

危機干預政策後的退場策略

楊 淑 雯 摘 譯

本文摘譯自：IMF (2010), "Exiting from Crisis Intervention Policies," the Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments, Feb.

摘 要

隨著全球金融市場回穩、經濟緩步復甦，決策者須開始考慮危機時期政策的退場策略，以達成可持續性與平衡的經濟成長。本文認為，當經濟復甦確立之際，各國須實施大規模的財政調整、讓貨幣政策正常化、

逐漸收回對金融市場的支撐措施，以及確保國內各項政策與國際間的政策都能協調一致。因此，本文針對這四大領域，分別說明相關的退場策略建議。

一、前 言

2007 年金融危機爆發以來，各國紛紛採取大規模的財政激勵措施、極度寬鬆甚至非傳統的貨幣政策，以及金融穩定措施。迄今，這些措施已產生明確成效，協助全球金融市場回穩、經濟緩步復甦。

本(2010)年 2 月，IMF 表示，若要追求穩

健與持續性的經濟成長，各國應著手計劃總體經濟激勵措施與金融穩定政策的退場策略，並視各國不同的情況來執行。本文摘譯 IMF 針對貨幣政策、金融穩定措施及財政政策，所提出的退場策略之建議，以供參考。

二、退場策略概覽

退場策略的目的係為達成可持續與平衡的經濟成長，因此各國政府須處理財政赤字暴增對財政可持續性造成的艱鉅挑戰、將貨

幣政策正常化，並撤除於危機時期採行的非傳統貨幣政策、審慎地撤除對金融部門的支撐措施，以及避免各國政策不一致引發的新

問題。

（一）退場策略的特性

有效的退場策略應具備跨部門整合、彈性、以市場為基礎的特性。同時，政府應及早且持續地向市場清楚說明退場計畫，並解釋會影響退場決策的關鍵因素，以降低市場的不確定性、型塑市場預期。

（二）退場策略的執行時點

各國政府應等到金融穩定與民間需求可獨自持續復甦的證據確鑿後，始撤除總體經濟激勵措施。然而，總體經濟激勵措施的退場時機難以拿捏。太早退場，會傷害經濟復甦動能；太晚退場，會扭曲資源配置。過去的經驗顯示，當金融體系脆弱時，太早退場的成本非常高。因此，根據目前情勢，太早退場的潛在風險似乎高於太晚退場的風險。

IMF 認為，放眼全球，除了少數體質強健的國家，本次經濟復甦動能微弱，各國不宜於 2010 年即大幅緊縮總體經濟激勵措施與金融政策，應視情況於 2011 年採取行動。

（三）各項政策的退場順序與方式應視各國的財政空間，以及財政政策與貨幣政策的個別靈活度決定

鑒於許多國家的政府債務大幅增加，確

保財政的可持續性是當務之急。因為維持擴張性財政政策立場會直接增加債務，但在其他條件不變的情況下（如，沒有物價、工資及資產價格的上漲壓力），維持寬鬆貨幣政策基調則沒有明顯與直接的風險。此外，目前緊縮貨幣政策會進一步惡化財政狀況，但緊縮財政政策並不一定會導致貨幣管理複雜化。因此，健全財政應列為各國政府的首要目標。

然而，達成財政的可持續性是困難且長期的過程。因此，一旦確認經濟可獨自持續復甦，政府有必要及早開始健全財政。再者，面對多變的總體情勢，貨幣政策的靈活度遠較財政政策為高。最後，若政府延遲採取行動健全財政，為維持妥適的整體政策立場，會導致央行須快速緊縮貨幣情勢，反而產生借貸成本上揚的負面影響。

但對於以出口為導向、經濟復甦較快，有財政餘裕的國家，則應採取不同方式。這些國家應將資源由外需產業導入內需產業，亦應降低預防性存款的比重、強化社會安全網、改革退休基金與健保制度、以及提升公司治理。此外，鑒於通膨上升與信用膨脹，部分新興市場國家須儘快緊縮貨幣政策。

三、貨幣政策的退場策略

各國央行有足夠的工具執行退場策略，但應視各國不同情況，決定貨幣政策退場的

時點與順序。此外，貨幣政策較財政政策有彈性，可作為整體總經政策組合中，靈活調

整的部分。

(一) 央行升息前，無需撤出非傳統貨幣政策措施

這可依金融市場狀況，分下述 3 種情況加以說明：

1. 金融市場已臻健全情況下：央行應先終止特殊操作措施後，再以標準的操作程序吸納流動性。

2. 金融市場的功能未恢復情況下：即便央行已升息，仍須針對受損市場與機構維持支撐措施，但這些措施可能長期扭曲資源配置，導致部分市場的專業人才流失。此外，部分央行亦須調整貨幣政策操作架構，以避免肇致貨幣市場大幅波動。

