

債務積壓、長期停滯與金融循環 —全球經濟長期不振的三個看法

彭 德 明

一、前 言

自 2008 至 2009 年全球金融危機爆發以來，先進經濟體似乎陷入低經濟成長率、低通貨膨脹率與低實質利率的情況，一直至 2017 年下半年似方見起色。表 1 為 2007 至 2017 年歐元區、日本、英國與美國等先進經濟體的經濟成長率，根據該表，全球金融危機後至 2017 年，該等經濟體的經濟成長率大

致上在 2.6%或以下，僅英國在 2014 年出現 3.05%的經濟成長。2016 年則率皆低於 2.0%的水準，2017 年較佳。

再根據表 2 觀察，全球金融危機後歐元區、日本、英國與美國的通貨膨脹率也偏低，多半在 2%以下徘徊，2015 年歐元區與英國的通貨膨脹率甚至接近零，而 2016 年

表 1 先進經濟體的經濟成長率
(2007 至 2017 年)

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
歐元區	3.06	0.44	-4.52	2.09	1.61	-0.89	-0.25	1.33	2.09	1.80	2.37
日 本	1.65	-1.09	-5.42	4.19	-0.12	1.50	2.00	0.38	1.35	0.94	1.71
英 國	2.36	-0.47	-4.19	1.70	1.45	1.48	2.05	3.05	2.35	1.94	1.79
美 國	1.78	-0.29	-2.78	2.53	1.60	2.22	1.68	2.57	2.86	1.49	2.27

資料來源：World Bank。

表 2 先進經濟體的通貨膨脹率
(2007 至 2017 年)

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
歐元區	2.45	4.08	0.37	1.53	3.29	2.49	1.38	0.24	0.04	0.18	1.38
日 本	0.06	1.38	-1.35	-0.72	-0.27	-0.05	0.35	2.76	0.79	-0.12	0.47
英 國	2.31	3.60	2.18	3.30	4.46	2.80	2.57	1.47	0.06	0.64	2.69
美 國	2.85	3.84	-0.36	1.64	3.16	2.07	1.47	1.62	0.12	1.26	2.13

資料來源：World Bank。

的日本又跌回-0.12%的水準，2017年則皆見上升。

亞洲新興經濟體似乎也出現類似的現象，中國大陸與亞洲四小龍等經濟成長率的高低雖有所差異，但共同點則為自2010年後的經濟成長率逐年下跌，而2016年南韓、新加坡與台灣的經濟成長率雖略有回升，但仍屬偏低，但到了2017年，各國經濟成長率皆獲改善。

在通貨膨脹率方面，也大致呈現下跌的情況，2016與2017年皆略有回升，但也屬偏低。

除了經濟成長與通貨膨脹偏低以外，另一個特徵似乎是先進經濟體的長短期實質利

率也呈現偏低的現象。表5與6分別為2007至2016年主要先進經濟體的長短期實質利率，從該兩表可以看出，無論是長期或短期，不但實質利率皆屬偏低，而且呈現負值，尤以短期實質利率為然。

由於全球金融危機以來全球經濟似乎陷入低成長、低通膨與低實質利率的困境中，乃引起不少討論並出現許多的成因解釋，較受重視的論點有三：債務積壓（debt overhang）、長期停滯（secular stagnation）與金融循環（financial cycle）。其中債務積壓（debt overhang）為前任國際貨幣基金（International Monetary Fund, 以下簡稱IMF）首席經濟學家Kenneth Rogoff所主張，

表3 亞洲主要新興經濟體的經濟成長率
(2007至2017年)

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中國大陸	14.23	9.65	9.40	10.64	9.54	7.86	7.76	7.30	6.90	6.70	6.90
香港	6.47	2.13	-2.46	6.77	4.82	1.70	3.10	2.76	2.39	2.16	3.79
南韓	5.46	2.83	0.71	6.50	3.68	2.29	2.90	3.34	2.79	2.93	3.06
新加坡	9.11	1.79	-0.60	15.24	6.35	4.08	5.11	3.88	2.24	2.40	3.62
台灣	6.52	0.70	-1.57	10.63	3.80	2.06	2.20	4.02	0.81	1.41	2.89

資料來源：World Bank、行政院主計總處。

表4 亞洲主要新興經濟體的通貨膨脹率
(2007至2017年)

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
中國大陸	4.82	5.93	-0.73	3.18	5.55	2.62	2.62	1.92	1.44	2.00	1.59
香港	2.03	4.30	0.58	2.31	5.28	4.06	4.32	4.44	3.00	2.41	1.48
南韓	2.54	4.67	2.76	2.94	4.03	2.19	1.30	1.28	0.71	0.97	1.94
新加坡	2.11	6.63	0.60	2.82	5.25	4.58	2.36	1.03	-0.52	-0.53	0.58
台灣	1.80	3.52	-0.86	0.97	1.47	1.93	0.79	1.20	-0.30	1.39	0.62

資料來源：World Bank、行政院主計總處。

表 5 先進經濟體的長期實質利率
(2007 至 2016 年)

單位：％

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
歐元區	1.82	0.28	3.66	2.25	1.02	0.56	1.63	2.04	1.23	0.75
日 本	1.61	0.09	2.68	1.87	1.37	0.89	0.34	-2.24	-0.44	0.05
英 國	2.69	-2.02	1.48	0.33	-1.34	-0.90	-0.17	1.11	1.85	0.67
美 國	1.78	-0.17	3.62	1.57	-0.37	-0.27	0.88	0.92	2.02	0.58

註：長期實質利率為 10 年期政府債券利率減去通貨膨脹率。

資料來源：Organization for Economic Co-operation and Development 與表 2。

表 6 先進經濟體的短期實質利率
(2007 至 2016 年)

單位：％

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
歐元區	1.77	0.55	0.86	-0.72	-1.90	-1.92	-1.16	-0.03	-0.06	-0.44
日 本	0.69	-0.53	1.93	1.10	0.60	0.38	-0.11	-2.56	-0.62	0.19
英 國	3.67	1.87	-1.02	-2.60	-3.55	-1.93	-2.01	-0.89	0.50	-0.13
美 國	2.42	-0.88	0.92	-1.33	-2.86	-1.79	-1.30	-1.50	0.11	-0.62

註：短期實質利率為 3 個月期貨市場利率減去通貨膨脹率。

資料來源：Organization for Economic Co-operation and Development 與表 2。

長期停滯（secular stagnation）觀點是由前任世界銀行（World Bank）首席經濟學家 Summers 所提出，而國際清算銀行（Bank for International Settlements, 以下簡稱 BIS）的若干經濟學家，尤其是 Claudio Borio，則力倡金融循環才是真正的罪魁禍首。

由於這段全球經濟衰退是先進經濟體產

生經濟困境，並對新興經濟體與發展中國家造成全球性的衝擊，因此三種觀點也大抵是從先進經濟體出發（註 1）。債務積壓論認為若一國債務過於龐大，超越未來能夠償還的能力，民間投資會因預期未來稅負增加而裹足不前，進而不利於經濟成長，而如果民間債務也偏高，也不利於消費與投資；長期停

（註 1）就台灣的情況而言，根據蕭宇翔（2018）的分析，台灣長期經濟成長趨緩有結構性因素也有循環性因素，兩者分別占 49.4% 與 50.6%。結構性因素反映台灣可能面臨包含勞動、資本與總要素生產力等供給面投入要素成長減緩的問題。但國際景氣循環對台灣經濟成長的波動亦有顯著的影響，科技泡沫與全球金融危機皆對台灣經濟成長造成極大波動，主要係台灣為小型開放經濟體，進、出口占 GDP 比重高，因此經濟成長率的波動受國際景氣循環影響大。本文偏向於探討先進經濟體經濟問題所造成的國際景氣循環，屬於後者的分析。筆者個人的看法是，台灣是高度放的小型經濟體，國內市場規模不足，國外需求是台灣經濟的主要動力，因此即使結構性因素主要來自於供給面，但供給面的問題仍與需求面的良窳息息相關（例如出口不振會影響資本形成）。

