

【经济学学术前沿书系】

A STUDY OF THE COMBINED EFFECT
OF GERMAN ECONOMIC
POLICY IN THE CONTEXT OF THE TRILEMMA

德国三元悖论政策组合 效果研究及启示

魏 曼◎著



从理论和德国实践经验证明部分汇率干预、
资本账户部分管制和货币政策不完全独立的政策组合仍能实现对经济的有效调整。

【经济学学术前沿书系】

德国三元悖论政策组合 效果研究及启示

魏 曼◎著



经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

德国三元悖论政策组合效果研究及启示 / 魏曼著

. -- 北京 : 经济日报出版社, 2017. 4

ISBN 978-7-5196-0117-1

I. ①德… II. ①魏… III. ①货币政策-研究-德国

IV. ①F825.160

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 068144 号

德国三元悖论政策组合效果研究及启示

作 者	魏 曼
责任编辑	王曼珩
校 对	徐建华
出版发行	经济日报出版社
地 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 (邮政编码: 100054)
电 话	010-63567683 (编辑部) 010-63588446 63567692 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@ 126. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京建宏印刷有限公司
开 本	710×1000 毫米 1/16
印 张	10. 75
字 数	178 千字
版 次	2017 年 4 月第一版
印 次	2017 年 4 月第一次印刷
书 号	ISBN 978-7-5196-0117-1
定 价	42. 00 元

版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

序 言

在一国经济的转轨和发展中，基于“三元悖论”的取中间状态的政策组合理论能否在实践中走出一条相对较优的路子，以确保经济在转轨中的稳定发展，这是本人在中国金融开放实践中经常考虑的问题：即当面临一种基于具体的经济实践而抽象出的简洁、抽象的理论并反过来指导实践时，如何回归“具体”？何为“具体”？从抽象到一定时空下的具体时，又需添加思考哪些具体的环境因素，使“具体”的实践中不失理论“精髓”之指导？

正是基于这一思考与态度，又巧遇我在北京师范大学当兼职教授时学校分配我指导魏曼攻读博士学位的任务。攻研一下德国在“三元悖论”理论指导下政策组合中的经验和理论启发，自然成为我建议魏曼博士论文选题的考虑。因为在中国金融开放中，国内研究英美经验的文献有无数，研究失败国家的教训特别是日本教训的文献也有无数，但对在金融开放转轨中较为成功的德国经验特别是“三元悖论”下取中间状态政策组合的经验文献，少得可怜，可以说几乎找不到。

当然，在国内研究德国金融而可供参考文献极其少的情况下，让一位博士生独研其题，有些难为她了。没有压力就难以成就。现呈现给读者的这本基于博士论文基础上的实证小册子，就是基于德国 20 世纪最后约 30 年的经济史，论证了德国当时部分的资本管制、货币政策失去部分的独立和部分的汇率干预这样一种对“三元悖论”来说的中间状态的政策组合，与支持了德国经济制度的顺利转轨和总体经济稳定发展的这段经济史。

无独有偶。当前的中国金融开放也正处于“三元悖论”的理论影响下。尽管西有德国经验，东有日本教训，但是中国当下毕竟不同于德国和日本。作为 2016 年对全球经济增长贡献率高达 30% 以上、连续九年对世界经济增长贡献率保持第一的第二大经济体，在经济运行机制上却未完全融入当今国际金融运行的趋势性制度，即人民币汇率未实现基本的市场浮动，资本管制未完全放开，人民币的国际地位仍较靠后。这一切，往往与历史上世界曾经的第二大经济体所具的特征相去甚远，这些也正是中国金融改革的未竟事业。

在汇率、资本管理制度上完全融入当今国际金融主运行机制，这是中国经济

真正崛起和伟大复兴的重要标志。然而，资本项下的完全放开，取决于汇率制度的基本市场化，而汇率的进一步市场化改革又取决于国内对国企、财税、土地制度等改革，取决于2008年美国危机后“美国得病、中国吃药”中曾经过度“吃药”（货币发行过多）遗留问题的消化与解决，资产泡沫的消除。这一切进程，决定了人民币国际化能走多快，能走多远。说到底，中国的金融改革与开放从根本上说，不取决于自身，而是取决于产生于此、服务于此的实体经济改革进程。有些人关于“通过加快金融改革倒逼其他经济改革”一说，初听起来似乎有一定道理，但在实践中往往是行不通的，有时往往产生多种险象。中国的实践不断证明，没有社会、其他经济制度的相应改革与约束，到头来只能引致金融秩序的混乱，“亡羊补牢”事件屡犯。2015-2016年部分的金融无序创新带来的损失不可视而不见。2016年政府部门进一步强化货币管制措施的出台，若有积极意义，也只能从“退一步进两步”的意义上解释。

