

三元悖论政策配置与政策 取向的经济效应^{*}

——基于经济增长和金融稳定视角的分析

周 兵¹, 靳玉英¹, 万 超²

(1. 上海财经大学 国际工商管理学院, 上海 200433;

2. 上海金融学院 国际经贸学院, 上海 201209)

摘 要:文章基于29个新兴市场国家的数据,研究了三元悖论配置与政策取向对宏观经济增长、金融稳定以及金融危机的作用。研究结果表明,无论三元悖论配置如何,汇率稳定性与金融开放性均对新兴市场国家的宏观经济增长、金融稳定发挥正向作用,而货币政策独立性则不利于金融稳定。汇率稳定性和货币政策独立性的实际政策取向仅促进了宏观经济增长,汇率稳定性与金融开放性的政策取向对宏观经济增长和金融稳定均有正向意义,而货币政策独立性与金融开放性的政策取向却不利于经济增长和金融稳定。

关键词:三元悖论配置;政策取向;宏观经济增长;金融稳定

中图分类号:F831 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2013)11-0134-11

一、引 言

汇率制度、资本与金融账户开放与否以及货币政策独立性是一国宏观经济管理中无法回避的三个重要抉择。这三个政策的选择并非孤立的,彼此互相作用、互相牵制。三元悖论指出,在货币政策独立性、固定汇率制度以及资本与金融账户开放三者间,一国只能得其二,不能三者兼具。

布雷顿森林体系解体至今,各国有关三元悖论涉及三个政策的选择存在明显差异。发达国家的汇率安排朝着更加浮动的方向转变,但发展中国家普遍存在“害怕浮动”情结,货币政策目标大多服务于汇率稳定;同时,全球金融市场的开放程度和一体化趋势逐步提高。在实践中,试图兼顾三者的做法被证明是危险的,很可能导致金融动荡,东亚金融危机便是一个生动佐证。

收稿日期:2013-05-01

基金项目:国家社会科学基金重点项目(12AZD051);教育部人文社会科学研究一般项目(12YJC790180);上海高校青年教师培养资助计划(sjr11015)

作者简介:周 兵(1983—),男,江苏扬州人,上海财经大学国际工商管理学院博士研究生;

靳玉英(1973—),女,天津人,上海财经大学国际工商管理学院教授,博士生导师;

万 超(1983—),女,河南洛阳人,上海金融学院国际经贸学院讲师。

三元悖论涉及的三个政策是宏观经济管理必须面对的,各国的选择又是不同的,选择不当很可能产生新的经济风险。为此,必须对三元悖论配置的状态、影响因素以及经济效应进行评价,这具有重要的理论与实践价值。

三元悖论研究的一个重要局限在于三元悖论政策状态的量化困难,导致三元悖论的存在性以及经济效应难以验证。Shambaugh(2004)、Obstfeld 等(2005)通过汇率盯住与非盯住国家在有资本管制条件下与基准国在利率上的关联,验证了三元悖论的存在性,却极大地弱化了三元悖论政策本身的度量。Aizenman 等(2008,2010,2011)构建了三元悖论指数,测度一国的汇率稳定性、货币政策独立性和金融开放性的程度,进而研究三元政策相关内容对宏观经济的影响,如三元悖论政策配置与政策取向对产出波动性以及通胀的作用。

其他一些学者也采用三元悖论指数做了相关研究。如 Popper 等(2011)利用三元悖论指数检验各国后布雷顿体系下的汇率制度安排的稳定性。Bird 等(2012)以三元悖论指数为基础,通过简单的欧几里得范数分析了新兴市场国家和发展中国家与中国的政策距离,以检验“北京共识”的存在性。

三元悖论指数的构建使得三元悖论命题的实证研究取得了突破。从现有文献来看,利用三元悖论指数进行实证研究尚处于初始阶段,主要集中在政策的稳定性检验以及研究三元悖论政策配置与政策偏向的经济影响。

