

# 驯服老虎

“香甜的蜂蜜来自会叮人的蜜蜂”  
——中国谚语

20世纪90年代早期开始的涵盖范围广泛的经济改革，使印度拥有40年经历的中央计划经济历程发生了转变，作为经济改革的组成部分，印度开始实施资本账户的自由化。该项改革的特点主要体现在其渐进的、谨慎的进程之上，并且从整体经济的高度，按阶段、分次序地小心进行。因此，从1991年以前对外汇交易的严格管制走到现在，印度已经经历了一段相当长的时期。随着对外国直接投资（FDI）和证券投资限制的逐渐放松，外国投资者可以进行卢布的自由兑换。然而，对国内外企业和个人仍然存在不同程度的限制，相对于个人来讲，公司可以享有更为自由的政策。

在过去15年中，印度经济变得越来越开放（见表1），而且年经济增长率也提高到9%左右（见表2），通货膨胀率自20世纪90年代中期以来一直保持着较低且稳定的水平。外汇储备大幅上升到1800亿美元以上——大大超过了外债总额——这主要归因于资本的流入而不是经常项目的盈余，而在金融领域，包括制度环境，也得到了加强。分阶段逐渐开放的进程使得印度能够承受来自外部的数次冲击，其中包括1997—1998年的亚洲金融危机。

本文将探讨印度是如何对资本账户的可兑换进行管理，并且将其渐进式进程带来的经验和教训进行总结。

## 理论与实践相结合

在可以获得明显收益的情况下，印度为什么会对外开放资本账户持审慎的态度？从理论上来说，资本账户可兑换是一个好主意，其主要原因有以下几点：第一，有理由假设，自由的资本流动可以使储蓄得到有效的配置，并且使资源向生产效率最高的地方流动。第二，它可以推动贸易，从而使各国的消费趋于平稳。第三，它可以促进证券投资的多元化和风险的分摊，降低交

易成本并提高收益。第四，通过金融服务的专业化、创新激励以及生产率的提高等途径，可以获得更多的收益。

当然，也可能存在着某些缺陷。这些收益依赖于贸易与服务自由化的进程，并且依赖于市场的效率。信息不对称可能导致市场的无效率、逆向选择、道德风险以及羊群行为。在这种环境中，不受控制的资本账户自由化可能使风险增加，从而导致货币和银行危机。更进一步讲，如果国内市场存在扭曲，例如以贸易壁垒、歧视性的担保以及补贴等方式所实施的不正当的激励措施，金融全球化对这些现象的减少无疑是有益的。尽管在理论上来说可能获得诸多好处，经济学家发现，资本账

户自由化进程本身很难带来真正的收益。几年以前，IMF一项综合性和开创性的研究，将事实上的自由化与法律上的自由化区分开来，从而得出这样的结论：“很难在金融一体化的水平与经济增长表现之间建立起一种充分的因果关系；……几乎没有证据表明，金融一体化可以帮助发展中国家更好地稳定其消费增长波动；……较低或中等程度的金融一体化可能导致国家遭受更大的消费波动”（Prasad等，2003）。然而，

该研究报告提供的证据也表明，在超出临界水平以后，金融一体化可以通过降低国内宏观经济波动来促进金融领域的发展。

虽然很难加以定义，然而临界水平已经成为发展中国家强调制度建设必要性的时髦口号。在最近对金融全球化的重新评估中，同样一群作者对发展中国家可以从金融全球化中受益这一观点提供了充分的支持，但是其中也存在许多细微的差异（Kose等）。除了传统的途径以外，收益也可以通过一系列所谓“间接收益”来实现——其中包括金融市场的发展、制度和管理的完善以及宏观经济纪律等（见本期第8页的文章）。

实践经验也强调，对于资本账户的开放同样需要持谨慎态度。从1974年到1994年，大多数发达国家对其资本账户的开放大约持续了20年，这一过程相对来说也是较晚的、渐进的，并且期间还伴随着间歇性的管制。一些当前被划归为新兴市场经济（EMEs）的国家，从20世纪80年代早期就开始了资本账户自由化的历

## 印度资本账户可兑换的渐进式发展道路所带来的经验和教训。

Yaga Venugopal Reddy  
印度储备银行行长



程。一些新兴市场经济国家面临着如何管理日益增加的资本流入的挑战,另外一些国家则经历了导致一系列危机的资本流动的突然停止和倒流。作为应对,一些国家改变了自己的政策,并且采取了一些资本管制措施。

