

中国的“三元悖论”

政策目标组合选择及其影响

杨艳林*

摘要：本文构建了“三元悖论”政策目标指数，并探讨了中国的宏观经济管理策略对经济稳定性的影响。研究发现，中国以汇率高度稳定作为首要目标，并追求适度的货币政策独立性，而谨慎追求金融开放，并积累了巨额外汇储备。这种策略的影响包括：（1）较高的货币政策独立性对降低产出波动率有积极作用，因持有外汇储备的间接影响使得汇率高度稳定政策也显著降低了产出波动率，金融开放同样也起到了降低产出波动率的作用；（2）积累巨额外汇储备与追求汇率高度稳定政策间的交互影响使得汇率稳定成为维持物价稳定的消极因素，货币政策独立性将降低国内通货膨胀波动率而积累过多的外汇储备却恶化这种影响，金融开放将增加物价波动性。文章凸显出过度追求人民币名义汇率稳定的弊端。

关键词：三元悖论 外汇储备 宏观经济稳定

一、引言

后金融危机时期全球宏观经济的低迷走势使得新兴经济体稳健复苏现象吸引了许多学者的注意力，其中中国的经济复苏速度更是为世人瞩目。全球金融危机使得 2008 - 2009 年间美国、欧盟和日本经济增长率同时降为负数，这在第二次世界大战后尚属首次。2010 年至今，美国和日本也未能完全走出危机阴影，而欧洲主权债务危机的爆发则让欧盟国家经济复苏进程雪上加霜，经济增长前景愈发变得不明朗。反观中国，自 2009 年第三季度开始，GDP 增长率即已恢复至危机前水平，并且尽管当前确实存在一定程度的“硬着陆”风险，但国内经济增长速度大幅放缓的几率也微乎其微。无独有偶，中国经济的这种“V”形复苏现象在亚洲金融危机时期也出现过——尽管在 1998 年经历了产出显著下降过程，中国 GDP 增长率自 1999 年起便迅速得以恢复。

事实上，在全球性大温和（The Great Moderation）时期^①中国的经济波动率也低于世界上大多数主要国家；两次金融危机时期中国所呈现出的这种经济稳健复苏特性愈发印证了中国宏观经济高度稳定的事实。那么，在过去 20 多年里中国稳定的经济增长现象有何深层原因呢？第一类可能解释是，中国与世界其他主要国家间的内在经济关联性很弱，即经济脱钩，因此得以规避外在冲击。这种解释显然与中国正积极快速融入经济全球化的基本事实相悖。第二类可能解释则是，中国所采取的宏观经济管理策略能够使其在经济和金融全球化大背景下较好的应对外部冲击，从而降低国内经济波动性。这是一种合乎逻辑的分析思路，学者们也通常从这一角度讨论一国宏观经济稳定性的根源。由于“三元悖论”是一国宏观经济决策面临的最基本约束条件，不少学者在该框架下探讨宏观经济政策目标选择对经济稳定性的影响，例如 Mishkin 和 Schmidt - Hebbel（2007）研究货币政策独立性、Schnabl（2009）研究汇率机制选择、以及 Kose 等（2011）研究金

* 杨艳林，华南理工大学经济与贸易学院，邮政编码：510006，电子信箱：lixia_0610@yahoo.com.cn。

作者感谢匿名审稿人的建设性修改意见，当然文责自负。

① 受益于全球资本流动加快、货币政策效果优化、存货管理能力增强等，自 20 世纪 90 年代起至本次金融危机前，世界主要国家普遍出现了产出波动性和通货膨胀波动性下降的现象，也就是被广泛讨论的全球性大温和。

融开放与宏观经济稳定间的关系等等。然而,考虑到“三元悖论”所涉及的三个政策目标间的相互作用^①,分析一国政策目标组合的影响无疑将更为全面。但受制于货币政策独立性、汇率稳定和金融开放三者间不清晰的内在数量关系,将上述三者置于统一框架下以分析其综合影响的研究则非常少,例外的研究包括 Ito 等(2009)、Aizenman 等(2010、2011)、Hutchison 等(2010)。Aizenman 等(2010)探讨了 1971—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;Ito 等(2009)、Aizenman 等(2011)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(2010)接近的分析思路,Hutchison 等(2010)研究了印度的政策目标组合选择对该国宏观经济表现的影响。