本文认为,有关三元悖论政策与政策取向经济影响的研究尚存不足。现有研究主要基于经济波动和物价稳定两个方面,并未涉及对经济增长和金融稳定的影响。物价稳定不能代表金融稳定,次债危机的发生已经证明这一点,金融稳定已经作为各国宏观经济管理的一个新目标,并且配置专门的工具来实现此目标,即宏观审慎监管。此外,抑制宏观经济波动也不等同于促进经济增长。为此,本文旨在利用三元悖论指数,研究样本国家三元悖论政策配置与政策取向对经济增长和金融稳定的作用。

二、三元悖论指数的演化

从理论上讲,不同国家对三元政策的偏好也不相同,发达国家金融市场的开放程度要高于发展中国家,而发展中国家对汇率稳定的偏好程度则要高于发达国家。同时,两类国家对持有储备的偏好也不同,尤其是新兴市场国家对储备的持续偏好已经无法由传统的国际储备理论来解释,缓解宏观经济政策的矛盾则可能成为新的动机(Obstfeld 等,2010)。例如,庞大的储备持有可以增加固定汇率制度的信誉,有助于避免基于固定汇率制度信誉缺失所造成的资本大规模流出,从而弥补货币政策独立性的约束。

本文主要研究新兴市场国家三元悖论的经济效应,同时辅以 21 个发达国家和 16 个其他发展中国家作为参照样本,^①比较不同类型国家三元悖论政策选择与储备持有的特点。图 1 显示了三类国家三元悖论框架的动态演化情况。

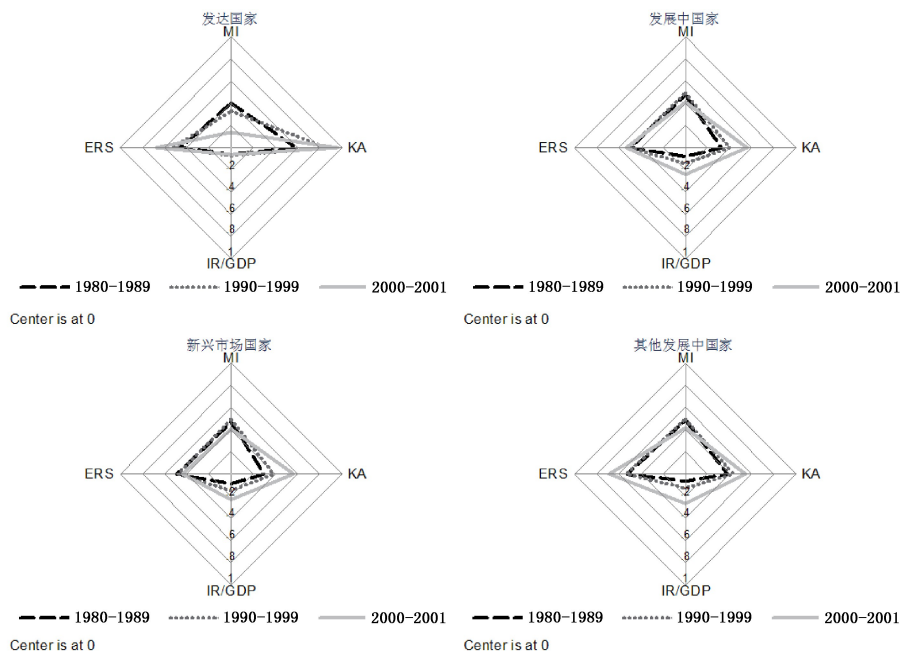


图 1 三元悖论政策选择与储备持有

其中,发达国家货币政策独立性逐渐减小,金融开放性和汇率稳定性逐步成为主要选择,储备持有则没有发生显著变化,总体上呈现“扁平化”特征。与之对应,发展中国家的四维框架总体上呈现“中间化”趋势,即货币政策独立性小幅减小、汇率稳定性基本维持,金融开放性和储备持有则较快增长。就收敛趋势而言,新兴市场国家又有别于其他发展中国家,前者更加偏好金融开放性,而后者更偏好汇率稳定性。

