



Trilemma: Theoretical and Empirical
Studies

三元悖论原则：理论与 与实证研究

2007年“黄达—蒙代尔经济学奖”获得者

周 晴 著



中国金融出版社

“黄达—蒙代尔经济学奖”获奖作品丛书

三元悖论原则： 理论与实证研究

周 晴 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 邓瑞锁

责任校对：李俊英

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

三元悖论原则：理论与实证研究 (Sanyuan Beilun Yuanze: Lilun
yu Shizheng Yanjiu) / 周晔著. —北京：中国金融出版社，2008. 6
(“黄达—蒙代尔经济学奖”获奖作品丛书)
ISBN 978 - 7 - 5049 - 4552 - 5

I. 三… II. 周… III. 货币制度—研究—世界 IV. F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 169934 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 228 毫米

印张 16.25

插页 4

字数 206 千

版次 2008 年 6 月第 1 版

印次 2008 年 6 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 34.50 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4552 - 5/F. 4112

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

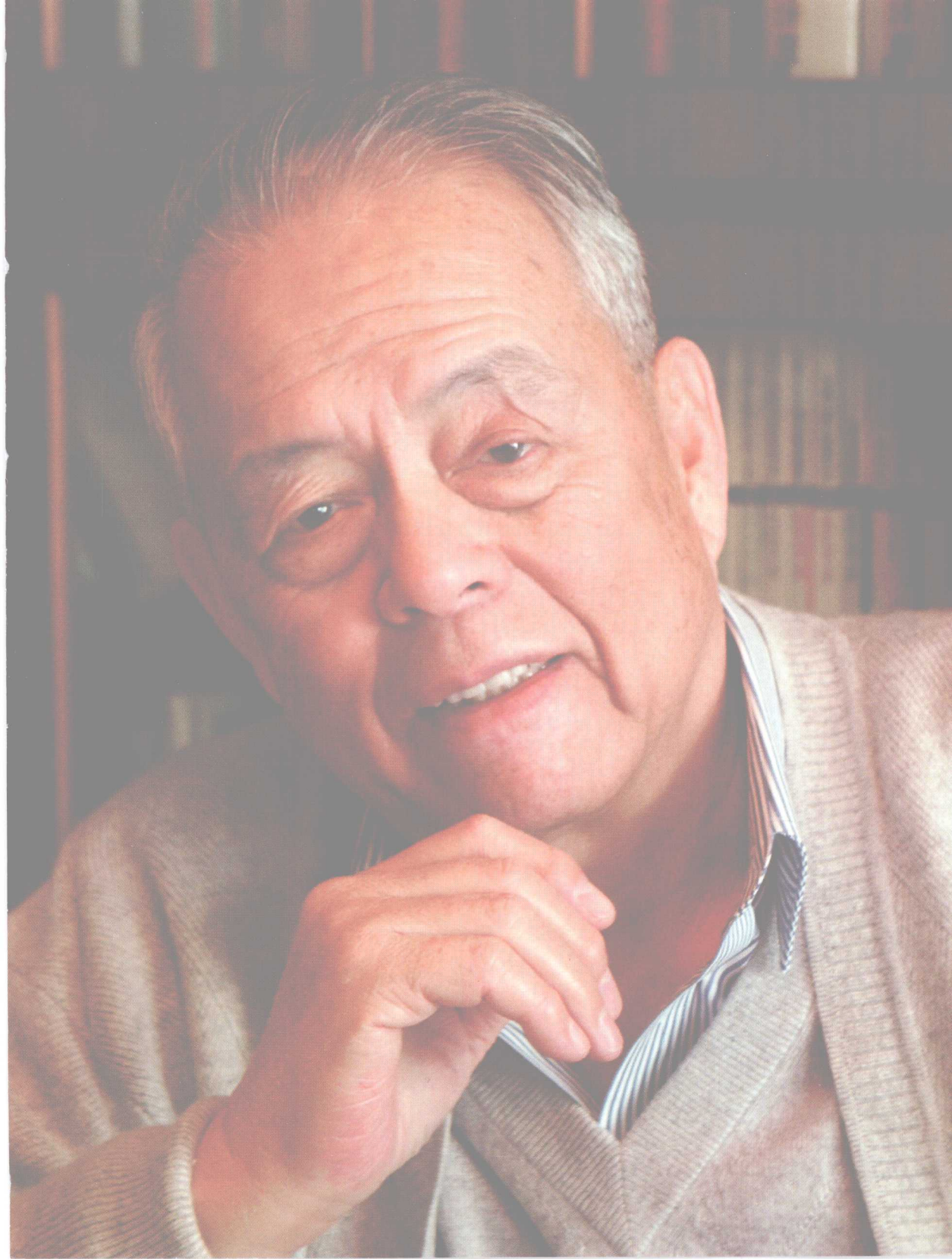


“黄达—蒙代尔经济学奖”
获奖作品丛书

搞市场经济并要在国际经济舞台上取得生存空间，不能不学习一直以市场经济为研究对象并在指导市场经济实践中得到验证的西方经济理论、金融理论。问题是如何学？“含英咀华”是我们提倡的方式。

中国的优势在于人才。当然人才不只是说人多，人多这一点谁也不能和中国比，人才要有质量的要求，我们要的是有高素养的人才。就中国目前的发展形势，我感觉到，我们最需要的就是在东西方两个文化平台上，可以无障碍地自由往返、自由漫游的人才，包括我们经济学学者在内。

