

## 哥伦比亚资本项目开放 与 1993 ~ 1998 年资本管制有效性研究

· 黄志龙

**内容提要** 资本项目开放是 20 世纪 90 年代初哥伦比亚经济稳定计划的重要组成部分,其开放进程分两个阶段:第一阶段主要是针对外国直接投资的开放,第二阶段是放松对短期资本和外资信贷的管制。在资本项目开放初期,国际资本大量流入,使哥伦比亚经济面临真实汇率升值、金融体系对外脆弱性加重和通货膨胀压力加大等多重挑战。为应对这些挑战,哥伦比亚货币当局借鉴智利的成功经验,于 1993 ~ 1998 年实行了无息准备金制度和显性托宾税等一系列资本管制措施。这些措施在一定程度上实现了控制资本流入规模和短期资本长期化的政策目标,但同时也增加了国内企业的融资成本。

**关键词** 哥伦比亚 资本项目开放 无息准备金制度

### 一 哥伦比亚资本项目开放的 进程和内容

1967 ~ 1991 年,在前期的布雷顿森林体系国际汇兑框架和后期债务危机重组的大背景下,哥伦比亚长期维持严格的资本管制措施。与其他拉美国家一样,哥伦比亚的资本项目自由化也始于 20 世纪 90 年代初。资本项目自由化改革是经济开放和稳定计划的重要组成部分。其改革的历程是:1990 年 6 月,国内商业银行持有的外币存款的限额从 8% 提高到 15%;1991 年,哥伦比亚开始进行全面的资本项目开放,对 1967 年 444 号法案建立的严格的外汇管制进行了改革。资本项目开放的主要法律框架包括 1991 年年初通过的 9 号法令和同年 6 月制定的配套措施 57 号决议,规定哥伦比亚居民可在国内外自由交易或持有外汇,取消中央银行作为唯一外汇市场交易机构的规定,准许银行、兑换所等金融机构从事外汇兑换业务。<sup>①</sup>

总体而言,哥伦比亚的资本项目自由化分以下两个阶段。

第一阶段基本实现外国直接投资完全自由进出。1991 年 10 月 22 日,实行大规模的对外国直接投资的开放。外国直接投资只有在公用事业、矿业、投资基金、银行等金融机构才需要货币当局的

批准。1991 年 12 月,准许外国投资者可百分之百地购买哥伦比亚的上市公司,外国公司的利润汇出和撤资行为不受任何限制。准许哥伦比亚金融机构开立外币账户,准许自由兑换外汇。1992 年 1 月,放松对出口收入上缴的要求,准许出口商将其部分出口收入留在国内。此前,这只适用于咖啡种植者和国营石油和矿产出口企业。准许居民持有 50 万美元的外国股份和其他外国证券投资,更高的额度须得到国家计划部门的批准。1992 年 2 月,中央银行委员会发布了 7 号决议,首次准许企业利用外国贷款为短期流动资金进行融资,外国贷款的最短期限从 5 年(包括 2 年的展期)缩短至 1 年,这些贷款只许用于流动资金和固定投资,废除私人的合同利率(Libor + 2.5%)的规定。

第二阶段是以 1993 年 9 月颁布的 21 号决议为基础的。这一决议对资本项目进行重要改革,首先是转变了资本流动的监管依据由资金的最后用途转变为资金的期限监管。更重要的是,国内金融机构首次对国内企业的外汇贷款的用途不加限制,但所有的外国贷款都必须在中央银行登记,而这一要求并不针对短期商业贷款。准许国内外金融机构对哥伦比亚居民开展外汇贷款。借贷双方的借贷合同无任何条款限制,同时外汇贷款的用途不作限制。此外,哥伦比亚居民准许自由投资海外证券市场,同时降低出口结汇比重。1994 年 4 月,对国内养老金、保险公司和共同基金的对外投资限额从 3% 提

收稿日期:2009-04-28

作者简介:黄志龙,男,2009 年 7 月毕业于中国社会科学院研究生院世界经济专业,获经济学博士学位。现为中国社会科学院拉丁美洲研究所经济研究室助理研究员。(中国社会科学院拉丁美洲研究所,北京 100007)

<sup>①</sup> José Darío Uribe, *Capital Controls and Foreign Exchange Market Intervention in Colombia*, BIS Papers, 2003.