总体来看,发达国家在三元悖论的政策组合上是以牺牲货币政策独立性来追求汇率的稳定和资本账户的开放,符合三元悖论的要求。新兴市场国家则是在货币政策独立性未见显著变化的条件下追求资本账户的进一步开放甚至还保持汇率的稳定,这实际上违背了三元悖论的初衷。

三、数据与模型

图 1 表明,新兴市场国家三元悖论政策框架的时变特征与其他两类国家明显不同。近 20 年的发展经历显示,新兴市场国家的宏观经济发展形势良好,金融体系稳步健全,即便遭受金融危机,其恢复也较其他类型国家要快。在此条件下,三元悖论政策配置与取向在宏观经济发展和金融稳定中扮演的作用则自然成为本文研究的重点。

(一)国家样本的选择

本文选择 29 个经济体作为研究样本,分别为:阿根廷、巴西、智利、中国大

陆、中国香港、哥伦比亚、捷克、埃及、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛伐克、斯洛文尼亚、斯里兰卡、南非、泰国和土耳其。研究期间为1980—2010年,主要因为该期间全球货币体系和经济格局发生着巨大变化,金融自由化浪潮兴起,宏观经济政策组合经历了剧烈变革。

(二)变量的选择

本文的主要控制变量参考 Aizenman 等(2010,2011)的做法,包括 CPI 的变化、贸易开放度以及两个全球性冲击变量:世界经济的增长和美国利率的变化。其他控制变量则考虑了新兴市场国家内部金融市场的发展状况(金融发展和金融深化)以及与外部金融市场的联系(短期外债、净 FDI 流入量和净证券投资组合流入量)。此外,鉴于储备在宏观经济政策中的作用,本文也将储备纳入新兴市场国家三元悖论政策效应的分析中。

(三)模型的构建

基于研究目的以及上述变量的选择依据,本文拟建立以下计量模型:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 FS_{it} + \alpha_3 EF_{it} + \alpha_4 IR_{it} + \alpha_5 LTM_{it} + \alpha_6 (LTM_{it} \times IR_{it}) + \epsilon_{it}$$

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \alpha_2 FS_{it} + \alpha_3 EF_{it} + \alpha_4 IR_{it} + \alpha_5 PO_{it} + \alpha_6 (PO_{it} \times IR_{it}) + \epsilon_{it}$$

上述两式考察了三元悖论政策配置和政策偏向的经济效应。 Y_{it} 表示经济增长、金融稳定以及金融危机。^②本文用人均 GDP 增长率表示一国的经济发展程度、金融市场压力指数(FSI)来衡量金融稳定性。在金融危机的处理上,本文采用虚拟变量来表示,即危机年份为1,非危机年份为0(Laeven 和 Valencia,2012)。

X_{it} 表示控制变量,包括世界经济增长(WLD_GDPGR)、美国利率变化(DI_US)、一国 CPI 变化(CHCPI)和贸易开放度(TB_GDP),其中贸易开放度由进口总额与出口总额之和除以 GDP 获得。 FS_{it} 表示一国的内部金融条件,即金融发展指标(DCTP_GDP)与金融深化指标(LGM2_GDP),前者由私人部门信贷除以 GDP 表示(Claessens 等,2011),后者由对数形式 M2 与 GDP 的比值表示(Obstfeld 等,2010)。 EF_{it} 表示一国的外部金融条件,即短期外债(SHED_GDP,短期外债与 GDP 比值)、净 FDI 流量(NFDI_GDP)、净证券投资组合流量(NPOR_GDP)(二者分别为 FDI 和投资组合流出量和流入量之差与 GDP 的比值)。 IR_{it} 为一国的储备存量与 GDP 的比值(IR_GDP)。

