

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

「BARCLAYS2016 官方機構會議」  
心得報告書

服務機關：中央銀行

職稱：二等專員

姓名：曾玉玫

出國地區：英國 London

出國期間：105 年 9 月 6 日  
至 105 年 9 月 11 日

報告日期：105 年 11 月 21 日

## 目 錄

壹、 前言 .....	3
貳、 英國脫歐的影響.....	3
參、 1985 年「廣場協議」及 2016 年 G20 會議...	6
肆、 政策建議.....	17
伍、 結論.....	18

## 壹、前言

本次參加由 Barclays 舉辦之官方機構研討會課程，參與學員約 80 位來自亞洲、歐洲等機構，會議講授內容包括英國、歐洲、美國、日本及全球總體經濟最新展望等多項議題。本報告將針對以下兩個主題進一步整理和分析：(1)英國脫歐對各國及台灣的影響；(2) 跨國匯率協議的發展和評估。

## 貳、英國脫歐的影響

### 一、英國脫歐對歐洲國家的影響

對歐洲國家而言，英國脫歐表示經濟、政治及制度的不確定性顯著增加，必然會對總體經濟造成不利影響，特別是對歐洲已開發國家。無論英國脫歐後採用何種模式，歐盟與英國之間的自由貿易將受到限制，一旦英國退出歐盟，兩者之間的零關稅將不再適用，即使重新簽訂貿易協定，也勢必要進行利益的交換和權衡，這會增加貿易成本，降低雙邊貿易量，甚至拖累雙方的經濟增長。

歐盟不希望作為聯合國常任理事國和歐洲大國的英國脫離，因為這會削弱歐盟的國際影響力，同時還會刺激甚至鼓勵其他國家因為不滿歐盟協議安排而考慮脫歐。首先，英國啟動退歐談判時，成員國必須考慮：利於英國的退出條件是否會鼓勵其他成員國也退出歐盟，例如，義大利最近即考慮

進行脫歐公投；這是一個棘手的政治及經濟問題。其次，英國脫歐表示英國將不再參與歐盟各種法規的制定，特別是貿易及金融法規。倫敦是國際首要的金融交易中心，失去英國，歐盟在國際資本市場的影響力也勢必下降。因此，歐盟及歐元區國家必須斟酌的是否應分散金融交易，鼓勵更多以歐元計價的金融業務在歐元區內部進行，或者考慮在法蘭克福、巴黎、盧森堡或都柏林等城市擇一建立核心金融中心。

英國脫歐也使歐盟內部更不穩定，不僅刺激疑歐、脫歐情緒，也使歐元承受貶值壓力。近幾年，歐盟爆發多次債務危機，加上難民流入等問題，導致內部分歧更形尖銳。這些因素都給增長乏力的歐洲經濟帶來更多不確定性，造成歐元貶值壓力。

## 二、英國脫歐對美國的影響：貿易影響有限，或有利美元

美國貿易受到英國脫歐的影響相對有限。一方面，美國與歐盟之間的貿易量遠超過英國，且英國的重要性愈來愈低。2014年美國與歐盟之間的進出口總額將近7,000億美元，而美英之間的貿易總額為1,082億美元，占比僅15.6%。美國與歐盟自2013年開始啟動TTIP談判，為了在歐巴馬任期內達成一致，美歐將在夏休之前增加兩輪額外的談判。考慮

到歐盟的經濟規模，即使英國脫歐，美國和歐盟之間的談判仍將繼續推進。因為英國對外關稅和歐盟保持一致（平均關稅 1%），脫歐後英國對美國關稅增加的機會並不大，對美國貿易的影響也有限，但考慮到英國是美國最密切的盟友，而且是美歐交往的重要橋梁，英國脫歐將令美國在政治上處於左右為難的境地。

### 三、英國脫歐對中國的影響

#### 1. 加劇人民幣貶值壓力：

經濟學家稱，英國脫歐可能使金融市場恐慌，造成美元強勢，導致中國內地資本外流，加劇人民幣貶值壓力，挑戰人民銀行的貨幣政策管理。美國經濟狀況一直在改善，聯準會升息只是時間問題。此外，英國脫歐會衝擊英鎊和歐元，推升美元指數，人民幣處於相對弱勢。