高到4%。同时,出口收入的结汇比重从90%降至85%,结汇期限从150天延长至189天。1994年10月,出口收入结汇比重从85%进一步降至80%。<sup>①</sup>

然而,尽管哥伦比亚资本项目的开放力度很大,但1967年的一些管制措施仍得以延续。包括外汇交易只能在授权的金融机构完成,对于外国资本的最终用途(投资、进出口等)仍保持了一定程度的限制。与此同时,57号决议规定,外国贷款的最短期限为1年,外国投资基金进入哥伦比亚资本市场和本国企业在国际资本市场发行海外债券均须得到货币当局的许可。1994年,对外资购买不动产作出了某些限制。1993~1998年,政府还实行了无息准备金制度(Unremunerated Reserve Requirement,以下简称URR制度)和显性托宾税等具有典型特征的资本管制措施。90年代哥伦比亚货币当局对资本项目和金融自由化始终保持一种开放的趋势。<sup>②</sup>

## 二 1993~1998年哥伦比亚URR制度和其他资本管制措施的演变

哥伦比亚的资本管制措施是借鉴智利的URR制度的经验而实施的,与此同时,在此基础上有所发展,不仅URR制度的设计更复杂,还直接实施了短暂的显性托宾税。

在资本项目开放初期,哥伦比亚国内的高利率使外国资本大量流入(如1991年12月哥伦比亚的利率达38.5%)。外资的大量流入使哥伦比亚货币当局面临实际汇率升值和国内通胀的双重压力。因此,在智利URR制度的成功实施后,哥伦比亚政府也引入了这一制度。如表1所示,外国贷款的最短期限限制和无息准备金率每年都有变化。从1993年9月起针对18个月以下的短期资本执行47%的无息准备金。1994年3月和8月,URR制度趋严。1996年2月和3月,这一制度有所放松。1997年3月,这一制度再次趋严。1997年1月,除URR制度以外,政府还建立了显性托宾税制度。1997年3月,托宾税取消,但URR制度更加严格。与智利的URR制度不同的是,在哥伦比亚URR制度实施的初期,设计十分复杂,针对不同期限的外国贷款,央行设计了一张复杂的准备金率表。1997年5月,中央银行借鉴智利的URR制度,对这一制度作了简化,针对低于18个月的所有本外币的外国贷款都实行URR制度。为了进一步简化管理,最低期限要求也被取消,存入比索的

准备金制度也代替了存入美元的准备金制度。1998年1月和9月,为应对亚洲金融危机的冲击,无息准备金率逐渐下降,直至2000年5月,URR制度完全被取消。

除URR制度以外,哥伦比亚还对资本流入实行如下监管措施。(1)对与消费品和中间产品进口有关的进口商业信贷的最高偿付期限作出了限制,而从外贸银行获得的出口信贷也有一定的额度限制。(2)对金融机构的净外汇资产加以管制,禁止金融机构持有的净外汇资产为负,禁止外汇贷款超出外汇存款,禁止金融机构利用外国基金的外汇存款从事比索贷款,金融机构必须在比索升值预期期间持有正的外汇净资产,货币当局提高金融机构从事外汇贷款的成本。(3)为控制资本流入,外国投资基金进入哥伦比亚必须得到哥伦比亚证监会的授权和批准,提高进行利率套期保值交易的成本,对外国基金的非法流入进行直接控制。(4)对非法流入的资金加以直接控制。<sup>③</sup>

