

潘志奇教授對國際金融的睿智見解—

印證全球金融危機後國際金融理論與實務的發展^{*}

彭淮南

105.11.18

今天很榮幸，能有機會參加「潘志奇教授紀念學術研討會」，也非常感謝主辦單位東吳大學國貿系的盛情邀約。個人由於公務繁忙，很少參加外界舉辦的各種會議，但當陳主任來電問我能否參加這場紀念研討會時，我立刻答應。秘書聽到了趕緊問我：「你有時間嗎？」我回答說：「再忙也要去！」因為這是對潘老師表達感激和懷念的難得機會。

於私，潘老師是我的恩師，他提攜後進，也擴展了我們的知識領域，使我們日後能夠將所學回饋社會；於公，他是傳統知識分子的典範，積極入世而不出仕（做官）。他在台銀經濟研究室任職期間，不斷引進經濟學新思潮，並先後在台大、中興、淡江與東吳等所大學作育英才，桃李滿天下。他也勤於筆耕，針對當時各種經濟金融問題，提出非常有意義、有價值的建

^{*} 彭總裁於本年 11 月 18 日參加東吳大學國際經營與貿易學系所舉辦「潘志奇教授紀念學術研討會」之演講詞。

言。在他所處的年代，物質條件並不好，但他始終甘之如飴；也因深厚的專業素養，曾獲得政府當局的賞識，邀請出任要職，卻謙辭未就，寧願以知識分子的熱情及其如椽之筆，提出許多寶貴的經濟金融改革建議，供政府參考。

潘老師在經濟學主要領域的涉獵，既深又廣。例如，他的著作《光復初期台灣通貨膨脹的分析》¹，內容充實完整，直到今天，仍然是研究台灣早期通貨膨脹問題必讀的巨作。不少人也認為，潘老師是傑出的貨幣銀行學者。的確，他在金融自由化的議題上花費很多心力，提出不少擲地有聲的文章；尤其注重自由化應有的先決條件，以做為逐步推動的基本原則，而不是為了自由化而自由化。

潘老師更是學養俱優的國際金融學者。他在 1977 年完成《國際貨幣基金體制—其成立、發展及崩潰》² 一書，成為中文世界瞭解國際貨幣基金(IMF)的權威著作。1980 年，潘老師將他從 1960 年代中期以後在報章雜誌發表的文章，彙集成為《國際貨幣問題》³ 上下兩冊專書，內容包括國際貨幣制度、匯率、黃金與主

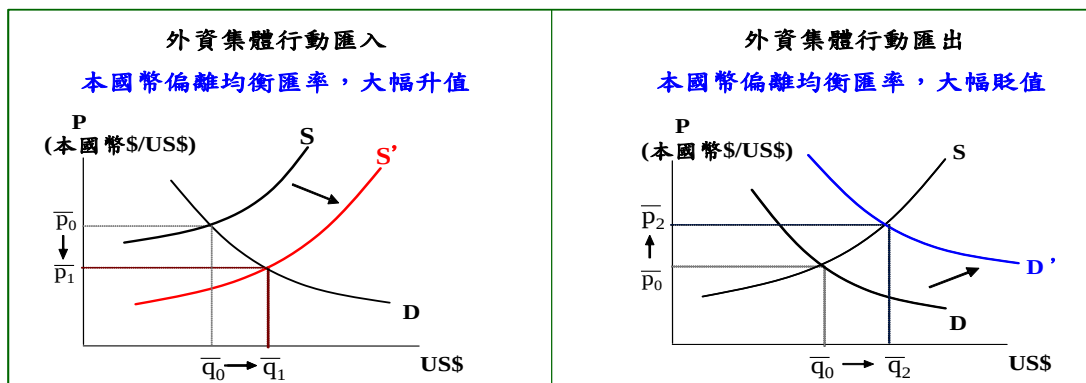
要國際貨幣等各個重要的國際金融問題，超過130篇，都是他長期研究的心血結晶；其中在匯率問題的意見與觀點上，就達20篇之多，僅次於對國際貨幣制度的論述。