20世纪90年代,发生在巴西、东亚、墨西哥和俄罗斯的金融危机使得人们对新兴市场经济国家产生了一项最为重要的关注——资本账户的可兑换存在发生货币危机的潜在风险。从东亚金融危机来看,虽然各国情况不尽相同,但是它们都存在着基本制度具有明显漏洞、金融领域脆弱以及公司监管松懈等方面的问题。显然,良好的宏观经济政策、健全的制度框架、与国际接轨的审慎调节和监管标准以及得到改善的信息发布质量和透明度,是降低危机复发风险的前提条件。人们已经认识到,不彻底的和有缺陷的改革可能使金融系统在面临快速逆行的资本流动时,变得更为脆弱,更易遭到攻击。因此,新兴市场国家,特别是东亚的新兴市场国家更应注重保持资本账户自由化与宏观经济、汇率以及金融政策之间的和谐。

发达国家和新兴市场经济国家的底线是,正如有关研究所显示的那样,开放的资本账户并不意味着毫无约束的资本账户自由化,在实践中,资本管制以及非常审慎的规制等措施可以与资本账户的可兑换和谐共处。

## 打好基础

印度开放资本账户的过程经过了深思熟虑的考量并且一步步地按计划进行。每一阶段都事先经过了相关委员会的评估。总体框架是在国际收支平衡高级委员会1991年年报中确立的,该委员会主席是前印度储备银行总裁,现任总理经济咨询委员会主席C. Rangarajan博士。该委员会做出如下建议:开放经常项目交易,以实现经常项目的可兑换;改变资本流动的内容,从债务引起的流动向非债务导致的流动转变;对外国商业信贷,特别是短期债务进行严格的管制;不鼓励来自非印度公民的不稳定的资本流动;对资本流动逐步实施开放;对于外部援助带来的资本流动,政府实施非居间化措施。委员会还建议,在强调需要保持经常项目赤字的同时,必须引入一种市场决定的汇率机制。

自1997年以来,资本账户自由化过程一直受到“塔拉坡(Tarapore)资本账户可兑换委员会”报告的引导。该委员会以财政、金

融和通货膨胀指数等指标,从宏观经济、制度和市场环境等方面对资本账户自由化进程进行了考量。它还以3年为一个阶段,为具体措施设定路线图。委员会提供的分析框架可以在某种程度上预测,当金融领域仍然比较脆弱时,资本账户自由化可能带来的危害。这一基本框架以及对社会政治和全球发展的敏感度(其中包括从新兴市场经济国家发生的几场危机中获得的教训),主导了资本账户自由化的进程。

虽然IMF被指责鼓励新兴市场经济国家过于快速地开放其资本账户(见专栏),然而,在印度的例子中,IMF则是支持印度政府从一开始就采用渐进发展战略。20世纪90年代初,IMF对交易性经常账户的限制还有所忍受,然而1994年2月,该组织指出,在初期阶段就采用了条约第8款——即同意不对经常性国际交易的支付和转移进行限制,是印度向更为开放的经济转型的一个重大信号。印度当时已经决定朝着这一方向前进,并且在1994后期,其经常项目交易已经可以兑换。

随后,IMF赞同各国在对外国直接投资逐步开放

表1  
更为开放

印度经济关键性指标表明了日益提升的自由化带来的影响。(占GDP的百分比)

	1990-1991	1995-1996	2000-2001	2003-2004	2004-2005	2005-2006
贸易	14.6	21.5	22.4	24.3	29.3	32.9
出口	5.8	9.1	9.9	11.0	12.2	13.2
进口	8.8	12.4	12.5	13.3	17.1	19.7
贸易加服务	17.2	25.7	29.1	31.6	39.5	45.3
资本流量(流入和流出)	12.1	12.5	21.6	22.4	24.3	32.7
外国直接投资流入量	0.03	0.6	0.9	0.7	0.9	1.0
孟买债券交易所						
3月末市值	16.0	44.3	27.4	43.5	54.7	85.6

资料来源:印度储备银行。

表2  
更为强势的地位

随着改革计划的引入,印度经济开始得到提升,通货膨胀得以控制,外汇储备也逐步增加。

	1990-1991	1995-1996	2000-2001	2003-2004	2004-2005	2005-2006
	(百分比)					
实际GDP增长率	5.6	7.3	4.4	8.5	7.5	9.0
报端通货膨胀(3月末)	12.1	4.4	4.9	4.6	5.1	4.1
经常账户赤字占GDP的比重	-3.1	-1.7	-0.6	2.3	-0.4	-1.2
外债占GDP的比重	28.7	27.0	22.4	17.8	17.3	15.8
短期债务和证券投资存量与储备的比率	146.6	70.0	58.2	35.2	36.9	43.4
	(GDP的百分比)					
储蓄率	23.1	25.1	23.4	29.7	31.1	32.4
投资率	26.3	26.9	24.0	28.0	31.5	33.8
中央和地方财政总赤字	9.42	6.54	9.48	8.50	7.52	7.45
	(百万美元)					
外汇储备	5.8	21.7	42.3	113.0	141.5	151.6
	(月份)					
进口储备	2.5	6.0	8.8	16.9	14.3	11.6

