

六、直升機撒錢的政策風險極高

(一)前言

2008 年全球金融危機重創全球經濟，儘管主要國家央行迅速地調降利率至近零水準，但經濟仍未見起色；由於**傳統性貨幣政策工具瀕臨限制**，主要國家央行不得不採行所謂的**非傳統性貨幣政策**(unconventional monetary policy)；例如，泛稱為**量化寬鬆**(QE)的大規模資產購買計畫(Large-Scale Asset Purchases)，甚至是**負利率政策**等，試圖為經濟提供額外動能。

這些非傳統性貨幣政策或有助於穩定金融體系、減輕通縮風險，協助各國度過全球金融危機的難關，避免 1930 年代大蕭條(Great Depression)的慘況重現；惟先進經濟體的平均實質 GDP 成長率，仍較全球金融危機前為低；全球**經濟復甦的動能不強**，陷入了**低成長、低通膨**的困境。

為進一步激勵經濟成長，若干**論者**大膽**建議**，應採**更激烈**的**直升機撒錢**(helicopter money)策略；認為政府如能預見對未來有利的基礎建設，不妨舉債，甚至**由央行出錢、買政府發行的債券**，來**推動基礎建設**。此一論點的後半部，就是所謂的**貨幣性融通政策**(monetary financing policy)，與直升機撒錢無異。

其實，**直升機撒錢**策略的想法，**存在諸多爭議**。一般咸認，直升機撒錢並非明智之舉。若干經濟學家指出，以直升機撒錢來**提振經濟**的效果可能**不彰**，反而可能帶來**通膨大幅上升、破壞財政紀律、傷害央行獨立性**(independence)等風險。此外，實務上，**直升機撒錢**策略在**多數國家於法無據**，目前並無任何一個國家採行。

鑑於直升機撒錢策略的主張風險極高，如不加以說明，恐被誤導成免費午餐(free lunch)，因此，本文擬簡介直升機撒錢策略的想法，並彙整國際間經濟學者、央行官員的反對意見，提供各界參考。

(二)直升機撒錢構想的簡介¹

1. 直升機撒錢構想的起源

直升機撒錢的稱謂，最早出自於諾貝爾經濟學獎得主 **Milton Friedman** 於 1969 年的論文²：「一架直升機飛過城鎮，從空中灑落千元美鈔，民眾急忙伸手抓住...此外，每位民眾都相信，這僅是特殊事件，以後再也不會發生。」對於這筆從天而降的財富，民眾會樂於拿去消費，因而提升整體經濟活動，推升通膨。

2. 直升機撒錢的定義

直升機撒錢通常係指**央行透過創造貨幣**(俗稱「**印鈔票**」)，**直接融通擴張性財政政策**(大規模的公共支出或減稅)，或是由央行直接創造貨幣，交由政府發放現金給民眾，則整體支出擴大，而貨幣供給額亦將隨之永久增加，又稱為「公然的貨幣融通」(overt monetary finance)。

3. 直升機撒錢的可能作法³

- (1)**央行直接撥款給政府**：央行直接將資金撥給財政部，或購買財政部發行的零息永久公債。
- (2)**央行減記持有的政府債務**：央行直接減記或免除持有的政府債務，給予財政部更多赤字支出的空間。
- (3)**直接發放現金給個人**：央行創造貨幣，直接撥款給個人，宛若「人民的 QE」(People's QE)；此為最激進的方式，財政部的角色完全消失。

4. 早年直升機撒錢日本的實際案例

1930 年代日本大藏大臣高橋是清(Takahashi Korekiyo)，曾祭出包括**貨幣性融通政策在內**的一系列對策來激勵經濟。當時係由 **BoJ 認購日本公債**，堪稱是**全球最早採直升機撒錢**策略的案例；結局是，高橋雖協助日本脫離通縮，卻因**財政失控招來殺身之禍**(見專欄)。

¹ 關於直升機撒錢構想的詳細介紹，可參見中央銀行(2016)，「9月29日央行理監事會後記者會參考資料」，中央銀行新聞參考資料，9月29日。

² Friedman, Milton (1969), "The Optimum Quantity of Money, and Other Essays," Aldine Publishing Company。

³ Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), "Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing," *Deutsche Bank Research*, Apr. 15。

專欄：1930 年代日本大藏大臣高橋是清採行直升機撒錢策略之經過與結果*

1854 年出生於日本的高橋是清(Takahashi Korekiyo)，於 1892 年踏足政壇，擔任日本央行(BoJ)與日本財政相關職務，並多次出任內閣大藏大臣(亦即今日的財務大臣)，亦曾短暫擔任首相；他於 1931 年成功施行「高橋財政」，讓日本經濟再度復甦，被譽為日本的凱因斯。

77 歲的高橋於 1931 年出任日本大藏大臣時，正值日本歷經 1923 年關東大地震與 1927 年金融危機的重創，以及隨後全球大蕭條(Great Depression)陷入嚴重通縮的「昭和恐慌」；高橋乃祭出一系列大膽創新的財政與貨幣政策，來激勵消費：

- 1、廢除金本位制度：廢除金本位制度後 2 年，日圓對美元貶值逾 50%，日本出口復甦。
- 2、寬鬆性貨幣政策：調降日本官方貼現率達 3 個百分點，日本通縮隨即被溫和通膨取代。
- 3、貨幣性融通政策：擴大財政支出，1932 年 11 月更啟動由 BoJ 認購預算缺口所發行的日本公債；與 1931 年相比，1932 年日本政府支出對 GDP 比率上升 5 個百分點。

「高橋財政」施行後，雖成功帶領日本走出通縮，但實施貨幣性融通政策的後遺症逐漸發酵；日本政府不僅面臨龐大的償債壓力，還須承受軍方不斷擴大預算的要求。1934 年 7 月，日本內閣改組，高橋去職，繼任者藤井真信以恢復平衡預算為目標，卻遭到軍方的強力抵抗，加以病情加劇，因而辭職；高橋於 1934 年 11 月復出。

高橋再任大藏大臣後，日本財政逐漸失控，償債危機一觸即發，而高橋以健全財政為施政目標，與當時軍方劍拔弩張。1936 年 2 月 26 日，日本爆發政變，數位青年軍官率領士兵分別前往東京各地對主要內閣成員展開刺殺，高橋於東京寓所被刺身亡；該事件則被日本稱為「二二六事件」。

隨著高橋逝世，軍方勢力取得上風，以印鈔融通不斷膨脹的軍費支出，導致通膨率飆升、連年居高不下。有鑑於此，日本於 1947 年立法規定，禁止 BoJ 直接承購政府債券。

* 主要取材自 Miller, Rich and Enda Curran (2016), “Helicopter Cash Clues Lie in Life and Death of Japanese Viscount,” *Bloomberg*, Jul. 19; Chancellor, Edward (2013), “The Ghost of Takahashi Haunts Abenomics,” *Financial Times*, Mar. 12。

(三)直升機撒錢是頗具爭議性的非傳統性財政政策，仍僅止於討論層面，目前沒有國家採行

1. 直升機撒錢存在爭議，其成效有限，且可能引發諸多風險

(1) **直升機撒錢**不屬於貨幣政策的範圍，而是**擴張性財政政策**的一種，**英國學者**將之稱為**非傳統性財政政策**⁴。實務上，直升機撒錢會**破壞財政紀律**，故**大多為各國法律所禁止**，且**即使修法仍有賴央行與財政部的合作**。

(2) 直升機撒錢的最大問題在於，起初認為是權宜之計，但免費印鈔機一旦開啟後就無法停止。

— **政客食髓知味、便宜行事，延宕必要的改革**，施壓央行持續印鈔，讓短期的過渡手段演變為常態措施；央行難以捍衛其**獨立性**，淪為政府的提款機；加以債務不斷累積，央行過往維持物價穩定的可信度(credibility)破產，最終**引發惡性通膨**(hyperinflation)與本國匯價劇貶等嚴重問題。

