

IMF 对跨境资本流动管理制度的新认知述评

韩 龙

内容提要:2008 年全球金融危机发生后,IMF 一改过往数十年间对跨境资本开放一味支持的立场,转而在“整体方法”基础上完成蜕变,形成了对跨境资本流动的新认知——“体制观”。“体制观”吸收此前危机教训,不再以各国资本项目开放作为跨境资本流动管理制度的预设目标,而是在开放和管控之间取向中性,同时强调一国的资本流动开放须与一定的体制发展挂钩,并重新厘定各类资本流动开放的顺序。“体制观”及其借由 IMF 监督功能而对各国制度的引领,适应了不同国家实行不同跨境资本流动制度之需,为各国以多元手段应对此种流动带来的挑战提供了正当性依据,也为 IMF 向各国提供有关国际资本流动的一致性指导建立了一个共同框架。“体制观”缺乏足够的法律支撑,且与各国在各类国际协定项下承担的义务难以协调,也难以顾全 IMF 成员国的特殊需要。但就“体制观”与人民币国际化所需资本项目充分开放的关系而言,二者具有调和性。

关键词:体制观 整体方法 跨境资本流动管理制度 管控 开放

韩龙,中南财经政法大学“文澜学者”特聘教授,金融法与国际金融法研究所研究员。

跨境资本流动作为全球经济、金融一体化最突出的特征和体现之一,时常牵动国际社会和各国神经。跨境资本流动应当何去何从,构成当今各国最大困惑之一。对跨境资本流动应当采取何种态度、确立何种制度,受制于对跨境资本流动的褒贬认知。特别是在全球化时代,各国的制度选择和厘定不可避免地受到国际社会流行性认知的影响乃至施压。自第二次世界大战(以下简称“二战”)之后,国际货币基金组织(IMF)一直肩负着保障国际货币体系有效运行、建立国际间资本交换体制的职责。^[1] IMF 通过对成员国义务的监督等形式,表达着这一覆盖世界几乎所有重要国家的国际组织对国际资本流动的态度,意图引领和影响各国对跨境资本流动的立法和政策。自 2008 年全球金融危机以来,IMF 对

[1] 《IMF 协定》第 4 条第 1 节规定“……国际货币制度的主要目的是提供一个便利国与国之间商品、劳务和资本的交流和保持经济健康增长的体制……”;第 3 节规定“IMF 应监督国际货币体系,以保证其有效运行”。

跨境资本流动的认知和立场一反过往之态,发生了巨大转变。然而,这一重要转变在研究中并未受到应有关注,如何看待和恰当评价这一转变的法律和政策寓意更是付之阙如。鉴此,笔者不揣简陋,择其要述之,以期补苴罅漏。

一 IMF 对跨境资本流动的认知变迁

2008 年全球金融危机后 IMF 对跨境资本流动形成的新认知,较之过往认知具有显著差异。要把握这一新认知并在此基础上对其进行恰当评价,需要对 IMF 在跨境资本流动问题上的过往认知及其变迁进行应有的回溯和考察。IMF 对跨境资本流动的认知演变,可以分别以“牙买加体系”的建立和 2008 年全球金融危机(以下简称“危机”)为界,^[2]分为以下三个阶段,而每一阶段均有其主流认知及法律、政策寓意。

(一) 布雷顿森林体系时期对跨境资本流动的认知

IMF 对跨境资本流动的认知,最早可追溯至 IMF 孕育之时。IMF 创立的主导者之一、英国的凯恩斯亲身经历了 20 世纪二、三十年代世界经济动荡的惨状,强调战后的制度应当为出于合法目的的国际信贷提供便利,但应重视资本管制的功能。他指出,对资本流动的管制,包括对内流入和对外流出的管制,应当成为战后制度的持久特征。^[3] 根据凯恩斯的见解,国际资本流动有合法目的与非法目的之分。对后一目的的资本流动应当进行管制;但即便是合法目的的资本流动,只要超出了合法目的所需数量,也应受到管制。IMF 创立的另一主导者、美国的怀特虽认为资本需流向最具生产用途的项目,但主张对外国投资的规模 and 方向实行明智的控制。^[4] 可见,IMF 创立的两大主导者及其背后的英国和美国,均认为国际资本流动在带来一定利益的同时也伴随着弊端,因此应在平衡的基础上实行必要的资本流动管制。

反映在《国际货币基金组织协定》(以下简称《IMF 协定》或《协定》)中,该协定第 8 条和第 6 条对经常项目的支付与资本项目的资本流动做出了截然不同的规定。《协定》第 8 条第 2 节要求成员国在经常项目项下承担普遍性义务,规定非经 IMF 授权或同意,各成员国不得对经常项目项下的国际贸易支付和转移进行限制。而对于资本项目项下的资本流动,《协定》不仅未对成员国施加开放资本项目的义务,相反,第 6 条规定成员国可以对国际资本转移采取必要管制,且为防止 IMF 的普通资金被用于大量或长期资本输出,IMF 还可以要求成员国实行资本管制。在参加布雷顿森林会议的代表看来,国际贸易是战后经济增长的主要动力,而资本流动导致的汇率动荡会对国际贸易造成严重损害。因此,布雷顿森林体系在实行固定汇率制度的同时,将服务于国际贸易的经常项目项下的支付和结算的权柄交予 IMF,同时保留各国对资本流动的管制权,以服务于各国国内政策

[2] 布雷顿森林体系崩溃后,1976 年各国在牙买加首都金斯敦达成了《牙买加协定》,以此对《IMF 协定》进行第二次修改形成的适用至今的国际货币制度,即为牙买加体系。

[3] James R. Crotty, On Keynes and Capital Flight, *Journal of Economic Literature*, March 1983, p. 62.

[4] Maria Socorro Gochoco-Bautista and Changyong Rhee, Capital Controls: A Pragmatic Proposal, *ADB Economics Working Paper Series*, No. 337 February 2013, p. 6.

之需。

从二战后到 20 世纪七十年代初布雷顿森林体系崩溃,布雷顿森林体系建构者们的主张一直处于主导地位,该体系所确定的对国际资本流动管控的制度并未受到重大挑战。这一时期,发达国家和发展中国家都不同程度地运用资本管制维护本国经济利益,一些发达国家还合作管控国际资本流动。^[5] 这一时期对跨境资本流动管控的有效性,还得益于当时国际资本流动特别是国际游资的规模有限,资本项目“管”与“放”的矛盾并没有像后来那样突出。

(二) 牙买加体系建立至危机前对跨境资本流动的认知

伴随着 20 世纪七十年代初布雷顿森林体系的崩溃,国际社会和 IMF 对资本管制的态度开始发生转变。自 20 世纪七、八十年代起,发达国家和一些发展中国家相继实行金融自由化和资本项目开放。经济合作与发展组织(以下简称“经合组织”)对其《资本流动自由化通则》进行修改,使之覆盖所有的国际资本流动,同时要求经合组织的新成员在加入时必须开放资本项目。在实行资本项目管制的国家,开放的经常项目成为掩盖国际资本流动的通道,资本项目管制的效果大打折扣且广受质疑。在此背景下,支持国际资本流动自由化的思潮逐步高涨并取得支配地位。

