

七、國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思

1980年代，英國首相柴契爾夫人(Margaret Thatcher)與美國總統雷根(Ronald Reagan)推行新自由主義，小政府大市場成為主流經濟思潮，全球興起經濟金融自由化的浪潮。1989年「華盛頓共識」後，各國大抵朝向解除管制、減少干預，廢除原有的保護與平衡措施，強調享受追逐報酬的最大自由。

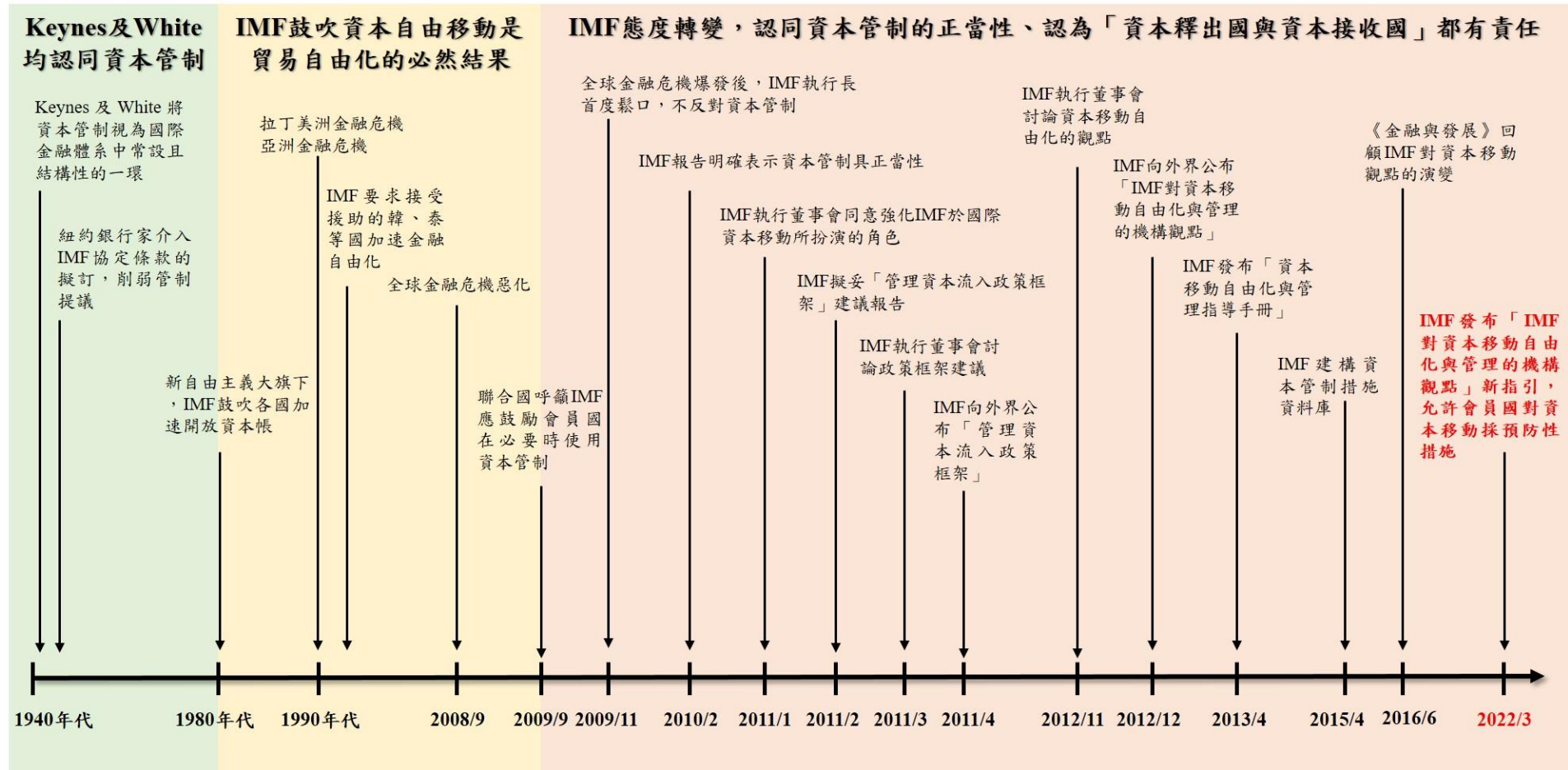
伴隨**金融全球化進展迅速**，**國際資本快速移動**，全球外匯市場交易量逐年上升；然而，資本的快速移動讓**新興及開發中經濟體**，難以應付總體經濟與金融穩定面臨之風險。鑒於**亞洲金融危機**與**全球金融危機**帶給新興市場經濟體的傷害，**國際間開始反思資本自由移動與浮動匯率的效益**，而**IMF**亦改變其長期思維。

