

从中国视角看“开放经济的三元困境”*

金中夏

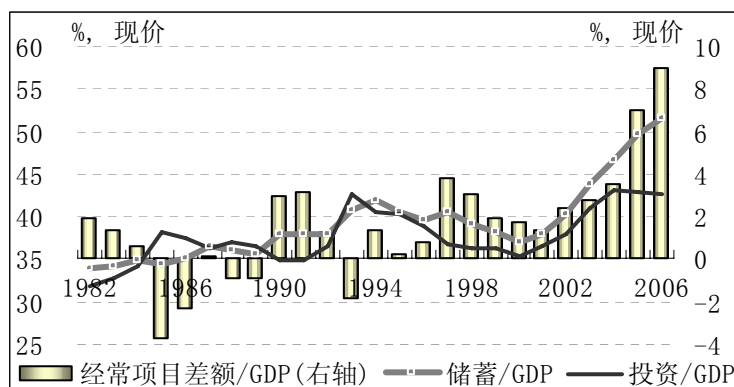
目前中国宏观经济政策特别是汇率政策引起外界的极大关注，笔者有几点观察想首先强调一下：一是中国政府比任何其他国家都更加关注自身的失衡问题，中国政府已经把调整失衡视为2007年的首要任务。但调整的关键不在于其必要性，而是如何找到更好的政策结合点。二是中国资本项目开放程度不断加深，汇率稳定与货币政策有效性之间的权衡变得越发重要。三是人民币汇率在过去两年中变得更加富有弹性，中国的中央银行因此在某种程度上有更大的空间来有效地实施货币政策。

尽管如此，中国宏观经济调控政策的复杂程度可能需要对一些经典理论进行进一步的推敲。

一、中国面临的是“三元困境”中的角点解还是非角点解？

“开放经济中的三元困境”理论是研究汇率制度、货币政策和资本流动之间关系的一个重要的分析框架，然而，该理论对一些关键的问题却未给出答案，例如，在存在着结构性储蓄—投资失衡（图1）的经济体中，汇率政策的有效性到底如何？

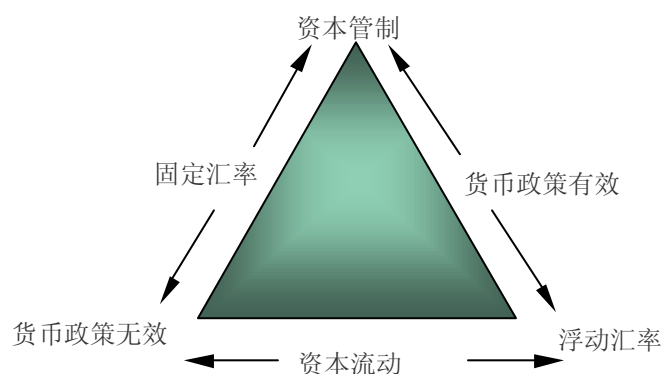
图1 中国投资与储蓄的结构性失衡：1998—2006



* 本文为作者在2007年10月美国彼得森国际经济研究所“中国汇率政策研讨会”的演讲。文章最后的政策讨论针对国内形势作了适当补充。

“三元困境”理论框架中极端的非此即彼的角点解（即在汇率稳定性、货币政策有效性和资本自由流动三者之间只能取其二）是一种理论上的选择（图 2），但对于多数国家而言，处于中间地带的各种不同的非角点解或许更为现实。

图 2 三元困境



1. 汇率政策应是稳定性和灵活性的统一

首先，寻找人民币汇率的最佳灵活度，或者说努力实现稳定性与灵活性的平衡，是一个需要高度技巧的实践过程。问题是什么样的灵活才算灵活？调整失衡的最优政策组合是什么？如果短期内失衡状况未能得到显著缓解，是否因为汇率还不够灵活？是否因为目前已经采取的针对结构性问题的有关政策力度不够？还是仅仅因为已经采取的政策有一定的时滞？

