

國際金融的「三難困局」

黃志典 金融案例評析

一個開放型經濟體追求的政策目標包括「匯率穩定」(exchange rate stability)、「資本自由移動」(free capital movement)與「貨幣政策自主性」(monetary policy autonomy)，為了達到這三個政策目標，可以使用的政策工具有固定匯率制度、浮動匯率制度與資本管制。根據經濟邏輯，一個國家至多只能得到這三個政策目標中的兩個，不可能同時達到三個政策目標。這個命題稱為「三難困局」(the trilemma)或「不可能的三位一體」(the impossible trinity)。

「三難困局」的命題可以使用圖 7 的三角形表示，三角形的頂角、右角與左角分別代表「匯率穩定」、「資本自由移動」與「貨幣政策自主性」三個政策目標，三角形的右邊、底邊與左邊分別代表「固定匯率制度」、「浮動匯率制度」與「資本管制」三個政策工具，一個國家一旦選擇了三角形任何一邊所代表的政策工具，則她只能達到這個邊上兩角所代表的政策目標，而必須放棄對角所代表的政策目標。

具體而言，一個國家如果選擇固定匯率制度(三角形右邊)，則她可以得到「匯率穩定」(三角形頂角)與「資本自由移動」(三角形右角)，但必須放棄「貨幣政策自主性」。同理，一個國家如果選擇浮動匯率制度，則她可以得到「資本自由移動」與「貨幣政策自主性」，但必須放棄「匯率穩定」；一個國家如果選擇資本管制，則她可以達到「匯率穩定」與「貨幣政策自主性」，但必須放棄「資本自由移動」。

以下簡要說明為甚麼一個國家不可能同時達到匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性三個政策目標。

就一個實行固定匯率制度的國家而言，她可以容許資本自由移動，並藉由干預外匯市場以維持匯率穩定，但干預外匯市場將使其貨幣供給額改變，因此該國將失去貨幣政策自主性。必須強調的是，實

行固定匯率制度的國家如果沒有足夠的外匯存底干預外匯市場，可能連匯率穩定的政策目標都無法達到。實行通貨委員會制度這種極端形式的固定匯率制度的國家，如果有決心維持該制度，而且沒有挪用充當本國貨幣發行準備的外國貨幣，必定可以達到匯率穩定的政策目標。

就一個實行浮動匯率制度的國家(例如美國)而言，資本可以自由移動，匯率是由市場供需決定，貨幣當局不必干預外匯市場。由於貨幣當局不干預外匯市場，該國可以有貨幣政策自主性，但匯率是由市場供需決定，因此該國將無法維持匯率穩定。

就一個實行資本管制的國家(例如亞洲金融風暴之後的馬來西亞)而言，外匯的供給與需求將受到政府管制，因此資本將無法自由移動，但因為外匯的供給與需求受到管制，該國可以維持匯率穩定，而且因為貨幣當局不必干預外匯市場，該國可以有貨幣政策自主性。

目前一般國家的對外貿易都相當發達，對外的其他交往也相當密切，一般民眾要規避資本管制，並不困難，而且資本管制也會使政府的行政成本增加並造成資源運用無效率，現在只有極少數國家仍在實施資本管制。因此，對絕大多數國家而言，國際金融的「三難困局」其實只是一個「兩難困局」，亦即對「匯率穩定」與「貨幣政策自主性」兩個政策目標的取捨，而使用的政策工具則有固定匯率制度與浮動匯率制度。

圖：國際金融的「三難困局」



