

# 20世纪90年代以来巴西资本项目 开放与资本管制有效性研究

·黄志龙

**内容提要** 历史经验表明,与阿根廷和墨西哥相比,巴西经济改革从来都不是激进改革的典范,20世纪90年代卡多佐政府的改革也不例外,其实行的谨慎资本项目开放是巴西渐进经济改革的重要内容,具体体现为在改革的方向和目标确立后,在面临开放之初大规模资本流入导致的货币升值、金融脆弱性剧增等问题的情况下,货币当局实施了金融交易税、外资贷款期限和外资投资范围的直接管制等措施,来限制国际资本的过度流入。然而,由于巴西过高的国内外利差、发达的金融衍生市场形成的诸多规避资本管制渠道,这些管制措施并没有达到预期的目标。

**关键词** 巴西 资本项目开放 资本管制 金融交易税

## 一 巴西资本项目的开放进程

巴西的资本项目管制法律框架应追溯到20世纪30年代。当时的法律规定,本国央行是唯一的最后贷款人,禁止银行外币存款业务,所有出口所得都必须强制结汇,同时禁止对外部门直接用外汇支付进口支出和偿还外债。20世纪60年代,巴西政府先后出台了一系列关于外国直接投资和外国信贷的重要法律,其中包括1962年9月3日《4131号法案》、1964年8月29日《4390号法案》和1965年2月17日《55762号法令》。根据这些规定,外国资本的流入和利润所得都必须在货币当局登记,否则无法进行利润和股本汇出,同时确定了针对外资流动和贸易汇兑两种独立的外汇市场。直至今日,巴西关于资本项目的基本法律框架仍没有大的变化,尤其是资本流入和利润所得登记程序延续至今。总体而言,20世纪60年代是在布雷顿森林体系的框架下进行的资本管制,私人资本流入规模很小,外资主要是直接投资,金融市场欠发展,货币疲软和通货膨胀严重,进口替代工业化正处于高峰期。1971年,布雷顿森林体系崩溃后,资本项目管制的目的是限制货币自由兑换,外汇仅用于进口(且征收高额关税)和汇款。这些主要

管制措施基本延续到整个80年代。然而,长期严格的资本管制并没有阻止巴西国内资本的大规模外逃,整个80年代,官方汇率比实际汇率高估了近40%,1989年5月高估了近170%。汇率高估现象使得进口高报关税和出口低报关税现象严重,甚至个人在海外旅游到黑市兑换外汇带回国的现象十分普遍。

1987年,巴西政府开始进行大规模的汇兑改革和资本项目自由化改革,外国证券投资开始准许通过建立外资投资公司或投资基金的形式进入国内股票和债券市场。1988年,巴西货币当局建立了完全市场化的外汇交易市场,统一了经常项目和资本项目两个不同的外汇交易市场,允许居民通过在外资银行开立的非居民账户把本币资产兑换成外币资产。1990年,巴西中央银行对资产向国外转移规定,当转移规模超过1万美元时,应到中央银行信息系统确认并登记。对于巴西企业而言,当12个月内投资海外在100万美元以下时,无须得到货币当局的批准,这一限额在1994年提高到500万美元。一旦投资规模超过这一上限,投资者必须在外汇结算前30个工作日向中央银行提供相关投资信息,而外汇结算汇率则是完全市场化的汇率。1991年,外国机构投资者被允许全面进入巴西国内证券市场。至此,巴西基本实现了企业和居民的资本项目可自由兑换。除此之外,90年代巴西还实施了其他一系列鼓励外资流入和流出的措施,主

收稿日期:2009-06-22

作者简介:黄志龙,男,2009年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)

Bernardo S. de M. Carvalho, Márcio G. P. Garcia, *Ineffective controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties*, Department of Economics - PUC - Rio, May 11, 2006.

要包括：（1）降低外资利润和股息的汇出税率，降低或取消外国资本金融交易税、外国贷款的最低期限限制；（2）准许以外币计价的联邦公共部门债券、存单等外债工具进行转换，用于参与国家私有化计划；（3）准许外国机构投资者、投资公司进入巴西国内证券、外汇和利率的期货和期权等金融衍生市场，取消对非居民投资国内金融和资本市场的数量限制；（4）准许巴西企业发行海外债券，包括国际可转换债券和存托凭证，尤其是美国存托凭证（ADRs）；（5）放松对居民海外进行直接投资和证券投资的限制，实行货币可自由兑换，准许居民通过非居民账户向海外转移金融资产。1993～1996年，资本流入的规模急剧增加，给巴西货币和外汇市场造成了巨大的压力，巴西货币当局实行了一些临时性的管制措施，包括提高金融交易税（DF）、延长外资信贷最低期限和投资规模等限制。