其次，大部分经济体实际的汇率制度介于固定与自由浮动之间。美联储曾在 20 世纪 70 年代末、80 年代、90 年代和 2000 年多次干预外汇市场。即使目前美元未受到直接干预，美元汇率也远远没有摆脱政府的影响。比如美元汇率就受到联邦基金利率的强烈影响，而美国货币当局为维持宏观经济的稳定，对联邦基金利率频繁进行干预。幸运的是，没有人抱怨美国的利率受到操纵。与此情况类似，国际货币基金组织也赋予其成员国出于维持经济稳定的需要自由选择汇率制度的权利。

2. 货币政策有效性还受到汇率体制以外因素的制约

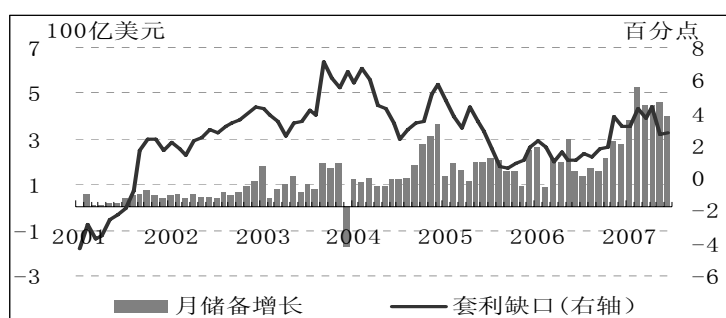
在中国，存在一系列影响中国货币政策有效性的因素，如货币政策传导机制的不确定性、金融市场的快速发展、物价指数在度量通胀程度上存在的问题等。再以美国为例，

2004至2007年，联储实施紧缩性货币政策，将联邦基金利率连续提高425个基点，但从高盛金融条件指数看，实际的金融状况并未出现紧缩的迹象，股价大幅攀升，期限溢价和信贷利差下降。因此，即便选择了相当灵活的汇率制度，一国货币政策也并不一定像预期的那样有效。

3. 资本流动性日益增大，但资本项目的管理方式对汇率形成机制有重要影响

一方面，中国的资本流动对经济基本面的变动更为敏感。以套利指数GAP为例，该指数根据利率平价理论衍生出来，它的增大和缩小应引起资本的流入或流出，从而影响到外汇储备的增减。2001年中期以来，大部分时间中国的套利指数GAP与外汇储备的增长呈现很强的相关性（图3）。

图3 中国套利指标GAP与外汇储备增长（2001年1月—2007年6月）



另一方面，中国的资本账户管理改革及国外投资保护主义的消除将有利于减少升值压力和顺差的回流。不久之前，中国的外汇管理仍倾向于重流入轻流出，从而扩大了人民币的升值压力。最近，受益于中国的合格境内机构投资者制度，新设立的海外投资基金取得了瞩目的销售业绩，每只基金当天的认购额都大幅超过计划限额，显示出居民部门进行境外投资的巨大热情。因此，在资本账户全面双向开放前，对中国的均衡汇率水平进行估计受到诸多条件的限制。

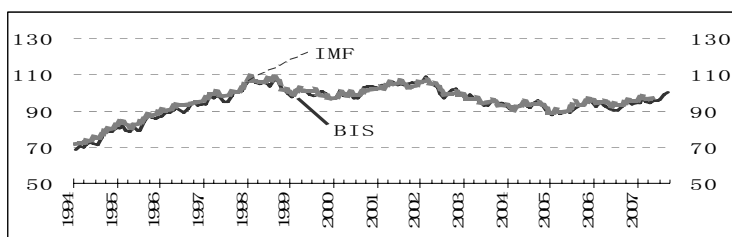
尽管金融全球化在不断加深，但许多发达国家对资本流入的管制和中国缺乏海外投资经验成为缓解顺差的无形障碍。在发达国家，对国家安全的顾虑、垄断部门和利益集团的影响使许多资本流动变得相当困难。这些国际和国内的因素妨碍了中国顺差以市场为基础实现回流，同样加剧了人民币的升值压力。