本文擬簡述國際間對於資本自由移動與浮動匯率制度看法之演變。首先引介**IMF**從早期大力反對外匯干預與資本管制，到近期認同其正當性，甚至允許採取先發制人的資本移動管理措施；接著，說明近年經濟學界的相關研究咸認，資本自由移動與浮動匯率的效益被誇大，如欲獲得貨幣政策自主性，就須對資本移動加以管理；最後，則為本文的結論與啟示，除說明**經濟學家期待IMF對資本管制應持更開放的態度**外，同時亦表明長期以來本行的外匯政策與資本移動管理措施，不僅具有前瞻性，更獲外界高度肯定。

(一)IMF 對資本自由移動態度的轉變

IMF 對資本移動的態度，曾歷經多次的改變：**1940年代**擘劃IMF的John Maynard **Keynes**及Harry Dexter **White**均贊同資本管制(capital control)；**1970年代末期~2008年全球金融危機前**，IMF鼓吹資本自由移動、反對任何形式的資本管制；**迨至全球金融危機後**，**IMF**態度大轉變，認同資本管制的正當性(legitimate)，回歸Keynes及White所秉持的關鍵宗旨(見圖1)。茲分述如下：

圖 1 IMF 從早期認同資本管制，轉為大力鼓吹資本自由移動，近年再回歸認同資本管制的演變



資料來源：1. 中央銀行(2016)，「國際間對資本移動自由化觀點的省思 — IMF 從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變」，央行理監事會後記者會參考資料，6月30日。

2. Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani, and Davide Furceri (2016), "Neoliberalism: Oversold?" *IMF: Finance & Development*, June.

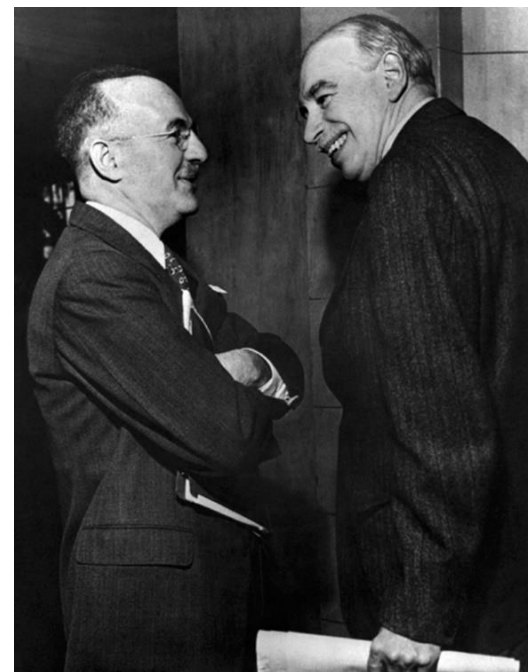
3. IMF(2022), "Executive Board Concludes the Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital flows," *IMF Press Release*, Mar. 30.

