

「國家經濟管理」課程研習報告

目錄

<u>前言</u> .....	2
<u>壹、國家經濟管理的基本架構</u> .....	3
<u>一、國家經濟管理的多元目標</u> .....	3
<u>二、國家經濟的管理架構</u> .....	7
<u>貳、合適的匯率制度</u> .....	11
<u>一、匯率制度分類：</u> .....	11
<u>二、匯率制度的差異性比較</u> .....	13
<u>三、匯率制度選擇</u> .....	16
<u>四、匯率制度發展</u> .....	19
<u>參、合宜的貨幣政策</u> .....	22
<u>一、維持物價穩定</u> .....	22
<u>二、選擇合適的貨幣政策中間目標</u> .....	22
<u>三、運用適當的政策工具：</u> .....	24
<u>肆、審慎的財政政策</u> .....	27
<u>一、財政赤字與通貨膨脹之關係</u> .....	27
<u>二、財政改革與債務管理政策</u> .....	29
<u>伍、穩健的金融管理政策</u> .....	31
<u>一、金融穩定與經濟成長</u> .....	31
<u>二、金融危機的成因</u> .....	32
<u>三、金融危機的防範</u> .....	33
<u>陸、未來國家經濟管理的挑戰</u> .....	36
<u>一、因應全球景氣衰退</u> .....	36
<u>二、新經濟的興起</u> .....	37
<u>三、區域經濟的發展</u> .....	39
<u>柒、結論與建議</u> .....	41
<u>【附錄一】國家經濟管理課程表</u> .....	43
<u>【附錄二】歷期中華民國台灣經濟建設中期計畫</u> .....	45
<u>參考文獻</u> .....	46

## 前言

亞洲金融危機對亞洲經濟體系帶來廣泛的挑戰與啟示，除突顯外部衝擊與遞延效應對日趨全球化的國際經濟金融體系所引發的影響外，並彰顯掌握金融全球化趨勢與強化各國經濟金融體質的重要性。近年來東南亞各國莫不致力於從事強化經濟體質與健全金融市場結構等改革措施，以維持國家經濟的穩定成長。

為協助各國央行因應國際金融趨勢所可能面臨的種種挑戰，東南亞中央銀行總裁聯合會(The South East Asian Central Banks, SEACEN) 研訓中心乃於馬來西亞吉隆坡開辦第一期「國家經濟管理」(Macroeconomic Management)課程<sup>1</sup>。該課程為期三週，研討議題除探討經濟發展過程中國家經濟管理的基本理論與原則外，並探究國家經濟管理中的經濟發展政策、外匯政策、貨幣政策、財政政策等相關問題與各國因應對策。

活動方式除延請專家、學者與央行官員進行專題報告與研習外，並邀請來自亞洲開發銀行與印尼央行之講師進行韓國與印尼改革的個案研討。此外，該課程並安排參訪馬來西亞科技城(Cyber Jaya)、西灣港務管理局(Port Authority Malaysia, Westport)與中央銀行(Bank Negara Malaysia)等經建設施，以進一步體驗馬來西亞經濟發展成果。

本報告將於第一章說明國家經濟管理的多元政策目標與基本管理架構，自第二章起，分別探討當前國家經濟管理中有關匯率制度選擇、貨幣政策中間目標、財政改革與金融改革等重要議題，並於第六章簡述當前國家經濟管理所面臨之全球景氣衰退、新經濟的興起與區域經濟的發展等挑戰。最後，綜合相關議題分析提出結論與建議，以提供我國制定有關經濟、金融政策之參考。

---

<sup>1</sup> 有關國家經濟管理課程之講師及研討主題詳見「附錄一」

## 壹、國家經濟管理的基本架構

### 一、國家經濟管理的多元目標

經濟管理是一連串經濟行為的選擇決策過程，國家經濟管理所探討的就是如何以公共政策獲致一國的對內與對外均衡，亦即在自由經濟體制下，就國內物價、生產、消費、投資與就業等經濟問題，適時協調以匯率政策、貨幣政策、財政政策或產業政策等政策措施加以管理、調整，達到物價穩定、充分就業與永續成長的最終經濟目標。

就封閉經濟體系而言，維繫對內均衡以達到國內物價穩定與充分就業目標為國家經濟管理首要目標。由於物價過度膨脹除產生財富重分配的影響外，其不確定性更不利於提昇資源配置效率，不僅有礙民眾的投資與儲蓄意願，更增加經營決策與避險成本，對整體社會將產生重大損失。近 10 年來，各國政府莫不以維持物價穩定為最主要的經濟目標，俾以奠定經濟成長的穩定基石。

然而，僅維持物價穩定環境並不能確保國內經濟持續成長。一個維持低通貨膨脹率的經濟體可能因尚未達充分就業，而產生嚴重社會問題。尤其當景氣低迷不振，失業率持續攀高時，不僅造成社會人力資源浪費，對金融機構的放款品質與個人消費行為亦產生相當衝擊，更容易引發其他社會問題，如因失業影響失業者自身的情緒失控問題及失業者撫養對象的就學與安養無以為繼問題，或可能提高犯罪率等，提高社會不安定感，並大幅增加社會成本。因此，各國政府均相當重視降低國內失業率，以維繫社會的安定。

隨國際經貿往來日益盛行，多數封閉經濟體逐漸轉型為開放經濟體，維持對外均衡的重要性更不容忽視。由於國際收支反映國內外要素價格與生產力間的變動消長，不僅影響國內資源配置效率，更影響一國的競爭力，甚或國際間的政經和諧。近二十年來，發生多起金融危機，如 1980 年代拉丁美洲債務危機與 1990 年代亞洲金融危機，更使各國政府體認到調整對外失衡的迫切性，俾以維護國內經濟穩定。

繼而，隨各國經濟發展，在人力與物力資源、制度、觀念及經濟結構上均已產生極大變化下，為避免經濟成長結果使資源耗損過當，甚至使整體社會更趨動盪不穩，人們逐漸開始重視永續成長與分配公平的公義社會訴求，並以提昇整體生活環境品質為另一個國家經濟管理目標。

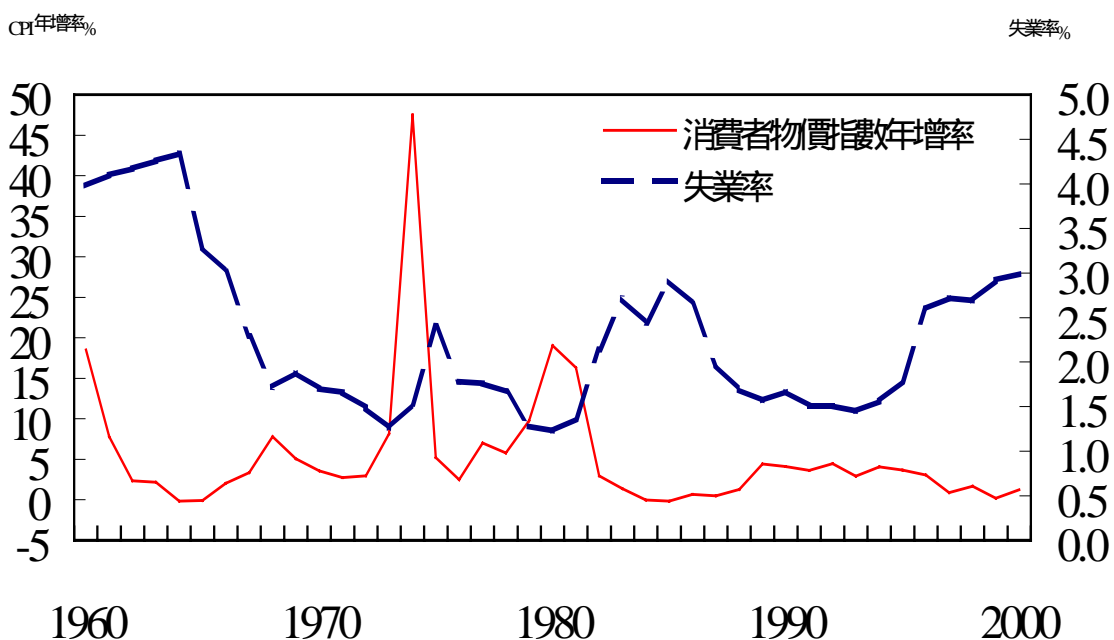
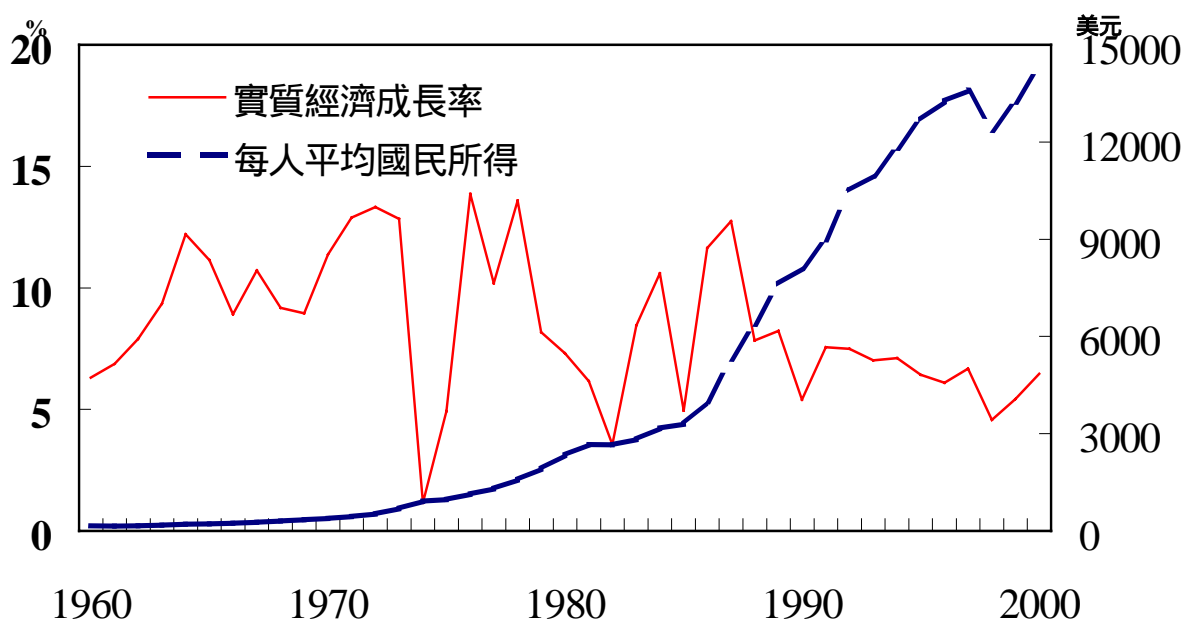
此外，在國際金融蓬勃發展的現代經濟社會，貨幣及金融體系的穩健發展，可協助企業提昇專業化與資本累積效能，進而促進經濟成長。然若金融體系不健全，將使金融活動不穩定，而擴大景氣循環波動、物價膨脹與匯率變動的不確定性。各國央行紛紛開始重視金融市場之穩健發展，我國央行亦以維持金融穩定為其最終政策目標之一。

理論上，針對國家經濟管理的多元政策目標，政府應設定目標的優先順序，並妥善協調運用匯率政策、貨幣政策、財政政策或產業政策來達到不同經濟發展階段的政策目標。但實務上，由於不同政策分別由不同主管機關負責執行，各政策的制定過程與執行目標可能不同，甚或相互抵觸，致提高政策協調的困難度；加以在民主體制下，基於政治現實考量，公共政策執行易傾向短期近利，而忽略長期成本。近年來，為確保物價穩定目標不受其他政策因素干擾，各國已逐漸朝提高中央銀行獨立性的方向發展。

