

# 三元困境下的政策组合:中国数据的实证研究

陈秀花

(山东财经大学金融学院,山东 济南 250014)

**[摘要]** 对中国面对三元困境时的政策组合选择进行了实证检验,结果发现:汇率稳定在中国的政策组合中占主导地位,而货币政策的独立性在回归分析中并不总是具有统计上的显著性,说明中国的汇率稳定在一定程度上是以牺牲货币独立性为代价的。我们还检验了国际储备持续增长的前提下,中国的政策组合对通货膨胀的影响,结果显示:汇率的稳定和资本账户开放度的提高,是以通胀为代价的,提高汇率的灵活性,允许汇率升值会降低中国的通货膨胀。

**[关键词]** 三元困境;政策组合;国际储备

**[中图分类号]**F015      **[文献标识码]**A      **[文章编号]**2095-3410(2013)06-0071-07

## 一、引言

三元困境,也称三元悖论,是美国经济学家保罗·克鲁格曼就开放经济下的政策选择问题所提出的,其含义是:本国货币政策的独立性,汇率的稳定性,资本的完全流动性不能同时实现,最多只能同时满足两个目标,而放弃另外一个目标。三元悖论原则是国际经济学中的一个著名论断。最初的三元悖论理论只考虑了极端的情况,即完全的货币政策独立、完全的固定汇率和完全的资本自由流动,并没有论及中间情况。

自20世纪90年代开始,大部分新兴市场经济体都倾向于扩大金融开放程度,这意味着在三元困境的约束前提下,这些国家要么选择汇率稳定而放弃货币政策的独立性,要么选择货币政策的独立性而放弃汇率稳定目标。因此,其政策目标组合开始向货币政策相对独立+资本有限流动+汇率有限浮动转变,即:在所有可能的政策组合中,可能最优解并非角点解,而是中间解。用数学的语言来说,这三个目标中每个目标都不可能完全等于0,或完全等

于1,而都应该是个中间值,所以在实际中,三个宏观经济目标的搭配组合应是:无论是汇率稳定、资本自由流动还是货币政策的有效性,都不是在实践上能够绝对实现的目标。汇率一般处于固定与浮动之间,资本流动处于自由和管制之间,货币政策也处于有效与无效之间。在大萧条以来最严重的金融危机的背景下,我们更应该讨论的是,三元困境问题如何解决,以及它如何制约将来的政策选择。

由于货币政策独立性、汇率稳定性和金融开放性之间并不存在清晰的数量关系,目前只有极少量的文献从中间解的角度研究三元悖论条件下的政策目标组合,主要以 Aizenman, Chinn and Ito 等人的研究为主。Aizenman, Chinn and Ito (2008)<sup>[1]</sup>最早构造了比较直观的政策目标指数,分析了布雷顿森林体系之后,各个不同国家在不同时期的政策组合变化,结果发现,从20世纪90年代早期开始,工业化国家加速了其金融开放的步伐,并降低了货币政策的独立性,但汇率稳定性急剧增加。相反,发展中国家在20世纪90年代之前主要追求汇率稳定性

