

出國報告（出國類別：其他）

## 參加「2019年韓國央行國際研討會」 出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳裴紋/科長

派赴國家/地區：韓國/首爾

出國期間：108年6月1日至6月4日

報告日期：108年8月26日

## 摘 要

本次研討會主題為「全球經濟鏈結：影響及政策意涵」，討論議題包括：(一)貿易鏈結、(二)金融鏈結、(三)政策外溢、(四)經濟鏈結對經濟政策之意涵、(五)銀行鏈結之外溢效果。

1990 年代以來，全球貿易鏈結及金融鏈結的擴展，透過國際專業化提高生產效率，及擴大跨境投資與消費機會，推升全球經濟成長。惟 2008 年全球金融危機後，全球價值鏈弱化，跨境銀行貸款亦減，且近來貿易衝突，致全球鏈結成長進一步趨緩。

研習心得及建議：(一)全球貿易鏈結帶來經濟成長之效益，惟亦帶來所得不均惡化等挑戰。政府宜積極運用產業、投資及貿易政策組合，鞏固在全球價值鏈的關鍵地位，獲取全球化貿易之益處。同時，採取妥適總體經濟政策，循序漸進推動結構改革，提升國內經濟對外部衝擊的抵禦能力；並採取重分配政策及積極性勞動市場政策，協助中低技術勞工轉型至更具競爭力的領域，降低全球化帶來之相關危害。(二)國際金融市場高度整合、主要經濟體之貨幣政策外溢效應，加劇國內金融波動及景氣榮枯循環，並影響本國貨幣政策的有效性。政府宜妥適運用總體審慎政策、資本移動管理措施，強化金融體系韌性，以減緩全球金融鏈結及政策外溢對國內經濟金融之不利影響。

## 目次

壹、前言 .....	1
貳、專題演講之重點摘要.....	1
一、韓國央行總裁 Juyeol Lee：全球鏈結帶來之挑戰及因應對策 .....	1
二、BIS 貨幣與經濟部門主管 Claudio Borio：本國金融循環及全球金融循環.....	3
三、哈佛大學教授 Carmen Reinhart：全球風險短觀及美元之國際準備貨幣地位....	6
四、威斯康辛大學教授 Charles Engel：安全性之美國資產及資本移動.....	10
參、研討會主要議題之重點摘要 .....	12
一、貿易鏈結.....	12
二、金融鏈結.....	15
三、政策外溢.....	17
四、經濟鏈結對經濟政策之意涵.....	19
五、銀行鏈結之外溢效果 .....	21
肆、心得及建議.....	23
一、政府宜積極運用國內政策組合及與國際合作，以擴大全球貿易鏈結帶來效益， 並同時減少相關危害 .....	23
二、政府宜妥適運用總體審慎政策、資本移動管理措施，以減緩全球金融鏈結及政 策外溢對國內經濟金融之不利影響.....	26
參考文獻 .....	28

# 參加「2019 年韓國央行國際研討會」出國報告

## 壹、前言

韓國央行(The Bank of Korea)於 2019 年 6 月在韓國首爾舉辦「2019 年韓國央行國際研討會」，為期 3 日，本次會議的主題為「全球經濟鏈結：影響及政策意涵」(Global Economic Linkages: Impacts and Policy Implications)，邀請各國中央銀行與國際組織高階官員、大學著名學者專家等約百人與會，討論相關議題。研討會參與者包括 Thomas J. Sargent(紐約大學教授)、Carmen Reinhart(哈佛大學教授)，及 Charles Engel(威斯康辛大學教授)等多位學者，以及韓國央行、美國聯準會(Fed)及紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York)、國際清算銀行(BIS)、國際貨幣基金(IMF)及世界銀行(WB)高階官員。

研討會的內容包括「貿易鏈結」(Trade Linkages)、「金融鏈結」(Financial Linkages)、「政策外溢」(Policy Spillovers)、「經濟鏈結對經濟政策之意涵」(Implications for Economic Policy)及「銀行鏈結之外溢效果」(Spillover Effects of Banks' Linkages)等 5 項議題，最後進行綜合討論。

本報告共分為四部分；除第壹章前言外，第貳章為專題演講重點簡介；第參章為研討會主要議題重點摘要，第肆章則為心得及建議。

## 貳、專題演講之重點摘要

研討會首先由韓國央行總裁 Juyeol Lee 致歡迎詞，之後由 BIS 貨幣與經濟部門主管 Claudio Borio、哈佛大學教授 Carmen Reinhart，以及威斯康辛大學教授 Charles Engel，分別發表主題演講，本章依序說明四位主講人之主要論點如下<sup>1</sup>。

### 一、韓國央行總裁 Juyeol Lee：全球鏈結帶來之挑戰及因應對策

#### (一) 2008 年全球金融危機後，全球鏈結趨勢出現變化

1990 年代以來，全球貿易鏈結及金融鏈結的擴展，透過國際專業化提高生產效率，及擴大跨境投資與消費機會，推升全球經濟成長。惟 2008 年全球金融危機後，該等趨勢出現變化；在後危機時期，全球價值鏈(global value chains, GVCs)已見弱化，跨境銀行貸

---

<sup>1</sup> 本章主要整理自 Lee(2019)、Borio(2019)、Reinhart(2019)及 Engel(2019)於研討會之演講詞。

款亦呈下降趨勢，且近來貿易衝突，致全球鏈結成長進一步趨緩。

## (二)全球鏈結帶來之挑戰

過去 30 年間，先進及新興經濟體均從全球鏈結擴展中獲得經濟成長的利益，許多新興經濟體人民得以脫離貧窮；惟新挑戰亦逐漸浮現。

1. **全球鏈結的外溢效應，衝擊本國經濟及貨幣政策的有效性：**全球金融危機期間，各國均經歷外部因素對國內經濟的影響加劇。隨全球價值鏈擴大，先進及新興經濟體的景氣循環連動性增強；且國際金融市場高度整合，致主要經濟體貨幣政策及地緣政治風險對新興經濟體的資本移動產生更深遠的影響。部分研究指出<sup>2</sup>，新興經濟體貨幣政策面臨「兩難困境」(dilemma)，而非傳統的「不可能的三位一體」情境(Mundell-Fleming trilemma)，即無論採何種匯率制度，在無資本管制下，新興經濟體均難以行使貨幣政策自主權。
2. **全球化導致所得不均惡化：**全球市場激烈競爭，無可避免造成贏家及輸家，致經濟成長的益處未能均勻分配。先進經濟體中，相對弱勢產業的失業人口增加，且部分中低勞工階層的所得停滯。新興經濟體中，出口與非出口企業之間的生產力及薪資差距明顯擴大。該等問題被視為所得分配惡化的主因之一，導致反全球化；近來部分國家的貿易保護主義激增，即是反映所得分配惡化的公眾負面情緒。
3. **全球鏈結前景的不確定性逐漸增長：**隨新興經濟體的工資上揚、貿易量較低的服務業成長，以及保護主義的擴散，對全球鏈結擴展恐達極限之憂慮浮現。若全球鏈結依然疲弱或進一步削弱，國際專業化及技術擴散將會縮減，恐將導致全球經濟巨大的調整成本。在此情況下，高度倚賴貿易的新興經濟體，內需又不足，將承受更多不利影響。

## (三)政策意涵：從擴展全球鏈結中獲益，並同時減少相關危害

1. **提高國內經濟對外部衝擊的抵禦能力：**循序漸進推動結構改革，以提升成長及創造就業的潛能，並改善經濟基本面。此外，透過採行妥適的總體經濟政策，維持國內經濟穩定。尤其，因應緊密全球鏈結帶來的政策環境變化，央行應致力業務改革，並努力擴大其政策工具組合。

---

<sup>2</sup> 如 Rey(2013, 2016)從跨國實證發現，大國貨幣政策的影響力，會透過跨國資本移動波及其他國家，嚴重影響各國貨幣、信用情勢，並使經濟脫離基本面。即一國的貨幣情勢深受國際資本自由移動以及跨國金融機構槓桿操作的影響，即使採浮動匯率也無法達成貨幣政策自主性。

