

## 第十三章 金融危機與國際貨幣制度之檢討

彭德明

### 壹、前言

2006下半年起，美國次級房貸(subprime mortgage)問題逐漸浮現，牽動其國內的金融市場與銀行體系，並造成國際金融市場動盪不安，終至演變為全球金融危機，並引發自1930年代美國經濟大蕭條以來最嚴重的全球經濟大衰退。

自全球金融危機爆發以來，國內外許多有關的討論文獻集中在美國金融監理嚴重疏失，以及利率太低且期間太長等方向，並擴及跨國金融監理問題，也提出許多相當寶貴的政策建議。但本次危機也有其國際根源，而且其重要性並不亞於英、美等國國內本身的因素，值得我們多加重視。

首先，在美國房屋市場蓬勃期間，鉅額的國際資本不斷地湧入美國金融市場，使資金供給大增，在市場參與者風險胃口擴大且既有投資工具有限的情況下，乃給予投資銀行等金融機構極大的誘因，蒐購房貸債權並持續推出各種與美國次級房貸有關的結構型金融商品<sup>註1</sup>，以滿足源源不絕的需求，而投資者在訊息不對稱的情況下，追逐表面上信用評等佳、高報酬率，但實際上風險卻很高的金融商品。設若沒有鉅額國際資本流入的情況，美國次級房貸危機所形成的風暴，當不致於如此既深且廣。

但鉅額國際資本流入美國的現象與全球不平衡、國際資本移動、國際金融美元本位制等問題息息相關。從較為寬廣的角度觀察，金融全球化

使得先進工業化國家的貿易逆差長期化。全球不平衡一直擴大，先進國家透過日益發達的全球金融市場不斷融通其經常帳逆差，也就是此一不平衡透過國際資本移動彌補。但國際資本移動不但擴大各國匯率的波動幅度，也衝擊各國的經濟金融，對單一國家而言，產生了貨幣政策自主性與匯率制度抉擇的問題，對整個國際社會而言，新興經濟體基於預防性動機的考慮，乃不斷累積美元資產，復因國際美元既為國家主權貨幣又為最重要的國際貨幣，致潛藏了促使國際金融秩序不穩定的因子，而形成了國際貨幣制度的問題。本次全球危機如果只側重於若干先進國家的國內因素，只能解決一半的問題，而使得另一半的問題隱而不彰，不久之後仍將再度浮現。

最近，聯合國貿易暨發展委員會(United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD)與Joseph Stiglitz所領導的聯合國國際貨幣與金融制度改革專家委員會(Commission of Experts of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System，以下簡稱Stiglitz 委員會)皆從改革國際貨幣金融制度的角度出發，分別提出2009年度報告專章與研究報告(United Nations, 2009b, 2009c)，其重點即在於探討限制國際資本移動、重建國際貨幣制度、推動國際政策協調與擴大區域經濟金融合作等，顯示已有重要國際組織十分

重視這些議題。

本文目的為循著上述的思考路線，討論全球金融危機的國際因素，並及於國際貨幣金融制度改革之議題。以下全文共分七節，第貳節討論國際資本移動與全球不平衡的問題；第參節探討國際資本移動與經濟金融穩定；第肆節討論國際美元問題及其可能的改革方向；第伍節討論區域經

濟金融整合問題，特別是建立亞元區的重要性；第陸節討論國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)的改革與國際政策協調；第柒節為結論，將本文的探討做一彙總。本文另包含五個專題，分別為國際貨幣與國際準備貨幣、特別提款權、歐洲經濟暨貨幣同盟(歐元區)的三階段、IMF的融資改革與IMF的治理改革。

## 貳、國際資本移動與全球不平衡

### 一、國際收支帳的角度

全球資本移動的變化，推動了美國的資產市場蓬勃發展。表13-1為2000年以來美國經常帳餘額與外人金融投資，可視為最簡化的美國國際收支平衡表。根據該表第2列，美國呈現經常帳逆差，且除了2001年以外，各年經常帳逆差不斷擴大，2006年近8,000億美元。美國年年出現龐大的經常帳逆差，代表其不斷向外借款，以大量的海外資金融通其經常帳逆差，也就是鉅額的國際資本流入現象。2000年外人持有美國金融資產增加9,543億元，2004至2007年每年增加金額皆超過1兆美元。相對而言，外人對美國的負債雖有增加，惟規模較小，以致於每年外人在美金融投資淨額的規模仍相當龐大，尤以2006年為最，淨額

達8,352億美元之多<sup>註2</sup>。

表13-1係從流量的角度觀察，我們另可從存量的角度觀察。表13-2為外人持有美國金融資產餘額，根據該表，2000年外人持有美國金融資產為6.8兆美元，由於前述海外資金不斷湧入，其規模也愈來愈大，2006與2007年分別累計達到14兆與16兆美元之多。

至於外人持有美國金融資產的種類，根據表13-2，以美國政府債券、政府機構債券、公司債、公司股權證券與外人直接投資為最大宗，各年約占全部外人持有美國金融資產總額的75%上下，其中與房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, MBS)有關的金融資產，為數不少。

表13-1 美國經常帳餘額與外人金融投資

單位：億美元、%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
經常帳餘額	-4104	-3916	-4516	-5161	-6246	-7405	-7984	-7247	-7072
外人持有美國金融資產增加	9543	6577	7686	8171	14040	10760	18351	17575	6200
外人對美國負債增加	4776	2455	2695	2877	8703	3639	10299	10958	1139
外人金融投資淨額	4767	4122	4991	5294	5337	7121	8052	6617	5061
個人儲蓄率	2.9	2.7	3.5	3.5	3.4	1.4	2.4	1.7	2.7

資料來源：根據Table F107 of the Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System與Table 2.1 of National Income and Product Accounts, Bureau of Economic Analysis編製。

表13-2 外人持有美國金融資產餘額

單位：兆美元、%

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
外人持有美國金融資產	6.8	7.3	7.8	8.8	10.5	11.5	14.0	16.1	15.1
增加額*	0.8	0.5	0.5	1.0	1.7	1.0	2.5	2.1	-1.0
年增率**	13.0	7.1	6.6	12.8	19.7	9.4	21.2	14.9	-5.9
美國政府債券	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8	2.0	2.1	2.4	3.2
政府機構債券	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.3	1.6	1.4
公司債	0.8	1.0	1.1	1.3	1.6	1.8	2.3	2.7	2.5
公司股權證券	1.4	1.4	1.2	1.5	1.9	2.0	2.4	2.8	1.8
外人直接投資	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	1.9	2.2	2.5	2.6
前5大資產合計	4.9	5.5	5.7	6.7	7.9	8.7	10.3	12.0	11.5
比重**	72.1	75.3	73.1	76.1	75.2	75.7	73.6	74.5	76.2

資料來源：根據Table L107 of the Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System編製。

\* 存量係以市價表達，致其變動包括當期流量的增減、價格(市價及匯率)的變動，以及制度變遷所造成的數量變動。

\*\* 年增率與比重數值皆根據原資金流量表資料以億美元為單位計算。

無論從流量或存量的角度觀察，在美國房屋市場蓬勃期間，特別是2004至2006年，雖然美國聯邦準備理事會(Federal Reserve System, Fed)連續17次提高聯邦資金利率共4.25個百分點，以抑制過熱的經濟，但鉅額的國際資本仍不斷湧入美國金融市場，使資金供給大增，並使資產價格不斷膨脹。在市場參與者風險胃口擴大且既有投資工具有限的情況下，乃給予投資銀行等金融機構極大的誘因，大肆蒐購房貸債權並持續推出各種與美國次級房貸有關的結構型金融商品；而投資者在訊息不對稱的情況下，追逐表面上信用評等佳、高報酬率，實際上風險很高的金融商品。設若沒有鉅額國際資本流入，則美國次級房貸危機所形成的風暴，當不致於如此既深且廣。

## 二、國民所得會計帳的角度

前述分析係根據國際收支帳的基本原則，若從國民所得會計帳的角度觀察，一國經常帳的順逆差反映該國消費與投資過低或過高。就美國的情形，美國持續性經常帳逆差反映了美國的消