**[作者简介]**陈秀花(1972—),女,山东临朐人,山东财经大学金融学院副教授,经济学博士。主要研究方向:国际金融。

(尽管许多国家从20世纪70年代已经开始向更加富有弹性的汇率制度转变),但从2000年开始,这些国家的政策组合开始转向中间值,表现为以大量的国际储备作为缓冲,在增加汇率弹性的同时保持一定程度的货币自主性。Aizenman, Chinn and Ito (2010)<sup>[2]</sup>继续以三元困境为作为有效的研究框架,认为20世纪90年代到2000年的金融全球化浪潮降低了汇率稳定性和货币自主性在政策组合中的重要性,金融全球化的一个意想不到的后果是,发展中国家面临的资本外逃风险和去杠杆化危机加剧。Aizenman, Chinn and Ito (2010)<sup>[3]</sup>继续沿用2008年提出的政策目标指数,以每5年作为一个研究区间,探讨了1972-2006年间经济发达国家和发展中国家政策目标组合选择的变化趋势,并详细分析了发展中国家的经济管理策略对其产出波动率、通货膨胀波动率、中期通货膨胀水平的影响;Aizenman, Chinn and Ito (2010)<sup>[4]</sup>在前期研究的基础上进一步扩展,探讨了政策组合影响产出波动率的途径,并分析了金融危机背景下,三元困境条件下的政策组合如对经济体的产出产生影响,同时还分析了金融危机之后,各国的政策组合演化过程。Aizenman, Chinn and Ito (2011)<sup>[5]</sup>则以亚洲新兴经济体为研究对象,解释了这一区域能在全球化浪潮中较好的保持本国经济相对稳定的现象;采纳与Aizenman等相似的分析思路,Joshua Aizenman and Rajeswari Sengupta<sup>[6]</sup>研究了中印两国在政策组合选择上的不同。

尽管比其他发展中国家更加小心谨慎,但中国一直在追求资本账户的进一步开放。为了在三元困境中进行政策的取舍,中国已经增加了汇率变动的弹性空间,实行了更加灵活的汇率制度。然而,持续的经常账户和金融账户双顺差却带来了人民币升值的压力。为了避免人民币的升值,中国的货币管理局在外汇市场进行了积极的干预,并因此造成了外汇储备的大量增长。从1990年到2011年,中国的外汇储备已经从最初的110.93亿美元(约占GDP的8.3%)增加到3.18万亿美元(占GDP的50%)。

当中国放慢资本账户开放的步伐而积极地对外汇市场进行干预以稳定汇率时,其所面临的主要问题就是如何保持国内货币政策的独立性从而保持物

价的稳定。为了从2008-2009年的金融危机中复苏,中国已经面临着信贷膨胀从而通胀加剧的问题。为了解决这个问题,货币管理局已经多次上调存准率。然而,为了追求资本账户的进一步开放和汇率的稳定,中国正面临着更关键的政策选择:被迫放弃货币政策的自主性。很显然,中国能否成功地解决三元困境问题的程度取决于政策目标间的均衡。

在本文中,我们对中国从1994年到2011年间所面临的三元困境问题及其演化过程进行了实证检验,并分析了政策制定者在面对资本账户开放、货币政策独立和汇率稳定问题时所进行的取舍。我们根据Aizenman, Chinn and Ito (2008, 2010a, b and c, 2011)(下文简称ACI)所提出的方法计算了上述三个方面的指数,并分析了在面临三元困境时的政策组合对宏观经济指标如通胀的影响,着重分析了国际储备在其中的作用。

结果发现:中国在面临三元困境时所选择的政策组合与其他发展中国家相比,具有自己的特点,即汇率稳定占了主要位置,货币政策独立性在回归分析中并不总是显著的。一个可能的解释就是,国内资本市场的分割、一系列的资本管制政策及外汇储备的大量持有,意味着“政策利率”没有反映货币政策的立场<sup>[7]</sup>。

## 二、政策目标指数的构造方法及数据来源

我们采用ACI (2008, 2010a, b and c, 2011)提出的方法,为三元困境中的每个政策目标构造了一个指数,即货币独立性指数、汇率稳定性指数及资本账户开放度指数。为了使数据集有更多的可观测数据以便于对单个国家进行分析,我们利用季度数据而不是年度数据。并且采用了与ACI不同的方法来对资本账户开放度指标进行衡量。

数据的时间跨度是从1994年1季度到2011年4季度共72个季度。对于货币独立性指数,我们利用上海同业拆借利率和LIBOR美元利率的周数据来计算其相关系数。对于汇率稳定性指数,我们利用人民币对美元的周数据系列来计算每季度的汇率标准差。为了计算资本账户开放度指数,我们利用了FDI流入和流出的数据、证券投资组合及其他类型的资本流动数据。最后,为了计算中国的通货膨胀率,我们利用CPI数据并利用季度数据计算出了