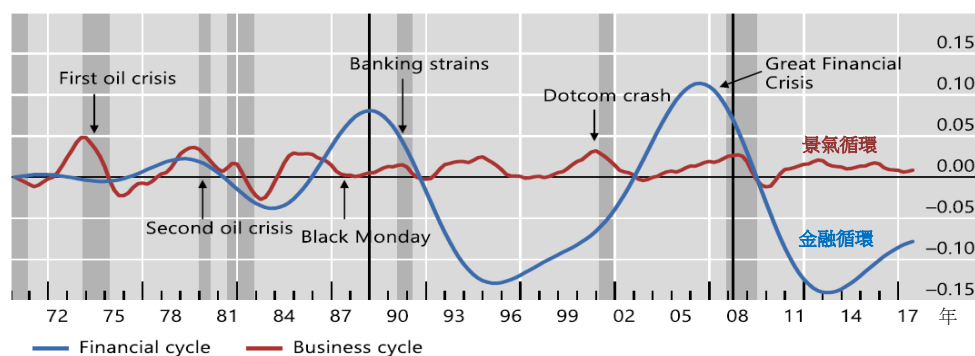
2. **擴大弱勢者的社會安全網，並改善勞動市場制度**：以促使處於比較弱勢領域之勞工，順利轉型至更具競爭力的領域；惟此作為須注意不要破壞成長及發展，故須促進公平競爭及激勵創新，以維持可持續培育新贏家的經營環境。
3. **國際合作的重要性**：全球鏈結已成為商品、知識、創新交換及傳播的重要管道，為防止近來貿易緊張局勢破壞此管道，全球均應儘速解決此一問題。此外，先進及新興經濟體均應分享對全球經濟情勢的看法，並透過二十國集團(G20)及其他國際論壇協調政策。集合集體智慧，致力以更公平、更安全及更具包容性的方式，促進全球鏈結。

## 二、BIS 貨幣與經濟部門主管 Claudio Borio：本國金融循環及全球金融循環

### (一)金融循環的意涵及特性

1. **金融循環(financial cycle)的定義**：迄今尚無共識。Borio(2014)認為其描述價值與風險的認知、風險承受(risk-taking)態度，以及融資限制(financing constraints)之間自我強化的交互作用(self-reinforcing interactions)。通常的情況是信用快速成長，推升不動產及資產價格，由此增加抵押品價值，進而增加民間部門可獲得的信用額度；直至某個時點，此過程將反向運行。此交互作用形成暴漲(boom)及隨之而來的暴跌(bust)，並可能擴大經濟波動，導致嚴重的金融困境(financial distress)與經濟混亂。
2. **金融循環具 5 項特性**<sup>3</sup>：(1)信用及不動產價格的波動，可概略描繪金融循環；(2)金融循環的頻率遠低於景氣循環(圖 1，以美國為例)；(3)金融循環的高峰(peak)與金融危機高度重合；(4)金融循環有助於即時檢測金融危機風險；(5)金融循環的長度及波動幅度，與一國金融制度、貨幣政策及總體經濟政策制度有關。

圖 1 美國的金融循環與景氣循環

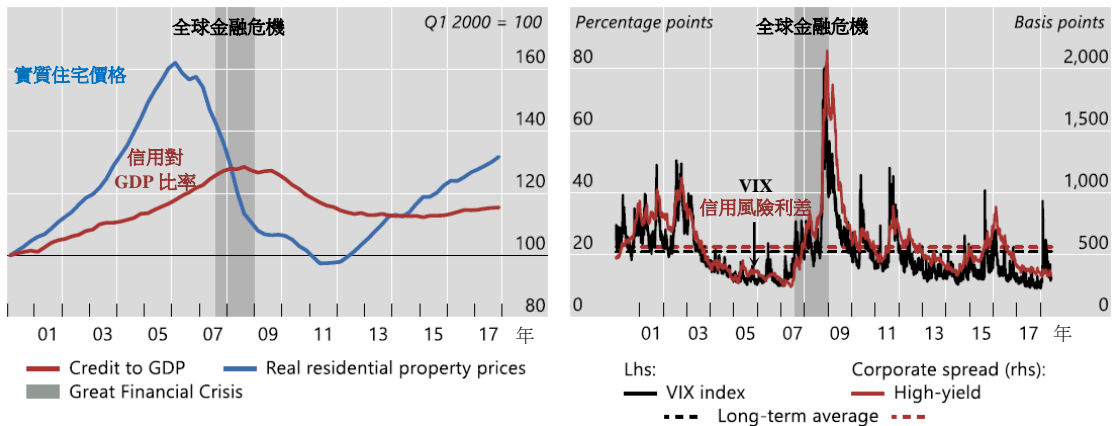


資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

<sup>3</sup> 引述自 Borio(2014)。傳統上，景氣循環週期約 8 年，金融循環約 15 至 20 年。兩者長度差異，顯示一次金融循環可能橫跨數次的景氣循環。

3. 高資產價格、低波動性及利差縮小，預示金融危機。以美國為例，在全球金融危機爆發之前，美國不動產價格高漲、信用對 GDP 比率上揚(圖 2 左)，波動性(以 VIX<sup>4</sup>衡量)走低、高收益債券信用風險利差縮小，且均低於長期平均值(圖 2 右)。

圖 2 高資產價格、低波動性及利差縮小，預示金融危機：以美國為例

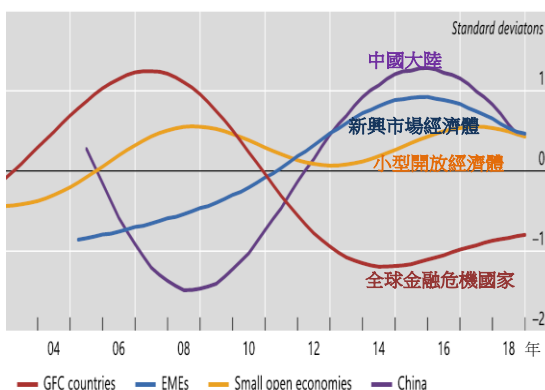


資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

## (二)本國金融循環及全球金融循環

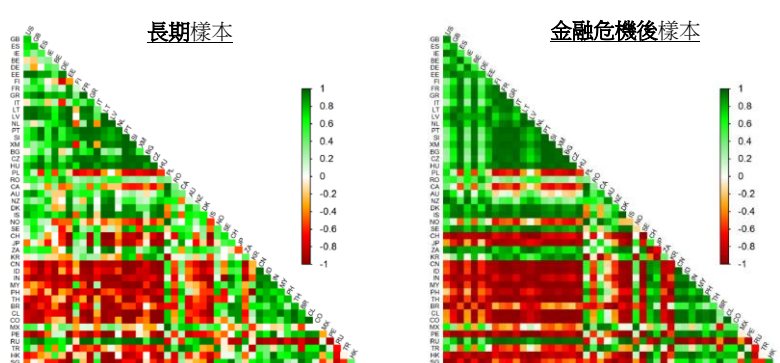
1. 各國金融循環的步調不同(圖 3)，惟全球金融危機後，跨國間的金融循環相關性提高(圖 4)：此反映存在共同的全球(資產價格與數量)因子，驅使各國金融循環同步，形成全球金融循環現象(圖 5)。例如，跨境信用(cross-border credit)會擴大國內信用(圖 6)，透過資本移動管道將國外的金融情勢傳遞至國內。美國、英國、愛爾蘭於全球金融危機之前，以及泰國於亞洲金融風險之前，均呈現跨境信用推升國內信用的現象。

圖 3 各國金融循環步調不同



資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

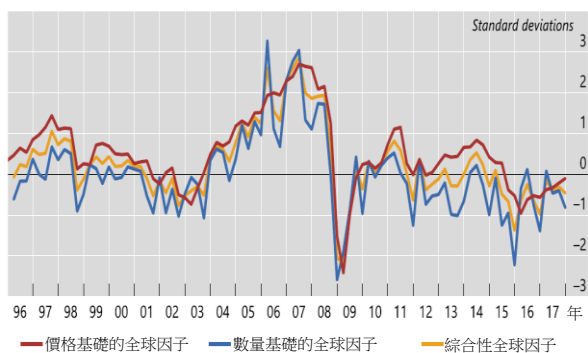
圖 4 跨國間的金融循環相關係數



資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

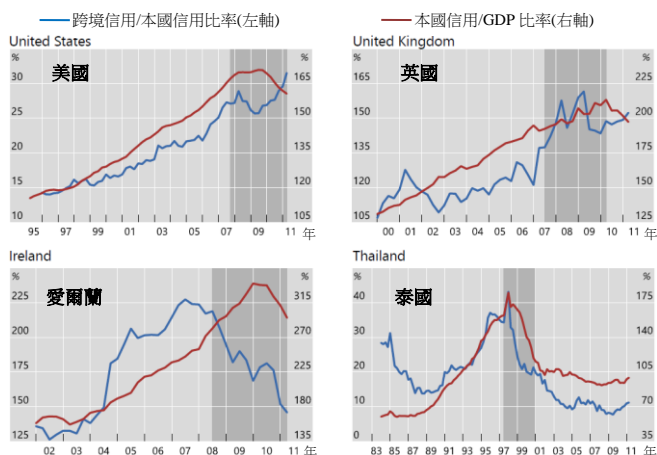
<sup>4</sup> VIX 指數係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