二、“三元困境”理论中有待进一步发掘的领域

对“三元困境”问题的探讨还应包括权衡或兼顾汇率灵活性与结构性政策特别是财政政策之间的关系。在资本完全流动的情况下，“三元困境”实际上简化为蒙代尔—弗莱明模型中的两难选择，即在灵活的汇率制度下货币政策更为有效，而在稳定的汇率制度下财政政策更为有效。因此，在汇率制度灵活性和财政政策有效性之间也存在权衡的问题。考虑到中国经济失衡的结构性特征，中国政府采用各类财政政策或结构性政策作为应对的重要手段是明智的。结构性改革越有针对性、越到位，汇率调整就越有效，对汇率进行大幅调整的必要性就越少。但根据目前中国经济对外失衡的程度，可能需要结构调整达到相当的力度和规模，同时也需要时间才能看到效果。

三、人民币的实际升值程度可能被低估

图4 人民币实际有效汇率：1994年1月—2007年9月



国际货币基金组织和国际清算银行的数据显示，2005年初以来人民币大体呈现升值趋势（图4）。然而，由于不能对贸易品及非贸易品价格分别进行准确计算，这些实际有效汇率指数低估了人民币的实际升值程度。因为上述指数通常使用批发物价指数（WPI）和工业品出厂价格指数（PPI）计算可贸易商品价格，使用消费价格指数（CPI）计算非贸易品价格。但在CPI中包含了相当多的可贸易品，因此这种实际有效汇率指数实际上反映了一国与主要贸易伙伴之间的综合物价水平的对比关系。从中国定基CPI及其分类指数的变动情况看（图5），2000年以来，食品、居住价格等一些典型的非贸易品[1]价格大幅上涨，但衣着、交通和通讯等典型的贸易品价格则出现下降，且这种走势差异从2003年末开始呈放大趋势，而2007年以来表现得更为显著。加之最近几年来城镇居民平均工资的快速增长（图6），显示出人民币实际升值要明显大于常规的衡量指标所揭示

的程度，也表明中国不可能（实际上也无意于）通过汇率制度的选择来获得竞争性优势。

图5 中国CPI及其分类指数（2001年1月—2007年7月）

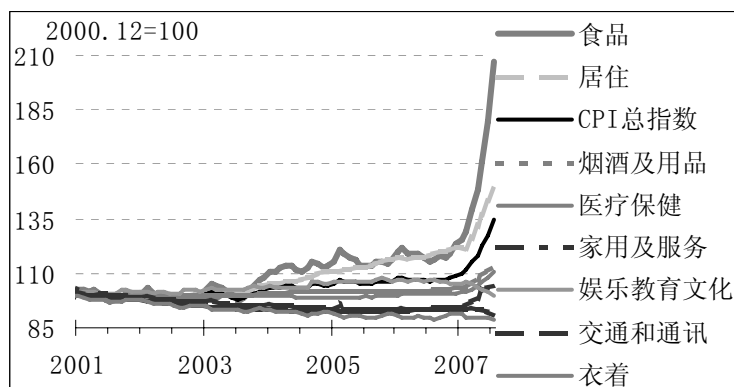
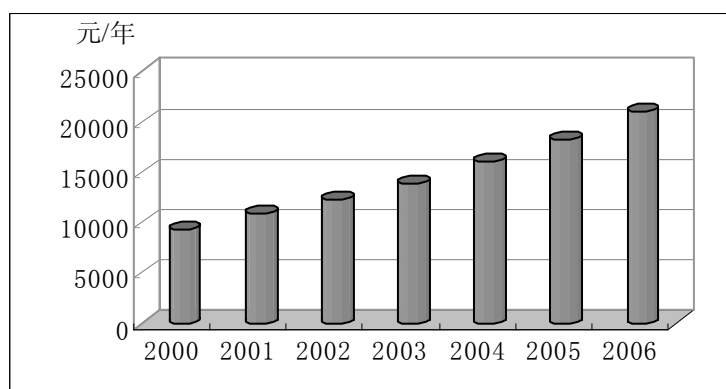