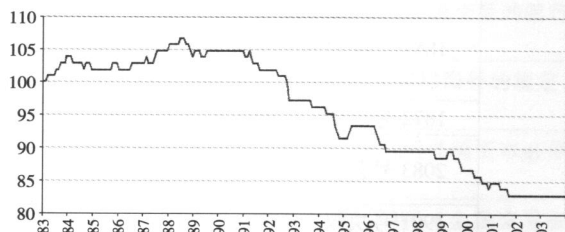
自 20 世纪 80 年代末以来，巴西同时实行了贸易自由化和资本项目自由化改革，但巴西资本项目开放是一个渐进的过程，尤其是在 1992～1995 年间，由于资本流入急剧增加，使得资本项目开放进程出现了反复，尤其强化了对资本流入的管制。但墨西哥金融危机后，巴西重新放松对资本流动的管制，例如，1997 年免除对自由化基金 5% 的 DF，准许外国资本投资可转换债券，在期货和期权市场进行对冲操作，外国信贷平均最短期限由 36 个月缩短为 12 个月，并允许 6 个月的展期，1999 年进一步缩短为 9 个月。对于资本流出开放方面，2000 年准许国内保险公司、投资公司和私人养老基金等以 10% 以下资产投资巴西企业发行的国际存托凭证。2005 年 3 月 4 日，巴西央行货币委员会发布 3265 和 3266 号决议，对巴西外汇市场管制进行了重大修改，以进一步使巴西外汇市场自由化：（1）统一浮动汇率外汇市场（主要用于外国证券投资转移）和自由汇率外市场（主要针对进出口交易和外国直接投资汇兑）。（2）取消外汇买卖的数额限制，3265 号决议生效前，巴西非金融企业 12 个月以下对外投资限额为 500 万美元，而超过限额的汇款必须得到央行的批准，并且提前 30 天向央行提出申请。（3）废除 CC5 账户的使用。CC5 账户是专用于居民个人或企业进行国际资产转移，CC5 非居民账户准许非居民海外的雷亚尔和外汇汇兑交易。这些账户还可用于股息支付、公司间贷款安排等，大部分该账户是通过外资商业银行进行的。3265 号决议后，通过 CC5 不再准许汇款业务，商

业银行也禁止以第三方的名义把雷亚尔转移至海外，雷亚尔汇款超过 1 万雷亚尔（3 600 美元）仍须向央行汇报汇款用途和性质，新的规定将取消 CC5 账户的使用。（4）延长出口商结汇时间。3266 号决议规定，巴西出口商结汇时间由 180 天延长至 210 天，该期限以商品装船时间之日起。图 1 和图 2 显示了巴西资本管制指数的变化趋势，指数越低，资本项目越开放。其中图 1 表明，巴西资本流入管制只是在 1992～1997 年出现一定程度的强化，但总体趋势仍是放松管制的过程，而对资本流出的管制，则始终维持开放的进程。总体而言，尽管各种指数的测量方法不一样，但反映的趋势仍是基本一致的，即 90 年代以来巴西资本项目开放的趋势不改，只是在 1992～1997 年间出现一定程度的反复。

图 1 资本流入管制指数（1983 = 100）



图 2 资本流出管制指数（1983 = 100）



注：1983 年 12 月基数为 100，若每执行一项资本项目开放政策，基数减 1；每执行一项管制性措施，基数加 1。

资料来源：Bernardo S. de M. Carvalho, Márcio G. P. Garcia, *Ineffective Controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties*, Department of Economics - PUC - Rio, May 11, 2006.

## 二 1993～1998 年巴西资本管制内容

20 世纪 90 年代，巴西的资本项目自由化与资本管制几乎是同时进行的，资本项目开放是长期不变的趋势，而资本管制主要是针对资本项目快速开放后资本流入结构、规模进行适度的修正，缓解了由资本急剧流入带来的实际汇率升值等问题。

20 世纪 90 年代初期，由于巴西迅速进行了资

表 1 巴西资本项目自由化的过程

	法律条文	日期	流入(出)	措施
居民和非居民账户	2259号公告	1992.2.20	流出	在5号公告和1552号决议的基础上建立第三种金融机构自由账户,该账户由非居民金融机构开立,用于自由存取和买卖外汇资产
外国直接投资	1810号决议	1991.3.27	流入	准许转换联邦公共部门的外币债务、债券、存款,用于参与“国家私有化计划”
	8383号法案	1991.12.30	流出	减免针对外资股权资本的利润和股息(超出注册资本的12%)汇出的额外税40%~60%,1992年1月1日生效,减免非居民利润和股息的抵扣税15%,1993年1月1日生效
	1894号决议	1992.1.9	流入	参与“国家私有化计划”的外资撤资期限从12年缩短到6年,但这些外资是由联邦公共部门的外币债务转换后的投资
	8987号法案	1995.2.13	流入	准许《特许经营法》中外资进行新的公用事业投资
	宪法6号修订案	1995.8.15	流入	确立了巴西本国和外国的资本或企业享有相同国民待遇,尤其是中小企业和采矿业给予外资国民待遇
	宪法7号修订案	1995.8.15	流入	准许外资进入巴西的港口和内陆航运业
	311号声明	1995.8.23	流入	准许外资参股或控股巴西金融机构,但货币当局和总统仍有最后决策权
	9249号法案	1995.12.26	流出	免除利润和股息汇出的所得税(15%)
	财政部85号指示	1997.4.24	流入	免除对自由化基金征收的金融交易税(5%)
		2815号决议	2001.1.24	流入
外国证券投资 and 外国信贷	1734号决议	1990.7.31	流入	准许某些金融机构发行海外商业票据
	1803号决议	1991.3.27	流入	把有条件偿还的外国贷款最低期限从10年缩短为5年,免除498号决议规定的外国贷款的所得税
	1832号决议	1991.5.31	流入	Annex M和1289号决议的监管下,准备外国机构投资者进入国内证券市场,且免除资本所得税,但投资所得汇出必须缴纳15%的所得税
	1853号决议	1991.7.31	流出	免征外资投行的利息、佣金和发行费收入汇出所得税,业务包括商业票据、浮动和固定利率票据、浮动和固定利率存单、公开和私募债券等
	1872号决议	1991.9.25	流入	准许农业部门的海外信贷融资
	2083号公告	1991.11.7	流入	把投行和商业银行的抵押转贷款的最低期限由1年和6个月均缩短为90天
	1901号决议	1992.1.29		准许自然人和法人投资南方共同市场国家的证券市场
	1921号决议	1992.4.30		准许国际金融市场的利率风险进行对冲操作
	1927号决议	1992.5.18	流入	准许发行以巴西证券为标的的存托凭证(ADRs和DRs)
	1935号决议	1992.6.30	流入	准许外国投资者(基金、投资公司和机构投资者)投资巴西金融衍生市场
	2199号公告	1992.7.16		准许发行可转换国际债券
	2012号决议	1992.7.30		企业对冲和套期保值操作范围由利率风险扩展到汇率和原材料价格风险
	1968号决议	1992.8.30		准许自然人和法人在南方共同市场成员国的金融衍生市场进行对冲投资
	2384号公告	1993.11.26	流入	若巴西央行无异议,私人部门债券在发行申请提交5个工作日后自动获准发行
	2042号决议	1994.1.13		准许某些机构在OTC市场进行黄金、汇率、利率和价格指数互换交易
	2015号决议	1994.8.31	流出	准许提前偿还外国贷款和预付进口融资款
	2545号公告	1995.3.9	流入	把与63号决议相关的抵押转贷款最短期限由540天缩短为90天
	2546号公告	1995.3.9	流入	把贷款的平均最低期限由36个月缩短为24个月,同时减免贷款所得税
	财政部95号指示	1995.3.9	流入	固定收益资金的外国投资的金融交易税由9%降低为5%,证券市场的金融交易税由1%降为0%,外国贷款的金融交易税由7%降为0%

