



三元悖論在香港及新加坡的實踐及 對內地的一些啟示

發展規劃部總經理 張朝陽
高級經濟研究員 蔡永雄

1960年代，蒙代爾(Robert A. Mundell)和弗萊明(J. Marcus Fleming)在一個總體經濟模型中指出，在沒有資本流動的情況下，貨幣政策無論在固定匯率或浮動匯率下均能有效調控經濟表現，但在資本可完全流動情況下，貨幣政策則在固定匯率下，對於調控經濟表現完全無能為力，而只有在浮動匯率下，才是有效的，這便得出了著名的蒙代爾三角理論，即貨幣政策的獨立性、匯率的穩定性，以及資本的完全流動性三個政策目標不可能同時達到，只可在三個選項中，選擇其二。

一、為何不可能？

三元悖論的核心運作機制是指在固定匯率的情況下，如果一個經濟體同時容許資本自由進出，並實行自主的貨幣政策，並把利率設定在高於（或低於）世界平均水平，海外資本便會流入（或流出）該經濟體以追逐因息差而帶來的回報，並因為實行固定匯率，息差更會為市場提供套利的機會，吸引外來資本大量流入（或流出）。面對資本大量流入（或流出），匯率在正常情況下會面對升值（或貶值）壓力，但在固定匯率下，將迫使央行進行干預，買入（或賣出）外幣，並沽出（或買入）本幣，這便會令貨幣基礎增加（或減少），繼而對本幣的利率造成下行（或上行）壓力，並影響該經濟體實行自主貨幣政策的能力。因此，只有在浮動匯率的情況下，匯率升值（或貶值）才能讓該經濟體維持高於（或低於）世界平均的利率水平，並保持貨幣政策的獨立性。

三元悖論的關鍵在於無套補利率平價(uncovered interest rate parity)的有效運作，這是指在資本具有充分流動的條件下，假若不同

經濟體之間的利率和預期匯率存在套利的空間，投資者的套利行為會使全球金融市場上以不同貨幣計價的相似資產的收益率趨於一致，也就是說，套利資本的流動保證了一價定律適用於全球金融市場。因此，政策當局只可選擇以下其中一個的政策選項。

1. 容許資本自由進出，並實行固定匯率 (放棄貨幣政策)：在資本自由進出及固定匯率下，政府無法固定貨幣供給，也不能固定利率，資本流動將促使利率趨向於世界平均的水平，令該經濟體失去貨幣政策自主性。這一選項與香港的情況一致，即資本自由進出，港元匯率採取貨幣發行局制度，並訂於1美元兌7.8港元，而港元利率則完全由美國主導。

2. 容許資本自由進出，並實行自主的貨幣政策 (放棄固定匯率)：在資本自由進出和自主的貨幣政策下，利率變化造成的資本流動，會反向影響匯率的水平，並有所抵銷，使資本的自由進出不影響貨幣基礎，因此該經濟體可以擁有自主的貨幣政策，但卻不能固定匯率，一般先進經濟體或較大型的經濟體多採用這種制度安排。

3. 實行自主的貨幣政策及固定匯率 (限制資本自由進出)：上述的兩個情況均顯示在資本自由流動下，貨幣政策當局對利率和匯率的管控只能二擇其一，只有在實施資本管制下，才可以同時控制利率和匯率，情況像亞洲金融危機後的馬來西亞，實施資本管制來控制利率和匯率。

二、香港的政策選擇是完全放棄貨幣政策

香港作為小型開放的經濟體，一直以自由港自居，並連續22年被評為全球最自由的經濟體，故在三元悖論的要求中，香港保持了資本可以自由進出，而在餘下的兩個選項，香港則選擇了穩定的匯率，並放棄了貨幣政策。因為穩定的匯率能有助於企業控制風險，促進跨境貿易和金融活動，對香港高度開放的國際貿易和金融中心，在龐大的跨境資本流動下，有助於維持香港經濟和社會穩定。

