

拉美经济

## 小型超开放经济体的增长、发展与稳定

[巴巴多斯] 德莱尔·沃雷尔

**内容提要：**小型超开放经济体（SVOE）是指人口和经济总量十分有限，只能专业化生产并出口少数有国际竞争力的商品和服务的经济体。它们对外开放金融项目，进口替代几可忽略。这些结构性特征决定了其有效的经济政策是：扩张出口创汇部门，以此满足国内消费和生产进口的需求，拉动经济增长；实施钉住汇率政策，以其作为最有效的稳定性政策工具，并推行配套的财政政策以维持其可持续性；保持充足的外汇储备，确保财政可持续性。巴巴多斯是一个典型的小型超开放国家，全球金融危机对该国经济的影响很深。巴巴多斯政府利用双管齐下的增长和战略应对危机，由创汇部门来领导，力求在中期内降低财政赤字，取得了显著的效果。

**关键词：**经济稳定 汇率开放 财政可持续性 加勒比 巴巴多斯

**作者简介：**德莱尔·沃雷尔（DeLisle Worrell），巴巴多斯中央银行行长，加勒比货币金融中心执行董事。

**中图分类号：**F591 **文献标识码：**A

**文章编号：**1002-6649（2017）01-0096-13

## 一 小型超开放经济体的特征

近年来，对于小型开放经济体（Small Open Economy, SOE）相较于大型经济体面临不同挑战的问题重新获得关注，国际货币基金组织、世界银行、联合国和英联邦秘书处等多家国际组织均建立了专门的团队研究小型开放经济体的特殊性。相关研究认为，相较于大型经济体而言，小型开放经济体的特征表现在更依赖国际交易、生产的多样化前景有限、出口范围狭窄、国内竞争力不足、无法影响国际市场价格、缺乏自然资源、国际交易成本高等多个方面。然而，只要小型开放经济体能采取措施改善政府治理、促进社会发展、提高市场效率和宏观经济稳定性，加强经济的韧性，就能够与大型经济体一样有所增长和发展。<sup>①</sup>

本文认为应该加强对所谓小型超开放经济体（Small, Very Open Economies, SVOEs）的研究和分析，以便为其制定加速经济增长、发展并保持稳定性的有效政策提供参考。至今，国际机构的小型经济体研究团队尚未对此进行研究，国际货币基金组织和世界银行等国际机构在出具政策药方时并不区分经济体规模的大小。例如，对于巴巴多斯和巴西来说，虽然巴西的人口数量是巴巴多斯的600倍之多，但是两国都被视为新兴经济体，国际组织通常对两国给出相同的政策指导并希望获得一致的效果。本文正是在这样的背景下，解释为何不同经济规模对经济政策的选择会产生差异，并提出被小型超开放经济体的实践证明是成功的发展战略。

小型超开放经济体的特征是人口和国民总收入相对较小，无法以具备国际竞争力的价格提供现代社会所需的生产和服务。此外，由于其居民可以广泛利用现代通信工具，因而不可能封闭资本和金融账户，也无法配给非贸易品。小型超开放经济体的经济结构性特征包括：第一，这些经济体不太可能采取进口替代政策促进经济增长，进口需求不易受到国际市场价格变动的影 响；第二，这些经济体不能影响出口商品和服务的国际市场价格，只能与生产和出售同质商品的竞争者的价格保持一致并在这一价格水平上实现出清，此外还受限于对生产能力的投资率；第三，由于依赖国际金融交易渠道，这

---

<sup>①</sup> Briguglio, et al., “Building the Economic Resilience of Small States”, University of Malta and the Commonwealth Secretariat, 2006.

