

國際金融參考資料

第六十三輯

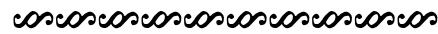
中央銀行經濟研究處編印

中華民國 101 年 6 月

國際金融參考資料

第六十三輯

目 錄



1. 近年日圓升值對日本產業影響之研究..... 高超洋、簡汝嫻..... 1
2. 美國非傳統貨幣政策之採行及其影響..... 張 志 揚..... 23
3. 通膨目標機制之現況..... 陳 佩 玗..... 47
4. 因應當前困境的 J 曲線財政整合策略..... 黃麗倫、陳星豪..... 68
吳黃蘋
5. 都是資本主義惹的禍!?:
論資本主義的是非、功過與改革之道..... 鍾世靜、朱美智..... 78
吳黃蘋



版權所有，未經同意，請勿轉載。

近年日圓升值對日本產業影響之研究

高超洋、簡汝嫻

摘要

2010 年下半年以來，日圓快速升值，一舉突破 1995 年 1 美元兌 79.75 日圓之歷史高點，2011 年 10 月底更攀抵 75.32 日圓。此波日圓升值，主要受避險及套利等外在因素影響，並非日本經濟基本面較好。因此，對產業之衝擊更甚於過去。

本研究之目的在探討近年日圓升值對日本產業之影響，以及因應對策，希冀藉此研究汲取可供本行及產業界因應匯率波動之參考。本文主要研究結論如下：

（一）強勢日圓非短期現象，對產業之衝擊更為嚴峻

歐美經濟前景不佳，避險資金持續流入，加以預期日本通貨緊縮現象仍將持續 1 至 2 年，理論上將加重日圓升值之壓力，強勢日圓恐非短期現象。根據內閣府調查，2011 年出口企業之損益兩平匯率約在 1 美元兌 86.3 日圓，遠低於近期日圓匯價，顯示日圓升值已嚴重影響出口企業之正常營運。

（二）災後日圓升抵历史新高，加速產業空洞化

1980 年代後期及 1990 年代中期日圓急

升，曾經促使日本企業外移，導致產業空洞化，造成雇用機會減少、地方產業衰退、生產技術下降，以及國際競爭力下滑，長期使得日本潛在成長率下降。311 強震後，日本產業界面對供應鏈中斷、供電不足等困境，加上日圓頻創新高，更加速產業空洞化，外移產業由傳統產業進一步擴大至高科技產業。

（三）日圓升值對汽車業之影響最大，電子業則相對較輕

汽車業因國際市場競爭激烈，特別容易受到日圓匯率波動之影響。一般機械及精密機械產業，技術層次較高較不受影響。至於電子及半導體業，價格主要受市場供給需求之影響，長期以來受日圓升值之影響相對較小。

（四）匯率風險成為中小企業破產之主因

中小企業逐漸被納入國際分工體系之一環，一旦大企業受匯率升值而影響獲利時，經常要求中小企業配合降價，或將匯率風險轉嫁中小企業。因此，中小企業間接受到匯率波動之風險愈來愈高。近年因購買高風險外匯衍生性商品導致巨額損失，或發生匯

損，已成為日本中小企業歇業或破產之主因。

（五）企業期待日本政府之因應對策主要為 穩定匯率

短期間，日本企業透過價格轉嫁與進行金融交易避險等方式，降低日圓升值所造成之衝擊。長期間，主要係透過強化國內與海外生產，進行結構調整因應。企業期待日本政府之因應對策，主要為干預外匯市場穩定匯率、降低企業稅，以及積極實現新成長戰略等。

（六）日本政府之因應對策主要為協助產業 升級及提供中小企業金融支援

在阻升日圓成效不佳之情況下，日本政府之因應對策轉而聚焦於協助產業升級，主要政策包括：（1）擴大產業革新機構之機制，支援產業開發核心技術；（2）日本央行提供資金培植新興產業，以及（3）提供外匯特別帳戶約 10 兆日圓資金，帶動企業進行海外購併，以及收購重要天然資源及能源，並提高美元需求以穩定匯市等。

提供中小企業金融支援主要政策包括：

（1）擴大信保基金規模；（2）透過公營政策行庫對中小企業提供金融支援，以及（3）擴充就業穩定獎助金等。

日圓升值促使日本企業增加對外投資已是必然趨勢，近年支撐日本之經常帳順差已由商品及服務收支轉為所得收支。未來，如何促使企業之國外收益回流日本，並強化對國內勞工之利益分配機制，藉以增加國民所

得促進民間消費，形成一個良性循環，為日本政府未來可努力之方向。

（七）對我國之啟示

1、協助中小企業因應匯率風險，提供適當的避險工具

中小企業之匯率風險愈來愈高，日本及南韓均曾發生中小企業為規避匯率風險，購入高風險的外匯衍生性金融商品，蒙受嚴重損失。監理機關宜對金融機構提供中小企業之匯率避險工具加強監理，避免類似事件發生，並輔導金融業者積極發展有利中小企業之匯率避險工具。

2、積極調整產業結構，提高非貿易財部門之競爭力及效率

歐美經濟前景不佳，Fed 第 3 度執行量化寬鬆政策之可能性增加，弱勢美元恐非短期現象。如何調整產業結構因應匯率升值，不僅為日本之難題，亦為我國迫切之課題。除需持續強化經濟供給面各項要素（例如勞動、資本等）之外，如何協助非貿易財部門提高生產力，例如強化服務業之競爭力及效率，成為政府之施政重點。

3、我國宜降低對日本之進口依賴，減少對經濟之衝擊

強勢日圓若為長期現象，勢必帶動我國進口物價上漲，不利產業競爭力。再者，日本經濟若因日圓升值再度陷入衰退，對我國對日出口亦將產生連鎖的負面衝擊。為減緩日圓升值對我國經濟之影響，建議企業宜分

散關鍵零組件及原材料之進口來源，並積極提升國內生產關鍵零組件之能力。例如，藉由「台日投資合作協議」加強對日招商，吸

引擁有高技術之日本企業來台投資，以減少對日本之進口需求，並增加技術合作及升級之管道。

壹、前言

2010 年下半年以來，日圓急升，突破 1995 年 1 美元兌 79.75 日圓之歷史高點，2011 年 10 月 31 日更升抵 75.32 日圓。此波日圓急升，主要受避險及套利等外在因素影響，並非日本經濟基本面較好。因此，對產業之衝擊更甚於過去。

過去幾次日圓急升過程中，日本之纖維、紡織、食品及成衣等產業深受其害。憑藉技術及品牌不斷創新，汽車、電子及化學等產業仍具國際競爭力。惟近年來，日圓急升加速企業外移腳步，且伴隨高階人才及技

術之外移，日本產業空洞化進一步惡化，未來將不利產業之發展。

本文旨在探討近年日圓升值對日本產業之影響，以及因應策略，希冀藉此研究汲取可供本行及產業界因應匯率波動之參考。除此前言外，本文第二節分析近年日圓急升之特徵與背景；第三節探討日圓急升對日本產業競爭力之影響；第四節進一步研究日圓升值對各產業之影響；第五節則是介紹企業及之日本政府之因應策略。至於結論，則是綜合研究成果，並提出政策建議。

貳、近年日圓升值之背景

2008 年全球金融危機後日圓開始大幅升值，從 2008 年 7 月底之 1 美元兌 107.91 日圓，升至 2011 年 10 月底之史上新高 75.32 日圓，升值幅度達 43.3%。下文擬深入分析影響近年日圓匯率波動之主要原因。

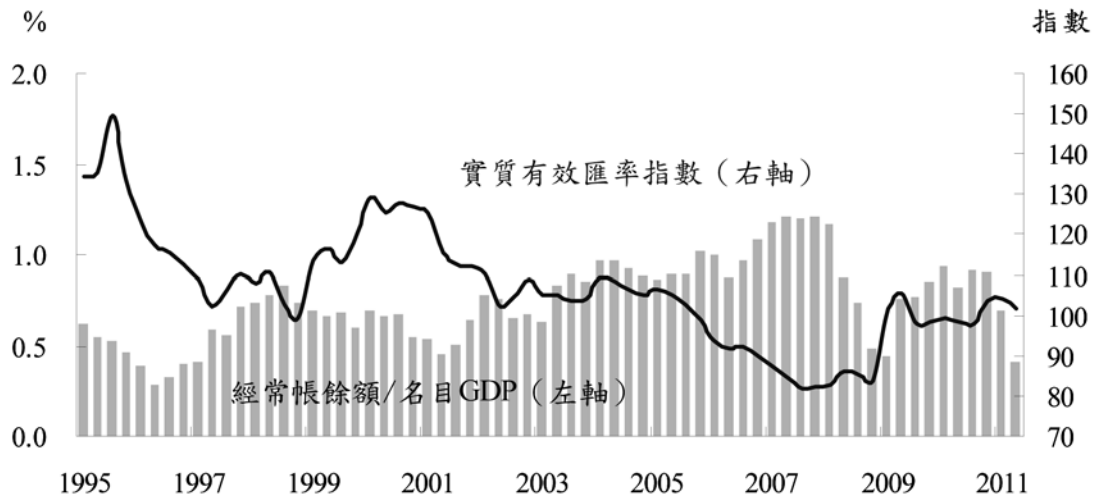
一、日圓匯率與經常帳之關係下降

由日圓實質有效匯率指數觀之，1990 年代與經常帳餘額變動之關連性甚高，伴隨經常帳餘額占名目 GDP 比重下滑或上升，日圓實質有效匯率亦隨之走貶或走升（圖 1）。惟

2000 年代之後，日圓實質有效匯率與經常帳餘額變動逐漸脫鉤。2000 年至 2007 年間，經常帳餘額占名目 GDP 比重一路上升，日圓實質有效匯率指數卻逐步下滑。2009 年初，再度轉呈同步變動，之後兩者相關性再次下降。此一變化主要與國際間資金大規模移動，匯率受資金面而非經常帳變化所主導有關。

二、日圓匯率與美、日兩國利差走勢趨於一致

圖 1 經常帳餘額與日圓之關係日益模糊



資料來源：Thomson Datastream及BIS

2008 年全球金融危機重創國際金融市場，早先利用日圓大量進行利差交易之國際投機客（主要為避險基金），為避免投資部位之風險持續擴大，紛紛進行反向操作（註 1）。從原先大舉借入日圓投資高利率貨幣資產（例如澳幣、紐幣），轉為賣出高利率貨幣資產返還日圓。投機資金回流，加上 Fed 兩度實施量化寬鬆政策，為全球金融體系注入大量的流動性，使得美元漸次取代日圓在利差交易中融資貨幣之角色，也間接帶動這一波日圓強勢回升（註 2）。

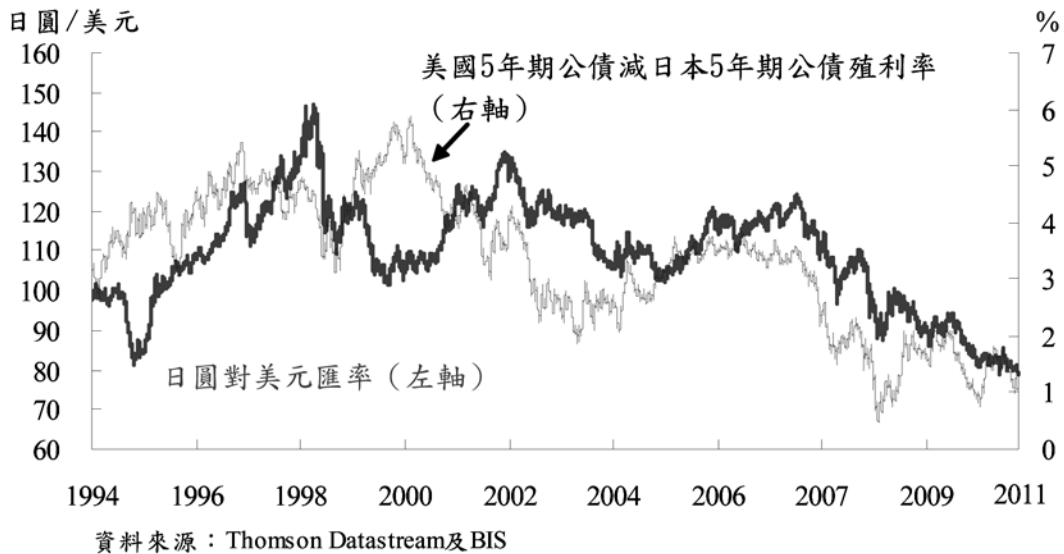
伴隨美國利率下滑，美、日利差縮小。圖 2 顯示，日圓匯率之波動與美、日 5 年期公債殖利率利差之變動趨勢逐漸呈現一致性（註 3）。特別自 2010 年起，日本短期公債殖利率已接近零水準，無進一步下降空間。因此，未來日圓走勢受 Fed 貨幣政策動向之影響愈來愈大。未來，若市場對 Fed 進一步寬鬆貨幣政策之預期增加，日圓恐將進一步走強。由於日本長期處於通貨緊縮之環境下，目前美國通貨膨脹率較日本約高出 3.5 個百分點，導致日本實質利率高於美國約 3.36%，

（註 1）日本經濟自 1990 年代初期資產泡沫破滅後，歷經「失落的 10 年」（the lost decade）。在此期間，日本央行為挽救持續低迷的經濟，長期採行零利率政策，大幅壓低日圓借貸資金成本。再者，近年來金融全球化之趨勢，促使全球資金快速移動，熱錢流竄，更助長投機炒作風氣。在這樣的國際環境下，直接或間接地造成日圓利差交易（carry trade）之盛行，成為壓低日圓匯價之一股力量。

（註 2）參考吳孟道（2010）。

（註 3）過去市場係以美、日 2 年期公債利差為日圓走勢之重要參考指標。惟 2011 年 8 月 9 日 Fed 宣布低利率政策將延長至 2013 年中，影響所及，美、日 2 年期公債利差幾乎接近於零水準。據此，本報告嘗試以美、日 5 年期公債利差為日圓走勢之新參考指標。

圖 2 日圓匯率走勢與美、日兩國利差呈現連動



有利於投資人中長期持有日圓資產，此亦促使日圓有持續升值之壓力。

三、國際上的避險及投機交易加劇日圓波動

戰後，日本經濟曾經歷 3 次日圓急升之衝擊，包括 1985 年廣場協議後日圓由 1 美元兌 250 日圓急升至 120 日圓、1995 年初日圓突破 1 美元兌 80 日圓，以及 2008 年全球金融危機至東北大震災後，日圓創下 1 美元兌 75.32 日圓之歷史高點。回顧上述日圓大幅升值之背景，均與當時美國經濟前景不佳或國際金融市場出現信用危機相關。由於日本為全球最大淨債權國，資金很容易流向日圓資產進行避險(註 4)。

近年在日本經濟基本面相對不佳之情況下，日圓持續走升，亦與投機性交易推波助瀾有關。觀察芝加哥商品交易所之日圓期貨契約交易，其中 2008 年下半年以來非商業性交易部位呈現持續買超(圖 3)，與日圓升值走勢一致。

四、通貨緊縮下，強勢日圓恐非短期現象

近年日圓大幅升值亦與日本經濟長期處於通貨緊縮之環境下有關。日本央行預期 2012 年及 2013 年日本仍將處於通貨緊縮之下，若單純根據相對購買力平價說，日本物價上漲率小於其他國家之物價上漲率，則日圓仍將呈現升值，強勢日圓恐非短期現象

(註 4) 根據國際貨幣基金 (IMF) 及各國央行網站統計，2010 年底日本國際投資淨資產 3.07 兆美元，為全球最大淨債權國、中國大陸 1.79 兆美元居次、第 3 名德國 1.38 兆美元、第 4 名瑞士 7,863 億美元、第 5 名香港 6,938 億美元、第 6 名台灣 6,569 億美元。

圖 3 芝加哥期貨交易所日圓非商業性交易部位變動情形

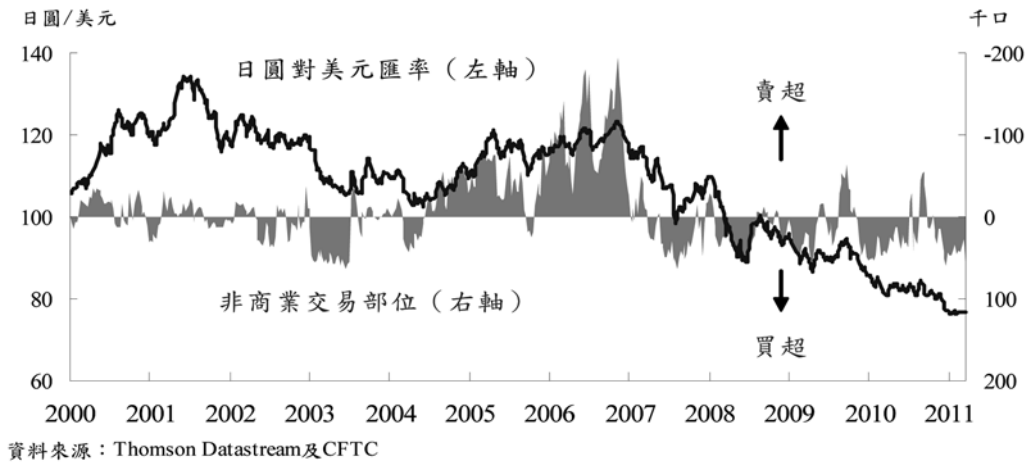
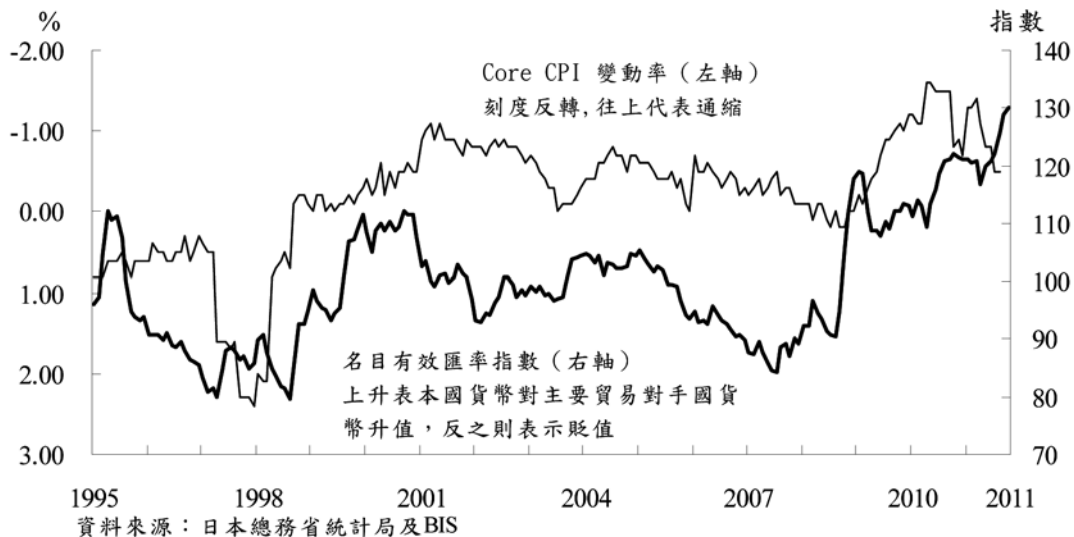


圖 4 日圓升值與通貨緊縮之惡性循環



(註5)。由圖4觀之，2008年之後，日圓升值與通貨緊縮之惡性循環現象日益顯著，日本核心CPI指數年增率下降幅度擴大，日圓匯率亦隨之走強。

五、日圓持續升值將衝擊整體經濟成長

日本出口相對於GDP之比率約為15%。日圓持續升值，不但影響出口及企業之投資意願，亦波及民間消費與經濟成長。

根據日本內閣府與瑞穗綜合研究所於2011年底之最新估計，日圓升值10%第1年

(註5) 參考高橋俊樹(2011)。相對購買力平價說：匯率之變動率 = 本國物價上漲率 - 外國物價上漲率。

將使日本經濟成長分別下降 0.19 及 0.31 個百分點，第 2 年下滑幅度更大，對出口之衝擊更超過 1 個百分點以上。

表 1 日圓升值 10% 對日本總體經濟之影響

單位：%

	內閣府		瑞穗總合研究所	
	第 1 年	第 2 年	第 1 年	第 2 年
實質 GDP	-0.19	-0.38	-0.31	-0.41
設備投資	-0.03	-0.16	-1.04	-1.72
出口	-1.67	-2.11	-1.22	-1.14
進口	0.15	0.18	0.13	0.10
生產者物價	--	--	-0.77	-0.99
消費者物價	--	--	-0.22	-0.32

資料來源：內閣府經濟社會總合研究所、瑞穗總合研究所

參、近期日圓升值對產業衝擊更甚於過去

1990 年代中期日圓大幅升值至 1 美元兌 80 日圓，由於當時日本企業之技術力與市占率凌駕於其他新興國家，可輕易將日圓升值之影響轉嫁於售價或提高生產力加以因應。惟 2000 年代泡沫經濟破滅後，日本經歷「失落的 10 年」，產業之國際競爭力大不如前，加以亞洲四小龍及中國大陸崛起，產業競爭力大幅提升，因此此波日圓大幅升值對日本產業之衝擊將更甚於過去。

一、日圓升值幅度已影響企業經營

此波日圓快速升值，幅度遠超過一般預期，使出口企業難以調適。1993 年至 1995 年

間，日圓匯率曾持續高於當時出口企業損益兩平之匯率水準，造成企業大規模倒閉。2008 年起，日圓匯率再度高於企業損益兩平之匯率水準，2010 年之後差距更形擴大（圖 5）。根據日本內閣府「企業行動相關調查」，2011 年出口企業損益兩平匯率約在 1 美元兌 86.3 日圓，遠低於近期日圓之價位，顯示日圓大幅升值嚴重影響企業之正常營運。

二、企業加速外移以因應日圓升值

產業空洞化雖沒有明確的定義，不過一般是以由於製造業生產據點之外移，因而對其國內經濟產生負面影響稱之（註 6）。

(註 6) 參考深尾京司、袁堂軍 (2001)。「產業空洞化」一詞，國內學者尚無嚴謹且一致的定義。產業空洞化一詞，原為英文「hollowing out」，指製造業廠商對外投資，外移生產據點與技術，對本國經濟產生負面影響的一種現象。就這一觀念而言，應指「製造業空洞化」較為恰當。

圖 5 日圓匯率與出口企業損益兩平匯率之變化

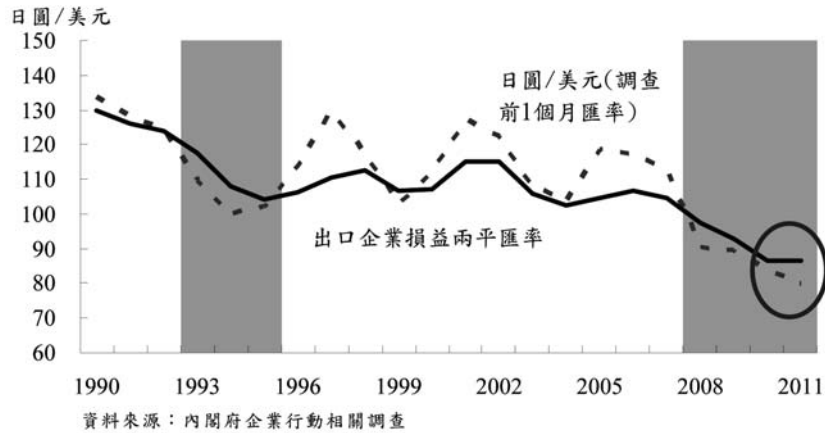
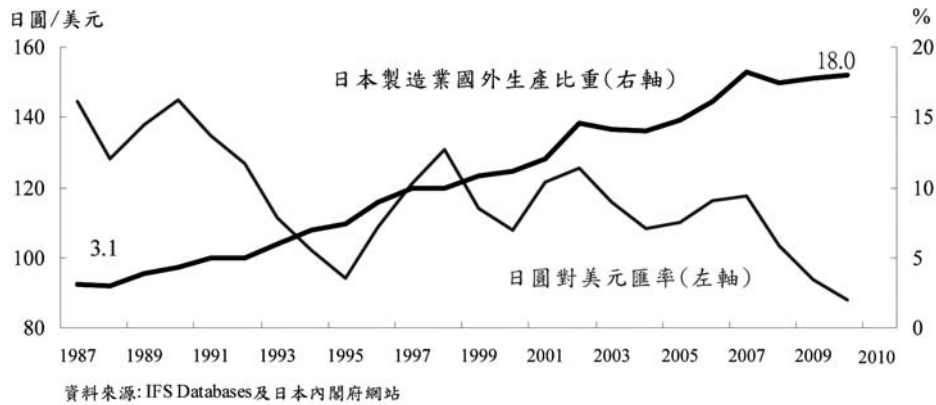


圖 6 日本製造業國外生產比重之變化



1985年廣場協議日圓大幅升值以來，日本企業持續致力於降低各項成本，以因應日圓升值之衝擊。惟近年日圓頻創新高，加以壓低成本之能力已達極限。因此，此次企業大多選擇加速將生產基地移往國外。一旦企業大規模外移，將同時帶走人才與技術，產業空洞化將進一步惡化，對產業長期競爭力

產生不利影響(註7)。

日圓大幅升值導致日本製造業國外生產比重由1987年之3.1%持續向上攀升，2010年已達18.0%(圖6)(註8)。

以產業別來看，生產過程可微細分工之輸送機器(汽車)、電機機器，以及資訊與通信機器，國外生產之比重持續維持於較高

(註7) 參考日本貿易振興機構(2010)及みずほ総合研究所(2011)。

(註8) 根據帝國資料庫公司於2011年8月3日公布之「對產業空洞化之看法調查」亦顯示，(1)有5成以上企業認為日圓急升將加速企業外移腳步；(2)76.5%企業憂慮產業空洞化問題，尤其是精密機械及汽車業超過8成；(3)外移地區亞洲超過8成，大幅超過歐美之1.6%；(4)企業外移之主要原因為日圓急升占49.2%、人事費用過高占39.5%。

水準（表 2）。根據三菱東京 UFJ 銀行對日本汽車產業最集中之東海地區之調查報告指出，目前日本經濟前景最大的不確定因素為日圓走勢，日圓若進一步升值超過 1 美元兌 80 日圓，不僅壓低企業業績，中長期將加速汽車及廣大的相關零組件製造業之空洞化（註 9）。

經濟產業省之研究（2011 年）亦顯示，產業空洞化現象除伴隨企業之全球化進展而日益明顯外，與日圓大幅升值亦密切相關（註 10）。日圓大幅升值導致出口商品之價格競爭力下降，進口商品之價格競爭力上升，進口及國外生產將替代國內生產，企業對外直接

投資擴大進而取代對國內之投資。再者，促使國內生產資源由貿易財之生產，朝向非貿易財之生產。產業空洞化導致日本國內雇用機會減少、地方產業衰退、生產技術下降，以及國際競爭力滑落，最終將促使日本之潛在成長率下降（註 11）。

企業外移導致產業技術水準下降，主要係工廠外移後造成國內勞工之組裝成品技術，以及製作工程技術水準降低。過去大型企業與中小企業衛星工廠緊密之垂直分工或水平分工，伴隨大型企業外移，造成技術整合能力下降，長期將導致全體產業技術水準下滑（註 12）。

表 2 產業別國外生產比率之變化

單位：%

年度 產業別	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
纖維	8.0	6.7	6.6	8.4	7.3	6.3	9.0	11.1	9.5	6.2
化學	11.8	12.6	13.4	13.6	15.3	14.8	17.9	16.6	17.4	15.1
一般機器	10.8	10.2	10.1	10.7	11.7	13.1	14.3	14.4	12.8	(註)
電機機器	18.0	21.6	21.0	23.4	9.5	11.0	11.8	11.5	13.0	13.0
資訊通信機器					33.1	34.9	34.0	32.2	28.1	26.1
輸送機器(汽車)	23.7	30.6	32.2	32.6	36.0	37.0	37.8	42.0	39.2	39.3

註：2009 年度起因產業別分類變更，一般機械未列入統計。取而代之之產業為通用機械 21.2%、生產用機械 8.0%，以及業務用機械 12.9%。

資料來源：經濟產業省（2010），「海外事業活動基本調查」

(註 9) 參考三菱東京 UFJ 銀行（2011）。

(註 10) 參考日本經濟產業省（2011）。

(註 11) 參考中村吉明、渋谷稔（1994），以及松本和幸、白井喜久、松田正弘（1989）。

(註 12) 目前汽車產業之主力公司豐田汽車，2010 年海外生產比率高達 57%，日產汽車亦預估 2011 年海外生產比率將超過 70%，兩大汽車製造業海外生產比率皆創歷年新高。電子零組件及精密機械產業，亦同樣受到日圓升值之影響。目前村田製作所 15% 之國外生產比率，至 2013 年 3 月期將提升至 30%。富士電機控股公司則將增加功率半導體（Power semiconductor）之國外生產能力，至 2012 年第 1 季國外生產比率將增至 40%（2010 年第 1 季為 25%）。

過去，日本企業對外投資是將本國不具比較利益之產業移至國外；同時，透過回銷及進口技術層次較低之勞力密集產品，補充國內生產之不足，國內製造品仍具國際比較利益，巨額貿易順差持續存在。這種形式增加之對外投資，反映國內技術層次較低且勞力使用較密集之產業逐漸萎縮，產業空洞化問題並不嚴重，只是勞動市場供需機制失靈而浮現結構性失業問題。惟近年來，日本企業之海外投資擴張，開始伴隨高階人力及技術之外移，未來恐進一步削弱其本國貿易財產業之成長活力。若此種情況持續進行，未來製造品生產將不敷日本國內需求，而必須仰賴大量進口（註 13）。

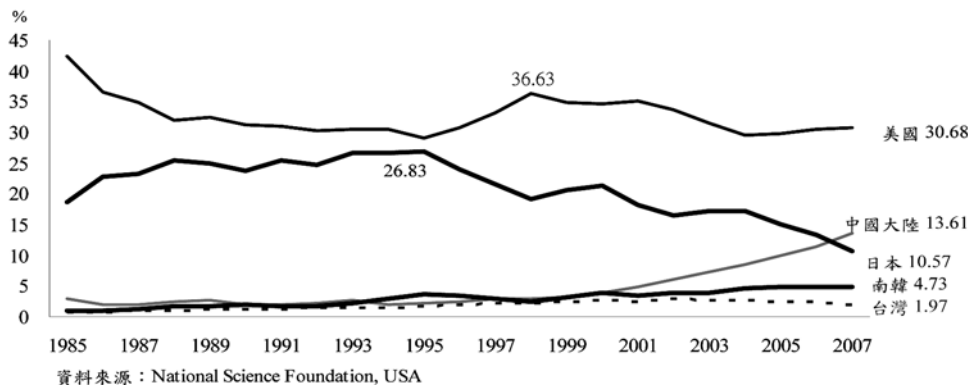
三、受日圓升值影響而外移產業，由傳統產

業擴大至高科技產業

1995 年日圓創下 1 美元兌 79.75 日圓之歷史高點後，日本高科技產業之附加價值占全球比重亦伴隨反轉下滑（註 14）（圖 7）。此一現象顯示，日圓大幅升值，日本企業積極進行海外直接投資，外移之產業逐漸由纖維、食品等傳統產業，擴大至通信、半導體、電腦及辦公室機器等高科技產業（註 15）。最近，更進一步擴及至液晶面板製造機器，以及鋰電池等尖端高科技產業，對日本產業未來之競爭力影響至鉅（註 16）。

日本大型企業 2011 年度海外設備投資較 2010 年度持續成長，其中以汽車產業規模最大，其次依序為化學及一般機械產業（表 3）（註 17）。

圖 7 主要國家高科技產業附加價值占全球比重



（註 13）參考 Dekle and Fukao（2008）。

（註 14）根據 OECD 之定義，高科技產業包括航太、通信、半導體、電腦、辦公室機器、醫藥、科學儀器，以及測量設備等。

（註 15）參考瑞穗總合研究所（2010）。研究顯示，此亦與日本之研發效率不彰密切相關。其主要原因包括：(1)研發投資集中於低收益產業；(2)研發能力停滯；(3)研發之技術價值低落，以及(4)研發之技術無法有效提高收益等。

