

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加韓國央行「2013年國際研討會」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 副研究員

派赴國家：韓國

報告日期：102.08.29

出國時間：102.6.1~102.6.4

摘 要

本篇報告首先彙整出此次與會者對全球流動性定義，再依據不同面向的定義討論其所形成的效果，尤其著重在先進國家採行量化寬鬆所形成的外溢效果。在實施量化寬鬆的先進國家中，由於美元具有國際儲備貨幣角色，因此美國能向外輸出其貨幣政策；但是當其它國家景氣循環與美國出現不一致情形時，這些國家將承受輸入型的經濟不穩定性。基於此負面效應較以往嚴重，多數與會人士，特別是來自新興市場國家的參與者認同，為避免受到全球流動性過猶不及的衝擊，流動性接受國（host countries）應強化金融監理法規，以及實施總經審慎措施(macro prudential measure)，並且呼籲流動性來源國（source countries）進行國際貨幣政策合作。

目 次

壹、前言.....	1
貳、從三個面向界定流動性.....	3
一、屬於負債面及資產面的流動性.....	3
二、由私部門或公部門所提供的流動性.....	3
二、全球流動性的發源地.....	4
參、先進國家所釋出流動性的外溢效果.....	5
一、先進國家量化寬鬆使資本流動加劇.....	5
二、熱錢流竄推升資產價格.....	5
三、壓低本國長、短期利率等於變相掠奪它國財富.....	7
肆、美國對外輸出貨幣政策對其它國家產生負面影響.....	10
一、當前美國經濟重要性與美元被使用比重出現落差.....	10
二、美國貨幣政策與其它國家景氣循環出現不一致情形.....	11
陸、結語.....	13

壹、前言

職奉 派於 2013 年 6 月 1 至 4 日，赴韓國首爾參加 2013 年韓國央行國際研討會，此次會議所探討主題為「在全球架構下評估全球流動性」(Assessing Global Liquidity in a Global Framework)。

在此主題下，與會者首先試圖定義何為流動性。所探討出之定義，大抵可區分為下列三個面向，依序是：(一) 屬於負債面及資產面的流動性，反映在融資成本高低及出售資產難易；(二) 私部門或公部門所提供的流動性，意味是由金融市場內生供應或貨幣當局外生支應；以及(三) 流動性的發源地，從其來源出處歸類為境內自有資金或跨境資本流入。

釐清流動性的本質，流動性的範圍才能被明確界定，並予以衡量。而各國貨幣主管機關針對不同類型的流動性，檢視其是否過猶不及，再決定自身能否獨力監控或須透過跨國合作，以有效管理全球流動性所帶來的衝擊。唯有如此，不論是先進經濟體國家亦或新興市場國家才都能受惠於全球流動性對經濟成長所帶來的好處，並且免除金融市場不必要的波動。

今年 5 月 22 日美國聯準會主席柏南克在國會聽證會上釋放出量化

寬鬆將於今年下半年開始退場訊息後，金融市場瀰漫著全球流動性會因而顯著減少的恐慌；影響所及，新興市場股匯市出現大幅下跌的情況。對此，筆者藉由此份出國報告回顧先進國家採行「量化寬鬆」所形成的外溢效果，特別是推升新興市場資產價格與造成國際財富重分配的現象；進而探討在美國對全球經濟重要性下滑之際，美國利用美元為國際儲備貨幣角色向外輸出其貨幣政策的負面效果日益嚴重。

以下章節將先彙整與會人士對流動性的定義，進而討論先進國家所釋出流動性的外溢效果。然後，討論為何此次美國貨幣政策的外溢效果會引起新興市場國家怨聲載道。最後作出結論。

貳、從三個面向界定流動性

本節依照下列三個面向，分別去界定流動性：(一) 屬於負債面及資產面的流動性、(二) 私部門或公部門所提供的流動性及(三) 流動性的發源地。

一、屬於負債面及資產面的流動性

此次會議所討論的全球流動性議題主要是從 2008 年美國金融風暴所引發的美元流動性不足為開端。當時因為市場上美元供給欠缺，造成美元融資成本巨幅攀升，為應付此種負債面的流動性不足，資金需求者開始拋售所持有的美元資產。但因為急於出售 (fire sale) 故而產生資產面的流動性欠缺，造成資產市值大幅下跌。諾貝爾獎得主 Sargent 在回顧資產訂價理論時，即說明晚近的訂價模型已納入訊息摩擦因素，反映出流動性對資產價格的影響。

二、由私部門或公部門所提供的流動性

當私部門的市場機制失靈，無法自行解決美元流動性不足問題，公部門因而出面對市場直接挹注美元資金，方法諸如 Fed 注資金融機構、簽署換匯協議及採取資產購買計畫 (QE1) 等。如