些经济体没有独立的货币政策，所有旨在进行国内调整的货币政策效果都被常规和非常规渠道的资本流动所抵消。这些结构性特征对于小型超开放经济体的政策选择具有重要的指导性意义。下文将解释什么战略适于小型超开放经济体的经济增长、发展和稳定，以及这些战略与传统战略的区别。

众所周知，小型超开放经济体偏好的经济稳定战略是汇率锚定。汇率锚定战略曾盛极一时，但由于相关国家找不到在资本大量流入时确保汇率稳定的工具而最终被弃用。我们提出了标准政策调整框架（灵活的汇率、独立财政和货币政策）的替代办法，即使用财政政策实现外部支付账户平衡和充足的外汇储备，保证货币当局能够满足外汇市场上的日常需求。实际上，保持外汇储备超过正常交易需求是合意的，例如在全球衰退时期（此时外汇供给受限，外部账户可能为负）可以保证财政政策的调整空间。

国内生产多样化通常被视为确保经济增长的准则，但小型超开放经济体人口规模有限，比较优势无法通过技术延伸而扩大至多种生产活动，因此，我们通常看到的现象是，小型超开放经济体出口商品和服务的集中度往往很高。但是，这并不会限制其经济增长的可能性。这些经济体可以通过投资产品生产本身，实现新市场渗透，提高生产率以及提升在国际市场上销售产品的质量以扩大再生产。

为了将经济增长转化为可持续发展，必须采用新技术，开拓新市场，开发新的组织架构以及建立新的专业银行（skill bank）。此外，还有必要采取相应的社会政策，应对技术和制度改变以及移民、环境和人口变化等因素造成的就业转型。这些都依赖于国家导向战略提供资金和其他支持，使这些活动达到自我维持增长的最低门槛。国家发展战略很普遍，但真正对小型超开放经济体形成挑战的是在关税和非关税壁垒的保护下，它们无法在当地市场引入发展战略。国内市场过于狭小，以至于无法帮助具有潜在国际竞争力的部门实现更高的产出，尤其在小型超开放经济体保护性壁垒下培育起来的企业面对国际市场竞争时结果往往是失败。因此，小型超开放经济体面临的特殊挑战是需要从一开始就在国际舞台推出新技术。

在最近的一篇文章中，我们分别把人口规模和以美元计价的经济总量作为指标，将不同国家进行了排序，从而得出了划分小型超开放经济体的分界线。在临界值的确定上，我们比较了一个小国与超大国样本实行进口替代的潜力。虽然国家之间的进口替代能力不同，但相对于大国来说，小国的进口替代能力相对较弱。这里使用的一个阈值是基于对两组国家潜在进口替代能

力估计的比较，评估对象中所有进口替代能力较低的国家被归至小型超开放经济体组中。根据出口商品和服务的集中度，分组标准得到进一步加强。根据检验，我们发现一些出口集中度相对较高的国家以及稍微超出进口替代潜力阈值的国家可以被认为是小型超开放经济体。

## 二 小型超开放经济体如何锚定汇率

由于国内利率和汇率都受到短期资本流动的影响，小型超开放经济体需要以灵活的汇率（稳定性政策的标准药方）来替代通货膨胀钉住或货币供给钉住。<sup>①</sup> 这一替代方案包括由市场决定的利率锚定<sup>②</sup>，加之及时的前瞻性财政调整的总支出管理（即控制进口）。实际上，外部账户通过控制财政总支出来管理。财政目标来自对外汇流入的预测以及财政政策对总支出和进口影响的预测。中央银行的外汇储备成为监测国际收支平衡的对象，中央银行为维持汇率稳定在外汇市场上进行买卖。这一框架的优点在于经济主体可以对汇率进行预测，保持汇率长期稳定能够提高经济政策的可信度。相反，历史上的汇率波动经常将经济政策（无论其设计多么完美）的可信度毁于一旦，而且汇率稳定一直被认为可以强有力地刺激投资。<sup>③</sup> 此外，汇率锚可以有效地治理通货膨胀，因为它避免了国外通货膨胀的输入。<sup>④</sup> 汇率是具有高度可见性的目标，能够被公众所识别，并且公众会担心因汇率变动导致的通货膨胀效应。

汇率钉住曾经盛极一时，被众多国家所采用，其类型包括从完全钉住一个不变的汇率到各种不同程度的浮动钉住。<sup>⑤</sup> 笔者认为，要实现一个固定的汇率目标，需要中央银行在银行间外汇市场上进行干预。此外，与传统汇率钉住不同的是，这一策略还需要财政政策进行总需求管理以实现外汇市场的均

---

<sup>①</sup> DeLisle Worrell, “Monetary Policy in Small Open Economies”, in *Central Bank of Barbados Economic Review*, Vol. 2, No. 24, 1996, pp. 13 - 18. 这篇文章认为利率和信贷控制等货币工具的效果有限，充其量只在短期内有效。

<sup>②</sup> 如何选择锚定变量取决于小型超开放经济体对外贸易和金融的方向。对于大多数国家来说，锚定变量为其邻国的货币，但是以新加坡为代表的国家则选取了货币篮子。具体可参见 Eric Parrado, “Singapore’s Unique Monetary Policy: How does it Work?”, IMF WP/04/10, January 2004.