LTM_{it} 和 PO_{it} 分别表示三元悖论政策配置与政策取向。前者为三元悖论指数的任意二者组合,如汇率稳定性和货币政策独立性;后者由第 i 国第 t 年最大的两个政策指数之和代表。例如,该国第 t 年汇率稳定性指数和货币政策独立性指数之和大于汇率稳定性指数和金融开放性指数之和以及金融开放性指数与货币政策独立性指数之和,表示该国在三元政策中更倾向金融封闭

(Aizenman 等,2008)。LTM_{it}×IR_{it}和 PO_{it}×IR_{it}则表示三元悖论配置和政策取向与储备的交互项。ε_{it}为一个独立同分布的误差项。

四、三元悖论配置与政策取向的经济效应

(一)三元悖论政策配置的经济效应

新兴市场国家三元悖论政策配置与政策取向对宏观经济增长与金融稳定的作用是理解这类国家政策框架与众不同的重要依据,其中模型 1、模型 3 和模型 5 考察了三元悖论配置的经济效应,模型 2、模型 4 和模型 6 则考察了三元悖论政策配置与储备的交互作用,回归结果见表 1—表 3。

表 1 三元悖论配置对经济增长的作用

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
控制变量	—	—	—	—	—	—
ERS	2.9743 *** (0.6135)	2.7381 *** (0.6495)	2.9442 *** (0.6056)	2.8219 *** (0.6391)		
ERS×IR		−0.7387 (0.8158)		−0.1255 (0.8170)		
MI	0.3066 (0.8820)	0.4623 (0.8892)			0.4047 (0.8892)	0.8836 (0.8998)
MI×IR		1.0587 (0.9834)				1.3875 (0.9914)
KA_OPEN			2.5632 *** (0.6225)	2.3861 *** (0.6271)	2.6927 *** (0.6364)	2.4243 *** (0.6401)
KA×IR				−1.7647 ** (0.8254)		−2.3128 *** (0.8369)
C	−3.0319 (2.1953)	−2.6078 (2.2319)	−1.2836 (2.0848)	−0.7980 (2.0923)	0.8518 (2.1554)	1.6016 (2.1754)
N	700	700	702	702	700	700
within	0.2255	0.2277	0.2440	0.2495	0.2191	0.2293
F	15.99 ***	13.84 ***	17.78 ***	15.65 ***	15.41 ***	13.96 ***

注:三元悖论指数之间存在线性关系(Aizenman 等,2011),因此在回归时不能同时放入;***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平;受篇幅所限,控制变量的结果未登出,下表同。

从表 1 的结果来看,汇率稳定性指数和金融开放性指数均能正向促进新兴市场国家宏观经济发展,而货币政策独立性指数则对宏观经济发展无显著影响。对新兴市场国家而言,保持汇率稳定不仅可以维持出口优势,还可以缓解这些国家长期存在的货币错配问题,同时也能减轻国际游资冲击带来的负面影响。布雷顿体系解体之后,资本的跨境自由流动逐渐盛行,金融市场的开放对于增强新兴市场国家金融市场的竞争性、信息共享能力以及资源的配置效率无疑起到重要作用。可见,汇率稳定性和金融开放性无疑有助于宏观经济平稳增长。

从三元悖论指数与储备的交互项看,适度的储备会改变汇率稳定性指数和金融开放性指数的作用方向。前者作用并不明显,而后者作用显著。这意味着持有一定储备有利于经济增长,但并非多多益善,过大的储备可能不利于金融开放发挥对经济增长的正面作用。例如,过大的储备导致货币升值压力,

