

<https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2022.10.07>

## 中國匯率制度穩定性、貨幣政策獨立性、資本賬戶開放度選擇 —基於三元悖論

### The Stability of China's Exchange Rate System, the Independence of Monetary Policy, and the Choice of Capital Account Openness based on Impossible Trinity

黃梓文棋<sup>1\*</sup>  
Ley Huang

#### 摘要

隨著中國經濟不斷發展，在人民幣國際化與資本賬戶日趨開放的大趨勢下，制定合理的經濟政策促進經濟穩定發展，是現階段中國面臨的重大課題，故在三元悖論視角下研究中國經濟體系制度的選擇具有重要的現實意義。本文從歷史角度出發，闡述三元悖論理論基礎與產生原因，進而結合中國實際情況分析理論存在性、非角點解拓展及“三元”選擇。基於三元悖論的框架，聯繫“一帶一路”戰略背景與人民幣國際化進程，探討新時代下中國過去經濟政策的適用性，採用多元回歸模型對資本賬戶開放度影響因素進行實證分析並提出相關結論建議，以期為中國新時代下“三元”選擇、推動資本賬戶穩定開放、促進國內經濟進一步融入世界經濟提供一定的借鑒思路。

**關鍵詞：**三元悖論、匯率制度、貨幣政策、資本賬戶開放度

#### Abstract

With the continuous development of China's economy, under the general trend of RMB internationalization and the increasing opening of the capital account, formulating reasonable economic policies to promote stable economic development is a major issue facing China at this stage. It is of great practical significance to study the choice of China's economic system from the perspective of the Impossible Trinity. From a historical point of view, this paper expounds the theoretical basis and causes of the Impossible Trinity, and analyzes the theoretical existence, non-angular solution expansion and “trinity” choice in combination with the actual situation in China. Based on the framework of the Impossible Trinity, in connection with the strategic background of the “Belt and Road” and the process of RMB internationalization, the applicability of China's past economic policies in the new era is discussed. The multi-regression model is used to conduct empirical analysis of the influencing factors of capital account openness. Relevant conclusions and suggestions are proposed to provide certain references for China's “trinity” choice in the new era, encourage the stable opening of the capital account, and promote the further integration of the domestic economy into the world economy.

**Keywords:** Impossible Trinity, Exchange Rate System, Monetary Policy, Capital Account Openness

<sup>1</sup> 廈門大學嘉庚學院國際商務學院國際商務專業 ley\_hzwq@foxmail.com\*通訊作者

## 1. 引言

中國經濟體制改革已然走過四十餘載，經歷了諸多經濟與金融領域的改革，而完善金融體系改革仍是促進經濟增長的重要部分。三元悖論作為國際經濟學範疇中的代表性理論，闡述了一國在匯率制度穩定性、貨幣政策獨立性與資金的國際自由流動三者的抉擇困境。在當前國內外金融改革開放之路上，中國始終秉承著穩健有序的原則積極採取措施探索新路徑，以期推動經濟體系建設與經濟高質量的發展。如何立足本國國情，在三個政策目標中找到最優解，是各國宏觀經濟發展層面上的重點討論對象。

為此，本文擬結合三元悖論理論，從中國實際情況出發，回溯歷史變革，聯繫當下“一帶一路”戰略背景與人民幣國際化進程，探討新時代下中國過去經濟政策的適用性，並對資本賬戶開放度影響因素進行多元回歸分析，以期為中國防範潛在金融風險、合理選擇“三元”政策與穩步發展提供思路。

## 2. “三元悖論”基礎理論

### 2.1 “三元悖論”的提出與發展

三元悖論可追溯至 1953 年的“米德衝突”（Meade Conflict），其指出在保證支出增減政策有效的情況下，固定匯率制度與資本自由流動難以共存，這為後續三元悖論的提出奠定了一定的基礎。

