

全球流動性過剩之成因、影響、及對策

劉 邦 海 摘 譯

本文摘譯自：Ramon Adalid and Carsten Detken, “Liquidity shocks and asset price boom / bust cycles” ECB *working Paper* No. 732, February 2007

William R. White, “Is price stability enough?” *Bank for International Settlements Working Papers* No. 205, April 2006

近年來，BIS, ECB, BOE 及經濟學家不斷關切，全球超額流動性(excess liquidity)，影響資產價格，從而影響金融穩定的議題。然而，超額流動性之衡量殊為不易。尤其是在現代金融體系下，強力貨幣僅占貨幣總計數的極小比率，因此Morgan Stanley (2005)指出，超額流動性的概念係直覺的看法，非常

難以衡量，通常係將之定義為貨幣總計數占GDP 比率的大幅攀升。JP Morgan 估計，在2002年至2006年之間，全球流動性增加3.9兆美元。其中，50%來自亞洲、40%來自石油生產國。以下探討全球流動性過剩之成因、影響、及對策。

一、全球流動性過剩之成因

Economist 指出，亞洲的超額儲蓄及產油國的石油出口，在助漲金融資產價格上扮演重要的角色。這些大量的資金，最初投入公債及國庫券等無風險資產，從而導致殖利率曲線下降，其後則誘導投資者追求報酬較高的其他投資。而且，較具投機性的投資者，則以無風險利率借入資金，投資高利率貨幣或較具風險的證券，此即所謂的利差交易(carry trade)。當更多的資金競逐風險性資產時，則各種資產價格間的相關係數因而提

高。同理，當投資者轉向厭惡風險，並且大砍投資部位時，則各種資產的價格亦同步下滑。BOE 總裁 Mervyn King (2006) 演講指出，由於央行官定利率處於低檔，貨幣快速成長，投資者追求較高收益的結果，已推升資產價格。他引用2005年8月11日的Economist 說，目前全球流動性係以30年來最高的速度在成長。

茲歸納全球流動性過剩之成因如下：

(一) 美國經常帳逆差擴大與東亞及石油出

口國家儲蓄過剩

過去數年以來，全球經濟成長相對強勁的特徵在於，主要經濟體間的金融失衡持續擴大：

一方面，多數東亞國家從 1997/1998 年金融危機中浴火重生後，經常帳順差相當可觀。此等國家在經歷過亞洲金融危機之後，繼續採行出口導向的經濟成長策略，大舉干預外匯市場，以維持出口競爭力，因此累積巨額的外匯存底。此外，近年來油價上漲，石油出口國家亦產生龐大的經常帳順差。此等現象即是 Fed 主席 Ben Bernanke 所指稱的「全球儲蓄過剩 (global savings glut)」，係造成全球流動性躍增的主要來源。

另一方面，美國等國家的經常帳逆差則顯著攀高，例如美國貿易逆差自 2000 年的 4,773 億美元，大幅增加為 2006 年的 8,813 億美元，其本國投資超過儲蓄的部份，係由經常帳順差國家的超額儲蓄予以融通挹注—此即全球流動性回流。近年來，開發中國家反而成為全球部份已開發經濟體的資本供應國，此現象與昔日開發中國家係資本接受國的景象，已炯然不同。

(二) 利差交易導致資金到處流竄

近年來，由於匯率波動性低且利差擴大，以及避險意識低落之情況下，國際間因而盛行利差交易。

就盛行利差交易的第一個因素而言，2004 年至 2006 年之間，日圓對美元之年平均

匯率分別為 108.19 日圓、110.22 日圓、116.30 日圓，相當平穩。然而，在此期間的短期利率，美國持續提高利率，目前已達 5.25%、歐元亦提高為 3.5%，但日圓卻僅提高為 0.5% 而已。在匯率波動性低且利差擴大的情況下，促使投資人藉由借入低利率的日圓資金，再轉投資於其他高收益的貨幣或資產，從中獲取利差。

就盛行利差交易的第二個因素而言，最近幾年來，全球金融市場偏好承擔風險以獲致高報酬 (risk appetite)，反映出投資者的信心，既因全球經濟持續強勁成長而提高，而且又受到匯率低波動性的鼓舞，致造成風險意識降低。對風險環境相當溫和的認知，提供了投資人從事廣泛利差交易的動能。