1. 1940 年代：擘劃 IMF 的 Keynes 及 White 均贊同資本管制

- (1) 1940 年代一手擘劃 IMF 的 Keynes 及 White 均體認到資本自由移動的危險，認為資本釋出國(source country)須承擔責任，因彼等的政策會製造過多或風險過高的資本流出，同時對通貨競貶(competitive currency depreciations)影響深感擔憂，強調應規範以鄰為壑(beggar-thy-neighbor)政策。
- (2) 當時包括先進經濟體在內，大多數國家採取資本管制為主；因此，兩人原擬的 IMF 「協定條款」責成各國須合作來強化彼此的資本管制措施，並未賦予 IMF 推動資本自由化的權力。
- (3) 不過，IMF 卻在最後一刻，被有力的紐約銀行家介入，削弱 IMF 資本管制的提議。

2. 1970 年代末期~2008 年全球金融危機前：IMF 崇尚資本自由移動、反對任何形式的資本管制

- (1) 1970 年代，新自由主義(neoliberalism)開始影響先進國家的政策，多國政府撤除限制資本跨境移動的措施，邁向資本帳自由化(capital account liberalization)或金融全球化(financial globalization)。
- (2) 迨入 1980 年代，新自由主義躍升為全球主流思維，融入給予新興市場及開發中經濟體的政策建議—「華盛頓共識」(Washington Consensus)，新興市場解除資本管制，朝資本帳自由化邁進，成為主流趨勢。



1946年3月8日，美國財政部官員White(左)與英國經濟學家Keynes(右)，出席IMF理事會成立大會。(圖片來源：IMF)

3. 2008 年全球金融危機後：IMF 由反對轉為認同資本管制，承認資本移動的效益被誇大

- (1) **2008 年全球金融危機~2009 年 11 月**：受各界呼籲及內部深入研究後，**IMF 承認資本自由移動是釀成危機的主因之一**。
- (2) **2010 年 2 月**：IMF 正式**承認資本管制正當性**，並於 2011 年陸續發布一系列報告(尤其是**資本移動管理措施(Capital Flow Management Measures, CFMs)**)¹，以現實世界的情況為指引，持續探討資本移動的成本效益，並據此調整其對資本移動管理措施的觀點。
- (3) **2012 年 12 月**：綜合 2010~2012 年間相關政策報告之結論及執行董事會的討論結果，**發布「對資本移動自由化及管理的機構觀點」**(以下簡稱「機構觀點」)(Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows)**政策報告**，**贊同資本管制在特定情況下是有效的政策工具**。
- (4) **2016 年 6 月**：**IMF** 於《**金融與發展**》(Finance & Development)期刊，回顧 IMF 對資本自由移動觀點的演變；**前 IMF 第一副執行長 Stanley Fischer** 亦轉而直言：「**短期國際資本移動帶來什麼有益的用途嗎？**」。
- (5) **2019 年 12 月**：時任 **IMF 第一副執行長 David Lipton** 與**首席經濟學家 Gita Gopinath** 主張²，資本流入會降低開發中國家的借貸成本，惟恐使其過度負債；資本管制係解決過度借貸問題的妥適工具，即使在未觸及債務上限的正常時期，亦應將資本管制納入審慎政策；且在承壓時期，政策組合(policy mix)可能尚須納入外匯干預(currency intervention)，**彰顯 IMF 的路線已轉向支持資本管制**。

¹ IMF 的一系列報告，主要包括：(1)2010 年 2 月 19 日「資本流入：管制的角色」政策建議報告，明確表示資本管制是正當的政策工具；(2)2011 年 2 月 14 日「管理資本流入政策框架」政策建議報告，框架所建議的因應對策包括總體經濟政策、審慎措施，以及資本移動管理措施(Capital Flow Management Measures, CFMs)；(3)2011 年 11 月公布 IMF 執行董事會所討論的內部研究報告「一國政策影響資本移動的多種面向」。

² Johnson, Steve(2019), "The IMF Supertanker may be Changing Course," *Financial Times*, Dec. 3.