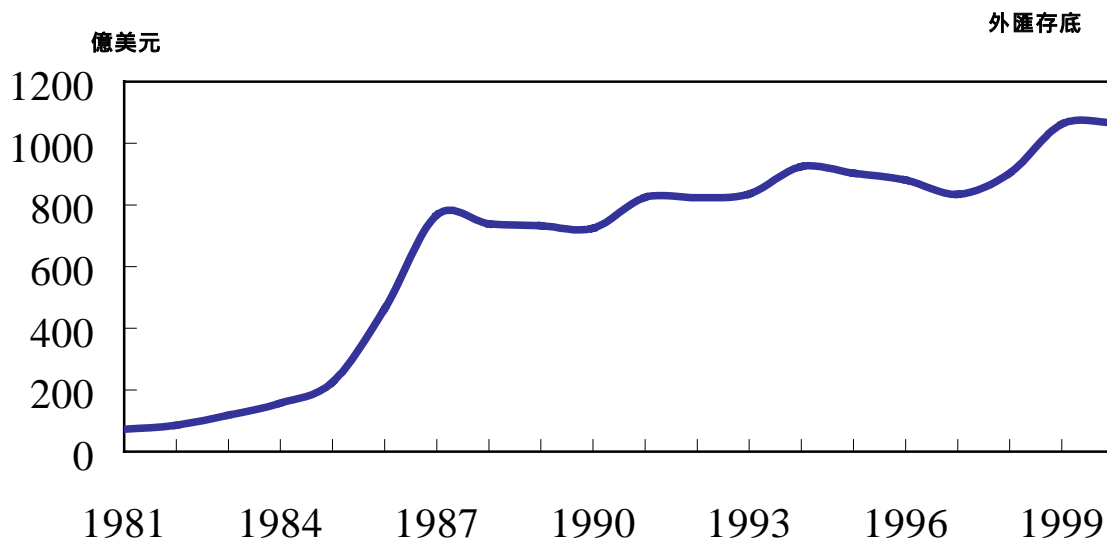
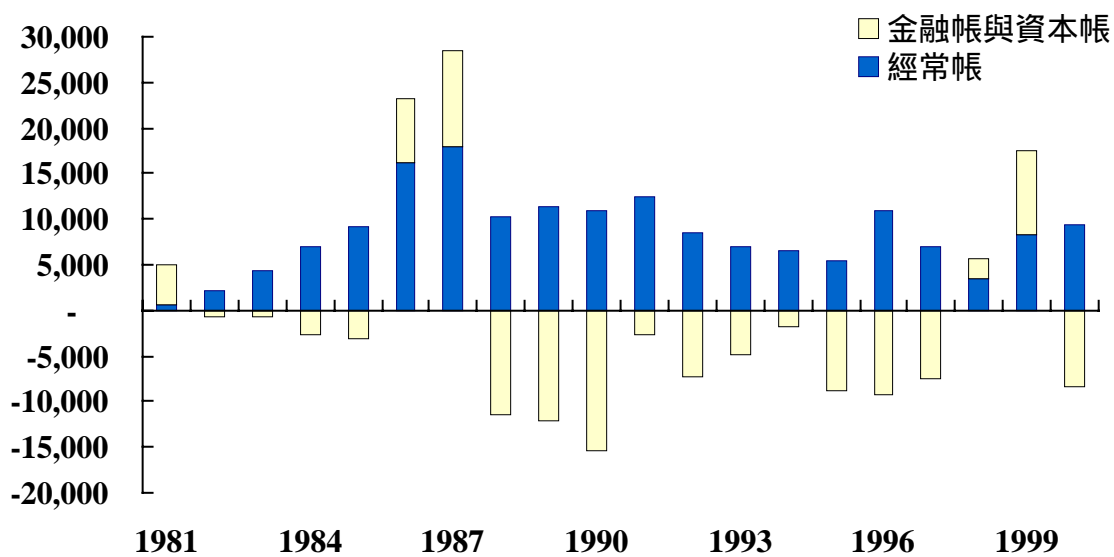
我國國家經濟管理，係採由政府規劃國家經濟發展方向與政策目標之經濟計畫管理模式。自 1960 年至 2000 年間，除兩次石油危機時期外，大致均能維持高經濟成長、低通貨膨脹、低失業率的對內均衡經濟發展目標（參見「我國對內均衡圖」）。40 年來，平均經濟成長率高達 8.4%（其中 1980 年代平均 8.2%；1990 年代平均 6.4%），每人平均國民所得自 1960 年 154 美元，成長至 2000 年為 14,216 美元；而平均物價上漲率為 5.4%（其中 1980 年代平均 4.6%；1990 年代平均 2.7%）的低通貨膨脹目標。此外，在 1967 年以後，33 年間有 21 年失業率均維持在 2% 以下，幾近充分就業。同時，隨多期經濟發展計畫，我國逐漸朝貿易導向國家發展，1980 年以來，我國持續經常帳順差，使央行外匯存底迅速累積；惟 1987 年以來，我國資本移動管制逐漸放寬，民間對外投資漸增，致資本帳與金融帳出現巨幅逆

差；整體而言，我國於 1990 年代已達到對外均衡目標（參見「我國對外均衡圖」）。

我國對內均衡圖



### 我國對外均衡圖



由於我國已於 1996 年晉升為新興工業化國家，除維持上述經濟發展基本目標外，生活品質的提昇更是人們的關切重點。未來四年，我國的新世紀發展計畫將以建設台灣成為「綠色矽島」為經濟發展總目標，政策規劃則以建構台灣成為全球運籌中心、積極推動知識化經濟、維持永續化生活環境與維護公義化社會為發展重點。

## 二、國家經濟的管理架構

### (一)、衡量指標

有效管理國家經濟的前提，須有衡量國民所得的具體指標，而國民生產毛額（Gross National Product，簡稱GNP）與國內生產毛額（Gross Domestic Product，簡稱GDP）為最廣泛運用的衡量國家經濟活動的量化指標，雖然兩者尚有無法衡量國民經濟福利的缺點，但已是比較不同國家、不同時期人民經濟生活水準的最通用標準。

衡量國民所得的估量方法有二，分別為 1) 從最終產品購買者的支出面著手的支出面法；與 2) 從產品成本面的要素附加價值著手的要素所得法。

國內生產與國民生產的差異在國際間的生產要素移動：

$$\mathbf{GNP = GDP + NTR - NFR} \quad (1)$$

其中 NTR 指本國國民的生產要素參與外國生產之報酬；

NFR 指外國國民的生產要素參與本國生產之報酬。

若將 GNP 用途區分國民消費（C）與國民儲蓄（S）兩類，再依支出面法，將 GDP 區分國民消費（C）、國內投資（I）、出口（X）與進口（M），則得到下列算式：

$$\mathbf{GNP = (C+S) = GDP+NTR-NFR = (C+I+X-M)+NTR-NFR} \quad (2)$$

剔除國內需求（C+I）因素後，得知國內經濟活動與淨國外資產變動（dNFA）的關係式：

$$\mathbf{GDP+NTR-NFR-(C+I)=(C+S)-(C+I)=(X+NTR)-(M+NFR)=dNFA} \quad (3)$$

將上述國民消費（C）、國民儲蓄（S）與國內投資（I），依民間部門與政府部門加以區別後（ $C=C_p+C_g$ ； $S=S_p+S_g$ ； $I=I_p+I_g$ ），得到下列修正式：

$$\mathbf{(C+S)-(C+I)=[(C_p+S_p)-(C_p+I_p)] + [(C_g+S_g)-(C_g+I_g)]} \quad (4)$$

（民間部門消費與投資）+（政府部門消費與投資）

假設政府收入(T=政府收益-政府移轉支出)全部用於政府儲蓄(S<sub>g</sub>)與政府消費(C<sub>g</sub>)，同時政府支出(G)全部用於政府消費(C<sub>g</sub>)與政府投資(I<sub>g</sub>)，則得到下式：

$$[(C_g+S_g) - (C_g+I_g)] = T - G \quad (5)$$

## (二)、國際收支失衡調整策略

綜合第(3)式、第(4)式及第(5)式關係式，得到均衡關係式如下：

$$(S_p - I_p) + (T - G) = (X + NTR) - (M + NFR) = dNFA \quad (6)$$

由第(6)式得知，若民間儲蓄得以支應民間投資，政府稅收足以支應政府支出，則可能產生經常帳順差，且不需仰賴國外資金。惟若一國經常帳處於長期順差的失衡狀態，亦易引發該國通貨的升值壓力。反之，若民間儲蓄遠低於民間投資，或政府稅收不足以支應政府支出，則可能發生經常帳逆差。若長期經常帳逆差，須引進國外資金以支應國內經濟發展所需。若引進長期投資資金，因其性質較穩定，對經濟發展仍有助益；惟若引進短期資金，因其不確定性較高，對經濟發展則易產生干擾作用。

策略	支出改變策略	支出移轉策略	金融管理策略
因應政策	匯率政策 貨幣政策 財政政策	匯率政策 貿易政策 產業政策	資本管制 外債管理 金融監理

為避免上述國際收支失衡問題，各國均致力於改善國際收支，調整策略從三方向進行：1)支出改變策略：透過匯率政策、貨幣政策與財政政策改變民間部門的儲蓄、消費與投資行為，並改善政府收支情況；2)支出移轉策略：透過匯率政策、貿易政策與產業政策將國內對外國商品與勞務需求移轉至進口替代品，並吸引外國對本國貿易商品之需求；與 3)金融管理策略：透過循序開放資本管制措施，吸引長期外國資本流入，並防杜短期投機性資金之攻擊。同時，強化國家的外債管理及加強金融機構與企業的風險控管，以提昇金融體系與企業的經營體質。

## (三)、經濟面與金融面並重、個體與總體兼顧

由於調整經濟失衡，無論在需求面或供給面均會產生某程度的社



會成本，是以進行國家經濟管理，最好循序推動有關的調整、改革措施，以強化國家經濟體質。但即使國家經濟的基本面良好，若缺乏穩健的金融體系，仍可能因過度的投機活動與鬆弛不彰的金融監理，而引發金融危機，甚至衝擊國家經濟穩定。這種金融不穩定性，可能肇因於投機資金的大量快速移動，如 1997 年亞洲金融風暴；亦可能導因於國內的金融體質弊端，如 1998 年我國企業財務危機。隨著各國市場日益開放與自由化發展，金融不穩定性更迅速攀升，各國政府與國際金融組織（如 IMF 與 World Bank）已警覺到金融體系安定的重要性，並於亞洲金融風暴後，加速推行強化金融體質的改革方案。

國際貨幣基金與世界銀行於 1999 年 5 月開始推動金融市場監測方案（Financial Sector Assessment Program, FSAP），其中各國除需建立兼顧經濟面與金融面指標的國家經濟指標（Macroprudential indicators, MPIs<sup>2</sup>）監測系統外，並須模擬不同情境進行壓力測試（stress test），以提高資訊揭露標準與透明度，協助各國決策者判斷未來各種衝擊的可能影響。基本上，MPIs 係以金融監理機構評等所使用的「CAMELS」架構為基礎，再輔以市場指標，並結合總體經濟指標而成，茲簡列國家經濟指標重要參考變數如下表：

---

<sup>2</sup> 有關 MPI 系統的發展與應用尚有限，主要係尚未能掌握與確認對影響金融穩定的重要變數。此外，有關資產品質資料相當貧乏，且針對全球化趨勢，若僅以各別國家為統計基礎，又恐有失偏頗，若欲進行國際跨國比較分析，則涉及各國資料的比較基礎不一致問題。未來尚需針對如何提高統計資料之正確性、時效性、實用性與資料取得的便利性進行檢討修正，目前 IMF 正持續進行相關統計之整合修正計畫。

## 國家經濟指標

個體加總指標		總體經濟指標
<b>資本適足性</b> <b>Capital adequacy</b> 1. 資本適足比率 2. 資本結構分配  <b>資產品質 Asset quality</b> 1. 貸款者： ● 信用集中度 ● 貸款主要幣別 ● 逾期放款 ● 資產風險結構 ● 關係貸款 ● 槓桿比率 2. 借款者： ● 負債比率 ● 獲利率  <b>管理穩健性</b> <b>Management soundness</b> 1. 管理費用比率 2. 每位員工利潤 3. 金融機構家數成長率  <b>獲利性</b> <b>Earning and profitability</b> 1. ROA 2. ROE 3. 所得與費用比率 4. 各業務獲利率 5. 各產業獲利率	<b>流動性 Liquidity</b> 1. 央行對金融機構融資 2. 資金缺口結構 3. 銀行間利率結構 4. 存款放款比 5. 資產與負債之到期日結構 6. 次級市場流動性  <b>市場風險敏感度</b> <b>Sensitivity to market risk</b> 1. 匯率風險 2. 利率風險 3. 證券價格風險 4. 商品價格風險  <b>市場指標</b> 1. 市場價格 2. 超額利益 3. 信用評等 4. 利益價差	<b>實質面</b> 1. 經濟成長率 2. 國際收支 ● 經常帳 ● 外匯存底適足性 ● 外債(外債組合與占 GDP 比重) ● 貿易結構 ● 資本移動之組成 3. 物價膨脹率 ● 貨幣供給量 ● 物價水準與變動率  <b>金融面(水準值與波動性)</b> 1. 利率 ● 利率波動性 ● 利率結構 ● 國內外利差 2. 匯率 ● 波動性與持久性 ● 外匯存底 3. 資產價格 ● 股市：市場規模、市場週轉率、集中度與價格波動 ● 房地產市場：價格波動  <b>傳遞效果</b> 1. 市場相關性 2. 貿易關聯性  <b>其他</b> 1. 直接貸款 2. 政府用於金融體系的資源

資料來源：Evans, Leone, Gill, and Hilbers (2000)

## 貳、合適的匯率制度

過去二、三十年來，在經濟、金融自由化的風潮下，各國市場更開放，經貿往來更密切，國際資金移動規模更龐大、更頻繁，金融市場的不確定性因素更複雜，致使如何選擇一個具有公信力、能發揮政策效果又能符合該國經濟發展目標的匯率制度，成為各國決策者最先面對的重要課題。而一國能否在遭遇國內外經濟衝擊時，適時捍衛或調整匯率制度，更是各國央行執行其匯率政策的嚴格挑戰。本章將先說明當前的匯率制度種類與各種匯率制度的差異性，並探究決定匯率制度選擇的基本原則，進而分析當前匯率制度的兩極化發展趨勢。

### 一、匯率制度分類：

國際貨幣基金（IMF）將其 185 個會員國所採行的匯率制度，依其制定與調整特質區分為三大類：（一）固定匯率（hard peg）制度，係將通貨匯率與另一主要通貨（或多種通貨組合，包括 SDR）維持固定關係，甚或允許另一種強勢通貨作為該國的法定貨幣。例如歐洲歐元區與非洲法國法郎區所採行的貨幣聯盟制度（currency union）、香港的通貨委員會制度（currency board）與中美洲美元區的美元化制度（dollarization）等；（二）緩和式釘住匯率（soft peg）制度，則將一國通貨匯率釘住另一種強勢通貨（或多種通貨之組合，包括 SDR），但允許在特定範圍內波動或進行調整。此類制度包含傳統釘定匯率制度（conventional fixed peg arrangements）、固定波動區間的釘住匯率（pegged rate in horizontal band）、爬行式釘住匯率（crawling peg）、目標區內爬行式釘住匯率（exchange rates within crawling bands）等四種、（三）浮動匯率（floating）制度，則指一國通貨之匯率原則上由外匯市場決定，但因政府干預程度之不同，有管理式浮動匯率（managed floating）與獨立浮動匯率（independent floating）之差別。前者政府干預操作頻繁，且多半保有外匯管制措施；後者則僅在避免市場過度波動時方採行干預操作。（詳見「IMF 會員國匯率制度比較表」下表）