——黄 达

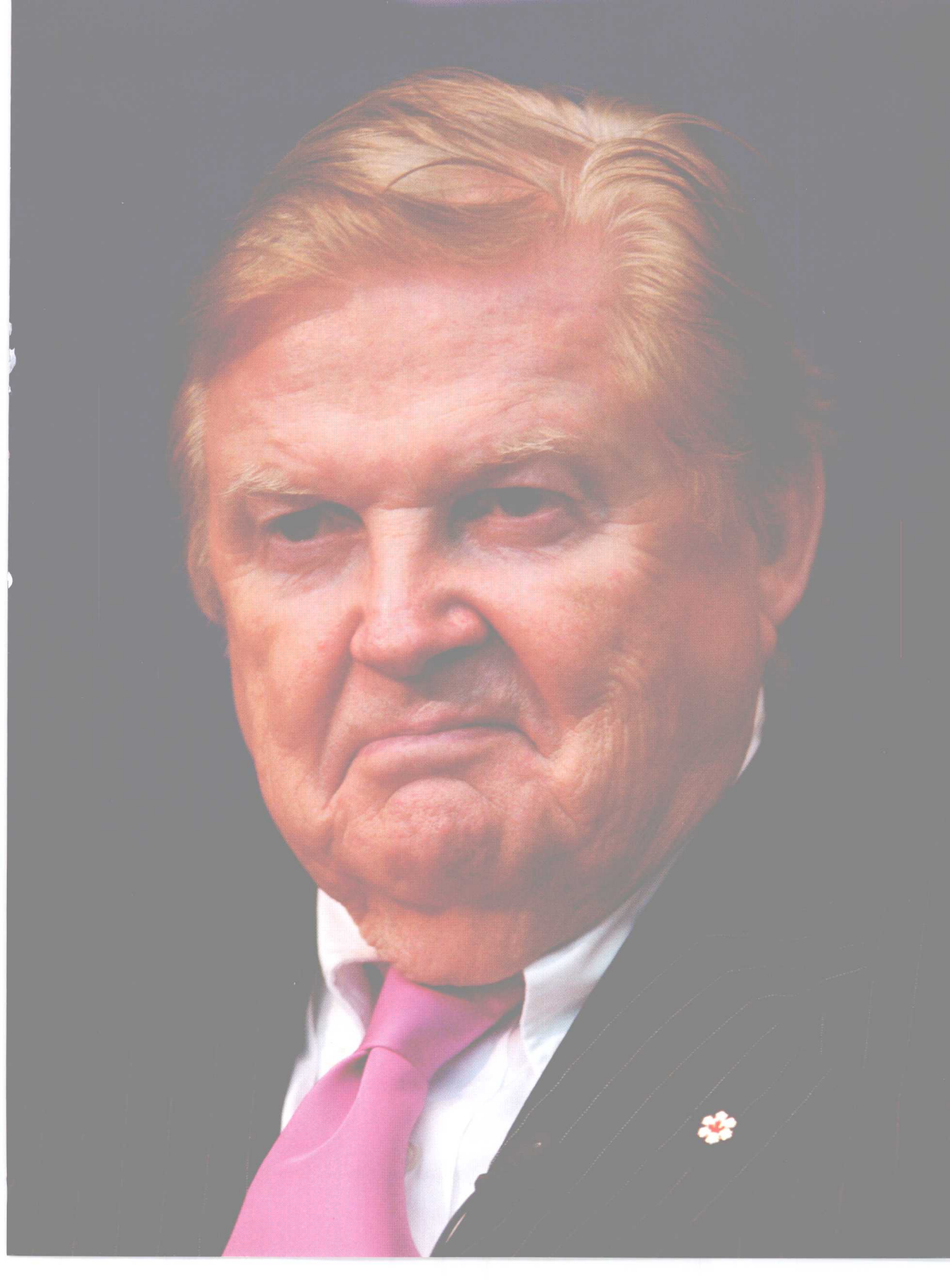


我们现在处于一个非常独特的阶段,这是个全球化、知识自由流动的时代。经济全球化过程中,大量技术方面的变革随时发生,一些国家在这个过程中领先,另一些国家在这个过程中落后,主要原因是他们教育的程度、方式以及人才培养的理念不同。

中国现代金融教育要取得成功,就必须成为教育国际化的积极倡导者和推动者,并以培养具有国际视野的中国金融学家为己任。

——罗伯特·A.蒙代尔

(Robert A. Mundell)





2007 年“黄达—蒙代尔经济学奖”颁奖典礼（居中者为周晴博士）

“黄达—蒙代尔经济学奖” 评选委员会名单

- 学术顾问：纪宝成 中国人民大学校长、教授
黄 达 中国人民大学教授
罗伯特·A. 蒙代尔 (Robert A. Mundell)
哥伦比亚大学教授，中国人民大学名誉博士
- 主任委员：吴晓灵 中国人民银行副行长、教授
陈 共 中国人民大学教授
王传纶 中国人民大学教授
周升业 中国人民大学教授
- 副主任委员：袁 卫 中国人民大学常务副校长、教授
林毅夫 北京大学中国经济研究中心主任、教授
- 委 员 (以姓氏笔画为序)：
王广谦 中央财经大学校长、教授
王松奇 中国社会科学院金融研究所副所长、教授
平新乔 北京大学中国经济研究中心教授

- 白重恩 清华大学经济管理学院教授
- 安体富 中国人民大学教授
- 李 扬 中国社会科学院金融研究所所长、教授
