



不可能三角理論的實用

不可能三角(Impossible Trinity)理論最早源於兩大經濟學者 Robert Mundell 和 Marcus Flemming 於上世紀六十年代的研究，後至八十年代在全球放寬資本管制的浪潮下成為開放型經濟理論的重要基石。該理論指的是一個經濟體在固定匯率、資金自由流動以及獨立貨幣政策當中只能三選其二，而不可能三者皆選。亞洲金融風暴是這一不可能三角的好教材，香港港元聯繫匯率則是其典型應用，至於近期人民幣承受較大貶值壓力，也可以從該理論上得到解釋。

亞洲金融風暴的經驗教訓直觀上是僵化的匯率制度加上過度的外債在投機衝擊之下無以為繼。在危機之前，後來受到重創的亞洲貨幣如泰銖、印尼盾、菲律賓 Peso、馬來西亞 Ringgit 等兌美元匯率幾乎是直線一線，相當於固定匯率。當時這些亞洲貨幣的利率都持續高於美元，即它們都實行獨立的貨幣政策。由於固定匯率降低了投資風險，本幣高利率又增加了投資回報，遂吸引了越來越多的外來投資，其外債比例快速攀升。資本管制的放寬有利於這樣的投資/外債。這時，不可能的三角似乎成為可能的三角。

但當這些經濟體的入大於出，對外貿易由盈轉虧後，外資的撤離便成為了危機的導火索，後來的投機衝擊是針對其不可維持的固定匯率，可以說是不可三角重新確立。受到衝擊的亞洲國家絕大多數在幾乎耗盡外匯儲備後防手任其貨幣貶值。它們選擇資金自由流動和獨立貨幣政策，但就放棄固定匯率。馬來西亞則是例外，它選擇在 1998 年 9 月起重回固定匯率，但就在之後 7 年時間裏面重新實行資本管制，其選擇是固定匯率和獨立貨幣政策，但就放棄資金自由流動。

戴道華
高級經濟研究員
Tel:28266187
michaeldai@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

香港自 1983 年起實行的是港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度，在不可能三角裏選擇的是固定匯率和資金自由流動，但就放棄獨立貨幣政策，是該理論的完美範例。在亞洲貨幣普遍大幅貶值後，港元幣值虛高，經濟代價沉重，儘管符合不可能三角理論，但投機力量以為香港會承受不住痛苦而最終被迫放棄聯繫匯率，進而對區內碩果僅存的這一固定匯率進行衝擊。但在港元的貨幣發行局制度下，香港貨幣基礎的流量和存量都有外匯儲備的十足支持，儘管當時香港外匯儲備曾一度減少至不到 900 億美元，但就不存在無法兌付，或守不住當時 7.80 港元兌 1 美元的可能。只要香港本身不主動放棄，即使出現最極端的情況如香港耗盡外匯儲備，但投機者也將無港元可沽，聯繫匯率還是不可能被衝垮。

近日，港元兌美元匯率錄得多年來最快的貶值，迅速貼近 7.85 港元兌 1 美元的弱方兌換保證，聯繫匯率又承受壓力，但香港在不可能三角裏的明確選擇：固定匯率+資金自由流動+放棄獨立貨幣政策並沒有任何的改變。這一次即使聯繫匯率再次受到衝擊，香港匯率不變，而需要在股市、樓市、經濟等方面進行調整，其壓力及痛苦程度或會低於亞洲金融風暴，這主要是因為香港目前的利率水平處於減無可減的歷史最低位，與 1997 年至 1998 年期間港元 Prime Rate 和 Hibor 長時間達雙位數字不可同日而語，未來即使香港要被迫跟隨美國加息，其幅度也會相當有限（主要因為美國的因素），那麼對資產價格乃至經濟的壓力應該會相對於亞洲金融風暴為低。

據此，如果把資金流入和流出視為兩個不同階段，那麼亞洲金融風暴前後的經驗似乎是在資金流入階段，不可能的三角成為可能的三角，不可能三角只在資金流出階段出現。但實際上，在亞洲金融風暴爆發前的資金流入階段，亞洲各國選擇固定匯率和資金自由流動，越來越難維持的悄然變成是獨立貨幣政策。要降低資金流入的息差誘因，就需要減息，但這會進一步催谷經濟過熱和資產泡沫；要應付後兩者，就需要加息，但這會誘使資金進一步流入。在資金流出階段反而變得簡單，當外匯儲備耗盡，要放棄的就是匯率或者資金自由流動。

對於中國這個龐大的經濟體，獨立的貨幣政策無論任何時候都是必然的選項。在 2005 年匯改前，人民幣盯住美元，那麼就要放棄資金自由流動。匯改之後時至今日，人民幣匯率變成有管理的浮動匯率，兌美元先是單邊升值，到了過去兩年出現貶值，期

間中國的資本管制也在漸進地放寬。目前，人民幣匯率肯定已非固定匯率，但也沒有達到自由浮動的地步，而資本管制雖然不斷放寬，但如果以 IMF 的標準衡量，則資金仍非可以自由流動。那麼對於中國這一特例，亞洲金融風暴前後的經驗也仍然適用。

在 2005 年到 2013 年資金流入期間，人民幣兌美元雖然單邊升值，但升幅是受到管理的，同時資本管制逐漸放寬，那麼獨立的貨幣政策也受到影響，無論是寬鬆還是收緊都非容易的決定。這暗示不可能三角如果每一角都處於中間地帶的話，每一角都會受到一定影響，每一個決定都有所取捨。從 2014 年至今，資金開始外流，人民銀行是否減息降準的決定既要考慮國內經濟，又要考慮對人民幣匯率的影響；維持人民幣匯率的有管理、限制貶值幅度過快過急，就要動用外匯儲備；另外還要在必要時重執某些資本管制措施。政策選項在不可能三角中力求取得某種平衡。亞洲金融風暴前後的啓示是：如果資金流走壓力持續，中國在不可能三角中的選擇最終會落在是否讓人民幣更大幅度地貶值或是以資本管制遏止資金外流之上。