(三) 新參與者、新產品、新交易以及新市場蓬勃發展

近年來，衍生性金融商品市場快速成長，新參與者、新產品、新交易以及新市場蓬勃發展。根據 BIS 資料，自 2000 年以來，衍生性金融商品市場每年以兩倍的速度成長。衍生性金融商品市場快速成長，對於金融體系造成以下兩方面的衝擊：

第一，創造央行所無法控制的巨額流動性，影響全球信用的供給：衍生性金融商品讓投資者能依資產原來價值相當低的成數 (通常僅 3% 至 5%) 來購買該資產，大幅降低資產的購入成本，從而增加投資者對於資產的需求，資產的流動性自然大幅成長。此等「衍

生性金融商品的貨幣」(derivatives money)並非用來購買物品，因而不致引發通貨膨脹，但它卻會膨脹金融資產的價格。截至目前為止，衍生性金融商品在低利率與低倒債率的環境下快速成長，因而截至目前為止，僅顯現其有利於經濟的一面而已。然而，令人擔心的是，將來一旦融資成本或倒債率提高，則信用衍生性金融商品是否仍能禁得起嚴酷的考驗，是否會反而顯現出其不利於經濟的另一面呢？

其次，信用衍生性金融商品可能會改變

企業與投資者的行為，鼓勵彼等多承擔風險，此疑慮似乎已發生在美國次級抵押貸款市場的危機中。對沖基金將信用衍生性金融商品、債券、及次級抵押貸款三者結合在一起，以高倍數的財務槓桿進行豪賭。一家位於倫敦的總體經濟預測公司 Lombard Street Research，其董事 Brian Reading 說，貨幣當局已失去對貨幣的控制。Lombard Street Research 認為，市價下跌 2% 即可讓其投資組合全部賠光。而且，在倫敦上市的對沖基金 Queen' s Walk，其股價今年以來下跌了 40%。

二、全球流動性過剩對經濟的影響

近年來，中國與東歐等前共產國家的經濟，紛紛納入全球經濟體系，結果以其廉價勞工與廉價土地製造出大量的廉價產品。在此情況下，全球流動性過剩並未引燃嚴重的通貨膨脹，然而卻將全球各種資產的價格一一推高。部份人士認為，有過多的廉價資金在全球流竄，其逐漸形成的金融泡沫，遲早會威脅全球經濟。

BIS 研究部主管 Claudio Borio 認為，全球流動性條件非常充沛。Borio 估計，經消費者物價調整的美、英、日 G-3 央行實質政策利率，約較過去 15 年 G-3 平均實質政策利率低了兩個百分點。此外，自 1995 年以來，廣義貨幣及民間信用相對於名目 GDP，大約成長 26%，但通膨仍維持相當穩定。現在經通

膨調整後的利率仍然很低，貨幣與信用擴張，全球經濟強烈成長，但並未引燃通膨，此為戰後以來難得出現的情況。Borio 寫道，人們或許可稱之為「大流動性擴張之謎」(Great Liquidity Expansion puzzle)。

Lombard Street Research 公司的 Gabriel Stein 認為，貨幣與信用成長得太快，但各國央行並未因資產價格上揚而觸及嚴肅的貨幣緊縮政策。

在 1999 年至 2006 年間的全球低利率時代，G-3 平均實質政策利率為 0.9%。Deutsche Bank 的歐洲經濟學家 Thomas Mayer 估計，G-3 平均實質政策利率才剛朝向其平均水平回升而已。Mayer 說，全球貨幣政策才剛剛開始讓過去的加速擴張情勢略趨於緩和

而已，並非已經踩煞車了，故全球經濟與資產價格仍易獲支撐。

全球流動性過剩對於全球經濟的影響，有以下兩種炯然不同的看法：

（一）全球流動性過剩有助於全球經濟的持續強勁成長

全球流動性四處尋覓追逐高報酬率，造就出股票與債券等證券市場的欣欣向榮，以及各式各樣衍生性金融產品市場的蓬勃發展。而且，隨著全球流動性的增加，有助於全球經濟的持續勁揚。

2006年12月7日經濟學人雜誌的 Buttonwood 專欄，發表以「持久性多頭：雖然有少數指標逆轉，但投資者對未來股市仍寄予厚望」(Ageing bull: With few places left to turn, investors have pinned their hopes on the stockmarket)，以全球高流動性來解釋金融市場處於長期多頭的原因。

（二）流動性過剩可能會導致資產價格泡沫化

另一方面，許多經濟學家擔心，流動性過剩遲早會導致資產價格泡沫化，就像1999年與2000年間的網路泡沫一樣，終究會導致全球經濟衰退。Morgan Stanley 的全球經濟學家 Stephen Roach 指出，央行需要緊縮貨幣，以預防資產泡沫。