（註 16）參考日本經濟新聞 2011 年 10 月 10 日報導。

（註 17）參考日本政策投資銀行（2011）。

表 3 近年日本產業海外投資之變化

(單位：億日圓，%)

	海外設備投資額		增減率		構成比	
	2010年度	2011年度	10/09	11/10	2010年度	2011年度
	實際	預計			實際	預計
整體產業	20,849	31,115	18.9	49.2	100	100
製造業	14,958	23,133	27.6	54.7	71.7	74.3
化學	1,698	2,678	19.2	57.7	8.1	8.6
非鐵金屬	1,318	2,903	177.7	120.2	6.3	9.3
一般機械	1,765	2,732	32.3	54.7	8.5	8.8
電氣機械	1,387	1,708	62.5	23.1	6.7	5.5
汽車	6,130	9,779	36.3	59.5	29.4	31.4
非製造業	5,891	7,982	2.5	35.5	28.3	25.7
運輸	2,594	2,352	5.1	9.3	12.4	7.6
流通	518	795	72.4	53.4	2.5	2.6

資料來源：日本政策投資銀行調查

日圓大幅升值導致企業發生巨額匯損，影響高科技產業對研發之投入，長期亦影響其國際競爭力。根據東京商工資料庫調查，2011年度第1~2季（4月1日至9月30日），於東京證券交易所上市之441家主要企業之匯兌損失總金額高達3,009億日圓，較上年同期增加3.3%。

四、日圓升值造成中小企業垂直分工體系鬆動，影響創新能力

日本經濟之競爭力一向在製造業，其中又以可細分生產零組件並垂直生產之汽車、電子機械等產業最具競爭力。日本之金字塔型分工生產體制，不但提升了零組件之品質，在價格競爭上也極具彈性，而這些層層

轉包之下層企業即是眾多的中小企業。中小企業在其各自的生產領域上，以極有效率的方式來提升其技術能力，並達成產品差異化之目標，成為新技術或是新產品之創新者。這種垂直生產分工體系可說是日本經濟競爭力之表現（註18）。

近年日圓大幅升值，中小企業受到之衝擊遠較大企業嚴重。大企業可運用外匯衍生性金融商品規避匯率風險，或將工廠外移至國外以降低生產成本。中小企業因日圓大幅升值造成訂單流失、購買高風險外匯衍生性商品導致巨額損失，或發生匯損，為其破產之主要原因（表4）（註19）。此一現象若持續擴大，日本產業以中小企業建構之垂直生

(註18)參考蘇顯揚(2003)。

(註19)根據東京商工於2010年11月9日公布之調查結果顯示，2010年1至10月因日圓急升，導致企業破產家數較上年同期增加3倍達58家，匯兌損失則增加7.5倍。東京都之大田區為中小企業（主要為機械產業）主要聚集地區，2010年起已出現大規模倒閉潮。

表 4 近年中小企業倒閉之主要原因

	2008		2009		2010		2011		累計	
	件數	比重 %	件數	比重 %	件數	比重 %	件數	比重 %	件數	比重 %
因購買高風險外匯衍生性商品導致巨額損失	3	21.4	13	37.1	25	43.1	11	45.8	52	39.7
匯損	1	7.1	3	8.6	4	6.9	5	20.8	13	9.9
訂單減少	6	42.9	6	17.1	18	31.0	5	20.8	35	26.7
出口不振	4	28.6	8	22.9	11	19.0	2	8.3	25	19.1
觀光客減少	0	0.0	5	14.3	0	0.0	1	4.2	6	4.6
合計	14	100.0	35	100.0	58	100.0	24	100.0	131	100.0

註：2011 年資料為 1-6 月合計。

資料來源：帝國資料庫

產分工體系將因而鬆動，企業間技術互相觀摩或是擴張合作之機會喪失，阻礙製造業未來發展。至於少數將生產據點外移之中小企業，為避免重複投資，亦可能停止在日本國

內之技術研發，結果帶來日本技術水準之低落。分工體系鬆散或是技術水準低落，中長期將成為創新產業或是創新技術之阻礙。

肆、日圓升值對個別產業之影響

日圓大幅升值，依產業輸出依存度之高低，影響程度不同。以下，依據內閣府之實證研究，探討日圓升值對各產業之影響。

一、對汽車產業出口之影響最大

實證結果顯示，2000 年代日圓升值抑制出口之效果較 1990 年代明顯(註 20)。此與新興國家生產技術提升，日本產品逐漸被捲入激烈的價格競爭有關。特別在輸送用機器

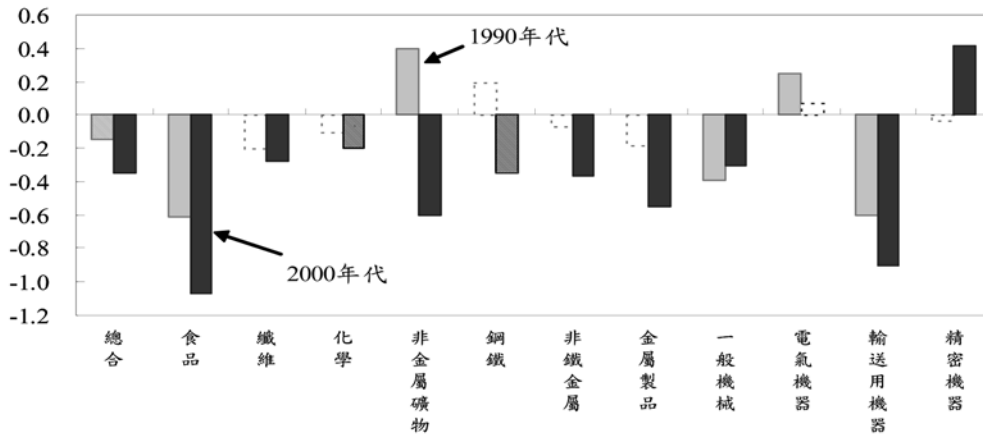
(以汽車產業為主)，由於日本與歐美國家，以及近年來技術快速進步之南韓，競爭相當激烈，因此最容易受到日圓波動之影響(圖 8)。一般機械及精密機器，由於技術層次較高，加以泛用零組件已逐步於當地生產，較不受日圓升值之影響。至於電氣機器產業，大部分為電子及半導體產品，價格主要受市場供需之影響，長期以來受日圓升值之影響相對較小。

(註 20)參考內閣府(2010)。日圓升值對各產業出口之影響，由以下公式推算：

$$\Delta EX = \alpha_1 \times \Delta CLI + \alpha_2 \times \Delta re$$

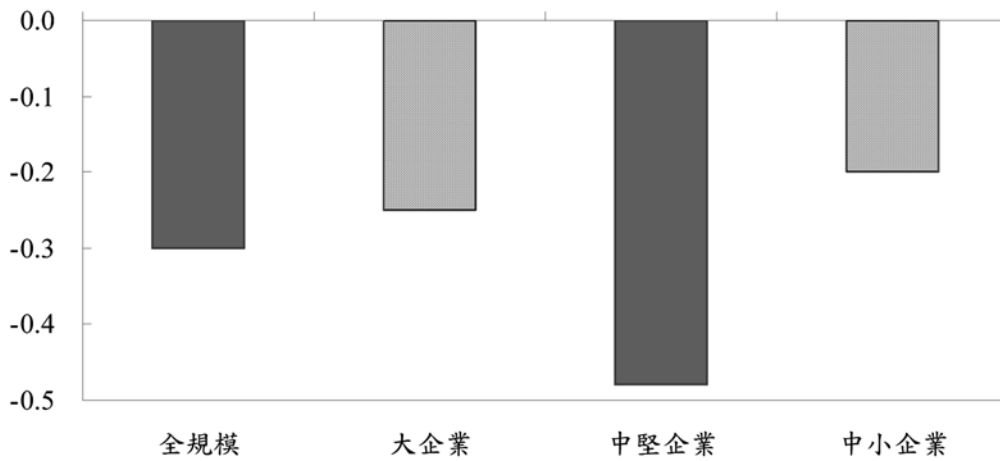
EX：輸出數量指數；CLI：OECD 領先指標；re：實質有效匯率指數。推算期間為 1999~2010 年度。

圖 8 日圓升值對各產業之影響



註：實心直條圖指達 5% 顯著水準，斜線直條圖指達 10% 顯著水準，點線直條圖不顯著。
資料來源：轉載自內閣府 (2010)，「日本經濟 2010-2011」

圖 9 日圓升值對企業收益率之影響



資料來源：轉載自內閣府 (2010)，「日本經濟 2010-2011」

二、對中堅企業之收益影響較大

實證結果顯示，日圓對美元升值 1 日圓，日本全體企業之收益將減少 0.3%。相較於大

企業及中小企業，日圓升值對中堅企業之收益影響較大 (圖 9) (註 21)。分析其原因，係大企業雖受匯率變動而影響出口，惟可利

(註 21) 日本對大企業之定義為資本額在 10 億日圓以上之企業；中堅企業資本額在 1 億日圓以上，未滿 10 億日圓；中小企業資本額在 1,000 萬日圓以上，未滿 1 億日圓。

用提高國外生產比重，或藉由購買外匯避險商品而降低匯率風險；中小企業產品大部分仍以內銷為主，較不受匯率波動影響；至於中堅企業，介於大企業及中小企業之間，最容易受到匯率升值之影響(註 22)。

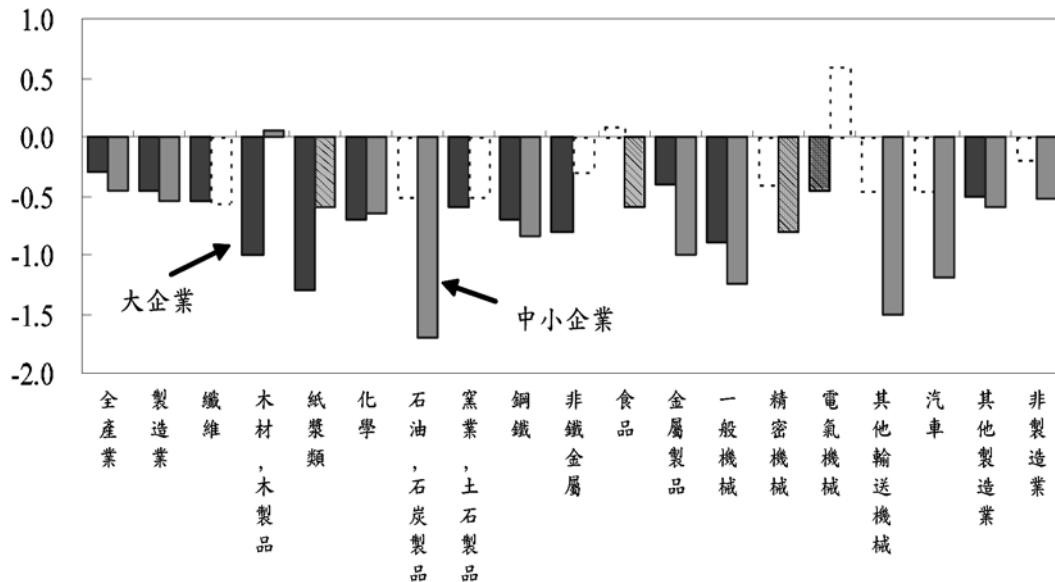
三、影響中小企業之機器設備投資意願

實證結果顯示，日圓升值導致企業預期

未來收益減少，將影響其機器設備投資意願(註 23)。惟機器設備投資若為中長期計畫，則較不受日圓暫時性升值所影響。精密機械、電氣機器之大企業及中小企業，以及汽車業之大企業，其機器設備投資較不受日圓升值影響，或影響不明顯(圖 10)。

值得注意的是，中小企業產品過去一向

圖 10 日圓升值對各產業設備投資之影響



註：1. 每一產業均繪製大企業及中小企業 2 條，左邊為大企業，右邊為中小企業。
 2. 實心直條圖指達 5% 顯著水準，斜線直條圖指達 10% 顯著水準，點線直條圖指不顯著。
 資料來源：轉載自內閣府，「日本經濟 2010-2011」

(註 22) 參考內閣府 (2010)。日圓升值對企業收益率之影響，由以下公式推算：

$$\Delta\pi = \alpha_0 + \alpha_1 \times \Delta_e + \alpha_2 \times \Delta DD + \sum_{k=3}^6 \alpha_k \times D_k$$

$\Delta\pi$ ：企業經常性收益變動率； Δ_e ：預設匯率與實際匯率之差； ΔDD ：國內供給與需求指數之變化； D ：調查時點之虛擬變數。推算期間為 1999~2010 年度。

(註 23) 參考內閣府 (2010)。日圓升值對各產業投資之影響，由以下公式推算：

$$\Delta I = \alpha_0 + \alpha_1 \times \Delta_e + \alpha_2 \times \Delta\pi + \sum_{k=3}^7 \alpha_k \times D_k$$

ΔI ：設備投資變動 (年增率)； Δ_e ：實質有效匯率 (與去年之差)； $\Delta\pi$ ：經常性收益 (年增率)； D ：調查時點之虛擬變數。推算期間為 1999~2010 年度。

以國內市場為主，惟石油製品、一般機械、其他輸送機械，以及汽車相關產業，受日圓升值而減少機器設備投資之現象近年來卻相當明顯。分析其原因，係中小企業近年來逐漸成為大企業之下游衛星工廠，因此被納入國際分工體系中。一旦大企業受日圓升值影

響減少出口時，勢必連鎖影響中小企業減少機器設備投資。另外，全球市場價格競爭愈來愈激烈之情況下，大企業要求下游衛星中小企業降價壓力亦愈來愈大。因此，日圓升值對中小企業之影響正逐漸增強中。

伍、因應日圓大幅升值之策略

為因應日圓大幅升值對總體經濟及產業之不利影響，日本企業及日本政府之主要因應策略如下：

一、日本企業之因應策略

(一) 企業之因應對策

短期間，日本企業透過價格轉嫁與進行金融交易避險等方式，降低日圓升值所造成之衝擊。但是這一類的因應對策有其限制，也難以因應長期日圓升值。

長期間，日本企業主要係透過強化國內與海外生產，進行結構調整因應。在強化國

內生產方面，促使商品差異化與高級化以提高商品的附加價值，並促進生產自動化、增加國外採購以吸收升值的成本。在強化海外生產方面，則擴充國外生產據點、與國外當地廠商合作等。

根據日本生命基礎研究所（NLI）對日本企業因應日圓大幅升值之調查顯示，受衝擊之 5 種產業，其短期因應策略依序為進一步降低成本、加速將生產線移至國外，以及價格轉嫁等（表 5）。

(二) 企業期待政府之因應方案

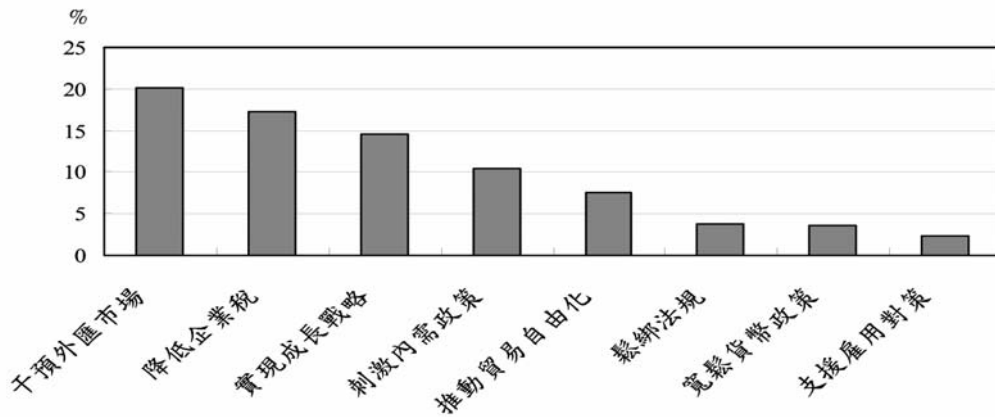
表 5 受日圓急升受衝擊 5 種產業主要因應對策

單位：%

	受訪企業有負面影響之比重	降低成本	生產移至國外	價格轉嫁
一般機械、精密機械	78.4	39.9	24.5	6.6
鋼鐵	67.0	30.7	5.7	15.9
輸送用機器（汽車）	64.6	40.7	25.9	4.2
電子機械	62.9	38.1	19.0	6.9
非鐵金屬、金屬製品	59.4	28.1	18.9	2.8

資料來源：上野剛志、青山正治（2011），「日圓升值之影響及企業經營」

圖 11 企業期待日本政府對日圓急升之因應對策



資料來源：上野剛志、青山正治（2011），「日圓升值之影響及企業經營」

企業期待日本政府提出之因應對策，主要為積極干預匯市穩定匯率、降低企業稅，以及積極實現經濟成長戰略等（圖 11）。

二、日本政府之因應政策

（一）日本央行提供資金協助產業升級

日本央行於 2010 年 6 月提出「供應資金強化成長基礎方案」（附錄 1）。金融機構對環境、醫療等 19 項新興產業放款，日本央行將以政策利率（目前為 0.1%）提供其所需資金，總額達 3 兆日圓。

根據日本央行公布之「供應資金強化成長基礎方案之實施情況」（附錄 1）顯示，目前資金供應相當順利，主要供應之產業依序為環境與能源產業、醫療照護及健康產業，以及研究開發等，對培育未來之新興產業已發揮效果。未來，日本央行計劃進一步擴大該方案之規模。

（二）以外匯存底為緊急信貸工具，鼓勵

企業海外併購提高美元需求

財務省於 2011 年 8 月宣布將釋出 1,000 億美元（約 7.6 兆日圓，近期已擴大至 10 兆日圓規模）外匯存底作為緊急信貸工具（附錄 2），鼓勵企業進行海外併購，以及確保重要資源與能源。另外，將強化匯市監控，要求大型金融機構在 12 月底前揭露外匯交易部位。

未來，如何在不影響東京國際金融中心地位之前提下，對投機性交易採行更嚴格的規範為可行之方向。

（三）改善國內經營環境提高出口競爭力

2011 年 10 月，日本政府公布「因應日圓升值之完整方案」，投入 2 兆日圓，以期達成提升經濟成長率 0.5 個百分點與增加 30 萬人就業之目標。該方案包括降低日圓升值衝擊、建立強韌經濟、擴大日圓升值利益等 3 大部分。其中降低日圓升值衝擊措施主要為

建立創造就業基金與提供中小企業財務補助，共 1.1 兆日圓；建立強韌經濟措施主要為提供根留日本企業援助、節約能源與購置新能源設備補貼等，共 9,000 億日圓；擴大日圓升值利益措施主要為取得國外技術與自然資源、派遣日本學生海外學習等，共 400 億日圓。

再者，對 2009 年 7 月推動成立之日本產業革新機構（Innovation Network corporation of Japan, INCJ）擴大挹注資金，藉以加速整合國內產業、促進產業升級，並提升對外競爭能力（註 24）。

（四）向國民詳細說明日圓升值之好處，並加以靈活運用

日圓升值有助企業海外購併與重要天然資源及能源之取得，亦有助於企業延攬高科技人才，另可促進國外留學，消費者可購買相對較便宜之進口品（註 25）。

日圓持續升值促進日本企業增加對外直接投資已是必然趨勢。2010 年日本經常帳順差 17.1 兆日圓，其中商品及服務收支順差 6.5

兆日圓，所得收支高達 11.6 兆日圓。未來，日本政府如何協助企業進行海外投資取得重要產業技術，並促使國外收益回流國內，強化對國內勞動者之利益分配機制，藉以增加國民所得，促使國內消費增加，以形成一個良性循環，成為迫切的課題。

（五）爭取主要國家共同處理日圓急升問題

主張阻升日圓之前財務大臣野田佳彥已當選新首相，預期未來日本政府將積極干預匯市，避免日圓大幅升值造成避險能力較差之中小企業大量破產，衝擊瀕臨衰退邊緣之日本經濟。新任財長安住淳亦表示，必要時將採取果斷行動干預匯市以阻升日圓，並爭取主要國家共同處理日圓升值問題，藉以擴大干預行動之效果。學者專家建議，日本政府可擴大購買歐洲金融穩定基金（EFSF）發行之公債，不但可協助歐元區解決歐債危機穩定歐元，亦可藉此降低日圓匯率大幅升值之風險。

陸、結論與啟示

一、本文結論

歐美經濟前景不佳，避險資金持續流

入，加以預期通貨緊縮現象仍將持續 1 至 2 年，強勢日圓恐非短期現象。日圓大幅升值

（註 24）INCJ 的資本額為 1,020 億日圓，其中政府提供資金 920 億日圓，其他 19 家民間企業提供 100 億日圓。政府對投資的保證金額最高可達 18,000 億日圓（以 1 美元兌換 78 日圓折算，約 230 億美元）。INCJ 允許投資計畫於 5 至 7 年後方開始回收，較一般民間創業投資公司之 2 至 3 年為長。該公司為公民營合資，以「開放式創新」（open innovation）的觀念，結合企業技術人才、民間資金、創業投資與大學研究能力，對具有創新價值的企業提供財務、技術與管理支援，並積極參與先進核心技術之發展。

（註 25）參考 Reuters（2010）。

短期內將影響日本企業之出口及獲利，且對汽車產業出口及中堅企業之收益影響最大。由於外移企業已擴大至高科技產業，且原有由中小企業所建構之垂直分工體系亦遭到挑戰，長期將對日本產業之健全發展造成嚴重衝擊。綜合上述分析，可得到如下之結論。

(一) 以金融支援中小企業及核心技術開發，緩和匯率升值之衝擊

在單獨阻升日圓成效不佳之情況下，日本政府目前之因應對策轉而聚焦於以金融手段支援中小企業，擴大運用產業革新機構之機制支援產業開發核心技術，以及提供就業協助等，惟其成效仍待觀察。未來日本政府仍需持續致力於產業結構改革，營造適合創新的環境，活化企業之技術研發，進而開拓新產業及新技術領域，創造高附加價值之新產品以及服務業，才能有效防範產業空洞化惡化。

(二) 匯率波動幅度愈來愈大，宜協助中小企業因應匯率風險

近年日本中小企業已逐漸成為大企業之下游衛星工廠，被納入國際分工體系之一環。一旦大企業受匯率升值而影響獲利時，經常要求中小企業配合降價，或將匯率風險轉嫁中小企業。因此，中小企業間接受到匯率波動之風險愈來愈高。日本政府宜主動對各產業供應鏈中具發展潛力但資金不足之中

小企業進行評估，由政府依評估結果提供保證或協助其爭取銀行業者之支持與資金協助，以健全產業發展。

(三) 協助企業善用匯率升值進行海外購併進行技術升級

日圓升值雖對出口產業有不利影響，但對內需型產業，或有心拓展國外市場之企業來說，則有正面助益。日圓升值可增加企業國外購買力，降低海外併購成本，有助於從事國外直接投資及購併。藉由購併有高階技術水準之企業，可提高國際競爭力(註 26)。

日本財務省以外匯特別帳戶提供約 10 兆日圓資金，透過國際協力銀行融通企業。藉此資金除可帶動日本企業進行海外企業購併，以及收購重要天然資源及能源之外，並提高美元需求以穩定匯市。此一做法之成效及問題點，值得進一步追蹤，提供央行未來外匯存底運用之參考。

(四) 促使國外收益回流日本，強化對國內勞動者之利益分配機制

日圓持續升值促進日本企業增加對外直接投資已是必然趨勢，近年日本經常帳順差已由商品及服務收支轉為依賴所得收支。未來，如何促使國外收益回流國內，並強化對國內勞動者之利益分配機制，藉以增加其國民所得，促使國內消費增加，以形成一個良性循環，成為日本政府之迫切課題。

(註 26)根據企業併購顧問業者 Recof 公司統計，日本企業 2011 年 1~8 月之境外併購企業總數達到 305 家，為 1990 年以來的次高水準，較去年同期增加約 30%。

二、對我國之啟示

1990 年代以後，日本產業受到前後夾擊，在高新技術及高附加價值的領域競爭不過美國，在紡織品、服裝、家用電器等大眾消費品方面亦不敵新興經濟體（例如南韓），日本產業之國際競爭力相對減弱。近年我國產業發展亦面臨類似之困境，尤其近期歐美經濟前景不佳，弱勢美元或歐元恐非短期現象，未來若新台幣有升值壓力，以出口為主之產業勢必受到相當程度之影響。日本政府因應此波日圓升值所採取之對策，亦有值得我國借鏡之處。

（一）提供金融支援及避險工具，協助中小企業因應匯率風險

台灣經濟一直是以中小企業為主力，當匯率劇烈波動時，政府宜主動了解中小企業之營運狀況，必要時提供金融支援，此對維持經濟成長及雇用相當重要。近年日本及南韓均曾發生中小企業為規避匯率風險，購入高風險外匯衍生性金融商品，而蒙受嚴重損失。央行宜對金融機構提供中小企業之外匯衍生性金融商品加強監理，避免類似事件發生，並輔導金融業者發展適合中小企業運用之匯率避險工具。

（二）積極調整產業結構，提高非貿易財部門之競爭力及效率

歐美經濟前景不佳，Fed 第 3 度執行量化寬鬆政策之可能性增加，弱勢美元恐非短期現象。如何調整產業結構因應匯率升值，不僅為日本之難題，亦為我國迫切之課題。我國除需持續強化經濟供給面各項要素（例如勞動、資本等）之外，如何協助非貿易財部門提高生產力，例如強化服務業之競爭力及效率，將成為未來施政之重點。

（三）我國宜降低對日本之進口依賴，減少對經濟之衝擊

強勢日圓若為長期化現象，勢必帶動我國進口物價上漲，不利產業競爭力。再者，日本經濟若因日圓急升再度陷入衰退，對我國對日出口及經濟成長亦將產生連鎖的負面衝擊。為減緩日圓急升對我國經濟之後續影響，建議企業除應分散關鍵零組件及原材料之進口來源，並可積極提升國內生產關鍵零組件之能力。例如，藉由「台日投資合作協議」加強對日招商，吸引高科技日籍企業來台投資，減少對日本之進口需求，並增加技術合作及升級之管道，降低強勢日圓對我國經濟之衝擊。

附錄 1 日本央行「供應資金強化成長基礎方案」

一、主要內容：

1、目的：提供資金支援民營金融機構，強化經濟成長基礎。

2、合格交易對手：金融機構，為日本央行收受共通擔保品承作提供資金操作之交易對手，並有意願者。

- 3、資金供應方式：以日本央行共通擔保品為擔保提供資金。
- 4、本方案之期限：2010年6月15日至2016年6月30日。
- 5、貸放期限：每筆貸款原則為1年，並得到期續作3次（實際最長期限得為4年），新貸款按季支付款項。
- 6、貸放利率：按無擔保隔夜拆款利率目標（0.1%）計息。
- 7、貸放總額：3兆日圓。
- 8、每筆貸放金額：多筆貸放同日付款總額不得超過1兆日圓，對單一交易對手最高貸放金額不得超過1,500億日圓。
- 9、貸放申請截止日：新貸款申請截止日為2012年3月31日，新貸款最後付款日為2012年6月30日。
- 10、擔保品：應符合2000年10月31日所訂「合格擔保品準則」，以及2009年5月22日所訂「合格外國債券擔保品準則」。

二、資金之使用範圍及狀況

日本央行供應資金強化成長基礎方案之實施情況
(2010年4月至2011年3月)

單位：億日圓,%

資金使用範圍	金額
1.研究開發	1,997 (6.1%)
2.創設企業	83 (0.3%)
3.企業重組	1,665 (6.1%)
4.在亞洲國家進行投資及開展產業	2,745 (8.4%)
5.在大學及研究機構從事科學及技術研究	82 (0.3%)
6.發展及改善社會基礎建設	3,269 (6.1%)
7.環境與能源產業	9,495 (29.1%)
8.確保及開發自然資源產業	609 (1.9%)
9.醫療、照護及健康相關產業	4,628 (14.2%)
10.服務高齡者需求相關產業	576 (1.8%)
11.創新、數位內容產業	213 (0.7%)
12.觀光產業	433 (1.3%)
13.區域及都市更新產業	1,903 (5.8%)
14.農林水產業、農商工合作事業	1,383 (4.2%)
15.支援住宅事業	755 (2.3%)
16.防災對策事業	111 (0.3%)
17.支援雇用及人力資源發展事業	550 (1.7%)
18.兒童照護服務事業	158 (0.5%)
19.其他	1,988 (6.1%)
合計	32,642 (100%)

資料來源：日本央行

附錄2 財務省之「因應日圓急遽升值緊急對策」

為因應 2010 年下半年以來日圓急遽升值對出口企業之衝擊，日本財務省於 2011 年 8 月 24 日公布「因應日圓急遽升值緊急對策」，將提供 1,000 億美元（約 7.6 兆日圓），帶動企業進行海外購併，以及收購重要天然資源及能源，藉以穩定外匯市場。

1、基本架構

(1) 由財務省外匯特別帳戶提供 1,000 億美元，透過國際協力銀行融通銀行或企業。

(2) 期待藉此資金帶動日本企業進行海外企業併購，以及收購重要天然資源及能源。

2、金額及利率

(1) 由財務省外匯特別帳戶對國際協力銀行提供最多 1,000 億美元之融通，利率以 6

個月 LIBOR 計算。

(2) 國際協力銀行並配合出資 1,500 億日圓。

3、期間

以 1 年為期限。

4、具體措施

(1) 促進企業購併（約 500 億美元）；

(2) 收購重要天然資源及能源（約 500 億美元）；(3) 支援中小企業出口所需資金。

5、要求金融機構每日提供持有外匯部位報告

為穩定匯率，強化監控外匯市場，依據外匯及外國貿易法第 55 條之 8 規定，要求金融機構每日提供持有外匯部位報告，期間暫定至本年 9 月底。

參考文獻

- 吳孟道(2010)，「日圓升值背景及其影響之評析」，國政分析，10 月。
- 蘇顯揚(2003)，「日本產業結構空洞化問題及對策」，國際經濟情勢週報第 1487 期。
- Dekle, Robert and Kyoji Fukao (2008), "The Yen and The Competitiveness of Japanese Industries and Firms," Prepared for the ESRI Workshop, March 21-22, at the Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School.
- Reuters (2010), "Yen's Strength Pain and Opportunity for Japan," August.
- 上野剛志、青山正治(2011)，「高の影響と企業」，NLI Research Institute Report，4 月。
- 高橋俊樹(2011)，「デフレガ招く 高」，財團法人國際貿易投資研究所 (ITI)，8 月。
- 帝國資料庫公司(2011)，「對產業空洞化之看法調查」，8 月。
- 內閣府(2010)，「日本 2010 - 2011 景気「再起動」の件」，12 月。
- 中村吉明、渋谷稔(1994)，「空洞化現象とは何か」，通商産業省通商産業研究シリーズ第 23 。
- 日本經濟産業省(2011)，「高の影響に関する緊急ヒアリング結果」，9 月。

- 日本政策銀行(2011)、「2010、2011、2012年度設備投資計画調査」，8月。
- 日本貿易振興機構(2010)、「高の影響に関するジェトロ・メンバーズ緊急アンケート結果概要」，海外調査部，9月。
- 野村證券金融經濟研究所網站(2010)，8月17日新聞稿。
- 深尾京司、袁堂軍(2001)、「日本の對外直接投資と空洞化」，RIETI Discussion Paper Series 01-J-003，9月。
- 松本和幸、白井喜久、松田正弘(1989)、「高が日本に与えた影響と産業の高適応力」，大蔵省財政金融研究所「フィナンシャル・レビュー」，12月。
- 三菱東京UFJ銀行(2011)、「經濟月報~東海地區之經濟現狀與預測~」，7月。
- みずほ総合研究所(2010)、「日本企業の競争力低下要因を探索~研究開発の視点からみた問題と課題」，みずほりポート，9月。
- みずほ総合研究所(2011)、「製造業の海外展開について~日本製造業は空洞化しているのか」，みずほりポート，3月。

(本文於民國101年1月完稿，作者高超洋先生及簡汝嫻女士現為本行經濟研究處國際經濟科副研究員及辦事員。)

