

<https://doi.org/10.52288/jbi.26636204.2020.10.08>

浅谈三元悖论与中国的政策选择 Mundellian Trilemma and China's Policy Choice

王陆垚^{1*} 张慧娴²
Lu-Yao Wang Helen Zhang

摘要

本文对三元悖论的提出和发展做了基本的介绍，结合中国的实际情况，对三元悖论中货币政策的独立性、资本的自由流动、汇率的稳定这三个目标，该如何选择和运用以求达到平衡进行分析，并给予适当的建议。

关键词：三元悖论、货币政策、资本自由流动、汇率制度

Abstract

This article gives a basic introduction to the proposal and development of Mundellian Trilemma. Combined with the actual situation in China, it also gives appropriate suggestions in order to achieve a balance of using the three goals: monetary independence, an open capital market, a fixed exchange-rate regime in Mundellian Trilemma.

Keywords: Mundellian Trilemma, Monetary Policy, Open Capital Market, Exchange Rate System

1. “三元悖论”理论

三元悖论是当代国际经济学领域中的一个著名理论。三元悖论理论最早由英国的著名经济学家米德（1953）提出，在他的著作《国际收支》一书中明确指出：在当前的开放经济下，要实现真正的内外均衡，必须要充分依靠政策的合理搭配和运用，选择固定的汇率政策，那么政府就不能使用汇率政策；如果政府只是依靠主要的支出政策来改变政策（主要包括财政政策和固定货币政策），就可能会导致内部均衡与外部均衡的目标执行发生冲突而无法顺利实现。米德认为，如果政府要实行固定汇率制度，就必须严格进行资本管制。他明确指出了在支出改变政策有效的前提下，资本自由的流动和固定汇率制度的冲突（即“二元冲突”），这为“三元悖论”理论的提出和发展奠定了重要的基础。

在 20 世纪 60 年代，蒙代尔和弗莱明提出了著名的 M-F 模型，分析资本的自由流动与否和汇率是否固定，对一个大国货币政策的实施所可能造成的影响。在实行固定汇率制及资本自由流动的情况下，如果一国的中央银行采取扩张的方式执行货币政策，企图通过增加其货币的供应量来达成影响国内利率的政策目标，最终将可能会因为资本大量快速的流动和固定汇率所抵消（杨雨琪，2016）。由此可见，在资本自由流动和固定汇率制度的前提条件下，货币政策的完全独立性可能是无法在

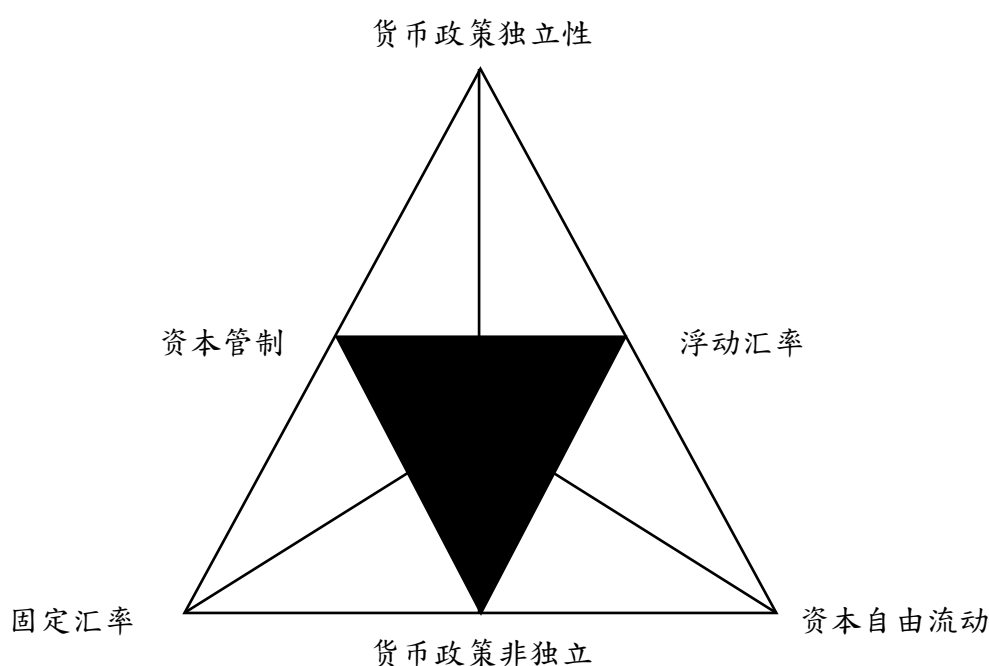
¹ 厦门大学嘉庚学院国际商务学院国际经济与贸易专业 2901298584@qq.com*通讯作者