回溯金本位制、布雷頓森林體系與牙買加體系時期的匯率制度、貨幣政策獨立性與資本流動，可以發現隨著內外部環境的變化，各國的政策選擇也不斷調整。馬欣原（2004）針對各個時期的國家對三元悖論的反應變化做了梳理（如表 1 所示）。而三元悖論的產生，實則也是因為國家政策對內外部變化的感知與應對，這便容易出現新產生的金融事件無法用已有的金融理論來解釋的情況，導致相關理論的不斷更新與發展。

1997 年亞洲金融危機爆發於泰國，並迅速波及亞太地區。以泰國為例，其在市場經濟體制不健全、外債結構不合理時，就已經取消資本項目管制以獲取外資，同時保持固定匯率制度；而這勢必會影響貨幣政策的獨立性，最終受到強大的游資衝擊，經濟出現透支性的高增長現象，導致匯率巨幅波動，貨幣也不斷貶值（俞喬，1998）。此後，美國經濟學家克魯格曼於 1999 年對此次亞洲金融危機進行梳理，並在蒙代爾-弗萊明模型的基礎上得出了著名的“三元悖論”（又稱“克魯格曼三角”），其對各國制定經濟政策應對變化而言具有一定的指導意義。

表 1. 世界資本市場變動時國家對三元悖論的反應的變化

時期	三元悖論的解決措施-國家選擇犧牲		
	自主的國內政策	資本流動	固定匯率
金本位制	少量	少量	少量
戰時（脫離金本位制）	少量	一些	大部分
布雷頓森林體系	少量	大部分	少量
牙買加體系	少量	少量	很多

資料來源：馬欣原（2004）

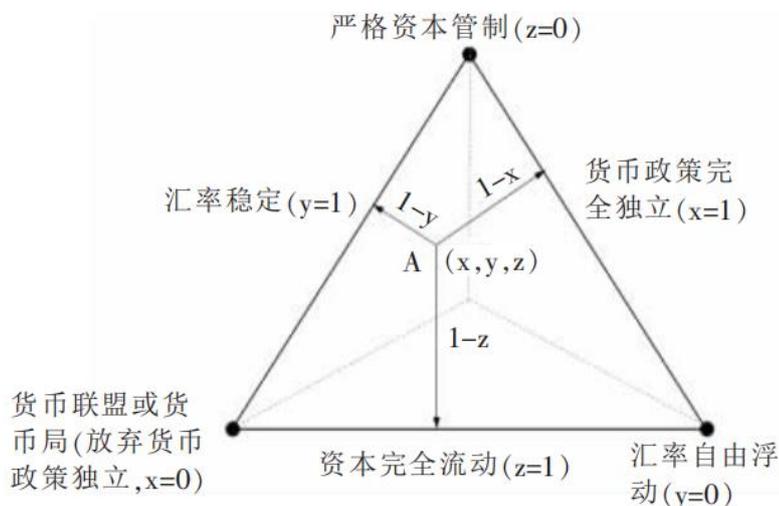
## 2.2 “三元悖論”的主要內容

固定的匯率制度、獨立的貨幣政策與資本自由流動三者不可兼得，一國最多只能在三個目標中選擇兩個。具體而言，在固定匯率制度下，資本自由流動會影響國家的供應量，使得本國難以將與國家利率水平的差距保持穩定，貨幣政策也將喪失獨立性；在貨幣政策獨立下，若想同時保證貨幣政策獨立與資本自由流動，那必然需要允許匯率自由浮動；在固定匯率制度與貨幣政策獨立下，就必須限制因國內外利率不同而產生的資金流動，只有進行資本管制才能應對不確定性影響，從而穩定匯率（沈國兵與史晉川，2002）。

## 2.3 “三元悖論”的拓展及中國面對的困境

不同的國家與地區對於“三元”政策上的選擇往往不同。例如美國選擇了貨幣政策的獨立性與資金國際流動的自由性，就必須採用完全浮動匯率制度；而中國香港地區選擇了固定匯率制度與資本自由流動，便意味著其無法擁有獨立的貨幣政策。中國曾在一段時間內選擇了緊盯美元的固定匯率制度，又希望追求獨立自主的貨幣政策，而這也影響著人民幣的國際化推動。