外国证券投资 和外国信贷	2148号决议	1995. 3. 16	流入	准许农业部门进行外部融资，外部贷款最短期为 180天
	2170号决议	1995. 6. 30	流入	准许金融机构收缩海外资产，不动产购置和建设的融资最短期为 720天
	财政部 228号指示	1995. 9. 15	流入	根据外国贷款的期限不同征收差额金融交易税：平均期限 2年税率为 5%，3年为 4%，4年为 2%，5年为 1%，6年及以上为 0%
	2247号决议	1996. 2. 8	流入	准许非居民投资巴西“新兴企业共同投资基金”
	2248号决议	1996. 2. 8	流入	准许非居民投资巴西“不动产投资基金”
	2266号决议	1996. 3. 29	流入	把农业信贷的业务扩展到所有金融机构，不仅限于国家农业信贷系统特定金融机构
	2280号决议	1996. 5. 22	流入	确立在 2271号决议中限制的某些例外形式
	财政部 241号指示	1996. 10. 31	流入	降低外国信贷差额金融交易税：平均期限小于 3年税率为 3%，4年为 2%，5年为 1%，6年及以上为 0%
	2345号决议	1996. 12. 19	流入	准许上市金融机构海外发行以无投票权股份为标的的存托凭证
	财政部 85号指示	1997. 4. 24	流入	外资固定收益基金以及外资金融机构和授权在外汇市场交易的银行间外汇市场的金融交易税率均由 7%降至 2%
	2384号决议	1997. 5. 22	流入	准许外国资本投资可转换债券，在期货和期权市场进行对冲操作
	2406号决议	1997. 6. 26	流入	准许外国资本建立“新兴企业投资基金”
	2783号公告	1997. 11. 13	流入	外国信贷平均最短期由 36个月缩短为 12个月，并允许 6个月的展期
	2859号公告	1999. 1. 27	流入	外国信贷平均最短期由 12个月缩短为 9个月，并允许 6个月的展期
	2590号决议	1999. 1. 28	流入	农业信贷的平均最低期限由 180天缩短为 90天
	财政部 56号和 157号指示	1999. 3. 12 1999. 6. 24	流入	外资固定收益基金以及外资金融机构和授权在外汇市场交易的银行间外汇市场的金融交易税率均由 2.38%降至 0.5%
	2625号公告	1999. 7. 29	流入	准许金融机构发行国际债券，只要资产在巴西最短期为 5年，即不限制其国内外债券的发行顺序
	2628号决议	1999. 8. 6	流入	准许外国资本在当局监督下投资固定收益工具，但仍有一些限制
	财政部 306号指示	1999. 8. 18	流入	外资固定收益基金以及外资金融机构和授权在外汇市场交易的银行间外汇市场的金融交易税率均由 0.5%降至 0%
	2683号决议	1999. 12. 29	流入	废除金融机构海外发行债券的收益必须 5年内禁止转移海外的规定，取消外国贷款的最低平均期限的规定
2689号决议	2000. 1. 26	流入	给予非居民和居民投资相同金融产品的同等待遇，但外国资本必须在央行注册	
宪法 37号修订案	2002. 6. 12	流入	免除只在股票市场进行交易的外资利润汇出的 CPMF（金融交易临时费用）	
3217号决议	2004. 6. 30	流出	准许包括债券在内的外债提前偿付	
3221号决议	2004. 7. 29	流入	为雷亚尔为货币单位的国际债券发行创造条件	
巴西海外 资本	1925号决议	1992. 5. 5	流出	取消以黄金作为汇率补偿机制，对外投资以浮动汇率结算
	2243号公告	1992. 10. 14	流出	非金融企业投资 100万美元以下无须当局批准，但超过 100万则须在外汇结算前 30日向央行提供相关投资信息
	2472号公告	1994. 8. 31	流出	海外投资无须批准的上限由 100万美元提高至 500万美元
	2111号决议	1994. 9. 22	流出	准许“海外投资基金”（FIEEX）投资国际债券市场
	2318号决议	1996. 9. 26	流出	准许居民投资巴西存托凭证（BDRs）
	2356号决议	1997. 2. 27	流出	准许居民投资巴西企业发行的国际存托凭证
2716号决议	2000. 4. 12	流出	准许国内保险公司、投资公司和私人养老基金等以 10%以下资产投资巴西存托凭证（BDRs）	