滯論則有分歧，Summers 等認為是總需求不足所致，但 Gordon 等則是認為生產力與總供給發生了問題，而造成經濟停滯的現象。至於金融循環論則認為全球金融循環較景氣循環為長，由於金融循環的頂點往往是金融危機的開端，一般政策難以解決所帶來的問題，會拖長了經濟不振的長度。

大體而言，債務積壓論是從基本成因去命名並解釋經濟不振，長期停滯論則是以經濟現象去描述經濟不振的問題，並探討其成因，也因此長期停滯論的看法較為分歧。至於金融循環論則是成因也是現象，也是從債務出發，但注重驅動經濟的信用與財產價格循環及其所產生的經濟問題。

雖然全球經濟在 2017 年下半年似已逐步脫離困境，並在 2018 年顯現經濟復甦，但許多學者專家仍對未來經濟的動向抱持不確定的態度，也就是說經濟復甦仍有可能是

短期現象，而經濟雖然復甦，但有關全球經濟不振的討論仍未有一致的結果，其內容對未來的啟示仍有一定的意義，因此本文循著先進經濟體的經濟困境造成全球性衝擊的脈絡出發，說明並討論債務積壓、長期停滯與金融循環這三個觀點，及其對貨幣與財政政策等的涵義。由於每一觀點皆已累積相當多的文獻，尤以金融循環論成為顯學以後，有關研究更可說是汗牛充棟，僅該論就須一篇單獨的長文討論，否則難以克竟其功，遑論三個觀點，因此本文乃選擇著重在討論三個論點首倡者或主要倡議者所提出的基本核心內容，並比較其異同，或可促進對國際總體經濟問題的瞭解。以下第二節探討債務積壓的意義與成因，第三節討論長期停滯的意義與內涵，第四節探討金融循環的意義與特性，第五節為對該三種觀點的比較，第六節為結論。

二、債務積壓的意義與成因

（一）債務積壓的意義

最早關心債務與總體經濟問題的經濟學家為 Fisher（1933），他認為債務累積過多造成通貨緊縮，因而形成當時的經濟大蕭條（Great Depression），這是其後許多經濟學家討論債務問題的起點。

但債務積壓（debt overhang）一詞則是

由麻省理工學院商學院教授 Stewart Myers 於 1977 年提出（註 2），意指如果企業廠商累積的債務過於龐大，以致於企業從新的投資計畫所獲得的盈餘，皆必須用於償還債息，在此情況下，即使投資計畫的現值淨額（net present value）為正，也無用武之地，無法降低債務或增加廠商的價值。

（註 2）參閱 Myers（1977）。

其後由於 1980 年代發生拉丁美洲債務危機，這個概念也應用在政府債務上：如果政府債務過於龐大，超越未來能夠償還的能力，就產生債務積壓的問題。既然政府發行債務代表未來民間部門的預期稅負增加，如果政府債務太高，民間投資也會因預期未來稅負增加而裹足不前，債務積壓乃成為民間投資的負面誘因，反而不利於經濟成長。至此，債務積壓的內涵可包括政府與非政府部門的債務。此外，債務一詞也可以包括一國的對外債務，而如果一國的對外債務占全部債務相當的比例，則會大大地影響政府解決債務積壓的能力（Reinhart *et al.*（2012a, 2012b））。

近年來，這個問題似乎在許多國家中出現，也因此歐美學術界、國際機構、投資銀行等皆出現許多債務積壓的討論，Lo and Rogoff（2015）甚至認為這是全球金融危機以來，促使全球經濟長期停滯的首要原因，應解決債務積壓的問題，才有可能恢復應有的活力。

（二）債務積壓的特色

債務積壓論者所提到的債務積壓期間相當長。例如，Reinhart *et al.*（2012a、2012b）以公共債務（public debt）相對於 GDP 比超過 90% 視為債務積壓的門檻，發現自西元 1800 年以來有 26 個公共債務積壓期間，其平均的期間長度達 23 年之久。此外，債務積壓對經濟成長的影響也很大，平均而

言，這 26 個期間的經濟成長率低於非債務積壓期間約 1.2 個百分點。由於債務積壓的期間相當長，因此平均每年 1.2 個百分點的差距，其實不小。

Dobbs *et al.*（2015）似也贊成過高的債務會拖累經濟，該文檢視 22 個已開發國家與 25 個開發中國家的政府、家庭與非金融的企業部門的債務，發現在全球金融危機後，許多國家的債務持續升高，而不是積極地去槓桿化。在這 47 國家當中，有 39 個國家的債務相對於 GDP 之比高於 100%，而前 9 名國家則超過 300%，依高低順序分別為日本（400%）、愛爾蘭（390%）、新加坡（382%）、葡萄牙（358%）、比利時（327%）、荷蘭（325%）、希臘（317%）、西班牙（313%）與丹麥（302%）。該文也提醒中國大陸的債務正快速累積當中，而存在著潛在風險，包括房地產風險、影子銀行（shadow banking）風險以及表外風險等。

（三）債務積壓的成因

Hannoun（2014）認為過於寬鬆的貨幣政策、銀行部門喜採槓桿操作、經濟單位偏好發行債務、過於擴張的財政政策等是造成債務積壓的主要因素：

1. 過於寬鬆的貨幣政策

Hannoun 認為美國在 2000 年代初期起採取了過於寬鬆的貨幣政策，若寬鬆的貨幣政策過於積極地運用在景氣循環的衰退期，就會產生「債務陷阱」（debt trap），使債務不

斷上升而利率難以提高，而對經濟造成傷害。

美國與先進國家的寬鬆貨幣政策創造了外溢效果（spillover effect），並透過 4 個管道影響及於其他國家。首先，偏低的利率防止資本流入與貨幣升值；其次，由於全球債券市場緊密結合，因此也使得其他國家的債券殖利率與核心進國家連動；再次，寬鬆的貨幣政策導致國際資本強力移動，影響了新興經濟體；最後，先進國家的寬鬆貨幣政策帶動高達 11.5 兆美元的境外美元與歐元信用。

2. 銀行部門喜採槓桿操作

過於寬鬆的貨幣政策再加上金融監理不足，於是鼓勵了銀行提高槓桿操作比，2000 年大型銀行的槓桿比為 20 倍，至 2008 年已達 30 倍之高。由於這個原因，Basel III 強調銀行應有的資本部位，使得槓桿比已降至 15 倍，預期未來應會繼續下降。

3. 經濟單位偏好發行債務

2000 年代的低利率環境，使得家庭與企業部門偏好舉借債務，而不是發行股權，而使得債務持續升高，並因無法還債而廣泛地發生查封行為。這個問題在金融風暴之後仍然持續，由於利率偏低，誘使企業部門舉債融資，乃使得債務持續累積。

4. 過於擴張的財政政策

沒有財政紀律一直是問題的重心之一，過去西方國家的公共債務本就偏高，到了

2000 年代初期進一步升高，全球金融危機爆發後，更是快速上升，由於財政政策過度擴張，乃使得債務積壓過於沉重。

但是債務累積使得經濟衰退，還是經濟衰退促使債務累積？或者更廣泛地說，債務與經濟成長的關係是甚麼？對於此一問題，Oristaglio（2016）從循環論的角度解釋債務積壓的原因與過程，似提供了有意義的思考線索。他認為全球債務形成超級循環（the global debt super cycle），而這個超級循環包括成長期（growth）、高原期（plateau）、危機期（crisis）與修復期（repair）等四個階段，並以這四個階段說明債務積壓與經濟不振之間的關係。