从而诱使资本流入需求,金融开放为这一需求的实现提供了渠道,而大量游资流入则不利于经济增长。

表 2 三元悖论配置对金融稳定的作用

控制变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
ERS	-3.9996 *** (0.6431)	-4.0182 *** (0.6374)	-4.0024 *** (0.6288)	-3.7679 *** (0.6233)		
ERS×IR		1.7552 ** (0.8172)		2.0873 ** (0.8208)		
MI	0.7385 (0.6902)	0.9168 (0.6954)			1.3992 ** (0.7198)	1.3380 * (0.7339)
MI×IR		2.7289 * (1.4459)				1.6866 (1.5259)
KA_OPEN			-2.9872 *** (0.9492)	-2.3845 ** (0.9539)	-3.3502 *** (1.0126)	-2.8230 *** (1.0257)
KA×IR				2.7552 *** (1.0800)		2.5654 ** (1.1378)
C	6.2839 (4.0335)	9.2992 ** (4.1777)	3.3292 (4.0774)	5.2645 (4.0560)	-3.5278 (4.3208)	-0.7523 (4.5239)
N	306	306	306	306	306	306
within	0.3673	0.3866	0.3873	0.4111	0.3042	0.3206
F	12.92 ***	11.93 ***	14.07 ***	13.21 ***	9.73 ***	8.93 ***

虽然目前尚无金融稳定的统一概念(Galati 和 Moessner,2010),但在当前全球金融领域联动性和传染性不断增强的背景下,金融稳定代表性指标的选择要能够综合体现各主要金融领域的状态,而金融压力指数能够满足此要求。

三元悖论政策配置中,汇率稳定性指数和金融开放性指数的稳定性较好,配置的改变并不影响其对金融风险的抑制作用,而货币政策独立性指数则推高了金融压力指数,不利于金融稳定,尤其与金融开放性指数配置时其作用更为明显。对新兴市场国家而言,一方面,它们普遍存在货币错配问题,保持汇率稳定有助于减轻货币错配问题带来的汇率敞口风险;另一方面,保持汇率稳定也使国际投机资本难以获得单向性的货币冲击结果(李扬和余维彬,2005)。资本市场开放不仅改善了资本产出效率,而且有助于这些国家内部金融市场风险分散,这无疑有助于金融稳定。在交互项中,持有储备再次体现门槛效应,改变了汇率稳定性和金融开放性对金融压力的抑制作用。

金融不稳定的极端情况即表现为金融危机,有必要研究危机期间三元悖论配置的作用是否具有特殊性。因此,本文采用面板 Probit 模型考察三元悖论政策配置对金融危机的作用,结果见表 3。

表 3 三元悖论配置对金融危机的作用

控制变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
ERS	-0.6236 ** (0.3038)	-1.7779 *** (0.6681)	-0.6677 ** (0.3022)	-1.9185 *** (0.6997)		
ERS×IR		-2.2227 ** (1.0648)		-2.3673 ** (1.1317)		

续表 3 三元悖论配置对金融危机的作用

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
MI	0.7706 * (0.4673)	1.2046 * (0.7476)			0.6804 (0.4791)	1.0876 (0.7697)
MI×IR		0.8147 (1.2931)				0.5662 (1.3719)
KA_OPEN			-0.7463 ** (0.3246)	-1.2535 *** (0.4833)	-0.6544 ** (0.3162)	-1.0834 ** (0.4474)
KA×IR				-1.0905 (0.7960)		-0.9236 (0.7417)
C	0.2984 (0.7183)	0.2409 (0.7615)	0.8891 (0.6714)	0.6022 (0.6851)	0.5661 (0.7127)	0.4757 (0.8108)
N	700	700	702	702	700	700
Wald	50.50 ***	47.95 ***	52.34 ***	48.99 ***	50.31 ***	48.49 ***

汇率稳定性和金融开放性均能抑制金融危机的发生,而货币政策独立性则增大了金融危机发生的概率,尤其与汇率稳定性配置时尤为明显。危机条件下资本外逃和停滞的概率较大,本币贬值压力随之增大,如果以提高利率的方式来缓解这种压力,则又会对本国的投资和总需求产生冲击,反而不利于汇率稳定。一定的储备会弥补部分不利,本文中汇率稳定性指数与储备的交互项对危机的显著抑制作用也证明了储备的这种作用。

