

# 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)

## 參加聖路易聯邦準備銀行所舉辦第三屆官方與 金融機構論壇之北美會議出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 副研究員

派赴國家：美國

報告日期：105.10.7

出國時間：105.7.12~105.7.17

## 摘 要

本次官方貨幣與金融機構論壇之北美會議(Official Monetary and Financial Institutions Forum Main Meeting in North America)主要討論主要國家貨幣政策走向、跨境資本移動現況與影響、以及未來人民幣國際化後可否具有如美元般的國際儲備貨幣角色等數項議題。

在探討上述議題之際，與會人士多次評論傳統國際經濟學中三難困境(Trilemma)之合適性。對於新興市場國家而言，三難困境一直是當地政府在執行總體經濟政策上必須面臨的課題。然而，有更多的文獻指出，新興市場國家在採行管理浮動匯率制度時，可藉由適度的資本管制與政府干預，一方面享有跨境資本流動對該國經濟發展之助益，另一方面仍握有該國貨幣政策自主性，緩和國內景氣循環之波動。

## 目 次

壹、前言 .....	1
貳、重要發言內容 .....	3
一、St. Louis Fed 研究主管 Christopher Waller .....	3
二、IMF 執行董事 Otaviano Canuto.....	4
三、前 World Bank 董事 Pieter Bottelier .....	5
參、國際經濟學之三難困境與兩難困境 .....	7
一、三難困境之說明.....	7
二、兩難困境之說明.....	10
三、三難困境與兩難困境似並存於世 .....	12
肆、結語 .....	15

## 壹、前言

職奉 派於 7 月 12 日至 7 月 17 日，赴美國聖路易市參加第三屆官方貨幣與金融機構論壇之北美會議(Official Monetary and Financial Institutions Forum Main Meeting in North America)。會中討論主要國家貨幣政策走向、跨境資本移動現況與影響、及人民幣國際化能否挑戰美元國際儲備貨幣角色等議題。

本報告針對此次會議之重要發言進行以下摘譯，分別有：(1)St. Louis Fed 研究部門主管 Christopher Waller 質疑長期停滯(secular stagnation)是造成美國公債殖利率走低之原因，以及實施負利率能否使得貨幣政策更具寬鬆效果；(2)IMF 執行董事 Otaviano Canuto 傳達該組織內部已檢討以往對新興市場國家處理跨境資本移動之建言，即過去常建議此類國家應犧牲匯率穩定，用以換取資本移動與貨幣政策自主之好處；(3)前 World Bank 董事 Pieter Bottelier 點出中國大陸推動人民幣國際化所面臨的難題，與人民幣國際化後國際社會將共同承當大陸本地債務風險之可能性。

由於部分與會人士對傳統國際經濟學之三難困境(Trilemma)有所討論，故本報告嘗試針對三難困境與新銳學者 Hélène Rey 提出之兩難困境(Dilemma)加以解譯。同時，本報告亦綜整相關學者論點，試圖歸

納出他們對一國政府在面對總體政策目標之抉擇上所應採取之作法。前述學者對於此議題大致有下列相似建言：(1)他們皆認為，資本管制與政府干預(如直接匯率干預、總體審慎政策中要求更嚴格的槓桿比率等)是一國達到匯率穩定與貨幣政策自主之必要措施。(2)對於採行管理浮動匯率制度之新興市場國家而言，可藉由上述措施以確保該國匯率穩定，同時允許跨境資本流動對該國經濟發展之助益，以及仍握有該國貨幣政策自主性，作為緩和國內景氣循環波動之用。

以下章節將先摘譯本次會議重要發言內容，接著針對國際經濟學之三難困境、兩難困境及其相關論點作一整理。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

## 貳、重要發言內容

本節針對以下重要發言進行摘譯，依序為：(1)St. Louis Fed 研究部門主管 Christopher Waller 對貨幣政策議題談話、(2)IMF 執行董事 Otaviano Canuto 對資本流動議題談話、(3)前 World Bank 董事 Pieter Bottelier 對人民幣國際化議題談話。

### 一、St. Louis Fed 研究主管 Christopher Waller

去(2015)年 12 月 Fed 首度升息，形成先進國家貨幣政策分歧現象。本(2016)年 1 月全球金融市場動盪讓部分 Fed 官員反思，Fed 原先計畫的升息節奏是否應該放緩；當本年 5 月份美國非農就業數據結果大不如預期，內部質疑聲音更是進一步高漲，紛紛提出相關政策報告，表達美國通膨率目前仍低，Fed 何須急於升息之觀點。