## 三 URR制度的新增资金成本和等价税率的测算

无息准备金相当于一种资本交易税,哥伦比亚的无息准备金的新增资金成本取决于三个方面:准备金率、准备金存期及准备金的缴存币种。有的学者对此进行了测算。<sup>④</sup>必须缴付准备金的外资信贷的成本,单位外币信贷缴存准备金的当前价值:

$$(A1) C = r \left( 1 - \frac{1 + d^e \theta}{1 + i} \right)^{td}$$

其中 $r$ 是准备金率, $td$ 为存期, $d^e$ 为汇率预期贬值率, $i$ 为国内利率, $\theta = 1$ 表示准备金为美元(1993年9月~1997年5月), $\theta = 0$ 表示准备金为比索。由于准备金存期和

<sup>①</sup> José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", *CEPAL Review*, No. 81, Dec. 2003.

<sup>②</sup> José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, *Prices - Based Capital Account Regulations: the Colombian Experience*, Development Finance Unit International Trade and Development, Finance Division Santiago, Chile, Oct. 1999.

<sup>③</sup> José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", *CEPAL Review*, No. 81, Dec. 2003.

<sup>④</sup> José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, *Prices - Based Capital Account Regulations: the Colombian Experience*, Development Finance Unit International Trade and Development, Finance Division Santiago, Chile, Oct. 1999.

表1 哥伦比亚对外国信贷的直接限制

时间	依据	执行准备金要求的贷款	准备金率	准备金要求期限	准备金计价货币
1991年1月	以贷款最后用途为基准				
1993年9月	期限在18个月以下	47%	12个月	美元	
1994年3月		期限在36个月以下	12个月以下93% 12~24个月64% 24~36个月50%	12个月	美元
1994年8月	以贷款期限为基准	期限60个月以下	30天以内最高140% 60个月以下最低42.8%	12个月	美元
1996年2月		期限在48个月以下	10%~85%		美元
1996年3月		期限在36个月以下	50%	18个月	美元
1997年1月	显性托宾税(除存款外)	所有期限	据利率不同而变化		
1997年3月	以贷款期限为基准	期限在60个月以下	50%	18个月	美元
1997年5月		所有期限	30%	18个月	哥伦比亚比索
1998年1月		所有期限	25%	12个月	哥伦比亚比索
1998年9月	所有贷款	所有期限	10%	6个月	哥伦比亚比索
2000年5月			0%		

资料来源: José Darío Uribe, "Capital Controls and Foreign Exchange Market Intervention in Colombia", BIS Papers, No. 23, 2003; José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", CEPAL Review, No. 81, Dec. 2003.

图1 URR制度对借贷成本的影响

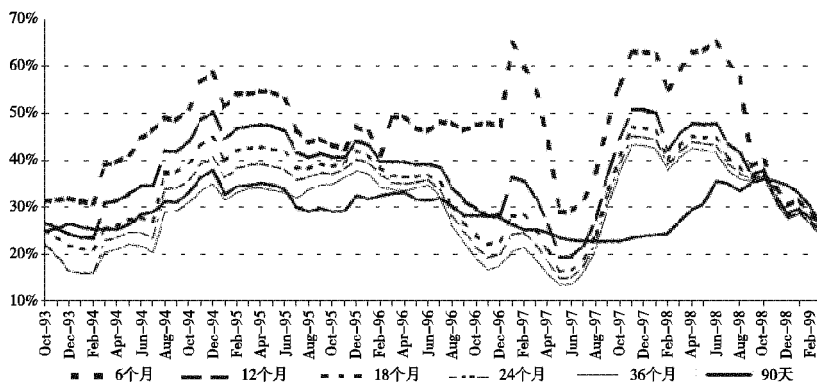
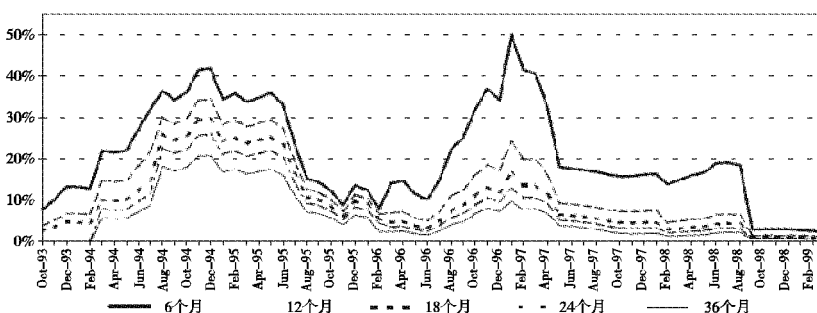


