

## 评国际货币基金组织 关于资本帐户自由化的改革

崔之元

编者按:在国际上,对资本帐户自由化的讨论由来已久。到目前为止,已经形成的两个基本判断是:资本帐户自由化的趋势不可避免;资本的自由流动所带来的收益不可否定。除此而外,在涉及资本帐户自由化的一些相对具体而关键的问题上却仍未达成广泛的共识。比如,开放资本帐户需不需要建立一些必要的前提条件?建立哪些前提条件?怎样确定开放资本交易的顺序,换言之,对资本帐户下的交易先开放哪些、后开放哪些?对资本帐户自由化进行机构化(institutionalizing)是否可取?1998年3月9-10日,在国际货币基金组织召集的研讨会上,与会者,包括一些国家政府高层官员、学者、银行家和投资家以及一些国际组织的代表们对上述问题再一次进行了讨论。其中,最有分歧的一点是:国际货币基金组织有没有必要对成员国的资本帐户自由化拥有仲裁权?换句话说,有没有必要修改国际货币基金组织有关条款,将资本帐户自由化作为一项补充?几年前,国际货币基金组织的一些经济学家就提出类似的动议,建议将国际货币基金组织对其成员国经常帐户可兑换性的仲裁权扩展到资本帐户。而在今天,在东亚金融风暴之后,这一议题变得更为敏感。这项涉及国际金融体系变革的设想,与包括我国在内的各成员国息息相关。有鉴于此,这里刊登崔之元博士专投本刊的文章,对国际社会的相关反应和有关背景做出介绍,旨在引起更为深入的研究和讨论。

1997年在香港召开的世界银行和国际货币基金组织年会上,国际货币基金组织执行主席提出了修改国际货币基金组织章程的设想,其要旨在于将资本帐户自由化列入国际货币基金组织章程。这是因为现有的国际货币基金组织章程第6.3条规定,成员国政府拥有控制资本流入和流出本国的自主权。国际货币基金组织目前成立了一个临时委员会,探讨将资本帐户自由化写入新章程的问题。据其第一副总裁费舍尔(Stanley Fischer)介绍,新章程拟将现章程中关于经常帐户的条款扩展到亦适用于资本帐户。现章程第8条规定,成员国必须开放经常帐户,除非符合第14条规定的暂缓条件。新章程拟对资本帐户做类似规定。<sup>[1]</sup>

国际货币基金组织讨论修改章程,恰值亚洲发生金融危机,自然引起公众舆论和学术界的极大关注。各种批评和建议层出不穷。有代表性的有如下几种观点:

(1)美国财政部副部长萨莫斯(Larry Summers)坚决支持国际货币基金组织修改章程。作为前哈佛大学经济学教授,他当

然了解学术界关于资本帐户开放应循序渐进以及资本控制(即不完全开放)有时更好的观点。但是,萨莫斯却用一个比喻搪塞了之:“如发现多喝10%的酒精对人体并无害,我们是否要将这一发现公之于众呢?”<sup>[2]</sup>

(2)哈佛大学国际发展学院院长萨克斯指出,国际货币基金组织是“美国财政部的橡皮图章”。<sup>[3]</sup>他强调国际货币基金组织现有投票制度极不合理,美国、日本和欧盟享有多数投票权,而中国和印度的投票权比荷兰还小。考虑到萨克斯几年前因为给俄国提出“休克疗法”而名噪全球,他现在这种猛烈抨击国际货币基金组织的言论使一般听者顿吃一惊。

(3)诺贝尔经济学奖得主托宾说,“有人声称金融市场自由化与全球化是通向繁荣与进步的道路。像东南亚那样的事态发展使人们对这样的看法提出质疑。只要世界分成不同的国家,国际金融交易不那么顺利可能是有利的。”托宾的改革方案是实行他最先于1971年提出的外汇交易税以减少短期投机活动的危害。<sup>[4]</sup>