或許有人會認為，這些文章距離現在時日已久，意義不大。其實不然。優秀的文章所蘊含的智慧珠璣，仍然可以給今天的我們許多寶貴的啟示；而潘老師對匯率制度與匯率政策問題的前瞻見解，就是其中一例。他的文章嚴謹細緻，結合理論、制度與實務，提出有意義的政策建議，不做空泛之論。很不幸，多年來，在若干先進國家與華爾街的刻意鼓吹下，讓不少人誤以為自由浮動匯率才是最好的制度；或者認為以經常帳平衡為原則所決定的匯率，才是最佳的作法，等等論點。今天難得有這個機會，在追思緬懷潘老師之餘，讓我有系統地說明台灣的匯率與匯率政策，從中也更能印證當年潘老師對匯率問題的睿智看法。

匯率就像是一把刀的兩面刃。出口廠商(如竹科電子業與台中工具機業者等)希望新台幣貶值，可增加其新台幣收益；進口商與消費者則期盼新台幣升值，能

以較便宜的新台幣價格買到進口品；但匯率不可能既升又貶，同時滿足兩方。面對這個情況，我們必須思考台灣經濟的特性，以做為匯率決策的參考。這可以從市場本質、對外貿易、短期資本移動和總體經濟等四個角度來分析。

先從市場本質來看。在一般的商品市場，供給與需求共同決定商品的價格；一旦市場價格偏離均衡價格，通常會透過供給量與需求量的調整，由市場力量引導至均衡價格。但在外匯市場中，進行資產幣別轉換交易的市場參與者，常受到市場特定訊息影響，而形成集體同為買方或賣方的現象，快速進行轉換交易。這種因動物本能(animal spirit)、不完全訊息(incomplete information)等所出現的群聚行為(herd behavior)，常導致匯率過度波動，偏離基本面，很容易使得整體經濟受到傷害。



外資集體行動匯入，外匯供給量增加($S \rightarrow S'$)，
本國幣升值($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_1$)

外資集體行動匯出，外匯需求量增加($D \rightarrow D'$)，
本國幣貶值($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_2$)

提到群聚行為，2005 年 7 月，土耳其東部有 1,500 多頭綿羊在懸崖邊吃草，其中一隻羊不知何故突然從 15 公尺高的懸崖跳下，接著其餘全部的綿羊也盲目跟進，紛紛跳下。外匯市場的群聚行為就相當類似於這種羊群現象。外匯市場常會因一、二人的舉動，讓許多人跟著大量買入或賣出，造成匯率的大起大落。

再從對外貿易的角度來看。台灣內需市場小，必須以全球為腹地，因此出口十分重要；另一方面，台灣的自然資源不足，必須從國外獲得資源，以生產國內消費品與出口產品，因此進口也不可忽視。我們每年有大量的出口，也有大量的進口；而且進口往往因出口的變動而變動，兩者關係十分密切。2015 年台灣

輸出入對 GDP 比率就高達 138.7%，正因為如此，匯率政策的拿捏更要格外慎重，不能率爾以升值或貶值為手段。

由於國人對外貿易絕大部分是以美元報價，原則上新台幣對美元匯率就不宜過度波動，否則匯率的不確定性就容易干擾各種經濟決策。McKinnon 在 1963 年就以「最適通貨區域」(Optimum Currency Areas)⁴一文主張，開放程度高的經濟體容易受到匯率波動的影響，牽一髮而動全身，因此主張這一類經濟體應採固定匯率(匯率穩定)；而開放程度低的經濟體比較不會受到匯率變動的影響，可採彈性匯率。不只是台灣，香港與新加坡的開放程度也非常高，也因此新加坡匯率波動程度不大，香港甚至採取聯繫匯率制度，使港幣釘住美元，相當符合 McKinnon 的主張。

外界也經常以平衡經常帳或貿易帳順差為由，要求新台幣升值。理論上，新台幣升值可以降低出口、增加進口。但就台灣的出口而言，國外所得彈性遠大於相對價格(含匯率)彈性，透過匯率調整，其實難以有效縮減貿易順差，卻會對經濟產生重大傷害。1985