IMF 會員國匯率制度比較表 (2000 年 9 月底)

匯率制度種類	定義說明	歐洲國家	美洲國家	亞洲國家	非洲國家
貨幣聯盟 (currency union) 38 國	在貨幣聯盟會員國間允許另一種強勢通貨如美元、歐元或法國法郎為該國法定貨幣。	歐元區 歐洲貨幣聯盟 國家(EMU)	美元區： 巴拿馬與東 加勒比貨幣 聯盟區 (ECCU)		法國法郎區 西非經濟貨幣聯 盟國家(WAEMU) 中非經濟貨幣聯 盟國家(CAEMC)
通貨委員會制 度(currency board) 8 國	確保國內通貨與特定外國通貨間的固定匯率與可兌換性，並嚴格限制發行通貨需有 100% 外匯準備，但貨幣委員會不具備最後貸款者功能。	保加利亞 愛沙尼亞 立陶宛 波斯尼亞 吉布地	阿根廷	香港 汶萊	
釘住匯率 (conventional fixed peg arrangements) 43 國	將該國通貨匯率與另一種主要通貨(或一組貨幣組合)維持固定或僅在中心匯率上下 1% 的區間內波動。			中國大陸 馬來西亞 巴基斯坦	埃及 摩洛哥
固定波動區間的釘住匯率 (pegged rate in horizontal band) 6 國	將該國通貨匯率與另一種主要通貨(或一組貨幣組合)維持在特定區間內波動，該區間通常大於中心匯率上下 1%。	ERM II： 丹麥 希臘 非 ERM 塞普露斯 冰島		越南	利比亞
爬行式釘住匯 率(crawling peg) 6 國	允許該國通貨匯率根據特定指標沿著事先決定的路徑調整。	土耳其	哥斯達尼加 尼加拉瓜		
目標區內爬行 式釘住匯率 (exchange rates within crawling bands) 6 國	允許該國通貨匯率在中心匯率的特定區間內波動，並根據特定指標沿著事先決定的路徑調整。	匈牙利 以色列 波蘭	宏都拉斯 委內瑞拉 烏拉圭	斯里蘭卡	
管理式浮動匯 率(managed floating) 31 國	指該國通貨匯率變動由貨幣管理當局權衡決定，並隨時進行市場干預。	挪威 捷克	智利	新加坡	奈及利亞
獨立浮動匯率 (independent floating) 47 國	匯率原則上由市場決定，貨幣管理當局干預操作僅在避免市場波動性過大而非決定匯率水準。	瑞典、瑞士 英國	美國 加拿大	日本、澳洲、 紐西蘭	
			巴西 智利 哥倫比亞 祕魯	中華民國 南韓 泰國、印尼 菲律賓、 印度	南非

資料來源：IFS 2001 March, IMF Annual Report 2000, Jeffrey A. Frankel (1999)

## 二、匯率制度的差異性比較

### (一)、固定匯率制度與浮動匯率制度的差異

固定匯率制度與浮動匯率制度除制度上的差異外，其政策影響更大不相同，謹就市場穩定性（匯率風險）、貨幣政策自主性、通貨膨脹的制約性、對國內價格波動的影響與貨幣政策的有效性等層面加以說明。

	固定匯率制度	浮動匯率制度
匯率風險與市場波動	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 匯率風險較小</li> <li>● 市場波動性較穩定</li> <li>● 吸引投機資金覬覦</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 匯率風險較大</li> <li>● 市場波動較不確定</li> <li>● 可抑制投機資金移動</li> </ul>
貨幣政策之自主性	● 較差	● 較高
通貨膨脹之控制效力	● 具有制約機制	● 具有調整彈性
貨幣政策對國內物價的影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 較小</li> <li>● 較適合貨幣數量波動較大者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 較大</li> <li>● 較適合貿易財價格波動較大，但貨幣數量波動較穩定者</li> </ul>
提振景氣之政策效果	● 財政政策較顯著	● 貨幣政策較顯著

1. 就市場穩定性（匯率風險）而言，採行固定匯率制度國家因通貨匯率相對固定，匯率波動僅維持在極小的範圍內，匯率風險較小，金融市場的穩定度較高，較具吸引投資與鼓勵貿易成長的競爭優勢。反之，採行浮動匯率國家則需承受較大的匯率風險，市場穩定度較低，較不利於吸引投資與貿易活動。但因匯率具自動調節機能，市場套利空間縮小，相對可減少投機性資金的快速移動，對抑制市場波動仍有助益。
2. 就貨幣政策的自主性而言，採行浮動匯率制度國家，因通貨匯率變動調整不受限制，不僅匯率調整的自主性較高，且其國內貨幣政策較不受他國影響。採行固定匯率制度國家，為維持其通貨匯率與與另一種主要通貨（或一組通貨）的固定關係，其貨幣政策必隨被釘住的主要通貨國家的貨幣政策而起舞，以維持一定的通貨膨脹率與匯率關係。

3. 就通貨膨脹的控制效力而言，採行浮動匯率制度，各國可依經濟情勢，自行調控至不同的通貨膨脹率目標，控制通貨膨脹的自主性較高。但固定匯率制度則提供各國控制通貨膨脹率的制約（nominal anchor）機制。若一國維持與另一低通貨膨脹國家的通貨（如美元或中、西非國家所選擇的法國法郎）的固定匯率關係，則其通貨膨脹率將隨被該國所釘住之通貨的國家的政策變動，而被限制在該固定匯率關係內。這乃是自 1983 年以來，歐洲貨幣機制(EMS)與阿根廷選擇固定匯率制度的主要原因。
4. 就對國內價格波動的影響而言，在固定匯率制度下，國內貨幣數量變動可經由國際收支之資本帳或金融帳加以調整，對國內價格衝擊較小。當一國發生超額貨幣增長時，即可藉由資本外流消除部份超額貨幣，致使國內價格上漲幅度相對有限。浮動匯率制度則較適合貿易財價格波動較大者，因可隔絕國外價格對國內經濟的干擾。惟若因此造成國內貨幣數量變動過大則會對國內價格產生較大衝擊，進而影響本國通貨的匯率水準。亦即當國內發生超額貨幣增長，國內價格將隨之上揚，若國內外名目利率差距變動是因預期物價膨脹率上升，致實質利率差距縮小或成負數，將進而導致本國貨幣趨於貶值。
5. 就刺激景氣的有效性而言，依據 Mundell- Fleming 模型分析，在固定匯率制度下，採行擴張財政政策提振景氣效果較貨幣政策為佳，因擴張財政政策可使國內所得與利率同時走高，進而吸引資金流入，然為維持固定匯率，央行須進場買入外匯，使得貨幣供給增加，利率回跌，而達到所得提高而利率不受影響的政策效果。然若採行寬鬆性貨幣政策，當貨幣供給增加使國內利率下跌，將引發資金外流，為維持固定匯率，央行進場賣出外匯，易使貨幣供給反轉回降，導致寬鬆貨幣政策失效。反之，在浮動匯率制度下，因國際收支失衡問題，匯率會自動調整，中央銀行較少介入外匯市場買賣，致國內貨幣供給較少受影響，而採行寬鬆貨幣政策提高所得的幅度大於擴張性財政政策，因此貨幣政策成效較顯著。

## (二)、通貨委員會與一般傳統央行功能的差異

通貨委員會制度是採行固定匯率制度的另一種選擇，在印尼、馬來西亞(1997)及俄羅斯(1998)等國處於金融危機期間，為維持匯率穩定，此一制度曾引起廣泛的討論。

有別於傳統中央銀行管理貨幣供給量及擔任最後貸款者的制度與功能，通貨委員會制度有下列主要特徵：

1) 匯率水準：採行通貨委員會制度國家之通貨匯率水準由法令制定，而非由中央銀行政策決定或市場決定。

2) 外匯準備：採行通貨委員會制度國家之通貨發行需有 100% 的被釘住通貨準備，並確保通貨與被釘住通貨間依固定匯率維持可兌換性。惟一般央行持有外匯準備大多基於央行資產的流動性與安全性考量，並非基於法定要求。

3) 通貨委員會制度不具備對金融體系提供最後貸款者功能，以致需另外設立金融市場穩定基金（如保加利亞）、流動資金調節機制（如香港）、金融機構緊急融資窗口或開放外國金融機構經營，以國外資金支應市場資金需求等配套措施，以避免因金融機構流動性不足所引發之銀行危機（banking crisis）。

此種外匯制度，始於十九世紀下半葉，首先為大英帝國各殖民國所採行，到了二十世紀的第二次世界大戰前，仍為許多國家所採用；之後，由於許多新獨立國家建立中央銀行體制，通貨管理局機制（即一般所稱的聯繫匯率制）漸被其他制度所取代。依歷史經驗顯示，對需抑制高通貨膨脹或有政治安定考量國家，如香港(1983)<sup>3</sup>、阿根廷(1991)與前蘇聯集團解體後之轉型經濟體愛沙尼亞(1992)、立陶宛(1994)與保加利亞(1997)等國採行通貨委員會制度均有出色經濟表現，不僅能維持匯率穩定，並達成強勁成長且維持低通貨膨脹的經濟

---

<sup>3</sup> 香港現行的聯繫匯率制度雖在鈔券發行機構與支付制度管理機構的制度設計與典型的通貨委員會制度有所差異，但因發行港幣鈔券銀行需繳交美元至「外匯基金」即香港通貨委員會，以換取發行紙幣的合法證明，且該制度之管理精神與通貨委員會制度，IMF 仍將其歸屬同類。

目標。但通貨委員會制度仍無法避免遭受投機客打壓，如 1998 年 8 月間，香港聯繫匯率制度遭受襲擊，以致利率狂飆，國內經濟受創。由於採行通貨委員會制度國家與被釘住通貨國家間有密切的經貿關係，為避免投機資金移動影響國內經濟，更進一步的固定匯率替代制度即為美元化制度 (dollarization)。

### (三)、美元化制度 (dollarization)

所謂美元化制度乃允許非本國通貨之另一種強勢通貨(即被釘住通貨)在國內具有法定貨幣資格，貨幣政策完全因循被釘住通貨國之貨幣政策。由於採行此種匯率制度國家多以美元為法定貨幣，而通稱為美元化制度。雖然採行美元化制度有經濟上的利益，但因仍有放棄貨幣主權的政治考量，目前較盛行於中美洲，以巴拿馬最具代表。至於歐元區國家，雖共同以歐元為法定貨幣，但目前各國尚保有其本國貨幣主權，自 2002 年 4 月起，歐元區國家通貨即將消失。

近來，隨區域經濟發展日趨緊密結合，在亞洲地區成立「亞元」單一貨幣的議題亦引起廣泛討論。但由於貨幣聯盟不是區域經濟發展的充分、必要條件，加以亞洲區域的潛在政治、社會成本極高，如各國經濟、政治差異性極大，且削減貨幣政策自主權等，目前成立亞元的時機尚未成熟。

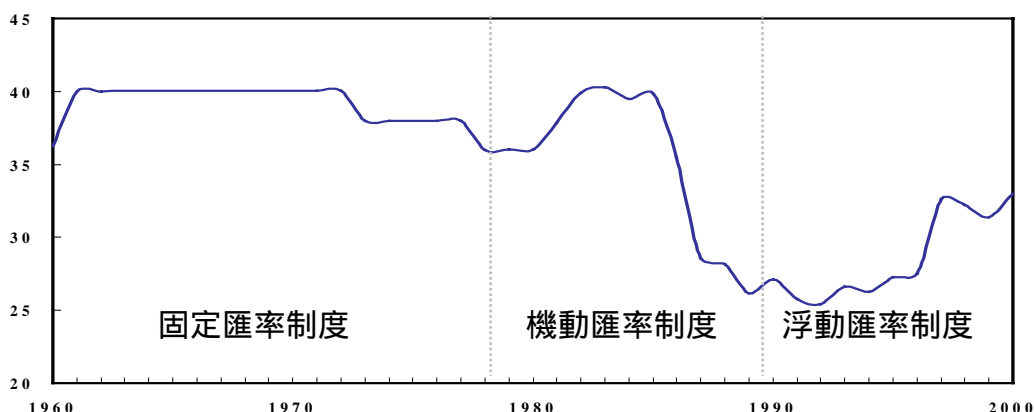
## 三、匯率制度選擇

誠如 Frankel (1999) 所言，沒有任何一種匯率制度適合所有國家的所有發展階段 (No single currency regime is right for all countries or at all times)。我國為積極擴張出口，自 1963 年取消結匯證制度，開始實施單一匯率制度，新台幣對美元匯價由 24 元大幅貶值為 40 元。隨我國對外貿易持續擴張，1973 年新台幣對美元匯價升值為 38 元，1978 年再調升為 36 元。1979 年 2 月我國外匯市場成立後，新台幣不再釘住美元而改採機動匯率制度。俟後即期匯率之訂價及操作方式，經多次調整修正，循序朝自由化改進。至 1990 年 12 月 29 日起，停止議定小額結匯匯率後，即期買賣匯率完全由各