² 厦门大学嘉庚学院国际商务学院讲师

市场中实现的。2008 年 3 月亚洲的金融危机过后，克鲁格曼（1999）在其著作《萧条经济学的回归》对这一基本原则的几个重要性问题进行了一系列的深入论述，并再次提出：一个国家不可能同时能够实现其货币政策独立、汇率稳定以及资本的自由流动，只能同时选择其中的两个，放弃另一个。

2. 开放经济下的三元悖论

“三元悖论”这一经济学理念首次正式地被明确提出是在克鲁格曼的著作《萧条之后经济学的回归》中。他当时认为一个国家的只能从其货币政策的独立性、资本的自由流动和汇率的稳定这三个目标中同时实现其中的两项，必须放弃另外一个，这三者必不可能同时实现。上述的原理可以由图 1 更直观的进行表示：



资料来源：克鲁格曼（1999）

图 1. 开放经济下的三元悖论

在这个三角形中，政府在选择其中的一条边时只能得到这条边的两个顶点，即只能实现三项重要的目标中的两项。例如政府选择右侧这条边，即说明政府选择了货币政策的独立性以及资本的自由流动，放弃了对于汇率稳定性的掌控。

2001 年，著名经济学家和中国人民银行现任行长政治经济学家易纲在“三元悖论”的研究基础上，提出了一个可以扩展和补充的三角理论模型以及简明的公式： $X+Y+M=2$ 。在公示中， X 代表了汇率， Y 代表了货币政策， M 代表了资本的流动（易纲，2000）。这三个变量 X 、 Y 、 M 的变动幅度范围都在 0-1 之间， $X=0$ 表示完全自由浮动的汇率制度， $X=1$ 表示完全固定的汇率制度； $Y=0$ 表示货币联盟， $Y=1$ 表示国家货币政策的完全独立； $M=0$ 表示对资本的完全管制， $M=1$ 表示资本的完全自由的流动；其余的中间值表示中间状态，即“三元悖论”图中的中间地带的非角点解。

根据上述理论，我们可以得到三个角点的政策组合：

(0, 1, 1) 组合-此角点的政策组合, 即政府选择保持货币政策的独立性和国内资本的自由流动, 而放弃固定汇率的制度。在这样的情况下, 实施的是自由浮动的汇率制度, 允许自由的资本输出与资本输入, 并且政府可以根据国内宏观的形势和经济实际情况, 及时进行调整市场利率的一种货币政策。这样政府就可以更好的保障国内经济在一定水平和程度下, 免受大量流动资本的冲击和可以实现国内的经济目标, 但这样同时意味着国家和政府需要承受浮动汇率所可能带来的不定风险。

(1, 0, 1) 组合-此角点货币政策的组合, 即政府直接实施资本的自由流动以及固定的货币汇率制度, 放弃了国内货币政策的资本独立性, 大大降低了国内货币政策有效性的有效程度。在这样的情况下, 国内的货币利率 r 会和此时国际市场上的货币利率 r^* 保持一致, 因为此时国内的货币利率不由国内市场上的供给和货币需求来决定; 随着国内外资本的自由流动, 利率上可能出现的任何一点微小的差异, 都会直接引起国内外市场上资金的套利。那么, 如果此时国内的资本市场经济发生通货膨胀, 且此时国家人民银行采取了进一步提高利率的货币政策方式来缓解通膨, 那较高的货币利率会直接引起国际市场资金的内流, 这将导致国内本币的巨大升值压力。为达到建立稳定的固定货币汇率制度的经济目标, 政府必须抛出国内本币从而直接回收外币; 货币的供给增加, 直至国内货币利率的水平恢复至此时国际市场上利率的水平一致, 从而使得货币政策无效。