#### 2. 人民幣國際化步驟將被打亂：

英國退出歐盟將使倫敦作為全球關鍵金融中心的地位面臨挑戰，這對人民幣的國際化和中國資本「走出去」的政策多少會有些影響。此外，倫敦已經成為僅次於香港的第二大人民幣離岸結算中心。一旦英國脫歐，這項貨幣紅利就不復存在。

#### 3. 中歐貿易合作或將面臨變局：

在歐盟內部，英國是自由貿易的堅定推動者，一旦英國脫歐，中國通過英國加強與歐盟合作的戰略計劃將變得更為困難。英國脫歐等於是間接打破中國和歐盟的合作紐帶，使得中國必須選擇其他方式和歐盟進行合作。

#### 4. 中國企業「進入歐洲的通道」不再：

英國向來有支持自由貿易的傳統，是為數不多且願意公開承認中國市場經濟地位的歐盟國家。英國退出歐盟將使中國失去一個在歐盟內部推動自由貿易的重要力量，增加未來中歐自由貿易協定談判的難度，影響中歐關係發展。

#### 四、英國脫歐對台灣的影響：

出口方面，短期對台灣整體出口衝擊有限。英國脫歐產生的股匯市衝擊將影響英國內需及歐盟，甚至美、中、日等全球經濟，進而影響台灣出口表現，中長期將影響我國經濟與對外貿易。

#### 叁、1985年「廣場協議」及2016年G20會議

##### 一、1985年「廣場協議」的歷史：

1985年美國正苦於強勢美元導致的貿易逆差惡化，失業率上升及政府赤字飆升等經濟困境，而日本經濟則相對快速成長，並在全球市場上持續攻城掠地。這種情況迫使美國亟思協調其他主要國家

共同穩定匯率，促使美元貶值，進而改善美國國際收支的失衡狀況。

當年 9 月 22 日，美國、日本、德國、英國及法國等五國財政部長及中央銀行首長（簡稱 G5）在紐約廣場飯店舉行會議，協議聯合干預外匯市場，引導美元對主要國家貨幣有秩序地貶值，以解決美國巨額貿易赤字帶來的全球經濟問題。此一協議在紐約廣場飯店簽署，故又稱「廣場協議」（Plaza Accord），這是國際金融史上一次重要的里程碑。廣場協議簽訂後，上述五國開始聯合干預匯率，在國際市場上大量拋售美元，繼而形成市場投資者的拋售狂潮，導致美元持續大幅度貶值，而日圓及德國馬克則巨幅升值。此種結果與 Mussa 教授(1981)的訊號或宣告假說（signalling hypothesis）一致，亦即，貨幣當局在外匯市場採取一致行動，傳達政策意圖給市場參與者，進而使干預達到目標。

表面上，廣場協議是為了解決美國巨額的貿易逆差問題，但對其他國家而言，特別是日本，此一協議卻造成了深遠的影響。當時日本因為連年貿易順差，長期以來累積了數量龐大的美元資產，美元貶值使日本遭受巨額的資本損失。因此許多經濟學家都認為，廣場協議其實是「項莊舞劍，志在沛

公」，其目的是美國企圖「賴帳」，打擊其最大債權國——日本。

從資料上看，廣場協議導致日圓在 3 個月內升值 20%，3 年升值 86.1%。為了舒緩壓力，日本實施寬鬆貨幣政策，國內資本湧入股市及房地產，導致泡沫經濟，90 年代初又實施貨幣緊縮政策，導致泡沫破滅，日本經濟自此長達 20 年一蹶不振，至今仍受影響。

