

BUKENENG SANJIAO ZAITANTAO

ZIBEN ZHANGHU KAIFANG

GUOJI SHOUZHI PINGHENG TIAOZHENG

YU RENMINBI HUILU GAIGE XIANGHU PIPEI YANJIU

张燕生 贺力平 主编

『不可能三角』再探讨

——
资本账户开放、国际收支平衡调整
与人民币汇率改革相互匹配研究



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

“不可能三角”再探讨

——资本账户开放、国际收支平衡调整
与人民币汇率改革相互匹配研究

张燕生 贺力平 主编

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

“不可能三角”再探讨: 资本账户开放、国际收支平衡调整与人民币汇率改革相互匹配研究/张燕生, 贺力平主编. —北京: 中国商务出版社, 2011. 3

ISBN 978 - 7 - 5103 - 0422 - 4

I. ①不… II. ①张…②贺… III. ①资本市场—研究②国际收支—收支平衡—研究③人民币(元)—汇率—货币制度—经济体制改革—研究 IV. ①F830.9②F810.4③F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 034610 号

“不可能三角”再探讨

——资本账户开放、国际收支平衡调整
与人民币汇率改革相互匹配研究

BUKENENG SANJIAO ZAITANTAO

张燕生 贺力平 主编

出 版: 中国商务出版社

发 行: 北京中商图出版物发行有限责任公司

社 址: 北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮 编: 100710

电 话: 010—64269744 (编辑室)

010—64283818 (发行部)

010—64263201 (零售、邮购)

网 址: www.cctpress.com

邮 箱: cctp@cctpress.com

照 排: 中国农业出版社印刷厂

印 刷: 北京密兴印刷有限公司印装

开 本: 787 毫米×980 毫米 1/16

印 张: 12.75 字 数: 222 千字

版 次: 2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5103 - 0422 - 4

定 价: 28.00 元

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64283818

序 言

《“不可能三角”再探讨》，是国家发展和改革委员会对外经济研究所与北京师范大学经济与工商管理学院金融系共同合作完成的一项研究成果。

“不可能三角”，主要是由蒙代尔、克鲁格曼等学者描述的一种对外经济的基本关系，即在一定时期内，一国在资本市场开放、货币政策独立性与汇率体制三者之间，无法同时做到“对外资本市场开放、实行独立的货币政策并保持相对固定的汇率体制”。三者之中至多可出现两者之间的组合，这种关系有时也称为“三元悖论”。

在后危机时代，我国的金融货币领域的市场化、高端化、国际化进程将显著加快，资本账户渐次开放、国际收支趋于平衡与人民币汇率走向弹性的市场化改革方向将更加明确坚定，未来所面对的内外金融动荡和冲击的风险依然存在。在这种情况下，研究探讨“不可能三角”的相互匹配和统筹协调，既是一个重大的理论前沿问题，更是一个需要高度智慧加以破解的重大决策问题。

对“不可能三角”的再探讨，除了理论前提的重新审视和经验实证的再检验外，更重要的是对“中国特色”的一些基本问题的再认识。

一是如何看待全球经济失衡。当前，人们常用全球经常项目差额和外汇储备余额来衡量全球经济失衡，并把失衡作为这场危

机产生的根源^①，尤其是将经常项目差额占 GDP 的 4% 作为数量标志。按中国经常项目顺差占 GDP 的比重来衡量，1999 年至 2003 年，中国经常项目顺差占 GDP 的比重一直保持在 3% 以下，2004 年达到 3.55%，2005 年上升到 7.19%，2006 年和 2007 年分别达到 9.53% 和 10.99%。金融危机爆发后，这个指标很快回到 5% 以下。

这里的问题是，为什么 2005 年至 2008 年，世界各国经常项目差额占 GDP 的比重出现了严重的系统性失衡，其背后的动因主要不是全球储蓄与投资关系的失衡，而是虚拟经济与实体经济之间的失衡。本轮全球经济失衡始于 1990 年，2000 年前是以 IT 泡沫为特征的实体经济失衡，2000 年后是以金融泡沫为特征的虚拟经济失衡。引发全球经济失衡的主因是金融失衡，而不是经常项目项下的贸易失衡；全球经济失衡的主要责任方在逆差端，而不在顺差端。其根源在全球治理结构存在的制度性缺陷，即全球化造就了相互依存的“地球村”，却没有产生相应的全球治理结构。当全球化进入金融市场一体化阶段时，华尔街可以动员全球金融资源却不受有效监管，系统性金融风险导致金融危机就是必然的了。

