

摘 要

歷經諸多改革，歐元區財政改革與政治歧見之整合已頗有進展，雖然如此，未來仍面臨諸多之問題與挑戰，例如銀行聯盟之成立與執行、財政緊縮對經濟之衝擊等，有待逐步解決。此外，歐洲央行採行各項非傳統貨幣政策工具以提供市場流動性，並紓緩財務困難國家之公債利差擴大問題。

由於全球經濟成長低迷，雖然安全性資產對整體投資組合之配置具有分散風險之效果，然而，因各國央行維持利率於低點，導致債券實質收益率可能呈負報酬率，加上近期歐美公債收益率之波動增加，故投資困難度隨之提高；在資金苦無去處情況下，短期資金流竄至亞洲新興國家，導致這些國家匯率波動劇烈，經濟受到衝擊，值得省思。

本文架構主要分為兩部分，第一部份彙集歐債當前面臨挑戰，接著介紹歐洲近期推出歐洲穩定機制(ESM)之架構與職掌，針對歐債危機發生以來採行之各項非傳統貨幣政策工具及其成效進行剖析，最後探討 Commerzbank 對未來投資看法及建議；第二部分則以金融海嘯以來，歐美之量化寬鬆政策導致熱錢湧入亞洲等新興國家，特以韓國為例，加以評析其相關因應措施；另外，台灣則因歐美需求不振，導致出口至大陸比率大幅提升，經濟依存度提高，陸續簽署各項相關協定以促進兩岸經貿發展，對此加以介紹。

目 錄

壹、	歐洲非傳統貨幣措施與投資組合	3
一、	前言	3
二、	歐債近期發展概況	4
三、	歐債危機因應措施	7
四、	歐洲央行之非傳統貨幣政策工具	10
五、	當前資產配置與展望	15
貳、	量化寬鬆對亞洲新興國家影響	21
一、	韓國經濟與外匯因應措施	21
二、	兩岸近期經濟政策與發展	31
三、	結語	35

壹、 歐洲非傳統貨幣措施與投資組合

一、 前言

本次研討會共有來自 ECB、EFSF、德國、義大利、法國、瑞士、奧地利、匈牙利、挪威、芬蘭、丹麥、蒙特內哥羅、俄羅斯、坦尚尼亞、斯洛伐克、克羅地亞、拉脫維亞、塔吉克、馬其頓、阿曼、韓國、新加坡、大陸以及我國等二十九國家機構共計約四十名央行或國家主權基金等代表參加。

本次研討會內容主要係探討歐債危機、歐元區財政緊縮政策、歐洲穩定機制(ESM)與投資組合等，課程安排多元充實。研討會期間，歐洲多國央行表示關切未來歐洲穩定機制(ESM)之運作及影響，因此歐洲金融穩定設施(EFSF)之財務長兼副執行長 Christophe Frankel，就未來 ESM 架構與職掌深入探討，並由歐洲央行官員進一步討論非傳統貨幣政策工具之實施與對歐債市場之影響。另外，Commerzbank 針對現行投資環境之跨資產、黃金及外匯投資與未來投資展望進行探討，並提出相關投資建議。

再者，自金融海嘯發生迄至今(2012)年底為止，美國聯準會已實施三次量化寬鬆政策，歐洲央行亦已二度採行三年期長期再融資操作(LTRO)，熱錢擁向亞洲新興國家，導致匯率波動甚鉅，對其金融穩定及長期經濟成長造成不良影響。此外，已開發國家經濟衰退、失業率攀高，在其國內經濟不振、需求薄弱之情況下，亞洲出口轉向大陸之貿易金額大幅增加，因此，針對上述議題，特加以深入探討。

二、 歐債近期發展概況

歐債危機演變至今，歷經諸多改革，財政改革與政治歧見整合已頗有進展，在危機發生以前，除了一些鬆散之機制以外，歐元區並無任何財政聯盟之架構，歐元區各會員國家彼此僅考量其國內經濟狀況而獨立運作，並無考量其他國家財政情況，然而目前財政整合方面之進展顯著，例如會員國在將其財政預算提交國會表決以前，必須事先尋求歐盟同意，必須考慮彼此，既使如此，諸多爭議仍有待化解，政治聯盟之路途依然漫長，目前歐元區主要面臨的問題與挑戰，分述如下。

(一) 歐元區銀行聯盟：

1. 歐元區會員國銀行監理機構之獨立性及客觀性備受爭議，例如西班牙監理機構雖多次執行壓力測試，結果並未顯示其銀行需資本重整，但事實上確不然，在西班牙銀行缺乏透明度之情況下，市場更加懷疑其監理機構之可信度，財政赤字龐大及信用緊絀，導致投資者信心不足，倘若將西班牙銀行監理與規範提高到歐元區整體層次，接受一致管理標準，將提振投資者信心。
2. 銀行聯盟亦可以切斷財困國債務與其銀行之連結，許多財困國因為財政赤字問題嚴重，或銀行體質不佳進而需要政府支援，一但切割兩者關聯，將可分開處理政府赤字與銀行問題。
3. 成立歐元區單一獨立聯合之銀行監理機構，將有助於建立市場對其銀行品質之信心，因新的統一監理標準可改善銀行體質，近期雖然歐元區高峰會討論結果趨於成立銀行聯盟，惟仍有許多歧見有待解決。
4. 此外，歐元區聯合存保機制亦是探討項目之一，但由於目前ECB對歐元區銀行提供無限制之融資，這項機制則暫緩討論。

(二) 國際收支餘額

1. 僅管歐債危機持續惡化，從歐元區整體國外收支餘額看來，並無證據顯示大量資金流出，僅有部分資金流到瑞士、丹麥及其他國家匯率波動度較歐元穩定之幣別，根據 IMF「全球金融穩定報告」指出，歐元區周邊財困國家資金流出之金額大約是其 GDP 之 10%；倘若未來資金大筆流出歐元區，或是國際收支逆差急遽惡化，將使得歐元承受貶值壓力。
2. 周邊財困國家因出口競爭力缺乏以及失業率居高不下，短期結構調整不易，當前經濟成長萎縮將使得財政赤字調整遲緩。
3. 儘管歐元區德、法兩大經濟體於 2012 年第 3 季經濟出現成長，然而義大利、西班牙、荷蘭等 GDP 成長仍呈現萎縮。

(三) 財政緊縮政策

1. 財政緊縮過度將對一國經濟產生嚴重影響，其將使得公部門支出下降，進而影響私部門投資，故財政緊縮程度與實施時程必須掌握得宜。財政刺激方案應該以整體結構性之改善為長期目標；短期來看，則應對疲弱之經濟提供強力支持，並改善私部門債臺高築之問題。
2. 歐元區收入較高之會員國，由於受到區內財困國之財政緊縮政策、金融體系薄弱及未來經濟具高度不確定性之影響，致其經濟成長減緩，尤其以出口為導向之國家，因貿易夥伴經濟萎縮而受害最深。
3. IMF 認為應給予希臘等深陷財政困境的國家之財政赤字刪減目標更多彈性，因僵化的減赤目標將迫使上述國家在經濟嚴重衰退的情況下，雪上加霜。

(四) 歐債危機與歐元¹

1. 自金融海嘯以來，歐元對美元匯率選擇權波動度(年化)由為機發生前之 6%~8% 升至 2009 年 1 月之 20%，期間在 12% 至 16% 區間波動，惟今(2012)年 7 月以來，匯率選擇權波動度持續下跌，截至 9 月為止，已經降到 10% 左右，顯示歐債危機獲得緩解，歐元之波動度亦逐漸下降(如下圖左)，尤其以歐洲央行採行直接貨幣交易(OMT)之後影響較大。
2. 然而，南歐財困國家(希、義、愛、西、葡)之債務與北歐國家(德、荷、芬、盧)之債權金額差異不斷擴大，南歐財困國家資金流出之情況嚴重，尤其自 2011 年 7 月以來擴大幅度與日俱增(如下圖右)，顯示失衡狀態惡化，財困國之財政緊縮使其經濟成長受限，在其結構調整不易之情況下，該趨勢恐將持續，這也是未來歐元區所面臨之主要挑戰之一。

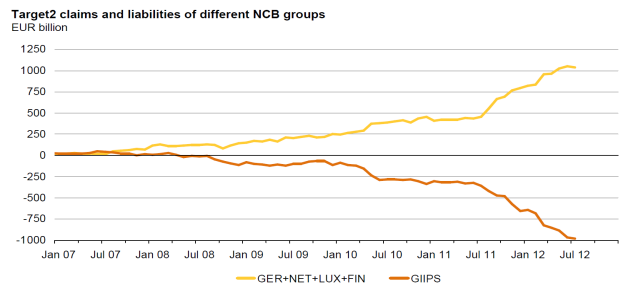
The EUR-USD options market tells us: crisis solved (1)

Long volatilities have fallen to their lowest level since May 2008



TARGET2: The imbalances are rising

Clear differentiation between northern Europe and southern Europe



資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

3. 美國 Fed 實施量化寬鬆政策(QE)與歐洲央行採行之三年期長期再融資操作(LTRO)，使其貨幣基數分別大幅上揚(如下圖左)，尤其以 Fed 之量化寬鬆為甚。
4. 以貨幣基數相對值來看，Fed 之量化寬鬆政策使美元之貨幣基數相對歐元提高，Fed 第 1 次之量化寬鬆促使歐元對美元大幅升值，但第 2 波之量化寬鬆則因為歐洲財困國公債殖利率飆

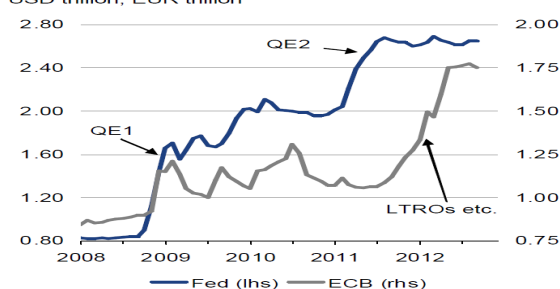
¹ Ulrich Leuchtman, "Austerity or Growth – Consequence of a Shift in Europe's Fiscal Strategy for the Euro", Heidelberg, Germany, September 2012

