

金融全球化与发展中国家 资本帐户自由化所面临的挑战

丁志杰

金融全球化是当代国际经济领域的新现象和新问题。面对这一发展趋势,无论是 20 世纪 70 年代作为先知先觉者的南美南锥体国家,还是 80 年代以来作为争奇斗艳者的广大新兴市场经济国家,在开放资本帐户融入全球化过程中,几乎无一例外地遭受到危机的困扰。现实说明金融全球化和资本帐户自由化对发展中国家而言更多的是挑战。本文拟就金融全球化的实质和资本帐户自由化的利弊展开分析,并探讨发展中国家开放资本帐户的安排。

一、金融全球化发展趋势

经济全球化是指由于技术的传播、商品的贸易和资本的流动,各经济体之间越来越相互依赖和相互关联的过程和现象。尽管全球化的概念在 1990 年才首次使用,但是当代全球化进程在第二次世界大战结束后(以下简称战后)之初就已经开始了。战后的布雷顿森林体系建立了以美元为中心的固定汇率制度,同时为维持这种可调整的钉住汇率制度允许各国实行资本管制,因此战后初期的经济全球化是以国际贸易的扩展以及跨国公司的国际化生产为基础的。

20 世纪 70 年代初期布雷顿森林体系的崩溃导致各主要发达国家货币相继浮动,汇率和利率动荡不定,不稳定的宏观经济环境使得起始于美国的放松金融管制很快风行开来,其中包括放松国际资本流动管制。自由化和国际化成为国际金融领域的主旋律之一。因此,以国际资本自由流动为基础之一的金融全球化开始崭露头角,并且很快成为经济全球化的主角。

(一)金融全球化的衡量:金融一体化

实际上,早在全球化这一概念出现之前,人们就已经使用一体化概念来描述不同市场之间的关联程度。不过,起初关注的是一国一体化,即在一个国家内部不同市场的关联程度。80 年代以来人们关注的重点转向不同国家市场之间的关联程度。有关的理论研究主要是经济一体化的概念,以及经济一体化对国家经济政策的影响。这方面的早期研究乃从商品市场联系的角度出发,将经济一体化定义为贸易流量的大小。随着国际资本自由流动成为经济一体化的主要方面,由于资本流动的逆转性使得流量大小很难准确反映一体化程度,因而最近的研究更强调真实市场和金融市场的作用,主要用商品市场和金融市场的一价定律关系衡量经济一体

化的程度,并将经济一体化为商品市场一体化、资本市场一体化和外汇市场一体化。

具体到金融一体化,就是一价定律在不同国家相关金融市场上的表现。金融一体化从性质上看,有狭义和广义之分;从强度上看,金融一体化包括从完全一体化到完全分割等各种形式。

狭义金融一体化也叫直接金融一体化或资本市场一体化,用对金融证券一价定律的偏离表示。在完全的狭义金融一体化条件下,一价定律成立,即在经过必要的风险调整后,投资者在不同市场上投资的预期收益相等,同样借款者在不同市场上借款的预期成本相等。如果预期的风险调整收益差异大于零而小于或等于交易成本,可以说市场是分割的,但是是有效的。对市场参与者而言,有效的概念是指参与者能够充分利用不同国家市场之间抛补套利获得无风险收益的机会,即不存在无风险获利的机会。对这种有效形式的偏离就是一般市场无效。

广义金融一体化不仅包括狭义金融一体化,还包括间接金融一体化。完全的广义金融一体化意味着相关市场的预期实际利率相等。间接金融一体化是指在一国投资的收益间接地与其他国家投资收益相关联的状态。这种影响通过其他两个市场——商品市场和外汇市场间接地对资本市场的一体化起作用。完全的整体金融一体化要求完全的间接金融一体化,如完全一体化的商品和外汇市场,以及高度协调的经济政策以致于政治风险升水为零。

由上可知,间接分割可以由外汇市场引起,这里的外汇市场一体化是指货币一体化。货币一体化不同于金融一体化,统一的货币反映了强的货币一体化,但不一定意味着金融一体化。货币一体化程度间接地影响整体金融一体化,外汇风险的存在可以看作货币分割的表示。在资本市场不完全的直接一体化条件下,由于风险厌恶,价格中包含外汇风险升水。

传统上,用资本可流动性程度和可替代性程度衡量金融一体化。上述衡量方法的优点在于可以通过预期真实收益的差异来表示不同社会市场的分割程度。完全的狭义一体化与完全的资本可流动性是等价的;完全的可替代性包含无风险升水假定,是一个比完全资本可流动性更强的条件;而完全

的广义一体化不仅假定无风险升水,而且认为购买力平价成立。

这里的金融一体化概念考虑了分割产生的市场,而不是分割产生的根源。金融一体化分析的中心是利率和资本流动。由于资本流动被认为是所有市场未来一体化的催化剂和指示器,因此,一般都直接或间接通过各种金融价格从资本流动的角度考察金融一体化。选择利率作为相关变量的原因还有:有关资本流动的统计数据具有不确定性;避免选择资本流动作为相关变量时把利率完全作为政策变量的缺陷。

实证金融一体化的方法主要是以国际费雪效应为基础,检验国际费雪方程式(即在无资本管制和风险中性的条件下两国实际利率相等)、以及偏离的根源。设有A、B两国, i 和 π 分别代表名义利率和预期通货膨胀;下标L代表银行贷款; Δ 代表两国实际利率偏差。则有:

$$\Delta = (i_{AL} - \pi_A) - (i_{BL} - \pi_B)$$
 (1)

可以将上式分解为:

$$\Delta_1 = (i_{AL} - \pi_{AM}) - (i_{BL} - \pi_{BM})$$
 (1.1)

$$\Delta_2 = (i_{AM} - \pi_{AO}) - (i_{BM} - \pi_{BO})$$
 (1.2)

$$\Delta_3 = (i_{AO} - i_{BO} + \lambda_A)$$
 (1.3)

$$\Delta_4 = \pi_A - (\pi_B + \lambda_A)$$
 (1.4)

$$\Delta = \Delta_1 + \Delta_2 + \Delta_3 + \Delta_4$$
 (1.5)

其中,下标M代表国内货币市场;下标O代表该国货币离岸市场; λ 代表A国货币的预期贬值率。

Δ_1 代表两国国内银行贷款利率与货币市场利率的偏差,主要是由官方对银行利率的控制或银行系统的市场惯例引起的。

Δ_2 代表国内市场与离岸市场的偏差,主要是由资本管制引起的。

Δ_3 代表对未抛补利率平价的偏差,主要是由外汇风险升水和市场有效性问题引起的。

Δ_4 代表预期通货膨胀对购买力平价的偏离,主要是由商品市场引起的。

另外,通常用于衡量一体化的指标还有离岸市场抛补利率平价的偏差,主要是由外汇市场的套购引起的。这里用 Δ_5 表示,用 f_A 代表A国货币升贴水率:

$$\Delta_5 = i_{AO} + (i_{BO} + f_A)$$

进一步可以看出 Δ_1 、 Δ_2 和 Δ_5 直接反映狭义的金融一体化程度,即资本市场一体化程度。

关于金融一体化的实证分析很多,其中经典文献有弗兰克尔和麦克阿瑟(1988)对国内和离岸利差(即 Δ_1 和 Δ_2)的分析,以及库拜和奥伯斯特费尔德(1984)、弗兰克尔和麦克阿瑟(1988)对实际离岸利差的分析。对于 Δ_1 ,在已经实行国内金融自由化的国家间,该利差在缩小;对于 Δ_2 ,几乎所有的文献都说明,在80年代主要国家放松资本管制以后,这些利差急剧下降;对于 Δ_5 ,有关证据表明,发达国家外汇管制的解除和弱化很大程度上使得一些短期市场上抛补利率平价成立,但是用于远期外汇交易的期限限制使得中长期市场抛补套购很难进行。

对于 Δ_4 、 Δ_5 ,即实际利率平价偏离,由于预期的汇率变化和预期的国内外价格水平不能直接得到,影响了其分析的可靠性。在用事后数据的情况下,特别是长期市场的实际利差仍然非常大。

概而言之,实证分析表明,主要发达国家短期资本市场的一体化程度已经非常高,相反主要是外汇风险和国家风险的存在阻碍了长期资本市场的一体化进程。因此,下面的分析主要集中于狭义的金融一体化,即资本市场一体化。