二是如何看待中国的巨额经常项目顺差。在经济全球化背景下，中国实际上形成了各占半壁江山的两个贸易和生产体系，一是以工序分工为基础、以跨国公司内部贸易为主体的加工贸易生产体系。2009 年，我国加工贸易体系中，外资企业进出口占比约 84%，内资企业占比约 16%。二是以比较优势为基础，以内资企业为主体的一般贸易生产体系。其中，外资企业进出口占比约 32%，内资企业占比约 68%。

这两个贸易体系形成了鲜明的“中国特色”：（1）贸易顺差主

^① 美中经济安全与评估委员会（USCC）向美国国会提交的 2009 年的年度报告提出，目前危机根源在于全球经济失衡。美国作为全球最大的支出者和借款人，与中国作为全球最大的储蓄者和贷款人，各应为全球经济失衡承担一半责任。

要以跨国公司内部贸易为主。2010年,我国货物贸易总顺差是1 830亿美元^①,其中加工贸易顺差3 229亿美元,一般贸易逆差472亿美元。(2)加工贸易的主要增值环节在国外。据中国科学院陈锡康教授的测算,我国加工贸易出口1美元所创造的附加值仅为0.2美元左右,而我国从美国进口1美元商品为美国创造的附加值则高达0.8美元。(3)人民币升值和扩大进口对顺差的影响很不确定。中国贸易的二元结构,导致大跨国公司对人民币升值很不敏感,港澳台及国内中小贸易企业对升值承受能力较低,这既制约了人民币升值的幅度和空间,也降低了升值对顺差的政策调节效果。同样,出于实现贸易平衡为目的的扩大进口举措,如果加工贸易顺差增速快于进口增速,其结果只会增加一般贸易逆差,而不一定会减少贸易顺差,但是对国内制造和就业会产生一定的冲击。

三是如何看待中美发展模式的调整。当前,有一种观点认为,美国应当扩大出口而中国应当扩大进口。实际上,在全球需求持续萎缩的情况下,美国中短期采取扩大出口和量化宽松的战略,长期采取振兴制造业、鼓励创新和扩大就业的战略,只会加剧国际贸易摩擦和全球经济长期动荡。美国应当调整其高碳生产和生活方式,调整其过度依赖金融部门的结构,调整其全球化即美国化的价值取向。同样,2010年底,中国外储余额达到2.85万亿美元,中国也需要转变其外向型发展战略。中国不仅需要实施扩大内需战略,更需要实施经济国际化战略,包括人才国际化、资本国际化、产业国际化和贸易国际化之间的统筹协调。

中国是在转型和发展双重任务背景下探索走出“三元悖论”的方式。(1)中国要改变对外经济交易中的贬值资产和升值负债并存的结构、对外收支不平衡的压力和内外经济失衡的矛盾,就要“盘活存量、调整增量、先内后外、开放竞争”。(2)中国要加快转变经济发展方式,就要解决好需求结构、供给结构、要素结

^① 在2009年中国经常项目顺差中,货物贸易顺差占比约84%。

构、城乡和区域结构失衡背后的体制机制问题，研究制定中国的全球化战略，解决好中国经济与世界经济之间的互利共赢关系。(3) 在后危机时代，国际社会加强了多边金融稳定和监管体系建设。然而，这是否会降低全球金融系统性风险？是否会减少金融和货币的负外部性影响？是否会减少对新兴经济体的不稳定性冲击？对此，中国主动调整自己的内外部经济失衡状况，加快推动实现国际收支趋于基本平衡、人民币汇率市场化改革和开放资本账户，是未来之首要任务。在这个过程中，防范和抵御全球金融开放的系统性风险及外部金融货币形势动荡的冲击；统筹协调国内金融开放、金融市场化和金融深化进程中的不平衡、不协调、不可持续的各种矛盾和冲突；形成国际宏观政策协调机制，是走出“三元悖论”的关键。

本书通过理论和经验考察说明，在我国已经成为一个新兴大型经济体并建立了现代型中央银行制度的背景下，“三元悖论”问题是可以从中国实际出发来探讨解决之途径。我国应当采取综合协调方式推进国际收支调整、人民币汇率体制和资本市场开放进程。