一國的貨幣政策往往依據國內經濟基本面與通貨膨脹情況而定，絕不會簡單地受限於外國貨幣政策；且中國是大國，保持獨立的貨幣政策並非難事，故中國的貨幣政策仍保持著積極穩健的發展，通過精確調控來表明穩增長的決心。中國實施的是有管理的浮動匯率制度，其讓固定匯率制度有所改變，讓出了一部分的政策空間給資金的國際自由流動，追求“適度”二字；而這也恰恰是對三元悖論的一種理論突破，表明解可以不落在三角形邊上，而在三角形內部（如圖 1 所示）。



資料來源：易綱與湯弦（2001）

圖 1. “三元悖論”的拓展

易綱與湯弦（2001）基於“三元悖論”，研究出更符合中國國情的擴展模型，並用公式  $X+Y+Z=2$  來表示；其中，X 代表貨幣政策獨立性，Y 代表匯率穩定性，Z 代表資本流動自由程度，且 X、Y、Z 的變動範圍都位於【0, 1】，即存在位於“三元悖論”三角形圖中間地帶的非角點解。

當前，隨著中國經濟的持續增長與對外經貿活動的迅速擴張，推動人民幣國際化成為經濟改革與發展的一項重要政策，但也意味著同時控制匯率並實行獨立的貨幣

政策愈來愈難(馮明,2016)。如果中國仍然將匯率控制在目標範圍內,就必須“輸入”美聯儲的量化寬鬆貨幣政策,那麼中國的貨幣情況也將逐步寬鬆,且控制匯率可能導致貨幣體系內流動性增加,這都將導致通貨膨脹率不斷上升;其次,在資本賬戶與經常賬戶的雙順差情況下,外匯儲備供給量增加得過於迅速將帶來流動性過剩的問題,且人民幣的國際化也將促進資本開放度的增加,可能存在潛在風險(陶雨然,2022)。此外,中國外匯金融市場體制還不完善,金融的監管水平仍有待提高,國際外匯資本市場的風險規避能力亦不足,這些都使得中國在宏觀調控的政策安排上面臨困境,需要謹慎地綜合考量各方面的利弊,在三角形內尋求一個符合國情、適應內外部環境變化的有效平衡點(趙敏與高露,2017)。

### 3. 中國“三元政策”的發展

對於一個大國經濟體來說,維持匯率的穩定有利於保持物價水平的穩定,同時可以對外匯投機行為起到一定的抑制作用,並規避匯率波動帶來的風險,從而為經濟穩定健康發展助力;貨幣政策的獨立性主要考量國內的經濟形勢,其有利於通過利率政策來對宏觀經濟進行一定的調控,從而助力經濟增長和穩定就業,促進國內經濟均衡;資本自由流動可以促進本幣在世界資本項目中自由兌換,有利於幫助國家適應全球化的局勢,並創造更多新的機遇(唐琳等,2015)。

#### 3.1 中國匯率制度的發展

匯率制度對一國經濟發展而言具有重要意義,但沒有一種匯率制度對所有國家在任何時候都是正確的。誠然,匯率制度的選擇應當與國家現階段的經濟狀況與政策目標相適應,而中國的匯率制度也隨著內外部變化而經歷了由嚴格管制到逐步放鬆的變化過程。改革開放以前中國處在計劃經濟體制下,國家嚴格管控著匯率,也嘗試過各種相關制度;改革開放後,很長一段時間裡中國處於雙重匯率制。1994年匯率制度改革,開始實行單一的、有嚴格管理的浮動匯率制度,並持續到2005年。2005年7月,中國開始實施以市場供求為基礎,參考一籃子貨幣進行調節的、有管理的浮動匯率制度。2010年6月,央行宣佈要推進人民幣匯率形成機制改革,增強人民幣匯率彈性。2015年8月11日,央行對匯率中間價形成機制進行重大改革,使得匯率制度更具彈性。