受此影响,IMF 对资本管制的传统支持态度也开始发生变化。1978 年,经第二次修改的《IMF 协定》生效,牙买加体系由此建立。该协定第 4 条明确将建立便利各国之间资本交换的框架作为国际货币制度的实质目的。尽管该协定第 6 条关于成员国有权管制资本流动的规定依然未变,但成员国的这项权利要受到修改后的第 4 条新确立的维护汇率体系稳定义务的约束和限制。^[6] 换言之,IMF 成员国行使管制国际资本流动的权力不得损害国际汇率体系的稳定。此外,与《IMF 协定》第二修正案一起生效的《1977 年对汇率政策监督的决议》将包括资本管制和资本流动在内的某些发展变化,规定为涉嫌违背《协定》第 4 条第 1 节规定的成员国汇率义务、进而需要 IMF 审查并与成员国进行磋商的情形。^[7] 其后,IMF 主要在双边监督中通过向成员国提供关于资本账户开放益处的政策建议来对待资本账户问题。^[8]

IMF 对资本项目开放的支持在 1997 年达到高潮。在这一年的香港年会上,IMF 发布了著名的《香港宣言》,提出拟修改《IMF 协定》,赋予 IMF 对资本项目的管辖权,同时对 IMF 成员国施以开放资本项目的普遍性义务。^[9] 但这一修改动议因美国国会和其他国家的抵制以及亚洲金融危机的爆发而搁浅。美国国会中的民主党议员以及金融业官员担心广泛的资本市场自由化会导致更多金融危机,加剧风险和危机的传染,因此抵制《协

[5] Philip J. MacFarlane, The IMF's Reassessment of Capital Controls after the 2008 Financial Crisis: Heresy or Orthodoxy? *UCLA Journal of International Law and Foreign Affairs*, Spring 2015, p. 181.

[6] IMF, The Fund's Roles Regarding Cross-border Capital Flow, November 15, 2010, pp. 18 - 19.

[7] 相关情形详见后文所述。

[8] IMF 的监督包括双边监督与多边监督。前者是 IMF 对成员国是否遵守《IMF 协定》第 4 条规定的义务而对各成员国进行的监督。后者是 IMF 致力于国际货币体系是否有效运行所进行的监督。

[9] IMF, Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund, Press Release no. 97/44, Sept. 21, 1997.

定》的修改。^[10] 此外,1997-1998 年的亚洲金融危机使许多发展中国家认识到,是过早的资本项目开放所招致的短期投机资本流动及其引起的金融恐慌导致了危机。这一认识削弱了发展中国家对 IMF 动议的支持。

亚洲金融危机迫使 IMF 对其在资本项目上的立场进行审视。IMF 和世界银行的一些官员、专家不得不承认亚洲金融危机以及之前的拉美金融危机与国际资本流动之间的相关性。约瑟夫·斯蒂格利茨指出:“资本项目自由化是导致危机的最重要因素。”^[11] 但此时占据主导地位的观点仍然认为,取消资本控制能够增加投资,促进一国金融业的发展和资本在国际间的有效配置,因而有助于防范未来的危机。反映在 IMF 的监督中,IMF 在 2006—2010 年对成员国进行监督所形成的报告中,对成员国的资本流动管制措施通常倾向于采取否定态度。^[12] 但或许是由于对此前推行的资本项目开放有所认识,亚洲金融危机后 IMF 在推行资本项目开放上出现了一定的缓和。尽管如此,资本流动管制仍被看作例外措施,被认为只在具有成熟监管制度的国家才有效。^[13]

(三) 危机后 IMF 对跨境资本流动的新认知

如果说亚洲金融危机开始触动 IMF 有关国际资本流动的主流思维,并为后续变革积蓄能量的话,那么 2008 年开始的全球金融危机则成为 IMF 转变认知的拐点。危机发生后,越来越多的政策制定者和学者认为,各国必须精心管理资本流动并协调政策,直接的资本管制在极端情况下构成政策工具箱的有用成分。^[14] 2010 年,二十国集团轮值主席国法国呼吁制定监管国际资本流动的行为准则。2011 年,二十国集团财政部长和央行行长会议指出,资本流动管理措施没有一个放之四海而皆准的方法或条件设定。^[15] 与此同时,IMF 逐步接受了资本管制有助于各国管控因大量资本流动所致金融风险的看法,并对其先前的立场做出了大幅度调整,由此形成 IMF 对跨境资本流动的新认知。

IMF 对跨境资本流动的新认知虽可追溯于其在 2002 年出台的“整体方法”(Integrated Approach),但却定型于危机后在系列反思基础上形成的资本项目的“体制观”(Institutional View),制度化于 2013 年 IMF 对成员国进行双边监督的指南和 2016 年 IMF 执行董事会对“体制观”经验的肯定。

那么,IMF 的立场为何会发生这样的转变? 首先,这是因为资本流动自由化的益处没有获得有效证实。危机之前,支持资本流动自由化的认知之所以广受支持,主要原因在于

[10] Philip J. MacFarlane, *The IMF's Reassessment of Capital Controls after the 2008 Financial Crisis: Heresy or Orthodoxy?* *UCLA Journal of International Law and Foreign Affairs*, Spring 2015, p. 191.

[11] Stanley Fischer et. al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance 207*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1998, p. 11.

[12] IMF, *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation*, March 3, 2015, p. 12.

[13] Ilene Grabel, *Not Your Grandfather's IMF: Global Crisis, "Productive Incoherence", and Development Policy Space*, Policy Economic Research Center, Working Paper No. 214, 2011, pp. 14-15.

[14] Adam Feibelman, *The IMF and Regulation of Cross-Border Capital Flows*, *Chicago Journal of International Law*, Volume 15, No. 2, 2015, p. 451.

[15] Manuela Moschella, *The Institutional Roots of Incremental Ideational Change: The IMF and Capital Controls after the Global Financial Crisis*, *British Journal of Politics and International Relations*, Vol. 17, 2015, p. 453.