- 李晓西 北京师范大学经济与资源研究所所长、教授
- 李俊生 中央财经大学副校长、教授
- 李稻葵 清华大学经济管理学院教授
- 余永定 中国社会科学院世界经济与政治研究所所长、教授
- 宋逢明 清华大学经济管理学院国际贸易与金融系主任、教授
- 陈雨露 中国人民大学副校长、教授
- 吴晓求 中国人民大学研究生院常务副院长、教授
- 张 新 中国人民银行金融稳定局局长、教授
- 张维迎 北京大学光华管理学院院长、教授
- 张 馨 厦门大学经济学院院长、教授
- 张 杰 中国财政金融政策研究中心主任、教授
- 汪建熙 中央汇金投资有限公司副董事长、教授
- 汪昌云 中国人民大学财政金融学院教授
- 邹恒甫 世界银行研究部高级经济学家、教授
- 杨瑞龙 中国人民大学经济学院院长、教授
- 杨灿明 中南财经政法大学副校长、教授
- 郭庆旺 中国人民大学财政金融学院院长、教授
- 贾 康 财政部财政科学研究所所长、教授
- 龚六堂 北京大学光华管理学院教授
- 谢 平 中央汇金投资有限公司总经理、教授

出版说明

1978 年的改革开放国策，为中国带来的不仅仅是经济的快速发展和物质的日渐富足，也引发了社会思潮的巨大变革。当探索“理想国”的狂热激情消退之后，平静地去观察身外的世界，我们才猛然意识到，在全球经济体系中，中国已经被严重地边缘化了。古语云，知耻而后勇。如何实现真正的富强文明的现代化之梦，成为中国有识之士的急迫愿望。中国的知识分子开始真正地放眼世界，探求新知。