#### 3.2 中國貨幣政策的發展

貨幣政策的獨立性是實現充分就業、控制通貨膨脹、保證國家經濟金融市場穩定運轉的重要工具,很長一段時間裡,中國一直採取直接調控的貨幣政策。1998年重啟人民幣公開市場操作,貨幣政策由直接調控變為間接調控,但中國利率傳導機制尚不完善,調控主要呈現出數量型工具為主、價格型工具為輔的特點;而在開放環境下,這一特點也逐步反向轉變。目前,中國在利率市場化改革上取得了諸多成就。2007年1月,上海銀行間同業拆借利率(SHIBOR)正式運行;2015年8月,中央銀行放開一年期以上定期存款利率的浮動上限,這一系列措施都是促進中國利率市場化改革的核心驅動力。目前,隨著中國經濟總量的不斷增長,龐大的經濟體量與雙循環的新發展格局,也決定了中國的貨幣政策具有明顯的獨立性。中國始終堅持以“自我為主”的貨幣政策,即使在新冠肺炎疫情衝擊下也仍舊表現出了較高的獨立性。

#### 3.3 中國資本流動的發展

1996年12月1日,中國正式接受國際貨幣基金組織的條款,實現人民幣經常項

目可兌換，便開始積極尋找外商直接投資，促進國內市場的發展。中國入世後，國際資本流動日益頻繁，人民幣資本項目逐漸穩步開放，態勢良好。2003年，設立了合格境外機構投資者（QFII）機制，有控制地允許境外機構投資者投資境內資本市場；2006年，引進了合格境內機構投資者（QDII）機制，鼓勵國內企業直接參與國外資本市場；2013年，中國上海自由貿易試驗區獲批，對於中國資本開放的重要試驗具有重要意義。近年來，資本流動自由度已然隨著時代的發展不斷深化，中國對資本開放的態度也越來越積極，資本市場開放步伐明顯愈來愈快。

#### 4. “一帶一路”戰略與人民幣國際化背景下的新討論

三元悖論反映出一國開放程度越高，面臨的外部風險越大的情況。人民幣國際化進程日漸推進，資金的國際流動日趨自由，世界經濟形勢仍舊複雜多變，這是一個機遇與挑戰並存的時代；如何基於理論並結合現狀，制定合理的經濟政策來平衡經濟的內外均衡、規避宏觀金融風險引人深思。

“一帶一路”戰略政策的提出原因之一，是獲取與沿線國家開展貿易交易和金融投資所需資源。學術界普遍認為，“一帶一路”戰略與人民幣國際化之間相輔相成，即人民幣國際化為“一帶一路”所需要的資金融通提供便利與保障；反過來，“一帶一路”通過貿易開展、設施建設、金融投資等渠道，為人民幣國際化鋪平道路。但從三元悖論來看，“一帶一路”的跨境合作必然會帶來一定的資本流動，則政府就需要在匯率的穩定與貨幣政策的獨立之間做出選擇，而這又將影響人民幣幣值的穩定。

國際貨幣基金組織（IMF）將人民幣納入其特別提款權（SDR）貨幣籃子以來，許多國家開始增加人民幣的外匯儲備，助力了人民幣國際化的發展。趙敏與高露（2017）認為，人民幣國際化要求其必須擺脫對外匯儲備的依賴，建立基於國家信用的人民幣發行機制；而“一帶一路”的跨國合作既對人民幣國際化提出了要求，也為此提供了現實的解決方案。隨著“一帶一路”政策的落實與人民幣國際化進程不斷推進，境內外企業使用人民幣的積極性不斷提高，人民幣與美元呈現出“雙強”格局，這表明世界各國投資者對中國經濟有著良好的預期。但目前“一帶一路”沿線國家之間的跨境貿易仍然體現著較強的美元依賴度，這也側面制約了人民幣國際化的推動；且金融基礎設施的不完善，也將使得沿線國家人們使用人民幣結算的意願降低。其次，部分國家的政治格局動盪，使得其貨幣幣值不穩定，存在違約的潛在風險，對於長期資金較大的項目實施會造成一定的困難。