(二)金融全球化的其他表现

根据费尔德曼(1986)、利维(1987)以及科什等人(1992)的研究,除了利率分析这种价格方法外,还可以通过有关法律变化和资本流动数量等观察金融全球化的发展趋势。

近年来金融全球化的法律障碍急剧减少,特别是在经合组织(OECD)国家。现在经合组织国家资本管制的程度达到过去50年来最低点。在各国国内金融市场上,各国政府放松管制,减少结构刚性和竞争障碍。放松管制运动(以及先前各国管制程度)在不同国家是不同的。一般来说,包括取消外汇控制,撤销金融中介存贷业务的利率高限,减少和(或)取消对非居民支付的利息预扣税,以及放松诸如商业银行和投资银行、特定金融机构的业务限制等传统的界限。

关于资本流动自由化,美国采取了最激烈的措施,资本流出限制在1974年取消。同一时期,其他石油进口国家也放松了资本管制。第二次放松管制浪潮开始于1979年和1980年初英国和日本的外汇控制取消,日本于1984年和1985年采取的放松管制措施是向金融市场全球化迈出的一大步。其他像德国,资本流动自由化刺激了金融市场开放,导致1981年取消非居民购买国内债券和货币市场工具的限制。事实上,除冰岛等少数国家外,主要发达国家都基本上取消了资本管制,实现了资本帐户可兑换。而且,主要发达国家的资本市场规模占全球资本市场的比重超过90%,因此可以说金融全球化已经达到非常高的程度。

国际资本流动的数量趋势,特别是在20世纪80年代许多经合组织国家的国际资本流动,印证了金融全球化发展趋势。

表1 1997-1996年美、日、德国际资本流动净额
(单位:10亿美元)

	1970-1972	1979-1981	1985-1988	1990-1992	1994-1996
美国	163	-2.36	128.71	55.60	197.87
日本	-4.79	4.77	-75.12	-72.17	-102.6
德国	-0.98	7.57	-37.57	-3.83	14.15

资料来源:国际货币基金组织:《国际金融统计》《世界经济展望》

表1和表2显示了美国、日本和德国等发达国家资本流动净额的情况。资本流动净额水平实际上是经常帐户不平衡的反映。尽管两次石油危机造成发达国家在1973—1975年和1979—1981年间的巨额经常帐户赤字,但是这些国家资本流动净额的快速扩张却是1982年以后的事。以美国为例,1970—1972年间平均资本净流入为16.3亿美元[相当于其国民生产总值(GNP)的0.13%],而在1985—1988年间平均资本净流入128.71亿美元(相当于其GNP的2.93%),在

1994—1996 年间更是有高达近 2000 亿美元之巨的年均资本净流入。

表 2 1977—1988 年美、日、德国际资本流动净额占 GNP 的比重(%)			
	1970-1972	1979-1981	1985-1988
美国	0.13	-0.08	2.93
日本	-1.88	0.48	-3.59
德国	-0.45	0.96	-3.77

资料来源:国际货币基金组织:《国际金融统计》《世界经济展望》。

国际资本流动总额的扩张则更为迅速,它反映的是跨越银行业和证券流动、离岸市场和所在地外国金融机构的进入。例如国际贷款存量,从 1973 年的 1750 亿美元(相当于发达国家 GNP 的 5%)上升到 1989 年的 24900 亿美元(相当于发达国家 GNP 的 17%);国际债券存量,也从 1982 年的 2590 亿美元(相当于发达国家 GNP 的 3%)升至 1988 年的 10850 亿美元(相当于发达国家 GNP 的 8%),而且国际股票交易在 1979—1988 年间以 18% 的速度递增,在 1988 年达到 1.2 万亿美元。

一国国内银行外部金融交易的重要性增加,反映了外国贷款和外国证券购买在银行业务中的比重上升,也说明了金融全球化进程。例如,在 OECD 国家银行部门外国业务的平均比例,只有瑞士稳定地下降,而所有国家外国资产和负债分别从 1970 年的 13.1% 和 13.0%, 上升至 1986 年的 21.3% 和 25.4%。

表 3 10 国集团银行部门外国业务所占比重(%)						
	资 产			负 债		
	1970	1980	1990	1970	1980	1990
比利时	366	527	559	426	633	697
加拿大	198	210	134	143	245	163
法国	158	227	249	170	208	283
德国	87	97	163	56	82	93
意大利	126	85	106	126	127	164
日本	37	43	139	31	73	194
荷兰	270	330	362	259	339	299
瑞典	49	96	177	38	150	450
瑞士	376	347	262	322	251	229
英国	461	647	451	497	675	488
美国	29	131	84	62	99	118

代表日益增加的金融全球化的另一变量是在不同各国市场上非居民的证券品种增加和个人投资者外国购买的上升。在 1980 年主要发达国家居民与非居民之间的跨境股票债券交易总额占 GDP 的比重都不超过 10%, 而到了 1995 年除日本外, 该比率都超过了 100%, 在意大利甚至达到 250%。

表 4 1980—1995 年主要发达国家股票债券跨境交易占 GDP 的比重								
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
美国	90	35.1	89.0	95.6	106.6	128.8	131.1	135.5
日本	7.7	63.0	120.0	91.9	71.8	77.8	60.0	65.7
德国	7.5	33.4	57.3	55.6	85.2	170.8	159.3	168.3
法国	—	21.4	53.6	78.7	121.8	186.8	201.4	178.2
意大利	1.1	4.0	26.6	60.3	92.1	191.9	206.8	250.9
加拿大	9.6	26.7	64.4	81.3	113.2	152.9	209.7	192.0

资料来源:《国际清算银行年报》,第 66 期。
在主要金融市场上,外国金融机构越来越多地参与当地

市场,也显著地增加全球化和一体化水平。在工业化国家外国银行机构的数目急剧增加和其资产占总资产的份额越来越高,提供了最明显的证据。

总之,上述分析表明,从法律限制和资本流动数量来看,金融全球化进程在最近 20 年里明显具有加速趋势,而且其程度要远比一体化的利率分析表明的要高得多。如果把金融一体化看作是金融全球化本质面,那么这里分析的就是金融全球化现象面。正由于当代金融全球化这种本质与现象的不统一、质与量的反差,一些经济学家高呼全球化的影响被夸大,但是又不能不正视全球化对世界经济乃至社会生活各个方面的冲击和渗透。经合组织前首席经济学家奥斯特在 1990 年使用全球化这一概念而不是一体化,也正是这种矛盾的反映。

(三) 金融全球化动因的几种解释

1. 技术进步。通讯和数据处理技术的创新使得金融机构能够根据宏观经济条件变化而调整。这些创新允许更快、更省的信息传输和金融交易成本。从 1960 年到 1985 年,通讯和数据处理成本每年分别下降 15% 和 25%。这有利于新的金融产品开发,扩大了金融机构活动市场的地理和产品范围,并使金融机构能够提供成本有效的竞争性的服务。另外,成本下降和通讯范围扩展使得新的金融工具提供者能够服务于以前封闭市场上的最终用户。到 90 年代初期,在一些市场上世界范围的交易就可以瞬间完成。

因此,很多人将金融全球化归因于通讯和计算机技术的发展,认为金融全球化是一种不可逆转的趋势。有人说,不管我们愿意与否,金融机构和市场的全球化是一个现实,任何管制和立法都不能改变之。

然而,也有很多人反对这一观点。有人认为,与 19 世纪 80、90 年代相比,现在的金融开放程度并不高,也就很难找出便利货币资产转移和交易的技术创新的作用。货币是观念的,计算机技术更多的是增加处理交易的数量和用于分析的数据,代表着资本对劳动力的替代,这仅仅是规模和成本的问题。对金融一体化的关键约束不是数据处理能力,而是通讯速度。如果在不同地方的两个人能够同时得到同样的信息,那么他们就是同一市场的一部分。在他们看来,在这个意义上讲 18 世纪的阿姆斯特丹、伦敦和巴黎近乎同一市场。1866 年越洋电报开通后,纽约和伦敦之间的同一时间就是几分钟。因此,他认为 100 年前电话和电报的应用是统一金融市场的关键事件,金融的基本范式已经很好地建立起来,自从那时起变化就不大。