根據 Oristaglio（2016），首先在成長期的階段，債務是成長的催化劑，促使消費與投資增加，並創造工作與提昇所得，因而促進了經濟成長；到了高原期，即使支出增加但效率不足，以致於經濟成長開始減緩，股權報酬率與所得低於債務成本，使得需求疲軟；第三階段則是危機期，在這個期間當中，資產價格急速下降，並造成流動性乾涸、金融體系動盪；再過來就是修復期，債務本身成為經濟體系的障礙，應透過適當的財政與貨幣政策，以進行有秩序地去槓桿化。簡而言之，若一國債務累積到一定的程度之後，經濟會走向萎縮。Reinhart *et al.*（2012a, 2012b）認為政府債務與長期經濟成長之間的關係是非線性的，若超過一定的門

檻就會從正向關係變成負向關係，而與 Oristaglio (2016) 的論點類似。很自然地，下一個問題就成為要累積到甚麼程度會影響經濟表現？若根據 Baba *et al.* (2018)，若以政府債務相對於 GDP 的比率為準，則該門檻應為 83%，若高於該比率，則政府債務增加會妨礙經濟成長。

另一方面，Oristaglio (2016) 認為主要經濟體在全球債務超級循環的情況不太一樣，美國、日本、歐洲與中國大陸有所差異。美國方面，Oristaglio 認為該國進展最好，在全球金融危機後努力地透過量化寬鬆政策進行去槓桿化，家庭部門的所得有所增加，且債務所得比下降，但企業部門以小搏大的槓桿操作仍然上升當中。日本則面對長達 20 年的通貨緊縮 (deflation)，且債務積壓仍在持續當中，應持續進行擴張性的貨幣與財政政策以及經濟結構改革，若日圓持續升值不利於經濟復甦。歐洲的債務也持續擴張，歐元升值也無助於經濟復甦，應採取通貨再膨脹 (reflationary) 政策，以避免日本過去的錯誤。中國大陸方面，但過去 10 年中國大陸透過擴張信用以促進經濟成長，雖然政府債務與已開發國家相近，但其成長仍具潛力，也有政策工具與外匯準備等可用以進行去槓桿化。

(四) 債務積壓的解決方法

針對債務積壓問題，Hannoun (2014) 以 Reinhart *et al.* (2015) 在 2014 年的初稿為

版本，討論債務積壓的政策選項及其問題，茲討論於后：

1. 促進經濟成長：如果能夠促進經濟成長，而且使其高於利率，則至少可償還相當大的一部分債務（及利息支出），因此應透過各種政策以促進經濟成長，但問題可能在於經濟不是想成長就可成長。Hannoun 認為應促進結構改革並實施財政政策，以促進成長。
2. 債務違約或債務重整：如果有債務積壓的問題，且政府介入解決失敗，則債務違約或重整可以是個選項，但卻不是最佳的選項，以及可能產生不可預期的成本，也可能在債務協商中一直拖延，造成更大的不確定性。
3. 財富稅：政府可課徵財富稅，如果是一次大舉課徵，其效果會與前述的債務違約或重組相似，差別在於解決債務的重擔會落於財富的擁有者身上，但如果政策設計得當，則可降低分配不均且有助於財政重整。
4. 通貨膨脹意外上升：通貨膨脹上升可降低實質債務負擔，但也有其負面影響，例如，中央銀行的可信度下降、可能難以控制通貨膨脹、資本外逃等問題發生，也會產生等於是對貧窮者課稅的分配問題。
5. 金融抑壓 (financial depression)：Hannoun 認為任何可以降低實質利率的規則、限制與政策等皆屬於金融抑壓，因此在這

個重新界定下，即使不是貨幣或金融當局的本意，現代的金融監管（financial regulation）與非傳統貨幣政策等也算是金融抑壓的一環。貨幣當局雖可採取政策已壓低實質利率，但在全球化的環境當中能否奏效則有疑義，即便採取資本管制以強化政策效果，但資本管制本身也有可能降低經濟成長。

6. 私有化（privatization）：為了降低公共債務，政府可出售公共資產，但此種短期降低債務的措施也有可能被長期預期收入的損失所抵銷。私有化也有助於改進政府部門的流動性部位以及降低債務的風險貼

水，但其效果並不是那麼確定。

7. 逐漸增加儲蓄率：如果家庭、企業與政府各部門同時增加儲蓄率，可能會有降低成長的負面效果，但逐步增加則可望降低負面效果，且對降低債務具有正面的意義。

此外，Dobbs *et al.*（2015）認為應朝 8 個方向解決債務積壓，包括鼓勵房地產抵押契約創新、改善民間部門解決債務方案、採取總體審慎措施以抑制信用循環、透過租稅獎勵以降低債務、採取有效措施以降低主權債務、改進債務資料蒐集與監控系統、創造銀行與非銀行中介的健康組合、促進發展中國家金融深化等。

表 7 解決債務積壓之道

方 法	主要內容
鼓勵房地產抵押契約創新	設計更具彈性的房地產抵押貸款方案，以避免因意外或失業等因素而喪失贖回抵押品的權利。
改善民間部門解決債務方案	例如採取有限責任債務，若借方違約，貸方可接收抵押品，但不能再向借方追索欠款等方式，以便更有彈性地處理民間債務問題。
採取總體審慎措施抑制信用循環	總體審慎政策可抑制過度借貸的行為，應採取限制貸款成數等措施去控制信用成長。
透過租稅獎勵以降低債務	運用租稅減免或租稅優惠等降低房屋貸款利息支出(可能需要公司稅法配合修正)。
採取有效措施降低主權債務	主權債務過高的國家應與債權人進行債務協商以進行債務重組，降低債務負擔等。
改進債務資料蒐集與監控系統	政府與企業應改進資料的蒐集與處理，以及時掌握訊息，有助於因應各種問題。
創造銀行與非銀行中介的健康組合	銀行信用會因金融監理而受到限制，因此非銀行中介可在促進成長中扮演角色，但仍須避免過度承擔風險以及進行槓桿操作。
促進發展中國家金融深化	發展中國家應引進更多的金融商品與金融中介，但也要強化金融監理與總體審慎措施。

資料來源：Dobbs *et al.* (2015)。

三、長期停滯的意義與內涵

（一）長期停滯概念的起源

最早提出長期停滯為 Hansen（1939），他認為人口成長與技術進步減緩會導致投資機會減少，發生超額儲蓄，也因此拖累了需求，於是提出經濟長期停滯的概念。Hansen 認為若經濟發展的基本元素為發明、新領域與新資源的發現或發展、人口成長三者，則每一個元素或其組合都可以促進投資以及資本的快速成長，因此以利潤為導向的投資支出是達成健康且充分就業經濟最重要的因素，如果缺乏投資會陷入長期停滯的情境。

從 Hansen 的思維來看，投資不足固然是長期停滯最重要的因素，但影響投資的基本元素則似來自於供給面，因此 Hansen 的觀念其實是揉合了供給與需求兩方面的因素，或許因為如此，當代經濟學家在論及長期停滯現象時，乃分裂為需求與供給等兩派的觀點。

（二）長期停滯：需求面的觀點

自 2013 年 12 月起，Summers 根據 Hansen 的長期停滯觀念，撰寫了一系列文章描述全球金融危機後，工業化國家普遍陷入低成長、低通膨與低實質利率的困境（註 3）。基本上，Summers（2016a）認為

儲蓄傾向增加而投資傾向下降，是造成工業化國家長期停滯的成因，超額儲蓄拖累了經濟成長，也使得通貨膨脹下降，並造成實質利率偏低。簡單講，長期停滯的特徵為低實質利率、低通貨膨脹、遲緩的經濟成長。Summers（2016b）也透過傳統的 IS-LM 架構指出，在零利率的情況下，LM 曲線成為水平，需求不足又促使 IS 曲線左移，乃使經濟陷入停滯狀態。

至於儲蓄偏高的原因主要為所得分配不均、對未來的不確定性擴大、借款能力下降、外國央行與主權基金的資產累積等。另一方面，勞動力成長緩慢、價廉的資本財稀少與信用緊縮等因素，則使得投資偏低。