此，最後才得以降低美元借貸利率及紓緩資產出售壓力。這種解決方式是讓貨幣當局以外生支應流動性手段，來解決金融市場內生供應流動性不足的問題。此外，韓國央行副總裁 Choi 認為，隨著全球金融整合程度升高，跨國境的資本移動亦要納入外生流動性來源，而金融創新則會促進內生流動性的成長。

二、全球流動性的發源地

身陷於金融風暴的流動性短缺困境，美國另外還得面對因景氣反轉導致金融機構信貸緊縮，形成經濟加速衰退之夢魘。為阻擋此惡性循環，Fed 自 2010 年開始，以擴大資產購買計畫（QE2、QE3）及賣短期債券買長期債券（OT）等方式企圖降低長天期借貸利率，同時提高資產價格，以振興國內經濟。然而，Fed 這種刺激美國境內信用擴張之措施，卻也造成低廉的美元資金流竄世界各地，特別是新興市場國家所受影響最大。BIS 資深顧問 McCauley 在調查大陸、香港與韓國的外幣借款情形即發現，該項餘額在近幾年有明顯擴大的趨勢。

參、先進國家所釋出流動性的外溢效果

本節討論先進國家相繼採取量化寬鬆造成全球資本流動加劇；一方面促使熱錢流竄推升資產價格，另一方面壓低本國長、短期利率等於變相掠奪它國財富。

一、先進國家量化寬鬆使資本流動加劇

因為 Fed 量化寬鬆政策有效地為美國經濟解了燃眉之急，以致後來爆發的歐債危機、英國陷入經濟衰退與日本欲擺脫長年通縮，該經濟體所屬的央行，包括 ECB、BOE 和 BOJ，也起而效尤，紛紛採取大規模的資產購買行動。即便這些央行言必稱，採取此種非傳統貨幣政策僅是因應境內經濟不佳所為，但跨境資本流動加劇也是不爭的事實。ADB 首席經濟學家 Rhee 指出，自美國執行量化寬鬆以來，亞洲國家面臨大量的資本流入，而流入型式多屬證券投資與其它投資下的銀行貸款，並非長期穩定的直接投資。

二、熱錢流竄推升資產價格

自 2008 年 11 月，聯準會接連推出三次量化寬鬆措施，其欲透過降低融資成本達到刺激國內經濟，但也造成大量資金流向新興市場國家，包含亞洲（見表 1）。

表 1 熱錢湧入亞洲主要國家股市規模概況

單位:百萬美元

	台灣	南韓	印尼	泰國	印度
2008年	-15,746	-35,492	1,838	-4,842	-12,390
2009年	15,700	24,016	1,315	1,114	19,109
2010年	9,406	19,486	2,312	1,953	29,376
2011年	-9,055	-8,583	1,313	-167	54
2012年	4,907	15,069	1,703	2,504	25,977

資料來源：彭博資訊

美國三次量化寬鬆措施使得各國股市在資金追捧下紛紛攀高，而各國貨幣兌美元匯率則趨向升值（見表 2、3）。

表 2 主要國家股市漲跌幅概況

單位: (%)

	美國	德國	日本	台灣	南韓	香港	新加坡	馬來西亞	印尼	泰國	中國大陸	印度	巴西	俄羅斯
2008/11/25 ~ 2010/03/31	28.03	34.93	33.23	85.63	72.16	64.92	74.65	53.52	140.6	101.1	82.39	101.6	102.1	143.7
2010/11/03 ~ 2011/06/29	9.33	10.22	6.96	3.37	8.18	-8.63	-4.50	4.47	6.23	1.88	-12.3	-8.66	-13.3	7.78
2012/09/13 ~ 2013/05/21	13.65	15.89	70.99	10.61	1.56	16.55	13.65	9.76	24.41	30.67	13.77	11.60	-9.19	-3.37

資料來源：彭博資訊

表3 主要貨幣兌美元漲跌幅概況

單位：(%)

	美國	德國	日本	台灣	南韓	香港	新加坡	馬來西亞	印尼	泰國	中國大陸	印度	巴西	俄羅斯
2008/11/25 ~ 2010/03/31	-4.62	3.41	1.88	5.01	32.8	-0.12	7.73	10.9	39.0	8.53	0.00	11.29	29.9	-7.43
2010/11/03 ~ 2011/06/29	-2.34	2.09	0.36	5.29	3.11	-0.42	4.27	1.65	3.60	-3.41	3.31	-1.14	7.79	10.4
2012/09/13 ~ 2013/05/21	5.81	-0.65	-24.4	-0.59	1.59	-0.09	-2.77	2.09	-1.68	3.73	3.14	0.00	-0.98	0.07