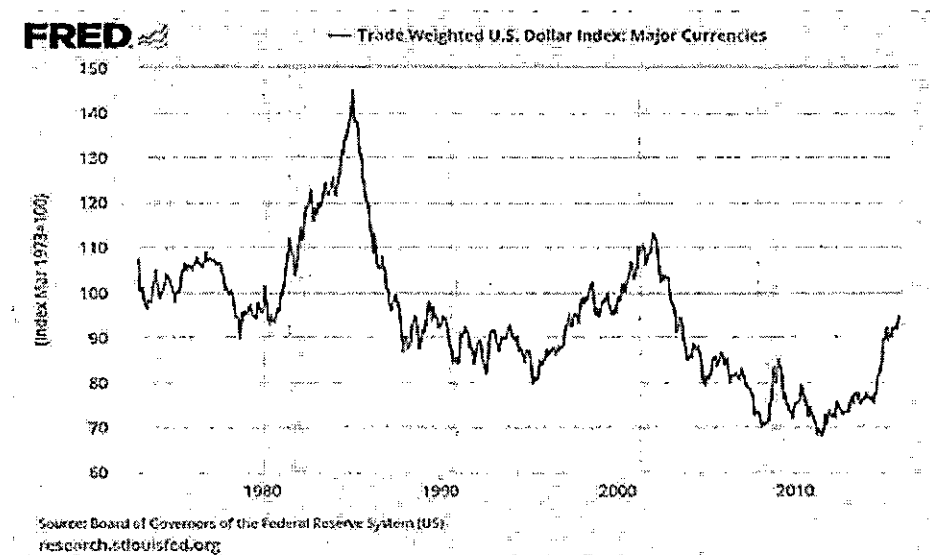
1985 年的廣場協議後，日圓大幅升值，BOJ 為協助出口產業，採行極為寬鬆的貨幣政策，結果銀行競相大肆放款至不具生產性與投機性的領域，造就了房地產、股票價格的狂飆。再者，當時日本政府為舒緩貿易摩擦，擴大國內需求，而將緊縮性財政政策轉為擴張性財政政策。回顧日本在資產價格泡沫破滅前的那段期間，銀行放款與貨幣總計數 M2 年增率均維持兩位數的成長，顯示超額流動性確實是點燃資產價格泡沫的元兇。所以因廣場協議而導致日本失落的 20 年，此確為非戰之罪 (IMF, 2011)。

圖一是 1973-2015 年期間，美元指數（相對主要貨幣）的歷史走勢。如圖所示，廣場協議後，美元在 1985-1987 兩年間重貶了 40%，這是過去 40 年間僅見的貶值幅度，遠遠超過當時各國的預期。於



是，主要工業國家又在 1987 年 2 月於法國巴黎再度集會達成羅浮協議 (Louvre Accord)，決定在市場上購買美元，扭轉因廣場協議而導致的弱勢美元。廣場協議與羅浮協議可說是少數國際匯率協調成功的範例，也是重大的分水嶺。自此，主要工業國家似乎習於干預匯市，而央行干預也成為一種經常性政策。

圖一：美元指數歷史趨勢 (1973-2015)



## 二、新興市場經濟體的匯率防禦政策：

就亞太地區發展中國家而言，在出口導向的經濟體系下，貨幣當局大多傾向干預政策，試圖引導幣值往政策目標方向前進。央行經由訊號管道所做的干預，其政策效果除了受實際市場狀況影響外，還必須考慮市場參與者如何看待央行的干預政策。一般而言，央行政策的可信度和明確度是影響

政策效果的關鍵因素。上述由少數經濟大國官員齊聚一堂，在杯觥交錯間決定全球匯率走向的時代，已隨著當前國際金融情勢的日益複雜及新興經濟大國的崛起而宣告終結。

時下，人民幣升貶值問題已成為國際社會的焦點。以美國為首的西方國家對中國施加各種政治及經濟壓力，欲迫使人民幣升值。但也有許多專家認為，人民幣並未低估，美國此舉是企圖複製當年“廣場協議”的伎倆。

甫於今年 2 月 27 日閉幕的 G20 上海會議，各國財長及央行首長達成協議，並發布《G20 財長和央行行長會議公報》。與會各國同意運用所有政策工具來促進經濟增長，確保債務率（即外債餘額與出口收入比率）能維持在一個可以持續的水準，並避免各國操作貨幣競爭性貶值。自 2008 年全球金融海嘯以來，日圓，美元及歐元等主要國際貨幣的波動均與各國的貨幣政策有關，美國是其中代表。自 2008 年以來，聯準會先後啟動了三波的量化寬鬆政策。有人宣稱：「聯準會印鈔以抵銷美國債務，這麼做是為了維持低利率以刺激經濟復甦。很顯然的，因此導致的美元貶值可以使美國的出口增加。」並同時補充：「我不認為這是操控貨