Summers 認為，如果自然或中性實質利率（natural or neutral real interest rate）是充分就業且儲蓄等於投資下的實質利率水準，則若中性實質利率過於偏低，所對應的經濟成長也會偏低，就會產生長期停滯的現象，並使得傳統的中央銀行政策無法奏效，而應動用財政政策，以降低儲蓄、提高中性實質利率，不僅有助於經濟成長，也可改善失業問題（註 4）。

Summers 認為在長期停滯的情況下，擴

（註 3） Summers 的長期停滯文章登載於個人網頁 <http://larrysummers.com/category/secular-stagnation/>。

（註 4） 此外，Summers 也主張監理與稅制改革、促進再生能源投資、提高消費傾向族群的所得（例如最低工資與支持工會）等各種與需求面較有關聯的措施。國際方面，Summers 認為 2009 年 G20 高峰會議的結論最具意義：推動擴張性的財政政策、強化金融監理、抵制貿易保護主義、加強國際機構處理新興經濟體危機能力等，都是值得稱道的政策建議。

張性的財政政策不但不會排擠民間投資，還會促使其增加，這是因為在殖利率偏低且政府債券上升的情況下，投資者會想多擁有政府債券，而且政府支出擴大可促使通貨膨脹率上升，降低資本財的實質成本，有助於民間投資。大體上而言，Summers 認為今日工業化國家的經濟問題，在於需求而非供給，與其促使潛在供給增加，不如推動促進需求增加的政策。

Benigno and Fornaro (2016) 也持類似的看法，但在其分析模型中加入了預期心理：經濟體系同時掉入成長陷阱與流動性陷阱中，如果社會大眾對經濟前景的看法十分悲觀，會使得經濟體系陷入停滯陷阱，因此應刺激總需求與就業，以突破停滯陷阱。

(三) 長期停滯：供給面的角度

Summers 認為長期停滯是需求面的問題，但也有重量級的學者如 Gordon 認為是供給面的問題（註 5）。Gordon (2017) 認為 1930 年代的問題是有效需求嚴重不足，供給面並無太大問題，當時生產力的成長仍十分快速；相反地，2015 年年初的產出缺口很小而且正在縮小當中，潛在的實質 GDP 成長緩

慢，不僅影響生活水準，也降低了投資，而後者又進一步減緩生產力的成長。Gordon 認為兩個因素造成成長停滯：

1. 第三次工業革命結束（註 6）：辦公室設備、零售業等的數位革命已近尾聲，而企業動能（business dynamism）也下降。此處的企業動能係指新創與年輕企業所帶來創造性破壞（creative destruction）的過程，使得生產力得以大幅成長。
2. 教育與社會經濟走下坡：教育是促進勞動力生產力的重要因素，但美國教育成長不若以往，因而影響產力的增進，而婚姻人數下降、單親家庭增加等因素也影響了年輕人的教育品質，乃至於長大成人後的工作薪給。

Gordon 認為，生產力成長已進入報酬遞減的狀態，而經濟表現不若以往，也對生產力的成長造成衝擊。但潛在產出緩慢的成長不只因生產力成長緩慢，也受到人口成長減緩以及勞動參與率下降，資本形成隨之下降，影響及於投資，促使生產力的成長進一步下跌（註 7）。

（註 5） Summers (2016a) 似不承認 Gordon 的觀點屬於長期停滯觀念，而是將其觀點另以供給面逆風（supply-side headwinds）稱之，而本文則是以 2017 年法國中央銀行與法蘭西學院聯合舉辦的「長期停滯與成長衡量」研討會（Secular Stagnation and Growth Measurement Conference）分類為準。

（註 6） 第三次工業革命係指第二次世界大戰後的工業變革，傳統工業更加機械化、自動化，從而降低了工作成本，使整個社會的運作模式發生改變。

（註 7） Gordon 在 2015 年即表達了對供給面問題的關心，與其在 2017 年的論文內容相近。根據 Gordon (2015)，他認為 2004 至 2015 年美國實質 GDP、勞動生產力及總要素生產力等成長率均較 1996 至 2004 年明顯減緩，而造成美國經濟成長停滯的結構性因素包括：1. 過去倚賴資訊與通信產業創新所帶來的生產力提升，但其效益已在遞減當中。2. 製造業產能、投資淨額相對於資本存量的比率，以及資訊與通信產品的價格等皆不若以往，而初創（start-ups）或新興企業占比也在下降當中。3. 美國人口成長率及勞動參與率下滑，使得產出成長出現停滯現象。

表 8 美國實質 GDP、工作時數與生產力的成長率

單位：%

	實質 GDP	工作時數	每工時產出	總要素生產力
1920~1950	3.58	0.61	2.97	2.17
1950~1972	3.89	1.24	2.65	1.79
1972~1996	3.01	1.63	1.38	0.52
1996~2004	3.32	0.81	2.51	1.43
2004~2014	1.58	0.36	1.22	0.54

資料來源：Gordon(2015)。

（四）長期停滯論點與亞洲經濟

長期停滯論點一直頗受重視，但主要是側重在已開發經濟體，至 2017 年若干經濟學家轉而重視亞洲新興經濟體是否也陷入類似的問題。因此該年 9 月 7 至 8 日在南韓首爾舉辦了一場國際研討會，該研討會以「亞洲永續成長的展望與挑戰」（Prospects and Challenges for Sustained Growth in Asia）為主題，其中有若干論文是從長期停滯論點出發，論及亞洲經濟所面臨的問題。以下就相關論文簡述於后：

1. Jeanne（2017）：從利率與通貨膨脹的角度來看，亞洲較為先進經濟體與歐美先進經濟體的情況類似，在全球金融危機以前就已面臨低利率與低通膨，危機發生後，就走入了流動性陷阱，日本、香港與新加坡都發生類似的問題，其後南韓與台灣也隨之而來。Jeanne 認為主要就是因為國際傳遞機制與政策外溢效果所造成的問題。

不只是在利率與通貨膨脹方面，類似的情形似乎也發生在經濟成長方面，而且不論是新近經濟或發展中經濟體都面臨相似的情況，也就是政策外溢效果透過國際傳遞機制而影響了亞洲經濟的表現（註 8），Jeanne 認為無法真正透過資本管制將長期停滯隔離在外。

面對透過國際傳遞機制所造成的亞洲經濟長期停滯問題，Jeanne 的政策建議為透過非傳統的貨幣政策提高通膨目標，同時增加民間投資、增加基礎建設支出、強化資產負債、將低政策不確定性以及結構改革等方面著手，以促進生產力成長。

2. Fukao（2017）：日本的勞動生產力於 1990 年左右出現成長停頓，一般所認知的主要因素為最終需求不足（超額儲蓄問題）以及總要素生產力成長緩慢所致，而且這兩個因素相互關聯。由於總要素生產力成長減緩，因而影響固定資本形成的速

（註 8）就台灣的情況而言，外溢效果所產生的國際傳遞機制包括金融面與實質面。就金融面而言，美國股市的鉅大變化會立即影響台灣股市的表現、美國貨幣政策的變動也會影響台灣的金融市場等；就實質面而言，若歐美國家經濟景氣不佳，使得進口需求減少，也就會影響台灣對歐美國家出口表現，進而影響經濟成長。

度，另一方面，由於有超額供給的問題，日本廠商也不太願意進行投資，而降低了總要素生產力的成長。日本勞動市場的問題則在於日本非正式勞工的比率上升，但這類勞工的生產力較低。此外，日本的勞動市場出現雙元性的問題，大企業與中小企業的勞動生產力與工資差距擴大當中（註9）。值得注意者，雖然Fukao也使用「長期停滯」這個名詞，但其內涵卻較一般所指涉的期間為長，一般是指全球金融危機之後主要國家的經濟問題或現象，而Fukao則在對日本經濟的分析中，將之提前至1990年，因此他與歐美學者在時間起點上，並不太一致，但就內涵來看，Fukao的最終需求不足以及總要素生產力成長緩慢論點，則與一般長期停滯論者的供需觀點相同。