美國非傳統貨幣政策之採行及其影響

張志揚

壹、前言

2007 年至今，美國聯邦準備理事會(以下簡稱 Fed)，為因應次貸危機和雷曼兄弟倒閉所引發之全球金融危機，除傳統的貨幣政策工具外，還推出多項短期融通機制和資產購買計畫，以挽救凍結的信用市場，並期能刺激總體經濟，以能達到充分就業和穩定物價的法定任務。

回顧美國採行一連串因應措施的經驗及成效，信用市場確實已藉由各項短期融通機制而恢復運作，量化寬鬆政策壓低成期利率的效果顯著。惟 Fed 的政策並非全無風險，通膨風險和原物料價格上升的問題，皆為社

會大眾關心的焦點。

本報告擬就 Fed 推出的各項措施、非傳統貨幣政策工具的成效，以及其風險作一討論，共分為四個部分，除前言外，第二節討論 Fed 的各項因應措施，並按照 Fed 的資產負債表，將其因應措施分為金融機構短期借貸機制、對特定信貸市場融資的機制以及大規模資產購買計畫三個部分；第三節分析非傳統貨幣政策工具，尤其是量化寬鬆政策，影響經濟活動的傳遞管道、成效以及 Fed 資產負債表大幅擴增可能帶來的風險；第四節則為結論與建議。

貳、Fed 為因應金融風暴所採之各項措施

在 2008 年 12 月的 FOMC 會議中，Fed 將聯邦資金利率目標降低到 0 至 0.25% 之間，傳統的貨幣政策工具已達到極限，Fed 另採行各種不同非傳統的貨幣政策工具，目的是讓受到嚴重打擊的信貸市場恢復正常運作，使家計部門和企業能取得足夠的資金，以維持正常的經濟活動。以下根據 Fed 的資產項目，將 Fed 的非傳統貨幣政策工具分為三個部分：

金融機構短期借貸機制，對特定信貸市場融資的機制，以及大規模資產購買計畫(Large Scale Asset Program, LSAP)。

一、金融機構短期借貸機制

(一) 定期資金標售機制 (Term Auction Facility, TAF)

美國的商业銀行在有資金需求時，可藉由貼現窗口像中央銀行申請融通。Fed 過去將

重貼現率訂在低於聯邦資金利率的水準，但由於 Fed 要求銀行必須在嘗試過其他可行的方式後，才可向 Fed 借款；且銀行若向 Fed 借款，會讓 Fed 及市場認為該銀行之體質不佳，此即為「污名化」(stigma)的問題。Fed 在 2003 年時改革其重貼現制度，將主要融通利率設於聯邦資金利率之上，只要銀行提出符合資格的擔保品，且願支付主要融通利率，便可向 Fed 借款，且在未來仍可持續借款。但即使 Fed 已對貼現政策作了改革，體質不佳者才會利用貼現窗口的觀念，在市場上仍根深蒂固，造成貼現窗口成效不佳。

次貸危機時，銀行間資金緊俏，期限貼水急速上升，Fed 於是於 2007 年 12 月推行定期資金融通機制(TAF)，以定期、定額、訂定最低投標利率(stop-out rate)之標售方式出借中長期資金給符合申請貼現窗口主要融通資格

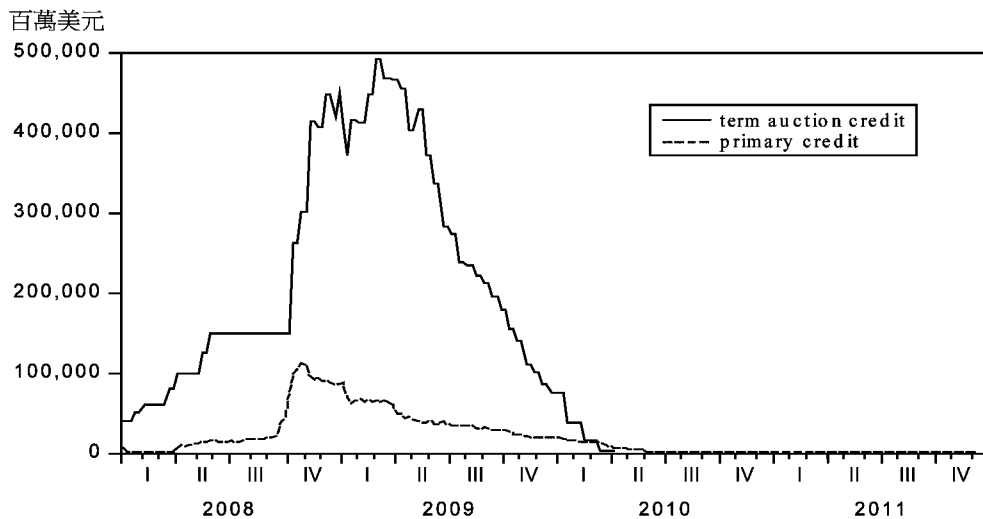
的存款機構，天期為 28 天與 84 天。競標方式為單一價格標(single-price auction)，即不論參與競標時的原始投標利率為何，所有得標機構的借款利率皆一致。

與貼現窗口相比，TAF 有以下幾個特點：(1) 由於 Fed 的資產負債表上僅會顯示 TAF 的總餘額，無法得知個別機構的競標情形，與貼現窗口相比，TAF 的得標者不易為市場所知，大幅降低污名化之問題；(2) 貼現窗口為 Fed 消極地等待資金需求者，TAF 則為主動地提供市場資金；(3) TAF 的利率為市場決定，而非一懲罰性之利率。

TAF 餘額在 2009 年 2 月達最高峰，約為 4,931 億美元，而隨著市場壓力逐漸緩解，Fed 逐漸減少 TAF 之規模，2010 年 4 月時已全部結束(見圖 1)。

(二) 流動性換匯 (Liquidity Swap Lines)

圖 1 TAF 與貼現窗口餘額



資料來源：Fed

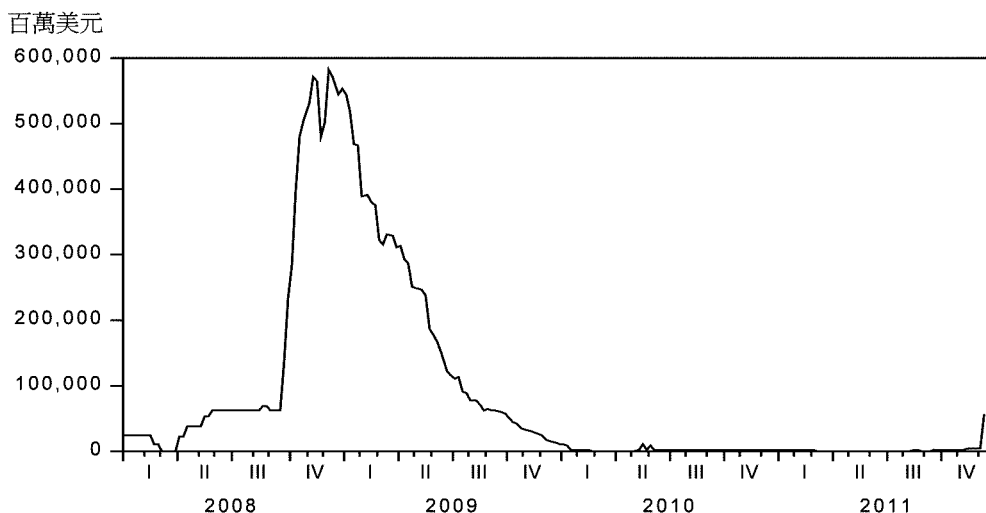
由於全球金融市場互動日益密切，各國銀行皆有大幅的美元需求，尤其在次貸風暴後，全球金融體系的資金緊俏，對美元的需求殷切，因此 FOMC 於 2007 年 12 月宣布與歐洲央行及瑞士央行簽訂美元換匯協定 (Dollar Liquidity Swap)，2008 年雷曼兄弟倒閉後再陸續和日本、英國、加拿大、澳洲、丹麥、瑞典、挪威、南韓、墨西哥、紐西蘭、新加坡等各國央行美元換匯協定，將美元拆借給各國的央行，再由各國央行提供美元予各國國內之金融機構。

此外，考量美國金融機構亦可能有外幣需求，Fed 於 2009 年 4 月與英國、歐洲、日本及瑞士的央行簽訂外幣換匯協定 (Foreign Currency Liquidity Swap)，使 Fed 能夠提供外幣予美國金融機構。惟至 2010 年 2 月協議到期前，Fed 皆未使用外幣換匯額度。

以 Fed 的資產負債表來看，美元換匯額度為其資產項。由於 Fed 並非各國金融機構之交易對手，各國央行需承擔信用風險，因此此機制對 Fed 而言並無風險。換匯協定之餘額於 2008 年底達到高峰，約為 5,828 億美元，至 2010 年餘額已大幅減少。惟 2011 年全球金融體系受歐債危機影響，美元需求大增，Fed 於 2011 年 11 月 30 日與加拿大、英國、日本、歐洲及瑞士央行發表聯合聲明，將換匯利率由原本的 OIS 加 1 個百分點，調降為 OIS 加 0.5 個百分點，以減緩歐洲銀行美元流動性短缺問題。12 月中時該餘額上升至 543 億美元左右。

(三) 主要交易商信用機制 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF) 與定期證券借貸機制 (Term Securities Lending Facility, TSLF)

圖 2 換匯協定餘額



資料來源：Fed

截至 2011 年 10 月止，Fed 公開市場主要交易商共計 22 家，主要功能為協助 Fed 進行公開市場操作與擔任金融市場造市者。次貸危機後主要交易商籌資日益困難，但主要交易商非存款機構，無法使用貼現窗口融通，Fed 於是建立主要交易商信用機制(PDCF)和定期證券借貸機制(TSLF)，以穩定金融市場信心。

2008 年 3 月，Fed 建立 PDCF，主要交易商得以公債、投資等級的公司債、機構債、資產擔保債券和 MBS 等證券作為擔保品，向 FRBNY 取得隔夜融通資金，此機制類似貼現窗口，只是對象不同。另 Fed 建立 TSLF，主要交易商可以 MBS 等流動性較差的證券作為擔保品，向 FRBNY 借入美國公債，主要交易商便可以美國公債作為擔保品向市場籌資，此機制可提高公債以外證券的流動

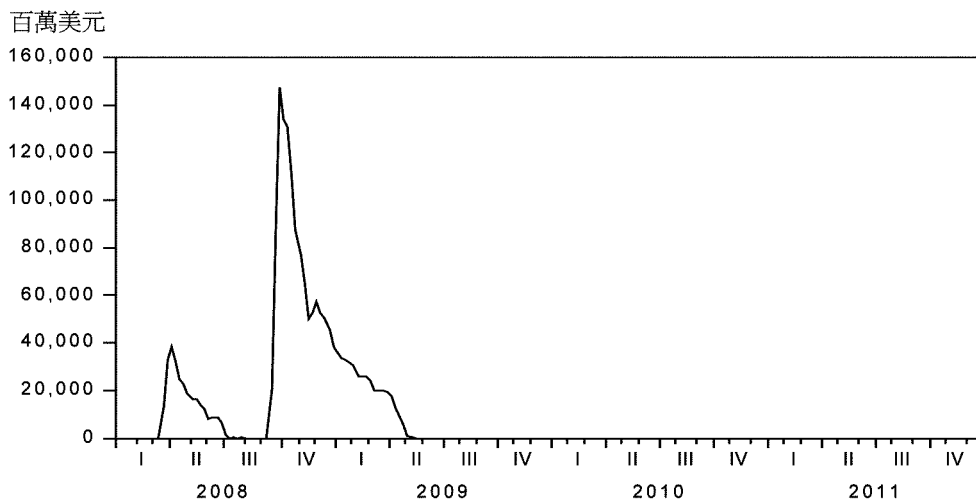
性。

以 Fed 的資產負債表來看，PDCF 為其資產項，其餘額於 2008 年 9 月達到高峰，約 1,477 億美元，2009 年 5 月餘額已降至 0。至於 TSLF，由於 Fed 仍然持有其借出的公債，所以 TSLF 並不會在資產負債表上顯現出來，但 Fed 仍須承受其信用風險。

(四) 資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制 (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)

Fed 於 2008 年 9 月宣布實施資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制 (AMLF)，由波士頓聯邦準備銀行對存款機構與銀行控股公司進行融通，使其可購入貨幣市場高品質擔保商業本票(ABCP)。AMLF 機制已於 2010 年 2 月停止運作。

圖 3 PDCF 餘額



資料來源：Fed

二、對特定信貸市場融資的機制

Fed除了建立以上的機制對金融機構提供流動性之外，還取代了金融市場中介的角色，直接貸放資金給資金的需求者。

(一) 商業本票融資機制 (Commercial Paper Funding Facility, CPFF)

雖然金融風暴的源頭為金融機構，但一般企業亦受波及。商業本票市場是美國企業支付員工薪水以及存貨融資最主要的短期資金來源，但在金融風暴時機能幾乎停擺。因此，Fed於2008年10月7日宣布建立商業本票融資機制(CPFF)，透過成立 SPV，向合格發行機構買進以美元計價之3個月期、信用評等至少為 A-1/P-1/F1 之無擔保商業本票(CP)及資產擔保商業本票(ABCP)。CPFF的餘額於2009年1月達到高峰，約3,499億美元，此機制現已結束。

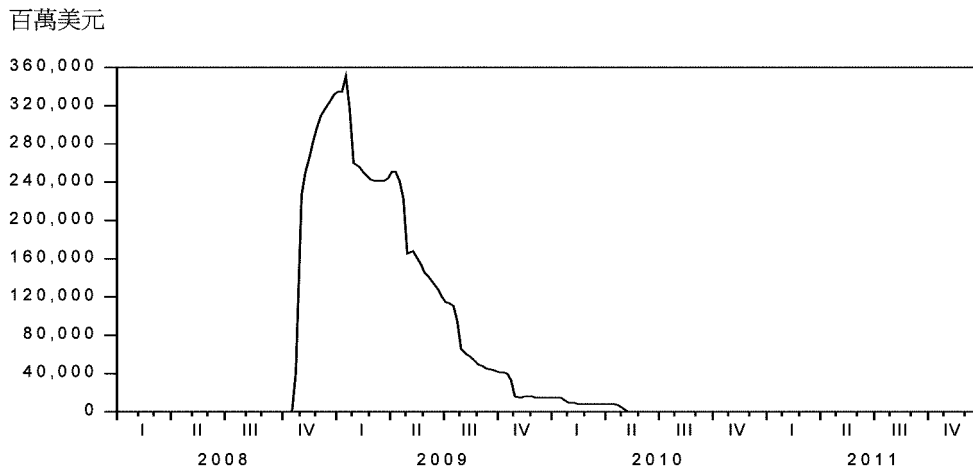
(二) 定期資產擔保證券融通機制 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)

證券化市場是美國相當重要的資金來源，Fed於2008年11月建立定期資產擔保證券融通機制(TALF)，以收購缺乏流動性的資產擔保證券(ABS，以汽車、信用卡貸款、學生貸款和中小企業貸款為擔保品之證券)，初期融通金額為2,000億美元，2009年2月再將額度提高為1兆美元。其餘額於2010年達高峰，約為482億美元，目前餘額已下降至約96億美元。

(三) 貨幣市場投資者融通機制 (Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)

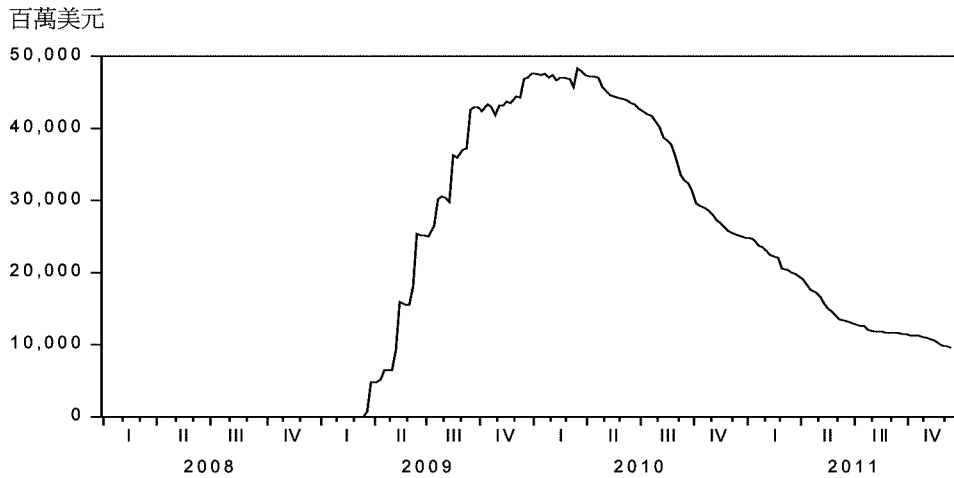
考量貨幣市場共同基金在金融業與非金融業的短期資金來源上，皆扮演關鍵的角

圖 4 CPFF 餘額



資料來源：Fed

圖 5 TALF 餘額



資料來源：Fed

色，Fed 於 2008 年建立貨幣市場投資者融通機制(MMIF)，以提升貨幣市場的流動性。先成立 5 家私部門特殊目的機構(private special purpose vehicles, SPV)，並由 FRBNY 提供融資，再由其購買合格的短期貨幣市場金融資產。

由於 MMIF 對於 SPV 買進標的限制較多，推出以來並無機構利用此一機制，該機制已於 2009 年 10 月到期。

三、大規模資產購買計畫

(一) 第一次大規模資產購買計畫(Large Scale Asset Purchases,LSAP 1)

Fed 於 2008 年 12 月至 2010 年 3 月間執行第一次大規模資產購買計畫(LSAP1)，一般稱為第一次量化寬鬆政策(Quantitative Easing 1, QE1)，總計購買約 1.725 兆美元資產。

2008 金融風暴的根源來自住宅市場，房貸違約率持續升高以及房價持續下滑，均不

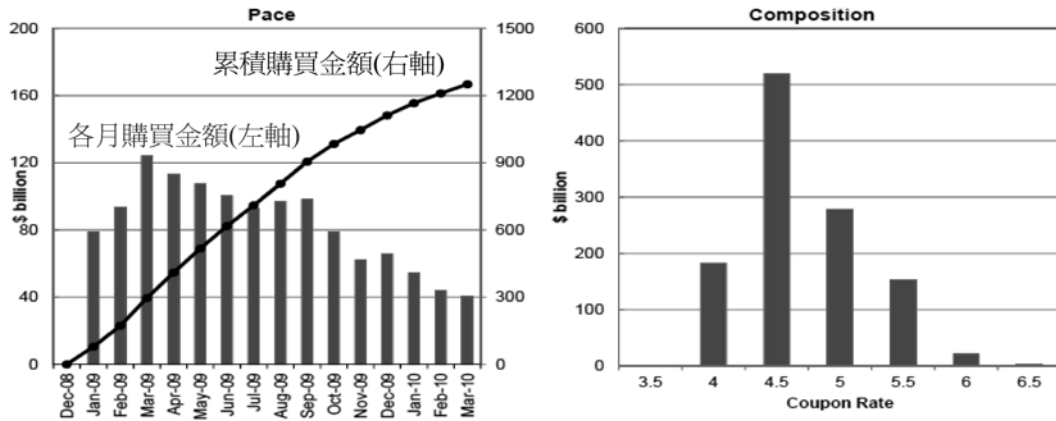
利於信貸危機的解除及經濟的復甦。為引導房貸利率下跌，以支撐房貸及房屋市場，Fed 於 2008 年 12 月 15 日宣布將購買 5,000 億美元由 Fannie Mae、Freddie Mac 和 Ginne Mae 提供擔保的 MBS，並購買由 Fannie Mae、Freddie Mac、Ginne Mae 和聯邦房貸銀行等機構債(agency debt)1,000 億美元。2009 年 3 月時則將上述兩種債券的購買金額分別提高為 1.25 兆美元及 2,000 億美元，其中機構債於執行完畢時之實際購買金額為 1,720 億美元。

此外，為使中長期利率下降，Fed 於 2009 年 3 月宣布將購買 3,000 億美元之長天期政府公債，所買入的公債到期日包含各種天期，亦購買通膨保值債券(Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)。

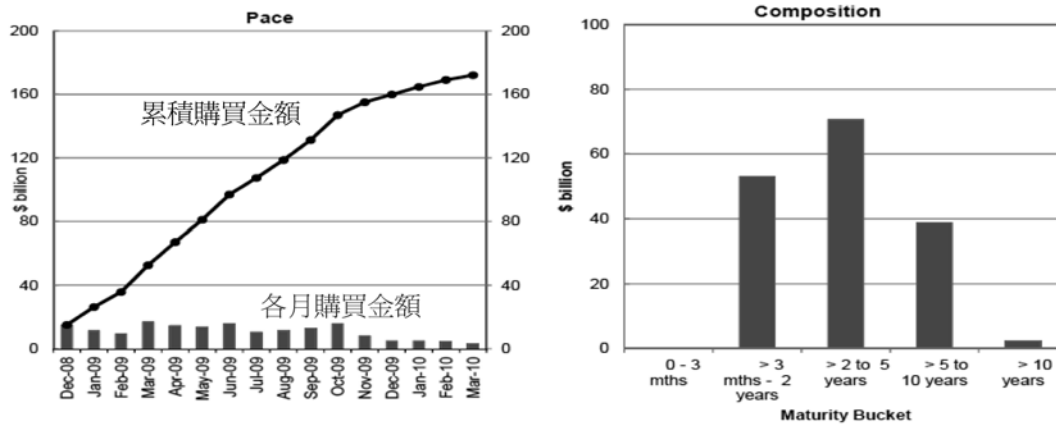
FRBNY 的研究報告指出，由於 MBS 結構較為複雜，且產品間具異質性，MBS 的購

圖 6 LSAP1 之購買路徑，及購買資產的成份(按到期日分)

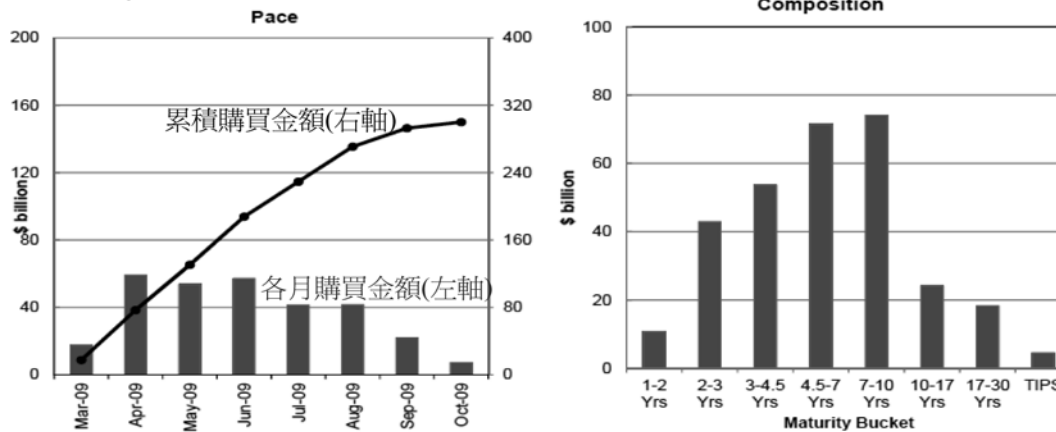
Agency MBS Purchases



Agency Purchases



Treasury Purchases



取自 FRBNY (2011)

買計畫對FRBNY而言是個新的挑戰。為此，FRBNY 雇用外部機構來進行操作(註 1)，主要的交易對象為 Fed 之主要交易商。至於公債和機構債的部份，則由 FRBNY 的公開市場操作交易室(the Desk)(註 2) 進行操作。

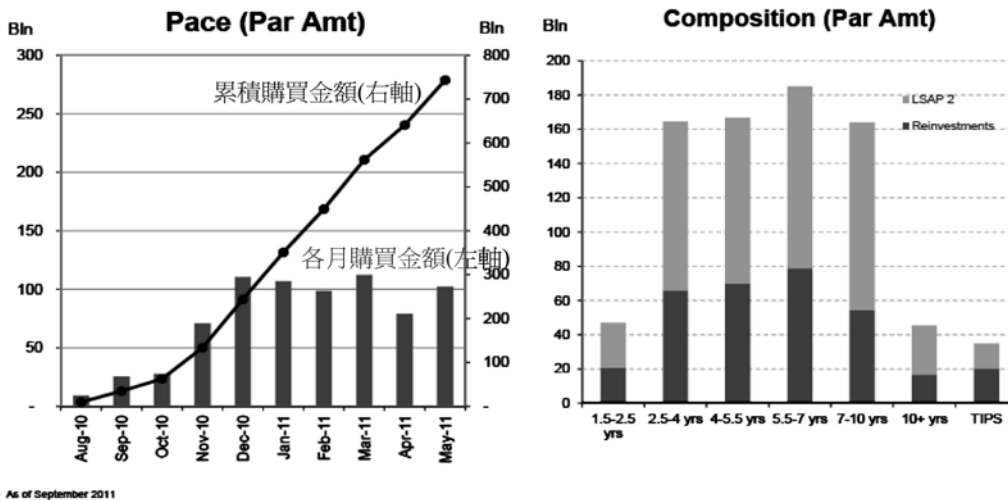
進行操作時，為了提高資產組合平衡管道(註 3) 的效果，及降低長期利率，此次購買的成份以較長天期或較長存續期間的債券為主，但為了避免殖利率曲線的扭曲，購買時仍包含各種天期的債券。購買的成份可見圖 6，公債的購買集中在 2-10 年期，MBS 的購買集中在 Fannie Mae 和 Freddie Mac 的低票息 30 年期證券；機構債的購買集中在中天

期，這是因為長天期機構債的供給有限。

(二) 第二次大規模資產購買計畫(Large Scale Asset Purchases,LSAP 2)

Fed 在實施一連串的特殊融通機制，及第一次量化寬鬆政策後，美國的金融市場壓力已逐漸緩解，但產出和就業的復甦仍然遲緩。FOMC 於 2010 年 11 月 3 日的會議中指出，家計單位的支出雖持續成長，但仍受制於高失業、低所得成長、低房價和信用緊縮等不利因素。企業的資本設備支出雖持續成長，但年增率已較年初為低。另外，雇主不願增雇，新屋開工數據不佳，近期通膨走降。由於以上不利因素，FOMC 於該會議宣

圖 7 LSAP2 之購買路徑，及購買資產的成份(按到期日分)



取自 FRBNY (2011)

(註 1) 計畫起始時，共雇用 BlackRock, Goldman Sachs Asset Management, PIMCO 和 Wellington Management Company 共 4 個機構進行操作，而 2009 年 8 月 17 日時 FRBNY 宣布 Wellington Management Company 為唯一操作的機構，BlackRock 則轉為協助分析。JPMorgan 為保管機構。

(註 2) FRBNY 的"the Desk"負責執行公開市場操作，並管理 Fed 公開市場操作帳戶(SOMA)。

(註 3) 見第三節說明。

布進行第二次大規模資產購買計畫(LSAP2)，一般稱為 QE2，除維持 8 月 FOMC 會議的決議，將債券的到期本金再投資於美國公債之外，另將在 2011 年第 2 季底前，以每個月購買約 750 億美元的速度，購買 6,000 億美元的長期公債。購買的路徑和組成成分可見圖 7。

(三) 債券到期年限延長計畫(Maturity Extension Program,MEP)

FOMC 於 2011 年 9 月 21 日的會議中，並未如外界所預期的推出第三次量化寬鬆政策，而是決議推行債券到期年限延長計畫(MEP)，一般稱為扭轉操作(Operation Twist, OT)。在這個計畫中，Fed 將於 2012 年 6 月前購入 4,000 億美元 6-30 年期的公債，並同時賣出 4,000 億美元 3 年期以下的公債。購買的計畫如表 1。

此外，在本次會議前，Fed 的政策為將持有債券到期的本金再投資於政府公債，但本次會議決議將到期的本金改為再投資於機構

債和 MBS，以支持房貸市場。

扭轉操作並非全新的政策措施，1961 年時 Fed 曾在 Kennedy 政府的要求下，與財政部合作進行這項操作。1960 年美國經濟陷入蕭條，但若 Fed 藉由降低利率以刺激經濟，在當時歐洲利率高於美國，且採行布列敦森林制度的情況下，利率的差異將使套利者將美元轉換為黃金，以投資歐洲較高收益的資產，致使美國的國際收支惡化。為了解決這個兩難的局面，Fed 與財政部採行已故諾貝爾經濟學獎得主 James Tobin 的建議，合作進行「扭轉操作(operation twist)」，Fed 在維持短期利率不變的情況下，購入長期公債以壓低長期利率，財政部則增加發行短期公債。這個操作的立論在於，企業投資和房地產需求主要決定於長期利率，而貨幣間的套利則主要根據短期利率，政策制定者認為，在短期利率不變的情況下壓低長期利率，可在不使國際收支惡化的情況下刺激經濟(註 4)。

表 1 扭轉操作預期購入配置比例

Nominal Coupon Securities by Maturities Range				TIPS
6-8 years	8-10 years	10-20 years	20-30 years	6-30 years
32%	32%	4%	29%	3%

*10 年期的新券被視為 8-10 期之債券

資料來源：FRBNY (2011)

(註 4) 詳見黃麗倫，「Bernanke 帶頭大跳 1960 年代的扭扭舞! Fed 決議採行 50 年前賣出短期公債、買進長期公債的扭轉操作」，中央銀行經濟研究處：國際金融參考資料，第 226 期，2011 年 8 月。

參、非傳統貨幣政策工具之影響及傳遞管道

為因應次貸危機和雷曼兄弟倒閉所致的全球金融風暴，Fed採行了許多非傳統的貨幣政策工具，其中尤以大規模資產購買計畫，也就是所謂的量化寬鬆政策，最受社會大眾及學界關注。許多人質疑量化寬鬆政策是否真能有效影響市場利率，近年已有許多文獻探討量化寬鬆政策的成效。另外，Fed資產負債表規模大幅擴大，除可能承擔利率風險外，還可能對通膨、原物料價格和資產價格造成影響。本節將說明量化寬鬆政策影響利率的傳遞管道，非傳統貨幣政策對Fed資產負債表和金融市場的影響，以及非傳統貨幣政策可能帶來的風險。

一、量化寬鬆政策影響利率的傳遞管道

長期利率主要由兩個成分組成：預期未來短期利率的平均值以及風險貼水(risk premium)。一般文獻認為資產購買計畫可藉由資產組合平衡管道(portfolio balance channel)和訊息管道(signaling channel)來影響這兩個成分。

資產組合平衡理論係主張投資者會在考量風險貼水下，追求其資產組合的預期報酬最大。對公債而言，風險貼水中最重要的部份為期限貼水(term premium)，此乃反映長期公債存續期間較長，利率風險較高，於是投

資者會要求較高的報酬率。根據FRBNY的報告指出(註5)，資產購買計畫從市場上移出大量存續期間較長的債券，使市場上總合的存續期間減少，進而可降低投資者所要求的期限貼水，使利率下降。除此之外，Fed購買機構債和MBS，亦會對其殖利率產生影響，例如，MBS具有負凸性(negative convexity)的特性，資產購買計畫移出了大量具負凸性的債券，便降低了投資者對負凸性所要求的風險貼水。

資產組合平衡管道所影響的不只是Fed直接購買的債券，其效果亦會影響到其他資產的報酬率。在機構債、MBS和公債的報酬率降低的情況下，投資者將選擇其他的資產，如公司債或股票，使得其價格上升，並進一步刺激經濟活動。另利率下降，也會使得家計單位和企業持有的長期資產價值上升。

另外，今日的證券價格會反映對未來證券存量的預期，Fed明確地宣示未來將買進長期債券，應該會使長期利率立即下降。

除了資產組合平衡管道之外，Fed持續扮演長期債券的購買者，也可以提高市場的功能及流動性。例如2008年時MBS和公債間的利差達到二十年來高點，代表其流動性已

(註5) Gagon et al. (2010)