图2 URR制度的等价税率



数据来源: Central Bank of Colombia (Banco de la República), 转引自 José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", CEPAL Review, No. 81, Dec. 2003.

贷款期限并不必然一致,因此,单位美元贷款(包括准备金)的未来价值( $L_f$ )可表示为:(A2) $L_f = [(1+i^*)(1+d^t\theta)]^n + C(1+i^*)^n$ ,其中 $i^*$ 为外部利率, $t$ 为贷款期限,从(A2)中可得出贷款的总成本(A3) $\varphi = L_f^{(1/t)} - 1$ 。从等式(A1)可得出 $\varphi$ 准确的表达。最后准备金的等价税率可表达为:(A4) $\tau = \frac{(1+\varphi)}{(1+i^*)(1+d^t)} - 1$ 。

从表1可以看出,1993年9月,哥伦比亚首次实行URR制度,期限在18个月以下的所有美元贷款都必须向央行缴存47%的无息准备金,存期为1年。1994年3月,最短期限延长至3年,且设立了3种准备金比重:12个月以下外资贷款准备金率高达93%,2年以下为64%,3年以下为50%。1994年8月,最短期限延长至5年,准备金存期与贷款期限完全一致,不同期限的准备金比重更加复杂,且根据市场形势随时进行调整。例如,8月初30天以内的贷款最高准备金率高达140%,同时5年以内最低准备金率为42%。1996年2月,最低期限缩短至4年,重新制定新的准备金率缴存表。同年3月,最短期限再次缩短至3年,18个月以下外国贷款准备金率调整为50%。1997年1月,政府开始征收资本流入显性托宾税,但作为一种税收,显性托宾税没有得到国会的法律支持,1997年3月货币当局取消托宾税,重新实施URR制度。1997年5月,对URR制度进行简化,统一准备金比率。5月,开始对外国贷款执行哥伦比亚比索本币无息准备金,即缴存货币以本币替代外币,外资贷款的准备金以比索缴付,准备金与贷款的币种无需一致。在这种形势下,外国贷款新增资金成本与比索汇率密切相关,当比索贬值时,缴存比索的成本低于缴存美元的成本。

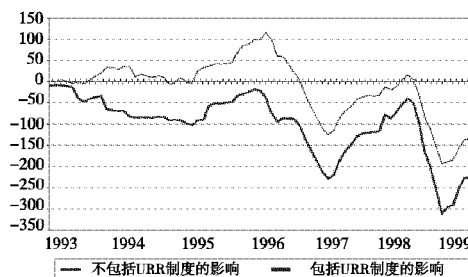
图1显示了6、12、18、24和36个月的外国贷款总成本变化,图2显示了同样期限的贷款无息准备金等价税率变化。1994年8月前,管制并不严格,只针对短期外债6个月和12个月的短期外债。1994年8月后,所有期限的外币贷款的借贷成本均大幅度上升。这一趋势在1995年下半年的比索贬值趋势中进一步加剧,实际上,准备金等价税率在贬值中实际上是下降的。1996年2月和3月外国市场的借贷成本大幅度下降,但对于短期债务借贷成本仍很高。1997年1月,短期资本流入管制由于显性托宾税而变得更加严格。3月后托宾税取消,成本重新下降。1997年年中后,外资借

贷成本因比索急剧贬值而大幅上升,1998年9月,随着比索的逐渐稳定,大部分资本项目管制措施取消,外资借贷的成本重新下降。

#### 四 URR制度的有效性

##### 1. URR制度对资本流入规模和利差的影响。

图3 国内外利差和URR制度对资本流入规模的影响(百万美元)



数据来源: José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows", CEPAL Review, No. 81, Dec. 2003.

