

Lecture Notes of Macroeconomics

De-Xing Guan (官德星, 國立台北大學經濟學系)

May 24, 2021

今天我們來討論國際金融最重要的理論之一：不可能的三合一 (*impossible trinity*) 這個理論是由凱因斯在 1923 年貨幣改革芻議 (*A Tract on Monetary Reform*) 那本書中首先提出，它是說資金在國際自由移動、獨立央行和固定匯率這三件事，不可能同時成立。

我們可以用以下三個例子來說明這個理論。如圖所示，這三個例子分別是香港、美國和中國。我們先來看第一個例子：香港。港幣在 1983 年之前是釘住英鎊，後來因為發生通貨膨脹，在 1983 年之後改釘美元，匯率定在 1 美元等於 7.8 港幣，稱為聯繫匯率，是一種極端的固定匯率，也就是固定在某一個價位上不會改變。

根據不可能的三合一，香港會選擇固定匯率和資金自由移動，是因為它是一個自由貿易港，以貿易和金融業為主，所以不可能做資金和商品的管制，因此只好放棄獨立的中央銀行，改用香港金融管理局來主管金融事業。這表示港幣不是由哪一個中央銀行發行的，而是由中國、匯豐和渣打三家銀行共同發行。

當香港因為貿易順差使得港幣升值時，這三家銀行就會主動釋出貨幣，讓匯率回到 7.8 的價位；而當發生貿易逆差使港幣貶值時，這三家銀行也會賣出短期債券，回收港幣，使港幣回升到 7.8 的價位，以維持匯率固定。所以每當美國聯準會升息或降息時，香港的利率一定也跟著同幅度上升或下降，因為它必須保持匯率固定。

接著我們來看第二個例子：美國。美國聯準會是在 1913 年 12 月 23 號成立，當時美國實施金本位制度，所以聯準會的貨幣政策是比較被動的，主要是以貼現率政策為主，也就是說貨幣供給的增加主要是來自銀行和廠商對資金的要求，以票據貼現的方式將錢放出去。此時聯準會雖然不像香港金管局幾乎完全沒有獨立實施貨幣政策的功能，但是比起現在，它的功能是比较限縮的。

然而在 1931 年英國脫離金本位之後，聯準會也陷入兩難，因為當時美國正處於經濟大蕭條最嚴重的時候，如果降息去刺激消費和投資，那麼根據利率平價，資

金會往其它國家流動，而在金本位時代，這表示黃金會外流，對於當時實施金本位的美國而言，自然是不能接受。但是反過來說，如果聯準會要維持金本位，那麼勢必要升息將資金或黃金吸引回美國，但這樣又會造成消費和投資的下降，使經濟衰退更為嚴重。

所以不論是升息還是降息，都是有一好沒二好，這便是聯準會當時面對的兩難。而聯準會最後選擇維持金本位，於是在 1931 年九月底和 10 月初，連續升息兩次，每次四碼，也就是 1%，使得重貼現率由原來的 1.5% 大幅提升到 3.5%。在經濟大蕭條時大幅升息無異於自殺，所以美國的不景氣更為嚴重，又多拖了幾年才慢慢恢復正常。

所以我們的結論是：1920 年代美國經濟過熱，最後造成泡沫破滅，起因於 1925 年前夕聯準會為了幫助英國回到金本位，在景氣繁榮時大幅降息，形成經濟泡沫。另一個聯準會的錯誤，則是我們剛才所說的，在 1930 年代初經濟不景氣時，卻又大幅升息，反而使經濟衰退更為嚴重。這兩次不當降息或升息，請同學們參考我們在數周前放在這門課網頁上的兩個圖形，大家對照著看，就可以了解這兩次利率的改變都很不尋常，惡因終於結成了惡果。

1931 年英國脫離金本位後，美國總統羅斯福在 1933 年上任後，終於決定脫離金本位，但嚴格講美國當時只做了一半，也就是銀行不再承諾人們可拿鈔票換黃金，但是日常的交易還是用釘住黃金的美元來進行，但當時羅斯福為了怕黃金外流，於是每天在他著名的爐邊談話進行時，也同時買進黃金，這樣買了一年多，到 1934 年時，黃金價位來到每一盎司可兌換 35 美元，就沒再變動了。

這個一盎司黃金兌 35 美元的價位，就是後來 1946 年實施的不列敦森林協議的價位。至於什麼是不列敦森林協議，請同學們參考我們之前放在網頁上的講義。

由於這個協議是一種金匯本位制，所以也算是廣義的金本位，而它在 1971 年 8 月 15 號被當時的美國總統尼克森廢止之後，金本位就走到盡頭了。接著到了 1979 年 10 月 6 號，當時美國聯準會主席 Volcker 宣布大福升息，使得聯準會的獨立性大為增加，這個時候聯準會才終於移到了不可能三合一那個三角形的左邊，也就是擁有獨立中央銀行以及資金自由移動，但是放棄了固定匯率，也就是放棄了金匯本位制的不列敦森林體系。這就是我們現在看到的聯準會的樣貌，它的獨立性是伴隨著金本位制度的逐步衰落到完全瓦解，而逐步建立起來的。

現在我們來看最後的例子，也就是中國。中國從共產黨在 1949 年佔據大陸之後，便將一般銀行全部廢棄，只留下一個中國人民銀行，作為發行人民幣的機構。在 1978 年改革開放之前，中國對外封閉，幾乎沒有外匯市場可言，在 1980 年代逐

步對外開放之後，也開始進行銀行的改革。

幾個比較重要的時間點是：2005 年 7 月 21 號，當時人行行長周小川宣布以一美元兌換 8.277 人民幣的匯率釘住美元，但是有上下各千分之二的區間可以自由浮動，也就是實施所謂匯率目標區的制度。這個制度一直實施到現在都沒變過，只是上下浮動的目標區已經放大了十倍。這是因為在 2008 年次級房貸風暴發生之後，人行將這個目標區放寬為千分之三，2010 年又放寬為千分之五，2012 年再放寬為千分之十，也就是 1%，最後在 2014 年放寬為 2%，至今就沒再變過。

由於中國對外匯市場採取比較嚴格的管制，不容許資金完全自由移動，因此他是處於不可能三合一那個三角形的下方，也就是擁有獨立央行和固定匯率，但是放棄資金自由移動。儘管中國經濟規模很大，但是因為人民幣並不是國際貨幣，不能在國際間自由流通和交換，而一個貨幣無法在世界自由交換的國家，通常會採取固定匯率的政策，這是因為如此一來，它才可以透過資本管制，取得可以在世界流通的國際貨幣，譬如美元、歐元、日圓等，以方便它在國際商品和金融市場上進行交易。

當然在中國經濟實力壯大，成為世界第二大經濟體，甚至在未來可能取代美國，成為世界最大經濟體的時候，必然會想讓人民幣成為一個主要的國際貨幣。因此在近年來，中國不斷透過雙邊貨幣交換，或是國際貨幣基金的特別提款權，以及目前正在積極進行的人民幣數位化等方式，試圖讓人民幣逐漸走向國際。

不過無論這個工作是否能夠完成，可以確定的是當中國試圖將人民幣推上國際舞台的同時，它也必須逐步放寬資本和外匯的管制，因為一個有資本和外匯管制的國家，它的貨幣在國際上的接受度必然不高，但是當資金和外匯的管制逐漸放鬆之後，中國是否還能繼續維持固定匯率，也將成為一個問題，不過這都是以後的事了，現在誰也說不準。

以上就是本週的課程內容，我們下週會來討論日本的平成泡沫為什麼會形成，以及破滅之後的影響，和日本如何處理等問題。我們下週見！