圖 5 全球金融循環



資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

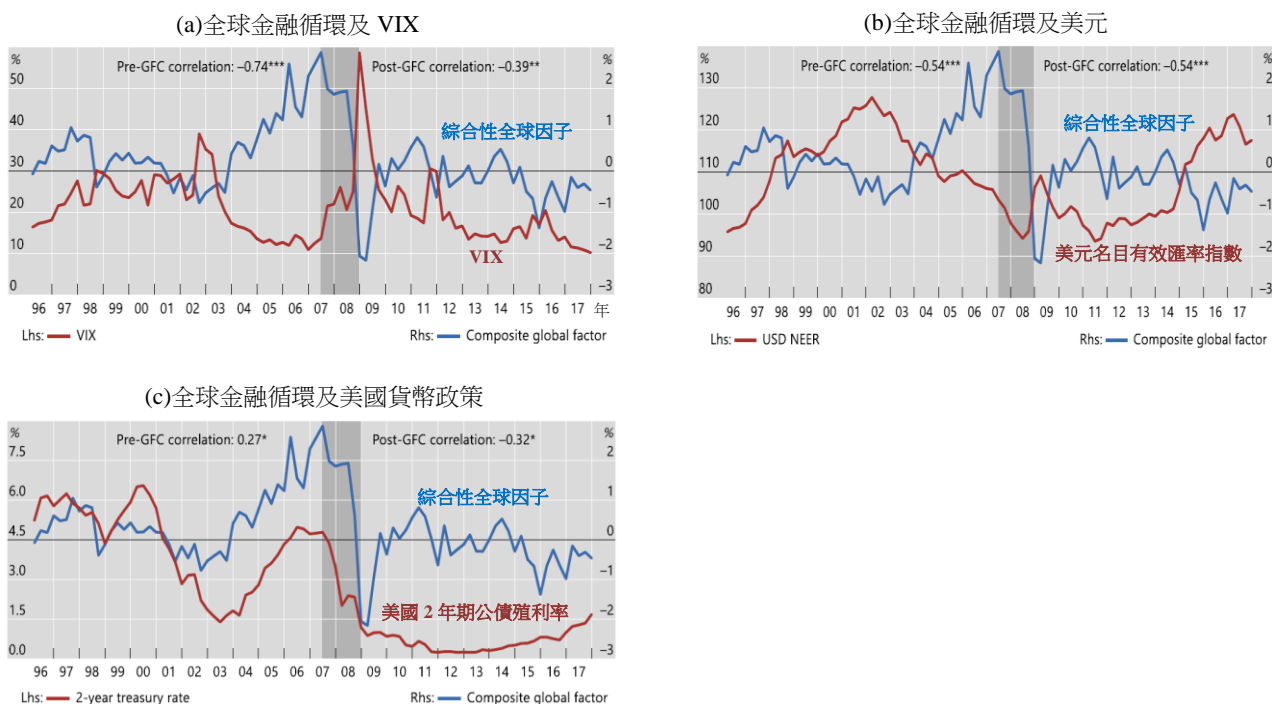
圖 6 跨境信用擴大國內信用



資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

2. 影響全球金融循環的可能因素包括全球風險趨避程度(以 VIX 衡量)、美元、美國貨幣政策:比較全球金融危機前、後,全球金融循環與 VIX 之相關性弱化(由-0.74 降至-0.39); 與美元之相關性穩健(均為-0.54); 與美國貨幣政策相關性則不穩定(由 0.27 轉為-0.32) (圖 7)。

圖 7 影響全球金融循環的可能因素



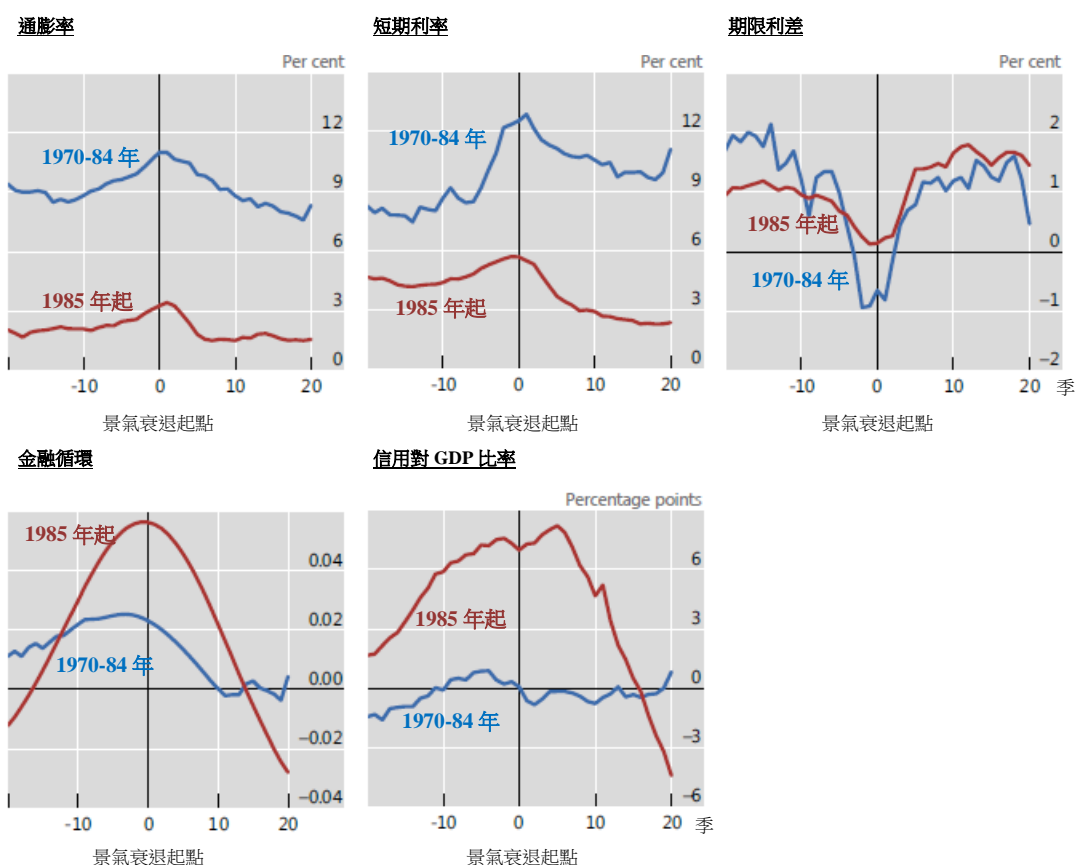
資料來源：研討會簡報 Borio(2019)

3. 就長期間跨國資料觀察,金融循環明顯改變景氣循環的特徵:圖 8 比較 1970-84 年代以及 1985 年起,16 個先進經濟體於景氣循環轉折 5 年內的主要變數行為。在 1970-84



年代，於景氣循環高峰之前，通貨膨脹及短期利率趨於上升，期限利差(term spread)重挫並轉呈負值；同時，綜合性金融循環變數及信用對 GDP 比率均無榮景現象。惟自 1985 年以來，景氣循環高峰期的通膨率低且穩定，短期利率僅小幅上升，且利差持續縮小；相對而言，金融循環擴張則相當明顯。亦即經濟衰退係由通膨引發(inflation-induced)，轉變為金融循環引發(financial cycle-induced)。

圖 8 景氣循環的特徵改變



資料來源：Borio et al.(2018)；研討會簡報 Borio(2019)

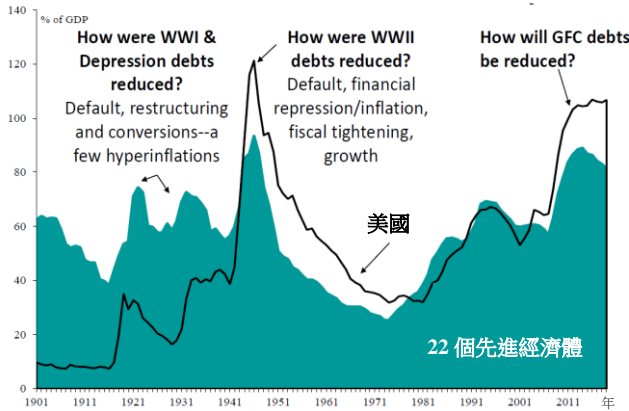
### 三、哈佛大學教授 Carmen Reinhart：全球風險短觀及美元之國際準備貨幣地位