高，市場擔心歐債危機蔓延，使得美元避險需求提高，歐元對美元不升反貶；為解決歐債流動性問題，歐洲央行採行三年期長期再融資操作，歐元因此得到提振，呈現升值，惟因歐元區製造業及服務業數據表現不佳，以及希臘債務惡化等因素，使得歐元於 2012 年初再度回貶(如下圖右)；整體而言，Fed 之量化寬鬆導致美元走貶，而歐洲央行之量化寬鬆則使歐元升值。

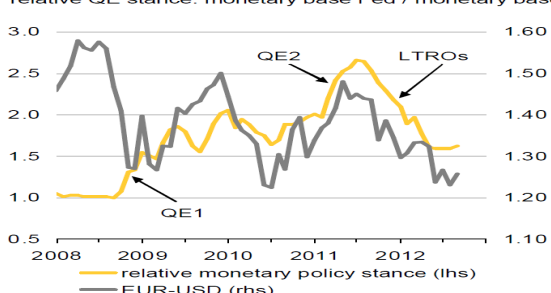
Relative monetary policy stance

"Game changing" QE is good, other QE is bad for a currency

Fed and ECB monetary bases
USD trillion, EUR trillion



Relative QE stance and EUR-USD
relative QE stance: monetary base Fed / monetary base ECB



資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

三、歐債危機因應措施

此次研討會邀請歐洲金融穩定設施(EFSF)之財務長兼副執行長 Christophe Frankel 首次向外界探討未來歐洲穩定機制(ESM)之架構與職掌，內容摘要如下²。

(一) 目前 EFSF 貸款及未來 EFSF/ESM 之運作:

1. 目前 EFSF 已允諾為希臘、葡萄牙與愛爾蘭三國提供之紓困資金 1,920 億歐元，已經撥放 1,033 億歐元。
2. 西班牙於 2012 年 6 月要求 EFSF 協助重整金融機構所需資金，金額最高達 1000 億歐元，這些資助將移轉至 ESM 執行。

² Christophe Frankel, "Europe's Response to Sovereign Debt Crisis", Heidelberg, Germany, September 25, 2012

3. 歐洲央行及 EFSF/ESM 同步干預：

- (1) EFSF/ESM 可能執行債券初級市場之干預³。
- (2) ECB 可能從事債券次級市場之購買。

(二) EFSF 及 ESM 之異同：

Christophe Frankel 指出，執行 EFSF 及 ESM 均為原班人馬，即未來 ESM 之運作將由現行 EFSF 人員執行，惟 EFSF 為暫時性機制，而 ESM 為永久性組織。

1. 相同之處

- (1) 提供歐元區會員國財務紓困。
- (2) 可於初級與次級債券市場進行干預。
- (3) 干預行動以預防危機為基礎。
- (4) 貸款予財困國家，以供其國內金融機構之資本重整。
- (5) 股東均為 17 個歐元區會員國。

2. 相異之處

	EFSF	ESM
法律架構	盧森堡法下之私有公司	國際法下之跨國組織
期間	暫時性(6/2010~6/2013)	永久組織
資本結構	歐元區會員國家提供擔保	認購資本: 7,000 億歐元 ⁴ (1) 投入資本: 800 億歐元 (2) 待撥可贖回資本: 6,200 億歐元
保證架構	歐元區會員國家依退場機制解除其保證義務	歐元區會員國家無法退場

³ 受益國家必須向 EFSF/ESM 提出紓困要求並接受備忘錄(MOU)訂定之條件。

⁴ 德國 27.15%、法國 20.39%、義大利 17.91%、西班牙 11.90%、荷蘭 5.71%、比利時 3.48%、希臘 2.82%、奧地利 2.78%、葡萄牙 2.51%、芬蘭 1.80%、愛爾蘭 1.60%、斯洛伐克 0.82%、斯洛法尼亞 0.43%、盧森堡 0.25%、塞浦路斯 0.20%、愛沙尼亞 0.19%、馬爾他 0.07%。

最高貸款金額	4,400 億歐元	5,000 億歐元
債權追索權	等同或不低於求償債權順位等級之債權	優先債務償還權

(三) ESM 決策架構與職掌⁵

理事會主席由歐元團體(Euro Group)總裁或由理事會遴選主席擔任(任期 2 年)，理事會可授權董事會執行其任務，且董事會須確保 ESM 之運作應遵循其協議及附屬法規。

	理事會職掌 (board of governors)	董事會職掌 (board of directors)
一致同意事項 (須全數會員 參加)	(1) 發行股權、繳納股本通知、變更資本額及最高貸款額度 (2) 提供穩定金融所需資助及使用金融工具之期間及條件 (3) 變更 ESM 所採行之金融工具及由 EFSF 轉為 ESM 之形式	(1) 維護 ESM 預防危機之財務協助任務、信用額度適當性及其他所需資助 (2) ESM 貸款予財困國及其金融機構之資本重組 (3) 債券初級市場之財務紓困機制與次級市場操作機制
絕對多數同意 事項(須 80% 會員參加)	(4) 同意使用 ESM 之技術條件 (5) 制定從屬法規及程序 (6) 採取行動購買 ESM 會員國家之債務 (7) 任命經營董事與審計委員會之會員	(4) 一般而言，所有決定事項 (5) 職員規章、任用職員及經營董事條件及年度預算

(四) ESM 籌資策略

ESM 採取多元化之籌資策略，以確保籌資之有效性與進入市場之持續性。

1. 資金籌募並非由單一國家募集，視會員國財務狀況分擔。

⁵ 所有決議，法定人數均須達到 2/3 有投票權之會員國參與，且決議必須代表至少 2/3 之投票權以上。

2. 籌資工具包括資本市場和貨幣市場工具。
3. 根據市場情況決定發債之金額與期別，以確保其投資者對流動性之要求。
4. 債務發行以歐元為主，惟 ESM 可採分散風險策略，發行其他幣別之債務，並以換匯方式避險。
5. 債務之發行包括聯貸、公開拍賣發行及私人購買等方式。

四、歐洲央行之非傳統貨幣政策工具⁶

歐洲央行之投資組合主要區分為外匯存底、自有資金、退休基金等，退休基金自 1999 年 1 月開始進行投資。

(一) ECB 投資組合

1. 投資組合配置

截至 2011 年底，ECB 投資組合中，美元資產占 42.6%(約 349 億歐元)、黃金占 24.8%(約 203 億歐元)、歐元資產占 15.9%(159 億歐元)、日元資產占 10.4%(約 104 億歐元)、退休基金 0.4%(4 億歐元)。

2. 投資目的:

(1) 外匯存底:為確保歐洲央行有足夠流動資金以供外匯政策之執行，主要考量為流動性、安全性以及報酬率。

(2) 自有資金:支付歐洲央行之營運費用，並在無虧損限制條款下(在統計上之一定信賴水準以內)獲取最大報酬。

3. 投資部位檢討:

(1) 檢視現有部位及其損益表現。

(2) 檢討總體經濟之展望與貨幣/財政政策。

(3) 檢核內部殖利率曲線模型之收益率預測。

⁶ Torsti “Toto” Silvonon, “Portfolio management at the ECB in these days”, Heidelberg, Germany, September 2012

- (4) 檢驗各風險因子變動對部位之影響。
- (5) 根據上述分析討論投資部位之增減。

(二) 非傳統之貨幣政策工具

1. 擔保債券購買計劃(CBPP)

歐債危機以來，歐洲央行陸續推出各項非傳統之貨幣政策工具，投資組合也隨之擴充。自 2009 年 7 月 1 日起推出第一次擔保債券購買計劃 (Covered Bond Purchase Programme I, CBPP1)，於 2010 年 6 月結束；2011 年 11 月 9 日推出第二次擔保債券購買計劃(CBPP2)，且於 2012 年 10 月結束。

- (1) 主要目的乃為減緩信用機構或企業之融資壓力，並確保信用機構繼續維持並擴充對客戶之放款。
- (2) 擔保債券(covered bond)是銀行業發售之一種安全性較高的債券，由評級較高的資產作擔保，這些資產通常是住房抵押貸款或公共部門貸款。
- (3) 債券購買以歐元區國家發行之擔保債券為主，為市場注入流動性，第 1 波擔保債券購買金額限為 600 億歐元，第 2 波限額則預定為 400 億歐元。

2. 證券市場計劃(SMP)

2010 年 5 月 10 日首次推出證券市場計劃(Securities Markets Programme, SMP)。2011 年 8 月第二波 SMP 開始，且於 2012 年 10 月結束。

- (1) 主要目的乃針對歐元區失序之公債與公司債市場進行干預，以穩定債券價格(公債殖利率維持在安全水準)並提供市場流動性，使貨幣政策與機制能有效地傳導與運作。
- (2) 干預動作並未要求財困國作出任何承諾為交換條件，亦未進

行沖銷，歐洲央行對債務享有優先債權人地位，令其他債權人所持債券變相成為次級債。

3. 直接貨幣交易(OMT)