有些学者在分析股票市场交易全球化时也得出类似的结论。将近一个世纪以前大西洋海底电缆使得伦敦与纽约的通讯时间从几天缩短到几分钟,比较而言现在的信息技术进步并没有如此显著。因此,他们认为技术发展在股票市场交易全球化中起到一定作用,但是不能夸大,其主要推动力不是技术发展而是其他因素。

2. 放松管制。放松管制包括取消外汇管制和对国内金融市场放松管制。放松管制的理由是多方面的。第一,OECD 成员国政府承诺放松管制。为了取消结构刚性,提高资源配置

效率,给储蓄者和投资者提供新的机会,国内金融市场自由化是关键。第二,为了吸引外国投资者为扩大的财政和贸易逆差融资,70年代的外部冲击导致的宏观经济不稳定对各国管制当局放松管制控制形成了巨大压力。最后,为了避免国内金融体系不同部门的市场份额剧烈变动(脱媒)以及担心与管制少的外国市场相比失去太多的市场份额,对决策者放松国内金融市场管制形成了压力。

大多数发达国家的放松管制运动,或者避免了投资资本的巨大流出,或者吸引资本融通新的投资,导致整个70年代和80年代初期主要金融市场上的竞争性放松管制。例如,在美国于1974年取消资本流出控制后,作为反应,德国和瑞士很快也取消了资本流入限制,以避免其不利影响。另一个非常突出的例子就是1986年10月的伦敦金融城大震。其基本原因是1979年英国外汇管制的取消以及随后国内资本市场面临的国际竞争压力,这和1975年纽约证券市场放松管制一起,使得当局担心由于太高的手续费和太少的证券公司资本而使伦敦失去其海外业务,因此取消固定佣金制并实行双重身份制度。

从政治经济学的观点来看,70年代管制环境变化和放松管制运动意味着,在政府与银行的较量中,金融利益集团占了上风。鉴于20世纪30年代大危机的教训和经验,美国等发达国家加强了对金融业的管制,特别是对银行业的管制更为严格。对于银行和其他金融机构来说,政府的作用具有双重性:一方面为其提供有利可图的业务、保护和支持;另一方面是对其生存的潜在威胁。在1950—1970年期间,大多数发达国家的银行与政府关系大体上保持平衡:政府实施货币和经济政策控制,同时对银行体系提供有限的支持;银行可以自由经营和竞争,但是必须在官方管制范围内。70年代以来情况发生了变化,政府巨额赤字需要银行支持,银行和其他金融机构在三个方面有效地扩大了对其政治支持的权利:第一,对银行对其他国家的政府特别是发展中国家的债权提供支持;其二,对银行提供公共安全网体系,如中央银行最后贷款人作用和挽救清偿能力或偿付能力不足的银行;其三,创造公平竞争环境,即政府支持银行间及与其他金融机构的竞争,取消外汇管制以创造一个全球市场。因此,主要发达国家在放松或取消管制时,没有撤销相应的保护和支持手段,或者建立新的管制措施取而代之。

如果说技术进步是金融全球化的推动力,那么从国际竞争性放松管制和国内金融利益集团对政府的压力来看,放松管制就是金融全球化的拉动力。在当代金融全球化进程中,金融一体化程度和其他金融化现象之间的差异,也许正反映了这种外在因素的作用。如果金融全球化主要表现为取消资本流动限制和资本流动规模上,那么金融全球化就不一定是不可逆转的,其条件是国际协调合作取代竞争性关系或政府在银行家的较量中重新占得上风。30年代大危机造就了金融管制,70年代浮动汇率造就了金融全球化,起码应该看到一点:未来就是过去的历史。

3. 机构投资者的兴起。在金融市场的诸多结构性变革中,机构投资者(养老金、保险公司、慈善基金和互助基金)数

量快速增长是金融全球化的另一主要推动力。1980年这些机构持有1.9万亿美元资产,1990年上升至6.3万亿美元。5个主要发达国家的养老金、保险公司和共同基金所管理的资产在1993年将近13万亿美元,同年全球股票市场资本价值为14.1万亿美元。经合组织公布1995年七国集团中,机构投资者的资产价值为20.6万亿美元。从另一个角度看,1955年这些机构持有在美国交易的股票价值的23%,1990年上升至约50%。80年代中期,这些机构在开始追求资产国际多样化政策,进入国际股票投资阶段,结果买卖股票的国际资金量增加很大。这种投资的一种主要形式是养老金。不仅养老金的资产增加,外国证券占总资产的比重也增加。1980年,私人部门养老金资产中的外国投资为194亿美元,1985年和1990年底分别达到846亿美元和2800亿美元。

表5 机构投资者持有的外国证券占资产的比重(%)						
	1980	1988	1990	1991	1992	1993
养老金						
加拿大	41	53	58	85	102	103
德国		38	45	45	43	45
日本	05	63	72	84	84	90
英国	101	165	180	208	220	197
美国	07	27	42	41	46	57
人寿保险公司						
加拿大	33	19	16	19	23	18
德国	06	06	10	10		
日本	27	142	135	125	114	90
英国	55	95	108	124	127	116
美国	41	36	36	36	37	
共同基金						
加拿大	199	195	175	162	167	171
德国			563	535	476	452
日本		91	79	130	99	
英国			371	392	379	360
美国				66		101

资料来源:国际货币基金组织:《国际资本市场发展、前景与政策》,1995年8月。

无论是在这些机构投资者国内金融市场上,还是在国际金融市场上,机构投资者都具有举足轻重的地位,并在金融全球化进程中扮演重要的角色。作为金融市场自身的一个重大变革和发展,机构投资者改变了市场投资决策行为和方式,从根本上影响了金融全球化趋势。1997年亚洲货币危机使人们再次关注机构投资者对金融稳定的影响,机构投资者造成金融动荡的途径有两个方面:一是由于资产规模大,其资产组合调整本身会影响金融市场;二是机构投资者的市场影响容易产生示范效应和“羊群效应”;而且,机构投资者有可能操纵市场。

机构投资者与金融稳定问题之间的关系现在还很难说清楚,但是亚洲货币危机显示了一点:金融危机是金融全球化最大的障碍,甚至是金融全球化进程的刹车阀。

(四) 金融全球化与发展中国家

前面的讨论基本上集中于发达国家。事实上,许多发展中国家积极参与和努力融入金融全球化进程。在许多发展中国家,由于国际贸易的扩张、生产国际化的加速、通讯技术的进步和以外币标价的金融工具的合法化,导致事实上的资本帐户自由化。而且,早在70年代,一些发展中国家就开始进

行国内金融改革,即所谓的金融深化,同时也放松了资本管制,开始允许资本有限地自由流动。这些国家包括乌拉圭、智利、阿根廷等拉美南锥体国家和亚洲的印度尼西亚等。然而不幸的是,除印度尼西亚之外,其他国家的资本帐户自由化改革都因为经济金融危机而搁浅。这些国家改革的失败使得资本帐户自由化在发展中国家声名狼藉。

由于70年代末期美国、日本和英国等主要国际金融市场相继取消管制,金融自由化浪潮随后在其他发达国家掀起。1982年发展中国家债务危机爆发,美国出台了所谓的“贝克计划”,对同意实行金融放松管制的国家提供债务减免。因此,到80年代中期以前,除了中国和印度等极少数大的发展中国家是在没有国际压力的情况下开始改革和自由化的,大多数发展中国家是抱着不情愿和怀疑的态度来对待这种变化的。甚至连联合国世界发展经济研究所的一份报告(1991)也认为,金融自由化的利益是不可捉摸的,成本是巨大的。发展中国家的决策者主要担心资本外逃、政策失效和汇率不稳定等现实问题。在全球水平上,金融自由化导致了不稳定投机和金融恐慌。

80年代中后期,以韩国、新加坡、中国香港和中国台湾省为首的实行出口导向型经济发展战略的新兴工业化国家的成功,使得发展中国家决策者重新审视资本帐户自由化的作用。同时,许多发展中国家正在进行市场化改革,实行开放政策往往作为改革者决心的信号,其中包括有限地融入国际资本市场。因此,80年代中后期不少发展中国家都开始了资本帐户自由化改革的探索,这些国家与国际金融市场的联系越来越密切。这些国家的特点是收入水平较高,实行市场化改革,被称为新兴市场经济国家。

