

政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

出席 2017 年國際清算銀行(BIS)年會之 出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳嘉添/外匯局副科長

派赴國家：瑞士、英國

出國期間：106 年 6 月 23 日至 6 月 29 日

報告日期：106 年 9 月 28 日

目錄

壹、前言	1
貳、BIS 年會重點	4
一、 總經理 JAIME CARUANA 專題演講	4
二、 主要業務部門主管報告之重點摘要	6
參、HÉLÈNE REY 專題演講之重點	10
一、 全球實質利率下降的可能原因	10
二、 全球實質利率的變動	11
三、 全球金融循環及國際貨幣體系	14
四、 政策討論及研究	17
五、 與談人談話重點	18
肆、政治風險事件主導金融市場的變化.....	20
一、 金融市場適應新的環境轉變	20
二、 債市分析：上年 6 月以來，全球公債殖利率普遍上揚	21
三、 股市分析：目前歐、美股市評價處於歷史相對高點，特別是美股似有 過熱(POTENTIAL OVERVALUATION)之虞	22
四、 金融市場風險本質出現改變	23
伍、全球化之簡介.....	31
陸、心得與建議.....	41
參考文獻.....	44

圖表目錄

表1、自然利率下降的原因拆解.....	11
表2、上年6月至本年5月以來主要金融市場的走勢.....	20
表3、重要波動率指標簡介.....	26
表4、重要波動率產品簡介.....	26
表5、全球化之優缺點比較.....	39
圖1、物價菲利普曲線斜率變得較平坦，惟工資菲利普曲線斜率變平坦的程度較小...6	
圖2、全球化刺激全球有效勞動力.....	7
圖3-1、全球通膨共變程度提高.....	7
圖3-2、單位勞動成本解釋全球通膨變動的程度提高.....	7
圖4、金融開放程度隨著貿易開放及平均每人所得增加而增加	8
圖5、全球價值鏈的國家連結	9
圖6、1920~2011年美國、英國、德國及法國之短期加權實質無風險利率 ..	12
圖7、1920~2011年美國、英國、德國及法國之消費相對財富比率	13
圖8、1920~2011年美國、英國、德國及法國之消費財富：實質無風險利率、 股權溢酬、每人消費及人口成長成分	14
圖9、1952~2015年美國淨國外資產及累計經常帳相對產出比	16
圖10、隨著全球經濟成長動能轉強，股票及公司價格上漲	21
圖11、公債殖利率上揚，惟呈現分歧	22
圖12、先進經濟體股權評價接近或超過歷史常態	23
圖13、政治事件更能引發市場反應，央行貨幣政策會議影響力則變小	24
圖14、新環境對各產業有不同的影響	25

圖15、地區間或產業間的相關係數已下降	25
圖16、政治不確定性及金融市場風險產生分歧	27
圖17、市場對尾端風險的評價	28
圖18、S&P 500指數月報酬率分配	29
圖19、金融開放程度隨著貿易開放及平均每人所得同向增加	32
圖20、第二波經濟全球化已超越第一波	34
圖21、隨著新興市場參與貿易程度越深，全球貿易已變得更加複雜	36
圖22、雙邊貿易連結更加擴展，惟金融連結更加集中	37
圖23、全球所得不均程度已下降，且國家所得不均大部分並非來自貿易 ...	40

壹、前言

國際清算銀行 (Bank for International Settlements, BIS) 於本(2017)年 6 月 25 日召開年會，年會除由 BIS 總經理及各部門主管分別進行業務報告外，並包括一場專題演講。參與者主要為各國央行代表及 BIS 人員，另國際組織、學術機構及民間亦派員參與。

此次參加 BIS 年會外，於途中順道參訪位於倫敦之法國農業信貸銀行 (Credit Agricole, CA) 及美銀美林 (Bank of America Merrill Lynch, BAML) 等兩家金融機構。

一、過程

(一) BIS 年會

議程主要分為上午 BIS 的年度報告，及下午紀念 BIS 前總經理 Andrew Crockett 的活動。上午為 BIS 年度報告，首先由現任總經理 Jaime Caruana 發表「Looking beyond the here and now」的演說，隨後由貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 及研究部門主管 Hyun Song Shin 分別針對年報重點，進行報告。下午由倫敦政經學院教授 Hélène Rey 發表專題演講，主題為「榮景-泡沫循環、利率及全球金融體系」(Boom-Bust Cycles, Interest Rates and the Global Financial System)；座談會由 BIS 理事主席暨德國央行總裁 Jens Weidmann 主持，與談人為主要國家現任或前任的央行重要官員等人士，包括 New York Fed 總裁 William Dudley、瑞典央行總裁 Stefan Ingves 及泰國央行總裁 Veerathai Santiprabhob 等人。

(二) 參訪金融機構

基於時間及行程因素，途中參訪法國農業信貸銀行及美銀美林等兩

家重要金融機構，主要係了解渠等對近期歐美央行動向(正常化)及其對金融市場之影響、英國啟動脫歐談判的可能影響與衝擊、全球利率走勢，及歐元區政治風險等相關議題之意見。

二、 報告目的

年會期間前後，儘管全球經濟成長動能轉強，惟自上(2016)年6月英國脫歐後，上年下半年至本年上半年期間金融市場面臨重大的政治風險事件，市場焦點由主要央行的貨幣政策動向，轉為政治風險事件(如英國脫歐、美國總統大選、荷蘭及法國大選)，導致傳統上各資產類別間的相關係數出現下降、政治不確定性及市場風險出現分歧，以及資產(特別是股票)報酬分配出現左偏(skewness)現象，隱含市場對部分資產評價似有過度樂觀跡象。

Rey 主張金融循環(financial cycle)係影響短期利率之重要因素，其專題演講「榮景-泡沫循環、利率及全球金融體系」(Boom-Bust Cycles, Interest Rates and the Global Financial System)涵蓋全球實質利率下降的可能原因、全球實質利率的變動、全球金融循環及三元悖論(Mundellian Trilemma)、國際貨幣體系、政策討論及研究、貨幣政策及其他政策合作。

有關全球化議題，BIS 認為全球化(包含貿易及金融開放)的確提高人類生活水準，且協助全球大部分人類脫離貧窮；全球化已協助增加經濟韌性、擴展生產力上揚及提供更大的風險分散。惟全球化的過程中必須注意分配效應(distributional effects)，如須妥適處理貿易利益未被公平地分配，且其調整的負擔集中在特定產業或地區的問題。

拜訪之兩家金融機構亦十分關注歐美主要央行動向，尤其是本年9月Fed正式宣布啟動「資產負債表正常化」，以及ECB可能於本年10月宣布縮減購債規模，對金融市場及全球經濟的影響。因此，本報告擬針

對前述「金融市場面臨政治衝擊的演變」、「榮景-泡沫循環、利率及全球金融體系」專題演講及「全球化之簡介及影響」議題進行相關分析及探討。

本報告內容主要分為四部分，第一部分概述 BIS 年會重點，第二部分為 Hélène Rey「榮景-泡沫循環、利率及全球金融體系」專題演講之重點，第三部分為年報第二章「政治衝擊重新引導市場」(Political shocks reorient markets)之重點、第四部分為年報第二章「了解全球化」(Understanding globalization)、第五部分為心得與建議。

貳、BIS 年會重點

一、 總經理 Jaime Caruana 專題演講¹

(一) 全球經濟現況概述

上年 6 月至本年 6 月以來，全球經濟呈現穩健且全面復甦，本年全球經濟成長率約 3.5%，與長期歷史平均值相當，惟仍較金融危機發生前 10 年的平均值低了 0.5 個百分點。

(二) 全球經濟復甦面臨的四項風險

1. **通膨上揚(flare-up of inflation)**：數個經濟體的經濟閒置正在減少，顯示通膨上揚風險增加，惟全球化及科技變革等因素可能抑制通膨明顯、全面及持續地上揚。
2. **成熟的金融循環及高債務水準(maturing financial cycles and high debt)**：部分小型先進經濟體及新興市場經濟體的長期金融繁榮時期(financial boom)已趨緩或反轉向下。此外，2016 年 G20 經濟體的非金融部門債務相對其 GDP 比率已達 220%，較 2007 年上升 40 個百分點。當利率正常化時，高債務水準或將嚴重拖累總需求。
3. **企業投資遲緩(lagging corporate investment)**：本波經濟復甦係由消費帶動，惟 BIS 研究顯示此類經濟復甦恐無法持續太久；另一方面，至少數個先進經濟體的企業投資疲弱，其中持續的政治不確定性及高企業債務可能拖累投資。
4. **保護主義的威脅(threat of protectionism)**：自 2010 年底以來，非關稅壁壘，如法規阻礙及補貼已大幅增加。保護主義可能透過較疲弱的生產力、較少的國際勞工分工，以及生產成本增加

¹ Caruana, Jaime (2017), "Looking beyond the Here and Now," *Speech on the occasion of the Bank's Annual General Meeting*, Jul. 3。

(因國外生產要素投入變貴)等管道，斷傷經濟成長率及福祉。

(三) 當前最佳政策回應

BIS 建議運用當前經濟順風(tailwind)建立全球及各經濟體更強健的經濟韌性(economics resilience)，又可分為「保護全球化的好處」及「採行更長遠的角度做決策」。

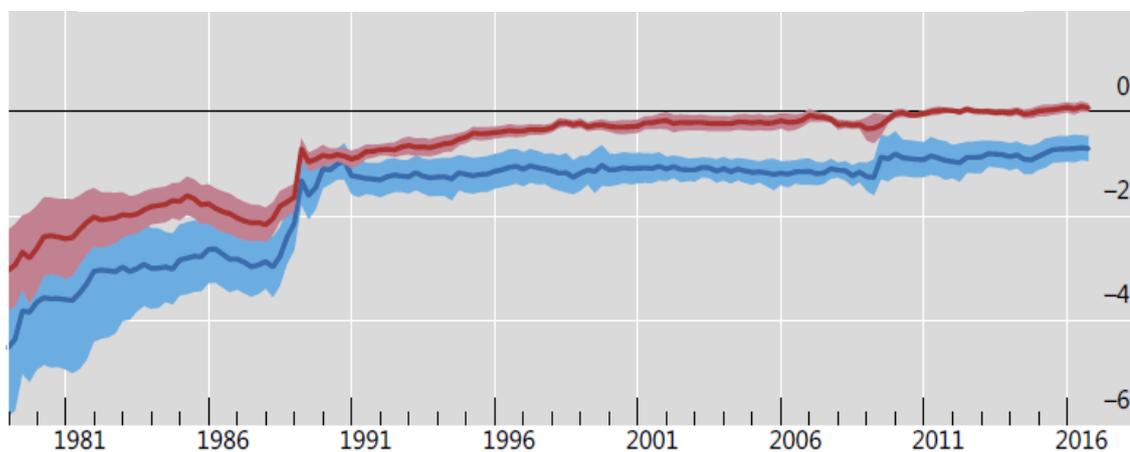
1. 過去以來，全球化(包含貿易及金融開放)的確提高人類生活水準，且協助全球大部分人類脫離貧窮；全球化已協助增加經濟韌性、擴展生產力上揚及提供更大的風險分散。惟全球化過程中必須注意分配效應(distributional effects)，如須妥適處理貿易利益未被公平地分配，且其調整的負擔集中在特定產業或地區的問題。此外，對於金融開放應謹慎處理其強化週期性及過剩(procyclicality and excesses)的特性，而非降低金融開放的程度。
2. 採行貨幣政策正常化，降低對非傳統寬鬆政策的倚賴，將金融穩定納入考量。
3. 實施有利成長的財政政策，包含審慎衡量各國財政空間、評估人口老化的財政負擔，以及提倡再訓練、教育及彈性的資源分配。
4. 結構性改革：推動創新、創業家精神以及彈性的資源分配。
5. 透過更長遠的角度做決策：貨幣政策、財政政策、結構性改革及總體審慎措施，應採行更具對稱性方案處理金融循環，如政策不應侷限於處理金融泡沫，而應積極地限制金融不平衡的累積。
6. 全球合作：優先項目為完成 Basel III 架構及擴展進一步貨幣政策合作的可能性。

二、 主要業務部門主管報告之重點摘要

(一) 貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 報告之重點摘要²

1. 過去數 10 年來，一國的國內閒置與其通膨連結被證明是疲弱且不顯著的，以菲利普曲線(Phillips Curve)而言，其斜率變得更加平坦(圖 1)。
2. 前述薪資或物價未能隨著閒置減少而明顯上升的可能原因在於，全球化及科技變革的影響，例如更加整合的產品、勞工及資本市場，以及更有效的勞動力使用。如圖 2 所示，先進經濟體有效勞動力占全球比由 1990 年 41% 大幅降至 2015 年的 18%，其他經濟體有效勞動力占全球比由 1990 年為 59% 增至為 82%。

圖 1 物價菲利普曲線斜率變得較平坦，惟工資菲利普曲線斜率變平坦的程度較小



隨時間變動的菲利普曲線斜率： ■ 物價 ■ 工資

資料來源：BIS annual report(2017)

3. 全球化對通膨的影響可分為對稱及非對稱性兩大類

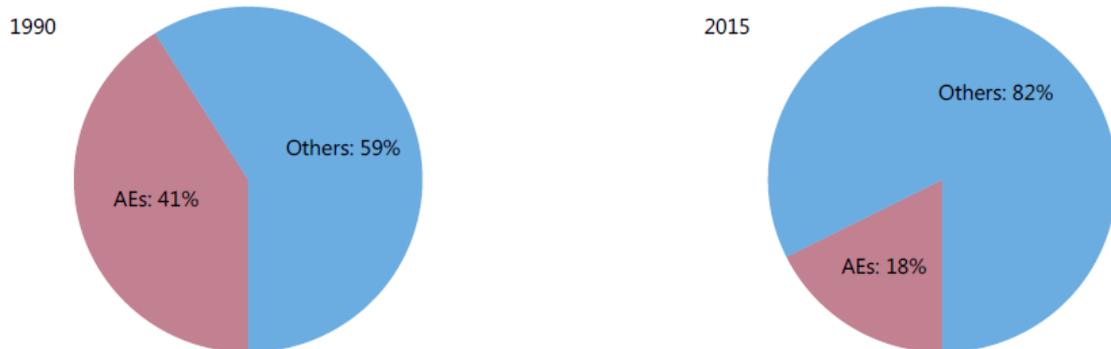
(1) 對稱性係指，國內閒置重要性下降，全球閒置重要性上升，即

² Borio, Claudio (2017), "How Much Do We Really Know about Inflation?" *Presentation on the occasion of the Bank's Annual General Meeting*, Jul. 3.