Ito 等(2009)、Aizenman 等(2010、2011)认为,自 20 世纪 90 年代起大部分新兴经济体倾向于选择较强的汇率稳定性、较高的金融开放度、较低的货币政策独立性这一目标组合;并且这一管理策略平稳经济增长波动的效果又因为这些国家持有大量外汇储备而愈发得到加强。但一个需要指出的事实是,中国的经济发展模式既不同于经济发达国家,也区别于大部分发展中国家,部分学者或政治家将其称为北京共识(Beijing Consensus);在宏观经济目标制定策略上,我国也区别于其他新兴经济体^②。正如下文第二部分中指出的,我国将汇率稳定目标放在首位,这和其他新兴经济体及发展中国家以金融开放作为重要目标的策略大不相同,因此,Ito 等(2009)和 Aizenman 等(2010、2011)得到的结论并不一定适用于我国。

本文将分析我国的“三元悖论”政策目标组合选择对我国产出波动率和通货膨胀波动率的影响。本文可以看成 Ito 等(2009)、Aizenman 等(2010、2011)的拓展研究,所得结论将对上述分析形成补充。此外,由于本文选取特定国家(即中国)为研究对象进行分析,这与 Hutchison 等(2010)有一定相似之处,不过由于印度的经济政策目标组合选择策略趋同于大部分的新兴经济体,Hutchison 等(2010)的结论与 Ito 等(2009)的出入并不大。本文在第二部分中构建了我国“三元悖论”政策目标指数序列,以此为基础,在第三部分中讨论了“三元悖论”政策目标组合选择、外汇储备积累与宏观经济稳定性之间的关系,第四部分是本文结论,加之第一部分的引言部分,以上构成本文的论述框架。

二、“三元悖论”政策目标指数

(一)“三元悖论”政策目标指数构建

尽管作为国际金融学中一个基本理论,“三元悖论”自 20 世纪 60 年代被提出起便得到了广泛认同,然而“三元悖论”所涉及的三个变量间的内在具体数量关系仍少为人知。Aizenman 等(2010、2011)系统地提出了“三元悖论”政策目标内在关系矩阵计算方法,其基础则是三个政策目标指数的构建。之后很多学者,如 Hutchison 等(2010)、Patnaik 和 Shah(2010)、Bird 等(2011)以及 Taguchi 等(2011)均采纳了 Aizenman 等(2010、2011)的计算思路。

1. 货币政策独立性指数

现有研究对一国货币政策独立性的测量方法可以概括为两大类:(1)度量一国维持本国利率水平区别于其他国家而不进行被动调整的能力,如 Glick 和 Hutchison(2009)、Taguchi 等(2011);(2)度量本国及国外货币政策冲击对本国产出及通货膨胀的相对解释能力,如 Jansen(2008)。第一类测量方法无疑更为直观简洁,Aizenman 等(2010、2011)也采用该类思想,他们通过计算本国和美国基准利率间的相关系数来测量货币政策独立性指数,即:

$$MI = 1 - \frac{\text{corr}(i, i^{US}) - (-1)}{1 - (-1)} \quad (1)$$

显然,MI 介于 0 和 1 之间,MI 数值越大表示本国货币政策独立性越强。

^①例如,汇率稳定目标会因为一国同时选择金融开放目标将难以实现,而此时若选择货币政策独立目标,汇率稳定性对宏观经济稳定性的影响将会放大。

^②Bird 等(2011)检验了在“三元悖论”宏观政策目标选择组合上是否也存在“北京共识”的假设,实证结果并不支持该假设,主要原因是中国的宏观经济管理策略并不能在全球其他国家得到推广以取得一定的影响力和统治力,目前这种策略仅适用于中国这一特殊经济体。但他们也承认中国的宏观政策目标选择和其他新兴经济体及发展中国家有明显不同的事实。

2. 汇率稳定性指数

学者们构建汇率稳定性指数的方法趋于一致,通常选取美元为基准货币,本国汇率稳定性指数大小取决于本币兑美元名义汇率的波动程度。Aizenman 等(2010, 2011)认为:

$$ES = \frac{0.01}{0.01 + \text{stdev}(\Delta \log(\text{exch_rate}))} \quad (2)$$

与 MI 一样 ES 数值也介于 0 和 1 之间,数值越高表示汇率越稳定。

3. 金融开放指数

Aizenman 等(2010, 2011)使用 Chinn 和 Ito(2008)所提出的金融开放指数计算方法,即 Chinn - Ito 指数。该指数的度量建立在 IMF 所公布的《汇兑安排和汇兑限制年报》基础上——IMF 各成员国对本国资本项目的控制包括四类,即是否存在多重汇率、是否存在对经常账户下的交易管制、是否存在对金融账户下的交易管制和是否存在出口创汇上缴要求。