资料来源：MF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington D. C., MF 1993 - 2005; Ilan Goldfajn and Andr   Minella, *Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?* NBER Working Paper 11640, September 2005.

本项目开放，加上有利的国际环境，国际资本大量 流入巴西。与此同时，随着雷亚尔计划的成功实

施，国际投资者的信心进一步增强，外资进入巴西的势头更为强劲，资本流入的规模急剧扩大，给巴西货币和外汇市场造成了巨大的压力。为了有效控制外资流入的期限和结构，1993年中期起，巴西政府实行了一定程度的资本管制措施，主要是针对短期资本的大规模流入，同时为了缓解资本流入造成的本币升值，适度放松资本流出的管制，实行资本流出的自由化政策。这些临时性管制措施主要包括数量限制和市场化的价格管制：（1）提高资本流入尤其是短期资本流入的DF；（2）延长资本流入的最低期限要求；（3）扩大对证券资产投资的外资数量限制，禁止外资直接投资固定收益市场，但可通过投资外资固定收益基金的形式进行间接投资。这些管制在1993~1995年间逐渐扩展到外资投资衍生市场、私有化和相关股权凭证、证券投资基金、期货和期权市场、某些特定的债券市场。

针对外国贷款期限方面，1993年货币当局把外资信贷的最短偿还期限从30个月提高到36个月，外汇汇出的所得税返还期限从60个月延长至96个月。其他措施包括延长出口结汇的期限，鼓励进口商提前支付外资贷款。通过改变银行管理法规，货币当局减少了以美元计价的负债，增加了以美元计价的资产。外资投资固定收益市场是巴西资本管制的内容之一，其目标是维持较低的利差，使货币升值压力和冲销政策的成本最小化，但由于缺乏相应的财政调整措施，巴西政府必须维持高利率来为政府财政赤字融资。因此，管制措施主要力图改变外资的投资方向，使固定收益投资转向固定资产投资，实现短期资本长期化目标。管制采取了直接数量限制和以价格为基础市场化管制方式。但由于外国投资者通过大量的金融衍生工具规避管制，货币当局必须相机抉择，在不中断自80年代中期以来的金融和资本项目开放的背景下，对管制措施不断调整。例如，1993年政府开始逐渐限制短期外资投资固定收益证券，但管制效果不明显。为此，1993年8月，央行货币委员会决定，禁止外资通过衍生工具投资固定收益债券和基金，其中包括政府外币债券和投资基金（类似固定收益基金）。同时，11月央行再次发布公告，禁止外资投资债券（只有那些已经存在的期限超过5年的这种投资被允许保留至到期日）。同时创建了一个新的固定收益投资的渠道：外国固定收益基金（Fixed Income Yield Fund, FIYF）。但是，外资在投资该基金进行首次外汇交易时，必须缴纳5%的

DF。与此同时，1994年3月，政府宣布对所有的证券投资征收DF。1994年7月巴西政府实施雷亚尔计划时，更多的资本管制措施也随之出台，其目的是通过影响通货膨胀预期来遏制通货膨胀。

尽管采取了以上限制资本流入、放松资本流出的措施，但资本流入仍对汇率产生了升值压力。为此，巴西央行进一步放宽汇率浮动范围，同时调整了对资本流入的管制措施。这些措施包括：新增贸易融资管制；提高大部分证券投资的DF；禁止外国基金投资货币市场基金；禁止私有化基金中的外国资本投资国内债券；允许养老基金用其10%的储备投资境外投资基金。但是，墨西哥金融危机爆发后，巴西外汇储备急剧下降，同时经常项目赤字急剧增加，巴西政府立即采取应急措施，放松对资本流入的限制。1995年3月，雷亚尔的名义汇率贬值5.2%，央行立即实行区间浮动汇率，频繁进行外汇市场干预，允许雷亚尔对美元的汇率进行逐步贬值，同时不给投资者和市场提供任何进一步大幅度贬值的信号。1995年7月，外资开始重新涌入巴西。因此，巴西政府再次实施了墨西哥金融危机前曾实施的资本管制政策。同时，还对外国金融贷款制定了差异税率：资本流入的期限越长，税率越低，反之税率越高，从而影响资本流入的总量和资本流入的期限结构。1996年初，货币当局规定所有外国贷款的最短期限缩减为3年，同时开始对私有化基金投资征收交易税。在1997年亚洲金融危机爆发后，巴西外资流入急剧下降，货币当局再次放松对外资流入的管制。

### 三 外资金融交易税变化与有效性评价

巴西货币当局对资本流入管制产生争议最大的是DF的征收。1993年，货币当局建立外资固定收益基金。11月25日，根据货币当局的995号法令，财政部对外资固定收益基金和外资贷款开始征收DF，二者最初税率分别为5%和3%（DF的征收和税率由财政部随时确定，无需等到下一个财政年度生效）。1994年10月19日，根据财政部534号指示，外资固定收益基金DF税率升至9%，外资贷款税率为7%，股票市场投资DF为1%。1995年3月9日，据财政部95号指示，外资固定

Cordoso and Goldfajn, *Capital Flows into Brazil: The Endogeneity of Capital Controls*, MF Staff Papers, Vol. 45, No. 1, 1998.