正是广大发展中国家的广泛参与,对内实行市场化金融变革,对外放松国际资本流动管制,参与国际金融市场活动,融入世界金融体系,才使得这一席卷不同发展阶段国家的浪潮发展成为金融全球化趋势。

伴随着发展中国家改革的深入和经济发展,90年代流入这些国家的国际资本激增,形成了可与金本位黄金时期(1880—1914年)相媲美的资本流动浪潮。在1996年流入新兴市场经济国家和地区(阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、香港、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、新加坡、南非、中国台湾省、泰国、土耳其和委内瑞拉)的资本达到了创记录的2352亿美元。

表6 新兴市场经济国家和地区的私人资本流入
(10亿美元)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
总净额	45.7	139.8	133.4	161.0	147.0	192.8	235.2
外国直接投资	18.8	32.1	37.9	56.9	75.5	87.3	105.9
资产组合投资	17.0	39.7	59.2	106.8	97.2	31.6	58.7
其他投资	9.9	68.0	36.3	-2.7	-25.7	73.9	70.6

资料来源:国际货币基金组织:《国际金融统计》《世界经济展望》。

然而,发展中国家资本帐户自由化在90年代后半期不是一帆风顺的,在接受巨额资本流入的同时,也遭受到了严

重的资本流动逆转引致的危机的袭击,1994年墨西哥危机还未平息,一场程度更严重、影响更深远、波及更广的危机从亚洲开始了。

危机的教训是深刻的,国际社会应该重新慎重考虑如何对待发展中国家资本帐户自由化问题,诸如资本帐户自由化的利弊、前提条件、顺序,同时应该充分考虑各国的具体情况和尊重各国自由的选择。

二、发展中国家资本帐户自由化的利弊

(一)发展中国家资本帐户自由化的利益与风险

1. 资本流入与产出。传统的静态福利分析认为,国际资本流动能够提高世界产出水平和福利水平。如图1所示的两国简单模型。在资本不流动的情况下,两国资本只能按照不同的边际效率进行生产,世界总产出为OBHA + O₁CGA;在资本自由流动的情况下,资本从资本富裕国家即资本边际效率低的国家流向资本稀缺国家,最终达到均衡点E,这时世界产出增加了EHG。

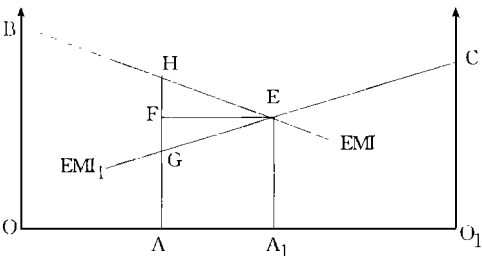


图1 国际资本流动的福利效应

一般来说,相对于发达国家,发展中国家是资本稀缺国家,其资本收益率较高,因此在资本自由流动情况下,资本流入发展中国家。如果发展中国家能够按照固定的世界利率不受限制地吸引资本流入,图1中资本存量从A点扩大到A₁点是有利的。在A₁点资本的边际效率等于世界利率,国内生产总值GDP增加了EHAA₁,其中EFAA₁作为利息支付给国外的资本要素,剩下的EHF是由于本国资本存量扩大而劳动力需求扩大带来的国民生产总值GNP的净增加。

这里的分析倾向于自由化生产性外国资本流入即外国直接投资,而不是自由化金融资本流动或者整个资本帐户。实际上是假设外国投资者带来资本品,带走剩余产品,这样就解决了转移问题,由于劳动力需求提高而使该国生活更富裕。按照这种分析,金融资本流动提高福利仅限于导致资本存量提高。

这种分析暗示需要的仅仅是更多的外国资本。外国资本的流入既可以通过政府中介,也可以通过私人经济单位中介。按照汉森(1994)的定义,资本帐户自由化是指个人和公司可以自由地进入国际金融市场,而不必由政府中介国际资本流动以平衡私人储蓄和投资的差额。既然外国储蓄可以通过政府对外借款中介,因此分析并没有说明对所有参与者开放资本帐户的意义。

另外,这种分析忽视了经常帐户开放和资本帐户开放的替代性。萨缪尔森(1948)指出:商品运动几乎可以替代要素运动。从这个角度看,如果贸易最初不能实现要素价格均等,

这导致要素移动消除差异。在达到要素比例均等之前,商品贸易将均等化要素收益,或者减小了差异以致于转移另一个单位要素的成本大于期望在国外获得的高收益的贴现现值,那么要素移动将停止。这样,经常帐户自由化降低资本富裕国家资本的利率,而另外一个国家则上升。也就是说,在标准的贸易模型中资本帐户自由化和经常帐户自由化是可替代的。如果经常帐户是完全开放的,就不需要资本帐户自由化来达到收益均等。

2. 资本流入与消费的跨期调整。发展中国家资本流入的另一个收益来自国际资本流动能够改变吸收的时程。假设跨期的投资是给定的,改变吸收的时程意味着消费的跨期调整。如果资本流动是逆周期的,那么资本流入就能够平稳吸收进而消费,这意味着福利的提高。

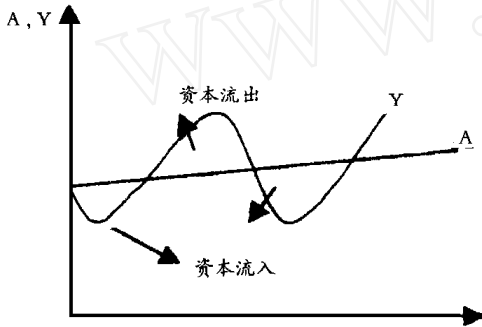


图 2 a

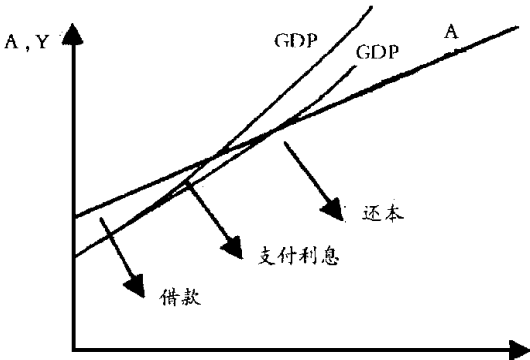


图 2 b

图 2 改变吸收时程的资本流入

在两种条件下资本流入发挥稳定消费的积极作用: 周期性波动和由国外储蓄推动的增长。在(外部)周期性冲击影响贸易条件、产出或者国外需求时, 如果有可能在收入下降期间对外借款, 而当收入恢复后再偿还, 那么小于可支配收入波动的消费是理想的。这种资本流入的积极福利效应同样适用于国内冲击。如图 2. a 所示。

稳定消费的作用也可以出现在增长的背景下。如图 2. b 所示, 为了实现最初的经济增长的可能, 必然要付出成本例如减少消费, 为了在以后各期均摊成本, 可以在最初向国外借款, 保持一定的吸收和增长水平。在经济发展到一定阶段, 如收入超过吸收, 再偿还借款。

同样, 理论上仅仅认为资本流动可以减少生产和消费之间的跨期差异的成本, 并没有说资产帐户完全自由化是必需的。另外, 在周期性波动中, 外汇储备也可以用以平稳消费,

即把图 2 · a 中资本流入、流出改为储备减少、增加, 而且这也是各国持有外汇储备的一个重要理由。

3. 资本流动与资产组合多样化。资产组合理论涉及到资产组合的选择和系统的风险分散问题, 其基本思想是: 投资者试图在各种可供选择的资产之间按照效用最大化的原则, 对金融资产来说就是风险一定收益最大或者收益一定风险最小, 来分配其财富。一般地, 用收益的离散程度即标准或方差来衡量资产风险。根据马科维兹准则, 通过持有多样化的资产可以减少风险水平而不一定降低预期收益, 如果资产之间相关程度越低(从 1 到-1), 风险减少的程度越大。

资产组合理论对国际资本流动具有重要的意义。因为不同国家之间资产收益的相关性实际上远比同一国家内部的资产之间的相关性低, 所以各国投资者都希望将其财富的一部分投放在其他国家的一些资产上, 从这种资产国际多样化和风险分散中获得潜在的财富收益。