<sup>③</sup> Robert Pindyck, “Irreversibility, Uncertainty, and Investment”, in *Journal of Economic Literature*, Vol. 3, No. 29, September 1991, pp. 1110 - 1148.

<sup>④</sup> 事实上，小型超开放经济体可以通过汇率锚定帮助其增强反通货膨胀的可信度。

<sup>⑤</sup> Carlo Cottarelli and Curzio Giannini, “Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton Woods Era”, IMF, 1997.

衡，保证中央银行永远有充足的外汇储备实现银行间外汇市场上的汇率目标（见图1）。

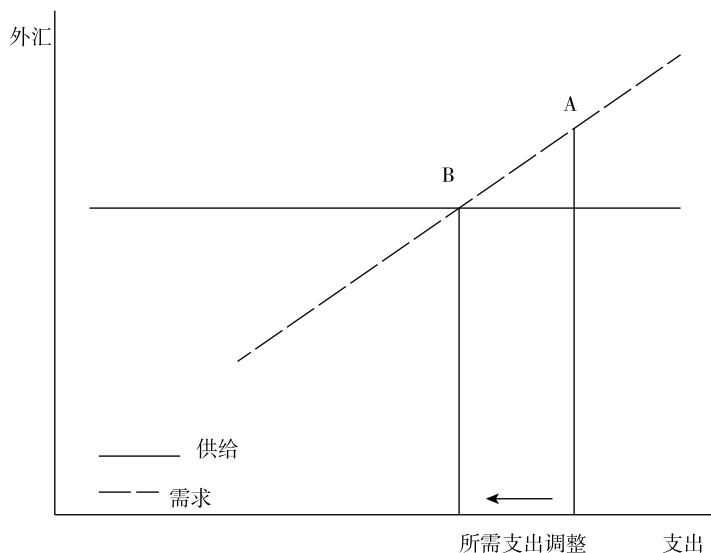


图1 如何利用财政政策实现外汇市场的供需平衡

图1描述了国内总支出下的外汇市场供求。总支出越高，对外汇的需求越大，而短期内外汇的供给不随政策变动而改变。因此，如果期望的外汇需求在A点，总需求必须被减少，这就需要使用紧缩性的财政政策，将外汇需求控制在B点。<sup>①</sup>实际上，应该有一个稳健性机制来监测外部平衡并反馈给政策制定者，这样就可以不断进行政策纠正并最终实现外汇市场上的目标。<sup>②</sup>

### 三 财政可持续性

巴巴多斯采取了一种衡量财政可持续性的新方法，它反映了典型的小型开放经济体的行为和政策偏好。小型开放经济体的特点是高进口倾向以及需要应对不断提高的进口和外汇需求引发的通货膨胀压力。财政扩张会提高总

① 关于财政调整对总需求的影响模型可以参见 Anton Belgrave, et al., “Fiscal Sustainability in an Open Economy with an Exchange Rate Peg”, in *Central Bank of Barbados Economic Review*, March 2011. 其他分析框架可以用来估计财政调整对总需求和进口的影响。此处的分析并未进行详细模型化。

② 对于这一机制的巴巴多斯案例可以参见 Delisle Worrell, “Stabilisation Policy with a Fixed but Market-determined Exchange Rate”, in *Central Bank of Barbados Economic Review*, June 2012.

