



No. 2413

Working Paper

开放条件下的双支柱调控效应： 跨国实证研究

马 勇 郭 锐 章洪铭

【摘 要】 本文基于全球 95 个经济体 1990-2020 年的非平衡面板数据，系统考察了经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响。实证结果表明：从主效应的角度，双支柱政策确实能够在产出稳定、物价稳定、信贷稳定和资产价格稳定上发挥逆周期的调控作用，从而促进经济和金融体系的共同稳定；但从调节效应的角度，随着经济和金融开放程度的提高，双支柱政策的调控效应在不同条件下均出现了一定程度的下降。进一步的分析表明，在中低程度的开放水平下，双支柱政策通过适度的力度搭配就能实现经济和金融的共同稳定；而在较高的开放水平上，宏观审慎政策由于面临较强的负向调节效应，这意味着随着经济和金融开放程度的上升，宏观审慎政策可能需要相对更大的实施力度来实现金融稳定。本文的分析结论不仅为理解双支柱政策在开放条件下的调控效应及其政策间的相互影响提供了一些基础性的经验证据，同时启示我们：双支柱政策的实施力度和组合模式的选择需要与一个国家的经济和金融开放程度予以结合考虑。

【关 键 词】 双支柱政策；经济开放；金融开放

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2413



微博·Weibo



微信·WeChat

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

开放条件下的双支柱调控效应：跨国实证研究¹

马勇² 郭锐³ 章洪铭⁴

【摘要】本文基于全球 95 个经济体 1990-2020 年的非平衡面板数据，系统考察了经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响。实证结果表明：从主效应的角度，双支柱政策确实能够在产出稳定、物价稳定、信贷稳定和资产价格稳定上发挥逆周期的调控作用，从而促进经济和金融体系的共同稳定；但从调节效应的角度，随着经济和金融开放程度的提高，双支柱政策的调控效应在不同条件下均出现了一定程度的下降。进一步的分析表明，在中低程度的开放水平下，双支柱政策通过适度的力度搭配就能实现经济和金融的共同稳定；而在较高的开放水平上，宏观审慎政策由于面临较强的负向调节效应，这意味着随着经济和金融开放程度的上升，宏观审慎政策可能需要相对更大的实施力度来实现金融稳定。本文的分析结论不仅为理解双支柱政策在开放条件下的调控效应及其政策间的相互影响提供了一些基础性的经验证据，同时启示我们：双支柱政策的实施力度和组合模式的选择需要与一个国家的经济和金融开放程度予以结合考虑。

【关键词】双支柱政策 经济开放 金融开放

引言与文献综述

自党的“十八大”以来，通过持续深化金融供给侧结构性改革，制度性金融开放取得了重大进展。然而，在冷战思维影响下，西方世界以加征不合理关税、实施无端制裁、控制金融机构行为等方式加剧了世界经济金融活动的摩擦，世界范围内经济金融形势恶化，中国的经济开放与金融开放面临新的挑战。在此背景下，2020 年 5 月 14 日，中共中央政治局常委会会议提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”，习近平总书记在党的“二十大”报告中同样强调“推进高水平对外开放”。这对当下的宏观调控政策提出了更高要求，宏观调控政策需要更好地平衡经济开放、金融开放与经济金融风险之间的关系，而双支柱政策作为宏观调控领域最重要的政策抓手之一，我们有必要对经济开放、金融开放与双支柱政策调控效应之间进行系统性的研究。有鉴于此，本文基于 95 个经济体 1990-2020 年的面板数据进行实证分析，系统考察经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响，并尝试讨论经济开放、金融开放与双支柱政策的协调搭配问题。

“货币政策+宏观审慎政策”的调控框架已经成为发达经济体和很多新兴市场经济体兼顾经济稳定和金融稳定的重要手段（范小云和王道平，2012；Kim and Mehrotra，2017）。双支柱政策的有效性在理论层面上已得到较多文献验证（马勇和姚驰，2022；Greenwood et al，2015），在实证层面上也获得了一定的文献支持（马勇和黄辉煌，2021），但现有文献并未充分讨论经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响，特别是在实证层面上。在经济开放方面，有关经济开放与经济增长、经济波动的研究汗牛充栋，也有不少研究发现经济开放会对金融稳定产生明显的影响（王聪和张铁强，2011）。在此基础上，由于货币政策可以促进经济增长、控制通货膨胀和稳定就业情况，其被广泛认为是中央银行维护经济稳定的重要工具，因此一支重要的文献是讨论经济开放如何影响货币政策的经济稳定作用（马勇和陈雨露，2014；Gali and Monacelli，2005；Romer，1993）。但在 2008 年金融危机之前，物价稳定被认为是实现经济金融稳定的关键，而金融稳定问题被长期忽略，因此尽管货币政策也具有金融稳定作用，但已有文献较少专门讨论经济开放对货币政策金融稳定作用的影响。同时，经济全球化浪潮与宏观审慎政策推出在时间上的错位，导致少有专门讨论宏观审慎政策与经济开放的研究。少数有关二者的研究基本是在引入金融开放条件的 DSGE 模型中（Ghilardi and Peiris，2016；Unsal，2011），但这些研究大多未深入讨论经济开放对宏观审慎政策作

¹ 本文系中国人民大学国际货币研究所（IMI）工作论文，编号 IMI Working Paper No.2413

² 马勇，中国人民大学国际货币研究所（IMI）特约研究员，经济学博士，教授，中国人民大学财政金融学院

³ 郭锐，博士研究生，西南财经大学中国金融研究中心。

⁴ 章洪铭，博士研究生，中国人民大学财政金融学院。

用的影响，这使得经济开放如何影响宏观审慎政策的经济稳定作用和金融稳定作用仍不明确。因此，在经济开放与货币政策金融稳定作用、宏观审慎政策经济稳定作用、宏观审慎政策金融稳定作用之间，无论是在理论上还是在实证上均存在一定程度的研究空白。

当前，中国仍处于资本账户渐进式开放的进程中，金融开放问题长期被学术界关注。金融开放的主要目的是利用金融自由化产生的增长效应，但资本的自由流动令金融开放过程中常伴随着经济金融不稳定。为应对金融开放后的潜在冲击，近年来的一大重要研究问题是讨论金融开放对货币政策与宏观审慎政策的影响，而这一研究目前主要基于理论模型展开（Korinek and Sandri, 2016; Unsal, 2011），少有文献利用大规模的实证数据来系统讨论金融开放对双支柱政策调控效应的影响。并且，由于理论模型中货币政策一般不直接兼顾金融稳定，因此关于金融开放如何影响货币政策的金融稳定作用在理论模型中鲜有讨论。同时，此情景下的宏观审慎政策多是盯住跨境资本流动的跨境宏观审慎政策（温兴春和梅冬州，2020；喻海燕和赵晨，2022），主要被用于讨论宏观审慎政策与资本管制政策的差异，金融开放对宏观审慎政策调控效应的影响在理论研究中暂未得到确切的回答。整体来看，已有研究在金融开放与货币政策金融稳定作用、宏观审慎政策经济稳定作用、宏观审慎政策金融稳定作用这三个问题上同样存在相当程度的研究空白，因此我们有必要通过实证研究方法对上述内容进行补充。