资产组合理论强调通过金融市场, 包括国际金融市场来多样化投资组合分散风险的作用。这类似于商品国际贸易, 也就是说, 如果不同国家转移或承担风险的价格不同, 那么可以从金融资产国际贸易中获益。所有反对限制商品国际贸易的论点同样可以用于金融资产国际贸易上: 类似地, 所有商品自由贸易的利益陈述也可以用于风险资产的自由贸易利益。

资产组合理论是对资本流动传统分析的一个主要改变, 因为它没有将开放资产帐户的福利涵义与其投资效应联系起来。允许资本流动即使没有影响储蓄投资, 也就是说私人资本帐户资本流入和流出正好平衡, 资本流动净额为零, 经济中私人部门也能从风险资产贸易中获益。这说明通过私人部门直接参与国际金融市场而不是政府的中介, 可以有效地增加收益, 从而符合前面的资本帐户自由化定义。

4. 资本外逃和永久性资本管制。担心资本外逃和储蓄流失是发展中国家开放资本帐户的主要疑虑和实行资本管制的主要原因。资本流出导致资源流失和错误使用的理由有(Carncross, 1973): (1) 国内投资对增长的重要性; (2) 资本出口与贸易条件的不利变动相联系, 进口价格的急剧上升削减真实工资, 大部分贸易条件变化的负担落在工资收入者的身上; (3) 投资国的投资收入的税收收益流失; (4) 超额信贷效应。

如果担心储蓄流失是正确的, 那么这个国家的收益率低于世界其他国家, 然而一般认为发展中国家资本—劳动比率低于发达国家, 这意味着没有资本流动时发展中国家收益率高。

基本的国家风险和国家政策并无关联, 它是国内收益率高于世界的发展中国家资本流出的一个可能解释。例如, 出口单一国家的借款人在国际市场上面临与单一的出口品价格风险相关的风险升水, 居民试图将资产分散在不同风险的资产上。因此, 开放资本帐户可以吸引投资者通过购买不同风险—收益转换的资产以多元化资产组合而不仅盯住国内, 资本流出肯定发生, 但是资本帐户应依赖于流入和流出差额, 以及该国允许外国投资者持有的工具的吸引力程度。

税收和税收风险可能是解释资本从抵补基本国家风险后高收益率国家流出的矛盾现象的主要因素。对投资者来说,发展中国家高税收和潜在税收,包括可能的没收,很容易抵消资本和金融资产高于国际水平的收益部分。

除了简单的收入税外,金融工具的税收还有很多的形式。例如,通货膨胀是对所有有息和无息金融工具的税收,无偿或者有偿的准备金要求是征收通货膨胀税的另一种方法。准备金要求隐含的税收可能落在存款人也可能落在借款人身上。例如,在开放的资本帐户条件下,银行的存款人要求与国际利率相等的存款利率,这意味着准备金要求造成的高于国际水平的成本完全反映在信贷利率上,这里信息的不同减少了国内外银行在信贷方面的竞争大于吸收存款竞争。高的信贷利率的结果是,外国银行机构直接从母行增加信贷,因而产生资本流入;能从国外借款的公司将对外借款,这是资本流入的另一条渠道。

潜在税收的风险和实际税收差异说明了资本外逃的合理性。高的未来税收的潜在性意味着,在潜在资产持有人心目中,国内金融资产必须加上风险升水以便和世界其他资产相等。也存在国家对国际义务违约的风险,并且高于与单个项目相联系的风险。这样就有各种各样风险升水:与税收形式差异联系的风险升水,通货膨胀、汇率、利率变动差异造成的风险升水。这些风险及其变动,是不同国家金融资产不完全替代性的一个原因。这样的风险升水有真实成本,降低了国内资本—劳动比率,使得国内消费低于其应有的水平。因此,减少风险升水的政策趋向于提高 GNP。

简而言之,国家风险解释了开放资本帐户为什么导致资本从潜在高收益率的国家流出。为了对国内资本征收高于国际水平的税收,资本管制是必要的。为了阻止实际的或潜在高税收引起资本流出需要一定程度的资本帐户封闭,为了抵消资本管制对资本流入的潜在影响需要法律安排,能够做到这些则资本管制的潜在负面影响可能被部分抵消。这实际上是开放资本帐户的成本。

但是资本管制的反对派认为,事实上的资本国际化是否已经使得对资本征收困难。资本管制可能刺激国际化国内资本的企图——通过建立资本国际转移的渠道。资本管制时间越长,其漏洞也越多。如果资本能够相当自由地国际流动,则保持资本帐户封闭的法律仅仅是国内资本家的障碍物,这鼓励腐败。保持这种无效的法律不是不开放资本帐户的正当理由。

更有甚者,既然资本管制仅仅部分有效,那么它们改变了资本税收的影响方式。一些类型资本国际化比较困难,一些投资者和储蓄者很难进入国际资本市场,它们更容易受资本税收影响。如果事实上国际化的资本属于富人所有,那么资本管制连带的资本税收,其有利的分配涵义减少甚至逆转。因此,赞同开放资本帐户的一个观点就是,允许所有的人而不仅仅易于得到外汇的人,减少储蓄的税收负担,如通货膨胀税。

5. 资本流动与政策效应约束。资本帐户自由化限制政府政策的一般依据是使得避税成为可能。开放资本帐户,经济

单位容易将资产组织国际化以避免实际的或潜在的高税收,限制了政府对资本中金融资产征税的能力。尽管在封闭经济中经济单位也可以避税,例如通过生产和消费中低税率商品来替代高税率的商品,但是开放经济中可供选择的方法更多。

另一个广为人知的例子是蒙代尔的分析,固定汇率、资本帐户开放和国内外资产完全替代的小国经济中,货币政策是无效的。在蒙代尔模型中,国内利率通过国际资本流动固定,国内信贷增长的变动不能影响利率,这样货币政策无效。政策无效经常被认为是开放资本帐户的成本。

赞成资本帐户自由化的观点认为,资本帐户开放只能降低而不能消除政策工具的效果。在蒙代尔模型中,即使利率由自由国际资本流动决定,价格粘性和财富效应意味着货币在决定产出中的作用。另外,不完全的资产替代性意味着货币政策能够影响国内外利差(风险升水),从而甚至在完全开放资本帐户下能够改变国内利率。如果资本帐户开放仅仅改变政策变量的效应程度,即影响所谓的货币乘数,那么制定政策的能力不受影响,即加大货币政策工具的力度可以达到预想的效果。

克服政策效应损失的一种方法是使用其他工具达到或强化一种政策工具的效应。例如,就蒙代尔模型而言,使用浮动汇率代替固定汇率,恢复货币政策的效应。这样,恢复货币独立性的成本是政府放弃名义汇率控制,允许货币自由浮动。

对于某些政策工具来说,资本帐户开放反而加强其效果。例如在蒙代尔模型中,在开放资本帐户下财政政策的挤出效应变小,效果增强。要控制总需求的短期波动,财政政策不仅可以替代货币政策,而且由于资本帐户开放会强化其效果。因此,考虑货币政策效果下降的成本要同时考虑财政政策效果加强的收益。

另一个更基本的问题是政策工具效果的变化是否代表一种成本。如果开放资本帐户使得居民低成本地逃避通货膨胀税,或者其他扭曲的税收,如果从个人角度定义社会成本,开放资本帐户反而是一种收益。

6. 资本流动的不稳定性。另一个反对资本帐户自由化的观点是,资本自由流动导致更大的不稳定。热钱的流动,不仅抵消货币政策,而且带来名义和真实汇率、利率和产出的剧烈变动。

经济理论指出,资本流入可能针对贸易条件冲击而变动。而且,许多国家在债务危机期间的经验表明,资本帐户引起的进口变动仅仅部分来源于热钱问题。80年代重债的中等收入国家的债务问题反映了在中长期流入和短期流入期间,首先是债务增加至不可持续水平,出现超额借贷现象,然后是贸易条件崩溃,真实利率上升,同时流入剧降。最初的流入反映了借款国不可持续和矛盾的宏观经济政策,工业化国家快速的货币增加,以及石油出口国案例中的有利的贸易条件。