支出，形成通货膨胀压力，这表现为外部平衡的恶化。当外汇市场的压力持续增强并将触发国际收支危机时，财政扩张变得不可持续。危机将迫使政府进行政策调整以应对一系列问题，包括实际收入损失、高通胀导致的市场混乱、非正规市场兴起以及投资者信心丧失等。我们提出一个财政可持续性评估工具，对可持续性界限进行区分。

国际货币基金组织使用债务可持续性分析（DSA）工具，用债务水平衡量财政空间的限度。这是传统方法，如果债务超过一个特定的阈值，将会对经济增长形成掣肘。但根据近期的经验来看，这个工具并不能限制财政扩张。政府可能并且一定会选择超过阈值上限的债务水平，即便会导致增长速度放缓（即使存在最优债务规模，目前也颇具争议）。自2008年全球金融危机以来，无论是新兴经济体还是工业化国家，大多数国家的债务占GDP的比重都超过了通常所认为的维持增长的最优阈值。具有讽刺意味的是，旨在降低债务水平的政策涉及财政紧缩并且会抑制增长，其结果是使得债务占GDP的比重保持在相对高的水平。依据传统DSA方法制定的政策往往造成不一致性：为降低债务水平，有必要减少财政赤字，但随之而来的GDP萎缩则意味着债务率将很难下降。

我们最近出版的《财政可持续性与债务》一书提出了新的衡量财政空间和财政可持续性的方法，该方法是基于财政政策对总支出的影响。事实上，对总支出产生影响并进而限制财政空间和财政可持续性的是财政政策和公共财政活动，而不是政府的债务水平。<sup>①</sup> 为了便于理解这一点，假设政府的支出超过收入1亿美元，如果政府能够利用国内债券发行来弥补这一赤字，那么对于总支出来说并无影响，因为债券购买者只是将其国内消费转换成债券储蓄，个人总支出因政府融资的增加而减少相同数额。如果政府在海外发债，这会为外国资金的流入以及新增的进口融资提供机会，因此在外汇市场上不会形成额外的压力。政府支出的增加在以上两种情形下均不会对财政空间造成影响，因为任何一种情况都不会对国际收支平衡造成压力。

如果财政政策被市场视为不可持续，政府将无法以市场利率出售债券，只能依靠中央银行新增货币为额外支出融资，或者积累违约风险。任何一种形式都会加大通货膨胀压力，损害财政政策空间，使财政政策不可持续。对

---

<sup>①</sup> DeLisle Worrell, et al., "Fiscal Sustainability and Debt in Small Open Economies: An Application to the Caribbean", Caribbean Centre for Money and Finance, 2015.

于小型开放经济体来说，通货膨胀压力表现为进口需求的增加、外汇储备的减少以及汇率贬值。如果外汇市场上的压力积累到引发资本外逃以及未预期到的货币贬值，财政扩张就变得不可持续。这就是《财政可持续性与债务》一书中关于债务可持续性的逻辑，也是本文所提到的政策工具的基础。这一工具为小型超开放国家所利用，这些国家的特点是进口倾向高，实行进口替代的可能性非常低，在这些国家实行财政扩张政策对外汇市场将产生很大的直接影响。我们对可持续性边界的定义是基于财政赤字规模引起的外汇市场压力。当由财政赤字导致的外汇市场压力达到触发资本外逃和对混乱性贬值的恐惧时，可持续性的极限就达到了。

政府外债的利息支出是造成国际收支困难的第二个潜在来源。通常情况下，各国偏好利用外部借款来实现国内财政扩张，因为此举可以利用额外外汇满足财政扩张带来的进口需求，但如果超额外债的利息支出引发外汇市场波动超过临界值，这种举债方法就会受到限制。我们的研究方法是将外债利息支出的影响与财政扩张引起的进口需求结合起来，评估对国际收支平衡产生的影响。

用于衡量财政可持续性的工具包含：（1）外汇储备的预期水平，这是最容易获得也是最能时时监测的指标；（2）政府赤字的外部融资预期和超额外债的利息成本，这是预测外资流入净效应的基础；（3）国内以市场利率进行私人融资的预期额和必须由央行融资或违约积累消化的私人未融资额；（4）政府额外支出将引起的额外进口需求。

根据这些信息，我们能够得到1亿美元额外财政支出对外汇储备的影响，然后将新水平与公认的阈值水平相比较。不同国家的阈值存在差异，取决于当地市场的感知和偏好。如果额外支出使外汇储备低于这一阈值，赤字是不可持续的，反之则是可持续的。以这种方式衡量可持续性的方法在直观上是有吸引力的：当财政赤字增加引发国际收支平衡危机的概率超过市场阈值，赤字就变得不可持续。它附带一个现成的指标：预期的外汇储备水平。此外，用这种衡量方法得出的不可持续性意味着财政政策不能坚持下去，否则会发生危机。