綜上所述，在當前背景下仍然存在較為嚴峻的三難困境，這便要求國家政府審時度勢，結合自身發展情況，不斷完善金融體制，提高金融風險監控，同時加大對沿線國家的金融基礎設施力度，以期穩健有序地推動人民幣國際化進程。

#### 5. 資本賬戶開放度的影響因素

資本賬戶作為國際收支的重要組成部分，反映著本國與外國之間金融資產的轉移；隨著經濟全球化、一體化的日益發展，許多發展中國家逐漸開放本國資本賬戶。目前，隨著人民幣國際化進程的有序推動，資本帳目管制的制約作用減弱，中國資本賬戶日趨開放（孟剛，2018）。誠然，資本賬戶開放對於國內經濟進一步融入世界經濟的發展有著重要作用，但在複雜多變的世界經濟形勢下，資本賬戶開放也存在一定的潛在風險，如劇烈的國際游資衝擊、金融監管力度不足等，故在新時代新背景下如何穩定有效地推動資本賬戶開放，引發了諸多學者的探討（邵路遙與劉堯成，2016；孟剛，2018；鍾帥，2021）。

## 5.1 研究設計

在討論“資本賬戶的自由化的路徑選擇”中，國際貨幣基金組織（IMF）提及其需擁有健全的宏觀經濟框架、穩健的金融系統、擁有自主權的中央銀行及信息公開透明化四個條件。依據三元悖論，本文擬從宏觀經濟條件的角度出發，實證研究資本賬戶開放度的影響因素，明確中國資本賬戶完全開放的宏觀經濟前提，從而為中國推動資本賬戶開放提供一些思路。

歷年來，各國學者對資本賬戶開放度的測算存在些許爭議，而常用的資本賬戶開放度的測算指標為 KA 指標（Klein 與 Olivei，2008）與 Quinn 指標（Quinn，1997）。前者需要較大的樣本，後者更適用於發達國家，故而不考慮。全球世界各國及地區的經濟自由度數據中，投資自由度常用以來表示資本賬戶開放度。朱冰倩和潘英麗（2015）利用人均 GDP 增長率、股票債券等可流通資產市場規模占金融總資產等指標，對資本賬戶開放度進行測算；冼國明和李炳濤（2018）從經濟與金融發展水平、穩定性、貿易開放度等維度來測算資本賬戶開放度。

通過梳理相關文獻，本文在宏觀經濟層面上選定 8 個指標後進行相關性檢驗，來剔除解釋變量之間相關性較高的指標，以期避免對本研究產生的不利影響。最終留下國內生產總值增長率（GDPR）、通貨膨脹率（INFN）、外商直接投資（FDIIN）和對世界經濟增長的貢獻率（WEGCR）四個指標。

## 5.2 實證分析

### 5.2.1 模型構建與數據說明

本文首先進行描述性統計與相關性分析，再進行平穩性檢驗與單位根檢驗，後完成 E-G 兩步法協整分析，然後通過構建多元回歸模型進行實證分析，最後將各個變量代入進行逐步回歸分析。

本文採用的數據樣本期為 2000 年~2021 年，共計 22 年，數據來源為 Wind 數據庫及 Fraser Institute，目的是為了研究國內生產總值增長率（GDPR）、通貨膨脹率（INFN）、外商直接投資（FDIIN）和對世界經濟增長的貢獻率（WEGCR）四個指標對資本賬戶開放度（CAF）的影響。基於數據，為減少異方差和自相關對模型的影響，對變量進行對數處理，但由於變量 INFN 為相對數，故不對 INFN 做對數處理。本文所有的數據分析均使用 Stata17.0 進行操作。

### 5.2.2 描述性統計和相關性分析

首先，對各變量進行描述性統計與相關性分析，結果如表 2 和表 3 所示。由表 2 可以看出，其中 INFN 的標準差接近 1，表明變量數據分佈較為均勻；而 lnGDPR、lnFDIIN、lnWEGCR 的標準差接近 0.5，表明數據值接近均值，樣本較準確且誤差小。