表 2 巴西资本项目管制的进程

	法律	日期	流入(出)	政策
居民和非居民账户	2677号公告	1992. 4. 10	流出	统一居民和非居民账户跨境转账的央行信息登记系统和程序
	1946号决议 224号公告	1992. 7. 29 1992. 10. 7	流出	当以国内货币进行跨境转账超过 1 万美元时, 必须在央行信息系统确认和登记
外国直接投资	2487号决议	1994. 10. 5	流入	取消作为未来资本增加和搭桥投资 (bridge investment) 的资本流入, 而这些资本流入期望以债务形式投资
	财政部 28号指示	1996. 2. 8	流入	对参与国家私有化外资基金征收 5%的金融交易税
	2997号公告	2000. 8. 15		引入 FD 电子登记系统
外国证券投资 and 外国信贷	2747号通知 2757号通知	1992. 3. 12 1992. 3. 13	流入	商业票据等债务工具的免税待遇的平均最低期限提高至 30个月
	2269号公告	1992. 4. 24	流入	商业票据等债务工具的免税待遇的平均最低期限由 30个月提高至 60个月
	2333号公告	1992. 10. 29	流入	外国信贷的最低平均期限必须超过 30个月
	2372号公告 1986号决议	1993. 6. 16 1993. 6. 28	流入	债券发行的最低期限由 30个月升至 36个月, 同时享有免税资格的债券最低期限由 60个月升至 96个月
	2373号公告	1993. 6. 16	流入	外国信贷的最低平均期限由 30个月提高至 36个月
	2013号决议	1993. 8. 19	流入	禁止外国资本投资固定收益债券
	995号法案	1993. 11. 25	流入	对投资固定收益基金的外资和外国信贷分别征收 5%和 3%的金融交易税
	2028号决议	1993. 11. 25	流入	禁止外国资本直接投资债券市场, 代之以创立外资固定收益基金 (FRC - CE) 作为外资投资私人债券和固定收益证券市场的唯一形式
	2034号决议	1993. 12. 17	流入	禁止外资进入金融市场 (套期保值例外), FRC - CE 只准许投资联邦债券和金融投资基金 (FAF)
	2046号决议	1994. 1. 19	流入	改变 2013号决议提出的外资监管政策, 禁止外资投资债券
	2410号公告	1994. 3. 2	流入	取消 2384号公告发行海外债券自动获准的规定
	2444号公告	1994. 3. 14	流入	到期债券合约的延期按照 2372号公告的新债券合约的规定统一执行
	2079号决议	1994. 6. 15	流入	禁止外资私有化股权凭证和相关证券工具
	2115号决议	1994. 10. 19	流入	禁止外资投资金融投资基金 (FAF)
	财政部 534号指示	1994. 10. 19	流入	对固定收益基金的外资征收的金融交易税由 5%提高至 9%, 外国信贷税率由 3%升至 7%, 并对证券市场外国投资征收 1%的金融交易税
	2492号公告	1994. 10. 19	流入	63号决议提出的抵押转贷款额最低期限由 90天延长至 540天
	2147号决议	1995. 3. 9	流出	废除准许外国信贷提前偿还和进口预付款的规定
	财政部 202号指示	1995. 8. 10	流入	投资固定收益基金的外资金融交易税率由 5%提至 7%, 外国贷款税率由 0%提至 5%, 同时对银行间外资进入授权机构的外汇交易征收 7%的金融交易税
	2188号决议	1995. 10. 8	流入	禁止外资投资期货和期权市场
	2661号公告	1996. 2. 8	流入	外国信贷的最短期限延至 36个月, 且享有减免所得税待遇的最低债券期限延至 96个月
	2246号决议	1996. 2. 8	流入	禁止外资投资农业债券 (TDA)、国家发展基金债券 (OFND)
	2071号决议	1996. 4. 18	流入	限制州、联邦区、市及其机构和企业进行外部融资, 鼓励进行国内债券融资
	9481号法案	1997. 8. 13	流入	只对最低期限为 96个月的债券发行免征外资投行的利息、佣金和发行费收入汇出所得税, 只对最低期限为 15年的贷款免征利息税
2807号公告	1998. 2. 26	流入	新增外国贷款的最低期限由 12个月延至 24个月, 展期由 6个月延至 12个月	
财政部 348号指示	1998. 12. 30	流入	固定收益基金的外资、外资金融机构和授权机构的银行间外汇交易、非居民短期现金持有等业务的金融交易税由 2%升至 2.38%, 新征证券市场外资金融交易税 0.38%, 新征金融资产跨境转移税 0.38%	

黄志龙 20 世纪90年代以来巴西资本项目开放与资本管制有效性研究

Journal of Latin American Studies

外国证券投资和外国信贷	财政部 492号指示	1999. 12. 29	流入	平均期限超过 90天的外国信贷的金融交易税率仍为 0%，而低于 90天则征收 5%的金融交易税
	9959号法案	2000. 1. 27	流出	取消对最低期限为 96个月的债券发行免征外资投行的利息、佣金和发行费收入汇出所得税，以及对最低期限为 15年的贷款免征利息税的规定，所有期限的外国信贷和债券的利息支付都征税 15%
巴西海外资本	2863号公告	1999. 2. 10	流出	外国投资基金 (FIEEX) 投资巴西主权债券的最低比重由 60%提高到 80%
	2877号公告	1999. 3. 17	流出	禁止金融机构直接或间接投资外国投资基金 (FIEEX)

资料来源：MF, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington D. C., MF 1993 - 1999; Ilan Goldfajn and Andr  inella, *Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned?* NBER Working Paper 11640, September 2005.