本书的结构，第一章说明揭示了“三元悖论”的相关条件，并说明这些相关条件在近年来中国已出现显著变化，作者是杨盼盼、贺力平。第二章说明中国在国际上已经成为一个新兴大型经济体，中国国际收支调整的主要任务在于减少经常账户顺差。人民币汇率体制调整有助于国际收支调整，但不会导致逆差局面，作者是刘骞文、贺力平。第三章探讨人民币汇率体制改革的基本方向，指出新汇率体制下人民币总体稳定性增加与局部波动性上升之间的共生关系，作者是李琳、贺力平。第四章说明资本账户开放符合鼓励国内企业走出去、建立和发展国际金融中心、人民币国际化等政策目标，并推动国内金融机构和金融市场真正提高活力和效率。在国内金融市场得到多样化和多层次发展以及金融监管效力得到显著提高的背景下，资本账户带来开放的风险可大大缩小，本章作者是周舒雯、贺力平。第五章考察人民币国际化

的路线图，并提出了一系列相关政策措施建议，作者是杨长湧。第六章主要是从宏观角度讨论了全球治理、全球失衡与中国再平衡战略的相关问题，作者是张燕生。第七章是全书总结和展望，作者是张燕生和贺力平。贯穿全书的基本思路是，未来中国必须在政策组合和综合协调的基本思路下应对国际收支平衡调整、人民币汇率体制改革和资本市场开放，并积极完善中央银行货币政策运作、加强金融监管和发展国内金融市场。

张燕生 贺力平

2011年1月于北京

内 容 简 介

实现国际收支基本平衡、改革人民币汇率体制和逐渐开放资本账户，是当前和未来相当一段时间中摆在中国经济面前的重要任务。

然而，这些政策目标之间看上去似乎充满了矛盾。例如，按照“三元悖论”，一国若要放开汇率体制，浮动的汇率及其不确定的预期势必成为导致跨境资金流动的一个诱因，从而引起“热钱”问题；另一方面，如果开放资本市场，跨境资金的大进大出又可能对国内金融市场流动性带来巨大冲击，从而影响国内金融体系稳定性。

本书试图通过理论和经验考察说明，在中国已经成为一个新兴大型经济体并建立了现代型中央银行制度的背景下，“三元悖论”问题应该可以解决。我国应当采取综合协调方式推进国际收支调整、人民币汇率体制和资本市场开放进程。

第一章揭示了“三元悖论”的相关条件，并说明这些相关条件近年来在中国已出现显著变化。

第二章说明中国在国际上已经成为一个新兴大型经济体，中国国际收支调整的主要任务在于减少经常账户顺差。人民币汇率体制调整有助于国际收支调整，但不会导致逆差局面。

第三章探讨人民币汇率体制改革的基本方向，指出新汇率体制下人民币总体稳定性增加与局部波动性上升之间的共生关系。

第四章说明资本账户开放符合鼓励国内企业走出去、建立和发展国际金融中心、人民币国际化等政策目标，并推动国内金融

机构和金融市场真正提高活力和效率。在国内金融市场得到多样化和多层次发展以及金融监管效力得到显著提高的背景下，资本账户带来开放的风险可大大缩小。

第五章考察人民币国际化的路线图，并提出了一系列相关政策措施建议。

第六章分析全球经济治理机制的缺陷，指出我国应参与全球经济治理改革，具体落实到我国经济的再平衡战略。

贯穿全书的基本思路是，未来中国必须在政策组合和综合协调的基本思路下应对国际收支平衡调整、人民币汇率体制改革和资本市场开放，并积极完善中央银行货币政策运作，加强金融监管和发展国内金融市场。

目 录

第一章 资本市场开放、独立货币政策与汇率体制的关系	1
一、“不可能三角定理”的基本含义	3
二、“不可能三角定理”的相关条件	9
三、结论及政策组合选择	15
本章附录：各国利率相互关系的格兰杰因果检验	16
第二章 中国国际收支变动趋势和特征	28
一、中国对外经济快速发展和新兴大型经济体特征	28
二、中国经常账户持续顺差格局	31
三、中国资本与金融账户呈显著波动格局	42
四、中国官方外汇储备增长趋势：基本特征、原因和影响	54
本章附录：简化的国际收支和外汇储备增长模型	65
第三章 人民币汇率体制与汇率水平变化趋势和前景	70
一、改革开放以来人民币汇率体制演变趋势和基本方向	71
二、人民币汇率的长期变化趋势和波动性特点	79
三、人民币汇率的决定因素和影响	90
四、走向更大弹性的汇率体制的意义和条件	101
本章附录：二战后日元和德国马克升值比较	104
第四章 中国资本账户开放程度和进程概述	111
一、资本账户开放的基本含义	112
二、改革开放以来中国资本账户开放进程概述	114

