

中国经济面临的三难选择： 全球金融危机前后的对比

◎张明

摘要：在全球金融危机爆发前，中国央行似乎较好地克服了三难选择：在资本持续流入与人民币渐进升值的同时，大致实现了货币政策的独立性，但付出的代价则是与外汇储备飙升相关的成本与风险，以及不菲的冲销成本。自2014年以来，中国央行面临着新的三难选择：在资本持续流出背景下，为了维持汇率渐进贬值态势，中国央行不得不放慢降息与降准的节奏。作为一个大型经济体，未来中国需要有独立的货币政策与自由浮动的汇率制度；但在汇率转型的过渡时期，中国政府仍然需要对跨境资本流动进行管理。

关键词：三难选择；全球金融危机；汇率改革；货币政策独立性；跨境资本流动

引言

三难选择 (Trilemma) 或者不可能三角 (Impossible Trinity) 是指一个国家或地区无法同时实现资本自由流动、汇率稳定与独立的货币政策，因而只能在这三个目标中选择两个目标而放弃另一个目标。例如，

美国具有开放的资本账户与独立的货币政策，但其汇率制度是自由浮动的；又如，中国香港具有开放的资本账户与联系汇率制，但没有独立的货币政策。同理，如果一个国家既想保留独立的货币政策，又想实施汇率稳定，那么这个国家就必须限制跨境资本流动。

对三难选择的讨论最早可以追溯至蒙代尔弗莱明模型 (MF Model)。该模型的一大政策含义是，在资本自由流动的前提下，实施固定汇率制的国家，其国内货币政策是无效的 (Mundell, 1963)。随着很多发达国家在1980年代逐渐开放资本账户，这些国家开始面临盯住汇率制与独立货币政策之间的冲突，三难选择开始成为开放宏观经济学讨论的热点问题。据说，是 Obstfeld & Taylor (1997) 最先将“三难选择”这个词引入经济学讨论的。有趣的是，对三难选择的研究具有典型的危机驱动特征。在1990年代与2000年代爆发的两次国际金融危机，使关于三难选择的学术讨论被两次推向高潮。

在1997年至1998年东南亚金融危机爆发后，有关汇率制度选择的两极论 (Bipolar View) 或者中间

作者简介：张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、研究员。

汇率制度的消失论开始流行。这种观点认为,只有纯粹的自由浮动汇率制度或者严格的固定汇率制度(货币局制度)才是可持续的汇率制度,而位于这两极之间的其他汇率制度,例如,可调整钉住汇率制或者爬行钉住汇率制,都容易造成货币的高估或低估,进而招致投机性的攻击,最终将难以持续(Fisher, 2001)。值得注意的是,东南亚金融危机爆发后,中国学者易纲、汤弦指出,一个国家不一定非要在不可能三角的三个角点之间进行选择,而是可以在不可能三角的内部求解,即一个国家可以同时实施一定程度的资本自由流动、一定程度的汇率弹性以及一定程度的货币政策独立性(易纲和汤弦, 2001)。

2007年至2008年爆发的全球金融危机,进一步推动了对三难选择的讨论。法国学者Rey指出,在资本自由流动的前提下,即使一国实施富有弹性的汇率制度,该国也难以维持长期利率相对于美国长期利率的独立性。换言之,三难选择已经蜕变为两难选择(Dilemma),也即一国只能在资本自由流动与货币政策独立性这两个目标之间选择其一(Rey, 2013)。Rey提出的这个石破天惊的观点,很快就在全球经济学界引发热烈讨论。例如,有些重量级经济学家认为,Rey的论文主要建立在实证研究的基础上,缺乏理论基础,从而在一定程度上忽视了弹性汇率制的重要性(Obstfeld, 2015)。而事实上,Rey的两难选择并非是对传统三难选择理论的根本性颠覆,而仅仅是一个弱化版本的三难选择。这是因为,Rey也同意,在资本自由流动的前提下,实施弹性汇率制度至少能够保证短期内的货币政策独立性。从理论渊源来看,Rey的两难选择实则滥觞于本轮全球金融危机之后开始的金融周期理论。后者认为,在传统的经济周期之外,全球范围内还存在一种由金融力量驱动、波动频率更低的周期——金融周期,且会从核心国家(美国)向外围国家传导;而金融周期的下行通常会引发国际金融危机(Borio, 2012)。而在Rey看来,要阻断金融周期的传播,一国就必须实施一定程度的资本流动管理。

在1996年开放了经常账户之后,中国政府就致力于逐渐推动资本账户开放。随着跨境资本流动规模的加大,中国经济也开始面临汇率政策与货币政策之间的冲突。在笔者看来,中国经济面临的三难

选择经历了两个截然不同的阶段。第一阶段在2007年至2008年全球金融危机爆发之前,中国经济面临持续的资本流入与人民币升值压力。这一阶段,货币政策的挑战在于如何避免资本持续流入造成的流动性过剩、通货膨胀与资产价格上涨。第二阶段则是在本轮全球金融危机爆发后,特别是2014年下半年以来至今,中国经济转而面临持续的资本外流与人民币贬值的压力。这一阶段,货币政策的挑战变成如何避免资本持续外流造成的流动性短缺、通货紧缩与资产价格下行。