哥伦比亚URR制度的目标包括短期外资流入的长期化和控制资本流入规模,从而缓解真实汇率升值的压力。与此同时,URR制度还被认为是哥伦比亚1994年1月开始实施的区间浮动汇率制度的必要补充,成为货币当局干预外汇市场的有效政策工具,从而维持汇率制度的稳定。有的研究认为,哥伦比亚的URR制度的资本管制措施是成功的案例,尽管这一制度提高了国内短期借贷的利率,增加了资金成本,但对于改善资本流入结构、短期资本长期化的成效是十分明显的。然而,对于资本流入的规模并未达到预期的目标,资本流入规模仍很大。<sup>①</sup>然而,另一项研究则表明,哥伦比亚在资本管制过程中高企的国内外利差是决定资本流入规模的主要因素。在资本管制前期,3年期内的短期资本流入规模巨大,这些资本主要是投机资本。在强化管制后,资本流入规模下降幅度是十分明显的。资本管制通过两种渠道影响资本流入,增加额外的资金成本,使得不同期限的外资之间相互替代。1994年3月后,URR制度对减少外国信贷规模的成效明显。从图3可以看出,利差始终是影

<sup>①</sup> Mauricio Cardenas and Felipe Barrera, "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s", Journal of Development Economics, Vol. 54, 1997.

响哥伦比亚外资流入的主要因素，而 URR 制度则通过新增资金成本，间接降低了国内外利差。表 2 显示，1993 年 10 月至 1999 年 12 月，哥伦比亚的国内外平均利差为 10.03%，而 URR 制度形成的新增资金成本为 7.8%，因此，在此期间实际平均

利差仅为 2.25%。由此，国内外名义利差使哥伦比亚新增外资流入达 6.17 亿美元，而 URR 制度使外资流入减少了 4.45 亿美元。因此，仅从资金成本而言，URR 制度有效地控制了资本的流入，使套取利差的外资流入大大减少。

表 2 利差和 URR 制度对资本流入总额的影响

	估计利差 (%)			利差对资本流入的影响 (百万美元)			利差对资本流入的影响 (百万美元)		
	不包括无 息准备金	包括无息 准备金	无息准备金 形成的净利差	不包括无 息准备金	包括无息 准备金	无息准备 金的净影响	不包括无 息准备金	包括无息 准备金	无息准备 金的净影响
1990 年 1 月~1992 年 2 月	7.3			46.5			4.5		
1992 年 3 月~1993 年 9 月	9.3			59.4			24.9		
1993 年 10 月~1994 年 3 月	13.7	9.8	3.9	87.9	62.7	25.1	53.2	37.8	15.4
1994 年 4 月~1994 年 8 月	18.6	7.3	11.3	119.2	46.7	72.5	76.0	22.4	53.6
1994 年 9 月~1996 年 1 月	15.2	-0.8	16.0	97.5	-4.8	102.3	63.7	-5.7	69.4
1996 年 2 月~1996 年 12 月	15.5	6.4	9.2	99.6	40.7	58.9	98.5	43.9	54.6
1997 年 1 月~1997 年 3 月	14.4	3.5	10.9	92.2	22.6	69.6	124.5	30.2	94.3
1997 年 4 月~1997 年 5 月	11.0	4.2	6.8	70.5	27.0	43.5	91.9	35.9	56.0
1997 年 6 月~1997 年 12 月	-1.3	-6.0	4.7	-8.3	-38.2	29.9	-7.9	-52.2	44.3
1998 年 1 月~1998 年 9 月	4.3	-0.4	4.7	27.8	-2.2	30.0	27.4	-3.0	30.4
1998 年 10 月~1999 年 12 月	-1.1	-3.7	2.7	-6.9	-24.0	17.1	-8.0	-33.7	25.7

资料来源: José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, "Colombia's Experience with Reserve requirements on Capital Inflows", *CEPAL Review*, No. 81, Dec. 2003.