不稳定争论的正确与否,不仅在于资本流动对国际价格是顺周期还是逆周期运动,也在于国内波动的主要来源是内

部的还是外部的,这类似于赞成和反对弹性汇率的争论。如果波动的主要来源是世界其他部分储蓄和投资率的变动,或者世界其他部分对该国国家风险估计的变动,在实行固定汇率制度的经济中,那么开放的资本帐户增加波动(撇开冲击吸收问题),因为冲击同时影响资本帐户和经常帐户。然而,如果冲击的主要来源是国内储蓄和投资差额的变动,比如由不稳定的国内政策引起,那么资产流动减小产出的波动。而且,开放的资本帐户使得征收通货膨胀税和执行独立的货币政策变得困难,如果政府间断性运用通货膨胀税,但被迫保持开放的资本帐户,那么此时将导致一个更稳定的政策框架,因为使用通货膨胀税的刺激减少。因此,关键的问题是国内财政和货币政策是抵消还是引起国内经济的波动。

(二) 来自经验的直接证据

1. 投资储蓄的相关性与资本帐户自由化的产出效应。发展中国家开放资本帐户,由于其国内资本相对稀缺而利率高于世界水平,将导致资本净流入,从而提高这些国家的产出水平和经济增长率,这是资本帐户自由化拥护者的一个理由。

资本帐户自由化能够加速本国经济发展,可能的途径很多,如提高投资质量、优化资源配置等,但提高本国投资水平是最直接和最根本的。在开放经济中,本国投资不再仅仅依赖于国内储蓄,还可以依靠国外储蓄的流入,这样在封闭经济条件下投资等于储蓄(国内)的关系不再成立,也就是说在开放经济下投资与储蓄不再完全相关。

从理论上讲发展中国家也是如此。发展中国家开放资本帐户,打破了传统的投资与储蓄的关系,摆脱了经济发展中资本短缺的瓶颈约束。

然而,有关投资储蓄相关性的计量分析发现,80年代以来,世界各国包括发达国家,投资与国内储蓄是高度相关的;对发展中国家来说,十几年来投资与国内储蓄的相关度没有明显的下降。这一证据表明,对于发展中国家来说,资本自由流动并没有显著提高其投资水平,投资水平的高低最终还是取决于国内储蓄,理论上投资自由流动的产出效应在实际中并不明显。一种可能解释是,发展中国家利率高出世界的部分不能弥补国际资本市场对其风险升水评价,资本流入净额很小甚至是负数。

资本帐户自由化提高产出另一途径是提高国内储蓄水平,并推动投资水平。格普塔和伊斯拉姆(1984)根据52个国家的数据作了一个重要的统计研究,发现除了援助以外所有其他类型的外资,都往往对国内储蓄有负效应。

2. 资本流动的周期性特征与平稳消费效应。逆周期性的资本流动是其发挥平稳消费效应的根本条件:在经济处于衰退、增长放慢阶段,资本净流入以弥补收入下降造成的支出缺口;在经济处于高涨、增长加快阶段,资本净流出以使支出的增长不至于过快。

逐利是资本的本性,追求高收益是资本流动的根本动因。在资本帐户自由化条件下,资本流动一般是顺经济周期的。发展中国家经济高涨意味着高收益,也就意味着资本流入;经济衰退意味着低收益,也就意味着资本流出。顺经济周

期的资本流动不仅不能发挥平稳消费的作用,反而加深了发展中国家经济的波动。

要通过资本流动来平稳消费,需要发展中国家政府采取逆向调控:在经济衰退阶段提高利率吸引资本流入。80年代许多重债国的情况说明,支付的利率高于投资的收益率是外债积累和债务危机的前兆。而且,高利率会加深经济的衰退程度,不利于经济走出低谷。

另外,往往是发达国家的经济周期决定资本流动的周期性。发达国家经济衰退,利率下降,大量资本从发达国家流出,流向发展中国家。一旦发达国家经济增长恢复,资本流动发生逆转,又从发展中国家流向发达国家。从国际资本偏好来看,发展中国家更多地是储蓄池和缓冲区。

3. 发展中国家资本帐户自由化的外部性与发达国家。发展中国家开放资本帐户存在着强烈的外部性,不仅影响其自身,还会涉及发达国家。基于这一点,发达国家和一些国际组织把发展中国家资本帐户自由化看作是具有某种公共物品特征的国际事务,而不仅仅是发展中国家自身的问题。

资产组合理论认为,在国际范围内多样化资产组合能够有效地降低风险或提高收益。而且在金融全球化和一体化发展浪潮中,一个突出的特点就是机构投资者的资产组合多样化。

对于发展中国家投资者来说,由于收入、财富水平和投资技术的限制,资产组合国际多样化还停留在初级阶段。来自发展中国家的国际投资资金的主要投资形式是金融中心银行存款、发达国家政府债券等一些保守型投资,一方面限制了其多样化程度,另一方面为发达国家的金融机构提供了广泛的业务机会。

受金融发展程度的制约,发展中国家的机构投资者如共同基金、养老金以及保险公司等还很不发达,难以有效地进行资产组合国际多样化。有能力进行资产组合国际多样化的发达国家机构投资者吸引了一大批来自发展中国家的资金,从而进一步推动了这些机构投资者的壮大。

发展中国家资本帐户自由化提高了主要发达国家货币作为国际货币的收益。实行浮动汇率并没有如理论预测那样减少外汇储备的需求,相反发展中国家外汇储备增长速度加快,以亿万美元计的外汇储备为主要发达国家带来了巨额的“铸币税”。90年代初期,经历资本流入浪潮的发展中国家因为外汇的储备的增加,承担了大约200亿美元的损失。一些进行资本帐户自由化的发展中国家出现了“美元化”现象,扩大了主要发达国家货币的流通范围。一份关于非正式市场的研究报告(1983)显示,80年代初期,美元通货头寸大约有1539亿美元,美国居民只持有180亿美元,一部分美元通货放在美国以外的工商企业、政府和非盈利机构的保险箱里,还有大约1180亿美元的通货大多流失在美国国外。

4. 资本帐户自由化的非均衡性。国际货币基金组织总裁康德苏屡屡强调,开放资本帐户不是零和博弈,发展中国家和发达国家都能够从一个全球一体化资本市场中获益。但是问题的关键在于在现行的国际经济秩序和国际货币体系下,能否保证全球化的利益与风险在不同类型国家之间公平、合

理的分配。

由此引发的一个论题是资本帐户自由化的非均衡性,即不同发展层次的国家,特别是发达国家和发展中国家之间,开放资本帐户的利益与风险是不对称的。

关于资本帐户自由化利益与风险的非均衡性前面分析中已有提及,例如风险升水的存在使得发展中国家以高于世界利率和发达国家利率的成本吸引资本流入;资产组合国际多样化提高了主要发达国家金融中心的地位和扩大了其金融机构的业务;发达国家输出国际货币获得铸币税,而发展中国家则输入货币缴纳铸币税,等等。

除此之外,这种非均衡性还表现在政策效应约束方面。在资本自由流动条件下,用浮动汇率替代固定汇率,可以获得货币政策的自主性。70年代开始,发达国家先后实行了浮动汇率,而发展中国家开始采取各种较大弹性的汇率制度则是80年代的事,整整晚了10年。这主要是由于经济规模、贸易开放度、进出口地区和商品多样化程度、国内经济结构等因素的制约,使得发展中国家更倾向于使用固定汇率,强化了其资本帐户自由化的货币政策约束,加剧了内外均衡的矛盾和调整难度。从理论上讲,在资本自由流动时财政政策更有效,但是发展中国家财政赤字往往导致不可持续的贸易逆差累积,从而限制了其使用力度。

资本流动的不稳定性影响也是非均衡性的一种表现。在开放经济中,一国遭受的冲击不仅来自内部,而且越来越多地来自外部。资本流动的不稳定性主要在于资本流动的易逆转性。90年代初期突然出现了资本流向新兴市场经济国家的浪潮,不仅是由于这些国家经济快速增长和良好表现,更是由于主要发达国家经济进入衰退和世界利率下降,这种由外部因素主导的资本流动从一开始就蕴含着逆转的必然。在冲击的国际传导中,往往是大国影响小国、强国左右弱国,而不是相反。80年代初期美国的高利率政策使发展中国家陷入债务危机,90年代初期德国统一使欧洲汇率机制濒于崩溃,而使东亚国家经济倒退10年的亚洲货币危机却没有对美国等发达国家经济造成多大的实质性影响。