当时较普遍地认为资本流动自由化能够带来以下巨大益处:资本流动自由化可以使各国特别是发展中国家获得或低成本地获得发展经济所欠缺的资本,以促进其经济发展,而资本输出国也能够获得更大的投资回报,因而能够实现资本在全球的更有效配置。然而,即便是在之前,以上益处也没有获得实证研究的充分证实,甚至一些支持贸易自由的专家提出适用于国际贸易的自由并不适用于金融。^[16] 危机发生后,资本自由流动的益处更遭质疑。前已述及,主张资本流动自由化的认知主要建立在对这种流动所能带来利益的确信上,一旦这种确信受到动摇,就会引发对国际资本流动的认知变革。

其次,资本流动的益处虽难以确定,但其代价和危害却显而易见。在全球金融危机中,一如亚洲金融危机那样,资本流入点燃的信贷膨胀引领危机的模式依然在延续。危机发生后,在资本输出国(主要是发达国家)金融机构去杠杆压力以及货币避险本能需要的影响下,流入发展中国家的国际资本急剧回流,加剧了新兴市场国家货币汇率和资产价格的下行压力,损耗了其外汇储备,加重了信贷萎缩和危机。不止于此,危机企稳后,发达经济体为刺激经济复苏实行量化宽松政策,为资本再度大举流入新兴市场国家提供了充足、廉价的来源,危机前资本流入的“潘多拉魔盒”周而复始地重现。与此形成鲜明反差的是,不开放或较少开放资本项目的国家在危机中的表现则相对良好。IMF 职员立场论笈(IMF Staff Position Note)的研究发现,危机发生前实行资本项目管制的国家在危机期间所受损失小于没有采取管制的国家,并进而将资本项目管制作为管制资本流入的政策工具箱的正当组成部分。这一结论被看作 IMF 立场转变的标志。^[17]

二 新认知——“体制观”:形成、体现与制度化

代表着国际主流社会对资本项目新认知的 IMF“体制观”的出现并非偶然,而是具有以上特定历史背景。鉴于国内外对 IMF 这一新认知鲜有提炼和总结,故本文以下对其形成、体现与制度化进行探究和发掘。

(一)“体制观”的形成

“体制观”的雏形可追溯至 2002 年 4 月 IMF 在题为“资本项目开放与金融业稳定”的长篇研究报告中提出的资本项目开放的方法。由于该方法强调资本项目开放与配套改革的协同性以及开放的顺序,因此后来被广泛称之为“整体方法”。虽然该方法提出后在理论上并未获得重视,在 IMF 监督实践中也未得到采纳,但却构成后来形成的资本项目“体制观”的重要基础。作为对上世纪末发生的亚洲金融危机反思的成果,“整体方法”旨在解决资本项目开放中趋利避害的问题,即如何收获资本项目开放的利益并应对国际资本流动的风险。“整体方法”主要有资本项目开放配套改革和资本项目开放顺序两大内容。

[16] IMF, The Fund's Roles Regarding Cross-border Capital Flow, November 15, 2010, p. 8.

[17] IMF, The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation, March 3, 2015, p. 4.

就资本项目开放的配套改革而言,“整体方法”强调资本项目开放是一国全部经济、金融制度和监管制度改革的一部分,资本项目开放需要宏观经济稳定、金融市场发展、金融法制和监管制度健全等条件的配套。^[18] 其中,有助于加强宏观经济稳定的金融改革应当置于优先地位,审慎监管以及金融业改造应当加以推进,以提高金融业的竞争力和增进市场发展。^[19] 而避免危机之害取决于金融机构、非金融机构和政府管控金融风险的能力,为此需要改革金融法律框架,改进会计和统计,加强系统流动性安排和货币、汇率操作,发展资本市场,加强审慎监管以及风险管理等。^[20]

除整体配套改革之外,“整体方法”还十分强调恰当的资本项目开放顺序的重要性,提出资本项目开放的顺序应视各国情况而定,综合考虑宏观经济和金融业的脆弱性、制度和市场发展状况、现有资本项目管制的设计及有效性、政府有效管理和实施资本管制的的能力,以及金融和非金融业应对巨额资本流动动荡和 risk 的能力。在此基础上,该方法提出了资本流动开放“三步走”的模式:由于外国直接投资(FDI)被认为相对于其他资本流动更为稳定、更有助于经济增长,因此第一步应开放 FDI 的流入,同时引入国际会计准则和完备统计制度,完善货币政策框架和金融监管,为进一步的开放提供基础。第二步是开放 FDI 的流出和长期证券组合投资流动,同时一些短期资本流动也可以在这一阶段开放。第三阶段则是在发展金融市场和进一步加强金融监管之后,取消一切剩余的资本项目管制。^[21] 总之,“整体方法”给出的一般开放顺序是 FDI 流入优先,FDI 流出和长期证券组合投资流动次之,最后是短期证券组合投资流动和其他资本项目管制的开放。

全球金融危机发生后,IMF 对危机及其在资本项目开放上的原有立场进行了深度反思,同时对上述“整体方法”进行了评估,认为虽然“整体方法”包含的原则依然有效,但全球的发展变化以及新近研究表明这些原则需要做出调整。^[22] 于是,IMF 发布了一系列反映其立场变化的文件,最终在“整体方法”的基础之上形成了适用于对各成员国进行双边监督的“体制观”。IMF 资本项目的“体制观”主要凝结在其于 2012 年 11 月发布的《资本流动的开放与管理:体制观》一文之中。

(二)“体制观”的体现

1. “体制观”对“整体方法”的发展和改造

“体制观”与“整体方法”的关系体现在发展和改造两个方面。所谓发展是前者对后者的突破和创新,即“整体方法”所无而“体制观”独有的认知,故谓之发展;所谓改造则是前者对后者已有认知的修补和调整,即“整体方法”已有但“体制观”对之有所变动,故谓之改造。下文首先考察“体制观”对“整体方法”的发展和改造,在此基础上提炼“体制观”的内涵。

“体制观”对“整体方法”的发展,体现在“体制观”不再以资本项目充分开放为各国

[18] *Ibid*, p. 2.

[19] IMF, *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, March 2012, p. 18.

[20] IMF, *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, November 2012, p. 14.

[21] IMF, *Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows*, March 2012, p. 18.

[22] *Ibid*, p. 17.

的当然目标。前已述及,IMF 的“整体方法”仍以资本项目充分开放为预设目标,旨在解决各国在资本项目开放中趋利避害的问题。然而,在“体制观”看来,虽然对资本流动存在广泛限制的国家通过有序的开放可能从中获益,但充分的资本项目开放并不构成一切国家在任何时期的适当目标;相反,资本项目管制措施在某些情况下却有用武之地。^[23]这意味着,2008 年全球金融危机之后,资本项目的充分开放不再是适合各国的普适标准。而且,即便一国开放了资本项目,仍可以恢复实行资本流动措施(capital flow measures)。^[24]可见,在“体制观”看来,一国是否实行资本项目开放以及如何实行开放,均应由各国根据自身具体情况而定,并无一定之规。