#### (一)先進經濟體面臨之風險

1. 當前先進經濟體財政空間及貨幣政策空間均恐有限，是否有足夠政策工具因應下波經濟衰退：自全球金融危機以來，先進經濟體的政府債務相對 GDP 比率持續上揚，已達二次世界大戰後新高(圖 9)；且為因應經濟衰退，美國 Fed 累計降息約 6 個百分點(曾觸及零利率底線(Zero Lower Bound, ZLB))，歐元區與日本央行政策利率則均已落入負

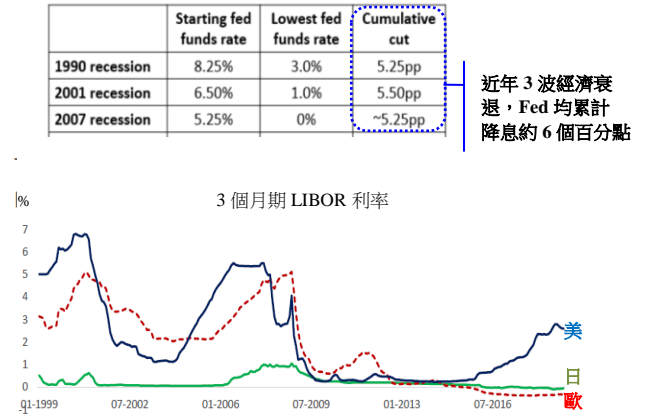
值(圖 10)。

圖 9 1901 至 2019 年先進經濟體之政府債務相對 GDP 比率



資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

圖 10 美、歐、日貨幣政策空間

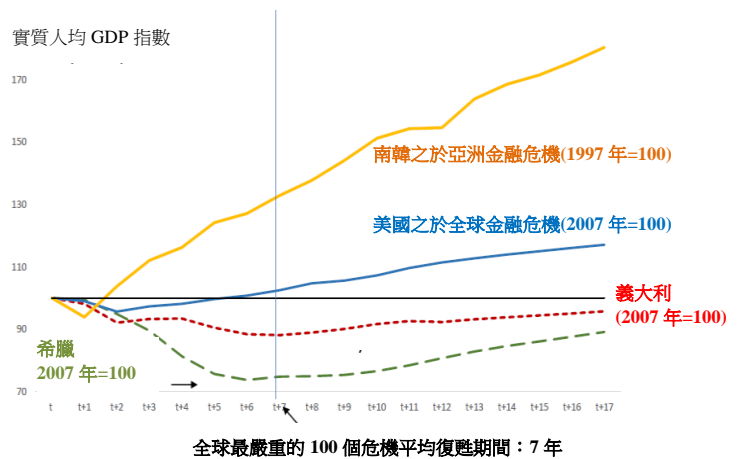


資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

2. 去全球化(de-globalization)，致全球貿易量成長遽減：全球金融危機前，全球貿易量平均成長率為 5.9%，危機後則降至 2.4%。

3. 歐洲債務積壓(debt overhang)問題未解：全球金融危機迄今已 12 年，希臘、義大利等南歐國家經濟仍未完全復甦，且預期 5 年後(2024 年)，亦無法回復至危機前狀態(圖 11)。

圖 11 近年全球重大危機之復甦情況



註：t 為危機起點；危機起點後之第 12-17 年(即 2019-2024 年)採 IMF 預估值。

資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

4. 低利率與全球風險承受(risk-taking)行為恐重現：Fed 雖自 2015 年 12 月起利率政策逐步正常化，惟至 2018 年止，美國金融情勢依然寬鬆(圖 12)；且自 2019 年起，Fed 釋出貨幣政策轉向寬鬆立場。而 2018 年起，高收益債券與新興市場債券殖利率(相對國庫券殖利率)的差異逐漸縮小，反映市場可能低估企業信用風險(圖 13)。

圖 12 美國聯邦資金利率與金融情勢指數



資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

圖 13 高風險債券與新興市場債券殖利率



資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

## (二)新興市場經濟體面臨之風險

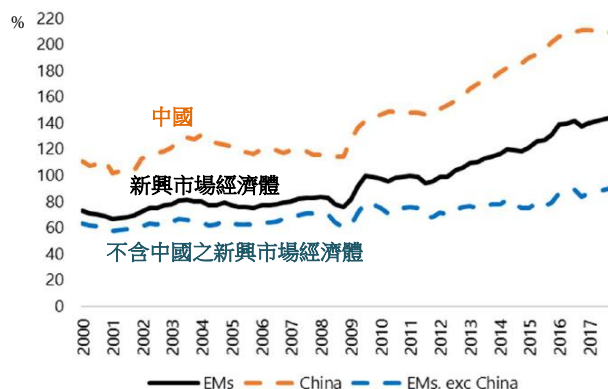
1. 中國人民銀行的貨幣政策困境：寬鬆貨幣以支持經濟成長，抑或緊縮貨幣政策以支撐人民幣對美元匯率。
2. 新興市場經濟體債務持續上揚，加以其他經濟與政治脆弱性，危機恐重現：新興經濟體之政府債務創歷史新高(圖 14)，民間部門債務亦續增(圖 15)；儘管新興經濟體記取歷史教訓，致力降低債務幣別錯置(currency mismatch)之匯率風險<sup>5</sup>，惟非居民持有債務占總債務之比重卻增加 10 個百分點至約 60%。未來隨全球利率上揚，先進經濟體匯率升值，新興經濟體貨幣情勢恐趨於緊縮；即使採取彈性匯率，外資突發性大規模外流，可能導致新興市場主權債務出現嚴重的展期(rollover)問題。雖然近年許多新興經濟體提高經濟緩衝(包括持有可觀的外匯準備)，惟亦增添新的脆弱性－民間部門債務大幅增加(尤其是中國)，恐因外資突然外流而產生問題。

圖 14 新興經濟體之政府債務相對 GDP 比率



資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

圖 15 新興經濟體之非金融民間債務相對 GDP 比率

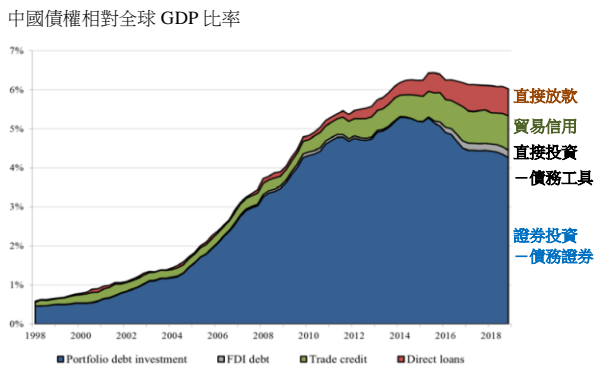


資料來源：Bredenkamp et al.(2019)

<sup>5</sup> 2003-2017 年間，新興經濟體以本國幣計價之債務占總債務比例平均上升近 20 個百分點。詳 Bredenkamp, Hausmann, Pienkowski and Reinhart(2019)。

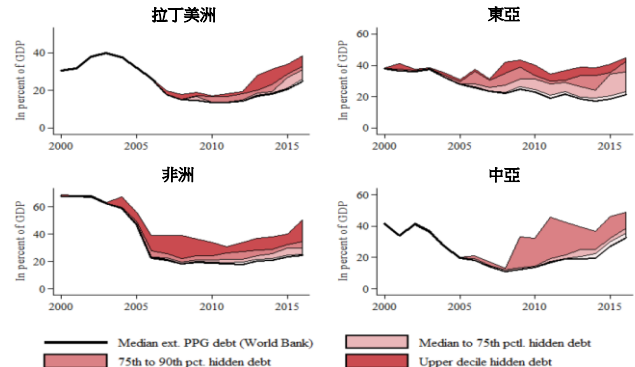
3. 中國對開發中國家借貸的隱藏問題：近 20 年來，中國大幅增加對全球資金輸出。2000 年初期，中國政府對全球債權不到 5 千億美元或相對全球 GDP 比率不到 1%；惟至 2017 年，已達 5 兆美元或逾全球 GDP 比率的 6%(圖 16)。中國海外借貸及投資幾屬官方性質(中國政府、國有企業或中國人民銀行)，惟未詳實登錄於 WB、IMF 或 BIS 等國際統計資料庫。Horn, Reinhart, and Trebesch(2019)依據 1949 至 2017 年期間，152 國提供之 1,974 份中國貸款及 2,947 份中國捐贈文件，估計約半數的中國海外貸款未予揭露。該等隱藏的海外債權，反映開發中國家債務永續性(sustainability)的風險，尤其是向中國高額借貸的 20 多個開發中國家。