一國通膨對全球閒置的敏感度上升。

- (2) 非對稱性係指，生產成本降低及更多更廉價的勞工，將導致全球通膨持續性下降。

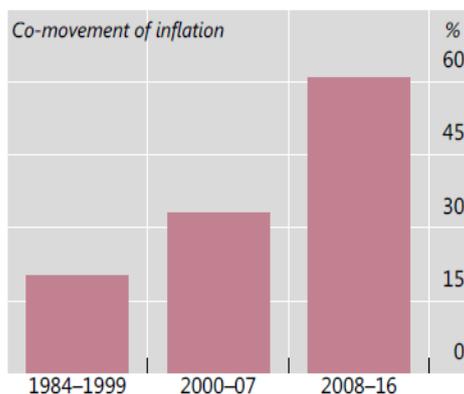
圖 2 全球化刺激全球有效勞動力



資料來源：World Bank, World Development Indicators: Population ages 15 - 64; BIS 計算

4. 全球價值鏈(Global Value Chains, 簡稱 GVCs)可協助解釋全球閒置的重要性，另勞工的定價能力呈現長期下滑，亦可解釋一國國內 Phillips Curve 斜率變平坦。全球化壓抑通膨的現象，可能導致更長一段期間，通膨無法達成目標(圖 3-1 及圖 3-2)。

圖 3-1 全球通膨共變程度提高



資料來源：BIS annual report (2017)

圖 3-2 全球單位勞動成本解釋全球通膨變動的程度提高



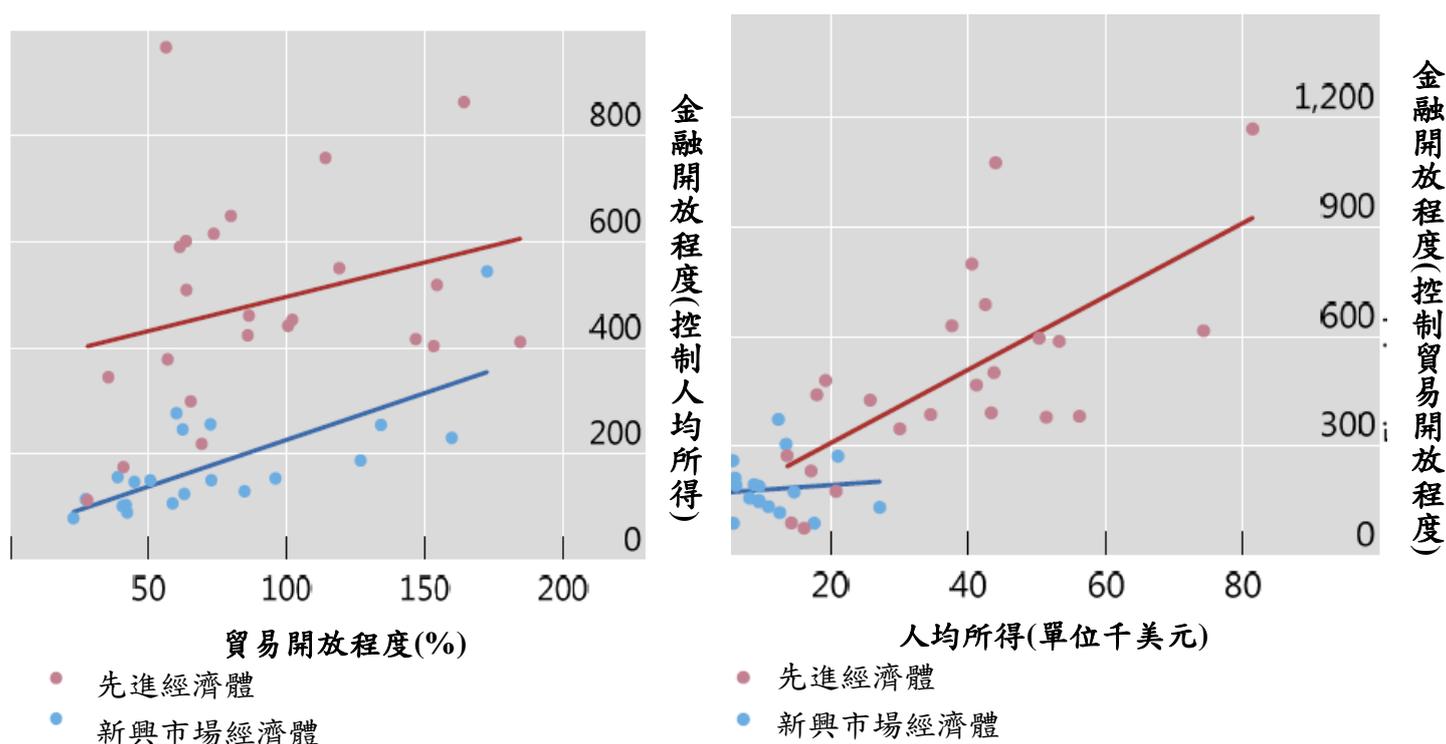
— 全球通膨變動可由全球單位勞動成本解釋部分

資料來源：BIS annual report (2017)

(二) 研究部門主管 Hyun Song Shin 報告³

1. 實體全球化包含了顯著的金融全球化，兩者很難區分。
2. 衡量貿易開放指標為： $(\text{出口} + \text{進口}) / \text{GDP}$ 。
3. 衡量金融開放指標為： $(\text{外部資產} + \text{外部負債}) / \text{GDP}$ 。
4. 金融開放程度隨著貿易開放及平均每人所得(GDP per capita)增加而增加，特別是先進經濟體金融開放程度遠高於新興市場經濟體(圖 4)。

圖 4 金融開放程度隨著貿易開放及平均每人所得增加而增加



資料來源：BIS annual report (2017)

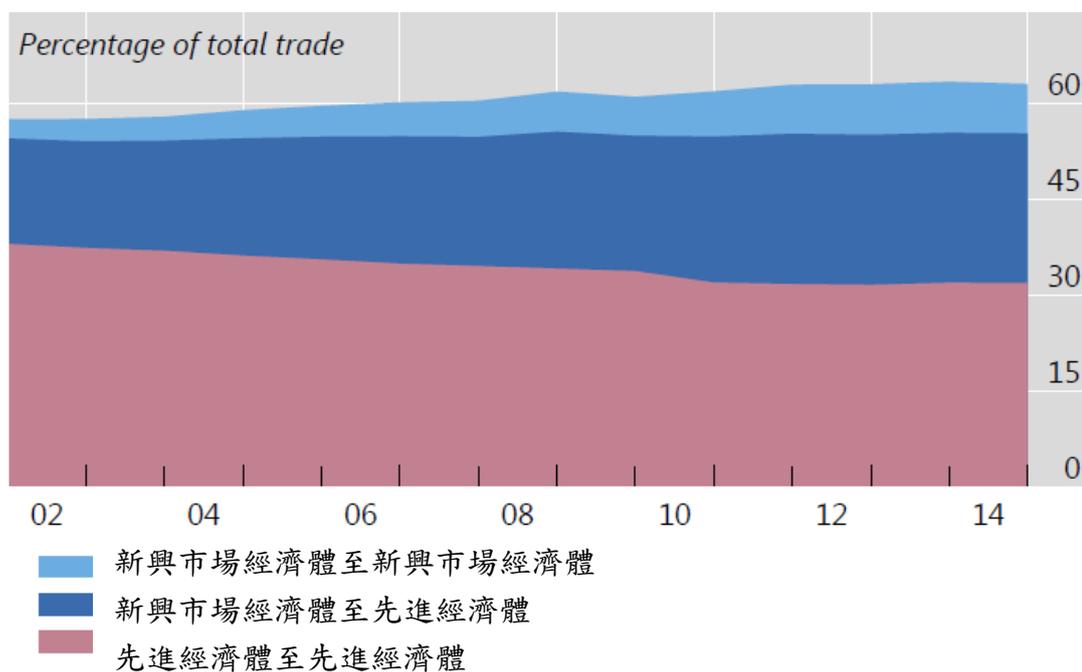
5. 全球金融體系如同國內的金融體系，受限於金融具有強化週期

³ Shin, Hyun Song (2017), "Globalization: Real and Financial," *Presentation on the occasion of the Bank's Annual General Meeting*, Jul. 3.

性及可能產生金融過剩的問題。倘若放任金融過剩(financial excess)逐漸累積，將導致代價高昂的金融危機。

- (1) 經濟成長受創及(所得)不平等更加惡化，削弱支持(貿易及金融)更加開放的力道，惟開放將導致繁榮。
- (2) 製造商品貿易帶動全球貿易成長，而長期全球價值鏈需要更多金融資源使得生產過程更加緊密結合。倘若金融情勢變得較不寬鬆，銀行將抽回美元的融通，導致全球價值鏈遭受重創(圖5)。
- (3) 透過更強韌的全球金融體系，世人將可享受全球化成果更久的期間；此外，透過國際合作以達成強韌的重要性更加重要。

圖 5 全球價值鏈的國家連結



資料來源：BIS annual report (2017)

參、Hélène Rey 專題演講之重點⁴

本次專題演講的探討議題包括：全球實質利率下降的可能原因、全球實質利率的動態變動、全球金融循環及三元悖論(Mundellian Trilemma)、國際貨幣體系、政策討論及研究、貨幣政策及其他政策合作，及與談人的重點，謹分述如下：

一、 全球實質利率下降的可能原因

Rey 指出，全球實質及名目利率不同先進經濟體仍處於低水準，先進世界經濟活動水準仍顯疲弱，此隱含自然利率(natural interest rate)⁵已顯著下降，Rey 首先歸納當前學術界對於造成自然利率下降的可能原因如下：

(一) 儲蓄增加

人口老化(包含出生率下降⁶及平均餘命增加⁷)、所得不均擴大、新興市場經濟體儲蓄過剩(saving glut)，以及對安全性資產(safe assets)需求增加。

(二) 投資減少

生產力呈現下降趨勢(投資量對實質利率的彈性並不高)、2008 年金融風暴後遺留的後遺症，如銀行危機拖累經濟許多年，家計單位、廠商及政府部門為修補其資產負債表而進行去槓桿化。

⁴ Rey, Hélène (2017), “The Global Financial System, the Real Rate of Interest and a Long History of Boom-Bust Cycles,” *BIS Andrew Crockett Memorial Lecture*, Jul. 3。

⁵ 自然利率即當全球經濟達到潛在產出時的利率水準。

⁶ 因受到出生率下降，使得人口成長放緩並陷入停滯。以 OECD 中的先進經濟體為例，其 1950 年代至 1960 年代的每年人口成長率平均值高於 1%，惟目前每年人口成長率卻低於 0.5%。聯合國預測，前述國家在未來的 20 年的人口成長率甚至可能轉為負成長(參見 Williams, John C. (2017a), “The Global Challenge of Very Low R-Star,” presented at 2017 BOK International Conference.)。

⁷ 根據經濟合作暨發展組織(OECD)統計，其會員國的平均餘命(life expectancy)由 1950 年代的 60 歲增加至今日的 80 歲，且預計本世紀將增加至 90 歲(同註 6)。

(三) 金融危機後經濟成長率低，與金融危機前資源分配效率降低有關。

本年 6 月初舊金山 Fed 總裁 John C. Williams(以下簡稱 Williams)於 2017 年韓國央行研討會曾表示，造成自然利率下降的可能原因為 GDP 趨勢成長率下滑，此反映人口老化及平均餘命增加、生產力成長放緩等因素，其中以生產力成長放緩為最為重要⁸。

Williams 指出，根據 1998~2016 年實證結果，美國及全球自然利率分別下降 2.4、2.2 個百分點，其中逾一半跌幅係來自 GDP 趨勢成長率下降所致(見表 1)。

表 1 自然利率下降的原因拆解

單位：百分點

期間	1998-2016		
	自然利率變動 (1)	GDP趨勢成長率貢獻 (2)	其他因素變動貢獻 (3)=(1)-(2)
實證模型及地區			
美國			
Laubach-Williams	-2.4	-1.3	-1.1
Holston-Laubach-Williams	-2.6	-1.8	-0.7
Del Negro et al. DSGE model	-2.4	-1.0	-1.4
全球			
Holston-Laubach-Williams	-2.2	-1.4	-0.8