反觀市場投資人對持有中長天期債券意願從未明顯降溫，致美國公債殖利率始終保持在歷史低水準。雖然部分人士認為美國公債殖利率難以回升是反映經濟成長陷入「長期停滯」，但觀察美國資本報酬率變化卻未出現類似公債殖利率趨勢性下滑情形；故「長期停滯」無法完全解釋前述殖利率走低現象。或許全球人口

老化，使得民眾資產配置從高風險性投資逐漸調整為低風險性投資，才是影響公債殖利率長期下跌之重要因素。

另外，若欲以實施負利率充作貨幣政策寬鬆工具，最終效果將會適得其反，原因在於銀行超額準備金被央行收取費用，勢必會轉嫁成本至客戶端，形同對民眾或企業課稅，其作用有如緊縮財政政策。因此，政府當局應思考如何取得全民共識，善加利用當前低利率環境，擴大基礎建設支出，改以寬鬆的財政政策推動國內經濟成長。

## 二、IMF 執行董事 Otaviano Canuto

數據顯示，現今新興市場的資本移動可預測性已較 1990 年代以前大幅改善，主要原因如下：(1)與全球金融市場整合度提高、(2)國家整體資產負債之幣別錯置情況改善、(3)當地居民財富明顯增加、(4)外匯存底大幅攀升、(5)匯率波動富有彈性、(6)財政紀律更加嚴明。至於是否仍建議新興市場國家以放任匯率浮動代價，就能換取資本移動與貨幣政策自主之好處，IMF 內部已檢討此項政策建言；近期 Hélène Rey 所著「Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence」一文則是質疑前述傳統國際經濟學論點之代表性文章。

另外，去年 Fed 一篇研究報告「Large Capital Inflows, Sectoral Allocation, and Economic Performance」分析 70 個中高所得國家在過去 35 年之大規模資本移動情形發現：(1)處於資本流入時期，當地經濟多半出現榮景，然資本流出時則常伴隨經濟衰退，總生產力甚至在資本流出結束後，仍低於趨勢值長達 3 年以上、(2)在境外資金大量流入時，原當地製造業持有之資本與勞動力出現移轉至其他部門之現象，尤其在美國利率低於歷史均值時，該現象最為顯著、(3)但若資金流入時，該國外匯存底伴隨大量累積，則當地製造業勞動力移出情形則相對輕微、(4)資本流出後之經濟衰退程度，往往與當地製造業勞動力在資本流入時期所移出數量多寡具有高度相關性，即當地製造業勞動力如果在資本流入時大量移轉至其他部門，該國經濟在資本反向流出時多半受創嚴重、(5)另外，資本流入規模與同時期信用擴張程度愈大時，未來情勢快速反轉之可能性愈高。

### 三、前 World Bank 董事 Pieter Bottelier

2008 年美國次貸風暴導致當時全球美元流動性一度短缺、各國貨幣與美元雙邊匯率大幅波動。作為全球第 2 大經濟體、第 1 大貿易國、擁有最多外匯存底之中國大陸為避免未來受到類似情

況衝擊及圖謀自身國力發展，於 2009 年對外提出多項建議方案，其中一項即是創造新的國際儲備貨幣，亦或強化 IMF 所創設 SDR 之功能。

當時中國大陸之所以未力推人民幣取代美元成為國際儲備貨幣，乃是明白其不易擺脫特里芬難題(Triffin Dilemma)所預言，作為國際儲備貨幣發行國，必須面臨國際收支長期失衡宿命，致本國經濟最終難逃重創之詛咒。此外，2008 年全球金融危機所帶來之警惕，亦使得其他國家不願再樂見特定獨強之國際儲備貨幣存在於國際貨幣體系中。

雖然中國大陸尚無意或無法讓人民幣扮演主要國際儲備貨幣，但推廣人民幣於國際貿易與金融上被廣泛使用，對中國大陸極具戰略利益。以近期大陸當局逐步開放國外機構進入當地債券市場為例，在外國人享有大陸高殖利率債券收益之際，中國大陸也順勢將其債務風險向外輸出，國際金融市場於潛移默化中與大陸當地信用風險更加緊密連結。