三、现阶段中国资本账户开放程度的主要评估	117
四、中国资本账户开放的主要制约因素	130
五、中国资本账户开放前景展望和政策建议	134
第五章 人民币国际化路线图和政策选择	143
一、国际货币的概念	144
二、国际货币体系的现状及发展趋势	145
三、人民币国际化的现状	150
四、人民币国际化的方向不是成为世界头号储备货币	155
五、人民币国际化的目标	158
六、人民币区域化主要目标的进一步分析	160
七、香港人民币离岸市场可缓解人民币国际化对资本账户开放的 压力	163
八、实现人民币区域化短期目标的相关问题	166
九、实现人民币区域化中期目标的相关问题	171
十、推进人民币国际化需要的政策措施	174
第六章 全球治理、全球失衡与中国再平衡战略	178
一、金融危机暴露出全球经济治理机制的缺陷	178
二、全球经济失衡的实质与衡量	180
三、增强我国参与全球经济治理改革的能力	183
四、推动我国经济再平衡的战略选择	184
第七章 总结与展望	189

第一章 资本市场开放、独立货币政策与汇率体制的关系

本章要点：

- 在资本市场开放、货币政策独立性与汇率体制三者之间，学术界有着“三角不可能定理”的见解，有时也称之为“三元悖论”，即认为在一定时期内一个国家无法同时做到“对外资本市场开放、实行独立的货币政策并保持相对固定的汇率体制”。三者中至多可出现两者的组合。

- 在有关我国经济政策目标调整的讨论中，也有学者从上述“不可能三角定理”出发，认为今后中国应在坚持独立货币政策和人民币逐渐走向浮动的同时继续实行资本账户管制、限制资本流动的主张，或者认为今后中国应在坚持独立货币政策和逐渐开放资本账户的同时增加人民币汇率的浮动性。

- 理论上，“不可能三角定理”有三个重要前提假定：本国经济为一小型开放经济体，国际利率水平完全是外生的；各国经济周期高度不一致，国际利率差别随时间而显著不同，并进而引起浮动汇率体制下各国货币汇率的高波动性；国际层面不存在任何显著程度的国际宏观经济政策协调，本国或外国只能被动接受国际利率行情变动的冲击性影响。事实上，这三个条件对今天的中国经济都不再完全对应了。中国已成为一个新兴大型经济体；中国宏观经济周期就某些重要指标而言，例如物价水平或通货膨胀，近年来与国际走势已出现越来越显著的趋同性；中国对外宏观经济政策交流和协调在地区和全球层面上近年来也有显著增多。

- 对一些实际数据的计量检验也表明，“不可能三角定理”不是普遍性地成立。我们可从新的角度来探讨未来经济政策调整的方向和原则。

许多经济学者都认为，在当代世界经济环境中，一个经济体通常不能同时实现“资本市场开放、独立货币政策与固定汇率体制”。这种观点现在被

称为“不可能三角定理”，或者叫“三元悖论”，有时也被称为“蒙代尔—克鲁格曼定理”（Mundell-Krugman Impossibility Triangle/Trilemma）。

按照这个观点，在一定时期，一个经济体可实现其中两者的组合，例如对外金融开放、固定汇率但相对非独立的货币政策，或者固定汇率、相对独立的货币政策但对外金融不开放，或者对外金融开放、独立货币政策和浮动汇率。现实中，香港常常被认为是第一种情形的代表，那里有港币与美元的联系汇率制，对外高度开放的资本市场，但货币政策上相对不独立。马来西亚被认为是第二种情形的代表，该国在 1998 年遭遇东南亚金融危机冲击时推出了资本账户管制措施，并力图稳定本国货币与美元的汇率，同时针对国内宏观经济情况调节本国货币政策。此外，目前世界上许多工业化经济体被认为属于第三种情形，例如澳大利亚和加拿大等，它们都实行相对独立的货币政策，对外金融开放，也没有采取明显的固定汇率体制。如果将欧元区视为一个整体，该经济体货币对外汇率也属于浮动类型，同时，欧元区内实行独立货币政策，并在对外金融政策上保持开放姿态。日本在一定程度上接近于这种类型。不用说，美国也是第三种情形的一个典型代表。