費或投資過高。2000至2004年，其個人儲蓄率在2.7%至3.5%之間，已屬偏低，而2005至2007年則降低至1.4%與2.4%之間，2005年曾達到1.4%的低點(表13-1第6列)。另一方面，中國大陸等新興經濟體的經常帳順差則代表該等國家消費或投資不足，多餘的產出透過國際貿易出口至歐美等先進國家，因此全球不平衡代表兩個互為表裏的意義：

- 歐美等先進國家出現持續性的經常帳逆差，而新興經濟體則為經常帳順差。
- 歐美等先進國家的消費或投資過高，而新興經濟體則為消費或投資不足。

若從個別國家經濟政策的角度，消費或投資過高的國家應採取支出減少政策，以鼓勵儲蓄並削減政府支出，而消費或投資不足的國家則應該促進消費、增加政府支出，以矯正不平衡的現象。但在美國房市蓬勃期間，美國民間處於榮景可一直持續的幻象當中，咸認房地產等資產價格會不斷上升，可透過借貸融通消費，而資產市場

空前的榮景也導致美國政府未能面對問題。另一方面，新興經濟體的每人所得較低且儲蓄意願很高，從跨時多期選擇的觀點來看，也就是犧牲目前的消費以提昇未來的消費。Bernanke (2005)認為全球儲蓄過剩(global saving glut)是主因，而新興經濟體則扮演了貸款國家的角色，持續融通了美國的經常帳逆差。

Obstfeld and Rogoff (2009)認為，全球金融危機與全球不平衡兩者皆根源自許多國家(包括美國)的經濟政策，以及這些政策透過金融市場所造成的影響。美國以寬鬆的貨幣政策降低利率，向國外借取便宜的資金融通其總體不平衡，卻忽視了應有的政策措施以矯正不平衡；另一方面，中國大陸等新興經濟體藉由低估其貨幣幣值，累積了鉅額的外匯存底，也規避了以政策調整解決本身的不平衡問題。如果沒有這些因素的影響，本次金融危機的傷害將會大大地降低。

Obstfeld and Rogoff的分析主要強調個別國家經濟政策調整的重要性，有其意義與正確性。但若從較長遠的期間與較寬廣的全球角度觀察，1990年代起的高科技革命與金融全球化，使得先進工業化國家的貿易逆差長期化，得以透過日益發達的全球金融市場不斷融通其貿易逆差，形成富裕國家反而從較為落後但儲蓄率高的新興經濟體借款融通的現象，而持續流入美國的國際資金也壓低了長期利率。美國Fed雖自2004年6月起改變貨幣政策立場，持續調升聯邦資金利率，但原有長短期利率的期限結構關係已發生變化，短期

政策利率不斷調升，而長期利率仍然偏低，致使房地產價格持續上漲，國際資本仍持續流入，2004至2006年經常帳逆差及資本大量流入不斷擴大(表13-1)。

國際資本移動的規模與速度因全球不平衡與金融全球化而加大加快，不但擴大匯率的波動幅度，也對各國的經濟金融產生衝擊，1997-98年的亞洲金融危機即因此而產生。對單一國家而言，國際資本移動產生貨幣政策自主性與匯率制度抉擇的問題；對國際社會而言，新興經濟體基於預防性動機的考慮，乃不斷地累積美元資產，形成國際準備中美元所占比重偏高的問題，復因國際美元既為國家主權貨幣，又為最重要的國際貨幣，致潛藏了促使國際金融秩序不穩定的因子，而形成了國際貨幣制度的問題。

全球不平衡的問題並未因全球金融危機發生而自動解決。Obstfeld and Rogoff認為，由於美國公共部門赤字日增，勢將持續仰賴國外資金融通；但投資者對美元的信心不可能一直維持下去，一旦美國的財政問題到達了一個臨界點，可能產生自我實現的融資危機與通貨危機。其次，以往美元匯率與資產價格的動向，對美國有利，但此一形勢已反轉，如果此一趨勢持續，投資者會降低持有美債且各國政府也將分散其外匯準備。再者，未來中國大陸仍會有鉅額的貿易順差，將持續壓低全球利率，而各國政府為因應全球危機，也持續採取低利率政策，這種情形將產生新的泡沫。

## 參、國際資本移動與經濟金融穩定

### 一、資本移動、貨幣政策自主性與匯率制度

自1990年代以來，隨著科技進步，金融全球化的進展十分迅速，最顯著的特徵為國際資本快速移動，因此不僅是紐約、倫敦等國際金融中心，即使是走向金融全球化的國家，由於資本管制解除，其外匯市場的交易量也逐年擴大。根據國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)三年一次的全球外匯統計，2007年4月全球即期、遠期外匯與換匯交易的每日平均交易總值超過3兆美元，其中即期交易部分超過1兆美元。若以一年250個營業日計算，則規模分別為750兆與250兆美元。

國際資本快速移動不利於匯率的穩定，並牽動國內金融市場價格以及貨幣總計數的波動，一旦發生大規模的金融逆轉，極易造成經濟金融危機，並波及其他國家。國際資本快速移動也對各國中央銀行貨幣政策的執行形成挑戰，使得匯率穩定、資本的自由移動與中央銀行貨幣政策的自主性三者無法同時達成，這是國際經濟學上有名的「不可能的三位一體」(impossible trinity)定理

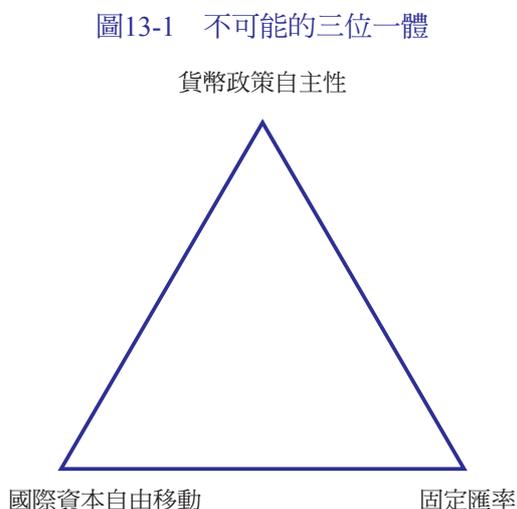
(圖13-1)。

圖13-1三角形的三個端點分別為貨幣政策自主性、國際資本自由移動與固定匯率。根據該圖，如果中央銀行想獲得充分的貨幣政策自主性並維持匯率固定，則必須完全限制國際資本的自由移動，否則資本的自由流入與流出，會迫使央行進行沖銷操作以隔絕對國內經濟金融的負面影響。如果一國既希望國際資本完全移動，又希望維持固定匯率，則中央銀行將完全喪失貨幣政策自主性，香港的聯繫匯率制度即為一例，美國Fed宣布升息或降息，隔日香港貨幣管理局也必須同步跟進。簡言之，此三個目標無法同時達成，如欲完全達成其中兩者，則第三個目標必須捨棄。

面對此一三難局面，如果一個國家欲適時採取措施以穩定國內經濟金融，則最佳的作法係對國際資本移動做若干程度的限制，並採取管理浮動匯率制度，避免匯率過度的波動，以保有若干程度的貨幣政策自主性，也就是使得一國中央銀行能夠有足夠的政策工具，促進經濟金融穩定。從這個角度來看，限制國際資本移動，尤其是短期投機性的國際資本，有其必要，而由於國際資本快速移動往往是造成經濟金融失序的根源之一，UNCTAD乃在2009年的年度報告中，主張應對外匯交易課稅，或採取各種資本管制措施，以限制國際資本移動。以下茲以資本管制措施與托賓稅分別敘述。

### 二、資本管制措施

資本管制措施可控制資本的流入或流出。反對資本管制措施者，一般是以管制措施扭曲市場機制，並造成無效率的資源分配為主要論點，但



就總體經濟的角度，資本管制對整個經濟金融體系設下第一道防線，可減輕其他總體經濟政策的負擔，即使不是治本，也是相當有效的治標方法。以下根據Kawai and Takagi (2008)與Lopez-Mejia (1999)等討論資本管制措施。

