

担心受牵连

阿提斯·雷克斯·高希、马赫瓦什·赛义德·库雷希

“我只有八秒钟的时间讨论资本管制。但这已经够了。我不需要更多时间。告诉你们，资本管制不起作用，我不会使用，也不建议使用。”

——墨西哥银行行长阿古斯丁·卡斯滕斯

（在反思第三次宏观政策会议上的讲话，

美国华盛顿，2015年4月15日）

偏见扭曲了关于通过资本管制来控制不稳定的资本流入风险的讨论

资本管制的名声不好。其作为政策工具，它可应对资本流入的相关风险，这一点逐渐得到认可（IMF，2012）。但是上述引言充分表明，人们对资本管制仍有怀疑和顾虑。

一个经常听到的反对资本管制的理由是，其可以被回避和规避。但是当涉及别的政策时，却没有人这么说——譬如，征税应该被废除，因为有人会逃税。同样，在全球金融危机后，宏观审慎政策已成为时尚，但比起资本管制，其有效性并未更为令人信服。即使有些国家确实使用了资本管制来限制资本流入，但他们通常委婉地称其为“审慎措施”。

对资本流出管制的痛恨是可以理解的：居民可能需要投资或在海外确保其资金安

全，非居民需要将清算的投资资金返回国内。更令人费解的是，新兴市场经济体利用管制来管理资本流入，遭到坚决反对——但在20世纪下半页发达经济体自己追求金融自由化时，管制措施是其管理投机资本（“热钱”）不可或缺的手段。

那么，管制资本流入为什么不受欢迎？

故事的开始

资本管制由来已久，被证明在古代已开始使用。即使在19世纪后期——所谓的全球金融一体化的黄金年代——当时的主要资本输出国（英国、法国和德国）不时限制对外放贷，虽然是出于政治原因而不是

经济原因。跨境资本流动的繁荣—萧条周期已很明显，但存在少量资本流入的限制措施——大多数是出于战略目的或担心“外国势力的支配”。当时大部分的跨境资本都是长期的，资金用于支持新兴经济体的基础设施和公用事业等生产性投资。

资本流动，特别是欧洲的资本流动，在第一次世界大战期间突然停止。战后不同国家展现出了巨大差别。一方面，独裁和国家社会主义模式的苏联实施严格的资本管制，直至1919年。另一方面，当时主要经济体的私人和中央银行家寻求恢复以往自由的国际货币秩序——为了巨大的银行房屋和高额利润。

战乱、赔款和重建成本的赤字融资使得欧洲推迟解除管制，但从1924年道威斯计划开始——在该计划下，美国的银行贷款给德国，以助其支付赔款——美国银行业进入大量国际放贷的时期（从1924—1929年，每年10亿美元）。一半贷款流向欧洲，其中部分由英国银行作为中介。这引起了经济和金融的巨大繁荣。

但是，自由国际秩序的复苏并未持续多久。受纽约股票市场的投资热潮吸引，资本进入美国，不再流入欧洲。1931年7月，因无法展期到期债务，德国宣布暂停对外支付，并采取汇兑管制。这引发了挤兑英镑，并迫使英国放弃了金本位制。很多其他国家随之效仿。

随之而来的是令人眼花缭乱的资本外逃，货币贬值，汇兑限制和资本管制（几乎对所有资本流出），保护主义和萎缩的全球贸易——导致全球大萧条。值得注意的是，大多是欧洲专制和独裁国家——如奥地利、保加利亚、德国、匈牙利、葡萄牙、罗马尼亚——实施了汇兑限制和资本流出管制（民主国家更喜欢关税）。在德国，纳粹延长和扩大化了1931年7月的管制措施，如违反将可能处以死刑；汇兑管制因此与该极端制度彻底关联起来。

1935年，美国经济开始从大萧条中复苏，同时欧洲政治运动令人担心，在此背景下，资本开始涌向美国。这导致美国投机繁荣和美国银行业过剩储备膨胀（有引发恶性通货膨胀的风险）。因此，美联储主席马里纳·埃克尔斯（Marriner Eccles）声称，“要采取措施阻止外国资本在我国市场的增长”。