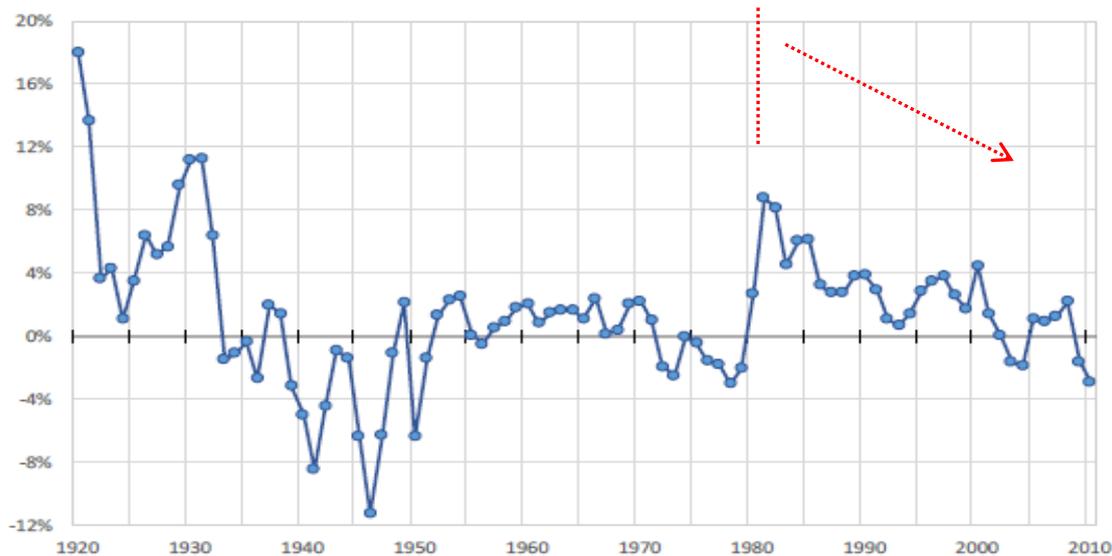
資料來源：Williams (2017a)

二、 全球實質利率的變動

(一) 根據美國、英國、法國及德國(以下簡稱 G4)加權的實質利率觀察，G4 實質利率自 1980 年代已開始下降，特別是該利率已下降至 1930 年代及 1940 年代的低水準(見圖 6)。

⁸ 吳懿娟、陳嘉添、林依伶(2017)「參加韓國央行舉辦之『2017 年韓國央行國際研討會』(2017 BOK International Conference)出國報告」。

圖 6 1920~2011 年美國、英國、德國及法國之短期加權實質無風險利率*



*實質無風險利率係指 3 個月國庫券利率減去已實現的 CPI 通膨，再依照各國 GDP 加權而得

資料來源：Rey (2017)

- (二) 假設全球經濟可視為一個封閉的經濟體(closed economy)，儘管許多經濟體試圖藉由貿易來擴展其外部空間，Rey 認為將全球經濟視為一個封閉的經濟體，並觀察其財富的移動將相對簡單。
- (三) 假設全球財富(wealth)取決於，過去 1 年在扣除消費前的財富，以及因財富的總實質投資報酬而增加，因消費而減少。
- (四) 假設來自財富的平均消費傾向具有平穩(stationary)的特性，該消費相對財富比率亦具有比率平穩特性，若當前全球消費相對財富比率較其平均數高，該比率在未來將下滑，根據簡單代數可推導出兩個非常直觀且基本的關係⁹，可能來自：
 1. **財富(分母)增加**：即財富的未來預期報酬率高(expected future rates of return on wealth is high)。或
 2. **未來消費(分子)減少**：未來總消費預期成長率低(expected future aggregate consumption growth is low)。

⁹ Gourinchas, P.-O., Hélène Rey(2017), "Global Real Rates: A Secular Approach," Apr.20 。

(五) 作者計算消費相對財富比率，發現自 1920 年代以來，該比率共出現 2 次明顯下降的現象，第一次是 1928 至 1929 年，第二次則為 2007 年至 2008 年，渠發現該比率在金融危機前已下降，主要反映危機前的金融榮景(booms)使資產評價快速增加，導致財富(分母)增加(圖 7)。

圖 7 1920~2011 年美國、英國、德國及法國之消費相對財富比率*



*消費相對財富比率係指民間消費相對財富之比率，再依照各國 GDP 加權而得
資料來源：Rey (2017)

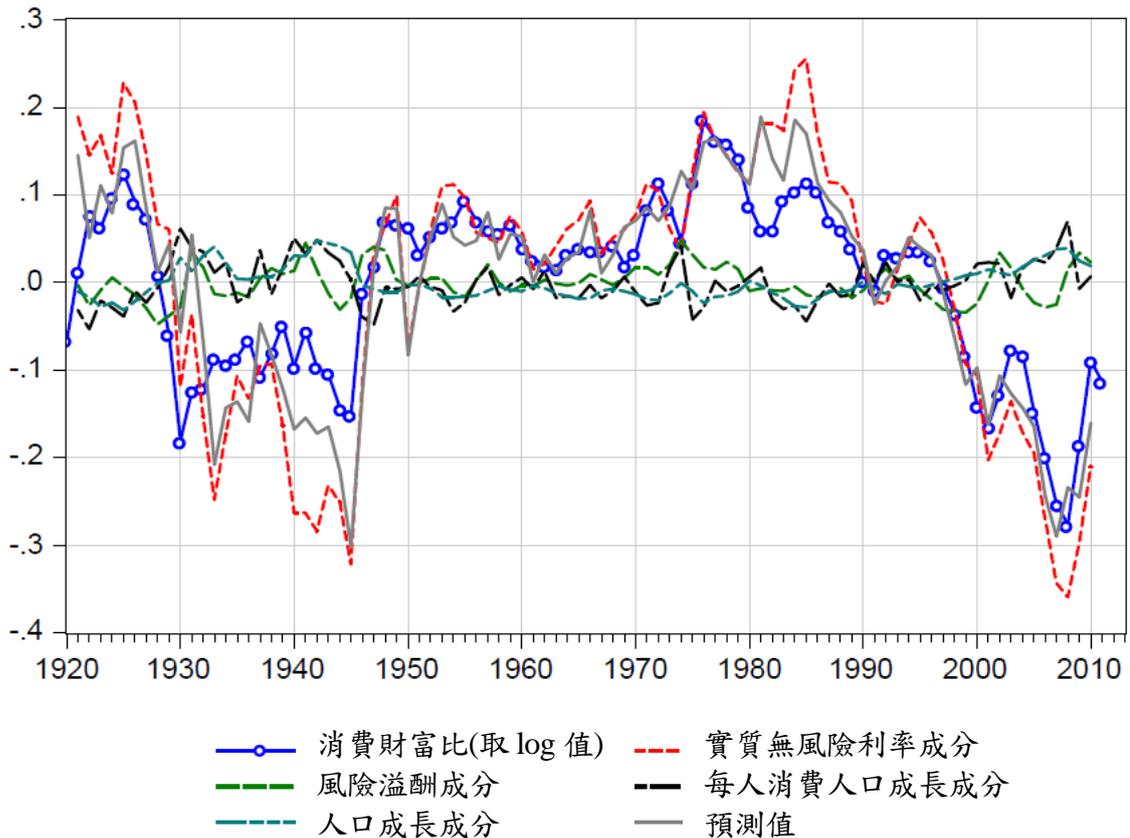
(六) 消費相對財富比率在前述金融危機爆發後呈現上揚，反映金融泡沫後，財富因資產價格價降而減少。如前述比率在第一次 1930 年以後及第二次的 2009 年以後呈現反彈。

(七) 根據其模型實證顯示，風險溢酬(risk premium)、人口成長率、每人消費成長率在統計上均不顯著，意味著造成實質利率長期下降的因素似乎不是生產力成長率或人口老化因素(圖 8)。

(八) 假設財富的未來預期報酬率可拆解為實質無風險利率及超額報酬。根據作者模型顯示，大部分消費相對財富比率(藍色線)的變動反映在未來無風險利率預期(紅色線)，意即本日消費相對財富比率包含對未來無風險利率預期的重要資訊。倘若當前消費相對

財富比率低，隱含未來無風險利率低且將維持一段長期間。

圖 8 1920~2011 年美國、英國、德國及法國之消費財富：實質無風險利率*、股權溢酬、每人消費及人口成長成分



資料來源：Rey (2017)

三、 全球金融循環及國際貨幣體系

(一) 三元悖論(Mundellian Trilemma)

1. 全球金融循環係指總資本流量、信用成長及風險性資產價格及槓桿共同變動。
2. 重要國家貨幣政策(如美國)，影響其他國家貨幣情勢(monetary conditions)及金融穩定，包含金融不平衡(financial imbalances)，國外融通可能導致強力的資產負債表效應，進一步改變國內貨幣政策的傳遞管道。

3. 浮動匯率的可協助該國遭受巨大總體經濟衝擊後，進行外部調整，惟採行浮動匯率仍不足以讓國內經濟獨立於全球循環，特別是在金融循環底部時期¹⁰。即使是大型經濟體，採行浮動匯率仍不足以獲得貨幣政策獨立性。
4. 金融產業與其他產業不同之處在於，供給對物價的影響機制較無效果或甚至產生反效果，如信用供給增加導致利率下降，推升資產價格，且似乎強化借款者及中介者的資產負債表。
5. 美國係全球金融循環的重要驅動因子之一，美元係全球重要的融通貨幣，且許多金融中介機構透過短期美元融通及發行美元浮動利率債券，因此美國貨幣政策有立即的現金流量效果(immediate cash flow effect)。
6. 另美國貨幣政策亦是決定市場風險趨避(risk aversion)的因素之一，國際投資者似乎受到市場心理(sentiment)的劇烈變化，在偏好風險期間(risk-on)，金融資金流量將跨境流竄，推升風險性資產價格及增加更多槓桿。

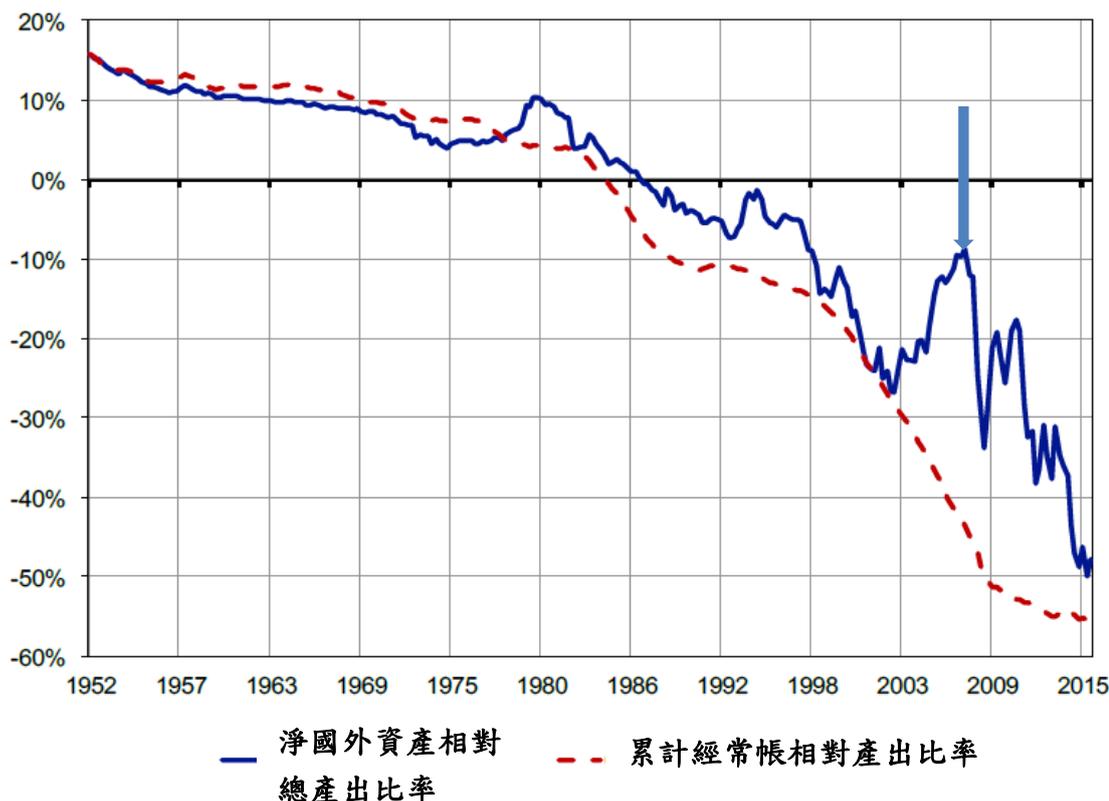
(二) 國際貨幣體系

1. 因美元具有全球儲備貨幣的地位，加以全球對儲備資產需求增加，使得美國扮演全球保險提供者(insurer)及流動性提供者的角色。
2. 主要國家(如美國)在資產面通常持有鉅額風險性資產淨部位，但在負債面卻持有鉅額淨負債。前述不對稱的資產及負債組成使得每年美國憑藉外部部位(external positions)得以賺取 1.5~至 3.0% 的超額報酬。
3. 惟在全球金融風暴期間，美國持有資產價格重挫，但其負債(美