在流動性過剩推升資產價格之際，由於投資者居高思危，害怕中國股市劇烈下滑以及擔心美國次級房貸問題擴大，急於降低在

不同市場的投資部位，其中包括貨幣利差交易的縮減，結果已導致金融市場多次出現騷動的現象，顯示避險意識逐漸增高，蘊含著潛在的廣泛衝擊。

在美國發生次級抵押貸款危機之後，投資銀行已準備就緒，強化其災難證券事業單位(distressed-securities groups)之陣容。Goldman Sachs 網羅此方面的高手 Carl Icahn，進入其「特殊情況單位」(special situations group)。惟該公司為了避免被貼上趁火打劫的禿鷹標籤，乃辯稱此舉僅係欲確保於景氣循環的每一個階段均能獲利而已。Barclays 則從專業管理災難證券基金的 Oaktree Capital Management 獵取整個經營團隊，至於被挖角的 Oaktree，則另行自組新的經營團隊。

根據財務金融教授 Edward Altman 的估計，約有170個機構、3千億美元的資金，正在從事此類趁火打劫的災難投資計畫。根據信用評等公司 Standard & Poor's 的資料，對沖基金等非銀行機構，在次級抵押貸款的市場占有率已超過5成，而銀行的市場占有率反而不及五成。

（三）殖利率曲線趨於平滑不陡峭

費城聯邦準備銀行總裁 Charles Plosser 於2007年3月23日在紐澤西銀行家2007年年度聚會上，以「我們能期望自殖利率曲線獲致哪些資訊？」(What Can We Expect from the Yield Curve?)為題發表演說指出，由於預期通膨將降低(lower inflation expectations)，

而且經濟條件的變動性亦將降低(decreased volatility)，故將來公債的短期殖利率與長期殖利率之間的差距，仍將維持於狹小的範圍內。

Plosser 預期，大體而言，將來的殖利率曲線可能會比上一個景氣循環的殖利率曲線更加平滑不陡峭。殖利率曲線趨於平滑化，對銀行業產生下列的影響：

1. 使銀行傳統使用的「借短支長」獲利策略變為不可能；

2. 銀行積極管理利率風險，結果弱化了銀行淨利息收入與殖利率曲線斜率間的關係；

3. 銀行需利用衍生性金融商品等較複雜的避險策略，甚至於進入財富管理等其他領域，賺取非利息收入；

4. 銀行的淨利息邊際(net interest margin)反而上升：殖利率曲線趨於平滑化之後，大型銀行的淨利息邊際固然下跌，但小型銀行

的淨利息邊際卻僅小跌，甚至於反而上升(根據 FDIC 研究，美國參加存保的銀行中，有 55% 上升)，其原因在於 2005 年至 2006 年間的殖利率曲線趨於平滑化，係由於短期利率上揚，大型銀行的資金來源較依賴短期市場利率，而小型銀行則較依賴利率敏感性不高的核心存款(core deposit)及手續費收入。

總之，近年來出現下列現象，均或多或少與流動性過剩有關：1. 投資者樂於承擔風險，並且急於買入報酬率高於公債的任何資產。甚至於縱使是對於美國經濟或中東政治風險心存恐懼的投資者，亦不願輕易出售資產；2. 企業利潤持續增加，並且大量發放現金股利，甚至於買回庫藏股票；3. 大併購案持續出現，而且被私募股權基金盯上的併購目標，其規模則是越來越大；4. 美元匯價雖然下跌，但美國公債殖利率卻仍持續下跌，顯示外國投資者並未要求增加殖利率，以補償美元匯價下跌的損失。

三、全球流動性過剩對經濟衝擊的對策

(一) 貨幣政策是否應將金融資產價格納入考量

近年來，國際流動性大幅增加，導致金融資產價格持續上揚，以及金融失衡。學者紛紛探討，央行目前是否需緊縮貨幣政策，以抑制金融市場行情的持續上揚，而非固守傳統思維，僅以確保短期消費者物價能維持

於通膨目標的水準為已足。例如，BIS 於 2006 年年報提出警告，不尋常的低利率，以及信用與貨幣存量的快速成長，顯示過度寬鬆的貨幣政策，已導致金融資產價格持續上揚。倘若金融資產價格持續上漲，則全球經濟將有風險存在。