銀行自行訂定，並掛牌公告。隨我國匯率自由化發展，自 1980 年以來，新台幣匯率波動幅度明顯擴大(見「新台幣對美元匯率趨勢圖」)。

新台幣對美元匯率趨勢圖



原則上，各國決定匯率制度仍應以經濟發展特質差異性為基本考量，以達階段性經濟發展目標。但這只是一般性原則，尚有許多特例：許多採行同一種匯率制度的國家，其經濟體質可能不同；而相同經濟特質的國家，亦可能因為經濟發展目標不同或考量其他非經濟因素而採行不同的匯率制度。以亞洲四小虎為例，在亞洲金融風暴之前，四國均採行緩和式釘住匯率制度，但在經歷亞洲金融風暴後分別採取不同的因應措施，馬來西亞改為固定匯率制度，泰國、印尼、菲律賓等則改為浮動匯率制度。

茲依不同經濟發展特質，說明匯率制度選擇之一般偏好如下表：

	釘住匯率制度	浮動匯率
1. 經濟發展規模	小規模	大規模
2. 經濟開放程度	對外依存度高	對外依存度低
3. 經濟失衡型態	內在衝擊 影響名目所得	外來衝擊 影響實質所得與競爭力
4. 對外債務規模	外債較少	外債較多
5. 貿易集中度	貿易對手國集中	貿易對手國分散
6. 通貨膨脹經驗	長期高通膨引發政治不安定 或通貨膨脹率差異小	通貨膨脹率差異大
7. 經濟安定性	國際經濟較國內經濟安定	國內經濟較安定

資料來源：Fisher (2001), Robinson (2001), Husted and Melvin, (1995), 李榮謙(1999)。

1. 經濟發展規模：以 GNP 代表國家之經濟規模，通常經濟規模較大國的政策傾向較偏好獨立自主性，較適合浮動匯率制度。
2. 經濟開放程度：所謂開放程度係指一國仰賴國際貿易程度，當一國的國際貿易占 GNP 比重越高，表示其經濟開放程度越高。相對而言，則貿易財價格占整個國內價格比重越大，致匯率變動對國內價格水準的衝擊越大，故較偏好固定匯率制度，較不適合浮動匯率制度。
3. 經濟失衡型態：若經濟失衡係受國內經濟因素衝擊，僅影響國內名目價格變動，則較少考量匯率的變動影響，較適合維持固定匯率制度。相對而言，若係受外來經濟因素衝擊，而可能影響國內實質薪資的價格競爭力，則對匯率因素的考量會較慎重，較適合採行浮動匯率制度。
4. 對外債務規模：一國經濟發展仰賴外國資金支應程度越高，越需考量匯率變動對其債務負擔之影響，其外債占 GNP 比重越高，越難維持固定匯率。
5. 外貿集中程度：若一國對外貿易集中在單一國家，一般傾向將該國通貨釘住其貿易對手國貨幣，這是中美洲盛行採美元化制度的主因。然若一國外銷市場較為分散，則較適合浮動匯率制度。
6. 通貨膨脹經驗：若一國長期承受高通貨膨脹的金融不穩定，為追求穩定的經濟成長環境，較適合固定匯率制度。惟若一國的通貨膨脹率與其重要貿易對手國有較大歧異，則較難維持釘住匯率制度，較適合浮動匯率制度。
7. 經濟波動比較：縱使浮動匯率可以隔絕國外的干擾，但當本國經濟相對較不穩定時，卻要付出獨嚐本國經濟遭受內部衝擊的苦果，因而除非國內經濟相對國際安定，方才適宜採行浮動匯率；固定匯率雖然無力阻隔國外的輸入性通貨膨脹，但卻可以將本國的波動轉嫁一部份給外國分擔，因而如果國際經濟較國內經濟安定，或國內景氣循環與被釘住國景氣循環一致，較適宜採行固定

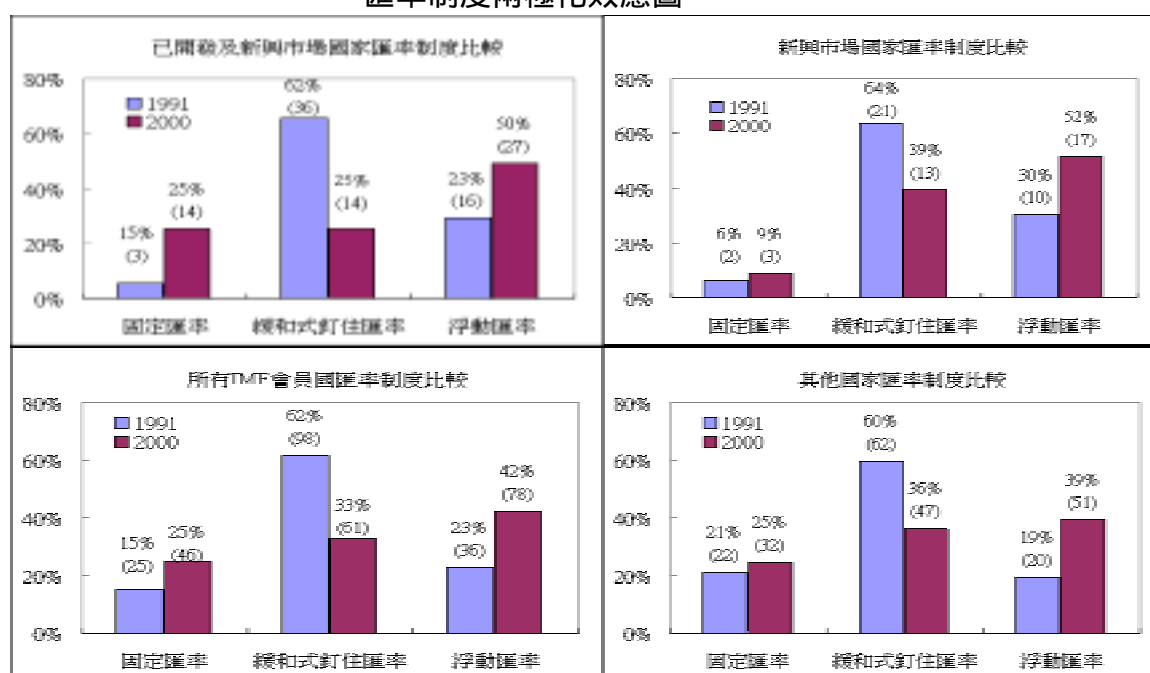
匯率。

## 四、匯率制度發展

### (一)、兩極化(bipolar view)現象

近十年來，隨國際金融市場發展，各國匯率制度呈現逐漸朝固定匯率或浮動匯率制度發展，選擇採行緩和釘住匯率制度國家日益減少的兩極化(bipolar view)<sup>4</sup>或中空化(hollowing out effect)現象。這個新興現象主要肇因於當前各國貨幣政策均需面臨 Mundell (1962) 所指的開放經濟下之三角難題(open economy trilemma)，意即在開放經濟體系下，決策者在完全資本移動、固定匯率、與獨立的貨幣政策三者之間進行抉擇，卻無法同時兼顧。隨金融市場日趨開放，國際資金移動日益頻繁，不僅提高市場的不確定性，更增添貨幣政策執行的困難度，加以在經濟基本面不健全情況下難以長期堅守緩和釘住匯率制度，許多國家只好依匯率政策穩定性或貨幣政策獨立性的政策偏好，決定改採固定匯率制度或浮動匯率制度。(參見「匯率制度兩極化效應圖」)

匯率制度兩極化效應圖



<sup>4</sup> 亦即 Fisher, Stanley (2001)所指的兩極選擇 (the bipolar view),與 Summers, Lawrence H. (2000)所指的兩角選擇 (the corner solutions)。

依據 IMF 調查，1991 年 IMF159 個會員國所採行的匯率制度，以採行緩和式釘住匯率制度為主，比重高達 62%；固定匯率制度與浮動匯率制度所占比重，分別為 16%與 23%。惟至 2000 年 9 月，IMF185 個會員國中採行緩和式釘住匯率制度國家之比重大幅縮減為 33%。主要係因多數開放經濟體改採浮動匯率制度，致該類比重大幅攀升為 42%，成為市場主流。此外，自 90 年代起，歐洲貨幣聯盟逐漸成型，致採行固定匯率制度國家比重亦提高為 25%。

若單就 33 個新興市場國家<sup>5</sup>在同期間的匯率制度變遷觀察，採行緩和式釘住匯率制度國家比重亦由 1991 年 64%銳減為 2000 年的 39%，其中大部份國家改採浮動匯率制度，致浮動匯率國家比重由 1991 年 30%大幅提高為 2000 年的 52%，而採行固定匯率制度國家之比重則僅由 1991 年 6%微幅增加至 2000 年的 9%。此現象說明，新興國家縱使於 1980 年代因對外貿易依存度高而偏好穩定匯率，然隨市場開放度越高，當市場體質不健全或外匯存底不足時，面臨外來衝擊，為避免過度影響國內經濟發展，往往得棄守緩和式釘住匯率制度。

至於其他開發中國家雖因經濟規模更小，致選擇固定匯率國家較新興市場國家為多，然在 1990 年代亦有中空化現象：以 1991 年與 2000 年比較，採行緩和式釘住匯率制度國家比重由 60%銳減為 36%，而採行浮動匯率國家比重由 19%提高為 39%，採行固定匯率制度國家之比重則由 21%微幅增加至 25%。

## (二)、中間路線的危機意識

如前所述，雖然各國匯率制度發展在 1990 年代呈中空化現象明顯，但由於固定匯率制度與浮動匯率制度均有極大負作用——喪失貨幣自主性或喪失匯率穩定性，Frankel(1999)與 Williamson (2000)均認為對部分小型開放經濟體而言，採行緩和式釘住匯率的中間路線仍不失為較保守合宜的選擇，只要其能隨國內外經濟金融情勢發展，適

---

<sup>5</sup> 33 個新興市場國家係彙整 MSCI 新興市場指數 (Morgan Stanley Capital International Indices Emerging Markets) 所含 27 個經濟體及 EMBI+ 指數 (Emerging Markets Bond Index Plus from J.P. Morgan) 所含 17 個經濟體而成。

時加以調整操作目標與策略，仍能避免或減少外來衝擊對國內經濟的影響。

惟實務上，採行緩和式釘住匯率制度於必要時所進行的間歇性或跳躍式調整，對進出口廠商的影響均較深遠，且其調整時機與調整幅度均不易掌握，加以市場投機客會視可能的調整時機而進行投機炒作，致使國內經濟極易因匯率制度未及時調整而嚴重受創，甚而引發通貨危機，如阿根廷(1987)、墨西哥(1994)、泰國等東南亞國家(1997)、俄羅斯(1998)、巴西(1999)及土耳其(2001)等國的金融危機。因此，Fischer(2001)主張縱使採行釘住匯率或固定匯率是抑制高通貨膨脹的解藥良方，隨各國經濟穩健發展後，仍應審慎研擬釘住匯率的退守策略(exit strategies)與調整時機。同時，為避免萬一未及時調整匯率，而成為投機客的覬覦標的，應事先建立國際貨幣的緊急融資安全防護機制，以防患外來衝擊。

目前，為避免再度遭受金融風暴襲擊，亞洲各國政府間亟思建立更緊密的合作關係，除加強各國金融監理資訊的交換與分享外，東南亞國協十國加上中共、南韓與日本等三個東北亞國家已宣佈將共同建立一套換匯機制，相互協助外匯融通，以支應國家面臨外來衝擊時所需的大量強勢貨幣流動性需求，並穩定匯率。

## 參、合宜的貨幣政策

### 一、維持物價穩定

物價與人們的日常生活水準息息相關，由於經濟體系通常無法充分因應物價波動而調整，因此發生持續物價上揚現象時，不僅影響人們儲蓄、消費與投資意願，還可能產生財富重分配效果。透過匯率因素，更可能因而扭曲一國輸出產品的競爭力，並影響一國貨幣的購買力，進而導致經濟資源配置缺乏效率。根據 Fisher(1993)、Bruno 和 Easterly(1995)與 Sarel(1996)的實證研究顯示，高通貨膨脹率與經濟成長間存在負相關性，尤其是當國家長期處於惡性通貨膨脹狀態將更不利於經濟發展。以匈牙利為例，自 1945 年 8 月至 1946 年 7 月，物價上漲  $10^{27}$  倍，在物價上漲高峰期間，甚至一日上漲三倍，在如此高度不確定性下，一切經濟活動自然停擺。因此即便各國央行欲以貨幣政策刺激景氣，仍需以物價穩定為前提。

然而物價長期持續下跌，甚至通貨膨脹率降為零<sup>6</sup>或為負的通貨緊縮現象，損及廠商投資利潤，此時廠商多以縮編、裁員或減薪措施因應，員工亦將因可支配所得減少而減少消費，以致陷入經濟衰退的惡性循環。因此，各國央行均以維持物價穩定為最主要經濟目標。

所謂適度通貨膨脹範圍，因經濟發展階段不同而異。通常，已開發國家以介於 1%至 3%之間為目標，開發中國家則以低於 10%為目標<sup>7</sup>。惟各國是否明示通貨膨脹目標，則視其貨幣政策中間目標選擇而定。

### 二、選擇合適的貨幣政策中間目標

貨幣政策中間目標為央行執行貨幣政策的依據，由於在浮動匯率

---

<sup>6</sup> 由於通貨膨脹率係成長率概念，所謂不進則退，零通貨膨脹實際上就是指衰退。

<sup>7</sup> 根據 IMF 世界經濟展望報告（2001 年 5 月），各國較偏好維持一個較低水準且狹幅的通貨膨脹範圍(如年增率介於 2%至 4%之間)，因任由物價自由波動於較大範圍(如年增率介於 10%至 20%之間)，極易因失控而導致惡性通貨膨脹。