图6 中国城镇平均工资（2000—2006）



四、“三元困境”对宏观调控的启示

应当继续保持适度灵活的汇率政策和适度从紧的货币政策，二者结合可以提高货币政策的有效性。但由于目前失衡的结构性特征、汇率剧烈调整可能面临的风险以及“三元困境”的客观存在，又不能过分依赖汇率上升和紧缩货币来治理失衡和流动性过剩，因为货币政策不能完成治理失衡过程中的一个重要任务——通过结构调整来扩大内需。而内需不扩大，储蓄—投资差额就无从缩小，失衡会持续存在，人民币升值压力和流动性过剩将成为中国经济中挥之不去的阴影。孤军深入的人民币升值和货币紧缩可能使中国重蹈日本资产泡沫破裂与经济长期衰退的覆辙。

应当充分利用财政政策在结构调整、扩大内需方面的潜力。考虑到目前失衡的规模

和继续失衡对经济可能造成的损害，仅仅实施稳健的财政政策很可能是不够的，应当代之以积极的、结构性的财政政策，其主要内容包括通过发行相当规模的国债吸收流动性，临时性地降低某些所得税，并大规模地增加与环境生态保护、节能、教育、研究、卫生保健、农村地区发展和社会保障及其相关基础设施方面的支出。在投资方面应避免一刀切，总原则应是增加短缺的非贸易品包括服务产品的供给，减少过剩的贸易品的供给。而在财政支出结构的方向性得到合理确定的情况下，支出总量能否达到必要的规模就具有决定性意义。

同样重要的是，应加快金融改革和开放的步伐。改革可以提高国内储蓄向投资转化的规模和效率，此处不再展开。在目前，有针对性地进一步扩大金融业的开放、特别是鼓励通过市场方式引导盈余资金向国际资本市场回流，具有特殊重要的意义。金融业的安全在于资金循环和运作的平衡。在中国实体经济与全球经济高度相关联并且大进大出的今天，金融业的开放程度必须适应实体经济的开放程度，也必须大进大出。特别是要确保在经常项目和外国直接投资项下大量进入的资金能够通过机构和个人的选择而非外汇储备的运作而顺利地回流国际资本市场，从而实现良性循环。否则不仅不能确保金融安全，反而会导致失衡和危机。

中国对于国际资本的长期吸引力，绝不会建立在资金易进难出的基础上，而只能是建立在进出循环高效有序、大体平衡的基础上。在国际资金大量流入导致国内流动性严重泛滥的情况下，担心资金突然流出可能造成的风险，并讨论引导资金有序流出的不同方式是必要的。然而，如果将这种担心甚至恐惧置于政策讨论的优先层面，以至于妨碍了我们对于及时、有效、充分地泄洪甚至分洪的必要性和可能性的认识，在战略上就可能没有分清主次矛盾，可能因小失大，错失良机。

在中国目前条件下，资金进出的平衡就是最大的安全，失衡、内涝甚至决堤是最大的危险。即使在美国次级债危机爆发、美联储不断降息、人民银行不断升息的情况下，引导国内机构和个人对外进行资产组合投资仍然是可能的。因为国内负利率、资产价格高估与发达国家正利率和资产价格相对便宜、资本市场稳定性和流动性更强的基本格局并未改变。实际上，美国次级债危机的爆发反而给中国盈余资金创造了一个有利的进入时机，如果掌握得当，可能形成中外双方双赢的局面。我们最大的风险，实际上在于不能及时地、在适当的方向加快开放的步伐（特别是建立合适的机制）、没有拥有或大胆使用合格的中外人才来适应这种金融业对外开放的需要，乃至贻误时机，多交学费。

最后，正确认识中国经济的现状，不论是“失衡”还是“稳定的非均衡”，都需要一个建设性的国际环境，包括一个在多边争议中不受相关利益方操纵的、值得信赖的国际货币基金组织。建设性的国际环境将有助于相关各方正确理解在结构失衡的情况下非角点解的重要意义，认识到采取一揽子政策组合而非单一政策工具的原因所在，从而达到一个中国及其贸易伙伴互利共赢的局面。▲

注释：

[1]当然在食品和居住价格里面也有可贸易的成分，但与其他类别相比影响较小。同理也适用于贸易品。

（作者系中国世界经济学会理事）