資料來源：彭博資訊；此處「美國」指美元指數。

三、壓低本國長、短期利率等於變相掠奪它國財富

自雷曼兄弟倒閉以來，美國、歐洲及日本等國均採極度寬鬆的貨幣政策，不僅讓美元、歐元及日圓的短期利率大幅下降，各幣別長期債券的殖利率亦大幅下降（見表4）。

表4 美、歐、日三大經濟體的長、短期利率指標

單位：(%)

	雷曼倒閉 (2008/9/1) (1)	今年低點 (2013/5/2) (2)	近期水準 (2013/7/24) (3)	期間變動 (百分點) (2)-(1)	期間變動 (百分點) (3)-(1)
美國 10 年期公債殖利率	3.812	1.626	2.588	-2.19	-1.22
美國 30 年期 MBS(Ginnie Mae)殖利率	5.524	2.218	3.294	-3.31	-2.23
德國 10 年期公債殖利率	4.126	1.165	1.646	-2.96	-2.48
日本 10 年期公債殖利率	1.483	0.565	0.776	-0.92	-0.71
美元 3 個月期銀行存款利率	3.010	0.230	0.280	-2.78	-2.73
歐元 3 個月期銀行存款利率	4.935	0.105	0.155	-4.83	-4.78
日圓 3 個月期銀行存款利率	0.820	0.105	0.150	-0.72	-0.67

資料來源：彭博資訊

以美國為例，截至 2013 年 6 月，市場流通且為大眾所持有的美國公債餘額為 11.38 兆美元；目前之平均成本僅為 1.992%，遠低於雷曼兄弟倒閉前之 3.902%；美國財政部因此每年可減少 2,174 億美元的利息費用支出(見表 5)；另以機構債券(agency debt)而言，利率降低亦使美國債務人每年減少約 1,751 億美元的利息支出。

表 5 美國公債與機構債流通餘額和殖利率變動及利息費用減少金額

	目前流通 在外餘額 (兆美元) (1)	目前平均 殖利率 (%) (2)	雷曼倒閉前 平均殖利率 (%) (3)	期間殖利率 下降 百分點 (4) = (3) - (2)	利息減少 金額 (億美元) (5) = (1) * (4)
美國公債*	11.38	1.992	3.902	1.910	2,174
美國機構債券**	7.12	3.290	5.749	2.459	1,751

資料來源：美國財政部及彭博資訊

- * 美國公債目前流通在外餘額及平均殖利率為 2013 年 6 月資料，雷曼倒閉前平均殖利率係指 2008 年 8 月平均值。
- ** 美國機構債券目前流通在外餘額為 2012 年 6 月底資料，其中，最主要的部份為政府機構 MBS (約佔 3/4)，餘為金融債券；殖利率係指 30 年期 Ginnie Mae 之 MBS 殖利率，因此，美國機構債券之利息費用節省金額，為概略估測值。

如以外國人持有比重推估，其投資美國公債及機構債之收益每年各減少 1,141 億及 243 億美元。對於外國投資者所持有的美國公債及機構債，各有 74.7% 及 54.8% 係由外國官方機構所持有。因此，外國投資者所減少之收益，主要係由外國官方所承擔，特

別是外匯存底較高的部份國家；推估各國官方對此兩項投資，每年收益約分別減少 852 億及 133 億美元（見表 6、7）。

表 6 外國官方所持有美國公債及機構債券與投資收益減少金額

單位：億美元

	外國人持有 比率 (1)	外國人收益 減少金額 (2)*	外國官方占外國人 持有之比率 (3)	外國官方之收益減少 (4) = (2)*(3)
政府公債	52.5%	1,141	74.7%	852
機構債券	13.9%	243	54.8%	133

資料來源：美國財政部；2012 年 6 月統計資料。

* 由前表之第 (5) 欄乘以本表之第 (1) 欄所推估。

表 7 主要國家外匯存底餘額

單位：億美元

國家	中國大陸*	日本	俄羅斯	台灣
金額	34,426	11,759	4,621	4,066

* 除中國大陸為 3 月份資料，其餘皆為 6 月份資料。

肆、美國對外輸出貨幣政策對其它國家產生負面影響

以下說明美國經濟對全球重要性已逐年下滑，但由於美元仍是國際上最主要的儲備貨幣，因此其貨幣政策可透過此一管道向外輸出相關效應。然而，當美國貨幣政策方向與全球景氣循環周期出現不協調情形時，其它國家將深受其害。

一、當前美國經濟重要性與美元被使用比重出現落差

近年來，美國對全球經濟重要性已不若以往，以美國 GDP 佔全球份額為例，其比重已從高點近 1/3 降至近年的 1/5；美、歐及日本所占比重，則自 64.5% 降至 47.2%（見表 8）。而新興市場國家比重大幅攀升，如 BRIC 等 4 國之比重自 8.33% 上升至 20.0%。