“体制观”对“整体方法”的改造体现在两大方面:第一,资本项目的开放或管制需要做更多向度的考量;第二,“整体方法”下资本项目开放顺序需做技术性调整。就第一项改造而言,“体制观”增加的考量向度主要有:首先,金融全球化的深度发展使资本流动及其夹带的金融风险、金融震荡更易于在国家间传播和加剧,因此,一国对资本项目开放及其节奏应当慎重,须关注其经济和金融体系应对资本流动的能力,并加强相应的能力建设。其次,在措施的选择和适用上,“体制观”发明了“资本流动措施”一词,以取代资本项目管制。资本流动措施涵盖旨在影响资本流动的广泛的行政、税收和审慎措施,由基于居民身份的资本流动措施和其它资本流动措施组成。前者包括基于居民身份而歧视性地影响跨境金融活动的措施,通常被指称为资本管制措施;后者则是指并不基于居民身份进行歧视,但旨在影响资本流动的以下两类措施:基于货币币种而对交易实行区别对待的措施(如对外币借贷的广泛限制),以及通常在非金融领域实施的其它措施(如对某些投资的课税)。^[25]在“体制观”看来,由于基于居民身份的措施对非居民具有歧视性,也与 IMF 履行维护国际货币体系稳定职能所需要的国际合作精神相悖,因此 IMF 一般不支持成员国采取。但在某些情况下,如瞄准特定风险的资本流动措施的有效性不及瞄准居民身份的资本流动措施,那么采取基于居民身份的歧视性的资本流动措施也并无不当。^[26]最后,由于资本流动措施以及审慎措施对国际资本流动具有重要影响,因此资本项目开放以及审慎措施的变化应关注其多边影响。^[27]

相较于“整体方法”,“体制观”除了增加考量向度之外,还认为“整体方法”项下资本项目开放的顺序也需要进行一定的技术调整。首先,与“整体方法”强调先开放长期资本流动、再开放短期资本流动不同,“体制观”提出一些短期资本项目可能需要在长期资本项目开放之前实行开放。例如,银行业务中的短期国际贸易融资就需要更早开放,银行在境外设立往来行账户也需要同步开放。其次,对于“整体方法”先放开资本流入、再放开资本流出的主张,“体制观”认为,在特定条件下,开放资本流出有助于应对资本流入激增

[23] IMF, The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation, March 3, 2015, p. 2.

[24] 对于何谓资本流动措施,详见下文阐释。

[25] IMF, Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, March 2011, pp. 40-41.

[26] *Ibid.*, p. 2.

[27] IMF, Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, March 2012, p. 20.

的问题,但资本流出只有在取消这类管制的条件(如充分的审慎监管)具备的情况下才能放开。最后,“体制观”还提出取消资本流动措施应考虑对其他领域和经济的广泛影响,注重开放项目之间的协同和协调。例如,跨境银行业务的开放至少要先于非金融领域境外借贷的开放,以免发生脱媒现象。又如,为避免监管套利并将经济决策造成的扭曲最小化,在监管成熟的情况下,具有近似内容和期限的业务交易应当一起开放,如期限相同的金融工具如债券和借贷的资本流动措施应同时取消。^[28] 这些都是“体制观”对“整体方法”原本主张的资本项目开放顺序的调整。

2. “体制观”内涵之提炼

基于以上对“体制观”对“整体方法”发展及改造的考察,“体制观”的内涵可凝练为以下三个方面。

首先,集 IMF 新认知之大成的“体制观”,不再将资本项目的充分开放作为当然或最终目标。相反,在新认知看来,维持或恢复采取资本流动措施在一定情况下甚至能够成为维护经济和金融稳定的手段。不止于此,在新认知看来,资本流动措施在一国管理跨境资本流动措施的分等结构中也不再是最后采取的措施。而在新认知之前,IMF 先是抵制资本项目管制,后来即便是在亚洲金融危机等事件的影响下态度有所缓和,也仍然首先以宏观经济政策和审慎监管措施来应对资本流动,当这些措施不足且资本流动具有暂时性质时,资本管制措施才可能发挥补充政策工具箱的作用。^[29] 可见,在彼时的认知中,资本管制措施是位列其他措施之后、在特定条件下采取的末等措施。但新认知打破了这样的顺序,认为在采取所需要的行动或进行宏观经济调整需要时间、或者资本急剧流动的经济影响具有高度不确定的情况下,各国可以直接采取资本流动措施,以赢得时间。^[30]

其次,资本项目开放须伴之以配套条件。跨境资本流动蕴含着巨大的利益和风险。一国要在资本项目开放中趋利避害取决于其体制发展是否达到一定水平。IMF 的新认知之所以被冠之以“体制观”,原因就在于其将特定资本流动的开放与一定的体制发展挂钩,并重视各类资本流动开放的顺序。^[31] 在“体制观”看来,如果各国金融和体制发展达到了某种水平,并伴以健全的财政、货币和汇率政策,那么就有可能收获资本项目开放的利益。相反,如若没有达到相应的发展水平,特别是金融监管不达标,资本项目开放的风险就会增大。^[32] 因此,一国究竟该实行多大程度的资本项目开放,取决于该国的具体情况,特别是其金融和宏观经济体制是否达到资本项目开放的门槛要求。

最后,资本项目开放须有合理的顺序。虽说“体制观”不以资本项目充分开放为预设目标,但如果一国选择开放资本项目,则仍需有合理的顺序。对此,“体制观”的内涵可概括为两大方面:一方面,强调资本项目开放的顺序要视各国具体情况而定;另一方面,提出

[28] *Ibid.*

[29] IMF, *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation*, March 3, 2015, p. 11.

[30] *Ibid.*, p. 9.

[31] Adam Feibelman, *The IMF and Regulation of Cross-Border Capital Flows*, *Chicago Journal of International Law*, Volume 15, No. 2, 2015, pp. 436-437.

[32] IMF, *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, November 2012, p. 12.

了可供参考的一般开放顺序。该一般顺序是:首先,放开 FDI 流入和为便利金融机构客户的贸易及金融交易所需要的某些短期银行跨境资金流动。其次,放开 FDI 的流出和证券交易资金的流入。最后,根据开放条件的具备程度,逐步开放剩余的资本流出的管制并允许外国投资者更多地参与其他资产交易。^[33]

(三)从认知迈向制度实践的“体制观”

认知决定行动。IMF 的新认知在发展中已超出认知层面,融入 IMF 的制度实践当中,典型地体现为 IMF 在对成员国监督中对新认知的实施。与 WTO 依靠争端解决机制实施规则不同,IMF 的监督是 IMF 履行《IMF 协定》赋予的职责、督促成员国履行协定义务所倚重的主要手段。^[34]“体制观”融入 IMF 监督实践的路径是《IMF 协定》第 4 条第 3 节,其规定 IMF 应监督国际货币体系以保障其有效运行,监督各成员国是否遵守该条第 1 节规定的成员国义务,并特别要求 IMF 对各成员国的汇率政策实行严密监督,并制定指导成员国汇率政策的原则。2012 年 7 月 IMF 执行董事会据此通过的《双边和多边监督的决议》(以下简称《决议》),将资本流动的发展变化嵌入 IMF 的双边监督和多边监督之中。在双边监督层面,《决议》将以下资本流动的发展变化作为事关成员国是否遵循 IMF 指导成员国政策原则、从事是否需要成员国进行彻底审查的情形:出于国际收支目的,实行或大幅强化对资本流入和流出的限制或鼓励措施;出于国际收支目的,追求鼓励和阻止资本流动的非寻常的货币和其它金融政策等。在多边监督层面,如果成员国的政策被认为严重影响到国际货币体系的有效运行,那么就要接受 IMF 的多边监督。可见,尽管《IMF 协定》并未将资本项目开放规定为各成员国的义务,但 IMF 的监督实践已将资本流动涵盖其中。