3. Cho and Kwon (2017)：自1990年代以

來，南韓的經濟成長呈現下跌趨勢，生育率過低將會使得未來勞動供給緊縮，人口老化也會影響生產力。除了勞動市場的問題以外，南韓的金融市場與商品市場的效率也不足，也影響南韓的成長。與Fukao相似的地方是，Cho and Kwon也是以1990年為長期停滯之起點。

至於南韓是否會「日本化」（Japanization）？Cho and Kwon認為南韓與日本相似的地方是人口老化、產業結構與名目所得成長的趨勢。南韓與日本不同的地方則為通貨緊縮趨勢不同、通貨膨脹下降的程度較溫和、房地產價格上升的程度大致上與消費者物價同步。南韓如果要避免日本化，應準備採取非傳統政策以避免通貨緊縮，也必須促進總要素生產力成長，而結構改革有其必要，但能否成功端視政府能否抵擋利益團體的壓力。

四、金融循環的意義與特性

（一）金融循環的意義與特性

同樣是面對全球經濟不振的問題，也有經濟學家另闢蹊徑，倡議金融循環說（註10）。最早提出金融循環者似為Claessens *et al.*（2011），他們認為金融循環既長且

嚴重，多為信用與房地產循環同步發生，且彼此強化、放大，尤其是當市場開始走下坡的時候，會更為嚴重。

其後BIS的經濟學家Borio大力倡議此一金融循環的概念，Borio（2012）將金融循

（註9）Fukao的論點與其在2015的觀點相似，亦可參閱Fukao *et al.*（2015）。

（註10）金融循環說的內容其實相當廣泛，如果根據Claessens and Kose（2018）的綜覽，廣義而言可包含信用市場循環與景氣循環（credit market cycles and business cycles）、資產價格循環與景氣循環（cycles in asset prices and business cycles）、金融循環的同步性（synchronization of financial cycles）等三個方向的文獻，本文內容較側重於金融循環本身，也就是第三個方向。

環界定為「對價值與風險的認知、對風險與融通限制的態度等經由自我強化的交互作用所引發的超漲以及其後超跌的現象。」（註 11）若根據 Drehmann *et al.*（2012）與 Borio（2012），金融循環包含 5 個特性：

1. 金融循環最精簡的描述為信用與財產價格的循環。從低頻率的資料中更能顯現出信用與建築融資、財產交易等之間的關係。
2. 就 G7 國家而言，自 1960 年代以來，金融循環的長度平均可達 16 年之久，而一般的景氣循環則為時約 1 至 8 年，尤其是金融循環的衰退期可達數年，而景氣循環的衰退期則通常不超過一年。
3. 金融循環的高點與系統性的銀行危機的關聯相當密切。過去的 G7 國家資料顯示，源自於己身的本土金融危機通常與金融循環的頂點相當接近或甚至同步。
4. 由於金融循環的高點與金融危機的發生相當一致，因此是有可能建立相當準確的指標以衡量金融危機發生的風險，而最有效的領先指標應是信用相對於 GDP 的比率與資產價格等偏離歷史正常（historical norms）的程度。
5. 金融循環的長度與幅度決定於政策體制（policy regimes），而政策體制包括金融體制、貨幣體制與實質經濟體制。例如，

金融自由化會弱化金融限制，只專注於通貨膨脹的貨幣體制會忽略金融面的超漲現象，而實質經濟供給面的成長也可能給予金融超漲所需的柴火。

Borio（2017）進一步將金融循環說簡化為三個主要內容：

1. 全球沒有能力去限制金融超漲的現象，也因此會產生超跌的問題，從而造成長期經濟傷害，主要是因信用與資產價格聯合波動所致，而且這種金融循環可長達 15 至 20 年，比一般的 8 至 10 年還久。
2. 在危機發生以前的金融超漲現象使得實際產出高於潛在產出，但也破壞了生產力。
3. 長期停滯論者過度高估了全球需求不足的程度，而全球供給所產生通貨膨脹率下降（disinflation）的現象則被過度低估，因此自然實質利率（natural or equilibrium real interest rate）其實是正值而且比長期停滯論者所認為的水準要高（註 12）。

上述 Borio 的論點也隱含了一個相當重要的觀點，也就是經濟景氣循環與金融循環既然呈現顯著的差別，而且金融循環波動的幅度也遠較景氣循環為大（參閱 Borio（2017）圖 1），則在金融循環發生之時，並不一定會對實質經濟（如經濟成長、通貨膨脹等）產生影響，甚至可能沒有影響，卻會對金融面

（註 11）原文為 self-reinforcing interactions between perceptions of value and risk, attitudes towards risk and financing constraints, which translate into booms followed by busts。又 boom/bust 可有不同的中文翻譯，本文係以資產價格在危機前後的過度上漲與下跌的現象命名。

（註 12）Borio 的論點另可見 Borio（2012, 2014）以及 Juselius *et al.*（2016）。

的銀行信用、股票價格與房地產價格等產生明顯的變化，以致於我們在表象上會看到實質面的變化很小，金融面的變化卻十分鉅大的情況，似乎與現實的觀察十分吻合，這可能是金融循環論十分有意思的地方。

（二）金融循環的政策建議

Borio 認為金融循環的源頭主要為金融市場內在的不穩定性、貧乏的風險管理、僅注重短期物價穩定的貨幣政策以及不足的金融監督與管理等合併發生，造成當時美國、英國、西班牙與愛爾蘭等國家金融超漲，其後而來的超跌則造成經濟衰退，並蔓延至全球其他國家。

正因金融循環造成長期經濟不振，因此 Borio（2017）認為政策的重點應在於結構改革以強化長期經濟成長，而財政政策應用於修補資產負債、支援結構改革以及基礎建設與人力資源培育等方面的支出。

在貨幣政策方面，在有金融循環的問題時，Borio 反對將貨幣政策當做刺激經濟的需求管理政策，認為該等政策只在當下解決金融危機有效，但對其後提振經濟並無效果，而 Juselius *et al.*（2016）則認為應有系統地將金融循環納入貨幣政策法則當中，並認為能夠引進金融循環因素的貨幣法則才能有效抑制金融循環，從而提振經濟成長，也不會

造成通貨膨脹。

（三）金融循環的外溢效果

金融循環說的另外一個發展是著重於跨國的外溢效果，似可以 Rey（2013, 2015）為代表。Rey 從跨國實證發現，大國貨幣政策的影響力，會透過跨國資本移動波及其他國家，造成全球金融循環，嚴重影響各國貨幣、信用情勢，並使經濟脫離了基本面，使貨幣自主性難以達成，因而挑戰了開放經濟總體經濟學中著名的「不可能的三位一體」（the Impossible Trinity）原則（註 13），成為全球金融循環與貨幣自主性之間「無法調和的兩難」（irreconcilable duo）。因此 Rey 主張應直接針對過度槓桿操作與信用成長的源頭，採取必要的行動，包括針對性的資本管制、總體審慎政策與限制金融機構的槓桿操作等。簡單講，Rey 認為造成全球金融循環的罪魁禍首是大國的貨幣政策。其後，Miranda-Agrippino and Rey（2018）的實證也顯示，2003 至 2007 年間美國寬鬆的貨幣政策降低了全球風險胃口，也就是使得市場參與者更勇於在高風險下進行金融操作，而這段期間也正是金融危機逐步建立的階段。

Rey 的論點得到 Jordà *et al.*（2017）與 Reinhart *et al.*（2017）的支持。Jordà 等以 1870 至 2013 年間 17 個先進經濟體的資料進

（註 13）不可能的三位一體原則或稱之為三難（Trilemma）原則，乃源自於開放經濟總體經濟學中的 Mundell-Fleming 模型，其基本內涵為固定匯率（或匯率穩定）、資本自由移動與貨幣自主性三者不能同時達成，只能三者取其二。有關於該原則的內涵、限制，甚至是誤解等的討論，可參閱台北外匯市場發展基金會（2016）〈專題六「不可能的三位一體原則：內涵、誤解與限制」〉，頁 169）與彭德明（2014）。