(二)三元悖论政策取向的经济效应

与三元悖论的政策配置效应检验过程一样,表 4—表 6 考察了三元悖论的政策偏向对经济增长和金融稳定的影响。

表 4 政策取向对经济增长的作用

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
控制变量	—	—	—	—	—	—
D-ERS-MI	0.6587 ** (0.3484)	0.8961 ** (0.3649)				
D-EMI×IR		1.2061 ** (0.5669)				
D-ERS-KA			0.5846 * (0.3595)	0.6981 ** (0.3595)		
D-EK×IR				-1.0315 *** (0.3480)		
D-MI-KA					-1.1168 *** (0.3330)	-1.1493 *** (0.3326)
D-MK×IR						0.7129 ** (0.3501)
C	-1.8628 (2.1750)	-0.9714 (2.2093)	-0.1926 (2.0564)	0.2569 (2.0500)	-1.1699 (2.0463)	-1.5148 (2.0538)
N	702	702	702	702	702	702
within	0.2014	0.2068	0.2003	0.2108	0.2105	0.2154
F	15.18 ***	14.36 ***	15.07 ***	14.71 ***	16.05 ***	15.13 ***

在政策取向上,新兴市场国家偏向汇率稳定性和货币政策独立性的组合或者偏向汇率稳定性和金融开放性的组合均促进了宏观经济发展,且前者的作用更大。这些国家转向货币政策独立性和金融开放性则阻碍了宏观经济发展。这表明,虽然布雷顿体系解体以来,新兴市场国家不断进行汇率制度改革,但汇率稳定性的作用仍然不可替代,而这正是这些国家“浮动恐惧症”的症结所在。对新兴市场国家

而言,货币政策独立性和金融开放性则表现为不完全的替代关系。

在政策取向与储备的交互项上,当新兴市场国家偏向汇率稳定性和货币政策独立性时,储备持有会强化该组政策偏向的效应,而对汇率稳定性和金融开放性的政策偏向效应起着抑制作用,同时能改变货币政策独立性与金融开放性政策偏向的负面效应。

表 5 政策取向对金融稳定的作用

控制变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
—	—	—	—	—	—	—
D-ERS-MI	−0.1179 (0.3936)	−0.1163 (0.3938)				
D-EMI×IR		0.4190 (0.4922)				
D-ERS-KA			−1.1166*** (0.3100)	−1.1201*** (0.3159)		
D-EK×IR				0.0339 (0.5528)		
D-MI-KA					1.0467*** (0.2904)	1.0467*** (0.2908)
D-MK×IR						−0.2143 (0.5473)
C	2.5444 (4.6206)	2.7511 (4.6293)	0.2602 (4.0930)	0.2662 (4.1018)	4.6512 (4.1348)	4.6423 (4.1415)
N	306	306	306	306	306	306
within	0.2679	0.2699	0.3015	0.3015	0.3016	0.3020
F	8.92***	8.23***	10.52***	9.60***	10.52***	9.62***

在对金融稳定的作用中,汇率稳定性和货币政策独立性以及金融开放性的政策偏向均能抑制金融风险,但前者的显著性消失。政府偏向货币政策独立性和金融开放性则助长了金融风险,不利于金融稳定。布雷顿体系解体之后,在金融全球化浪潮不可逆转的趋势下,各国实际上是在货币政策独立性与汇率稳定性之间进行权衡。对新兴市场国家而言,内外压力使其汇率机制转向更富弹性,但由于货币错配问题的长期存在以及贸易问题的敏感性,这些国家的经济难以承受汇率的剧烈波动,保持汇率稳定仍然是当务之急。此时,货币政策独立性的效力自然会下降。从这个角度来说,汇率稳定性和金融开放性的政策偏向最有利于金融市场稳定。