年9月22日，日本簽訂廣場協定(Plaza Accord)後，日圓對美元長期大幅升值，是日後日本失落二十年的重要原因。這證明了匯率對一國經濟足以造成十分長遠的影響，不可不慎。

不僅如此，2013年，威斯康辛大學教授陳庚辛與哥倫比亞大學教授魏尚進(現為亞洲開發銀行首席經濟學家)兩位學者，在著名的經濟與統計評論期刊(The Review of Economics and Statistics, RES)聯合發表了一篇名為「當信仰碰上證據：彈性匯率制度更能促進經常帳的調整嗎？」(A Faith-based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?)⁵的學術論文。該文進行了大規模的跨國長期實證研究，其結果顯示，不論何種匯率制度，經常帳調整的速度都差不多。所謂彈性匯率可以加速調整的說法，其實是基於信仰(faith-based)，並沒有事實根據。

經常帳失衡的問題，不能只透過匯率調整。一國若有持續的貿易或經常帳順差，反映了國內儲蓄大於國內投資，而有超額儲蓄。近年來，台灣的超額儲蓄

擴大，在 2004~2008 年間，每年平均的超額儲蓄約新台幣 8,400 億元，到 2015 年已擴大到新台幣 2.5 兆元，其中企業超額儲蓄增加的情形最為明顯。正常的情況下，家庭部門是儲蓄者，透過直接與間接金融的中介管道，提供資金給企業部門投資，也就是企業應為主要的資金需求者。但從 2009 年以來，企業從資金需求者轉為淨儲蓄者，且金額龐大。在 2004~2008 年間，企業平均每年的儲蓄不足投資約為新台幣 1,800 億元，但到了 2014 年，企業的儲蓄反而超過投資達新台幣 6,130 億元，2009~2014 年企業超額儲蓄累計達新台幣 3.2 兆元。因此當務之急應該是消除不確定因素，以增進民間投資意願，並考慮推動可提高生產力的基礎建設，以及政府正準備積極推動的都更，才是正本清源的作法。

1971 年美國前財長 John Connally 雖然說過 "美元是我們的貨幣，但匯率是你們的問題"，但是國際收支失衡的調整，逆差國與順差國皆應共同承擔責任。

就美國的情況來說，2014 年美國前白宮經濟顧問委員會主席、現任哈佛大學教授 Martin Feldstein 以「停

止操縱匯率的辯論」(End the Currency Manipulation Debate)⁶ 為題，認為「美國會出現經常帳逆差是因為其國內儲蓄偏低」，而「既然美國採取非傳統貨幣政策使美元貶值，美國政府也沒有立場去批評其他國家操縱匯率」。

這一議題，潘老師早有觸及。他在 1979 年 10 月發表「當前國際貨幣問題」⁷ 時，就一針見血指出，「如果進行(國際收支)調整時，僅賴匯率的變動，而不另行採取適當的國內政策，則其效果則趨於緩慢」；換句話說，「匯率的變動僅為國際收支調整上的必要條件，而非充分條件，而總需要的調節，當更為重要。」短短數語，道盡國際收支調整的精髓，是在於各國的國內總需求，也就是投資與儲蓄政策。

再從短期資本移動的角度來看，當前全球每日外匯交易額已超過 5 兆美元，而全球每日貿易總額僅 1,700 億美元左右，只是交易額的 3.4% 而已。因此，當今絕大部分全球外匯交易其實與進出口貿易無關；而是市場參與者基於投資報酬率、匯率預期、風險意識等因素考慮下所不斷進行的國際資產選擇；因而不

斷引發短期國際資本四處流竄，各國外匯市場與金融市場也因而大幅波動。再以台灣、南韓、新加坡為例，雖然基本經濟情勢不同，但同樣受短期國際資本移動的影響，以致於新台幣、韓元及新加坡幣對美元的匯率亦步亦趨；而三者股價的走勢，也呈現九成左右的高度相關。可見短期資本移動的影響力，既深且廣。