由于 Chinn - Ito 指数是一种法定(*de jure*)金融开放程度度量方法,因此将不可避免的与真实世界实际情况存在一定出入^①。为了得到一国实际(*de facto*)金融开放程度指数,本文将使用 Hutchison 等(2010)、Taguchi 等(2011)等提出的计算方法,定义一国金融开放程度为该国外资流入和流出流量之和与 GDP 的比值,即:

$$KO = \frac{FDIA + PEQA + OTHA + FDIL + PEQL + OTHL}{GDP} \quad (3)$$

其中 $FDIA$ ($FDIL$)表示直接投资资产(负债)头寸, $PEQA$ ($PEQL$)表示证券投资资产(负债)头寸, $OTHA$ ($OTHL$)表示其他投资资产(负债)头寸。显然 KO 数值越大,金融开放实际程度越高。不过无论是 Chinn - Ito 指数还是(3)式所示的 KO 指数计算方法,它们都存在一定的缺陷: Chinn - Ito 指数是一个正态标准化的时间序列,而一国跨境资本流动与 GDP 数额间并无直接内在关系,因此它们的数值都不一定介于 0 和 1 之间。

(二) 中国的“三元悖论”政策目标指数

本文研究所选取的时间范围为 1997 年第三季度至 2011 年第四季度,中国货币政策独立性指数、人民币汇率稳定性指数、中国金融开放指数时间序列均为季度序列。不同于 Aizenman 等(2010, 2011)以国内贷款利率作为本国基准利率,本文以中国银行间隔夜回购定盘利率当日指数加权平均利率作为中国基准利率^②,以 3 个月美元 LIBOR 利率为美国基准利率,两个时间序列均为周序列,数据来源于 Wind 数据库。利用 DCC - GARCH 模型求出中美两国基准利率间的动态条件相关系数(Dynamic Conditional Correlation)周时间序列^③,进而通过求每个季度中周相关系数的均值得到货币政策独立性指数季度序列,结果见图 1。

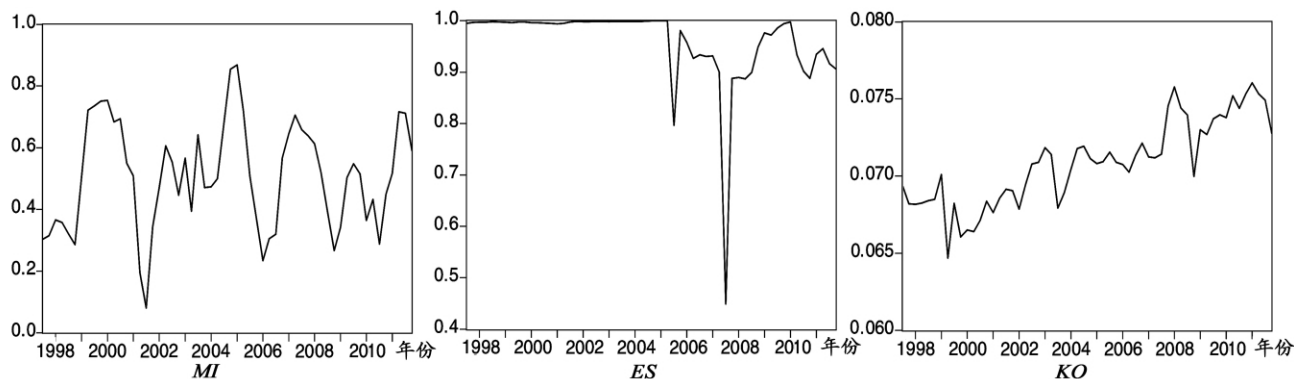


图 1 中国的“三元悖论”政策目标指数序列

^①对中国而言,法定开放程度与实际开放程度之间的差异更加明显,也因此常常成为学者们讨论的焦点。中国的 Chinn - Ito 指数自 1993 年至今始终维持在 -1.1482 的水平。

^②由于我国银行间回购定盘利率及银行间七天回购定盘利率自 2004 年起方开始对外公布,为了获得足够长时间的国内基准利率序列,本文使用银行间隔夜回购定盘利率当日指数加权平均利率作为基准利率代理变量,该序列最早可以追溯至 1997 年 6 月 20 日,这也是本文研究所选取的时间范围自 1997 年第三季度开始的原因。

^③检验统计量 $\chi^2 = 780.10$, 伴随概率 $p = 0.000$, 说明在 1% 显著性水平下可以拒绝全样本期内中美两国基准利率间相关系数恒定的原假设。此外,由于最近十年来 DCC - GARCH 模型已经得到了广泛应用,本文不再对其模型原理及参数估计方法做详细介绍。