资本帐户自由化利益与风险的非均衡性,不仅反映了现行国际经济制度与秩序的不合理性,更反映了资本帐户自由化的“奢侈品”特性:经济越发达,人均国民收入越高,资本帐户自由化的效益在抵补成本后的剩余越大,因此开放资本帐户的要求越强烈。这也从一个角度解释了为什么发展中国家作为一个整体开放资本帐户比发达国家晚10年,而且主要是收入较高的新兴市场经济国家。

三、发展中国家资本帐户自由化安排

如果金融全球化不是一种必然趋势,作为金融全球化基础之一的资本帐户自由化也就不是发展中国家的必然要求;资本帐户自由化利弊的不确定性,决定了资本帐户自由化也不是发展中国家的内在要求。但是在发达国家主导的金融全球化发展趋势中,在发达国家左右的国际货币制度下,发展中国家采取边缘主义的代价更大。不管愿不愿意,出于何种动机,发展中国家一定程度地开放资本帐户是避免边缘主义

成本的最现实选择。这里仅从一般概括的角度,把发展中国家作为一个整体,阐述其资本帐户自由化的安排。

(一) 资本帐户自由化的前提条件

1. 稳定的宏观经济环境。稳定的宏观经济环境是资本帐户自由化的一个前提条件。

首先是国内物价水平基本稳定,通货膨胀得以控制。开放资本帐户增加了货币替代和资产转移的机会,那么征收同样的通货膨胀税需要更高的通货膨胀。高而多变的通货膨胀,意味着持有国外资产的收益相对于国内资产上升,加剧资本外逃,造成资本帐户事实上在很大程度上是开放的。法律上的资本管制,使得通货膨胀税更多地落在难以得到外汇的这一部分人身上。

在高通货膨胀期间允许更容易地进入国际资本市场,也增加经济的持续性变动。在高通货膨胀时,通货膨胀税降低了国内货币资产的吸引力,国内基础货币与GDP的比率下降。每一次名义和真实冲击、预期的变化,都会对国内金融变量产生更大的影响。如果资本帐户自由化使得向外汇资产转变成成本降低,那么可能会进一步放大其影响。

其次是执行稳健的财政政策,财政赤字控制在可承受的水平。Corbo和de Melo(1987)认为,最终变为不稳定的资本流入可承受问题根本上与政策不协调有关,特别是融通财政赤字的需要,这导致刺激资本流入的高利率,反过来可逆转的流入逐渐损害宏观经济稳定。

在开放经济下,财政赤字可以通过直接或间接的外部借款弥补,减少对通货膨胀税的依赖和公共部门对国内投资的挤出,然而这种政策选择是危险的。在20世纪70年代末期和80年代初期,许多发展中国家借用巨额外部借款,用以避免公共部门赤字的减少,承受了与总需求政策不一致的真实汇率高估。当最初的资金流入放慢,真实利率上升,商品价格下降,债务危机爆发。这降低了一些重债国许多年的增长率。而且,债务危机后许多国家外部借款越来越困难。

有一种观点认为,开放资本帐户显著减少通货膨胀税的税基,从而迫使政府减少对通货膨胀税的依赖。这种观点有时被进一步延伸,即开放资本帐户增加反通货膨胀政策的可信度。然而,关于恶性通货膨胀事件的分析表明,此时政府是不顾一切地继续扩大开支,而且打算使用通货膨胀税的政府一般都首先关闭资本帐户。尽管一旦私人在资本帐户开放期间有一些外汇资产,很难重新关闭资本帐户,但是这样做是一件再简单不过的事。总之,仅仅开放资本帐户对稳定计划的可信度作用不大,反而有可能使稳定计划失败。

2. 金融自由化。相当深度的国内金融自由化是资本帐户自由化的第二个前提条件。如果国内居民可以通过外国银行轻易地进入国际金融市场,那么为了保持竞争力,对国内银行的利率和资产构成的管制和控制必须和外国银行在母国的相同,而且国内银行必须有合理的资产组合。如果不具备这两个条件,资本帐户自由化可能导致脱媒,对国内银行形成压力,迫使国内银行关门,以及增加政府或明或暗地存款保险要求。

在金融封闭经济中,国内银行体系通常被严格管制,这

有利于政府和其他优惠借款人,而对国内储蓄者和非优惠借款人来说是施加了成本。最重要的管制形式可能是利率和资产构成的控制。与之一同出现的有无偿的高准备金要求和地下直接信贷。这样的管制扩大存款利率与非优惠贷款之间的利差。一旦存款人和非优惠借款人可以进入国际金融市场,这些利差将使得国内金融中介毫无竞争力,因为管制的存在使得它们不能决定利率以阻止存款人和非优惠借款人的损失。尽管也可以对在国内的外国银行施加这种管制,但可能是无效的:外国银行和相关的非银行中介利用母国机构融通交易从而逃避管制;或者,在该国国内运用现代技术逃避管制。因此,这种管制降低了国内银行业的竞争力,可能导致其业务萎缩,使一些国内银行处于危险之中。

由于高成本和提取不良贷款准备金的需要,国内银行部门可能要求高利差。高成本是许多因素的综合反映,除了低劣的技术和管理外,最重要的是银行业垄断,如在利率非竞争性确定期间吸收低成本资金设立广泛的分支机构网络。低劣的资产质量不仅反映了低劣的贷款决策和利率的未预期到的变动,还反映高风险的直接信贷和对关系借款人的优惠条件。来自外国银行和开放资本帐户的竞争,对减少由低劣的技术和管理、广泛的分支机构网络引起的高利差是有用的,竞争也迫使国内银行选择更好的资产组合。然而,在允许外国银行与国内银行完全竞争之前,还可能需要政府采取行动,减少与不良贷款存量和高劳动成本相联系的成本。否则,对外国银行的国民待遇对国内银行来说不是完全公平的,其中一些银行可能因像低劣的资产组合质量这样的因素而陷入困境,导致政府不得不对其负责,并承担可能的损失。

金融自由化作为资本帐户自由化的前提条件还在于金融发展与经济增长之间的强烈相关性,而持续的经济增长是资本帐户自由化得以维持的基础。最近的 Catalyst Institute 的一份报告《经济增长中资本市场的作用》指出:金融发展的水平预示着将来的经济增长,而其他宏观经济指标都没有这一点预示内容。特别是,财政政策、通货膨胀、国际贸易开放度以及汇率的指标不能预测将来的经济增长,而好的金融政策激励可持续的经济增长。金融影响经济增长的机制必须扩展到简单的储蓄—投资联系之外,建立完善的支付清算系统,有效配置储蓄资源提高投资的效率,发展多种相互竞争和补充的融资渠道等。

因此,金融发展水平是制约开放资本帐户的重要因素。对于低收入的发展中国家来说,基本的金融基础设施严重不足,落后的金融体系是经济增长的一个主要障碍。其重点是建设基本的金融基础设施,包括支付体系、贸易融资和银行;建立动员小额储蓄的专门体系是有益的;渐进地引进市场导向的货币政策,特别是公开市场业务。在这一过程中必然存在着广泛的金融管制,这时资本帐户自由化的风险总的来说超过收益。

3. 弹性汇率制度。实行较大弹性的汇率制度,如扩大盯住汇率的波动幅度,或者转向有管理的浮动汇率和自由浮动汇率制度,是资本帐户自由化得以持续的另一个重要前提条件。80年代初期智利资本帐户自由化的逆转,90年代三次严

重的货币危机——1992年的欧洲汇率机制危机、1994年的墨西哥危机和1997年的亚洲危机,一个共同的因素就是这些国家都实行固定汇率制度。汇率变动的刚性容易招致投机性冲击,特别是在宏观经济政策下协调导致汇率与其他宏观经济变量运动不一致的情况下,更为严重的是基于市场参与者自身预期的投机性冲击可能导致货币危机的实现。因此,实行弹性汇率可以有效地防止投机性冲击,避免不必要的不稳定性资本流动。但是汇率的波动不利于进出口贸易,特别是发展中国家,这也是一些国家实行贸易、金融双重汇率的一个理由。