收益基金税率为 5%，其他所有外资税率为 0。1995年 9月，外资固定收益基金税率重新调整为 7%，外资贷款税率为 5%，股票市场外资税率为 0。9月 15日，据财政部 228号指示，2年以内外资贷款 DF税率为 5%，2~3年税率为 4%，3~4年为 2%，4~5年为 1%，5年以上为 0。1996年 2月 8日，财政部 28号指示规定新增私有化基金征收 5%的 DF。1997年 4月，亚洲金融危机后，外资固定收益基金税率由 7%调整为 2%，1998年 3月调整为 0.5%，1999年 8月取消 DF。但是，投资 BOVESPA 股票市场的外资资本至少应滞后 1天才能投资，或者缴存 15天的无息准备金。对于投资不到 90天的短期外资，仍征收 5%的 DF。1995年 9月之后，DF税率主要是依据每笔贷款期限确定，但实际税率可能高于官方公布的税率。1996年 6月 11日，应缴税额依据时间为资本流入日期，而不是偿还日期，其他纳税抵扣范围包括进口融资、租赁合约和多边官方机构资本流入等。

巴西财政部之所以对 DF的征收范围和税率调整如此频繁，一方面是因为国际资本市场变幻莫测，另一方面是因为存在大量的规避 DF的衍生市场渠道。表 2中显示了财政部不同时期征收的 DF的变化趋势，以及已征税额和应纳税外国投资规模的变化。1993年 11月至 1996年 6月，DF的征收和税率调整权完全由财政部掌握，从而保证 DF征收的灵活性，及时应对短期外资的大规模流入。亚洲金融危机后，大部分资本管制措施取消，DF税率降至零。1998年初，当局成功应对了亚洲金融危机带来的冲击，紧缩性货币政策和稳健财政政策以及 DF税率的下降，使得外资重返巴西金融市场，国际储备稳定增加，因此，巴西当局重新实行资本管制，对某些资本流入重新征收 DF。随后不久，由于俄罗斯金融动荡和长期资本管理公司

(LTCM) 危机，DF再次取消。

表 3显示，1993~1996年，应缴 DF的外资流入总计为 400亿美元左右，财政部 DF收入约 9.8亿美元。外资流入渠道主要包括外资固定收益基金、外国信贷和私有化基金 3种渠道。但是，管制的重点是外资固定收益基金。1994年是全面执行 DF的第一年，外资并没有减缓流入固定收益基金的步伐，1994年 6月达到 4.5亿美元最高峰，1994年全年流入固定收益基金的外资累计达 14.34亿美元。而在 1994年 9月调升 DF税率后，连续两个月固定收益基金外资流入都超过 2亿美元。这主要是因为 DF实施初期，外资利用各种渠道规避 DF的管制，同时 DF相对巴西固定收益市场高达 10%以上的收益仍有利可图。1995年以后，外资流入固定收益市场有所减缓，其中墨西哥金融危机的影响不容忽视，在 1995年 3月下调 DF税率后，外资流入有所增加，但仍难以恢复到危机前水平。

对外资信贷的管制是 DF资本管制的重要内容，同时其管制效果也更为明显 (表 4)。在 DF为 3%的初始阶段，外国信贷额由 1993年 12月的 17.14亿美元下降到 1994年 5月的 2.83亿美元，当 DF税率由 3%调整为 7%时，外国信贷再次下降到 1995年 3月的 1.03亿美元。此时，财政部取消 DF，外国信贷迅速反弹，随后 5个月内外国信贷总额高达 90亿美元，货币当局重新征收 DF，但税率始终维持在 2%左右水平，外资信贷有所下降，但仍保持在每月 10亿美元以上的水平。另外，从外国信贷期限来看，贷款的长期化趋势日趋明显。

Bernardo S. de M. Carvalho, M   cio G. P. Garcia, *Ineffective Controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties*, Department of Economics - PUC - Rio, May 11, 2006.