— 因此，一般咸認直升機撒錢策略**過於激進**，實務上不可行；**各國央行一向亦將直升機撒錢策略視為禁忌**。

(3) **Fed 近期研究**指出⁵，以**直升機撒錢協助經濟走出停滯**，**效果恐不如預期**，且**通膨大幅上升的風險增加**。

— 新凱因斯模型假設，經濟個體完全瞭解央行與財政部將聯手實施直升機撒錢的計畫，且認為這具有可信度；在此一假設下，直升機撒錢係能提振產出與通膨的強力工具，政府支出乘數約為正常財政擴張下的5倍。

— 然而，此一假設不符合實際情況；現實狀況是，經濟個體常無法瞭解新政策機制的內涵，或認為央行對於新機制的實施決心不明。此外，BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio 亦指出⁶，直升機撒錢策略在簡化的模型中可能是正確的，但在現實生活中卻不是。

— Fed 的研究人員根據實際情況調整模型後，發現貨幣性融通方案對於產出的提振程度可能很小，主要的影響將是通膨的大幅上揚，直升機撒錢這項工具的威力會大幅減弱。

(4) 事實上，許多**經濟學者、央行官員**，均**對直升機撒錢策略存有疑慮**(表 1)；彼等認為，直升機撒錢激勵經濟成長的效果可能相當有限，且可能引發**通膨上揚、損及央行財務狀況與獨立性、財政紀律蕩然無存、傷害大眾對央行的信心**等風險，此外，其亦**涉及法律與制度層面等問題**，實務上恐窒礙難行。

⁴ Skidelsky, Robert (2016), "Helicopter Money Is in the Air," *Project Syndicate*, Sep. 22。

⁵ English, William B., Christopher J. Erceg, and David Lopez-Salido (2017), "Money-Financed Fiscal Programs: A Cautionary Tale," Board of Governors of the Federal Reserve System: *Finance and Economics Discussion Series* 2017-060, Jun.。

⁶ Borio, Claudio and Piti Disyatat (2016), "Helicopter Money' - Reality Bites," BIS: Management Speeches, Sep. 4。

表 1 經濟學者與央行官員對直升機撒錢策略存在疑慮

提振經濟的成效有限，可能導致惡性通膨	提出直升機撒錢概念的 Milton Friedman	理性的消費者若不相信未來的所得會發生變化，可能會將這筆意外之財存起來，或是僅消費部分，導致直升機撒錢策略能創造的實質需求有限。
	Fed 研究 ⁷	考量實際情況、調整新凱因斯模型後，直升機撒錢這項工具的威力大幅減弱，對產出的提振很有限，主要的影響反而是通膨的大幅上揚。
	Fed ⁸	過去一些國家採直升機撒錢策略的經驗顯示，最終結局常是惡性通膨，主因政府難以抗拒持續使用此項策略的誘惑，不斷指揮央行印鈔融通財政赤字。
損及央行財務狀況與獨立性	BoE 總裁 Mark Carney ⁹	直升機撒錢策略，會導致央行資產負債表上的權益為負值，而對銀行準備金付息終將成為沉重負擔，此一措施恐以龐式騙局(Ponzi scheme)告終。
	前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing ¹⁰	實施直升機撒錢策略，等於宣告貨幣政策破產；央行一旦開啟印鈔機，就無法再取得掌控權。
財政紀律蕩然無存	BoJ 總裁黑田東彥 ¹¹	直升機撒錢策略使財政政策與貨幣政策的責任界線變模糊；BoJ 不打算實施。
	IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard ¹²	直升機撒錢策略是個騙局，只是以其他方式實施的擴張性財政政策；當利率為零時，政府的支出係以債務或貨幣融通，沒有太大差異。
傷害大眾對央行的信心，不利經濟穩定	IMF ¹³	公然將政府債務貨幣化，這恐引發負面的信心反應，導致穩定度風險的升高。
	BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio ¹⁴	直升機撒錢策略在簡化的模型中可能是正確的，但在現實生活中卻不是；此一措施的結局常是財政支配(fiscal dominance)，遲早會傷害貨幣的價值，導致大眾對貨幣當局信心喪失殆盡。即便有效，亦會付出慘重代價。
實務執行不易	ECB 總裁 Mario Draghi ¹⁵	ECB 尚未研究直升機撒錢策略，這在操作、法律與制度層面上，都困難重重。