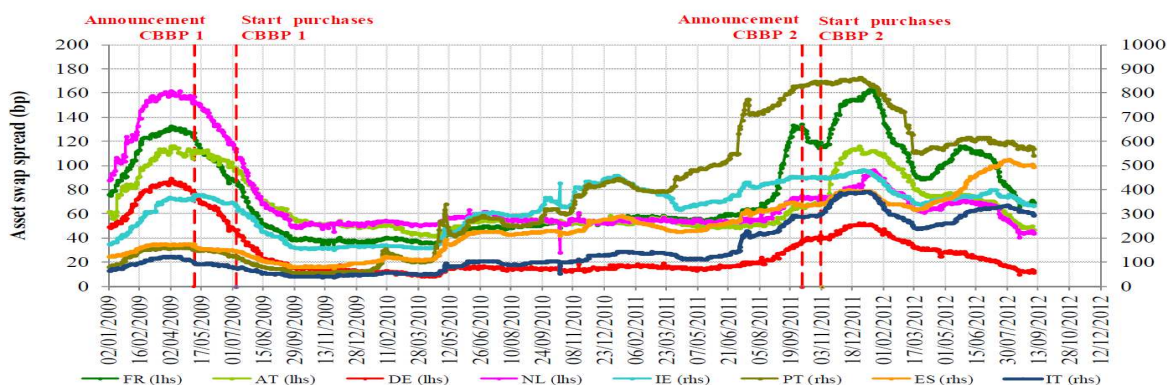
2012年9月6日ECB採行直接貨幣交易(Outright Monetary Transactions, OMT)，歐洲央行只有在財困國向EFSF或ESM申請金援時才會啟動OMT，而原先的證券市場計劃(SMP)則將終止，而歐洲央行將持有SMP計畫下已購買的債券至到期日。

- (1) OMT的主要目的為降低財困國的借貸成本，增強投資者信心，不限規模之購債措施，顯示ECB解決歐債問題的決心，故財困國的債務基本上獲得ECB的支持，有助於提升其債券的可信度，吸引資金重回債券市場。
- (2) 購債之附帶條件限制為只有當被紓困國實施嚴格的財政緊縮政策時，購債計劃方會進行，且之後全部進行沖銷。
- (3) ECB購債計劃的購債範圍應限制在一到三年期，可買入和賣出公債，且歐洲央行債務償還權並不較私有債權人優先。

(三) 非傳統貨幣政策工具之成效

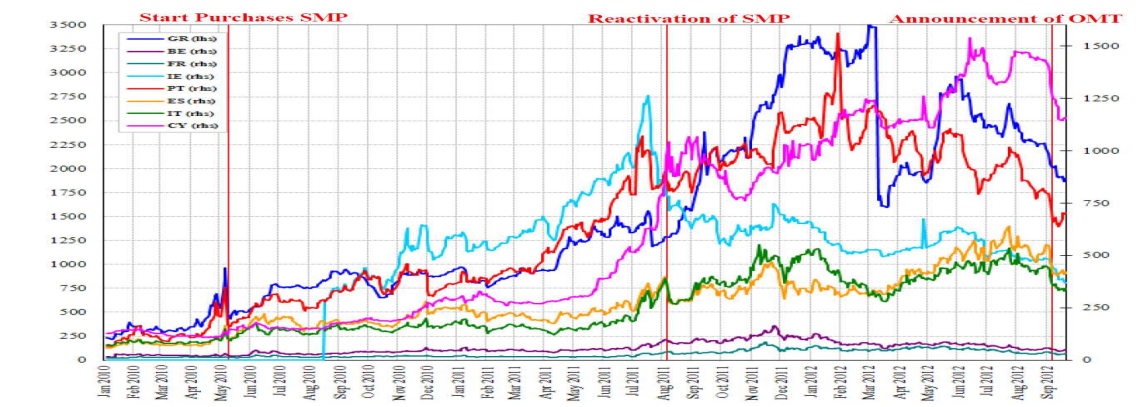
1. 歐債利差於第一次擔保債券購買計劃(CBPP1)宣佈以後開始下跌，開始執行後效果頗佳，市場信心提振，歐債利差走低，惟2011年11月啟動之第二次擔保債券購買計劃(CBPP2)執行成效不佳，歐債利差因西班牙及義大利公債殖利率居高不下、比利時國家主權債信評等遭標準普爾調降等因素而持續攀升，直到2012年2月，由於希臘國會通過歐盟所提摺節財政措施、歐元區財長會議就希臘二度紓困計劃達成協議，以及ECB再度提供歐洲銀行業三年期低利率貸款(LTRO)以增加其金融市場流動性等利多消息，才紓解市場對歐債疑慮(如下圖)。

Asset swap spread per jurisdiction since January 2009 (bp)



資料來源: 歐洲央行

- 根據 ECB 資料顯示，證券市場計劃(SMP)似乎並未能降低歐債利差(如下圖)，從 2010 年 5 月第一次開始執行 SMP 後，市場對歐盟及 IMF 援助計劃能否阻止希臘債務危機擴散仍存疑慮，利差持續飆高；此外，歐元區主權債務危機蔓延至銀行體系，且市場憂慮削減預算赤字計劃恐延緩歐元區經濟復甦，使得公債殖利率不斷攀升。2011 年 8 月 SMP 再度啟動，惟因歐元區德、法等國經濟成長不如預期、意大利及西班牙公債殖利率走高、市場擔憂希臘債務違約等因素，利差持續上揚，SMP 未能紓解危機，直到 2012 年 9 月 ECB 下猛藥，宣佈採取 OMT 之後，利差才普遍下滑，成效較為顯著。



資料來源: 歐洲央行

(四) 歐美之量化寬鬆政策彙總

1. ECB 之非傳統貨幣政策工具

期間	措施	目的
2009 年 7 月 ~2010 年 6 月	第一次擔保債券購買計劃(CBPP1) 購買金額限為 600 億歐元	減緩信用機構或企業之融資壓力，並確保信用機構繼續維持並擴充對客戶之放款
2011 年 11 月 ~2012 年 10 月	第二次擔保債券購買計劃(CBPP2) 購買金額限為 400 億歐元。	
2010 年 5 月 ~2012 年 10 月	證券市場計劃(SMP)	以穩定債券價格並提供市場流動性，使貨幣政策與機制能有效地傳導與運作
2012 年 9 月起	直接貨幣交易(OMT)	為降低財困國的借貸成本，增強投資者信心

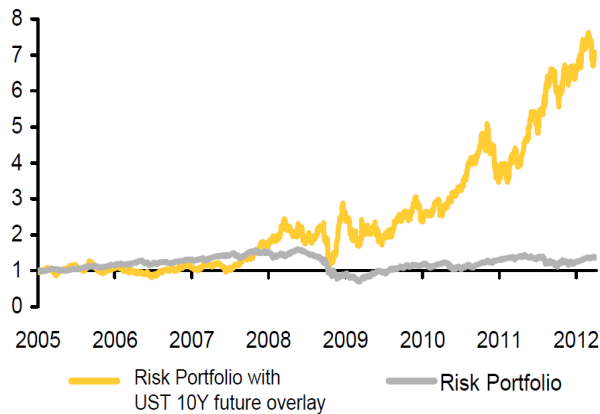
2. Fed 之量化寬鬆政策

期間	措施	目的
QE1 2008 年 11 月 ~2010 年 3 月	購買 1.25 兆 MBS 購買 3,000 億美元之美國公債 購買 1,750 億美元之機構證券 (共計 1.73 兆美元)	次級房貸引發房市泡沫，此舉乃為紓困銀行之信用危機
QE2 2010 年 11 月 ~2011 年 6 月	連續 8 個月購買美國公債，共計 6,000 億美元	振興受創之美國經濟與避免經濟二次衰退
QE3 2012 年 9 月起 (無期間限制)	每月購買 400 億美元 MBS (直到就業率大幅改善為止) 擴大並延長扭轉操作至 2012 年底 ⁷ 低利率至少維持到 2015 年年中	為使長天期利率下降，進而促進房屋市場復甦，刺激美國經濟成長與就業率
QE4 2013 年 1 月起 (無期間限制)	每月將購買 450 億美元長期公債 (替代 2012 年底結束之扭轉操作)	將利率政策與通膨和失業率掛鉤

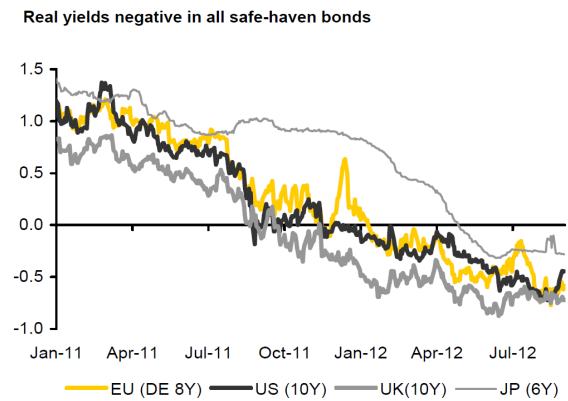
⁷ 扭轉操作(Operation Twist):為使長天期利率下降，Fed 賣出原先所持有之短天期債券，轉以購買長期公債，第一波期間從 2011 年 9 月至 2012 年 6 月為止，共計 4,000 億美元；第二波則將其延長至 2012 年底，增加購買 2,670 億美元。

五、 當前資產配置與展望

全球經濟成長低迷，股票投資風險性高，而因安全性資產(如美國公債)與風險性資產之相關係數為負數，對資產投資組合配置具有分散風險之效果，風險調整後之投資報酬率，較單獨投資於風險性資產高(如下圖左)，然而，因各國央行維持利率於低點，導致其公債實質收益率呈負報酬率(如下圖右)，加上近期公債收益率之波動增加，投資困難度亦隨之增加，在此環境下，Commerzbank 提出以下幾個投資觀點。