本文的方法即财政可持续性分析法（FSA）使用一个基于市场基础的阈

值，不同于国际货币基金组织的债务可持续性方法（DSA）。<sup>①</sup> 当财政扩张对外汇市场形成的压力足够大，外汇储备下降和（或）货币贬值幅度超过阈值，将不可避免地发生国际收支危机。小型超开放经济体往往很难纠正国际收支危机，而黯淡的经济发展前景将影响整整一代人。相反，DSA 阈值方法十分抽象，并且对于阈值设定并未形成共识。同时，FSA 方法避免了 DSA 比率中隐含的政策不一致，例如创造财政盈余以降低债务率会造成 GDP 的下降，当分子下降的同时分母也发生收缩，使得这一比率最终的结果变得不确定。相反，如果一国使用 FSA 方法，会发现其实并不一定非要用总财政盈余来缓解外汇储备的压力，通过财政经常账户的盈余足以实现这一目标。

这并不是说 FSA 方法不要求财政紧缩。相反，当外汇市场压力超过阈值时，必须收紧财政支出，使其足以吸收外汇市场压力。虽然这并不必然导致 GDP 总量下降，但下降无法避免，因为在当前汇率水平上，外汇流入不足以满足进口需求。这恰是外汇市场形成过度压力的原因，只有在有额外资本流入的情况下进口才会增长。原则上，FSA 和 DSA 相互补充，如果 FSA 是衡量可持续性的工具，那么 DSA 就是最优债务水平的指标。小型超开放经济体需要实现可持续性的财政策略，防止发生国际收支危机。如果可以成功做到这一点，它们就可以减轻还本付息的负担，扩展财政政策空间。

#### 四 竞争力、增长与稳定：巴巴多斯案例

外汇限制以及汇率无法贬值，限制了小型超开放经济体的可贸易部门利用外汇盈余支持最大化增长的可能性。小型超开放经济体所有的生产都具有很高的进口倾向，无论是贸易品还是非贸易品。无法赚取外汇的非贸易品部门使用贸易部门创造的外汇剩余，进口中间投入品以及消费品。当贸易部门的外汇盈余连续一两年减少，非贸易品部门可以通过外部借款或消耗外汇储备的方式弥补其外汇需求。但是，如果贸易品部门无法重新获得外汇盈余的话，非贸易品部门的增速将会下降。

由于贸易品和非贸易品之间的可替代性较低，汇率贬值不能减轻外汇短

---

<sup>①</sup> Andrew Berg, et al., “Assessing Bias and Accuracy in the IMF – World Bank’s Debt Sustainability Framework for Low Income Countries”, in *IMF Working Paper*, March 2014; IMF, “Staff Guidance on Debt Sustainability Analysis for Market Analysis Countries”, July 2008.



缺对增长的限制。因为教育、医疗以及其他非贸易品无法被旅游等可贸易品所替代，因此汇率贬值引起的可贸易商品价格的提高（经常是暂时性的）不会将可贸易品的消费转移至非贸易品。正如前文所提及，在国内具有竞争力的可贸易品的品种范围非常狭小，因此实行进口替代的空间不大（或者是扩大可贸易品的生产以满足国内对出口的需求）。<sup>①</sup> 如果汇率贬值减少了小型超开放经济体对外汇的过度需求，就会发现实际进口需求由于贬值造成的收入效应下降，但是并不存在替代效应。<sup>②</sup> 贬值使贸易品和非贸易品的进口更加昂贵，而不会实现收入的提高，因此一国能负担得起的进口数量下降。

小型超开放经济体的汇率贬值并不一定会带来生产的提高，反而可能造成下降。如果以市场渗透或者产出增长来衡量，即使贬值对国内商品和要素价格的传递存在不完全效应，贬值也不会增强国家的竞争力。传统的实际汇率衡量指标将汇率变动以及国内国外相对价格的变动联系起来考虑，认为成本最低即为最具竞争力，是一个含义较为有限的指数。更重要的是，这一指标也并非国内产品价格的理想替代指标。小型超开放经济体在国内和国际市场上均以国际市场价格出售贸易品，但只有非贸易部门的生产者可以根据非完全国际定价来出售其产品。可贸易品与非可贸易品的相对价格成为衡量小型超开放经济体价格竞争力的替代指标。