新台幣與韓元對美元匯率



新台幣與星幣對美元匯率



資料來源：中央銀行、Bloomberg

若就台灣個別的情況而言，自 1990 年後，外資在台灣股票市場和外匯市場扮演相當重要的角色。2014~2016 年 10 月底，外資進出匯市金額相對於銀行間外匯交易的比率為 42.9%，大部分是由前 20 名的外資參與，占全體外資的 36.7%。從股票市場與存款市場的角度來看，今年 10 月底，外資投資股市部位占全體上市櫃公司市值的 32.6%，若再加計直接投資，則

占 39.3%。外資持有國內股票、債券與新台幣存款餘額，高達外匯存底的 73%。大量且頻繁進出的短期資金，常常干擾國內經濟及金融的穩定。尤其在全球各種主權基金、對沖基金規模日益龐大且影響力逐漸擴大的今天，外資不斷流進流出，對外匯市場造成極大的壓力。因此，無論從全球或從台灣的角度，外匯交易都是一股相當龐大的力量。尤其台灣就像汪洋中的一葉扁舟，稍有不慎，一個巨浪就會造成相當大的衝擊，而這也是央行一向對匯率問題十分慎重的原因之一。

潘老師在 1969 年 10 月發表的「國際貨幣的匯率伸縮性問題」⁸ 文章中，就已經提出類似的看法。他提到浮動匯率「必然增加國際間貿易及資本移動的不安定，並引發大規模的外匯投機」。潘老師此一先見之明，既出現在 Milton Friedman 不斷地鼓吹浮動匯率之時，也發生在主要國家在 1970 年代初期採取浮動匯率之前。如果不是學養深厚，不可能在近 50 年前就能夠提出這麼精準的看法。後來在 1974 年 8 月，潘老師再度著文「論浮動匯率」⁹，認為浮動匯率制度所能帶來的

利益，恐怕只限於已開發國家，而「開發中國家是否能獲得此等利益，十分可疑」，再次證明了潘老師的真知灼見。

最後，從總體經濟的角度來看匯率問題。在國際金融的領域中，有個不可能的三位一體(the Impossible Trinity)原則：匯率穩定、資本自由移動與貨幣自主性(monetary autonomy)，三個都是重要的目標，但無法同時達成。這裏的貨幣自主性，係指一國能夠採取貨幣政策以達成國內經濟目標的能力。根據這個原則，在資本自由移動下，若想達成貨幣自主性，應該採取浮動匯率。

很不幸，這個觀點是個迷思。2013 年國際金融新銳學者 Hélène Rey 發表學術文章「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)¹⁰，從其跨國實證發現，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，以致貨幣自主性難以達成。因此，

與其說是不可能的三位一體原則，不如說是全球金融循環與貨幣自主性之間無法調和的兩難(irreconcilable duo);而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，以及限制金融機構的槓桿操作等。

其後在 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。他在「彈性匯率下貨幣政策自主性的幻覺」(The Illusion of Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates)¹¹一文中，認為主要國家的央行政策會感染各國經濟，即使採取浮動匯率制度，也無法確保貨幣政策的自主性。簡單講，沒有一個匯率制度可使貨幣政策具有自主性。

