



# 张礼卿：基金组织对跨境资本流动的观点变迁



来源：中国外汇

作者：张礼卿 中央财经大学金融学院教授、国际金融研究中心主任

自 1945 年成立以来，基金组织对跨境资本流动的态度呈现出一波三折的反复，其观点的变迁究竟是“回归”还是“演进”？不同政策工具间的边界如何划分？新兴经济体如何顺势而为？有关资本流动的国际合作又该何去何从？围绕这些问题，《中国外汇》邀请张礼卿、高海红、温建东、宗良、施康五位专家共聚一堂展开探讨，本期向大家呈现中央财经大学国际金融研究中心主任张礼卿教授的观点。

“尽管基金组织对于跨境资本流动的最新立场确实发生了一些变化，但其对资本账户自由化的利益仍然持有高度认可的立场，对如何稳步推动资本账户自由化继续提供政策建议。”

1944 年 7 月，作为布雷顿森林会议的主要成果，与会各国签署了《国际货币基金组织协定》（下称《基金组织协定》）。该协定的“第六条款”规定，会员国对国际资本流动须采取必要的管制，只是一般不得限制清偿债务的资金转移。国际货币基金组织（下称“基金组织”）对于资本管制的认可甚至支持，反映了两个方面的因素。一是主流经济政策思维的影响。上世纪 40—60 年代，出于对“大萧条”的反思，国家干预主义比较流行。主流经济学家虽然对国际贸易自由化持赞成态度，但对资本流动的利益却持有很大的怀疑，认为不受限制的资本流动将无法避免货币投机，将影响国际经济的正常运行。二是对布雷顿森林体系核心安排“双挂钩”的支持。

在基金组织看来，如果短期资本大量流入或流出，那么势必增大成员国维护固定汇率安排的难度，其在保持汇率稳定和货币政策独立性之间也将形成明显冲突。可以说，资本管制在很大程度上是布雷顿森林体系的一个支柱。

进入 70 年代，上述两个因素均发生了变化：一方面，随着经济政策思维转向自由主义，主流经济学家开始更多地承认国际资本流动的利益，包括弥补“双缺口”、优化资源配置、分散风险、平滑消费和建立竞争性金融体系等；另一方面，全球进入浮动汇率制时代后，各国不再需要承担维持汇率稳定的义务，可以通过汇率调整来化解资本流动冲击，并保持货币政策的独立性。正是在这样的背景下，从 80 年代起，基金组织开始调整立场，鼓励各国（包括发展中国家）取消资本管制。进入 90 年代中期，基金组织公开倡导成员国实现资本账户自由化，并在事实上造成了“第六条款”名存实亡。

为了赋予资本账户自由化的合法性，在经过长时间准备后，基金组织计划在 1997 年 9 月召开的基金组织与世界银行“双年会”上，对“第六条款”进行修改。然而不曾预料的是，当年 7 月爆发的亚洲金融危机使这一动议成为泡影。危机爆发后，很多知名经济学家对这一动议提出了强烈批评。譬如，曾任里根总统经济顾问委员会主席的哈佛大学经济学教授费尔德斯坦（Martin Feldstein）认为，基金组织仍应以 1945 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。基金

组织前研究部主任波拉克 (Jacques Polak) 也认为, 将基金组织的管辖范围扩展到资本账户, “既无必要, 也无益处”, 因为这不是该组织 “所能胜任的”。