## 2. 对资本流入期限结构的影响。

1994~1998 年外资金融机构对哥伦比亚贷款的期限结构出现变化。总体来看，哥伦比亚 URR 制度对于短期资本实现长期化的目标还是十分明显的。在实施 URR 制度初期，1994 年 1~3 月，外资贷款总额为 4.434 亿美元，其中 19~36 个月为 3.466 亿美元，占比为 78.2%，3 年期以上贷款为 860 万美元，占比仅为 1.9%。同年 4~8 月，资本流入规模有所下降，仅为 2.916 亿美元，其中 3~5 年期贷款占比 58.5%。9~12 月，贷款规模继续下降，其中 5 年期以上贷款则占比高达 78.9%。1995 年，全年外国贷款仅为 3.707 亿美元，其中 5 年期以上高达 2.776 亿美元，占比达 74.9%。1996 年，URR 制度管制的重点仍是 3 年期以下短期贷款，且准备金比重有所下降，因此，1996 年外资贷款规模有所恢复，但期限结构变化明显，其中 1~3 月 5 年期以上贷款占比高达 82.2%，但 3 月之后货币当局不仅准备金比重有所下调，同时对准备金比重进行了简化，管制期限也缩短为 3 年以下，因此，3~5 年贷款居主导地位，占 55%，3 年期以上贷款占 77%。1997 年的变化趋势与 1996 年基本一致，即随着准备金比重的下降，短期资本流入比重也同步增加。1998 年，准备金比重进一

步下调，同时缴存货币也由美元转变为比索。因此，预期比索升值的短期性投机资本流入比重迅速上升，但由于受亚洲金融危机的影响，全年外资信贷规模仅为 3.843 亿美元，其中 18 个月以下短期资本流入为 1.9 亿美元，占比 50%。综上所述，仅就外国贷款的规模和结构变化而言，URR 制度无论是控制其规模还是实现其长期化的目标，都基本上达到了预期效果。

哥伦比亚的 URR 制度借鉴于智利的经验，尽管哥伦比亚在 90 年代面临一系列宏观经济缺乏稳定性的问题，包括汇率制度缺乏连续性，先后实施了有管理浮动、爬行盯住等汇率制度，资本大规模流入央行的冲销操作空间十分有限，通胀问题严重。但不可否认的是，URR 制度在控制资本流入规模和改变期限结构方面的成效是十分明显的，大量的短期投机性资本直接转化为直接投资，同时一定程度上缓解了对外的金融脆弱性，这可能得益于哥伦比亚的 URR 制度力度更大，具体表现为无息准备金的比重更高，政策设计更为复杂。因此，新兴市场国家在面临资本大规模急剧频繁流动的国际背景下，货币当局有能力通过资本管制的措施影响资本流入的类型（债务资本、股票、固定收益证券）、期限结构和规模，控制大规模投机性资本

的流入，但是，当本国市场存在较发达的金融衍生市场的情况下，将会因投机性资本通过大量的规避管制渠道，从而降低管制的效率，增加管制成本。

#### 主要参考文献

1. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, *Price-Based Capital Account Regulations: the Colombian Experience*, Development Finance Unit International Trade and Development, Finance Division Santiago, Chile, Oct. 1999.

2. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar,

“Colombia’s Experience with Reserve Requirements on Capital Inflows”, CEPAL Review, No. 81, Dec. 2003.

3. Guillermo Le Fort – V. and Carlos Budnevich L. , *Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences*, Central Bank of Chile, 1998.

4. José Darío Uribe, “Capital Controls and Foreign Exchange Market Intervention in Colombia”, BIS Papers, No. 23, 2003.

(责任编辑 蔡同昌)