表 2. 各變量的描述性統計

	lnCAF	lnGDPR	INFN	lnFDIIN	lnWEGCR
均值	3.301	2.107	2.270	6.822	3.091
最大值	3.912	2.657	5.930	7.459	3.784
最小值	2.996	0.806	-0.730	6.009	2.109
標準差	0.207	0.363	1.723	0.42	0.432
觀測值	22	22	22	22	22

資料來源：本文自行整理

表 3. 各變量之間的相关分析

	INFN	lnGDPR	lnFDIIN	lnWEGCR	lnCAF
INFN	1.000	—	—	—	—
lnGDPR	0.112	1.000	—	—	—
lnFDIIN	0.343	-0.511*	1.000	—	—
lnWEGCR	0.153	0.202	0.441*	1.000	—
lnCAF	-0.273	-0.400	-0.759**	-0.217	1.000

資料來源：本文自行整理

注：表中\*表示 P 值小於 0.05 大於 0.01，\*\*表示 P 值小於 0.01

由於本研究中所應用的變量之間存在一定的關係，採用多元回歸模型進行檢驗分析。構建的回歸模型如下：

$$\ln CAF = C + a_1 \ln GDP + a_2 INFN + a_3 \ln FDIIN + a_4 \ln WEGCR \quad (1)$$

其中 CAF、GDP、INFN、FDIIN 與 WEGCR 分別代表資本賬戶開放度、國內生產總值增長率、通貨膨脹率、外商直接投資和對世界經濟增長的貢獻率，C 為常數項， $a_1$ 、 $a_3$ 、 $a_4$  分別為國內生產總值增長率、外商直接投資和對世界經濟增長的貢獻率的效應彈性， $a_2$  則表示通貨膨脹率的係數。

### 5.2.3 單位根檢驗與協整檢驗

由於時間序列大多數是不平穩的，為避免回歸方程中的偽回歸現象，在進行分析前先做單位根檢驗，來選擇平穩的變量進行回歸。此處選擇 ADF 檢驗來判斷序列是否平穩。

如表 4 所示，從檢驗結果上看，所有變量的原序列都無法通過單位根檢驗，只有一階差分後序列在 5% 的顯著性水平上平穩，即各變量一階差分在 5% 的顯著水平上均是一階單整序列，從而可進行協整分析。協整關係可以解釋為變量之間長期穩定的均衡關係，故而緊接著對各變量進行 EG 兩步法協整檢驗。

表 4. 單位根檢驗

變量	ADF 值	平穩性
lnCAF	-1.241	不平穩
D (lnCAF)	-2.970	平穩**
lnGDPR	-0.958	不平穩
D (GDPR)	-2.490	平穩**
INFN	-0.117	不平穩
D (INFN)	-3.720	平穩**
lnFDIIN	-1.056	不平穩**
D (lnFDIIN)	-1.762	平穩**
lnWEGCR	-0.148	不平穩
D (WEGCR)	-2.973	平穩**

資料來源：本文自行整理

注：表中\*表示 P 值小於 0.05 大於 0.01，\*\*表示 P 值小於 0.01

如表 5 所示，在 5% 顯著性水平下通過協整檢驗，表明原序列數據平穩，可進行後續的回歸分析。

表 5. 協整檢驗

檢驗類型	殘差統計量	1% 統計量	5% 統計量	10% 統計量
ADF 檢驗	-4.303	-3.750	-3.000	-2.630

資料來源：本文自行整理

#### 5.2.4 多元回歸分析

對於資本開放度對數 (lnCAF) 而言，lnGDPR 是國內生產總值增長效應、INFN 是通貨膨脹效應、lnFDIIN 外商直接投資效應、lnWEGCR 是對世界經濟增長的貢獻效應。在多元回歸檢驗結果中應該呈現，通貨膨脹效應 (INFN)、對世界經濟增長的貢獻效應 (lnWEGCR) 與資本開放度對數 (lnCAF) 存在正相關，國內生產總值增長效應 (lnGDPR)、外商直接投資效應 (lnFDIIN) 與資本開放度對數 (lnCAF) 存在負相關。