相當差。Fed持續創造對長期債券的需求，有助於降低流動性貼水(liquidity premium)的部份，進而使殖利率降低。

至於訊息管道，San Francisco Fed的總裁指出(註 6)，Fed進行資產購買傳達了未來將維持低利率的訊息，未來對低利率的預期會壓低長期利率。另 Krishnamurthy and Jorgensen (2011)認為，訊息管道對中期債券的影響應該較長期債券來的大，這是因為大眾預期一旦經濟復甦，Fed便會賣出資產所致。

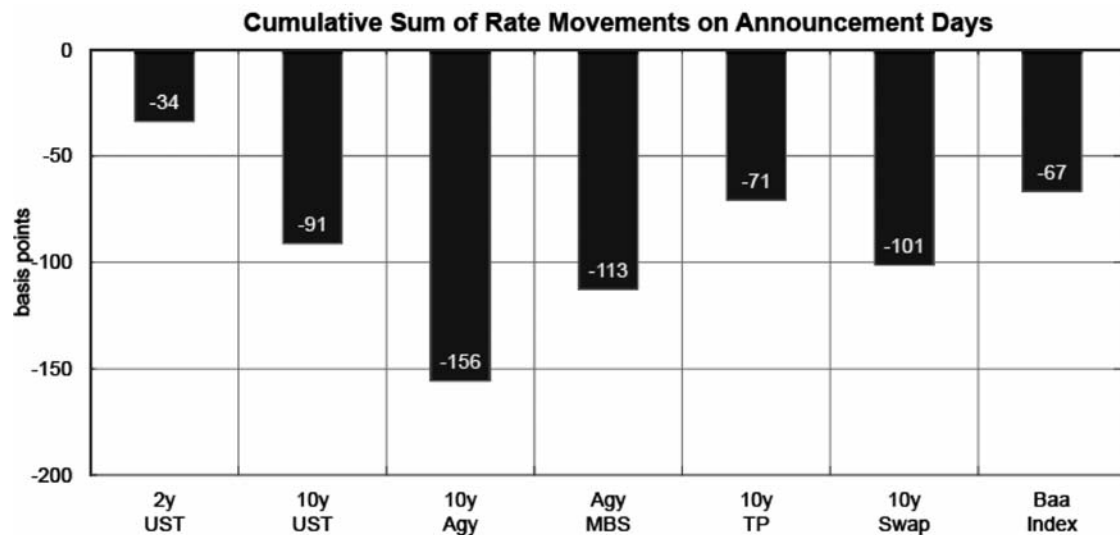
二、量化寬鬆政策對利率的影響效果

量化寬鬆政策是否可影響市場利率？FRBNY 整理了 QE1 期間內，每次購買宣布日當天殖利率的變動(見圖 8)，發現 Fed 的宣

示具有相當的影響力，殖利率曲線明顯下移，尤以 10 年期公債的殖利率下降幅度最大。Gagnon et al. (2010) 利用事件研究法和時間序列模型估計 QE1 的影響，結果顯示，10 年期公債的期限貼水下降幅度介於 30-100 個 bp 之間；且因市場流動性改善以及 MBS 提前清償風險的減少，QE1 對機構債和MBS的影響力甚至更大。

Krishnamurthy and Jorgensen (2011)的實證結果指出，QE1 大幅降低了公債、機構債、MBS和公司債的殖利率，但QE2對MBS和公司債的影響程度很小，顯示量化寬鬆政策對各類資產殖利率的影響取決於該資產是否為 Fed 直接購買；另通膨預期因 QE1 和 QE2 而上升，隱含名目利率下降的幅度小於

圖 8 QE1 期間內，宣示當日殖利率變動累積



取自 FRBNY (2011)

(註 6) 見 Williams (2011)

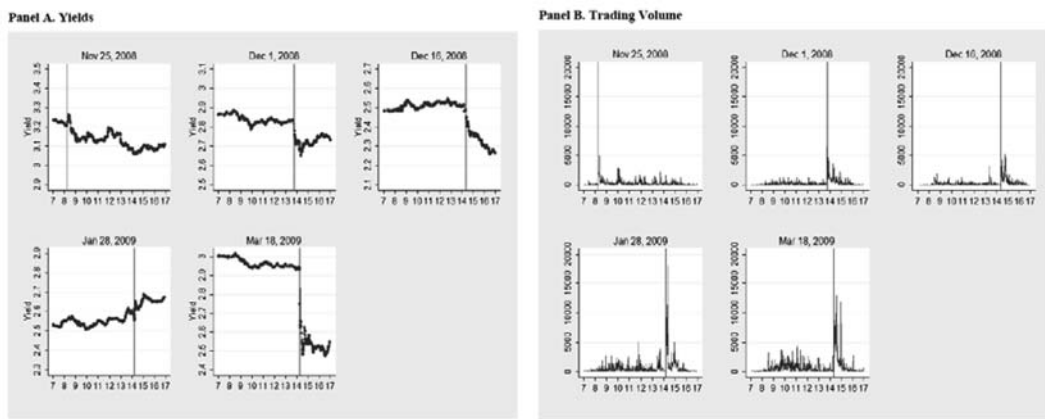
實質利率。事件研究法的結果亦顯示每次宣示都顯著使 10 年期公債的殖利率下降，且成交量放大(見圖 9 和圖 10)。

San Francisco Fed 的總裁 Williams 整理了主要國家量化寬鬆政策對利率的影響，為了方便比較，Williams 將 QE1 和 QE2 的規模皆一致調為 6,000 億美元，結果顯示量化寬鬆政

策約使美國 10 年期公債殖利率下降 15-20 個 bp。根據 Chung et al. (2011)，要使 10 年期公債殖利率下降 15-20 個 bp，需降低聯邦基金利率 75 個 bp 才能達成，表示量化寬鬆政策對降低公債的殖利率具有顯著的效果。

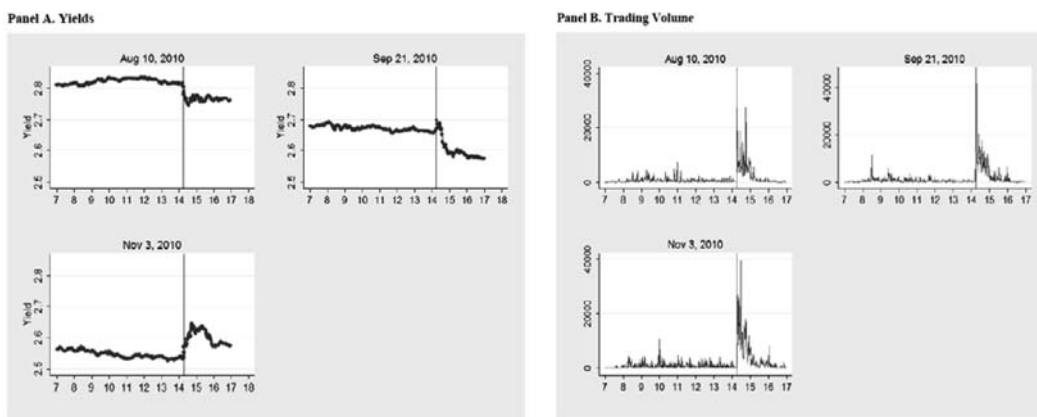
至於扭轉操作，自 1961 年實施以來，一向被視為失敗之作。早期的研究發現其對殖

圖 9 QE1 期間內，宣示當日的日內殖利率變化及成交量



取自 Krishnamurthy and Jorgensen (2011)

圖 10 QE2 期間內，宣示當日的日內殖利率變化及成交量



取自 Krishnamurthy and Jorgensen (2011)

利率的影響很小，但 Tobin 認為這是因為當時財政部擔心公債的平均存續期間過短，轉而增發長期債券，抵消了 Fed 購入長期公債的效果。Bernanke 於 2002 年擔任 Fed 理事時則指出(註 7)，雖然學界對扭轉操作的有效性意見分歧，但這是因為當時的操作規模很小，無明確宣示利率的目標，以及當時的利率未趨近於 0 所致。Swanson(2011)使用高頻的事件研究法(high-frequency event-study)來估計，關於扭轉操作的政策宣示後一至二天，殖利率的變化。結果顯示扭轉操作對殖利率曲線的「扭轉」效果具統計顯著，對殖利率曲線長短端效果約為 13~16 個 bp (見圖 11)。

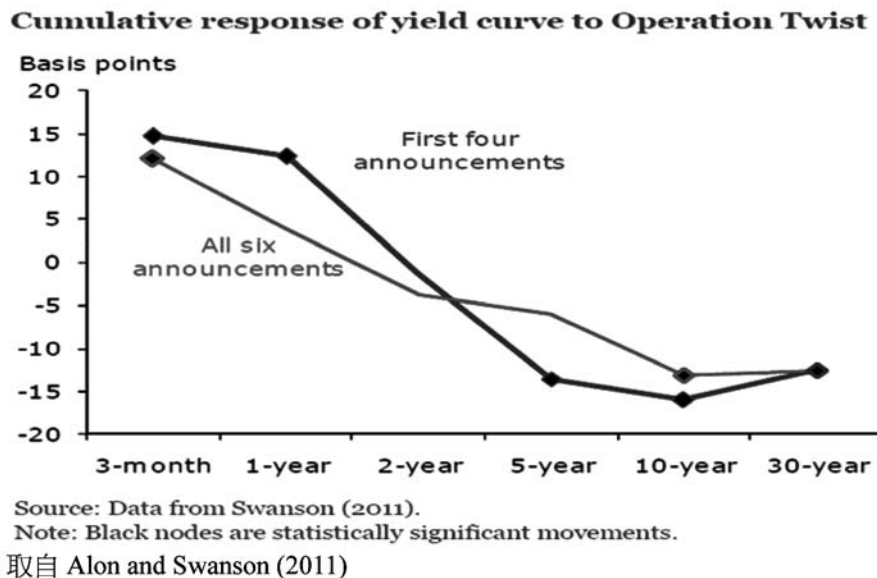
關於 2011 年 9 月宣布的扭轉操作的成效，國際清算銀行 2011 年 12 月發佈的季報中的研究指出(註 8)，美國到期年限超過 8 年的公債，其殖利率下降了 22 個 bp，效果顯著；另雖 3 個月期和 3 年期的殖利率平均上升了 60 個 bp，然而 Fed 認為未來對短期利率僅有微小影響，這是因為 Fed 已承諾至少會將聯邦資金利率維持低檔至 2013 年中。

三、Fed 短期融通機制和量化寬鬆政策對 Fed 資產負債表的影響

(一) 資產面

Fed 資產負債規模的變化及資產面的成份可見圖 12，由圖 12 可知，在 2007 年之前，Fed 所持有之資產以美國政府公債為主；而

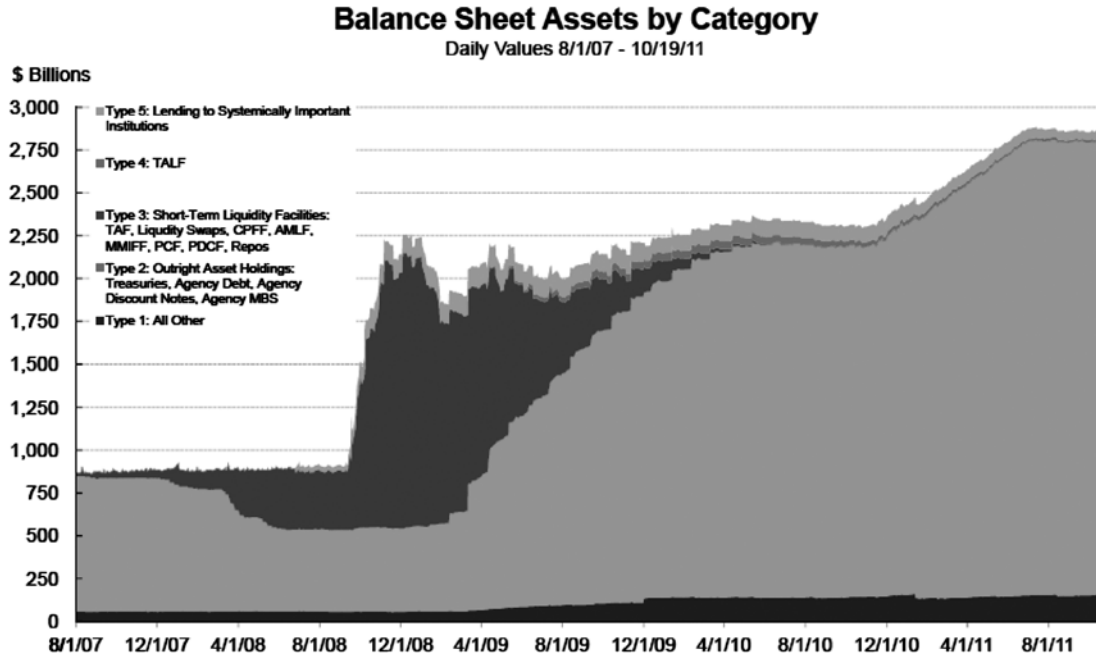
圖 11 1961 年扭轉操作的效果



(註 7) Bernanke (2002)。

(註 8) Jack and Feng (2011)

圖 12 Fed 資產負債表-資產面的變化



取自 FRBNY (2011)

Fed 雖從 2007 年底便開始採行部分的短期融通機制，但資產負債表的規模仍保持平穩，直至 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉後，短期融通機制增加，且 Fed 開始進行紓困計畫，資產負債表的規模開始大幅增加。自 2008 年年底開始，短期融通機制的餘額逐漸減少，取而代之的是由於量化寬鬆政策而增持的公債、機構債以及 MBS，目前資產負債表的規模甚至大幅超過 2008 年 12 月時的規模。2007 年 8 月 1 日時 Fed 總資產約為 8,741 億美元，2008 年底擴增為 2.24 兆美元，至 2011 年 12 月時總資產高達 2.93 兆美元，為 2007 年 8 月時的三倍以上。

(二) 負債面

就負債面而言，在 2007 年之前，Fed 資產負債表的負債大約有 90% 左右是通貨淨額。到了 2009 年 4 月時，存款貨幣機構的存款金額已經與通貨淨額相當，其後更是大幅超過通貨淨額。另外值得注意的是，為了執行救市策略，財政部在 Fed 的負債項成立一個帳戶，稱為附加融通帳戶(US treasury supplement financing program, SFP)，財政部發行債券，並將售出債券所得資金存入這個帳戶，以便利 Fed 執行救市措施(見李怡庭, 2009)。

以往若 Fed 對金融機構放款，銀行的準

圖 13 Fed 資產負債表-負債面的變化

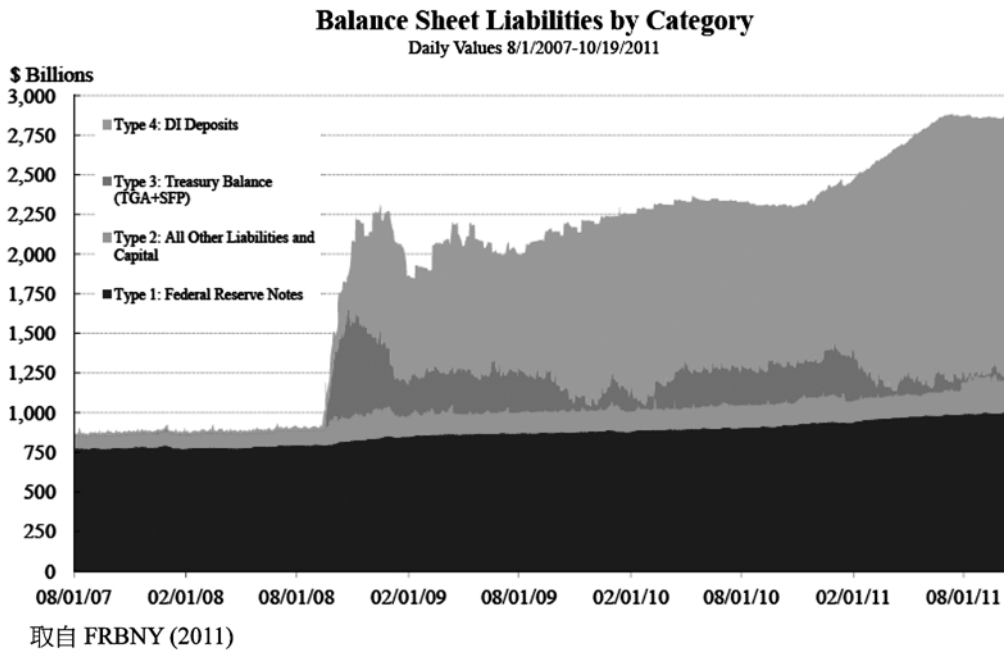
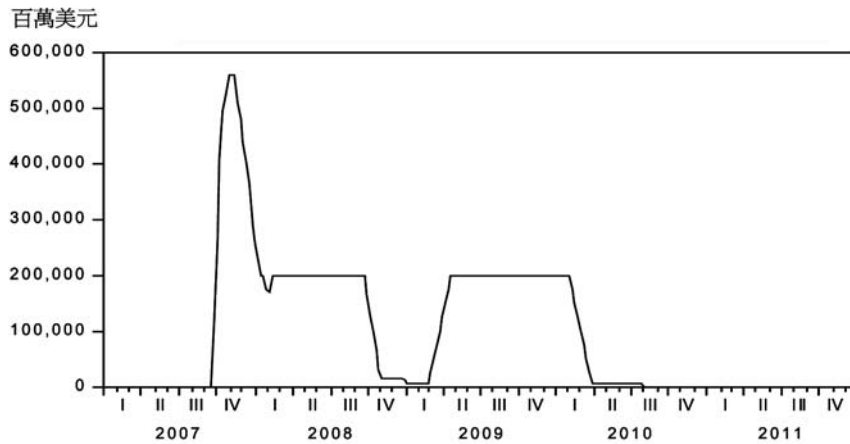


圖 14 SFP 帳戶餘額變化



備金帳戶餘額增加，傳統上 Fed 可藉由賣出國庫券以吸收銀行的超額準備。而 SFP 可說是另一種貨幣政策的沖銷政策，財政部發行新的債券並將售出債券的所得存入 SFP 帳戶，一方面增加了市面上的公債，有助於市

場交易的進行，另一方面財政部 SFP 帳戶存款的餘額增加，銀行準備金減少。SFP 帳戶餘額於 2007 年 10 月底達最高峰，約為 5,589 億美元，其後開始下降，現餘額已降至 0 (見圖 14)。

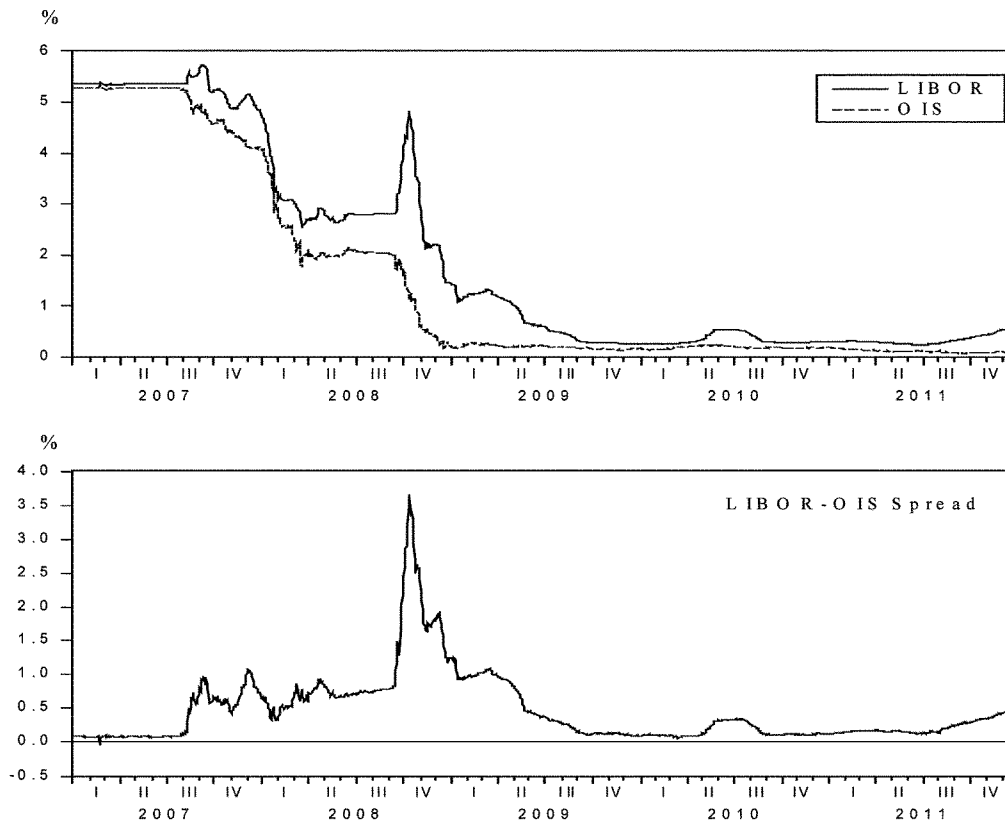
四、Fed 短期融通機制和量化寬鬆政策對金融市場的影響

2007 年次貸危機開始，市場資金緊俏，以圖 15 觀察 3 個月期 LIBOR 和 OIS 間的利差（註 9），可知在 2007 年初該利差較為平穩，僅在 0.1 個百分點以內。2007 年次貸危機爆發後，該年底的利差急遽擴大，達到 1 個百分點以上。之後由於 Fed 的短期融通措施，利差略為下滑，但在雷曼兄弟倒閉後，該利差更跳升至 3 個百分點以上，最高達 3.66

個百分點，顯示當時市場流動性嚴重不足。在 Fed 持續採取各項措施因應後，LIBOR 和 OIS 的利差逐漸下降，市場流動性凍結的情形逐漸紓緩，惟仍無法回到 2007 年初時之水準。2011 年下半年時，歐債問題難解，各銀行對美元需求孔急，該利差又再度上升，2011 年 12 月時利差約在 0.43 至 0.49 個百分點之間。

另外，圖 16 畫出美國 4 間主要金融機構（美國銀行、高盛、摩根大通和花旗銀行）的 10

圖 15 3 個月期 LIBOR、OIS，及其利差



資料來源：Bloomberg

（註 9）LIBOR (London Interbank Offered Rate 指的是倫敦銀行間拆款利率，OIS(Overnight Index Swap)指的是隔夜指數交換，兩者的利差擴大，表示銀行間拆借的意願下降。

年期信用違約交換(CDS) (註 10) 走勢，在 2007 年初時，這些金融機構之 CDS 仍低，但 2007 年第三季起 CDS 開始攀升，2008 年時更是快速上升，顯示市場違約風險大幅增加。而後雖 CDS 已逐漸回穩，但與 2007 年

初相比仍偏高，且受 2011 年下半年歐債危機的影響，CDS 重顯攀升之勢，甚至直追 2008 年雷曼兄弟倒閉之時。

若觀察 Bloomberg 編製的金融情勢指數 (FCI) (註 11) (見圖 17)，可知 2007 年 8 月前

圖 16 美國主要金融機構 10 年期 CDS 走勢

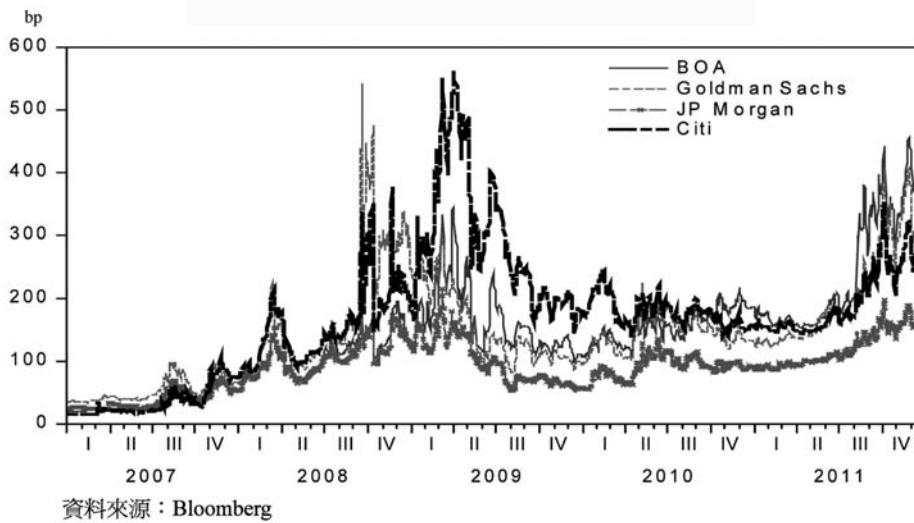
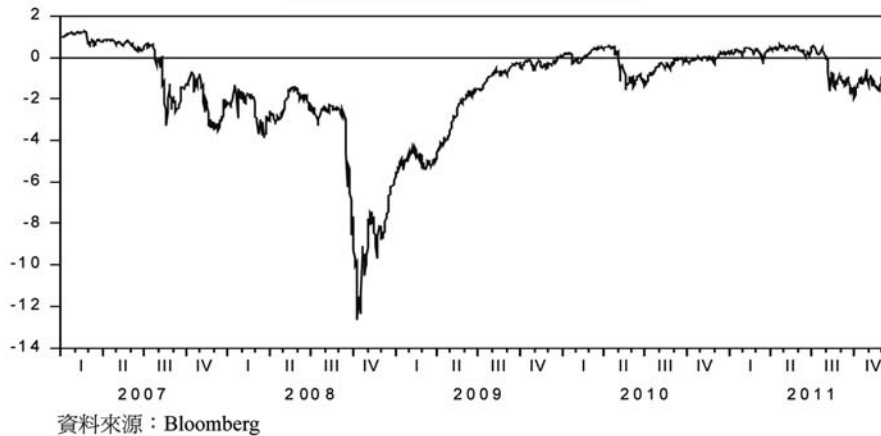


圖 17 金融情勢指數



(註 10)在信用違約交換(Credit Default Swap)中，買方定期向賣方支付一定費用(以殖利率報價，單位為 bp)，若標的債券違約，CDS 買方將有權利將該標的債券以面值賣給 CDS 賣方，從而規避違約風險。若 CDS 越高，表示市場認為違約機率越高。

(註 11)Bloomberg 以殖利率長短期利差，以及貨幣、債券和股票市場的指標編製而成，並標準化為 z 分數，來表示目前的金融情勢優於或劣於 1994 年 1 月至 2008 年 6 月期間之平均值。

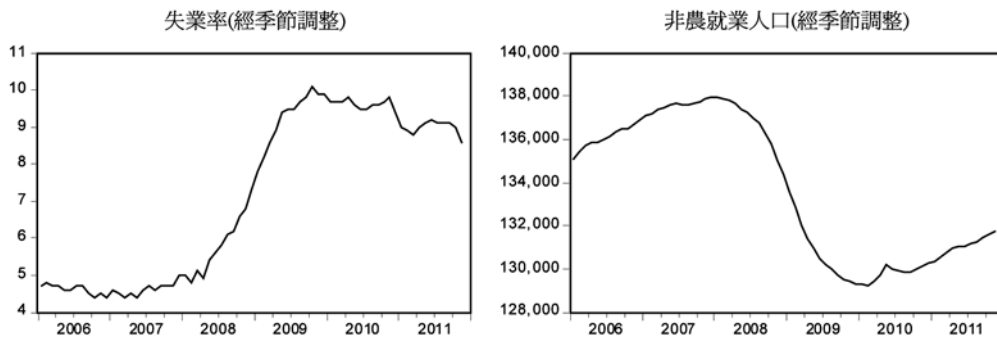
金融情勢尚佳，8月之後FCI開始轉負，2008年10月下降至谷底的-12.7，金融情勢極為險峻。在 Fed 採行因應措施後，金融情勢已逐漸回穩，但受2011年歐債危機影響，2011年7月 FCI 再成惡化趨勢。

五、量化寬鬆政策對總體經濟的影響

如上所述，在 Fed 採行因應措施之後，金融情勢已逐漸回穩，但由經濟指標觀之，總體經濟狀況改善速度較慢，如美國之失業

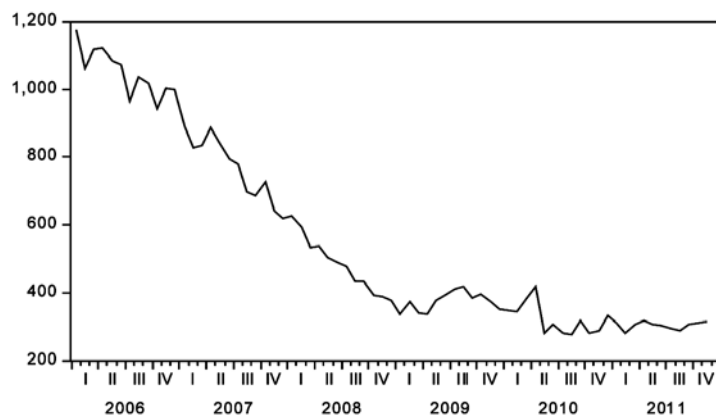
率(見圖 18 左)，在 2007 年初時僅在 4.5% 左右，金融海嘯時大幅攀升，2009 年 10 月時甚至上升至二位數的 10.1%，其後失業率回降速度緩慢，至 2011 年 11 月時仍有 8.6%。非農就業人口在大幅下降後，雖已有回升，惟和金融海嘯前之水準仍有落差(見圖 18 右)。另從造成次貸危機的房屋市場觀之，美國新屋銷售數據下降趨勢不變，未見回升，顯示美國房地產市場仍相當疲弱。

圖 18 美國失業率和非農就業人口



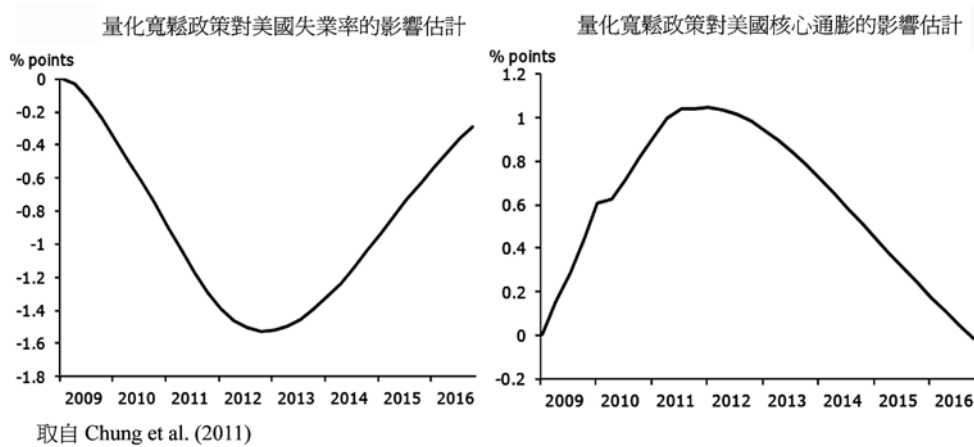
資料來源：Bloomberg

圖 19 美國新屋銷售



資料來源：Bloomberg

圖 20 量化寬鬆政策對美國失業率和核心通膨影響的估計



FRBNY (註 12) 於 2011 年的一份研究報告中，使用 DSGE 模型進行實證分析，結果顯示 QE2 對經濟成長率的影響很小。不過 San Francisco Fed 的研究報告 (註 13) 則認為，量化寬鬆政策對刺激實質經濟活動具有成效，2012 年時可使失業率下降 1.5 個百分點，並可使美國擺脫通縮的困境(見圖 20)。

六、量化寬鬆政策的風險

(一) 投資金融商品之利率風險

Fed 在其量化寬鬆政策及扭轉操作中大量購買長期債券，延長了 Fed 資產組合的存續期間，使得其資產組合對利率變動的敏感性上升。如同 Fed 前理事 Mishkin 於華爾街日報為文所指出的：「Fed 持有的資產組合以長期證券為主，這使得其資產負債表暴露在利率風險之下，若利率上升，將蒙受鉅額的損