行實證研究，認為美國的貨幣政策是引發全球股權市場風險胃口（risk appetite）的主要因素（註 14）。Reinhart 等則建立自 1815 年起大約 200 年的時間數列資料庫，然後以中心至邊陲（center/peripheral）的角度檢視跨國資本流量循環、商品價格循環與短期利率循環之間的關係，發現在金融危機發生時（尤其是在債務違約的情況下），這三個循環的關係相當密切。此一既從國際資本移動出發而且也結合中心到邊陲的角度，與 Rey 的觀點若合符節，兩者主要的差異，在於 Reinhart 等沒有強調大國的貨幣政策是造成問題的發動機。

但另一方面也有不支持 Rey 等的實證研究，例如，Bekaert and Mehli（2017）的實證認為「不可能的三位一體」原則所代表的三難仍然成立，並沒有轉變為 Rey 所指涉的兩

難，而 Cerutti *et al.*（2017）的實證則認為全球金融循環只導致了一小部分的國際資本移動而已。

有關這一方面的爭議，往往因實證期間與方法不同而會有不同的結論，未來可能需要較為完整的綜覽，以回顧並檢證此一議題，但如果是從金融危機發生前後的角度來看的話，似並無過於偏離事實，即若大國因金融危機而產生鉅大的經濟或金融干擾（也包括以大規模的貨幣政策去持續拯救、拉抬經濟），會立即對其他國家造成影響。此外，到底是 Rey 的「無法調和的兩難」正確，還是原始 Mundell-Fleming 模型所隱含的「不可能的三位一體」正確？抑或者彼此在某種程度上「相容」，似乎也可以是個有趣的問題（註 15）。

（註 14）Jordà 等自 2012 年起就撰寫與金融循環議題相關的論文，其實證期間皆自 1870 年起，可參閱 Jordà *et al.*（2013, 2016）與 Schularick and Taylor（2012）。Schularick and Taylor（2012）檢視貨幣、金融相關指標對未來發生金融危機的預測力，發現銀行信用或放款的指標最有助於預測未來發生的金融危機，顯示金融危機的發生與銀行放款成長過快有顯著關聯。Jordà, *et al.*（2013, 2016）探討景氣衰退與信用成長過快（credit booms）的關係，他們將景氣衰退分為兩類：一般的景氣衰退，以及景氣衰退前伴隨的信用或房價快速成長，發現若景氣衰退前信用或房價快速成長，則景氣衰退對產出的負向影響會更大，且復甦所需的時間會更久。

（註 15）彭德明（2014）嘗試從理論上的（非個體基礎）衝擊分析角度探討此一問題，認為重要的關鍵在於是從貨幣衝擊抑或是從國外金融衝擊的角度出發。貨幣政策本身可以說是一種貨幣衝擊，就此而言，原始 Mundell-Fleming 模型是從貨幣衝擊的角度出發，因而可以得到不可能的三位一體原則；Rey 的觀點則是從國外金融衝擊的角度出發，因而得到兩難論點。如果將原始 Mundell-Fleming 模型改從國外金融衝擊的角度分析，仍然可以得到不論何種匯率制度，國外金融衝擊皆會改變本國的貨幣情勢，並對最終經濟產生長遠的影響。兩者真正不同的地方，在於不同匯率制度下國外金融衝擊對本國經濟的影響方向不同。從 Mundell-Fleming 的角度來看，在不同匯率制度下國外金融衝擊的影響方向不同，但從 Rey 的分析來看，兩者是一致的。由於切入的角度不同，因此並無兩難論點是否可以代替不可能的三位一體原則的問題。

五、三個長期經濟不振論點的比較

三個解釋全球金融危機以來長期經濟不振的論點，各擅勝場，甚至彼此之間還擦撞出隔空辯論的火花（註 16），以下從理論背景、探討內容與政策建議等三個方面分別討論。

（一）理論背景

就理論背景而言，債務積壓論認為政府發行債務代表未來民間部門的預期稅負增加，如果政府債務太高，民間投資會因預期未來稅負增加而裹足不前。從這個角度來看，此一論點似隱約以李嘉圖恒等定理（Ricardian Equivalence Theorem）為出發點。該定理係指政府發行債務代表未來民間部門的預期稅負增加，因此無論政府透過發行債務或課稅的手段，對整體經濟不會發生真正的影響（註 17）。至於它是否成立，應屬於實證的問題，一般似乎認為不會產生百分之百的「排擠效果」。

長期停滯論者的需求面觀點，則很明顯的是以凱因斯學派總體經濟學為思考的活水源头，因此主張透過需求管理政策刺激經濟。至於供給面論者的觀點雖與凱因斯的有效需求不合，但也認為應透過投資與公共支

出以改善供給面的問題，唯一的差異可能在於供給面論者十分強調提昇人力資源素質的重要性，而與一般所認知凱因斯學派的論點不同。

最後，最初金融循環論者的論點似乎是從歷史資料中找出問題為本，但後來則出現不少理論模型探討此一議題，且多以動態隨機一般均衡（Dynamic Stochastic General Equilibrium）模型進行。例如，Lambertini *et al.*（2013）以及 Kiley and Sim（2015）皆討論貨幣政策與總體審慎政策在面對金融循環的角色，而 Farhi and Werning（2014）則根據 Rey 的論點進行分析，在某種程度上是將 Rey 的觀點概念化等等。從這個角度來看，無論在理論與實證層面，金融循環論似乎皆較債務積壓論與長期停滯論完備，或許是三個論點中最值得注意的發展。

（二）探討內容

如果就所探討的內容觀察，三個觀點的內容差異甚大。長期停滯論是以凱因斯學派的觀點為基調，從需求管理政策或促進供給面的角度調節經濟，本身似自成一家。但長期停滯論的挑戰是難以解釋何以全球金融危

（註 16）例如，主張長期停滯論的 Summers（2016a）批評債務積壓論，而主張債務積壓論的 Lo and Rogoff（2015）與主張金融循環論的 Borio（2017）則批評長期停滯論。

（註 17）該定理是新興古典學派（New Classical School，源自於 Lucas 的理性預期學派）的重要依據之一，最初源自於 Barro（1974）。

機後，全球會陷入如此長期的經濟不振，即便大量採取貨幣與財政政策，甚至動用了結構改革政策，效果似乎仍屬有限。此外，長期停滯論分為需求與供給兩派，其中供給派主張供給降低或不足是問題的根源，但供給降低代表供給曲線往左移動，若需求不變，代表物價上升而產出減少，應會形成停滯性膨脹（stagflation），是否能與低通膨與低成長的觀察相容，尚須供給派提出有力的解釋。筆者認為，如果要調和長期停滯論供需兩派的說法，真實的情況可能是供給與需求皆下降（曲線皆往左移動），而且需求下降的程度可能較高，而產生低通膨與低成長的問題；另一個可能原因則是需求不振引發供給下降，或者是供給下降引發需求不振，因而使得供需雙雙下降所致。但不論原因為何，若僅是供給面的問題，的確較難確切解釋全球金融危機以來的低通膨與低成長現象。

至於債務積壓論則係從債務出發，主張削減債務，想要達成的目的並不複雜：既然過高的債務使得各經濟部門難以動彈，就必須有效降低債務，並促進財政紀律，才能恢復經濟活力，因此本身可能沒有太多需要深層思考的地方。債務積壓論的內涵與金融循環論也並無真正的衝突：金融循環論及與私人債務有關的信用循環，而債務積壓論並不只限於政府債務，也及於私人債務。例如，歐洲的問題即為若干國家有著嚴重的政