Source: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets



Source: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets

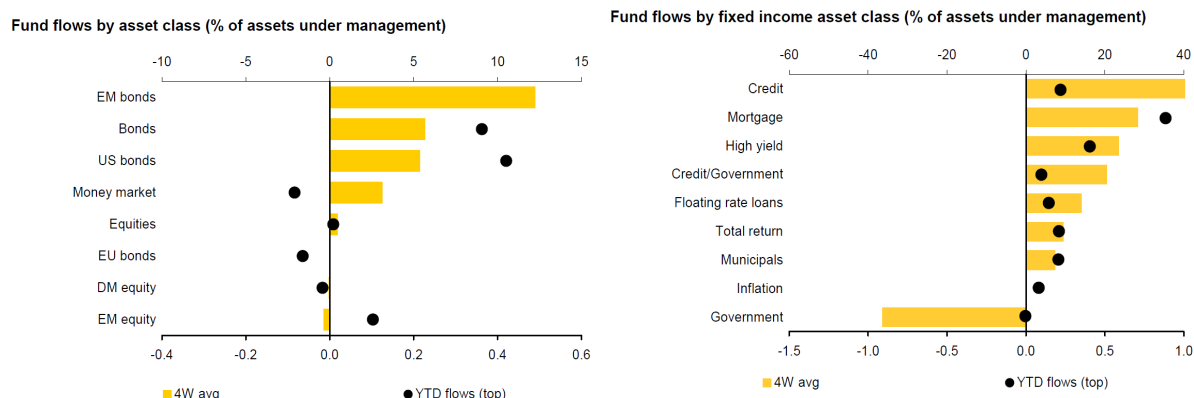
資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

(一) 跨資產投資展望⁸

1. 目前股價波動率指數(Volatility Index, VIX)不高，並不代表未來風險已經降低，Commerzbank 認為，這可能意謂投資者更加謹慎且願意接受高額避險成本以規避風險，或是目前波動度已將未來之價格波動隱含於其中。
2. 根據 Commerzbank 統計，目前股票型基金贖回金額增加，而債券型基金與貨幣市場基金則仍為淨資金流入，資金持續從政府公債轉至風險性資產如不動產證券、高收益債券、公司債及總

⁸ Dr. Bernd Meyer, "Cross Asset Outlook", Heidelberg, Germany, September 2012

報酬基金(total return funds)等，由此得知，投資者對股票投資持中立看法，而債券投資比重偏高(如下圖)。



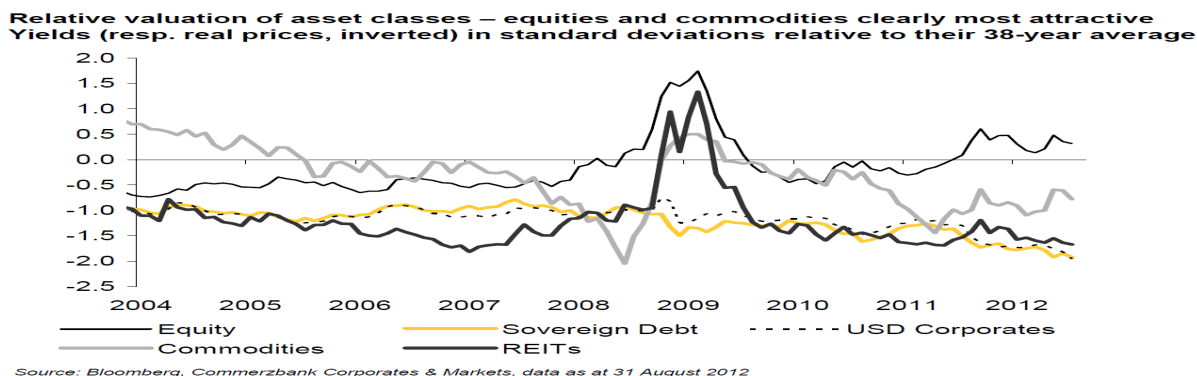
Source: EPFR, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets, data as at 12 Sep 2012

Source: EPFR, Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets, data as at 12 Sep 2012

資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

3. Commerzbank 仍看好未來風險性資產投資，主要原因為:

- (1) 總體經濟雖然下滑，但並非呈現衰退與嚴重遲緩之現象。
- (2) 風險性資產價格表現已見底部，在未來應會開始出現好轉，歐元區成長亦將出現曙光。
- (3) 目前投資者仍然裹足不前，原因乃是風險性資產波動率仍偏高、投機客避險比率增加及投資意見調查顯示尚未看漲等，故目前低點價格應屬合理。
- (4) Commerzbank 之內部投資模型顯示風險性資產(如股票、原物料商品、不動產投資信託基金、公司債等)中，以股票表現最佳，仍具投資價值(如下圖)。



Source: Bloomberg, Commerzbank Corporates & Markets, data as at 31 August 2012

資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

(二) 黃金投資展望⁹

歐美國財政赤字居高不下、經濟復甦緩慢，倘若美國財政懸崖(fiscal cliff)未能解決及歐債問題持續惡化，央行之量化寬鬆政策將導致市場資金充沛，流動性過度寬鬆以致通貨膨脹高漲，黃金價格可能因避險需求增加而上揚。

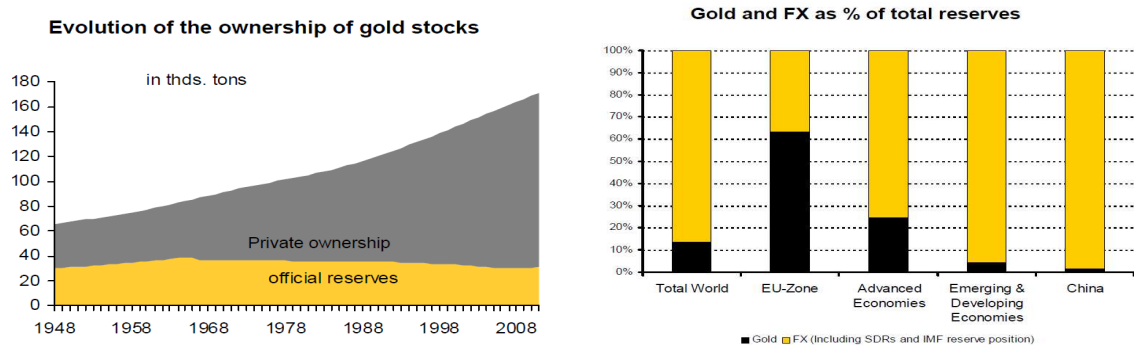
1. 黃金投資之特性

- (1) 不具交易對手或信用風險。
- (2) 具保質特性、流動性高。
- (3) 為各國央行外匯存底之可投資項目。
- (4) 提供策略性資產配置時，投資風險調整後之報酬最佳化。
- (5) 可供全球總體經濟風險之避險。
- (6) 有別於其他外匯存底之投資標的，黃金具有政治與文化之特殊意涵。

2. 黃金持有分析

- (1) 相較於各國央行，目前私人之黃金持有數量較多，且兩者差異有逐漸擴大的趨勢，即私人持有黃金比率大幅增加，反觀官方外匯存底黃金之存量則普遍持平。歐盟國家之黃金儲備占外匯存底比率較已開發國家之平均數高，此外，歐美央行近期對黃金的態度由積極釋金轉為惜售，歐洲央行甚至建議歐盟成員國應持有至少 15% 以上的黃金儲備；開發中國家外匯存底持有黃金比率約 5%，仍遠低於已開發國家之 20% 以上，而世界平均則約 12%(如下圖)。

⁹ David Holmes, “Gold – safe haven or golden handcuffs?”, Heidelberg, Germany, September 2012



資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

(2) 根據 Commerzbank 之國家持有黃金儲備數據顯示，迄至 2011 年第 4 季為止，美國黃金持有量居世界之冠，擁有 8,133.5 公噸(占外匯存底 74.8%)，其次則為德國，持有 3,395.5 公噸黃金(占外匯存底 71.7%)，中國持有黃金 1,054.1 公噸(僅占外匯存底 1.6%)，台灣握有 422.7 公噸黃金(占外匯存底 5.6%)，居世界第 11 名。整體而言，已開發國家持有 22,718.3 公噸黃金，開發中國家則為 6,184.6 公噸(如下表)。假設中國將持有黃金儲備比率由 1.6% 提高至開發中國家之平均值 5%，以其外匯存底 3 兆 2 千億美元及黃金現貨價格一盎司 \$1,775 計算，預計共需持有 2,800 公噸黃金，即額外產生 1,746 公噸之黃金需求。

Top 20 holders of gold reserves (countries only) (Q4 2011, unless otherwise stated)

	tons	US\$bn*	as % of reserves	as % of GDP		tons	US\$bn	as % of reserves	as % of GDP		
1	United States	8133.5	412.1	74.8	2.7	11	Taiwan*	422.7	21.4	5.6	N/A
2	Germany	3395.5	172.1	71.7	4.8	12	Portugal	382.5	19.4	89.7	8.1
3	Italy	2451.8	124.2	70.5	5.7	13	Venezuela	365.8	18.5	67.3	5.8
4	France	2435.4	123.4	71.1	4.4	14	Saudi Arabia	322.9	16.4	2.6	2.8
5	China	1054.1	53.4	1.6	0.7	15	United Kingdom	310.3	15.7	15.4	0.7
6	Switzerland	1040.1	52.7	11.8	8.3	16	Turkey	288.9	14.6	14.7	1.9
7	Russia	936.6	47.5	9.3	2.6	17	Lebanon	286.8	14.5	28.9	3.7
8	Japan	765.2	38.8	3.0	0.7	18	Spain	281.6	14.3	28.6	1.0
9	Netherlands	612.5	31.0	60.0	3.7	19	Austria	280.0	14.2	55.0	3.4
10	India	557.7	28.3	9.6	1.5	20	Belgium	227.5	11.5	38.8	2.3
	World	31359.0	1589.0		2.3		Advanced economies	22718.3	1109.1	24.6	
							Emerging/Developing Countries	6184.6	301.9	4.2	

Data by IFS, JE 2011, * Sept.WGC Quelle: WGC, IFS, Commerzbank Corporates & Markets

資料來源: Commerzbank Corporate & Markets

3. 官方黃金購買趨勢

近年來各國央行持有黃金儲備數量有逐漸增加趨勢，國際貨幣組織（IMF）2009年11月宣布出售200公噸黃金給印度央行，為IMF近9年來首度出售黃金，亦創下30年來單一央行於短期間內之最大筆黃金購買量。自2010年開始，全球央行由黃金淨賣出改為黃金淨買入，以2012年上半年為例，全球央行購買黃金共計254公噸。2012年初至9月為止，以土耳其央行黃金數量增加最多（93.6公噸），主因係其採行新措施，同意商業銀行之存款準備金中增列黃金，其次則為俄羅斯，增加53.7公噸黃金。

