对全球贸易产生严重影响，因此也应该利用 WTO 的执行机制（后者更为可信和有效）。WTO 并不会取代 IMF，这一安排只是利用两个机构各自的比

^① Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., and D. Reinhardt, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note, February, 2010, Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.

^② Mattoo, A. and A. Subramanian, “Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization”, Working Paper 08-2. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics. Available at <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=871>.

较优势。

反 对 意 见

当前也涌现出一些反对资本管制的意见。我将会依次阐述这些意见，并讨论为什么它们对于我们所建议的全球治理体系而言并不能提供很好的反对论据。

第一条反对资本管制的意见是管制往往带来扭曲。这里，我们必须对管制导致的扭曲和管制修正的当前扭曲做出区分。另外一个常见的反对意见是管制容易被规避。这方面的证据是不明确的，规避很大程度上依赖于所实行的管制类型。尽管如此，为资本管制正名，赋予资本管制以合法性，可能对于规避行为的减少大有裨益。再一个反对意见是管制会带来意想不到的后果，这方面的证据也是不明确的。总而言之，资本管制可以作为一个合法性工具，并不仅仅是像以前 IMF 建议的只是作为最后的工具选择。

也有少数观点支持采用生硬的资本管制方法，比如使用数量型管制，他们的理由与执行能力有关。当监管体制比较薄弱时，生硬的方法往往会更优于微调型方法。

与引入监管体制、逐步废止结构性资本管制相关的一个现实问题是如何促使中国参与合作。在这一问题的解决上，我们已经在 WTO 寻找到类似的办法，这就是在商品贸易和投资领域实施“胡萝卜加大棒”策略。

“胡萝卜”在贸易领域可采取最终承认中国市场经济地位这一形式来体现，这将使得贸易伙伴国更有能力应对中国采取的任意单方面行动，特别是在反倾销税方面。^①目前，如果目标国是一个非市场经济体的话，对于这一行动的纪律约束并不是特别严格。

对于资产交易来说，在保护主义盛行的情况下，中国的投资日益受到国家监管的影响，这种情况下，“胡萝卜”可以采取确保中国主权财富基金（SWF）投资机会的方式。对于主权财富基金相关投资的明确规则将会鼓励中国寻求合作。^②值得注意的是中国巨大的外汇储备（这些储备不太可能在短期内用完）意味着中国政府在相当长的时间内将会成为对外投资者，因此，确保这些投资顺利进行对于中国来说至关重要（对于石油出口国亦是如此）。马图和萨伯拉曼尼安对“胡萝卜”在这一领域的性质进行了阐述。^③

在贸易领域，对于那些不肯同意将其资本账户管制措施与新规则保持一致的国家，“大棒”可以采取征收关税的形式。而对于资产交易来说，“大棒”可以是一系列广泛的互惠要求，比如，资本进口国可以宣称，只把公共债务卖给那些跟其礼尚往来国家的官方机构，如果某个国家不允许它购买并持有其国债，它就同样禁止这个国家购买其国债。

结 论

支持周期性、审慎性措施来限制资本流入的市场情绪急剧上升。这是一种必然的趋势。接下来的工作包括，首先，这种转变是否允许将修正性管制纳入资本账户监管的国际体制中；其次，是否应该对产生以邻为壑效应的结构性管制实施监管。

一些美国经济学家和法律制定者要求对源自汇率低估国的进口产品征税。但是任何此类

^① Messerlin, P.A., “China in the World Trade Organization: Antidumping and Safeguards”, World Bank Economic Review, 18(1): 105–130, 2004.

^② Mattoo, A. and A. Subramanian, “Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization”, Working Paper 08-2. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics. Available at <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=871>.

^③ Mattoo, A. and A. Subramanian, “Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization”, Working Paper 08-2. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics. Available at <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=871>.

单方面的行动都是片面并且无效的。汇率低估并不仅仅影响一国：例如中国便宜的货币不但对美国和欧盟产生影响，同时也对新兴市场和非洲国家产生影响，这些国家的产品与中国产品在世界市场上展开竞争。

针对此类扭曲的多边方法也许会更富成效。从历史上看 IMF 与 WTO 的分工，IMF 在汇率相关问题上拥有裁决权，但是其监督能力比较薄弱。因此，为解决过度资本流动以及扭曲性管制如结构性汇率体制对全球经济造成的广泛溢出效应，一个更好的方法就是实施一种全面的监管体制。一个与 WTO 类似但是由 IMF 进行管理的机制将是实施这一监管的可能形式。

参考文献

Adrian, T. and H.Y. Shin (2009). “Money, Liquidity, and Monetary Policy.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 360. Available at http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr360.pdf.

Bianchi, J. (2010). “Credit Externalities: Macroeconomic Effects and Policy Implications.” *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100 (May 2010): 398–402.

Brunnermeier, M. (2009). “Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008.” *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77–100. doi: 10.1257/jep.23.1.77.

Jeanne, O. and A. Korinek (2010). “Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Perspective.” *CEPR Discussion Paper 8015*. Available at <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP8015.asp>.

Korinek, A. (2009). “Systemic Risk-Taking: Amplification Effects, Externalities, and Regulatory Responses.” Working Paper, University of Maryland.

Mattoo, A. and A. Subramanian (2008). “Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization.” Working Paper 08-2. Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics. Available at <http://www.iie.com/publications/interstitial.cfm?ResearchID=871>.

Messerlin, P.A. (2004). “China in the World Trade Organization: Antidumping and Safeguards.” *World Bank Economic Review*, 18(1): 105–130.

Ostry, J., Ghosh, A., Habermeier, K., Chamon, M., Qureshi, M., and D. Reinhart (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls.” IMF Staff Position Note, February. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.