府債務問題（例如希臘），且另有國家的金融機構有著嚴重的私人債務問題（例如愛爾蘭），由於這些鉅額債務又多為外債，因而形成嚴重的歐洲債務危機。

金融循環論優於債務積壓論的地方，可能在於金融循環論的內涵並不只限於「數量」（例如信用），也包含「價格」（例如資產價格），而其後金融循環論又可以與實質面的景氣循環合併觀察，更能強化其應用的範圍。

三個觀點也有共同之處，金融循環論相當重視外溢效果（如Rey 2013, 2015），也產生許多討論，但也非該論的專利，主張債務積壓論的 Hannoun（2014）與主張長期停滯論的 Jeanne（2017）也皆認為先進經濟體會透過國際傳遞機制與政策外溢效果將本身的經濟問題「輸出」至其他國家，因此此一觀點並不只限於金融循環論，而是三個觀點皆認同其重要性，或值得開放程度大的新興經濟體（如台灣）重視。

（三）政策建議

一般在總體經濟學上經常談論到的政策為貨幣政策、財政政策與結構改革政策。此外對於開放程度大的經濟體系而言，匯率政策可以視為是廣義的貨幣政策，也有其重要性。

三種觀點都不反對結構改革政策，問題是在於結構改革政策可能不易推動且不易看到效果。在不包括匯率政策的貨幣政策方

面，雖然三種觀點對經濟所開出的診斷差異頗大，但對是否採行貨幣政策卻似有共識：不論是那一個觀點，皆認為貨幣政策有其極限，至少是不鼓勵做為刺激經濟景氣的工具。就債務積壓論者而言，首要工作應為努力清償債務，使經濟能夠重現活力，即使須動用貨幣政策，其目的是在於協助去槓桿化，而不是刺激經濟。就長期停滯論者而言，多認為經濟體系既已處於流動性陷阱，即便採取寬鬆的貨幣政策也難以奏效。就金融循環論者而言，也認為即便貨幣政策可用以解決當下危機，但不足以處理危機後的經濟衰退問題。

前述討論的其實是傳統的貨幣政策，尤其在西方國家多以調整利率為政策工具，但在全球金融危機發生後，傳統的貨幣政策似乎有其問題，例如，調整利率的代價可能過大，固然能夠穩定資產價格，但也同時會嚴重打擊經濟成長（Assenmacher-Wesche and Gerlach 2008），但金融助漲助跌的問題又不能忽視，因此而有總體審慎政策（macroprudential policy）的討論，以解決金融體系所可能產生的系統性風險問題，並促進金融穩定（註 18）。從傳統的 Tiberghien 政策理論角度來看，兩個政策工具可針對兩個經濟目

標，也遠較只動用傳統的貨幣政策為佳。如果進一步運用 Mundell 的政策搭配原則，以不同政策所產生的相對比較利益大小決定特定政策所應針對的目標，可能更具效果。最後，固然主張採取總體審慎政策者不一定是金融循環論者，但金融循環論者則會支持採取總體審慎措施。例如，前述的 Rey（2013）即為一例。

在財政政策方面，三種觀點的意見則各有千秋。對於債務積壓論者而言，既然赤字財政是造成債務積壓的重要原因，因此債務積壓論者多不贊成動用財政政策，而是認為首應解決鉅額的家庭、廠商、金融體系與政府債務，而非透過政府發行債務以增加支出，若有動用財政政策之議，也是為了要透過租稅鼓勵降低債務，而非用以振興經濟。不論是需求面或供給面的長期停滯論者則相反，率皆主張動用財政政策使經濟能夠及早脫離停滯陷阱。金融循環論者也不反對財政政策，尤其是 Borio 認為應用於修補資產負債、支援結構改革、基礎建設與人力資源培育等方面，但與長期停滯論者的以需求管理政策刺激經濟出發點有所差異。

匯率政策方面，由於各家的出發點主要是先進國家在全球金融危機後所面臨的長期

（註 18）有關總體審慎政策的簡明討論，可參閱 Chen (2018)。又總體審慎政策的內涵其實類似於傳統的選擇性信用管理政策（可包括選擇性信用管制與選擇性信用融通），也可包含外匯管理與干預（但一般的討論較少觸及後者）。在全球金融危機發生以前，先進經濟體的中央銀行多以控制通貨膨脹為唯一職志，或者認為金融泡沫必然會反映在通貨膨脹的壓力之上，以傳統的貨幣政策因應即可，以致於忽視了總體審慎政策的重要性。

經濟不振的問題，而這些國家多對外採取浮動匯率制度，其貨幣又為國際貨幣，也無法進行有效干預，一般文獻不會論及。僅 Rey 的分析因牽涉到跨國資本移動以及被先進國

家影響的新興經濟體，才建議了新興經濟體應採取與匯率管理有關的資本管理措施，而就現代的意義而言，此等資本管理措施也列屬於總體審慎政策之中。

六、結論

在全球金融危機發生之後，全球經濟大致上歷經8至9年經濟不振的問題，直至2017年下半年方見好轉。由於時間頗長，大概自2011、2012年左右即有經濟學家開始探討經濟不振的基本成因，主要包括債務積壓、長期停滯與金融循環等三大論述。隨著全球經濟復甦，該等論點所引發的思考激盪似也迅速落幕，但這不一定代表問題消失，因此過往的討論仍有其意義，也仍有問題懸而未決，而因不同觀點所產生的各種解釋，雖容易令人眼花撩亂，但或也有助於進一步瞭解我們生活在其中的經濟世界。

在債務積壓方面，債務積壓論者認為過於寬鬆的貨幣政策、銀行部門喜採槓桿操作、經濟單位偏好發行債務、過於擴張的財政政策等是造成債務不斷累積且節節升高的重要原因，應確實解決債務積壓，包括改善民間部門解決債務方案、採取總體審慎措施以抑制信用循環、透過租稅獎勵以降低債務等，才能恢復經濟活力。

在長期停滯論方面，因主張者側重需求面與供給面而有差異。需求面的論者主張透

過需求管理政策，使經濟體系脫離流動性陷阱，並促使投資與儲蓄達成平衡，而供給面論者則主張應透過財政政策加強基礎建設與人力資源培養，方能使經濟脫離長期的泥淖。不論需求面與供給面論者，似皆不反對結構改革政策。

在金融循環論方面，持有此一論點的學者專家認為，金融循環的存在才是經濟金融體系最大的威脅，金融循環遠較一般景氣循環為長，可達兩倍之多，因此最重要的作為是思考馴服漫長的金融循環，避免經濟金融體系因超漲與超跌而陷入長期的經濟衰退當中。從總體經濟學發展的角度來看，金融循環論是新興的典範，也被若干綜覽文獻列為總體經濟與金融體系連結的研究領域（Claessens and Kose（2018）），可能是值得發展的方向，也可能會對央行政策產生新的具體涵義。

在金融自由化、全球化盛行以及科技迅速進展的今天，不少經濟或金融行為也隨之改變。例如，由於金融操作十分便利，使得許多人對金融投資的興趣超過實質投資，以

及所得或財富分配持續惡化（前述 Summers（2016b）即提及此點）等，這些發展皆無法有助於促進永續經濟成長。本文所討論的三個觀點或皆對現實經濟具有實用的參考價值，也或可用以做為思考經濟與金融政策的基礎。三個觀點基本上都是從循環的角度去看經濟或金融問題，債務積壓論的超級循環說與金融循環論的金融循環說等側重於金融面，而長期停滯論則是植基於凱因斯經濟學，是有關如何透過政策去反景氣循環，較

側重於實質面。此外，若經濟的實質面與金融面脫節，或可運用債務積壓或金融循環論的政策建議嘗試克服金融面的問題，於此同時也可運用長期停滯論的政策建議以刺激實質面，擺脫經濟不振。三個論點也不排除結構改革的重要性，雖在實踐上或有其難度，但仍應是政策上必須思考的方向。最後，三個觀點皆論及外溢效果，對高度開放的經濟體應具有參考意義。