4. 2022 年 3 月：允許會員國採取先發制人資本移動管理措施與總體審慎措施³

(1) 新冠肺炎(COVID-19)引發全球資本移動的急遽逆轉，加深大流行對新興市場及開發中經濟體的影響。OECD 估計，2020 年 1 月中旬至 3 月中旬，從這些國家流出的資金約為 1,030 億美元。各國刻正設法從疫情中恢復與重建，因此，資本管制如何作為一國促進金融穩定之有效工具的討論，再次受到關注。

(2) IMF 於本(2022)年 3 月 21 日完成「機構觀點」的新審查，針對資本管制發布新指引，增列預防性資本移動管理措施與總體審慎措施(Macroprudential Measures, MPMs)，惟仍須符合相關條件(見圖 2)。

— 新指引將資本移動管理措施與總體審慎措施，以限制的方式納入政策工具箱，並列舉何種情形能夠使用，但強調這些工具不應取代必要的總體經濟調整。

— 當資本流入遽增壓縮政策空間，以致無法解決幣值高估(currency overvaluation)與經濟過熱等問題時，在有限的時間內，採取限制資本流入是合適的；或者，當破壞性資本流出可能引發危機時，限制資本流出也是有用的。亦即只有在資本移動對金融穩定造成威脅的前提下，資本移動管理措施與總體審慎措施，才會視為有效。

(3) 此一發展，似乎呼應甫於本年 1 月由 IMF 首席經濟學家升任第一副執行長的 Gita Gopinath 的看法⁴，若想確保不會加劇金融脆弱性，則可以採取先發制人的措施，以防止情況惡化。如此，當環境發生有若利率急遽上升等變化時，就能以更好的方式保護經濟。

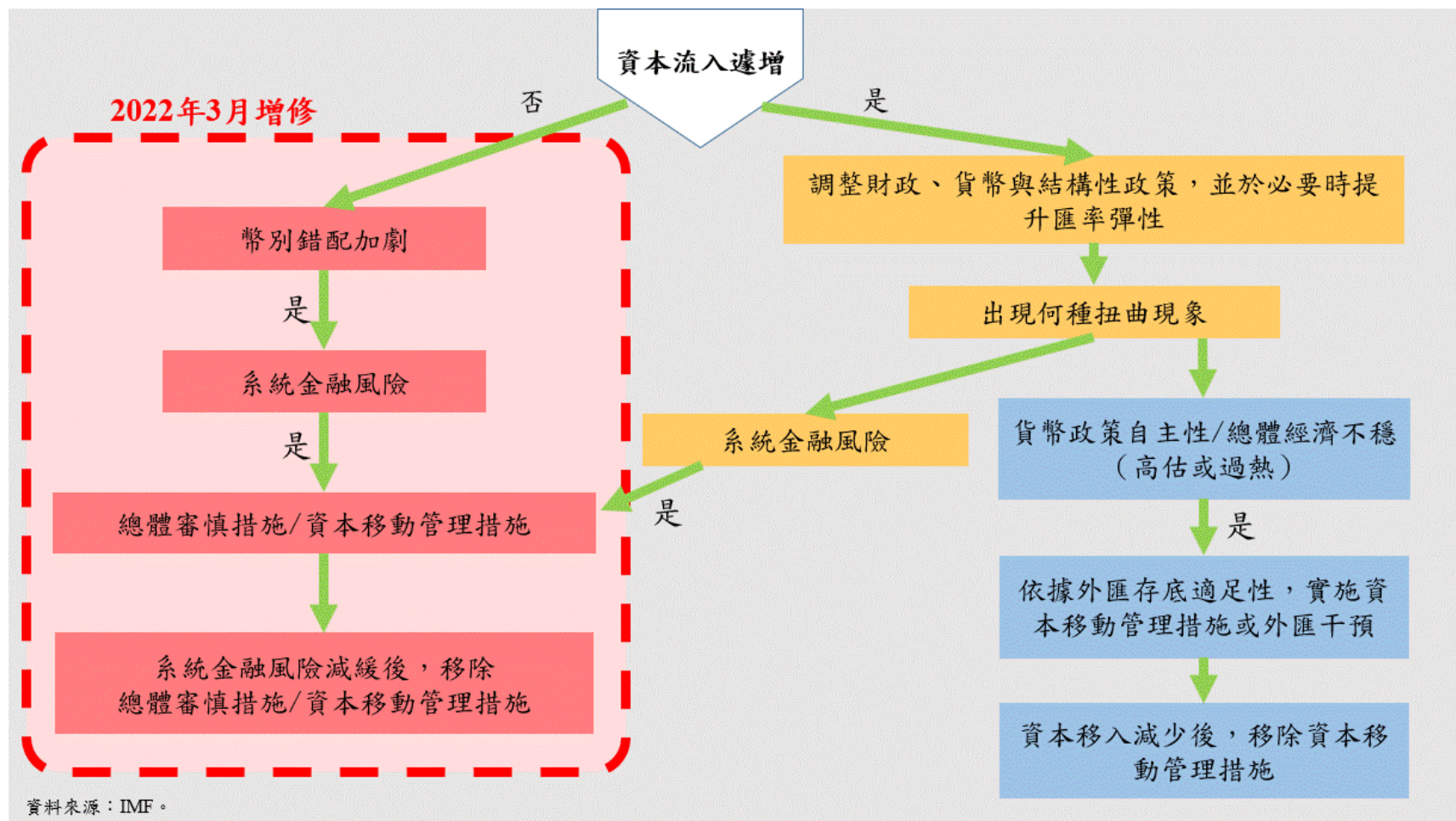
(4) 新指引雖擴充決策者的政策工具箱，特別是新興市場及開發中國家，但依然維持其核心原則：即便資本移動可能