实践上,在利率和汇率政策之间存在着一些操作空间。在抛补利率平价条件下,即期汇率的预期贬值率等于远期汇率升值,而后者是国内外利差的函数。货币一种价格的偏差反映在另一种价格的抵消运动上,即如果不允许国内利率上升,汇率将趋于升值;如果不允许汇率升值,利率将趋于下降。(只要承受的汇率压抑是可信的,利率将低于不干预水平;但是只要它是不可信的,利率将上升到该水平之上)显然,这种转换不能被推得太远,因为一个远离现实的利率和汇率将损害信心,在抛补利率平价条件中引入大的风险升值,造成资本的不可流动性。而且在开放的资本帐户条件下,汇率的变动主要是吸收外部冲击和贸易条件变动,限制了汇率政策在宏观经济管理中的作用范围。

(二) 经常帐户与资本帐户自由化的顺序

最初,自由化的顺序就是资本帐户和经常帐户开放孰先孰后的问题。70年代末南美南锥体国家先后进行包括资本帐户在内的自由化改革,并采取了不同的自由化顺序和方式:智利先开放经常帐户,乌拉圭和阿根廷先开放资本帐户。由于有许多其他因素也在其中起作用,所有三个国家的自由化在80年代初期债务危机中都发生了逆转,但是危机前智利的资本帐户自由化相对于阿根廷来说是比较成功的。麦金农(1982)认为智利相对于阿根廷的成功,在于不同的改革顺序(以及智利的财政盈余对阿根廷庞大的财政赤字)。

关于顺序的最初观点认为只有在贸易改革之后资本帐户限制才能放松,而且决策者应该深思熟虑地避免不正常的或特殊的外国资本注入。这种观点的合理性在于:经常帐户自由化典型地要求真实汇率贬值,以抵消降低保护程度对国际收支的负面影响,相反资本帐户自由化趋向于产生真实汇率升值。如果资本帐户自由化产生稳定的净转移(资本流入和较少的利率支付),那么同时开放两个帐户会产生收益,如最终真实汇率和资源按照目标重新配置。然而,资本流入需要偿还,所以伴随资本帐户开放的最初净转移可能大于最终净转移。资本对被压制的当地资产需求的反应快于贸易流动对开放经常帐户的反应。因此,在经常帐户之前开放资本帐户产生与最终均衡相反的资源配置激励,阻止降低保护程度的调整。为了避免不必要的资源转移,而且贸易自由化的利益相对高于资本帐户,因此要资本帐户之前开放经常帐户。

反对顺序的观点认为,资本帐户自由化必然带来短期调整成本,管制的既得利益集团反对改革是自由化中的一个重要问题。外国资金可用来减小或抵消这些摩擦的成本,因此

资本帐户应该同时甚至先于经常帐户自由化。实际上, 这种观点赞成在经常帐户自由化过程中鼓励大量资本流入, 但这并不意味着资本帐户自由化, 所需的外国资金可以通过政府中介。

(三) 资本帐户自由化的内部顺序

为了避免突然的资本帐户自由化造成的短期影响, 在一个更长的时期内缓冲资本帐户自由化冲击和分摊调整成本, 在资本帐户内部各个项目之间和不同类型管制措施之间也存在着自由化的顺序。在考虑资本帐户自由化时, 总的顺序原则是: 第一, 首先从受短期冲击影响不大的具有长期稳定性的资本交易、和正常的商业活动有直接关系的资本交易入手, 一般外国直接投资自由化早于资产组合投资; 贸易信贷管制放松早于金融贷款; 长期证券市场开放早于货币市场; 股票交易自由化早于债券等固定利率证券。第二, 资本流入自由化先于资本流出; 限制与获得资产有关的支付的资本项目外汇管制放松早于直接限制资产交易的资本管制; 在资产交易限制中, 直接资本管制如数量限制、最短期限制的取消先于以价格为基础的资本管制如税收、准备金要求, 或者以后者取代前者。

与顺序相关的一个问题是一些以价格为基础的管制措施的永久性保留, 以作为调节资本流动的政策工具。爱德华兹(1986)提出, 国家风险升水的存在导致与对外借款价格相联系的扭曲, 说明发展中国家存在着借款限额。在这种情况下, 单个私人居民对外借款越多所支付的利率越高, 而且所有借款人的成本上升, 因此私人公司的借款超过社会理想水平。作为次优选择, 最好的措施是对资本流入施以永久性税收, 即使在自由化改革完成以后。这种观点必须和托宾(1978)的观点区别开来: 通过在车轮里掺沙子, 减缓跨境资本逆流, 这样可以提高资本流动的门槛, 而不是对资本流入设置一个永久性无条件的障碍物。需要注意的是, 这些国际认可的管制措施可以为处理国际收支困难和逆转资本流出

(如果伴随高利率的紧缩政策) 提供暂时的空间, 也可用来阻止潜在的不稳定的短期资本流动, 但是在阻止储蓄持续性流出或避免不协调的宏观经济政策导致的危机方面, 这些管制措施是无效的。

在已被放弃的顺序理论中, 资本帐户自由化是一蹴而就的。实际上, 资本帐户开放可以以不同的方式渐渐地进行, 与渐进地开放经常帐户类似。例如, 对资本流入的税收(包括银行使用外国资本的不同准备金要求) 可以是不同的, 或者对银行等金融机构和非银行部门区别对待, 进行不同的限制。另一种方法是双重外汇市场, 与通常的情况相反, 资本帐户交易适用的汇率相对于经常帐户最初是升值的, 一旦资本流入减缓则可以统一外汇市场。原则上, 这样的政策意味着资本帐户自由化可以跟随经常帐户自由化的步伐进行, 以避免真实汇率超调。

经常帐户自由化的速度也是一个问题, 因为在贬值预期和国内利率之间也存在正相关, 即使在资本帐户相对封闭的经济中。如前所述, 贸易障碍典型地需要同步的真实汇率补偿, 以避免经常帐户逆差的增加。通过贬值名义汇率达到真实汇率贬值, 比通过减少国内工资和价格, 其调整成本低。然而, 由于外汇资产的收益增加, 名义汇率贬值趋于提高经济中的真实利率, 高的真实利率趋于压抑投资率。由于各国汇率变动对国内利率、国内利率对投资的影响程度不同, 资本帐户自由化的速度也明显不同。

最后需要说明的一点是, 上面一般性的探讨并不是发展中国家资本帐户自由化的固定, 现实是纷繁复杂的。在已经和正在进行的资本帐户自由化实践中, 把资本帐户自由化作为某一时期整体改革如金融改革、结构改革等的一部分, 例如有限地开放部分资本帐户作为市场化改革的信号等, 因此本文作为资本帐户自由化前提条件、顺序的有关改革在现实中往往和资本帐户自由化改革交叉进行, 从而进一步丰富了资本帐户自由化理论。

表 7 一些发展中国家金融重构中的国内金融改革与资本帐户自由化

	时间	国内金融改革		资本帐户自由化		银行危机
		范围	速度	范围	速度	
阿根廷	1977 1977-1981	(a) 完全 (b) 全面	短期	(c) 相当自由 (d) 相当自由	短期	严重
智利	1975 1973-1981	(a) 完全 (b) 全面	短期	(a) 无障碍 (d) 相当自由	短期	严重
乌拉圭	1974-1979 1974-1979	(a) 完全 (b) 全面	一步到位	(c) 无障碍 (d) 相当自由	一步到位	严重
印度尼西亚	1983-1985	(a) 有限的 (b) 有限的	3 年	(c) 相当自由 (d) 相当自由	渐进	贷款坏帐问题
马来西亚	1982 1971-1981	(a) 全面 (b) 有限的	4 年	(c) 相当自由 (d) 相当自由	渐进	贷款坏帐问题
韩国(e)	1982-1988 1982-1984	(a) 有限的	渐进	(c) 相当自由 (d) 有限的	渐进	贷款坏帐问题
中国台湾(e)	07/87	(a) 完全 (b) 有限的	(b) 渐进	(c) 相当自由 (d) 有限的	渐进	无

说明: (a) 利率自由化, (b) 其他国内放松管制措施, (c) 外国贷款, (d) 外国银行和资本市场投资者的进入, (e) 金融自由化和放松管制的目前状况。

(作者单位: 辽宁大学 沈阳 110000)
(责任编辑: 金萍)