制度下貨幣政策的自主性較高，在各國傾向選擇採行浮動匯率制度時，慎選一個可控性強且與名目所得或物價關係密切的中間目標乃成為各國央行經常面臨的挑戰。茲將各種貨幣政策中間目標架構，依其政策目標、前提與利弊，臚列說明如下表：

### 貨幣政策中間目標架構(Monetary Policy Framework)

種類	貨幣目標 Monetary Aggregate	匯率目標 Foreign Exchange Targeting	通貨膨脹目標 Inflation Targeting	名目 GDP 目標
目標	貨幣數量	匯率	通貨膨脹率	名目 GDP 成長率
前提	貨幣所得流通速度穩定，且最終目標變數與貨幣總計數之間維持穩定成長。		央行應具獨立超然地位，且有足夠的通貨膨脹預測能力；此外需有健全的金融體系。	
優點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 貨幣數量調節之應變能力較佳。</li> <li>2. 貨幣政策之宣示性較明確。</li> <li>3. 因應措施之時效性較快。</li> <li>4. 貨幣政策之獨立性較高。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 目標明確。</li> <li>2. 無匯率風險，貿易商品價格穩定。</li> <li>3. 可防範因進口品價格上漲之成本推升型物價膨脹</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 以物價穩定為最優先政策目標。</li> <li>2. 對外宣示中期物價成長目標，貨幣政策執行準則明確。</li> <li>3. 貨幣政策透明度較高，可提高對外政策宣導成效。</li> <li>4. 加重央行權責，可提升貨幣政策的可信度。</li> <li>5. 具調節景氣波動功能，可減緩短期因素對物價的衝擊。</li> <li>6. 較具前瞻性，避免決策者侷限於短期經濟情勢。</li> </ol>	貨幣政策決策過程包含投入、產出與價格變數。模型考量較完整。
缺點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 隨金融自由化變遷，貨幣流通數目漸趨不穩定。</li> <li>2. 同時，貨幣總計數與最終目標變數間的關係漸趨模糊。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 貨幣政策缺乏獨立性。</li> <li>2. 央行以貨幣政策穩定利率與物價的成效較弱。</li> <li>3. 易受投機客攻擊</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 決定物價成長目標的政策協調過程常與央行的獨立性相互衝突。</li> <li>2. 通貨膨脹目標政策偏重長期物價穩定，可能無法顧及短期就業與產出水準。</li> <li>3. 通貨膨脹目標政策之有效性仍不明朗，且非促成低通貨膨脹的唯一因素。</li> <li>4. 物價不易控制。</li> <li>5. 貨幣政策的最新動態無法及時提供。</li> <li>6. 需較繁複的預測能力與極廣泛的變數資料。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 央行對實質 GDP 成長估測說明不易為大眾所了解。</li> <li>2. 大部份開發中國家缺乏估測 GDP 所需之資本存量資料</li> <li>3. GDP 資料按季統計，時效性較低。</li> <li>4. 央行較難直接控制名目 GDP</li> </ol>

資料來源：Mishkin, Frederic S. (1999)

另就各國實際採行的經驗觀察，自 1980 年代以來，金融創新與自由化快速發展，貨幣流通速度漸趨不穩定，貨幣數量的可控性亦逐

漸減弱，且貨幣總計數與最終目標變數間的關係漸趨模糊。因此，許多採貨幣目標國家，其貨幣政策中間目標已由狹義貨幣供給額 M1，轉向強調廣義貨幣供給額 M2 或 M3，甚或轉向強調以短期利率為貨幣政策操作目標。此外，近年來，英國、澳洲、紐西蘭、加拿大及剛轉採浮動匯率制度的新興市場國家（如泰國、南韓等），更放棄以貨幣數量為中間目標而改以明示的通貨膨脹目標為其貨幣政策中間目標。（詳參見下表）。

目標	貨幣目標 Monetary Aggregate	匯率目標 Exchange Rate Targeting	通貨膨脹目標 Inflation Targeting	只做不說 “just do it”
國別	瑞士 德國	ERM 國家	英國、澳洲、紐西蘭、 加拿大、	日本 美國
	台灣 菲律賓(2001年將改變 惟通貨膨脹目標)	香港 新加坡 馬來西亞	南韓 泰國 菲律賓(2001將採行)	
	中國大陸 印度	尼泊爾 斯里蘭卡	巴西、智利、以色列、 波蘭與南非	

惟依據已採行通貨膨脹目標國家的實際經驗顯示<sup>8</sup>，採行通貨膨脹目標確有提高政策透明度與加重央行權責的優點。但該中間目標的妥適性及有效性，尚取決於央行能否具有獨立超然地位，且有足夠的通貨膨脹預測能力與技術；此外還需有強健的經濟體質及健全的金融體系，且不受財政政策措施干擾，其貨幣傳遞機制方能有效運作。因此，這些先決條件的完備性，將成為採行此種目標國家執行貨幣政策所需面臨的嚴酷挑戰。

### 三、運用適當的政策工具：

中央銀行執行貨幣政策的基本工具，依其對準備貨幣、貨幣總計數及短期利率的影響可區分為兩大類：1)直接性貨幣工具：如準備率政策、利率管制、選擇性信用管制、直接融資及道德勸說等；2)間接性貨幣工具：如公開市場操作、外匯市場操作、重貼現窗口及政府存款操作等。其中以公開市場操作最為靈活；利率管制、選擇性信用

<sup>8</sup> 參見 IMF World Economic Outlook May, 2001,p130-144



管制與直接融資等較易針對特定部門提供資金奧援，惟亦可能因而產生資金分配無效率現象；道德勸說適用範圍最廣泛，但成效則取決於央行的威信。

針對當前資產價格巨幅波動現象，為避免對整體貨幣體系產生過度衝擊，多以設定授信比率上限方式加以規範，以避免授信風險過大或過於集中。依各國實際經驗顯示，美國曾於 1934 年實施股票融資管制，於 1950 年實施不動產信用管制；日本亦曾於 1973 年與 1980 年分別採行不動產信用管制。目前我國與馬來西亞對金融機構投資或放款於股市或不動產均有比率上限規定。

茲依各貨幣政策工具內涵與利弊，臚列說明如下：

	貨幣政策工具	說明	優點	缺點
直接性貨幣政策工具	準備率 Reserve requirement	要求金融機構維持一定比例的資產存於央行，且通常不計息。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 宣示效果明確。</li> <li>● 對存款貨幣機構創造信用能力，產生立即收縮或擴張的政策效果。</li> <li>● 具中立性，符合公平原則。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 高準備率相當於對存款貨幣機構課稅，提高金融仲介成本，嚴重干擾銀行的經營。</li> <li>● 易因此而擴大存款與放款利剝。</li> <li>● 不利短期的流動資金控管，若經常調整更易扭曲金融機構的投資組合管理。</li> <li>● 缺乏彈性。</li> </ul>
	利率管制 Interest rate controls	設定金融機構對存款與放款利率之訂定。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 抑制不利的選擇性問題</li> <li>● 當無法以市場力量約制利率走勢時。最常使用的管制方法。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資源配置未遵照價格機能。</li> <li>● 鼓勵資金反仲介流向非金融機構</li> <li>● 影響存款轉向其他收益性資產。</li> <li>● 借貸成本有限致使資本使用過當</li> </ul>
	選擇性信用管制 Credit Ceilings	針對特定對象，設定金融機構之授信限額(量的管制)或授信優先序(質的管制)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 有效控制銀行授信</li> <li>● 可減少運用非直接貨幣政策工具的損失。</li> <li>● 有效減少銀行對特定對象之曝險值。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 準備貨幣供給須與林備貨幣需求一致，否則將產生超額準備。</li> <li>● 可能導致反中介效應，且造成的效率損失極大。</li> <li>● 導致不合理的資金分配。</li> </ul>
	直接融資 Directed Credit	提供一定金額，供金融機構辦理針對特定對象的直接融資。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 針對不易取得資金之重要族群，提供獲得直接融資的機會。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 易影響資源配置效率。</li> <li>● 可能用以提供公營事業使用，而規避預算之限制。</li> <li>● 若無設定抵押擔保，易引發道德危機問題。</li> </ul>

	道德勸說 Moral Suasion	央行向各銀行表明立場，期能達管制目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 適用範圍較廣</li> <li>● 方式較溫和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 無強制約束力，成敗取決於央行威望及央行和銀行的互信程度。</li> </ul>
	貨幣政策工具	說明	優點	缺點
間 接 性 貨 幣 政 策 工 具	公開市場操作 Open Market Operation	央行藉由發行定存單或買賣證券來影響銀行準備金、準備貨幣乃至貨幣估擠額	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可以針對銀行準備金和準備貨幣進行準確的控制</li> <li>● 可以持續微量操作。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 針對首次發行市場，央行可能蒙受大額損失。</li> <li>● 須有活絡的次級市場</li> </ul>
	外匯市場操作 Forex Operation	為管理銀行體系的準備部位，央行於外匯即期市場買賣外匯或進行換彙交易。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 若外匯市場較貨幣市場規模大且較活絡，則此項操作較具成效。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 若外匯操作係用以維繫匯率，央行可能蒙受大額損失。</li> </ul>
	重貼現窗口 Rediscount Window	借調整重貼現率控制銀行資金成本，以管制期信用創造能力及成本。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 具宣示性效果。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 是否有效取決於市場利率與重貼現率間的利差及銀行的反應。</li> <li>● 不能改變利率結構。</li> <li>● 缺乏積極的強制性影響。</li> </ul>
	政府存款操作 Public Sector Deposit	調整政府在銀行的國庫存款，以影響銀行準備金部位	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 可微量調整</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 須有足夠的政府存款</li> </ul>

## 肆、審慎的財政政策

### 一、財政赤字與通貨膨脹之關係

財政政策係指政府以調整財政收支來影響景氣的方法，主要政策工具包括支出與收入兩層面：支出面則包括一般政務、國防、教育科學文化、經濟發展、社會福利與償付公債利息等，收入面的主要來源為各種稅收與公營事業盈餘繳庫。當政府收入不足時則多以公債融通彌補收支差額，惟以公債融通政府赤字，只是將稅負延期至公債到期時課徵。若政府財政赤字僅部份以公債融通，則對提昇本期總產出與物價水準的效果較全部由賦稅融通顯著，但未來公債到期時，政府需提高稅額以償還公債本金時，則總產出及物價將比全部以賦稅融通的水準為低。

然若政府財政持續出現赤字，民間又無購買政府公債的能力或意願時，部分國家係向國際金融組織（如國際貨幣基金、世界銀行及亞銀等）申請貸款以取得資金奧援，部分國家則由政府向央行舉債，藉發行貨幣來融通政府赤字。後者之貨幣融通方式極易使貨幣數量持續增加，使國內經濟面臨持續物價上漲之威脅，如 1940 至 1950 年代的台灣與 1980 年代至 1990 年代初期的拉丁美洲國家（如阿根廷、巴西與祕魯）的惡性通貨膨脹（詳見「新興市場國家通貨膨脹率之影響變數表」）。

另根據 IMF 以 23 個新興市場國家於 1970 至 1999 年間的資料分析顯示，短期內，通貨膨脹與財政赤字的關係不顯著，但長期而言，通貨膨脹與財政赤字、國際物價及國際油價等變數則均有穩定的正相關性<sup>9</sup>。其中因財政赤字直接擴大市場總合需求，致其與通貨膨脹率的相關性高達 0.32，最為顯著。

對照我國 1981 年以來的統計資料顯示，1991 年至 1995 年間，隨六年國家建設計畫之施行，我國財政赤字占 GDP 比率逐年擴大，平

---

<sup>9</sup> 詳見 IMF World Economic Outlook, May 2001, p124

均為 5.23%，同時期的平均貨膨脹率亦攀升至 3.65%。

新興市場國家通貨膨脹率之影響變數表

	通貨膨脹率 (CPI 年增率)	政府財收赤字 占 GDP%	政府支出占 GDP%	國際油價年 增率	進口值占 GDP%	貨幣供給額 M1 占 GDP%
我國						
1981-85	0.27	0.47	23.04	-5.70	38.18	27.85
1986-90	2.79	1.43	23.64	2.20	35.21	48.07
1991-95	3.65	5.23	28.18	-5.30	35.47	46.24
1996-2000	1.01	1.64	25.47	15.10	39.76	45.45
所有新興市場國家						
1971-80	22.80	5.10	23.50	43.90	24.00	14.80
1981-85	52.70	5.70	32.80	-5.70	26.10	15.60
1986-90	188.30	3.90	29.70	2.20	24.90	13.90
1991-95	93.40	2.60	28.10	-5.30	29.50	13.30
1996-2000	23.10	2.70	27.70	15.10	32.80	14.70
拉丁美洲新興市場國家						
1971-80	58.00	2.10	14.20	43.90	15.20	11.20
1981-85	107.90	2.40	20.80	-5.70	14.20	9.10
1986-90	681.60	4.90	20.00	2.20	15.30	7.70
1991-95	195.90	1.00	18.10	-5.30	17.90	7.00
1996-2000	14.20	2.00	18.20	15.10	20.00	8.10
亞洲新興市場國家						
1971-80	10.20	3.50	16.70	43.90	19.90	13.40
1981-85	8.30	5.00	20.10	-5.70	25.40	14.50
1986-90	6.50	3.20	19.80	2.20	26.40	15.80
1991-95	8.60	1.20	18.70	-5.30	33.50	17.30
1996-2000	6.80	2.80	18.90	15.10	38.50	19.70
歐洲新興市場國家						
1971-80	6.10	2.50	18.60	43.90	24.40	16.20
1981-85	14.20	2.40	38.00	-5.70	24.30	18.50
1986-90	44.90	2.50	39.10	2.20	24.20	14.40
1991-95	156.60	4.40	37.90	-5.30	34.40	13.70
1996-2000	65.30	3.40	36.10	15.10	41.10	12.90
非洲與中東新興市場國家						
1971-80	16.90	12.40	44.30	43.90	36.60	18.50
1981-85	80.20	11.20	52.20	-5.70	40.40	20.30
1986-90	20.30	5.30	39.80	2.20	33.40	17.60
1991-95	12.40	3.70	37.60	-5.30	32.00	15.30
1996-2000	6.00	2.40	37.80	15.10	31.40	17.90