圖 16 中國對全球其他地區的債權總額



註：資料係按中國國際收支累計值(依資產類別劃分)相對全球 GDP 計算。證券投資係中國人民銀行持有的非居民債務工具(準備資產)及非準備資產債券。貿易信用包括短期及長期貿易信用及預付款。  
資料來源：Horn et al.(2019)

圖 17 新興經濟體總外債及中國對外借貸的隱藏估計值



註：黑線係按世界銀行國際債務統計(依不同國家集團劃分)之公共及公共擔保(public and publicly guaranteed, PPG)外債相對 GDP 的中位數。並加上中國對外借貸的隱藏估計值，紅色區域分別顯示中位數至 75 分位數、75 至 90 分位數，及最高十分位之隱藏債務水準。  
資料來源：Horn et al.(2019)

### (三)全球長期風險：美元之國際準備貨幣地位與當代「特里芬難題」

1. 美元之國際準備貨幣地位：1950 至 2016 年間，先進經濟體及新興與開發中經濟體經濟實力呈現此消彼長，當前新興與開發中經濟體 GDP 之全球占比約達 60%；而隨先進經濟體經濟展望低迷，預期此趨勢將持續。雖然美國 GDP 之全球占比持續走低(由經濟實力萎縮之經濟體供給準備資產)，惟以美元為主要釘住(anchor)貨幣之國家比重卻持續上揚(主要反映新興經濟體對安全性資產/準備資產的需求不斷擴大)(圖 18)，凸顯美元在全球市場的重要性。

圖 18 1950 至 2016 年間美元與美國經濟在全球的角色



資料來源：研討會簡報 Reinhart(2019)

2. 當代「特里芬難題」(Triffin dilemma)：作為國際準備貨幣發行國須同時面對國內短期經濟及國際長期經濟目標，惟兩者目標往往衝突<sup>6</sup>。1970 年代特里芬難題係由其他先進經濟體對國際準備資產需求所驅動；2000 年代則來自新興市場的需求。由於全球資本快速移動，新興經濟體基於穩定匯率之考量，持續增持準備資產(某種程度而言，係以準備資產取代資本管制)，加以安全性的先進經濟體資產稀少，形成當代特里芬難題的關鍵因素。

#### 四、威斯康辛大學教授 Charles Engel：安全性之美國資產及資本移動

##### (一)美國資產具「過度特權」(exorbitant privilege)，源自其便利收益率(convenience yield)

1. 美國為淨債務國(圖 19)，惟投資所得仍呈順差(圖 20)，顯示美國人持有國外資產的投資報酬率，高於外國人持有美國資產的投資報酬率<sup>7</sup>。此反映外國對美國資產的需求，係來自對低收益率的安全性持有需求。
2. 安全性資產(safe asset)並無明確定義，一般認為安全性與流動性密切關連，即安全性資產具有流動性，而流動性資產則安全。美國政府資產(公債)極具流動性，外國持有美國公債報酬率與美國持有國外資產報酬率的差異，反映外國持有美國公債的流動性

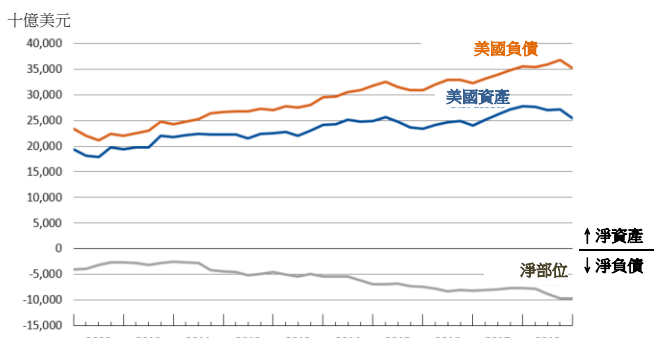
<sup>6</sup> 特里芬難題是 1960 年代美國經濟學家特里芬(Robert Triffin)在其《黃金與美元危機-自由兌換的未來》一書中首度提出的概念。其認為美元作為核心國際準備貨幣，須面對「增加美元供給量以支持全球經貿成長」與「控管美元發行量以維護其幣值穩定」之兩難局面。

<sup>7</sup> 2018 年美國之國外所得淨額為 1,060 億美元，而 2017 年底美國國際投資之淨負債部位為 9,635 億美元(對外負債與資產總額分別為 36,729 及 27,094 億美元)；據此估算，若美國的海外投資報酬率平均為 5.0%，為調和前述數字，美國僅須支付外國人 0.8%的資產報酬率。詳 Engel (2019)。



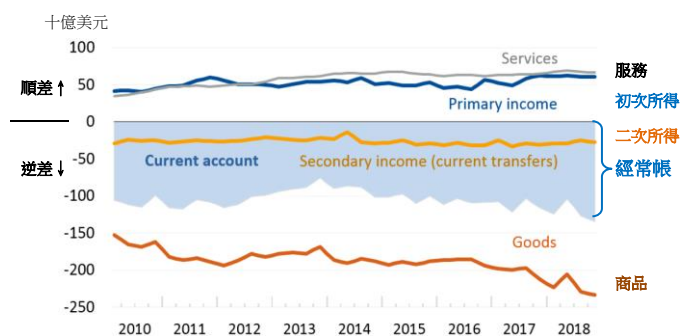
溢酬(liquidity premium)或便利收益率。del Negro et al.(2018)發現，便利收益率是造成全球實質利率長期下降的原因。

圖 19 美國國際投資部位(季底)



資料來源：研討會簡報 Engel(2019)

圖 20 美國經常帳及其組成項目(季)



資料來源：研討會簡報 Engel(2019)

## (二)美國過度特權(出口流動性資產)，導致金融帳盈餘，亦致經常帳持續逆差

外國對美國流動性資產(公債)需求提升，引發資本流入、壓低美國利率，帶動美元升值，因而增加美國對商品的需求，擴大美國貿易逆差。Engel(2019)估算，40%的美國經常帳逆差，源自過度特權管道。

## (三)過度特權的利益與成本

1. 利益：美國發行安全性資產，得以低於市場之利率借入資金，形同財富移轉至美國；美國輸出政府資產來取得商品<sup>8</sup>。即一般觀點認為，美國能夠持續維持商品貿易逆差，並由此獲取更多消費，係因美國可以生產名目資產－貨幣及國庫券、公債，而其價值超過其貨幣收益率。
2. 成本：(1)持續性的經常帳逆差，致非貿易財部門過度擴張；(2)低利率可能導致金融不穩定；(3)全球儲蓄剩餘(global savings glut)致實質利率走低；在零利率底限下，提高貨幣政策管理難度。

<sup>8</sup> Appelbaum(2019)指出，2018 年美國出口 653 億美元的貨幣，而國外持有的大部分貨幣均是以 100 美元的紙鈔形式存在；惟美國財政部僅花 14.2 美分來印製 100 美元鈔票，由此出口獲得龐大的鑄幣稅收入(鑄幣稅為券幣所換取商品價值與貨幣生產成本之間的差額)。

## 參、研討會主要議題之重點摘要

本次研討會主要議題包括「貿易鏈結」、「金融鏈結」、「政策外溢」、「經濟鏈結對經濟政策之意涵」及「銀行鏈結之外溢效果」等 5 項議題，每項議題由學者發表相關研究議題之論文。本章就 5 項議題，分別摘要論文重點如下。

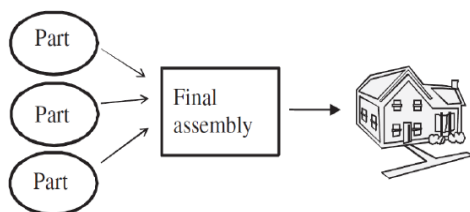
### 一、貿易鏈結

貿易成長及全球化產生之貿易鏈結，引發經濟衝擊可能更為快速且更廣泛跨國擴散之擔憂。本節討論實質部門全球整合之相關議題，其一、企業如何找出最適生產及投入來源的地理位置？其二、各國 GDP 成長呈高度連動(co-movement)，其源自跨國間透過貿易鏈結之傳遞，抑或源自共同衝擊？

#### (一)哈佛大學教授 Pol Antràs「全球價值鏈：蜘蛛型與蛇型經濟學」

1. 全球價值鏈(global value chains, GVCs)<sup>9</sup>：係複雜的生產網絡，可概分為蜘蛛型(spider)、蛇型(snakes)，及兼具兩者之混合型(sniker)(圖 21、22、23)。其中，蜘蛛型為星狀的生產網絡，每個節點(node)同時生產最終產品的一部分，並將其運送至中心(hub)進行最終組裝，如波音飛機零件為全球外包(global sourcing)，最終在美國組裝(圖 21)。蛇型則為線型的生產網絡，每個節點依序執行生產過程階段，直至最後一個節點進行最終裝配，如晶片製造(圖 22)。
2. 全球貿易的三分之二來自中間財而非最終財，凸顯全球價值鏈的重要性。