(三) 匯率中期變動因素與預期

Commerzbank 首席外匯分析師 Jessica James 以股價指數為匯率變動之驅動因素為題，探討股票投資如何影響匯率波動，其主要論述彙總如下¹⁰。

1. 股票投資全球化

近年來全球投資組合趨於分散風險（包括股票投資），退休基金投資標的涵蓋海外投資，其投資外國公司股票之比率提高，跨區域之股票投資大幅增加，然而，這些海外投資買賣股票所需資金，須透過外匯市場進行，根據 Commerzbank 統計，這些股票投資買賣所需之外匯交易量約占整體外匯市場交易之10%，對匯率變動具有關鍵影響力。

2. 跨國股票交易影響匯率

(1) 短期匯率變動可能因程式交易或套利者所導致，然而較長期間之匯率變動可能因海外投資活動所導致。

¹⁰ Jessica James, “Equity as a medium term driver of FX rates”, Heidelberg, Germany, September 2012

- (2) 假設投資者試著找尋海外投資機會，因投資者買賣股票仰賴趨勢模型，預測各國金融市場之股價升跌，當某一股票市場上漲時，世界各地之投資人視其為買入機會而買進該國股票，導致該國幣別升值。反之，當某一股票市場下跌時，持有該市場股票之投資人因損失而賣出持股，資金匯出導致匯率貶值。
- (3) 因此，上述資金之移動將由初期股價變動後，因股價漲跌趨勢開始逐漸增加，進而影響匯率變動。

3. 實證研究結果

- (1) Jessica James 以時間序列方式進行實證研究股價指數變動百分比對匯率之影響，結果顯示若以前期股價指數變動百分比(以前 1 個月或 2 個月股價指數變動百分比為落後期數)作為變數，在 55 種不同之交叉匯率中，有 47 種交叉匯率與股價指數變動百分比之相關係數，於統計上具顯著水準。
- (2) 另以 20 種不同幣別對美元匯率與 S&P500 股價指數變動百分比為例，有 19 種幣別對美元匯率與 1 個月前之 S&P500 股價指數變動百分比之相關係數，於統計上具顯著水準，若以 2 個月為落後期，則有 15 種幣別於統計上具顯著水準。
- (3) 總而言之，實證結果顯示，前期股價指數變動百分比對匯率變動具有領先指標作用，股價指數變動百分比之變動愈大，對匯率影響愈大，尤其當股價指數變動百分比大於 3% 時較具指標性，惟該模型之應用須依照個別市場因素而調整，並隨時因市場風險因子變動作修改。

貳、 量化寬鬆對亞洲新興國家影響

金融海嘯以來，因 Fed 實施量化寬鬆政策以及 ECB 採行三年期長期再融資操作及非傳統之貨幣政策工具，熱錢紛紛擁向經濟成長相對較佳之新興國家，短期資金流竄導致這些國家匯率波動劇烈。

香港金融管理局(HKMA)總裁陳德霖於 2012 年 11 月指出，HKMA 於 2012 年 10 月 19 日開始陸續買入美元¹¹，主因係為「海外投資者增加香港的資產配置及香港企業發行外幣債券換回港元使用」所導致¹²。此外，英國央行總裁 Marvyn King 於 2012 年 12 月警告¹³，以貨幣政策工具來刺激經濟之效果遞減，許多國家改以出口成長來促進經濟復甦，若貿易失衡未能解決，將引爆更激烈之匯率戰爭。

以下將以我國主要出口競爭對手韓國為鑑，深入探討歐美之量化寬鬆，對其外匯與經濟之衝擊。此外，已開發國家經濟衰退、失業率攀高，在其國內經濟不振、投資與消費需求薄弱之情況下，亞洲新興國家出口轉向大陸之貿易金額與日俱增，在此以台灣為例，討論兩岸貿易及金融發展。

一、 韓國經濟與外匯因應措施

(一) 浮動匯率機制探討

當金融危機發生外資撤出小型開放之新興國家時，龐大資金匯出將衝擊境內較小規模金融市場之資產價格，包括匯率貶值，

¹¹ 香港自 1983 年起實行聯繫匯率制度，匯率定 7.8 港元兌 1 美元，兌換保證區間為 7.75 至 7.85 港元，7.75 港元水準為「強方兌換保證」，7.85 港元水準則為「弱方兌換保證」，觸及「強方兌換保證」意味著有外資流入香港，對港元需求增加，促使港元升值，香港金管局將賣出港元而買入美元方式穩定港元匯率。

¹² 陳德霖，““熱錢”流入香港和聯繫匯率的運作”，香港金融管理局，11 月 9 日 2012

¹³ Nicolas Hastings, “Mervyn King Is Right To Fear Currency Wars”, Wall Street Journal, December 11, 2012

因此，小型經濟體將難以抵擋大量資金匯出時產生的負面影響。韓國匯率制度為自由浮動，Dooley、Dornbusch 及 Park(2002)¹⁴表示，自由浮動匯率機制可能衍生信用、資產負債表以及通膨等問題，主要由匯率貶值所引起，以下就上述 3 個問題分別討論之。

1. 信用問題

從韓國採行自由浮動匯率機制之經驗可以看出，當金融危機發生市場資金流動性吃緊時，無法阻止資本外流以及央行外匯存底銳減，尤其當外匯市場預期心理與投機盛行之際，名目有效匯率將會大幅貶值，如同 2008 年 Lehman Brother 破產發生時，韓元於短短 3 個月內被迫貶值近 50%，當金融市場緊俏時，外匯市場套利者不斷賣出韓元，資本不斷流出導致匯率跌幅加深，如此將危害一國之償還外債能力、國家主權信用評等恐遭調降、外債舉債能力受限等負面影響，進一步加速匯率貶值之惡性循環。

2. 資產負債表問題

新興國家面臨匯率巨幅貶值時，若銀行與公司持有龐大以美元計價之短期負債，又無有效或適當匯率避險工具規避匯率風險時，將會產生資產負債表幣別不一致之嚴重匯率風險問題，因為國內資產若以當地貨幣計價，而債務以美元計價時，除國內資產價值因本國貨幣貶值減損外，美元債務相對升高，兩者效應導致損失加劇，將使其無力償還債務，韓國短債比例相當高，上述問題更為嚴重。

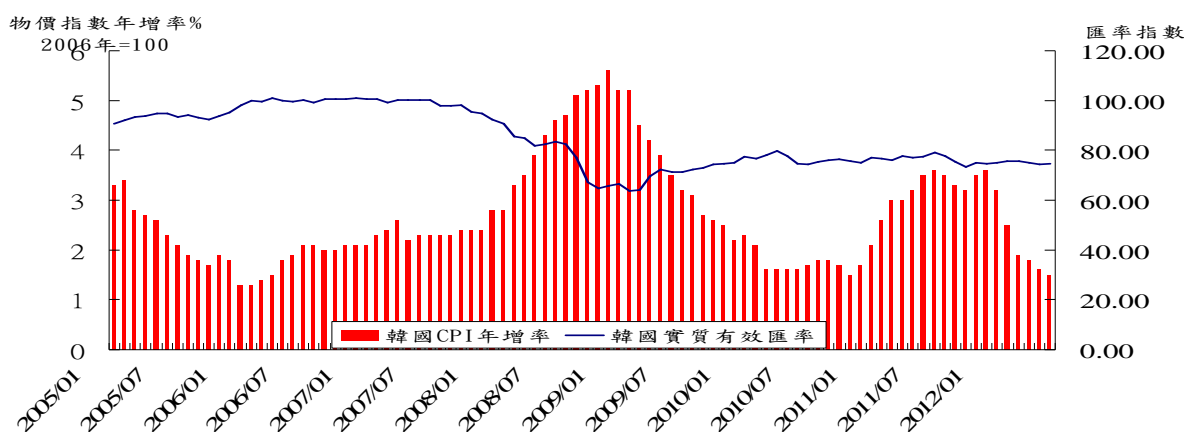
3. 通膨問題

新興國家央行擔憂匯率貶值將帶來國內物價通膨之負面影響，

¹⁴ Michael Dooley, Rudi Dornbusch, and Yung Chul, "A Framework for Exchange Rate Policy in Korea", Park IMF and Korean Institute for International Economic Policy, 2002

往往密切注意匯率波動幅度大小。自金融海嘯發生以來，韓元匯率大幅貶值，迄至 2009 年上半年，匯率波動劇烈，資金不斷外流，通膨因韓元貶值幅度過高，隨時有失控之隱憂，其物價指數年增率在 2% 至 5% 之間大幅波動，2008-2009 及 2011 年亦居高不下(如下圖)。