通货膨胀年增长率。最后,为了分析国际储备的影响,我们利用了外汇储备的季度数据并计算出其占季度 GDP 的比重。外汇储备的数据来自中国外汇管理局。

接下来我们将分别计算出货币独立性指数 (MI), 汇率稳定性指数 (ES) 及资本账户开放度指数 (KO) 并将每个指数调整为取值在 0 到 1 之间。

(一) MI: 货币政策独立性指数

开放的宏观经济学理论认为,在固定汇率制度和资本自由流动的情况下,本国利率与外国利率必然相等,否则资本会从利率水平较低的国家流入利率水平较高的国家,直到两国的利率相等为止。随后的研究进一步指出,即使一国实行资本流动管制,在固定汇率制度下,两国的利率水平也会趋于一致,因为任何资本管制都无法完全限制资本的套利活动。套利机会驱使着资本通过各种合法或非法途径在两国间流动,从而减小两国的利差。也就是说,固定汇率意味着货币政策的独立性的丧失或者削弱。货币政策的独立性需要通过灵活的汇率变动来换取。所以,要验证货币政策的独立性,需要分析本国利率和外国利率的关系。在此我们采用与 ACI (2008) 同样的方法,将货币独立性指数 MI 定义为本国利率(中国)与外国利率(美国)相关系数的倒数。我们选取上海同业拆借市场的隔夜同业拆借利率代表中国货币市场利率,数据来自上海同业拆借市场网站。美国货币市场利率由 <http://www.econstats.com/> 网站公布的 LIBOR 美元隔夜利率表示。我们利用周利率的数据计算季度相关系数,具体公式如下:

$$MI = 1 - \frac{\text{corr}(i_h, i_f) - (-1)}{1 - (-1)}$$

指数取值在 0 到 1 之间。指数值越大,说明货币独立性越强。中国货币政策独立性见图 1。

(二) ES: 汇率稳定性指数

我们利用每周人民币兑美元汇率变动的对数计算汇率的季度标准差,用以此来计算汇率稳定性指数。其公式为:

$$ES = \frac{0.01}{0.01 + \text{stdev}(\Delta \ln(\text{exch} - \text{rate}))}$$

和 MI 指数一样,ES 的取值也在 0 到 1 之间,数

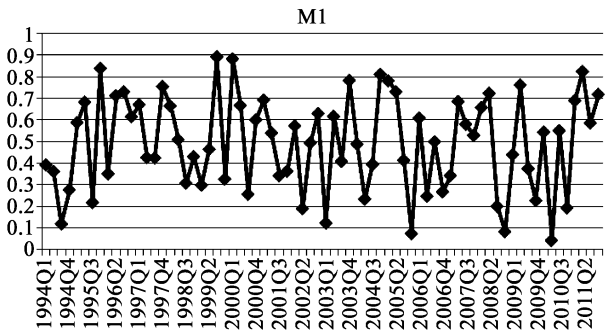


图 1 中国货币政策独立性指数(1994Q1 - 2011Q4)  
值越大,说明汇率稳定性越强。中国的汇率稳定数据的变化见图 2。

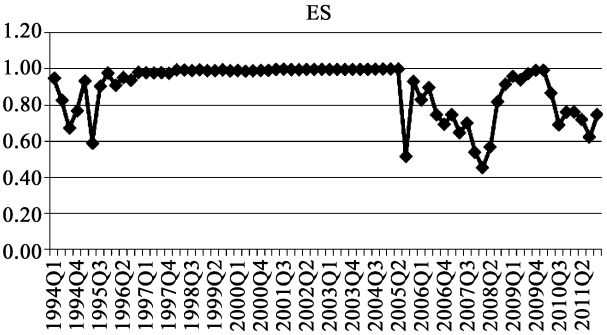


图 2 中国汇率稳定性指数(1994Q1 - 2011Q4)