## 參、國際經濟學之三難困境與兩難困境

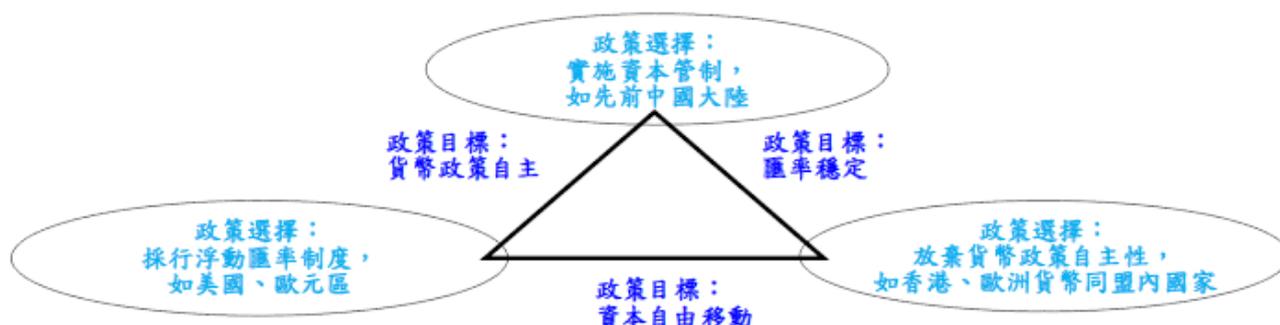
Hélène Rey 認為全球性金融循環之存在會使得一國政府縱然採行完全浮動匯率制度，仍必須在資本自由移動與貨幣政策自主性兩項政策目標間，加以取捨。換言之，傳統國際經濟學理論之三難困境已蛻化成兩難困境，即一國欲維持貨幣政策自主性，該國須有效管理其資本帳。

### 一、三難困境之說明

傳統國際經濟學理論指出，一國政府不可能同時達到匯率穩定、資本自由移動、以及貨幣政策自主三項總體政策目標；僅能從中挑選出兩個對自身有利之目標，戮力實現。圖 1 常作為描述三難困境之政策抉擇三角形；三角形的三條邊分別代表匯率穩定、資本自由移動、以及貨幣政策自主三項總體政策目標，三角形的三個點則是當政府追求兩項優先政策目標時，所必須採行之政策，因而也必須選擇犧牲第三項目標。

舉例而言，當一國政府（如美國、歐元區）將資本自由移動與貨幣政策自主列為其總體政策優先目標時，只有採行浮動匯率制度才能達到上述政策目標；此意味，該國必須犧牲匯率穩定此一目標。

圖 1 三難困境之政策抉擇



資料來源：作者參考文獻自行繪製

三難困境闡述的是一國政府必須選擇圖 1 三角形中一頂點（角解；corner solutions），以達成其設定之優先政策目標；然實務上大部分國家之政策選擇多半落在該三角形內部（內解；interior solutions），代表政策目標之達成並非絕對的有或無，而是程度上的取捨。

Joshua Aizenman、Menzie Chinn 與 Hiro Ito 等三人以編製三難困境指數（trilemma index）之方式發現，新興市場國家與工業化國家在上述政策抉擇三角形之位置自 1970 至 2006 年出現下列趨勢性變化：(1)新興市場國家透過持有足量外匯存底方式，以實行管理浮動匯率制度，並保有適度之貨幣自主性與資本流動性。(2)歐洲國家朝向匯率穩定與資本開放兩政策目標靠攏，但貨幣自主性卻逐漸喪失，歐元區內國家即為最佳例子。

Stephen Grenville 認為，三難困境在實務上無法適用於東亞國家在過去十幾年，尚能維持資本市場開放、貨幣政策自主、及匯率有效管理等三項政策目標，其原因如下：(1)東亞國家央行藉由累積外匯存底，並沖銷所釋放之本國貨幣方式，讓該國易於掌握貨幣政策自主性。(2)國際資本移動並非僅取決於三難困境理論中之兩國利差，金融基礎建設、投資者所有權保障等其它因素亦須考量。(3)上述央行在匯率管理上，開始偏重引導匯率價格向中期均衡水準調整，較為不在意短期匯率波動。