总体来看，现有关于经济开放、金融开放与双支柱政策调控效应的研究较为零散，少有研究对该问题进行系统性的分析，且尤其缺少基于可靠数据集开展的实证研究结果。同时，已有的实证研究并未深入讨论经济开放、金融开放与双支柱政策的协调问题，难以为政策实践提供可靠的建议。有鉴于此，本文基于95个经济体1990-2020年的跨国面板数据，对经济开放、金融开放与双支柱政策的经济金融稳定效应进行实证研究。较之已有文献，本文的主要边际贡献包括：（1）本文着重讨论了经济开放、金融开放对双支柱政策经济稳定作用和金融稳定作用的影响，并且通过使用主体范围广、时间跨度大和政策工具多的数据集，为双支柱政策的经济金融稳定效应提供了更加可靠的估计结果；（2）本文对开放条件下的双支柱政策调控效应进行了细致讨论，不仅详细分析了不同侧重目标下经济开放、金融开放与双支柱政策的政策选择方案，还利用门槛效应分析了经济开放和金融开放动态变化对双支柱政策调控能力的影响；（3）本文在考虑组合门槛效应与政策组合效应的基础上，不仅深入分析了不同经济金融开放组合对双支柱政策有效性的影响，还进一步讨论了不同双支柱政策有效性恢复措施的差异，从而有利于强化对经济开放、金融开放与双支柱政策调控效应三者关系的理解。概要言之，本文的分析结论不仅为理解双支柱政策在开放条件下的调控效应及其政策间的相互影响提供了一些新的经验证据，而且为双支柱政策在开放条件下的实施方式的选择提供了一些新的启示。

一、理论分析与实证设计

（一）理论分析

1. 经济开放削弱双支柱政策调控效应的理论机制

在经济开放条件下，货币政策与宏观审慎政策的制定与执行不仅需要考虑国内经济金融形势，还会受到外部因素的干扰与制约，因此理论上经济开放会削弱双支柱政策的经济稳定作用和金融稳定作用，而这种削弱主要通过实体经济渠道发挥作用。从产出维度看，随着经济开放水平的提高，出口对一国产出的影响将显著上升，这意味着国内生产不仅取决于国内需求，还会受到外部需求的影响。当全球经济低迷时，国内宽松的双支柱政策难以直接刺激国外市场需求并拉动本国出口增长，而当全球经济繁荣时，国内紧缩的双支柱政策也不能抑制国外市场需求。同时，经济开放使国内产业往往从属国际分工体系，相关产业供应链调整会冲击国内生产，而这种冲击很大程度上独立于国内的双支柱政策。此外，国际大宗商品价格变动将通过企业生产成本和居民生活成本两条途径影响产出，而国内的双支柱政策同样难以直接影响国际大宗商品价格。从物价维度看，经济开放使一国物价水平更易受到国际价格波动的影响。国际大宗商品价格的大幅上涨会通过进口渠道迅速传导至国内，引发输入型通货膨胀，而双支柱政策难以直接影响国际大宗商品价格。此外，海外需求变化也会通过影响国内收入和需求来间接影响物价水平，而双支柱政策也难以直接调控海外需求。从信贷维度看，经济开放使出口成为拉动信贷需求的重要力量，并削弱了双支柱政策对企业融资行为的引导作用。通过影响企业盈利和居民收入，外需变化可以影响居民信贷需求，进而削弱双支柱政策的调控效果。同时，紧缩的双支柱政策与旺盛的融资需求之间的矛盾可能催生影子银行，而影子银行信贷投放的波动同样会削弱双支柱政策的信贷稳定作用。从资产价格维度看，当外需旺盛时，实际收入的提高将带动居民部门风险偏好上升，进而助推资产价格上涨，此时紧缩的双支柱政策并不能抑制旺盛的外需；而当外需萎靡时，实际收入的下降令居民投资需求萎靡并导致资产价格承压，而宽松的双支柱

政策也难以直接提振居民的资产配置需求。

2. 金融开放削弱双支柱政策调控效应的理论机制

利率的变动是跨境资本流动的重要动因，货币政策与宏观审慎政策的调整往往会对利率产生不可忽视的影响，而金融开放恰恰为跨境资本的自由流动提供了制度条件。因此，在金融开放条件下，跨境资本流动在理论上会导致双支柱政策的调控效果被削弱。从产出维度看，在经济增长强劲时，紧缩的双支柱政策会使国内利率水平升高并刺激跨境资本流入，过剩的流动性会抵消其对产出的调控效果。在经济增长疲软时，宽松的双支柱政策会导致资本流出，反而导致国内信贷供给下降、资产价格下跌，无法有效刺激产出。此外，发达经济体的货币政策会对新兴市场经济体产生明显溢出效应，压缩新兴市场经济体的政策自主空间。从物价维度看，若紧缩的双支柱政策刺激了跨境资本流入，货币供给的增加和资产价格的上涨反而会加剧通胀压力。反之，若宽松的双支柱政策引发大量资本外流，货币供给收缩和负向财富效应则会加剧通缩压力。从信贷维度看，当国内的资金价格因紧缩的双支柱政策而上升时，大量跨境资本的流入不仅会直接增加信贷投放力度，还会通过推高资产价格进一步刺激信贷扩张，反之则有可能导致信贷供给收紧，并通过资产价格下跌进一步紧缩信贷。此外，金融开放还使企业融资渠道多样化，削弱了双支柱政策对企业融资的引导作用。从资产价格维度看，当紧缩的双支柱政策刺激跨境资本大量流入时，强劲的资产配置需求不仅会引发资产价格快速上涨，产生的超额回报还会刺激更多的资金绕过监管以获取利润，从而大大削弱双支柱政策的有效性。类似的，当宽松的双支柱政策引发资本外逃时，投资者会加速抛售资产，从而导致资产价格下跌，甚至引发系统性风险。

（二）模型设定与估计方法

由于宏观经济变量一般具有较强的持续性，因此宏观数据间大多存在动态关系，如果在模型中不考虑这种动态关系，很有可能会产生遗漏变量偏差。因此，本文参考已有文献（马勇和黄辉煌，2021；Alam et al., 2019；Cerutti et al., 2017）的做法，使用动态面板模型来考察经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响，同时本文采用滞后一期的解释变量与控制变量，以缓解反向因果产生的内生性问题。基准模型设定如下：

$$\Delta y_{i,t} = \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Tr_{i,t-1} + \beta_4 MP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} / \beta_4 MAP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$\Delta y_{i,t} = \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Ka_{i,t-1} + \beta_4 MP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} / \beta_4 MAP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中，下标 i 和 t 分别代表个体和时间， $\Delta y_{i,t}$ 表示 i 经济体的变量 y 在 t 时期相较上一期的变动， $Tr_{i,t}$ 表示经济开放度， $Ka_{i,t}$ 表示金融开放度， $MP_{i,t}$ 表示货币政策立场， $MAP_{i,t}$ 表示宏观审慎政策立场， $X_{i,t}$ 为控制变量， μ_i 表征国家异质性， $\varepsilon_{i,t}$ 为残差项。在第五部分，本文进一步考察了开放条件下的组合门槛效应和政策组合效应，用于分析组合门槛效应和政策组合效应的模型设定如下：

$$\Delta y_{i,t} = \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Tr_{i,t-1} + \beta_4 Ka_{i,t-1} + \beta_5 MP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} / \beta_5 MAP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} + \beta_6 MP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} / \beta_6 MAP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

$$\Delta y_{i,t} = \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Tr_{i,t-1} / \beta_3 Ka_{i,t-1} + \beta_4 MP_{i,t-1} * MAP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} / \beta_4 MP_{i,t-1} * MAP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}$$

在估计方法上，由于固定效应估计法会产生动态面板偏误，加之跨国宏观面板数据的时间跨度往往不够长，“小 T 大 N ”型面板数据也会导致估计结果有偏且不一致，本文采用系统 GMM 估计方法来缓解这一问题，并展示 AR（2）检验和过度识别检验结果以验证结果的稳健性。此外，在关于 CPI 增速的相关回归中，为消除模型二阶自相关性以使模型设定正确，模型中加入了 $CPI_{i,t-2}$ 。