第十一章 资本账户监管和贸易体系

凯文·P.加拉赫尔

国际社会尚未有意识地努力协调管理全球资本流动的措施。在缺乏这种努力的情况下，一种修补工作的机制实际上已经出现了，包括全球性的、地区性的和双边的贸易和投资协定，这可能使 21 世纪协调资本账户监管的努力变得复杂化。这篇短文讨论了资本流动在贸易体系下是如何处理的，并概述了国家在新的和已有的协定下为资本账户监管创造更多政策空间而可能采取的实践措施。

表 1 总结了各种贸易和投资安排下允许资本账户管制的程度。

表 1：资本管制的政策空间比较

			WTO	美国的双边投资协定 和自由贸易协定	其他双边投资协定和自 由贸易协定
可允许的 资本 管制					
	经常账户		否	否	否
	资本账户				
		流入	否*	否	偶尔
		流出	否*	否	偶尔
保障条 款					
	经常账户		是**	否	是**
	资本账户				
		流入	否	否	是
		流出	是	否	是
包含的 国家			69	58	
争端解 决模式			国家对 国家	投资者对国家	投资者对国家
执行工 具			报复	投资者赔偿金	投资者赔偿金

资料来源：Gallagher, Kevin P. (2011). “Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements,” *Development Policy Review*, 29(4): 387–413.

注：*表示对还没有做出开放金融服务跨境贸易承诺的国家可完全允许实施资本管制；

**表示只有在 IMF 批准时才允许。

在世界贸易组织（World Trade Organization, WTO）的框架下，如果一个国家承诺提供金融服务的跨境贸易市场准入或允许外国投资者投资金融服务，那么它就必须开放其资本账户以践行这些具体承诺。WTO 确有一项审慎例外和一项国际收支例外，但这些例外措施能否适用于所有类型的资本管制是不明确的。无论如何，本文中的大多数发展中国家尚未同意提供要求开放资本账户的金融服务市场准入。然而，发达国家却将发展中国家金融服务自由化

看作是多哈回合谈判下新 WTO 协议的基石。

一些（但并非所有）自由贸易协定（Free Trade Agreements, FTAs）和双边投资协定（Bilateral Investment Treaties, BITs）也限制了发展中国家实施资本管制的能力。实际上，所有与美国的协定都要求资本在美国和其贸易伙伴之间自由流动，无一例外。当在 WTO 发生纠纷时，一般由国家（因此在外交上是可被“审查的”）提起诉讼，相比于 WTO，自由贸易协定允许外国企业直接对东道国诸如此类的措施提出索赔。如果东道国败诉，那么他就必须改变他的政策并向私有企业赔偿损失。这种索赔就曾发生在美国-阿根廷的双边投资协定上，当时阿根廷在金融危机后试图对资本流出征税，这被认为相当于“财产侵占”^①。

然而，尽管美国的自由贸易协定和双边投资协定严格禁止使用资本账户管制，其他主要资本输出国的协定却允许更大的灵活性。日本、欧盟和加拿大签订的大部分双边投资协定和自由贸易协定要么存在让国家可以实施与资本账户管制相关的国内管制保障条款，要么存在防范和缓解金融危机的保障条款。例如，欧盟-智利和加拿大-智利协定的附件就允许智利施行无息准备金要求（unremunerated reserve requirements, URRs），而美国-智利的协议则没有包括这一点。

这些世界主要资本输出国灵活性的实例可为全球改革提供基准和范例。

世界贸易组织（WTO）

服务贸易总协定（The General Agreement on Trade in Services, GATS）是目前唯一管理资本账户监管的具有约束力的多边条款，但是如果 20 世纪 90 年代当时的政府没有做出金融服务行业的广泛承诺，具体国家仍可能会有一定的自由度。更具体地说：

- 如果成员国没有做出 GATS 金融服务列表下任何形式的承诺，那么其资本账户监管就可以免于 WTO 条款限制。
- 然而，甚至那些已做出广泛金融服务承诺的国家也有可能（如果遭到了挑战）诉诸各种例外条款，尽管这些例外条款没有经过验证，并且 WTO 例外条款在其他情况下的记录也是不可靠的。
- 经常账户交易管制的政策空间需遵从 IMF 条款。

GATS 是马拉喀什条约（Marrakesh Treaty）的一部分，马拉喀什条约是 GATT 乌拉圭回合谈判结束并建立 WTO 后达成的各种协定的总称。GATS 提供了一个约束“影响服务贸易”政策和承诺未来定期谈判的一般框架。一方面，GATS 包括约束所有成员的“一般义务”，包括对所有 WTO 成员（第 2 条款）提供最惠国待遇义务、约束一些仍在被完全执行的非歧视性国内管制措施（第 6 条款）。

另一方面，GATS 还包括处理“具体承诺”的部分，它只在一定程度上适用于那些选择接受这些承诺的国家，接受的方式是将其列在他们的特定国家表上。这些承诺包括市场准入规则（第 16 条款）和国民待遇（第 17 条款）规定^②。

许多附件都包括具体部门的规定：金融服务附件与资本账户监管尤其相关。GATS 讨论的服务贸易一般存在四种服务“模式”：模式 1（跨境交付）、模式 2（境外消费）、模式 3（商业存在）、模式 4（自然人存在）。关于资本账户监管，模式 1 和 3 是最重要的。

^① Salacuse, Jeswald (2010). *The Law of Investment Treaties*. Oxford: Oxford University Press.

^② Raghavan, Chakravarthi (2009). “Financial Services, the WTO, and Initiatives for Global Financial Reform,” in *G-24 Discussion Paper*. New York: United Nations.