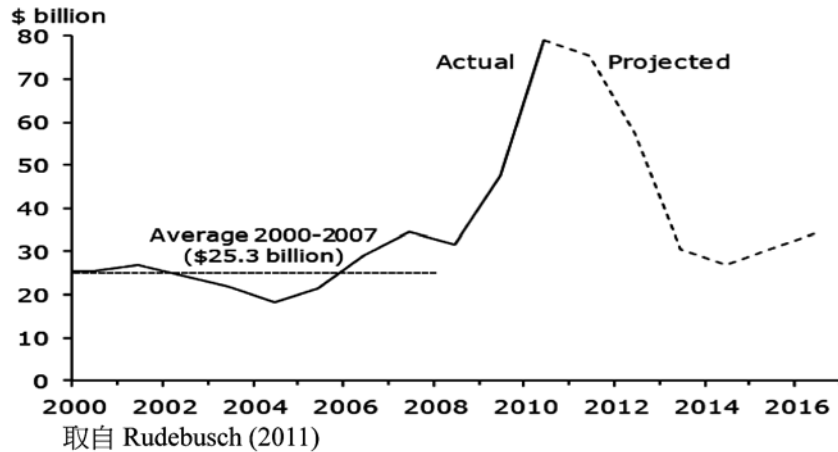
失。這樣的損失將遭致批評，且削弱其獨立性」。

San Francisco Fed 的副總裁 Rudebusch 則認為，量化寬鬆政策使得 Fed 資產組合的存續期間由 2-3 年上升至 4-5 年，的確使得其對利率變動的敏感性上升。但根據他的估算，雖短期利率上升，Fed 的利息支出將增加，且 Fed 持有的長期債券收益不變，將使得 Fed 的淨收入減少，不過 2010 年 Fed 的收益達 829 億美元，利息支出僅 31 億美元，收益遠大於支出。短期利率要快速攀升到 7% 左右才會使得 Fed 的支出大於收益，但這個情境不太可能發生。另外，若未來長期利率上升，Fed 的資產負債表確實可能出現帳面損失，但由於量化寬鬆政策使得目前的長期利率下降，使得 Fed 2010 年的帳面計有未實現資本利得 710

(註 12)Chen et al. (2011)

(註 13)Chung et al. (2011)

圖 21 Fed 之盈餘繳庫



億美元，Fed的盈餘繳庫金額也隨著量化寬鬆政策而增加。若以高於市場預期的利率估算，未來盈餘繳庫數雖會減少，但仍為正數(如圖 21)。況且，Fed最重要的任務是促進充分就業及維持物價穩定，不應為了可能發生的資本損失而阻礙其任務。惟最需注意的風險在於政治風險，鉅額的帳面資本損失可能使 Fed 遭受批評，並削弱 Fed 的獨立性，這點需要 Fed 更透明地向大眾溝通其政策。

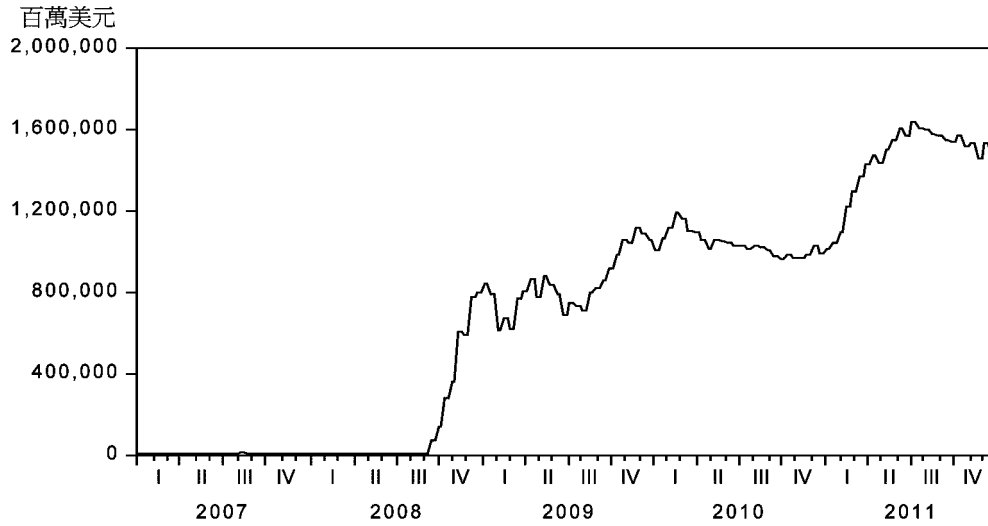
(二) 通膨、原物料及資產價格走高風險

由 Fed 的資產負債表可知，雖然 Fed 藉由 SFP 帳戶減少了一部分影響，銀行體系的準備金仍大幅增加，銀行體系龐大的準備金是造成未來通貨膨脹隱憂的重要因素。雖然在金融危機後，銀行體系認為風險仍大，選擇保有較多的超額準備，而不用於放款和購買較高風險的資產(見圖 22)，美國金融危機後的 M2 貨幣乘數大幅下滑(見圖 23)，但這

些超額準備仍可能在未來向外流動。為此，Fed 對銀行的超額準備支付利息，提高銀行持有超額準備的意願，這也成為 Fed 一個和資產負債表規模獨立的新貨幣政策工具，惟將來 Fed 是否能有效控制過多的超額準備，仍是一個值得關切的問題。如 Ennis and Wolman (2010)所指出的，傳統的貨幣政策將超額準備控制在較低的水準，若銀行體系放款需求增加，在準備金不足的情況下，需提高存款利率以吸引存款，對 Fed 而言，為了維持其利率目標，Fed 會以公開市場操作賣出債券以防止利率上升，也增加了市場上的準備金，銀行便可用於放款。上述的作法給了 Fed 足夠的時間因應，但在現在超額準備數量龐大的情況下，只要放款需求增加，超額準備會快速外流，貨幣創造的速度也會比以往來的快。

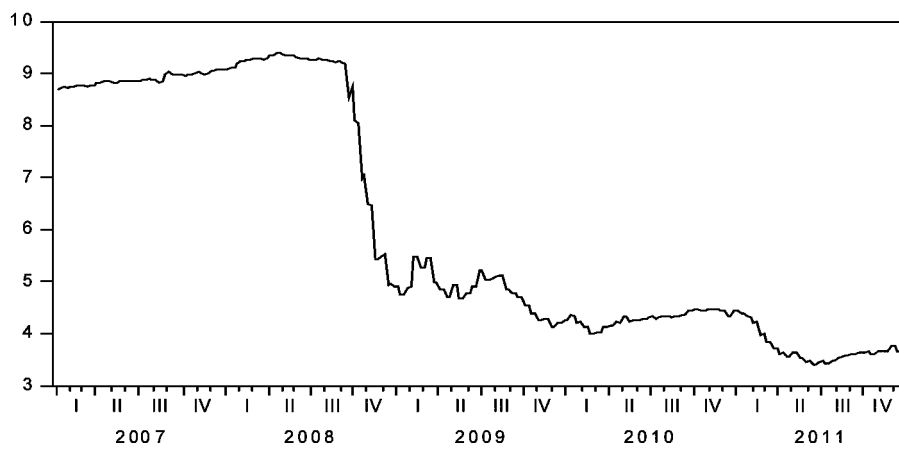
Fed 的量化寬鬆政策，也可能造成原物

圖 22 美國超額準備大幅成長



資料來源：Bloomberg

圖 23 美國 M2 貨幣乘數於金融危機後大幅下滑

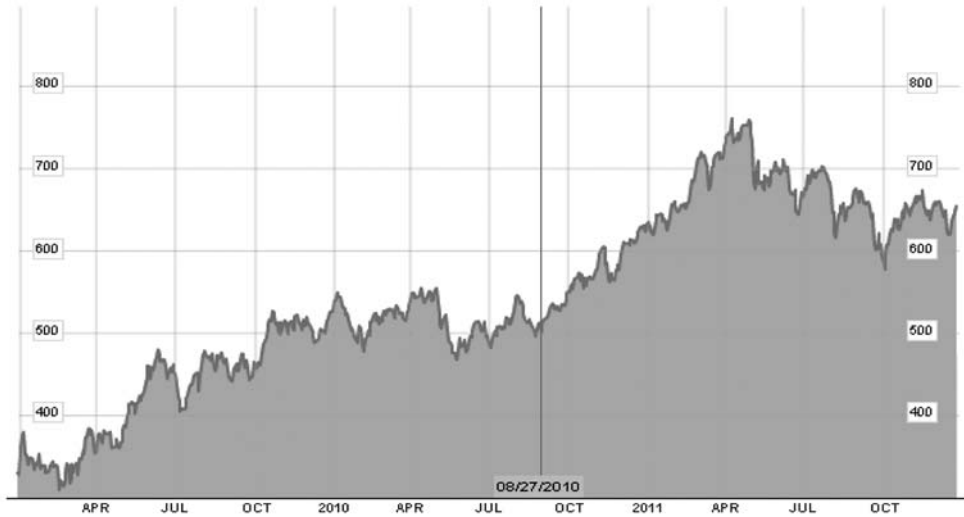


資料來源：Bloomberg

料價格的上升。觀察高盛的原物料指數 (Goldman Sachs Commodity Index, 見圖 24)，自 Fed 主席 Bernanke 於 2010 年 8 月 27 日於 Jackson Hole 演講，至 2011 年 4 月，該指數上升了 45%，其後則略有下降。量化寬鬆政

策造成原物料走高可能的原因有：(1) 量化寬鬆政策壓低長期公債殖利率之時，刺激了總合需求，可能造成原物料的價格上升；(2) 由於多數的原物料皆以美元計價，寬鬆貨幣政策造成美元貶值，對其他貨幣的持有者而

圖 24 高盛原物料價格指數



資料來源：Bloomberg

言，原物料的相對價格下降，使得原物料的需求上升；(3) 通膨預期的上升推動了原物料價格。惟 San Francisco Fed 於 2011 年 4 月的報告指出，Fed 宣示進行量化寬鬆政策，對原物料價格影響的方向取決於市場對前景的疑慮是否消除。若 Fed 的宣示將消除市場對風險的疑慮，商品價格將可能上升；但若市場認為 Fed 宣示進行量化寬鬆政策是因應經濟前景不佳的一種信號，則資金將大量流入風險較小的公債市場，使得原物料價格下降。該報告使用事件研究法進行分析，結果顯示 QE1 使美元對日幣貶值了 1.5%，但能源價格和工業金屬的價格不但沒有上升，反而分別下降了 3% 和 0.9%；QE2 則效果很小。該報告認為，近期的原物料價格上升主要係受到

新興市場的需求所推動。

最後，Fed 的量化寬鬆政策不僅影響美國自身的經濟，還可能影響世界各國。美國低利率的環境，以及美元貶值，可能造成美國資金外流至利率和經濟成長率較高的國家，造成其股價和房價的大幅波動。如 IMF 在其 2010 年的金融穩定報告中指出 2003 年至 2009 年間全球流動性大幅增加，並以 41 個國家的追蹤資料來探討全球的流動性及本國的流動性對於本國資產價格的影響，結果顯示全球流動性股價變動具有顯著正向的影響，其中全球流動性的效果較為顯著。根據其實證結果，IMF 建議新興市場國家可將資本管制納入總體經濟政策方針之中。有關於資產泡沫的爭論，仍持續為社會大眾所關注的議題。

肆、結論與建議

一、結論

美國自 2007 年次貸危機和 2008 年雷曼兄弟倒閉以來，除傳統的貨幣工具外，Fed 另推出各項短期融通機制以及量化寬鬆政策，期能使信用市場重新運作，穩定金融市場，並進一步刺激實體經濟活動。自 2007 年次貸危機以來已逾 4 年，回顧美國採行一連串因應措施的經驗及成效，信用市場確實已藉由各項短期融通機制而恢復運作，而根據各機構和學者的實證結果，量化寬鬆政策壓低長期利率的效果顯著，經濟環境逐漸穩定。

但 Fed 大幅度擴張資產負債表的政策，並非全無風險。通膨風險和原物料價格上升的問題，已是社會大眾關心的焦點；全球寬鬆流動性環境也可能使資產價格泡沫問題浮現。

另值得注意的是，近期歐債問題延燒，全球性金融危機再起，希臘、義大利等國之公債殖利率飆升，市場流動性再顯不足，美國經濟亦受波及，新一波量化寬鬆政策的可能性上升。但由於已有文獻指出 QE2 的效果已不如 QE1，而扭轉操作實施以來的時間尚短，無法肯定其效果，若 Fed 在未來進一步推出新的量化寬鬆政策，是否能有具體成

效，還值得進一步探討。

在目前的經濟環境下，適當的退場時機對 Fed 而言是個極大的挑戰。若過晚退場，可能造成通膨問題；若太早退場，可能使得經濟再度步入衰退。未來需持續密切注意 Fed 可能採行的措施。

二、建議

台灣為一小型開放經濟體，國內的經濟深受國際金融情勢變化的影響。美國、歐洲、英國和日本等四大經濟體皆採行量化寬鬆政策，全球流動性的增加對我國股價、房價和匯率皆可能有顯著影響，建議可就此一議題持續進行研究，俾供貨幣政策制定和金融穩定措施採行之參考。

美國的金融危機肇因於對金融業的監理疏失和規範不足，我國亦因銀行業的資訊揭露不足而使消費者飽受連動債之苦。我國於 2011 年 12 月 30 日施行金融消費者保護法，該法雖已原則性規範金融消費相關行為，然執行細節仍有待社會大眾整合共識。未來可參考美國制定之「華爾街改革暨消費者保護法(Dodd-Frank Wallstreet Reform and Consumer Protection Act)」，加強金融主管機關之監理職能，和金融業資訊的揭露。

參考資料

- 李怡庭 (2009), 「貨幣銀行與金融市場」, 翰蘆圖書出版有限公司。
- 紐約聯邦準備銀行(FRBNY) (2011), 「U.S. Monetary Policy Implementation」訓練課程講義, 2011年10月24-27日。
- 黃麗倫 (2011), 「Bernanke 帶頭大跳 1960 年代的扭扭舞」, 國際貨幣金融資訊簡報第 226 期。
- Alon, Titan and Swanson, Eric (2011), "Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases," *FRBSF Economic Letter* 2011-13, April 25.
- Bernanke, Ben S. (2002), "Deflation: Making Sure "It" doesn't Happen Here," Remarks before the National Economists Club, Nov 21.
- Bernanke, Ben S. (2010), "Federal Reserve's Exit Strategy," Speech at Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, Aug 27.
- Chen, Han, Vasco Curdia, and Andrea Ferrero, "The Macroeconomic Effects of Large Scale Assets Purchase Programs," Working Paper Series, Federal Reserve Bank of New York, 2011.
- Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, and John Williams (2011), "Have We Understand the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?" *FRBSF Working Paper* 2011-01.
- Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, and John Williams (2011), "Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases," *FRBSF Economic Letter* 2011-03, Jan 11.
- Ennis, Huberto M. and Alexander L. Wolman (2010), "Excess Reserves and the New Challenges for Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief*, March.
- Gagon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack (2010), "Large-Scale Treasury Purchases: Did They Work?" *FRBNY Staff Reports* 441(March).
- Glick, Reuven and Sylvain Leduc, "Are Large-Scale Asset Purchases Fueling the Rise in Commodity Prices?" *FRBSF Economic Letter* 2011-10, April 4.
- International Monetary Fund (2010), "Global Liquidity Expansion: Effects on 'Receiving' Economies and Policy Response Options," *Global Financial Stability Report*, Chapter 4.
- Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorhensen (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*, forthcoming.
- Meaning, Jack and Feng Zhu (2011), "The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes," *BIS Quarterly Review*, Dec.
- Mishkin, Frederic S. (2011), "Don't Monetize the Debt." *Wall Street Journal*, September 9, p.A7.
- Rudebusch, Glenn (2011), "The Fed's Interest Rate Risk," *FRBSF Economic Letter* 2011-11, April 11.
- Williams, John (2011), "Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years," *FRBSF Economic Letter* 2011-31, Oct 3.

(本文完稿於 101 年 1 月, 作者為本行經濟研究處辦事員)

通膨目標機制之現況

陳 佩 玗

壹、採行通膨目標機制國家之現況

一、通膨目標機制之概述

各國貨幣政策之實行機制因金融市場體制之改革與發展，以及各國經濟結構之差異而有所不同。Mishkin (1999)將現行主要國家的貨幣政策機制分成匯率目標機制(exchange rate targeting)、貨幣目標機制(monetary targeting)、通貨膨脹目標機制(inflation targeting)及無明示目標機制(implicit but not an explicit nominal anchor)。其中通膨目標機制要素包括：(1)公開宣布通膨目標之數據；(2)承諾物價穩定為重要的且長期的貨幣政策目標，並達成通膨目標；(3)貨幣政策是建立在許多資訊上，包括通貨膨脹率之預期；(4)透過與民眾溝通貨幣當局之計畫及目標，可提高貨幣政策之透明度以及(5)提高中央銀行之權責，以達成通膨目標。此外，Mishkin(1999)除強調央行應選擇合適之貨幣政策機制外，更依主要國家之經驗，比較四種貨幣政策目標機制之優缺點。以下簡述通膨目標機制之優缺點如下(註 1)：

(一) 通膨目標機制之優點

1. 不再依賴貨幣總計數與通貨膨脹之間的穩定關係，因此貨幣政策較不受貨幣流通速度變動之影響。
2. 民眾易了解，且具高度的透明性，因此可降低政策制定上的不確定性。
3. 有助於將民眾的焦點置於長期貨幣政策效果上(即控制通貨膨脹率)，大幅降低因時間不一致性之政策，造成央行的政治壓力。
4. 增加中央銀行執行貨幣政策的彈性、權衡，因此可改善時間不一致性問題。

(二) 通膨目標機制之缺點

1. 通膨率不易控制，特別是過去預測通膨率有大幅誤差的新興市場國家。
2. 貨幣政策具有時間落後性，市場與民眾無法立即檢視貨幣政策之有效性。
3. 政策重點為通貨膨脹率，可能易導致產出過度波動。

二、採行通膨目標機制之國家現況

本節首先說明目前採行通膨目標機制國

(註 1) 其餘三種貨幣政策目標機制之優缺點，請詳見 Mishkin, F. S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, PP. 579-605.

家之通膨目標機制架構。其次探討央行如何對外溝通貨幣政策，以及文獻上針對通膨目標機制之實證分析；最後說明目前通膨目標機制所面臨的挑戰。

目前共有 27 個國家採行通膨目標機制，包括 9 個工業國家及 18 個發展中及新興市場國家(詳表 1)。1989 年 12 月，紐西蘭為第一個採行通膨目標機制之國家，而近期為 2009 年賽爾維亞。而各國採行通膨目標機制之主因大致包括：平抑高通膨預期(如紐西蘭、加拿大、以色列、澳洲)、匯率目標遭到考驗(如英國、瑞典(註 2))、發生金融危機使幣值不穩(如拉丁美洲金融危機下的墨西哥及巴西，以及 1997 年亞洲金融風暴的南韓、印尼、菲

律賓及泰國)。由圖 1 所示，許多國家採行通膨目標機制時，其通膨率已經很低(秘魯通膨率甚至為負)。由此可證明，通膨目標機制可能不是使通膨下降之最適貨幣政策機制，但它可有效釘住通膨預期，使其在通膨目標內，更可以讓通膨維持低且穩定的狀態。

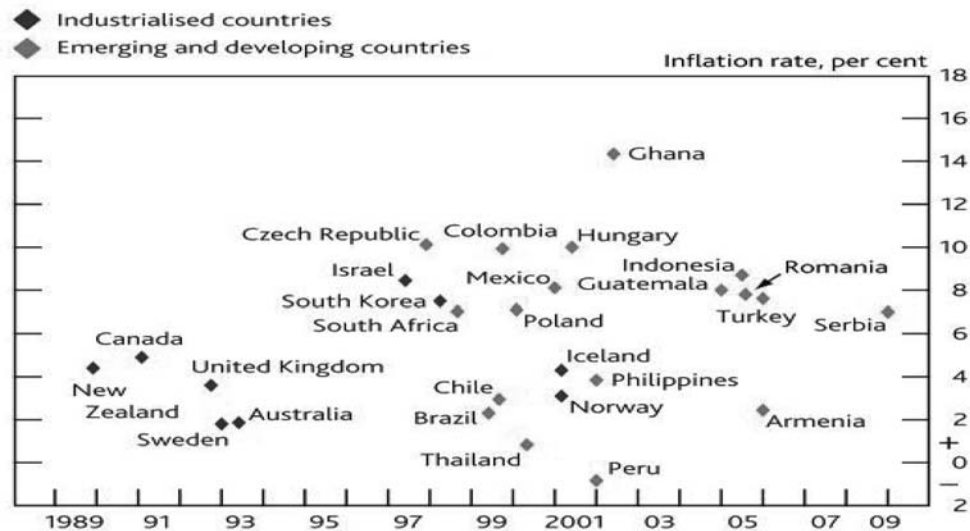
(一) 通膨目標機制架構

表 1 顯示目前採行通膨目標機制之國家，其衡量目標、2012 年通膨目標值、目標型態、承諾時程以及通膨目標設定者。茲詳述如下：

1. 通膨目標之設定者

目前採行通膨目標機制國家其央行多具有法定上的獨立性(註 3)，而通膨目標機制最

圖 1. 採行通膨目標機制之國家執行時間及通膨率



資料來源：Hammond (2012)

(註 2) 英國與瑞典分別於 1992 年 9 月及 1992 年 11 月脫離歐洲匯率機制(Exchange Rate Mechanism; ERM)，而後改採通膨目標機制。

(註 3) 巴西央行除外。

基本的要求為執行機構或執行上的獨立性，27 個國家之央行皆具有操作上的獨立性（註 4）。由表 1 可知，其中 15 個國家之通膨目標是由央行及財政部同時決定，有 9 個國家是由央行設定通膨目標，而其他 3 個國家（挪威、南非及英國），則是由財政部來設定通膨目標。

此外，採行通膨目標機制之工業國家，其 2012 年通膨目標大致介於 1%~3% 之間；而發展中國家其目標值大致在 3%~5% 間（只有迦納目標設為 8.7%）。

2. 通膨目標期間

央行之通膨目標達成期間取決於通膨率是否處於物價穩定範圍內。目前 19 個國家通膨目標為 3% 或是更低，其通膨目標達成期間傾向為中期（medium term；包括兩年或以上，及明確規定「在任何期間（at all times）」）。通膨目標期間為中期的優點，主要在於透過該目標的設定，可釘住通膨預期，且遇外部因素衝擊經濟體時，可允許通膨率暫時偏離目標。然通膨目標期間也取決於貨幣政策之傳遞機制，若是傳遞機制過久，則央行不易在

表 1. 27 個採行通膨目標機制國家之現況

國家別	實施日期	衡量目標	2012 年通膨目標	目標型態	目標期間	目標設定
紐西蘭	1989 年 12 月	H.CPI	1%-3%	區間目標	中期	財政部與央行
加拿大	1991 年 2 月	H.CPI	2% (為 1%-3% 之中點)	點目標+容忍區間	6-8 季	財政部與央行
英國	1992 年 10 月	H.CPI	2%	點目標	所有期間	財政部
澳洲	1993 年 6 月	H.CPI	2%-3%	區間目標	中期	財政部與央行
瑞典	1993 年 1 月 宣布 1995 年採用	H.CPI	2%±1pp	點目標+容忍區間	2 年	央行
以色列	1992 年 非正式 1997 年 6 月 完成成熟	H.CPI	1%-3%	區間目標	2 年內	財政部與央行
捷克	1997 年 12 月	H.CPI	2%±1pp	點目標+容忍區間	中期， 12-18 個月	央行
波蘭	1998 年	H.CPI	2.5%±1pp	點目標+容忍區間	中期	央行

資料來源：Hammond (2012)

註：H.CPI 意指整體(Headline)CPI

(註 4) 1992 年至 1997 年間的英國除外，其利率由財政部決定。

表 1. 27 個採行通膨目標機制國家之現況(續)

國家別	實施日期	衡量目標	2012 年 通膨目標	目標型態	目標期間	目標設定者
南韓	1998 年 4 月	H.CPI	3%±1pp	點目標+容忍區間	3 年	央行 (與財政部協商)
巴西	1999 年 6 月	H.CPI	4.5%±2pp	點目標+容忍區間	年度	財政部與央行
智利	1999 年 9 月	H.CPI	3%±1pp	點目標+容忍區間	約 2 年	央行
哥倫比亞	1999 年 10 月	H.CPI	2%-4%	區間目標	中期	央行
南非	2000 年 2 月	H.CPI	3%-6%	區間目標	持續的基礎上	財政部
泰國*	2000 年 5 月	H.CPI	3%±1.5pp	點目標+容忍區間	8 季	財政部與央行
墨西哥	2001 年	H.CPI	3%±1pp	點目標+容忍區間	中期	央行
冰島	2001 年 3 月	H.CPI	2.5%	點目標	平均	財政部與央行
挪威	2001 年 3 月	H.CPI	2.5%	點目標	中期	財政部
匈牙利	2001 年 6 月	H.CPI	3%	點目標	中期	央行
菲律賓	2002 年 1 月	H.CPI	4%±1pp	點目標+容忍區間	中期 (2012-2014)	財政部與央行
秘魯	2002 年 1 月	H.CPI	2%±1pp	點目標+容忍區間	所有期間	央行
瓜地馬拉	2005 年	H.CPI	4.5%±1pp	點目標+容忍區間	年底	央行
印尼	2005 年 6 月	H.CPI	4.5%±1pp	點目標+容忍區間	中期	財政部與央行
羅馬尼亞	2005 年 8 月	H.CPI	3%±1pp	點目標+容忍區間	從 2013 起 中期目標	財政部與央行
亞美尼亞	2006 年 1 月	H.CPI	4%±1.5pp	點目標+容忍區間	中期	財政部與央行
土耳其	2006 年 1 月	H.CPI	5%±2pp	點目標+容忍區間	3 年	財政部與央行
迦納	2002 年 非正式 2007 年 5 月 正式採用	H.CPI	8.7%±2pp	點目標+容忍區間	18-24 個月	財政部與央行
塞爾維亞	2006 年 9 月 非正式 2009 年 1 月 正式採用	H.CPI	4%±1.5pp	點目標+容忍區間	中期	財政部與央行

資料來源：Hammond (2012)

*2012 年之前的名目基準為核心 CPI。2012 年 1 月提議通膨目標為整體 CPI 3%±1.5pp，但內閣尚未同意。根據法律，直到整體 CPI 被同意使用，在這之前仍是使用之前的通膨目標(核心 CPI 為 0.5%-3%)。

短期內影響通膨率。

3. 通膨目標的衡量

27 個國家均採用整體消費者物價指數

(Headline CPI)為目標而非核心消費者物價指數。其理由為：月資料基礎下，CPI 的資料易取得。核心 CPI 波動度較低且可能對政策

利率過於敏感(註 5)，此外，民眾對整體 CPI 較熟悉。以南韓為例，2000 年至 2006 年間使用核心 CPI，而目前改採整體 CPI。此外，核心 CPI 的衡量通常剔除波動較大的因素，如食物。然在一些發展中國家，其食物占 CPI 約 40%，因此將它剔除可能喪失民眾對央行控制通膨的可信度。

4. 點目標或區間目標

通膨的「點目標」，包括「點目標加上容忍區間」，其優點為給予央行通膨目標一個明確數值，其次，對稱的容忍區間，可以幫助央行與民眾溝通，即央行避免通貨緊縮的決心與避免通貨膨脹是一樣強烈的。而「區間目標」可以較清楚呈現通膨目標是否達成或是未達成，此外，區間目標亦可以傳達一個概念，即央行不需精確地控制通膨目標於某個

數值，表示央行有較大的彈性，可以因應短期暫時性的外部衝擊對物價水準的影響。

實務上，17 個國家的央行採用點目標加上容忍區間，另有 5 個國家之央行(匈牙利、冰島、挪威、瑞典及英國)則採取點目標，其餘 5 個國家則是採用區間目標。

(二) 貨幣政策之溝通

貨幣政策溝通是通膨目標機制的關鍵要素。有效的溝通可以增進央行的權責、透明度，使央行獲得大眾的信任，更可視為是一貨幣政策工具。因此採行通膨目標機制之國家皆致力政策制定與執行的公開化與透明化。本節將說明 27 個採行通膨目標機制之國家目前的貨幣政策溝通措施，主要分成國會溝通與大眾溝通方面(可詳見表 2)。

與國會溝通方面，央行主要是透過公開

表 2. 採行通膨目標機制國家之貨幣政策溝通情況

國家別	公開信	國會聽證會		公佈貨幣委員會會議紀錄		通膨報告出版	
		有無	頻率	有無	公佈時程	有無	每年出版次數
亞美尼亞	X	V	每年度	V	10 天內	V	4
澳洲	X	V	一年兩次	V	2 週後	V	4
巴西	V	V	每年六次	V	8 天後	V	4
加拿大	X	V	一年兩次	X	--	V	4
智利	X	V	每年四次	V	2 週後	V	4
哥倫比亞	X	V	一年兩次	V	2 週後	V	4
捷克	X	X	--	V	8 天後	V	4
迦納	X	X	--	X	--	V	4~6

資料來源：Hammond (2012)

註：X 表示「無」；V 表示「有」。

(註 5) 澳洲、加拿大、捷克、迦納、匈牙利、挪威、波蘭、瑞典及土耳其等國亦發布核心 CPI 之預測。2007 年油價與食物類價格上漲，說明以核心 CPI 解釋物價變動的重要性。

表 2. 採行通膨目標機制國家之貨幣政策溝通情況(續)

國家別	公開信	國會聽證會		公佈貨幣委員會會議紀錄		通膨報告出版	
		有無	頻率	有無	公佈時程	有無	每年出版次數
瓜地馬拉	X	V	一年兩次	V	4 週後	V	3
匈牙利	X	V	一年一次	V	下次會議之前	V	4
冰島	V	V	一年兩次	V	--	V	4
印尼	X	X	--	X	--	V	4
以色列	X	V	一年兩次	V	2 週後	V	2
墨西哥	X	V	不定期	V	2 週後	V	4
紐西蘭	X	V	每年四次	X	--	V	4
挪威	X	V	--	X	--	V	3
秘魯	X	V	一年一次	X	--	V	4
菲律賓	V	X	--	V	4 週後	V	4
波蘭	X	X	--	V	3 週後	V	4
羅馬尼亞	X	X	--	X	--	V	4
塞爾維亞	V	X	--	X	--	V	4
南非	X	V	一年至少 三次	X	--	V	2
南韓	X	V	--	V	6 週後	V	2
瑞典	X	V	一年兩次	V	2 週後	V	6
泰國	V	X	--	V	2 週後	V	4
土耳其	V	V	一年兩次	V	5 個工作天內公布 會議摘要	V	4
英國	V	V	一年三次	V	兩週後	V	4

資料來源：Hammond (2012)

註：X 表示「無」；V 表示「有」。

信(open letter)以及國會聽證會以增進央行對國會之權責。當通膨率未達到目標時，通常是貨幣政策委員會之主席寫公開信給財政部，解釋為何通膨率未達到目標，並說明央行接續會採取那些政策使通膨率回到目標水準。目前只有 7 個國家採取公開信這項溝通方式。此外，則是透過國會聽證會，其中所

有的工業國家皆有此項措施，而只有一半的發展中國家採取，8 個國家並未有此項措施。

與大眾溝通方面，許多央行主要是透過發布經濟研究分析，包括通膨及經濟成長率之展望，來說明貨幣政策之考量。其中，對於許多採行通膨目標機制之國家而言，最主要的溝通工具即是發布通貨膨脹報告，大部

分國家每一季發布一次。通貨膨脹報告中通常會說明央行對目前經濟情況之評估，以及對未來通膨與經濟成長率之展望，許多國家之通膨報告更使用扇形圖來說明，以了解未來面對的風險是上升或是下降。

而另一個對大眾溝通之重要工具為，定期公布每次貨幣委員會之會議記錄。27 個通膨目標機制之國家中，有 18 個國家執行，除巴西及捷克央行規定會議後 8 天內要發布外，其餘國家通常在會議後 2 週至 4 週內公布會議記錄。

三、通膨目標機制之相關實證研究

許多文獻比較採行通膨目標機制及未採行通膨目標機制之國家的表現。Ball and Sheridan (2003) 比較 OECD 會員國中採取通膨目標機制的國家(加拿大、澳洲、紐西蘭、芬蘭、西班牙(註 6)、瑞典及英國)以及 13 個未採取通膨目標機制之 OECD 會員國，發現通貨膨脹目標未如想像中有效。而 Vega and Winkelried (2005) 則發現通膨目標機制有助於降低通膨水準及波動。Levin et al. (2004) 實證發現，採用通膨目標機制之國家，其通膨持續性(inflation persistence)(註 7)較低，表示央行對抗通膨態度積極，且較易釘住通膨預