（三）变量选取与构造

1. 被解释变量

经济稳定和金融稳定是宏观调控的两大目标，经济稳定通常是指一个国家或地区在一定时期内，经济运行的各项指标（如物价、就业、产出等）保持在一个相对平稳的状态，避免出现剧烈波动；而金融稳定更侧重金融市场、金融机构和金融体系整体运行的平稳，体现为金融系统可以有效应对各类风险与冲击，并保持金融中介功能的正常发挥。

在经济稳定方面，由于泰勒规则下的货币政策一般盯住产出与通胀，因此一般从产出稳定和物价稳定两个维度来衡量经济稳定，本文使用实际 GDP 增速与 CPI 增速作为产出水平和物价水平的代理变量。而在金融稳定方面，已有文献测度金融稳定的方式较为多样，龙海明和吴迪（2022）对金融稳定的测度方式进行了较为全面的总结。为了尽可能避免在时空维度上产生样本选择偏误，本文主要采用单一金融风险指标来衡量金融稳定。与已有文献一致（Cerutti et al., 2017；Fendoğlu, 2017；Ostry et al., 2012），本文使用

信贷增速衡量金融系统的顺周期风险积累，以从信贷维度衡量金融稳定。同时，由于银行信用创造过程中抵押品渠道的存在，金融风险的积累还与抵押品的资产价格密切相关，因此本文还选择实际房价增速，以从资产价格维度衡量金融稳定。

2. 主要解释变量

在货币政策方面，政策利率或短期市场利率是常见的货币政策代理变量。为缓解零利率下限约束、及时体现货币政策变化和控制不同国家货币政策框架与金融体系的差异，本文参考中国人民银行货币政策委员会的做法⁵，使用短期市场利率作为跨国研究中货币政策的代理变量。短期市场利率上升代表货币政策收紧，短期市场利率下降代表货币政策放松。在宏观审慎政策方面，本文使用 Alam et al. (2019) 提供的跨国宏观审慎政策数据库 (iMaPP) 来构建政策虚拟变量，该变量在一国宏观审慎政策收紧时被赋值为+1，而在放松时被赋值为-1。与标准文献做法一致 (马勇和黄辉煌, 2021; Alam et al., 2019)，由于直接使用政策虚拟变量无法准确体现宏观审慎政策的取向，本文将最近 4 个季度的政策虚拟变量加总结果 MAP_{it} 作为本季度宏观审慎政策的代理变量。在经济开放与金融开放方面，一般可以根据事实开放水平与法定开放水平进行测度。事实开放度的测算主要基于国际收支平衡表的数据，而法定开放度的测算主要根据一国相关法律法规进行估计所得，两种衡量方式各有优劣并均在文献中广泛使用。考虑到事实开放水平在短期内对政策调控效果的影响更为主要，本文使用来自 Gygli et al. (2019) 计算的事实开放水平作为代理变量。

3. 控制变量

引入控制变量是缓解内生性问题的有效手段。在跨国面板数据中，由于国家异质性较强，个体固定效应的纳入可以有效吸收各国在制度方面的异质性，以及其余不随时间变化的遗漏变量。同时，由于直接控制时间固定效应很有可能导致政策效应被错误吸收，进而产生错误的估计结果 (Brunnermeier et al., 2020)，与已有文献一致 (Galati and Moessler, 2018; Nakatani, 2020)，本文通过引入 CBOE 恐慌指数 (vix) 来代替时间固定效应，吸收不随个体变化而随时间变化的因素。同时，本文参考陈雨露等 (2016) 的做法，在模型中引入国内储蓄率 ($saving$) 和人口增长率 ($population$) 来控制相关因素，以更好地关注经济开放、金融开放对双支柱政策调控效应的影响。

(四) 数据来源与描述

当下，跨国宏观实证研究越来越倾向使用包含更广泛经济体的样本，一方面数据可得性的增强使得运用包含更广泛经济体的样本成为可能，另一方面使用包含广泛经济体的样本可以显著增强研究的普适性和稳健性，避免因使用特定样本而产生特定的研究结果。特别是在 IMF 对宏观审慎政策数据库进行更新与完善后，基于时间跨度长、国家范围广的样本开展更稳健的双支柱政策研究成为可行。尽管 IMF 提供了 134 个经济体的宏观审慎政策数据，但由于其他相关数据的可得性限制，本文最终获得了包含 35 个发达经济体和 60 个新兴市场经济体 1990 年 1 季度至 2020 年 4 季度的跨国非平衡面板季度数据，数据主要来源于 IMF、BIS、WB、CEIC 和 KOF 瑞士经济研究所 (KOF Swiss Economic Institute)。与主流文献做法一致，本文对所有连续变量进行上下 1% 缩尾处理与标准化处理，以缓解异常值影响。

二、经济开放、金融开放与双支柱政策的经济稳定效应

(一) 基本回归

为考察双支柱政策在经济开放和金融开放条件下的经济稳定效应，本部分基于式 (1) 和 (2) 设定的基准模型进行系统 GMM 估计⁶。在产出稳定上，货币政策、宏观审慎政策对实际 GDP 增速的主效应至少在 5% 水平上显著为负，货币政策、宏观审慎政策与经济开放度交乘项的回归系数至少在 5% 水平上显著为正，货币政策、宏观审慎政策与金融开放度交乘项的回归系数也至少在 5% 水平上显著为正，这意味着双支柱政策对产出的调控作用将随经济开放和金融开放水平的提高而减弱。而在物价稳定上，货币政策、宏观审慎政策对 CPI 增速的主效应大多显著为负，货币政策、宏观审慎政策与经济开放度交乘项的回归系数至少在 5% 水平上显著为正，货币政策、宏观审慎政策与金融开放度交乘项的回归系数也至少在 5% 水平上显著为正，这同样意味着经济开放与金融开放水平的提高会削弱双支柱政策对 CPI 增速的主效应。

⁵ 参考中国人民银行货币政策委员会讨论论文《国际金融危机冲击的预期传导和政策共振》。

⁶ 由于篇幅所限，第三部分与第四部分的基本回归、内生性检验与稳健性检验结果未列示，如有需要可向作者索取。

（二）开放条件下以经济稳定为目标的政策选择

为提炼开放条件下以经济稳定为目标的政策选择方案，本部分采用 HP 滤波提取实际 GDP 增速和 CPI 增速的周期项作为因变量进行回归分析，检验开放条件下双支柱政策在周期不同阶段的效果差异。本部分采用如下形式的回归模型：

$$\begin{aligned}\Delta y_{i,t} &= \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Tr_{i,t-1} + \beta_4 MP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} / \beta_4 MAP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} \\ &+ \beta_5 MP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} * Boom_{i,t-1} / \beta_5 MAP_{i,t-1} * Tr_{i,t-1} * Boom_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \\ \Delta y_{i,t} &= \beta_0 \Delta y_{i,t-1} + \beta_1 MP_{i,t-1} + \beta_2 MAP_{i,t-1} + \beta_3 Ka_{i,t-1} + \beta_4 MP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} / \beta_4 MAP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} \\ &+ \beta_5 MP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} * Boom_{i,t-1} / \beta_5 MAP_{i,t-1} * Ka_{i,t-1} * Boom_{i,t-1} + \gamma X_{i,t-1} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}\end{aligned}$$

$BOOM$ 表示是否为上行周期，当周期项大于 0 时 $BOOM$ 取值为 1。此时， β_4 为下行周期时开放条件对双支柱政策的调节作用，而 $\beta_4 + \beta_5$ 为上行周期时开放条件对双支柱政策的调节作用。当 β_4 与 $\beta_4 + \beta_5$ 同号时， $\beta_4 > \beta_4 + \beta_5$ 意味着开放条件对双支柱政策的调节作用在下行周期更强，反之则意味着调节作用在上行周期更强；当 β_4 与 $\beta_4 + \beta_5$ 异号时，意味着开放条件对双支柱政策的调节作用在上下行周期相反。

