

三、美國貨幣政策對全球金融市場之影響

美國是當前全球經濟規模最大的國家，也是國際金融的中心，益以美元是主要國際準備貨幣⁵。因此美國貨幣政策本身就能構成全球因素，會加深風險性資產價格與全球資本移動對全球產生的負面影響力量。

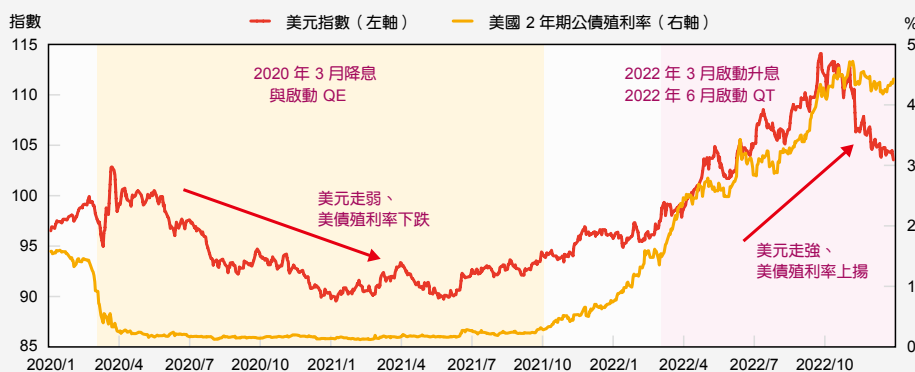
Rey (2013) 及 Miranda-Agrippino and Rey (2020) 的研究顯示⁶，美國實施貨幣寬鬆政策，美元對其他國家貨幣貶值，致他國面臨資本大量流入，股市大幅上揚（可能背離經濟基

本面）。當美國採取緊縮貨幣政策則導致全球金融機構去槓桿化以及各國金融情勢出現緊縮等問題，即使採取浮動匯率制度的國家亦無法避免。

例如，2020年3月美國實施貨幣寬鬆政策，美國公債殖利率下跌，美元對其他國家貨幣貶值，資金流向新興市場，風險性資產價格上揚；而2022年美國採取貨幣緊縮政策，則導致美國公債殖利率上揚及美元走強，資金自新興市場撤出，風險性資產價格下跌。

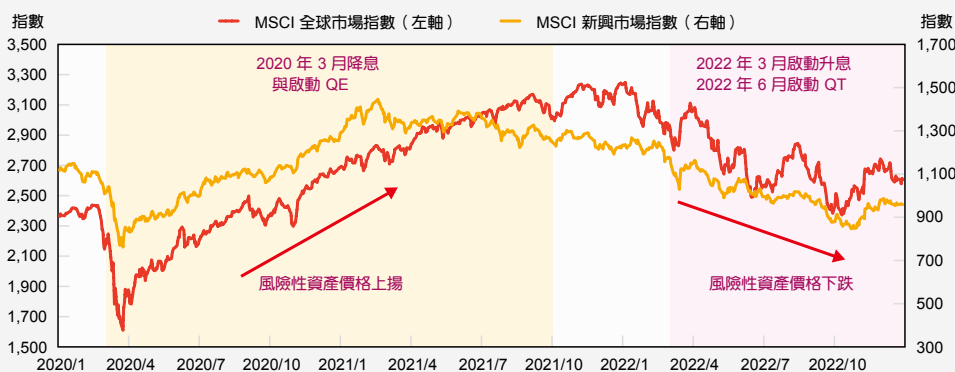
換言之，當國際美元走強時，全球金融循

美元指數與美國2年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

MSCI 全球及MSCI 新興市場指數



資料來源：Bloomberg。

⁵ 根據 IMF，美元在全球官方外匯存底的幣別比重近 60%，2022 年第 3 季為 59.8%；根據 BIS，2022 年美元在全球外匯交易量（foreign exchange turnover）中所占幣別比重更高達 88.5%。

⁶ Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the Jackson Hole Symposium, August; Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2020), "U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle," *Review of Economic Studies* 87-6, 2754-2776.

環呈現下降（即資本流量緊縮、資產價格下挫與去槓桿化等）；當國際美元走弱時，全球金融循環呈現上揚⁷。

四、全球金融循環下，小型開放經濟體面臨之政策挑戰及因應對策

全球金融循環對許多國家構成政策難題，尤其是跨國資本移動的急速湧入與突然退卻，會使得一國經濟金融出現暴漲暴跌的現象，對經濟金融穩定危害甚鉅，往往一國的外匯市場首當其衝，而出現「資本流入、本幣升值、本國資產價格狂飆」或「資本流出、本幣貶值、本國資產價格下挫」的循環現象，首應採取適當政策以確保外匯市場穩定。

國際美元走強會導致部分新興經濟體償還美元債務負擔加重，而利率大幅攀升恐造成經濟明顯放緩或甚至經濟衰退，故應密切留意外債部位較大之新興經濟體狀況。

Rey（2013）最早的建議乃是直接針對過

度的槓桿操作與信用成長的源頭，採取必要的行動，例如採取針對性的資本管制、以總體審慎措施限制信用成長等。2022 年 IMF 發布「回顧資本移動自由化與管理之機構觀點」（Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows），則更進一步認為為因應金融不穩定風險，可透過資本管理及總體審慎措施，在事前就採取預防性措施（preemptive measures）⁸。

全球金融循環議題凸顯高度開放的小型經濟體更易受國際因素所影響，對自身的貨幣政策效力構成極大限制，此與封閉經濟體系或開放程度較低的國家有所不同；因此，如何維持一定程度資本自由移動，又能使貨幣政策對國內經濟產生影響力，就必須與資本移動管理、外匯市場調節、總體審慎政策等多項措施搭配運用，以在國際經濟瞬息萬變的今天，隨時確保經濟金融穩定與發展。

⁷ Obstfeld, Maurice and Zhou, Haonan (2022), "The Global Dollar Cycle," paper presented at BPEA Conference Drafts, Sept.

⁸ 詳中央銀行（2020），「國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日，中央銀行。IMF 在 2012 年曾發表「對資本移動自由化與管理之機構觀點」（the Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View），認為在必要時可採資本移動管理，10 年後 IMF 又再度發表官方看法，以評述並補充 2012 年版的論點。