全样本期内我国货币政策独立性指数均值为 0.51,说明我国货币政策总体保持了较强的独立性;其中在 1999Q2 - 2001Q1、2004Q3 - 2005Q3、2006Q4 - 2008Q2 和 2010Q3 - 2011Q4 阶段内,该指数尤其之高,说明该时期中美两国货币政策走向迥异。以最近的 2010Q3 - 2011Q4 阶段为例,该时间段内,为了促进国内经济复苏,美联储共实施了两轮量化宽松政策,并且在第二轮量化宽松政策结束后的 2011 年 8 月美联储公开市场委员会又宣布将基准利率继续维持在 0 ~ 0.25% 区间内,并承诺该超低利率水平将至少被维持至 2013 年中期;反观我国,为了应对国内严峻的通货膨胀局势,自 2010 年 9 月起,中国人民银行先后 9 次上调存款性金融机构法定准备金率,并 5 次上调存贷款基准利率^①。因此不难看出,我国中央银行主要是根据本国宏观经济运行具体状况而出台相应的货币政策,而非与美联储政策亦步亦趋。

以中国银行公布的人民币兑美元汇率(间接标价法)基准价周时间序列为基础,依据(2)式可以得到人民币汇率稳定指数季度时间序列图 1。很明显 2005 年 7 月人民币汇率形成机制改革之前,人民币汇率保持高度稳定,ES 值接近于 1,自此后人民币汇率波动性开始加强。

IMF 每年会公布特定国家(含中国)对外资产和负债存量报告,这些数据可以在国际金融数据库(International Financial Statistics)中的国际投资头寸(International Investment Position)子数据库中获得。不过本文将使用季度流量序列,利用我国商务部、外汇管理局等公布的直接投资、证券投资和其他投资季度数据(数据来源于 Wind 数据库),由(3)式构造可得;结果见图 1。1997 年下半年至今,中国金融开放程度并不高,不过呈缓慢上升趋势;KO 值在 2007 年末达到样本期峰值,在 2009 年由于受全球金融危机影响 KO 值有明显的下降,2010 年以来逐渐回升,不过在 2011 年下半年又有所降低。

(三)中国的政策目标组合选择

“三元悖论”理论的基本思想在于,一国政府必须在货币政策独立、汇率稳定和金融开放三个政策目标间寻找一个折中平衡点,一个政策目标权重的提高必然伴随着其他两个政策目标权重的降低。考虑到很少有先前研究给出过三个政策目标间的具体数量化关系函数,借鉴 Aizenman 等(2010、2011)的研究,本文简单的假定三个目标间是线性相关的,即分析如下关系函数的拟合效果。

$$2 = aMI_t + bES_t + cKO_t + \varepsilon_t \tag{4}$$

(4)式右端没有常数项。由于 2005 年 7 月人民币汇率形成机制发生了重大改革,本文引入虚拟变量 D(2005Q3 - 2011Q4)刻画这一机制变化。估计结果如表 1^②。引入虚拟变量后函数的拟合效果变得比较理想,说明(4)式能较好地描述三个政策目标变量间的内在关系。此时 KO_t 前系数不显著,MI_t 和 ES_t 前系数显著,可以认为对我国政府而言,保持货币政策独立性和人民币汇率稳定是重要政策目标,而促进金融开放则处于次要地位;并且比较 MI_t 和 ES_t 前系数相对大小可以推断,人民币汇率稳定目标的优先级更高^③。因此,我国的政策目标组合中三个政策目标按优先级大小从大到小排列依次为汇率稳定、货币政策独立、金融开放。

表 1 参数估计结果 I

	(1)	(2)
MI	1.1153* (0.7460)	0.6715*** (0.1552)
ES	1.2722*** (0.0440)	1.4245*** (0.1417)
KO	2.1490* (1.5038)	0.1290 (1.0177)
D		0.3802** (0.2001)
修正 R ²	0.5470	0.8810

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著,括号内为 Newey - West 标准误;下同。

①资料来源于中国人民银行网站,截至 2011 年 12 月底。

②三个时间序列均为平稳序列;受篇幅限制,正文中略去了单位根检验结果;下同。

③由于 MI_t 和 ES_t 值均介于 0 和 1 之间,故比较这两个变量前系数相对大小可以判断出此两个政策目标相对权重大小;而 KO_t 值并不介于 0 和 1 之间,故该变量前系数相对大小的延伸意义有所欠缺。

上述分析表明,1997年下半年以来,我国政府在放松资本账户管制实施金融自由化上态度谨慎,而将降低汇率波动放在首位,并着力追求本国货币政策独立性。这个结论也与范从来和赵永清(2009)、胡再勇(2010)、Glick和Hutchison(2009)等的发现类似。中国所采取的管理策略不同于其他新兴经济体及发展中国家,Bird等(2011)的研究很清晰的证明了这一点,持相似观点的还包括Glick和Hutchison(2009)、Aizenman等(2010,2011)、Taguchi等(2011)等许多学者。