表 1 的结果（1）和（2）表明，在产出稳定上，经济开放对货币政策的负向调节作用在产出上行期较弱、在产出下行期较强，而对宏观审慎政策的负向调节作用则在产出上行期较强、在产出下行期较弱。因此，为抑制产出过热，政策当局可以优先考虑运用货币政策，并配合经济开放水平的适当降低。降低经济开放水平不仅可以直接抑制产出过热，还可以提升双支柱政策效果，避免双支柱政策“急转弯”对经济造成额外影响。而当政策当局希望避免产出过冷时，选择不同的经济开放水平实际上是在选择通过经济开放实现产出稳定，还是通过双支柱调控来实现产出稳定。在产出下行时，解决需求不振一般是宏观政策发挥作用的重要前提。在存在旺盛海外需求的情况下，提高经济开放水平可以有效提振产出，但在海外需求不振时，运用双支柱政策来实现经济稳定可能是更好的选择。但由于双支柱政策更多针对供给侧，往往还需要财政政策配合。在中国应对 2008 年金融危机的过程中，地方政府运用庞氏融资能力产生了类似双支柱政策和财政政策配合的“宽信用”效果，从而降低了经济波动（马勇和章洪铭，2023）。当下，我国经济正处于“三重压力”和“三期叠加”的特殊时期，“稳增长”是当前宏观政策的重要目标。但在海外需求同样低迷的背景下，当下的政策选择应更加注重国内政策的发力，上述研究结果为当前中国采取以国内大循环为主体的“双循环”战略提供了实证支持。

表 1 的结果（3）和（4）表明，经济开放对双支柱政策物价稳定的负向调节作用主要存在于物价上行期，而在物价下行期没有明显的负向调节作用。因此，为稳定物价水平，政策当局同样可以考虑适当调整经济开放水平。调整经济开放水平意味着调整本国经济与外部经济的关系，也可以在一定程度上控制国际产品价格对国内物价的影响。在物价上行期，经济开放水平的适当降低在某些情况下可以弱化国际价格水平上涨对国内物价的影响，同时其对双支柱政策的负向调节作用将被弱化。而在物价下行期，如果可以通过增加商品出口缓解生产过剩带来的通缩压力，那么通过提升经济开放水平来避免通货紧缩是一个有意义的选择，否则降低经济开放水平以增强双支柱政策效力可能更加合适。在现实中，中国在 20 世纪 90 年代后期出现了经济增速下滑、消费需求不振和通货紧缩问题，加入 WTO 一般被认为是中国扭转该情况的重要因素之一，这为本文的分析提供了有力的事实证据。

表 1 经济开放条件下，双支柱政策的产出稳定效应和物价稳定效应（区分周期）

	产出稳定		物价稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.1588*** (0.0306)	-0.4028*** (0.0630)	-0.0904*** (0.0320)	-0.0325* (0.0167)
<i>L.MAP</i>	-0.0246** (0.0100)	-0.1904*** (0.0627)	-0.0111** (0.0054)	-0.0279*** (0.0094)
<i>L.Tr</i>	0.0906*** (0.0348)	0.1343* (0.0750)	0.0931*** (0.0253)	0.0602*** (0.0167)
<i>L.Tr* L.MP</i>	0.2220*** (0.0533)		0.0309 (0.0376)	
<i>L.Tr* L.MP*L.BOOM</i>	-0.1717** (0.0756)		0.1797*** (0.0656)	
<i>L.Tr* L.MAP</i>		0.1826** (0.0717)		0.0218 (0.0145)
<i>L.Tr* L.MAP*L.BOOM</i>		0.1738*** (0.0615)		0.0392* (0.0221)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6735	6735	7297	7297
N_group	85	85	87	87
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.4221	0.5156	0.8115	0.5477
Hansen_p	0.4677	0.1808	0.2779	0.4787

注：括号内为回归系数标准误，*、**、***分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。下表同。

表 2 的结果表明，金融开放对双支柱政策产出稳定和物价稳定的负向调节作用在上行期会明显加强，这意味着大规模的资本流动会显著削弱双支柱政策的经济稳定作用。显然，政策当局不应该允许大规模资本流动的出现，尤其需要防范大规模“热钱”在产出上行期和物价上行期内涌入。但这并不意味着政策当局要“因噎废食”，而应该更加审慎地把握金融开放的程度。正如 McKinnon（1993）所表明的，金融开放的前提是要有较为稳定的宏观经济和较为完善的金融体系。从本文的研究结果来看，金融开放程度的提高不仅会直接影响经济稳定，还会削弱双支柱政策调控作用，这意味着如果经济体在宏观经济情况不佳的情况下进行金融开放，经济体可能因无法承受和无法化解潜在风险而产生剧烈波动。换言之，当需要运用双支柱政策工具来稳定国内经济情况时，政策当局应当尽量降低金融开放水平。

表 2 金融开放条件下，双支柱政策的产出稳定效应和物价稳定效应（区分周期）

	产出稳定		物价稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.5206*** (0.1043)	-0.0845*** (0.0296)	-0.1385*** (0.0464)	-0.0216* (0.0117)
<i>L.MAP</i>	-0.1000*** (0.0309)	-0.5251*** (0.1424)	-0.0068* (0.0036)	-0.1104*** (0.0417)
<i>L.Ka</i>	-0.3645** (0.1677)	-0.3372** (0.1711)	0.0633 (0.0625)	0.0559 (0.0397)
<i>L. Ka * L.MP</i>	0.2202** (0.1062)		0.1041** (0.0511)	
<i>L.Ka* L.MP*L.BOOM</i>	0.2676** (0.1266)		0.1590*** (0.0508)	
<i>L. Ka * L.MAP</i>		0.3177** (0.1260)		0.0837** (0.0409)
<i>L.Ka* L.MAP*L.BOOM</i>		0.2614*** (0.0520)		0.0665*** (0.0226)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6735	6735	7297	7297
N_group	85	85	87	87
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.2290	0.8067	0.7006	0.9227
Hansen_p	0.1142	0.4574	0.6294	0.8922

（三）稳健性检验

本部分使用国家治理水平变量作为工具变量进行内生性检验，并进行了如下稳健性检验：（1）使用政策利率与 MCI 指数作为货币政策测度；（2）使用不同类型的宏观审慎政策工具作为宏观审慎政策测度；（3）使用法定开放度作为开放水平的测度。以上稳健性检验结果与基本回归结果保持一致。

三、经济开放、金融开放与双支柱政策的金融稳定效应

（一）基本回归

为考察双支柱政策在经济开放和金融开放条件下的金融稳定效应，本部分同样基于式（1）和（2）设定的基准模型进行系统 GMM 估计。在信贷稳定上，货币政策、宏观审慎政策对信贷增速的主效应至少在 10%水平上显著为负，货币政策、宏观审慎政策与经济开放度交乘项的回归系数分别在 1%、5%水平上显著为正，货币政策、宏观审慎政策与金融开放度交乘项的回归系数均在 1%水平上显著为正，这意味着经济开放与金融开放会削弱双支柱政策的主效应。在资产价格稳定上，货币政策、宏观审慎政策对实际房价增速的主效应显著为负，货币政策、宏观审慎政策与经济开放度交乘项的回归系数至少在 10%水平上显著为正，而货币政策、宏观审慎政策与金融开放度交乘项的回归系数也至少在 10%水平上显著为正，这同样意味着经济开放与金融开放会削弱双支柱政策的主效应。

（二）开放条件下以金融稳定为目标的政策选择

为提炼开放条件下以金融稳定为目标的政策选择方案，本部分同样采用 HP 滤波提取信贷增速和实际房价增速的周期项作为因变量进行回归分析，基于式（5）和（6）检验开放条件下双支柱政策在周期不同阶段的效果差异。