韓國有效匯率指數及物價指數年增率



資料來源: 韓國央行, BIS, 筆者製圖

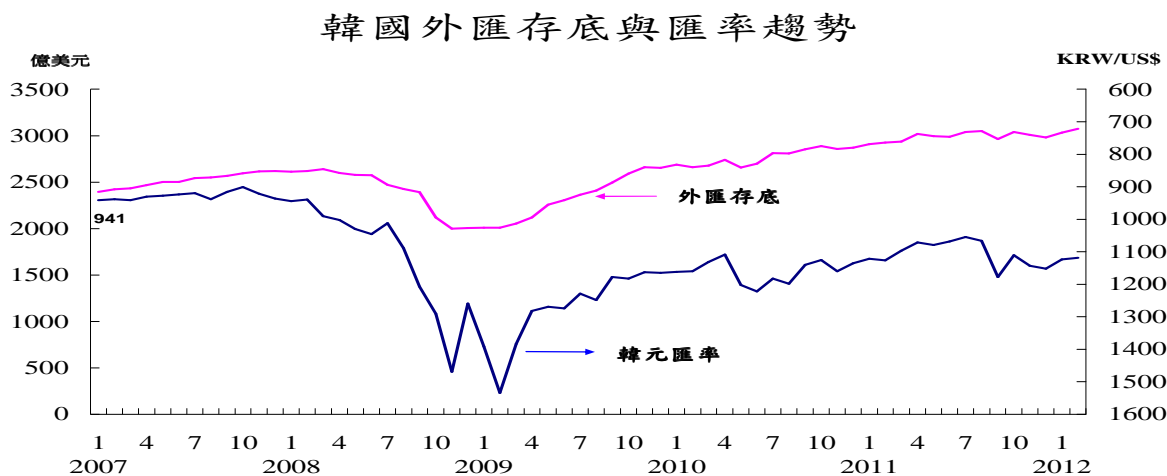
(二) 匯率政策剖析

韓國採自由浮動匯率，惟自金融風暴發生以來，為避免資金大量外流、匯率波動過大，以及為提升產業出口競爭力及穩定國內物價等因素，仍有行匯率干預舉措，此可由外匯存底變動情形觀察出來。另美國財政部於 2012 年 5 月出版之匯率報告指出¹⁵，韓國持續干預外匯市場，使得目前韓元匯率與金融海嘯發生之前相比較，仍維持貶值，因此將繼續對韓國政府當局施壓，期望其外匯干預僅限於市場失序或特殊狀況，並採取更大幅度之匯率彈性。

另外，2008 年金融海嘯發生之際，由於外國投資機構為支

¹⁵ U.S. Treasury, "Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies", May 2012

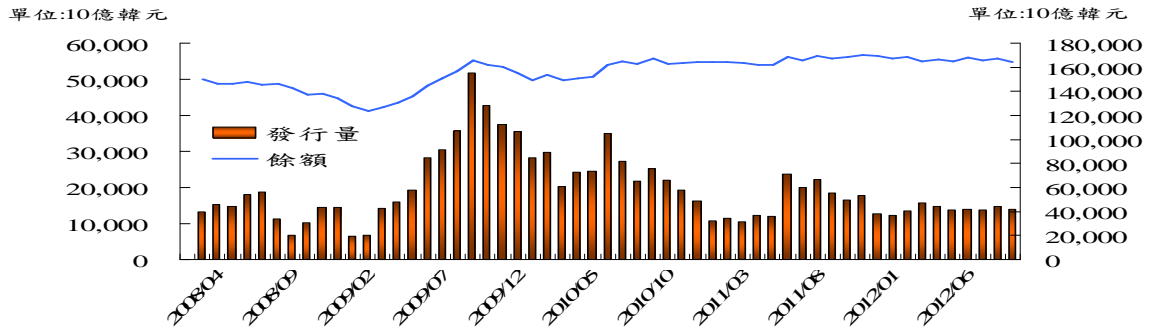
援母國資金需求，大幅賣出股票及債券匯出資金，導致股市下跌，韓元大幅貶值，去槓桿化過程使韓國外匯存底大幅下滑，導致美元流動性吃緊(如下圖)。



資料來源: 韓國央行, BIS, 筆者製圖

1. 依據韓國外匯交易法規範，韓國央行代理企劃財政部(Ministry of Strategy and Finance, MOSF)管理外匯穩定基金，匯率干預所買入美元金額除反映於外匯存底以外，亦可撥款予韓國主權財富基金(Korea Investment Corporation, KIC)，進行投資運用。
2. 韓元過度波動時，企劃財政部須對國會報告，必要時進行“口頭干預”，對外宣示將採取措施以穩定外匯市場，以嚇阻韓元匯率之群眾效益(herd behavior)。
3. 此外，韓國央行公開市場沖銷主要透過的貨幣穩定債券(Monetary Stabilization Bonds, MSB)或附買回交易等方式進行，而這些數據 2009 年增加幅度較高，疑似藉此沖銷因外匯干預所增加之貨幣供給(如下圖)。

韓國貨幣穩定債券(MSBs)



資料來源:韓國央行,筆者製圖

4. 為降低本國及外資銀行之美元負債、避免系統性風險，韓國央行於 2010 年 6 月決議採行 IMF 所提倡之總體審慎監理措施，期以降低匯率及資本流動之異常波動，主要措施乃限制外匯衍生性商品交易，以遏止匯率鉅幅波動，並強化銀行外幣貸款之規範與加強監控資本移動等。
5. 當經濟體對外開放外貿及投資，匯率之波動將影響通膨及 GDP 成長，而以出口為導向之經濟體，可能以穩定實質有效匯率作為干預匯率之目標。Park 及 Kim(2008)¹⁶研究指出，韓國央行匯率干預措施不僅為了預防韓元對美元匯率過度升貶值，降低匯率波動度及走勢，並在許多情況下是為了增進韓國出口競爭力，由其短期累積大筆外匯存底即可看出。
 - (1) 2012 年 9 月 IMF 之國家報告¹⁷表示，韓國自金融海嘯以來持續干預匯市，導致其外匯存底目前已達適當水準(以新興國家標準，外匯存底適當水準約當短期外債之 160%)，因此已經無須進一步累積超過外債增加速度所需之外匯存底，並且估計韓國實質有效匯率目前低於歷史平均約 7%。
 - (2) 韓國外匯存底由 2008 年 11 月之 1,998 億美元之低點，迅速

¹⁶ Sangho Kim and Donghyun Park, "Ownership Structure and Export Performance: Firm-Level Evidence from the Republic of Korea", ADB Institute, No.295, 2008

¹⁷ IMF Country Report, No. 12/275, "2012 Article IV Consultation – Republic of Korea", September 2012

增加至 2012 年 10 月之 3,140 億美元，美國財政部 2012 年 11 月出版之匯率報告指出¹⁸，市場參與者認為韓國干預匯率包括升貶雙向操作，從 2012 年初至 11 月初為止，韓元對美元升值 6.1%；此外，韓國 2011 年整年外匯存底增加 113 億美元(4%)至 2980 億美元，截至 2012 年 10 月為止，10 個月內已增加 160 億美元。

(三) 資本移動與金融穩定

1. 對新興國家而言，資金匯入性質值得密切注意，若其資金用途乃對經濟結構性成長有幫助(亦即屬於長期性投資)，則受歡迎，若資金屬於短期套利性質(即所謂熱錢)，則必須採行措施，以防堵資本移動而導致國內經濟受創之負面影響。
2. 一般而言，以國際收支平衡表(BOP)金融帳之組合成分來看，若是資金匯入屬於「國外直接投資(FDI)項目」，其為較長期與穩定之投資，較不易於短期內突然匯出，若屬於「證券投資項目」，則較「其他項目(如貿易信用貸款，銀行借款，存款等借貸)」明確，因此「其他項目」較容易隱含熱錢。
3. 高盛¹⁹以台灣及韓國為例，探討外資匯入之屬性。2009 及 2010 年間，韓國資金匯入以證券投資及經常帳盈餘為主，亦即外資匯入有助於於經濟結構性發展；台灣方面則較具隱憂，因為匯入性質大多屬於「其他項目」，也就是以潛在熱錢居多，匯率若因此過度波動與升貶值，將對實質經濟成長恐有不良影響。

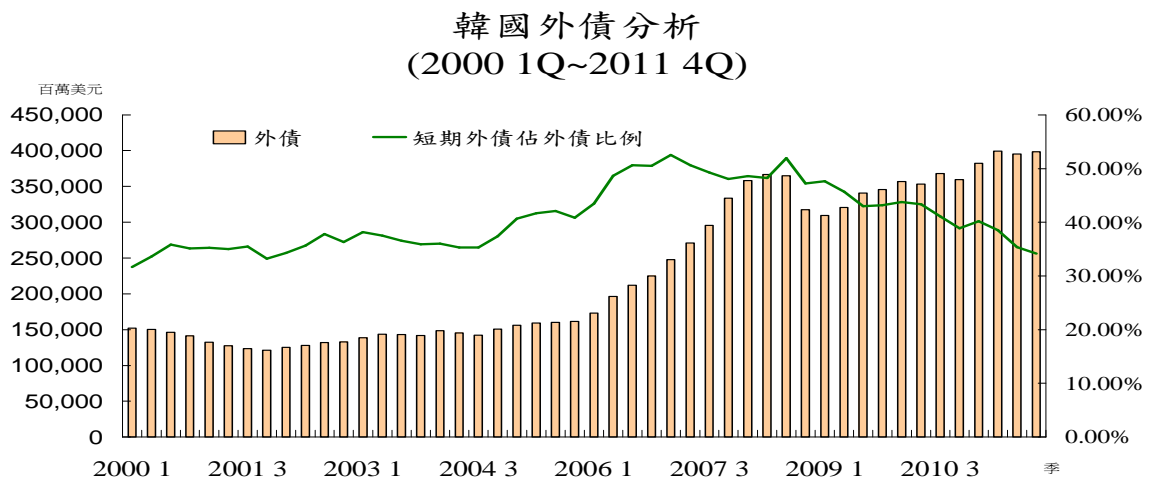
¹⁸ U.S. Treasury, “*Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*”, November 2012

¹⁹ Thomas Stolper, Robin Brooks, Fiona Lake, et al, “*The ‘Wall of Money’ to EM: Implications for Broad USD Weakness*”, Goldman Sachs Global Viewpoints Issue No: 10/21, October 2010

(四) 金融危機應變與省思

金融危機發生後，如同 1997 年亞洲金融風暴，韓國之外資大量匯出，因其本國銀行及外商分行之短期外債占外債比例甚高，銀行高度仰賴外資，故資金大量匯出嚴重影響其金融穩定。

2008 年第 3 季短期外債占外債比例高達 48%，於 2009 年後其比例才逐漸下降(如下圖)，短期外債從 2008 年之 1,900 億美元高點，降至 2012 年 6 月之 1,410 億美元，短債占外匯存底比率於 2008 年第 2 季僅為 126%(遠低於新興國家安全值 160%，若低於 100%則具有高度流動性風險)，2011 年第 4 季則已達 232%。因大部分銀行仰賴外商銀行分行提供美元資金，且個別銀行高估其在韓元外匯市場以衍生性商品進行外匯避險之能力，以致資金外流之流動性問題，進而導致系統性風險。