3. 金融市場過熱情況下：部分國家的超額流動性非但沒有顯著擴大國內需求，反而有催生新一輪資產泡沫的疑慮。但央行利用利率政策阻止資產泡沫的效果充滿不確定性，且會引發資本流入，反而不利國內金融穩定。相較之下，採取總體審慎措施限制資產價格上揚是比較適切的做法。

(二) 資產負債表政策的退場方式

至於危機爆發後，許多已開發國家央行的政策利率降至近零水準，因而進一步採取「資產負債表政策」(balance sheet policy)，包括：流動性寬鬆措施、購買長期政府證券與民間部門證券，及外匯換匯措施。關於這些措施的退場方式說明如下：

1. 部分的流動性寬鬆措施會自動到期失

效。此外，央行能提高現行措施的使用門檻，或推出新的機制吸納流動性，逐漸縮小這些措施的規模。畢竟，由央行主導貨幣市場，可能會扭曲價格訊號。

2. 央行停止購買政府債券的行為，會被視為經濟強勁復甦的訊號。因此，央行應審慎為之，並向市場宣示，央行仍會視市況買進資產。由於購買政府債券的目的是影響整體信貸狀況，央行不應看到長債殖利率持續下滑後，就決定停止買進，也應根據大範圍的指標（如，對非金融部門的信貸成長量與放款調查），再做出最後決定。

3. 央行出售買進的資產係長期議題。大規模賣出買入的資產，會導致長債殖利率上揚，擴大市場利差。在這方面，央行若能定期預先宣告出售資產的時間表，能降低可能引發的市場波動。若央行擔心出售資產會干擾市場，但又想吸納市場的流動性，則可利用這些資產作為吸納短期流動性操作的擔保品。

4. 民間部門證券應從央行資產負債表上移除，因為這是準財政操作，會讓央行暴露於本應由政府承擔的信用風險。此外，央行買進民間部門證券已超出流動性管理操作的範圍，讓整體貨幣政策操作更形複雜，並涉及移轉資源至特定經濟部門或特定交易對手的問題。央行是否停止買進民間部門證券的決定，應根據市場指標（如特定市場的信用利差）、機制的使用狀況，以及證券的整體

發行量。而在出售資產方面，則應評估此類證券的價格、波動度及週轉率等指標。

央行執行退場策略時，有效且創新的政策溝通將扮演非常重要的角色。因為央行的退場措施可能引起市場極大的困惑，例如，央行縮小對特定市場的流動性支撐措施規模，可能讓市場誤以為央行緊縮貨幣政策。相反地，升息會導致市場質疑央行承諾持續支持狀況不佳市場的決心。因此，央行應提出一套整體的退場策略，並且謹慎地向市場解釋央行各種看似衝突的行動所代表的意

義。此外，鑒於不確定性仍高，央行應避免過度明白地描述行動的細節，以保持政策彈性。

更重要的是，應確保退場策略的執行，不以犧牲央行的獨立性為代價。許多國家大規模舉債的狀況將長期延續，將誘使政府施壓央行，最終可能肇致央行放棄維持物價穩定的承諾；或是政府要求央行維持或擴大對市場的支撐措施。因此，由制度面、操作面及財務面維持央行的獨立性，實為當務之急。

四、金融穩定措施的退場

金融穩定措施包含存款保障措施、資本支持、債務與資產保證計畫，以及購買不良資產計畫。

(一) 金融穩定措施的整體退場策略

政府應謹慎考慮是否預先宣告金融穩定措施的退場時間表。因為金融穩定措施的退場原則是，政府應確認第一階段的退場措施取得成功且可持續的結果後，再進行下一階段的退場措施。尤其是，債務保證方案應依債務評等，分批退場，亦即，先撤除對專業債權人的保證，確認結果成功後，再撤除對次一等級債權人的保證。

此外，政府應持續更新、改善金融法規與監理架構，同時加強監理導致金融危機的高風險活動，以避免危機時期的干預政策導致道德風險升高的情況。政府亦應要求銀行

與其他金融機構持有足夠的資本緩衝，以確保金融穩定。然而，即便這些領域都取得進展，針對體質最不健全的機構，政府仍需要採取保護措施，以避免系統性金融措施的退場，對該機構造成負面衝擊。

更重要的是，各國應採取協調一致的金融穩定措施退場方法，以避免不穩定的外溢效果(spillover effects)。由於部分國家的金融市場緊密連結，若各國未經協調，擅自取消財務性保證措施或緊縮法規條件，會導致資本於國際間快速移動，不但傷害經濟復甦，亦破壞政府威信。而比鄰近國家先採取退場措施的國家，更須審慎面對這些風險。這些領先國家應確保其國內經濟體質強韌，能度過因為支撐政策退場所引發的資本外流衝擊。