³ Boston University Global Development Policy Center(2022), “Evaluating the Implementation of the IMF’s Institutional View on Capital Flows,” *Boston University Global Development Policy Center*, Mar. 15; Adrian, Tobias, Gita Gopinath, Pierre-Olivier Gourinchas, Ceyla Pazarbasioglu and Rhoda Weeks-Brown(2022), “Why the IMF is Updating its View on Capital Flows,” *IMF Blog*, Mar. 30.

⁴ Lawder, David(2022), “IMF Updates Guidance to Let Countries Impose Pre-emptive Capital Flow Curbs,” *Reuters*, Mar. 31.

危害總體經濟與金融穩定，考量為資本接收國(recipient country)帶來龐大的效益，認為資本移動仍是值得鼓勵；而 IMF 目標是，各國透過更新後的政策工具箱，在維護總體經濟與金融穩定的同時，亦能享有資本移動的好處。

圖 2 IMF 評估實施 CFMs⁵



⁵ IMF staff(2022), "Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows," *IMF policy papers*, Mar. 30.

(二)經濟學界對資本自由移動、浮動匯率效益的相關研究

過去，Milton Friedman 等經濟學家認為，浮動匯率得以減緩外在衝擊，但自全球金融危機後，這些思維開始受到挑戰，指責浮動匯率的聲浪四起。

1. 倫敦商學院教授 H el ene Rey：唯有對資本移動加以管理，方能獲得貨幣政策自主性

(1)2013年，倫敦商學院教授 Rey 於 Jackson Hole 全球央行年會，發表「兩難非三難：全球金融循環與貨幣政策自主性」(Dilemma not Trilemma:The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence)⁶，認為主要國家央行主導的全球金融循環(global financial cycle)，讓傳統國際金融理論的「不可能的三位一體」(impossible trinity)無法成立。

(2)其研究發現，美國等主要國家央行的貨幣政策透過資本跨境移動的數量管道，以及利率與匯率等的價格管道，影響他國貨幣信用情勢及貨幣政策自主性，產生外溢效應(spillovers)⁷，即使一國採浮動匯率也無法獲得貨幣政策自主性。「三難困境」(trilemma)轉變成「兩難困境」(dilemma)。2015年，美國加州大學洛杉磯分校講座教授 Sebastian Edwards 也提出類似看法⁸。

(3)Rey 主張，開放資本自由移動、且允許通貨自由浮動的國家，不必然能享有全然的貨幣政策自主性；一國若想保有貨幣政策自主性，就須對資本帳加以管理，抑制過度的槓桿與信用成長，包括採取針對性資本管制、逆循環總體審慎措施、限制金融機構槓桿操作等。



倫敦商學院教授 H el ene Rey (圖片來源：Rey 個人網站)

⁶ Rey, H el ene(2013), "Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *paper presented at the Jackson Hole Symposium*, Aug.