(4)美国前国务卿舒尔茨认为,国际货币基金组织对亚洲的拯救计划,实际上是拯救国际投资银行和投资基金,是政治对市场的无端干预。他坚决反对索罗斯提出的用公共财政建立“国际信用保险公司”的观点。舒尔茨响应另一位诺贝尔经济学奖得主弗里德曼的建议:彻底取消国际货币基金组织这一有害无益的国际机构。<sup>[5]</sup>

(5)里根总统时期的经济顾问委员会主席、现哈佛大学经济学教授费尔德斯坦(Martin Feldstein)认为,国际货币基金组织仍应以1944年创立时的目标——协助各成员国调节国际收支平衡——为己任,不要伸手过长。<sup>[6]</sup>国际货币基金组织研究部前主任波拉克(Jacques Polak)也强调,修改章程,将国际货币基金组织管辖范围扩展到资本帐户,“既无必要,也无益处”,因为这不是国际货币基金组织“所能胜任的”。<sup>[7]</sup>

(6)寻租理论的代表人物、杜克大学教授安妮·库格(Anne Krueger)指出,因为1973年以后美、日、欧之间实行浮动汇率,不再需要国际货币基金组织协调维持与美元的固定汇率;而宏观经济政策调节则由七国集团首脑会议决定。因此,国际货币基金组织现在的主要职能事实上已经是专门的第三世界“危机管理机构”。<sup>[8]</sup>

(7)不完全信息经济学的创始人之一、世界银行首席经济学家斯蒂格利茨提醒人们注意,美国新政时期对国内银行跨州经营的限制,至今尚未废除。<sup>[9]</sup>尽管1998年已是自1979年以来美国国会第11次试图废除格拉斯—斯蒂格尔法案。美国在内外资本市场开放性上的反差与不对称,令人深思。中国作为一个世界大国和国际货币基金组织成员国,理应义不容辞地在当前这场关于国际货币基金组织章程修改的讨论中,发挥充分的作用。本文不拟对上述七种观点进行评价,而只是着重勾勒出二战后国际资本流动与国际金融体系的演变。这种对历史的把握,是我国对国际金融体系改革和国际货币基金组织章程修改做出积极贡献的必要条件。

## 一、布雷顿森林体系控制资本流动的原因

国际货币基金组织现在之所以要修改章程,正是因为1944年在布雷顿森林会议上成立时所定的章程中没有资本帐户自由化的条款。不仅没有,而且国际货币基金组织章程中还赋予各国资本控制的权力。

我们知道,布雷顿森林会议是在美英两国主导下召开的。当时美国谈判代表怀特和英国谈判代表凯恩斯,尽管分歧甚多,但在控制资本跨国流动这一点上却毫无二致。这是有两点深刻原因的。

第一,怀特和凯恩斯均认为,资本外逃将破坏二战后福利国家税收与金融政策的自主性。怀特是罗斯福新政中的左翼,后来在麦卡锡主义高潮中被指控为共产党人。<sup>[10]</sup>凯恩斯也强调,如无资本控制,无产阶级不会接受福利国家的政策。<sup>[11]</sup>

第二,怀特和凯恩斯均认为,国际贸易自由化与国际金融自由化是有冲突的。值得一提的是,怀特是30年代美国财政部中最早分析日本对中国货币的投机性冲击的人,从而为美国当时

支持中国货币稳定的白银购买法案作出了贡献。<sup>[12]</sup>他和凯恩斯从二战前各国竞争性贬值的经验中,总结出贸易自由与金融自由的冲突:前者要求汇率稳定,若资本完全自由跨国流动,则汇率无法稳定。因此,为了保证国际贸易的充分展开,必须对资本有所控制。

可见,资本控制是布雷顿森林体系的核心思想之一。60年代国际经济学中著名的弗莱明—蒙戴尔定理部分地表达了这一思想。该定理说明,在资本流动、货币政策自主性和固定汇率三个条件中,最多只有两项能够同时满足。