专栏 1: GATS 的相关定义

模式 1: 跨境交付指服务从一成员的领土流向另一成员的领土（如通过电信或邮件传输的银行或建筑服务）。

模式 3: 商业存在发生时，金融服务的消费者是非流动的，而提供者是流动的，这意味着 WTO 成员金融服务的提供者可能通过所有权或租赁在另一成员的领土内建立领土存在以提供金融服务（如外国银行在国内的分支机构）。

IMF 的分析者发现大约有 16 个国家在金融服务方面做出了大量的模式 1 承诺，而大约 50 个国家在该部门做出了大量的模式 2 和模式 3 承诺，这包括大部分的 OECD 国家^①。IMF 已清楚说明了模式 1 和模式 3 的承诺是如何影响资本账户及其相关监管的。

专栏 2: 资本账户自由化和 GATS 承诺

如果 WTO 成员在跨境交付（无机构建立）方面做出自由化承诺，那么作为是服务的重要部分，成员必须允许资本跨境（对内和对外）流动。例如，国际资本交易是接受来自非居民存款或发放给非居民贷款（模式 1）中不可分割的一部分。国际资本交易通常也和金融服务相联系，如替居住在另一国家的客户进行证券交易。外国服务提供者在东道国建立的商业存在（模式 3）既包括服务贸易，也包括国际资本交易。在允许建立商业存在时，WTO 成员必须允许与已承诺提供服务相关的对内（但不允许对外）资本转移。

资料来源: International Monetary Fund (2010). *Reference Note on Trade in Financial Services*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

当然，如果一国没有做出承诺，那么他就可以自由追求任何和所有他认为合适的资本账户监管措施。如果一国已经做出了承诺，那么就有必要区分金融服务和资本流动。在 GATS 下，国家会开放具体类型的金融服务，如银行、证券、保险等等。就是说，如果一国已经在具体部门做出了承诺，且资本账户监管限制了 WTO 成员国在相关特定金融服务部门进行资本流动的能力，那么这些国家将会被拖入 WTO 的争端解决机制^②。

WTO 成员可求助于具有约束力的争端解决程序，违反 GATS 承诺可能遭到报复性制裁或提供可作为赔偿的补偿。争端解决程序是在“国家对国家”中进行的，一方必须证明其从另一方政府的特定政策中受到了损害，并且政府需决定是否代表受影响方进入争端解决程序。在 WTO，这种争端主要是由“辩护”政府代表争端起诉方来进行的。

如果一国的资本账户管制被发现违反 GATS 承诺，他可以调用 GATS 文本中的一个或多个例外条款。第一个选择是声称采取该措施是基于金融服务附件的第 2（a）条款的审慎原因。此例外为：

专栏 3: GATS 的审慎例外

尽管协定中的任一其他规定都没有阻止成员基于审慎原因采取措施，审慎原因包括保护

^① Valckx, Nico (2002). “WTO Financial Services Commitments: Determinants and Impact on Financial Stability.” In *IMF Working Paper WP/02/214*. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Kireyev, Alexei (2002). “Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector: Stability Analytical Approach.” In *IMF Working Paper No. 02/138*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

^② World Trade Organization (WTO) (2010). *Financial Services: Background Note by the Secretariat*. S/C/W/312/S/FIN/W/73. Geneva: World Trade Organization.

投资者、存款人、保单持有人或金融服务提供者对其负有受托责任的委托人，或确保金融体系的完整和稳定。但若这些措施不符合本协定中的规定，它们就不能被用作一种逃避协定下成员承诺或义务的手段。

资本流入管制，如无息准备金要求或流入税，有可能被认为具有审慎的特点，尤其是考虑到前面讨论的 IMF 新报告。然而，如“审慎措施不应作为成员国逃避在协定下的承诺或义务的手段”的声明被一些人看作是“自相抵消”的，因此其效果是有限的^①。然而，其他人并不将这种措施看作是事后劝告，而是“一种揪出伪装成审慎措施的隐性机会主义和保护主义措施的手段”^②。还有人指出，相比于 GATS 中其他要求东道国保护措施的“必要性”部分，GATS 的审慎性例外条款没有必要进行验证。这可以说是给予了各国更多的空间实施管制。实际上，阿根廷在有关双边投资协定下管制的案件中败诉正是由于他们没有通过这种“必要性测试”。有国家请求 WTO 详细说明审慎例外包括和不包括哪些内容，但这样的请求被置若罔闻^③。并且至撰写本文时，审慎例外仍未经过测试。

如果一个国家的资本账户监管被发现违反金融服务的 GATS 承诺，他也可以援引第 12 条款“维护收支平衡的限制”。第 12 条第 1 款规定：

专栏 4：GATS 中的收支平衡例外

在发生严重的国际收支和对外财政困难并由此构成威胁时，成员可实施或维持对已做出具体承诺服务贸易的限制。在经济发展或经济转型过程中，来自国际收支方面的特定压力可能会使实施限制变得合理化，除其他情况外，实施限制的主要目的在于维持执行经济发展或经济转型计划所必须的金融储备水平。

下一段指出这样的措施只要不歧视其他 WTO 成员、和 IMF“避免对其他成员国造成不必要的伤害”条款相一致、不“超过必要性”地国际收支平衡问题、并且是暂时的且在逐步结束，就可以实行。

一项资本管制要满足所有这些条款可能是极其困难的，尤其是在处理“必要性”概念的障碍方面，这是一个国家很难证明的贸易法方面的模糊概念。此外，限制资本流入在本质上更具预防性，并有可能在“严重”的收支平衡问题产生前已经发生，因此有人对收支平衡例外条款在多大程度上给国家提供了限制资本流入的政策空间表示担忧^④。如果一国确实选择使用

^① Tucker T. and Wallach L. (2009). *No Meaningful Safeguards for Prudential Measures in World Trade Organization's Financial Service Deregulation Agreements*. Washington, D.C.: Public Citizen. Raghavan, Chakravarthi (2009). “Financial Services, the WTO, and Initiatives for Global Financial Reform,” in *G-24 Discussion Paper*. New York: United Nations.