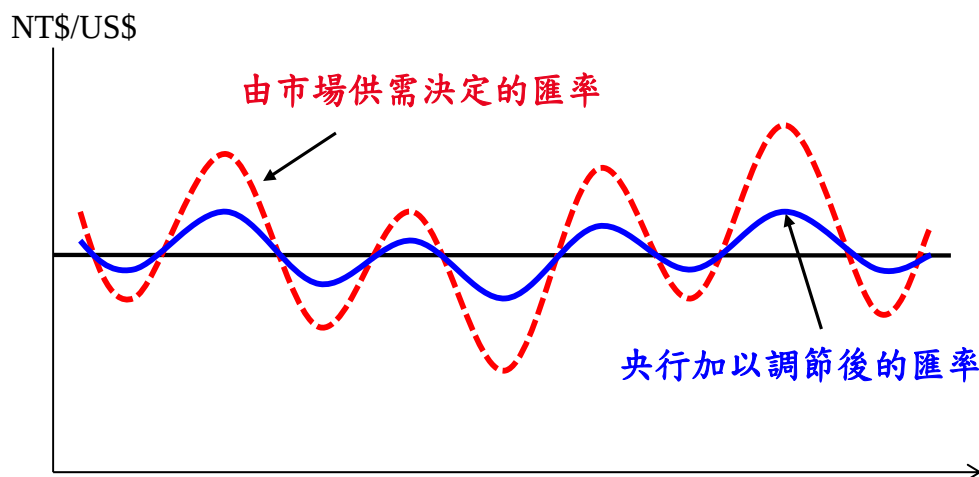
因此，在市場本質、對外貿易、短期資本移動與總體經濟等多種因素的考量下，我們選擇採取管理浮動匯率制度。這個制度介於固定匯率與自由浮動匯率之間；既避免固定匯率制度下無法適時因應國內外經濟金融環境變動的缺點，又不會一如自由浮動匯率制度下，經常產生匯率過度波動而有礙經濟的正常運作。

在這個制度下，原則上新台幣匯率由外匯市場供需決定，但若有不規則或季節性因素，導致匯率過度波動與失序變化，央行會維持外匯市場秩序。過去我們一直對外宣示此一原則，目的就是希望大家能瞭解央行對匯率的態度以及背後的涵義。

若與潘老師的論點對照，我們對匯率的看法若合符節。他反對浮動匯率，但也不主張採取固定匯率。早在 1968 年 11 月，他寫的「變動匯率制的論爭」¹³，文中就已經很明確地指出，浮動匯率與固定匯率皆有其優缺點。他進一步在 1976 年 10 月發表「浮動匯率與市場干預」¹⁴一文，主張管理浮動匯率；認為「在並無實質的經濟原因，匯率過分波動時，各該國家的外匯當局即干預市場，買進或拋售外匯，使本國通貨的匯率，不致過度上漲或下跌 …」。這些立論至今仍然鏗鏘有力，也是我們一向的態度：透過管理浮動匯率制度，維持匯率的動態穩定；既非僵固不變，也不任由其如脫韁野馬。歐洲總體經濟與國際金融大師 De Grauwe 也在 2006 年的《行為金融架構中的匯率》(The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework)¹⁵一

書中指出，以逆風操作(leaning against the wind)的方式調節匯率，能夠有效消除匯率的暴漲暴跌，反而能使外匯市場更有效率。

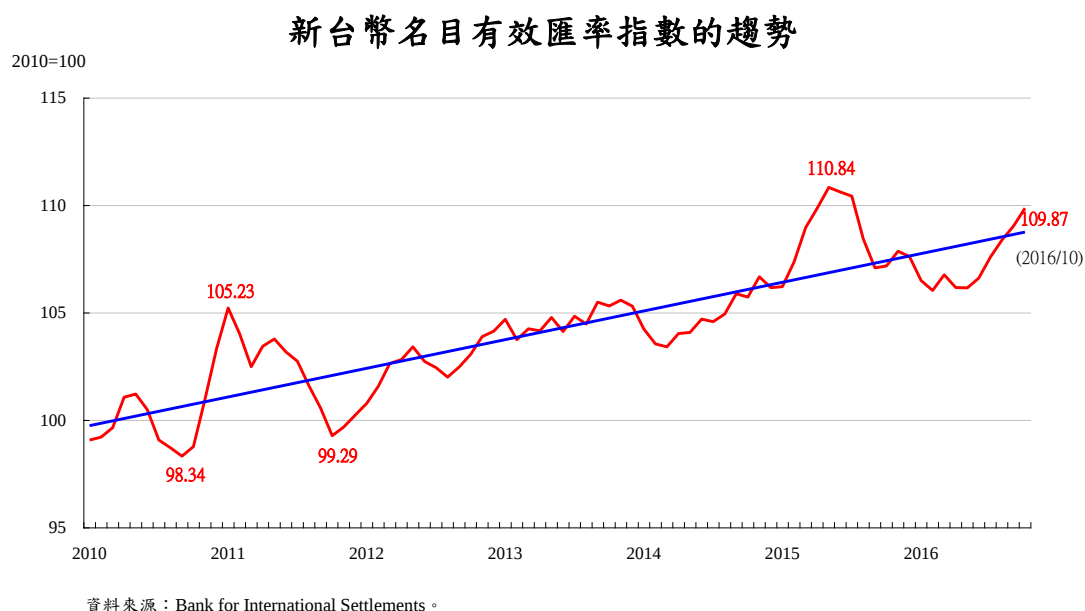
外匯市場的調節 (leaning against the wind)