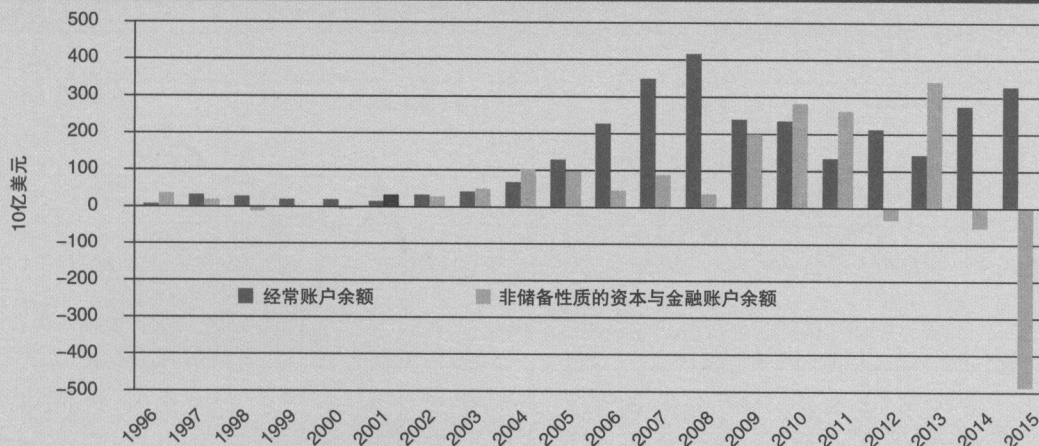
本文将重点分析在上述两个截然相反的阶段中,中国经济所面临的三难选择的具体情况、中国央行的现实选择,以及这种选择的利弊得失。本文剩余部分的结构安排如下:第一部分与第二部分,分别讨论在本轮全球金融危机爆发前后中国经济面临的三难选择状况;第三部分进行汇总分析,并在此基础上提出当前中国政府如何更好地应对三难选择的政策建议。

一、全球金融危机爆发前中国经济面临的三难选择

1999年至2011年,中国连续13年国际收支双顺差。一方面,随着中国在2001年底加入WTO,中国经济加速融入全球生产链,导致中国的贸易顺差持续飙升,年度经常账户顺差由2001年的174亿美元,一路攀升至2008年的4206亿美元,增长了23倍;另一方面,由于中国经济的高速成长以及中国政府为吸引FDI提供了很多优惠政策,中国经济也面临着持续的资本与金融账户顺差(见图1)。不过,在全球金融危机爆发前的一个鲜明特征是,中国经常账户顺差显著高于资本与金融账户顺差。例如,1999年至2011年这13年间,年均经常账户顺差达到1509亿美元,远高于975亿美元的年均资本与金融账户顺差。

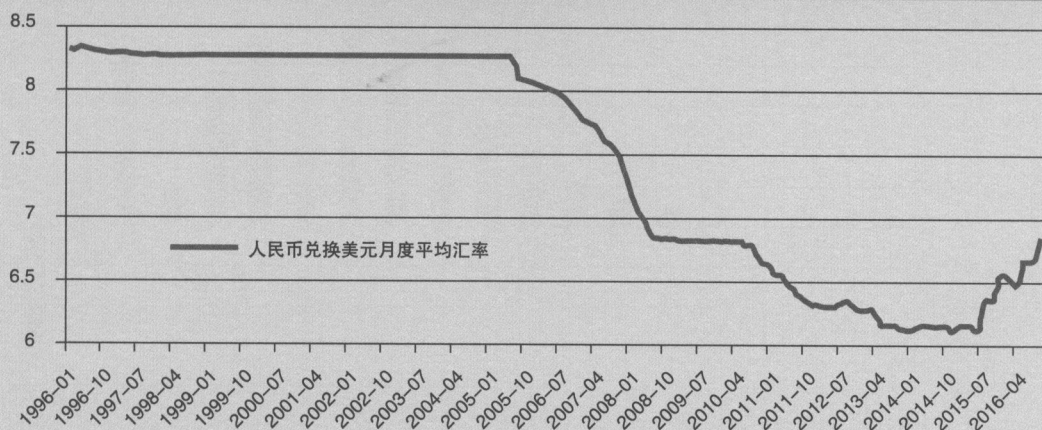
持续的国际收支双顺差自然会给人民币汇率带来升值压力。在东南亚金融危机爆发后,至2003年,人民币兑美元汇率始终保持在1比8.27—8.28的水平上;约从2003年起,人民币兑美元汇率开始面临市场升值压力。2005年7月21日,中国央行宣布改革人民币汇率形成机制,实施以市场供求为基础的、

图1 中国的年度国际收支状况



资料来源: CEIC

图2 人民币兑美元汇率的变动 (月度)



资料来源: CEIC

单一有管理的浮动汇率制，人民币兑美元汇率的每日浮动区间为正负千分之三。2005年6月至2008年9月，人民币兑美元汇率由1比8.277左右升值至1比6.831左右，累计升值了17.5%。而在2008年9月全球金融危机爆发后，人民币重新盯住美元，直至2010年6月中国央行重启汇改（见图2）。2005年6月至2008年9月，人民币的名义有效与实际有效汇率指数分别升值了14.8%与17.7%（见图3）。