表 6 政策取向对金融危机的作用

控制变量	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
—	—	—	—	—	—	—
D-ERS-MI	−0.0916 (0.1564)	0.0361 (0.2383)				
D-EMI×IR		0.2800 (0.4085)				
D-ERS-KA			−0.8203*** (0.2784)	−2.5740* (1.5137)		
D-EK×IR				−3.0960 (2.2742)		
D-MI-KA					0.5195*** (0.1663)	0.5683** (0.2312)

续表 6 政策取向对金融危机的作用

	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5	模型 6
D-MK×IR						0.1290 (0.4247)
C	0.8824 (0.6149)	0.9243 (0.6163)	0.6838 (0.6567)	0.6325 (0.6640)	0.4371*** (0.1067)	0.4397 (0.6614)
N	702	702	702	702	702	702
Wald	48.46***	49.03***	47.86***	40.65***	52.62***	51.66***

在对金融危机发生的作用上,汇率稳定性与金融开放性的政策取向显著抑制了金融危机的发生,而货币政策独立性与金融开放性的政策取向则正向影响了金融危机的发生,这与表 5 的结果一致。

为了保证结论的可靠性和严谨性,本文对表 1—表 6 的结果进行了稳健性和内生性检验。从检验结果来看,三元悖论政策配置和政策取向的经济效应均保持了相当强的稳健性。

五、结论与政策建议

(一)结论

在新兴市场国家近 30 年的三元政策演变中,汇率稳定性基本维持,货币政策独立性部分下降,金融开放性提高,同时持有储备不断上升,整体上导致政策框架趋向“收敛”。这种“收敛”背后体现了三元悖论政策配置和政策取向的经济效应。对前者而言,汇率稳定性和金融开放性的经济效应相当显著,二者不仅能促进宏观经济发展,而且对抑制金融风险、降低金融危机发生的概率也大有裨益。货币政策独立性对宏观经济发展无明显影响,却不利于金融稳定,甚至会增加金融危机发生的概率。此外,储备在宏观经济发展中对金融开放性的支撑作用以及在金融稳定和金融危机中对汇率稳定性的支撑作用均存在“门槛”效应。

对于后者,汇率稳定性和货币政策的政策组合取向对宏观经济增长作用明显,但对金融稳定和危机的发生无显著作用。汇率稳定性和金融开放性的政策组合取向不仅促进宏观经济增长,而且对金融稳定以及抑制金融危机发生也有显著作用。新兴市场国家偏向货币政策独立性和金融开放性组合,反而不利于经济发展和金融稳定。此外,储备在汇率稳定性和货币政策的政策组合取向中起到强化作用,而在汇率稳定性和金融开放性的政策组合取向中则依然存在“门槛”效应。

(二)政策建议

对新兴市场国家而言,保持汇率稳定并逐步实行金融开放的重要性不言而喻。在全球化背景下,面对庞大国际资本的冲击,一国几乎难以维持固定汇率制度,汇率机制向更富弹性的方向转换势在必行。同时,由于新兴市场国家存在明显的货币错配等问题,本身无法承受汇率剧烈波动带来的损失,因此维持汇率稳定仍然是首要目标。

金融开放性和汇率稳定性的政策搭配无疑最能促进经济发展和维持金融稳定,而金融开放性与货币政策独立性的组合偏向则无益于经济发展和金融稳定,因此,保持金融市场的逐步开放已经成为新兴市场国家发展的重要选择。在此基础上,对实行完全浮动的汇率制度应谨慎,在资本流动频繁前提下放开僵硬的汇率制度时,实行有管理的浮动制度必要且可行。

储备对三元悖论政策配置和政策偏向的门槛效应表明,持有储备存在一定的机会成本,如果一味地以持有储备来应对这种负面影响,则不仅可能导致世界经济的更大失衡,也会影响自身经济的持续发展和金融稳定。