表 3 1993 ~ 1996 年巴西金融交易税的变化

	外资固定收益基金			私有化基金			外国信贷				
	流入 (百万美元)	税率 (%)	税额	流入	税率 (%)	税额	流入 (百万美元)	农业信贷	应征税信贷额	税率 (%)	税额
1993. 12	80	5.0	4	0	0.0	0	1 714	0	1714	3.0	51
1994. 1	82	5.0	4	0	0.0	0	745	0	719	3.0	22
1994. 2	82	5.0	4	0	0.0	0	770	0	563	3.0	23
1994. 3	102	5.0	5	6	0.0	0	714	0	710	3.0	21
1994. 4	119	5.0	6	137	0.0	0	932	0	498	3.0	28
1994. 5	68	5.0	3	232	0.0	0	283	0	256	3.0	8
1994. 6	450	5.0	23	266	0.0	0	304	0	241	3.0	9
1994. 7	6	5.0	0	54	0.0	0	351	0	348	3.0	11
1994. 8	81	5.0	4	87	0.0	0	349	0	348	3.0	10
1994. 9	216	9.0	19	60	0.0	0	540	0	529	3.0	16
1994. 10	226	9.0	20	846	0.0	0	925	0	824	3.0	28
1994. 11	0	9.0	0	174	0.0	0	1 404	0	1 370	7.0	96
1994. 12	2	9.0	0	77	0.0	0	1 459	0	1 300	7.0	102
1994 年总计	1 434		89	1 939			8 776		7 706		374
1995. 1	0	9.0	0	16	0.0	0	401	0	200	7.0	28
1995. 2	0	9.0	0	79	0.0	0	193	0	193	7.0	14
1995. 3	0	5.0	0	128	0.0	0	103	0	79	7.0	
1995. 4	1	5.0	0	67	0.0	0	650	0	635	0.0	
1995. 5	64	5.0	3	95	0.0	0	858	0	850	0.0	0
1995. 6	1	5.0	0	120	0.0	0	2 839	5	1 804	0.0	0
1995. 7	91	5.0	5	164	0.0	0	2 383	85	1 497	0.0	0
1995. 8	41	5.0	2	484	0.0	0	2 318	98	131	0.0	0
1995. 9	0	7.0	0	62	0.0	0	1 121	383	688	2.7	31
1995. 10	0	7.0	1	170	0.0	0	1 786	112	1 549	2.2	39
1995. 11	12	7.0	0	219	0.0	0	1 275	187	996	2.9	37
1995. 12	1	7.0	0	351	0.0	0	1 768	189	1 481	2.5	45
1995 年合计	211		11	1 955		0	15 695	1 059	11 804		201
1996. 1	2	7.0	0	2	0.0	0	1 359	112	949	2.7	37
1996. 2	4	7.0	0	4	5.0	0	1 677	203	1 392	3.3	56
1996. 3	2	7.0	0	2	5.0	0	1 467	258	876	2.1	30
1996. 4	3	7.0	0	3	5.0	0	1 670	499	1 107	2.1	35
1996. 5	0	7.0	0	0	5.0	0	2 717	397	2 228	1.2	33
1996. 6	0	7.0	0	0	5.0	0	3 343	585	2 090	1.7	58
1996 年 1 ~ 6 月合计	11		1	11		0	12 233	2 054	8 642		249
总计	1 736		105	3 905		0	38 418	3 113	29 866		875

资料来源: Gustavo Franco, *Capital Inflows Into Brazil 1992 - 1998: the Nature and Effects of Controls and Restrictions*, Rio Bravo Investments and PUC - Rio, April 2006.

1992年平均期限约为 3 年, 随后逐年延长, 并于 1997年第三季度达到 12.4 年。随着 DF 税率下降和管制放松, 短期贷款增加, 1999年平均期限重新降至 4.2 年。借贷成本方面, 利率基本稳定在 10% 左右的水平, 并没有显著的变化。由此可见, 对外资信贷的 DF 资本管制措施并不是完全无效

的。尤其是雷亚尔计划成功实施之后, 大大改善了对外国资本的吸引力, 主权风险下降。总之, 外资贷款长期化趋势表明 DF 征收和资本管制措施取得了一定成效。在巴西资本管制期间, 先后经历了墨西哥金融危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融动荡和美国长期资本管理公司破产事件, 尽管 1994 年中



期, 由于雷亚尔计划正处于关键时期, 同时“龙舌兰效应”以及 1997 年第三季度亚洲金融危机, 外国信贷流入都出现不同程度的下降, 但是长期来看, 外国信贷仍维持稳定增长的趋势。

#### 四 巴西资本管制的其他效果评价

除了 DF 产生的上述影响外, 巴西还实行了其他一系列资本管制措施, 以下从几个方面对这些管制措施的效果进行评价。

表 4 1992~1999 年资本管制期间  
巴西外国贷款流入的季度变化趋势

	季度	笔数	金额 (亿美元)	平均期限 (年)	借贷利率 (%)
1992	1	49	15.51	2.6	12.02
	2	84	17.63	3.0	11.32
	3	38	11.30	3.7	10.27
	4	31	11.27	3.7	11.38
1993	1	47	18.79	3.5	11.68
	2	81	39.77	3.6	11.67
	3	65	27.49	4.8	10.70
	4	74	35.44	4.4	9.92
1994	1	79	50.19	4.0	10.17
	2	57	15.87	6.0	10.90
	3	39	18.13	5.1	12.05
	4	55	31.53	4.8	11.87
1995	1	42	14.96	5.1	11.82
	2	57	33.25	4.4	11.27
	3	91	58.66	4.1	11.26
	4	68	36.30	6.2	10.92
1996	1	66	46.88	6.6	10.52
	2	113	64.88	7.0	11.11
	3	77	37.35	7.2	11.28
	4	110	66.57	7.7	10.22
1997	1	71	37.12	8.1	9.77
	2	79	94.33	12.4	11.02
	3	95	68.65	8.5	10.09
	4	82	58.52	7.4	9.94
1998	1	120	120.76	7.1	10.12
	2	104	111.21	9.0	11.24
	3	96	169.39	8.1	10.53
	4	77	30.94	6.2	12.45
1999	1	98	41.65	4.2	10.87

数据来源: Gustavo Franco, *Capital Inflows Into Brazil 1992 - 1998: the Nature and Effects of Controls and Restrictions*, Rio Bravo Investments and PUC - Rio, April 2006.