資料來源:IMF, IFS, 與 IMF 內部估測；我國為主計處資料。

## 二、財政改革與債務管理政策

1970 年代起，經濟合作發展組織(OECD)各會員國面臨財政赤字嚴重，政府債務餘額累積攀升，引發國內物價持續上漲等問題。由於政府過度舉債可能產生資金排擠效果，更會影響該國債券市場效率，加以隨物價上漲將提高政府利息支出負擔，使財政赤字陷入惡性循環，致使各國開始重視債務管理政策，並加速推行財政改革。由於各國財政狀況不同，各國財政改革成效呈多元化表現。其中美國及歐盟各國的財政改革較具成效，財政赤字及政府債務餘額均有改善。反觀日本，財政赤字及政府債務餘額尚無法改善。但即使各國財政改革成效不一，立法禁止央行發行貨幣融通政府赤字，以避免引發通膨壓力之做法，各國已形成共識。此外，因應各國社會漸趨高齡化及低生育率趨勢，各先進國家均已開始重視檢討相關之社會福利制度，以避免未來財政無以負擔。

近年來，歐美各國進行財政改革，多採取縮小政府規模、裁併政府機構、精減員額與改革社會福利制度等縮減政府支出措施。隨 1992 年起，美國經濟持續成長，稅收增加，美國財政赤字持續下降，並於 1998 年出現盈餘，提前四年達成預算平衡的目標。由於美國政府債券規模逐漸縮減，投資者逐漸移轉其投資標的，促使其他金融商品如評等高的公司債及其他衍生性金融商品蓬勃發展，也使較多的資金流向民間部門，進而減輕民間部門籌措資金的成本。

歐元地區各國則為執行馬斯垂克條約，財政赤字及政府債務餘額均有所改善，惟因歐元地區債券市場漸趨整合，大幅提高各國債券市場競爭性。此發展方向除使歐盟區域內市場流動性與效率性相對提昇外，相對也激發出提高各國協調(co-ordination)之議題，目前各會員國正研商協調整合區內債券市場管理政策之可行方法。

至於財政赤字居高不下的日本，預期未來幾年內政府債務餘額將

持續增加<sup>10</sup>。因此，日本政府已積極研擬強化債務管理政策，如引進債券拍賣制度、解除利率管制、及廢除對非居民者利息所得來源扣繳等措施，惟因日本債券多集中於十年期，指標債券規模過小，加以價差過大與次級市場不發達等因素，致其債券管理改革措施成效不彰。

我國一向以「健全財政」為重要施政目標之一，惟自 1989 年來，因應公共設施保留地之徵收、戰士授田憑證之回收、六年國建與重大交通建設之推動、高性能戰機之採購及社會福利支出之擴增等重大經社政務之推展，歲出規模成長快速，在實質收入無法相對增加之情況下，財政赤字持續擴張、累積債務餘額大幅攀升，造成階段性之財政困難。雖然近年來政府致力於節流與開源措施，略有成效，然因民眾對有關減稅措施之要求及各類福利支出之需求不斷提出，復因精省後承接原省府債務，使中央政府之財政負擔日益沉重，再加上地方政府財政狀況普遍不佳，極須仰賴中央之補助，對中央財政困難更是雪上加霜，短期內政府債務餘額無法有效地縮減<sup>11</sup>。未來應調整或釐清政府所扮演之角色，將部分公共建設與事務儘量改由民間參與或經營管理，俾一方面避免過度擴張政府功能及預算規模，另一方面亦可促進民間經社活動之發展。至於如何將有限資源作妥適分配，以配合政府施政重點所需，並提升資源運用效益，則是當前財政改革的重點。

---

<sup>10</sup> 截至 1999 年年底，日本債務毛額約占 GDP 之 120%，債務淨額占 GDP 之 85%，其中包含未來償付退撫基金之政府債務部分。未來隨社會快速高齡化，退撫支出與健保支出將持續增加，惟在經濟景氣持續低迷下，政府多項減稅措施均使收入不易增加，致難以消減政府債務壓力（見 IFM(2001c)）。

<sup>11</sup> 根據 Grilli(1991)研究顯示，政府債務規模與政治制度有所關聯，若一國有多個少數黨相互牽制，執政黨力量較弱且執政期間較短，各黨民意代表猛開支票，致政府財政赤字難以消弭。

## 伍、穩健的金融管理政策

### 一、金融穩定與經濟成長

金融穩定為促進經濟發展的基石，透過金融市場機制運作，可使儲蓄與投資行為更有效率，企業得以自市場蓄集更多資本，以提昇生產力，進而促進經濟成長。一旦爆發金融危機，極易使市場處於「過度反應」(overshooting)狀態，而加重景氣循環。此時，不僅影響金融機構的授信能力與意願，更波及民間投資意願，並提高其經營成本。同時，個人儲蓄行為亦大受衝擊，除產生資產重分配現象外，並可能發生存戶擠兌、轉存、或匯出國外等大量資金移轉現象，使金融體系流動性趨緊。再者，若金融管理規範不完備，致過多資金集中投資於不動產或股市，易產生資產泡沫化現象，如 1990 年代初期的日本與 1990 年代晚期的美國。一旦資產泡沫潰散，各業經營獲利又隨經濟衰退趨減，不僅金融機構之不良債權將大幅攀升，甚至影響民眾消費與企業投資信心，致使整體經濟陷於衰退窘境。

甚且，為處理金融危機所衍生的問題，各國政府須花費龐大財政成本，將產生資金排擠效果，使政府投資大幅縮減，而延緩景氣復甦步調。根據世界銀行「控制銀行危機的財政成本」報告，1980 年迄今，曾歷經金融風暴的 39 個國家，平均花費 GDP 的 12.8% 用以重建金融體系，其中開發中國家重建成本占 GDP 的比例達 14.3%，財政支出超過 1 兆美元。而在工業國家中，以日本的金融重建成本最高，至今日本以花費 20% 的 GDP 以重建其金融體系，惟仍未見成效。

另以 IMF 各會員國經驗為例（見下表），1980 年代初期的阿根廷與智利用以解決該國金融問題分別耗用該國 GDP 的 55% 與 41%，相當於該國約 10 年與 5 年的政府投資規模。

## 部分國家金融問題與重建之財政成本

國別	期間	逾期放款比率	重建成本占 GDP%	政府投資占 GDP%
阿根廷	1980-82	27	55.3	5.77
智利	1981-83	16	19.0	7.25
菲律賓	1981-87	30	13.0	6.81
哥倫比亞	1982-87	15	5.0	6.08
美國	1980-92	4	2.0	
馬來西亞	1985-88	32	5.0	10.58
挪威	1987-89	6	3.0	7.75
芬蘭	1991-94	13	8.0	7.02
印尼	1994	25	1.8	10.78
巴西	1994-95	N.A.	7.5	6.96
委內瑞拉	1994 迄今	N.A.	17.0	6.05
墨西哥	1994 迄今	12	6.0	
南韓	1997 迄今	11	15.0 (f)	
泰國	1997 迄今	50	25.0 (f)	
馬來西亞	1997 迄今	35	12.0 (f)	
印尼	1997 迄今	75	45.0 (f)	

資料來源：Caprio and Klingebiel (1996), 和經建會「主要國家成立不良金融資產處理機構之經驗及其成效」(2000)

## 二、金融危機的成因

金融危機的形成原因繁複，茲綜合美、日及亞洲金融風暴受創國之經驗，依各國金融問題，就總體面的貨幣政策、景氣循環、金融監理等因素與個體面的金融機構本身經營體質與企業控管因素，臚列說明如下表：

	美國	日本	韓國	泰國	馬來西亞	印尼
金融問題	儲蓄貸款機構從1980年代相繼倒閉達747家 (依據美國 FDIC 統計,自1986至1995年止,估計儲貸機構危機之總處理成本達1,529億美元) <sup>12</sup>	經濟泡沫破滅 金融機構相繼倒閉 逾放大幅攀升	政府接管2家大型商業銀行 關閉5家小型商業銀行 30多家非銀行金融機構被勒令關閉	爆發信用危機 政府接管6家商業銀行及12家金融公司 緊急關閉56家金融公司	爆發信用危機 政府接管4家商業銀行 31家金融機構被合併	爆發信用危機 政府接管13家銀行 關閉16家銀行 51家銀行勒令停業

<sup>12</sup> 詳見 Timothy Curry and Lynn Shibut, "The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences."



成因	美國	日本	韓國	泰國	馬來西亞	印尼
貨幣政策	解除利率上限規定	日圓巨幅震盪 利率持續下降		自由化政策未依 循序漸進原則， 致國際短期資金 大量進出	缺乏彈性之匯率 政策	缺乏彈性之匯率政 策
景氣循環	景氣波動擴大 地區性經濟及特 定產業的蕭條	景氣長期低迷 資產價格巨幅 震盪				
金融監理	缺乏協調的金融 法令與金融管理 修正稅法，鼓勵 商用不動產投資		金融監督與管 理制度不健全	金融監理機構職 權不清 金融管理鬆散		政府過度介入銀行 放款政策 銀行外債負擔沉重
經營體質	放寬存款機構之 業務範圍，允許 承作高風險放款 導正措施未及時 執行	金融市場出現 反中介現象	金融機構短期 國外負債比例 偏高	短期負債比例過 高與資產品質惡 化	放款過度集中房 地產與股票投資 放款成長過速，形 成房地產與股市 泡沫。	關係人貸款猖獗 銀行信用過度擴張 負債面壁別及期限 別失當
企業管理			金融機構與企 業集團緊密掛 勾 企業擴張過速	企業管控不當 企業投資風險過 度集中 企業負債比率過 高	企業不重視風險 管理 企業投資風險過 度集中	企業負債比率過高

### 三、金融危機的防範

由上述金融問題成因分析得知，一個合宜的貨幣政策為金融穩定的前提，其中採行適當的匯率制度、維持充足的外匯存底、循序漸進開放資本管制、提高決策透明度等均有助於防範金融危機的發生。其中尤應審慎推動資本移動的自由化措施，當金融市場尚未發展成熟，吸收外來衝擊能力較弱，應採行循序開放政策與微量調整措施，以避免政策失當而無力承擔。

1980 年代以來，我國採取循序開放資本管制策略，先開放長期資本移動，再開放短期資本移動；先開放外人直接投資，再開放證券投資。因此，歷經亞洲金融風暴，我國所受到的不利衝擊較小，新台幣相較亞洲其他國家通貨仍能維持動態穩定。

另一方面，維繫金融市場穩定尚有賴完善的金融監理機制、健全的金融市場、強健的金融機構體質與妥適的企業管理規範等四大支

柱。目前各國紛紛加強金融監理制度改革，除強調資本適足性之最低法定資本（minimum regulatory capital requirement）規定外<sup>13</sup>，並提高市場資訊透明化與可信度，以強化市場自律功能，且降低市場的不確定性及非理性投機行為。同時，各國亦積極拓展金融市場的深度與廣度，藉由擴大市場規模與提供更多投資選擇及避險管道，以加強金融體系承受外來衝擊的能力。目前，我國除積極拓展債券市場與貨幣市場規模外，並進一步促進資本市場國際化，以使國內資本市場發展更臻成熟。

近年來，亞洲新興國家紛紛推動金融改革，以強化金融機構體質。各國主要改革重點，除成立金融重整專責機構<sup>14</sup>，進行金融重組，關閉或由政府接管無競爭力的金融機構，及鼓勵金融機構合併外；並成立相關資產處理機構<sup>15</sup>，以協助金融機構加速處理不良債權問題，改善問題金融機構財務結構，以增進其經營競爭力。

此外，由於規範企業經濟結構與經營行為（如交叉持股、關係人交易與董事資格等）的法令落後或不足，與市場運作的互動問題紛紛浮出檯面，各國亦開始重視加強企業管控問題，並著手進行有關法令之修正，以健全企業體質及確保市場機能正常運作。

另隨金融國際化發展，對金融市場波動而言，短期資本帳移動較經常帳變動更具影響力。各國意識到加強國際合作監控短期資本移動

---

<sup>13</sup> 國際清算銀行（BIS）於1988年頒布「法定資本適足協定（Basle Accord）」，訂定銀行自有資本與風險性資產之比率，於1992年年底前為8%；我國在1989年7月修正的銀行法亦有相同規定。1997年1月BIS公佈「巴塞爾法定資本適足協定修正案（Basle Accord Amendment）」，將利率風險、權益證券風險、外匯交易風險、衍生性金融商品風險等項目，均納入風險資產範圍內，並自1997年底開始實施。2001年1月BIS發布「新資本適足協定（New Accord）」之諮詢報告，內容除修正信用風險權數採計方式，以作為計算新資本適足之標準外，並包含金融監理審核、資產證券化及更詳細之財務資訊揭露，預計於本年底前完成最終報告，並要求各銀行於2004年前全面採行該標準。

<sup>14</sup> 亞洲新興國家成立之金融重整專責機構，如：1997年10月泰國成立「金融重整局」（FRA），1998年南韓成立「金融監督委員會」（FSC）及印尼成立「印尼銀行重整局」（IBRA），2001年我國將成立「金融重建基金管理委員會」。