表 3 的结果（1）和（2）表明，在信贷周期上行时，经济开放水平的提高会削弱双支柱政策的效果。因此，在避免信贷过度扩张的调控目标下，政策当局需考虑适当降低经济开放水平。而在信贷周期下行时，经济开放水平的提高反而可以增强货币政策的效果，但会削弱宏观审慎政策的作用。因此，在避免信贷萎缩和严重金融去杠杆的调控目标下，政策当局可以更多依靠货币政策进行调控，并适当提高经济开放水平以增强货币政策效果。这种增强可能源自本币贬值对出口的刺激，出口增加会带动国内生产并增加信贷需求，从而产生信贷稳定效应。从结果（3）和（4）来看，在资产价格周期上行时，经济开放水平的提高会削弱货币政策的效果，但反而会增强宏观审慎政策的效果。这可能是因为经济开放水平的提高会促使企业增加对实体经济的投资，将信贷资金从房地产市场分流至实体经济中，这相当于在宏观审慎政策限制信贷资金供给的基础上，进一步限制了信贷资金的用途，从而增强了宏观审慎政策的调控效果。因此，在避免资产价格过快上涨的调控目标下，政策当局可以更多依靠宏观审慎政策，此时也可以更加自由地调整经济开放水平。如需要使用货币政策，政策当局可能需要考虑适当降低经济开放水平。在资产价格周期下行时，经济开放水平的提高会削弱宏观审慎政策的作用，因此，在避免资产价格崩溃的调控目标下，政策当局一方面可以适当降低经济开放水平，避免宏观审慎政策失效，另一方面可以考虑优先使用货币政策。

表 4 的结果（1）和（2）表明，在信贷周期上行时，降低金融开放水平有利于降低其对双支柱政策的负向调节作用。这与现实情况一致，当一国金融形势较好时，政策当局往往还会强化对跨境资本流动的监管，以避免热钱大量流入。因此，在避免信贷过度扩张的调控目标下，政策当局最好加强对跨境资本流动的监管以强化双支柱政策的调控效果，进而根据本国情况选择双支柱政策组合。而在信贷周期下行时，提高金融开放会削弱宏观审慎政策的作用，但似乎可以通过加强货币政策效果以改善金融形势。然而，金融开放水平大幅提高与货币政策宽松带来的金融形势改善，本质是流动性宽松产生的金融泡沫，金融泡沫一旦破裂会对经济金融体系产生严重伤害。总体上看，政策当局不应在信贷周期下行时大幅提高金融开放水平，反而需要加强资本管制，谋求其他手段来避免产生严重的金融去杠杆。从结果（3）和（4）来看，金融开放对双支柱政策的负向调节作用在资产价格上行周期和下行周期没有明显差异，较高的金融开放水平在不同时期均会大幅削减双支柱政策的主效应。因此，无论在资产价格的上行周期还是下行周期中，都不应该盲目增加金融开放水平，而应该根据国内经济金融体系的具体情况选择合适的金融开放水平，在有条件和有节制的金融开放下充分发挥外部资本的正向影响，同时通过双支柱政策来控制 and 减轻可能伴随而来的风险。

表 3 经济开放条件下，双支柱政策的信贷稳定效应和资产价格稳定效应（区分周期）

	信贷稳定		资产价格稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.1327*** (0.0497)	-0.0410** (0.0192)	-0.1141*** (0.0366)	-0.1102*** (0.0224)
<i>L.MAP</i>	-0.0180** (0.0084)	-0.0531*** (0.0182)	-0.0727*** (0.0172)	-0.0596** (0.0292)
<i>L.Tr</i>	-0.0323 (0.0538)	-0.0162 (0.0301)	0.0008 (0.0575)	-0.0478 (0.0555)
<i>L.Tr* L.MP</i>	-0.2193** (0.1044)		-0.0851 (0.0813)	
<i>L.Tr* L.MP*L.BOOM</i>	0.6712*** (0.1298)		0.4276*** (0.1565)	
<i>L.Tr* L.MAP</i>		0.0497* (0.0255)		0.1446*** (0.0498)
<i>L.Tr* L.MAP*L.BOOM</i>		0.0247 (0.0425)		-0.1832** (0.0760)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6024	6024	4489	4489
N_group	86	86	60	60
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.9631	0.8181	0.3578	0.2693
Hansen_p	0.1064	0.2467	0.6495	0.4569

表 4 金融开放条件下，双支柱政策的信贷稳定效应和资产价格稳定效应（区分周期）

	信贷稳定		资产价格稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.1411** (0.0659)	-0.1753*** (0.0344)	-0.7444*** (0.1720)	-0.3163*** (0.0731)
<i>L.MAP</i>	-0.0147* (0.0085)	-0.1674** (0.0686)	-0.0326*** (0.0112)	-0.3575** (0.1716)
<i>L.Ka</i>	-0.0014 (0.0737)	0.1317* (0.0705)	-0.0117 (0.1405)	-0.1717 (0.1870)
<i>L. Ka * L.MP</i>	-0.2554** (0.1296)		0.5764*** (0.1790)	
<i>L.Ka* L.MP*L.BOOM</i>	0.6952*** (0.1382)		-0.0932 (0.2116)	
<i>L. Ka * L.MAP</i>		0.2275*** (0.0679)		0.3470** (0.1666)
<i>L.Ka* L.MAP*L.BOOM</i>		-0.1402*** (0.0483)		-0.1006 (0.0840)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6024	6024	4489	4489
N_group	86	86	60	60
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.1108	0.7438	0.9300	0.9395
Hansen_p	0.4688	0.1438	0.2169	0.1527

结合第三部分的分析，本文尝试提炼在经济金融开放条件下的政策选择方案。对于经济开放而言，在经济稳定和金融稳定的双重目标下，政策当局在上行周期中不仅可以选​​择收紧双支柱政策，在必要时还可以降低经济开放程度进行配合；而在下行周期中，由于经济开放水平的提高在大多数情况下会削弱双支柱政策的效果，此时政策当局需要选择是主要通过经济开放还是双支柱调控来改善宏观经济形势，这一选择取决于经济开放是否可以带来强劲​​的海外需求。而对于金融开放而言，不论经济金融体系处于何种周期阶段，政策当局都应当对金融开放的选择保持慎重，尤其要对程度较高的金融开放保持高度警惕。换言之，金融开放不应成为调节国内宏观经济形势的主要手段，恰恰相反，在国内宏观经济形势稳定或双支柱政策具有较强调控能力时，金融开放才应是可以考虑的政策选择。一般情况下，保持较高水平的资本管制更加有利于实现经济稳定与金融稳定，并且此时双支柱政策遭受的负向调节效应较弱，其较强的宏观调控能力可以成为政策当局的重要抓手。

（三）稳健性检验

本部分使用国家治理水平变量作为工具变量进行内生性检验，并进行了如下稳健性检验：（1）使用政策利率与 MCI 指数作为货币政策测度；（2）使用不同类型的宏观审慎政策工具作为宏观审慎政策测度；（3）使用法定开放度作为开放水平的测度；（4）采用金融稳定指数作为金融稳定测度。以上稳健性检验结果与基本回归结果保持一致。

四、经济开放、金融开放与双支柱政策的有效性

本文在前文中分别讨论了双支柱政策在经济金融开放条件下的经济稳定效应和金融稳定效应，并初步讨论了经济金融开放政策与双支柱政策的组合选择问题。然而，由于经济金融开放程度会影响双支柱政策的调控效力，开放政策与双支柱政策进行组合的前提应当是政策有效，因此有必要从不同角度讨论经济金融开放与双支柱政策的有效性。