圖 21 全球價值鏈：蜘蛛型



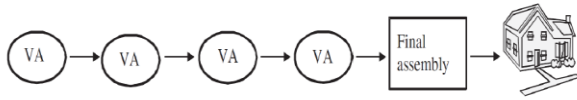
資料來源：Formai and Caffarelli(2017)



資料來源：研討會簡報 Antràs(2019)

<sup>9</sup> 全球價值鏈是連接國際分割生產過程(internationally fragmented production process)的網絡，即不同生產階段發生在不同國家。

圖 22 全球價值鏈：蛇型

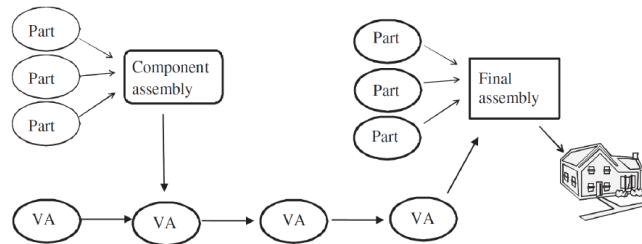


資料來源：Formai and Caffarelli(2017)



資料來源：研討會簡報 Antràs(2019)

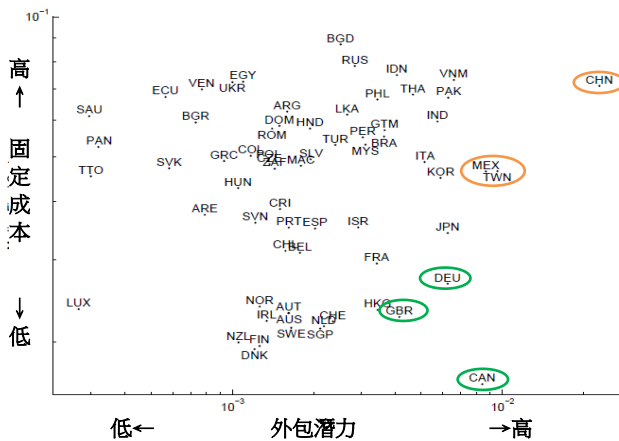
圖 23 全球價值鏈：混合型



資料來源：Formai and Caffarelli(2017)

3. 蜘蛛型 GVCs 經濟學：Antràs et al.(2017) 構建可量化的企業多國外包模型，企業依據其生產力及特定國家成本，進行全球外包(進口)決策。各外包市場的差異性，不僅與企業在該國可節省投入邊際成本之潛力(係技術、貿易成本及工資的函數)差異性有關，亦與企業在該國採購的固定成本(反映地理距離、語言共同性、貪腐程度)差異性有關。作者依據 2007 年美國製造業進口商的加價(mark-ups)及進口比率等資料，估算 66 國的外包潛力及固定成本(圖 24)。由圖可知，對美國企業而言，中國最具外包潛力，台灣及墨西哥次之；但實際資料顯示美國企業自加拿大進口甚於中國，自德國與英國進口亦多於台灣(表 1)，此則反映各國固定成本的差異性，如加拿大固定成本低於中國。

圖 24 各國之外包潛力及固定成本估計值



資料來源：Antràs et al.(2017)；研討會簡報 Antràs(2019)

表 1 2007 年美國企業的前 10 大外包國

單位：家數；百萬美元

	Rank by:		Number of Importers		Value of Imports	
	Firms	Value	Firms	% of Total	Imports	% of Total
Canada	1	1	37,810	59	145,740	16
China	2	3	21,460	33	121,990	13
Germany	3	5	13,050	20	62,930	7
United Kingdom	4	6	11,450	18	30,750	3
Taiwan	5	11	10,490	16	16,630	2
Italy	6	13	8,500	13	13,230	1
Japan	7	4	7,980	12	112,250	12
Mexico	8	2	7,810	12	125,980	14
France	9	9	6,110	9	22,980	3
Korea, South	10	10	5,610	9	20,390	2

資料來源：Antràs et al.(2017)

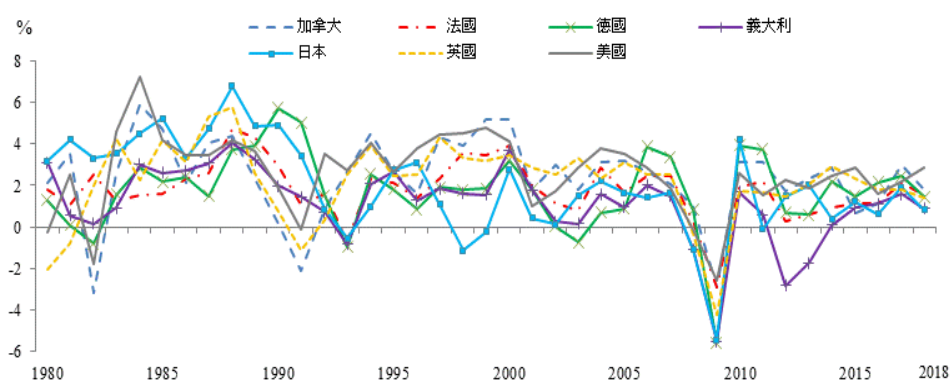


4. 蛇型 GVCs 經濟學：Antràs and de Gortari(2017)建構多生產階段之一般均衡模型，探討在國際貿易障礙存在下，全球價值鏈中各國專業化(specialization)的上下游關係。由於貿易成本高，廠商決定 GVC 生產階段的最適生產地點，不僅與該生產階段所在國的邊際成本有關，亦與生產流程前、後階段的地理位置鄰近程度攸關。作者證明，在其他情形不變下，由於位於 GVC 下游階段的貿易成本較高(受到貿易障礙而阻礙貿易的嚴重性較大)，故位於相對中心的生產階段較具比較優勢。

## (二)密西根大學 Andrei Levchenko 「全球景氣循環之衡量與傳遞」

1. 全球經濟成長呈高度連動(圖 25)，當前探討連動成因之文獻主要分為兩類：一是國際連動來自技術衝擊抑或非技術衝擊；二是連動源自衝擊在跨國間傳遞，抑或衝擊本身在各國間是相關的，即源自共同衝擊。Huo, Levchenko and Pandalai-Nayar(2019)則結合前述兩類文獻論點，運用 1970 至 2007 年間 30 國、30 個產業部門資料，量化國際間 GDP 連動的來源；其發現，連動主要源自共同衝擊，且以非技術衝擊為主，而透過生產與貿易鏈結的衝擊傳遞效果則較為溫和。

圖 25 G7 國家的 GDP 成長率高度連動



資料來源：作者依 IMF World Economic Outlook Database(April 2019)重製研討會簡報 Levchenko(2019)

2. 作者首先將一國 GDP 變動拆解為本國衝擊(包含技術及非技術衝擊)、特定貿易夥伴衝擊及其他第三國衝擊，故兩國間 GDP 變動的共變數可拆解為衝擊的共變數(即共同衝擊)，以及透過生產與貿易鏈結的跨國傳遞效果；並運用此拆解架構於多國、多部門之動態隨機一般均衡(DSGE)模型<sup>10</sup>。接續，估算各國之技術及非技術衝擊，以評估跨

<sup>10</sup> 作者係透過全球影響矩陣(global influence matrix)來衡量衝擊的傳遞效果，該矩陣因子表徵任何全球衝擊對任一國家的一般均衡 GDP 彈性。模型中的衝擊可透過當期影響(衝擊相關性及生產貿易網絡間的傳遞)及動態影響(跨期資本及勞動力對國內、外衝擊的反應調整)，來影響總體經濟。

國間相關性。結果發現，各國間的技術衝擊並不相關，而非技術衝擊則呈高度正相關。再經拆解國際間 GDP 相關性為共同衝擊及外國衝擊之傳遞，發現其主要源自共同衝擊，而透過鏈結的衝擊傳遞效果溫和(僅占整體相關性的 15%)，顯示各國間非技術衝擊呈正相關，主要源自衝擊本身的相關性，而非來自傳遞效果。

## 二、金融鏈結

資本移動透過相互鏈結的金融市場增加了經濟衝擊傳遞及金融不穩定的可能性，而全球資本移動主要受到貨幣政策、總體經濟政策及匯率等多種因素的影響。本節探討跨國金融變數間鏈結的相關議題，其一、在市場摩擦存在下，匯率如何影響資產報酬及商品價格？其二、通膨目標機制(inflation targeting)如何影響國際金融市場借貸及主權債務違約風險？