三、“三元悖论”、外汇储备与宏观经济稳定

(一)实证结果

1997-1998年亚洲金融危机后,新兴经济体(尤其是亚洲新兴经济体)外汇储备迅速积累的现象引起了学者们的广泛关注。一般认为,拥有巨额外汇储备的新兴经济体可以在外汇市场上进行有效干预以克服“汇率浮动恐惧”(Fear of Floating)^①,保证该国汇率稳定和货币政策独立目标的实现(Taguchi et al. 2011)。因此,为传统的三维“三元悖论”增加一个新的维度——持有外汇储备,能更深刻的理解一国的宏观经济管理策略,这种逻辑可以用Aizenman等(2010,2011)所提出的扩展的“三元悖论”来描述,他们认为新兴经济体通常通过积累外汇储备以实现货币政策独立、汇率稳定和金融开放三者间的理想组合。

在扩展的“三元悖论”框架下,分析一国政策目标组合选择对宏观经济稳定性影响的理论模型如下:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 TLM_t + \alpha_2 IR_t + \alpha_3 TLM_t \times IR_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

其中 y_t 指我国产出波动率或通货膨胀率波动率,它用实际GDP或CPI季度同比增长率滚动标准差(滚动窗口为20个季度)来度量; TLM_t 是我国“三元悖论”指数向量,由于上文分析已经证明货币政策独立性指数、汇率稳定性指数、金融开放指数三者线性相关,因此 TLM_t 向量只由以上三个指数序列中任意两个组成; IR_t 表示我国外汇储备水平,它用外汇储备(不包括黄金)与GDP的比值来度量; $TLM_t \times IR_t$ 是两者间的乘积交互项。所有数据均来源于Wind数据库。表2和表3分别是以产出波动率和通货膨胀率波动率为被解释变量时(5)式的回归结果;同时为进行比较分析,也给出了不引入 $TLM_t \times IR_t$ 交互项时的参数估计结果。

1. 产出波动率

由表2中第(1)、(3)列结果可知,货币政策独立对降低产出波动具有显著作用;并且这个结论在引入 $MI_t \times IR_t$ 交互项后并没有得到改变,边际效应 $\partial y_t / \partial MI_t$ 仍小于零^②;故对我国而言,较强的货币政策独立性是导致较低产出波动率的重要因素。这种逻辑很明显,较强的货币政策独立性意味着本国货币当局可以较少受他国货币当局影响而较有针对性的出台国内货币政策,从而保障本国宏观经济可持续稳定运行;如Mishkin和Schmidt-Hebbel(2007)发现采用通货膨胀率目标盯住制度的国家,产出波动率一般较低,并且这种现象在新兴经济体中表现得更为明显。

比较表2中第(1)、(5)列和第(2)、(6)列结果发现,当不考虑外汇储备持有时,在5%显著性水平下,人民币汇率稳定与产出波动之间的关系为不相关。在考虑持有外汇储备的间接作用时, ES_t 前系数显著为正,而 $ES_t \times IR_t$ 交互项前系数却显著为负,并且汇率稳定对产出波动的边际影响也为负($\partial y_t / \partial ES_t < 0$)。主流研究通常认为较强的本币汇率稳定性意味着该国丧失通过汇率调整以对冲外部冲击这一政策工具的可能性也就越大,因此造成产出波动性增加。如Prasad(2008)指出,汇率僵性会使得一国政策制定者被动出台偏离本国宏观经济运行现实的调控政策,这将引发资源错配等一系列问题,从而导致经济增长不可持续。在本文看来,由于持有巨额外汇储备,它大大增强了我国中央银行平抑人民币汇率波动的能力,保证了人民币的可信性和国际可接受程度,从而有助于减小汇率风险、降低交易成本进而促进跨境投资及国际贸易,降低产出波动性。样本期间内我国 ES_t 均值高达0.9810, IR_t 均值0.2837,这样因为持有外汇储备而对汇率稳定的间接影响使我国产出波动率得以降低约0.23%。Schnabl(2009)也持有该观点,他对欧洲新兴经济体和东亚国家的面板数据估计结果显示,汇率稳定是提高上述区域国家经济增长稳定程度的一个积极因素。

金融开放程度与我国产出波动间显著负相关,这可由表2第(3)、(5)列结果得到说明。显然,金融开放

^①汇率浮动恐惧观点认为,本国货币缺少国际可信性将制约该国货币政策独立性,无论该国是选择浮动还是固定汇率制度(Calvo and Reinhart 2002)。

^② $\partial y_t / \partial TLM_t = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_3 IR_t$,将值代入即得边际效应值。