幣，因為這也有益於其他國家。美元貶值有助於美國的出口，但也能擴張美國國內市場，吸納來自他國的商品，可謂利弊相當！」這麼直接的表白可謂相當露骨。

美國此舉在當時帶給亞洲主要國家極大的困擾，原因是因為美國的寬鬆政策造成熱錢不斷地湧入在當時經濟狀況看似比歐美好的亞洲各國。回顧歷史，包括台灣在內的主要亞洲市場，多面臨了貨幣升值的壓力；在此情況下，不得不從事外匯市場的干預，以便阻止貨幣因為過度升值而影響到該國的出口市場，並抑制各類金融資產與房市過熱，進而拖累了受到全球金融危機衝擊且脆弱不堪的實體經濟。

沒錯，如果以結果來看，這些亞洲國家確實運用了非市場力量去干預該國的貨幣價格。不過，這只是被動式地反應，同時也是必要的，更是確保該國經濟能不受到貨幣升值的影響，而衝擊到自身國家的實體經濟。

開發中國家資本移動自由化往往導致金融危機，主要是因為資本移動自由化後吸引許多追逐高報酬的外資，初期將使得國外資本大量湧入，導致匯率升值，伴隨著本國貨幣及信用的擴增，加上開

發中國家投資工具有限，國外資本大量流入將推升資產價格，帶來的財富效果將激勵消費，而股價上升亦有助企業募集資金而增加投資，造成景氣榮景。然而由於本國貨幣升值推升出口品價格，降低進口品價格，將降低出口競爭力而抑制出口，並增加進口，經常帳逐漸惡化。一旦經常帳趨於惡化，外資將重新評估國內投資環境，風險提高疑慮下資金將快速撤離，國內經濟將呈現反向的調整。

Hausmann 等人(2000, 2001)利用 BIS 國際金融統計資料發現，新興市場經濟體一般缺乏在國際間借入資金的能力，因此不願對匯率採取完全放任的方式；再加上某些新興市場國家，由於其外匯市場規模小而且不具流動性，因此經常面臨缺乏双向交易之風險，換句話說，即市場參與者對市場多持某一種看法，極少部分的參與者持另一看法，在此種情況下，單方走向之預期會擴大匯率波動的幅度；此一結果亦與我國實際的外匯市場情況不謀而合。

基於上述原因以及若干不易改善的結構性因素，例如經濟開放性、貿易型態及經濟相對弱勢等現實，都使得新興市場經濟體較工業國家易受傷害。Hausmann 等人進一步檢視各國的結構性及歷史因素，所得水準開放程度、貿易型態、通貨膨脹、

危機歷史、政策措施與市場結構發展狀況，發現匯率變動的確對新興市場經濟體有較大的影響，於是針對不利的匯率走勢採取防禦政策是必要的。

目前，貨幣衝突集中在日圓與歐元方面，但最具爭議性及話題性的當屬人民幣。美國當局和許多意見領袖經常指責中國在過去十年間一直操控貨幣，聲稱中國通過買入美國國債引導人民幣貶值。他們認為中國的這種做法旨在刺激本國出口，同時又影響美國的出口和就業。

國際貨幣的對抗或合作不但是經濟問題，也是政治問題。貨幣畢竟是一個國家的象徵，一旦牽扯民族主義和保護主義情緒，匯率談判經常淪為貨幣戰爭，導致嚴重後果。1930年代的大蕭條即與當時的貿易戰爭及貨幣競貶有關。目前，IMF 正努力平息這場爭端，希望各國能意識到貨幣操控或能帶來短期利益，但長期而言，如果每個國家都競相仿效，最終都將一無所獲。

### 三、特里芬困境：

追根究柢，目前檯面上爭議許久的美中匯率問題其實只是全球經濟失衡的一個面向。二次大戰之後，布列敦森林體系（Bretton Woods System）確立以 35 美元兌換一盎司黃金的交換標準，這是西