小型超开放经济体的竞争力并不体现在相对价格上。不同国家的增长战略根据需要而不同，这些差异性体现在生产结构、外汇部门的组成以及国家的比较优势来源等方面。<sup>③</sup> 在一个市场偏好和科技飞速变化的世界中，新产品和新竞争力随时涌现，结构性变化成为推动非贸易品部门价格变动的主要因素。在任何情况下，使用财政政策是必要的提高可贸易品相对价格的可持续性方法。

巴巴多斯是一个典型的小型超开放国家，其边际进口倾向在 70% ~ 80% 之间，出口产品范围较窄，集中在旅游业、国际商务服务以及饮料出口等方面。2008 年全球金融危机对巴巴多斯经济的影响很深，2009 年实际 GDP 衰退了 4%。此后几年中巴巴多斯的税收收入下降，财政赤字规模扩大，2013 年 4

① 后者在任何情况下都无济于事，因为并不会减轻外汇市场上的压力。

② 因此，相比固定汇率制下通过合意的财政调整以低通货膨胀成本缓解外汇市场的压力，贬值并不是最好的政策工具。参见 DeLisle Worrell, *Economic Policies in Small Open Economies: Prospects for the Caribbean*, Commonwealth Secretariat, 1992, p. 53.

③ 参见 World Economic Forum, "Global Competitiveness Report 2010 - 11". <http://www.weforum.org>, the 12 pillars of competitiveness. [2016 - 09 - 25]

月开始的财政年度的赤字已经达到了 11% 的高位。财政赤字规模的扩大抬高了国家的债务水平和利息成本。债务和赤字的激增造成巴巴多斯在国际金融市场上评级下降，这意味着借款成本将变得非常高，企业的国际市场融入能力<sup>①</sup>下降。

巴巴多斯政府利用双管齐下的增长战略来应对危机，由创汇部门来领导，力求在中期内降低财政赤字。在 2011 年“虚假”增长周期<sup>②</sup>之后，巴巴多斯在 2015 年重获增长，增长动力主要来自旅游业部门，该部门提供了全国 60% 的外汇。巴巴多斯的旅游业部门竞争力很高，在美洲排在美国、加拿大、巴西、墨西哥、巴拿马和哥斯达黎加之后，位列第七<sup>③</sup>，并且其旅游产品的质量得到高度认可。前往巴巴多斯的游客主要来自英国、美国、加拿大以及加勒比地区的其他国家，游客来源的多样性给巴巴多斯旅游部门创造了一定的韧性，只要不是遭遇 2008 年全球金融危机这样的全球性萎缩，其旅游业部门就不会遭到重创。巴巴多斯的住宿质量因融入较多当地附加值而较高，有一部分市场受来源国游客收入变动的影 响较小。相对于加勒比和其他中美洲的竞争对手，巴巴多斯在旅游业以及服务贸易部门保持了具有竞争力的价格水平（见图 2）。

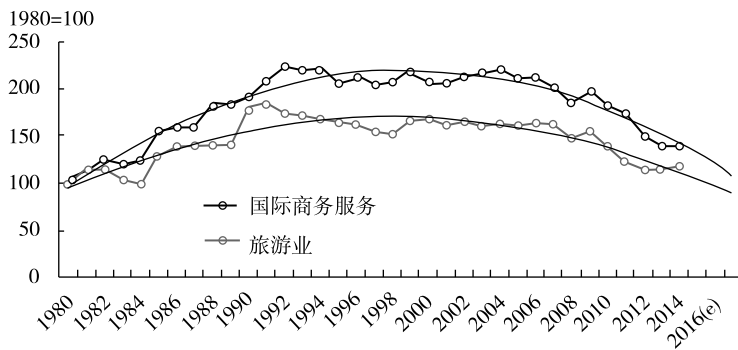


图 2 旅游业和国际商务服务价格的竞争力

资料来源：DeLisle Worrell and Shane Lowe, “Barbados International Competitiveness”, in *Central Bank of Barbados Working Paper*, January 2014.