但是，美国并没有采用限制资本流入的管制措施。美国官员从欧洲阻止资本外流的尝试中推断，管制措施必须足够全面，涵盖资本项目和经常项目（即贸易相关的）交

易，这样才能有效。或许更为重要的是，非民主、独裁国家限制资本外流的管制措施，造成了对管制措施的普遍不信任和反感。美国财政部部长小亨利·摩根索（Henry Morgenthau, Jr.）在总结当时大家普遍的态度时说，“坦率地说，我不赞同汇兑管制”。

布雷顿森林体系及其他

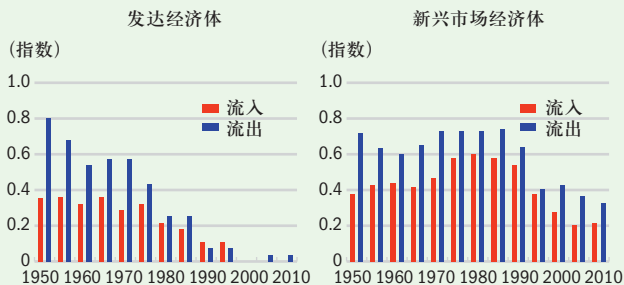
布雷顿森林体系的主要缔造者约翰·梅纳德·凯恩斯和哈里·德克斯特·怀特从两次世界大战间隙汲取的经验教训是，不受约束的跨境资本流动制度与政府期望加强宏观经济管理和国际自由贸易制度，从根本上是矛盾的。（资本外流要求政府限制进口，以维护国际收支和黄金储备。在资本流入方面，热钱可能导致过度投机——进而需要紧缩货币，这可能破坏实体经济。）在做选择时，凯恩斯和怀特首选自由贸易，而不是自由资本流动（尤其是短期投机资本和外逃资本）。因此，IMF的创始章程（协议条款）的重点是经常账户，而不是资本账户、可兑换性，并明确承认各国可能需要采取资本管制措施。

尽管遭到强大的纽约银行业的反对，并成功削弱了IMF关于资本管制的条款（Helleiner, 1994），广泛使用资本管制仍是布雷顿森林体系时期的特点（见图）。与在两次世界大战间隙一样，管制主要针对资本外流，而不是资本流入；与大战间隙不同的是，典型的形式不是汇兑限制，而是资本的限制。



紧缩管制

在布雷顿森林体系时期，资本管制措施很普遍。



资料来源：作者根据IMF《汇兑安排和汇兑限制年报》的估计。

注：发达经济体包括G7国家（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国）。新兴市场经济体包括1950年IMF的主要新兴市场成员（阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、埃及、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、南非、泰国、突尼斯、土耳其、乌拉圭、委内瑞拉）。指数是各个国家数据的平均数（每个国家数据根据作者判断得出，0代表无管制，1代表严格管制）。

在布雷顿森林体系早期，发达经济体的管制普遍比新兴市场多。但在20世纪60年代，发达国家逐步解除管制——部分是因为贸易一体化的加深，使得在限制资本账户交易的同时很难不影响经常账户交易。这个趋势偶尔会被干扰，因为英国、法国等国家面临国际收支压力或危机。美国在1963年限制资本外流，并由于国际收支恶化，在10年间扩大化了管制措施。

另一方面，由于预期美元会贬值，跨境资本流动渐多的国家限制了短期资本流入。譬如，澳大利亚禁止短期借款，并对其他借款要求保证金；日本对进入本国的证券投资加强了管制，并对非居民存款征收准备金；德国对国外贷款要求现金存款，并对非居民存款暂停利息支付；瑞士银行同意不对外国存款支付利息，或不投资于国内证券和房地产领域的外国资本。