White (2006)等學者擁護此論點，認為在

資產價格上揚的情況下，因貨幣快速成長而緊縮貨幣政策的作法，確實是一項為了維持物價中長期穩定所需的「額外行動」(extra action)，並且將此政策稱為對上揚的資產價格採取「逆風政策」(leaning against the wind)、額外行動政策、或主動政策(pro-active policy)。

當然，此一政策建議，明顯違背正統的央行家觀點或傳統的貨幣政策架構。因為傳統觀點認為，不能因資產價格而影響貨幣政策，充其量僅僅是在資產價格經由消費者的財富管道或企業的資產負債表管道之綜合需求效果，影響到通膨展望之時，資產價格方可間接影響貨幣政策的制訂。

(二) 流動性與資產價格間關連性的文獻回顧

貨幣學派認為，貨幣政策衝擊會影響貨幣相對於其他資產的數量及其邊際效用。

Christiano, Motto and Rostagno (2006)的研究顯示，股市榮枯循環與狹義貨幣及信用循環之間，存在正向的關連性。因此，將流動性情況列入決策考量的央行，對於貨幣政策的強化是有助益的。

寬鬆的貨幣政策，為何會啟動資產價格泡沫？下列理論提出解釋：

1. White (2006)認為，倘若市場利率低於自然利率(指能長期維持物價穩定的實質利率)，則提早出現的邊際投資亦加入融資行列，因而信用擴張，從而導致投資增加及資

產價格上揚，但結果證明此等邊際投資均不具生產力。而且，產能過剩會導致嚴重的持久性經濟衰退及資產價格的崩跌。

2. Allen and Gale (2000)以模型顯示，信用擴張及未來信用將擴張的預期，均會影響目前的資產價格。

3. Illing (2000)顯示，倘若央行在金融危機期間提供流動性，而且市場預期，央行在金融危機之後，不會回收流動性，則縱使對於未來的信用情況並無不確定性，而且並未出現投資者面的非理性榮景，但均會產生資產泡沫。

4. Herring and Wachter (2003)指出，房地產價格上揚，使銀行的抵押品增值，加以銀行對於災難的短視，以及背離正道的誘因，結果導致不動產泡沫化。

5. Rajan (2006)指出，低利率與流動性過度充足，會強化基金經理人的下列行為特性，因而引發資產泡沫與金融不穩定：(1)風險移轉；(2)對投資者隱藏其對於極端值風險(tail-risk) (譯註1)的追求—當央行提供過度充足的流動性時，基金經理人由於難以藉由對缺乏流動性的資產提供流動性而獲致超額利潤，因而乃將投資集中於更具風險且較不具流動性的資產。Rajan歸結指出，此等行為的貨幣政策傳遞機能，係在整個銀行體系的外部運作，而且難以掌握。

6. Adam, Marcet and Nicolini (2006)指出，只要市場參與者厭惡風險，則低利率將

與資產價格的波動性之增大，產生關連性。

(三) 資產價格上揚對於經濟傷害程度的實證分析

Ramon Adalid and Carsten Detken(2007) 利用 BIS 所提供的 OECD 之 18 個會員國 1970 年 Q1 至 2004 年 Q4 實質總合資產價格指數，有系統地篩選出總合資產價格上漲期(aggregate asset price boom episode)。此指數係由消費者物價、商業財產價格、及股價，依一定權數組合而成。本文所謂總合資產價格上漲期，係指總合資產價格連續 4 季以上超過其趨勢線達 10% 以上者。

分析結果發現，整個研究期間內，計有 42 個總合資產價格上漲期。

接著，將各個總合資產價格上漲期之後三年間的平均實質 GDP 成長率與該上漲期平均成長率作比較，如果該上漲期之後三年的實質 GDP 平均成長率較該上漲期實質 GDP 平均成長率下跌 2.4 個基點以上，則稱該總合資產價格上漲期為高代價上漲期(high cost boom)，或稱嚴重上漲期。結果發現，42 個總合資產價格上漲期中，有 20 個高代價上漲期，及 22 個低代價上漲期或稱良性上漲期(GDP 平均成長率下跌小於 2.4 個基點者)。

其次，針對良性上漲期與嚴重上漲期間內，經濟變數的差異進行分析，結果發現下列現象：

1. 不動產價格、廣義貨幣與信用之成長，均易於造成景氣榮枯的失序。

2. 在總合資產價格上漲期及在上漲期之前，廣義貨幣的成長衝擊，易於導致後上漲期之景氣衰退的惡化。縱使是政府當局已於總合資產價格上漲期及後上漲期控制房價，但仍易於導致後上漲期之景氣衰退。