Neil Wallace 主張，當一國政府採行浮動匯率制度時，必須藉由實施資本管制與政府干預匯市等兩項手段，以確保該國匯率維持在均衡水準，此歸因於外匯本質不同於其他金融商品；原因如下：(1)目前各國貨幣多屬法定貨幣 (fiat money)，貨幣本身幾乎不具內在價值，貨幣當局在無十足擔保下，以極低成本發行。相反地，其他金融商品之發行皆有相對應實物或現金流作為支持。(2)因為法定貨幣之價值完全仰賴貨幣發行國的信用，故該貨幣之均衡匯率無法單純交由自由市場透過供需法則決定。

由於民間部門勢必存在投機行為，使得採行浮動匯率制度之一國政府難以僅靠市場自由買賣，即可消除該國貨幣匯率之不確

定性，達到其均衡水準。據此，Neil Wallace 支持有管理的浮動匯率制度可將一國貨幣匯率水準導向均衡目標；也意味此種制度優於完全浮動匯率制度。

## 二、兩難困境之說明

基於下列現象，Hélène Rey 認為，國際間存在有全球性金融循環：(1)國際間資本移動、融資槓桿、信用創造、及資產價格等出現同向變動，並與 VIX 走勢互有關連，隱含全球金融市場發生共同波動之循環現象。(2)由於美元為最主要之國際準備貨幣，使得其他國家必須得同時面對美元所創造之信用市場與自身之本幣信用市場，而前者規模又遠大於後者；故美元利率變化在國際資本可自由流動的情形下，可影響他國金融市場之變化。(3)美國貨幣政策之鬆緊影響全球金融市場之鬆緊，因而成為全球性金融循環的形成關鍵之一。

因為全球性金融循環之存在，Hélène Rey 表示，開放經濟體所面臨之傳統三難困境已蛻化成兩難困境。大國貨幣政策（特別是 Fed 的政策）因具有外溢效果，足以形成全球性金融循環，干擾小國貨幣政策自主性；即使小國實施完全浮動匯率制度，國際間資本移動之信用創造、融資槓桿等因素，仍會扭曲其國內貨幣

政策之預定效力。換言之，小型開放經濟體縱然放手讓該國匯率自由浮動，其政府仍須適度實施資本管制，才能達到貨幣政策自主之目標（見圖 2）。

圖 2 兩難困境之政策抉擇



資料來源：作者參考文獻自行繪製

針對 Hélène Rey 之論述，BIS 與 IMF 已有多篇報告證明，美國貨幣政策之外溢效果，透過全球性金融循環此一管道，讓小型開放經濟體與新興市場國家深受其害。

BIS 在 2015 年 9 月《季度回顧報告》提到，全球金融危機之後，美國寬鬆貨幣政策之外溢效果應是造成全球利率持續低迷之重要原因之一。該報告透過實證亦發現，即使是採行彈性匯率制度之國家，必須考量已開發主要經濟體之貨幣政策方向，無法僅依照自身經濟狀況來決定本國貨幣政策。

IMF 於 2015 年 10 月《全球金融穩定性報告》亦提及，新興市場國家非金融企業因先前舉債成本低廉，以致負債規模由 2004

年約 4 兆美元激增至 2014 年底超過 18 兆美元。這些國家之企業債務相對 GDP 比也因而上揚 26 個百分點至約 75%。

鑑於上述情況，Hélène Rey 對於小型開放經濟體國家提出下列四點建議，以舒緩全球性金融循環之外部衝擊：(1)實施有目標之資本管制措施；(2)學習因應主要央行貨幣政策之外溢效果；(3)藉由逆景氣循環措施（如總體審慎政策）避免信用過度成長；(4)對金融中介機構要求更嚴格的槓桿比率，以阻絕此傳遞管道。

### 三、三難困境與兩難困境似並存於世

有別於 Hélène Rey 之兩難困境論點，Michael Klein 與 Jay Shambaugh 仍認為，一國政府採行浮動匯率制度有助提升該國貨幣政策自主性。他們將所收集之樣本國家，依該國是否 (1) 盯住大國匯率、與 (2) 實施資本管制等兩項條件，區分小國為四類群組，並進行迴歸分析。