进一步说，“三元悖论”理论揭示的是一国金融开放中三项制度变量选择的关系。金融开放须服从于金融稳定，从而才能确保一国经济的稳定。从探究一国金融稳定的因素而言，在多变量、多因素中，适度适时的金融开放只是其中因素之一，仅关注“三元悖论”所涉及的制度变量是远远不够的。因为除此之外的——一国微观金融行为、金融监管（应包括近几年强调的宏观审慎管理），同样共同决定了一国金融体系的稳定运行。而且，这样一个体系一定是一个动态的、不断演化的系统。当需分析处于国际主导货币国家和非国际主导货币国家金融体系时，其运行特质又是不一样的（见本人著：《中国金融战略：2020》一书第二章）。

因此，在转轨国家中欲思考、实践“三元悖论”理论，非“三元”的因素，即金融微观机制、实体经济中企业机制等制度变量因素和当时所处时代国际主导货币国家的发展阶段，即其处于经济周期中的上升繁荣或下降衰退阶段的汇率、贸易等因素变化，同样是绝不能忽视的。这恰恰是研究国际上不同转轨国家在实施“三元悖论”抽象理论中选择中间状态政策组合时所需密切关注的。

魏曼此书重点分析证明了“三元悖论”下选择中间状态政策组合时较为成功的德国案例，尽管书中尚有一些可商榷和不足之处，但对中国改革有重大的启发。且现今由国内作者写的此类书少而又少，故本人很愿意向读者推荐并写以上文字为序。

夏斌

2017年3月7日

前言

本书最初的写作念头源于 2010 年我敬爱的导师夏斌的一次讲座。

当时我刚刚考上北京师范大学世界经济专业的博士，北师大邀请国务院参事夏斌老师作为客座教授讲述中国的金融发展战略问题。彼时中国积累了巨额的外汇储备，这成为欧美发达国家要求人民币升值的借口。作为一个经济大国，既想融入世界经济体系来占领更大的市场，又要避免世界经济波动对国内经济的影响，面对现实世界纷繁复杂的经济现象，中国是应该加快对外开放的进程，还是关闭大门避免世界金融危机的波及？出口导向型国家如何化解升值的压力和对国内货币政策的干扰？这是当时摆在中国面前的难题，也是夏老师持续思考的问题。但是无论是研究中国金融的发展战略，还是探讨中国金融与世界的融合，都离不开理论的指导。夏老师在那次讲座中强调，解决一个国家内外均衡问题，三元悖论是非常简洁的理论框架。一国只能在固定汇率制度、资本自由流动和货币政策独立性中做出三选二的选择。一国可以通过资本管制实现在固定汇率制度下货币政策不受干扰；也可以在资本自由流动的条件下保持货币政策自主性，但前提是实行浮动汇率制度；还可以在资本流动的前提下维持汇率稳定，但必须放弃利率对产出和物价的调整。中国当时资本账户尚未完全开放，汇率制度在朝着增加汇率浮动弹性的方向努力，就货币政策而言，经济学界的共识是作为一个出口规模居全球第一，且 GDP 增速远远超出世界平均水平的新兴经济体大国，货币政策必须保持独立。在这样的背景下，资本账户开放、浮动汇率制度和独立的货币政策是中国战略发展的方向。

对一个发展中的、不成熟的同时又对世界产生重大影响的经济体来说，这样的政策组合该如何实现？一般人们的思维方式是：关于借鉴成熟发达国家的经验，主要是英美日模式。夏老师提到，借鉴发达国家的经验，如英、美、日几国，已经有了大量的研究。但是在 20 世纪 50 年代和日本同时受到战争重创，并

在 30 多年内迅速发展的德国，即使受到广场协议、两德合并的影响，仍然保持了稳定增长的势头。可是作为成功范本的德国，其经验国内鲜有研究。夏老师在讲座中提出，如果能在三元悖论框架下研究德国经济发展的过程，将对中国的转型有重要的借鉴意义。