借助 IMF 双边和多边监督渠道,2013 年 4 月 IMF 发布了《资本流动开放与管理的指导说明》(以下简称《说明》)。《说明》对于 IMF 在开放和管制资本流动问题上如何运用“体制观”对成员国进行双边和多边监督加以了明确。由于“体制观”不再将资本项目的充分开放预设为各国资本项目的目标,加之实行资本项目开放的国家亦可恢复管控,因此 IMF 对国际资本流动开放与管控两种情形下如何分别监督、施策的问题进行了澄清。此外,《说明》还对资本流动的国际协调问题提供了一定指引。

对于资本项目开放,《说明》重申门槛条件的重要性,指示 IMF 监督人员研判一国的金融和体制发展,特别是金融体系、金融机构、财政、货币、汇率政策在资本项目开放前是否达到一定水平,指出汇率弹性有助于为实体经济对抗资本流动的动荡提供缓冲,同时重申了“体制观”对资本项目开放的态度,明确在某些情况下资本流动措施的临时恢复与资本流动开放的总体战略具有一致性。^[35]

对于跨境资本流动的管控,《说明》在强调加强金融市场、金融监管和体制能力(institutional capacity)的基础上,分别对资本流入激增和破坏性资本流出的监督进行了明确。

[33] IMF, Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows, April 25, 2013, pp. 28-29.

[34] 参见韩龙:《IMF 监督制度的晚近修改能否解决国际货币体系所受威胁?》,《中外法学》2016 年第 4 期,第 994 页。

[35] IMF, Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows, April 2013, pp. 10-11.

对于资本流入激增,《说明》指出成员国的以下政策具有适当性:在不存在经济过热或资产价格压力的情况下通过放松货币政策或紧缩财政政策降低利率;在货币不存在高估的情况下升值汇率;在外汇储备不充足的情况下增加外汇储备。但若成员国经济过热或存在资产泡沫,汇率高估,或者外汇储备庞大,宏观经济调控受限,则可适当采取资本流动措施,以支持宏观经济调整和保障金融体系稳定。此外,在资本流入激增具有引发金融体系不稳定之虞,或基本经济状况急剧变化使得对宏观经济的快速评估难以为继,或所需政策调整难以短期内见效的情况下,采取资本流动措施均不乏适当性。依照《说明》,IMF 成员国采取资本流动措施,应遵循透明、定向、临时、优先采取非歧视性措施等原则。^[36] 对于破坏性资本流出,《说明》区分非危机与危机两种情形。在非危机情形下,资本外流有时通过影响汇率、外部融资和利率而构成挑战,成员国可通过调整宏观经济和金融政策来解决资本外流的影响。在危机或危机临近的情形下,破坏性的资本外流会导致外汇储备枯竭、汇率崩盘、金融体系重挫和产出损失,此时对资本外流采取资本流动措施有助于降低以上损害的发生几率,并为所需经济政策措施的实施赢得喘息之机。同时,在危机迫近的情况下,资本流动措施有助于阻止危机全面爆发。对资本外流采取资本流动措施,也应遵循透明、临时、优先采取非歧视性措施等原则,但与对资本流入实行定向原则不同的是,阻止资本流出的资本流动措施需要具备全面性方能见效。^[37]

对于国际协调,《说明》指出资本来源国与接受国之间以及资本接受国相互之间的协调有助于降低各自施策的外部性。《说明》要求 IMF 在对成员国的监督中注意以下要点:一是如果一国资本流动措施或其它措施会加大其他国家的宏观经济和金融稳定风险,且受影响的其他国家采取的应对措施代价巨大,那么这些国家就应当进行协调。这要求资本流动的来源国更好地内化其货币和审慎监管措施的外部性,也要求接受国在其采取的资本流动措施会导致巨大的外部性时减少资本流动措施的使用。二是 IMF 在对金融业的监督中应鼓励各国监管者进行合作,例如就相关金融监管措施的影响进行磋商、分享数据和信息等。^[38]

如果说《说明》为在 IMF 的监督中运用“体制观”提供了制度接口和行动指南,那么 2016 年 12 月 IMF 执行董事会通过的《资本流动——对“体制观”经验的复审》(以下简称《复审》),则是对 IMF 在监督中运用“体制观”经验的肯定和背书。在《复审》中,IMF 执行董事会认为,尽管在过往数年中跨境资本流动发生了不同于 2012 年“体制观”出台时的流向变化,但各成员国对待资本项目的实践依循了“体制观”,其在处理资本项目开放和跨境资本流动管控中积累的经验为“体制观”提供了佐证。执行董事会认可“体制观”在 IMF 监督中所发挥的作用,认为其为成员国的资本账户问题提供了一个分析框架,也为 IMF 在监督中对跨境流动资本的来源国与接受国提供一致性建议提供了基础。^[39]

[36] *Ibid.*, p. 16.

[37] *Ibid.*, pp. 17 - 18.

[38] *Ibid.*, pp. 19 - 20.

[39] IMF, IMF Executive Board Discusses Review of Experience with the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows, December 20, 2016, pp. 1 - 3.

三 对“体制观”的评析

作为对近数十年国际金融危机反思结晶的“体制观”,在可预见的将来,将通过 IMF 的监督机制等渠道引领和影响各国的资本项目管理制度。对“体制观”的恰当认识和评价,既关系到资本在国际间的流动及其风险防范,也关系到包括我国在内的各国资本项目管理制度的塑造或重塑。

(一)“体制观”的亮点

“体制观”作为对待国际资本流动的新思维与行动指南,具有一系列值得肯定的方面,主要体现在如下。

1. 从一味推行资本项目全面开放向中性化及有条件开放转化

如前所述,自 20 世纪七十年代至全球金融危机,国际社会和 IMF 的主导认知和立场一直是推行各国资本项目的全面开放。但“体制观”改变了 IMF 的这一一贯立场。“体制观”虽然不排除资本项目开放为各国带来利益的可能,但也指出资本项目开放特别是不具备配套条件的开放蕴含巨大风险。因此,“体制观”不再无条件地为国际资本流动的充分开放站台,也不再在开放与管控二者之间选边,而是将资本项目该实行何种制度的问题交给各国,由其根据自身情况进行判断和做出取舍。这一立场鲜明地体现在 IMF 于 2013 年发布的指导 IMF 对成员国进行双边和多边监督的《说明》之中。《说明》除了不再将资本项目的充分开放设定为各国资本项目的目标之外,还分别对开放与管控国际资本流动两种不同情形下 IMF 如何监督的问题做出说明,体现出 IMF 对于开放与管控趋于中性化的立场。就此而言,“体制观”具有因国施策、辨证施治的色彩。不止于此,如果一国选择实行资本项目的开放,那么“体制观”十分强调开放的条件性。