⁷ 同註 6。

⁸ Federal Reserve Board (2016), "Transcript of Chair Yellen's Press Conference," Federal Reserve Board, Jun. 15。

⁹ Martin, Will (2016), "CARNEY: Helicopter money has the potential to lead to 'a compounded ponzi scheme'," *Business Insider*, Apr. 19。

¹⁰ EIR (2016), "Former ECB Chief Economist: Helicopter Money Means Bankruptcy," *EIR News Service*, Mar. 23。

¹¹ Hilsenrath, Jon and Takashi Nakamichi (2016), "BoJ's Kuroda Signals Yen Strength Could Prompt More Easing," *The Wall Street Journal*, Apr. 19。

¹² Evans-Pritchard, Ambrose (2016), "Olivier Blanchard Eyes Ugly 'End Game' for Japan on Debt Spiral," *Telegraph*, Apr. 11。

¹³ Central Banking Newsdesk (2016), "IMF Staff Warn BoJ against Unconventional Monetary Policies," *Central Banking*, Jun. 20。

¹⁴ 同註 6。

¹⁵ ECB (2016), "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)," ECB, Apr. 21。

2. 直升機撒錢策略在多數國家都於法無據，且目前並無任何國家採行

直升機撒錢策略目前僅止於學界討論，目前沒有任一國家採行直升機撒錢策略，且相關法律原則上大多禁止央行的貨幣性融通(表 2)。

表 2 主要國家央行有關直升機撒錢策略的法律限制

	美國	歐元區	英國	日本	台灣
相關法規	美國「聯邦準備法」	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」 • 歐盟「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例」 	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」 • 英國「英格蘭銀行法」 	<ul style="list-style-type: none"> • 日本「公共財政法」 • 日本「日本央行法」 	<ul style="list-style-type: none"> • 台灣「中央政府建設公債及借款條例」 • 台灣「中央銀行法」
央行在次級市場購買公債，搭配財政激勵措施	合法	合法	合法	合法	合法
央行藉由在初級市場購買公債或透支機制，以直接提供政府融通	<ul style="list-style-type: none"> • 美國「聯邦準備法」第 14 條禁止。 • 美國國會可放寬此限制。 	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」第 123 條禁止。 	<ul style="list-style-type: none"> • 英國國內法規並未禁止。 • 仍受歐盟條約的約束。 	<ul style="list-style-type: none"> • 日本「公共財政法」第 5 條禁止。 • 日本國會可允許例外。 	<ul style="list-style-type: none"> • 台灣「中央政府建設公債及借款條例」第 9-1 條禁止。 • 行政院送經立法院決議允許者，不在此限。

資料來源：1. Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), “Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing,” *Deutsche Bank Research*, Apr. 15。

2. 台灣資料係根據「中央政府建設公債及借款條例」與「中央銀行法」。

(四)結論

1. 直升機撒錢為不負責任的想法，可能使整體經濟、社會付出高昂代價

以史為鑑，儘管實施直升機撒錢的初衷良善，但最終可能貽害無窮；而由國際間大多數經濟學者與央行官員的觀點可知，直升機撒錢策略並非免費午餐，其可能帶來惡性通膨、損害央行獨立性、破壞財政紀律、不利經濟穩定等嚴重風險，代價相當高昂。

2. 事實上，直升機撒錢策略在多數國家(包括台灣)都於法無據

究諸實際，直升機撒錢策略在多數國家都於法無據；台灣現行法律，亦未賦予財政部與央行可採行直升機撒錢策略的權力。

3. 國內資金充沛，宜引導民間資金在國內進行實質投資

相較於歐美，台灣的貨幣政策適度寬鬆，市場資金充沛；目前所缺少的，不是沒有廉價資金可供運用，而是如何引導這些閒置資金在國內進行實質投資；因此，疏通投資管道與改善投資環境，方為提振經濟的根本之道。