(三) KO: 资本账户开放指数

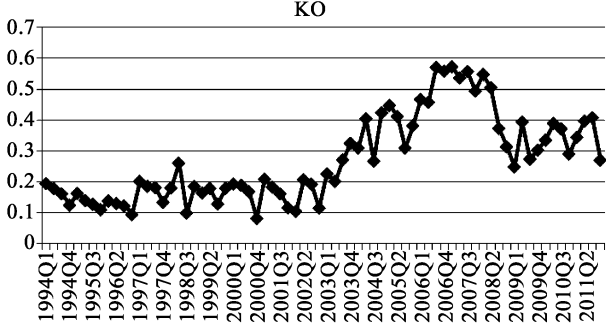


图 3 中国资本账户开放性指数(1994Q1 - 2011Q4)

在构建资本账户开放指数时,我们没有采用 ACI(2008) 的方法,而是采用 Chinn - Ito 指数来衡量一国的资本账户开放程度。我们定义 KO 指数为资本的流入流出总额占 GDP 的比值。本文中,我们主要考虑三种类型的资本流动,即直接投资、证券投资及其他。数据来自于中国外汇管理局。该指数的缺点是取值没有限定在 0 与 1 之间。为了解决这个问题,我们对 KO 指数重新进行了调整,调整后的指数 = (实际指数 - 指数中最小值)/(指数最大值 - 指数最小值),这样,调整后的指数值介于 0 和 1 之间,与另外两个指数,即货币独立性指数 MI 及汇率

表 1 变量描述及数据来源

变量名称	变量描述	变量的构成	数据来源
MI	货币独立性指数,具体定义见正文。	人民币和美元同业拆借利率	中国隔夜拆借利率周数据来自 <a href="http://www.shibor.org/">http://www.shibor.org/</a> , 美元三月期 LIBOR 周数据来源于 <a href="http://www.econstats.com/">http://www.econstats.com/</a>
ES	汇率稳定性指数,具体定义见正文。	人民币兑美元汇率	根据中国人民银行网站人民币兑美元每日汇率数据整理得周数据
KO	资本账户开放指数,资本流入流出之和除以 GDP	FDI,证券投资,其他投资,GDP	资本流入和流出季度数据来自 SAFE 网站,GDP 季度数据来自中国统计局网站。
IR/GDP	国际储备与 GDP 之比	国际储备,GDP	国际储备季度数据来自中国外汇管理局,GDP 季度数据来自中国统计局网站。
INFLATION	年通胀率	CPI 季度数据	CPI 季度数据来自 GFD
OUTPUT GROWTH	实际 GDP 增长率	GDP,CPI 季度数据	GDP 季度数据来自中国统计局网站,CPI 季度数据来自 GFD
MONEY GROWTH	货币供给增长率	MI 季度数据	中国人民银行网站

稳定性指数就具有了可比性。KO 指数见图 3。

上述三个指数所用数据及数据来源见下表 1。

三、实证检验及结果

三元悖论意味着三个目标之间的权衡和约束。这也就意味着,我们在对这三个目标进行估计时,所遵循的基本原则就是,三个目标变量中任何一个的增加必须通过另外一个或两个目标变量的减少来平衡。政策的制定者可以在受到上述约束的前提下,采取一种政策组合,即任何一个目标变量都不达到其最大值,而只是达到条件约束下的最优值。如果三个目标同时达到最优,任何一个目标变化都取其较大值,说明货币当局或央行所关注的是多重目标。