資本流入管制措施大致上可分為數量管制與稅負課徵等兩類方式。前者是以數量限制的方式，降低資本的流入量，包括限制銀行國外負債與限制本國居民將本國證券售予外國投資者，而後者則是根據交易額課稅，或者是針對外幣存款、國外負債或資本流入等提存準備金，是一種無息的準備金(unremunerated reserve requirements)。以往智利與哥倫比亞曾採取提存存款準備金的方式，以限制資本流入，這一類的資本管制屬於以交易為基礎的資本管制(transaction-based capital controls)。托賓稅(Tobin Tax)也是以對交易課稅方式，限制國際資本流入，將於下一小節說明。

不過，隨著資本管制的時間拉長，成為永久性的政策後，資本管制的有效性也隨之削弱，這是因為各經濟單位終究可以找到逃避管制的方法。比較好的方法為審慎監理，並針對金融機構與大型企業為之。另外一種方法為以投資者為基礎的資本管制(investor-based capital controls)，例如建立外國專業投資機構(Qualified Foreign Institutional Investor, QFII)制度，此一制度使得有關當局能夠針對投資者管理資本流入，效果較佳。

放寬資本流出也是一個政策選項，透過資本流出放寬，可降低對外投資的交易成本，相對上即提高國外資產的報酬率，促進本國人民持有國外資產的意願，藉以紓解國外資本流入對國內經濟金融穩定造成的壓力。但這種透過資本流出放

寬以紓緩資本內流壓力的政策效果，須視國內外資產報酬率結構的改變幅度而定。放寬資本流出固然可降低交易成本，但若本國人民對本國幣有強烈的升值預期心理，則放寬資本流出的效果將十分有限。

在有資本流入且國內貨幣與信用過度擴張的情況下，貨幣當局可允許本國匯率具有較高的浮動性，以較大的步伐引導本國幣升值，使市場參與者產生不確定性，以打擊高度投機性的短期資本移動。但允許匯率有較高的浮動性，會產生較大的匯兌風險，也對貿易部門的發展較為不利，因此為了兼顧較低的匯兌風險與紓解資本流入的壓力，新興經濟體較佳的選擇為採取管理浮動匯率。

### 三、托賓稅

托賓稅係指全球對即期外匯交易課稅，為已故諾貝爾經濟學獎得主托賓(James Tobin)教授於1972年所提出。托賓認為國際貨幣制度的根本問題，在於過度的國際金融資本移動，因此主張對即期外匯交易課徵各國同意的單一稅，以打擊外匯投機，促進貨幣政策的自主性。托賓稅有時候也稱為全球外匯交易稅(global currency transaction tax)，而由於此一賦稅觀念是由托賓提出，因此一般稱之為托賓稅。

雖然托賓稅的觀念於近40年前即已提出，但有25年的時間並沒有受到應有的重視。一直到1997-98年亞洲金融危機爆發後，驚覺短期國際資本移動會對一國的經濟金融產生重大衝擊，托賓稅乃受到世人重視，而在2007-08年全球金融危機發生後，更成為國際間經常討論的議題。

2009年8月，英國金融監理局(Financial Services Authority, FSA)主席Adair Turner於接受英國展望雜誌(Prospect Magazine)訪問中指出，FSA

應提高資本適足率以消除金融部門的過當行為與超額利潤，而對全球金融交易課稅，也可以做為政策選項。隨後，德國財政部長Steinbrück於9月10日主張對全球金融交易課稅，並提出較為明確的政策內容：銀行、保險公司與投資基金應對金融交易支付0.005%的金融交易稅。9月22日，法國總統Nicolas Sarkozy與英國首相Gordon Brown於G20高峰會前相繼表示，應引進全球稅以限制金融部門的風險行為。

英、法、德等國相繼提出相似主張後，國外新聞媒體視之為托賓稅。嚴格而言，近期三國的主張與托賓稅的觀念有所差異。該等國家有關全球金融交易稅的主張，為包含所有的金融交易，不僅限於外匯交易。雖然如此，托賓稅與全球金融交易稅兩者在觀念上有相通之處，都是以抑制高風險行為為目的。另一方面，巴西於2009年10月20日起，針對購買巴西當地債券及股票的外資課稅2%，此一稅制即為托賓稅的觀念<sup>註3</sup>。

理論上，托賓稅具有下列優點：降低外匯交易的投機操作，使市場參與者能夠根據經濟基本

面與經濟金融政策進行交易決策，且較直接進行數量管制的資本管制措施為佳；托賓稅為對全球外匯交易課稅，須經過國際協調，若國際金融組織，如IMF與世界銀行，能將之做為其政策工具的一環，全球實施，將有助於增進市場效率以及全球金融穩定。若托賓稅得以實施，全球將可擁有一筆數量龐大的基金，可共同因應全球性的經濟或金融危機。

托賓稅也有其缺點，根據Spahn(1996)，主要並非觀念上正確與否，而是可行性的問題，包括稅基的建立、可課稅交易的認定、稅率的設定、稅收利益的分配等。為避免托賓稅可能具有的缺點，Spahn(1996)主張雙軌制托賓稅(two-tier Tobin tax)，首先設定匯率可自由浮動的區間，在此範圍內不予課稅或僅課徵極低的稅率，而一旦匯率的變動超越原定區間，則根據實際匯率與匯率區間上限(或下限)之間的差距，予以課徵高稅率的托賓稅。透過此一稅制機制，使得實際的匯率水準得以保持在匯率區間之內，達成外匯市場穩定，並遏止短期國際資本移動。

## 肆、國際美元與國際貨幣制度

戰後的國際貨幣制度本質上是美元本位制度，也就是美元為主要的國際貨幣。至於形成此一情勢的制度因素，可追溯至布列敦森林制度(Bretton Woods System)的成立。該制度將國際貨幣秩序建立於以美元為基礎的固定匯率制度上，也就是每盎司黃金固定在35美元，並承諾實踐美元與黃金之間的兌換比率，以建立各國貨幣之間的兌換，成為美元日後成為全球最主要國際貨幣的制度因素<sup>註4</sup>。

表13-3為全球外匯存底幣別比重，根據該

表，各國政府外匯存底比重最大的為美元資產，其次為歐元。不過，長期間美元雖保持優勢地位，但其影響力似逐漸下降。全球官方外匯存底以美元資產持有的比重，自2001年底的71.5%，逐步下降為2008年底的64.1%，至2009年第2季底再降為62.8%。

### 一、國際美元的問題

美元本位制度潛藏著十分嚴重的問題：

#### (一) 國際金融秩序具潛在的不穩定性

隨著全球經濟擴張，對美元流動性與美元資

表13-3 全球外匯存底幣別比重

單位：%

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 II
美元	71.5	67.1	65.9	66.0	66.9	65.5	64.1	64.1	62.8
歐元	19.2	23.8	25.2	24.8	24.1	25.1	26.3	26.5	27.5
英鎊	2.7	2.8	2.8	3.4	3.6	4.4	4.7	4.1	4.3
日圓	5.1	4.4	3.9	3.8	3.6	3.1	2.9	3.1	3.1
瑞士法郎	0.4	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
其他	1.1	1.3	1.9	1.7	1.6	1.6	1.8	2.0	2.1

資料來源：根據Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves Database, International Monetary Fund編算。

產的需求也隨之增高。若美國長期保持經常帳逆差，並以發行美元債務融通，固可滿足全球流動性的需求，但終將引發對美元的信心危機，而若美國欲維持收支平衡，則全球流動性必將不足，因此以美元為主的國際貨幣制度存在著根本的矛盾，不利於全球金融穩定<sup>註5</sup>。

#### (二) 全球不平衡與全球金融危機之根源

美國經年出現龐大的經常帳逆差，須發行大量的美元債務以融通逆差，而中國大陸與新興經濟體則出口商品至美國，長期間出現經常帳順差，因而成為全球不平衡問題的根源之一。其後美元回流美國本土，又因美國Fed於2001至2003年間採寬鬆的貨幣政策，以刺激支出、提振景氣，更加深了全球不平衡的問題，因而助長了美國房市泡沫，美國有毒金融資產散播海外，並引發全球金融危機。