⁷ BoE 本年發布的研究報告顯示，Fed 並非唯一將貨幣政策效果經由總體經濟及金融管道外溢至全球者，ECB 的貨幣政策亦有相似情形；Miranda-Agrippino, Silvia and Tsvetelina Nenova(2022), "A Tale of Two Global Monetary Policies," *BoE Staff Working Paper*, No. 972, Apr..

⁸ Edwards, S.(2015), "The Illusion of Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates," *VOX*, Feb. 4.

2. IMF 第一副執行長 Gopinath：浮動匯率的效益恐被誇大，浮動匯率未必能保有貨幣政策自主性

(1) IMF 第一副執行長 **Gopinath** 認為，**浮動匯率的效益恐被誇大**，主張在承壓時期，可能須將外匯干預納入政策組合。

(2) **Gopinath** 的看法，有別與 IMF 一向擁護浮動匯率的理念，Gopinath 似受支配通貨典範(Dominant Currency Paradigm)理論影響。在支配通貨典範下，一國出口多以美元或歐元等支配通貨計價，非該國自有通貨，這不僅減少匯率彈性(exchange rate flexibility)的益處，且可能導致匯率波動更大。

(3) 2020 年，Gopinath 與 IMF 貨幣暨資本市場部門主管 Tobias Adrian 撰文指出⁹，**浮動匯率未必能保有貨幣政策自主性，以外匯干預與審慎政策因應外部衝擊，可讓貨幣政策聚焦於處理國內物價壓力**。在若干新興市場及開發中經濟體，央行常因須回應外部衝擊而面臨艱難的政策選擇，當通膨預期難以制約，則貨幣政策喪失自主性；此時，**外匯干預與資本管制可顯著改善政策抵換(policy tradeoffs)的難題**，對於通膨預期制約不佳，以及對匯率與資本

流量較為敏感的經濟體而言，更是如此。



IMF 第一副執行長 Gita Gopinath (圖片來源：Euronews)

(三) 結論與啟示

1. 1970 年代末期起，IMF 對於資本管制的看法從支持轉為反對，資本帳自由化開始成為主流趨勢；**迨至 2008 年全球金融危機，IMF 才承認資本移動的效益被誇大，並發布「機構觀點」**，贊同資本管制在特定情況下是有效的政策工具，自此，IMF 言論均彰顯其轉向支持資本管制；**IMF 更於本年 3 年發布新指引，允許會員國對資本移動採預防性措施**。

⁹ Adrian, Tobias and Gita Gopinath(2020), "Toward an Integrated Policy Framework for Open Economies," *IMF Blog*, Jul. 13.

2. IMF 新指引備受關注，惟外界期盼新指引除充分反映研究證據，更能承認資本移動管理措施係政策工具箱不可或缺的永久性工具。不過，經濟學家卻深表失望，雖肯定 IMF 的努力，但認為新指引仍給予資本管制過多限制，有可能導致全球經濟更加不穩定¹⁰。
- (1) 諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 表示，資本流出管制措施的關鍵在於政策如何設計，以及遊戲規則是否明確且提前告示；以阿根廷於 2019 年所面臨的情況為例，IMF 實不該只考慮是否允許對資本流出進行管制，應透過更實際行動支持資本管制。
- (2) 波士頓大學教授 Kevin Gallagher 指出，新指引未能解決資本移動管理措施的多邊(multilateral)問題，例如，對資本釋出國之資本移動進行監管，以及應將 IMF「機構觀點」與其他貿易及投資協議進行協調。維吉尼亞大學教授 Anton Korinek 及聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)官員 Daniela Prates，亦提出類似看法。
3. 近年來，經濟學家的研究普遍發現，資本自由移動與浮動匯率的效益確實被誇大；尤其是，即使採浮動匯率亦無法獲得貨幣自主性，這是因為大國貨幣政策(例如 Fed 採行 QE)透過跨境資本移動外溢到其他國家，並且影響他國的貨幣與信用情勢，如以外匯干預與審慎政策因應外部衝擊，將可讓貨幣政策聚焦於處理國內物價壓力。再以美國 Fed 近期的升息行動觀之，若干新興市場經濟體央行亦不得不配合升息，可歸因於 Fed 升息，已引發全球資本移動的溢回效應(spillbacks)，導致新興市場經濟體匯價面臨龐大貶值壓力。
4. 本行向來重視短期國際資本移動對國內經濟金融穩定可能帶來的衝擊，除採取穩健外匯政策外；並審慎因應資本移動、對資本帳管理採相關的審慎措施。國際間對本行外匯政策與資本帳管理措施的表現，均給予極高評價。