觀察匯率走勢的重要指標是新台幣名目有效匯率指數，這是因為台灣的貿易夥伴國不僅限於美、日等一、兩個國家，而該指標可用以觀察新台幣對一籃子貨幣名目價值變動的情況。

也有某些人士認為，央行為了要促進出口，而採行「阻升不阻貶」的匯率政策，但真實的情況跟他們的看法不符。根據國際清算銀行(BIS)的資料，2010年1月新台幣名目有效匯率指數為 99.08，至 2016 年

10 月已上升到 109.87，整段期間也呈上升趨勢，與阻升不阻貶的看法剛好相反。



潘老師不只具備豐富的學識，為我們提點迷津，授業解惑，更有十分謙沖的人格，或許這才是最令人尊敬的地方。過去我常向潘老師請益，他都很熱心的指導我，使我受益良多。每次我告辭離開，他都堅持送我到門口。當我走到台銀宿舍長巷盡頭轉彎時，再回頭，常看到他還是站在門口向我揮手。直到現在，當我閉上眼睛，這幕情景常浮現在我的腦海裡。

哲人日已遠，典型在夙昔。今天我們共聚一堂，一起緬懷潘老師。雖然他已於 4 年前以 98 歲的高齡辭

世，相信在座的各位先進，一定跟我一樣，如沐春風，
感覺到他仍然帶著溫暖、慈祥的微笑，時時關心著我
們；也一定會在各方面兢兢業業，希望不會辜負他老
人家當年的教導和呵護。

感謝主辦單位能夠為潘老師安排這一場溫馨的紀
念研討會；最後，祝大家身體健康、萬事如意。謝謝
大家！

註釋

1. 潘志奇(1980)，光復初期台灣通貨膨脹的分析(民國三十四年至四十一年)，台北聯經出版公司，民國 69 年。
2. 潘志奇(1977)，國際貨幣基金體制—其成立、發展及崩潰，行政院經濟設計委員會，民國 66 年。
3. 潘志奇(1980)，國際貨幣問題，台灣銀行經濟研究室，民國 69 年。
4. McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, 53-4, 717-725.
5. Chinn, M. D. and S. Wei (2013), "A Faith-Based Initiative Meets the Evidence: Does a Flexible Exchange Rate Regime Really Facilitate Current Account Adjustment?" *Review of Economic and Statistics*, 95-1, 168-184.
6. Feldstein, M. (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *The Financial Times*, May 15.
7. 潘志奇(1979)，「當前國際貨幣問題」，中國時報，民國 68 年 10 月 2 日。
8. 潘志奇(1969)，「國際貨幣的匯率伸縮性問題」，經濟日報，民國 58 年 10 月 1 日。
9. 潘志奇(1974)，「論浮動匯率」，中國時報，民國 63 年 8 月 11 日。
10. Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the *Jackson Hole Symposium*, August.
11. Edwards, S. (2015), "The Illusion of Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates," *VOX*, February 4.

12. Meltzer, A. (2016), “The Power and Independence of the Federal Reserve,” *The American Enterprise Institute*, May 11.
13. 潘志奇(1968),「變動匯率制的論爭」, 經濟日報, 民國 57 年 11 月 3 日。
14. 潘志奇(1976),「浮動匯率與市場干預」, 經濟日報, 民國 65 年 10 月 15 日。
15. De Grauwe, P. and M. Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press.