期。

亦有文獻針對採行通膨目標機制之新興市場國家進行實證研究。IMF (2005) 發現相較於未採用通膨目標機制之國家，採行通膨目標機制之國家似乎有較低的通膨率與通膨預期以及較低的通膨波動。而 IMF (2008a) 則是探討在 2007 年後油價與食物價格之衝擊下，採取那個貨幣政策架構能夠成功釘住通膨預期，結論顯示在新興市場國家中，近來通膨目標機制似乎較其他貨幣政策架構有效率。

此外，Ostry et al. (2012)(註 8) 針對採行通膨目標機制之新興市場國家共 14 國進行追蹤資料迴歸分析(註 9)，結果顯示採行通膨目標機制之新興市場國家，除考量通膨目標之外，匯率穩定亦是其目標之一。且 Ostry et al. (2012) 整理諸多實證研究文獻，發現採行通膨目標機制之新興國家，其央行外匯干預大體而言能夠降低匯率的波動度，並可以影響匯率水準，顯示外匯沖銷性干預具有有效性。而文中的模擬結果更顯示具有沖銷性的通膨目標政策，央行可配合兩個工具—利率調整與外匯市場操作，來達成物價穩定以及匯率穩定之雙重目標，因此對於新興市場國家，

(註 6) 芬蘭於 1993 年 2 月至 1998 年 6 月採用通膨目標機制，而西班牙則是 1994 年 11 月至 1998 年 1 月採用。因加入歐元區，因此兩國之後的貨幣政策依照歐洲央行的貨幣政策。

(註 7) 亦稱通膨慣性，為通貨膨脹率之前期項，Siklos(1999)說明積極的貨幣政策可以降低通膨持續性。

(註 8) Jonathan D. Ostry 為 IMF 研究部副主管。

(註 9) 包括巴西、智利、哥倫比亞、捷克、匈牙利、印尼、南韓、墨西哥、秘魯、波蘭、羅馬尼亞、斯洛伐克、泰國和土耳其等國，樣本期間為該國採行通膨目標機制至 2010 年。(斯洛伐克於 2009 年加入歐元區)。

雙工具比起單一利率工具來得適合，且可增加民眾對央行之可信度（註 10）。

金融危機過後，更有文獻探討通膨目標機制在金融危機期間之表現。Roger (2010)發現採行通膨目標機制之國家，在金融危機期間能夠迅速恢復。Carvalho-Filho (2010) 則指出金融危機期間，採行通膨目標機制之貨幣政策較為合適，更能應付金融危機。由此顯示，通膨目標機制在金融危機期間表現良好，主要是通膨目標機制在因應金融危機時，具有以下優點：目標基準為通膨預期，因此，貨幣政策較具前瞻性、清楚的目標，有助於與民眾溝通、浮動的匯率制度有助於調整、彈性的架構可採行非傳統性貨幣政策（例如量化寬鬆政策）因應變局。

由實證文獻可以發現採行通膨目標機制的工業國家及新興市場國家，皆能維持較低的通膨，並能釘住通膨預期，顯示通膨目標機制具有一致性及有效性。此外，對於新興市場國家而言，匯率因素對總體經濟影響深遠，因此 Ostry et al. (2012) 建議新興市場國家之貨幣當局可運用政策利率及外匯干預這兩項工具，以達成物價穩定以及匯率穩定之雙重目標。

四、通膨目標機制所面臨的挑戰

通膨目標機制已實行超過 20 年，在這段期間，其架構逐漸成形。然而金融危機過後

的通膨目標機制仍面臨一些挑戰，例如貨幣政策無法有效地阻擋金融不穩定的發生，且貨幣政策與金融體系之間的互動並不易了解。此外，因外在環境多變，貨幣政策與財政政策之間的協調更加重要，因此，在金融危機過後，央行的任務更加複雜艱鉅。

（一）通膨目標機制與金融穩定

對央行來說最關切的議題為如何結合金融穩定與物價穩定目標，惟低且穩定的通膨並不保證經濟體系的金融穩定。因此，通膨目標機制之架構需有些許地改變，即強化金融穩定的重要性，例如英格蘭銀行，使用新總體審慎政策架構，以便在通膨目標機制架構下強化金融穩定之重要性。Aydin and Volkan (2011) 亦指出，傳統通膨目標機制下需考量金融穩定，該文建構 DSGE 模型，結論顯示相較於傳統通膨目標機制，當通膨目標機制考量金融穩定後，更有助於緩和景氣循環之波動。

（二）通膨目標機制與資產價格

在 1990 年代及 2000 年初期之通膨目標政策，雖然造就了穩定且低的物價水準，惟資產價格更易波動；此外，也造成部分經濟體貨幣與債務受到長期地關注。以此為背景，近幾年央行所面對的關鍵議題為，央行是否或如何在貨幣政策中考量資產價格？即通膨目標如何因應資產價格？Bean (2003) 說

（註 10）然 Ostry et al. (2012) 說明央行不該持續干預外匯，而是需透過干預來紓緩匯率偏離之狀況。

明，長期下央行致力於穩定通膨與產出，需要考慮資產價格所帶來的反效果。意指貨幣

政策不能狹隘地注重短期的物價穩定(一至兩年)，而需要將通膨目標期間拉長。

貳、英格蘭銀行通膨目標機制架構

一、貨幣政策制度之轉變

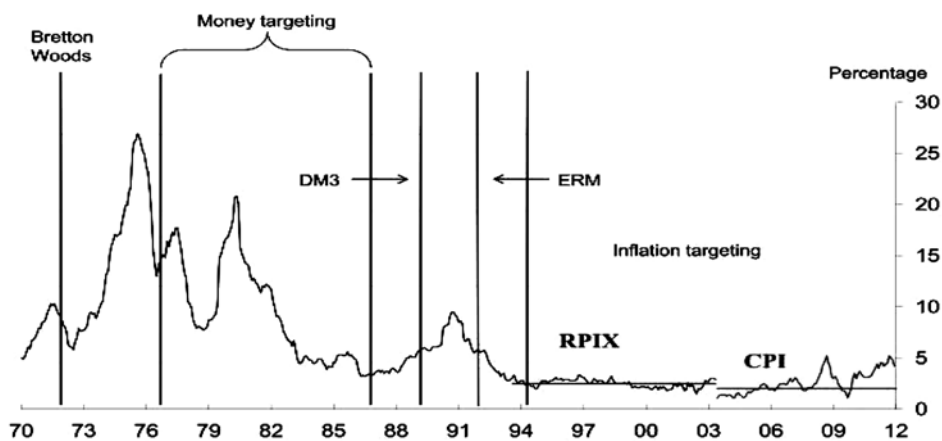
由圖 2 可知，英國之貨幣政策制度在 1970 年代早期，為布列頓森林 (Bretton Woods) 之固定匯率，1970 年代後期至 1980 年代初期之間採行貨幣目標機制，而 1989~1990 年間之貨幣政策則為匯率目標機制，將一英鎊固定在等於三馬克(DM3=£1)，而後 1990~1992 年間英國加入歐洲匯率機制 (Exchange Rate Mechanism; ERM)，於 1992 年 9 月脫離歐洲匯率機制，並實行通膨目標機制。在 1992-1997 年間是由財政部制定利率，而至 1998 年英格蘭銀行獲得獨立地位，可制定利率。

1998 年英格蘭銀行法 (Bank of England Act) 賦予英格蘭銀行制定利率政策，以達成政府所設定的目標之責任，以對國會及大眾負責，並以「扣除抵押貸款利息後的零售物價指數(RPIX)」年增率 2.5% 為通膨目標。2003 年 12 月將原有的通膨目標由 RPIX 年增率，改為消費者物價指數年增率，並將 CPI 年增率目標訂為 2%。

二、設定通膨目標為 2%

英格蘭銀行其通膨目標基準為消費者物價指數年增率，設定為 2%，屬於點目標。此 2% 的通膨目標是一對稱性的目標，即通貨膨脹率低於 2% 的情況就如同高於 2% 的情況一

圖 2. 英國貨幣政策制度之轉變



資料來源：英格蘭銀行研訓中心上課資料

樣糟糕，因此利率應設定在經濟需求會使通貨膨脹率在 2% 之水準。但 2% 的通膨目標並不代表貨幣政策委員會 (Monetary Policy Committee, MPC) 需要將通膨率一直控制在 2%，即使每個月之通膨率皆與通膨目標 2% 不同，但其造成通膨率偏離目標值的影響可能是短暫的，貨幣政策的最終目標為該段期間之平均通膨率為 2%。

若是利率一直改變，則會讓經濟體系產生不確定性以及過度波動。因此，若是通膨率發生變化，MPC 需要做的是了解造成通膨率變化之原因，以及是否會一直持續下去，並不需要每次改變利率來因應，MPC 只需確認通膨率在該段期間內之平均通膨率達到 2% 即可。

三、貨幣政策委員會運作情況與貨幣政策溝通

(一) 貨幣政策委員會運作情況

英格蘭銀行需設定利率以達成通膨目標，而利率的設定則由 MPC 來決定。MPC 的成員有 9 人，其中 5 位為內部成員，包括總裁、兩位副總裁、英格蘭銀行首席經濟學家以及負責市場操作部門之主管，而另外 4 位為財政大臣所任命的外部成員，而 MPC 主席通常由英格蘭銀行總裁擔任。MPC 各個成員專精於經濟與貨幣政策領域，且獨立不代表任何團體。

目前英格蘭銀行之 MPC 每個月會進行為期兩天之會議，以決定利率，通常為每個月第一個出現的週一，選擇當週之週三及週四(註 11)。第一天的會議，更新許多近期的經濟數據，而 MPC 成員就利率政策進行討論並提出對貨幣政策之看法。總裁將對共識進行提案，請出席委員進行表決，採多數決，MPC 成員一人一票。會議結果則會在週四的中午公布，此外投票的結果皆會記錄在會議記錄內，會議記錄則在兩週後公布於英格蘭銀行網站上，會議記錄內容包含所有貨幣政策之討論，以及各個成員不同的觀點，並且記錄各個成員的投票結果。

(二) 貨幣政策溝通

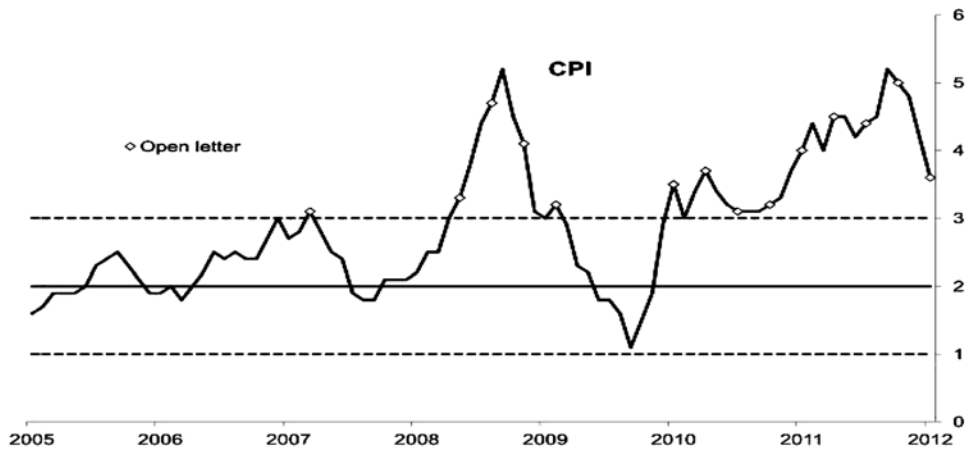
1. 有效的溝通可以增進民眾對央行的信任，增加透明度

除上述定期將 MPC 會議記錄公開於英格蘭銀行網站外，英格蘭銀行之貨幣政策溝通工具包括定期向國會報告其決策、未達到通膨目標時 MPC 主席需寫公開信給財政大臣、每季發布通貨膨脹報告等。

MPC 一年進行三次國會聽證會以對國會負責。因通膨目標設定為 2%，因此若通膨率低於 1% 或高於 3%，則 MPC 主席(即英格蘭銀行總裁)需寫公開信給財政大臣解釋通膨目標未達成之原因，且必須說明英格蘭銀行要採取何種措施讓通膨率回到通膨目標。圖 3

(註 11)舉例來說，2012 年 5 月，第一個出現的週一在 5 月 7 日，因此英格蘭銀行 MPC 5 月開會的時間為 5 月 9 日(週三)與 5 月 10 日(週四)。

圖 3. 公開信時點



資料來源：英格蘭銀行研訓中心上課資料

為自 2005 年起至今，MPC 主席寫公開信給財政大臣之時點，明顯可見自 2009 年後公開信的次數增多，幾乎每一季 MPC 主席皆需書寫公開信。

近期 2012 年 2 月 14 日，英格蘭銀行總裁 Mervyn King 亦書寫公開信給英國財政大臣 George Osborn 解釋通膨率持續高於目標值 2% 之原因。Mervyn King 說明自 2009 年以來通膨率皆超出目標值，主要是受到增值稅 (Value Added Tax; VAT)、進口物價及能源價格上漲之影響。此外，公開信中並表示提高增值稅對通膨率的影響將於 1 月消失，故通膨率於 1 月大幅下滑為預料之中，且 MPC 委員們預期英國的通膨率將於 2012 年底前，降至目標值 2% 附近。

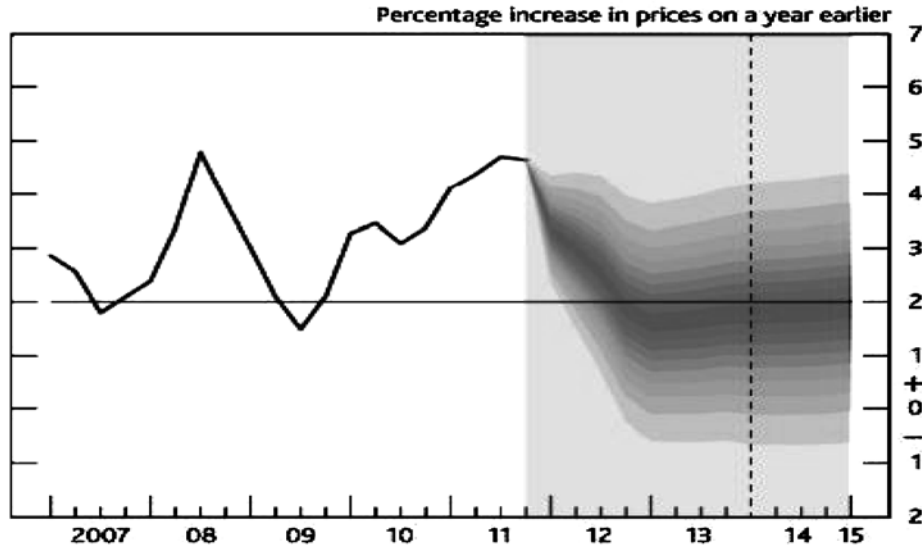
2. 利用扇形圖描繪經濟數據之未來走勢

英格蘭銀行自 1993 年 2 月起，於 2、5、

8 及 11 月按季發布通貨膨脹報告書。報告內容包含英國經濟以及影響政策制定因素之分析，亦包含 MPC 對於通膨率以及產出成長率之預測。近期 2012 年 2 月的通膨報告說明通膨率從 2011 年底高點急遽地下降，而產出在 2011 年底些微緊縮，但似乎在今年初會和緩地上升。然因歐元區成長緩慢，英國主要出口市場的擴張速度仍然微弱。此外緊縮信用條件以及財政整頓仍持續對國內支出造成負面影響，且歐元區所帶來的挑戰對於英國經濟的恢復仍是主要的威脅。

英格蘭銀行通貨膨脹報告中，經常使用扇形圖 (Fan Chart) 來描繪經濟數據之未來走勢。扇形圖的優點為可讓社會大眾容易理解、可配合機率分配以了解變異大小，可討論未來經濟數據所面臨之風險，採通膨目標機制國家經常使用。

圖 4. 英格蘭銀行 2012 年 2 月之通貨膨脹率扇形圖
(通膨目標 2%)



資料來源：英格蘭銀行 2012 年 2 月通膨報告

所謂扇形圖係為一雙尾常態分配，中心的預測值為眾數，區間的寬度則由過去的預測誤差所決定，而常態分配兩端的分配偏度 (skewness) 則代表風險的高低。舉例來說，英格蘭銀行建構通貨膨脹率之扇形圖，先以眾數作為通貨膨脹率之中心，再以過去十年之預期通膨之誤差值作為誤差大小。因此扇形圖接近眾數中心之區間(10%之機率)，其顏色愈深，由內而外以固定區間左右成對(若是對預期未來通膨面對的風險上升，則上方之區間會擴大)，因此呈現扇形，由扇形圖可讓民眾了解央行對未來通膨預期為何。

圖 4 為 2012 年 2 月英格蘭銀行通膨報告中，假設政策利率與市場利率一致且資產購買計畫的額度維持在 3,250 億英鎊，對於通膨率之展望。通膨報告中說明，通膨率從 2011 年 9 月 5.2% 之高點，2011 年 12 月已降至 4.2%，然通膨率仍在通膨目標值 2% 之上。若能源價格與增值稅對通膨率之影響減弱的话，則通膨率於 2012 年初應會持續下跌。MPC 對於通膨率之展望，預測其在 2012 年會持續下降，到 2013 年初降至目標值 2% 以下，而 2013 年之後，預測通膨率則會緩步上升。

參、台灣通膨率之短期預測

本節嘗試應用英格蘭銀行所建構之短期通膨預測(Short Term Inflation Forecast; STIF)，來進行台灣短期通膨率之預測。

一、英格蘭銀行短期通膨預測之簡述

英格蘭銀行建構 STIF，主要是因短期通膨有助於了解當前的經濟情勢(例如商品價格的影響、間接稅)，加上該項預測運用多項最新指標，此外 MPC 成員對短期通膨亦較感興趣。

英格蘭銀行之 STIF 主要是觀察未來 6 個月之通膨率，而英格蘭銀行所關切的是前 3 個月的通膨率。英格蘭銀行建構 STIF，主要是分解 CPI 的組成項目(共有 31 個項目)，進行預測並依各項目之權重後相加，進行往後 6 個月之預測，以得到 CPI 預測值。透過 STIF 可以得到短期預測 (1 至 6 個月) 的較佳結果(然在中長期預測並不理想)，有助解釋經濟現象。此外，建構 STIF 模型時，因 CPI 的組成項目其走勢不盡相同，因此需要不同的模型設定。

主要使用時間序列模型，如下所示：

$$y_t = \alpha_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-2} + \cdots + \beta_p y_{t-p} + c_1 u_t + c_2 \gamma_t + \varepsilon_t$$

其中 y_t 為組成 CPI 之各項目， p 為最適

落後期數， u_t 為時間趨勢， γ_t 為季節虛擬變數， ε_t 為誤差項。根據 CPI 各項目之走勢，判斷是否有時間趨勢，或是模型中需要放入虛擬變數加以控制。

二、台灣通膨率之短期預測

本節主要以台灣 2000 年 1 月至 2012 年 3 月，CPI 月資料來進行分析，首先說明組成 CPI 之各項目，接著進行短期通膨率之預測。

(一) 組成 CPI 之各項目—基本分類

台灣 CPI 之組成，其分類方式，主要有基本分類與商品性質別分類(註 12)。礙於文章篇幅，本文主要以 CPI 基本分類進行分析。基本分類分為七項，包括：食物類、衣著類、居住類、交通類、醫藥保健類、教養娛樂類以及雜項類(各項目之權重見表 3)。以居住類之權重最大，為 27.95%，其中房租的權重占 18.54%；其次為食物類，權重為 26.08%，其中家外食物、水果、蔬菜、肉類及穀物及其製品，其占權重分別為 8.87%、2.76%、2.48%、2.31% 及 1.97%。

而分解 CPI 的組成項目，主要是每個組成項目之走勢並不一樣，因此其背後的故事必不盡相同。由圖 5 明顯可見各個項目走勢不同，因此在設定時間序列模型時，自然不

(註 12)按商品性質別分類，主要分成商品類(權重 43.71%，其中包含非耐用性消費品、半耐久財消費品及耐用性消費品，其權重分別為 29.91%，6.29%，7.51%)以及服務類(權重 56.29%，包含家外食物、衣著、居住服務、交通服務、醫療保健服務、教養娛樂服務、雜項服務，其權重分別為 8.87%，0.12%，20.95%，7.70%，3.30%，12.96%，2.38%)。

表 3. 組成 CPI 各項目之權重 (基本分類)

組成項目	權重(%)	組成項目	權重(%)
一、食物類	26.08	家庭管理費	1.45
穀類及其製品	1.97	水電燃氣	3.69
肉類	2.31	四、交通類	14.04
蔬菜	2.48	交通設備	2.76
水果	2.76	油料費	3.25
家外食物	8.87	交通服務及維修零件	8.03
二、衣著類	4.17	五、醫療保健類	4.74
成衣	2.7	六、教養娛樂類	17.15
三、居住類	27.95	教養費用	11.13
房租	18.54	娛樂費用	6.02
住宅維修費	1.48	七、雜項	5.87
家庭用品	2.79		

資料來源：主計總處

能夠採取相同的模型設定，需考量模型是否應放入季節虛擬變數或時間趨勢，以符合預測之需求。

關於食物類項目，其走勢大致仍會受到國際穀物價格之影響（註 13）。根據國際糧農組織之統計，2000 年至 2003 年糧食價格呈平穩走勢，且微幅增加，至 2003 年起，開始呈現波動，2006 年糧價及穀價迅速上升。2007 年國際糧價指數較 2006 年上漲 22.8%，2008

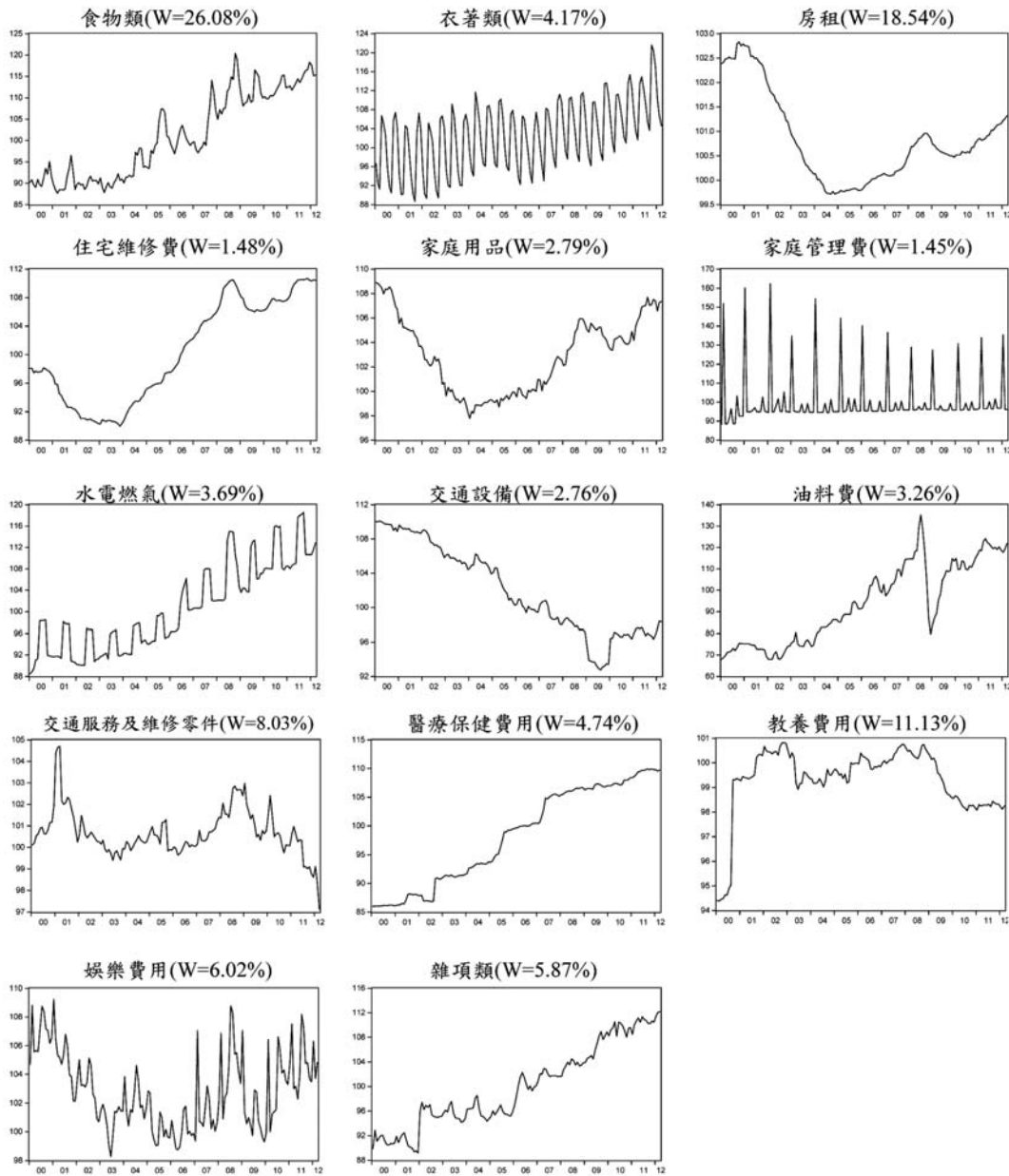
年持續上揚，而 2008 年 7 月初起，國際穀物價格自高檔下跌逾四成，因此食物類價格下跌。此外，天候因素及偶發事件，亦對食物類指數造成影響，例如颱風災害，影響蔬菜及水果價格；2011 年中的塑化劑事件，亦使水果價格急遽上漲（註 14）；另外，近期瘦肉精及禽流感事件，可能造成肉類價格有下跌現象。

衣著類指數，主要受到成衣類別之影

（註 13）IMF(2008b)報告指出，新興市場國家以及開發中國家之快速成長，增加初級產品之需求，且全球生質能源不斷擴充下，使得糧食及穀物價格近年來大幅上漲。

（註 14）根據主計總處物價新聞稿，100 年 6 月之消費者物價指數為 1.93%，為 99 年 3 月以來新高，主要是受到塑化劑事件，使新鮮水果需求量大增，導致水果價格較去年漲 21.3%。

圖 5. CPI 組成項目之走勢圖



註：W 表示權重

響，而成衣價格因服飾換季、百貨公司折扣促銷，因此使得衣著類走勢具有季節性。此外，其走勢呈往上趨勢，乃是業者反應國際棉價。居住類項目，主要由房租、住宅維修

費、家庭用品、家庭管理費以及水電燃氣所組成。其中房租占居住類之權重最大，然租金近年來大致呈現持穩(圖 5 走勢圖波動較大，乃是刻度緣故)，因此對於 CPI 的影響不

大。家庭管理費方面，因其含有保母費用、家庭傭人費用，而春節年前、端午及中秋節，國人習慣上會餽贈禮金，尤以春節較高，因此家庭管理費用在春節 1 月或 2 月時會呈現高點。而水電燃氣方面，因夏季會實施用電高費率，因此水電燃氣指數於夏天季節明顯較其他季節之指數來得高，呈現季節性之變化。

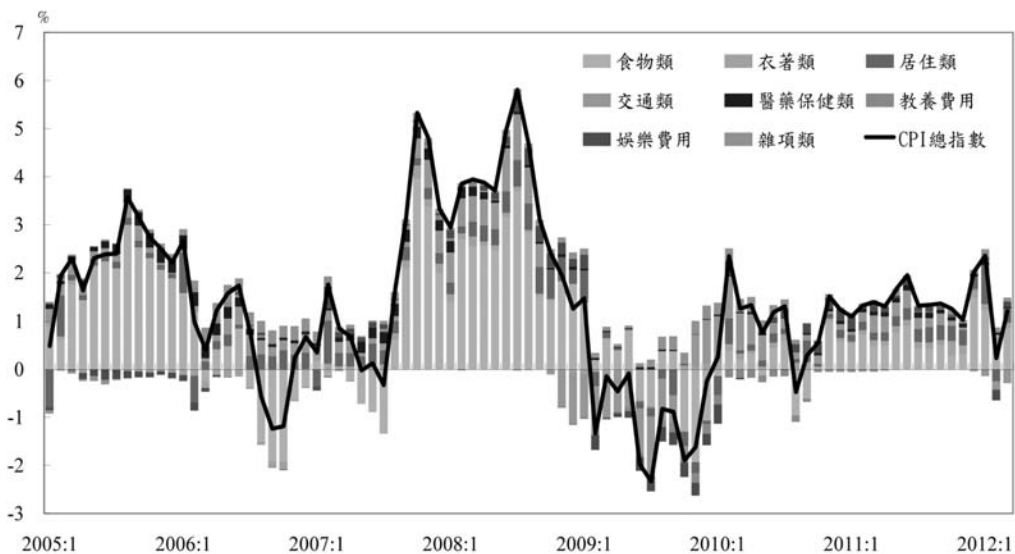
交通類項目，主要包含交通設備、油料費、交通服務及維修零件，其中交通服務及維修零件權重較大，為 8.03%，而其中包含通訊費，權重為 3.18%，近年來因市場開放，因此網路費、行動電話費及市內電話等通訊費陸續調降，通訊費呈現下跌趨勢，故交通服務及維修零件亦有下跌趨勢現象。而油料費之走勢，會受國際原油價格之影響，例如，2008 年國際原油價格大幅回跌，油料

費、液態瓦斯價格隨之調降，乃是業者反映國際油價，調降油價，因此該年度油料費指數有下降之現象。而近期國際油價走升，且 2012 年 4 月 2 日油價解除凍漲，勢必對於油料費造成影響。

教養娛樂費用，其中教養費用，包含學雜費用，學雜費大致不易調漲，因此近年來相當平穩。娛樂費用包含國內外旅遊團費，而旅遊團費會受寒暑假及春節旅遊旺季影響而進行調漲，因此娛樂費用於春節 1 月或 2 月，以及 7、8 月會較其他月份高。

由此可知組成 CPI 各項目其走勢不盡相同，且其有不同的權重，因此對 CPI 總指數之影響亦不盡相同。圖 6 觀察 2005 年 1 月至 2012 年 3 月這段期間，組成 CPI 之各項目對 CPI 年增率之影響，明顯可知整體來說食物類對 CPI 總指數的影響極大，CPI 年增率明

圖 6. CPI 之各項組成對 CPI 年增率之貢獻



顯之上升或下降，主要來自食物類價格的影響，且食物類價格民眾感受最深刻，因此在預測 CPI 時，不能忽略食物類價格。而居住類的權重雖然最高，然房租近年來相對持穩，因此對於 CPI 總指數的影響並不大。此外，交通類項目對 CPI 總指數亦有明顯的影響力存在，主要因油料費歸類於交通類。2012 年 4 月 2 日起油價解除凍漲，勢必直接或間接影響 CPI 年增率（註 15），且民眾通膨預期心理，會加重 CPI 上漲壓力。

（二）短期通膨率預測

1. 實證說明

本節實證主要分析 CPI 七大基本分類項目，並將居住類、交通類、教養娛樂費用類別中的細項分解（註 16），因此共有 14 個項目要進行預測。

首先各個項目皆進行對數處理，接著進行 ADF 單根檢定，檢定結果顯示除教養費用類別外，其餘變數之水準值皆具有單根性質，因此進行一階差分處理。而落後期數部分，若是選取過短的落後期數，可能無法確保殘差項不具自我相關，Said and Dickey (1984) 建議落後期數應取 $\text{int}(T^{1/3})$ ，其中 int 代表整數，而 T 為觀察值個數。實證樣本期間為 2000 年 1 月至 2012 年 3 月，共有 147 個

樣本數，取整數後，選取落後期為 5 期。因此時間序列模型中，先放入 5 期的落後期，再將不顯著的落後期剔除。此外，若是該變數具有時間趨勢，則放入時間趨勢項，若有季節性存在，則放入季節虛擬變數。組成 CPI 之各項目的估計模型，詳見附錄。