香港自1983年起實施聯繫匯率制度，並相當徹底地實行了三元悖論提出三選二的政策選項。在聯繫匯率制度下，港元以7.80港元兌1美元的匯率與美元掛鉤，金管局並承諾在7.75港元兌1美元的水平買入美元（強方兌換保證），在7.85港元兌1美元出售美元（弱方兌換保證），故港元匯率可在7.75港元至7.85港元兌1美元之間有限浮動。在貨幣發行局制

度下，貨幣基礎的流量與存量得到外匯儲備的十足支持。然而，香港卻完全放棄了獨立的貨幣政策，港元利率必須跟隨美元利率走，亦沒有控制貨幣基礎的能力，而港元匯率則是透過自動的利率調節機制維持穩定。當港元資產需求減少時，港元匯率減弱至兌換保證匯率，金管局便會向銀行買入港元，貨幣基礎隨之收縮，利率因而上升，吸引資本流入，以維持匯率穩定。相反，若港元資產的需求增加，使匯率轉強，銀行可向金管局買入港元，貨幣基礎因而擴大，對利率造成下調壓力，遏止資本繼續流入。

由於在聯匯制度下，貨幣管理當局不能運用匯率和自主的貨幣政策來作為調節機制，故香港經濟週期若與美國出現較程度的差距時，香港的內部成本或價格結構（如資產價格（股價和樓價）、工資和物價等）均有需要作出較大幅度的調整，而有關內部調節的過程則較匯率急速調整來得緩慢，並難免會對香港短期的經濟表現構成負面影響，特別是高企的樓價若出現顯著調整將會打擊內需表現，而若出現減薪等情況，亦會造成通縮和經濟衰退的風險。有關情況就如 1998 年亞洲金融風暴過後，香港住宅樓價曾經大跌三分之二，並連續 68 個月出現通縮；而在 2008 年全球金融海嘯過後，香港經濟較美國為佳，吸引資金大量流入，造成 2011 至 2014 年間較高的通脹，住宅樓價更自 2003 年起大幅上升四倍。長遠來說，這些內部調節有助於實體經濟作出更為持久和必要的結構性調整。

三、新加坡政策選擇是以管理匯率為重點，並放棄利率調整

新加坡方面，從 1980 年代起，其貨幣政策是以管理新加坡元（新元）匯率為重點，讓中長期通脹率保持穩定，從而為經濟持續發展打下基礎。由於新加坡經濟規模小、非常開放，新元兌其他貨幣的匯率波動會影響該經濟體的物價水平，令管理新元匯率的貨幣政策是相對可控的，且新加坡金管局可直接在外匯市場買賣新元。同時，所有流通的新元亦受到外匯儲備的十足支持。

與許多國家的中央銀行不同，新加坡金管局沒有通過控制利率來調控通脹。在資本自由流動的市場，新加坡的利率主要由外國利率和投資者對新元未來走勢的期望來決定，而新元利率往往低於美元利率，反映市場預期新元在長期範圍內升值的因素。

事實上，新加坡金管局管理的是新元兌一籃子主要貿易國家貨幣的幣值，每種貨幣所佔的比重主要根據新加坡的外貿情況而定。相比與單一貨

幣掛鈎，新元與一籃子貨幣的加權匯率確保其匯率更為穩定。新加坡金管局從不對外公布籃子內的貨幣組合，以及個別貨幣所佔的比重。此外，新加坡金管局亦為匯率的波動範圍設定了上下限，讓它在指定範圍內波動，而不是設定一個固定價值，這讓新元匯率能夠承受短期的市場波動。根據貨幣政策立場，新元匯率可呈現上升、下跌，或與水平線持平的走勢，並在有需要時調高或調低其波動範圍的中心點。

一般來說，通脹趨高時，新加坡金管局會讓新元加快升值。反之，通脹走低的話，新加坡金管局就讓新元放慢升值。新元升值使得進口產品和服務的價格降低，導致進口通脹下跌。另外，新元升值亦使得新加坡出口的產品和服務價格相對上漲，海外市場對其出口的需求減小，從而降低新加坡對原材料等的需求，減輕成本壓力，抑制通脹。