尽管在2005年7月汇改之后至2008年9月全球金融危机爆发之前，无论人民币兑美元汇率还是人民币有效汇率均经历了一定程度的升值，但中国央行还是在外汇市场上进行了大量买美元、卖人民币的操作，以抑制人民币汇率的过快升值。这种操作最重要的证据，就是中国外汇储备的持续快速上升。

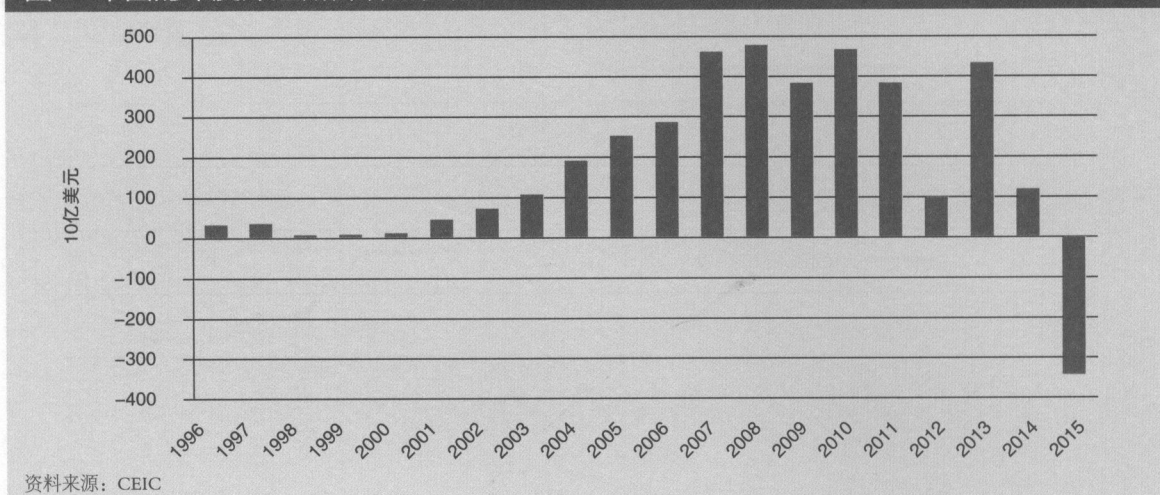
2003年，中国外汇储备年增量首次突破1000亿美元；之后快速上升，在2008年创下4783亿美元的年度增量峰值。2003年至2008年，中国外汇储备增长，累计达1.77万亿美元之巨，年均增加2956亿美元（见图4）。事实上，如果中国央行不在公开市场上进行抑制人民币汇率升值操作的话，中国外汇储备不会增加得如此之快；而相应，人民币汇率无疑会呈现更大幅度的上升。

众所周知，如果一国央行在公开市场上通过大量买入美元、卖出本币的方式来抑制本币升值，那么央行在积累外汇储备的同时，也会释放大量的本币流动性。而如果不对这些新释放的流动性进行冲销的话，一国就可能出现经济过热、通货膨胀或资产价格泡沫。从中国的情况看，自2003年起直至2010

图3 人民币有效汇率的变动（月度）



图4 中国的年度外汇储备增减状况



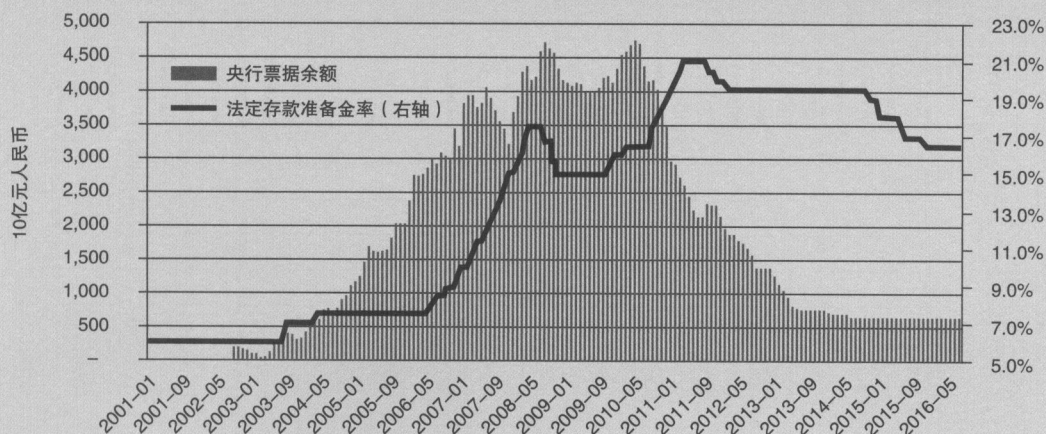
年, 中国央行一直在积极地进行冲销操作, 以回笼因购买美元资产而释放的流动性。从2002年9月起, 中国央行开始通过发行央行票据 (Central Bank Bills) 来回笼流动性。央行票据余额自此不断上升, 并在2008年10月达到4.74万亿元人民币的峰值 (见图5)。不过, 大量发行央行票据会导致央票利率上升, 从而加大央行的冲销成本。因此, 中国央行从2006年7月起, 开始通过提高存款类金融机构的法定存款准备金率的新工具来进行冲销。2006年6月至2008年6月这两年期间, 法定存款准备金率由7.5%上升至17.5%, 整整上升了10个百分点 (见图5)。