<sup>15</sup> 亞洲新興國家成立之相關資產處理機構，如：1998年南韓成立「南韓資產管理公司」（KAMCO），馬來西亞成立「馬國不良金融資產管理公司」（Danaharta）、「馬國金融資本公司」（Danamodal），2001年我國成立「台聯資產管理公司」（TAMCO）。

與國際經濟金融政策的協調的重要性，並於 1999 年 4 月成立「金融穩定論壇（Financial Stability Forum）」，統籌研擬跨國資本移動報告、高槓桿金融機構報告及境外金融中心報告等，以供各國決策當局進一步了解國際金融活動狀況，作為研擬有關財經決策之參考。同時，為防範金融危機再度發生，IMF 增設緊急信用額度（Contingent Credit Line），供會員國應急之用；然因該機制的執行時效性仍不足，各國已形成建構亞洲通貨安全網的共識，以建立區域性跨國緊急危機處理機制，並醞釀成立亞洲貨幣基金正式之運作機制。

## 陸、未來國家經濟管理的挑戰

### 一、因應全球景氣衰退

國際景氣自 2000 年第 4 季起反轉，美國景氣急速降溫，日本復甦遲滯，歐洲景氣回軟，亞洲各國均遭受重大衝擊，我國亦不例外。為因應經濟不景氣，美、日、韓、東南亞國家多採取寬鬆的財經政策，應有助於世界景氣復甦。茲簡述主要國家因應經濟不振的財經政策彙整表如下：

政策	實施國家及內容
財政政策	增加政府支出 1. 美國參議院聯邦政府權衡性支出 (discretionary spending) 成長率由 4% 增為 8%。 2. 韓國將 2001 年歲出預算 63%，約 101.1 兆韓元，排定於上半年執行。 3. 馬來西亞 2001 年 3 月底斥資 30 億馬幣，擴增公共投資。
	減稅 1. 美國布希總統計畫未來 10 年減稅 1.6 兆美元。目前參議院審議預算案將該計畫金額刪減為 1.2 兆美元。 2. 新加坡將公司所得稅稅率由 25.5% 降為 24.5%。 3. 韓國自今年 1 月起，實施為期半年的臨時投資抵減制度，其中，對製造業、礦業、營建業、批發業等 22 個業別之設備投資得抵減投資金額的 10%，另對資訊化設備投資，中小企業可抵減 5%，大企業 3%；對能源節約設備之投資可抵減 10%。 4. 馬來西亞取消信用卡 50 馬幣的消費稅。 5. 印尼取消農產品及漁產品課徵 10% 的增值稅，並降低中小企業所得稅負，即將原有公司所得稅三種級距擴大為：年所得 5 千萬印尼盾以下課徵 10%；年所得在 5 千萬至 1 億印尼盾課徵 15%；年所得 1 億印尼盾以上課徵 30%。
貨幣政策	匯率 1. 日圓兌美元匯率在 2001 年 4 月 26 日跌至 122.44 價位，甚至較 1998 年亞洲金融危機期間最低價 117.20 為低，日本有意利用日圓貶值，以達成促進出口及經濟成長的效果。 2. 今年來東亞國家貨幣除中國大陸與馬來西亞外，皆隨日圓貶值相應走貶。
	利率 1. 美國自 2001 年 1 至 6 月間，調降聯邦基金利率及重貼現率共六次，共調降 2.75 個百分點。 2. 日本再度採行零利率政策，並透過公開市場操作，將隔夜拆款利率引導至趨近 0% 的水準，該政策將持續至日本消費者物價指數變動率由連續 2 年之下跌，回復至正值為止。 3. 韓國 2001 年 2 月 8 日調降隔夜拆款利率二碼至 5.0%，並自 3 月起降低設備投資政策性貸款利率，其中產業基礎基金貸款由 7.0% 降為 6.0%，資訊化促進基金貸款由 7.25% 降為 6%，中小企業結構改善資金貸款由 7.5% 降為 6.75%。 4. 菲律賓自 2000 年 12 月至今 2001 年 4 月 11 次調降隔夜拆款利率，每次降幅均為二碼，降至 11.75%
其他總體政策	1. 金融改革：日本政府於 2001 年 4 月 6 日再度推出緊急經濟對策，其重點為：訂定金融機構處理不良債權時間表，在 3 年內徹底處理不良債權；成立股市穩定基金，用以購買銀行手中的企業持股；放寬庫藏股規定，以活絡股票市場；推動都市再生措施。 2. 提供產業資金：韓國增加設備投資貸款規模由去年的 4.9 兆韓元擴增為今年的 5.3 兆韓元。 4. 活絡股市：韓國預計以年金基金約 50 億美元，投入股市。 5. 改善失業：韓國提供近 2 萬名大學畢業失業者有關資訊技術教育訓練，加強壯年層及長期失業者之創業支援與轉業訓練及加強職業媒介機能等。

當前我國經濟除面臨外在環境衝擊外，更處於產業轉型及廠商為台海彼岸磁吸之際，政治及社會均面臨重大變數，使國內經濟逆轉情勢更為顯著。目前政府正透過寬鬆貨幣政策及擴大公共投資，以降低企業資金成本，改善整體投資環境，期能在此嚴峻的國內外經濟情勢下，維持適度經濟成長。

## 二、新經濟的興起

第三波工業革命興起，科技發展一日千里，知識加速累積 深化，已超越土地、資本，成為新世紀國力競爭的決勝關鍵。尤其自 1990 年代起，美國資訊通信科技不斷創新、擴散、應用，驅動了舉世矚目的新經濟<sup>16</sup>，也掀開數位化知識經濟新世紀的序幕。

但此波產業變革不僅改變企業經營型態、國際競爭模式，亦明顯衝擊全球金融市場，並突顯資產價格泡沫化問題。隨亞洲高科技產業（指通信、傳播與資訊科技及軟體等產業，Telecommunication, Media, and Information Technology and Software industries，簡稱 TMT）的崛起，除激勵民間資金投入金融市場，並吸引國際資金流入，致該類股逐漸成為亞洲股市的主流，其對股市的波動及整體經濟的穩定，影響力量逐步擴增，其股價表現更在 2000 年經歷暴起暴落的巨幅震盪，使各國資本市場大受衝擊（參見下表）。由於景氣急速降溫，不僅民眾因財富縮水與所得減少而約制消費支出，且企業因籌資成本增加，影響投資意願，致各國整體經濟表現疲弱。

資本市場規模變動占 GDP 比率  
(2001 年 3 月與 2000 年 3 月比較)

	整體市場	TMT	非 TMT
美國	-19	-28	9
加拿大	-20	-28	8
日本	-32	-19	-15
德國	-15	-11	-4
法國	-12	-9	-3
荷蘭	-28	-28	-2
英國	-27	-32	5

<sup>16</sup> 2001 年在 APEC 架構下之新經濟具體定義為，以一組互相關聯的政策為基礎，而可以達到永續成長極大化的經濟模式或典範。其中由於網路型態的資訊技術使得個人、廠商、市場及政府所能接收的資訊，在量與值上大大的增加，而使得決策更有效力，成果更為卓越。

阿根廷	- 2	- 3	1
墨西哥	- 5	- 1	- 4
印尼	- 9	- 2	- 7
泰國	- 8	- 1	- 6

資料來源:IMF World economic Outlook May 2001,P61

再者，伴隨金融自由化加速推動，加以網際網路無遠弗屆，電子金流快速成長，「無國界的金融新世紀」逐漸展開。然我國對網路金融與電子貨幣的發展與法制架構相對落後<sup>17</sup>，其對金融安定與央行貨幣政策的衝擊宜未雨綢繆妥善規劃，以確保貨幣政策目標得以維持。

此外，自民國 70 年代中期以來，我國傳統產業因比較利益大幅逆轉，普遍呈現衰退趨勢。同時，新興及高科技工業因生產力大幅提升、單位勞動成本降低，競爭力增強，持續快速發展，在資金、人力市場造成排擠效應，以致傳統工業的經營條件更為不利，產業發展形成偏極化集中現象，致國家發展風險增加，並使結構性失業持續攀升。

目前，與工業先進國家相較，我國知識產業發展尚面臨基礎設施不足、技術創新能力落後(參見「重要國家創新能力之國際比較表」)、新興企業創業資金募集困難、高科技人力質量不足、相關法制未臻健全、貧富差距及數位差距日見擴大等問題，致形成發展瓶頸。未來有賴政府與民間合作，從法制面與經濟面著手進行改革，以改善整體經濟環境，並透過增加研究經費與加強教育訓練，提昇我國創新能力與改善就業結構問題。

重要國家創新能力之國際比較表(1999)

	創新能力 總指數	貢獻百分率(%)			
		合計	共同的創新基 礎設施	產業群集的創 新環境	前兩項關聯的品 質程度
美國	8.5377	100.00	59.73	35.09	5.18
芬蘭	7.4172	100.00	59.74	33.55	6.71
德國	6.5979	100.00	56.95	39.62	3.43
瑞典	6.3808	100.00	59.09	35.59	5.32
瑞士	6.1573	100.00	55.27	41.05	3.68
日本	5.5784	100.00	47.53	49.16	3.31
新加坡	4.3115	100.00	70.12	24.11	5.77
台灣	4.1758	100.00	65.78	29.80	4.42

資料來源：經濟建設委員會

<sup>17</sup> 東協國家中新加坡、馬來西亞已完成有關電子商務之法令立法作業，預計於 2001 年完成東協會員國及其主要交易對手國間，有關資訊架構、標準與規範之調和。

### 三、區域經濟的發展

隨 1990 年代全球化自由貿易風潮興起，自由貿易協定 ( free trade agreements, FTAs ) 快速成長，自 1947 年至 1999 年間國際間共簽定超逾 200 個 FTAs，其中有近半數在 1995 年至 1999 年間擬定。由於 1999 年於西雅圖召開之 WTO 高峰會議未能展開新回合協議，加以美國與歐盟國家未能在多邊貿易政策上貫徹並堅持其領導地位，區域性貿易協定之發展日趨明顯。目前除歐洲聯盟預計分三階段完成經濟暨貨幣之整合<sup>18</sup>外，美國亦主導南北美洲將於 2005 年前成立美洲自由貿易區 ( Free Trade Area of the Americas, FTAA )。亞太地區則因考量中共將於 2001 年加入 WTO，預期將引起貿易與投資移轉效應，許多亞洲貿易夥伴開始其保衛市場佔有率策略，日本與韓國宣布研擬東北亞自由貿易區之可行性開啟目前亞洲簽署 FTAs 之風潮，新加坡則扮演主要協調者角色，積極推動東協會員國的區域貿易整合，其主要計畫如下：

e-ASEAN ( 數位化東協組織 )	於 2001 年完成東協會員國及其主要交易對手國間，有關資訊架構、標準與規範之調和。
ASEAN 自由貿易區 ( AFTA )	預計 2003 年成立。
ASEAN 自由投資區	2010 年前，除特殊規定外，開放外人投資並予最惠國待遇 <sup>19</sup> 。 2020 年前全面開放。

隨區域貿易區塊之發展，未來可能影響全球自由貿易政策之發展，而區內所採行的運作體制、通用標準與法令規範體系更影響區內與區外各國之競爭力甚鉅。為防範 FTAs 對第三國可能造成之不利影響，FTAs 締約國仍應遵循 WTO 之相關規定。目前我國除爭取加入 WTO 外，並加強與亞洲地區的經濟貿易往來關係，更積極研議與其

<sup>18</sup> 歐元區自 2002 年 1 月起，所有會員國全面轉換為使用歐元，並回收元會員國貨幣。

<sup>19</sup> APEC 論壇中所倡議之「茂物宣言」主張 APEC 已開發會員國於 2010 年前，開發中會員國於 2020 年前達成自由與開放之貿易及投資政策。

他相關國家洽簽區域貿易協定之可行性，以期透過多邊、區域與雙邊三管齊下，尋求對我國有利之經貿活動空間。未來更應在各主要區域經濟區塊形成過程中，完成全球性佈局，以避免我國貿易過度集中，並爭取更多成長機會。



## 柒、結論與建議

隨全球化、自由化、虛擬化的國際經濟金融發展趨勢，各國政策目標漸趨多元化，更擴大有關政策執行與協調的難度。現階段各國央行仍多以維持物價穩定為最重要目標，其次兼顧經濟成長；且為確保物價穩定目標不受其他政策因素干擾，各國傾向提高中央銀行的獨立性。

「國家經濟管理」提供一個國家發展的宏觀思考架構，需同時考量實質面與金融面變遷，並需兼顧個體與總體的發展條件，但目前仍缺乏國際通用的標準化執行準則可供遵循。各國需視其經濟發展階段、社會文化背景與國內外經濟金融情勢等因素，審慎制定其政策目標，並研擬適當的因應對策，適時採行適當的政策措施與配套措施，以提昇整體經濟福祉。為協助各國掌握經濟金融發展情勢，國際貨幣基金與世界銀行自 1999 年開始推動跨國性金融市場監測方案，試圖建構國家經濟管理的基本監測指標，除供決策者制定政策之參考外，並可供國際投資者進行跨國比較分析時的評估標準。

在全球化、自由化風潮下，各國金融市場的不確定性因素更加複雜，如何選擇一個符合該國經濟特質的匯率制度，成為各國決策者最先面對的重要課題。經歷 1990 年代多起金融風暴後，各國匯率制度呈現朝浮動匯率制度或固定匯率制度發展的兩極化現象，以致通貨委員會制度、美元化制度及成立亞洲區域性貨幣等議題，再度引起廣泛討論。此外，根據經驗顯示，小型開放經濟體較適合採緩和式釘住匯率，但須隨國內外經濟金融情勢發展，適時加以調整或退守，以避免或減少外來衝擊對國內經濟的影響。