近十年来，正如本书后面将详细说明的，中国一直实行独立的货币政策，运用货币政策调节国内宏观经济，并在资本账户管理上逐渐走向开放，今后还将进一步对外开放国内金融市场；而且，中国在人民币汇率体制上也进行了数次重要调整，人民币与美元的挂钩程度已经下降。另一方面，保持人民币汇率水平的基本稳定也作为一个重要政策目标而提出了。在这样的背景下，可以说，我国目前正处于实行相对独立的货币政策、对外逐步开放金融市场并维持相对稳定的汇率体制的类型。如果我们认为中国在未来时期将继续按照这个局面所显示的方向前进，那么，上述“不可能三角定理”就提出一个严峻问题：我国的经济政策目标是否能够实现并具有稳定性？

目前，针对“不可能三角定理”应用于中国的现实，主要有三种不同的政策思路：

第一种思路是，面对“不可能三角定理”给中国现实经济政策带来的约束，中国如果继续维持汇率水平稳定并同时保证国内货币政策的独立性，就不能够开放资本市场，需要继续保持资本账户管制。这实质上是承认“不可能三角定理”的严格存在性。据此，也可以衍生出如下思路：如果资本自由流动是大势所趋，未来中国也将最终走向人民币充分可兑换，那么，为了保证国内货币政策的独立性，则必须让人民币汇率完全浮动起来。

第二种思路是，不将“不可能三角定理”视为绝对的约束，认为中国可

以稳定汇率为主，并且兼顾地实现货币政策的部分独立性和资本市场的完全开放。这实质上是认为“不可能三角定理”所概述的情形过于极端，而在现实中，可能更多地存在“非角点解”，即中间性政策的情形。

第三种思路是，中国可以继续实行独立货币政策，并在逐渐推进资本账户开放的同时维持人民币汇率的基本稳定。这种观点要求对“汇率基本稳定”进行新的解读，同时，也认为货币政策的独立性不是一个绝对概念，应当而且可以与一定形式和一定范围的国际经济政策协调相联系。

本书赞成和主张第三种政策思路。

本章首先将从理论上梳理“不可能三角定理”的基本含义，并在此基础上探讨“不可能三角定理”的相关条件及其与中国现实的关联性，借鉴国际经验和实际数据检验“不可能三角定理”的历史适应性情况，最后联系中国实际具体说明政策应对思路。

一、“不可能三角定理”的基本含义

“不可能三角定理”实际上是从三个有关开放型市场经济体系的几个重要经济变量相互关系的公式出发：

关于资本流动的决定公式： $F = F(r, r^*)$ (1)

关于国内利率水平的决定公式： $r = r(\pi)$ ； $r^* = r^*(\pi^*)$ (2)

关于汇率水平决定的公式： $e = e(F)$ (3)

公式(1)的含义是，资本流动 F 是国内利率 r 与国外利率 r^* 的函数，即，国内外利率差别决定了一国资本流动的方向与数量规模。具体说，如果国外利率水平 r^* 高于国内利率水平 r ，那么资本流动方向为流出，本国国际收支平衡表中金融账户平衡为一负数；反之亦然。而且，跨境资本流动的规模与国内外利率差别的大小有紧密关系。这里， F 可以理解为本国国际收支平衡表中金融账户平衡（差额）。

应当注意到，如果将这里的国外利率水平 r^* 理解为对本国货币当局来说是一个外生变量的话，那么事实上这也假定了本国不是一个大型开放经济体，即本国利率水平的变动不影响国际金融市场上的利率水平。对这个假定的含义，后面将会再涉及。

公式(2)是关于国内利率水平的决策公式，其含义是，国内利率水平由国内物价水平变动即通货膨胀率 π 决定。在现代经济学中，有关货币当局

货币政策（或利率政策）的表述有多种多样，例如弗里德曼的单一规则（货币供给总量调整由目标变动率或理想的变动率决定），通货膨胀目标制（利率水平由目标通货膨胀率决定，并加上一个微小的随机误差变量），泰勒规则（利率水平的决定参照通货膨胀率和产出缺口）。所有这些表述，从根本上说都是将一国利率水平的决定与国内物价水平的变动联系起来。因此可以说，公式（2）是对现代货币政策决策原则的一个简化表述，而且，这个简化原则适用于开放或不开放的经济环境。