方國家企圖藉由國際合作來避免匯率爭議及重建全球經濟秩序影響最為深遠的一次範例。該體系確立了美國作為國際通貨發行國的地位，也因而賦予其維護國際金融穩定的責任與隨之而來的特權。

布列敦森林體系於 1970 年代以失敗告終，但早在其崩潰之前，美國耶魯大學教授 Triffin 即於 1960 年指出此一體系必然崩壞，因為其內部存在許多難以調和的衝突及矛盾因素，此即廣為人知的特里芬困境 (Triffin Dilemma)。Triffin 教授指出，布列敦森林體系確立美元作為國際通貨的地位，因而美國必須提供足夠的美元流通以支應全球經濟成長所需，但長此以往勢必導致其國際收支逆差。美國經年累月的國際收支逆差嚴重降低其他國家對美元的信心，因而破壞美元作為國際貨幣的關鍵前提，即美國必須保持其幣值穩定。

美國在剛結束的 G-20 上海會議中仍然堅持訂定以美國國內法為範本的國際金融管理規則，並在其國際收支持續惡化下擴大政府開支、實行減稅及寬鬆性貨幣政策。這種作為勢必會將全球經濟失衡的調整壓力加諸於其他貿易夥伴之上。目前，爭議似無平息跡象。

另外，值得注意的是，各 FTA/ECA 的規模不斷擴

大，有逐漸從雙邊走向區域化的發展趨勢，其中又以亞洲地區變化最明顯，整合進展也最快。以全球 GDP 的比重來看，中日韓 FTA 占全球 21%，另以東協為基礎之「區域廣泛經濟夥伴協定(RCEP)」占全球 GDP 比重更達 29%，而攸關我國進一步參與國際經濟社會的「跨太平洋夥伴協定(Trans-Pacific Partnership, TPP)」，其成員國包括美、日、加等 12 國等我國重要的貿易夥伴，占全球 GDP 的比重高達 38%。考量我國目前在參與全球經濟整合進程已嚴重落後，若能快速爭取加入 TPP，不但可取得跳躍性進展，同時當有助突破我國長期面臨國際政經社會被邊緣化的困境。值得注意的是，美國財政部在 2016 年 10 月「主要貿易夥伴外匯政策」報告提到，跨太平洋夥伴協定 (TPP) 是第一份能夠針對解決不公平匯率情況訂定相關條文的貿易協定，一旦 TPP 生效，將更能夠監測貿易夥伴的匯率的透明度，要求相關國家遵守 TPP 規定。因此，我國宜就 TPP 有關公平匯率及匯率透明度等相關規定深入研究，期能符合 TPP 之相關規範，而有助於我國加入 TPP。

嚴格的說，美國想要號召各國大員，重演在廣場飯店中，經由主要國家來協調美元匯率的客觀條件已經逐漸消失，甚至不復存在。在當前的後金融

風暴時代，美國自二戰後作為國際金融秩序的維護者及特權享有者的地位正面臨巨大挑戰。取而代之的國際金融協調，如 G20 上海會議，將是多邊的密集諮商和談判。在漫長的協商過程中，透過公開或暗中進行的多邊外交折衝，達成各方能夠接受的妥協結果。這種機制的效果仍有待觀察。

#### 四、結語：

平心而論，當今全球匯率爭議主要肇因於全球經濟失衡、新興經濟體崛起及美國霸權式微等三個因素。過去美國憑藉其作為國際經濟體系的締造者與特權享有者角色，巧妙運用威脅或利誘來迫使其其他經濟大國配合美元匯率的調整，例如廣場協議或羅浮協議。然而，促成這些協議的主客觀因素在當前多國經濟勢力並起的時代已不復存在。此一情勢迫使美國退而求其次地採取聯合其他國家來共同對中國大陸施壓的合縱策略。儘管當今的中國大陸已不像過去處處受制於美國的日本，但是錯綜複雜的美中經濟互賴與戰略競合關係，仍將迫使兩國在匯率爭議的處理上更為謹慎，以避免擦槍走火而導致兩敗俱傷的貿易戰。換言之，對於爆發全面經濟衝突的顧慮將促使美中兩國思考可行的妥協之道。