^② van Aaken, Anne and Jurgen Kurtz (2009). “Prudence or Discrimination? . Challenges Ahead in International Economic Law.” *Journal of International Economic Law*, 12(1):3–15.

^③ Cornford, Andrew (2004). “The WTO Negotiations on Financial Services: Current Issues and Future Directions,” in *UNCTAD Discussion Papers*, edited by United Nations Conference on Trade and Development, Geneva.

^④ Hagan, Sean (2000). “Transfer of Funds.” *UNCTAD Series on International Investment Agreements*. New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

这一条款，该国必须告知 WTO 的国际收支委员会。

自由贸易协定和双边投资协定

美国的自由贸易协定和双边投资协定不允许限制资本流入和流出。如果一个国家限制了任一类型的资本流动，他们就会受到投资者对国家提出的仲裁，东道国政府将赔偿对外国投资者造成的损失。其他主要资本输出国，如欧盟、日本、中国和加拿大签订的自由贸易协定和双边投资协定，要么完全“照搬”东道国资本账户监管的法律（因而是允许的），要么允许短期的资本流入流出管制以预防或缓解金融危机。美国不允许任一管制措施实施。然而，最近一些自由贸易协定给出了一段宽限期，在危机平息之前，外国投资者不允许对东道国提出索赔。

资本管制和美国条约

与许多其他工业化国家的条约相比，美国贸易和投资协定的范式没有为各国使用资本管制以预防和缓解金融危机留有足够的灵活性^①。美国协定的核心是将投机性资本的流动限制看作是对其条款的违背。美国协定中的保障条款并没有覆盖资本账户监管。

美国的投资和贸易协定明确将资本账户的监管看作是可能促发投资者对国家索赔的行为措施。贸易协定投资部分或双边投资协定中独立的转移条款要求应允许资本在贸易伙伴间“自由无障碍”地流动。这一观点在贸易协定的金融服务部分中得到了深化，该部分经常表示不允许国家对国家之间的“交易或资产总值以数量配额的形式施加限制”。

美国贸易协定的金融服务部分和美国双边投资协定通常包括“例外”部分。一项例外，非正式地称为“审慎例外”，通常有着与如下美国-秘鲁贸易协定相类似的表达。

专栏 5：美国的审慎例外

金融服务篇：第 12 条第 10 款：例外

1. 尽管本篇或第 10 篇（投资）、第 14 篇（电信）或第 15 篇（电子商务），具体包括第 14 条 16 款（与其他篇的关系）和关于在一方境内由所涵盖的投资提供金融服务的第 11 条第 1 款（范围和覆盖率）中的任一其他条款都没有阻止当事人基于审慎原因采取或维持措施，审慎原因包括保护投资者、存款人、保单持有人或金融机构对其负有受托责任的委托人或跨境金融服务的提供者，或确保金融体系的完整性和稳定性，但如果这些措施与该段提到的协定规定不相符时，它们就不能用作逃避这些规定下当事人承诺或义务的手段。

在此例外下，资本账户监管是不被许可的。美国贸易代表和负责国际事务的美国副国务卿 2003 年在向美国国会作证时都清楚地表达了这一观点，同时为回应超过 250 个经济学家要求美国改革协定的呼吁，美国财政部长盖特纳（Timothy Geithner）最近在一封信中也重申了这一观点^②。总的来说，这是因为“审慎原因”通常都是以比较狭隘的方式来诠释的，仅

^① Gallagher, Kevin P. (2011). “Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements,” *Development Policy Review*, 29(4): 387–413.

^② Taylor, John (2003). Under Secretary of Treasury for International Affairs John Taylor Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 1 April. Written submission available at

适用于单个的金融机构。也有人对最后一句话表示担忧，该句具有“自我抵消”效果，导致许多措施不被允许。

金融服务部分或双边投资协定中的审慎例外通常是在货币政策例外之后，通常读起来像（同样再一次可参见美国-秘鲁协定）：

专栏 6：美国 FTAs 中的更多例外？

本篇或第 10 篇（投资）、第 14 篇（电信）或第 15 篇（电子商务），具体包括第 14 条 16 款（与其他篇的关系）和关于在一方境内由所涵盖的投资提供金融服务的第 11 条第 1 款（范围和覆盖率）中，没有任一款规定适用于任一家公共机构采取的与货币和相关信贷或汇率政策保持一致的可普遍应用的非歧视措施。本款规定不影响当事方在第 10 条第 9 款（业绩要求，与第 10 篇（投资）涵盖的措施有关）或第 10 条第 8 款（转让）或第 11 条第 10 款（转让和支付）下的义务。

这里的第二项例外可以看做给予了国家使用必要货币和汇率政策（资本账户监管仅是其中的一部分）的灵活性。然而该段的最后一句明确排除了转移。

这些规定和美国-智利及美国-新加坡 21 世纪初的贸易条约严重冲突。美国的贸易伙伴反复要求签订一个包括资本账户监管的保障条款，但美国拒绝了这一请求^①。在一些情况下，美国谈判者会签署特殊附件以使美国的贸易伙伴在投资者-国家提出与资本账户监管相关的主张前得到一段扩展的宽限期，并限制某些类型管制造成的损害。

金融危机后，这些附件仍然显得不足，原因至少有以下四个。首先，附件仍然允许投资者-国家提出与资本账户监管相关的主张，但是他们仅仅只是要求投资者延长求索的期限。为预防和缓解危机，投资者必须等一年才能对资本账户监管提出求索权，但这种求索也同样可以是应对经济不景气采取的措施之一。这种投资者-国家索赔的预期可能会阻碍有利于金融稳定管制的实行。