那么,资本控制又是怎样在布雷顿森林体系的运行中被消弱的呢?这就得谈到“特里芬悖论”了。

## 二、“特里芬悖论”与欧洲美元市场的兴起

布雷顿森林体系的固定汇率制要求各国汇率与美元固定,而美国保证35美元可兑换1盎司黄金。这一体系的深刻矛盾由耶鲁大学经济学家特里芬揭示了出来,即所谓“特里芬悖论”:在黄金—美元固定汇率制度下,美国的外汇收支不平衡成为各国储备资产流动性的来源;而长此以往,美国的收支不平衡又使其它国家降低对美元的信心;若美国停止收支不平衡,各国储备资产流动性又将下降,从而降低整个世界经济活动的水平。虽然西德、日本出于战略考虑同意帮助美国解决收支不平衡问题,但布雷顿森林体系仍不能逃脱“特里芬悖论”。尼克松总统终于在1971年放弃了美元和黄金的固定比率,从而宣告了布雷顿森林体系的瓦解。

但是,美国政府于60年代曾为部分缓解“特里芬悖论”而出台若干限制资本流出的政策,其结果是有意无意地促进了欧洲美元市场的兴起。所谓欧洲美元市场,即外国银行和美国银行的海外分支机构用美元进行的存贷交易,1958年出现于伦敦。它的直接起因是英国政府1957年禁止英国银行借英镑给别国的贸易,从而导致英国银行转而直接开展美元业务。苏联因怕美国冻结财产,也把美元存放于欧洲银行。1963年,美国为克服“特里芬悖论”,通过了控制资本外流的“利息平衡税”,对美国公民购买外国资产的收益征税。1965年,随着越南战争升级,美国国际收支不平衡进一步加剧,美国商业银行海外贷款更加受到政府的限制。这一切促进了欧洲美元市场的极大发展,因为在美国不易借到美元的跨国公司均转向欧洲美元市场。更为甚者,美国银行为逃避国内金融监管法规(特别是美国新政时期为限制短期投机借贷而规定的“Q条例”),纷纷设立海外分支机构。1960年时,只有8家美国银行有海外分支,现在则有几百家。

欧洲美元市场的勃兴,标志着国际资本市场时代的到来。它的最大特征是不受任何国家政府的金融监管,没有存款准备金。例如,美国政府对国内银行的美元存款要求一定比例的准备金,但欧洲美元存款则不须交准备金给任何国家的中央银行。这当然是银行界的皆大欢喜之事,但却也加大了金融风险。欧洲美元的过度借贷(特别是当阿拉伯国家将不敢存入美国银行的石油收入投入欧洲美元市场之后),是80年代拉美债务危机

的主要原因。

美国对于欧洲美元市场的态度是双重的。在布雷顿森林体系崩溃之前,美国认为该市场对于其它国家的中央银行维持美元储备有些吸引力,因为欧洲美元市场利率高于美国国库券利率,这样可以减少其它国家要求将美元储备兑换成黄金的压力。例如,法国戴高乐总统用兑换黄金的手段,打击美国的霸主地位。但是,在布雷顿森林体系瓦解之后,美国也日益感到完全不受各国政府调控的欧洲美元市场,是对美国国内货币政策自主性的干扰。例如,当美国中央银行实行从紧货币政策时,跨国银行和跨国公司却可以从欧洲美元市场上筹资来满足美国国内业务需求,从而使美国中央银行对货币供应的调控力下降。因此,美联储主席沃尔克(Paul Volcker)于1979年10月决定对美国银行的海外欧洲美元借款执行存款准备金制度,但遭到美国银行界的一致反对而未果。沃尔克的这一失败具有重要的象征意义:它标志着国际资本市场终于在70年代末获得了超乎国家政策自主性的地位。<sup>[13]</sup>

欧洲美元市场现已成为国际资本市场的象征,它现已不限于欧洲这一地理概念,也不限于美元:我们可以在香港、新加坡看到发达的欧洲美元、欧洲日元和欧洲马克市场。这些欧洲货币市场又进一步成为欧洲债券和欧洲股票。在此次东亚金融危机之前,泰国和韩国的公司进行了大量欧洲货币和欧洲债券的业务。事实上,欧洲债券是国际资本近年来流入亚洲新兴市场的主要形式。