參考文獻

- 台北外匯市場發展基金會（2016），台灣的匯率制度與外匯管理自由化，台北外匯市場發展基金會，民國 105 年 1 月。
- 彭德明（2014），「不可能的三位一體原則下之貨幣自主性—兼論國際外溢效果與最適匯率制度」，國際金融參考資料，第 66 輯，頁 1-30，民國 103 年。
- 蕭宇翔（2018），「近年台灣經濟成長減緩之結構性因素分析」，中央銀行季刊，第 40 卷第 1 期，頁 19-55，民國 107 年 3 月。
- Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach（2008），“Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices,” *SNB Working Papers* 2008-16, Swiss National Bank.
- Baba, N., T. Ota, and Y. Tanaka（2018），“Japan's Public Debt Overhang: What Could be the Issue?” *Goldman Sachs Economic Research*, June 22, Goldman Sachs.
- Barro, R.（1974），“Are Government Bonds Net Worth?” *Journal of Political Economy*, 82-6, 1095-1117.
- Bekaert, G. and A. Mehli（2017），“On the Global Financial Market Integration Swoosh and the Trilemma,” paper presented at the *Eighteenth Jacques Polak Annual Research Conference: The Global Financial Cycle*, November 2-3.
- Benigno, G. and L. Fornaro（2016），“Stagnation Traps,” *CEP Discussion Paper* No.1405, the Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science.
- Borio, C.（2012），“The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” *BIS Working Paper* No. 395, Banks for International Settlements.
- Borio, C.（2014），“The Financial Cycle and Macroeconomics: Rethinking the Way Forward,” Keynote Presentation at the *Conference in honor of Neils Thygesen: Facing the Future*, University of Copenhagen, December 5.
- Borio, C.（2017），“Secular Stagnation or Financial Cycle Drag?” Keynote Speech at the *33rd Economic Policy Conference, National Association for Business Economics*, 5-7 March, Washington D.C.
- Cerutti, E., S. Claessens, and A. Rose（2017），“How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows,” paper presented at the *Eighteenth Jacques Polak Annual Research Conference: The Global Financial Cycle*, November 2-3.

- Chen, N. (2018), “Monetary Policy and Asset Prices,” presentation delivered at the *SEACEN Signature Course on Macroeconomic and Monetary Policy Management*, Taipei, Chinese Taipei, July 22-27.
- Cho, D. and K. Kwon (2017), “Declining Potential Growth in Korea,” paper present at the *2017 MOSF-BOK-IMF-PIIE International Conference on Prospects and Challenges for Sustained Growth in Asia*, September 7-8, Seoul, Korea.
- Claessens S. and A. Kose (2018), “Frontiers of Macrofinancial Linkages,” *BIS Papers* No.95, Bank for International Settlements.
- Dobbs, R., S. Lund, J. Woetzel, and M. Mutaftchieva (2015), *Debt and (Not Much) Deleveraging*, Mckinsey Global Institute.
- Drehmann, M., C. Borio, and K. Tsatsaronis (2012), “Characterizing the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term,” *BIS Working Papers* No. 380, Bank for International Settlements.
- Farhi, E. and I. Werning (2014), “Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows,” *IMF Economic Review* (Special Volume in Honor of Stanley Fischer) 62: 569-605.
- Fisher, I. (1933), “The Debt-Deflation Theory of Great Depression,” *Econometrica* 1-4, 337-357.
- Fukao, K. (2017), “Secular Stagnation and the Labor Market in Japan,” paper present at the *2017 MOSF-BOK-IMF-PIIE International Conference on Prospects and Challenges for Sustained Growth in Asia*, September 7-8, Seoul, Korea.
- Fukao, K., K. Ikeuchi, H. Kwon, Y. Kim, T. Makino, and M. Takizawa (2015), “Lessons from Japan's Secular Stagnation,” *RIETI Discussion Paper Series* 15-E-124, The Research Institute of Economy, Trade and Industry.
- Gordon, R. (2015), “Secular Stagnation: A Supply-Side View,” *American Economic Review: Papers and Proceedings* 105-5, 54-59.
- Gordon, R. (2017), “Secular Stagnation: A Supply-Side View,” paper present at the *Secular Stagnation and Growth Measurement Conference*, organised by the Banque de France and the Collège de France.
- Hannoun, H. (2014), “Central Banks and the Global Debt Overhang,” *Speech in 50th SEACEN Governor's Conference*, Nov. 20.
- Hansen, A. (1939), “Economic Progress and Declining Population Growth,” *American Economic Review* 29-1, 1-15.
- Jeanne, O. (2017), “Secular Stagnation and Asia: International Transmission and Policy Spillovers,” paper present at the *2017 MOSF-BOK-IMF-PIIE International Conference on Prospects and Challenges for Sustained Growth in Asia*, September 7-8, Seoul, Korea.
- Jordà, O., M. Schularick, and A. Taylor (2013), “When Credits Bites Back,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 45-2 Supplement, 3-38.
- Jordà O., M. Schularick, and A. Taylor (2016), “The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles,” *CEPR Economic Policy*, 107-152, Center for Economic and Policy Research.
- Jordà, O., M. Schularick, A. Taylor, and F. Ward (2017), “Global Financial Cycles and Risk Premiums,” paper presented at the *Eighteenth Jacques Polak Annual Research Conference: The Global Financial Cycle*, November 2-3.
- Juselius, M., C. Borio, P. Disyatat, and M. Drehmann (2016), “Monetary Policy, the Financial Cycle and Ultra-Low Interest Rates,” *BIS Working Papers* No. 569, Bank for International Settlements.
- Kiley, M. and J. Sim (2015), “Optimal Monetary and Macroprudential Policies: Gains and Pitfalls in a Model of Financial Intermediation,” *Finance and Economics Discussion Series*, 2015-078, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Lambertini, L., C. Mendicino, and M. Punzi (2013), “Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing Prices,” *Journal of Economic Dynamics and Control* 37-8, 1500-1522.
- Lo, S. and K. Rogoff (2015), “Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years on,” *BIS Working Papers* No. 482, Bank for International Settlements.

- Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2018), “US Monetary Policy and the Global Financial Cycle,” *NBER Working Paper No. 21722*, National Bureau of Economic Analysis.
- Myers, S. C. (1977), “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics* 5-2, 147-175.
- Oristaglio, S. (2016), “Solving for the Global Debt Overhang,” *Investment Perspectives*, May 2016, Strategic Capital Solutions Financial Services LLC.
- Reinhart, C., V. Reinhart, and K. Rogoff (2012a), “Debt Overhang: Past and Present,” *NBER Working Paper Series 18015*, National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C., V. Reinhart, and K. Rogoff (2012b), “Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800,” *Journal of Economic Perspectives*, 26-3, 69-86.
- Reinhart, C., V. Reinhart, and K. Rogoff (2015), “Dealing with Debt,” *Journal of International Economics* 96, Supplement 1 (July): S43-S55.
- Reinhart C., V. Reinhart, and C. Trebesch (2017), “Capital Flow Cycle, A Long Global View,” paper presented at the *Eighteenth Jacques Polak Annual Research Conference: The Global Financial Cycle*, November 2-3.
- Rey, H. (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” paper presented at the *Jackson Hole Symposium*, August.
- Rey, H. (2015), “International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma,” paper presented at the *15th Jacques Polak Annual Research Conference*, Nov. 13-14.
- Rogoff, K. (2015), “Debt Supercycle, not Secular Stagnation,” article on *Vox*, Center for Economic and Policy Research (CEPR) Policy Portal, April 22.
- Shularick, M. and A. Taylor (2012), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008,” *American Economic Review*, 102-2, 1029-1061.
- Summers, L. (2016a), “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do About It,” *Foreign Affairs* March/April 2016 issue.
- Summers, L. (2016b), “Secular Stagnation and Macroeconomic Policy,” *Mundell-Fleming Lecture*, International Monetary Fund, Nov. 3.

(本文完成於 107 年 8 月，作者為本行經濟研究處研究員)