第二，其他许多国家的协议都允许实施资本账户监管。实际上，加拿大-智利的自由贸易区、欧盟-韩国的自由贸易区、日本-秘鲁的双边投资协定和日本-韩国的双边投资协定（仅提及一些）都赋予了资本账户监管较大的灵活性。这就刺激了各国以一种歧视性的方式实施管制（对欧盟投资者实行管制而对美国投资者不施加管制）。

第三，IMF 对美国协定（即使是那些有着特殊附件的协定）限制资本管制可能会与 IMF 在一些国家项目中建议资本管制（正如在冰岛和其他一些国家所做的那样）的权限存在冲突表达了担忧。最后，美国-智利和新加坡的自由贸易区中包含的特殊争端解决程序并没有成为美国协定的一个标准特征，其在中国-东盟自由贸易区（CAFTA）、美国的任一双边投资协定或最近通过的美国-韩国自由贸易区中都不存在。

资本账户监管和主要资本输出国的双边投资协定和自由贸易区

欧盟、日本、加拿大是主要的资本输出国，中国也日益加入到这一行列中来。这些资本

[http://www.stanford.edu/~johntayl/taylorspeeches/Financial%20Services%20and%20Capital%20Transfer%20Provisions%20\(1%20Apr%2003\).doc](http://www.stanford.edu/~johntayl/taylorspeeches/Financial%20Services%20and%20Capital%20Transfer%20Provisions%20(1%20Apr%2003).doc). Geithner, Timothy (2011). Letter to Economists Regarding Trade Treaties and Capital Controls, U.S. Department of Treasury: Economists Issue Statement on Capital Controls and Trade Treaties, 11 January. Available at http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/CapCtrlsLetter.html.

^① Vandevelde, Kenneth (2008). *U.S. International Investment Agreements*. Oxford: Oxford University Press.

输出国都与世界各国建有许多双边投资协定和自由贸易协定。粗略来看，这些国家的双边投资协定都与美国的双边投资协定有着相同的一般特性。但是，在使用资本账户监管以预防和缓解金融危机方面，这些资本输出国的双边投资协定以及所有双边投资协定和自由贸易协定中的投资条款要么包含了广泛的“国际收支平衡”临时性保障例外条款，要么包含了允许国家实施有关资本账户监管的国内法律“控制式进入”例外条款。

国际收支平衡方式的例子可在欧盟-南非和墨西哥的自由贸易协定（注意墨西哥在北美自由贸易区（NAFTA）中签署了这样的条款）、日本-韩国的双边投资协定和东盟（ASEAN）协定中都可找到。韩国-日本的双边投资协定中清楚表示允许限制资本流入和流出，这可能是受到 1997 年危机的影响。双边投资协定提到：

专栏 7：韩国-日本双边投资协定中的例外

- a. 在出现严重的收支平衡和外部财政困难并由此构成威胁时；或
- b. 在特殊情况下，资本流动导致或威胁到引发严重的宏观经济管理困难，特别是货币或汇率政策。

来源：Salacuse, Jeswald (2010). *The Law of Investment Treaties*. Oxford: Oxford University Press.

另一个自由贸易协定和双边投资协定中资本输出国处理资本账户监管的方式是“控制式进入”，即递延一个国家有关资本账户管制的国内法律。加拿大、欧盟与智利、哥伦比亚的自由贸易协定中各有一个国际收支平衡的保障和控制式进入的递延条款。举一个控制式进入的例子，加拿大和哥伦比亚自由贸易协定的投资部分有一个附件，其提出“根据哥伦比亚国内法律，哥伦比亚保留维持或采取措施以维护或保护货币稳定的权利”，并列出了哥伦比亚有关资本账户监管的具体法律和决议。

双边投资协定中也可以找到“控制式进入”的条款。欧盟作为一个联盟并没有签署许多的双边投资协定，但其单个国家却签署了不少。中国-德国双边投资协定提出转移必须遵守中国外汇管制的法律^①，中国已批准所有短期外资的流入和流出（见本文集中张明的论文）。

有趣的是，欧盟成员国的双边投资协定差别很大。一些，如中国-德国双边投资协定和英国-孟加拉国双边投资协定，认可国家自己管理资本账户监管的法律。另一方面，瑞典和奥地利双边投资协定的风格类似于美国，在任何情况下都不允许有例外。然而，欧洲法院在 2009 年裁定瑞典和奥地利与一些发展中国家的双边投资协定违背了他们在欧盟条约下的义务。尽管欧盟条约要求欧盟成员国允许资本自由转移，但它也允许成员国设定一些例外。法院发现瑞典和奥地利的协定与欧盟条约对立，并且这些协定需要重新谈判以纳入转让条款的例外^②。2011 年，欧盟命令其成员国重新谈判他们与发展中国家的双边投资协定，希望重新谈判的主要原因在于欧盟法院最近通过了一项决议，该决议将关于资本自由转移的条款纳入到许多欧盟成员的双边投资协定中。事实上，欧盟法院认为这些条款和欧盟法律是相冲突的，有必要重新进行谈判。这项决议基于这样一个事实，即欧盟条约在要求资本自由转移的同时也在为管制和限制资本自由转移提供可能（如果经济形势如此要求时）。

改革的选择

^① Anderson, Sarah (2009). *Policy Handcuffs in the Financial Crisis. How U.S. Trade and Investment Policies Limit Government Power to Control Capital Flows*. Washington, D.C.: Institute for Policy Studies.

^② Salacuse, Jeswald (2010). *The Law of Investment Treaties*. Oxford: Oxford University Press.