表 6. 多元回歸結果

變量	lnCAF
C	6.190
(P 值)	(0.000)**
lnGDPR	-0.063 (0.647)
INFN	0.003 (0.904)
lnFDIIN	-0.449 (0.004)**
lnWEGCR	0.098 (0.347)
R-squared	0.599
Adjusted R-squared	0.505
Durbin-Watson stat	2.012

資料來源：本文自行整理

注：表中\*表示 P 值小於 0.05 大於 0.01，\*\*表示 P 值小於 0.01

由表 6 可知，模型擬合度一般，表明模型解釋力不強，主要是因為資本賬戶開放的原因較為複雜，模型實在無法考量所有影響因素；且資本賬戶開放不但會受到模型中經濟變量的影響，而且還會受到政治、文化等方面的影響。

lnGDPR 對 lnCAF 呈現出負相關影響，與預期相符合。一般而言，GDP 增長率越高可以表明國家的經濟發展越快，利於增強投資者的信心，從而促進資本賬戶的開放；但一國的經濟發展速度越快，也可能使得資本賬戶開放存在更大的風險，從而抑制資本賬戶開放度的增加。正如朱冰倩與潘英麗 (2015) 在測算中，證實經濟發展迅速導致國家對資本賬戶的法律監管也隨之嚴格，而法律體制跟不上經濟發展速度，將使得資本賬戶開放受到制約。

INFN 對 lnCAF 呈現出正相關影響，符合預期。在數據處理過程中發現通貨膨脹

率雖整體呈現上升趨勢，但是幅度不大；亦即儘管通貨膨脹率不斷增加，但其波動性很小，說明宏觀經濟狀態穩定，利於資本賬戶開放。

lnFDIIN 對 lnCAF 呈現出負相關影響，與預期相符合。一般而言，外商直接投資越多，可以說明資本開放越完全；但是當今經濟環境下，外商直接投資存在較大的溢出效應，包括積極的技術溢出效應與消極的競爭效應。本文認為，隨著環境的不斷變化，資本項目的轉移活動也存在極大的惡性競爭及投機行為等，故而考慮負面影響大於正面影響。

lnWEGCR 對 lnCAF 呈現出正相關影響，符合預期。從某種意義上而言，對世界經濟增長的貢獻效應可以表示一國的經濟發展水平；而經濟發展水平的提高，意味著經濟體制的不斷完善，更有利於資本的自由流動。

回歸結果只有 lnFDIIN 通過 5% 的顯著檢驗，表明結果較不理想；而在 5% 的顯著水平下，dU 值為 1.94，而 DW 值為 2.102，則  $dU < DW$  值  $< 4 \cdot dU$ ，表明模型不存在自相關性。

### 5.2.5 逐步回歸分析

為建立一個“最優”的多元線性回歸方程，隨後進行逐步回歸分析，結果如表 7 所示。

表 7. 逐步回歸結果

	lnCAF (1)	lnCAF (2)	lnCAF (3)	lnCAF (4)
lnFDIIN (t-statistics)	-0.373 (-5.22)**	-0.371 (-4.75)**	-0.363 (-3.66)**	-0.449 (-3.37)**
INFN	—	-0.002 (-0.09)	-0.003 (-0.13)	0.003 (0.12)
lnGDPR	—	—	0.014 (0.13)	-0.063 (-0.47)
lnWEGCR	—	—	—	-0.098 (0.97)
Cons	5.848 (11.97)**	5.836 (11.21)**	5.755 (7.09)**	6.190 (6.66)**
N	22	22	22	22
R-squared	0.577	0.577	0.577	0.599