#### (三) 美國獲得鉅額的鑄幣稅利益

鑄幣稅(seigniorage)原指鑄幣成本與其在流通中幣值之差，在現代信用貨幣制度下，鑄幣稅引申為貨幣當局發行貨幣的成本與以貨幣所換取商品與勞務價值之間的差距。若一國的貨幣既為國家主權貨幣，也為國際貨幣，則原有的鑄幣稅演化出國際鑄幣稅(international seigniorage)的觀念，也就是鑄幣稅「課徵」的對象既包括本國

人，也包括在其他國家的外國人，這是一個國家的主權貨幣成為國際貨幣最大的利益。

美元既為國家主權貨幣，也是最主要的國際貨幣，因此美國可享有國際鑄幣稅的利益，若缺乏國際協調或制度約束，美國政府始終會有追求國際鑄幣稅極大化的誘因，也就是忽略本身的持續性經常帳逆差問題，輸出低成本的美元，換取國際商品與勞務，以促使其國際鑄幣稅為最大。另一方面，美國政府預算赤字不斷擴大，並累積了鉅額的美國國債，而原先這些國家購買美國國債的資金，主要還是來自於提供商品與勞務予美國的創匯所得。

#### (四) 不對稱的政策調整負擔

在以美元為本位的國際貨幣制度中，非發行國際貨幣且本身經常帳出現逆差的國家，為了得到必要的外部融資(如IMF)以融通逆差，經常被迫採取減少進口的措施、調升本國利率等，反而不利於經濟金融的穩定與成長，而經常帳出現順差的國家不必受制於國際金融組織所附加的政策義務，因而出現政策調整負擔不對稱的現象(United Nations, 2009c)。至於發行國際貨幣的逆差國方面，尤其是美國，現行的國際貨幣制度更無法節制其政策，對於所有其他國家皆構成不對稱的政策調整負擔。

## 二、全球金融危機對美元地位的挑戰

受到全球金融危機的影響，2009年以來，美元做為最主要國際貨幣與國際準備貨幣的地位，頻頻受到中國大陸、俄羅斯等新興經濟體的質疑與挑戰，並提議創造新的貨幣。

2009年3月19日，Stiglitz 委員會建議應建立新的全球準備制度(global reserve system)，以擴大的特別提款權(Special Drawing Rights, SDRs)做為國際準備貨幣，並認為該新的制度可貢獻全球穩定、經濟實力與全球公平(United Nations, 2009a)。

至9月31日，Stiglitz委員會表示(United Nations, 2009b)，多元國際準備貨幣制度固有資產分散的優點，但不能避免以國家主權貨幣做為國際貨幣的缺點，例如各國際貨幣間匯率波動的問題，因此應建立單一的全球準備制度，透過全球換匯機制或超國家的貨幣機構發行國際貨幣憑證(International Currency Certificates, ICCs)或以SDRs做為全球通用的國際準備貨幣。為達成此一長遠目標，Stiglitz委員會建議以強化區域合作做為過渡階段。例如，強化亞洲區域的清邁倡議(Chiang Mai Initiative)，使之成為區域內的準備

### 專題13-1 國際貨幣與國際準備貨幣

#### 一、國際貨幣與國際準備貨幣的意義

國際貨幣係指可在國際間充當計價單位、交易媒介與價值儲藏的貨幣，如美元、歐元、日圓等皆為國際貨幣。國際準備貨幣則強調國際貨幣的價值儲藏功能，就官方而言，國際準備貨幣為一國貨幣當局所持有，且可立即應用，用於融通國際收支失衡、調節外匯市場與其他用途。目前國際間各國政府所持有的主要國際準備貨幣為美元、歐元、日圓與英鎊資產。

#### 二、國際貨幣的條件

根據Chinn and Frankel (2008)，一種主要通貨能夠成為國際貨幣的決定因素有四：經濟規模、開放與發達的金融市場、對通貨價值具有信心、網絡外部性(network externalities)。一般而言，構成國際貨幣的條件往往也是構成國際準備貨幣的條件。

##### (一) 經濟規模

一個國家經濟規模愈大，其產出、貿易與金融也愈大，其貨幣較易成為國際貨幣。

##### (二) 開放與發達的金融市場

一個國家的貨幣如欲具有國際貨幣的地位，其金融市場(資本市場與貨幣市場等)不僅需對外開放、沒有任何管制，而且必須達到十分深化成熟的程度。

##### (三) 對通貨價值具有信心

國際間對通貨價值的信心，是使該貨幣成為國際貨幣的重要因素。此處的價值既指對內價值(通貨膨脹)，也指對外價值(匯率)。以美元而言，1990年代以來，美國的通貨膨脹率維持於低水準，惟美國長期的經常帳逆差若未能改善，可能侵蝕國際間對美元的信心。

##### (四) 網絡外部性

使用國際貨幣就好像使用世界通用的語言(lingua franca)一樣，愈多人使用，會有更多人隨之跟進，有助於降低交易成本，使該等貨幣用途更加廣泛，並成為使用慣性(inertia)，是特定的國際貨幣在長期間為最主要國際貨幣的重要因素，美元即為一例。

從歷史經驗來看，主要國際貨幣的興衰，平均須歷經百年的時間。17世紀的主要貨幣為荷蘭盾(Dutch guilder)，到了18世紀英鎊(pound sterling)取而代之，19世紀晚期美元興起，不過，雖然美國的經濟規模在1872年即超越英國，但1860至1914年間，約60%的世界貿易係以英鎊計價交易，而在1915年，美國的出口貿易超越英國，使得美元的影響力大增，但直至第二次世界大戰後，美元方成為全球的支配性國際貨幣。

資料來源：Chinn and Frankel (2008)、Eichengreen (2005)。

## 專題13-2 特別提款權(SDR)

### 一、SDR的意義與組成

SDR係IMF於1969年所創的國際準備資產，以彌補因國際經濟金融之發展所導致的國際流動性不足。IMF及許多國際組織以之做為記帳單位，亦可供會員國平衡國際收支。SDR是一種帳面資產，並非實際流通的貨幣，僅在國際組織與各國政府之間使用，民間部門不能使用。

自1974年起，SDR的價值以標準籃方式計算，而目前標準籃中的組成貨幣包括美元、歐元、日圓與英鎊。各組成貨幣的權值反映過去5年來會員國的平均出口金額與會員國持有外匯存底的主要幣別，每5年檢討一次。2006至2010年美元、歐元、日圓與英鎊的權值分別為44%、34%、11%與11%，再根據各幣別的權值乘以各幣別匯率波動程度而得到各幣別組成單位數，該組成單位數也是每5年檢討一次，並根據各幣別固定組成單位數與各幣別的美金匯價，計算SDR每日美元的匯價。

### 二、SDR的分配

IMF可分配SDR予會員國，金額係依據各國在IMF的攤額(quotas)多寡。在2009年以前，IMF僅分配過兩次SDR，第一次為1970至1972年間，另一次為1979至1981年間，總額為214億SDR，僅約占全球國際準備(外匯存底、黃金、SDR與在IMF的準備部位之和)總值4.5兆SDR的0.48%。

2009年4月2日G20國家集會，同意增加2,500億美元等值之SDR(約合1,570億SDR)，IMF理事會於8月29日通過，使SDR總額增至1,784億SDR，約占全球國際準備比重的4.0%。

前述為一般性分配，另為補足1981年以後加入IMF而從未獲分配SDR之會員國，IMF另通過SDR特別分配，將再提供會員國214億SDR(約330億美元)，於2009年9月9日進行分配。

至2009年9月9日，一般性分配與特別性分配合計，SDR總分配額達1,998億SDR，約為全球國際準備比重的4.5%，也相當於IMF會員國攤額總額2,174億SDR的91.9%。

### 三、SDR的用途

#### (一) 挹注國際收支逆差

會員國發生國際收支逆差時，可根據IMF所指定的會員國以SDR換取外匯(如美元、歐元、日圓或英鎊等)，以償付國際收支逆差。

#### (二) 支付債款或利息

會員國也可以直接以SDR支付IMF債款與利息費用。若雙方同意，會員國之間也可直接以SDR提供貸款或償還借款等。若持有額低於分配額，則應支付利息。反之，若持有額高於分配額，則收取利息。