¹⁰ Rey, Hélène(2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," Proceedings of the Jackson Hole symposium。

國公債)價格卻上揚或持平，導致(負)財富由美國轉至全球其他地區，如 2007 年第四季至 2009 年第一季美國淨國外資產部位評價損失相對 GDP 比達 13%(圖 9)。

圖 9 1952~2015 年美國淨國外資產及累計經常帳相對產出比



資料來源：Rey (2017)

4. 全球實質利率下降可能反映**金融榮景及泡沫循環頻率較低**，以及**美國經濟規模相對全球比重下降的趨勢**。
5. 1960 年代 “Triffin dilemma” 係指，**當時 Fed 持有黃金金額遠低於流通海外的美元金額**；今日亦存在不對稱性，如**美國財政空間(fiscal capacity)亦遠小於美國總外債規模(海外持有美國儲備資產金額)**。

四、 政策討論及研究

(一) 貨幣政策及其他政策合作

1. 本次演說的重點在於，凸顯全球金融循環在實質利率變動及造成實質經濟不穩定中扮演重要角色，未來學術研究及模型應特別關注金融循環的榮景時期(the boom phase of the financial cycles)。
2. Rey 猜測，由於風險移轉(risk-shifting)或行為偏離(behavioral bias)因素，導致風險在金融榮景期間被錯誤評估 (mispricing of risk) 扮演重要角色。
3. 另道德風險 (moral hazard)意味著在金融中介的過程中，風險承擔並未被適當地評價，金融中介者可能透過不同的風險承擔能力，藉由嘗試探索不同違約的選擇權價值，最終創造世界在某些特定期間的系統脆弱性(systemic fragility)。
4. 為減弱全球金融循環的影響力及增加金融穩定，國際貨幣政策合作成為可能的選項，惟歷史經驗顯示，國際貨幣政策合作可能背離該央行的國內法定目標，如國際金融穩定與國內經濟活動及通膨目標至少在短中期會互相衝突。
5. 管理具有系統重要性經濟體的總需求，對全球其他地區亦有重大影響。

(二) 其他政策選項

1. 依經濟週期循環，採行個體、總體審慎措施及財政政策，以確保在經濟成長時信用成長獲得控制；經濟下滑時，可以協助信用創造，特別是房市。
2. 運用審慎工具及財政工具結構性地降低信用創造與槓桿對資金成本變動的彈性。

3. 運用資本管制工具以強化審慎措施。

(三) 新的 Triffin Dilemma

由於美國經濟規模相對全球其他地區比率正在下降，當前國際貨幣體系或許正面臨新的 Triffin Dilemma。其補救方案或許可以考慮採行**多極(multipolar)國際貨幣體系**，讓中國大陸(人民幣)及歐洲(歐元)扮演更重要的角色。

五、 與談人談話重點

(一) 德國央行總裁 Jens Weidmann

儘管金融危機後各界對央行的抱持高度期待，央行應重新檢視政策目標及工具，秉持專業盡力達成物價穩定及金融穩定。

(二) New York Fed 總裁 William Dudley

1. 金融榮景的風險，包含信用及資本流量、資產價格及槓桿的快速增加可能導致重大的修正，進一步造成金融體系壓力大幅增加。
2. 美國貨幣政策對全球金融情勢有重大的影響，且其變動可能導致全球資金流向的改變，惟美國貨幣政策對新興市場經濟體的影響，取決於該經濟體的經濟基本面、資產評價，以及原先流入該經濟體的資金規模及組成等因素。值得注意的是，當美國公債殖利率上升係反映較好的美國經濟前景時，此時對新興市場經濟體的影響較溫和；**當美國經濟惡化時，美國貨幣政策的外溢效應較負面**。
3. 貨幣政策決策者應將金融情勢發展納入考量，如當金融情勢急

速緊縮，此意味著應採行緊縮程度較少或甚至寬鬆的貨幣政策；當金融情勢變寬鬆時(如最近的案例)，可能導致決策者有更多的誘因持續移除貨幣寬鬆政策。

(三) 瑞典央行總裁 Stefan Ingves

1. 小型經濟體如瑞典，儘管採行浮動匯率，瑞典的貨幣政策在 2014 年迄今仍然無法自外於 Fed 及 ECB 貨幣政策的影響，如同你站在大象旁邊，當牠翻動水池時，你很難不被波及。
2. 對擴展國際貨幣政策合作的可能性抱持較不樂觀的態度，因為實務上，**各國央行有自身的法定目標**(mandate)。
3. 儘管審慎及監理政策措施能協助處理金融穩定風險，但其不能被視為「萬靈丹」，例如儘管有效且即時的總體審慎措施能減少部分貨幣政策的壓力，惟其亦可能降低貨幣政策的有效性，例如透過不同金融市場的區隔，降低貨幣政策的傳遞效力。
4. 為使政策更有效及避免外溢效果，對於有密集跨境銀行活動的地區，採行互惠的總體審慎政策是非常重要的。

肆、政治風險事件主導金融市場的變化

自上年 6 月至本年 5 月以來，金融市場經歷下列三段時期(表 1)。市場參與者焦點由主要央行貨幣政策轉向政治事件(如 2016 年 6 月英國脫歐、2016 年 11 月美國總統大選及本年 4 月及 5 月法國總統大選)，並使得市場相關係數及風險的長久關係產生部分改變，不僅區域間(regional)資產報酬率的相關係數降低，不同資產類別間(sectoral)報酬率的相關係數亦下降。

表 2 上年 6 月至本年 5 月以來主要金融市場的走勢

階段	期間	說明
1	2016/7~2016/10	經濟出現初步復甦跡象及通膨上揚，開始推升先進經濟體公債殖利率，股市則表現疲弱。
2	2016/11~2016/12	預期美國將採行擴張性政策，使得先進經濟體股市及公債殖利率大漲，惟部分新興市場經濟體資產受到壓力。
3	2017 年上半年	1. 好的成長消息支持先進經濟體及新興市場經濟體股市，惟長天期公債殖利率維持區間整理。 2. 通膨數據轉為疲弱，且對美國實施擴張性財政政策的疑慮增加。

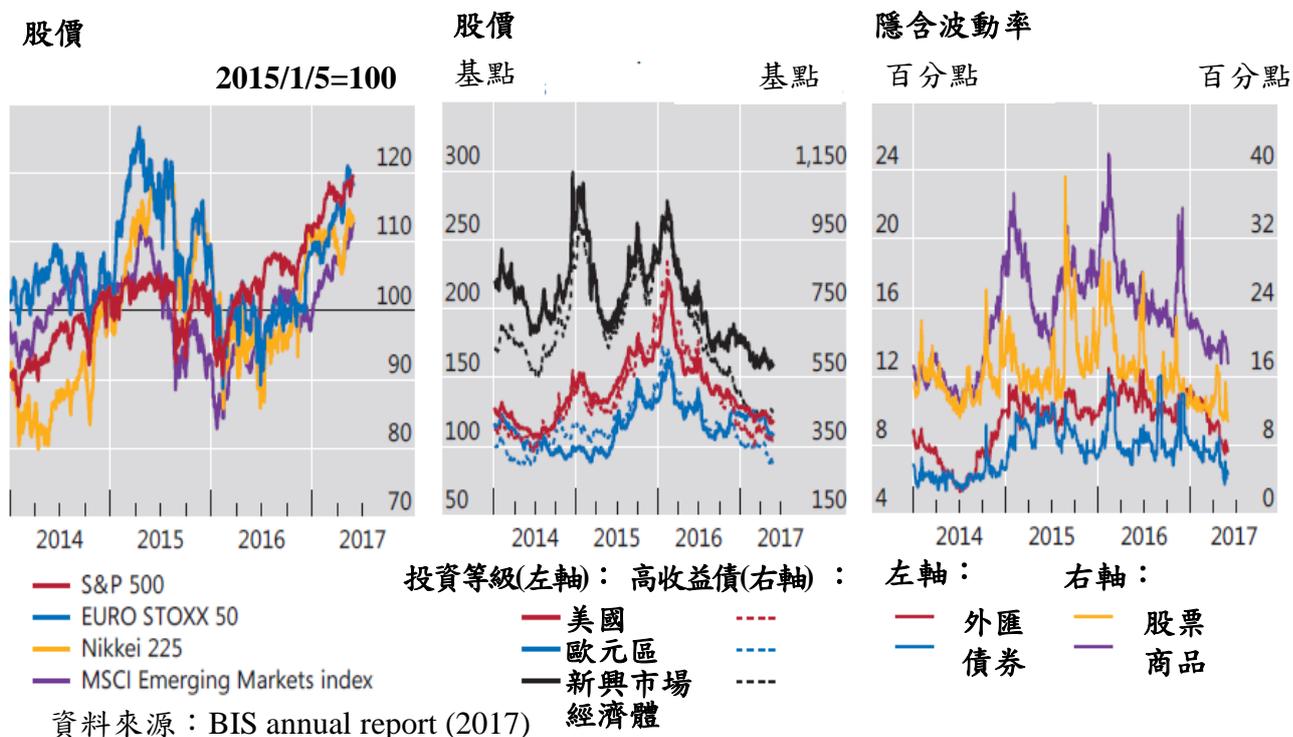
資料來源：BIS annual report (2017)

一、 金融市場適應新的環境轉變

自上年 6 月至本年 6 月，儘管全球經濟展望轉強，金融市場面臨政治環境的轉變(圖 10)。值得注意的是，上年 11 月川普當選美國總統以來，由於市場參與者猜測即將推出的川普新政下的贏家或輸家，不同產

業股價表現差異大，如銀行類股股價預期受益於預期法規鬆綁而上揚，而進口密集產業股價則因可能受到激進貿易保護主義影響而表現欠佳台灣實證結果。

圖 10 隨著全球經濟成長動能轉強，股票及公司價格上漲



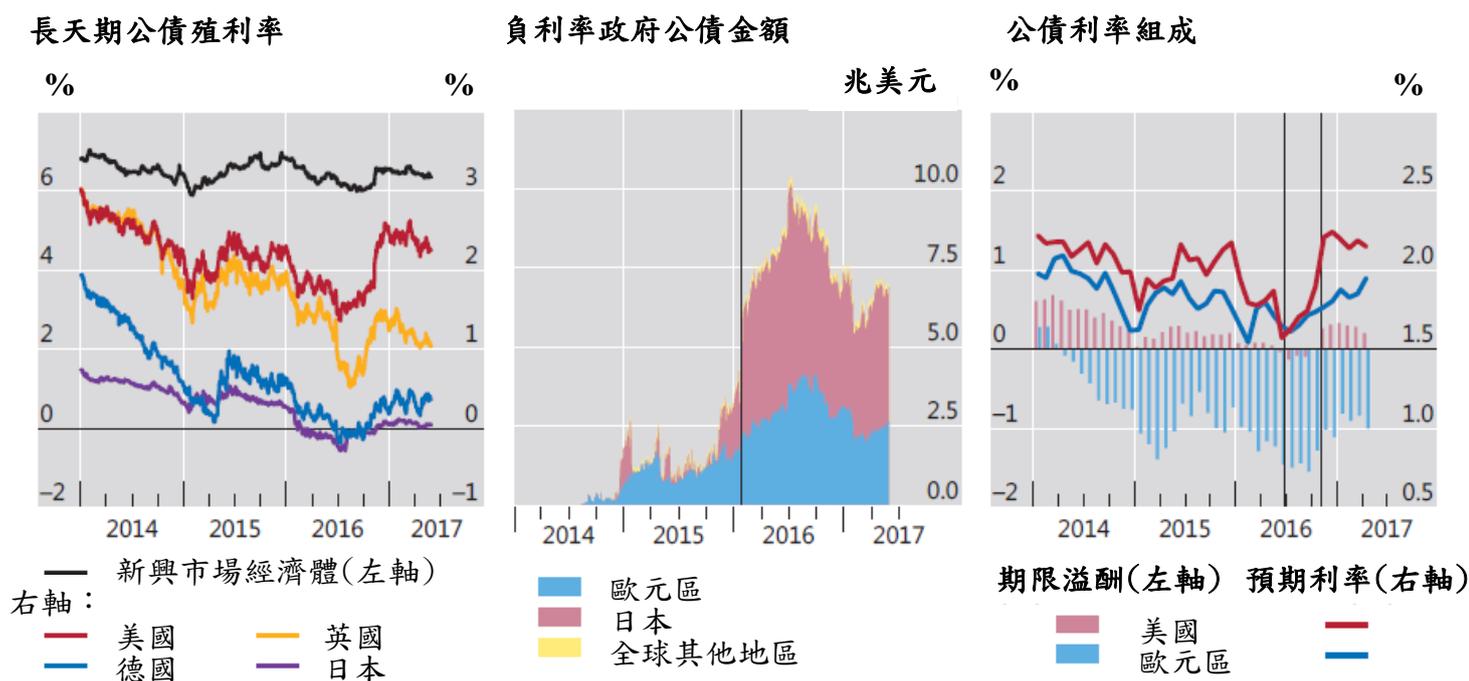
二、債市分析：上年 6 月以來，全球公債殖利率普遍上揚

(一) 主要反映預期美國將推出擴張性財政政策，或將使 Fed 加快升息步調。其中美國公債殖利率快速上揚，使得 2 年期美國公債及 2 年期德國公債利差曾擴大至 200 基點(b.p.)以上，創下 2000 年以來最大差距(圖 11 左)。