(1, 1, 0) 组合-此角点政策的组合, 表明这种情况下政府的目的是希望在实施稳定汇率制度的同时, 确保其货币政策的独立性, 从而使得政府可以对国内的资本市场宏观经济形势作出及时的政策调控; 但实施严格的资本市场管制, 放弃资本的自由流动(熊剑等, 2009)。

3. 中国制度下三元悖论里“三元”因素简析

3.1 资本流动和资本管制

资本管制是一种货币政策的工具, 与资本的自由流动完全相反的左右两端, 是中央和国家政府立法机关等一些重要的国家权力机构, 用来控制资本在国家的资本账户结构上的流进和流出的, 也是定向投资金额从国家或者货币中出入的一种工具。

对一个国家来说, 在经常账户以开放的方式进行情况下, 资本和金融账户的完全自由开放, 是实现一个国家经济和金融自由化非常关键的一步, 是国家能够参与国际经济的贸易自由合作与金融自由竞争的客观要求, 也是一国的经济全球化发展的一个必然结果。自 2009 年开始, 中国政府开始积极的支持和鼓励从事国际贸易和金融业务的经营者和企业们, 在进行国际贸易中使用人民币进行国际贸易结算, 这也就意味着人民币的国际化正式开始。2013 年, 中国对外担保、直接投资、资本市场外汇管理等国际贸易业务流程进行了一系列的改革, 大幅度的简化。2015 年, 我国金融改革的主要项目-人民币资本项目可兑换在上海自贸区进行了实行和开放试用, 以鼓励和支持我国企业走出国门, 使目前资本账户项目非对称的开放状态从根本上进行了改变, 这对于我国在接下来的世界金融经济中国际地位的再进一步提升有重要的意义。因此, 在目前的经济全球化发展潮流中来看, 中国积极参与国际市场的合作与贸易是必然趋势, 是不可避免的。

3.2 汇率制度

按着汇率变动的幅度的不同, 传统上的汇率制度被大致分为浮动汇率制度和固定汇率制度。目前为止我国汇率制度的沿革大致可分为以下几大阶段:

3.2.1 1978 年前

改革开放前，在传统的计划经济体制下，人民币汇率由国家进行严格的管控，尝试过单一的固定汇率的制度、单一的浮动汇率的制度和以美元作为一篮子固定货币进行计算的单一浮动汇率制度。

3.2.2 1978 年~1993 年

这一时期又可以分为两个主要发展阶段。1979 年~1984 年，是我国官方汇率和人民币内部结算价双重汇率并存的关键时期；1984 年~1993 年底，内部的结算价被彻底撤废，我国进入了一个外汇调节交易市场汇率与官方汇率并存的时期。我国从单一的汇率制逐渐转变为双重的汇率制，尽管这样的改变对于外贸企业的业务增长和进出口发展起到了积极的鼓励和推动作用，但是一些例如我国外汇市场交易秩序混乱的问题和弊端依旧是存在的。

3.2.3 1994 年~2005 年 7 月

我国在这一时期实施以市场供求为基础的、单一的、有严格管理的浮动汇率制。

3.2.4 2005 年至今

在 2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础、参考一货币篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。中国的汇率制度与浮动汇率、固定汇率不同，而是对资本的管制。我国现行的汇率制度对我国的货币政策实际上造成了一定的影响（杨雨琪，2016）。

我国的货币制度在很大程度上，都是必须始终致力于维护我国固定货币汇率的。如果国际收支关系出现失衡，这将直接促使货币的供给发生变化，而我国固定货币的实际供给，是由负责维护我国固定货币的政府和官方部门进行管理和干预的，因此，我国现行的汇率制度很大程度上，限制了我国货币政策的相对独立性，并且也加剧了我国宏观经济的长期波动性；并且，由于人民币汇率的非均衡性是经常性和必然性的，在国际资本流动日益增多的情况之下，我国不能形成一个市场的均衡汇率。因此，在实践中，中央银行对外贸交易的干涉非常频繁。