3. 在總合資產價格上漲期及後上漲期，實質財產價格上揚，會導致後上漲期的經濟衰退。

4. 利用各國整個研究期間的全部資料(包括總合資產價格上漲期與非上漲期)進行分析，結果發現流動性衝擊與資產價格膨脹間的關係大為降低。至於所得及利率等其他變數，反而對資產價格膨脹產生較大的影響力。

5. 廣義貨幣的成長，可能係「最終將會出現總合資產價格上漲，繼而將出現經濟衰退」的早期預警指標。惟因樣本數太少，此項因果關係尚有待進一步的研究。

(四) 資產價格上揚會影響經濟的穩定成長

當今各國央行多係根據凱因斯學派的模型來制訂貨幣政策，認為低利率能刺激總合需求，進而帶動物價上揚。然而，金融自由化的結果，信用已較昔日大幅增加，而且通膨過程已經改變了，結果導致物價的良性下跌。而且，根據奧地利學派的模型，利率過低適足以釀成信用擴張，以及儲蓄與投資的失衡，進而影響經濟的穩定成長。

傳統的貨幣政策理論認為，由於不易衡量金融資產價格的水準是否合理，而且不

易以貨幣政策來矯正金融資產價格水準，因而認為金融資產價格對於貨幣政策並不重要。

目前各國央行通常認為，金融資產偶而出現價格暴漲，繼而引發泡沫破裂的現象，此為金融特有的問題，不易排除。欲確認金融資產價格是否泡沫化，並無客觀的標準，而且要消除泡沫，需要將利率提高到很高的程度，因而會對經濟體系的其他部門造成傷害，因此除非金融資產價格泡沫化，已經到

了會直接影響物價的程度，否則通常不願採行緊縮性貨幣政策以為因應。

然而，金融資產價格泡沫破滅的代價相當大。事實上，央行制訂貨幣政策時，不僅需要考慮金融資產價格的水準，而且還需要考慮信用成長的幅度、金融資產價格的漲幅等因素。倘若央行僅關心物價穩定的問題，則其政策措施，可能在數年之後引發更大的金融失衡問題，而且在矯正金融失衡的過程中，將對經濟穩定造成重大傷害。

四、結 論

ECB 再三主張，倘若金融資產價格持續上揚會傷害經濟的論點是正確無誤的，則該行的貨幣分析，將以隱含式（雖然不是機械式）模糊，來顯現其對上揚的資產價格，採取「逆風政策」。

資產價格上揚對於經濟傷害程度的實證分析結論，支持 ECB 目前專注廣義貨幣成長的分析，以及其尋求維持中長期物價穩定，而非固守傳統思維，僅以確保短期消費者物價能維持於通膨目標的水準為已足之作法。

貨幣政策的短期效果，會立即影響產出與就業，並於短期內影響物價。至於貨幣政策的長期後續效果(subsequent effects)，則可能於許多年之後，導致金融失衡。而且，矯正金融失衡的代價相當高。因此，央行不能將維持物價穩定當作貨幣政策的唯一目標，

亦即央行僅僅維持物價穩定是不夠的，因為物價穩定並不能確保經濟就會穩定。

近二十餘年來，各國央行大事強調物價穩定，卻忽略可能引發金融失衡問題的後續效果。因此，如何建立制度架構，俾鼓勵各國央行對於可能逐漸形成的金融失衡問題作出反應，相當重要。其方法有二：

（一）要穩健確認金融失衡問題的嚴重性

1. 加強進行目前才剛起步的金融穩定指標之研究。
2. 要更廣泛地評估金融失衡對於經濟穩定成長所造成的傷害。
3. 要評估企業與家計單位的資產負債表，俾確認是否因其失衡而導致經濟成長減緩。

（二）提供制度性誘因

提供制度性誘因，鼓勵央行對於逐漸形成的金融失衡問題，作出政策反應，其作法如下：

1. 要求決策者公開表達，縱使會導致無法達成短期的通膨目標，亦願意對於逐漸形

成的金融失衡問題作出政策反應。

2. 進行民眾教育，讓民眾了解央行對於可能引發的金融失衡問題作出政策反應的重要性，則民眾自然會要求決策者解釋為何該作而未作出政策反應。

譯 註

譯註 1：極端值風險係指處於常態分配尾部兩極端處的風險，此風險出現的機率極小，但此風險一旦出現，則可能遭致巨額的損失。

(本文完稿於民國 96 年 4 月，譯者現為外匯局一等專員)