表 8 主要國家 GDP 年增率變動概況

		美國	歐元區	日本	中國 大陸	東亞 (開發中)	BRIC	全球
規模 (10 億美元)	2001 年	10,234	6,348	4,160	1,325	1,832	2,677	32,158
	2012 年	15,685	12,200	5,960	8,227	10,313	14,336	71,666
佔全球比率 (%)	2001 年	31.82	19.74	12.94	4.12	5.70	8.33	100.0
	2012 年	21.89	17.02	8.32	11.48	14.39	20.00	100.0

資料來源：彭博資訊

但美元占全球央行外匯存底及外匯市場交易等比重則遠超過其經濟規模比重（見表9、10）；據UBS的研究亦指出，目前約有6成的國際交易活動係以美元計價。

表9 全球外匯存底總合主要貨幣配置比重變動概況

		美元	歐元	日圓	英鎊	澳幣	加幣	人民幣
佔全球外匯存底比重(%)	2001年	71.51	19.18	5.05	2.70	0.00	0.00	N/A
	2012年	61.23	24.19	4.03	4.00	1.48	1.48	N/A

資料來源：IMF

表10 外匯市場主要貨幣交易比重變動概況

		美元	歐元	日圓	英鎊	澳幣	加幣	人民幣
佔全球外匯市場比重(%)	2001年	89.9	37.9	23.5	13.0	4.3	4.5	0.0
	2010年	84.9	39.1	19.0	12.9	7.6	5.3	0.3

資料來源：BIS每三年統計調查報告；因外匯交易涉及兩種貨幣，故總合為200%。

二、美國貨幣政策與其它國家景氣循環出現不一致情形

美國次貸風暴引發全球金融危機，並導致2009年各國經濟均呈放緩或衰退情形，而聯準會的貨幣政策雖緩和美國景氣循環波動，但此波經濟復甦，美國復甦腳步常與他國相左。

由於聯準會的貨幣政策與其他國家經濟表現經常出現不一致情形，使得新興市場國家經濟起伏因聯準會的貨幣政策變動而加劇，並傷及其經濟成長穩定性。如時值 2010 年，新興市場國家，如大陸與巴西，處於經濟過熱與通膨壓力的情況下，聯準會為提振美國景氣接連推出量化寬鬆；此卻也造成資本大量流向新興市場國家。近期美國經濟開始復甦，聯準會因而開始釋放出即將結束量化寬鬆訊息，導致國際資本從新興市場國家外逃。然而，這些國家正面臨經濟硬著陸風險；另外，歐元區景氣衰退情形也尚未見好轉。

由於美國貨幣政策的負面外溢效果，造成其他國家執行貨幣政策困難度提高，而當前可能解決之道有下列兩項：

- (一) 各國努力維持本國貨幣的穩定性：各國或基於經濟及金融穩定而採行總體審慎措施，或面對其他國家以鄰為壑的貨幣競賽，而不得不阻升其幣值，以因應熱錢大量流入。
- (二) 期待能與美元抗衡的國際儲備貨幣誕生，如人民幣：大陸現已成為世界第 2 大經濟體，國際貿易金額與日俱增，若人民幣國際化能順利推展，可增加國際間計價幣別的選項。

陸、結語

此次韓國央行國際研討會首先對全球流動性本質進行審視與定義，接著探討先進經濟體國家所實施的非傳統貨幣政策如何在透過前法國央行副總裁 Landau 所述的四個主要管道：(一) 跨境投資組合之調整、(二) 投資人預期心理之改變、(三) 銀行因低廉資金膨脹資資產負債表之行為、及(四) 各國央行對它國政策之反應，對全球流動性產生影響，尤其是側重在資本移動對新興市場國家的負面效果。

來自新興市場及小型經濟體等國家的與會人士，如韓國及瑞士央行官員，強烈地表達對全球流動性過度成長的擔憂，不約而同要求國際間通力合作管理全球流動性被先進國家恣意增加的情形。另外，他們也強調，在全球流動性無法被有效管理前，該國實施嚴格的外匯市場管制措施實屬合情合理。首爾大學教授 Kim 及瑞士央行貨幣委員會成員 Zurbrugg，則分別對韓國的遠匯限額及瑞士的匯率上限表示，相關措施具有降低該國匯率風險、穩定金融與經濟情勢之功能。

基於資本大幅流出對新興市場國家所造成的傷害，多數與會人士認同，為避免受到全球流動性過猶不及的衝擊，流動性接受國 (host countries) 應強化金融監理法規，以及實施總經審慎措施 (macro prudential measure)，並且呼籲流動性來源國 (source countries) 進行國

際貨幣政策合作，畢竟「以鄰為壑」作法難以為繼，而追求「互利共榮」才是長久之計。