3.3 货币政策的独立性

货币政策的独立性是一个国家有效地运用货币政策工具的基本前提，中国一直将货币政策的独立性作为目标。

货币政策的独立性有狭义和广义之分：本文认为，狭义上的货币政策的独立性，主要是指由于中央银行对本国货币的供给量进行调控，从而有效地实现对通货膨胀的控制，不受本国的中央政府高级机构的干预，是单纯从一个国家的内部——政策的制定者，中央银行是否具有其独立性的角度出发来进行看待的；货币政策广义上的独立性，是指一国的货币政策的具体制定不受任何外国经济政策的影响，可以真正的从解决本国经济发展困境的根本性问题角度出发，从而制定本国的货币政策进行市场调控（吴可等，2012）。所以，国家保持货币政策的独立性至关重要，只有在货币政策保持独立性的基础和前提之下，货币政策才能在深层次的经济结构中充分发挥它的作用和有效性，在长期中有效地促进经济的稳定增长、维持物价的稳定性、保证充分就业并有效地实现国际收支的平衡。

但根据河合正弘与刘利刚（2015）的分析，由于人民币对美元汇率的持续升值，吸引了大量的资金流入，中国目前正以一种不可逆转的方式开放它的资本账户；又

伴随着影子银行的发展、不完全的利率改革的影响、不断显现的货币政策失效的迹象，中国的货币政策的独立性和有效性正在下降。

4. 我国目前面临的宏观调控困境

目前中国面临的第一个焦点的经济问题，是我国较高的通货膨胀预期。中国的工业品生产出厂价格指数 PPI 和消费者物价指数 CPI 近两年持续的增幅，产生了较高的通货膨胀的预期，这样就会使得中国在短期内的经济发展中所面临的通货膨胀的压力过大。中国传统的一种普遍性经济观点认为，通货膨胀的预期主要来自于流动性的过剩。

而中国需要面对的第二个主要问题就是流动性的过剩。所谓流动性的过剩主要是指银行在自愿或者被迫的情况下，持有的货币储备数量已经超过了目前健全的银行管理准则中所要求的正常储备水平。它具体表现在货币的供给量增加、社会市场可用货币资金大量剩余、银行贷款差增大。而最直接的导致目前我国的流动性过剩的一个重要原因，很可能就是双顺差带来的外汇储备供给量增长的速度过快；另一方面来看，中国的流动性过剩也是受到了目前全球流动性过剩的直接影响。

中国当前需要解决所面对的第三个棘手问题就是人民币的升值问题。根据国家外汇管理局日前最新公布的外汇储备数据统计显示，截至 2020 年 5 月末，中国的外汇储备规模为 31,017 亿美元，较 4 月末预计上升 102 亿美元，升幅为 0.3%。

目前所面临的这三大问题，使得我国中央银行宏观经济调控政策处于矛盾性的困境之中。因为为了解决这三大问题所要制定和运用的货币政策和目标之间，存在着巨大的冲突矛盾，无法进行取舍。中国当前的资本管制不平衡，资本流入限制较少，人民币升值引起的巨大利差以及浮动较小的汇率波动，都因此吸引巨大的资本流入量，这使得中央银行被迫干预货币市场，积累巨额外汇储备。因此，我国中央银行的货币政策的有效性，将可能会因为其外汇储备规模的增大而直接受到影响，这将导致基础货币的投放储备数量增加。因此，中央银行必须有效地进行通过公开市场操作而使货币储备供应量增加，但是相应的，这又可能会直接影响中央银行货币政策的对于宏观经济政策调控的直接有效性。在这样的宏观经济情况下，面对三元货币悖论理论的目标基础，我国中央银行选择的固定汇率的制度和货币政策独立性的目标基础受到了挑战（向彩芬，2012）。