正是由于大规模冲销的存在, 尽管中国经济面临的跨境资本流动规模不断上升, 且央行依然在致力于避免人民币对美元的过快升值, 但中国央行

依然保留了一定程度的货币政策独立性。在经历了1998年至2000年的通货紧缩之后, 中国经济从2002年起进入了快速增长阶段, 年度GDP增速由2001年的8.3%一路上升至2007年的14.2%。为了抑制经济过热, 中国央行从2004年10月起启动了新一轮加息周期。在这一轮加息周期中, 金融机构1年期贷款基准利率由2004年9月的5.31%逐渐上升至2007年12月的7.47%, 累计加息了216个基点 (见图6)。这意味着, 在这一周期, 中国央行依然有能力通过加息来抑制经济过热, 并未因为担心加息会导致更大规模的短期资本流入与更大的人民币升值预期并加剧经济过热, 而停止收紧货币政策。

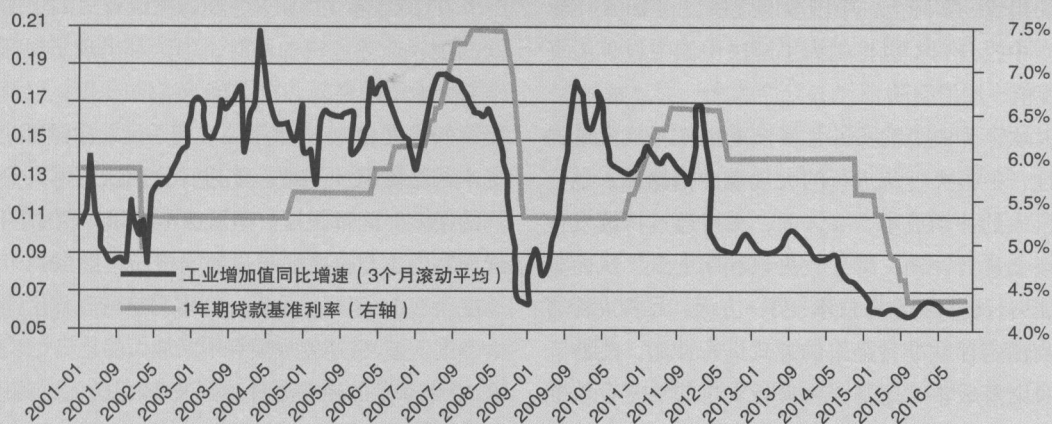
综上所述, 在2003年至2008年全球金融危机爆发前, 尽管中国经济面临着跨境资本流入与人民

图5 中国人民银行冲销工具的使用



资料来源：CEIC

图6 中国经济周期变动与货币政策走向



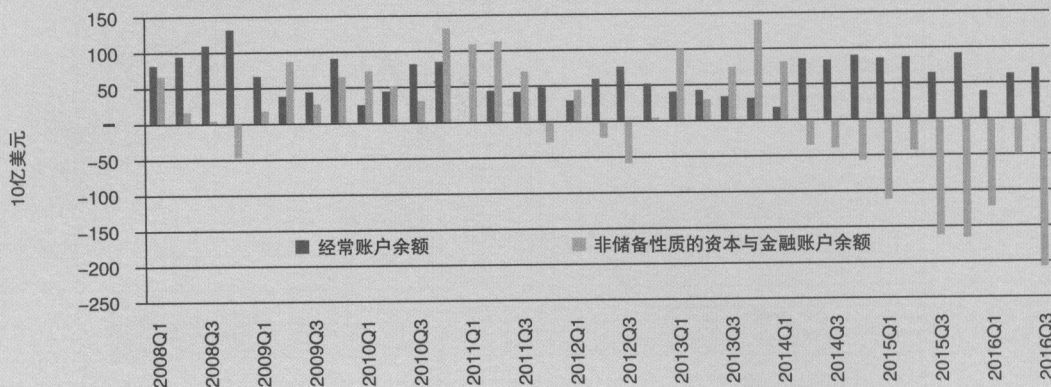
资料来源：CEIC

币升值压力，但由于频繁使用发行央票与提高法定存款准备金率的冲销工具，使得中国央行依然保持了一定程度的货币政策独立性。央行行长周小川把央行的这种操作称之为“总量对冲与池子理论”——“如果短期的投机性资金要进来的话，我们希望把它放在一个池子里，并通过对冲不使它泛滥到中国的实体经济中去。等到它需要撤退的时候，我们再把它们从池子里放出去让它们走。这将在很大程度上对冲掉资本异常流动对中国宏观经济的冲击”（周小川，2010）。换言之，在这一期间，中国央行的确如易纲和汤弦（2001）所建议的那样，实现了三难选择的中间解而非角点解，即同时实现了一定程度的资本流动、一定程度的汇率弹性以及一定程度的货币政策独立性。

虽然“总量对冲与池子”的使用的确帮助中国央行在这一时期内克服了三难选择，但这种策略并非没有成本。如果考虑到以下两大成本，中国央行在2003年至2008年期间应对三难选择的策略是否依然正确，就值得商榷。

首先，在公开市场抑制人民币汇率升值的结果，导致中国积累了大量的外汇储备。在2008年9月全球金融危机爆发时，中国的外汇储备存量已经达到1.91万亿美元。由于绝大部分外汇储备必须投资于以美元计价的资产（尤其是美国国债），中国的外汇储备面临巨大的机会成本（外汇储备投资收益远低于中国引入的FDI投资的收益）、汇率风险（美元贬值将会导致中国外汇储备购买力缩水）以及美国金融资产违约风险（例如，两房发行的机构债在2008年

图7 全球金融危机之后中国国际收支的新变化



资料来源：CEIC

一度濒临违约)。就连中国前总理温家宝也曾当面向美国前总统奥巴马表达了对中国外汇储备市场价值缩水的担忧。实际上，中国政府之所以在2007年年底成立中投公司，也正是为了解决中国主权外汇资产的保值、增值问题。

其次，为避免购买外汇资产的操作释放大量的流动性，中国央行所进行的大规模冲销操作，也会造成巨大的冲销成本。一方面，央行通过持续发行央行票据进行冲销，将导致央票利率上升，从而直接增加央行自身的财务成本；另一方面，尽管央行通过提高法定存款准备金率的方式进行冲销，能够降低自身财务成本（这是因为央行支付的法定存款准备金利率远低于央行票据的利率），但这无非是将央行的冲销成本转嫁给了商业银行，并最终通过负利率的方式转嫁给了家庭部门（Zhang, 2012）。例如，根据徐以升（2011）的计算，在2003年至2010年期间，央行通过发行央票以及提高法定存款准备金率进行冲销的累计成本达到1.08万亿元人民币，其中年度峰值为2008年的3090亿元人民币。又如，根据Zhang（2012）的估算，其一，由于央行通过提高法定存款准备金率的方式将冲销成本转嫁给商业银行，中国商业银行体系在2003年至2010年期间承担的冲销成本累计达到1.32万亿元人民币；其二，由于银行体系通过压低实际利率的方式将冲销成本转嫁给居民部门，中国居民部门在2003年至2010年期间承担的冲销成本累计达到1.55万亿元人民币。

二、当前中国经济面临的三难选择

在2008年美国次贷危机爆发以及2011—2012年欧洲主权债务危机加剧时，中国都出现了短暂的资本与金融账户逆差。在2008年第四季度，以及2011年第四季度和2012年第二、三季度，中国都出现了资本与金融账户逆差。不过，这两次资本与金融账户的逆差时间都很短。但从2014年起，中国开始持续面临资本与金融账户逆差的格局。自2014年第二季度至2016年第三季度，资本与金融账户已连续10个季度逆差，且逆差规模有不断加大的趋势（见图7）。这10个季度的逆差累计达到9984亿美元，其中后4个季度的逆差累计为5454亿美元。

在导致当前中国出现持续资本外流的诸多因素中，人民币对美元的贬值预期扮演着重要角色。^①如图8所示，在从2012年起至2015年“8·11”汇改之前，中国央行主要使用中间价管理（也即控制每天外汇市场上人民币兑美元汇率的开盘价）来抑制人民币兑美元汇率的大幅波动。因此，我们可以通过比较人民币汇率的中间价与收盘价的高低，来判断市场上人民币对美元的升贬值压力。在2012年第三季度至2014年第一季度，人民币兑美元汇率的收盘价持续高于中间价，表明在这一时期内，市场上存在人民币对美元的升值压力，而中国央行则通过持续压低中间价的方式来避免人民币过快升值。然而，从2014年第二季度起至2015年“8·11”汇改

①张明与谭小芬（2013）的研究表明，人民币汇率变动预期是导致中国短期资本流动变化的最重要驱动因素。

图8 人民币兑美元汇率的中间价与市场价



资料来源: CEIC

前,人民币兑美元汇率的收盘价则持续低于中间价。这意味着,在这一时期,市场上存在人民币贬值压力,而中国央行则通过持续抬高中间价的方式来避免人民币过快贬值。笔者认为,导致在2014年第一、二季度之交,市场上人民币对美元升值的预期逆转,恰好在于在2013年至2014年期间,人民币跟随美元对其他主要货币过快升值(见图3),使得人民币有效汇率由过去的低估状态转为高估,从而背离了中国经济的基本面,催生了人民币对美元贬值的预期。

为了让人民币在2015年下半年顺利加入IMF的特别提款权(SDR)篮子,中国央行在2015年8月11日汇改的核心,是主动放弃了对每日人民币兑美元汇率中间价的干预,让人民币兑美元汇率中间价基本上等于前一日的收盘价(张明,2016)。此举导致“8·11”汇改之后人民币对美元的显著贬值:从2015年8月11日至2016年12月16日,人民币兑美元汇率由1比6.1左右跌至1比6.95左右,跌幅约为14%(见图8)。

自2015年“8·11”汇改以来,在各方面压力之下,中国央行不得不采取措施以抑制人民币对美元的过快贬值。由于中国央行已经放弃了人民币兑美元汇率的中间价管理,因此中国央行主要采用了在外汇市场上卖出美元、买入人民币的公开市场操作来稳定汇率。毫无疑问,此举导致了中国外汇储备存量的缩水:2014年6月底至2016年11月底,中国的外汇储备存量从3.99万亿美元的峰值下降至3.05万亿美元,累计缩水9400亿美元。其中,2015年7月底

至2016年11月底,就缩水了5997亿美元(见图9)。诚然,这一期间美元对欧元、日元的升值,导致中国外汇储备出现负向的估值效应(Valuation Loss)也是其中原因之一;但估值效应只能解释一小部分外汇储备缩水额,绝大部分外汇储备规模的下降,仍应归因于中国央行在外汇市场上出售外汇储备以稳定本币汇率的操作。

对中国央行而言,外汇储备的快速下降并非好事,可能会削弱市场参与者对人民币汇率以及中国金融市场的信心。而要避免外汇储备的快速下降,中国央行就必须尽快缓解人民币对美元贬值的预期。然而,中国央行又不愿意承担人民币对美元一次性大幅贬值可能导致的不确定性,因此,央行不得不重新开始寻求对人民币汇率中间价进行某种程度的干预。

2015年12月11日,中国央行下属的中国外汇交易中心发布了CFETS汇率指数。该指数是由在中国外汇交易中心挂牌交易的13种货币组成的货币篮,并采用了考虑到转口贸易因素在内的贸易权重法计算而得。中国央行随后表示,建议市场更多地考虑人民币兑一篮子货币的汇率,而非仅仅看重人民币兑美元汇率。在2016年5月发布的2016年第一季度《货币政策执行报告》中,中国央行详细披露了新的人民币汇率定价机制。这一新机制的要点是,中国外汇市场的做市商(一些大型商业银行)在进行人民币兑美元汇率中间价报价时,需要同时考虑收盘价与一篮子货币汇率变化这两个因素。之所以考虑收盘价,是为了反映外汇市场的供求状况;之所以考

图9 中国外汇储备存量的变动

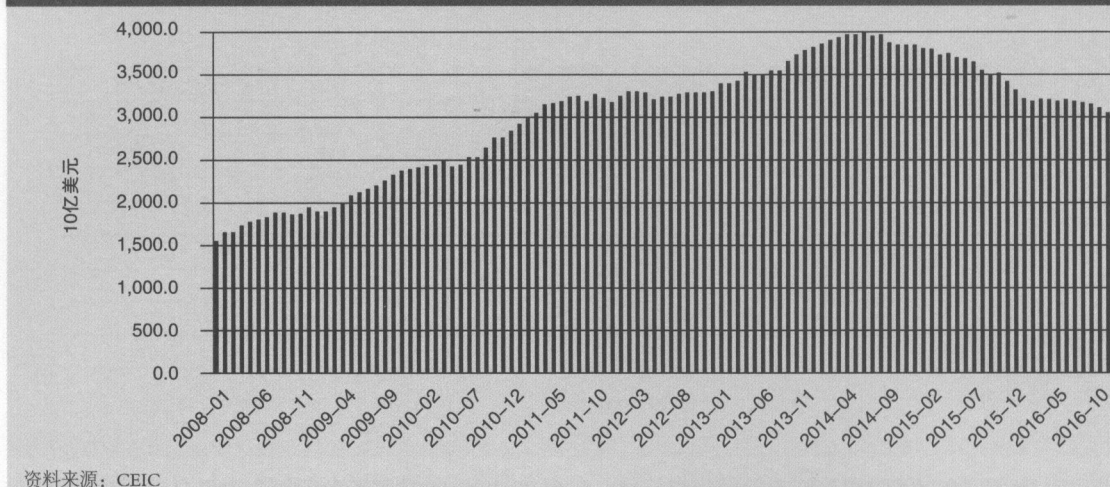
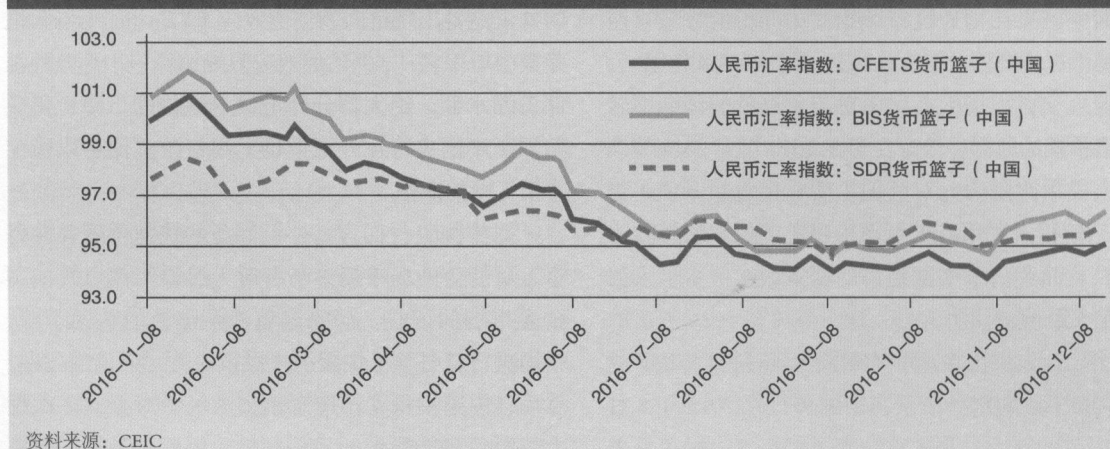


图10 人民币兑三个不同篮子货币的汇率走势



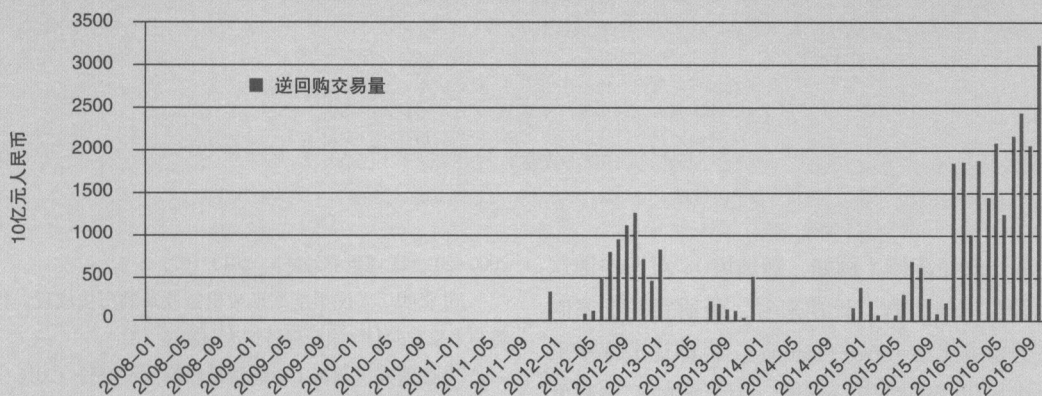
虑一揽子货币汇率变化，是为了保持人民币汇率指数的相对稳定。中国央行还建议做市商在报价时同时参考 CFETS、BIS 与 SDR 三个货币篮，以剔除货币篮子汇率变化中的噪音（中国人民银行，2016）。

然而，至少在2016年上半年，人民币兑三个篮子货币的汇率指数都呈现出显著下跌态势，其中人民币兑 CFETS 货币篮更是由 100 左右跌至 95 以下（见图 10）。这说明中国央行并未真正致力于维持人民币兑篮子货币的稳定。尤其是在 2016 年 5 月初至 7 月初这段时间内，无论是人民币兑美元的双边汇率，还是人民币兑三个篮子的有效汇率指数，均呈现出下跌态势。这种双重贬值的现象，说明中国央行并未完全按照其宣布的人民币汇率定价新机制行事，而是在利用当前的有利时机（2016 年上半年美联储没有加息导致美元指数走软、英国公投加剧全球金融

市场动荡）释放人民币汇率的贬值压力。

综上所述，2014 年第二季度至今，中国经济一方面面临持续的资本外流，另一方面面临人民币对美元的贬值压力。这就可能对中国央行的货币政策独立性产生影响。事实上，中国的季度 GDP 同比增速，已经由 2014 年第二季度的 7.4% 下降至 2016 年第三季度的 6.7%。中国的工业增加值同比增速在同期内更是大幅下降（见图 6）。为了避免经济增速的持续下滑，在 2014 年 11 月至 2015 年 10 月期间，中国央行曾连续 6 次下调存贷款基准利率（一年期存款基准利率由 3.00% 下调至 1.50%）。但是，从 2015 年 10 月至 2016 年 7 月初，尽管中国宏观经济增速依然在持续下滑，但中国央行却停止了降息（见图 6）。笔者认为，中国央行没有继续降息的一个重要原因，就是在“8·11”汇改加剧了市场上人民币贬值预期

图11 央行短期流动性调节工具的使用



资料来源：CEIC

的背景下，进一步降息将会通过压缩中美利差加剧人民币对美元贬值的预期，从而导致更大规模的资本外流，最终削弱央行降息的效力。这就意味着，为了维持汇率稳定，中国央行货币政策的独立性受到了削弱。

此外，一方面由于短期资本的持续外流，另一方面由于央行卖出美元、买入人民币的操作会造成本币流动性下降，中国央行也面临着持续向市场补充流动性的任务。2015年2月至2016年3月，中国央行连续5次下调法定存款准备金率（大型存款类金融机构的法定存款准备金率由20.0%下降至17.0%）。不过，总体而言，央行降准的节奏和幅度仍低于市场预期。为什么央行没有按照市场预期的节奏降准呢？央行研究局首席经济学家马骏表示：“在资本项目逐步开放的环境下，降准等数量工具的使用还需要考虑对资本流动的影响。如果降准力度过大或过于频繁，会导致境内短期利率过度下行，因此可能加剧资本外流，使得本来希望看到的通过降准提高货币乘数、扩大流动性的效果被对冲。”^①不难看出，马骏反对过快降准的理由，恰恰是担忧货币政策的放松将会导致人民币贬值预期与资本外流压力的加剧。这再次验证了，在资本外流的背景下，汇率维稳的目的将会削弱中国央行货币政策的独立性。既然不能及时降准，中国央行就不得不频繁使用包括逆回购、SLF与MLF在内的短中期流动性调节工具来向市场补充流动性。自2015年下半年以来，中国央行明显增加了逆回购的频率与规模（见图11）。