在技术层面对协定进行改革以赋予国家和国际社会实行资本账户监管更大的政策空间来预防和缓解金融危机是相当简单的，但在政治层面又是非常困难的。

专栏 8 概述了对未来或现行协定可能采取的技术措施，其目的在于允许国家和国际社会实行和协调资本账户监管以加强金融稳定和促进经济发展的方式管理全球资本流动。

专栏 8：改革贸易和投资协定以管制资本账户

国家层面：

- 起草并通过允许国家金融当局在预期或实际金融不稳定期间实行资本账户管制的法律或决议。

WTO

- 批判性地评估“列出”GATS 承诺下的金融服务跨境贸易（模式 1）和外国服务商业存在（模式 3）的好处。

- 如果一个国家选择做出模式 1 和模式 3 的承诺，那么可因与资本账户管制相关的国内法律是例外情况而选择“限制”这种自由化。

- 如果一个国家已经做出通过模式 1 或模式 3 来开放金融部门的承诺，那就试图澄清 GATS 例外下的表述。

自由贸易协定/双边投资协定

- 从包含在协定中的投资列表中清除短期债务和证券投资。
- 在双边投资协定和自由贸易协定中创建“控制式”附件，这些附件可在一国建立有关资本账户监管的国内法律时提供完整的例外情况。

- 设计既包括流入又包括流出的收支平衡例外，如日本-韩国双边投资协定中的条款。
- 阐明覆盖金融危机的必要安全条款，并且东道国自行判断需要采取的措施
- 借助国家对国家的争端解决机制来应对与金融危机相关的索赔，类似于 WTO 和大多数自由贸易协定中的其他篇章。

- 如果一个国家已经有不允许资本账户管制的自由贸易协定或双边投资协定，那么就试图对阐明协定中现有例外的解释性说明进行谈判。

参考文献：

- [1] Anderson, Sarah (2009). *Policy Handcuffs in the Financial Crisis. How U.S. Trade and Investment Policies Limit Government Power to Control Capital Flows*. Washington, D.C.: Institute for Policy Studies.
- [2] Cornford, Andrew (2004). “The WTO Negotiations on Financial Services: Current Issues and Future Directions,” in *UNCTAD Discussion Papers*, edited by United Nations Conference on Trade and Development, Geneva.
- [3] Gallagher, Kevin P. (2011). “Losing Control: Policy Space for Capital Controls in Trade and Investment Agreements,” *Development Policy Review*, 29(4): 387–413.
- [4] Geithner, Timothy (2011). Letter to Economists Regarding Trade Treaties and Capital Controls, U.S. Department of Treasury: Economists Issue Statement on Capital Controls and Trade Treaties, 11 January. Available at http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/CapCtrlsLetter.html.
- [5] Hagan, Sean (2000). “Transfer of Funds.” *UNCTAD Series on International Investment Agreements*. New York and Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.

International Monetary Fund (2010). *Reference Note on Trade in Financial Services*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

[6] Kireyev, Alexei (2002). "Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector: Stability Analytical Approach." In *IMF Working Paper No. 02/138*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

[7] Raghavan, Chakravarthi (2009). "Financial Services, the WTO, and Initiatives for Global Financial Reform," in *G-24 Discussion Paper*. New York: United Nations.

[8] Salacuse, Jeswald (2010). *The Law of Investment Treaties*. Oxford: Oxford University Press.

[9] Taylor, John (2003). Under Secretary of Treasury for International Affairs John Taylor Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 1 April. Written submission available at [http://www.stanford.edu/~johntayl/taylorspeeches/Financial%20Services%20and%20Capital%20Transfer%20Provisions%20\(1%20Apr%2003\).doc](http://www.stanford.edu/~johntayl/taylorspeeches/Financial%20Services%20and%20Capital%20Transfer%20Provisions%20(1%20Apr%2003).doc).

[10] Tucker T. and Wallach L. (2009). *No Meaningful Safeguards for Prudential Measures in World Trade Organization's Financial Service Deregulation Agreements*. Washington, D.C.: Public Citizen.

[11] van Aaken, Anne and Jurgen Kurtz (2009). "Prudence or Discrimination? . Challenges Ahead in International Economic Law." *Journal of International Economic Law*, 12(1):3–15.

[12] Vandevelde, Kenneth (2008). *U.S. International Investment Agreements*. Oxford: Oxford University Press.

[13] Valckx, Nico (2002). "WTO Financial Services Commitments: Determinants and Impact on Financial Stability." In *IMF Working Paper WP/02/214*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

[14] World Trade Organization (WTO) (2010). *Financial Services: Background Note by the Secretariat*. S/C/W/312/S/FIN/W/73. Geneva: World Trade Organization.

工作组成员

阿玛尔·巴塔查亚

关于国际货币事务和发展的24国集团主任

阿玛尔·巴塔查亚是24国集团主任。24国集团建立于1971年，其旨在帮助支持发展中国家在国际货币基金组织、世界银行以及其他相关组织中的地位。在加入24国集团之前，阿玛尔·巴塔查亚曾在世界银行长期任职。他最后的职务是担任世界银行减贫和经济管理网络国际政策和伙伴关系集团的高级顾问和负责人。在这方面，他是世界银行与重要国际组织和机构如七国集团/八国集团、二十国集团、国际货币基金组织、经济合作与发展组织以及英联邦秘书处的中心人物。巴塔查亚先生长期跟踪全球治理和国际货币金融体系改革以及援助架构等问题。

马克·布莱思

布朗大学国际政治经济学教授

马克·布莱思主要研究不确定性和随机性对经济体系的影响，以及我们所想和体系运转之间如何相互影响。他是盎格鲁-德国华威国际金融改革委员会（Anglo-German Warwick Commission on International Financial Reform）成员，该委员会支持在后危机时代进行宏观审慎监管。他是一系列图书的作者，包括《大转型：20世纪经济思想和机构变换》（*Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change*）（剑桥出版社，2002），以及最近的《紧缩：危险想法的历史》（*Austerity: The History of a Dangerous Idea*）（牛津大学出版社，2012），该书对全球金融危机之后正统金融的声望回归进行了探讨。