資料來源:韓國央行,筆者製圖

除了自己國家短期外債問題以外，緊接者因已開發國家經濟放緩，亞洲出口與歐美經濟依存度高，出口紛紛受到嚴重影響，韓國亦不例外，於 2008 年第 3 季年增率下跌 9.9%，2009 年第一季更下降 24.9%，尤其以營造及造船業之出口銳減影響

最深，韓國政府因此採取下列若干措施。

1. 換匯協議

韓國政府保證韓國銀行之外部負債以及動用外匯存底來確保外匯流動性，以提升國外投資人信心，然而這些作法似乎無法解除危機，直到 2008 年 10 月 29 日與美國 Fed 建立 300 億美元之雙方換匯協議後才得以短暫紓緩²⁰；此外，另韓國亦分別與日本與大陸簽署換匯協議。

2. 貨幣政策

韓國央行採貨幣寬鬆政策積極降息，以促進金融市場穩定與支持經濟成長，基準利率短期間內由 2008 年 10 月之 5.25% 連降 6 次至 2009 年 2 月之 2%，並且增加公開市場操作交易對手及擴大附買回交易之合格有價證券範圍。

3. 財政刺激

根據亞洲開發銀行 Lee 及 Rhee(2012)²¹，韓國於 2009 年推出有關因應金融危機之財政擴張政策金額高達 GDP 之 3.6%，是 G20 國家裡面之最，值得注意的是其提出政策與危機發生之時間差比許多已開發國家迅速，近 60% 的財政刺激政策已於 2009 年上半年執行，以達最大經濟效益，且財政支出主要以維持長期財政結構健全為考量。此外，政府並將受困企業分類，迅速對情況較好企業提供資金流動性，對於狀況較差瀕臨破產企業提供所需協助，以降低爾後可能耗費之社會成本。

4. 自由貿易協定

除上述政策措施以外，韓國政府先後與智利、新加坡、東協、

²⁰ Baba 及 Shim(2011)指出，韓國央行以與 Fed 換匯方式來對銀行之放款較其用外匯存底有效，因銀行較不會有污點(stigma)效應。Lee 及 Rhee(2012)進一步表示，韓國不傾向使用清邁協議(CMIM)主因是其乃危機事後之救援機制，韓國並未處於破產情況，且若超過 20% 換匯額度時，CMIM 要求其須接受 IMF 之監管。

²¹ Hangyong Lee and Chanyong Rhee, "Lessons from the 1997 and 2008 Crises in the Republic of Korea", ADB Institute, No.298, 2012

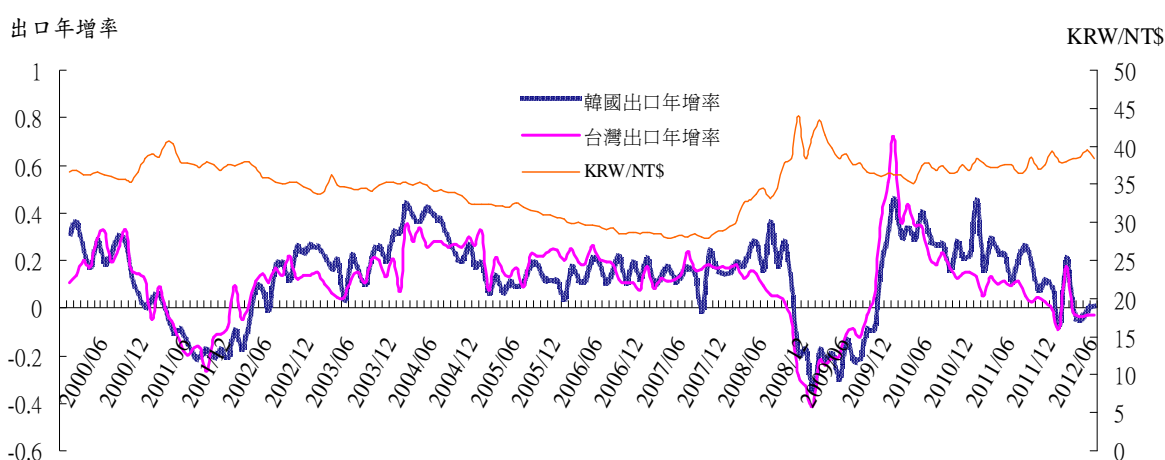
印度、美國及歐盟等國家簽訂自由貿易協定，其他如中國、日本及南美洲 5 國等亦積極進行洽談中。

(五) 匯率與出口成長

韓國於金融海嘯後經濟復甦迅速，除上述政府積極作為以外，以下探討匯率貶值幅度之影響。以韓國與台灣為例，因台灣出口產品與韓國雷同且兩國出口年增率大致上走勢相同，兩者相關性高(如下圖)，倘若純粹以匯率為單一考量，理論上韓元對新台幣匯率升值時，韓國出口成長表現應相對較弱。

實際上，2001 年至 2007 年期間，韓元對新台幣普遍呈現升值趨勢，惟此期間韓國與台灣出口年增率互有消長，並非全然落後台灣，可見匯率因素並非單一影響出口年增率之原因；2009 年則因韓元因外幣資金流動性問題被迫大幅貶值，同年出口成長率高於台灣；2010 年起，韓元對新台幣匯率持平，但是韓國出口年增率持續高於台灣，匯率似乎亦非該期間主導出口優劣之關鍵因素。

新台幣對韓元與出口年增率



資料來源: 韓國央行、財政部統計處、BIS, 筆者製圖

因此，探究韓國金融海嘯後之出口成長原因，並非匯率單一因素解釋，除因韓元匯率被迫鉅幅驟貶導致其出口價格得以較競爭對手便宜外，其民間企業產品品質及品牌價值改善，積極研發投資，以及把握機會、將產品出口擴展至經濟成長較歐美佳之東南亞國家等，均是造就其經濟成長復甦迅速之因素²²。

由此顯示，一國經濟與產業競爭力並非以匯率升貶值為唯一考量，政府須即時提出即時有效因應與獎勵之配套措施、制定整體產業政策、規劃輔導企業長期產業升級，企業本身亦需增加投入研發創新、提升產值、增進國際競爭力等，方是值得深思方向。

(六) 民間消費成長將持續低迷

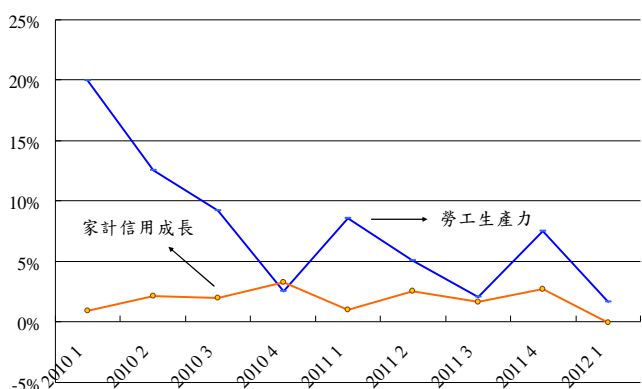
雖然 2010 年以來韓國 GDP 恢復成長，然因物價高漲，家計實質收入並未因此增加，民間消費成長率低迷，且家庭負債居高不下，促使韓國央行於 2012 年 7 月決議調降基準利率一碼，為 2009 年 2 月以來首度降息，期以提振內需、減輕負債利息負擔與支撐經濟增長；另外，同年 10 月再度調降基準利率一碼，顯示其國內經濟已經出現疲軟，出口和內需走緩，除 2012 年第 1 季經濟成長 3.5% 以外，第 2 季與第 3 季大幅萎縮至 1.1% 和 0.6%。

為避免國內家計信用擴張過度，韓國金融服務委員會 (Financial Services Commission, FSC) 針對家庭負債結構與風險採取若干總體審慎監理措施，例如要求銀行及非銀行等金融機構之貸款條件更加嚴格與降低存放比率 (loan to deposit ratio) 等措施，以致家計信用成長於 2012 年初以來下滑，若去槓桿

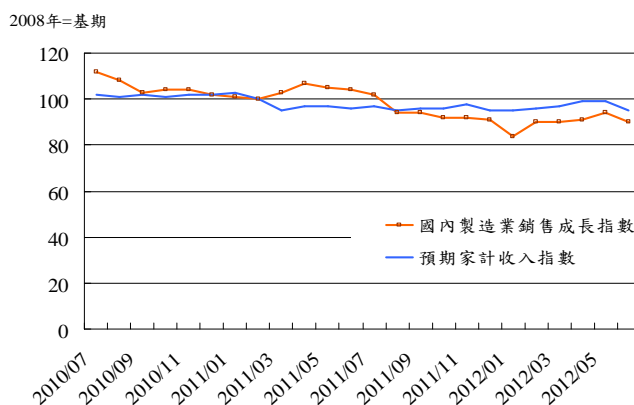
²² Kinger Lau, Timothy Moe, Goohoon Kwon, et al, "Why Korea will continue to outperform Taiwan", Goldman Sachs, September 2012

化過程持續，消費支出亦將減緩，從其國內製造業銷售成長指數與勞工生產力下降即可看出端倪(如下圖)；另外，房屋價格成長遲緩，房租價格上漲幅度大於房價，對於財富產生負面效果，亦無助於民間消費與內需成長。

韓國勞工生產力及家計信用成長



韓國家計收入及銷售成長



資料來源:韓國央行,筆者製圖

二、兩岸近期經濟政策與發展

金融海嘯以來，歐美經濟衰退，失業率居高不下，在其內部需求薄弱之情況下，我國轉至大陸之出口金額與比例逐漸升高，兩岸經貿交流亦日益密切，在雙方展現「擱置爭議」之良性互動下，政府以穩健務實、循序漸進地推動兩岸制度化協商，而大陸經濟發展亦將影響兩岸經貿關係更加深遠。