實證結果顯示，對於實施浮動匯率制度之小國而言，其當地利率與大國利率間之相關性明顯低於盯住大國匯率之小國；若實施浮動匯率制度之小國又進行資本管制，該相關性會進一步降低。當小國與大國之間的利率相關性偏低時，代表該國之貨幣政

策較不受大國影響；此意味小國貨幣政策自主性會因為該國採行浮動匯率制度而增加。故 Michael Klein 與 Jay Shambaugh 表示，保持匯率彈性仍可讓一國政府掌握較高的貨幣政策自主性，特別是對新興市場與開發中國家而言。

實務上，各國對於匯率穩定、資本自由移動、以及貨幣政策自主等三項總體政策目標之抉擇，會因為其經濟規模大小與經濟開放程度等因素，處於三難困境與兩難困境之兩端點間，原因是：美歐等先進國家因經濟規模大，對外開放程度高，總體政策目標抉擇偏向三難困境；即此類國家選擇資本自由移動與貨幣政策自主等兩項優先政策目標，因而讓該國匯率完全浮動。

但是，當小型開放經濟體採行固定匯率制度時，其政策抉擇偏向三難困境；但若將資本自由移動與貨幣政策自主等兩項政策目標之優先順序置於匯率穩定之上，小型開放經濟體之政策抉擇將偏向兩難困境，此乃大型開放經濟體（特別是擁有國際準備貨幣地位之國家）之貨幣政策可影響全球金融循環，使得小型開放經濟體縱然採行浮動匯率制度，仍難以同時達到資本自由移動與貨幣政策自主等兩項目標，必須再於兩政策目標之間進行取捨。不過，有研究指出，小型開放經濟體對浮動匯率制度之管理程度

仍對該國貨幣政策自主性具有重要影響力。

## 肆、結語

三難困境理論描述一國政府必須在匯率穩定、資本自由移動、與貨幣政策自主等三項總體政策目標中，選擇犧牲一項政策目標，以達成其它兩項優先目標。以 Mundell-Fleming 架構詮釋上述，即一國政府之總體政策最適解處於 Impossible Trinity 三角形上之三個頂點。

部分學者認為，由於許多新興市場國家成功運用外匯存底作為資本移動緩衝工具，使得該國能夠適度維持資本市場開放、貨幣政策自主、及匯率有效管理等三項政策目標，故三難困境在實務上無法完全成立。而基於外匯本質不同於其他金融商品，Neil Wallace 則是主張實施浮動匯率制度之國家，必須適度管理該國外匯市場，以確保其匯率處於均衡水準。上述情形代表在 Mundell-Fleming 架構下，一國政府之總體政策最適解處於 Impossible Trinity 三角形之內部。

Hélène Rey 有鑑於全球性金融循環之存在，提出兩難困境假說，即美國此類型大國之貨幣政策透過跨境資本移動、融資槓桿、信用創造、及資產價格等管道形成全球性金融循環；小型開放經濟體即便讓該國匯率自由浮動，也無法避免其貨幣政策自主性受到干擾。BIS 與 IMF 接連批判美國 QE 之外溢效果即為佐證。

全球性金融循環之存在使得開放經濟體所面臨之傳統三難困境已蛻化成兩難困境。一國政府縱然採行完全浮動匯率制度，仍必須在資本自由移動與貨幣政策自主性兩項政策目標間，加以取捨。換言之，一國欲維持貨幣政策自主性，該國須有效管理其資本帳。

Michael Klein 與 Jay Shambaugh 並不贊同 Hélène Rey 論述，他們發現，保持匯率彈性可讓一國政府享有較高的貨幣政策自主性，尤其是對新興市場與開發中國家而言；故一國政府採行浮動匯率制度與否，對該國貨幣政策自主性仍具影響力。根據以上觀察，一國政府之政策目標抉擇又回到 Mundell-Fleming 架構下，其總體政策最適解則是處於 Impossible Trinity 三角形之內部。

目前各國多基於本國經濟規模大小與經濟開放程度等考量，挑選其最適總體政策目標。大型開放經濟體，如美國、歐元區、日本、英國、澳洲等國，偏向三難困境。小型開放經濟體，實施固定匯率制度，如香港，屬於三難困境；實施浮動匯率制度，如台灣與南韓，偏向兩難困境。由於完全浮動匯率制度無法消除一國匯率之不確定性，透過適度的資本管制與匯率干預，才能有效促使匯率達到均衡水準。