由于没有一个具体的函数形式来表示三个目标之间的权衡或联系,所以我们仍然采用 ACI (2008) 的方法,通过三个指标之间的最简单的函数表达式来检验这三个目标是否线性相关。因此,我们在此使用的估计方法是用一个固定常数(在本文中,这个常数是 2)同时对三个目标变量进行回归,忽略回归方程右边的常数项。具体来说,我们要检验方程 (1) 的线性回归的拟合优度:

$$2 = \alpha MI_t + \beta ES_t + \theta KO_t + \varepsilon_t \tag{1}$$

上述回归方程的回归系数可以大致代表政策制定者对三个目标所给出的权重。此外,如果我们发现上述回归方程的拟合优度较高的话,也足以能够说明上述的线性表达式能够解释政策制定者所在三个目标之间的权衡。因此,我们利用 ACI (2008) 的方法,用时间序列对单个国家的“三元困境”组合进行估计。

由于样本期内中国的汇率制定发生了比较大的变化,所以除了对全部样本进行基本估计外,我们还将样本期分成三期,分别对 (1) 式进行估计。1994 年 1 月,中国进行汇率并轨,人民币对美元大幅贬值,所以 1994 年是中国汇率制度的一个重要转折点。自从汇率并轨后,人民币币值一直处在不断调整的过程中,直到 1997 年 10 月。而 1997 年底到 2005 年 7 月(汇率形成机制改革之前),人民币对美元一直在一个很窄的范围内波动。2005 年 7 月,人民币汇率形成机制改革,从盯美元改为盯一篮子货币。所以我们将整个样本期又分为三期,分别是 1994Q1 - 1997Q4, 1998Q1 - 2005Q3, 2005Q3 - 2011Q4。

根据 ACI (2008),发展中国家的政策制定者在面临三元困境进行政策权衡时,短期内通常是通过调整其外汇储备来进行的。换句话说,可以将外汇储备看作是政策权衡中的第四个变量。图 4 及图 5 我们分别给出了中国在三时期内三个目标变量的组合图形,以及外汇储备占 GDP 的比重。从图中可以看出,国际储备占 GDP 的比重不断增长,中国的政策立场主要是朝向 ES 目标,而以牺牲 KO 和 MI 尤其是以牺牲 MI 为代价。

回归结果见表 2 和表 3,接下来我们将对结果进行讨论。

从表 3(分期的估计结果)中,可以更加明显地看出汇率稳定在各目标中的主导地位。从表 2 可以看出,ES 指数在各期中都比其他两个指数数值更大更具全部有统计显著性。而另外两个指标在前两期

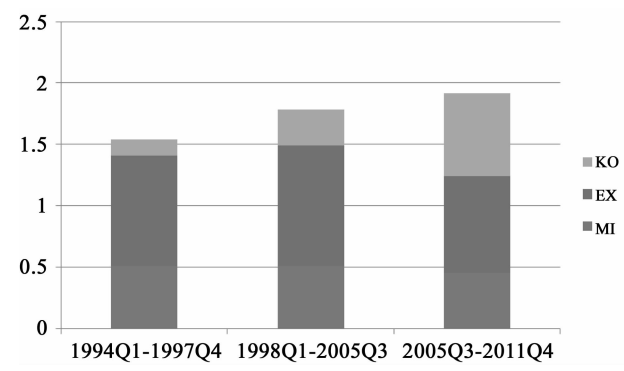


图4 中国三元困境下的政策组合

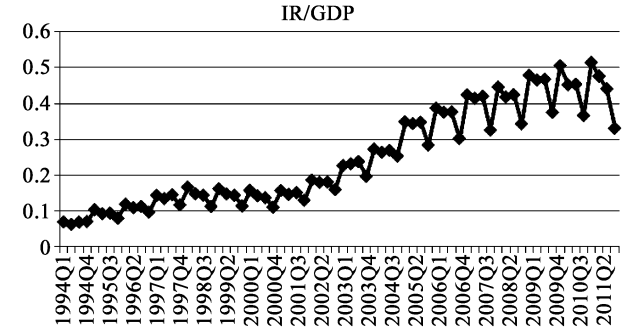


图5 中国国际储备 (IR) 占 GDP 的比重

都不具有统计显著性,只在第三期具有统计显著性,且 MI 指标在第三期只在 10% 的水平下具有显著性,说明随着 2005 年 7 月中国汇率形成机制的改革,汇率弹性的增加,货币政策的独立性和资本账户