由於通貨膨脹率過高或過低，對經濟成長均有不利影響，各國央行以維持物價適度、穩定成長為最主要經濟目標，惟是否明示通貨膨脹目標，則視其貨幣政策中間目標選擇而定。近年來，隨採行浮動匯率制度國家逐漸增加，各國對貨幣政策中間目標的可控性要求相對提高。然因貨幣數量的可控性逐漸減弱且與最終目標的關係漸趨模糊，

致有越來越多國家改以通貨膨脹目標為貨幣政策中間目標。至於貨幣政策工具的有效性，則應視市場狀況，依據各政策工具的適用範圍及優缺點，選擇適當的組合、調整時機與調整幅度加以改善。

自 1970 年代起，經濟合作發展組織(OECD)各會員國開始加速推行財政改革，並重視債務管理政策。雖然各國財政改革成效不一，美國及歐元地區國家政府赤字有所改善，日本財政赤字依然居高不下，但各國已就立法禁止央行發行貨幣融通政府赤字，以避免通貨膨脹壓力之主張形成共識。

金融穩定為促進經濟發展的基石，一旦爆發金融危機，整體經濟社會往往得付出極高代價。金融危機的形成原因頗為繁複，可能肇因於總體面的貨幣政策、景氣循環、金融監理等因素，亦可能根基於個體面的金融機構本身經營體質惡化或企業風險控管能力不足。為防範金融危機，政府須以合宜的貨幣政策為前提，其中包含採行適當的匯率制度、維持充足的外匯存底、循序漸進開放資本管制、提高決策透明度等。另一方面，須有完善的金融監理機制、健全的金融市場、強健的金融機構體質與妥適的企業管控規範等四大支柱，以提高金融市場承受衝擊的能力。此外，尚須加強國際合作監控短期資本移動，並建置跨國緊急危機處理機制，以掌握國際金融活動狀況，並防範金融危機再度發生。

因應當前全球景氣低迷窘況，目前各國短期內多採寬鬆的財經政策，並配合長期性的財政、金融改革與產業調整措施，對各國經濟發展與世界景氣復甦應有助益。未來隨新經濟與區域經濟的發展，各國經濟管理將面臨更嚴峻挑戰，尤其是資產泡沫化、網路金融與電子貨幣對貨幣政策的有效性均產生相當衝擊，我國宜妥善規劃因應，以維持物價與金融穩定。同時，隨經濟發展之知識化、區域化趨勢而來的產業結構調整與外貿策略佈局問題，則有賴政府與民間合作，從法制面與經濟面著手進行改革，以改善整體經濟環境，並提昇我國的對外競爭力。

## 【附錄一】國家經濟管理課程表

		0900-1030	1100-1230	1330-1500	1530-1700
第一週	2/12(一)	Opening Ceremony and Group Dynamics		<b>World Economic Outlook and Prospects of SEACEN Countries</b> Dr. Subarjo Joyosumarto Executive Director the SEACEN Centre	<b>Overview of Macroeconomic Management</b> Ms. Latifah Merican Cheong Assistant governor Bank Negara Malaysia
	2/13(二)	<b>Economic Development: Theory and Practice</b>		<b>The Role of the State in Economic Growth</b> Professor David Reisman, Professor of Economics University of Surrey and Visiting Professor of Economics of Nanyang Technological University Singapore	
	2/14(三)	<b>National Income Accounts and Forecasting</b> Dr. Gloria Pasadilla Assistant Professor School of Economics University of Asia and the Pacific the Philippines		<b>Country Paper Presentations by Participants</b>	
	2/15(四)	<b>Special Topic: Financial Stability and Growth</b> Dr. Gloria Pasadilla Assistant Professor School of Economics University of Asia and the Pacific the Philippines		<b>Field Trip to Port Authority Malaysia: Westport</b>	
		0830-1000	1030-1200	1430-1545	1615-1730
	2/16(五)	<b>Monetary Policy and Strategy</b> Dr. Sukhdave Shingh Senior Manager Monetary and Financial Policy Department Bank Negara Malaysia		<b>Exchange Rate Policy and Issues</b> Mr. Edward Robinson Lead Economist/ Division Head Monetary Policy Division Economics Department of MAS	
2/17(六)	Free				
2/18(日)	City Tour				
		0900-1030	1100-1230	1330-1500	1530-1700
第二週	2/19(一)	<b>Workshop on Monetary Policy</b> Dr. Sukhdave Shingh Senior Manager Monetary and Financial Policy Department Bank Negara Malaysia		<b>Interest Rate Policy and Issues</b> Mr. Ernando S. Deleon Deputy Director Department of Economic Research Bangko Sentral ng Pilipinas	<b>Special Topic: Financial Liberalisation and the Sequencing of Reforms</b> Mr. Ernando S. Deleon Deputy Director Department of Economic Research Bangko Sentral ng Pilipinas
	2/20(二)	<b>Balance of Payments Policy and Issues</b>		<b>Workshop on Balance of Payments</b> Mr. NG Beoy Kui Associate Professor School of Accountancy and Business Nanyang Technological University Singapore	
	2/21(三)	<b>Fiscal Policy and Management of Public Debt</b>		<b>Workshop on Fiscal Policy</b> Datuk Dr. Sulaiman Mahbob Head of National Economic Action Council (NEAC) Secretariat Economic Planning Unit Prime Minister Department Malaysia	
	2/22(四)	<b>Elements of Macroeconomic Modeling</b> Dr. Alexandra Heath Senior Research Economist Economic Research Department Reserve Bank of Australia	<b>Macroeconomic Modeling Techniques</b>	<b>Field Visit to Cyber Jaya</b>	
		0830-1000	1030-1200	1430-1545	1615-1730
	2/23(五)	<b>Coordination of Monetary, Fiscal and Balance of Payments Policies</b> Dr. Bandid Nijathawaorn Assistant Governor Information and Public Relations Group The Bank of Thailand		<b>Group Work: Forecasting of National Income Accounts</b> Dr. Pichit Patrawimolpon Research Economist Economic Research Department The Bank of Thailand	
2/24(六) - 25(日)	Out-of-town trip to Historical Malacca and Port Dickson				

*SEACEN Course on Macroeconomic Management in 2001*

		0900-1030	1100-1230	1330-1500	1530-1700
第三週	2/26(一)	<b>Integration of financial Flows with the National Accounting System: Towards a consistency Framework</b>		<b>Formulation and Implementation of Economic and Structural Adjustment Programmes</b>  Dr. Rattan Bhatia Consultant Washington D. C. USA	
	2/27(二)	<b>Case Study of Banking Sector Reform: Indonesia</b> Dr. Djoko Sarwono Director Directorate of Banking Research and Regulation Bank Indonesia		<b>Governance and Economic Management</b>  Dr. Rattan Bhatia Consultant Washington D. C. USA	
	2/28(三)	<b>Post-crisis: Private Sector Saving and Policy Implication</b> Dr. Y. H. Kim Senior Economist Economic Analysis and Research Division ADB		<b>Field Visit to Bank Negara Malaysia</b>	
	3/1(四)	<b>Asian Crisis: Policy Response and Lessons Learned</b> Dr. Y. H. Kim Senior Economist Economic Analysis and Research Division ADB		<b>Case Study and Group Work on Korea Case</b>  Dr. Y. H. Kim Senior Economist Economic Analysis and Research Division ADB	
		0830-1000	1030-1200	1430-1545	1615-1730
	3/2(五)	<b>Presentation of Group Work on Korea Case</b>		Course Evaluation	Free
	3/3(六)	Departure of Participants			

## 【附錄二】歷期中華民國台灣經濟建設中期計畫

計畫別 項目	第一期	第二期	第三期	第四期
	民國 42-45 年	46-49 年	50-53 年	54-57 年
計畫 重點	1. 增加農工生產 2. 促進經濟穩定 3. 改善國際收支	1. 增加農業生產 2. 加速工礦業發展 3. 擴大出口貿易 4. 增加就業機會 5. 改善國際收支	1. 維持經濟穩定 2. 加速經濟成長 3. 擴大工業基礎 4. 改善投資環境	1. 促進經濟現代化 2. 維持經濟穩定 3. 促進高級工業發展
平均經濟成長率	8.12	7.01	9.08	9.98
平均CPI年增率	9.50	18.51	3.05	3.29
計畫別 項目	第五期	第六期	第七期	第八期
	民國 58-61 年	62-64 年	65-70 年	民國 71-74 年
計畫 重點	1. 維持物價穩定 2. 擴大輸出 3. 擴建基本設施 4. 改善工業結構 5. 促進農業現代化	1. 加速工業現代化 2. 擴建基本設施 3. 提高人力資源素質	1. 提高能源使用效率 2. 改善產業結構 3. 加強人力培育 4. 促進經濟與社會均衡發展 5. 完成十項重要建設	1. 適度物價穩定 2. 持續經濟成長 3. 調和產業發展 4. 充分就業機會 5. 合理所得分配 6. 平衡區域建設 7. 和諧社會生活
平均經濟成長率	11.63	8.20	9.08	6.89
平均CPI年增率	3.61	15.85	11.58	1.04
計畫別 項目	第九期	第十期	國家建設六年計畫	跨世紀國家建設計畫
	75-78 年	79-82 年	民國 80-85 年	86-89 年
計畫 重點	1. 推動貿易自由化 2. 擴大公共投資 3. 健全財稅與金融體制 4. 加速服務業現代化 5. 積極發展重點科技 6. 加強環境污染防治	基本政策： ● 擴大公共支出 ● 健全法規及貫徹經濟自由化 政策發展重點： 1. 改善投資環境 2. 推展交通建設 3. 加強環境保護 4. 增進社會福利	總目標： ● 重建經濟社會秩序 ● 謀求全面平衡發展 政策目標： 1. 提高國民所得 2. 厚植產業潛力 3. 均衡區域建設 4. 提升生活品質	總目標： 建設現代化國家 1. 提升國家競爭力 2. 增進國民生活品質 3. 促進永續發展
平均經濟成長率	10.11	6.86	5.95	5.79
平均CPI年增率	1.73	3.79	3.65	1.00
新世紀國家建設計畫				
90-93 年				
總目標：建設綠色矽島 政策發展重點：知識化經濟、永續化環境、公義化社會				

## 參考文獻

“OECD 債務管理政策之最新發展,” 經濟建設委員會經濟研究處, 2000 年 12 月

“我國成立不良金融資產處理機構之可行性研究,” 經濟建設委員會經濟研究處, 2000 年 10 月

“主要國家建立不良金融資產處理機構之經驗及其成效”, 經濟建設委員會經濟研究處, 2000 年 8 月

李榮謙, 國際貨幣與金融, 第二版, 1999 年

梁國樹, 「外匯自由化與金融發展」, 中央銀行季刊, 第十六卷第三期, 1994 年 9 月, 頁 8-20

“The Decline of inflation in emerging markets: can it be maintained?”, IMF World Economic Outlook, May 2001, Chapter IV, p116-144.

“Fiscal Improvement in Advanced Economies: How long will it last?”, IMF World Economic Outlook, May 2001, Chapter III, p85-115

“The inflation projection assumptions,” Chapter 6-1, Inflation Report, Bank of England, February 2001

Robinson, Edward (2001), “Exchange Rate Economics”, lecture on Macroeconomic Economic Management course, SEACEN centre, February 2001

Fischer, Stanley (2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?,” the Distinguished Lecture on Economics in Government, jointly sponsored by the American Economic Association and the Society of Government Economists, at the meeting of the American Economic Association, New Orleans, (January).

Summers, Lawrence H. (2000). “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures”, American Economic Review, Papers and Proceedings, 90, 2, (May), p1-16.

- “Curry, Timothy and Shibut, Lynn, (2000), “The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences”, FDIC Banking Review,
- Croce, Enzo and Khan, Mohsin S. (2000), “Monetary Regimes and Inflation Targeting”, Finance and Development, Volume 37, Number 3, quarterly magazine of the IMF, (September).
- William, John (2000), “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviewing the Intermediate Option,” Washington, DC, Institute for International Economics, (September).
- Corden, W. Max (2000), “Choosing exchange rate regimes: lessons from Europe and Asia,” Randall Hinshaw Memorial Lecture, of the Johns Hopkins University Paul H. Nitze School of Advanced International Studies(SAIS), March 25<sup>th</sup> 2000.
- Evans, Owen, Leone, Alfredo M., Gill, Mahinder, and Hilbers, Paul (2000), “Macroprudential Indicators of Financial System Soundness”, IMF Occasional Paper 00/92
- Frankel, Jeffrey A. (1999), “No single currency regime is right for all countries or at all times,” essays in international finance, Princeton University No. 215, (August).
- Mishkin, Frederic S. (1999), “International Experiences with different monetary policy regimes” NBER WP 6965, February 1999.
- Mishkin, Frederic S. (1997), “Strategies for controlling inflation,” NBER WP 6122, August 1997.
- Sarel, Michael (1996), “Non-linear Effects of Inflation on Economic Growth,” IMF staff papers vol 43 (March).
- Fischer, Stanley (1996), “Central Banking: the challenges ahead-maintaining price stability,” Finance & Development, December 1996, p34-37
- Bruno, Michael and Easterly, William (1995), “Inflation, Crisis and Long-

run Growth,” NBER WP 5209 (August)

Husted, Steven, and Melvin, Michael, (1995) *International Economics*, third edition, (Harper Collins Publishers Inc.), p474

Fischer, Stanley (1993), “The Role of Macroeconomic Factors in Growth,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32 (December)