“体制观”在资本项目的“管”与“放”的问题上采取趋向中性化的态度,并在开放时强调条件性,较之此前国际社会的主流认知,显然要理性和务实得多。资本项目的开放深度关涉一国内外平衡、对国际金融风险的管控以及经济社会发展和稳定,只有在综合考虑自身实际的条件下才能做出适当的决策和选择。相反,任何力量如果不顾各国承受能力而一味推行资本项目充分开放,必然会在政治上遭到抵制,在经济上遭受挫折。1997 年拟将资本项目开放作为普遍义务纳入《IMF 协定》之举所遭受的挫败,即为明证。在十年后的全球金融危机中,开放资本项目的国家惨遭蹂躏、实行管制的国家受损较轻的事实,再度印证了资本项目充分开放不是放之四海而皆准的普适标准。就此而言,IMF 态度的上述转变既是对现实的顺应,也是对国际经验和教训的汲取。

2. 强调应对国际资本流动措施的多重性

前已述及,“体制观”不仅不排斥各国采取应对国际资本急剧流动的措施,还将此类措施作为一定条件下维护经济和金融稳定的重要对策。为此,“体制观”发明了资本流动措施一词以取代资本项目管制措施,而资本流动措施广泛地包括能够应对国际资本急剧流动的宏观经济政策措施、金融审慎监管措施和资本项目管制措施。在“体制观”看来,在应对国际资本急剧流动带来的风险和危害时,通常顺序是先对宏观经济政策进行调整,

再实行金融审慎监管,最后采取资本流动措施。当然,在宏观经济政策调整和金融审慎监管难以奏效的情况下,各国也可以直接诉诸资本流动措施。在有些情况下,一国甚至需要将这些措施叠加组合方能奏效。

尽管如前所述,开放资本项目需要一国金融和体制达到一定发展水平,但问题不可能一劳永逸地获得解决。随着经济和金融的发展变化,宏观经济、金融监管与国际资本流动彼此间可能由原来的适配、平衡转为失配、失衡,因此应对国际资本流动带来的问题需要及时、动态地调整宏观经济政策及/或改进金融监管。舍此方法而一味采取资本项目管制这一“堵”的做法,并不能拔除引发国际资本流动的根源,也不能取代解决国际资本流动所需要进行的根本性调整。尽管如此,资本项目管制措施作为应对国际资本急剧流动的应急措施仍然具有重要意义。资本流动措施一词所含措施的广泛性和全面性,为各国有效应对国际资本流动提供了灵活的框架、丰富的库藏和宽阔的视阈,各国可以根据具体问题的特性择其所需,以应对国际资本流动带来的挑战。

3. 为 IMF 监督国际资本流动提供指引

前已述及,IMF 主要借助《IMF 协定》第 4 条第 3 节授权从事的双边及多边监督,来评判和引导各成员国对国际资本流动的法律和政策。然而,在“体制观”和《说明》出台前,IMF 在成员国对待国际资本流动问题上所发出的信号是混杂的:一方面,《IMF 协定》第 4 条第 3 节授权 IMF 对成员国影响国际资本流动的政策措施实行监督;另一方面,由于 IMF 长期以来没有制定出在各种具体情况下适用于资本项目的共同分析框架,因此 IMF 在监督中向成员国提供的有关资本项目的指导建议缺乏一致性。^[40] 例如,IMF 在 2006 - 2013 年这一时期的前期,对成员国管控资本流入的措施一般会进行劝阻,在后期则倾向于支持乃至鼓励。^[41] 在缺乏一致性评价框架的情况下,IMF 的监督注定是紊乱的。

就此而言,2013 年 IMF 出台的《说明》虽然并不改变成员国依据《IMF 协定》所具有的权利和义务,但对 IMF 如何运用“体制观”来看待和应对国际资本流动的开放和管控提供了一致性的监督框架和操作指南。在双边监督中,如前所述,IMF 根据《决议》将若干情形视为需彻底审查并有必要与成员国磋商的情形;在多边监督中,根据《说明》和《决议》,如一成员国政策的溢出效果影响国际货币体系有效运行,IMF 可以就成员国政策对国际货币体系运行产生的影响进行磋商,并在具有既能够促进成员国自身稳定,又能够增进国际货币体系有效运行的其它政策选项的情况下,建议成员国采取该其他政策。^[42] 由此,《说明》一改先前迷茫和紊乱,为 IMF 对参与国的监督提供了行动指南。

(二)“体制观”需要正视的问题

“体制观”虽然在开放或管控国际资本流动问题上不乏可取之处,但也面临一些值得注意的问题,主要如下。

[40] IMF, the Fund's Roles Regarding Cross-border Capital Flow, November 15, 2010, pp. 20 - 21.

[41] IMF, The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation, March 3, 2015, pp. 11 - 12.

[42] 参见韩龙:《IMF 监督制度的晚近修改能否解决国际货币体系所受威胁?》,《中外法学》2016 年第 4 期,第 1008 页。

1. “体制观”的实施缺乏法律支撑

前已述及,IMF 对各成员国的资本项目并无管辖权,但可以借助对成员国的双边监督和多边监督来对资本项目发挥影响。问题是,IMF 的监督能否优先于《IMF 协定》对资本项目的规定,从而使《协定》对资本项目的规定受制于 IMF 的监督? 这是一个易于引发分歧因而需要澄清的问题。资本项目与经常项目是国际收支的两大门类。二战后,为了促进国际贸易的发展,《IMF 协定》第 8 条中将经常项目的自由支付确定为各成员国承担的一项多边义务,但第 6 条却将资本项目排斥在《协定》管辖范围之外,以避免国际资本流动的动荡妨碍国际贸易的开展。可见,成员国对资本项目具有管制的权力是《协定》的基本设计。反观 IMF 当下的监督机制,主要是适应 1978 年《IMF 协定》第二次修改,在承认各国广泛汇率权力的同时,为督促成员国履行汇率义务而建立的一项制度。虽然成员国有关资本流动的政策能够影响汇率和国际货币体系的稳定,因而《说明》和《决议》将此类政策纳入双边和多边监督之中,但不能损害各国根据《IMF 协定》第 6 条对资本项目进行管制的权力。正如《说明》所指出的,成员国在第 6 条第 3 节项下的权力使得 IMF 不能将成员国取消与“体制观”不一致的资本流动措施作为后者使用 IMF 资源的条件。^[43] 因此,实施“体制观”所借助的 IMF 的监督权,受到《IMF 协定》第 6 条规定的各国对资本项目进行管制的权力的限制。

“体制观”的实施除受到各国对资本项目管制权力的限制之外,还被 IMF 的监督性质进一步弱化。IMF 监督的权柄源自《IMF 协定》第 4 条第 3 节,其虽授权 IMF 进行监督,但规定“制定具体原则,以就汇率政策向各成员国提供指导”,而“指导”仅具建议性质,并无法律拘束力。2012 年《决议》明确指出,《决议》并没有为成员国创设新义务,其双边和多边监督的规定不具有法的属性。由于 IMF 双边和多边监督所做结论只具有指导性质,不构成对成员国是否违背义务的法律判断,因此“体制观”借由双边和多边监督贯彻实施缺乏法律保障。

“体制观”的贯彻实施缺乏法律支撑会导致一系列问题,典型体现之一就是 IMF 对成员国之间的国际协调与合作束手无策。“体制观”要求各国就其资本流动措施的外溢效果进行国际协调,《决议》要求 IMF 就成员国政策的外部性进行多边监督。然而,由于成员国国内政策只要没有引起其国内不稳定,即便产生了危及国际货币体系有效运行的溢出效果,IMF 也不能要求成员国为保障国际货币体系的有效运行而改变之,^[44] 因此,“体制观”并不能借助 IMF 的监督而建立起应对国际资本流动的有效的国际合作制度。缺乏法律支撑的“体制观”借助 IMF 监督所能取得的成效是不确定的。

2. IMF 在监督中执行“体制观”会遭遇冲突

IMF 在监督中执行“体制观”遭遇的冲突,突出地体现在“体制观”与各国承担的多边、区域和双边义务之间的制度冲突难以协调。

[43] IMF, Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows, April 25, 2013, p. 9.