### (一)賓州大學教授 Karen Lewis 「匯率、資產報酬與國際風險分攤」

1. 在國際經濟中，商品與金融市場均具國際風險分攤<sup>11</sup>的功能，惟商品市場摩擦與不完全(incomplete/imperfect)金融市場均會增加國際風險分攤的成本，從而影響經濟個體福利。由於匯率會影響國際市場的相對商品價格及資產報酬，因此，匯率變動對於透過商品及金融市場之國際風險分攤具有重要意涵<sup>12</sup>。
2. 過去探討連結資產報酬與跨國消費的調查文獻，多係基於商品市場無摩擦但金融市場有摩擦的假設，抑或金融市場無摩擦但商品市場有摩擦的假設；Lewis and Liuy (2019)則在傳統總體經濟暨資產定價架構下，建構同時連結國際商品與金融市場摩擦的分析架構，並運用僅含消費及實質匯率之資料，推導源自不完全金融市場的風險分攤成本。其證明，不完全金融市場的風險分攤成本與匯率變動攸關，且其取決於商品市場之匯率變動原因<sup>13</sup>。

---

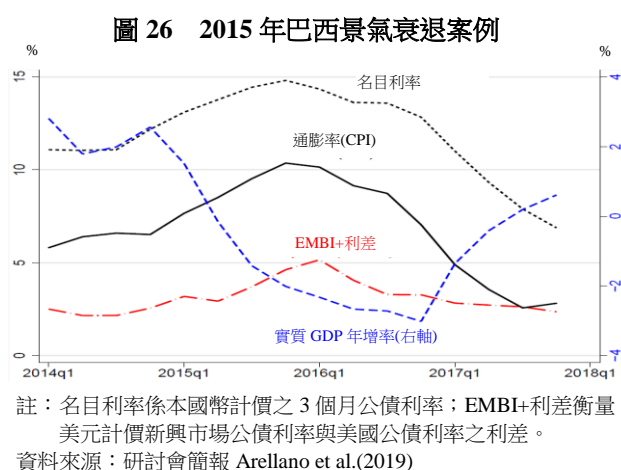
<sup>11</sup> 理論上，全球化使經濟個體更易分攤特定國家風險；不同國家的居民可透過交易商品與服務、金融資產，來減緩特定國家衝擊對其消費商品與服務數量之影響。完全國際風險分攤(即商品及金融市場均無摩擦)，將使跨國間的消費成長趨於一致；投資人之最適投資組合(portfolio)將是持有一國金融資產的比重，會與該國在全球金融市場所占之比重相同。惟在真實世界中，跨國間的消費成長相關性低，且投資人持有之投資組合亦迥異於最適投資組合。

<sup>12</sup> 例如，完全國際風險分攤下，理論上應持有某國證券，惟若匯率波動可能抵銷持有該國證券之收益，投資人將會排除持有該國證券。

<sup>13</sup> 作者將匯率變動原因分為三類：(1)貿易摩擦：高額運輸成本等貿易障礙，致跨國間同質商品的價格不同(即偏離一價定律(law of one price))，匯率為外生變動。(2)非貿易財：貿易財在國際市場無摩擦運作，惟非貿易財僅能在國內市場消費；匯率因非貿易財相對貿易財產出而變動。(3)本國偏好(home bias)：各國商品消費均具本國偏好，匯率因各國需求差異而變動。若匯率係因貿易摩擦而變動，此成本對金融市場而言是外生，則可減輕金融市場不完全的影響；惟若匯率係因非貿易財或本國偏好而變動，透過國際金融市場進行風險分攤，將會影響均衡匯率，並進而再影響金融市場。

## (二)Minneapolis 聯邦準備銀行顧問 Cristina Arellano「新興經濟體之貨幣政策與主權債務違約風險」

1. 2000 年以來，跟隨主要經濟體步伐，許多新興市場央行貨幣政策採取通膨目標機制；該等新興經濟體已擺脫高通膨歷史，近來通膨低且穩定。在改變貨幣政策架構的同時，新興市場亦經常性面臨外債危機，伴隨高且波動大之利差，且逕行違約。過去已有大量理論文獻分別探討通膨目標機制及主權債務危機兩項議題，[Arellano et al.\(2019\)](#)則建構結合通膨目標機制及主權債務違約風險的理論架構，並說明兩者間之交互作用<sup>14</sup>。在此架構下，採取通膨目標機制之貨幣政策利率變動，將會影響政府從事國際借貸的誘因<sup>15</sup>，且主權債務違約風險經由影響通膨，亦會擴大利率波動。此架構可適切描繪新興市場主權債券利差與國內名目利率、通膨率呈同向變動之資料特性(圖 26)。



2. 作者並以此架構來說明 2015 年巴西景氣衰退時期，其伴隨主權債券利差上揚、高通膨及緊縮貨幣政策之現象(圖 26)。此期間，負向生產衝擊導致單位生產成本上揚、通膨上升，巴西央行為抑制高通膨，以提高利率因應；負向生產衝擊亦導致主權債務違約風險增加。根據反事實模擬，巴西央行當時若採取較寬鬆的貨幣政策，則通膨及主

<sup>14</sup> 作者設定政府從事國際借貸，係為移轉至家計部門，以平滑生產的波動；惟政府缺乏償還債務的承諾，可選擇違約(面對負向生產衝擊、債務水準越高時，違約誘因越大)，違約風險將反映在國際市場的借貸利率。政府增加借貸，將使外國商品消費增加、匯率升值，致國內出口與產出減少、通膨下降；另一方面，增加借貸(債務水準上升)，將抑制未來消費，形成匯率貶值預期、通膨加劇。換言之，政府可透過借貸選擇，影響當期及未來消費分配與價格。在此結構中，政府財政(債務與違約)政策，將與民間部門、貨幣政策交互影響。未拋捕利率平價(uncovered interest rate parity, UIP)理論將不成立：當貨幣當局提高國內名目利率，不一定會使匯率升值，此因政府可透過調整財政政策來影響匯率。

<sup>15</sup> 例如，當貨幣當局提高國內名目利率對抗通貨膨脹，此緊縮政策將會減少政府國際借貸誘因；此因政府減少對外借款，將使匯率貶值，從而促進國內出口及生產。

權債券利差將大幅增加；換言之，巴西央行堅守通膨目標機制，其以產出溫和下降為代價，但壓低通膨且緩解債務危機。

### 三、政策外溢

全球均已見證主要經濟體的總體經濟政策的確會影響新興經濟體的金融及實體部門，本節探討其相關議題。其一、經濟政策之跨境外溢效應係透過何種管道傳遞？生產網絡是否影響政策外溢方式？其二、全球金融市場集中或分裂(fragmented)？分裂程度是否影響金融穩定？