那次讲座结束后，我便开始着手搜集德国战后到两德合并前的资料，发现德国在这段时期经历了从固定汇率制度向浮动汇率制度转变，资本账户逐渐开放的过程，同时德国的经济保持了稳定增长，并顺利实现了两德合并。然而同一时期的日本却因为广场协议的影响出现了“失去的十年”。德国是如何达到如此骄人的成绩引起了我的研究兴趣，我当时就想把这个作为博士论文题目来进行。在和第二导师北京师范大学贺力平教授进行了详细的探讨后，贺老师也认为该研究非常有意义，于是这就成了我博士论文的主要研究内容。

但是研究的过程是漫长而艰辛的，我从 2010 年开始搜集资料，由于国内研究甚少，我找到的资料都是英文的文献，这增加了阅读的难度并降低了写作的速度。孩子当时才两岁，同时自己还有本职工作，经常是过节期间我想努力多写一点，却因为免疫力低下不得不到医院输液。但是我并没有放弃，历时 4 年，终于完成了博士论文的写作，于 2014 年顺利毕业。

2016 年我的工作单位北京经济管理职业学院推出了资助教师出版专著的项目，我以博士论文为选题进行了专著申请。通过答辩，我申请到了该项目的资助资金。同时非常感谢经济日报出版社的肖小琴主任，感谢她的热心帮助，今天这本书终于要出版了。尽管时间有些滞后，在写博士论文时中国面临的是巨额的外汇储备带来的升值压力，如今变成了人民币贬值伴随资本外流。但三元悖论是一个动态变化的过程，中间状态的政策组合走向角点状态会有各种情况发生，不同类型的国家在转化过程中的教训和经验是什么？中间状态是否就不能实现内外均衡，经济稳定增长？如果能实现，配套的政策和具体执行中应该注意什么？从德国的实践中汲取经验，有助于修正和补充三元悖论分析框架，拓展其解释范围。在三元悖论框架的基础上，对德国的实践加以总结，可以得出更具一般性的理论推断，这对中国在中间状态下优化政策选择不乏启示意义。

二

本书一共分八章。

本书按照“提出问题—理论构建—经验验证—因素分析—归纳总结”的研究思路展开。第一章阐述对三元悖论中间状态政策效果进行扩展研究的理论与现实意义。第二章对已有的与三元悖论及德国宏观政策组合有关的文献进行梳理,明确本书可能做出增量贡献的方向。第三章对三元悖论中间状态做出理论界定,并结合德国当时的情况确定德国处于中间状态的具体政策组合。第四章以蒙代尔-弗莱明模型(M-F模型)为基础讨论德国三元悖论中间状态下货币政策的效果。第五章用计量方法验证中间状态时期德国货币政策的有效性。第六章和第七章对该时期德国货币政策有效性的原因做出解释,分别分析了汇率政策与资本流动管制政策及其有效搭配,在保证货币政策有效性时所扮演的角色。同期日本面临类似的汇率升值压力,但应对政策的差异产生了明显不同的效果,对比鲜明,颇具典型性,因此在第六章采取了德日对比的方法。第七章则用计量检验的方法解释资本流出的原因并验证德国货币政策冲销的有效性。第八章对德国经验进行归纳,指出其一般性的政策含义,并结合中国情况,提出了相关建议。

三

在本书的写作过程中,我深深地感谢我的两位恩师。没有夏老师对三元悖论的深度思考,我不可能涉及德国问题;没有夏老师对中国经济的深刻理解,我的研究必定漏洞百出。虽然由于夏老师工作的关系,我能和老师面谈的机会不多,但是老师总是抽空对我的论文进行指导,而在我生病时老师的关心和体谅也让我深深地感动。

在本书的写作过程中,我和贺老师进行了数次讨论,我深刻体会到贺老师思维和学术作风的严谨。我本来是一个不够细致的人,但是在和贺老师的讨论中让我养成了一个好习惯,那就是要做充分的准备,细节上也绝对不能含糊。这个习惯对我最后成稿起到了很大的帮助,我不像很多同学最后手忙脚乱地在那里整理图形,修改参考文献……因为在写作的过程中我就按贺老师的要求规范自己,所以最后反而轻松。在将博士论文作为专著修改的过程中,贺老师又针对中国目前的新形势提出了指导建议,再次感谢贺老师对我的培养!