(二) 殖利率上揚亦反映預期未來短天期利率及期限溢酬(term premium)¹¹上揚。BIS 估計 10 年期美國公債期限溢酬自上年下半年的負值，目前已轉成微幅正值；10 年期歐元區公債期限溢酬由上年低點-1.5%，回升至 6 月的-1.0%(圖 11 右)。

¹¹ 期限溢酬係指，投資者投資長天期債券相對於短天期債券要求的額外報酬率。

圖 11 公債殖利率上揚，惟呈現分歧

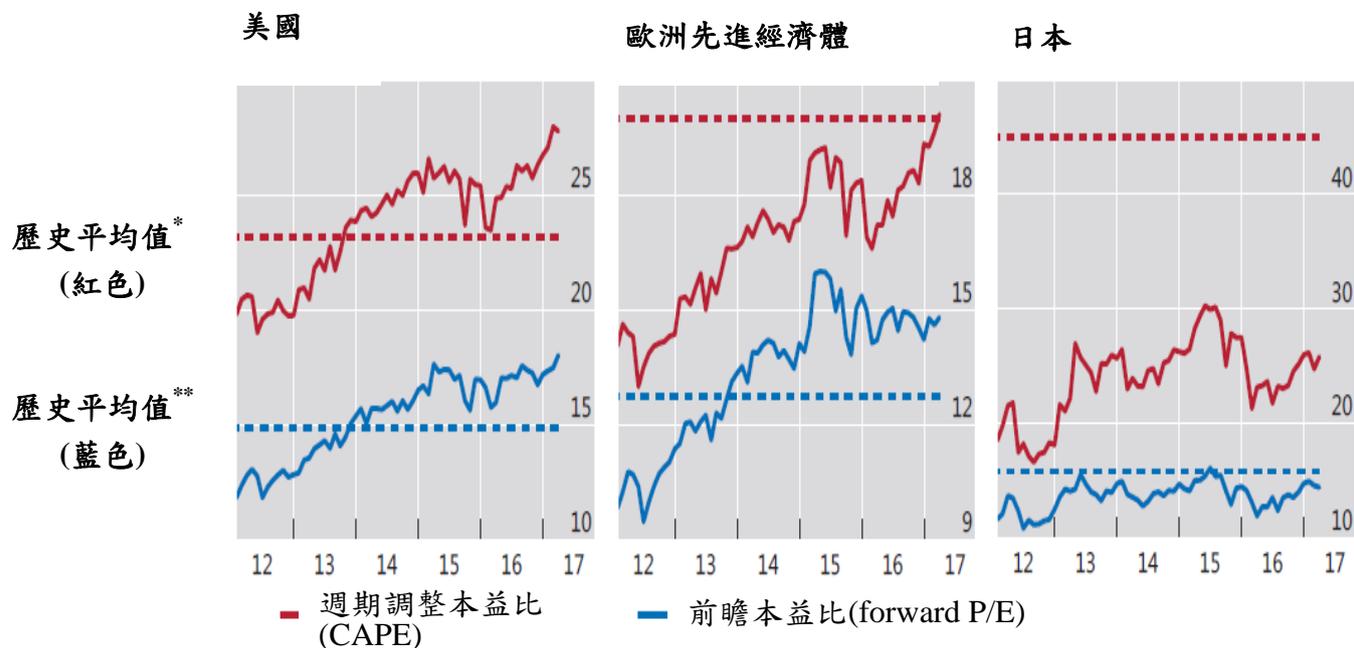


資料來源：BIS annual report (2017)

三、 股市分析：目前歐、美股市評價處於歷史相對高點，特別是美股似有過熱(potential overvaluation)之虞

- (一) 截至本年 5 月，全球股市接近歷史高點或再創歷史新高，且股價波動率指標(如 VIX 指標)處於歷史低點。
- (二) 若以前瞻本益比(forward P/E ratio)觀察，美國(S&P500 指數為代表)及歐洲股市(STOXX Europe 600 指數為代表)已遠高於歷史平均值(圖 12)。
- (三) 若以過去盈餘為基礎的週期調整本益比(cyclically adjusted price-to-earnings ratio, 簡稱 CAPE)觀察，美股評價亦處於歷史相對高點，歐股則接近歷史平均值(圖 12)。

圖 12 先進經濟體股權評價接近或超過歷史常態



*週期調整本益比(CAPE)歷史平均值係指 1982 年至最近期間之平均

**前瞻本益比(forward P/E) 歷史平均值係指 2003 年 7 月至最近期間之平均

資料來源：BIS annual report (2017)

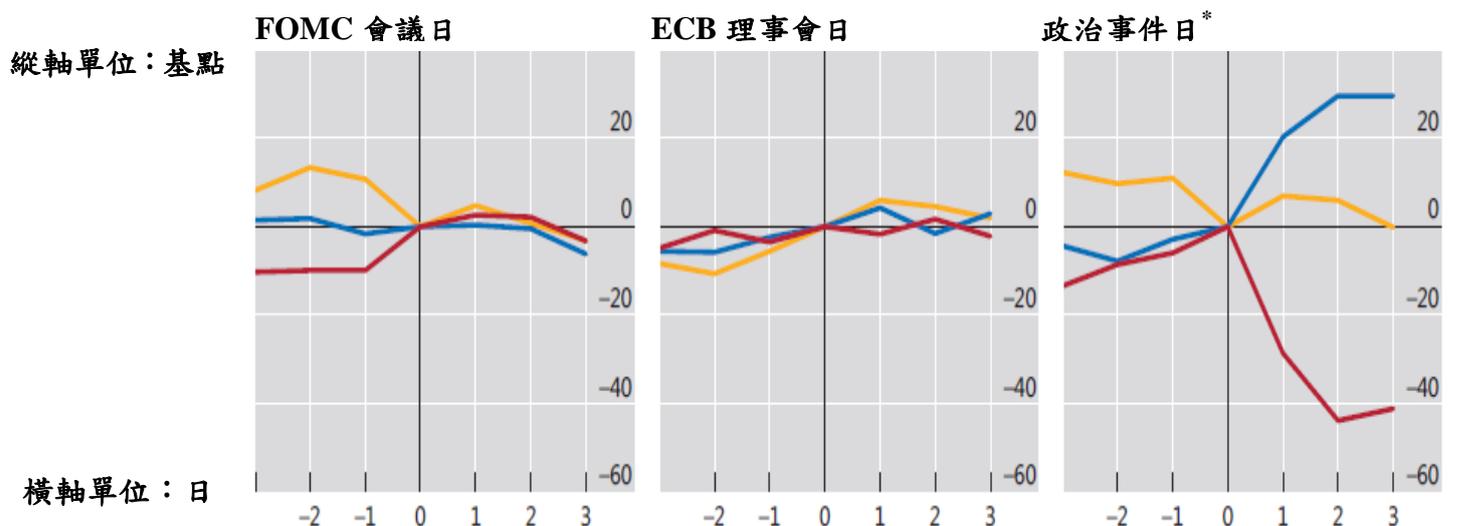
四、 金融市場風險本質出現改變

上年 6 月至本年 6 月金融市場的風險關係已出現部分改變，市場參與者焦點由貨幣政策轉向政治事件，導致：(1)傳統上各資產類別間的相關係數出現下降；(2)政治不確定性及市場風險出現分歧；(3)資產(特別是股票)報酬分配出現左偏(skewness)現象，隱含市場對部分資產評價似有過度樂觀跡象。

(一) 市場參與者焦點由貨幣政策轉向政治事件

BIS 指出，上年 6 月至本年 6 月期間政治事件(例如英國脫歐、美國總統大選及法國大選)更能引發市場反應，而主要央行如 Fed、ECB 貨幣政策會議決議對市場影響則較溫和(圖 13)。

圖 13 政治事件更能引發市場反應，央行貨幣政策會議影響力則變小



10 年期美債殖利率相對於

- 2016 年 12 月 14 日
- 2017 年 2 月 1 日
- 2017 年 3 月 15 日

10 年期德債殖利率相對於

- 2016 年 12 月 8 日
- 2017 年 1 月 19 日
- 2017 年 3 月 9 日

10 年期公債殖利率相對於

- 2016 年 6 月 23 日(英國)
- 2016 年 11 月 8 日(美國)
- 2017 年 4 月 24 日(法國)

* 政治事件係指，2016 年 6 月 23 日英國脫歐公投、2016 年 11 月 8 日美國總統大選、2017 年 4 月 17 日法國總統大選第一輪

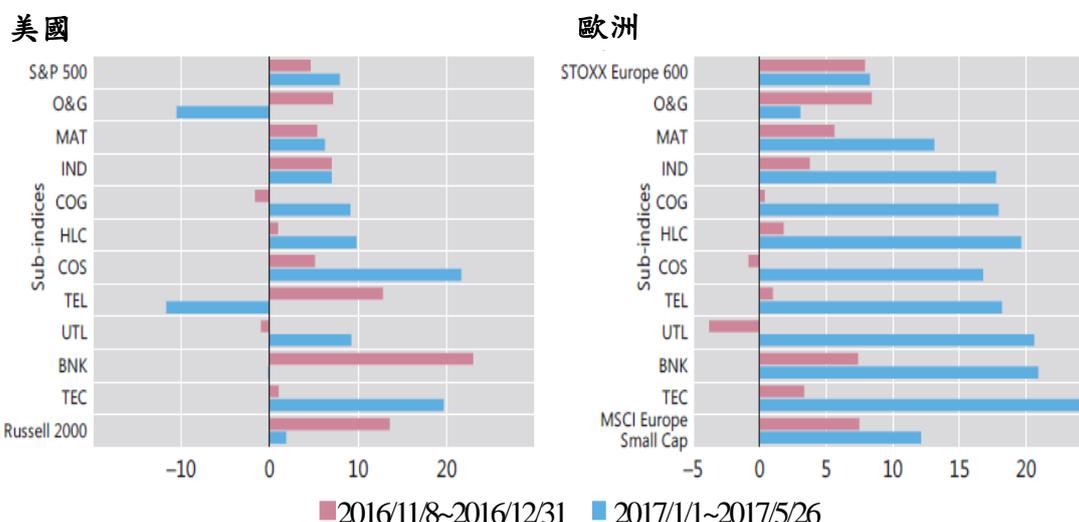
資料來源：BIS annual report (2017)

(二) 不同資產類別間及不同地區的資產報酬率的相關性下降

1. 以往大型先進經濟體的貨幣政策(如 Fed)將影響全球投資者的風險胃納量(risk appetite)，此時市場通常出現方向一致的交易，例如市場偏好風險時(risk-on)，風險性資產(如股票、公司債、商品及新興市場經濟體債券及貨幣)價格上漲，安全性資產(如大型新進經濟體的公債)價格下跌。
2. 當市場厭惡風險時(risk-off)，風險性資產價格下降，安全性資產價格上漲。惟由於市場更加關注政治發展，使得個別產業對政治事件出現不同的回應(圖 14)，間接導致資產類別間及地區間的相關係數下降(圖 15)。

圖 14 新環境對各產業有不同的影響

產業股票報酬(%)

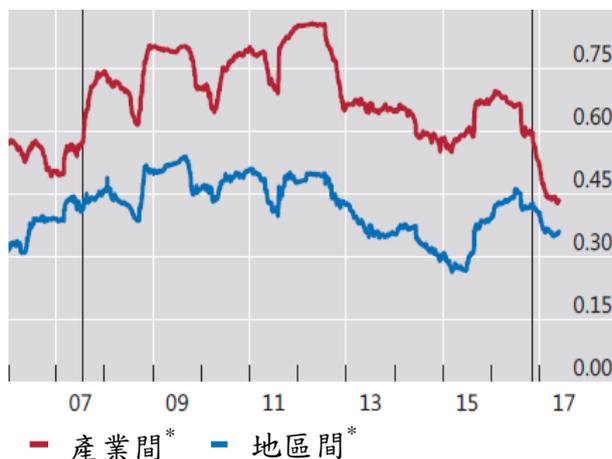


BNK 為銀行、COG 為消費財、COS 為消費者服務、HLC 為健保、IND 為工業、MAT 為健保、O&G 為石油及天然氣、TEC 為科技、TEL 為通訊、UTL 為電力股

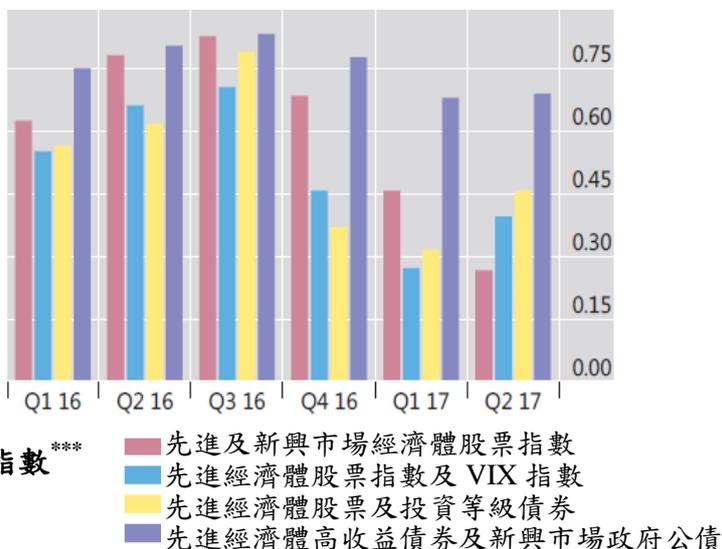
資料來源：BIS annual report (2017)