美國財政部在 2016 年 10 月「主要貿易夥伴外



匯政策」報告提到，跨太平洋夥伴協定（TPP）是第一份能夠針對解決不公平匯率情況訂定相關條文的貿易協定，一旦 TPP 生效，將更能夠監測貿易夥伴的匯率的透明度，要求相關國家遵守 TPP 規定。因此，我國宜就 TPP 有關公平匯率及匯率透明度等相關規定深入研究，期能符合 TPP 之相關規範，而有助於我國加入 TPP。

鑑於全球經濟復甦緩慢，而且全球成長也遠低於中國的增長，因此以增加出口的方式來刺激中國 GDP 增長會愈來愈困難。G20 公報顯示了中國對國際經濟體系的高度關注，因為中國不僅是世界第二大經濟體，也是第一大貿易國。若世界經濟持續不振或出現貨幣戰爭，對中國經濟的負面影響不容小覷。

#### 肆、政策建議：

英國脫歐對台灣的直接影響不大，對中國的影響則相對較大。由於台灣對中國的貿易依賴度有愈來愈高的趨勢，及中國對台灣的貿易依存度持續在降低，且台灣屬於小型開放經濟體系，進出口占 GDP 比例一直很高，因此進出口成長對於 GDP 成長率的影響不容小覷。

美國「富比世」網站 2015 年公布一項調查指出，台灣是全球僅次於澳洲，出口最倚賴中國市場

的國家。報導稱，中國經濟放緩是這些國家早晚將面臨的挑戰，排名第二的台灣，則有高達 26% 的出口倚靠中國大陸，而台灣高達 16% 的經濟產值與中國有關。根據經濟部國貿局的統計數據，2016 年 1 至 7 月，台灣對中國的貿易總額(不含港澳)為 637.3 億美元，占台灣對外貿易總額的 22.49%，穩居台灣最大貿易夥伴的地位。

自 2003 年起我國開放對中國大陸直接貿易後，我國出口依賴中國大陸漸深，我國出口過度仰賴中國，一旦中國景氣陷入衰退，將對我國出口不利。由於台商大舉投資中國對台灣經濟發展的影響，台灣經濟發展將受制於中國，經濟前景安全堪憂。因此，針對此點，有關當局宜早謀對策妥善因應。

#### 伍、結論：

- 一、全球爆發貨幣戰爭的機會雖然不大，但各國對美元、日圓、歐元及人民幣等關鍵貨幣匯率的想法仍相當分歧。透過國際折衝及多邊談判是否能夠穩定國際貨幣市場，效果仍有待觀察。處在這種複雜多變的國際情勢中，台灣應隨時保持警覺。對於國際貨幣體系，我們能夠發言或著力的空間或許有限，但台灣至少要能做到自保，降低可能的損失及傷害。

- 二、我們應正視英國脫歐對中國及全球經濟的外溢效果，進而對台灣經濟產生間接影響，同時也應重視其對全球金融面的影響。
- 三、英國脫歐公投促使全球資金轉向安全性資產，導致主要國家長期利率下滑。BIS (2016) 年 8 月 4 日發布的「Low Long-Term Interest Rates as A Global Phenomenon」報告指出，長期公債利率下跌主要是因為期限貼水(term premium)縮小所致，且其影響大於短期利率變動的影響。對小型開放經濟體而言，貨幣政策面臨自主性的挑戰，故本行的投資策略除了應考慮全球短期利率的變化外，也應考量英國脫歐對長期利率的影響。
- 四、英國脫歐公投是對當前全球化浪潮的一次反撲，但資料顯示，全球化仍為各國帶來淨效益，因此不必然會走向終結。經濟理論指出，只要贏家能補償輸家，則全球化便可惠及所有人，雖然對全球化的反彈確實存在，但可以透過政策補償勞工因全球化而遭受的損害，以抑制並控管此一浪潮。
- 五、此次的脫歐公投充分顯示，政治的影響有時比政策更為重大，政治的不確定往往對政策產生難以預測的結果，在民主制度中，這是政策執行者面對的嚴酷挑戰。