对于一个像我国这样庞大的市场经济体来说，货币政策是其确保了我国的国际收支平衡的主要且必要的宏观政策工具，是一个开放的市场经济体中用来调控市场经济波动的主要宏观政策工具，是不能割舍的。在长期的市场经济高速增长中，伴随着通货膨胀的预期，在这些开放市场经济体中的各项开放经济体的经济周期并不同步，如果没有中央银行的稳定以及货币政策的独立性，那么就可能也没有了宏观经济的稳定。而在未来的一段时间内，我国的宏观经济以及其货币政策所需要面临的各种经济挑战，也可能代表了中国未来的经济所要面临的挑战。所以，作为一个世界经济大国，中国无论如何也不能放弃其货币政策的相对独立性。

而随着我国的经济改革和全球化的快速推进和发展，我国的资本市场经济越来越深入的融入于整个世界资本市场经济的发展洪流之中，资本市场的自由开放与国际资本的自由流动是一个必然的发展趋势，如此看来，我国只能是选择放弃汇率稳定。然而完全自由浮动的汇率制度也并非我国的经济资本市场发展实际情况所能接受的。因为目前我国的外汇金融市场的发展还并不完善，金融的监管能力水平较低，规避国际外汇资本市场风险的能力和可以使用的金融工具依旧有限，企业也缺乏应

对汇率波动的风险意识和规避风险能力，我国经济发展需要相对稳定的金融市场环境。

因此，基于上述三元悖论，我国的现实国情制度不属于上述所论的三元悖论的任何一个角点解，我国的现实政策制度是一个处于“三元悖论”的中间地带的非角点解，是在努力追求其货币政策的独立性，介于浮动汇率和固定汇率之间的以市场的供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率的制度，而对资本的流动采取适当的管制，使得“三元悖论”的综合经济损失尽可能达到最小。

5. 总结

综上所述，对于中国来说，货币政策对于维持中国宏观经济的稳定和调控至关重要，所以中国货币政策的稳定和独立性不可回避；因而在三元悖论的局限条件下，中国必定要彻底舍弃稳定的汇率和资本的自由流动其中一项。目前，人民币的汇率和资本自由贸易项目的可兑换、加入联合国的 SDR 以及中国的一带一路等重大项目的建设和开展，都让人以为这意味着中国的汇率和经济自由开发的程度日益较强。虽然在改革开放途中，我国仍需要应对和防范各种危险和经济冲击，并保持一个小心谨慎的态度，且与相关的金融体制建设也仍需要加强和完善，但是资本的自由和流动的开展是一个必然的趋势，资本的管制也逐渐放开，目前中国已经开始实施了有所浮动的人民币汇率制度。

因此，本文的观点认为，基于目前中国的实际和国情，面对三元货币悖论，最好的货币政策选择就是确定中国资本市场货币政策的基本独立性与其有效性，在汇率浮动制度和资本流动的程度之间需要进行一定的摇摆，并且进一步加强对金融市场的监管与规范体系建设，以求在三个货币政策的目标之间更好地寻求平衡，使得中国的经济繁荣稳定健康发展。

参考文献

1. 杨雨琪（2016）。浅谈三元悖论下中国资本流动和汇率制度。商，2，159+131。
2. 吴可、王红丽、阙跃辉（2012）。中国货币政策独立性与有效性的实证分析。金融，2(3)，143-150。
3. 熊剑、王贵美、曾根（2009）。基于“三元悖论”的我国汇率制度改革思考。时代金融，5，36-37。
4. 易纲（2000）。汇率制度的选择。金融研究，9，46-52。
5. 毛东俊（2006）。从三元悖论看我国的汇率制度改革。甘肃农业，9，73-74。
6. 向彩芬（2012）。由三元悖论引发的对我国汇率制度的思考。中国经贸导刊，21，68-69。
7. 米德（J.Meade）李种（译）（2001）。国际经济政策理论，第一卷：国际收支。北京：首都经济贸易大学出版社。
8. 保罗·克鲁格曼（1999）。萧条经济学的回归。北京：中国人民大学出版社。
9. 河合正弘、刘利刚（2015）。中国经济面临的三元悖论困境。新金融，6，13-19。

收稿日期：2020-07-09
责任编辑、校对：张颖、罗仲哲