首先, 巴西的资本管制政策没有减少资本的流入规模。从表 4 可以看出, 除了受墨西哥金融危机

和亚洲金融危机影响的年份 (1994 年和 1997 年) 外, 私人资本的净流入基本维持持续上升的趋势。1988~1991 年, 私人资本净流入月平均约为 0.39 亿美元, 而 1992~1995 年, 该平均数升至 9.7 亿美元。外国直接投资方面, 除了 1993 年比 1992 年有所下降外, 在 1990~1998 年, 外国直接投资总额一直呈不断上升的趋势。

其次, 大规模冲销政策造成了外汇储备增加和冲销财政成本上升。资本不断流入的结果是央行外汇储备的不断增加, 从 1991 年的 100 亿美元增加到 1998 年 4 月的 740 亿美元, 约占 GDP 的 10%, 相当于 15 个月的进口额。外汇储备增加是央行实行冲销政策的结果, 由于巴西国内利率高于国际利率, 而冲销政策实际上是通过新发行央行票据购买这些外汇, 票据利息成本意味着央行冲销成本的增加。90 年代政府利息支付额一直维持较高水平, 1992~1997 年间, 利息支付额约占 GDP 的 3.8%, 而这与央行实施的冲销政策直接相关。

再次, 资本管制政策相对降低了实际汇率的升值压力, 但是没有控制实际汇率的升值趋势, 巴西的实际汇率在 1994 年上升了 33%。实际汇率是影响出口竞争力的重要因素, 也促成了巴西经常项目赤字增加。1992 年巴西经常项目盈余 61 亿美元, 但从 1993 年开始经常项目赤字额大幅度上升, 由 1993 年的 6 亿美元增加到 1998 年的 336 亿美元。

最后, 资本管制政策使国内外利差逐步下降。从表 4 可以看出, 经过贬值调整的利差在 1990~1993 年均在 5 位数以上, 1993 年甚至达到 25373.3%。从 1994 年开始, 利差呈逐步下降趋势, 从 84.8% 下降到 1998 年的 2.6%。可见, 资本管制政策在缩小国内外利差方面发挥了一定的作用。

综上所述, 巴西在 90 年代实行的一系列资本管制措施并没有达到预期的目标。首先, 从资本流入规模来看, 由于其主导因素是国内外利差, 90 年代巴西为了弥补财政赤字而实行的长期高利率政策, 吸引了大规模的资本流入, 最高不到 10% 的 DF 相对于动辄 100% 以上的利率水平, 几乎可忽略不计。更为重要的是, 巴西对于外资投资固定收益市场的直接管制, 由于相对较为发达的金融衍生市场而形同虚设, 大量外资通过规避管制的渠道进入固定收益市场, 以获取政府债券等固定收益工具的超高投资收益。对于外资流入期限结构的影响, DF 和贷款期限起到了一定的效果, 长期资本流入比重有所增加, 短期资本比重有所下降, 资本管制

表 5 1990~1998年巴西部分经济指标及其变化

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
百万美元									
经常项目余额	- 3.8	- 1.4	6.1	- 0.6	- 1.7	- 18.0	- 23.0	- 33.3	- 33.6
净私人资本流入 <sup>a</sup>	8.1	3.1	14.1	12.0	6.7	32.5	34.9	20.5	23.2
直接投资	1.0	1.1	2.1	1.3	2.6	5.5	10.5	18.8	28.9
年度百分比变动 (%)									
名义汇率 <sup>b</sup>	1 458.9	528.5	1 059.0	2 532.5	613.4	15.0	6.9	7.4	8.3
实际汇率 <sup>c</sup>	218.8	28.0	8.1	12.6	33.5	24.1	2.3	7.0	29.8
利率差异 <sup>d</sup>	414.6	841.8	1 570.8	3 281.4	4 816.4	47.5	22.2	19.5	24.1
贬值调整后 <sup>d</sup>	1 313.5	5 605.0	5 547.4	25 373.3	84.8	42.7	16.5	13.4	2.6

a 不包括储备；b 1美元的本币单位数；c 上升意味着升值；d 本币计价的货币市场利率与美国对应利率（年平均利率）之间的差异。

资料来源：Akira Ariyoshi, et al, *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, MF Occasional Paper, No. 190, 2000.

在实现短期资本长期化目标方面起到了一定的效果，但是对于缓解汇率升值方面，其有效性依然十分有限。

#### 主要参考文献

1. Akira Ariyoshi, et al, *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, MF Occasional Paper, No. 190, 2000.

2. Gustavo Franco, *Capital Inflows Into Brazil 1992 - 1998: the Nature and Effects of Controls and Restrictions*, Rio Bravo Investments and PUC - Rio, April 2006.

3. MF, *Annual Report on Exchange Arrangements and*

*Exchange Restrictions*, Washington D. C., MF 1993 - 1999.

4. Ilan Goldfajn and Andr e M inella, *Capital Flows and Controls in Brazil: what Have we Learned?* NBER Working Paper, 11640, September 2005.

5. Cordoso and Goldfajn, *Capital Flows Into Brazil: The Endogeneity of Capital Controls*, MF Staff Papers, Vol. 45, No. 1, 1998.

6. Bemardo S. de M. Carvalho, M  rcio G. P. Garcia, *Ineffective Controls on Capital Inflows Under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties*, Department of Economics - PUC - Rio, May 11, 2006.

(责任编辑 高川)