有助于实现资源有效配置、减少信息不对称,故而提高全要素生产率,平稳经济增长(Kose, et al., 2011) ①。而若考虑持有外汇储备的影响时,上述推断将发生改变。当我国外汇储备持有水平超过 GDP 的 25% 左右时②,金融开放与产出波动性之间的关系将变成正相关。

表 2 参数估计结果 II

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MI</i>	-0.3971 ** (0.0179)	-0.0363 *** (0.0135)	-0.2070 (0.1803)	-0.0494 *** (0.0050)		
<i>ES</i>	0.920 * (0.6962)	0.2503 *** (0.0955)			0.0885 * 0.0535	0.1839 * (0.1042)
<i>KO</i>			-0.6566 *** (0.1452)	-0.9390 *** (0.2428)	-0.4120 *** (0.1512)	-0.7170 *** (0.2478)
<i>IR</i>	-0.4983 *** (0.1629)	0.7791 *** (0.2223)	-0.7672 *** (0.1585)	-0.5457 *** (0.1214)	-0.7077 *** (0.1155)	0.0107 (0.3555)
<i>MI</i> × <i>IR</i>		0.1567 (0.1590)		0.1492 (0.1371)		
<i>ES</i> × <i>IR</i>		-0.8154 *** (0.2283)				-0.4308 ** (0.2455)
<i>KO</i> × <i>IR</i>				3.7563 *** (0.7908)		2.8471 *** (0.9200)
<i>D</i>	0.0473 *** (0.0042)	0.0104 *** (0.0032)	0.0398 *** (0.0037)	0.0243 *** (0.0023)	0.0048 ** (0.0023)	0.0057 * (0.0032)
修正 R^2	0.4572	0.7244	0.5386	0.6968	0.5584	0.7504

表 3 参数估计结果 3

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MI</i>	0.0065 (0.0105)	-0.0061 (0.0255)	0.0532 (0.0992)	-0.0130 ** (0.0050)		
<i>ES</i>	0.2251 ** (0.1032)	-0.1235 ** (0.0544)			0.2135 *** (0.0970)	-0.0615 (0.0456)
<i>KO</i>			1.7391 ** (0.6741)	4.5317 ** (1.8817)	-0.3013 (0.7240)	3.6254 ** (1.3876)
<i>IR</i>	-0.2392 *** (0.0893)	-0.2798 ** (0.1267)	-0.2274 *** (0.0940)	0.0649 ** (0.0332)	-0.0210 *** (0.0093)	0.5586 (1.3586)
<i>MI</i> × <i>IR</i>		0.0360 (0.0905)		0.0372 ** (0.0141)		
<i>ES</i> × <i>IR</i>		0.3043 *** (0.1201)				0.1474 (0.1079)
<i>KO</i> × <i>IR</i>				-15.3289 *** (4.1576)		-12.6041 ** (4.0567)
<i>D</i>	-0.0188 * (0.0102)	0.0586 *** (0.0169)	0.0346 (0.0180)	0.0274 * (0.0140)	0.0341 * (0.0187)	0.0356 * (0.0196)
修正 R^2	0.5242	0.6679	0.5705	0.6010	0.4704	0.7928

2. 通货膨胀波动率

本文发现,外汇储备的增长并未成为推高国内通货膨胀波动率的原因:表 3 第(1)、(3)和(5)列中变量 IR_t 前系数显著为负,第(2)、(4)和(6)列结果表明: $\partial y_t / \partial IR_t$ 也近似于零。这说明我国中央银行的外汇冲销政策有效地避免了因外汇储备增长而造成基础货币投放量增加进而引起国内商品价格波动增加的“溢出效应”,曲强等(2009)、王三兴(2011)的实证研究也证实我国中央银行外汇冲销政策有效性较高的观点。不过需要指出的是,外汇冲销政策有效的过往经验并不一定意味着未来该手段也同样有效;随着我国外汇储备水平越来越高——2011 年年末的存量已经超过了 GDP 的 40%,外汇冲销政策的潜在空间将逐渐被压缩,有效性也会下降。

①不过包括 Kose 等(2011)在内的诸多学者也都指出,只有当一国拥有较发达的国内金融市场时,促进本国金融开放才有助于产出增长稳定。

②令 $\partial Y_t / \partial TLM_t > 0$, 有 $IR_t > -\hat{a}_1 / \hat{a}_3$; 将表 2 中第(4)或第(6)列参数估计值代入,得到 $IR_t > 25.00\%$ 或 25.18% 。