（二）存款保障措施的退場

已預先宣布存款保障措施退場日期的國家，須審慎監控整體市場改善情況與存款者的信心，並做好隨時終止退場計畫，或延後退場日期的準備。

（三）債務保證計畫的退場

G20 國家採行的債務保證計畫，應設計誘因（如，逐漸降低債務保證範圍，或提高保證費率），促使金融機構回到由市場籌資的舊模式。因此，銀行是否有能力獨自透過市場籌資，係決定債務保證退場時間表的重要關鍵。此外，債務保證計畫的退場，應與央行流動性支撐措施的退場協調一致。

（四）民營化已收歸國有的金融機構

因為金融危機收歸國有的金融機構，待進行業務重組、改善體質後，不再有危及金融體系穩定的疑慮時，政府始能將之出售。然而，國有金融機構往往缺乏效率、競爭力不足，還會妨礙金融市場發展。因此，政府須權衡利弊，於兩者間取得平衡。

（五）不良資產管理措施的退場，可能落在

其他的措施之後

金融危機期間，許多國家都推出不良資產的保證方案，但只有少數國家積極處理這些不良資產。因此，各國政府應儘快決定處理不良資產的形式，例如，將不良資產直接交由銀行管理、出售給特殊目的機構（亦即「壞銀行」(bad bank)模式）或出售給資產管理公司(AMC)，並據以施行。

然而，出售不良資產的時機不是只取決於該資產的表現，市場狀況亦為重要的評估依據。因為即便銀行成功重整，市場或許依舊無法吸納這些再度私有化的資產。此外，當維持一家資產管理公司的邊際成本高於出售資產的邊際收益時，政府須決定終止管理不良資產的特別方案。

最後，危機時期採行的資產管理架構，若有益處，應予以保留。強化銀行解決方案的方式，例如，過渡銀行(bridge banks)，或授權資產管理公司，應保留做為解決問題銀行方案的法律架構。雖然這些工具無法解決所有的問題，但在特定情況下則有明顯的效果。

五、財政政策的退場策略

財政領域面臨最艱鉅的退場挑戰。IMF 對 32 個已開發國家、44 個新興市場國家及 49 個開發中國家的研究指出，2007 年，4 成的國家有財政盈餘，但至 2009 年，此比例僅剩 1 成，反而是財政赤字佔 GDP 比重高於 3%

的國家，由 2 成暴增至 7 成，尤其集中於已開發國家，再再凸顯健全財政實為各國的當務之急。

（一）健全財政所需調整的規模

各國健全財政時，面臨維持政府債務比

率於目前的高水準，或是降低至較審慎水準的問題。長期而言，降低債務比率有利經濟成長，而維持高債務比率有下列明顯的缺點：

1. 若危機再現，政府缺乏進一步擴張財政政策的空間。

2. 一國的債務水準愈高，則違約風險愈高，抵禦風險的能力也愈差。

3. 主要國家的高債務水準會推升全球實質利率，不利民間投資與全球經濟成長。IMF 研究顯示，當債務對 GDP 的比率增加 1%，長期利率會上升 5bp，且隨著債務水準升高，利率上升的幅度愈大。此外，當許多國家同時陷入財政赤字窘境，自國外取得融資的難度提高，對利率的負面衝擊更大。

4. 義大利與日本過去 20 年的經驗顯示，高債務水準似乎與低度經濟成長相關。

因此，各國應視其危機前的債務水準、債務結構，及國內金融市場的胃納量，決定最適債務比率。例如，已開發國家的此一比率應低於 60%，新興國家則更低。

各國整頓財政的第一步就是大幅改善國內的結構性基礎財政餘額(primary balances)。因為已開發國家若要降低債務比率至 60% 以下，則未來 10 年內，要將結構性的基礎財政餘額占 GDP 的比重由負 41/3 調整至正的 32/3，尤其已開發國家還面臨人口老化相關支出增加的挑戰。另一方法是，透過溫和的通膨率，降低債務的實質價值。然而，當通膨

預期無法控制，政府最終為回復物價穩定，必須付出犧牲經濟成長的代價。

無可諱言地，各國實行健全財政計畫會面臨困難，但許多國家過去都已有相關經驗，可供借鑑。然而，多數已開發國家同時且長期的緊縮財政政策，則是史無前例，這將對全球需求構成明顯挑戰。

(二) 財政調整的組成結構

除前述所提的改善結構性基礎財政餘額外，由於多數已開發國家的稅負負擔已經很高，促使財政調整集中於支出面的縮減，而非收入面的擴大，包含改革退休基金支出、健保支出，抑制其他支出等。