圖 15 地區間或產業間的相關係數已下降

指數間或資產間相關係數(Cross-Correlation)*



資產報酬相關係數(Asset return correlation)**



*指數間或資產間相關係數係依照 1 年期相關指數及資產類別每日變動的兩兩相關係數平均值；產業間係指 S&P500 第一層次指數(共有 11 個次指數)；地區間係指巴西、中國大陸、英國、香港、日本、南韓、墨西哥、波蘭、俄羅斯、土耳其、美國及歐洲等主要股價指數

**資產報酬相關係數係每季內各類別指數的每日變動相關係數

***美銀美林先進經濟體及新興市場經濟體總和指數

資料來源：BIS annual report (2017)

(三) 市場風險衡量指標及政策不確定指標分歧擴大

為清楚比較主要市場常用風險衡量指標，以下先簡單介紹各項指標的主要概念(表 2 及表 3)：

1. 重要波動率指標及產品

表 3 重要波動率指標簡介

VIX Index (VIX 指數，又稱恐慌指數)	衡量 S&P 500 股票指數報酬之預期波動率(未來 30 天)。VIX index 上升代表市場預期未來股票指數波動率上升。
VIX Index Futures (VIX 指數期貨)	以 S&P 500 股票指數報酬之預期波動率為標的之期貨合約，可視為遠期之預期波動率。
CBOE SKEW Index (芝加哥選擇權交易所偏斜指數)	衡量市場預期 S&P 500 股票指數報酬率下跌之左尾風險。SKEW index 上升代表市場預期未來報酬率下跌之機率上升。
RXM Index (股票指數選擇權策略指數)	計算基礎為做多 S&P 500 股票指數之選擇權策略(buy call+sell put)之報酬率，RXM index 上升代表市場預期未來股票指數大幅上漲之機率上升。

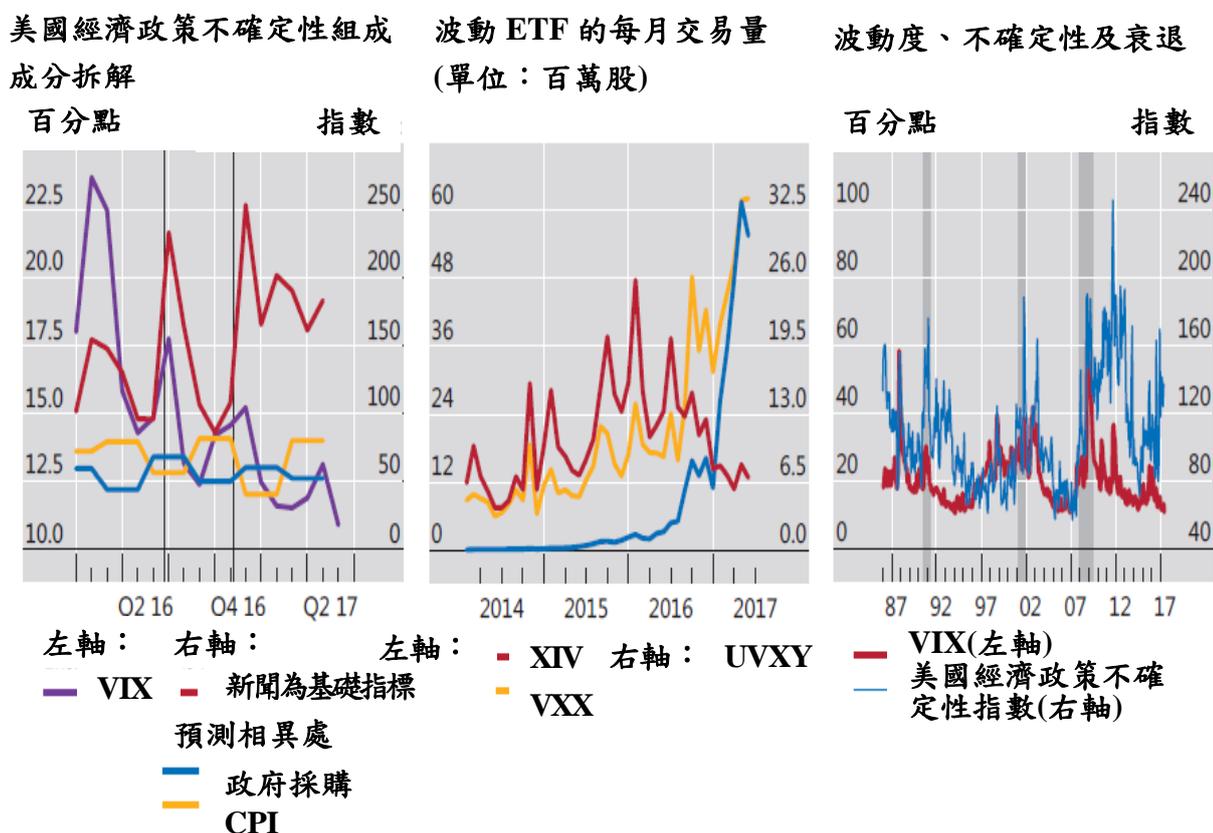
表 4 重要波動率產品(藍色為圖形內代號)

VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term ETN (XIV)	ETN 報酬率連結 S&P 500 VIX Short-Term Futures Index 之反向績效，提供投資人 作空短期 VIX index Futures 之管道。
iPath S&P 500 VIX short-term Futures ETN (VXX)	ETN 報酬率連結 S&P 500 VIX Short-Term Futures Total Return Index 之績效，提供投資人 作多短期 VIX index Futures 之管道。
ProShares Ultra VIX short-term Futures ETF (UVXY)	ETF 報酬率連結 S&P 500 VIX Short-Term Futures Index 之 2 倍績效，提供投資人 作多短期 VIX index Futures 之管道。

2. 截至本年6月市場風險指標處於歷史低點，但政策不確定的風險指標¹²卻不斷上升。前述現象可能反映：

- (1) 政治不確定性與目前市場更有信心全球經濟好轉具可維持性相互衝突；
- (2) 有利成長或提升獲利的政策前景掩蓋其不確定，意即市場參與者認為可能阻礙成長及獲利的政治風險僅為尾端事件(tail events)，發生機率非常低(圖 16)。

圖 16 政治不確定性及金融市場風險產生分歧



資料來源：BIS annual report (2017)

¹² 此處全球經濟政策不確定性指數係採用 <http://www.policyuncertainty.com/> 編製之經濟政策不確定性指數(Economic Policy Uncertainty Index)。

(四) 資產報酬預期分配的偏態係數增加¹³(更加偏左，即下跌風險增加)

儘管當前 VIX 仍處於低水準，惟自本年初以來，資產價格大幅變動的風險已上升：

1. 芝加哥期權交易所(CBOE)的偏態指標(SKEW Index)，係由價外選擇權價格反推 S&P 500 指數大幅下跌的風險，該指數自本年初至本年 3 月大幅上升，隨後回檔(圖 17 左)。
2. 在匯市方面，預期極端報酬的出現亦反映在規避匯率大幅波動風險的避險成本，如以美元對其他貨幣的風險逆轉價格(risk-reversal)¹⁴顯示，投資者願意支付更多代價，來規避美元兌歐元在美國大選後大幅升值的風險，隨著本年美元走弱，該指標亦回檔(圖 17 右)。

圖 17 市場對尾端風險的評價



垂直線分別為 2016 年 6 月 23 日及 2016 年 11 月 8 日

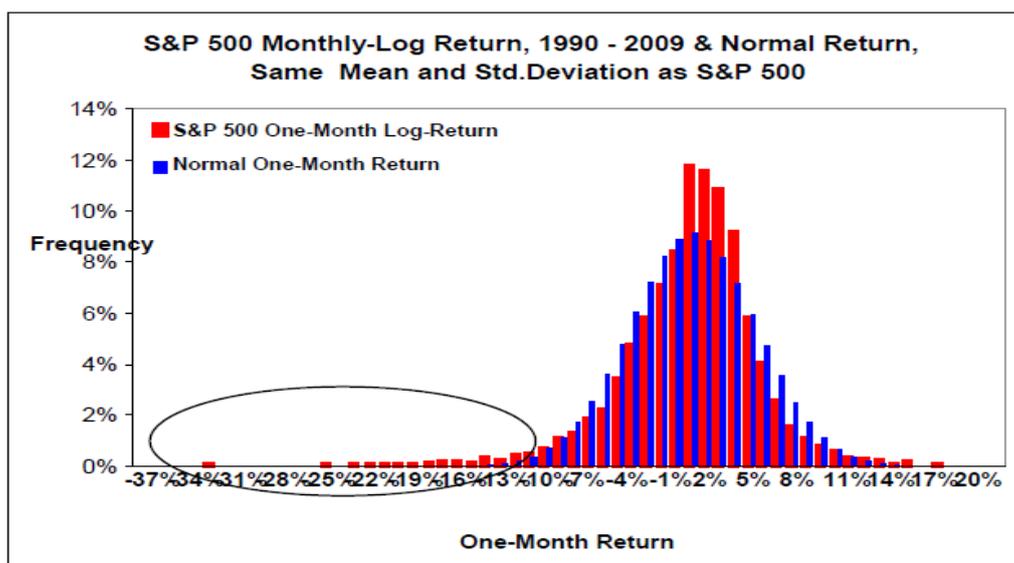
資料來源：BIS annual report (2017)

¹³ the expected distribution of assets returns became increasingly skewed。

¹⁴ risk-reversal 係以買進買權波動率減去賣出賣權的波動率，該指標越大，顯示越看好標的貨幣對其他貨幣升值。

3. 如圖 18 所示，1990 年至 2009 年 S&P 500 指數月報酬率分配(具有左偏特質)，亦即指數發生大跌的機率較一般常態分配所估計更高。

圖 18 S&P 500 指數月報酬率分配(具有左偏)



(五) 歐美等核心國家的公債殖利率可能會上揚

歐美等核心國家的公債殖利率，可能反映下列因素而上揚：

1. 倘若通膨風險意外明顯上揚，及市場參與者重新思考央行貨幣政策正常化的時點及步調，包含縮減資產負債表規模。
2. 機構投資者的投資及避險行為可能擴大債市的價格變動幅度。如金融危機後，利率持續下降鼓勵退休基金及保險業者等機構購買更多長天期債券，以配合其負債端存續期間(duration)增加，此舉進一步使利率下降。
3. **低市場波動率將助長投資者承擔風險**，一旦波動率模式產生變化(例如波動率增加)，可能導致波動率進一步增加，並拖累市場價格下跌。

4. 近幾年長天期利率對短天期利率的變動較以往更加敏感，例如 2013 年 Fed 宣布縮減購債規模(taper tantrum)，顯示固定收益資產的總輪替(aggregate rotation)可能會產生資產價格短暫的重大偏差(significant temporary dislocation)。
5. 前述變化隱含，主要資產價格出現回檔的風險增加，未來觀察焦點為政策不確定指標是否持續上升。

伍、全球化之簡介

本章節首先簡介全球化中貿易及金融開放的連動關係(共有三層)，其次，概述全球化演進及貿易與金融的變化，第三部分簡單分析全球化帶來的優缺點，最後則是討論全球化的展望及應注意事項。

一、貿易及金融開放的連動關係

(一) 第一層(layer 1)：商品及最終財貿易及相關的國際財務連結

1. 貿易及金融開放的連結最為立即，本層主要由資源稟賦所驅動，且透過廣泛的國際金融服務直接支援。
2. 貿易透過國際支付交割，且常涉及外匯交易，如貿易款項通常以國際儲備貨幣計價，而非出口商或進口商國家貨幣：約有一半的國際貿易採美元計價，另有接近四分之一採歐元計價。
3. 由於完成國際貿易交易流程需要時間，如運送、通關等時間，前述過程需要額外的融通，銀行貿易融通約占全體國際貿易的1/3，其中大型銀行占了全部融通的1/3~1/4；信用狀—商品送達的銀行付款保證則占了全部融通的1/6。

(二) 第二層(layer 2)：更複雜的貿易及金融連結，包含由效率主導的跨國分工生產流程的中間財商品及相關的金融安排

1. 本層國際金融連結支援更高程度的貿易及生產專業化，特別是中間財。生產可藉由國外直接投資(FDI)取得國外生產設備的所有權、外包給國外廠商或在全球價值鏈上(GVC)分工生產。
2. 前述更加複雜的貿易將與服務多市場的跨國企業成長而增加，通常藉由生產集中在外國附屬公司，而本身專注在專利的研發。更加錯綜的生產結構需要更多、通常更複雜的融通。