（一）单一门槛效应

一般而言，双支柱政策需要同时兼顾经济稳定和金融稳定目标，由于经济开放和金融开放的变动将同时影响双支柱政策的产出稳定效应、物价稳定效应、信贷稳定效应和资产价格稳定效应，因此本文首先尝试在双目标下讨论双支柱政策的有效性。为了便于讨论，本文将基于式（1）和（2）所设定的模型视作线性门槛模型，根据基本回归结果计算出货币政策和宏观审慎政策稳定效应的经济开放门槛值与金融开放门槛值，表 5 展示了门槛值的计算结果。当经济开放水平和金融开放水平小于门槛值时，货币政策和宏观审慎政策有效。

从单一门槛效应来看，经济开放的逐步提升将首先令货币政策物价稳定能力失效，进而带来宏观审慎政策信贷稳定能力的丧失，此时货币政策的信贷稳定作用也在濒临失效的边缘，但当经济开放水平较高时，货币政策仍可能具有产出稳定能力和资产价格稳定能力。而金融开放的逐步提升将首先令货币政策物价稳定能力失效，进而导致双支柱政策基本丧失物价稳定能力和信贷稳定能力。需要特别注意的是，由于货币政策和宏观审慎政策在四个维度上的金融开放门槛值大多较为接近，金融开放水平的选择不当有可能直接导致双支柱政策失去绝大部分的调控能力。

表 5 双支柱政策经济金融稳定效应的单一门槛值

		产出稳定	物价稳定	信贷稳定	资产价格稳定
货币政策	经济开放门槛值	1.6545	0.5000	0.9424	2.9806
	金融开放门槛值	1.0448	0.4238	0.8889	1.6696
宏观审慎政策	经济开放门槛值	1.0458	0.8710	0.8421	1.1860
	金融开放门槛值	1.2769	0.9938	1.0236	1.1383

（二）组合门槛效应

在前文分析中，本文发现经济开放和金融开放对双支柱政策的调控作用均存在显著的单一门槛效应（即有显著的调节效应），而在宏观调控过程中经济开放和金融开放的选择有可能并不独立，经济金融不同开放程度的组合可能会对双支柱政策的有效性产生影响，因此有必要同时刻画经济开放和金融开放对双支柱政策调控效应的影响。为此，本文参考王曦等（2021）的方法设计组合门槛模型（式（3）），同时考察经济开放和金融开放对双支柱政策的影响，结果如表 6 和

表 7 所示。
表 6 和

表 7 结果表明，对于双支柱政策的产出稳定效应和信贷稳定效应，经济开放和金融开放存在明显的组合门槛现象，并会对双支柱政策的主效应产生负向调节作用，而对于物价稳定效应和资产价格稳定效应则不存在明显的组合门槛现象，主要体现为金融开放的单一门槛效应。为了更直观地体现经济开放和金融开放对双支柱政策调控效应的影响，根据组合门槛模型的结果，本文进一步绘制了双支柱政策产出稳定效应和信贷稳定效应的有效边界，结果如图 1 所示。

在图 1 中，由于货币政策和宏观审慎政策本身主效应的差异，以及经济开放和金融开放门槛效应的不同，货币政策和宏观审慎政策的有效边界在图中形成四个区域。可以看出，一个经济体如果要同时追求高水平的经济开放和金融开放，就要面对货币政策和宏观审慎政策失效的局面。而一个经济体如果希望双支柱政策均有效，在经济开放水平和金融开放水平中至少有一个需保持在中低水平。利用中国 2020 年的开放度数据进行测算可以发现，中国的双支柱政策在产出稳定上处于双有效的状态，而在信贷稳定上临近宏观审慎政策失效的边界。由于不同国家双支柱政策的真实主效应和门槛效应并不直接等于本文的估计结果，图中位置并不能完全反映中国双支柱政策的有效性，但我们应当对临近边界的情况保持警惕。

本文进一步尝试分析如何令双支柱政策恢复有效。直观来看，要令双支柱政策恢复有效可以从三个方面入手，分别是增强主效应、调整经济金融开放水平和削弱调节效应。毫无疑问，增强双支柱政策的主效应可以有效提升政策有效性（体现为直线往外移动），这依赖于构建畅通的政策传导过程以及搭建更加完善的金融体系。在调整经济金融开放水平上（图 2），由于金融开放对宏观审慎政策的负向调节作用比经济开放对宏观审慎政策的负向调节作用强得多，导致宏观审慎政策线在产出稳定和信贷稳定中都较为平坦，因此降低金融开放水平的方式更有利于避免宏观审慎政策失效。而不论在产出稳定还是在信贷稳定上，经济开放和金融开放对货币政策的负向调节作用差异较小，因此降低经济开放或金融开放都可以较为有效地避免货币政策失效。而在削减调节效应上（以削减经济开放和金融开放对宏观审慎政策信贷稳定效应的负向调节效应为例，图 3）⁷，削弱经济开放调节效应将带动曲线绕点（0，主效应/金融开放调节效应）逆时针旋转，而削弱金融开放调节效应将带动曲线绕点（主效应/经济开放调节效应，0）顺时针旋转，这意味着削减调节效应的效果依赖于经济体的经济开放状态和金融开放状态。与直觉一致，削弱经济开放的调节效应更有利于经济开放水平高的经济体，而削弱金融开放的调节效应更有利于金融开放水平高的经济体。

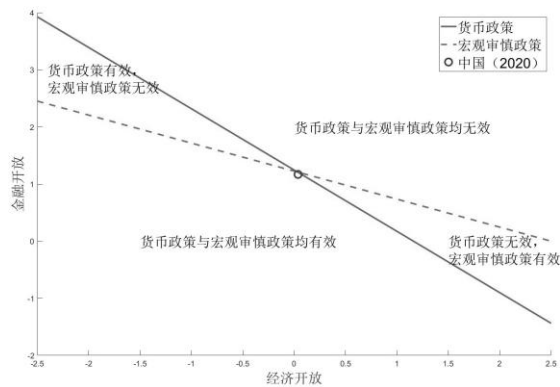
表 6 经济金融开放条件下，双支柱政策的组合门槛效应（经济稳定）

	产出稳定		物价稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.1884*** (0.0710)	-0.0532* (0.0293)	-0.0572* (0.0316)	-0.0064 (0.0252)
<i>L.MAP</i>	-0.0302** (0.0137)	-0.2554*** (0.0890)	-0.0060* (0.0035)	-0.2196*** (0.0714)
<i>L.Tr</i>	0.0409 (0.0417)	0.0326 (0.0535)	0.0160 (0.0236)	0.0293 (0.0595)
<i>L.Tr * L.MP</i>	0.1617*** (0.0520)		0.0265 (0.0248)	
<i>L.Tr * L.MAP</i>		0.1016** (0.0400)		0.0230 (0.0211)
<i>L.Ka</i>	-0.0931 (0.1028)	-0.2436* (0.1432)	0.0415 (0.0368)	0.0927 (0.0851)
<i>L. Ka * L.MP</i>	0.1510* (0.0907)		0.1074** (0.0425)	
<i>L. Ka * L.MAP</i>		0.2084** (0.0867)		0.2029*** (0.0729)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6735	6735	7297	7297
N_group	85	85	87	87
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.1482	0.8458	0.5359	0.8175
Hansen_p	0.2203	0.9004	0.8169	0.3774