[44] 参见韩龙:《IMF 监督制度的晚近修改能否解决国际货币体系所受威胁?》,《中外法学》2016 年第 4 期,第 1004 - 1006 页。

如前所述,IMF 以监督为抓手引领各国在开放或管控国际资本流动过程中遵循“体制观”的要求。然而,近数十年来众多国家缔结的大量国际贸易、投资协定,对于国际资本流动所采取的态度与“体制观”可能并不一致,从而使得“体制观”的要求深受这些协定所含义务的掣肘。从目前来看,涉及国际资本流动的国际协定大多要求缔约方取消妨碍国际资本流动的措施。例如,经合组织《资本流动自由化通则》旨在取消汇兑与资本管制,要求成员方逐步废除对国际资本流动的限制等。又如,大量的双边与区域投资协定强调投资者保护,禁止或限制缔约方采取妨碍国际投资资本自由进出的措施,传统上不允许缔约方基于国际收支或金融危机的原因而背弃这一义务。虽然晚近以来这一态势有所改变,但仍有一些协定并未将国际收支或金融危机列入国际资本自由流动的例外条款。^[45]

大量的国际贸易和投资协定为缔约方的国际资本流动规定了趋于开放的义务,而且设立这些义务并非出于对国际资本流动管理的需要,而是为了促进和便利国际贸易或投资。各国出于对违背协定义务所生争端以及投资者诉讼的顾忌,在发生金融危机时对管控国际资本流动往往犹豫不决。可见,“体制观”对资本项目开放与管控的中性立场,特别是实行资本项目管制的认知,与大力推动资本项目开放的国际贸易或投资协定之间存在着潜在的巨大冲突。在目前尚无国际法律框架对“体制观”与前述国际协定的关系进行协调的情况下,如果发生以上冲突,IMF 在监督中执行“体制观”的权能能否立足尚不清晰,当事国恐怕也会惴惴不安,从而使“体制观”的实施大打折扣。

3. “体制观”的一些制度构想尚待时间和实践检验

虽然随着国际社会对国际资本流动进行管控的必要性愈发具有共识,IMF 推出的“体制观”料将获得较为普遍接受,但“体制观”若要对 IMF 成员国国际资本流动管理制度发挥清晰和可预见的指导作用,尚存不少有待厘清之处。首先,就“体制观”主张一国金融和体制须达到一定水平才能开放国际资本流动这一要素而言,IMF 并未具体厘定一国达到以上门槛水平的判断标准,这会使各国对自己是否达到开放资本项目以收获其利益的门槛水平难以做出确切判断。其次,“体制观”虽然对国际资本急剧流动所生风险列出了对策的顺序,但该施策顺序仍有待跨境资本流动和金融危机的考验。不止于此,“体制观”虽主张实行资本项目开放的国家根据需要可以恢复资本项目管制,但并未明确一国在遭遇何种具体挑战时方宜恢复此类管制,更未针对何种国际资本流动需要对应的管制措施提供答案,由此可能会导致资本项目管制措施或错配、或过度、或过轻的问题。再次,虽然“体制观”和《说明》对于资本流动措施在何种情况下能够发挥作用进行了阐释,但对于哪些措施构成资本流动措施仍然缺乏精准厘定,特别是对资本流动措施与应对由国际资本流动所生系统性风险的宏观审慎监管措施之间的界限及相互作用亦留有缺憾。最后,虽然“体制观”和《说明》都要求各国对其采取的资本流动措施在国际间产生的外溢效果进行关注、协调与合作,但内容偏于简略,缺乏可操作的模板,其效果

[45] Adam Feibelman, *The IMF and Regulation of Cross-Border Capital Flows*, *Chicago Journal of International Law*, Volume 15, No. 2, 2015, pp. 443 - 444.

亦值得观察。

四 “体制观”与我国资本项目管理制度的重塑(代结论)

自牙买加体系建立至 2008 年全球金融危机发生的 30 年中,虽然 IMF 以及众多发达国家力推资本项目开放和自由化,但我国对资本项目开放一直持谨慎态度。在此期间,我国适应改革开放的需要,虽然逐步开放了一些资本项目,但仍对不少项目实行不同形式和不同程度的管制或管制性开放。例如,合格境外机构投资者(QFII)制度就是在我国资本项目尚未完全放开的情况下,有管制或有管理地允许境外机构投资者投资我国境内证券市场的一种管制性开放制度。我国实行的资本项目管制制度,虽然受到一些国家的指责,但在“体制观”特别是 IMF2013 年的《说明》出台前,由于 IMF 在跨境资本流动及其管理制度问题上缺乏明确的监督指导框架,因此 IMF 在对我国的屡次监督报告中并未对我国的资本项目管理制度横加干预。同时,我国实行的这一制度还成功地降低了国际金融风暴,特别是亚洲金融危机和全球金融危机对我国的严重冲击,甚至受到一些赞许。^[46] 在西方世界对资本项目自由化的论调甚嚣尘上之时,我国根据自身实际保持了定力,做出了符合当时实际的明智选择,在“体制观”出台前就已在践行“体制观”所蕴含的价值理念,同时也为 IMF 以及西方世界反思过往的认知提供了一个有说服力的模板,为“体制观”的形成、出台提供了经验参考和贡献。

但我们是否因此就可以沿袭过往经验,依循“体制观”为资本项目管制打开的绿灯,沿着资本项目管制或管制性开放这样的资本项目管理制度的道路一直走下去呢?我国资本项目管理制度的塑造,应根据我国不同时期的不同战略需要来厘定。如果我国的战略需要发生了变化,而我们仍然继续实行资本项目管制,就会误入歧途。回望历史,就在为“体制观”面世提供拐点的 2008 年全球金融危机发生的次年,我国正式提出和推行人民币国际化这一重大战略。而实现人民币国际化就要实行资本项目的充分开放,否则,人民币就丧失了被国际市场各类主体接受的基本条件和资格。^[47] 站在人民币国际化战略提出与 IMF 资本项目管理制度新认知出台的交接点上,回望过往,就在 IMF 力推资本项目开放之时,我国却在践行 IMF 后来以“体制观”为代表的对跨境资本流动实行必要管控的理念;而在“体制观”出台并为资本项目管控赋予正当性之时,人民币国际化战略又需要我国实行充分的资本项目开放。此情此景,不免让人顿生我国资本项目管理制度设置与 IMF 的认知相互脱节乃至倒置之感。

的确,人民币国际化所需要的资本项目管理制度形态与“体制观”之间并非“浓妆淡抹总相宜”,而是存在不甚适应的一面。具言之,“体制观”对人民币国际化所需要的资本项目充分开放的不甚适应性主要体现如下:首先,容许的管制与必须的开放的冲突。“体

[46] Kenji Aramaki, Sequencing of Capital Account Liberalization-Japan's experiences and their implications to China, *Public Policy Review*, 2006, Vol. 2, No. 1, p. 178.