¹⁰ Stiglitz, Joseph and Jonathan Ostry(2022), “The IMF Is Still Behind the Times on Capital Controls,” *Project Syndicate*, May 16; Bretton Woods Project(2022), “IMF Capital Control Review: a Missed Opportunity to Support a Just Recovery and Stability,” *Bretton Woods Project*, Apr. 6; Korinek, Anton, Prakash Loungani and Jonathan D. Ostry(2022), “The IMF’s Updated View on Capital Controls: Welcome Fixes but Major Rethinking is Still Needed,” *Brookings*, Apr. 18.

- (1)諾貝爾經濟學獎得主 Robert **Mundell**(2005)¹¹、已故著名經濟學家 Ronald I. **McKinnon**(2005)¹²，均肯定台灣所採行穩健的外匯政策，使台灣安度亞洲金融危機；**德國貝特曼基金會**(Bertelsmann Stiftung)亦二度於2016年2月、2018年3月指出¹³，**台灣央行**採行與經濟金融穩定的目標一致之**審慎外匯政策**，帶領台灣**安然度過全球金融危機**，以及其後危機蔓延、餘波盪漾的期間。
- (2)波士頓大學教授 Kevin **Gallagher** 與哥倫比亞大學教授 José Antonio **Ocampo**(2011)指出，以2009~2011年初就開始採行**資本帳管理措施**的新興國家而言，巴西、**台灣**及南韓這三個國家**最有成效**¹⁴
- (3)野村證券首席經濟學家**辜朝明**(2013)表示，**台灣央行**讓台灣自**1997年亞洲通貨危機中幾近全身而退**，對今日新興經濟體的啟示是，主管當局需要**有限制資本流入的勇氣**¹⁵。
- (4)此外，**聯合國發展計畫署**(UNDP)亞太中心主任 Ajay Chhibber(2010)¹⁶及**聯合國亞太經社委員會**(UNESCAP)(2011)¹⁷等，亦均**高度肯定台灣採行的資本帳管理措施**。另哈佛大學教授 Dani **Rodrik**(2010)則盛讚，**台灣管理資本移動的相關措施**相當**成功**，係因台灣有關當局具備**高度的行政管理能力**¹⁸。

¹¹ Mundell 於 2005 年 10 月應經濟部邀請來台發表演說，他於會後面對媒體提問時指出，亞洲貨幣應該緊釘美元，如台灣在亞洲金融危機時，新台幣匯價的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。見經濟日報(2005)，「孟岱爾：人民幣升 6%不傷中國經濟」，10 月 13 日。

¹² McKinnon, Ronald I.(2005), Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue, *MIT Press*, Jan..

¹³ Bertelsmann Stiftung(2016), Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016, Feb; Bertelsmann Stiftung(2018), Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2018, Mar..

¹⁴ Gallagher, Kevin and José Antonio Ocampo(2011), "The IMF's Welcome Rethink on Capital Controls," *guardian.co.uk*, Apr. 6.

¹⁵ Weisenthal, Joe(2013), "Richard Koo: Emerging Markets Are In For A 'Tumultuous New Era'," *Business Insider*, Aug. 27.

¹⁶ Yong, David(2010), "Taiwan Right in 'Jaw-Boning' to Cut Speculative Funds," *Bloomberg*, Jan. 20.

¹⁷ UNESCAP(2011), Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011, May 5.

¹⁸ Rodrik, Dani(2010), "The End of An Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11.