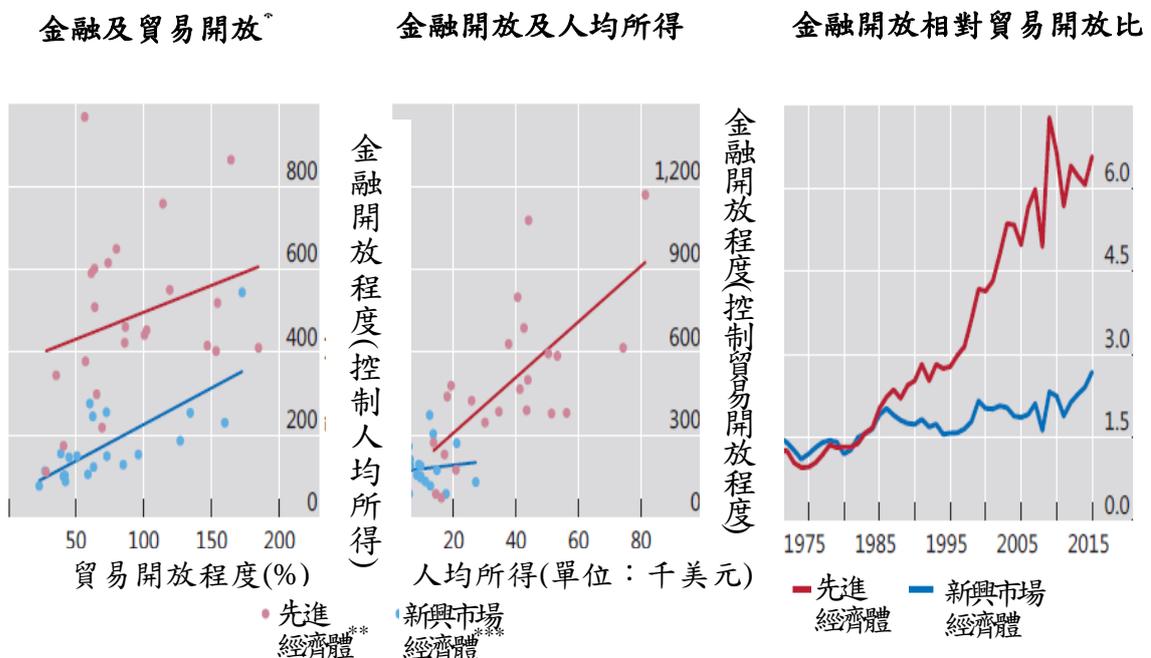
3. 全球價值鏈相關的投資可能需要跨境融通，通常是外幣。生產鏈越長或將涉及更多營運資金及更大的外幣部位。金融可以藉由降低這些風險來促進貿易，例如透過衍生性金融商品或借入外幣來配合相對的收入金流。

(三) 第三層(layer 3)：透過主動管理資產負債表的金融交易越來越盛行

這些部位包含資產及負債的存量、透過前兩層創造的部位、以及與貿易不必然相關的儲蓄分配及分散，因此本層導致部分實質與金融開放出現脫鉤。

1. 本層特色在於，單純因財務目的而建立的錯綜金融連結，另本層建立在前兩層因貿易所創造的資產及負債存量且需要財務上的管理。更一般地說來，更加複雜金融商品及服務的需求與供給，將隨著企業與家計部門財富增加而增加。
2. 貿易亦透過貢獻更高的所得成長支持第三層全球化，金融開放傾向與所得水準強力成長而增加(圖 19)。

圖 19 金融開放程度隨著貿易開放及平均每人所得同向增加



*貿易開放程度=進出口總額相對 GDP 比重；金融開放程度=外部資產及負債相對 GDP 比重

**先進經濟體係奧地利、澳洲、比利時、加拿大、瑞士、德國、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、英國、希臘、義大利、日本、立陶宛、拉脫維亞、挪威、葡萄牙、瑞典、斯洛維尼亞、斯洛伐克及美國

***新興市場經濟體係阿根廷、巴西、智利、中國大陸、哥倫比亞、捷克、匈牙利、印尼、印度、南韓、墨西哥、馬來西亞、秘魯、菲律賓、波蘭、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、泰國、土耳其及南非

3. 惟總外國資產及負債較其淨部位成長更快，凸顯了金融連結更加獨立的本質：自 1980 年代晚期以來，金融開放已大幅超越實質經濟的開放，特別是先進經濟體。

(四) 前述三層全球化有部分的共通點

1. 使用全球貨幣

美元身為全球最主要的儲備貨幣，不僅作為近半全球貿易的計價貨幣，亦扮演全球跨銀行債權的一半，且央行外國資產的比重超過 60%，且在外匯市場交易中占比近 90%(按全體 200%)，美元因此在決定全球金融情勢上扮演重要角色。

2. 全球主動金融機構扮演重要角色

主要金融機構在不同國家跨地區營運，藉由國際存在及複雜度，渠等便利了融通及金融風險的全球轉移。以合併水準管理的資產負債表，創造了更緊密連結的金融連結。

二、全球化的演進

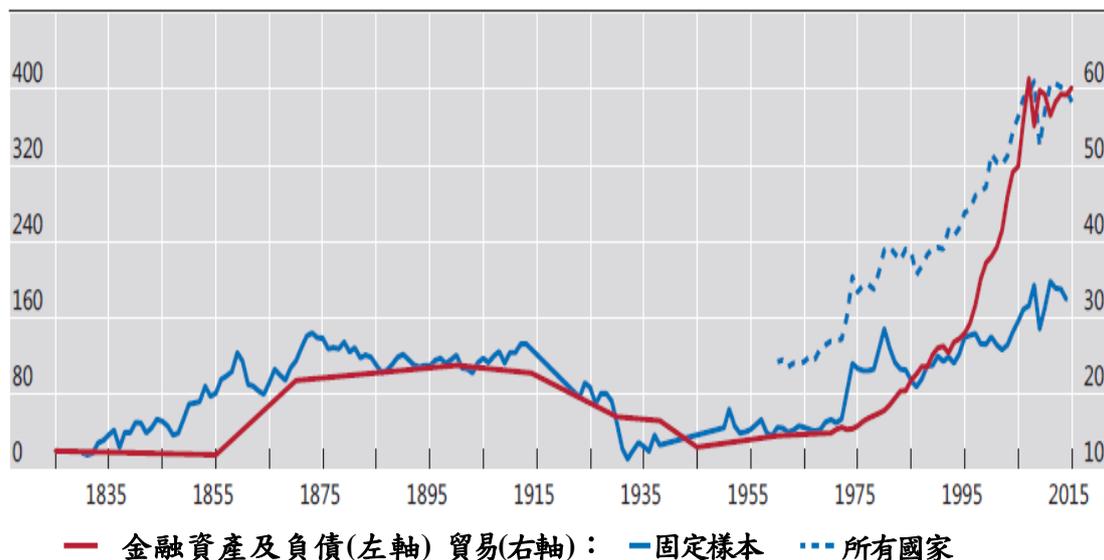
(一) 第一波：1890 年至第一次世界大戰及經濟大蕭條(Great Depression)，實質及金融跨境連結顯著增加(圖 20)

1. 貿易開放：主要經濟體的進出口總額相對 GDP 比重，自 1800 年代初期增加 1 倍以上至接近 30%。
2. 金融開放：以外部資產及負債相對 GDP 比重，隨著資本流向主要經濟體殖民地(colony)，使其成長速度不亞於貿易開放。
3. 大部分交易集中在全球化第一層或第二層，且在一次世界大戰期間面臨大反轉(great reversal)而崩解。有眾多因素造成前述全球化的崩

解，其中**貿易保護主義抬頭**¹⁵，大約造成大蕭條時期(Great Depression)全球貿易下降的一半。

圖 20 第二波經濟全球化已超越第一波

相對樣本國家 GDP 比重



資料來源：BIS annual report (2017)

(二) 第二波：第二次世界大戰後迄今，全球化速度及規模均超越第一波

1. 貿易開放

- (1) 隨著國家貿易增加且更多國家加入國際貿易，使貿易開放程度超越一次大戰前的高峰。以全球而言，自 1960 年以來，貿易開放已成長 1 倍以上。
- (2) 運輸及通訊改善再度扮演重要角色，惟貿易自由化扮演比第一波全球化更重要的角色，其中 2000 年代中期前 20 年的貿易成長特別快速，主要反映中國大陸及前共產國家再度加入全球貿易，以及第二層全球化(中間財及相關金融服務)快速擴展。跨國的專業分工生產，造就了全球供應鏈前所未有的擴張。

¹⁵ 例如採行較高的關稅、進口配額管制或外匯管制等。

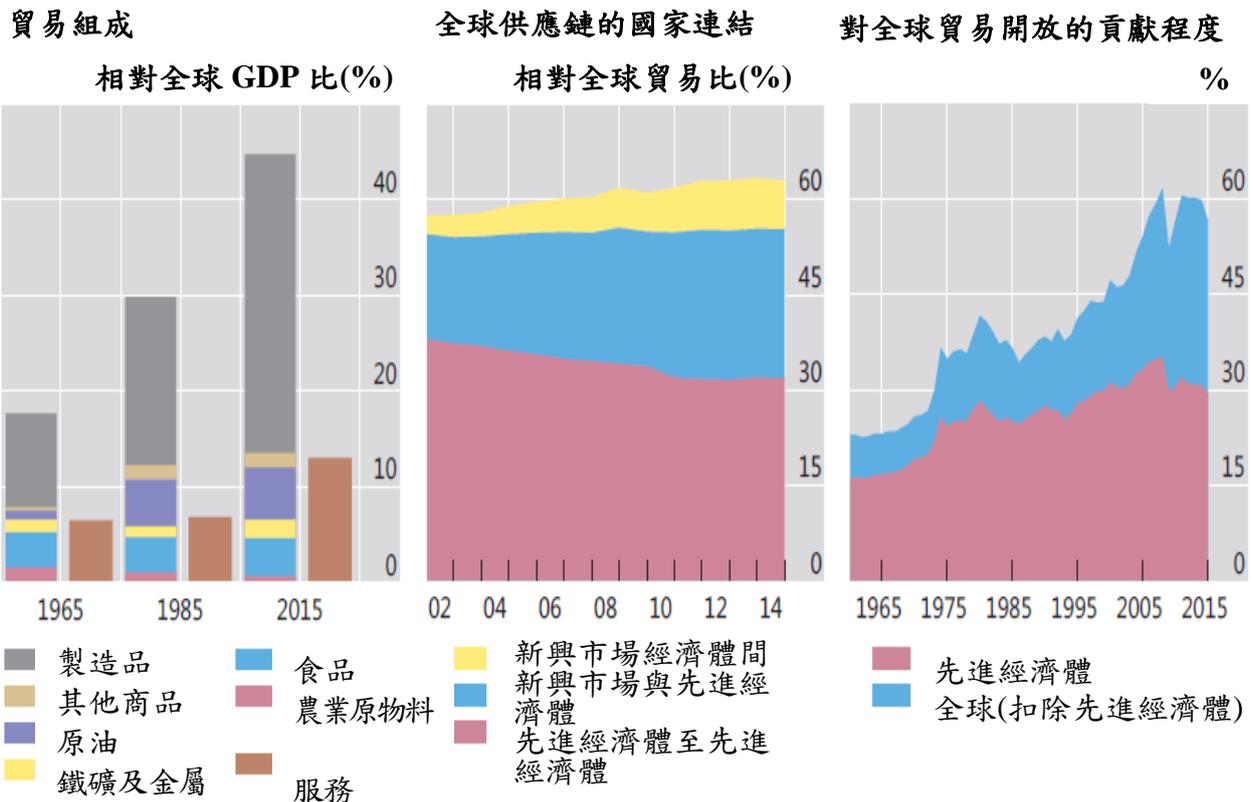
2. 金融開放：在兩波全球化的浪潮下，伴隨著貿易開放而增加，惟金融開放在第二波全球化的過程表現更加亮眼。
- (1) 根據可得的估計顯示，金融開放較前波高峰成長 2 倍以上。外部資產及負債相對 GDP 比大幅增加，自 1960 年約 36% 上升至 2015 年的 400% (外部資產及負債總金額為 293 兆美元)。
 - (2) 自 1990 年代中期以來，金融開放迅速擴張主要集中在先進經濟體。1990 年代初期以前，先進經濟體及新興市場經濟體的外部部位相對於 GDP 比率大約是同步上漲，惟此後先進經濟體的跨境金融資產及負債相對 GDP 比率由 135% 上升至 570%；同期間新興市場經濟體該比率由 100% 上升至 180%。
3. 貿易結構本質在第二波全球化大幅改變(圖 21)
- (1) 經濟發展、更大的市場、運輸及資通訊科技(ICT)的改善擴大了貿易的交易範圍。50 年前天然資源稟賦是決定貿易流向的重要因素，且大多數與全球化第一層有關；當前隨著全球化第二層越來越具有主宰力，具有技術勞工、不具有技術勞工以及相關專業人士的所在位置越來越重要。
 - (2) 在 1960 年代初期，食物貿易僅占交易商品的 25% 左右；今日該比率下降至低於 10%。石油、金屬及鐵礦砂的貿易亦可見類似的情況，若扣除前述商品價格的大幅波動，其相對 GDP 之比重變動不大。惟過去 30 多年來服務貿易 (包含金融貿易) 相對 GDP 比已從 7% 上升至 13%。
 - (3) 截至目前為止，貿易最大的改變在於，製造商品的貿易，其目前占全球貿易的一半。新興市場經濟體參與全球供應鏈程度快速增加。2014 年新興市場經濟體約參與全球供應鏈的一半(圖

21)，此處依照中間財及服務貿易占比上升至 1/3；新興市場經濟體間全球供應鏈貿易成長超過 1 倍，其中中國大陸本身占全球供應鏈貿易比重已從 7% 上升至 19%。在前述過程中，新興市場經濟體間的貿易整合速度高於先進經濟體間的整合速度。