资料来源:印度储备银行。

的过程中，可以对短期资本流动的潜在波动持适当谨慎的态度，并且从整体上对资本流动采取审慎的措施。对于汇率管理，IMF 继续强调各国应该拥有更大的灵活性并且采取浮动汇率政策，从而可以控制货币风险，推动衍生市场的深入发展。最近，IMF 承认，印度的汇率已经变得更为灵活。笔者认为，人们对汇率的波动性亦或灵活性的感受，是应该放在一定背景下才能成立的。在某些国家被认为是灵活性表现的事情，在其他国家则可能被认为根本就是一种波动。因此，从这种意义上来说，经济发展水平、金融市场的准备程度以及风险承受能力都是至关重要的。

随着对资本账户限制的放松，特别是对基金进入国内限制的放松，1993—1994 年度开始出现持续的资本流入，并且在 2003—2004 年度（3 月至 4 月）以后有了大幅的提升，从该年度的 167 亿美元跃升到 2005—2006 年度的 234 亿美元。这些资本流入大部分属于非债务创造型的（non-debt-creating），因此，非债务流动在整个流动中占有的比例有了大幅的提升。

除了增加汇率的灵活性以外，还有一系列措施被应用在对过度资本流动管理之中。对于什么情况才算

是过度流动，这应该动态地加以评估，必须将持久性流动与临时性流动的本质加以区别，以及能够将被本国经济所吸收的资本流动规模等因素考虑在内。这些措施包括逐步开放与经常账户和资本账户有关的政策框架，增加企业对外商业借贷预付手续的灵活性，扩大外汇账户的种类，允许银行自由地在海外对高质量的资产进行投资，放宽对出口商缴纳外汇收入的要求。为了对国内流动性进行管理，在不造成重大财政影响的情况下，一项为抑制过量资本流入而制定的市场稳定计划正在执行之中。

## 印度道路的显著特点

从 20 世纪 90 年代一系列危机中获得的教训使得印度意识到，对于印度来说，在与世界其他地区的金融一体化过程中，国内政策特别是金融体系的力量是至关重要的。部分归因于一系列审慎的管制，使得印度银行业免于将自己的资产负债表置于风险之中，因为它们在开展不动产、货币和股票业务时都会有所限制。从政策角度来看，这一信息表明，必须加强规范与监督体系，以

## 对 IMF 作用的评价

IMF 在资本账户自由化方面所做的所有努力——既包括亚洲金融危机之前也包括危机复苏时期——已经被该组织独立评估办公室记录在 2005 年出版的一部报告之中。由此产生了一个非常重要的问题，即 IMF 是否正在推进资本账户自由化。这是一个非常复杂的议题。该评估报告得出结论，在双边层次上，20 世纪 90 年代期间，IMF 显然对资本账户自由化持鼓励态度，但是在大多数情况下，自由化进程是由各国政府之间的经济和政治议程所推动的。在笔者看来，上述结论并没有显而易见的说服力。

首先，20 世纪 90 年代的多边管制，通常强调那些获得更多国际资本的发展中国家所得到的收益，而对资本流动的波动可能导致的潜在风险则相对关注较少。其次，1997 年底，IMF 几乎达成一项协议，即对其条款进行修改，增添一章，授予 IMF 对资本账户进行监管的权限，从而使其与 IMF 在成立之日起已经获得的对经常项目的监管权限相适应。在没有达成明确的有关资本账户的决议的情况下，IMF 应该选择一些道义说服性质的措施来鼓励各国，特别是正在执行 IMF 计划的那些国家开放其资本账户。这可以从许多拥有这些特征的国家的意向书中得到显而易见的证明。在笔者看来，IMF 理想化地倾向于将有序的资本自由流动作为国际社会的理想目标，并且在 1997—1998 年期间，通过倡议的修正行动来向该目标推进。时任第一

副总裁的 Stanley Fischer 在 1998 年 3 月的一次研讨会上讲到：“有一种途径可以让 IMF 参与到资本账户自由化进程之中……也就是我们将对自由化进程的推动与 IMF 的计划联系起来”。

IMF 与 Jagdish Bhagwati 教授的观点存在很大差异，他认为，应该公平地对待自由贸易和自由资本流动，因为它们同样可以带来经济收益，因此 IMF 应当对两者予以悉心的推进。IMF 似乎从后亚洲危机中吸取了沉痛的教训。