与前两个公式所蕴含的情况相似，公式（3）也是显示一个经济体在相对短暂的时期中的因果关系：汇率水平 e 由资本流动的方向和规模（即 F 变量）所决定。这个解说显然假定了该经济体实行金融市场的对外开放。因此，公式（3）与公式（1）都涉及一个共同事情：金融市场对外开放，或者说“资本市场开放”、“资本账户开放”、“货币充分可兑换”（或资本账户下货币可兑换）、“对外金融自由化”，等等。所有这些词语都可看成表达了相同的意思。

综合上述三个公式所表达的含义，我们可以这样认为，只要存在着有关经济体利率水平的差别（即 r 不等于 r^* ），只要这些经济体之间出现了资本流动（即由利率差别所引起的跨境资本流动 F ），那么，相关经济体之间的汇率将会发生变动，其变动的程度将会达到促使与资本流动和利率差别相适应的地步（参见下面所引用的“利率平价模型”）。

不少学者认为，从上面这个概述中可以进一步引出一国独立货币政策之不可能的结论，即 r 的变动要受制于跨境资本流动以及汇率变动。国内利率水平与跨境资本流动和汇率变量的关系可由第 4 个公式来表达，即“利率平价模型”：

$$e_f/e_s = (1+r) / (1+r^*) \quad (4)$$

这里， e_f 指远期汇率， e_s 指即期汇率；如前所述， r 指国内利率水平， r^* 指国外利率水平。这个公式的含义是：在金融市场开放的情况下，如果资金在两个相邻的货币市场之间充分流动，那么，远期汇率与即期汇率水平之间的差别由两国利率水平的差别所决定。很容易看出，两个相邻经济体之间的利率差别越大，远期汇率与即期汇率之间的差别也越大。

如果一国经济当局不希望看到远期汇率与即期汇率的差别过大（这种差别影响到正常贸易活动的进行和增长），那么在所考虑的范围内，只能有两个选择：要么对跨境资本流动进行限制，要么对国内利率水平进行某种被迫的调整，即出于国际收支平衡表（跨境资本流动）的考虑来进行国内利率调整决策。这样，就形成了在跨境资本流动、独立货币政策与汇率目标之间的

“两难”局面，即前面所说的“不可能三角关系”。

从前面给出的几个公式来看，如果对跨境资本流动实行限制，那么前述公式（1）就不完全成立；如果从国际收支平衡表角度来调整国内利率政策决策，那么前述公式（2）也就不完全成立；如果政策当局确立了某种形式的汇率目标，那么汇率决定也将与公式（3）所表述的情形有了差别。总之，从公式（1）到公式（3），我们看到的是完全市场决定情形，而且这些经济变量相互之间所形成的关系给一国经济当局在一定条件下形成的经济政策目标带来了实施上的困难。

至此，我们可以认为，“不可能三角定理”所揭示的是开放型市场经济环境下一国政府经济政策在相对短期内在实施上所面临的困难或所受到的制约。但是，是否能将这个“定理”进一步推广为一国经济政策目标组合在开放经济环境下完全的不可能却值得探讨。首先我们可以回顾一下国内外研究者们有关这个问题的一些成果。

两个方面的研究文献特别值得关注：一是利用历史资料进行检验，以便确认“不可能三角定理”在现实世界中是否存在以及在多大程度上存在；二是联系“不可能三角定理”及其现实相关性，探讨该“定理”对中国政策实践的指导性。

表 1.1 各个阶段的“不可能三角关系”情形

	各国的政策选择		
	独立的货币政策	资本流动性	固定汇率制度
金本位时期	放弃大部分货币政策独立性	跨境资本流动基本上自由	选择实行固定汇率制度
两次世界大战期间	坚持本国货币政策独立性	跨境资本流动受到一定管制	绝大部分国家放弃了固定汇率制度
布雷顿森林体系	坚持本国货币政策独立性	跨境资本流动受到严格管制	选择实行固定汇率制度
牙买加体系	坚持本国货币政策独立性	跨境资本流动基本自由	很多国家放弃了固定汇率制度

资料来源：根据奥布斯特菲尔德和泰勒（2002）整理。

第一个方面的一篇代表性文献是奥布斯特菲尔德和泰勒（Obstfeld and Taylor, 2002）。他们的论文从一个较长期的历史角度探讨了“不可能三角