此外，亦針對估計模型進行殘差值診斷性檢定，檢定模型之殘差是否無自我相關及無異質變異。故分別以 Ljung-Box's Q 檢定診斷模型之殘差有無自我相關，以 ARCH 檢定殘差是否有異質變異。自我相關檢定結果顯示，大致上各模型殘差項不具有自我相關性，且 ARCH 檢定亦顯示殘差項不具異質變異的現象，顯示模型設定大致允當。

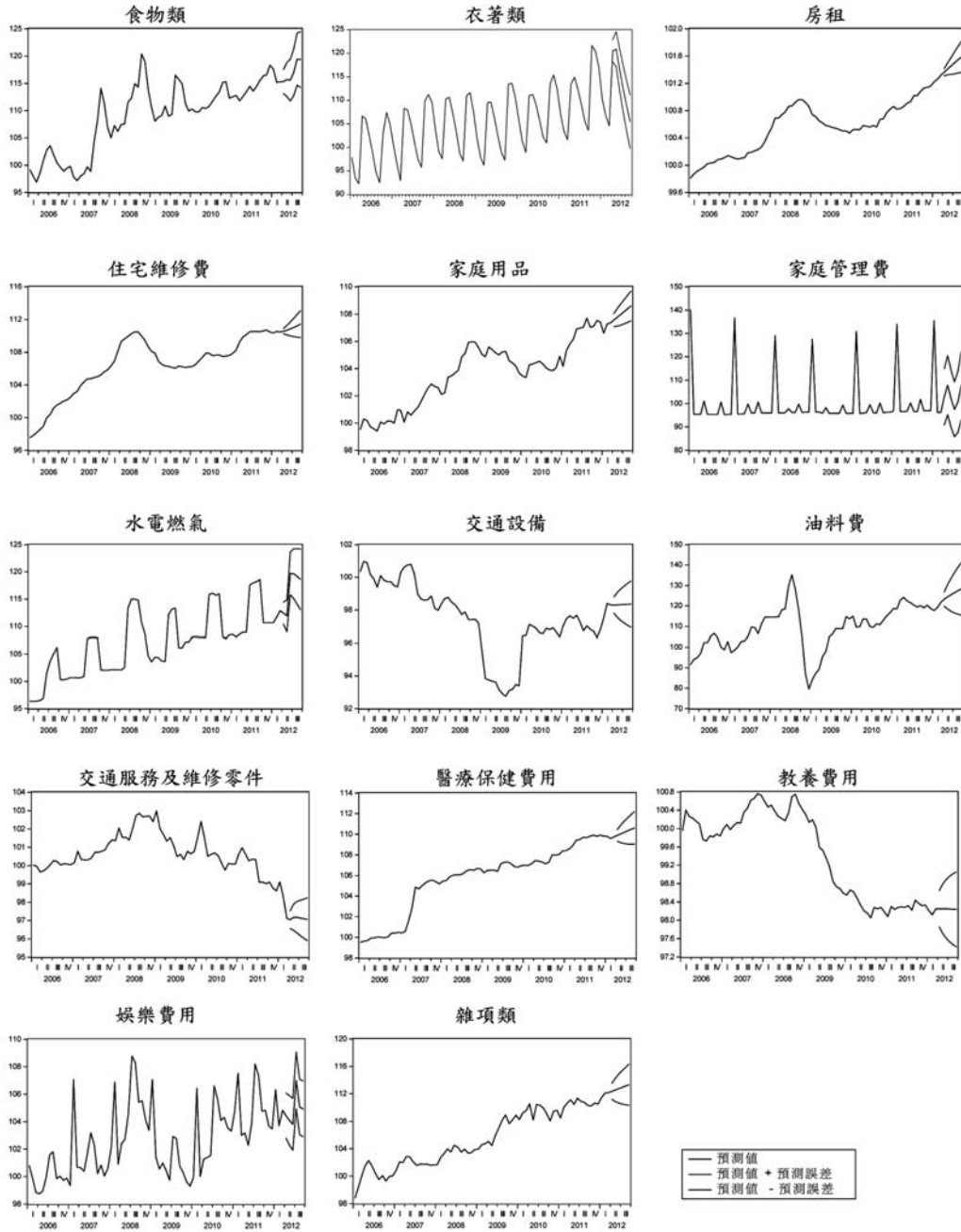
2. 預測結果

接續進行短期通膨率預測，預測期間為 2012 年 4 月至 9 月，共 6 個月，預測結果可詳見圖 7。食物類項目方面，其預測結果顯示食物類指數在未來六個月內呈現持續上升走勢。而衣著類，則明顯捕捉到季節性，即 4 月及 5 月衣著類指數呈現高點，而後下降。房租方面，預測結果顯示房租大致維持平穩（圖中呈現上升走勢，乃是因為圖表刻度緣故）。家庭管理費用部分，因有保母費，三節餽贈禮金，因此過去歷史資料顯示 1、2、6、

（註 15）梁啟源(2009)指出油價上漲 10%，直接效果對 CPI 的影響為 0.326%，而直接加間接效果則為 0.664%。

（註 16）主要將居住類、交通類與教養娛樂費用三類加以細項分解，主要是其中子項目的走勢明顯不同，有的走勢更具有季節性，若不進行拆解，恐無法完整呈現。此外，食物類的細項過多，且蔬菜及水果類的細項亦採月變動權（其他項目權數為固定），為了避免過於繁雜，故並未對食物類進行拆解。

圖 7. 組成 CPI 之各項目預測結果



9月份會較高，尤以1月或2月春節最高，而預測結果有捕捉到6月及9月時家庭管理費用有較高的現象，但其預測結果較過去歷史

值稍高。

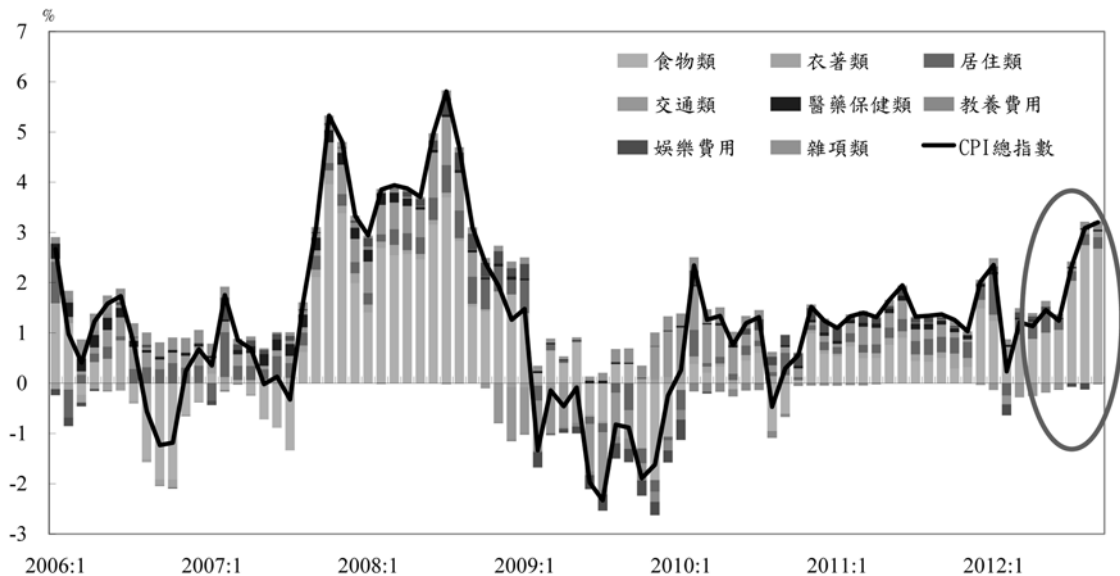
水電燃氣部分，因夏季時電費會調漲，而預測結果大致有捕捉到水電燃氣指數呈現

上升走勢，於 7 月份時最高。油料費方面，本文預測結果呈現上升走勢，惟 2012 年 4 月 2 日油價解除凍漲，這部份的因素尚未在預測結果中反應；教育費用的預測結果顯示大致平穩；娛樂費用的預測值，明顯捕捉 7 月時，因暑假旅遊旺季造成國內外旅遊團費較高，因此該月份娛樂費用項目提高；醫療保健費用，則預測緩步上升。

經權重加權 14 個項目預測值後，得到 CPI 總指數未來 6 個月之預測值，預測結果顯示 2012 年第 2 季 CPI 指數為 108.22，年增

率為 1.27%，第 3 季其指數為 110.19，年增率為 2.87%。可看出今年第 3 季與上年同期相比，通膨率呈現明顯上升之走勢。此外，由圖 8 觀察未來 6 個月內各組成項目對 CPI 總指數的影響，發現食物類對 CPI 的影響最大，雖然食物類的波動及不確定因素很大，然其占 CPI 總指數的權重甚大，且為民眾所深刻感受，因此如同目前採通膨目標機制之國家，名目基準為整體 CPI，我國亦不能忽略食物類對 CPI 之影響。

圖 8. CPI 之各項組成對 CPI 年增率之貢獻 (含預測值)



肆、結論與建議

目前共有 27 個國家採行通膨目標機制，而通貨膨脹目標機制的優點為政策透明化，透過與大眾溝通增加央行的權責及民眾對央

行的可信度。我國雖未採行通膨目標機制，但亦可致力於政策透明化，進而提高央行決策的權責度。此外，本文嘗試應用英格蘭銀

行所建構之短期通膨預測，來進行台灣通膨測之穩定度，進行相關研究之深入分析，俾率之短期預測。未來可嘗試觀察短期通膨預供制定貨幣政策之參考。

附錄. 組成 CPI 之各項目－估計模型

組成 CPI 之項目	模型	Q(1)	Q(4)	ARCH(1)
食物類	$d\log(\text{food}) = -0.00009 - 0.20 * d\log(\text{food})_{t-1} + 0.013 * @\text{seas}(7) + 0.02 * @\text{seas}(8)$	0.91	0.40	0.49
衣著類	$d\log(\text{cloth}) = -0.03 + 0.21 * d\log(\text{cloth})_{t-1} - 0.08 * d\log(\text{cloth})_{t-2} + 0.17 * @\text{seas}(4) + 0.17 * @\text{seas}(10)$	0.01	0.00	0.16
房租	$d\log(\text{rent}) = -0.0008 + 0.25 * d\log(\text{rent})_{t-1} + 0.33 * d\log(\text{rent})_{t-2} + 0.000003 * @\text{trend}$	0.52	0.82	0.86
住宅維修費	$d\log(\text{repair}) = -0.002 + 0.38 * d\log(\text{repair})_{t-1} + 0.33 * d\log(\text{repair})_{t-2} + 0.000007 * @\text{trend}$	0.91	0.98	0.10
家庭用品	$d\log(\text{household}) = -0.009 - 0.11 * d\log(\text{household})_{t-1} + 0.00003 * @\text{trend}$	0.97	0.42	0.41
家庭管理費	$d\log(\text{operate}) = -0.02 - 1.09 * d\log(\text{operate})_{t-1} - 0.88 * d\log(\text{operate})_{t-2} - 0.63 * d\log(\text{operate})_{t-3} - 0.22 * d\log(\text{operate})_{t-4} + 0.24 * @\text{seas}(2) + 0.06 * @\text{seas}(9)$	0.48	0.21	0.34
水電燃氣	$d\log(\text{gas}) = -0.004 + 0.06 * d\log(\text{gas})_{t-1} + 0.07 * @\text{seas}(6)$	0.26	0.51	0.34
交通設備	$d\log(\text{transeq}) = -0.003 + 0.17 * d\log(\text{transeq})_{t-1} + 0.00006 * d2008$	0.91	0.76	0.84
油料費	$d\log(\text{fule}) = -0.005 + 0.36 * d\log(\text{fule})_{t-1} - 0.027 * d2008$	0.63	0.57	0.25
交通服務及維修零件	$d\log(\text{transervice}) = -0.0003 + 0.13 * d\log(\text{transervice})_{t-1} - 0.14 * d\log(\text{transervice})_{t-2}$	0.72	0.10	0.73
醫療保健費用	$d\log(\text{medical}) = 0.003 + 0.15 * d\log(\text{medical})_{t-1} - 0.000004 * @\text{trend}$	0.99	0.99	0.78
教養費用	$\log(\text{edu}) = 0.34 + 0.925 * \log(\text{edu})_{t-1} - 0.000014 * @\text{trend}$	0.93	0.97	0.95
娛樂費用	$d\log(\text{ent}) = -0.002 - 0.54 * d\log(\text{ent})_{t-1} - 0.40 * d\log(\text{ent})_{t-2} - 0.36 * d\log(\text{ent})_{t-3} - 0.31 * d\log(\text{ent})_{t-4} - 0.29 * d\log(\text{ent})_{t-5} + 0.02 * @\text{seas}(7)$	0.92	0.16	0.21
雜項類	$d\log(\text{other}) = 0.001 + 0.03 * d\log(\text{other})_{t-1} + 0.000001 * @\text{trend}$	0.96	0.98	0.80

註：Q(1)、Q(4)及 ARCH(1)所列之數值為 P 值。

參考資料

- 英國英格蘭銀行研訓中心「危機後通膨目標機制」(Inflation targeting after the crisis) 研習課程上課講義。
- Aydin, B. and E. Volkan (2011), "Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks," *IMF Working Paper*, No. WP/11/224.
- Ball, L. and N. Sheridan (2003), "Does Inflation Targeting Matter?" *NBER Working Paper*, No. W9577.
- Bean, C. (2003), "Inflation Targeting: the UK Experience," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter, PP. 479-494.
- Carvalho-Filho, I. (2010), "Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment," *IMF Working Paper*, No. WP/10/45.
- Hammond, G. (2012), "State of the Art of Inflation Targeting — 2012," Centre for Central Banking Studies Handbook, No.29.
- IMF (2005), "Does Inflation Targeting Work in Emerging Market ?" *World Economic Outlook*, September, Chapter 4.
- IMF (2008a), "Is Inflation Back ? Commodity Prices and Inflation," *World Economic Outlook*, October, Chapter 3.
- IMF (2008b), "Global Slowdown and Rising Inflation," *World Economic Outlook Update*, July.
- Levin, A. T., F. M. Natalucci and J. M. Piger (2004), "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, 86, No.4, PP. 51-80.
- Mishkin, F. S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, PP. 579-605.
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, and M. Chamon (2012), "Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Polices in Emerging

- Market Economics," *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/01, Feb. 29.
- Roger, S. (2010), "Inflation Targeting Turns 20," *Finance and Development*, March, PP.46-49.
- Said, S. E. and D. A. Dickey (1984), "Testing for Unit Root in Autoregressive Moving Average Models with Unknown Order," *Biometrika*, Vol.71, No.3, PP.599-608.
- Siklo, P. L. (1999), "Inflation-Target Design : Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries," *Review: Federal Reserve Bank of St. Louis* March/April, PP.47-58.
- Vega, M. and D. Winkelried (2005), "Inflation Targeting and Inflation Behaviour : A Successful Story?" *International Journal of Central Banking*, Vol.1, No.3 , PP.153-175.

(本文完稿於 101 年 5 月，作者為本行經濟研究處辦事員)

因應當前困境的 J 曲線財政整合策略

黃麗倫、陳星豪、吳黃蘋

摘要

鑑於 1930 年代政策錯誤導致經濟大蕭條的慘痛教訓，面對 2008 年全球金融危機，各國政府齊力採行擴張性政策，幸運地避開了第二次大蕭條；然而，迨入 2010 年，歐美國家史無前例的承平時高政府債務，引發若干經濟學者及歐美官員的擔憂，認為應立即採緊縮措施，聲稱削減赤字在短期內能讓經濟更為強健。

然而，這種緊縮能救經濟的主張，卻與 1930 年代犯下重大錯誤、將經濟推入二次衰退的歐美官員，當時的論調如出一轍，令許多經濟學家及史學家們相當擔憂，甚至聯合國及 IMF 等國際組織亦對此發出警語，直指採行財政緊縮的歐洲先進國家，正冒著將全球經濟推向衰退，進入「失落十年」(lost decade) 的風險。

針對那些主張緊縮人士所提出的「擴張性財政緊縮理論」(expansionary fiscal contraction theory)，IMF 的實證研究推翻其論述，聯合國亦指出，這些論點在當前全球的經濟困境下並不適用。

對於那些堅信擴張性財政緊縮理論的先進國家，聯合國、IMF 等國際組織，以及 Joseph Stiglitz、Paul Krugman、Peter Diamond、Dani Rodrik、Lawrence Summers 等多位知名經濟學家，紛紛呼籲彼等國家在短期內應推出可支持經濟成長及就業的財政激勵措施，同時訂定可信的中長期財政整合計畫，以換取短期激勵政策的空間。

聯合國將這項短期激勵、中長期整合的策略，稱為 J 曲線財政整合策略。J 曲線策略先容許財政赤字於短期內進一步擴大，以提振經濟成長，待經濟回到常軌後，再啟動先前擬訂的財政整合計畫；此時，在經濟穩健成長的協助之下，能以更迅速且較無害的方式削減赤字。此外，聯合國並建議，應推動有益經濟成長的結構性改革，以協助 J 曲線策略發揮應有的效益。

至於不在這場財政風暴核心內的開發中及新興國家，聯合國及 IMF 則建議，彼等國家須準備好緊急應變計畫，俾在全球經濟情勢惡化時，推出激勵措施。

一、主張立即進行財政整合者之論點有誤， 當前亟需財政激勵措施

(一) 擴張性財政緊縮論者：削減赤字在短期內能讓經濟更強健

前ECB總裁Jean-Claude Trichet、史丹佛大學教授John Taylor與Michale Boskin、哈佛大學教授Alberto Alesina與Silvia Ardagna等，主張節約將有助於經濟擴張，亦即所謂的擴張性財政緊縮理論。

擴張性財政緊縮理論，認為政府削減赤字將能透過信心管道、預期管道，以及減少排擠效應等途徑，來激勵民間投資及消費，進而達到促進經濟成長之目標（見圖1）。擴張性財政緊縮論者更以1980年代的愛爾蘭、1990年代的芬蘭及義大利等國的經驗，作為支持其論點的佐證。

(二) IMF、聯合國及知名學者：擴張性財政緊縮論者的分析有誤，且忽略了當前全球的經濟困境

1. IMF的實證顯示，財政整合不利短期

經濟成長與就業，尤不利受薪階級、且加重長期失業

IMF就過去30多年來，17個先進經濟體、173次財政整合經驗，進行分析的結果顯示，規模為GDP的1%之財政整合，2年內，約使所得降低0.6%、失業率提高0.5%（見圖2）。

財政緊縮對長期失業率衝擊更大。3年內，因財政整合而攀升的短期失業率，會停止上升；然而，即使經過5年後，長期失業率（指失業超過6個月）仍居高不下（見圖3）。

財政整合之下，受薪階級受創最深。若財政整合規模為GDP的1%，受薪階級的工資將減少0.9%，但資本主與地主的利潤與租金卻僅降低0.3%；此外，工資所得減少的持續時間，長於利潤與租金減少的時間。

2. 財政緊縮論者所援引之國家，其成功的主因在於寬鬆性貨幣政策緩解了財政緊縮的痛苦；所謂的「信心管道」，言過其實。

圖1 擴張性的緊縮財政理論之傳遞過程

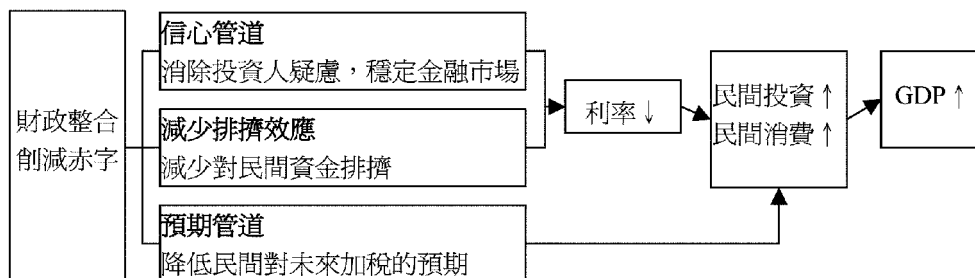


圖 2 短期內財政整合將造成所得降低、失業率升高

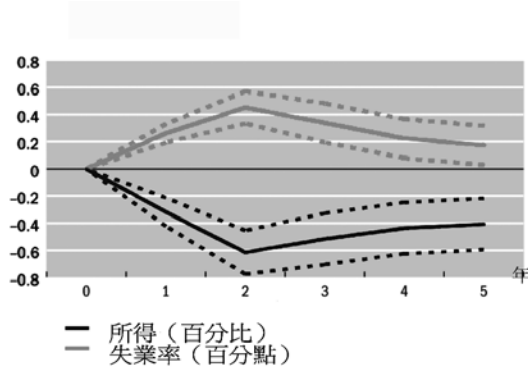
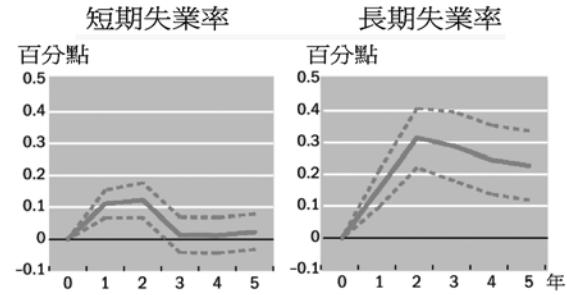


圖 3 財政整合將提高長短期失業率



資料來源：Ball, Leigh and Loungani (2011)。

IMF 分析實證結果後指出，1980 年代的愛爾蘭、1990 年代的芬蘭及義大利等進行財政整合，而經濟仍持續擴張，主要原因在於，央行的寬鬆性貨幣政策緩解了財政整合的痛苦。

彼等央行調降利率來提振投資與消費；再者，伴隨的貨幣貶值更帶動出口成長。就算能促進民間需求的信心管道確實存在，但其平均效果仍是緊縮的，沒有證據顯示民間消費與投資因而大幅增加。

Paul Krugman 也戲稱，緊縮財政可提振信心促使經濟擴張之論點，無異是「信心神話」(confidence fairy)。

3. 當前的經濟困境不宜立即進行財政整合，否則恐將經濟推入衰退、政府財政更無以為繼

國際組織及多位知名學者均警告，面臨經濟成長低於潛在產能、失業率居高不下、企業及銀行皆持續進行高度去槓桿化，以及

貨幣政策空間有限的當前經濟困境，政府立即削減財政赤字恐將經濟推入衰退。

聯合國憂心指出，若立即進行財政整合，經濟恐將落入凱因斯的節約矛盾 (paradox of thrift)，陷入衰退，政府財政更無以為繼。IMF 的模擬結果顯示，若央行無法降息且多國同時進行財政整合，那麼財政整合對經濟的衝擊，將比過去財政整合的不利影響更巨大；2 年內，所得約將降低 1.2% (約圖 2 的 2 倍)，失業情況也將擴大。

《經濟學人》則嚴正警告，當前歐美的經濟情勢一如 1930 年代，若此時彼等國家採行財政緊縮，恐重蹈 1930 年代大蕭條的錯誤。

4. 具財政空間的先進國家，仍應在短期內推出財政激勵措施

面對當前的經濟困境，聯合國、IMF、OECD、世界銀行等國際組織及多位知名經濟學家一致呼籲，先進國家當前亟需的是，短期財政激勵措施，以及具可信度的中長期財

政整合計畫。

對於那些政府融資成本不高、未面臨嚴重債務壓力，尚有財政空間的先進國家，國際組織建議，應在短期內推出可支持經濟成長及就業的財政激勵措施，同時須訂定可信的中長期財政整合計畫。聯合國更表示，彼等國家應將財政政策視為促使經濟成長暨發展的工具，且在當前投資人及家計部門都缺乏信心的情下，政府須扮演「最後的成長引擎」。

對於那些面臨嚴峻市場壓力、政府融資成本高於潛在名目 GDP 成長率、難以在資本市場取得低成本融資的已開發國家，聯合國及 IMF 認為，這些國家似乎沒有其他選擇，只能採行財政緊縮措施。

至於新興國家，國際組織則建議，除持續推動財政整合外，亦應備好財政激勵方案，一旦歐債危機及全球經濟下滑等風險提高，應迅即推出據以緩和對國內經濟的衝擊，並可放緩財政整合速度。

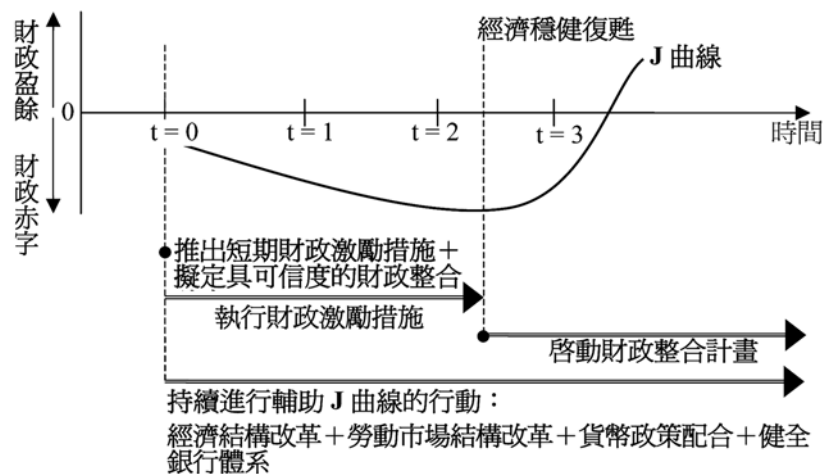
二、當前亟需短期財政激勵措施 + 具可信度的中長期財政整合計畫

聯合國將「短期財政激勵措施 + 具可信度的中長期財政整合計畫」這一套策略，稱為「J 曲線策略」：先容許財政赤字於短期內（2~3 年）進一步擴大，以提振經濟成長，

待經濟恢復常軌後，進行迅速且較無害的赤字削減計畫。

如圖 4 所示，J 曲線策略分為兩個階段，第一階段是執行短期財政激勵措施，並擬定

圖 4 J 曲線財政調整策略



可信度高的財政整合計畫，第二個階段則是啟動第一階段所擬定的財政整合計畫；另外，在推動J曲線策略之際，亦須進行輔助J曲線的一系列行動（J曲線策略架構內容詳見附表）。

（一）J曲線策略第一階段：推出短期財政激勵措施＋擬定具可信度的財政整合計畫

政府讓自動穩定機制發揮最大效用，或執行融通赤字的激勵措施（deficit-financed fiscal stimulus）之際，須提出長期財政可持續的承諾，制約外界對中長期財政紀律的預期，來穩定政府融資利率，以換取短期激勵政策的空間。

（二）J曲線策略第二階段：經濟穩健復甦

後，啟動財政整合計畫

經濟成長是削減赤字的最佳方法。伴隨經濟成長，政府稅收會增加、失業津貼等社會安全網的財政支出會減少，再加上民間對經濟前景的信心，將形成良性循環，此時進行財政整合，將能更快達成削減赤字的目標。

（三）J曲線策略的輔助行動

政府須在採行短期激勵措施的同時，推出輔助中長期財政整合計畫的行動，以協助降低資本市場的不確定性，並有助於促進經濟可持續性地成長。輔助行動主要包括經濟結構改革、勞動市場結構改革、貨幣政策配合財政整合，以及健全銀行體系等。

三、J曲線策略的具體內容

J曲線策略的短期財政激勵措施與中長期財政整合計畫，應包括那些具體內容？輔助行動又應做些什麼？以下擬彙整近期國際組織及經濟學家所提出的相關建議。

（一）短期財政激勵應著重於支持經濟成長、就業創造的措施

聯合國、IMF 及多位經濟學家建議，財政激勵應針對可支持經濟成長、就業創造的措施。接下來的問題是，財政激勵措施應以減稅，或擴大支出為重心？對此，美國舊金山聯邦準備銀行指出，考量當前經濟情勢，擴大財政支出應較減稅，更有助於提振經濟。

舊金山聯邦準備銀行的實證分析指出，近年信用需求疲弱的原因來自家計部門於泡沫時期的過度槓桿，這代表企業所面臨的消費者需求疲弱的問題，是來自債務壓迫；在這種情況下，投資租稅優惠與較低的利率，對於企業投資及就業成長，影響有限。

此外，Stiglitz 亦認為，政府應聚焦於投資高功率（亦即投資回報高）的措施，這將有助於提升未來的經濟成長，並促使長期的國家債務減少。Diamond 亦支持擴大公共支出的看法，尤其是經濟發展所須的基礎建設，這些建設早晚都要更新，不如趁政府融

資成本低廉之際來進行。

至於應支出在哪些項目？國際間的建議大多聚焦於基礎建設、能增加就業機會的措施，以及擴大社會安全網；另外，提振創新動能、打造有益於創造價值的環境，亦有助於經濟邁向可持續的成長。

1. 投資具成本效益的基礎建設

為極大化基礎建設投資方案的生產力，應通過嚴謹的成本效益評估；此外，政府可引入競爭、公開競標等措施，來改善投資過程，或者，可設立基礎建設銀行，吸引民間投資人投入公共建設。

為協助解決失業問題，基礎建設投資方案應分配予失業嚴重的地區，應考量基礎建設類型所需的技能，是否與失業勞工所具備的相符。

2. 投資人力密集的部門，直接創造工作

投資在人力密集的教育、民眾健康、保全、公共設施維護、青年扶助計畫、老年照護、保育、文藝以及科學研究這些領域，直接創造工作機會。

提出此建議的耶魯大學教授 Robert Shiller 指出，只在意擴增 GDP、但對增加就業機會助益不大的措施，是無法真正拯救經濟。

3. 擴大社會安全網，讓自動穩定機制充分發揮作用

讓失業及福利救助等自動穩定機制充分發揮，對於那些可能遭受經濟下滑負面衝擊

者提供協助，並避免經濟陷入更嚴重的衰退。

IMF 亦建議亞洲國家應強化社會安全網，這除了有益於減輕亞洲社會經濟不公的情形外，亦有助於增加國內需求，促使經濟更能因應來自先進國家的外在衝擊。

4. 推動能提振經濟創新動能的措施

政府可成立「國家創業銀行」，以國家的力量成立願意投資創新的銀行網絡。提出此建議的哥倫比亞大學教授 Edmund Phelps 表示，民間創新能為經濟提供全面性的工作機會，使創業家、行銷人員與買家都能獲得工作。

5. 打造類如矽谷，結合相關產業、連結高等教育的產學中心

打造類如矽谷的「中心」(hub)，藉由結合大學、高科技企業、軟體及服務供應商，以及靈活的新創公司等，讓人們可在產學中心內快速學習、發揮想像力，並創造價值；產學中心將能帶動需求，並擴大未來的就業市場，製造出更多的中產階級。

(二) 中長期財政整合計畫應以減支為主、增稅為輔；具備明確的目標及妥適彈性；加上必要改革

1. 以削減支出為基礎的財政整合，對經濟的衝擊較小，且較具政治可行性

IMF 實證研究指出，以削減支出為基礎的財政整合，對經濟產生的緊縮影響，比以增稅為基礎的財政整合要小。例如，以相當於 1% 的 GDP 之財政整合來看，若採增稅，

2 年後將使 GDP 萎縮 1.3%、失業率提高 0.6%；若採減支，GDP 則僅萎縮 0.3%、失業率提高 0.2%。

再者，考量政治現實，削減支出比起增加稅收，更容易執行。此外，以削減支出為基礎的財政整合，將被外界視為政府有較強的意願，達成財政紀律化之政策訊號。

至於應削減何種支出？IMF 認為，削減政治敏感項目的支出（例如特定產業的補貼），可釋出訊號表明，縮減長期赤字的可信承諾；相反的，削減較不具政治敏感項目的支出，例如政府投資，所產生的信心效果則會較弱。

另外，IMF 指出，對於稅率較低、擁有較大調整空間的國家而言，有必要增加稅收；彼等國家應改善課稅工具，並加強徵稅的行政能力，例如，可提高增值稅（VAT）稅率，以及增加對香菸、酒精飲料及碳排放課稅的稅收。OECD 亦建議，可提高消費面的稅賦，並擴大稅基。