对于资本账户的可兑换，印度是持欢迎态度的，然而它不是特别喜欢对 IMF 条款的修正，印度认为：“各国在体制改革和经济稳定等方面取得的进展不尽相同，由于受制于条款死板的规定，危机发生时各国可能因为失去自主性而不能采取正确行动，因此这种做法是不明智的”。印度还主张，在成员国陷入收支危机时，IMF 应该具有将其解救出来的能力。

亚洲危机之后，要求修正条款的声音变得微弱起来，而且显然已被束之高阁。IMF 似乎逐渐改变了自己的立场，并且从很大程度上实施了一种折中一体的迈向资本账户自由化的途径，该途径强调适当的次序和阶段，并且需要经历几项次要的改革。

此外，在分析 IMF 资本账户自由化途径时，必须将 IMF 对资本流动管理、资本控制的应用和汇率管理的立场综合加以考量。当前，IMF 似乎在总体上具有一定的灵活性，能够认识到特定国家的情况不尽相同。



便金融机构可以审慎地对风险进行管理。20世纪90年代的危机同样也让政策制定者认识到，他们必须对危机扩散的潜在来源保持更多的警觉，机警地捕捉潜在衰退的信号，以便随时准备采取适当的政策行动。

如果要对过去15年的经验做一个描述，印度资本账户自由化进程可以概括为以下几个方面：

首先，资本账户自由化被当作一个过程而不是当成一个事件。

其次，人们已经认识到，经常项目和资本项目之间可能存在着某些联系，因此采取了一些措施来避免资本以经常项目交易的假相进行流动。

第三，资本账户自由化必须与其他改革相协调。资本账户自由化的程度和时机必须与其他改革措施相适应，这些措施包括银行体系的强化、财政的巩固、市场开放和一体化、贸易自由化以及国内外经济环境的改善等。

第四，对资本流动的来源和种类分成相关等级。将开放与流出有关的流入置于优先考虑的地位，而且与流出有关的流入已经完全开放。在资本流入的类型中，FDI由于其稳定性而受到欢迎，过度的短期外债则被规避。对公司、个人和银行的资本流动采取了差别待遇。

对于资本流出来讲，自由化的顺序依次为公司位于第一位，随后是金融中介机构，最后是一个人。取消了对在国外进行投资与兼并以加强其全球地位的公司的限制。但是银行和金融中介机构是波动的重要来源。众所周知，银行和金融中介机构之所以脆弱，是因为它们的资产相对来说缺乏流动性，而它们的债务却可能需要即时偿付，它们容易受到危机扩散和信用危机的影响。因此，这些领域的自由化已经与金融领域的改革紧密地联系在一起。对于个人来说，国民与非国民受到了不同的待遇，而非居民印度人则获得了一种仔细界定的、居于国民与非国民之间的中间地位。

第五，自由化的步骤和次序与国内发展，特别是金融和财政领域的发展，以及国际金融结构的变化密切相关。随着自由化进程的发展，行政措施开始减少，以价格为基础的措施则开始增加，但是政府显然拥有改变上述混合措施重新进行管制的自由。在这一过程中，已经形成了所有金融市场发展状况的整体共识。

第六，对个人、公司和共同基金的资本流出实施开放的重大政策，是建立在适当的外汇储备水平和波动幅度更大的浮动汇率制度的基础之上的。这主要体现在印度企业为了寻求全球协调以及与业务相关的知识而增加其全球业务等方面。

政治经济同样有着非常重大的影响力，对改革的成功至关重要。自1990年以来，印度已经历了6次议会选举，并且有过7位总理，许多全国和地方政党成为



印度加尔各答的股票经纪人正在注视着股票价格的变化。

联合政府的组成部分。印度还面临着边境冲突和交易。

无论在中央还是在地方，都存在着联合内阁和周期性选举，然而从总体上来看，印度的政治体系还是具有相当的系统稳定性。尤为引人注目的是，尽管存在着政治意识形态的多元化和经常性的选举，印度步入正轨的经济改革所取得的成就依然令人印象深刻。

印度打算继续坚持其渐进式的发展道路，因为只有这样才能与其他改革措施一致。为了朝着更为自由的资本账户可兑换迈进，另外一个委员会最近在《未来五年透明框架》中制定了一个路线图。然而，这个以进一步开放为目标的计划将主要依赖于一些国内因素，同时也将依赖于国际方面的进展。将要解决的问题主要包括在不动产领域改革中取得的进展，进一步巩固财政，加强国内金融体系，以及在与经济健康稳定发展相关的一些次要宏观经济要素方面取得进步。

Yaga Venugopal Reddy 自2003年以来一直担任印度储备银行行长。

参考文献：

*International Monetary Fund*, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization," *Evaluation Report* (Washington: IMF Independent Evaluation Office).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," *IMF Working Paper No. 06/189* (Washington: International Monetary Fund).

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