

# 國際貨幣國家應負起促進全球穩定的責任<sup>1</sup>

彭淮南

2008年，全球金融危機爆發，烏雲籠罩全球。這是1930年代經濟大蕭條以來，人類歷史上最嚴重的經濟金融危機。一年之後，又發生了歐洲債務危機，此後一直紛紛擾擾，全球金融局勢也隨之動盪不安。這五年以來，全球面對高度不確定的年代，不知伊於胡底。

為了拯救經濟，這些年來，先進國家十分仰賴極度寬鬆的貨幣政策，以拉抬股價、房地產市場與通膨預期，並間接使其貨幣貶值，希望能夠達成提昇有效需求、刺激經濟成長的目的。先進國家採取非傳統的貨幣政策，有其不得不爾的考慮，在危機期間防止了金融體系崩潰，也促使經濟活動能夠維持一定的水準。但先進國家也是主要國際貨幣的發行者，長期採取寬鬆的貨幣政策等同於不斷對外輸出貨幣，未必有助於全球經濟；而其龐大的外溢效果，卻會不斷地干擾全球金融市場。

首先，先進國家在全球經濟的重要性已不若以往，與新興經濟體景氣循環同步的程度也愈趨下降，代表貨幣政策的國際傳遞效果反而會對新興經濟體產生不利的影響。例如，若新興經濟體本就處於景氣過熱的階段，則先進國家的寬鬆措施就形同火上加油，更加威脅新興國家經濟金融的穩定。

另一方面，這些國家的貨幣政策經常透過對短期國際資本移動的影響，而對新興經濟體的金融市場造成衝擊，並扭曲匯率的真實價

---

<sup>1</sup> 本文為總裁應英國金融時報(Financial Times)集團轄下銀行家雜誌(The Banker)之邀請所撰寫的專文。

位，尤其是對台灣、新加坡與香港等這一類小型開放經濟體而言，其匯率在經濟與金融穩定扮演十分重要的角色，更容易受到國際資本移動的波及。

具體而言，自 1990 年後，外資在台灣股票市場與外匯市場扮演相當重要的角色。目前台灣約有 6,700 戶外資，進出金額占銀行間外匯交易的比率達 36%，絕大部分是由前 20 名的外資參與。2013 年 6 月底，外資持有國內股票、債券與其新台幣存款餘額，合計達 2,285 億美元，約相當於外匯存底的 56% 之多。短期國際資本移動已成為決定新台幣匯率的主要因素，在外匯市場進行資產幣別轉換交易的外資，經常受市場特定訊息影響，因而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易；這種因訊息不對稱與訊息不完備等而出現的群聚行為，經常導致外匯的需求與供給曲線不斷左右移動，進而產生匯率過度反應(overshooting)的現象，使其偏離經濟基本面應有的水準，而大量且進出頻繁的短期資金，也經常干擾國內經濟與金融穩定。

先進國家也喜歡透過公開口頭宣示以強化貨幣政策效果，首長對外的發言經常主導全球金融市場追逐風險(risk-on)/規避風險(risk-off)的投資情緒，金融資產價格也因而上下起伏。如果官員之間意見不一，更易形成雜音，進一步擴大市場波動，亞洲新興經濟體經常首當其衝。例如，2013 年 6 月全球股票市場下挫，導致 6 個亞洲新興經濟體資本流出規模達 143 億美元。7 月份台灣外匯市場外資匯入占銀行間交易比重，由 7 月 10 日的 22% 跳升至次日的 34%，其後數日一直維持高檔，並於 7 月 15 日達到 39%。這些情況都與先進國家首長對外發言有著密切的關聯。過度仰賴口頭操作，很容易在不同市場形成資產泡沫，最終會導致金融市場更大的波動，也波及其他國家，不可不慎。

先進國家貨幣政策對全球產生外溢效果的議題，在最近堪薩斯聯邦準備銀行所舉辦的經濟政策研討會中，也頗受重視，多位學者專家與央行首長在會中表示關切<sup>2</sup>。尤以倫敦大學教授 H       Rey 的論文顯示，核心國家的貨幣政策是造成全球金融循環的重要因素之一；全球循環會使得資本流入其他國家，產生資產價格泡沫與超額信用成長，而與經濟基本面脫節。在資本自由移動的情況下，不論是那一種匯率制度，貨幣政策的自主性都會因全球金融循環影響而受到限制，因此應管理資本移動<sup>3</sup>。

除了貨幣政策以外，先進國家政策不確定性也會造成外溢效果。2013 年 8 月 1 日，IMF 公布「2013 年外溢效果報告」(2013 Spillover Report—Analytical Underpinnings and Other Background)。在該份報告中，IMF 認為歐美國家所發生的事件，如 2011 年的債務上限爭論、2012 年的財政懸崖協商、2012 年歐洲危機紓困的公民投票爭議等，都帶來相當大的政策不確定性，除了影響這些國家的國內投資與產出之外，也會形成外溢效果，透過國際貿易與金融等管道，對其他國家造成影響。

2009 年 6 月美國總統歐巴馬針對全球金融危機表示，「不完備的金融監理，加上崇尚貪婪的文化以及複雜的金融商品過於泛濫，導致了過度冒險的行為，並引發了經濟危機。」<sup>4</sup> 股票市場資本主義 (stock market capitalism)，是否使得金融面的發展悖離了經濟基本面，而先進國家的貨幣政策是否進一步助長了此一趨勢，值得我們深思。

---

<sup>2</sup> 可參閱研討會網頁 <http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm?ft=jh082213>。

<sup>3</sup> Rey, H. (2013), "Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," Paper prepared for the *Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium*, August 13.

<sup>4</sup> Pulizzi, H. and D. Paletta (2009), "Obama Details Finance Overhaul," *The Wall Street Journal*, June 18.

天下沒有白吃的午餐。貨幣政策透過股票市場不斷進行短期刺激，難以提振經濟，也無助於全球金融穩定。從單一國家的角度來看，振興經濟應從基本面著手，強化金融監理、增進教育品質與提高生產力等，才能使得整體經濟發揮最大的潛能，走上永續經營之路。從全球經濟的角度來看，先進國家也是主要國際貨幣的發行者，在享有過度的特權(exorbitant privilege)之餘，也應體認其政策在金融市場上往往牽一髮而動全身，實應肩負起促進全球經濟金融穩定的責任，才能在此一基礎上，帶動全球經濟的穩健發展。