1974年美元开始浮动，美国放弃了资本外流管制措施。美国决策者相信美国总可以吸引投资者——资本流动会迫使盈余国家货币升值——毫无保留地接受私人资本自由流动的国际制度。他们颠覆布雷顿森林体系凯恩斯和怀特的思想，把金融资产的贸易与货物和服务贸易作相同处理，在1978年修订IMF条款、使浮动汇率合法化时，插入“国际货币体系的本质目的是为提供一个有利于国家间货物、服务和资本交换的框架”的表述。

20世纪80年代早期，基于美国总统里根·罗纳德和英国首相玛格丽特·撒切尔的自由市场信条，盎格鲁—撒克逊国家的金融开放得到进一步推动。欧洲大陆出现重大转折，1983年法国总统弗朗索瓦·密特朗出台反通货膨胀政策，并意识到中产阶级投资者不如富人会规避资本管制，因而遭到不成比例的惩罚(Abdelal, 2006)。因此，

1984—1986年法国取消了大多数的资本流出管制，并在1990年实现资本项目完全自由化。

这种态度的重大转变在法国之外也产生了重大影响。因为三个来自这一社会主义政府的官员在国际机构关键岗位任职，并推进资本项目自由化：经合组织(OECD)的亨利·沙夫兰斯基(Henri Chavranski)将自由化准则拓宽涵盖所有跨境资本活动，包括原先未涵盖的短期资本；欧洲委员会的雅克·德洛尔(Jacques Delors)拥护废除资本流动限制的指令；IMF的米歇尔·康德苏(Michel Camdessus)谋求修订IMF条款，以赋予其管理资本账户的权限和推动资本账户自由化。

新的共识

20世纪六七十年代，在发达经济体开始自由化的同时，新兴市场和发展中经济体的趋势正好相反——大多限制资本流出，以压低国内主权借贷的成本。为防止资本流入的突然逆转和国际收支赤字，甚至有些可能阻碍外来投资的流入管制措施(如最短投资期限、限制资金汇回的节奏和数量)。在70年代早期，带有“审慎”性质的资本流入管制开始出现。这些措施更明确地旨在保护经济和金融稳定，以避免过量对外借款和资本流入引起信贷膨胀的负面影响。

为使政府政策接受市场约束(所谓华盛顿共识)，在广泛的自由市场倾向下，新兴市场比发达经济体约晚十年开始自由化。在20世纪70年代和80年代早期，一些新兴市场经济体开放本国金融市场，解除资本流出管制，同时废除很多审慎资本流入管制措施。因此，资本大量流入，推动了经济繁荣，但随之而来是严重的经济和金融危机。

这次经历影响了后来的政策制定。当90年代早期新兴市场再次出现资本流入时，政策出现标志性转变，长期、非债务资本更受欢迎。一些国家——特别是巴西、智利、哥伦比亚、马来西亚和泰国——在90年代试行资本流入管制。但是这些措施不被看好，90年代大部分时间的大趋势是资本账户开放。1995—1997年，IMF总裁康德苏试图赋予IMF管理资本账户、推动资本账户开放的授权。

由于新兴市场和发展中经济体的反对，最终修订案未获通过。受演变的东亚危机警醒，这些国家担心IMF会利用其授权，迫使某些国家不情愿地过早开放资本账户。无论如何，IMF的政策建议——与凯恩斯和怀特的相反——不再将资本管制作为管理不稳定的投机资本的重要工具。2005年，IMF独立评价办公室的评估发现，当新兴市场经济体面临大量资本流入时，其仅对19个案例中

的2个建议收紧资本管制。

尽管普遍不赞同，在2005年左右面临大量资本流入时，一些新兴市场经济体仍采取管制措施。但有时事与愿违。如2006年12月，泰国对征收资本流入无偿准备金，市场反应迅速而残酷：股市在不到一天时间内暴跌了15%，迫使中央银行扭转该措施。该措施唤醒了约十年前东亚危机时泰国货币危机和资本流出管制的回忆。无论是资本流出还是资本流入，金融市场均发出不赞同资本管制的明确信号——两者之间没有区别。