* 此文还受上海财经大学研究生创新基金资助项目(CXJJ-2011-322)资助。

注释:

- ①21个发达国家分别为:英国、奥地利、比利时、冰岛、丹麦、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、瑞典、瑞士、加拿大、日本、芬兰、希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙、澳大利亚和新西兰。16个其他发展中国家分别为:阿尔及利亚、保加利亚、科特迪瓦、克罗地亚、爱沙尼亚、约旦、拉脱维亚、黎巴嫩、立陶宛、尼日利亚、沙特、突尼斯、乌拉圭、乌克兰、委内瑞拉和越南。
- ②当 Y_{it} 表示金融危机时,则退化为虚拟变量。

主要参考文献:

- [1]李扬,余维彬. 经济全球化与发展中国家的国际储备管理[J]. 经济学动态,2005,(8):9—17.
- [2]Aizenman J, Chinn M D, Ito H. Assessing the emerging global financial architecture: Measuring the trilemma's configurations over time[R]. NBER Working Paper, No. 14533, 2008.
- [3]Aizenman J, Chinn M D, Ito H. The emerging global financial architecture: Tracing and evaluating new patterns of the trilemma configuration [J]. Journal of International Money and Finance, 2010, 29(4): 615—641.
- [4]Aizenman J, Chinn M D, Ito H. Surfing the waves of globalization: Asia and financial globalization in the context of the trilemma [J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2011, 25(3): 290—320.
- [5]Bird G, Mandilaras A, Popper H. Is there a Beijing consensus on international macroeconomic policy? [J]. World Development, 2012, 40(10): 1933—1943.
- [6]Claessens S, Kose M A, Terrones M E. How do business and financial cycles interact? [R]. IMF Working Paper, No. 88, 2011.
- [7]Galati G, Moessner R. Macroprudential policy—A literature review [R]. DNB Working Paper No. 267, 2010.
- [8]Laeven L, Valencia F. Systemic banking crises database: An update [R]. IMF Working Paper, No. 163, 2012.
- [9]Obstfeld M, Shambaugh J C, Taylor A M. The trilemma in history: Tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility [J]. The Review of Economics and Statistics, 2005, 87(3): 423—438.
- [10]Obstfeld M, Shambaugh J C, Taylor A M. Financial stability, the trilemma, and international

reserves [J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2010, 2(2): 57—94.

[11] Popper H, Mandilaras A, Bird G. Trilemma stability and international macroeconomic archetypes [R]. Manuscript, Santa Clara University, 2011.

[12] Shambaugh J C. The Effects of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy [J]. Quarterly Journal of Economics, 2004, 119(1): 301—352.

The Economic Effects of Trilemma Policy Configuration and Policy Orientation: Analysis from the Perspectives of Economic Growth and Financial Stability

ZHOU Bing¹, JIN Yu-ying¹, WAN Chao²

(1. School of International Business Administration, Shanghai
University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. School of International Economics and Trade, Shanghai
Finance University, Shanghai 201209, China)

Abstract: Based on the data of 29 emerging market countries, this paper analyzes the effects of trilemma configuration and policy orientation on macroeconomic growth, financial stability and financial crises. It comes to the following conclusions: regardless of the trilemma configuration, the stability of exchange rates and financial opening-up play the positive role in macroeconomic growth and financial stability in emerging market countries, while the independence of monetary policy is not conducive to financial stability; real policy orientation with regard to the stability of exchange rates and the independence of monetary policy only promotes macroeconomic growth, and the policy orientation with regard to the stability of exchange rates and financial opening-up plays the positive role in macroeconomic growth and financial stability, while policy orientation with regard to the independence of monetary policy and financial opening-up is not beneficial to economic growth and financial stability.

Key words: trilemma configuration; policy orientation; macroeconomic growth; financial stability

(责任编辑 周一叶)