如果不考虑持有外汇储备的影响,人民币名义汇率稳定与通货膨胀波动率之间是正相关关系,这可由表 3 第(1)、(5)列中看出。而引入交互项后, ES_t 前系数变为显著为负或不显著,即汇率稳定对降低通货膨胀波动率的直接影响为正向,这也符合 Ghosh 等(1997)的看法——汇率稳定经济体的通货膨胀水平和通货膨胀波动率通常都较低;不过此时 $ES_t \times IR_t$ 前系数显著为正或不显著,说明持有外汇储备与汇率稳定间的交互影响反而使得国内物价水平变得不稳定;并且,当 IR_t 高于某一阈值时(约为 41%), $\left. \frac{\partial y_t}{\partial ES_t} \right|_{IR_t > 0.41} > 0$ 成立。对我国而言,经济快速增长的过程本应将伴随本币实际汇率升值,中央银行在外汇市场的干预得以保障人民币名义汇率稳定,但持有过量外汇储备终将制约中央银行在外汇市场上的干预能力,追求名义汇率稳定将会成为影响物价稳定的消极因素。

货币政策独立对物价波动的影响与汇率稳定目标类似。不引入交互项时,货币政策独立是一个降低物价波动性的积极因素,而持有一定量的外汇储备(阈值约为 35%)却将减弱这种积极影响,这说明外汇储备持有水平过高将影响到货币政策独立目标的效果。此外,本文实证结果表明,金融开放会导致物价不稳定,而积累外汇储备会显著降低这种消极影响。

(二) 相关讨论

表 2 和表 3 中 $TLM_t \times IR_t$ 与 TLM_t 前系数符号始终相反,这点和 Ito 等(2009)、Hutchison 等(2010)、Aizenman 等(2010、2011)的回归结果一致,显示出对包括我国在内的新兴经济体而言,积累外汇储备起到了缓冲“三元悖论”政策目标宏观影响的效果,对保障宏观经济稳定具有至关重要的作用。

与以印度为代表的其他新兴经济体相比,中国的“三元悖论”政策目标偏好有明显不同。这一偏好差异对宏观经济稳定影响的区别主要体现在对通货膨胀波动率影响:(1)对我国而言,汇率稳定目标是增加物价波动率的因素,而对于印度等国家,汇率稳定有助于降低物价波动率,原因在于过度追求人民币名义汇率稳定导致外汇储备水平不断攀升,从而制约了外汇冲销的潜在空间。(2)在我国,积累外汇储备并未成为影响物价稳定的消极因素,而这一点在印度等国家并不成立,原因则是我国将物价稳定作为宏观调控的重要目标,政府和货币当局对物价上涨的容忍度很低——与其他同样处于经济快速增长阶段的新兴经济体相比,除 1992–1996 年外,过去 20 多年中我国 CPI 增长率非常之低。外汇干预的直接代价是日趋上升的外汇冲销成本,同时外汇储备水平不断攀升还将削弱货币政策独立目标的积极效果,这些均在上文分析中得到了反映。

四、结论

20 世纪 90 年代以来,中国经济快速且稳定增长的现象吸引了许多人的关注。在“三元悖论”框架下,本文讨论了中国宏观经济高度稳定的原因。中国致力于追求汇率稳定和货币政策独立,谨慎推进金融开放,并积累巨额外汇储备,这一宏观管理策略保证了中国产出和物价的稳定,结论包括:(1)较高的货币政策独立性导致了较低的产出波动率,因持有外汇储备的间接影响使得保证汇率高度稳定政策也显著降低了产出波动率,金融开放程度同样也起到了降低产出波动率的作用;(2)积累巨额外汇储备与追求汇率高度稳定政策间的交互影响使得汇率稳定成为影响物价稳定的消极因素,过高的外汇储备水平也将削弱货币政策独立目标对降低物价波动性的积极影响,金融开放将增加国内通货膨胀波动率而持有一定数额的外汇储备将降低这种影响。

本文研究表明:

(1) 对我国而言,持有外汇储备将显著降低因追求汇率稳定而造成产出波动率增加的消极影响,并且积累外汇储备并未导致国内物价波动性增加的后果,这凸显出了持有外汇储备对保障宏观经济稳定的重要性。持有外汇储备对保障宏观经济稳定的效果与外汇储备积累具体水平相关联,因此,如何确定适度的外汇储备水平仍是外汇储备管理所面临的重要话题。

(2) 追求人民币名义汇率过度稳定既无益于国内物价稳定,也无益于产出稳定。在中国经济保持快速增长的背景下,追求本币名义汇率稳定意味着中央银行需要不断在外汇市场上进行干预,即买入美元卖出人民币。一方面它将导致外汇冲销成本的产生,另一方面它也对本国货币政策独立效应的发挥造成了消极影响。因此,推进人民币汇率形成机制向更灵活的方向改革具有积极意义。

参考文献:

1. 范从来、赵永清 2009 《中国货币政策的自主性: 1996 – 2008》,《金融研究》第 5 期。
2. 胡再勇 2010 《我国的汇率制度弹性、资本流动性与货币政策自主性研究》,《数量经济技术经济研究》第 6 期。
3. 曲强、张良、杨仁眉 2009 《外汇储备增长、货币冲销的有效性以及对物价波动的动态影响——基于货币数量论和 SVAR 的实证研究》,《金融研究》第 9 期。
4. 王三兴 2011 《资本开放、外汇储备累积与货币政策独立性——中国数据的实证研究》,《世界经济研究》第 3 期。
5. Aizenman J., M. D. Chinn and H. Ito. 2010. “The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma’s Configurations.” *Journal of International Money and Finance* 29(4): 615 – 641.
6. Aizenman J., M. D. Chinn and H. Ito. 2011. “Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma.” *Journal of the Japanese and International Economies* 25(3): 290 – 320.
7. Bird G., A. Mandilaras and H. Poper. 2011. “Is There a Beijing Consensus on International Macroeconomic Policy?” Discussion Papers in Economics, University of Surrey No. 06/11.
8. Calvo C. and C. Reinhart. 2002. “Fear of Floating.” *Quarterly Journal of Economics* 117(2): 379 – 408.
9. Chinn M. D. and H. Ito. 2008. “A New Measure of Financial Openness.” *Journal of Comparative Policy Analysis* 10(3): 309 – 322.
10. Ghosh A., A. Gulde and J. Ostry. 1997. “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?” NBER Working Paper 5874.
11. Glick R. and M. Hutchison. 2009. “Navigating the Trilemma: Capital Flows and Monetary Policy in China.” *Journal of Asian Economics* 20(3): 205 – 224.
12. Hutchison M., R. Sengupta and N. Singh. 2010. “India’s Trilemma: Financial Liberalization, Exchange Rates and Monetary Policy.” MPRA Working Paper.
13. Ito H., J. Jongwanich and A. Terada – Hagiwara. 2009. “What Makes Developing Asia Resilient in a Financially Globalized World?” Asian Development Bank Economics Working Paper Series No. 181.
14. Jansen J. 2008. “Inside the Impossible Triangle: Monetary Policy Autonomy in a Credible Target Zone.” *Contemporary Economic Policy* 26(2): 216 – 228.
15. Kose M. A., E. Prasad and A. D. Taylor. 2011. “Thresholds in the Process of International Financial Integration.” *Journal of International Money and Finance* 30(1): 147 – 179.
16. Lane P. R. and G. M. Milesi – Ferretti. 2006. “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970 – 2004.” IMF Working Paper 06/69.
17. Mishkin F. S. and K. Schmidt – Hebbel. 2007. “Does Inflation Targeting Make a Difference?” NBER Working Paper 12876.
18. Patnaik J. and A. Shah. 2010. “Asia Confronts the Impossible Trinity.” Asian Development Bank Working Paper No. 204.
19. Prasad E. S. 2008. “Monetary Policy Independence, the Currency Regime and the Capital Account in China.” In *Debating China’s Exchange Rate Policy*, ed. M. Goldstein and N. R. Lardy, 565 – 587. Washington, D. C.: Peterson Institute for International Economics.
20. Schnabl G. 2009. “Exchange Rate Volatility and Growth in Emerging Europe and East Asia.” *Open Economies Review* 20(4): 565 – 587.
21. Taguchi H., G. Nataraj and P. Sahoo. 2011. “Monetary Autonomy in Select Asian Economies: The Role of International Reserves.” *Journal of Asian Economics* 22(6): 471 – 478.

China’s Policy Configuration and Its Macroeconomic Influence on the Context of Trilemma

Yang Yanlin

(School of Economics and Commerce, South China University of Technology)

Abstract: By conducting trilemma index, this paper examines how China’s policy configuration affects its macroeconomic performance. The paper finds that China pursues great exchange rate stability and monetary independence, but ignores financial openness. Greater monetary independence is associated with lower output volatility while greater exchange rate stability implies greater output volatility, which can be mitigated since China holds a mass international reserve. Meanwhile financial openness has a positive effect in lowering output volatility. Furthermore, accumulating international reserve higher than a threshold makes greater exchange rate stability associated with higher inflation volatility. Greater monetary independence induces a lower level of inflation volatility while holding a certain level of international reserve mitigates its positive effect. Financial openness increases inflation volatility. The paper highlights the drawback of pursuing excessive exchange rate stability.

Key Words: Trilemma; International Reserve; Macroeconomic Stability

JEL Classification: F31, F41, O1

(责任编辑: 陈永清)