纯粹的偏见

为什么资本流入管制在当今会引起担心呢？首先，早在两次世界大战间隙，美国抵制资本流入管制，就因为资本流入管制不可避免与流出管制联系在一起。资本流出管制又通常与独裁制度、金融抑制、经济管理不善时避免危机的极端措施等联系。因此，较为自由的经济体担心被视为不尊重市场和政府能力不足，对资本流入管制的短期政策工具唯恐避之不及。

新兴市场解除资本流出管制的同时，废除很多资本流入审慎管制措施。

因担心与资本流出管制相联系，资本流入管制受到批判。资本流出管制也因此受到类似批评，其中有些是中肯的。譬如，担心一旦采取资本流出管制，管制可能会持续并无处不在，而这通常是事实。政府经常采取严厉和宽泛的措施来阻止资本外逃。因为需求被压抑，这些措施很难解除。与之相反，资本流入管制容易扭转，典型的如征税或提高准备金。当潮水退去，流入管制通常都会解除。

资本管制也常因无效而被诟病——同样更适用于资本流出管制。在阻止危机方面，资本流出管制顶多算是略有表现(Edwards, 1999)。但有充足证据表明，资本流入管制改变了跨境资本结构，使其风险更小，负债期限也更长(Ostry, Ghosh 和 Qureshi, 2015)；这强化了其作为审慎工具使用的基础。

第二个貌似合理的理由是资本账户管制通常与经常账户管制相联系。从历史来看，资本账户管制的最普遍方式是汇兑管制，不仅阻碍资本流动，也会阻碍货物流动。与凯恩斯和怀特的理论相反，接受贸易更加自由化的国家通常会认为资本管制与自由贸易不相容，而不是促进自由贸易。资本账户管制也因此与经常账户管制一起废除。随着

区域贸易协定和双边投资条约(尤其是与美国签订的)的兴起，越来越多的条款禁止资本管制，因此资本项目自由化的趋势进一步加剧。

最后，自由市场理念认为，所有的政府干预本身都是不好的。随着这一理念的兴起，资本管制这项曾被视为微调经济的工具，普遍不再受到信任。新兴市场国家并没有完全忘记资本流动的变幻莫测，试图依靠“宏观审慎措施”应对资本流动引起的金融稳定风险。该措施听起来更加温和，也被认为更为市场化。但是该措施对于资本流动的影响，尤其是外汇交易相关措施，在经济上与直接的资本管制并没有什么本质区别。如果出于审慎原因考虑限制资本流入，称呼这些措施“宏观审慎”仅仅是将“资本管制”改头换面而已。这证明了“管制”这个词的负面涵义才是问题真正所在。

与其他政策工具相同，对资本流入的管制有利也有弊。但是我们认为，大家对资本管制长久以来抱有偏见，没有客观看待其价值。因为与资本流出管制相联系，以及无关乎资本管制作用的理念的斗争，大家批判资本流入管制。纠正没有根据的认知是重要的。这样政策制定者才能在管理不稳定的资本流动风险时作出最佳反应，不会因为资本管制名称的负面涵义而不使用它。■

阿提斯·雷克斯·高希(Atish Rex Ghosh)是IMF的历史学家兼战略、政策和检查部副主任，马赫什·赛义德·库雷希(Mahvash Saeed)是IMF研究部的高级经济学家。

本文基于作者所著的IMF工作论文，No. 16/25，“What's in a Name? That Which We Call Capital Controls”。

参考文献：

Abdelal, Rawi, 2006, “Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization,” Review of International Political Economy, Vol. 13, No. 1, pp. 1-27.

Edwards, Sebastian, 1999, “How Effective Are Capital Controls?” Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4, pp. 65-84.

Helleiner, Eric, 1994, States and the Re-emergence of International Finance: From Bretton Woods to the 1990s (Ithaca, New York: Cornell University Press).

International Monetary Fund (IMF), 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View,” IMF Policy Paper (Washington).

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, and Mahvash Qureshi, 2015, Capital Controls (London: Edward Elgar).