莱昂纳多·柏拉马奎

里约热内卢州立大学经济学副教授、福特基金会项目官员

莱昂纳多·柏拉马奎的写作和出版领域广泛集中于创新和竞争、知识治理、发展经济学、知识产权保护、全球化和机构变换以及全球贸易和金融的政治经济学。其最近的出版物包括发表在巴西政治经济学期刊（*Brazilian Journal of Political Economy*）（2010年秋季）的“知识产权、创新与发展”（Intellectual Property, Innovation and Development），以及发表在经济人期刊“我们时代的熊彼特”（*Journal Homo Oeconomicos* “Schumpeter for Our Time”）特刊的“管理金融和知识”（Governing Finance and Knowledge）（2010年春季）。他的待发表的出版物包括由斯蒂格利茨等编辑的《知识产权保护：发展中的法律和经济挑战》（*Intellectual Property Rights: Legal and Economic Challenges for Development*）（牛津大学出版社，2011）的一章“从知识产权到知识治理”（From Intellectual Property to Knowledge Governance）（与马里奥·西摩里（Mario Cimoli）合作），以及即将出版的由柏拉马奎（Burlamaqui, L.）、卡斯特罗（Castro, A.C.）和卡特尔（Kattel, R.）编辑的《知识治理：公共利益的再主张》（*Knowledge Governance: Reasserting the Public Interest*）中的一部分“知识治理：一个分析视角和其政策含义”（*Knowledge Governance: Reasserting the Public Interest*）（圣歌出版社，2012）。

杰拉尔德·爱普斯坦

马萨诸塞大学安默斯特校区政治经济研究所首届共同主任、经济学教授

杰拉尔德·爱普斯坦的写作主题包括金融监管、中央银行就业创造和减贫的替代方法、以及资本账户管理和资本流动。他同样与一些联合国机构保持工作关系。最近的一些工作包

括发表于中央银行（*Central Banking*）的“避免团体迷死和利益冲突：拓宽中央银行顾问的范围”（*Avoiding Group Think and Conflicts of Interest: Widening the Circle of Central Bank Advice*）（与杰西卡凯瑞克-哈根巴斯（Jessica Carrick-Hagenbarth）合作），与埃林奇·叶尔丹（Erinc Yeldan）合作编辑的*超越通胀目标制：影响和政策视角的评估*（*Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*）（埃尔加出版社，2009）。爱普斯坦教授还是 SAFER——专注于金融重构和改革的经济学家以及其他分析者组织的共同协调人。

凯文·P.加拉赫尔

波士顿大学弗雷德里克帕迪长期未来研究中心教职研究员，国际关系副教授

凯文·P.加拉赫尔是*屋中之龙：中国和未来拉美工业化*（*The Dragon in the Room: China and the Future of Latin American Industrialization*）（与yuba Zarsky合作），以及*自由贸易和环境：墨西哥、北美自由贸易区以及其他*（*Free Trade and the Environment: Mexico, NAFTA, and Beyond*）的作者。作为编辑或合作编辑，他出版了多本著作，包括*将发展置于首位：世界贸易组织和国际金融机构政策空间的重要性*（*Putting Development First: The Importance of Policy Space in the WTO and IFIs*），以及*外商投资发展的再思考：拉美国家的教训*（*Rethinking Foreign Investment for Development: Lessons from Latin America*）。加拉赫尔教授还是塔夫茨大学全球发展和环境研究所的研究员。2009年，他曾服务于美国国务院国际经济政策顾问委员会。

伊恩·格拉贝尔

丹佛大学约瑟夫-克贝尔国际研究学院教授

伊恩·格拉贝尔从2007年起在马萨诸塞大学政治经济研究所担任研究员，曾在剑桥大学反思发展经济学高级项目担任授课人。她曾在联合国发展项目/国际贫困中心、联合国贸易与发展会议/24国集团、联合国大学-世界发展经济学研究所担任顾问，以及在行动援助（Action-Aid）和非政府组织“全球金融新规则”等工作。她的出版领域广泛包括金融政策和危机、发展中世界国际资本流动的政治经济学、发展中世界金融自由化和宏观经济表现的关系、中央银行、汇率体制、海外汇款的政治经济学以及最近主要集中于资本管制的正常化、全球金融危机对发展政策空间的影响。格拉贝尔教授是*改造发展：政策手册的替代选择*（*Reclaiming Development: An Alternative Policy Manual*）（与张夏准（Ha-Joon Chang）合作）（Zed图书，2004）。格拉贝尔开有三重危机（Triple Crisis）的博客（www.triplecrisis.com）。

斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯

哥伦比亚大学政策对话倡议金融市场项目主任

斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯是华威金融监管委员会成员，发展研究所专业研究员。她的出版领域广泛包括国际金融体系及其改革。她的研究兴趣包括全球资本流动，特别是对新兴市场资本流动；拉美、东欧以及撒哈拉以南非洲资本流动的宏观经济管理；降低资本流动波动性和降低货币危机爆发概率的国际措施建议；国内和国际资本市场分析；以及国际金融改革建议。

拉克什·莫汉

耶鲁大学管理学院国际经济和金融实务教授，杰克逊全球事务研究所高级研究研究员

拉克什·莫汉曾担任印度政府国家交通发展政策委员会主席，印度人居环境学院（非执行）副主席；麦肯锡全球研究所高级顾问。他还是斯坦福大学非驻地高级研究员。他的研究广泛分布于经济改革和自由化、产业经济学、城市经济学、基础设施研究、经济监管、货币

政策和金融部门。他曾是印度财政部秘书，并在 2002 年至 2009 年担任印度储备银行副行长。在这方面，他曾共同主持二十国集团“加强稳健监管和提高透明度”工作组（2009），以及全球金融体系委员会（CGFS）资本流动工作组（2008-2009）。他是全球经济中的货币政策：一个实践者的视角（*Monetary Policy in a Globalized Economy: A Practitioner's View*）（牛津大学出版社，2009）的作者，该书主要集中分析了银行和金融演进、货币政策传导、金融部门管理以及中央银行角色等相关问题。他最新的一本书是金融稳定下的增长：新兴市场的中央银行（*Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market*）（牛津大学出版社，2011）。

何塞·安东尼奥·奥坎波

哥伦比亚大学国际与公共事务学院经济与政治发展项目主任、教授，全球思想委员会研究员

何塞·安东尼奥·奥坎波在联合国以及他的母国哥伦比亚担任职务，包括联合国经济和社会事务部副秘书长，联合国拉美和加勒比委员会执行秘书，以及哥伦比亚财政部长。他曾获得多个杰出奖项，包括2008年获得推动经济学思想前沿发展的里昂惕夫奖，1988年获得哥伦比亚亚历杭德罗·安赫尔·埃斯科瓦尔国家科学奖。他出版领域广泛，最新的著作包括发展中国家的增长和政策：结构主义视角（*Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*）（与劳伦斯·泰勒（Lance Taylor）和考得瑞纳·拉达（Codrina Rada）合作，2009），与斯蒂芬尼·格里菲斯-琼斯（Stephany Griffith-Jones）和约瑟夫·斯蒂格利茨共同编辑的有形之手时代的来临：2008年世界金融危机的教训（*Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*）（2011）。

丹尼·罗德里克

哈佛大学肯尼迪政府学院国际政治经济学拉菲克·哈里里教授

丹尼·罗德里克在国际经济学、经济发展、政治经济学领域出版众多。他是2007年首届社会科学委员会阿尔伯特·赫希曼奖的获得者，他还获得过推动经济学思想前沿发展的里昂惕夫奖，以及安特卫普大学和秘鲁天主教大学名誉博士。他还是国家经济研究局（剑桥，马赛诸塞州）、经济政策研究中心（伦敦）、全球发展中心、外交关系协会以及其他组织的会员。

莎莉·斯皮格尔

联合国社会和经济事务部，发展政策和分析部世界经济与社会调查处高级经济事务官员

莎莉·斯皮格尔作为作者或合作者出版了多部著作和论文，领域涉及资本和金融市场、债务和宏观经济。她此前担任由哥伦比亚大学斯蒂格利茨任主席的智库——政策对话倡议执行主任。她在私人部门拥有广泛的经验，最近担任新荷兰基金负责人以及拉扎德资产管理负责人。她还在 1990 年代早期担任匈牙利中央银行顾问。

阿文德·萨伯拉曼尼安

彼得森国际经济研究所和全球发展中心联合高级研究员

阿文德·萨伯拉曼尼安此前曾在国际货币基金组织研究处任助理主任。在基金组织工作期间，他的主要工作领域为贸易、发展、非洲、印度和中东地区。他还在乌拉圭贸易回合谈判期间任职于关贸总协定（1988-1992），并曾在哈佛大学肯尼迪政府学院（1999-2000）和约翰霍普金斯高级国际研究学院（2008-2010）任教。他的写作领域包括增长、贸易、发展、机构、援助、石油、印度、非洲、世界贸易组织和知识产权。他的著作广泛发表于学术和其

他期刊，同时他的著作也被主要杂志和报纸发表或引用。他目前是印度主要金融日报商业标准（*Business Standard*）的专栏作家。他在不同方面为印度政府提供咨询，包括二十国集团财政部长专家组成员。他是印度转身：理解经济转型（*India's Turn: Understanding the Economic Transformation*）（牛津大学出版社，2008）和即将出版的黯然失色：生活在中国经济主导的阴影下（*Eclipse: Living in the Shadow of China's Economic Dominance*）的作者。他也是效率、公平和法律：新千年的多边贸易体系（*Efficiency, Equity, and Legitimacy: The Multilateral Trading System at the Millennium*）的合作者（与罗杰·波特（Roger Porter）和皮埃尔·绍维（Pierre Sauvé）合作）（布鲁斯金/哈佛大学出版社，2002）。

高木伸二

大阪大学经济学教授

高木伸二从1990年起任教于大阪大学。他担任众多专业职务，包括国际货币基金组织经济学家（1983-1990）；日本财政部高级经济学家（1992-1994）；耶鲁大学经济学访问教授（2000-2001）；IMF独立评估办公室（IEO）顾问（2002-2006）；亚洲开发银行宏观金融专家（2007-2008；2009-2010）。亚洲开发银行机构访问学者（2007-2009）；以及东盟中央银行顾问（2010-2011）。他的专注领域为国际货币经济学，作为作者或合作者出版了超过100本出版物，包括图书、国际期刊论文以及书中章节。在IMF独立评估办公室（IEO）期间，他曾负责对IMF资本账户自由化方法进行评估；在亚洲开发银行机构期间，它与马里奥·兰伯特和河合正弘合作进行了亚洲资本流动管理的项目研究。

张明

中国社会科学院世界经济与政治研究所高级研究员，国际金融室副主任

张明还是中国社会科学院国际金融研究中心副主任。他的研究领域包括国际金融和中国宏观经济。在过去数年里，他的研究兴趣囊括全球金融危机、中国外汇储备管理、跨境资本流动和人民币国际化。他已经出版6本著作以及超过60篇学术论文。他同样是一些报纸和杂志的专栏作者。在加入世界经济与政治研究所之前，他曾在毕马威会计师事务所担任审计员、在一家日本上市公司——资本管理集团担任PE基金经理。