知识就是力量，寻求先进的理论来指导经济改革实践成为了实现中国经济现代化的必由之路。中国的经济学界自从国门开放的那一天起，便开始了日益高涨的对国外市场经济理论的学习、借鉴、消化与吸收。几十年的探索与追寻，已使我们达成了一项坚定的共识：实现中国的强盛，必须要以市场机制作为资源配置的主导，构建和发展有中国特色的社会主义市场经济体系。

毋庸置疑，近三十年来的经济成就与我国经济学界对西方市场经济理论的系统学习是密不可分的，而未来如何克服困难、继续保持经济发展，仍离不开经济理论的继续探索与推进，这就需要我们继续密切关注西方经济学前沿理论的发展，构建中西方经济学研究与教育的高水平交流平台。更为重要的是，中国近三十年的经济发展已形成了有别于西方市场经济体系的独特的中国市场经济模式，为经济理论的提炼与创新积累了许多新的素材，中国的“故事”已经吸引了不少西方学者的关注，因而构建这样一个平台，也为中国经济学界走向世界提供了契机。

正是基于这样的考量，“黄达—蒙代尔经济学奖”应运而生。该奖项的前身为“黄达—蒙代尔优秀博士论文奖”，由1999年诺贝尔经济学奖得主、“欧元之父”罗伯特·A. 蒙代尔（Robert A. Mundell）教授和我国著名经济学家、中国金融学会名誉会长、中国人民大学前校长黄达教授共同冠名，2002年12月由教育部人文社会科学重点研究基地——中国人民大学中国财政金融政策研究中心创设。为了进一步扩大该奖项的知名度和影响力，使评选结果更加公开、公正、透明，2005年该奖项正式更名为“黄达—蒙代尔经济学奖”（Mundell - Huang Prize）。

设立“黄达—蒙代尔经济学奖”的宗旨是推动中国经济学教育事业的发展和繁荣经济学科研究，搭建中国经济学特别是财政金融学科领域博士培养的国际交流平台，倡导兼容并蓄、学贯中西、严谨求实的学术品格，激励更多的杰出青年学者为新世纪中国的现代化建设贡献聪明才智。为了实现

这一宗旨，体现奖项的严肃性、公正性和权威性，“黄达—蒙代尔经济学奖”设定了严格的标准与评选程序，要求参评论文的选题立足学科前沿，具有重要的理论和现实意义；能够反映该学科及相关领域的发展状况，在本学科领域处于国内领先水平，或接近乃至达到国际先进水平；运用国际通行的研究方法进行探索研究，有新的研究视角和独到见解，并在相应领域取得突破性进展。为了保证该奖项的权威性，中国财政金融政策研究中心聘请国内权威专家组成专门的评选委员会。

“黄达—蒙代尔经济学奖”每两年评选一次，逢单年颁奖。所有获奖者都娴熟地运用了现代经济学研究方法，探索重要的基础理论问题或我国经济发展中重大的现实问题。获奖论文体现出作者在各自学科及相关领域坚实广阔的理论基础与系统深入的专门知识，得到了参评专家的一致好评和高度认可。现将尚未出版的获奖论文陆续编辑出版，以便让更多的国内外经济学人来分享“黄达—蒙代尔经济学奖”的获奖成果，互相学习、借鉴和交流。同时希望通过该丛书的出版不断扩大“黄达—蒙代尔经济学奖”的影响力，倡导摒弃浮华、注重基础的研究风气，激励青年学者关注中国经济改革与发展现实，推动中国经济学的现代化。我们相信，这套丛书将伴随该奖项的陆续评选而不断推陈出新，从而为中国的经济学研究与教育以及中华民族的富强繁荣贡献一份绵薄之力。

摘 要

如何解决资本内流和人民币汇率相对固定造成的货币政策操作难度越来越大的问题，受到社会各界的普遍关注。资本自由流动、货币政策独立性和固定汇率制度三者之间的关系上升到理论高度就是三元悖论原则。

本书从实证角度分析三元悖论原则的有效性。如果它是一个可信的原则，违背该原则会对国家金融安全造成威胁，那么我国的货币制度改革就必须遵循这个“铁三角定律”。如果它不是一个完全可信的原则，也就不存在所谓的三难选择，那么我国的货币制度改革就不必拘泥于三元悖论的框架中，仍然可以在资本内流不断加剧的情况下，坚持汇率相对固定和货币政策独立性。