① 即巴巴多斯企业 在国际市场发债和募集资金的能力会因主权评级下降而受损。——译者注。

② 2011 年巴巴多斯经济增长由负转正，市场一度认为走出了危机。但 2012 年重新负增长，因此，2011 年并不是增长周期的起点，而是“虚假”增长周期的起点。——译者注。

③ World Economic Forum, *Travel and Tourism Competitiveness Report 2015*. <http://reports.weforum.org/travel-and-tourism-competitiveness-report-2015/>. [2016-09-12]

巴巴多斯第二大重要的外汇来源是国际商务和金融服务部门，占其外汇收入的1/3。其高竞争力来自高透明度以及完善的监管框架形成的良好声誉。国际商务和金融服务部门的投资者受益于该国签署的避免双重征税协定和双边投资保护协定。巴巴多斯为跨国公司提供了一个平台，可以助其建立提高全球竞争力的增加值部门，为这一部门的增长提供了强大的动力。近年来，由于受到国际银行业所谓的降低风险战略和减少国家间利润转移的限制，该国国际商务和金融服务业部门的发展受到影响，这些限制与非关税壁垒对小型国际商务中心开展国际业务的影响类似。但是，得益于巴巴多斯的营商收益空间，该部门的中期前景向好。<sup>①</sup>

助益巴巴多斯重获经济增长的第三大部门是以朗姆酒为主的饮料出口行业，占外汇收入的10%。巴巴多斯一直坚称自己是最早生产朗姆酒的国家，在北美和其他地区都建立了自己的品牌。这一次，经济增长再次得益于固有的产品吸引力。

据估计，未来5年中，得益于上述部门出口的贡献，巴巴多斯平均经济增长速度将在2%左右。这一增速是可持续的，因为随着其竞争力的提高，巴巴多斯的国际声誉也得到了加强，建立了自己的品牌并受到认可。如果长期停滞的劳动生产率能够提高，增长速度可能会更快，将提高一个百分点或更多。此外，巴巴多斯还开始鼓励太阳能、风能等新能源替代化石燃料。随着替代能源生产的加强，进口燃料的大量节约相当于创造了一个新的出口部门。但是，要实现完全依靠可再生能源发电还需要许多年的时间，并且需要大量的投资。

令人鼓舞的增长前景取决于保持经济稳定和外部收支平衡。自1975年以来，巴巴多斯一直采取汇率锚制度，给政府财政政策提供了一定的可信度，鼓励了国内储蓄，减少了影响投资的阻力。巴巴多斯中央银行拥有稳健的监管框架以保持相当规模的外汇储备，保证银行间市场上汇率的稳定。中央银行每天都会公布外汇持有量（见图3）。

图3描绘了财政部等部门所关注的日外汇储备量，从中可见，从2013年4月起，巴巴多斯外汇需求超过供给。为防止经济下滑，财政部部长同意了中央银行关于财政紧缩的建议。第一轮措施在2013年8月被认为效果不佳，当

<sup>①</sup> Invest Barbados, “IFCs in a Borderless Global Economy, Report on the Conference in Barbados”, September 11, 2014.

年 12 月采取了进一步的调整，使得外汇储备规模重新恢复正常，但仍未能恢复到原来的水平，即财政空间可以允许另外一次外汇市场压力上升。目前，巴巴多斯仍然需要降低财政赤字。图 4 是对未来 5 年财政指标的估计。在这一预测的基础上，总债务占 GDP 的比重应从目前的 108% 降至 2020 年的约 100%。

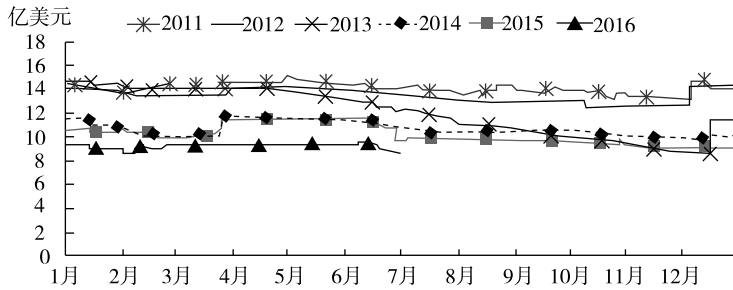


图 3 巴巴多斯的日外汇储备 (截至 2016 年 6 月 30 日)