表 3 基线估计结果:分期			
变量	1994Q1 - 1997Q4	1998Q1 - 2005Q3	2005Q3 - 2011Q4
MI	0.0310 (0.0811)	0.0586 (0.3749)	0.4823 (2.8094) *
ES	2.0397 (6.1819) ***	1.9344 (21.6399) ***	1.5921 (14.2945) ***
KO	0.9267 (0.8168)	0.2051 (1.3039)	0.7927 (5.6154) ***
Obs	16	31	25
R <sup>2</sup>	0.955	0.978	0.962

注:表 2 和表 3 中,括号中是 t 统计量的值,\*\*\* 表示相应的统计量在 1% 的置信水平上具有统计显著性,\*\* 表示相应的统计量在 5% 的置信水平上具有统计显著性,\* 表示相应的统计量在 10% 的置信水平上具有统计显著性,无 \* 表示不具有统计显著性。

从更广的角度来看,与其他的发展中国家相比,中国在三元困境下的政策组合是独具特色的,这不仅体现在汇率稳定性所占的主导地位,还体现在货币独立性目标在回归结果中不持续具有统计显著性。一个可能的解释就是,中国资本市场的分割和资本控制意味着“政策下的市场利率”无法反映货币政策的意图<sup>[6]</sup>。中国的另一特色就是,较严格的资本管制和大量囤积的国际储备。样本期内,中国的国际储备占 GDP 的比重一直在不停地增长且没有收敛的迹象。这些措施可能会在一定时期内减轻

的开放性随着增强。可见,汇率稳定性目标被赋予最高的权重,这是以牺牲货币政策独立性和资本账户开放性为代价的,尤其是以牺牲货币政策独立性为代价。

(一)实证结果:三元困境下中国的政策组合立场

基线估计结果见表 2。回归结果中,汇率稳定性指数 ES 的估计系数在统计上都是显著的,且比另外两个指数的结果系数都大,表明中国在样本期内已经很明确地将汇率稳定作为其宏观管理的首要目标。KO 指数的估计系数在统计上也是显著的,但其系数明显小于 ES 指数。MI 指数则只在 5% 的水平下具有统计显著性。模型整体的拟合程度非常好,调整的 R<sup>2</sup> 数值达到 97%,表明三个数据之间互相线性相关,这也表明,中国的政策当局确定面临着三个目标之间的权衡问题。

表 2 基线估计结果:1994Q1 - 2011Q4	
变量	KO
MI	0.2886 (2.3645) **
ES	1.7805 (24.3880) ***
KO	0.6234 (7.0887) ***
Obs	72
R <sup>2</sup>	0.974

三元困境下政策当局在进行政策权衡时所受的约束。此外,为规避中国的资本管制所出现的内源性资本流动(包括贸易中的错开发票)也降低了三个变量的解释能力。

(二)实证结果:三元困境与通货膨胀

接下来,我们研究上述三个目标的搭配组合对通货膨胀的影响。通货膨胀是宏观经济稳定性的一个主要先行指标。研究政策组合本身对通货膨胀的影响,政策组合与国际储备对通货膨胀的影响,可以就如何治理通货膨胀带给我们一些有益的启发,尤

其是在目前中国面临通胀压力的情况下。因此,我们需要从实证方面考察通胀与政策目标时间序列的关系,即,我们需要对(2)式进行回归估计:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 TLM_t + \alpha_2 (IR/GDP)_t + \alpha_3 [TLM * (IR/GDP)_t] + \alpha_4 X_t + \varepsilon_t \tag{2}$$