(一) 大陸經濟情勢探討

1. 大陸經貿影響力增加

(1) 國際貨幣基金組織(IMF)將大陸與歐元區、日本、英國及美國並列「系統性五國」(Systemic Five)，即其引發世界經濟系統性衝擊之重要性增加，目前大陸是全球 78 個國家之第一

或第二大貿易夥伴，為世界上最具核心力之貿易國²³。

- (2) 經濟學人雜誌進一步指出，大陸投資成長率減緩 2% 為「軟著陸」，而下滑 3.9% 則為「硬著陸」，硬著陸將使台灣之經濟成長減半，可見影響頗大²⁴。
- (3) 高盛研究報告發現金融海嘯後，亞洲國家(包括台灣)之出口至大陸，與大陸財政刺激方案及內需兩項因素於統計上具高度相關性²⁵。

2. 大陸經濟政策與困境

中國大陸全國人民代表大會 2011 年 3 月公布之「金融業發展和改革十二五規劃」以「穩增長、調結構、促消費」為主軸，期以擴大內需來調整過度依賴外資及外需之現有經濟模式，惟下列因素增添許多變數。

(1) 外部需求疲弱

由於美國經濟仍未起色，歐債主權債信危機因政治及財政問題等因素整合不易，高失業率及財政緊縮政策導致來自歐美企業之訂單減少，加上原物料價格上揚以及人民幣升值壓力等因素，導致出口成長減緩，進而影響經濟成長。

(2) 內部經濟隱憂

大陸國內工資上漲，金融市場之房地產泡沫、地方債務、影子銀行、高利貸款、信用擴張過度、企業假帳及公司治理等問題不易改善，仍有待較長時間來解決。

大陸經濟動能主要來源為出口、消費及投資，在歐美內需疲弱以致大陸出口下滑以及短期內部結構性調整不易的情況下，似只能再度仰賴擴大基礎建設或新興產業投資來彌補。

²³ IMF Country Report, No. 11/193, "People's Republic of China: Spillover Report—2011 Article IV Consultation", June 27, 2011.

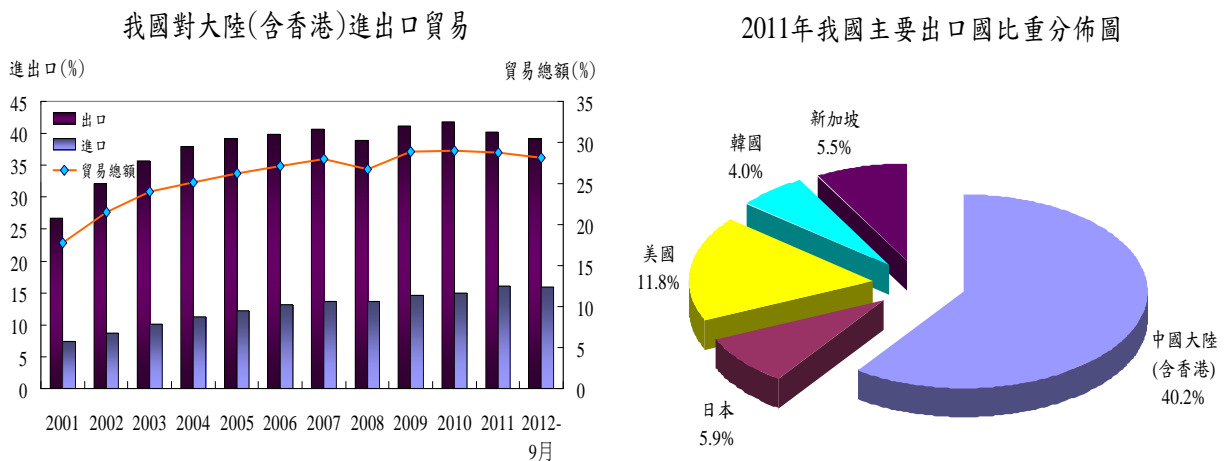
²⁴ The Economist, "The implications of China's slowdown", August 25, 2012.

²⁵ Gooheon Kwon and Sungsoo Chung, "Who could benefit the most from further Chinese stimulus?", Goldman Sachs, August 27, 2012.

(二) 兩岸經貿制度化協議

1. 經貿面

(1) 自 2008 年金融海嘯發生以來，歐美國家經濟衰退，大陸經濟則已經超越日本成為世界第二大經濟體，而我對大陸及香港出口占我國出口總額於 100 年已高達 40.2%，成為我國第一大貿易夥伴及順差來源。



資料來源:國際貿易局,筆者製圖

(2) 政府致力於經貿議題之投資保障與金融協商(如 ECFA 及「海峽兩岸投資保障和促進協議」),將有助於兩岸貿易、產業或金融交流合作,以至爭端解決等機制建立等,對其他國家對台政策產生示範作用,有助於台灣參與國際經貿協商。

2. 金融面

(1) 在「臺灣地區與大陸地區金融業務往來及投資許可管理辦法」修正後,我國金融機構與大陸地區銀行分別互設分支機構,金融業務往來頻繁,資金往返也更加便利。

(2) 惟金融市場與經濟之對大陸開放,將間接受到其貨幣與金融政策影響,貨幣自主性可能縮小及金融較易受大陸市場波動等問題,金融秩序與監理將面臨新的挑戰。

3. 經貿依存

- (1) 由於兩岸經貿依存關係深厚，國際經濟環境對大陸經濟的衝擊和內部經濟的變遷，以及大陸為因應這些經濟問題所採取宏觀調控之政策走向(例如擴大內需、西部發展及中小企業扶植等)，均值得深切關注。
- (2) 台商本身則應瞭解如何應用本身優勢，事先作好投資風險評估，瞭解其經濟政策重點以掌握商業契機。

(三) 人民幣業務擴展

1. 政治意涵

- (1) 以美元為國際儲備貨幣是美國保有世界領導地位的重要因素之一，惟隨著美國財政赤字問題惡化與聯準會(Fed)量化寬鬆政策導致美元持續貶值，使得大陸在擁有龐大美元資產同時，也開始考慮分散風險，人民幣國際化腳步隨之加速。
- (2) 其先以人民幣區域化方式，加強與東協國家經貿關係，藉由經貿實力之加強，進而提高國際影響力。

2. 人民幣業務發展

- (1) 為因應人民幣國際化趨勢及貿易與金融需求，金管會與央行100年7月會銜發布「臺灣地區辦理人民幣業務規定」，開放銀行國際金融業務分行(OBU)及海外分支機構申請辦理人民幣業務。
- (2) 兩岸貨幣清算機制逐步進行，央行與中國人民銀行於101年8月31日簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」，外匯指定銀行(DBU)將得辦理人民幣存款及匯款等業務。
- (3) 人民幣有關之金融業務與商品，則宜採循序漸進方式發展，並加強風險控管之配套措施，使兩岸金融監理制度完善。

三、 結語

歐債危機發生以來，歐元區歷經諸多改革，財政改革與政治歧見之整合已頗有進展，倘若將銀行監理提高到整體歐元區層次，成立單一銀行聯盟，將提振投資者信心。

歐元區面臨困境包括周邊財困國家因缺乏出口競爭力及失業率居高不下，短期內結構型調整不易，經濟成長持續萎縮將使得財政赤字之調整遲緩，且若財政緊縮過度將對一國經濟產生嚴重負面影響，因公部門支出下降將進而影響私部門投資，故財政緊縮程度必須掌握得宜。

為解決歐債危機蔓延，歐洲央行陸續推出各項非傳統之貨幣政策工具，主要目的為市場提供流動性，以緩解歐債利率飆高之風險，而操作方式可由歐洲央行及 EFSF/ESM 同步進行干預，即 EFSF/ESM 執行債券初級市場之干預，ECB 則從事債券次級市場之購買。

投資方面，在歐債未解決及美國財政赤字嚴重環境下，Commerzbank 仍看好未來風險性資產投資，因其價格表現似乎已見底部，且因量化寬鬆政策可能導致未來通膨高漲，黃金價格將因避險需求而持續上揚；此外，其實證研究發現前期股價指數變動百分比之變動愈大，對匯率影響愈大，頗具參考價值。

歐美之量化寬鬆政策，導致熱錢紛紛擁向經濟成長相對較佳之新興國家，使得這些國家匯率波動劇烈，香港金融管理局自 2012 年 10 月 19 日以來已多次干預匯市；另以韓國為鏡，因其短期外債占外債比例甚高，外資去槓桿化過程使得韓國外匯存底大幅下滑，美元流動性吃緊，韓元被迫大幅貶值，嚴重影響其金融穩定。

韓國政府因應措施包括與 Fed 之換匯協議、連續降息、財

政刺激方案以及積極簽署自由貿易協定等，以促進經濟成長；民間企業則以提昇產品品質及品牌價值、積極研發投資、以及將出口擴展至經濟成長較歐美佳之新興國家等方式，加強出口競爭力；既使韓國 2010 年以來 GDP 恢復成長，然而家計收入並未同步增加，國內消費放緩加上家計負債相當沉重，使得未來經濟成長已面臨下滑風險。

最後，因已開發國家經濟衰退，需求薄弱，亞洲新興國家出口轉向大陸之貿易金額與日俱增，IMF 指出，目前大陸為世界上最具核心力之貿易國，在政府以漸進方式推動兩岸制度化協商之政策下，而大陸之經濟發展將影響兩岸經貿關係更加深遠。兩岸金融方面，人民幣業務已循序開放，相關之金融業務與商品，則應循序漸進發展，使兩岸金融市場與監理制度臻於健全。

金融海嘯、歐債危機發展至今，各國央行竭盡所能，使用非傳統之貨幣工具以刺激經濟成長，惟其伴隨而來之問題，前所未見，全球貿易失衡，為提振出口成長，使得匯率問題白熱化，仍有待各國政府當局同心協力、努力不懈去解決。

* 以上所載內容由本人自負文責，不代表服務機關發表之意見