四、對內地的一些啟示

1. 內地難以完全放棄三元悖論中的一個選項

現時，中國作為全球第二大的經濟體，經濟規模龐大，確實難以像香港完全放棄貨幣政策，且內地與細小開放經濟體不同，對進出口的依賴相對較低，故亦不能像新加坡單純透過管理匯率來達成調控經濟或通脹的目標，其貨幣政策有需要保持一定的獨立性。至於資本流動方面，以目前內地對全球經濟的重要性，並作為全球最大的貿易國，內地與全球經濟的關係已密不可分，亦難返回經常帳及部份資本帳開放前，對不同環節的資本流動作出嚴格的限制。事實上，只要個別資本流動的缺口一開，亦會帶來跨境套利的機會，在人民幣國際化和內地與世界經濟聯繫日增的情況下，資本管制難再全面實施。

與此同時，雖然人民銀行採取了更加市場化的人民幣匯率中間價決定機制，並加強管理市場對人民幣匯率上下波動的預期，但現階段內地亦不能像世界其他主要國家完全放棄對匯率的干預，如英鎊、歐元和日圓等（歐央行和日本銀行的量化寬鬆和負利率亦可被視為間接對匯率的干預），因為匯率的波動可以相當大，一年間的上下波幅可高達四至五成。而在金融市場、企業或個人均尚未對人民幣匯率大幅波動作好充分的準備（或對沖）前，匯率的大幅波動將會加深市場對內地經濟的憂慮，擴大資產市場的調整，並對資金流向等帶來負面影響，故內地在短期內難以較大程度上放開對匯率的干預。因此，雖然內地亦面對三元悖論必須在貨幣政策的獨立性、匯率的穩定性，以及資本的完全流動性三個政策選項中，選擇其二的限制，

但現階段內地難以像香港和新加坡在三元悖論中完全放棄其中一個選項，必須在三者之間作出微妙的平衡，以及適度的妥協。

2. 流動性管理措施在應對資本流入及流出的成效並不對稱

過去數年內地經濟發展的速度和前景遠比其他經濟體優勝，投資回報和利潤較世界水平為高，令內地的利率水平較世界平均為高，以反映其更佳的前景及盈利機會，但這便會吸引資本較長期地流入。為了不對貨幣政策和經濟構成影響，內地透過不同的流動性管理措施（如存款準備金率）來沖銷資本流入對貨幣基礎的影響，並實行控制信貸增長等措施。然而，也要看到有關措施的成效在應對資本流入及流出時並不對稱，沖銷資本流入遠較釋放資本流出容易，因後者會進一步加大資金外流和匯率貶值的壓力，並對經濟和金融市場等帶來風險。

再者，在資本自由進出的情況下，若要同時控制匯率與利率，外匯儲備的波動理應可作一定的緩衝，但累積外匯儲備與其流失對金融穩定的影響也是不對稱的，過快的外匯儲備流失也會引起市場恐慌。

3. 穩定匯率預期是首要工作

如上述，流動性管理措施在應對資本流入及流出的成效並不對稱，故在 8.11 匯改前，內地在保持匯率穩定的同時，貨幣政策也有很大的獨立性，且資本帳戶亦逐步開放。這很大程度上是因為人民銀行有能力微調市場對人民幣匯率預期，並透過流動性管理措施（如存款準備金率），以緩解利率調整對於匯率和資本流動的壓力。然而，在匯改後，卻引發了對內地經濟和人民幣前景的疑慮，導致資本外流壓力加劇，而若再次減息降準則進一步降低人民幣的吸引力，勢將加劇資本外流，人民幣匯率則更難以穩定。此外，雖然內地擁有巨額的外匯儲備，其波動理應可作為資本進出的緩衝，但市場的關注點卻放在每月數百以至千億美元的外匯儲備流失，進一步引發對內地經濟和人民幣匯率穩定的憂慮。因此，現時內地可以說也受到三元悖論的困擾，必須在貨幣政策、匯率和資本流動三者的利弊作為平衡及妥協。從目前的情況看，穩定匯率預期可能還是首要工作，只有在這一前提下，才能為貨幣政策和下一步資本開放提供更大的空間。