資料來源：本文自行整理

注：表中\*表示 P 值小於 0.05 大於 0.01，\*\*表示 P 值小於 0.01

綜上所述，一國經濟發展水平越高、通貨膨脹情況越穩定、經濟發展速度與外商直接投資保持適度水平，將越有利於資本流出項目的開放；這也表明，一個穩定的宏觀經濟狀態對資本賬戶完全開放至關重要，是基於三元悖論視角下的重要前提之一。故而，中國誠當深化金融體制改革，加強抵禦風險的意識與能力，通過開放資本流入引進外部資本，維持金融市場有效競爭與健康發展；同時關注國內經濟形勢，在物價水平等方面保持一個較為穩定的態勢，方能助力中國推動資本賬戶穩定有序的開放。

## 6. 結論與建議

本文首先對“三元悖論”理論的提出與發展做出梳理，並回顧了中國過去幾十年來對相關經濟制度政策的選擇演變，進而結合世界經濟形勢與中國國情現狀，聯繫

“一帶一路”戰略背景與人民幣國際化進程，探討新時代下中國過去經濟政策的適用性，並聚焦於資本賬戶開放度影響因素，採用多元回歸模型對其進行一個簡單的實證分析，研究主要得到以下結論：

第一，“三元悖論”理論作為國際金融領域中的代表性理論，一直為世界各國制定宏觀經濟政策上提供著重要的指導思路；而中國學者其拓展部分更是符合中國的國情，為中國後續協調深化金融體制改革與開放提供支撐。

第二，“一帶一路”戰略的落實與人民幣國際化進程的推動，不僅可以給中國帶來諸多機遇，同時基於不可能三角架構下也面臨著許多挑戰。故而中國仍需要洞察當前經濟金融領域的形勢，在踐行深化利率市場化、匯率形成機制改革等積極舉措的過程中，保持審慎求穩、有序漸進的態度，加強風險防範意識，完全金融體制建設，

第三，當下，資本的自由流動已然成為必然趨勢，而資本賬戶完全開放的一個重要前提是良好穩定的經濟狀態。中國在推動資本賬戶開放過程中，需考慮國內經濟形勢，保持國內市場穩定，同時穩定匯率預期與中國利率水平和國際間利率水平的差異穩定，適當對金融衍生品市場放寬，促進金融市場的良好競爭與持續發展。

### 參考文獻

1. 馬欣原 (2004)。不可能三角—從歷史角度的闡釋。金融研究，2，113-119。
2. 俞喬 (1998)。亞洲金融危機與我國匯率政策。經濟研究，10，42-50。
3. 沈國兵、史晉川 (2002)。匯率制度的選擇：不可能三角及其擴展。世界經濟，10，3-9+80。
4. 易綱、湯弦 (2001)。匯率制度“角點解假設”的一個理論基礎。金融研究，8，5-17。
5. 馮明 (2016)。人民幣匯率形成機制改革與“三元悖論”下大國開放經濟體的政策選擇。財經智庫，1(2)，58-76+137-138。
6. 陶雨然 (2022)。“一帶一路”背景下人民幣國際化問題研究。中國商論，5，13-15。
7. 趙敏、高露 (2017)。“一帶一路”背景下人民幣國際化的矛盾與化解—基於“不可能三角”理論的批判。經濟學家，11，64-72。
8. 孟剛 (2018)。“一帶一路”開放新格局中我國資本項目開放的路徑選擇。武漢金融，4，48-52+74。
9. 邵路遙、劉堯成 (2016)。中國資本賬戶開放與人民幣國際化的關係研究—基於國際經驗比較的影響因素分析。上海經濟研究，3，37-43。
10. 鍾帥 (2021)。淺析中國資本賬戶開放問題。江蘇商論，7，87-89+93。
11. 唐琳、談正達、胡海鷗 (2015)。基於 MS-VAR 的“三元悖論”約束及對經濟影響研究。國際金融研究，9，35-44。
12. 朱冰倩、潘英麗 (2015)。資本賬戶開放度影響因素的實證分析。世界經濟研究，7，14-23+127。
13. 冼國明、李炳濤 (2018)。資本賬戶開放度影響因素的實證分析。國際經濟合作，2，4-12。
14. Quinn, D. (1997). The Correlates of Change in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91(3), 531-551.
15. Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. *Journal of International Money & Finance*, 27, 861-875.

收稿日期：2022-06-24