(2)式中, $y_t$  是指用季度数据计算的  $t$  时期的同比通胀率, $TLM_t$  是三个政策目标指数(MI,ES,KO)中任意两个的向量组合, $(IR/GDP)_t$  是国际储备与GDP之比, $(MI,ES,KO)$ 是一个交互项,及政策目标

$TLM_t$  和 $(IR/GDP)_t$  之间的一个交叉项。 $X_t$  是一个决定通胀率的向量,如产出增长率(实际 GDP 的季度增长率)或货币增长率(货币供应量 M1 的季度增长率)。交叉项可以帮助我们确定国际储备是否作为政策组合的一个补充或替代。我们的目标是要分析政策组合的变化对国内通胀的影响,并探讨国际储备的迅速增长和积累对宏观经济政策的影响。估计结果见表 4。

表 4 通货膨胀、政策组合及国际储备(中国 1994Q1 – 2011Q4)

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
IR/GDP	-0.2744 *** ( -5.703 )	-1.4744 *** ( -4.6795 )	-0.1803 * ( -1.917 )	-0.6223 *** ( -3.712 )	-0.2143 *** ( -2.791 )	-1.5753 *** ( -4.283 )
MI	-0.01088 ( -0.40319 )	-0.0635 ( -1.1729 )	-0.0002 ( -0.006 )	-0.142 ** ( -2.119 )		
MI * IR/GDP		0.2982 (1.5714)		0.4972 ** (2.0616)		
ES	-0.2713 *** ( -5.6557 )	-0.6148 *** ( -5.5139 )			-0.2775 *** ( -5.7648 )	-0.6486 *** ( -5.925 )
ES * IR/GDP		1.2012 *** (3.5610)				1.3431 *** (3.8352)
KO			-0.0056 ( -0.093 )	-0.1804 * ( -1.814 )	-0.0494 ( -1.006 )	-0.1324 * ( -1.834 )
KO * IR/GDP				0.5718 * (1.8019)		0.4556 (1.6452)
Output Growth	0.0033 (0.7242)	0.0048 (1.1345)	0.01358 * (1.8267)	0.012 (1.5894)	0.0077 (1.257)	0.0045 (0.7820)
Money Growth	0.0032 *** (2.9674)	0.0019 (1.8641)	0.0028 ** (2.0430)	0.0025 * (1.8908)	0.0028 ** (2.464)	0.0013 (1.2024)
Obs	72	72	72	72	72	72
R <sup>2</sup>	0.497	0.5921	0.2533	0.3526	0.5034	0.5965

注:括号内的数字是  $t$  统计量的值;\*\*\*表示相应的统计量在 1% 的置信水平上具有统计显著性,\*\*表示相应的统计量在 5% 的置信水平上具有统计显著性,\*表示相应的统计量在 10% 的置信水平上具有统计显著性,无\*表示不具有统计显著性。

从表 4 可以看出,在各种政策组合下,国际储备对通货膨胀的影响都在 1% 的置信水平下具有统计显著性(除第三栏是在 10% 的水平下之外),但与大部分结论不同的是,其系数都是负值,这表明随着国际储备的增长,通货膨胀率在下降。这可能是中国货币当局进行冲销的结果。因为在整个样本期内,中国的货币当局一直在努力进行冲销,以避免国际储备的大量囤积对国内物价的溢出效应。表 3 中 1,3,5 栏(无交叉项回归)IR/GDP 的系数很小,就表明了这一点。加入交叉项后结果也没有太大的改

变。当 IR/GDP 的直接效果为正时,在给定 MI、ES 和 KO 水平的基础上,估计 IR/GDP 增长对通胀的边际效应时,结果表明,较高的 IR/GDP 的边际效应几乎是零。这一结果可能反映出中国进行金融压抑的立场,货币当局偶尔会在流动性非常充足的情况下调整法定准备率或存款利率。当然,这个结果也有值得商榷的地方,因为它反映的是样本期内的平均水平,而且是以前的水平。随着国际储备占 GDP 比重的上升,在中国已经达到 50% ,过去的经验并不能保证将来能成功地进行对冲。