(4) 大型跨國公司主宰全球貿易，這些公司藉由不同國家的營運，通常扮演全球供應鏈的關鍵角色，例如美國約有 90% 的貿易涉及跨國公司，且半數與跨國公司的附屬公司間交易。儘管新興市場經濟體貿易擴張，惟跨國公司仍然在先進經濟體保有主導地位。

(5) 全球供應鏈扮演帶動貿易成長的重要因子，特別是製造商品，因市場入口、運輸及科技改善而受惠。自 1980 年代中期全球供應鏈開始盛行，此時具有高技術及低技術工作在不同國家中迅速擴張，因此，當前中間財及服務目前約占全球貿易的 2/3。

圖 21 隨著新興市場參與貿易程度越深，全球貿易已變得更加複雜



資料來源：BIS annual report (2017)

三、 全球化之分析

(一) 全球化之優缺點整理

表 5 全球化之優缺點比較

優點	缺點
提升生活水準	貿易的好處並未在各國間平均分配
協助大部分人口脫離貧窮	國內政策無法處理國際政策
貿易開放：提升生產效率、廣泛地改善消費機會	精細的結構性調整需花費更長的時間，且較預期更不容易完整達成。
金融開放：除支援國際貿易外，允許企業或銀行更大範圍地分散風險及賺取更高的報酬	除非能適當地管理，金融全球化可能造成金融不穩定的風險，此點與國內金融自由化類似
同時使資金融通更加便利，並讓知識及 know-how 跨國更容易地轉移。	可能創造不公平

資料來源：BIS annual report (2017)

(二) 對全球化之正確認知

1. 有許多充分的跡象顯示，全球化並非必須對國家內所得不均情況惡化負責任。
2. 為了回應前述挑戰，試圖拉回全球化可能是錯誤的決定；全球化如同科技創新般已整合為經濟發展的一部分，因此其必須被視適當地監督及管理。
3. 各國可以執行國內政策來增加經濟的韌性，包含彈性的勞動與產市場，及可以提高適應性(例如再訓練)。

4. 緊密的跨國連結隱含，各國政策及行動不可避免地將影響其他國家，因此，國際合計合作必須輔助國內政策，特別是全球法規架構應被視為健全及具有韌性的國際金融體系的基礎。

(三) 全球化之未來展望

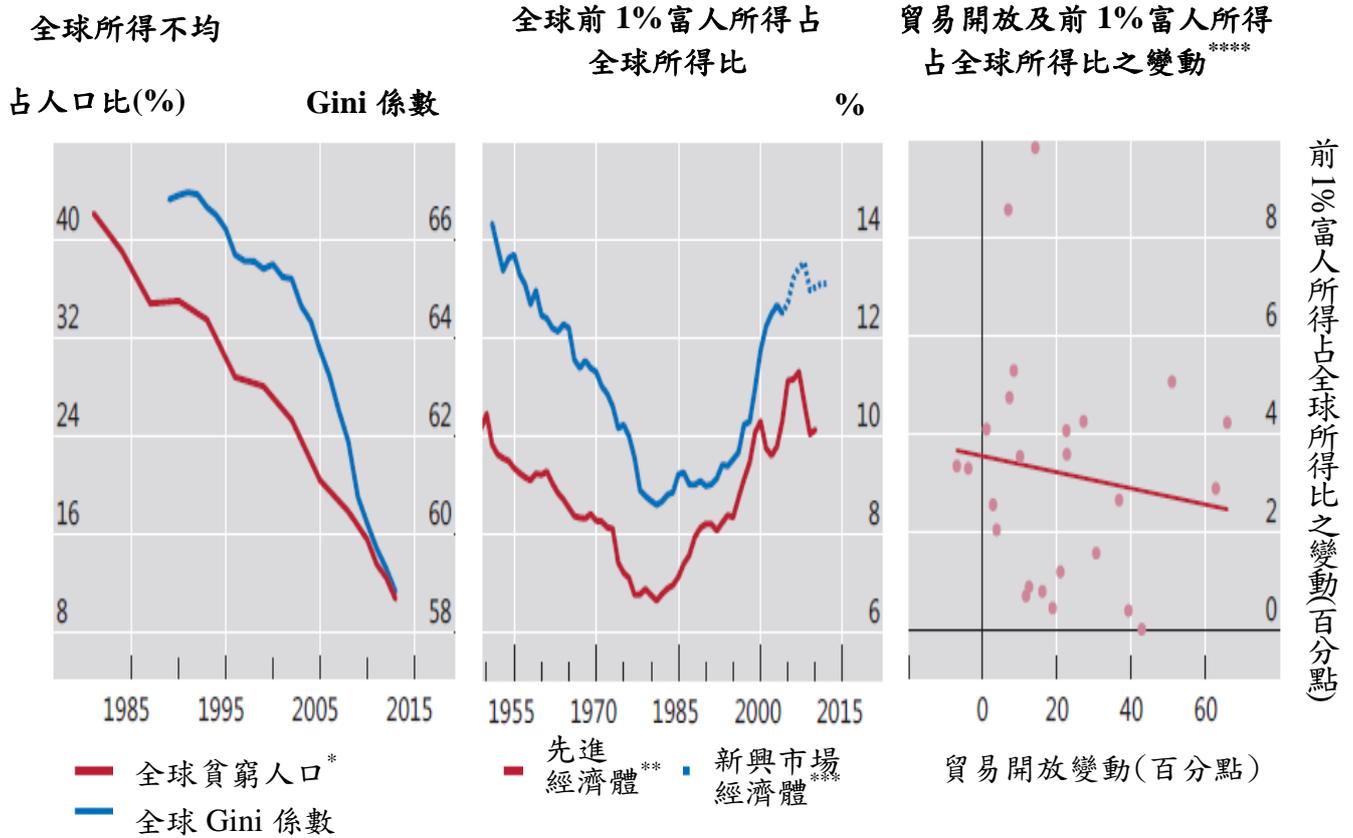
1. BIS 呼籲應保護全球化的成果

- (1) 貿易及金融開放的全球化確實提高人類生活水準，且協助全球大部分人類脫離貧窮；如全球 Gini 指數由 1995 年的 0.66 下降至 2015 年的 0.58 至 0.59(圖 23)。
 - (2) 全球化已協助增加經濟韌性、擴展生產力上揚及提供更大的風險分散。
2. 惟全球化的過程中必須注意分配效應(distributional effects)，如須妥適處理貿易利益未被公平地分配，且其調整的負擔集中在特定產業或地區的問題。

3. 金融開放的全球化可能帶來的潛在風險

- (1) 具有高度移動性的國際資金可能以強化景氣循環(procyclical)，加劇金融上揚(upswings)或反轉(reversals)。
- (2) 外幣部位(特別是美元)，隨著全球主要央行貨幣政策逐漸轉向正常化，將傳遞全球更緊俏的金融情勢，並使持有外幣部位的國家蒙受損失。
- (3) 截至 2016 年底，美國境外且以美元計價的非銀行債務高達 10.5 兆美元，本項資金對美國貨幣政策具有高度敏感度，當美國逐步緊縮貨幣政策時，或將引發資金回流美國，並使背負前述非銀行債務的企業或承受資金壓力。
- (4) 全球主動金融機構的緊密金融連結可能擴散金融壓力，儘管當某國發生問題時，前述機構可能扮演緩衝者的角色。

圖 23 全球所得不均程度已下降，惟國家所得不均大部分並非來自貿易



*全球貧窮人口係指 2011 年每天實質購買力低於每人 1.9 美元/天

**此處先進經濟體先進係澳洲、加拿大、瑞士、德國、丹麥、西班牙、法國、英國、愛爾蘭、義大利、日本、荷蘭、挪威、紐西蘭、葡萄牙、瑞典及美國

***此處新興市場經濟體先進係阿根廷、中國大陸、印尼、印度、南韓、墨西哥、新加坡及南非

****前 1% 富人所得占全球所得比之變動係指 1985 年至 2012 年之變動

資料來源：BIS annual report (2017)

陸、心得與建議

本次參加 2017 年 BIS 年會，除了 Hélène Rey 發表專題演講外，BIS 總經理及各部門主管分別進行業務報告，有助了解目前全球金融市場發展趨勢、現行國際貨幣體系的潛在缺點、全球化的利弊得失，及各國貨幣政策當局關注的議題或面臨的政策挑戰等，獲益良多。謹將本行與會人員心得說明如下：

一、經濟展望及菲利浦曲線平坦化之探討

- (一) 儘管全球經濟呈現穩健且全面復甦，惟本年全球經濟成長率仍較金融危機發生前 10 年平均值低了 0.5 個百分點，且未來全球經濟面臨通膨上揚、部分先進及新興市場經濟體經歷成熟的金融循環及高債務水準、企業投資遲緩，及保護主義威脅等風險。
- (二) 過去數 10 年來，一國的國內閒置與其通膨連結被證明是疲弱且不顯著的，菲利浦曲線斜率變得更加平坦。
- (三) 全球化及科技變革的影響可能造成前述薪資或物價未能隨著閒置減少而明顯上升，例如更加整合的產品、勞工及資本市場，以及更有效的勞動力使用。

二、Rey 演講的重點

- (一) 全球實質利率下降可能反映金融榮景及泡沫循環頻率較低；當前消費相對財富比率低，隱含未來無風險利率低且將維持一段長期間。
- (二) 全球金融循環在實質利率變動及造成實質經濟不穩定中扮演重要角色，未來應特別關注金融循環的榮景時期(the boom phase of the financial cycles)。

(三) 由於美國經濟規模相對全球其他地區比率正在下降，或可考慮採行多極(multipolar)國際貨幣體系加以補救，讓中國大陸(人民幣)及歐洲(歐元)扮演更重要的角色。

三、金融市場本質正在轉變

(一)市場焦點由主要央行的貨幣政策動向，轉為政治風險事件，導致傳統上各資產類別間的相關係數出現下降、政治不確定性及市場風險出現分歧。

(二)資產(特別是股票)報酬分配出現左偏(skewness)現象，隱含市場對部分資產評價似有過度樂觀跡象。在地緣政治風險及民粹主義仍威脅歐美政治局勢下，宜多加留意後續發展。

四、全球化及各國未來對策

(一) BIS 認為全球化(包含貿易及金融開放)的確提高人類生活水準、協助全球大部分人類脫離貧窮、協助增加經濟韌性、擴展生產力上揚及提供更大的風險分散。

(二) 惟全球化的過程中必須注意分配效應(distributional effects)，如須妥適處理貿易利益未被公平地分配，且其調整的負擔集中在特定產業或地區的問題，另必須留意金融開放的全球化可能帶來的潛在風險。

五、拜訪金融機構看法彙整(CA 及 BAML)

(一) CA 認為¹⁶，倘若英國選擇「硬脫歐」(Hard Brexit)，可能造成英國 GDP 降低 3~5%，金融就業人數減少 25%。歐洲其他金融中心(如法蘭克福、巴黎等)因金融基礎建設加強仍需時間，故短期內其受

¹⁶ Kumar, Mohit(2017), “2017: Risks and Opportunities,” *Crédit Agricole Research*, June。

益程度將有限。

(二) BAML 認為¹⁷，隨著全球儲蓄過剩(saving glut)已過高峰且不再轉為儲備資產，儘管主要央行 QE 政策曾填補公債的供需缺口，惟隨著主要央行正在或即將退出 QE 方案，將導致實質利率上揚的壓力。

¹⁷ Preusser, Ralf(2017), “Global Rates Outlook 2017: Beyond the First 100 Days,” BofAMerrill Lynch Global Research, June 16。

參考文獻

英文部分

1. Caruana, Jaime (2017), “Looking beyond the Here and Now,” Speech on the occasion of the Bank’s Annual General Meeting, July 3
2. Borio, Claudio (2017), “How Much Do We Really Know about Inflation?” Presentation on the occasion of the Bank’s Annual General Meeting, July 3
3. Shin , Hyun Song (2017), “Globalization: Real and Financial, ” Presentation on the occasion of the Bank’s Annual General Meeting, July 3
4. BIS(2017), “87th Annual Report :1 April 2016–31 March 2017,” June 25
5. Holston K., T. Laubach and J. C. Williams (2016) , “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” *Working Paper Series 2016-11*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
6. Rey, Hélène(2017), “The Global Financial System, the Real Rate of Interest and a Long History of Boom-Bust Cycles,” *BIS Andrew Crockett Memorial Lecture*, July 3
7. Williams, John C. (2017a) , “The Global Challenge of Very Low R-Star,” presented at 2017 BOK International Conference
8. Gourinchas, P.-O. , Hélène Rey(2017), “Global Real Rates: A Secular Approach,” April 20
9. Williams, John C. (2017b), “The Global Growth Slump: Causes & Consequences,” June 27
10. Williams, John C. (2017c), “Three Questions on R-star,” *FRBSF Economic Letter* , 2017-05 , February 21

11. Kumar, Mohit(2017), “2017: Risks and Opportunities,” *Crédit Agricole Research*, June
12. Preusser, Ralf(2017), “Global Rates Outlook 2017: Beyond the First 100 Days,” *BofAMerrill Lynch Global Research*, June 16
13. Federal Reserve website <http://www.federalreserve.gov/>
14. European Central Bank website <http://www.ecb.int/>
15. Bank of England website <http://www.bankofengland.co.uk/>

中文部分

吳懿娟、陳嘉添、林依伶(2017)「參加韓國央行舉辦之『2017年韓國央行國際研討會』(2017 BOK International Conference)」出國報告