### 三、资本帐户自由化与经常帐户自由化之差异

从上述两部分分析可见,80年代以来国际资本市场的勃兴,已使国际货币基金组织章程给予各国的资本控制权力下降。虽然国际资本流动对发达国家的国内经济政策自主性也有诸多不利影响,但相比之下,发展中国家所面临的风险更为巨大。这是因为流入发展中国家的国际资本对于发达国家的利率变化极为敏感,而后者完全处于发展中国家的控制之外。

加州大学著名国际经济学家艾其格林(Barry Eichengreen)等人的一项最新研究成果揭示,从1975年到1992年,100个发展中国家银行危机的触发,与发达工业化国家的利率(简称“北方利率”)变化密切相关。“北方利率”每增长1%，“南方”银行发生危机的可能性就增长3%。这是因为国际资本(尤其是证券资本)流入主要是在“北方利率”降落之时,一旦“北方利率”上升,国际资本就有可能掉头回转。<sup>[14]</sup>

不完全信息经济学告诉我们,货物市场和金融市场的市场失灵程度不同,后者更受“道德风险”和“逆选择”的影响。<sup>[15]</sup>因此,“北方利率”的上升,不仅增加资本回转的可能,而且增加了对“南方”银行的“逆选择”:高利率只吸引过度乐观的“南方”借款人,从而加剧金融危机的爆发。

当前,国际货币基金组织关于修改章程的主张,旨在把原来关于经常帐户的条款扩展到资本帐户上,这反映了他们没有考

虑到前者对应的货物市场与后者对应的金融市场有着重大的区别。从不完全信息经济学的角度看,我们有充分理由,将经常帐户与资本帐户区别对待。

哈佛大学经济学家罗德克(Dani Rodrik)对1973年以来实行资本帐户自由化的23个发展中国家进行了统计分析,没有发现资本帐户开放与经济成功之间有任何相关性。<sup>[16]</sup>退一步说,即使资本帐户自由化是经济成功的必要条件,也完全可以由各国政府决定何时开放、怎样开放,不必通过修改国际货币基金组织章程,将资本帐户列入国际货币基金组织的管辖范围。

正如罗德克教授指出:“资本流动是一剂有时有很大副作用的药。经验证明我们有很好的办法来控制副作用。此时,如果主张取消对于该药的销售和使用的控制,会是一个好的政策吗?”此话值得中国和广大发展中国家深思。

#### 注释:

[1] Stanley Fischer, “Capital Account Liberalization and the Role of IMF” IMF Seminar, Sept. 19, 1997.

[2] Larry Summers, Address to the IMF, Mar. 9, 1998.

[3] Jeffrey Sachs, “The IMF and The Asian Flu” American Prospect, March - April 1998, pp. 16 - 21.

[4] James Tobin, Washington Post, Dec. 22, 1997.

[5] George Shultz, et al., “Who Needs the IMF” Wall Street Journal, Feb. 3, 1998.

[6] Martin Feldstein, “Refocusing the IMF” Foreign Affairs, March - April, 1998.

[7] IMF Survey, Mar. 23, 1998.

[8] Anne Krueger, “Whither the World Bank and the IMF?” NBER Working Paper 6327, Dec. 1997.

[9] Joseph Stiglitz, Keynote Lecture at the conference on private capital inflows, Bogota, Colombia, Oct. 1, 1997.

[10] Fred Bolck, “The Origin of International Economic Disorder” p. 39, University of California Press, 1977.

[11] “The Collected Writings of J. M. Keynes” Vol. 25, p. 31, Cambridge University Press, 1980.

[12] Jonathan Kirshner, “Currency and Coercion” p. 61, Cornell University Press, 1995.

[13] Eric Helleiner, “States and the Reemergence of Global Finance” Cornell University Press, Chapter 6, 1994.

[14] Barry Eichengreen and A. Rose, “Staying Afloat when the Wind Shifts” NBER Working Paper No. 6370, Jan. 1998.

[15] Joseph Stiglitz and A. Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Informations” American Economic Review, Vol. 71, pp. 393 - 410, 1981.

[16] Dani Rodrik, “Who Needs Capital - Account Convertibility” Harvard University, 1998.

(作者系美国麻省理工学院政治系助理教授、博士)