资料来源：巴巴多斯中央银行。http://www.centralbank.org.bb/. [2016-09-03]

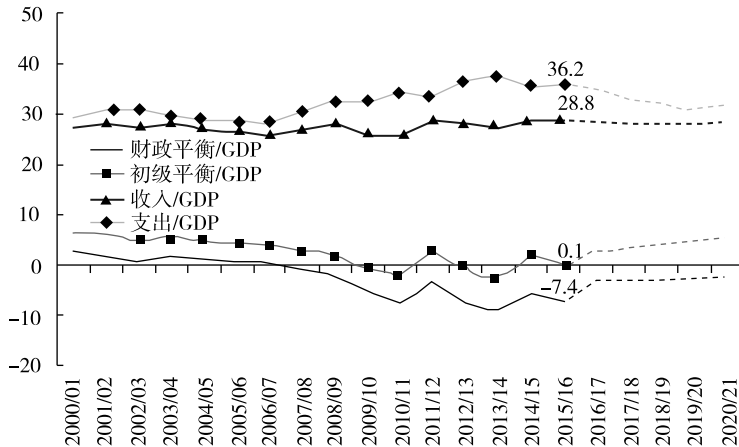


图 4 巴巴多斯的财政平衡图

资料来源：巴巴多斯中央银行。http://www.centralbank.org.bb/. [2016-09-03]

## 五 结论：小型超开放经济体的特殊性

相较于大型经济体，由于外部交易相关系数较大，小型超开放经济体的经常账户和资本与金融账户都更易受到外部冲击的影响。小国可以通过采取一些措施应对过度的变动，实现与大国一样的经济增长，但是这需要成本。

同样，相对于大国来说，小型超开放经济体应对经济冲击的手段有限。除非能够获得海外融资，否则小型超开放经济体实施反周期的财政政策的空间有限，这主要是因为财政扩张导致的总需求上升会产生对外汇的额外需求。此外，小型超开放经济体不可能通过汇率贬值或任何其他手段进行进口替代，也无法通过价格调整来促进货物和服务出口，因为它们的价格受国际市场控制。因此，与大国及封闭经济体不同，小型超开放经济体除了消化实际收入的损失外，无法对导致产出降低的冲击做出政策反应。

市场决定的汇率锚被证明是简单、可信且有效的稳定性政策框架，可以传递可能性（国际收支平衡且避免国际收支危机）而非误传不可能性（出口下降形势下的增长或遏制输入型通货膨胀）。此外，只要财政政策足够审慎，汇率锚可以在没有复杂政策框架的情况下得以维持。

相比之下，流行的货币和通货膨胀目标制货币政策框架已证明对小型超开放经济体不适用。尽管对传统方法进行了大量研究，但决策者仍然不得不使用经验法则来确定实现目标所需的货币调整程度。此外，在小型超开放经济体中，金融账户的开放经常会削弱货币政策的效果。<sup>①</sup>对于小型超开放经济体来说，通货膨胀目标制面临可信度的问题：中央银行钉住核心通货膨胀，并不包括食品和燃料，但这些都需要进口，并且一般占到消费品篮子的一半以上。如果零售价格飞速上涨，即使中央银行实现了核心通货膨胀目标，也是无意义的。

小型超开放经济体和大型经济体不同，它们面临外汇限制，无法通过实际汇率贬值或其他政策缓解外汇市场压力。这一限制性因素会影响货币、财政和汇率政策，包括财政可持续性、债务管理以及经济增长方式。小型超开放经济体的货币、财政和汇率政策最可行的政策框架是采用汇率锚，通过使用财政政策进行总需求管理实现外汇市场的均衡。财政可持续性最敏感的指标是财政政策对国际收支的影响。

（翻译：王飞；校对：岳云霞；责任编辑：高涵）

---

<sup>①</sup> 参见 DeLisle Worrell, “Bank Behaviour and Monetary Policy in Small Open Economies with Reference to the Caribbean”, in *Social and Economic Studies*, Vol. 2/3, No. 46, October 1997, pp. 59 - 74.