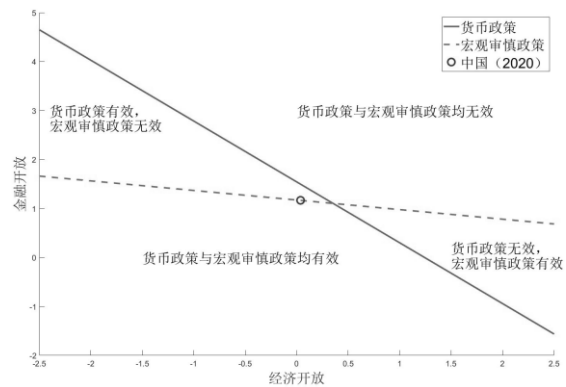
⁷ 为避免调节效应出现符号变化，本处令调节效应减少为原来的 80%。

表 7 经济金融开放条件下，双支柱政策的组合门槛效应（金融稳定）

	信贷稳定		资产价格稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.1587*** (0.0508)	-0.0747*** (0.0285)	-0.3382*** (0.0985)	-0.2155*** (0.0454)
<i>L.MAP</i>	-0.0099* (0.0056)	-0.2641*** (0.0777)	-0.0209*** (0.0072)	-0.2529*** (0.1288)
<i>L.Tr</i>	0.0485 (0.0372)	0.0079 (0.0395)	-0.0679 (0.0616)	-0.0446 (0.0417)
<i>L.Tr * L.MP</i>	0.1279*** (0.0438)		0.0156 (0.0674)	
<i>L.Tr * L.MAP</i>		0.0437* (0.0234)		0.0139 (0.0253)
<i>L.Ka</i>	0.0614 (0.0815)	0.0220 (0.0698)	-0.0785 (0.1225)	-0.1649 (0.1145)
<i>L. Ka * L.MP</i>	0.1029* (0.0582)		0.2080* (0.1197)	
<i>L. Ka * L.MAP</i>		0.2247*** (0.0756)		0.2131* (0.1245)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6024	6024	4489	4489
N_group	86	86	60	60
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.8027	0.5745	0.9603	0.9283
Hansen_p	0.7873	0.3052	0.4280	0.7664

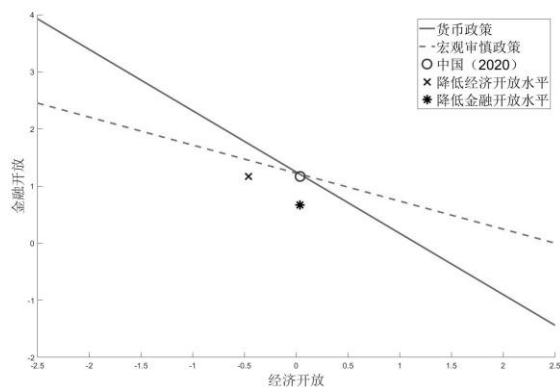


(a) 产出稳定

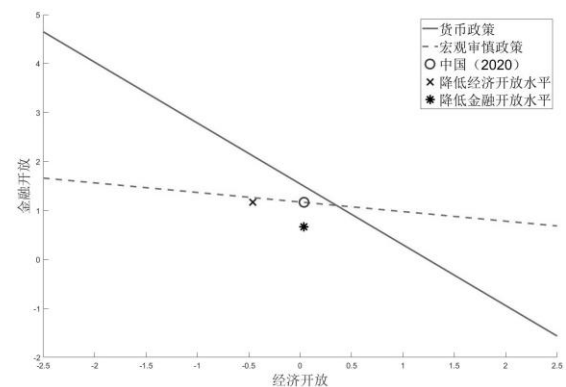


(b) 信贷稳定

图 1 双支柱政策稳定效应的组合门槛图

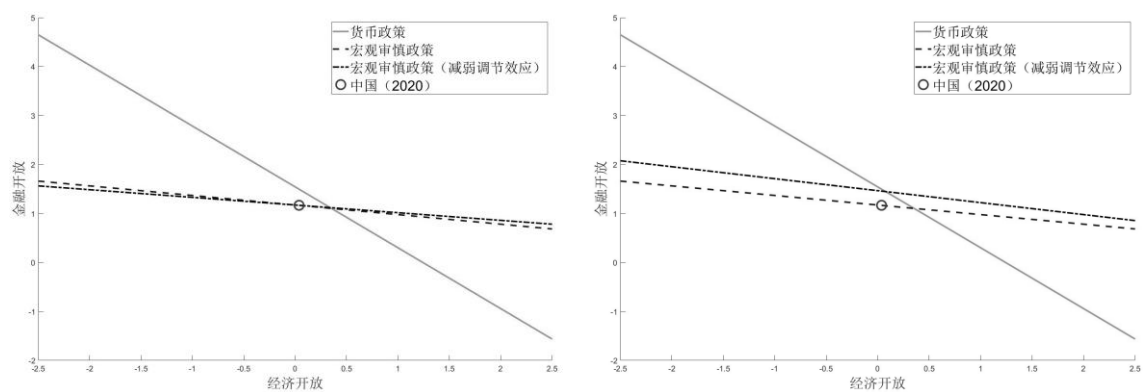


(a) 产出稳定



(b) 信贷稳定

图 2 双支柱政策稳定效应的组合门槛图（降低开放度）



(a) 降低经济开放调节效应

(b) 降低金融开放调节效应

图 3 双支柱政策稳定效应的组合门槛图 (降低调节效应, 以信贷稳定效应为例)

(三) 政策组合效应

本部分基于式 (4) 探讨在考虑组合效应后双支柱政策调控效应的有效性, 结果如表 8 和

表 9 所示。同时，为了更好地展现与分析双支柱政策的总效应，本文将经济开放和金融开放的 25%、50% 和 75% 分位数作为高中低三种开放水平的取值，绘制了双支柱政策在四个维度上的总效应图⁸。在考虑了政策组合效应后，本文的实证结果仍表明，经济体不应盲目追求较高的经济开放水平和金融开放水平，尤其是不应过分追求金融开放水平的提高。较高的金融开放水平将严重削弱双支柱政策的调控效应，并有可能导致政策当局失去重要的宏观调控抓手。而在中低水平的金融开放下，双支柱政策要同时维护好经济稳定和金融稳定仍有一定难度但存在一定的政策选择空间，通过对货币政策和宏观审慎政策力度的合理搭配，政策当局仍有可能同时实现经济稳定和金融稳定目标。

表 8 经济金融开放条件下，双支柱政策的经济稳定效应（考虑政策组合效应）

	产出稳定		物价稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.0942*** (0.0259)	-0.0522** (0.0213)	-0.0192 (0.0185)	-0.0049 (0.0119)
<i>L.MAP</i>	-0.0759** (0.0310)	-0.0243 (0.0225)	-0.0118** (0.0058)	-0.0132* (0.0069)
<i>L.Tr</i>	0.0823** (0.0399)		0.0490* (0.0256)	
<i>L.Tr * L.MP * L.MAP</i>	-0.0969** (0.0388)		-0.0237** (0.0106)	
<i>L.Ka</i>		-0.2141*** (0.0730)		0.0036 (0.0503)
<i>L. Ka * L.MP * L.MAP</i>		0.0380* (0.0197)		-0.0198** (0.0083)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6735	6735	7297	7297
N_group	85	85	87	87
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.1346	0.1013	0.4847	0.3682
Hansen_p	0.1304	0.9227	0.4060	0.5333

⁸ 在计算总效应时，不显著的系数取值为 0。货币政策和宏观审慎政策的取值范围根据数据的最值对称后得到。由于篇幅所限，总效应图与对应分析未列示，如有需要可向作者索取。

表 9 经济金融开放条件下，双支柱政策的金融稳定效应（考虑政策组合效应）

	信贷稳定		资产价格稳定	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L.MP</i>	-0.0508** (0.0213)	-0.0533* (0.0276)	-0.3171*** (0.0681)	-0.1297*** (0.0295)
<i>L.MAP</i>	-0.0226** (0.0113)	-0.0038 (0.0082)	-0.0248* (0.0132)	-0.0229*** (0.0087)
<i>L.Tr</i>	0.0021 (0.0259)		0.0649 (0.0524)	
<i>L.Tr * L.MP * L.MAP</i>	0.0301** (0.0134)		-0.0577** (0.0291)	
<i>L.Ka</i>		-0.0155 (0.0549)		-0.1727 (0.1083)
<i>L. Ka * L.MP * L.MAP</i>		0.0185* (0.0106)		0.0217* (0.0125)
控制变量	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
N	6024	6024	4489	4489
N_group	86	86	60	60
AR(1)_p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AR(2)_p	0.8626	0.7851	0.7040	0.9747
Hansen_p	0.7320	0.6824	0.2286	0.7617