此外，不同於貨幣政策，財政激勵措施的退場不是財政調整的主要挑戰，因為大部分的財政激勵措施都是暫時性的，尤其是許多支出項目，訂有時間限制或日落條款，會自動退場。僅有 1/5 的激勵措施係永久性的，須採取權衡性的終止措施。

雖然乍看之下，已開發國家的永久性支出明顯高於新興國家，但新興國家高比重的基礎建設支出激勵方案，將會導致較高的未來營運經常性支出與維修費用，且基礎建設的需求將促使新興市場國家未來的公共支出持平或上揚，因此新興國家亦須妥善因應未來的財政變化。

(三) 其他能協助健全財政的改革方案與制度

1. 結構性的改革措施

各國須進行結構性的改革措施，如提高商品市場的競爭、取消勞動市場與稅制的扭曲，這能提高財政收入、降低負債比，以及抵銷人口老化的負面衝擊。

2. 設置地位穩固的預算機構

各國須設立地位穩固的預算機構，俾協助政府推行成功的財政健全計畫。因為預算機構能確定財政調整的程度，設計可靠的財政健全計畫，並依預算程序執行財政健全計畫。此外，近期經濟危機的若干特質，例如，財政挑戰的範圍之大，包括未來面臨的高度不確定性、一系列大規模的政府干預措施，以及牽涉的政府機關數目眾多，凸顯世界各國改善預算制度的必要性。

然而，基本的財政報表付之闕如。雖然政府對所面臨的財政風險略為提高其透明度，但仍缺乏關於財政風險的綜合性報告。目前，僅有少數國家在預算書中聲明財政風險，且只針對正式保證(formal guarantees)的債務提出風險分析。G20 中的幾個國家已發

展綜合性、具約束力的中期預算架構，要求財政目標須具體轉化為預算的一部分，而獨立的財政機構亦能強化財政政策的可信度。

此外，為成功實施財政健全計畫，政府應採取更嚴格的由上而下的編列預算方法，以及保有執行預算的某種彈性程度。

(四) 政府的資產負債表於支撐財政措施退場上扮演重要角色

政府若妥善處理於金融危機期間取得的金融資產，約可降低債務佔 GDP 的比率 1.5-2%。同時，政府應採用可被外界接受的會計標準，以公平價值法評價資產、認列損失，提高透明度。

此外，政府須彌補央行進行準財政干預產生的損失，並對存款保險制度，進行全方位的改革，以檢視存款保險基金運作情況與其資金來源。

最後，政府須審慎管理債務的到期結構，俾提高抵禦能力，以因應公債存量大增，以及隨著經濟復甦而上升的利率風險。

六、各國退場策略的國際關聯性

(一) 國際協調合作有其必要

危機爆發時，各國同步採取救市措施。但目前各國經濟復甦程度不一，退場步調自然亦不相同。毫無疑問地，各國政府應採取最適合其國內經濟狀況的退場步調，但對於經濟金融情勢密切相關的經濟體，某種程度

的國際協調行動則是必要的。因為各國改變貨幣與財政政策立場不僅影響國內需求，亦會產生外溢效果，影響貿易夥伴。尤其是，大國若無法健全財政，會助長通膨預期，推升全球利率。然而，佔全球經濟比重極高的國家，若同步撤出總體經濟激勵措施，會降

低外部需求，減緩全球復甦速度，則是潛在的風險。

因此，雖然各國退場的時機點不同，但為降低外溢效果的負面衝擊，並促進國際間行動的一致性，有必要設計一套退場措施的原則。此外，各國有必要定期交換退場計畫的資訊，並瞭解可能產生的外溢效果。

（二）資本大量流入的因應方式

主要已開發國家採行的極度寬鬆貨幣政策，造成資本大量流入高利率的國家。IMF建議這些國家可採取下列方式因應：

各國應採取更具彈性的匯率制度。擁有鉅額貿易順差的國家，須將資源由貿易部門

移往非貿易部門，而貿易逆差國則藉貨幣貶值，調整過度擴張的國內需求。然而，貨幣快速升值會傷害順差國的出口部門，短期內會改變貿易條件，長期則會產生負面的磁滯效應(hysteresis effects)。

雖然直接管制資本移動會降低套利交易的利得，但是這效果可能只是暫時的。而央行的沖銷干預雖能暫時限制貨幣升值的幅度，但會產生龐大的準財政成本，此外，市場對未來升值的預期，仍會進一步吸引資本流入。因此，政府可採取新的審慎措施或加強實施現有的審慎措施，處理因資本移動引發的金融緊縮。

（本文完稿於99年3月，譯者為本行業務局辦事員）