資料來源：IMF網站、彭德明(2009)。

基金(reserve fund)，以支撐區域內資產的發行，並使得區域外國家也能持有這類資產做為國際準備資產。UNCTAD方面則在其年度報告中主張建立全球匯率制度與全球準備銀行(global reserve bank)等，而在區域的層次，應強化外匯準備的匯集、推動區域支付清算機制、建立區域匯率制度等(United Nations, 2009c)。

Stiglitz委員會的重點在於創造新的國際準備貨幣以解決問題，但該制度的缺點，似可透過強

化區域經濟金融整合，使各區域以邁向各自的共同通貨區為目標。該區域性共同通貨不以單一國家主權貨幣為區域貨幣，而係由區域內國家所共同新創，以消除區域內貨幣轉換，並簡化區域外貨幣轉換，使全球形成數個主要的區域貨幣集團，也能夠滿足國際資產分散化的需求。例如，亞洲地區發展亞元共同通貨區，與美元及歐元成為全球三大貨幣集團。有關區域經濟金融整合的議題，在下節詳述。

## 伍、區域經濟金融整合：亞元區建立之重要性

從達成最終目標的角度來看，不論是Stiglitz委員會建立全球準備制度的主張或全球發展區域性共同通貨區的建議，兩者共通的地方為皆以區域經濟金融整合或合作為前提，因此本節以亞元與亞洲通貨單位等概念說明區域性共同通貨區。

### 一、亞元的意義與建立亞元區的優點

亞元係指亞洲國家共同使用一新創的貨幣，這些國家形成亞元區。對區域內國家而言，建立亞元區有許多優點，可強化個體經濟效率、促進總體經濟穩定與成長(彭德明, 2005)。對區域外乃至於全球而言，有助於長遠的經濟金融穩定。茲分述如次：

#### (一) 強化個體經濟效率

1. 區域內會員國使用相同的貨幣，不必透過幣別轉換，消除區域內匯率變動的不確定性，因而降低交易成本與避險成本，有助於促進區域內的貿易與投資。

2. 區域內會員國使用相同的貨幣，可提高商品與服務的價格透明度，而單一貨幣在更大更廣泛的地區流通，所能提供的流動性服務更為普

及，產生規模經濟效應。

#### (二) 促進總體經濟穩定與成長

1. 區域內貨幣政策與匯率政策單一化，由超國家的中央銀行訂定並執行，同時財政政策與其他經濟政策須經過各國協調，可避免各國各自為政而對其他會員國產生負面衝擊，有助於促進經濟穩定。

2. 單一通貨區使得經濟與金融規模擴大，可有效吸收來自區域外的各種衝擊(例如短期國際資本移動)，或將其負面影響分散至區域內各國，降低對特定國家的衝擊程度。

3. 區域內會員國使用單一貨幣，可促進區域內貿易與投資，而區域內各國可參與更廣大的金融市場，也使得企業的外部融資管道更多元化，有助於企業經營與經濟成長。

#### (三) 促進全球經濟金融穩定

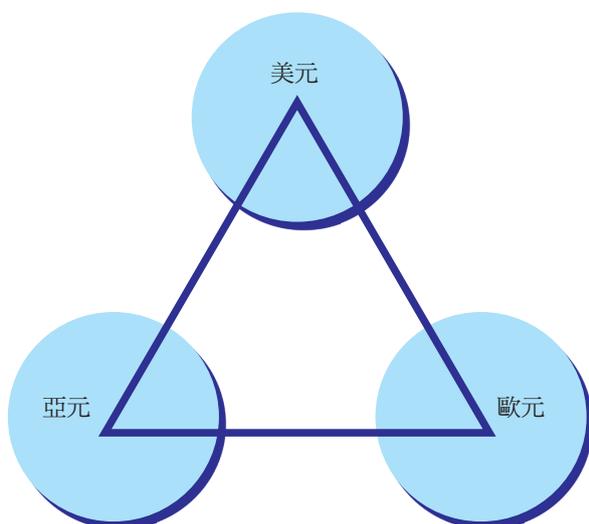
1. 亞元區一旦興起，全球形成三大貨幣集團(圖13-2)，美元在國際間所扮演的計價單位、交易媒介與價值儲藏的角色可望降低，也減輕美元既為國家主權貨幣，又為最主要國際貨幣所潛藏的各种問題。

2. 全球三大貨幣集團出現，可大大簡化國際貿易與金融交易活動所需之貨幣轉換，有助於降低交易成本，促進全球發展。

3. 若其中一個區域產生經濟或金融危機，並波及其他地區，另外兩個區域因已高度整合，其負面影響會分散至區域內各國，降低對特定國家的衝擊程度，且整個區域可有效動員必要資源以因應危機，避免區域內各國各自為政缺乏協調的缺點。

4. 三大貨幣集團可針對全球性議題進行有意

圖13-2 三大貨幣集團



義的國際政策協調，即時解決問題，避免許多國家間須不斷折衝與磋商才能達成非常有限結論的無效率局面。

我們也可以Frankel(1999)所詮釋的「不可能的三位一體」圖說明共同通貨區的要旨(圖13-3)，該圖與本文圖13-1都是描述不可能的三位一體定理，但此處的三個目標為貨幣政策自主性、匯率穩定與完全金融整合，分別列於三角形的三邊(而非三個頂點)。至於三個頂點則分別為完全資本管制、完全浮動匯率與共同通貨區<sup>註6</sup>。

根據該圖，如果實施完全資本管制，可以達成貨幣政策自主性與匯率穩定；如果建立共同通貨區，則區域內國家可以達成匯率穩定與完全的金融整合；如果實施完全浮動匯率，可以達成貨幣政策的自主性，且透過資本移動達成完全的金融整合。三角形三邊所代表的三個目標不可能同時達成，因此必須有所取捨。共同通貨區的意義，即為區域內匯率穩定與完全的金融整合，但各國須讓渡貨幣主權，改由單一的區域中央銀行負責。

另外，Eichengreen (2009)認為若人民幣國際化，則未來人民幣也可充當主要的國際準備貨幣，而國際資產多元化也有助於降低美元在國際間的支配性地位。

Eichengreen的論點有其意義，惟長遠而言，雖然人民幣走向國際化為必然的趨勢，但人民幣本身也是國家主權貨幣，也就無法避免國家主權貨幣做為主要國際貨幣所產生的缺點，最佳的途徑應該是亞洲國家能夠發展出使用單一共同新創貨幣的共同通貨區，對全球經濟金融穩定較具貢獻，人民幣區域化或甚至國際化應視為亞洲使用亞元的一個過渡階段。

## 二、亞洲通貨單位的意義

雖然亞洲國家共同使用新創的亞元具有許多優點，但亞元區的成立須經區域內各國長期的努力，因此在邁向單一貨幣的過程當中，須先編製一個學理上的亞洲通貨單位(Asian Currency Unit, ACU)，以做為過渡階段。ACU仿自歐洲通貨單位(European Currency Unit, ECU)的概念，可做為計價單位，做為各種經濟交易與資產存量的計價基礎，也可做為觀察指標，用以衡量區域內國家各自匯率偏離區域平均的程度<sup>註7</sup>。

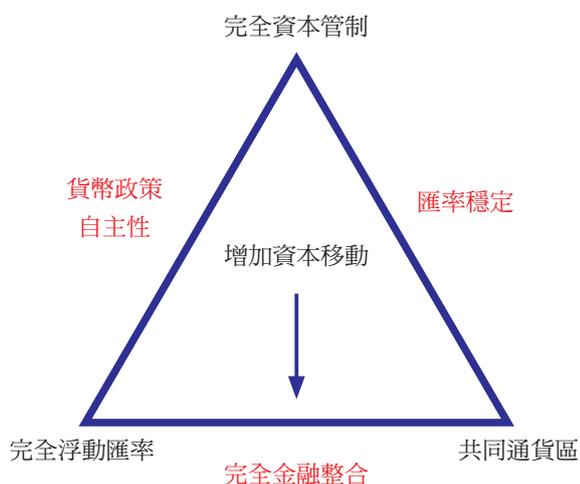
## 三、亞洲通貨單位所需之配合機制

ACU若只是單獨存在，而無其他機制配合，只能做為各國匯率與貨幣政策的參考之用，不會具有積極意義。但如果ACU的目的係做為各國聯合調整匯率的參考指標，並做為走向亞元之前的過渡階段，則需其他機制配合。就歐洲而言，ECU為歐洲貨幣體系(European Monetary System, EMS)的一環，該體系於1979年成立，以代替原先的歐洲蛇形匯率體系(Monetary Snake)。歐洲貨幣體系基本內容有三：

### (一) 歐洲通貨單位(European Currency Unit, ECU)

ECU為一通貨籃，由各會員國通貨依一定的權數組成。歐洲通貨單位不是法償貨幣，而是做

圖13-3 共同通貨區與不可能的三位一體



為計價單位與清算工具。

相對上，目前亞洲並沒有正式建立ACU，而係在2005年日本官方所贊助成立的非官方「經濟產業研究所」(The Research Institute of Economy, Trade and Industry, RIETI)，其經濟學家Ogawa與Shimizu以ECU的概念編出亞洲貨幣單位(Asian Monetary Unit, AMU)，並將編製方法與每日結果等公布於其網站<sup>註8</sup>。

## (二) 歐洲匯率機制(Exchange Rate Mechanism, ERM)

ERM建立於1979年，為歐洲貨幣體系的基礎，每一會員國通貨皆有以ECU表示的中心匯率(central pivot)以及會員國通貨間的中心匯率(lateral pivot)。兩種中心匯率可互相換算，而會員國通貨對其他通貨價位可浮動的上下限各為2.25%。1993年，為因應國際投機客的投機操作，其上下限改為15%。ERM II於1996年成立，1999年，隨著歐元誕生，ERM II成為尚未加入歐元區之部分歐盟成員爾後能否加入的標準之一。

至於亞洲方面，目前尚未建立正式的區域匯率機制，僅在2005年初，東協加三國家曾協議成立亞洲貝列吉歐集團對話機制(Asian Bellagio Group)，非正式地協調各國匯率政策。

## (三) 歐洲貨幣合作基金(European Monetary Cooperation Fund, EMCF)

EMCF成立於歐洲蛇形之時，目的為促使各國有足夠的資源維持本國通貨價位穩定。後來歐洲蛇形雖然結束，但歐洲貨幣合作基金仍然存續，且在歐洲貨幣體系下，其功能進一步擴大，除了提供短期融資以干預匯市以外，也提供財務協助，以因應會員國國際收支失衡。1994年，EMCF由歐洲貨幣機構(European Monetary Institute, EMI)取代<sup>註9</sup>。

亞洲方面，與EMCF概念較接近的機制為清邁倡議及其擴大。2000年東協加三將原有的東協換匯協定(ASEAN Swap Arrangement, 1977)擴大，納入中國大陸、日本與南韓，最主要目的為建立國家間的換匯與附買回協定的網絡關係，以便在金融危機發生時，受害國能透過此一機制獲得流動性的支援。2000年以來，清邁倡議總金額雖然逐步擴大，但本質上是一種雙邊換匯協定的多邊網絡，並非真正的多邊協定，功能有限，因此在2009年2月，東協加三國家同意加速推動清邁多邊換匯倡議，且將基金增加至1,200億美元，12月28日，東協加三國家聯合宣布簽署清邁倡議多邊化(Chiang Mai Initiatives Multilateralization, CMIM)協定，但仍非真正的多邊，且與EMCF相比，仍相當遙遠。長遠而言，清邁倡議似應以朝向成為類似於IMF的亞洲貨幣基金(Asian Monetary Fund)為目標。

僅有EMS尚不足為功，雖然EMS的建立有助於歐洲地區各國匯率的穩定，但在1992年曾遭遇重大危機。受到德國統一的影響，德國通貨膨脹率高漲，德國央行乃維持較高的利率水準，但英國正值經濟衰退，對英鎊產生貶值壓力，卻因受制於EMS的匯率機制規定，使得英鎊價位高估而悖離經濟基本面，結果引起國際投機客對英鎊發動投機攻擊，並及於其他歐洲國家。英國因而退出EMS，其後也不加入歐元區。

上述的例子為當時EMS會員國沒有採取協調的貨幣政策，所釀成的危機。各國貨幣政策措施對周邊國家也是經濟衝擊的來源，如果未經協調以共同支撐匯價，將會使得匯率機制的穩定性不足。亞洲地區如欲發展以亞元為共同通貨，則在創建亞元與區域中央銀行之前，區域內各國中央銀行應進行貨幣政策協調，以消弭各自為政所造

成的負面衝擊。

本節探討了建立東亞或亞洲共同通貨區在制度上所需的配合機制，但並不表示有這些制度安排，就可建立共同通貨區，尚須其他因素配合。大致上而言，符合最適通貨區主要先決條件、緊密的金融與經貿夥伴關係、政治承諾與政治整合等皆為區域內建立共同通貨區相當重要的因素

(彭德明，2005)<sup>註10</sup>，因此建立區域性的共同通貨區有相當的難度，但區域經濟金融整合為改革國際貨幣金融制度的基礎之一，而後者所牽涉層面更為廣泛，參與的國家也更多，也因此困難度更高(杜哈貿易談判即為一例<sup>註11</sup>)。若國際社會的共識為全球經濟金融穩定，從相對上較為容易的區域經濟金融整合著手，是必要的步驟。

### 專題13-3 歐洲經濟暨貨幣同盟(歐元區)的三階段

歐洲貨幣體系僅係歐洲貨幣與經濟整合的一環，1989年Delors報告(Report on Economic and Monetary Union in the European Community)，建議對歐洲區域整合採階段式進行。自1990年至1999年間，歐洲乃根據Delors報告以三階段方式過渡至經濟暨貨幣同盟。

#### 第一階段(1990年7月至1993年12月)

歐洲理事會評估會員國經濟與貨幣趨合程度(economic and monetary convergence)的進展情形。會員國應採取具體措施以配合馬斯垂克條約的要求，包括禁止對資本移動管制、禁止中央銀行對政府或公營機構提供信用融通等。

#### 第二階段(1994年1月至1998年12月)

訂定財政法則供會員國遵行，並建立財政監視機制以觀察會員國的進展。在這個階段中，歐洲貨幣機構(European Monetary Institute, EMI)成立，其任務除在於協調各國的貨幣政策外，也為歐洲中央銀行與發行歐元等進行各種準備工作。1998年，EMI升級轉型為歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)。

#### 第三階段(自1999年1月起)

嚴格要求會員國遵守財政法則、歐元誕生、實施單一的貨幣政策與匯率政策等。

資料來源：彭德明(2005)。

## 陸、IMF治理改革的方向與國際政策協調

### 一、IMF的改革

在以往若干IMF會員國出現經濟危機以及1997-98亞洲金融危機當中，IMF嚴格的融資條件並過於介入受援國經濟金融政策，產生了反效果，備受指責。UNCTAD在其年度報告即指出，IMF通常要求這些受援國家改採浮動匯率制度，並採行提高利率以避免本國貨幣貶值、縮減政府支出以降低預算赤字、抑制工資以控制通貨膨脹等緊縮政策以恢復市場信心，卻因而產生很高的社會與經濟成本。

這些問題的背後成因，主要在於雖然IMF會

員國眾多，但IMF機構本身運作的代表性不足，許多國家的意見並未真正反映至IMF決策階層，以致於其在融資制度等的設計上出現偏頗。因此，近年來IMF進行若干改革，主要為融資改革與治理改革等兩方面(見專題13-4與13-5)，但改革的範圍與程度仍屬有限，尤其新興經濟體與開發中國家的攤額及投票權比重雖計劃有所增加，惟增加的幅度不大，先進國家的優勢仍相當明顯。

由於本次全球金融危機既深且廣，IMF似也體認到本身進一步的治理改革對全球經濟金融的

穩定十分重要，因此其相關部門在2009年7月發表了一篇有關IMF治理的重要論文(International Monetary Fund, 2009)，列舉並討論IMF應改革的重要方向，包括：

- 增進政治參與以及監督：建立具有決策權力的部長級委員會或改革國際貨幣金融委員會(International Monetary and Financial Committee, IMFC)的運作與程序。
- 強化最高決策機構理事會的效能與代表性：理事會人數減少，但納入更多的新興經濟體與發展中國家代表。
- 修改投票權：多運用雙重多數決制，並降低現有85%總投票權通過提案之門檻限制。
- 更佳的责任分工：強化理事會的監督角色與能力，以對IMFC提供適當的建議，而將更多運作的功能交由管理階層負責。
- 開放管理階層人選選擇：建立真正的開放體系，不以國籍為中心考慮。
- 解決既有指令與制度文化對各種議題與方法的諸多限制：將原先第四條匯率政策(Article IV on exchange rate policies)的規定，轉變為範圍較廣的各種金融議題以及對資本流動建立司法

#### 專題13-4 IMF的融資改革

IMF推出的融資改革主要為改革貸款架構與擴充資金來源。

##### 一、改革貸款架構

###### (一) 「彈性信用額度」(FCL)

FCL為IMF對經濟基本面與以往政策紀錄良好的會員國所提供大額融資。申請FCL融資的國家需先符合嚴格的資格審核，其融資額度無上限規定，以個案為基礎訂定，通常具融資額度較高、還款期較長、無限制續約。

###### (二) 強化「備用融資機制」(SBA)

為確保資格未達FCL標準，但又需融資的國家，IMF乃強化既有的SBA，使之成為貸款額度更高、彈性更大、審核次數減少的高額度預防性SBA。

###### (三) 貸款限額增加一倍

為確保會員國能獲得充裕的資金以滿足其融資需求，非優惠利率貸款年度及累計的貸款限額將增至會員國攤額的200%及600%。

###### (四) 簡化貸款工具

調整並簡化貸款費用及期限結構，並研議取消較少使用的貸款機制。

###### (五) 改革對低所得國家的貸款機制

對低所得國家的優惠貸款至少增加一倍，以強化IMF提供該等國家優惠利率貸款及緊急融資的能力。

##### 二、擴充資金來源

###### (一) 挹注IMF資金5,000億美元

IMF根據G20決議將可用資金由危機前的約2,500億美元增加至3倍，使其可用資金增至7,500億美元，其資金來源包括會員國融資、發行SDR債券等。

###### (二) 增加與2,500億美元等值的SDR

IMF也根據G20決議，增加並分配相當於2,500億美元等值的SDR。

###### (三) 銷售黃金

IMF銷售黃金403.3噸，約相當於IMF既有黃金存量的八分之一，以補充資金來源。

資料來源：IMF網站、劉雨芬(2009)。

### 專題13-5 IMF的治理改革

鑑於新興暨開發中國家在全球經濟所扮演的角色日益重要，IMF於2006年在新加坡召開的年會中決定推動會員國攤額及投票權的改革，以期新興暨開發中國家的攤額及投票權比重能反映其在全球經濟的相對權重。該改革方案分為兩階段，第一階段增加中國大陸、南韓、墨西哥和土耳其的特別攤額，第二階段為達成新攤額公式的協定。

2008年3月28日，IMF執行董事會完成攤額和投票權改革計畫，並於4月28日送交理事會表決通過，但仍需各會員國內立法機關通過，截至2009年10月23日，已有42個會員國通過，相當於64%的投票權，而全案須取得85%以上總投票權同意方能生效。

歷經二階段的攤額及投票權改革後，總計將有54個會員國攤額比重增加4.9個百分點，加以基本投票權增加2倍，影響所及，總計將有135個會員國投票權比重增加5.4個百分點，其中已開發國家的投票權比重由60.6%降至57.9%，減少2.7個百分點，而新興暨開發中國家的投票權比重由39.4%增至42.1%，增加2.7個百分點。其中投票權比重增加最多的會員國依序為中國大陸、南韓、印度、巴西、墨西哥及西班牙等。

調整後，美國攤額及投票權比重將分別高達17.674%及16.732%，仍居第一位，其後依序分別為日本、德國、法國及英國等，顯示先進國家仍為攤額及投票權比重最高的前5國，中國大陸排名第6，俄羅斯及印度則分列第10及第11。新興暨開發中國家的攤額及投票權比重雖有所增加，惟增加幅度不大，先進國家的優勢仍相當明顯。部分國家質疑此次改革結果仍未能全面反映新興暨開發中國家在全球經濟中所占的地位。

IMF每5年進行一次攤額總評估，以確保攤額及投票權比重持續反映會員國經濟在全球經濟中比重的變化，下一次為2013年。惟G20要求IMF提前在2011年1月之前完成下一次的會員國攤額審查作業。

資料來源：IMF網站、劉雨芬(2009)。

管轄權，並促進工作幕僚多元化。

## 二、國際政策協調

國際政策協調包括許多層面，如貨幣政策、匯率政策、財政政策等總體經濟政策，乃至於跨國監理機制等方面的國際協調。Oudiz and Sachs (1984)為這方面的經典文獻，他們認為國際政策協調可消除各國政策所產生的跨國影響，因而可提昇經濟福利，而國際間商品市場、資產市場等整合程度愈高，國際政策協調所帶來的利益也會更為顯著。全球金融危機使許多全球議題浮上檯面，前述各節有關國際資本移動、全球不平衡、國際美元與IMF的治理改革等，都是重要的全球貨幣金融課題，如果全球貨幣金融制度的改革能夠透過有效的機制進行國際政策協調，當有助於促進全球經濟金融的穩定。

在實際作為上，國際間協調政策行動最早可溯自1985年的廣場協定(Plaza Accord)。該年9月，美國、日本、西德、法國與英國等5大工業國集會，達成聯合干預外匯市場，使美元對主要

貨幣貶值，以解決美國鉅額的貿易逆差。不過，此一國際匯率政策協調為工業國家之間的協定，而且其目的為降低美國的貿易逆差，但卻使得日圓價位不到3年之內升值50%，對其後日本經濟的影響十分深遠，並非多贏的結果。2007年8月全球金融危機爆發後，美國Fed與其他14個國家中央銀行簽訂暫時性換匯機制，以提供充分的美元流動性，是一種國際貨幣政策協調，但係事後防杜危機擴大的作法，並非前瞻性的政策行動。

由於全球金融危機爆發，最近一年以來，G20國家在英國倫敦、美國華盛頓特區與匹茲堡舉行高峰會議，並根據會議決議推動的情形，分別在2009年9月25日與11月7日發表進展報告(G20, 2009a、2009b)，其中第一篇進展報告與金融監理有關，而第二篇則係關於經濟與金融政策行動<sup>註12</sup>。G20在三次高峰會中做出不少決議，尤以建議IMF應新增2,500億美元SDR的分配，受到矚目，也隱然具有國際政策協調的意涵。G20為

一非正式的論壇<sup>註13</sup>，成立於1999年，除了為因應1990年代金融危機以外，也鑑於不少重要的新興經濟體在全球的經濟議題中缺乏發聲與討論的管道而成立的對話機制。另一方面，外界也有對G20的作法有所微言，認為G20並非經過全球所有國家授權，正當性不足，不宜自認可代表所有國家發聲，同時G20集會容易受到其中的意見領袖影響，有半數G20國家並未真正參與<sup>註14</sup>。

## 柒、結論

金融穩定才是經濟持續成長的基礎，這是全球金融危機最重要的啟示。1980年代起，美國雷根總統與英國首相柴契爾夫人執政期間，對各種經濟金融管制鬆綁，以促進經濟效率，掀起了國際間經濟與金融自由化的趨勢，而至1990年代由於科技與通訊發展迅速，更進一步推升了經濟與金融全球化，也使各國金融部門迅速擴張。然而很不幸，過去全球平均每10年大概就會發生一次經濟或金融危機，對危機發生的區域乃至於全球造成負面的衝擊。本次全球金融危機有其重要的國際根源，並非只是歐美先進國家金融監理不足或貨幣政策不當所造成，本文乃從全球金融危機發生前鉅額國際資金流入美國的現象出發，探討全球不平衡、國際資本移動、國際美元問題、區域經濟金融整合、IMF治理改革與國際政策協調等彼此之間息息相關的全球性貨幣金融議題，顯示全球貨幣金融制度的改革十分重要，才能有效

雖然如此，G20的成立與在本次全球金融危機的集會，也顯示全球性的議題必須要有代表性的國家參與。自1990年代以來，全球經濟金融環境快速變遷，新興經濟體的重要性日漸增加，應該要扮演更重要的角色，與先進工業化國家積極進行對話，以解決全球性的問題，而這也將是未來國際社會的重要趨勢之一。

預防破壞國際金融秩序的各種因素。

至於台灣方面，過去的金融自由化乃至於全球化，使得民間部門有著更多的選擇與彈性，進行各種經濟與商業決策；但隨著金融全球化，國際資本大規模地瞬時移動，卻也經常造成匯率波動與不確定性，並對國內金融市場乃至於實質經濟造成負面衝擊，實有必要採行管理浮動匯率，並適時管理資本移動，以保留若干程度的貨幣政策自主性，俾因應國內外經濟金融的衝擊。

另一方面，台灣限於國際政治因素，雖未能積極參與國際事務，但本次全球金融危機所引發的國際政治變遷與國際秩序重新改組，也將牽動全球貨幣金融制度的改革，勢必影響台灣未來的發展，值得我們密切觀察。台灣也必須強化與區域內國家各種經濟與金融合作，促進本身與區域結合。

## 附註

- (註1) 如擔保債權憑證(collateralized debt obligation, CDO)與信用違約交換(credit default swap, CDS)，以及經此再不斷衍生出來的結構型金融商品。
- (註2) 黃富櫻等(2009)。
- (註3) 該巴西新稅制對外資初次外匯交易有所影響，且不適用於對外國直接投資、出口及相關的流入資金。2008年3月，巴西曾首次對外資課稅，但當時係對固定收益投資課徵1.5%稅率。2008年10月，巴西將此稅率降至0%。
- (註4) 1944年7月1日，聯合國集合來自44個國家730位代表，於美國新罕布希爾州(New Hampshire)的布列敦森林(Bretton Woods)，舉行聯合國貨幣金融會議，商討戰後重建國際經濟秩序與國際貨幣制度。會後簽訂布列敦森林協定，進行國際貨幣金融改革，並決議成立IMF與國際復興開發銀行(或稱世界銀行, World Bank)。1971年，由於美國貿易赤字擴大與通貨膨脹，全球對美元失去信心，美國政府乃宣布暫停美元與黃金的兌換，此舉也等於宣告布列敦森林體系下的固定匯率制度崩潰；1973年3月，美國採取浮動匯率制度，國際金融體系開始進入浮動匯率制度時期。
- (註5) 此即有名的特里芬兩難(Triffin Dilemma)。1960年，經濟學家Triffin(1960)即指出以美元做為最主要的國際準備貨幣所面臨的問題。
- (註6) 此處的共同通貨區在Frankel(1999)的原文為貨幣同盟(monetary union)，在文獻上該兩個專有名詞為同義。
- (註7) 倡議ACU的國際背景，始自2005年8月，中、日、韓三國財政部長於南韓舉行非正式會議，提出建立東亞共同貨幣之構想，並委由亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)研究。亞銀總裁黑田東彥於2006年初責成其區域經濟整合辦公室主任河合正弘著手研究規劃。由於兩人以往曾共同提倡ACU，因此一開始進展十分迅速。惟2006年5月亞銀年會期間，東協加三財長會議決定將有關區域貨幣單位，委託日本研究機構研究，因此該年年會後，亞銀已停止對ACU議題的研究。
- (註8) Ogawa and Shimizu (2005)，AMU網頁為<http://www.rieti.go.jp/users/amu/en/index.html>。
- (註9) 1998年，歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)與歐洲中央銀行體系(European System of Central Banks)成立，取代了歐洲貨幣機構。
- (註10) 至於近期深入的研究，可參閱Kawai (2008)。
- (註11) 杜哈貿易談判為世界貿易組織於2001年11月舉行的世界貿易組織第四次部長級會議中的多邊貿易談判，原訂於2005年1月1日前結束，但至2005年底止仍未能達成協議，最後於2006年7月中止。
- (註12) 另可參閱Helleiner (2009)的評論。
- (註13) G20國家包括阿根廷、澳大利亞、巴西、加拿大、中國大陸、法國、德國、印度、印尼、義大利、日本、墨西哥、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非、南韓、土耳其、英國與美國等19國家，另一會員則為歐洲聯盟。
- (註14) Aslund (2009)。

## 參考文獻

- 黃富櫻、彭德明、蔡曜如(2009)，「美國次級房貸問題與金融改革方向探討」，國際金融參考資料，第57輯，1-45頁，中央銀行。
- 彭德明(2005)，「東亞共同通貨區可行性初探—兼論東亞地區的經濟與金融合作」，中央銀行季刊，第27卷第4期，55-82頁，中央銀行。
- 彭德明(2009)，「特別提款權(SDR)成為主要國際準備貨幣的可行性」，未出版。
- 劉雨芬(2009)，「IMF近期之融資與治理改革」，國際金融參考資料，第57輯，115-125頁，中央銀行。
- Aslund, A. (2009) "The Group of 20 Must Be Stopped," *Financial Times*, Nov. 26.
- Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, speech at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri.
- Chinn, M. and J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," *La Follette School Working Paper* No. 2008-007, La Follette School of Public Affairs, University of Wisconsin-Madison.
- Eichengreen, B. (2005), *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Composition*, Speech delivered to the Economic History Society.
- Eichengreen, B. (2009), *The Financial Crisis and Global Policy Reforms*, Asia Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco, Oct. 18-20, Federal Reserve Bank of San Francisco
- Frankel, J. (1999), "No Single currency Regime Is right for All Countries or at All Times," *Essays in International Finance* No. 215, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- G20 (2009a), *Progress Report on the Actions to Promote Financial Regulatory Reform*, Issued by the U.S. Chair of the Pittsburgh G20 Summit, Sept. 25, G20.
- G20 (2009b), *Progress Report on the Economic and Financial Actions of the London, Washington and Pittsburgh G20 Summits*, Prepared by the UK Chair of the G20, Nov. 9, G20.
- Helleiner, E. (2009), "The Contemporary Reform of Global Financial Governance: Implications of and Lessons from the Past," *G-24 Discussion Paper Series*, United Nations Conference on Trade and Development.
- International Monetary Fund (2009), *IMF Governance—Summary of Issues and Reform Options*, International Monetary Fund.
- Kawai, M. (2008), *The Role of An Asian Currency Unit for Asian Monetary Integration*, paper presented for the conference Beyond Bretton Woods: The Transitional Economy in Search of New Institutions, organized by Instituto de Investigaciones Economicas UNAM, Mexico City, the Observatoire de la Finance, Geneva, and Pacific Asia Resource Center, Tokyo.
- Kawai, M. and S. Takagi (2008), "A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows," *ADB Institute Discussion Paper* No. 100, Asian Development Bank.
- Lopez-Mejia, A. (1999), "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Response," *IMF Working Paper* 99/17.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Cause*, paper presented at the Asia Economic Policy Conference, Oct. 18-20, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Ogawa, E. and J. Shimizu (2005), "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia," *RIETI Paper Series* 05-E-017, Research Institute of Economy, Trade and Industry, Tokyo.
- Oudiz, G. and J. Sachs (1984), "Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Countries," *Brookings Papers on Economic Activities* 1, 1-64, Brookings Institution.
- Spahn, P. (1996), "The Tobin Tax and Exchange Rate Stability," *Finance & Development* (June), 24-27, World Bank.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, Yale University.
- United Nations (2009a), *Recommendations by the Commission of Experts of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, Follow-up to and Implementation of the Outcome of the 2002 International Conference on Financing for Development and the Preparation of the 2007 Review Conference, United Nations.
- United Nations (2009b), *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on

Development, United Nations.

United Nations (2009c), “Reform of the International Monetary and Financial System,” in Chapter IV of *Trade and Development Report, 2009*, 113-132, United Nations Conference on Trade and Development, United Nations.

(本文完稿於民國98年12月，作者彭德明為中央銀行經濟研究處副研究員。)