五、主要结论与政策建议

本文基于全球 95 个主要国家（经济体）1990-2020 年的非平衡面板数据，系统考察了经济开放、金融开放与双支柱政策的调控效应。实证结果表明：一方面，从主效应的角度，双支柱政策确实能够在产出稳定、物价稳定、信贷稳定和资产价格稳定上发挥逆周期的调控作用，从而促进经济和金融体系的共同稳定；另一方面，从调节效应的角度，随着经济和金融开放程度的提高，双支柱政策的调控效应在不同条件下均出现了一定程度的下降。进一步的分析表明，在中低程度的开放水平下，双支柱政策通过适度的力度搭配就能实现经济和金融的共同稳定；而在较高的开放水平上，宏观审慎政策由于面临较强的负向调节效应，这意味着随着经济和金融开放程度的上升，宏观审慎政策可能需要相对更大的实施力度来实现金融稳定。本文的分析结论不仅为理解双支柱政策在开放条件下的调控效应及其政策间的相互影响提供了一些基础性的经验证据，同时启示我们：双支柱政策的实施力度和组合模式的选择需要与一个国家的经济和金融开放程度予以结合考虑。

基于本文结论，我们对对应得到以下三个方面的政策启示：首先，注重经济开放、金融开放与双支柱政策之间的协调。经济开放、金融开放与双支柱政策协调的最终目标都是经济稳定，这为三者间的协调提供了重要基础，在必要时可以通过加强资本管制来有效提升双支柱政策效力，也可以暂时容忍双支柱政策效力降低来换取经济开放对经济的提振作用。其次，金融开放应追求高水平开放而非大规模开放。政策当局应始终把握金融开放的重要前提是稳定的国内宏观环境，而金融开放的目的也是为了国内经济的高质量发展，这不仅意味着政策当局需要把握好外资进入中国的门槛和节奏，找出愿意长期参与并分享中国经济金融发展成果的外资机构，还需要通过打造更加具有长期性的制度型开放来吸引积极的外资机构进入中国市场，从而在最大程度地利用金融开放好处的同时降低其不利影响。最后，要通过进一步完善双支柱框架建设，提升双支柱政策的调控效力。具体而言，提升双支柱政策的效果可以从提高主效应和弱化调节效应两个方面入手：一方面，政策当局应通过疏通双支柱政策的传导渠道和完善现有的制度体系，逐步提升双支柱政策的主效应，从而有效扩充经济开放、金融开放与双支柱政策之间的协调空间；另一方面，随着开放水平的提高，政策当局应考虑建立相应的风险监控体系，并积极扩充双支柱政策工具箱，根据可能的风险传导机制来开发针对性的政策工具，从而有效识别与阻断风险传导的关键节点，提升政策的综合调控效果。

参考文献:

- [1] 陈雨露、马勇和阮卓阳, 2016,《金融周期和金融波动如何影响经济增长与金融稳定》,《金融研究》第2期,第1~22页。
- [2] 范小云和王道平, 2012,《巴塞尔III在监管理论与框架上的改进:微观与宏观审慎有机结合》,《国际金融研究》第1期,第63~71页。
- [3] 龙海明和吴迪, 2022,《实体杠杆对经济增长的影响研究——基于金融稳定的调节效应》,《金融研究》第8期,第38~54页。
- [4] 马勇和陈雨露, 2014,《经济开放度与货币政策有效性:微观基础与实证分析》,《经济研究》第3期,第35~46页。
- [5] 马勇和黄辉煌, 2021,《双支柱调控的金融稳定效应研究》,《经济理论与经济管理》第9期,第35~54页。
- [6] 马勇和姚驰, 2022,《外生冲击下双支柱调控框架的稳定效应——理论建模及基于全球样本的实证检验》,《中国工业经济》第12期,第14~32页。
- [7] 马勇和章洪铭, 2023,《地方融资平台债务风险传导机制与政策应对》,《中国工业经济》第8期,第42~60页。
- [8] 王聪和张铁强, 2011,《经济开放进程中金融危机冲击比较研究》,《金融研究》第3期,第97~110页。
- [9] 王曦、李佳阳和陈中飞, 2021,《资本账户开放促进经济增长的组合门槛条件分析——兼论中国局部开放策略》,《统计研究》第3期,第89~106页。
- [10] 温兴春和梅冬州, 2020,《金融业开放、金融脆弱性以及危机跨部门传递》,《世界经济》第10期,第144~168页。
- [11] 喻海燕和赵晨, 2022,《“双支柱”调控框架下跨境资本流动宏观审慎政策工具的有效性及适用性》,《国际金融研究》第10期,第3~14页。
- [12] Alam, Z., M. A. Alter, J. Eiseman, M. R. Gelos, M. H. Kang, M. M. Narita, E. Nier and N. Wang, 2019, “Digging Deeper – Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database”, IMF Working Paper, No.2019/066.
- [13] Brunnermeier, M., S. Rother and I. Schnabel, 2020, “Asset Price Bubbles and Systemic Risk”, *The Review of Financial Studies*, 33(9), pp.4272~4317.
- [14] Cerutti, E., S. Claessens and L. Laeven, 2017, “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability*, 28, pp.203~224.
- [15] Fendoğlu, S., 2017, “Credit Cycles and Capital Flows: Effectiveness of the Macroprudential Policy Framework in Emerging Market Economies”, *Journal of Banking & Finance*, 79, pp.110~128.
- [16] Galati, G. and R. Moessner, 2018, “What do We Know about the Effects of Macroprudential Policy”, *Economica*, 85(340), pp.735~770.
- [17] Gali, J. and T. Monacelli, 2005, “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, *The Review of Economic Studies*, 72(3), pp.707~734.
- [18] Ghilardi, M. F. and S. J. Peiris, 2016, “Capital Flows, Financial Intermediation and Macroprudential Policies”, *Open Economies Review*, 27, pp.721~746.
- [19] Greenwood, R., A. Landier and D. Thesmar, 2015, “Vulnerable Banks”, *Journal of Financial Economics*, 115(3), pp.471~485.
- [20] Gygli, S., F. Haelg, N. Potrafke and J. E. Sturm, 2019, “The KOF Globalisation Index—revisited”, *The Review of International Organizations*, 14, pp.543~574.
- [21] Kim, S. and A. Mehrotra, 2017, “Managing Price and Financial Stability Objectives in Inflation Targeting Economies in Asia and the Pacific”, *Journal of Financial Stability*, 29, pp.106~116.
- [22] Korinek, A. and D. Sandri, 2016, “Capital Controls or Macroprudential Regulation”, *Journal of International Economics*, 99, pp.27~42.
- [23] McKinnon, R. I., 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore and London: JHU Press.
- [24] Nakatani, R., 2020, “Macroprudential Policy and the Probability of a Banking Crisis”, *Journal of Policy Modeling*, 42(6), pp.1169~1186.
- [25] Ostry, J. D., A. R. Ghosh, M. Chamon and M. S. Qureshi, 2012, “Tools for Managing Financial-stability Risks from Capital

Inflows”, *Journal of International Economics*, 88(2), pp.407~421.

[26] Romer, D., 1993, “Openness and Inflation: Theory and Evidence”, *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4), pp.869~903.

[27] Unsal, F. D., 2011, “Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macprudential Responses”, IMF Working Papers, No.2011/189.



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn