

国际资本流动管制理论述评

张英 兰荣蓉

摘要: 资本管制对维护宏观经济稳定、促进国内投资和经济增长具有必要性,管制手段有直接性的和间接性的,资本管制对国民收入和经济福利具有影响,正确理解资本管制对一国经济的作用,有助于我国在金融开放进程中利用资本流动和控制金融风险,确保经济安全稳定发展。

关键词: 资本管制 理论 综述

一、资本管制的必要性

(一) 资本管制维护宏观经济的稳定

1963年,蒙代尔将对外贸易和资本流动引入封闭经济的IS-LM模型,分析了开放经济中汇率制度与货币政策和财政政策的关系。根据蒙代尔的分析,在资本自由流动的条件下,如果一国实行固定汇率制,当该国政府采用扩张性的货币政策时,货币供应量增加,本国利率将低于世界利率水平,资本外流,对本币形成贬值压力,为保持汇率的稳定,中央银行不得不干预外汇市场,卖出外币并买入本币,直至本国利率与世界利率一致,资本不再外流,货币供应量恢复到最初水平,这样就意味着原本实行的扩张性货币政策无效。同样,采取紧缩性的货币政策时,中央银行也必须干预外汇市场以阻止本币升值。因此,在固定汇率制下货币政策实效,对收入水平没有任何实质作用。相反,如果一国实行浮动汇率制,扩张性的货币政策对利率形成下降压力,资本流入导致国际收支逆差,本币贬值将改善贸易收支,刺激收入和就业增长。同样,紧缩性的货币政策通过本币升值恶化贸易收支,降低收入和就业水平。因此,浮动汇率制下货币政策独立有效,对收入具有实质性的影响。由此,蒙代尔证明了宏观经济稳定政策的效果取决于国际资本流动的程度,即如果一国政府允许资本自由流动,则只能在汇率稳定和独立有效的货币政策中二选一。也就是说,如果一国政府要同时维持汇率稳定和独立有效的货币政策,则必须对资本流动进行管制。

(二) 资本管制促进国内投资和经济增长

阿拉斯纳和托贝林尼(Alesina&Tabellini,1989)

建立了一个一般均衡模型,分析了存在政治风险时资本管制对国内投资的作用。在其模型中,分别代表劳工和资本家的政党交替执政,但其执政目标相互冲突,即上台后将各自掠夺资本收入或劳动收入,再转移支付给其选民。于是,未来执政党财政政策的不确定性会导致私人资本外逃,使得国内投资数量减少。根据其分析,阿拉斯纳和托贝林尼得出结论,代表劳工的政党通常倾向于实施资本管制措施,约束甚至禁止资本外流,迫使资本家更多地投资国内,从而不仅可以增加国内投资数量,而且扩大了随之而来的税基,可以增加政府财政收入。

托内尔和韦拉斯科(Tornell&Velasco,1992)认为,在产权定义模糊或保护不完善的情况下,资本自由流动会导致国内资本过度投资国外,从而对经济增长和国民福利产生影响。在其博弈模型中有两种技术:一种具有公共产权,它代表发展中国家的国内资产;另一种是私人产权,它受到较好的保护,代表的是国外资产。公共产权下,每个利益集团都有能力从政府那里“挪用”它所想要的转移,并且因为政府每一期必须平衡其预算,于是这种转移会导致政府对国内资产加大征税力度。由此可见,这种力量就通过政府的预算约束赋予了每个利益集团对其他集团资产的公共产权。于是,各个利益集团都担心其国内投资的收益被其他利益集团所“挪用”,从而倾向于将其资本转移至国外某些私人产权保护程度相对较高的地方。因此,如果国外资产的收益率过低,低于国内资产收益率,就会导致错误的资产配置和福利损失。这种资本外逃也减少了国内资本积累,破坏国内经济增长。而且,资本的实物生产力(Physical Productivity)越高,经济增长就会越低。这

是因为在公共产权存在的情况下,资本的生产力越高,国内利益集团的贪婪程度就会有更大比例的增长。因此,在产权不确定的发展中国家和转型国家,通过资本管制来抑制国内资本过度流向国外是非常必要的。

(三) 资本管制应对金融危机

20 世纪 70 年代以来,金融危机频频爆发,导致一系列复杂经济症状出现,带来明显的福利损失,金融危机理论应运而生。目前,共出现了三代较有影响力的金融危机理论。

第一代模型 (Krugman,1979;Garber,andKlamer,1996;Marion,1998;Marion,andOlivier,2000) 也被称为金融危机的“宏观经济基本因素理论”,认为政府扩张性的宏观经济政策与固定汇率维持之间的矛盾导致了理性的投机性攻击出现,由此引发金融危机。第二代模型 (Garber,1984;Obstfeld,1994;Mendoza,2000) 强调多重均衡,认为在政府对多重政策目标的权衡过程中,危机具有自我实现的性质:投资者预期货币贬值,提前抢购外汇,资本流出导致汇率体制崩溃,金融危机提前到来。

第三代模型强调金融机制的作用,将金融危机置于一个完整的宏观经济周期框架中来理解,认为是经济自由化和资本大量流入、宏观经济过热、泡沫经济、财务结构的脆弱性提高、银行信贷资产风险上升,以及因某种触发因素导致金融体系的崩溃。

亚洲金融危机的爆发使得更多的经济学家相信国际金融危机与资本自由流动之间存在紧密关系。

科塞特、普泽蒂和林拜奈 (Corsetti,Pesent&Roubini,1998) 对亚洲金融危机爆发的原因做了深入研究,认为经常性账户不平衡、过度信贷、金融体系不健全以及过多的资本流入共同作用,最终造成了亚洲金融危机。库柏 (Cooper,1999) 研究了东亚金融危机爆发的原因及导致的后果,发现虽然泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国等国家的情况各有不同,但其中共同的原因在于自由流动的资本与金融市场上存在的信息不对称、监管缺陷等相结合,导致了资源配置扭曲、刺激道德风险和过分的投机行为,从而引发金融危机。

雷德里特和萨克斯 (Radelet&Sachs,1998) 以 22 个新兴市场国家 1994-1997 年的平行数据为样本,对新兴市场国家的金融危机进行了经验分析。他们认为发生金融危机的国家并不是从长期上缺乏偿还外债的能力,而是短期的流动性不足。通过国内的金融机构,短期外债被转化为缺乏流动性的长期贷款。这种短期债务与长期资产在期限上的不匹配

性,容易使投资者产生恐慌心理,使得外资撤离该国或该地区,从而导致该国或该地区资产价格的下降以及货币的贬值,出现金融危机。因此,他们坚信,“亚洲金融危机的核心是 90 年代被吸引到该地区的大量资本流动”。罗德里克 (Rodrik) 和维拉斯科 (Velasco,1999) 的研究表明,短期债务与外汇储备的比例是金融危机的预测信号,那些短期外债超过储备额的国家更可能出现突发性的大规模的资本流动逆转,而当资本流动发生逆转时,更高的短期外债比例往往意味着更严重的金融危机。

金洪飞、李子奈 (2001) 等也认为东亚货币危机发生的一个重要原因是危机前过多的资本流入,使得该地区资本效率降低并出现不可持续经常性账户逆差,从而最终导致货币危机。

因此,有理由相信,为减少金融危机的风险一国应实行资本管制。资本管制能防止大规模资本流入导致过度信贷出现,阻止短期借债过多,限制外国债权人从本国撤走的资金数量而减少本国感染金融危机的风险,从而降低金融危机爆发的可能性。而在金融危机时期,资本管制能防止资本持续出逃,消除资本外流对金融机构、资本市场以及本币汇率的压力,使得政府财政政策和货币政策可以直接针对衰退所导致的国内失衡问题,防止实行扩张型政策加重金融危机。

传统上,西方主流经济学家们认为资本自由流动是资源在国家间高效配置所必须的,它必然会带来更高的效率和经济增长。然而,通过对以上理论的分析可以看出,一国政府至少存在三个理由进行资本管制:第一,资本管制可以保证一国同时实现汇率稳定和货币政策的独立性。第二,资本管制有助于阻止资本外逃,使国内储蓄用于国内投资,以提高经济增长和国民福利。第三,资本管制有助于应对金融危机,减少国际金融市场不稳定所带来的冲击,维护金融稳定。

二、资本管制手段

资本管制的手段可以分为两类:(1) 直接管制,包括直接限制资本流动数量、直接对资本交易进行征税、要求将借债总量的一定比例存入本国中央银行(如果这一存款不产生利息,则实际上是对借款进行征税,如智利模式)、直接禁止资本流动等。(2) 间接管制,主要包括:对外汇市场进行干预、调整财政政策以及采用浮动汇率制,等等。在资本管制手段中,人们对托宾税存在较大争议。

20 世纪 70 年代,托宾 (Tobin,1972,1978) 提出,

为防止资本泛滥导致国际金融体系动荡,抑制资本流动的投机活动,应该“向飞速转动的轮子撒沙子”,即通过增加资本流动的成本来减少国际资本流动的破坏力。托宾建议,根据交易额的大小,以对所有外汇交易征收比例很小的税金的方式来增加资本流动成本,以降低资本流动性来换取国际金融体系的相对稳健,这种交易税被称为托宾税。根据托宾的设想,托宾税应该是全球统一的国际税,适用于所有与货币兑换相关的交易,每个国家按其管辖权范围征收,但税收收益最好交由国际货币基金或世界银行来管理。

许多人对托宾税持肯定的态度。他们认为,托宾税能减少金融体系的不稳定性,并且是合理的、可行的。短期国际资本流动对流入国国内经济具有负的外部性,短期资本必须对其外部性进行补偿,而托宾税就是一种合意的补偿方式(Palley,2001)。由于国际上每天的外汇交易量很大,即便很低的税率也能创造出巨大的收入,这笔收入对发展中国家金融创新将是一个非常重要的资金支持。随着先进结算机制的引入,在技术上征收托宾税的可行性会显著提高,而征税成本也将相应降低(Nissanke,2003)。

反对意见主要是针对托宾税的可行性和其实际效果,一方面,要使所有国家联合起来对日交易量巨大的资本交易征收同等税率的税收难度很大,且如何监管以防止偷税漏税情况的发生更是一件难事;另一方面,即使实施托宾税,能否有效抑制短期资本流动、维护金融体系的稳定也存在疑问,至少目前并没有成功的可资借鉴的托宾税实施经验。盖博和泰勒(Garber&Taylor,1995)认为,如果单边征税托宾税,政策基本无效。钟伟(2001)利用木桶原理说明,托宾税作为国内金融监管工具难以监管无国界的资本流动,在国际金融监管方面,托宾税有限度地割裂了国内外资本市场的一体化,使得资本流动一旦越过托宾税的阻碍反倒更具破坏力。而对于发展中国家来说,托宾税的实施更是缺乏相应动力(黄昊、王春红,2001)。

三、资本管制的有效性

学术界对资本管制的有效性并没有普遍接受的定义,但一般都认同从资本管制对资本流动和政府政策目标的影响方面进行考察,强调资本管制在保持国内与国际利率差异方面的作用,并维护汇率稳定、提高货币政策的独立性,阻止资本外逃、保护国内宏观经济和应对金融危机,等等。

(一) 资本管制是有效的

奥布斯菲尔德(Obstfeld,1984)指出,资本管制对一国经济运行主要具有四个方面的影响:第一,虽然个人可以借贷,但私人部门作为一个整体不能转换其对外净债权。第二,虽然个人可以即时转换其资产,但一国实际货币供给总量是事前确定的。第三,随着时间的推移,整个经济作为一个整体可以通过国际收支账户不平衡转换其外币净资产,但在这过程中,中央银行作为公众的媒介将适当购入外币债券。第四,国内均衡实际利率与世界利率之间的差异会扭曲经济,而这些扭曲最终会导致一国经济多重均衡的实现。由此,在奥布斯菲尔德的模型中,资本管制能实现经济多重均衡。

杜雷和埃萨德(Dooley&Isard,1980)对德国政府1970-1974年资本管制的作用进行了经验分析,其研究表明,当局的资本管制政策很大程度上解释了期间国内外的利率差。

开普兰和罗蒂克(Kaplan&Rodrik,2001)比较了马来西亚与韩国、泰国等金融危机后经济的恢复状况,发现资本管制政策加快了马来西亚的经济复苏、减缓了失业率和实际工资的降低、促进了证券市场的好转。

张斌(2003)认为,虽然面临着相当数量的资本外逃,但是从资本管制对稳定国内价格、产出、国际收支平衡和经济增长的贡献来看,中国过去几十年的资本管制是相当成功的。Li-GangLiu和奥坦尼(Otani,2005)利用利率平价理论分析了1999-2004年中国资本管制的效果,认为在制造国内与离岸收益差这一点上,中国资本管制政策是有效的,并且也控制了非法交易。但同时资本管制也存在无效的一方面,即增加了交易成本,降低了市场效率。金莹、李子奈(2005)从货币政策的独立性、资本流动及国际收支三方面研究了中国资本管制的有效性,认为总的来说中国资本管制是有效的,减少了金融市场波动、维护了汇率稳定、促进了国内金融体系的稳定和发展。

(二) 资本管制是无效的

布朗里和米克内里斯(Browne&McNelis,1990)运用时间变量参数估计分析了资本管制前后英国国内货币市场的状况,发现中央银行通过国内货币政策来控制利率的能力是局部的、暂时的,对于大多数资产和负债而言约6个月左右利率平价状况便得以恢复。

卡瓦尔多和加西亚(Carvalho&Garcia,2007)研究了巴西20世纪90年代资本管制情况,认为,对资本流入管制政策的有效性取决于市场规避政策约束

的能力和政府建立抛补利率平价差的能力。其计量分析的结果表明,资本流入管制政策仅能在2~6个月的较短时间内阻止资本流入。在成熟的金融市场上,资本流入管制政策的有效性非常有限。

埃彻格林、罗斯和维普洛茨(Eichengreen,Rose&Wyplosz,1994)研究了资本管制在防范投机性攻击中的作用,认为资本管制不可能保证实行盯住汇率制的国家永久保持汇率不变,也不可能防止投机性攻击,而在投机性攻击出现时也不可能使这些国家避免外汇储备流失或者阻止利率上涨。

因成功抵御1994年墨西哥金融风暴智利的资本管制曾被广泛认为是应对国际资本冲击的有效工具,但近年来的许多研究提出了不同看法。爱德华兹(Edwards,1999)质疑资本管制有效的说法,认为对资本流出的数量管制在很大程度上是无效的。通过对智利资本管制效果进行分析,爱德华兹认为其有效性被夸大。如1978-1982年智利实行了严厉的资本流入管制政策,但在1981-1982年智利仍经历了金融危机,比索贬值近90%。虽然有初步证据表明资本管制有助于降低智利证券市场的不稳定性,但却并没有使智利免受1997-1999年亚洲金融危机的影响,相反,资本管制大大提高了企业的资金成本。冯晓明(2001)认为,资本管制本身并不是抵御外部冲击的灵丹妙药。通过对智利在1978-1982年和1991-1998年期间两次资本管制的经验研究,冯晓明发现,虽然两次资本管制都是采用非补偿的存款准备金制度(Un-remunerated Reserve Requirement, URR),管制目标也相同,但结果却迥异,其原因在于前后实施资本管制的制度背景、金融监管体系不同。因此,智利成功管理资本流入的经验应该是对金融体系的有效监管,而不是资本管制。

综合以上分析可见,从不同的标准来看,资本管制的有效性不同。对处于金融市场开放进程中的发展中国家而言,关键是明确资本有效性的标准,并把握好度。如张斌(2003)提出,应以一个综合体系来评价中国资本管制的有效性,其中包括:保持同种金融工具价格差异的能力、降低货币供给中外汇占款的波动、降低由于资本流动带来的名义汇率和国内价格剧烈波动、防止属于财富转移性质的资本外逃、防止国际资本流动导致的国内资本市场剧烈波动和价格扭曲。

四、资本管制的影响

福兰克尔(Frenkel,2001)等从资本管制政策将提高资本流动成本的角度入手,研究了资本管制对

汇率变动和产出的影响,认为,类似托宾税的资本管制政策确实能减缓汇率的不稳定性,但同时会产生两个副作用。第一,因为征收导致经济出现新的稳定状态,管制政策的实施最初会加剧汇率的不稳定。第二,因为更严厉的交易和支付系统会改变市场对国内资产风险的看法,这将导致国内利率水平提高,从而降低投资,从长期看来会降低收入水平,减缓经济增长。

麦金和罗布森(Makin&Robson,2002)认为只有资本自由流动才能使国民收入最大化,而资本管制由于扩大了国内与国际利率差,提高了外部资本的利用成本,无论以哪种形式实施都会降低国民收入和经济福利。其中,因为具有税收收入效应,征税形式的资本管制(如智利的URR模式)要优于数量形式的资本管制,导致福利的损失相对较小。

埃劳(Elo,2007)认为,资本管制对国外直接投资流入具有非常显著的影响,它使投资者减少投资操作,从而缩短了国外直接投资的生命周期。从国外投资项目的稳定性角度来看,风险越高的国家采用资本管制政策其损失会越大。在短期内,资本管制的国家会面临国外投资的结构性调整,但事实上资本流入总的质量下降了。

福布斯(Forbes,2005)从微观经济的角度分析了资本管制的影响,认为,资本管制政策对微观经济具有深入影响,通常会导致巨大的成本损失。第一,资本管制会减少资本供给,提高企业融资成本。第二,资本管制会减弱对金融市场和政府的约束力,导致资本和资源配置低效率。第三,资本管制严重扭曲了企业和个人的决策。第四,资本管制效果因企业类型的不同而不同,这反应了既已存在的经济扭曲。第五,资本管制政策的执行成本巨大。

可见,虽然资本管制在维护货币政策的独立性和金融体系稳定等方面确实存在一定的有效性,但是大多数经济学家还是倾向于认为资本管制对国民收入和经济福利的影响总的来说是负面的,也有些少数经济学家认为资本管制政策对宏观经济和福利水平的影响不明显,如格利(Grilli,1995)、埃瑞克(EnriqueG.,1995)等就持这类观点。

五、资本管制放松

对于资本账户开放对宏观经济的影响,许多经济学家持肯定意见。如,克莱恩和奥利维(Klein&Olivei,1999)研究了发达国家1986~1995年、发展中国家1976-1995年间资本账户开放与金融深化和经济增长的关系,发现,资本账户开放的国家比资本

管制的国家享受了更深层次的金融深化和更高的经济增长,但只有在制度完善、宏观经济政策合理的环境中资本账户开放才能使一国受益。阿特塔、埃彻格林和维普洛茨 (Arteta,Eichengreen&Wyplosz, 2001) 的研究发现,资本账户开放与经济增长之间存在正相关,但具体影响随时间因素、资本账户开放程度的度量方法的不同而有所差异。爱德华茨 (Edwards,2001) 运用了一个新的跨国指标来分析资本流动对经济增长的作用,其结果表明,那些资本账户开放的国家比限制资本流动的国家经济绩效更好,但只有当一国发展达到一定水平后资本账户的开放性才会与经济增长正相关。艾迪森 (HaliJ. Edison,2002) 等的研究表明,资本账户自由化对经济增长尤其是发展中国家经济增长具有积极影响。

为了最大程度上利用资本账户自由化的收益、控制风险,需要对资本账户开放的模式进行研究。约翰斯顿 (Johnston,1998) 总结了资本账户开放的三种意见。按照传统观点,宏观经济的稳定以及在开放资本账户之前建立国内金融制度、金融市场和金融工具非常重要,因此,资本账户开放应位于一国经济改革计划的最后阶段。另一种看法强调,在缺乏外部压力的情况下,一国的改革会受到很大约束,这种观点认为资本账户应尽早开放,因为资本账户自由化可以充当促进经济改革的催化剂。而中间意见认为,资本账户开放应与宏观经济和结构性改革同时进行,强调国内改革与外国部门的高度协调。

对中国资本账户的开放模式,多数研究者认为应采用循序渐进的方式,在贸易自由化和金融改革达到一定程度后再进行资本账户的自由化。但对资本账户内部的具体排序却存在分歧,仍有待更明确的划分和更深入的研究。如,张志超 (2003) 通过阐述排序理论的相关问题来分析中国资本账户自由化的排序,认为中国资本账户自由化应在金融改革取得一定进步以后再进行,而在资本账户交易领域内可取的排序是:先放开长期资本流动,再放开短期资本流动;在长期资本的范围内,先放开直接投资,再放开证券投资;在证券投资的范围内,先放开债券投资,再放开股票投资;在所有形式的资本流动中,先放开资本内流,再放开资本外流。Li-GangLiu 和奥坦尼 (Otani,2005) 认为,中国资本管制放松应先考虑与经常账户交易相关的资本流动,其次是长期净值交易事项、长期投资交易,最后是短期资本。易纲 (1999) 认为,中国资本项目可兑换应先取消外资直接投资限制,再逐步开放非银行金融服务业、部分开放易于监管的金融服务、小步开放银行业,然后再

开放证券业。

文献的回顾告诉我们,资本管制是一把双刃剑,从维护宏观经济和国内金融体系的稳定、促进国内储蓄用于国内投资增长以提高经济增长来看,资本管制有其存在的必要性。但另一方面,资本管制本身并非灵丹妙药,它作为政府干预经济的一种手段,会对经济生活造成扭曲,导致福利损失。而且,资本管制的有效性在不同管制环境下因管制手段和管制目标的不同也会有所差异。对于发展中国家来说,在资本管制不断面临市场开放的冲击时,必须结合国内经济发展水平、金融体系的成熟状况实施资本管制,以尽可能地减少其带来的国内经济扭曲,实现管制目标。

注释:

详细的综述见刘明兴、罗俊伟:《金融危机理论综述》,载《经济科学》,2000(4)。

参考文献:

1. 黄昊、王春红:《过渡性工具——实施托宾税遏制短期资本流动可行性评述》,载《国际贸易》,2001(5)。
2. 张志超:《开放中国的资本帐户:排序理论的国际发展及对中国的启示》,载《国际经济评论》,2003(1)。
3. 金洪飞、李子奈:《资本流动与货币危机》,清华大学中国经济研究中心工作论文,2001。
4. 刘明兴、罗俊伟:《金融危机理论综述》,载《经济科学》,2000(4)。
5. 易纲、张磊:《国际金融》,517~518页,上海,上海人民出版社,1999。
6. 冯晓明:《资本管制能抵御金融危机吗?——评智利模式的资本管制》,载《国际经济评论》,2001(3-4)。
7. 张斌:《如何评价资本管制的有效性——兼评中国过去的资本管制效率》,载《世界经济》,2003(3)。
8. 金萃、李子奈:《中国资本管制有效性分析》,载《世界经济》,2005(8)。
9. Robert A. Mundell, 1963. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rate." Canadian Journal of Economics. November. 1963
10. Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, 1998. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis. <http://www.nber.org/papers/W6833>.
11. Richard Cooper, 1999. The Asia Crisis: Causes and Consequences. <http://www.economics.harvard.edu/faculty/cooper/papers.html>.
12. Steven Radelet, Jeffrey Sachs, 1998. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. <http://www.ksg.harvard.edu/CID/hiidpapers/bpeasia2.pdf>.
13. Steven Radelet, Jeffrey Sachs, 1998. The Onset of the East Asian Financial Crisis. <http://www.nber.org/papers/W6680>.
14. Dani Rodrik, Andrés Velasco, 1999. Short-term Capital Flows. <http://www.nber.org/papers/w7364>.
15. Maurice Obstfeld, 1984. Capital Controls, the Dual Exchange Rate, and Devaluation. <http://www.nber.org/papers/w1486.pdf>.

(以下文献略)

(作者单位:中南民族大学经济学院 武汉 430074
(责任编辑:N、K)