2. 財政整合計畫內容應包含之項目

(1) 明確的目標

政府應依據國家的經濟情況，訂定明確的中期財政目標，以提高計畫的可信度；例如，預定在幾年內將達減少財政赤字對 GDP 的多少百分比、幾年內達財政平衡、於 2015 年前將政府債務對 GDP 比率降至多少百分比。

(2) 因應衝擊的妥適彈性

財政整合計畫應詳加說明，列舉各種衝

擊將如何影響政策反應。例如，計畫應具體指明，若未來進行財政整合時的經濟成長率，比原擬計劃時所預期的經濟成長率，還要低，那麼失業津貼將不會被刪減。

IMF 指出，歷史經驗顯示，財政計畫在維持可信的中期整合目標下，若能稍有彈性則越可能成功。

(3) 加強財政紀律化機制

應藉由加強財政紀律化規範、訂定並遵循嚴謹的預算程序，以及設置獨立的監控財政狀況的機構，來加強財政紀律化機制。

(4) 確保危機相關的激勵支出不會成為永久的財政負擔

應確保危機相關的激勵支出不會成為永久的財政負擔，必要時，應採行進一步措施來促進財政彈性，並確保政府債務是朝向下滑的趨勢發展。

3. 處理醫療照護成本大幅攀升、退休金給付負擔沉重等導致國家財政惡化的主要問題

(1) 改革健保制度

可採行的措施包括：改善資訊科技與付款機制，以提升健保制度的效率；緊縮健保給付範圍；增加民眾及相關單位所分擔的成本；減少對民間健康醫療保險的補貼；加強對醫療照護與技術的成本效益評估等。

(2) 改革退休金制度

可將法定退休年齡與國人平均壽命作一連結，IMF 首席經濟學家 Olivier Blanchard 指

出，延長退休年齡 2 年，約可降低財政赤字對 GDP 比率 1 個百分點；另外，可增加民眾於退休前對退休基金之貢獻，以及減少退休可支領的津貼。

除了健保及退休金制度外，亦應改革其他社會福利支出制度，以提高津貼方案的效率。

4. 稅制改革：提高消費面稅負、降低勞動所得與資本所得稅負

OECD 及 IMF 建議，應將稅負負擔從勞動者轉移至消費者，如提高增值稅及降低薪資稅。

IMF 分析指出，相較於勞動所得稅、資本所得稅，消費稅所帶來的扭曲最小，對經濟成長損害較小。而且，提高消費面的稅負還具有兩項優點：

(1) 可在逐漸老化的社會，提供一個穩定的稅收來源；

(2) 可將稅負負擔更平均的分配在現有的人口結構上，亦即要確保進入退休階段的人們，對於那些支持他們退休所花費的成本，亦須分擔若干公平的比例。

IMF 另建議，稅制改革可從逐步取消稅式支出 (tax expenditure) 來擴大稅基，作為稅制改革開始。

(三) 輔助 J 曲線策略的行動：經濟結構改革、勞動市場結構改革、貨幣政策配合、健全銀行體系

聯合國及 OECD 建議，政府應推動有益

經濟成長的結構性改革，以增強外界對財政整合計畫的信心，並協助經濟成長朝向可持續的方向前進。

1. 經濟結構改革

先進國家應進行降低內部不平衡的結構性改革。例如，歐元區的盈餘國應進行產品及勞動市場改革，以促進投資；歐元區的邊陲經濟體則應提高競爭力。

至於新興經濟體，亦須調整其經濟結構，例如應促進更具包容性的經濟成長 (inclusive growth)，讓經濟成長的果實能讓更多人分享，以及須搭配其他措施來改善社會福利系統。

2. 勞動市場結構改革

可採行之措施包括：

(1) 採行具成本效益的勞動市場政策，以處理失業問題，並防止失業轉變成結構性問題。

(2) 強化公共就業服務與訓練計畫，以使勞工的技能與職業相符。

(3) 重新平衡就業保護，對正職勞工的保護規範不應太過僵固、對臨時雇員的保護則須再多一點。

(4) 處理年輕人進入職場障礙的問題，可從改善兒童教育與保護開始，尤其低所得家庭或弱勢的兒童；其次，教育體系應改善技能錯配 (skill mismatch) 的情況。

(5) 處理年輕人失業增加的問題，可推動最具成本效益的就業媒介計畫、暫時展延

社會安全網、給予雇主僱用年輕人的補貼，以及擴大工讀方案等。

(6) 有益競爭的產品市場改革，將能加速勞動市場的改革。對於具有極大創造工作機會潛力的產業，應鬆綁彼等產業的規範性限制；例如，零售業與專業的服務業。

3. 貨幣政策配合財政整合

央行可藉由持續承諾採行寬鬆性貨幣政策及維持低利率，來減輕進行財政整合所帶來的痛苦。

4. 健全銀行體系

政府應支持銀行重建資本，以及加強金融監管，來健全銀行體系，促使銀行有效發揮金融中介功能。

附表 J 曲線財政調整策略

項目	主軸/目的	國際間建議採行之措施及政策	說明
J 曲線策略	短期財政激勵措施	<ul style="list-style-type: none"> 投資具成本效益的基礎建設 投資人力密集的部門，直接創造就業推動 擴大社會安全網，充分發揮自動穩定機制 能提振經濟創新動能的措施 打造結合相關產業、連結高等教育的產學中心 	<ul style="list-style-type: none"> 應有嚴謹的成本效益評估，並改善投資過程，來極大化基礎建設投資的生產力。 如教育、民眾健康、公共設施維護、老年照護、科學研究等領域。 對遭受經濟下滑負面衝擊者提供協助，並有助於增加國內需求。 成立「國家創業銀行」，以國家力量成立願意投資創新的銀行網絡。 產學中心將能帶動需求，擴大未來就業市場，製造出更多的中產階級。
	可信的中長期財政整合計畫	<ul style="list-style-type: none"> 穩定政府融資利率，以換取短期激勵政策的空間 (先擬訂計畫，待經濟復甦穩健後，始啟動) 	<ul style="list-style-type: none"> 以減支為主、增稅為輔 訂定明確的目標 因應衝擊的妥適彈性 加強財政紀律化機制 確保危機支出不會成為永久財政負擔 處理導致國家財政惡化的主要問題 進行稅制改革
輔助 J 曲線策略的行動	協助降低資本市場的不確定性，並促進經濟可持續性地成長	<ul style="list-style-type: none"> 經濟結構改革 勞動市場結構改革 貨幣政策配合 健全銀行體系 	<ul style="list-style-type: none"> 先進國家應進行降低內部不平衡的結構性改革；新興經濟體應促進更具包容性的經濟成長。 採行具成本效益的勞動市場政策、強化就業服務與訓練計畫、重新平衡就業保護、處理年輕人就業問題等。 央行維持低利率，以減輕進行財政整合所帶來的痛苦。 支持銀行重建資本、加強金融監管，促使銀行發揮金融中介功能。

參考文獻

- Ball, Laurence, Daniel Leigh, and Prakash Loungani (2011), "Painful Medicine," *IMF Finance & Development*, Sep..
- IMF (2011), "Executive Summary," *IMF: Fiscal Monitor*, Sep. 20.
- Lagarde, Christine (2011), "Don't Let Fiscal Brakes Stall Global Recovery," *Financial Times*, Aug. 15.
- United Nations (2011), *World Economic Situation and Prospects 2012*, Dec. 1.
- UNCTAD (2011), "On the Brink: Fiscal Austerity Threatens A Global Recession," *Policy Brief No.24*, Dec. 19.

(本文完稿於 101 年 1 月，作者黃麗倫小姐現為本行網路金融資訊工作小組三等專員，陳星豪先生、吳黃蘋小姐則為同小組辦事員。)

都是資本主義惹的禍!?: 論資本主義的是非、功過與改革之道

鍾世靜、朱美智、吳黃蘋

摘要

「資本主義」一詞意指一種經濟制度，在這種制度中，資本為私人擁有並交易；資本的所有者判斷資本的最佳用途，在做出判斷時，他們可以參考企業家與創新思想家的眼光和創新思維。

如今，資本主義制度遭到曲解。那些對資本主義最感深惡痛絕的人士，對「裙帶資本主義」（crony capitalism）與「自由市場」（free markets）發生混淆。當政府領導人士常為民間部門的個人或企業提供好處（一般是為了換取政治支持）時，裙帶資本主義就會氾濫。與資本主義聯繫在一起備受指責的「貪婪」（greed）與「貪慾」（avarice）並非是市場資本主義的特徵，而是人之天性，影響著所有的經濟制度。

各國政府應採取如下四大方法，以扭轉資本主義的頹勢並縮小所得差距：

1. 拯救歐元與歐盟

歐盟對全球繁榮不可或缺。使用歐元的

需動用財力來拯救歐元。如果不如此做，未來的成本將更高。如果放棄歐元，財力有限的國家受害最深。

2. 補救美國政府債務與赤字問題

歐巴馬與國會須很快地拼湊一套可信度高的減債方案，否則後果將使世界難以承受，且也不利於資本主義。

3. 整合新興市場

世界須承認資本主義的重心正轉移至新興市場，那裡是 2012 年大部份成長發生之地；崛起後的中國、印度與巴西等國家，須整合到全球經濟決策的過程。

4. 教育

所得不平等最大的原因可能是中小學教育落後。職缺與合格求職者間的媒合落差與日俱增，導致經濟活動減損、民眾普遍的不平等感及社會動盪不安。政府須擁抱改革，並有效配置資源；透過教育來降低高的中輟學率及加強成人再教育與再訓練，國家將可有效地讓勞工擁抱新科技環境。

一、資本主義本身成為人們怪罪造成全球經濟危機元凶的新箭靶

當全球經濟危機邁向痛苦的第 4 個年頭之際，能被怪罪造成經濟衰退的元凶，幾乎都被羅織殆盡：不負責的銀行家、貪婪的企業高層人士、無能的監理人員、爭吵不休的政客、薪資過低的中國勞工、薪資過高的希臘勞工、美國前總統 George W. Bush、美國聯準會主席 Ben Bernanke、德國總理 Angela Merkel、信評機構、歐元、揮霍無度的美國消費者。眼見新的一年仍可能深處逆境，且未見立即的解決之道，一個新箭靶已悄然浮現大眾心頭：資本主義本身。

怪罪資本主義的原因並不難理解。由於就業機會仍舊稀少、美國中產階級與歐洲家庭的福利日漸緊縮，現今的資本主義似乎沒有發揮它原本應該發揮的功能：對所有民眾提供經濟的機會和美好的未來。學校教導我們，資本主義會獎勵辛勤、有才能的人，然而，在 2008 年金融危機之後，資本主義似乎經常只對有人脈、有特權的人施惠。在很多人眼中，華爾街金融家仍舊不見改革、也不思悔改，他們仍然靠著那套將美國經濟置於險境的冒險把戲在致富；希臘、西班牙及葡萄牙等國政府藉由大幅刪減預算及調高稅負，以平息沒有耐心的債券持有人與銀行家，卻連帶使得民眾受苦；企業執行長們一面裁掉成千上萬的員工，一面把數百萬美元

的紅利放進口袋。

這股對資本主義不滿的情緒，遠比當前的經濟低迷還要嚴重。過去三十年來，隨著資本主義變得更為自由與更加全球化，富人得到巨大的利益，許多人的所得卻少得可憐。全世界各地的貧富差距幾乎都在擴大中。一篇發表於 2011 年對 OECD 會員國的研究報告指出，自從 1980 年代中期以來，22 個會員國的所得不均程度約增加 10%，其中的 17 國還在繼續惡化中。自由貿易所帶動的全球化，已造就出一個國際勞動市場，讓印度與美國的大學生同場競技，而把沒有競爭能力的人推到場外。美國與歐洲的工廠紛紛關門大吉，遷移到中國，造成西方失去數百萬個製造業的工作機會。

現在還保有飯碗的美國人，可從現今資本主義受惠的程度也遠不如他們的老闆。根據總部位於美國華盛頓的智庫 Institute for Policy Studies 之報告發現，2010 年美國大企業執行長的平均收入是 1,080 萬美元，比前一年增加 28%；而一般勞工的平均年薪是 33,121 美元，僅增加 3%，執行長的薪水是員工的 325 倍。而在 1970 年代，執行長的薪水很少高於員工的 30 倍。參與佔領華爾街抗議運動 (Occupy Wall Street Movement) 的 Kaylee Dedrick 表示：「很多人都說資本主義

沒用了」；「我們希望資本主義能創造更多機會，而不是讓權力只鞏固在一小撮人手裡，使得其他的美國人只能吶喊著『我們的那份到哪裡去了？』」。

當然，資本主義以前也曾遭到多次這樣的批評。馬克斯（Karl Marx）曾表示，資本

主義運作的真正方式是建立在壓迫之上。經濟大蕭條（Great Depression）期間，資本主義也成為民眾盯住的箭靶，他們認為，邪惡的銀行家透過未加監管的金融市場展開瘋狂的行動，並造成災難。

二、西方資本主義制度造成病態的監管、政治及經濟間之交互影響力擴及各產業，產生的影響更為深遠

觸及改革當前西方資本主義制度的流弊時，人們一直對監管的體系與廣泛性的失靈故意視而不見。的確，導致 2008 年全球經濟心臟病發作之病態的政治、監管及金融間之交互影響力（pathological political-regulatory-financial dynamic），已引發了眾多討論。但是，這個問題只是出現於金融業，還是代表了西方資本主義制度更深層的缺陷？

曾任 IMF 首席經濟學家的哈佛大學經濟及公共政策學教授 Kenneth Rogoff（2012）指出，食品業有時會對民眾的營養與健康帶來有害之影響。肥胖率激增現已成為全球的問題，但在大國中，以美國最為嚴重。

Rogoff 討論食品業與現代資本主義制度之間牽連較廣泛的若干問題，以及為何美國的政治體系甚少關心這個議題。Rogoff 指出，肥胖以各種方式影響壽命，從心血管疾病，到若干類型的癌症。此外，肥胖會影響生活品質。承受肥胖損失的不只是個人，同

樣也包括社會一直接透過健康照護體系，或間接透過生產力的損失及運輸成本的增加等（如消耗更多航空燃料，座椅加大等）。

但肥胖的蔓延卻不像是經濟成長的殺手。含有大量化學添加劑的高度加工食品是體重增加的主要推手，但從傳統計算經濟成長的角度來看，它們卻是很棒的東西。大規模生產的農戶從種植玉米中獲利（通常由政府補貼），食品加工業則添加數以噸計的化學品，最終生產的產品讓人成癮，無法抗拒。在生產鏈中，科學家從研發適當的鹽、糖和化學添加劑之搭配比率，使新發明的速食食品最能讓人上癮，獲取報酬；廣告商從事推銷，獲取報酬；最後，健康照護業則從治療不可避免的疾病中，賺取財富。患有冠心病的資本主義（Coronary Capitalism）是股市的強心劑，股市包含了所有上述產業的公司。高度加工食品同樣有利於創造就業，其中也包括研發、廣告及健康照護等領域尖端

人才的就業機會。政客因為高就業、股價上漲，而再次當選，並從參與加工食品生產的行業獲得捐款。事實上，膽敢談論加工食品對健康、環境或永續性影響的美國從政者，常會發現自己獲得的競選捐贈非常匱乏。

西方資本主義制度造成病態的監管、政治及經濟間之交互影響力（pathological regulatory-political-economic dynamic）擴及

各產業，產生的影響遠比促使上述食品業與金融業得到的冠心病，更為深遠。為保護社會的長遠利益，我們需要建立新的、更好的制度。

我們可以在一系列領域為民眾提供更確切的訊息，使人們能開始做出更加明智的消費選擇和政治決策，從而增進更健康的平衡。

三、為受到曲解的資本主義提出辯護

兩位任職於美國哥倫比亞大學資本主義與社會研究中心（Columbia University's Center for Capitalism and Society）的教授 Phelps and Saifedean（2012）指出，「資本主義」一詞意指一種經濟制度，在這種制度中，資本為私人擁有並交易；資本的所有者判斷資本的最佳用途，在做出判斷時，他們可以參考企業家與創新思想家的眼光和創新思維。此個人自由與責任的制度使得政府對經濟決策的影響空間很小：成功意謂獲利，失敗意謂損失。公司只有在自由的個人願意購買其產品的情況下才能存活，否則的話，就會很快倒閉。

19世紀，資本主義由於發展了獨特的創新能力而馳騁全世界。採用資本主義制度的社會獲得了無比的繁榮，普遍都能得到工作上的滿足，生產率的增長舉世矚目，結束了普遍貧困的現象。

如今，資本主義制度遭到曲解。人們開

始認為，在此制度之下，管理型國家（managerial state）有責任照顧一切，從中產階級的收入到大公司的盈利能力，以及產業升級，無所不包。但是，這樣的制度不是資本主義，而是一種可以追溯到19世紀末期的俾斯麥（Bismarck）與20世紀的墨索里尼（Mussolini）執行的經濟管理（economic order）：社團主義（corporation）。

社團主義從多個角度扼殺了讓人振奮的工作、高速經濟增長、更大的機會和更好地融入經濟所需的動能。社團主義是無生氣、不節約、低效率、彼此盤根錯節的企業產生之溫床，而其代價則是有活力的新業者和外來者被阻擋在外。社團主義醉心於宣布目標，比如工業化、經濟發展、國家高於個人經濟自由和責任等等。如今，航空、汽車、農業、媒體、投資銀行、對沖基金和其他多個行業被認為非常重要，不能讓它們暴露在自由市場的競爭中，因此它們以「公共財」

之名領取著政府的援助。

社團主義的成本隨處可見：根本不能滿足客戶需求但仍然存活的低效率公司、產出增長緩慢的僵化經濟、令人乏味的工作、年輕人機會渺茫、為了掩蓋這些問題而最終走向破產的政府，以及財富向那些關係良好、站對陣營者的人們不斷集中。

這一權力從企業主和創新者向國家官僚的轉移，與資本主義是南轅北轍的。然而，社團主義的擁護者與既得利益者總是輕率地將其失敗之處歸咎於「魯莽的資本主義」和「監管缺失」，大談加強監督和監管—實際上便是企業和國家私相授受的代名詞。

前美國聯準會主席 Alan Greenspan (2012) 指出，那些對資本主義最感深惡痛絕的人士，對「裙帶資本主義」(crony capitalism) 與「自由市場」(free markets) 發生混淆。當政府領導人士常為民間部門的個人或企業提供好處(一般是為了換取政治支持)時，裙帶資本主義就會氾濫。然而，這不是資本主義，這應被稱為「腐敗」(corruption)。

與資本主義聯繫在一起備受指責的「貪

婪」(greed) 與「貪慾」(avarice) 並非是市場資本主義的特徵，而是人之天性，影響著所有的經濟制度。對所得不均度增加的擔憂是合理的，只不過它所反映的是全球化與創新的結果，而非源自於資本主義本身。

無論自由市場資本主義存在著怎樣的缺陷，在曾被嘗試作為其代替的制度—從費邊社會主義(Fabian socialism)(註1)到蘇聯模式的共產主義(Soviet-style communism)—沒有哪一種制度能夠成功圓滿地滿足人民的需求。資本家的行為確實需要調整。然而，在回應危機時，許多對資本主義模式的「改善」將制訂為法律，而在日後回顧這些「改善」是否明智，實令人擔心。

前美國財政部長暨哈佛大學教授 Lawrence Summers (2012) 指出，從日本到其他工業化國家，許多國家經濟成長停滯、失業率飆升，令人質疑資本主義之促進就業與提高廣大中產階級生活水準的效能。但是，這是否反映資本主義的固有缺陷，抑或是 Keynes 所提及的「發電機」問題(註2)? Keynes 認為，「發電機」問題可以透過適當的財政政策與貨幣政策來解決，但對大規模

(註1) 費邊社會主義為英國費邊社(Fabian Society)所倡導的一種民主社會主義學派。1884年成立於倫敦的費邊社，係由少數具有社會理想的青年知識分子所組成，重要的代表人物有：韋伯夫婦(Sidney and Beatrice Webb)、蕭伯納(George Bernard Shaw)、華萊士(Graham Wallas)。費邊主義者的基本信念認為，由資本主義到社會主義的實現，是一個漸進而必然的轉變過程。他們排斥馬克思階級鬥爭及激烈革命的觀點，改採民主溫和的方式，企圖以國家做為推動改革的工具，主張廢止土地私有制、工業國有化，以及實現各種社會福利。

(註2) Keynes 在 1930 年 12 月所發表的一篇題為《1930 年代經濟大蕭條》(The Great Slump of 1930)之文章中寫道，「我們有『發電機』問題，那麼我們如何可以重新發動呢？」(We have “magneto” trouble. How, then, can we start up again?)。他將 1930 年經濟大蕭條的經濟停滯比擬作汽車的發動機故障。

的結構性措施卻無效。

結果，證據一面倒地支持後者。如果適當調整總體經濟政策，目前多數的難題都將消失。至於改革資本主義的努力，則可能會偏向不採取促進需求的必要措施，而未能促進人們就業。

對資本主義不需失望，因為失業人口急劇增加與貧富不均，主要係與科技進步有關。技術進步讓糧食需求可以只仰仗人口的一小部分來滿足，因而向農業以外的行業釋出大量的勞動力。目前很多的製造業與服務

業正在經歷相同的進程，使得就業機會大幅減少。與此同時，如同工業化時代的早期，嚴重的資源錯配，加上大量生產的能力提高，使得少數幸運兒獲取極大的財富。

英國財政大臣 George Osborne (2012) 則認為，我們正在經歷的是一場質疑西方民主國家是否有能力實施果斷的領導，提高民眾生活水準的信任危機；而非是一場資本主義的危機。我們現在必須做的是擴大自由市場原則，而不是為既得利益提供舒適的保護傘。

四、資本主義在人類的歷史中有其成功的一面，但當前亟需改革

歷史的發展顯示，資本主義打敗它的主要競爭對手—共產主義—已吸引了全球愈來愈多的人加入資本主義生氣蓬勃的軌道。箇中原因是因為在人類的歷史中，沒有其他的經濟制度可以證明，能夠比資本主義更快速地創造財富與發展。

根據已故的統計專家 Angus Maddison 之估算，公元元年之後最初的 1,820 年期間，全球 GDP 增加了 7 倍；然而，其後由現代資本主義主宰約 200 年的期間，全球 GDP 增加逾 70 倍。資本主義已大規模地根除貧窮、推動在醫藥、資訊及運輸方面的創新；並透過貿易與金融將全球緊密結合。

Schuman (2012) 指出，資本主義能夠如此成功的原因之一是，它絕不會停留在靜態。它之所以能夠存活並繁榮，是因為它曾一次又一次地改革，對當時的病症做出回應。經濟大蕭條造成的痛苦激發了促進資本主義公平與穩定的運動，導致政府更大的保護貿易與管制—美國的新政 (New Deal) 與歐洲的福利國 (welfare state)。然後，為了克服 1970 年代的停滯性通膨 (stagflation)，資本主義須更具生產力與創新。美國總統雷根 (Ronald Reagan) 與英國首相柴契爾夫人 (Margaret Thatcher) 引導解除管制、自由貿易及自由資本移動的時代，產生全球經濟的

(註 2) Keynes 在 1930 年 12 月所發表的一篇題為《1930 年代經濟大蕭條》(The Great Slump of 1930) 之文章中寫道，「我們有『發電機』問題，那麼我們如何可以重新發動呢？」(We have “magneto” trouble. How, then, can we start up again?)。他將 1930 年經濟大蕭條的經濟停滯比擬作汽車的發動機故障。

榮景。當今，在經濟衰退延續不去的情形下，資本主義已到達另一個轉捩點。全球的金融部門仍是如此的不健全，施加於一般家

庭的痛苦是如此的巨大，資本主義需要再次改革，變得更為包容、平衡且較不容易造成崩潰的反覆發生。

五、如何改革資本主義？

就如何改革資本主義，並無一致性的看法。解決之道，應是更新政府的角色，來控制資本主義若干最糟的無節制之處。

Schuman (2012) 提及，一位參與佔領華爾街運動的人士 Mark Bray 表示，更嚴格的監管銀行應列為優先。一位任職於政策研究所 (Institute for Policy Studies) 所得不均問題的專家 Chuck Collins 則贊成賦稅改革，提高對最富有人士的課稅，並終止海外避稅的濫用；制訂新的公司法規，提升勞工與團體對公司管理的影響力；並限制大企業對融資與遊說政客的能力。

但是，在債務與赤字膨脹的情形下，工業化世界的各國政府被迫削減保護窮人的社會福利支出。債務也對政客施壓，要讓資本主義更加自由—解除對企業所有權移轉的障礙，並放寬對勞動市場的保護—以提升它們的經濟競爭力。

有些人則認為，全球經濟災難並非是資本主義的失敗所造成，而是政府的失敗所造成：監理機構漠視銀行的輕忽風險，然後當它們具風險的行為形成對經濟穩定的威脅時，卻去救援它們。藉由提供華爾街取得容

易的紓困資金，讓銀行家以很少的代價轉虧為盈。這樣的作法造成政府阻撓了資本主義自我管制的本能 (self-regulating nature)。香港經濟諮詢公司 Asianomics 的創辦人 Jim Walker 說：「讓銀行家負責的唯一之道是讓他們倒閉」；「資本主義並未犯下不公正的罪過；而錯誤的政府政策卻犯了此罪」。整頓此問題的方法是更多的資本主義：只有更自由的市場能夠確保做錯的人虧損，且做得好的人成為贏家。Walker 說：「資本主義不會給失敗者重蹈覆轍的機會」。

政府官員與中央銀行家並非是防止金融危機的唯一失敗者。股東、董事會董事、會計人員及其他負責監控風險與公司行為的機構也沒有盡到責任。

當西方許多國家在資本主義制度之下，變為沈淪之時，中國、印度及其他若干快速提昇的新興世界，卻因資本主義而富有，在邁向富有的過程中，它們緩慢、堅定地轉向更加自由的貿易、解除管制，並更加開放資本流動。全球的政治家、經濟學家、銀行家及公司領導人面對的挑戰是在緩和全球化與貪婪的負面效果之同時，以增進成長的力

道，並推升受壓抑人群的方式，來改革資本主義。改革的結果將對下一代塑造出資本主義與世界經濟的命運。

私募基金巨擘凱雷集團（Carlyle group）執行長 Rubenstein（2012）指出，資本主義存在財富創造沒有節制及造成嚴重的貧富差距之兩大缺失，沒有簡單的矯治方法；但欲扭轉這套體制的頹勢，各國政府該有所作為。

沒有節制的財富創造將製造難以持續的榮景，最後便是無可避免的崩潰。廉價信用（cheap credit）引發的大衰退，正是這個缺陷的典範；而追求財富的同時，許多富裕國家的貧富差距，已達到極為嚴重的程度。

各國政府應採取如下四大方法，以扭轉資本主義的頹勢並縮小所得差距：

1. 拯救歐元與歐盟

歐盟對全球繁榮不可或缺。使用歐元的大國與仰賴歐盟繁榮的非歐元區國家，現在需動用財力來拯救歐元。如果不如此做，未來的成本將更高。如果放棄歐元，財力有限的國家受害最深。

2. 補救美國政府債務與赤字問題

歐巴馬與國會須很快地拼湊一套可信度高的減債方案，否則後果將使世界難以承受，且也不利於資本主義。

3. 整合新興市場

世界須承認資本主義的重心正轉移至新興市場，那裡是 2012 年大部份成長發生之地；崛起後的中國、印度與巴西等國家，須整合到全球經濟決策的過程。

4. 教育

所得不平等最大的原因可能是中小學教育落後。職缺與合格求職者間的媒合落差與日俱增，導致經濟活動減損、民眾普遍的不平等感及社會動盪不安。要解決這些問題，政府須擁抱改革，並有效配置資源；透過教育來降低高中輟學率及加強成人再教育與再訓練，國家將可有效地讓勞工擁抱新科技環境。

Summers（2012）則指出，目前亟須進行改革的領域，並非現代經濟社會裏資本主義色彩較濃厚的領域，而是資本主義介入程度較低的部分，亦即醫療、教育等領域。

參考文獻

- Greenspan, Alan (2012), "Meddle with the Market at Your Peril," *Financial Times*, Jan. 25.
- Osborne, George (2012), "It's a Crisis of Confidence, Not of Capitalism," *Financial Times*, Jan. 27.
- Phelps, Edmund S. and Saifedean Ammous (2012), "Blaming Capitalism for Corporatism," *Project Syndicate*, Jan. 31.
- Rogoff, Kenneth (2012), "Coronary Capitalism," *Project Syndicate*, Feb. 1.
- Rubenstein, David (2012), "A letter to Capitalists from Adam Smith," *Financial Times*, Jan. 9.
- Schuman, Michael (2012), "How to Save Capitalism," *Time*, Jan. 19.

Summers, Lawrence (2012), "Current Woes Call for Smart Reinvention not Destruction," *Financial Times*, Jan. 8.

(本文完稿於 101 年 3 月，作者鍾世靜先生、朱美智小姐現為本行網路金融資訊工作小組二等專員，吳黃蘋小姐則為同小組辦事員。)

中央銀行出版品一覽

圖書

序號	統一編號	出版單位	書(刊)名	定價
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	190
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	150
3	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	3,500
4	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	400
5	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	400
6	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	350
7	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	500
8	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)	500
9	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)-精裝版	600
10	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan): Purposes and Functions (1992-2004)	350
11	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	500
12	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	500
13	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	600
14	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年版)《中英對照本》	1,200
15	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊(94年12月修訂版)	580
16	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊(94年12月修訂版)	450
17	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊(95年12月修訂版)《中英對照本》	1,040
18	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊(95年12月修訂版)《中英對照本》	880
19	1009801079	法務室	各國中央銀行法選譯(續編)	600
20	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)《中英對照本》	1,200
21	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹(88年12月)	贈閱
22	12072890017	秘書處	認識中央銀行(89年12月)	贈閱

23	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻 (90 年 12 月)	贈閱
24	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan) (2003/6)	贈閱
25	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台 60 週年歷年印製鈔券圖輯	1,200
26	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 82 年至 92 年	600
27	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 92 年至 98 年	600

期刊

序號	統一編號	出版單位	書(刊)名	出刊頻率	定價
1	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60
2	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240
3	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	半年刊	300
4	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report	半年刊	300
5	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320
6	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350
7	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100
8	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40
9	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250
10	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110
11	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250
12	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250
13	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350
14	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350
15	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300
16	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100

※※※※※※※※※※
檢 肅 貪 瀆
※※※※※※※※※※

中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新
建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第 5-64 號信箱

專線電話：02－23571870

傳真號碼：02－23571981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第 16-1 號信箱

專線電話：02－22157011

傳真號碼：02－22142636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第 224 號信箱

專線電話：03－3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03－3291412

※※※※※※※※※※
以 廉 潔 為 榮
以 貪 瀆 為 恥
※※※※※※※※※※

國際金融參考資料（第六十三輯）

編者：中央銀行
發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：陳一端 林淑華 李光輝 張炳耀 汪建南 黃富櫻
彭德明
行政編輯：黃富櫻
發行所：中央銀行經濟研究處
地址：10066 台北市羅斯福路 1 段 2 號第二大樓 6 樓
網址：http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/ifd/publish_ifd.asp
電話：(02) 2393-6161
總經銷商：中華民國政府出版品展售門市

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中區中山路 6 號
電話：(04) 2226-0330
傳真：(04) 2225-8234
台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號
電話：(02) 3322-4985
傳真：(02) 3322-4983
網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號
電話：(02) 2361-7511
傳真：(02) 2361-7711
復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號
電話：(02) 2500-6600
傳真：(02) 2506-4000
網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

三、國家書店松江門市：10485 台北市中山區松江路 209 號 1 樓

電話：(02) 2518-0207
傳真：(02) 2518-0778
網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

印刷者：中央印製廠
地址：23152 新北市新店區北宜路 2 段 200 號
電話：(02) 2217-1221
創刊：中華民國 67 年 9 月
出版：中華民國 101 年 6 月
刊期頻率：半年
定價：新臺幣 300 元

著作財產權人保留對本書依法所享有之所有著作權利。
欲重製、改作、編輯或公開口述本書全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽經濟研究處，電話：2357-1781）

GPN:2006700023

ISSN:1017-9690