从表4还可以看出,货币政策的独立性对通胀的影响并没有统计上的显著性,但汇率稳定性一直在1%的置信水平上具有统计显著性,且其系数为负值,说明通货膨胀主要是由于要保持汇率稳定而引起的。这意味着实际汇率升值是由中国经济的快速增长引起的,而名义汇率的稳定性则导致更高的通胀率。因此,提高汇率的灵活性,允许名义汇率升值会降低中国的通货膨胀。这种观点也与汇率制度长期中立的观点是一致的。而资本账户开放度的提高,也是以通胀为代价的。资本的大量流入可能导致股票和房地产等资产价格的上涨,从而提高通货膨胀水平。另一方面,如果资本流入后,由于央行在对外汇市场的对冲干预,从而流入的资本被国际储备增长所吸收,那么其对价格上涨的影响就会降低。

四、结论及建议

随着金融全球化的不断深入,大多数新兴经济体面临的一个主要挑战,就是如何同时保持货币政策的独立性、汇率稳定性和资本账户的开放性。在金融危机之后,中国正努力解决因全球经济下降所带来的出口下降问题,银行体系内不良贷款所带来的不确定性也在增加。在这种背景下,中国宏观经济政策特别是汇率政策引起了外界的极大关注,中国政府也比任何其他国家更加关注自身的失衡问题,并把调整失衡视为目前的首要任务。但调整的关键不在于其必要性,而在于如何找到最佳的政策组合点。随着中国资本账户开放程度不断加深,汇率稳定与货币政策有效性之间的权衡变得越来越重要。

我们对中国1994-2011年间的政策组合进行了分析,并计算出了上述三个政策目标的具体指数,分析了政策组合的变化对宏观经济变量如通胀的影响,并就国际储备对政策组合的影响进行了探讨。结果发现,在面对三元困境时,相比于其他新兴市场国家,中国的政策组合有自己鲜明的特色:中国将减少汇率波动放在优先考虑的地位,并将其作为宏观调控的主要手段,但汇率稳定主导地位的实现是以牺牲货币自主性和金融开放为代价的。三元困境理论框架中非此即彼的角点解是一种理论上的选择,对于多数国家而言,处于中间地带的各种非解点解

或许更为现实。当中央银行屡次以不同方式紧缩银根,却仍未消除外汇储备的不断增长和资产价格的持续上升时,就应当对货币政策和其他配套的宏观调控手段进行调整。出路之一,就是继续坚持汇率的灵活性。这既可缓解对外失衡,又可产生紧缩作用,增大货币政策的有效性。因此,我国今后的金融发展模式,必然会是在保证货币政策相对独立的前提下,汇率波动幅度的逐渐增大和资本管制的逐步放松相结合的模式。要实现这一目标,政策组合的变动必须是稳步渐近的,而渐近的速度则取决于人民币资本账户开放的进度,即资本账户以多大的速度开放,汇率制度就同样以多大的弹性浮动。

参考文献:

[1] Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2008). "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time", NBER Working Paper Series, #14533 (December 2008, updated in April 2009).

[2] Aizenman, J. (2010a). "The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma)", forthcoming in the Encyclopedia of financial globalization.

[3] Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2010b). "The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations", Journal of International Money and Finance, Vol. 29, No. 4, p. 615 - 641.

[4] Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2010c). "The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma", Asian Development Bank Institute Working Paper #213 (April).

[5] Aizenman, J., Chinn, M., and Ito, H. (2011). "Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma", Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 25, No. 3, p. 290 - 320.

[6] Joshua Aizenman and Rajeswari Sengupta (2012). "The Financial Trilemma in China and a Comparative Analysis with India", UCSC and the NBER; IFMR, India.

(责任编辑:刘 军)