[47] 参见韩龙:《人民币国际化重大法律问题之解决构想》,《法学》2016 年第 10 期,第 41 页。

“体制观”不以资本项目充分开放为当然目标,各国可根据自身情况选择开放或管制,因此“体制观”与资本项目管制具有兼容性。然而,人民币国际化却须以资本项目充分开放为不可动摇的目标。其次,“体制观”所力主的资本项目开放顺序于人民币国际化的需要也不完全契合。例如,“体制观”主张资本项目开放应先放开资本流入,后放开资本流出,但人民币国际化如果不先放开资本流出,境外没有人民币或缺乏足够的人民币,人民币国际化岂能起步和实现?^[48]从这一意义上讲,人民币国际化不能照本宣科地搬用“体制观”,而需要根据人民币国际化的要求,走自己的资本项目改革与开放的道路。“体制观”与人民币国际化需要之间之所以存在不甚适应性,主要是因为“体制观”是基于各国的一般情况为资本项目开放或管制而设计的蓝本。然而,当一国在发展中具有特殊的需要时,就可能发生该特殊需要与“体制观”依据的一般情况相悖的情形。

“体制观”所基于的一般情况与 IMF 成员国特殊需要之间所可能出现的不协调乃至冲突,为 IMF 秉持“体制观”并通过监督引领这些国家资本项目的立法和政策提出了挑战,也为有着特殊需要的国家如何适从“体制观”提出了难题。前已述及,IMF2013 年的《说明》旨在为 IMF 运用“体制观”监督各国影响国际资本流动的法律和政策提供一个普遍适用的一致性框架,避免在对各国的监督中发出不一致乃至彼此冲突的信号。但 IMF 在监督中运用“体制观”评判具有特殊需要的国家的资本项目措施,则可能面临不适的问题,遭遇“体制观”的一般蓝图与特定国家的特殊需要间的差异所产生的困境。

然而,就“体制观”与人民币国际化所需要的资本项目管理制度形态这二者之间的关系而言,前述不适应性并非是根本性和难以调和的。首先,虽然人民币国际化须以资本项目充分开放为实现条件,因而没有了“体制观”所提供的另一选项——资本项目管制,但“体制观”并不否认资本项目开放的价值,特别是满足配套条件和具有合理顺序的资本项目开放所能带来的巨大利益。这为人民币国际化所需要的资本项目充分开放提供了正当性依据。此外,人民币国际化条件下的资本项目充分开放这一制度设计,并不绝对排斥资本项目管制措施在特定条件下的临时恢复。从这一意义上讲,“体制观”与人民币国际化所需要的资本项目管理制度形态之间就更具调和性。其次,“体制观”所力主的资本项目开放顺序与人民币国际化的需要固然不完全契合,但“体制观”在资本项目开放顺序问题上的首选是要求各国根据自身具体情况来厘定开放顺序,因此,在人民币国际化所要求的我国资本项目开放顺序不同于“体制观”所建议的一般顺序的情况下,我国可以根据“体制观”包含的各国根据自身情况厘定开放顺序的要旨,设计我国的资本项目开放顺序。总之,只要我们能够研究好、运用好“体制观”的内涵和要旨,那么,在 IMF 对我国开展的磋商监督中,人民币国际化所需要的资本项目管理制度形态就理应能够获得 IMF 监督的首肯。

不止于此,“体制观”引入的广泛涵盖影响跨境资本流动的行政、税收和审慎措施的资本流动措施,还能够为人民币国际化条件下的风险管控提供重要的库藏。随着人民币国际化的推进,特别是人民币国际化所需要的资本项目开放力度的加大,国际金融风险和

[48] 参见韩龙:《资本项目制度改革流行模式不适合人民币国际化》,《法商研究》2018 年第 1 期,第 155 - 156 页。

危机的传播将更加便捷。金融风险 and 危机的跨境传染和传播,会对我国经济和货币金融体系稳定带来挑战。若处置不当,不仅会削弱宏观经济政策的效果,还会扰乱正常的金融秩序,乃至引发金融和经济危机。这类风险通常关涉整个金融和经济的稳定,而不仅限于单一金融机构,通常具有宏观性和全局性。对此风险,传统的微观审慎监管制度无能为力,甚至在有些情况下瞄准金融系统性风险的宏观审慎监管制度也存在短板。^[49] 故此,应以组织机构间的法定协作带动宏观审慎措施与其他措施的协调或配套,使事关人民币国际化风险的所有措施,不论来源和出处,都能够尽其所用。如前所述,“体制观”引入的资本流动措施广泛地包括能够应对国际资本急剧流动的宏观经济政策措施、金融审慎监管措施和资本项目管制措施,与人民币国际化条件下防控跨境风险和危机的需要具有巨大的适配性,因而可以为人民币国际化条件下跨境风险和危机的防控提供重要的制度建构指引。

[本文为作者主持的2013年国家社科基金重大项目“人民币国际化的法律问题研究”(13&ZD180)的研究成果。]

[**Abstract**] After the global financial crisis of 2008, IMF made a sharp turn from the attitude it had held in the past decades, completed a transformation on the basis of “integrated approach”, and formed a new perception, i. e., the “institutional view”, of cross-border capital flow. Drawing on the lessons of the past crises, the “institutional view” does not presume free capital flow as the preset target, but maintains neutrality between liberalization and control of such flow. Meanwhile, it emphasizes that liberalization of capital flow should be tied to institutional development, and re-delineates the order of such liberalization. The “institutional view”, as well as the guidance it provides to nations through IMF’s surveillance, meets the need of the different nations to practice different systems of cross-border capital flow, provides justification for them to adopt various tools of meeting the challenges arising from such flow, as well as a common framework for IMF to offer consistent guidance to its members. But the “institutional view” lacks legal support, can hardly be reconciled with the obligations undertaken by nations under various international agreements, and is unable to fully meet the special needs of IMF members. Nevertheless, the “institutional view” can be reconciled with the full liberalization of capital account needed by the internationalization of Renminbi.

(责任编辑:廖凡)

[49] 参见韩龙:《人民币国际化重大法律问题之解决构想》,《法学》2016年第10期,第46页。