研究中一个巨大的障碍来自于数据的缺失,我这里非常感谢我的研究生同学,社科院世经所的冯维江,感谢他无私地为我一次次查找相关数据,从未有半点不耐烦,并在我的写作中给我提供很多中肯、有建设性的意见,感谢他这位良

师益友。

由于基础薄弱，不会的知识点就很多，从图表制作到计量方法，我问遍了所有可能懂行的人。感谢我的师弟刘骞文、师妹杨盼盼、喻画恒、郭芮言、陈岚、李琳等，他们一次又一次耐心地解答我琐碎的问题，在请教的过程中，我不仅学到了知识，也收获了友情。

对我的家人，我怀有愧疚。为了专心写作，我把一岁的孩子送到父母身边，让父母和保姆带了一年。一年后由于父母身体问题，我把孩子接回北京，但是这两年里我们唯一的一次家庭出游就是带孩子去了一趟动物园。我感谢父母对我学业的无私支持，感谢爱人对我的理解，他们把家务都揽下来，让我专心投入写作。对孩子我心怀愧疚，我忙碌于自己的学业，却错失了陪伴她成长的时光。所幸本书就要出版，我要在将来的日子里更多地补偿自己的亲人，感谢他们为我做的一切！

最后感谢北京经济管理职业学院李多全老师的推荐，帮我联系了经济日报出版社主任肖小琴老师，在她的帮助下，我顺利完成了本书的出版。

再次深深感谢每一个帮助和关心我的人！

目 录

第一章 导 论	1
1.1 研究背景	2
1.2 研究思路及主要内容	7
1.3 研究方法	8
1.4 创新与不足	9
第二章 三元悖论内容及发展	11
2.1 关于三元悖论的探讨	12
2.1.1 三元悖论由来及基本含义	12
2.1.2 三元悖论是否成立的讨论	13
2.1.3 关于三元悖论中间状态的理论探讨	13
2.1.4 关于三元悖论政策组合效果的探讨	14
2.2 三元悖论三个政策目标度量的研究	15
2.2.1 汇率制度弹性的度量	15
2.2.2 资本账户开放度的度量	16
2.2.3 货币政策独立性的度量	18
2.3 三元悖论框架下德国问题研究	19
2.3.1 德国货币政策有效性研究	19
2.3.2 德国汇率波动情况研究	21
2.3.3 德国资本流动相关研究	22
2.3.4 德国中央银行冲销问题研究	24
2.4 小结	25
第三章 三元悖论中间状态的提出及界定	27
3.1 三元悖论中间状态概念的提出	28

3.2	三元悖论中间状态的界定	30
3.3	德国三元悖论中间状态的判定	32
3.3.1	汇率制度弹性的度量	32
3.3.2	资本账户开放度的度量	36
3.3.3	货币政策独立性的度量	40
3.4	小结	45
第四章	三元悖论中间状态货币政策效果理论探讨	47
4.1	三元悖论的理论基础——M-F模型	48
4.1.1	M-F模型的基本假设	48
4.1.2	不同资本流动条件下货币政策效果	49
4.2	三元悖论中间状态的货币政策效果	52
4.2.1	三元悖论中间状态的 M-F 模型假设	53
4.2.2	中间状态货币政策效果讨论	54
4.3	德国的三元悖论中间状态货币政策效果分析	62
4.3.1	符合德国国情的 M-F 模型的假设	63
4.3.2	德国马克被动升值对货币政策效果的影响	64
4.3.3	国际收支失衡对货币政策效果的影响	65
4.4	小结	66
第五章	德国三元悖论中间状态时期货币政策有效性检验	67
5.1	1974-1990 年德国各时期经济情况	68
5.1.1	1974-1978 年：衰退后的复苏	68
5.1.2	1979-1981 年：紧缩的货币政策	71
5.1.3	1982-1985 年：宽松的货币政策	73
5.1.4	1986-1990：多重目标的货币增长和逐渐的紧缩回归	74
5.2	德国货币政策有效性检验	76
5.2.1	数据的选取	77
5.2.2	德国物价、利率、产出的误差修正模型	77
5.3	小结	80

第六章 中间状态时期德国马克汇率与货币政策有效性	83
6.1 汇率升值后的经济后果	84
6.1.1 德日两国出口占 GDP 的变化率对比	84
6.1.2 德日两国 GDP 的增长率对比	85
6.2 德日两国汇率比较	86
6.2.1 两国名义有效汇率的比较	86
6.2.2 两国实际有效汇率的比较	87
6.2.3 两国名义汇率比较	87
6.3 德国马克汇率浮动因素分析	89
6.3.1 德日两国承受的升值压力比较	89
6.3.2 EMS 的形成过程及运行机制	94
6.3.3 EMS 维持马克汇率稳定	98
6.4 德国经验对中国的启示	100
第七章 中间状态的德国资本流动、冲销与货币政策有效性	103
7.1 国际收支失衡对货币政策的影响	104
7.2 德国国际收支情况及对经济的影响	105
7.2.1 德国的国际收支情况	105
7.2.2 德国国际收支失衡对经济的影响	107
7.3 德国资本流动因素分析	110
7.3.1 德国短期资本的确定	110
7.3.2 所受影响国家的确定	111
7.3.3 模型的建立及选取	113
7.3.4 VAR 模型的构建	116
7.3.5 VAR 模型的结果分析	117
7.3.6 短期国际资本流动变化的方差分解	119
7.4 德国冲销效果检验	122
7.4.1 德国央行冲销的主要工具	122
7.4.2 理论模型的建立	124
7.4.3 实证检验	126

7.5 小结及启示	131
第八章 德国三元悖论政策组合效果概述及对中国的启示	135
8.1 德国三元悖论政策组合效果概述	136
8.2 中国的三元悖论政策组合及存在问题	138
8.2.1 弹性增大的有管理的浮动汇率制度	138
8.2.2 逐渐开放的资本账户	141
8.2.3 受到汇率波动影响的货币政策	143
8.2.4 新形势下的中国三元悖论难题	144
8.3 德国经验对中国的启示	146
8.3.1 理论启示	146
8.3.2 操作启示	149
参考文献	151

第一章 导 论

1.1 研究背景

三元悖论是一个需要丰富充实的理论。该理论指出一个经济体无法同时实现固定汇率制、资本自由流动和货币政策的独立性三大政策目标，最多只能同时实现其中两个。这为一国货币当局提供了宏观经济政策组合选择的直观框架，因其表述的简洁性和逻辑的严密性，往往被作为决定一国汇率制度或资本账户开放与否的标准。

但是三元悖论强调资本的完全流动、严格的汇率固定和绝对的货币政策独立，研究的是角点状态的政策选择问题，没有对中间状态的政策组合的存在做出一个合理的解释。而“拥有一半的汇率稳定性和一半的货币政策独立性”（Frankel, 1999）不仅存在理论上的可能，更是现实经济的真实写照。当今世界经济中，中间汇率制度仍然是世界货币体系的主要形式；尽管全球化的进程在加快，仍有包括中国在内的很多国家对资本完全开放持谨慎态度；且实证研究表明，除了极少数发达国家享有货币政策独立性，大多数国家面临独立性缺失的问题（Frankel, 2004；Obstfeld, 2005，Hélène Rey, 2013）。因此必须进一步丰富三元悖论理论，研究中间状态下如何实现有效的经济调节，才能为政策组合选择提供更切实际的理论依据。

从现实的角度来看，中国的现状也需要对三元悖论中间状态进行研究。中国目前实行的市场供求为基础，有管理的浮动汇率制度^①，属于中间汇率制度的范

① 中国人民银行．中国人民银行公告〔2014〕第5号〔EB/OL〕（2014-3-15）-〔2014-3-22〕http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2014/20140315174346779226550/20140315174346779226550_.html

畴。根据国际货币基金组织 2011 年《汇兑安排与汇兑限制年报》的标准,目前中国的资本账户下可兑换项目为 14 项,其余部分为部分兑换项目(22 项)和不可兑换项目(4 项),中国的资本尚未实现完全的自由流动。中国的货币政策尽管保持了较高的独立性(范从来,2008;杨艳林,2012),但由于中国巨额的外汇储备导致外汇占款的增加,中国的货币政策独立性受到了影响(何慧刚,2007;胡再勇,2011)。可以看出,用三元悖论角点解的框架分析中国的现状并不适用。

中间状态的政策组合由于缺少理论指导,其组合效果因外界环境和自身发展显示出不确定性。中国在 2012 年之前持续了长达 13 年的双顺差局面,积累了巨额的外汇储备,彼时中国面临的是如何避免人民币升值,并减少国际收支失衡对货币政策的影响。但国内经济下行和美国强势美元政策的推行,人民币开始出现贬值,且在 2015 年伴随汇改出现了贬值加速的现象。目前中国面临的是如何抑制人民币快速贬值和防止资本外逃的难题。在三元悖论中间状态向角点状态过渡的过程中,中国要解决的仍然是协调汇率制度安排、资本开放程度和货币政策独立性之间的关系的难题。如何在三元悖论中间状态的政策组合下,降低被动式外汇干预对实现国内政策目标的干扰,保持货币政策的有效性,对此中国尚处于摸索阶段。

其他国家在三元悖论中间状态下如何实现经济良好运行的经验将为中国提供有益借鉴。布雷顿森林体系解体后,德国开始实行浮动汇率制度,但迫于美国的压力德国中央银行不得不对汇率进行干预(广场协议);德国的资本账户虽然保持较高的开放度,但是在 20 世纪七八十年代却屡次调整资本管制措施;德国的货币政策也在一定程度上受到美国的影响,此阶段德国并非三元悖论角点解的政策组合。

德国在 20 世纪 80 年代也积累了巨额的经常项目顺差,这给德国马克带来了升值压力,国际上将经常账户余额控制在 GDP 的 4% 以内视为实现国际收支平衡的重要指标。1986 年,德国经常项目余额占当年 GDP 比重为 4.18%,1989 年达到 4.64% (见图 1-1)。德国马克升值压力也与之俱升。更严重的是,除了来自经常项目顺差的市场压力之外,美国还试图通过“广场协议”等国际政策协调的方式来推动马克升值,强行纠正国际收支失衡。

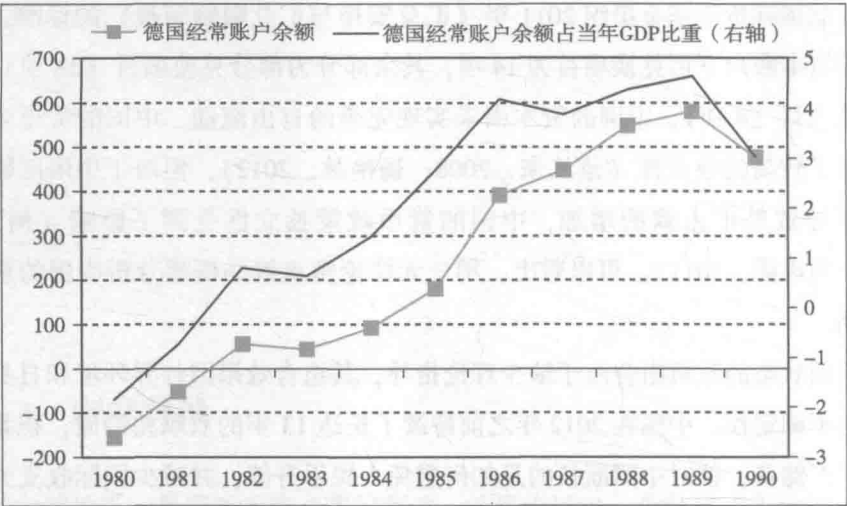


图 1-1 德国经常账户与经常账户余额占当年 GDP 比重

数据来源：国际货币基金组织 IFS 数据库。

数据说明：经常账户余额占当年 GDP 比重数据为作者测算。

值得研究的是，尽管遭受了广场协议、两德合并等重大外生冲击，但德国都较好地化解了外部压力对国内的负面影响，成功地实现了经济社会的稳定发展，具体体现在以下三个方面：

第一，稳定的通货膨胀率。

《德意志联邦银行法》中明确规定德国中央银行的首要目标是维护价格稳定。德国中央银行积极有效的政策措施也确实实现了这一目标，从而为德国经济的稳定发展奠定了基础。表 1-1 显示了西方六国各时期的通胀率水平。1971-1998 年德国年均通胀率为 3.5，与日本持平，但远远低于其他工业国家。英国、法国、意大利与德国同处于欧洲大陆，但是通胀水平分别是德国的 2.4 倍、1.7 倍和 2.97 倍。此外，表 1-1 中的标准差显示，就通胀率变动的稳定性来说，德国也明显优于其他国家。

表 1-1 1971-1998 年西方六国平均通胀率

各个时期	法国	德国	日本	英国	美国	意大利
1971-1980	9.6	5.1	7.9	14.1	6.99	14.9
	(2.4)	(1.6)	(5.2)	(5.9)	(1.9)	(5.1)
1981-1990	6.3	2.8	1.5	6.8	4.2	10.7
	(3.7)	(1.1)	(0.98)	(2.6)	(2.1)	(4.8)