研究的难点集中在三个方面：一是资本流动状况只有定性描述（依据国际货币基金组织 1950 年开始编纂的汇兑安排与汇兑限制年报），没有定量统计，并且缺少 1950 年以前的数据。二是如何反映汇率波动情况。许多发展中国家宣称的浮动汇率制度与发达国家实行的自由浮动在浮动范围上有很大差异，这迫使我们必须跳出国际货币基

金组织的统计框架，重新测算各国汇率的真实波动情况。三是货币政策独立性代理变量的选取。实行利率市场化的国家可以用短期名义利率做代理变量，而利率市场化进程缓慢的发展中国家，代理变量可以是货币供应量指标，不足之处是无法从货币供应量变化中区分需求冲击和供给冲击，且当采用高频率时间序列数据时，货币需求呈现不稳定性。因此，为发展中国家找到一个合适的代理变量比较困难。

解决上述难点的创新方法有：（1）运用资本流动的不同测算方法，横向比较不同国家的资本流动和资本项目开放程度，根据主成分（PCA）得出中国资本流动状况；（2）实际汇率的测算采用自然分类法，可以弥补实际汇率波动同官方宣布的汇率制度安排之间的差距；（3）采用本国短期利率同基准国家短期利率之间的实际利差做货币政策独立性的代理变量，以通货膨胀率一阶差分后的标准偏差做辅助变量。

在实证检验方法方面：一是经验分析严格依据金融理论。经验分析主要采用方差分析、协整检验和 Granger 因果性检验基础上的向量误差修正模型。金融理论是无抛补的利率平价理论和购买力平价理论。二是采用比较分析方法。数据的起点是 1870 年，终点是 2004 年，时间跨越 130 多年，样本国家（地区）共计 56 个。

本书共计 6 章。

第 1 章阐述三元悖论原则的理论内涵。三元悖论原则起源于蒙代尔不可能三角理论，该理论是三元悖论原则的核心。在此特别强调三元悖论原则和蒙代尔不可能三角理论是两个不同的概念，前者特指在一个汇率固定和资本完全自由流动的世界里，货币政策对冲操作无效，最终只会导致固定汇率制度的崩溃。后者泛指在资本自由流动情况下，货币政策的独立性和固定汇率制度不能同时存在。

第 2 章至第 4 章分别是三元悖论原则在不同历史阶段下的实证检验。

第2章是三元悖论原则在古典金本位制度下的检验。在古典金本位制度下,黄金输送点在本质上是一个相对固定的汇率区间,即一个“钉住汇率目标区”。在目标区内,货币政策操作呈现如下特征:

(1) 铸币平价的固定(英镑对美元的铸币平价固定在4.866,英镑对法国法郎固定在25.22,英镑对德国马克固定在20.43)是中央银行公信力长期不变的先决条件,公信力的存在确保市场汇率波动一定是一个自然的均值回复过程。

(2) 汇率波动能够偏离黄金输送点决定的汇率区间是利差存在的关键。

(3) 在(1)、(2)基础上,各国中央银行可以运用自主性货币政策工具实现内外均衡。

(4) 货币政策的独立性是有限度的,一是短期利差受到汇率区间的限制,二是在均值回复中,公众长期的预期贬值率趋于零,利差空间在长期内消失。

综上所述,得出结论:在资本完全流动和固定汇率制度下,货币政策独立性依然存在,蒙代尔不可能三角在古典金本位制度下成为一个可能三角。

第3章是布雷顿森林体系下的三元悖论原则及其检验。在布雷顿森林体系下,国际货币体系从自动调节机制转向依赖人为选择的调节方式,表现出部分存款准备金制度、相机抉择的货币政策。黄金在国际间自然流动和分配的规律不再适用。与之相关,中央银行的公信力原则和汇率的均值回复特征逐渐消亡。美元作为稳定政策的名义锚在宏观经济中起着重要作用。

协整检验证明,在布雷顿森林体系下,各国之间可以有较大的利差,本国货币政策操作具有广泛空间。检验结果证明了该时期国际货币基金组织加强资本管制的措施是正确的,这些措施在防止货币危机发生和蔓延的同时,给予了各国中央银行货币政策的独立性。