三、结论与政策建议

在全球金融危机爆发前，中国面临持续的资本流入与人民币升值压力。对此，中国央行通过不断购入外汇资产来抑制人民币对美元的过快升值，并通过持续的冲销政策维持了当时货币政策的独立性。换言之，中国央行的确在不可能三角中找到了中间解。但这种做法并非没有代价，主要代价包括巨额外汇储备的机会成本与各种风险，以及巨大的冲销成本（见表1）。

在全球金融危机爆发后，中国转为面临持续的资本外流与人民币贬值压力。在“8·11”汇改之前，中国央行主要通过中间价管理来抑制人民币的过快贬值；而在“8·11”汇改之后，中国央行转而使用了卖出美元、买入人民币的公开市场操作来稳定汇率。不过，为了维持汇率稳定，中国央行在“8·11”汇改之后明显放缓了货币政策的节奏。这意味着，汇率稳定的目标在一定程度上削弱了中国央行货币政策的独立性。此外，中国央行在市场上大量出售外汇储备以稳定汇率的做法，也导致了高昂的福利损失。

在当前的国内外形势下，中国央行如何更好地应对三难选择呢？笔者提出以下建议：

首先，作为一个大型经济体，相对独立的货币政策是非常重要的。中国央行不应该为了汇率维稳而放弃货币政策的独立性。

其次，作为一个大型经济体，盯住一篮子货币的汇率制度不是一种适合长期实施的制度。事实上，适合实施盯住一篮子货币汇率制度的国家，通常是

① <http://finance.qq.com/a/20151230/019462.htm>。

表1 全球金融危机前后中国经济面临的三难选择的变化

	三难选择			额外成本
	资本流动	汇率	货币政策	
全球金融危机前	持续的资本流入	人民币对美元升值的压力（央行试图避免人民币过快升值）	收紧货币政策以抑制经济过热（较为成功）	外汇储备攀升导致的机会成本、汇率风险、金融产品违约风险以及冲销成本
全球金融危机后	持续的资本流出	人民币对美元贬值的压力（央行试图避免人民币过快贬值）	放松货币政策以抑制经济下滑（不太成功）	外汇储备过快消耗造成福利损失

资料来源：笔者自行绘制

一些小型开放经济体（例如，新加坡）；对于中国这样的大型经济体而言，长期来看，最适宜的汇率制度应该是自由浮动（Free Floating），也即让汇率水平完全由市场供求来决定。当然，由当前的汇率制度转为自由浮动的汇率制度难以一蹴而就。而在目前的过渡阶段，较为适宜的的汇率制度应该是人民币有效汇率在一个较宽的波动区间内浮动。这一制度能够较好地兼顾人民币汇率的灵活性与稳定性（余永定等，2016）。换言之，如果当前人民币兑美元汇率仍有较大的下跌压力，那么我们应该尽快让这种压力释放出来。只有提高汇率的弹性，才能增强货币政策的独立性与有效性。

再次，考虑到中国经济潜在增速正在下降、国内各种金融风险正在快速显性化，以及国际金融市场仍处于持续动荡的过程中，在未来一段时期，中国政府应该避免过快地开放资本账户，且在必要时，还可考虑加强对跨境资本流动的管制。这样做一方面有助于抑制国内资本的大规模外流，缓解人民币贬值压力；另一方面，也可以加强中国货币政策的独立性。事实上，自2015年“8·11”汇改以来，中国央行已经显著收紧了对居民换汇与资金汇出的限制，这也是中国央行面临新的三难选择而不得不为之的权宜之计。

参考文献：

[1] 王宇哲、张明．人民币升值究竟对中国出口影响几何[J]．金融研究，2014（3）
[2] 徐以升．超过1万亿的代价——中国央行对冲外汇占款机制及成本评估与展望[J]．国际经济评论，2011（4）
[3] 易纲、汤弦．汇率制度“角点解假设”的一个理论基础[J]．金融研究，2001（8）
[4] 余永定、张斌、张明．尽快引入人民币兑篮子汇率宽幅区间波动[J]．国际经济评论，2016（1）
[5] 张明、谭小芬．中国短期资本流动的主要驱动因素：

2000–2012[J]．《世界经济》，2013（11）
[6] 张明．人民币汇率形成机制改革的历史成就、当前形势与未来方向[J]．国际经济评论，2016（3）
[7] 中国人民银行．中国货币政策执行报告（2016年第一季度）[R]．5月6日，www.pbc.gov.cn/2016年5月6日
[8] 周小川．在2010年财新峰会开幕式上的讲话[R]．财新网/2010年11月5日
[9] Borio, Claudio. “The Financial Cycle and Macroeconomics: What have We Learnt?” BIS Working Paper, No.395, December 2012
[10] Fisher, Stanley. “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” lecture delivered at the Meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6, 2001
[11] Mundell, Robert A. “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates”, Canadian Journal of Economic and Political Science, Vol.29, No.4, 1963, pp.475–485
[12] Obstfeld, Maurice and John Taylor. “The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run”, NBER Working Paper, No.5960, March 1997
[13] Obstfeld, Maurice. “Trilemmas and Trade-offs: Living with Financial Globalization”, BIS Working Paper, No.480, January 2015
[14] Rey, Hélène. “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013
[15] Zhang, Ming. “Chinese Stylized Sterilization: The Cost-sharing Mechanism and Financial Repression”, China & World Economy, Vol.20, No.2, 2012, pp.41–58

（责任编辑：袁跃东）