亚洲金融危机结束后, 基金组织再没有试图修改 “第六条款”, 相反开始了对资本账户自由化利弊得失的系统性反思。2012 年发布的《资本流动的自由化和管 理: 机构观点》(下称《机构观点》) 正是这一反思的结果。其核心内容包括: (1) 尽管存在一定风险, 但资本账户自由化的基本利益仍然应该给予充分肯定。(2) 如果一国的金融发展和制度建设达到一定的高度 (或 “门槛”), 那么资本账户自由化的利益将会非常明显, 风险也将比较有限。(3) 如能进行精心计划、选择适当时机和遵循合理顺序, 那么资本账户自由化的利益将远超其成本。(4) 当短时间内遭遇大规模资本流入或流出时, 一国可以采用的政策工具包括财政、货币、汇率管理等宏观经济政策, 以及金融监管 (宏观审慎) 和资本流动管理政策。在某些情况下, 资本流动管理将是有益的, 但它不能替代宏观经济政策。在一些相关的文件中, 基金组织强调, 只有在上述其他政策工具都已采用但仍然不能充分见效时, 才应该采用资本流动管理或资本管制。换言之, 资本管制是最后的政策选项。(5) 资本流动的来源国在缓解资本流动带来的多边风险方面能够发挥作用, 因此, 在资本流动相关政策上开展国际合作非常重要。

2022 年 4 月, 基金组织在保留《机构观点》核心内容的基础上, 进行了两个方面的更新。其一, 在政策工具箱中增加了可按照预防性方式使

用资本流动管理/宏观审慎管理措施。这意味着，即使短时间内未发生大规模资本流入，这些政策工具也可以使用。这一更新源于该组织经济学家新近提出的“综合政策框架（Integrated Policy Framework, IPF）”。IPF的提出者认为，在蒙代尔-弗莱明模型中，标准的货币政策和汇率灵活性可以使经济完全免受冲击，但现实世界中的许多缺陷并没有在该模型中得到反映。因此，有必要提出一个包括最优货币政策、资本管制、外汇干预和宏观审慎政策在内的综合模型。该模型不仅包含了更多的政策工具，而且允许各国在贸易计价货币、货币错配程度，外部和国内融资约束以及外汇市场深度等方面存在差异。简言之，根据IPF，应对外部冲击的政策组合需要根据各国的具体情况来确定。这意味着，在某些情形下（譬如，货币错配严重、融资约束明显、外汇市场发育不够等），资本流动管理或资本管制将在一定程度上成为常态化安排。其二，对某些类别的资本流动措施将根据有关的国际协定采用特殊处理方法。

以上回顾显示，与2012年《机构观点》相比，基金组织对于跨境资本流动的最新立场确实发生了一些变化，强调在某些情形下常态化的资本流动管理或资本管制将具有更多的合法性，体现了“量体裁衣（One size does not fit all）”的政策理念，值得肯定。但本次更新保留了《机构观点》的核心内容，对资本账户自由化的利益仍然持有高度认可的立场，对如何稳步推动资本账户自由化继续提供政策建议，所以认为基金组织对于资本管制的态度已经回到1944年成立之初的看法并不成立。

“同样作为影响跨境资本流动的政策工具，CFMs 和 MPM 存在一定的交叉，但分属不同的政策框架体系，出发点不同，具体措施也不一样。”

基金组织《机构观点》中所提出的跨境资本流动管理措施（CFMs）与其过去所使用的资本管制基本上可以替换使用。在经济全球化和自由化成为大趋势的背景下，由于资本管制是一个具有较强负面色彩的概念，因而自《机构观点》提出以后，基金组织一般不再使用“资本管制”一词，而是使用 CFMs。无论是资本管制还是 CFMs，出发点主要是控制各类跨境资本流动（包括证券投资、直接投资和银行贷款等），最终实现国际收支均衡和汇率稳定的目标。关于具体措施，主要包括对各类跨境资本流动进行事先行政审批、数量限制，以及实施可能影响跨境资本交易成本的措施，如“托宾税”或无偿准备金制度等。

MPM 的出发点是防范系统性金融风险，尤其是防止系统性金融风险顺周期累积以及跨机构、跨行业、跨市场和跨境传染，提高金融体系韧性和稳健性，降低金融危机发生的可能性和破坏性，促进金融体系的整体健康与稳定。具体措施包括对金融机构的资本、流动性、杠杆率等提出要求。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_43084](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43084)