#### (一)英屬哥倫比亞大學教授 Michael Devereux 「生產網絡與財政衝擊之國際外溢效果」

##### 1. Devereux et. al(2019)建構模型以探討生產網絡

結構下，財政政策衝擊對國內外生產的影響。

在封閉經濟模型下，政府支出乘數與生產網絡

結構無關。在多國經濟模型中，財政支出乘數

及外溢效應則取決於生產網絡結構；在彈性價

格與工資架構下，一國財政衝擊主要透過跨

國貿易條件變動(即跨國與生產網絡之相對要

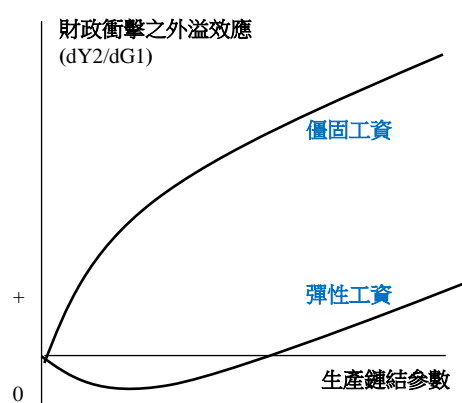
素價格)影響，由於同時影響供給及需求管道，

相互制肘致外溢效果小；而在僵固工資架構

下，財政衝擊直接透過生產網絡影響他國，

由於僅影響需求管道，致外溢效果較大(圖 27)。

圖 27 生產網絡與外溢效應



註：上圖為 2 國案例， $dY2/dG1$  代表一國政府支出衝擊，對他國生產之影響。

資料來源：作者依研討會簡報 Devereux et. al(2019) 重製

##### 2. 作者並運用全球投入產出資料庫(World Input Output Database)之 2000 至 2014 年歐元

區國家資料來校準(calibrate)模型，以及估算德國政府支出衝擊對歐元區其他國家之外

溢效果。在彈性價格與工資架構下，如同模型預測之外溢效果小；若經排除跨國生產

網絡之影響，則隱含之財政衝擊外溢效果趨近於零。在僵固工資模型下(較貼近歐元區

實際狀況)，亦如模型預測之外溢效果大；若經排除跨國生產網絡之影響，則隱含之財

政衝擊外溢效應降低三分之二以上，顯示財政衝擊係直接透過生產網絡影響他國。

## (二) BIS 金融穩定政策部門主管 Stijn Claessens 「全球金融市場分裂與金融穩定」

1. 金融市場分裂(fragmentation)之定義：尚無統一定義；部分著重在跨境資本流動與跨境資產持有數量，及其相關資產價格背離之程度，即不完全市場整合之程度；部分則指市場結構，交易分散在眾多場所之程度(尤其適用於證券市場)。
2. Claessens(2019)認為造成全球金融市場分裂的原因：(1)自然障礙：如金融機構營運模式、本國偏好等。(2)競爭使然：主要反映投資人對交易地點/平台的偏好，其或與各國金融市場發展程度迥異，致交易成本不同等有關。(3)非金融規範之政策干預：如稅負、資料隱私規範與資料分享限制、法規制度等。(4)金融規範之政策干預：包括(a)各國執行國際金融法規(如 Basel III)之不同步或實施程度之差異；(b)本國金融監理機關針對境內、跨境交易採行不同規範；(c)基於國內金融穩定之考量，本國與外國金融法規與監理不一致。前述 4 項原因均會交互影響國際金融交易與投資活動之意願。
3. 全球金融市場分裂對金融穩定之影響：以銀行業為例，全球金融危機後，跨境金融減少而境內金融增加，實各有利弊。成本方面，包括：(1)金融中介成本上揚及不效率(跨境金融服務之價格及融資條件背離)；(2)金融壓力期間，銀行流動性與資本可能受限。利益方面，包括：(1)就個別銀行而言，本地籌資來源較為穩定，危機期間較不易受跨國際資金移動波及；(2)就借款者而言，以存放款業務為主的銀行較常於本地籌資，且多從事關係型借貸(relationship-based lending)<sup>16</sup>，在危機期間具有穩定金融之效果。
4. 全球金融危機後，國際金融組織及各國均致力強化金融法規與監理；多數金融法規與監理有助降低全球金融市場分裂，惟部分金融法規與監理(如總體審慎政策、資本移動管理政策)則擴大金融市場分裂。持續推動全球法規協調、資訊分享，有助降低全球金融市場分裂，並提升全球金融穩定。此外，公部門應檢視政策干預之必要性，及採取正確且有效率之干預工具。

---

<sup>16</sup> 關係型借貸係指，金融中介機構提供金融服務的基礎，是基於與客戶的多次互動，獲取企業或借款人特定資訊的長期投資。

#### 四、經濟鏈結對經濟政策之意涵

針對全球經濟鏈結的影響，一般認為可採用貨幣政策、總體審慎政策及貿易政策等因應，本節探討其相關議題。其一、國際間總體經濟政策協調極為罕見，阻礙之因素為何？其二、隨國際貿易談判型態變化，外貿政策的不確定性日益增加，其如何影響投資及經濟活動？

##### (一)IMF 歷史學家 Atish Ghosh 「國際間總體經濟政策協調少見之原因」

1. 儘管國際間總體經濟政策協調存在潛在益處，主要經濟體似乎僅在面臨巨大衝擊或全球危機時刻才願意進行政策協調。Ghosh and Kim(2019)以賽局理論模型說明國際間總體經濟政策協調罕見之現象。在其兩國模型中，持續性的政策協調均可提升雙方福利；惟若發生衝擊而導致未預期之結果，若一方固守協調政策，一方選擇欺騙(藉由誤導情勢而採取偏均衡之政策)將可取得更大效益，最終雙方均會選擇欺騙，即陷入「囚犯困境」。為使政策協調具有可行性，必須具有懲罰方案；而在無國際制裁機制下，僅能以拒絕未來協商為懲罰。因此，當衝擊規模不夠大時，決策者將傾向不合作；僅在面臨巨大衝擊時，決策者才有誘因合作，就如同真實世界所見之現象。
2. 未來透過相互監督(peer surveillance)機制，如 IMF 第四條磋商(Article IV Consultation)、G20 總體經濟政策的相互評估程序(MAP)，將有助於強化國際間的政策協調基礎。

##### (二)聯準會國際金融部門主管 Andrea Raffo 「貿易政策不確定性的經濟效果」

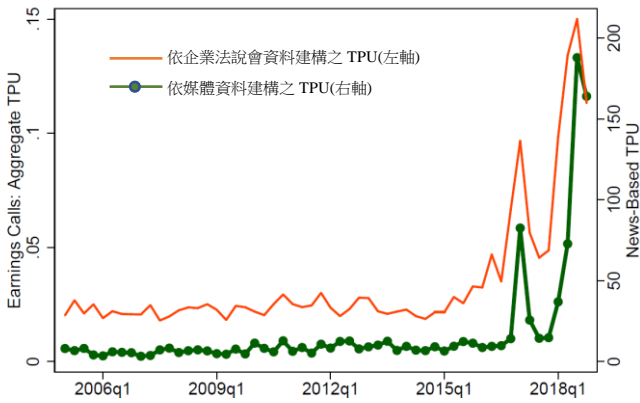
1. 近年來，貿易談判及貿易政策新提案已成為政界及市場參與者高度關注之焦點，該等發展導致貿易前景的不確定性增加。Caldara, Iacoviello, Molligo and Raffo(2019)根據企業法說會及媒體報導等資料，建構數種(包含企業與總體層面)衡量貿易政策不確定性(trade policy uncertainty, TPU)之指標<sup>17</sup>，並量化其對投資的影響。
2. 前述 TPU 指標顯示，近年來貿易政策之不確定性大幅上揚；且依企業及媒體資料建

<sup>17</sup> 作者建構 3 種 TPU：(1)企業層面之 TPU：依據上市公司每季盈餘之視訊會議(法說會)記錄進行分析，首先找出企業經理人提及貿易政策相關術語(如關稅、進口障礙、反傾銷等)，接續找出有關貿易政策不確定性討論的術語(包含風險、威脅、不確定性、擔憂、波動及緊張等字眼)，以衡量法說會中攸關貿易政策不確定性之頻率。(2)總體層面之 TPU—依據媒體報導：衡量 7 家主要報紙提及貿易政策不確定性的文章比重，並設定文章比重為 1%之指數值=100。(3)總體層面之 TPU—依據進口關稅率之隨機波動模型估算。



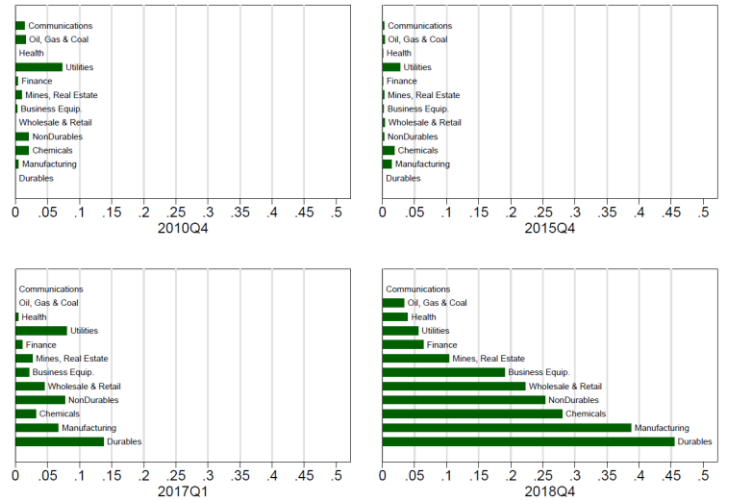
構之 TPU 指標趨勢相近，顯示企業與媒體對貿易政策不確定性的看法相當一致(圖 28)。此外，根據企業資料建構之 TPU 指標，可進一步加總為產業別 TPU 指標；圖 29 顯示近年來各產業關注貿易政策不確定性均呈顯著增加，惟部門間之差異大。

圖 28 貿易政策不確定性(TPU)指標



註：依企業法說會資料建構之 TPU，係衡量上市公司每季盈餘之視訊會議提及貿易政策不確定性的比率。依媒體資料建構之 TPU，係衡量 7 家主要報紙提及貿易政策不確定性的文章比重，並設定文章比重為 1% 之指數值=100。  
資料來源：研討會簡報 Caldara et al.(2019)

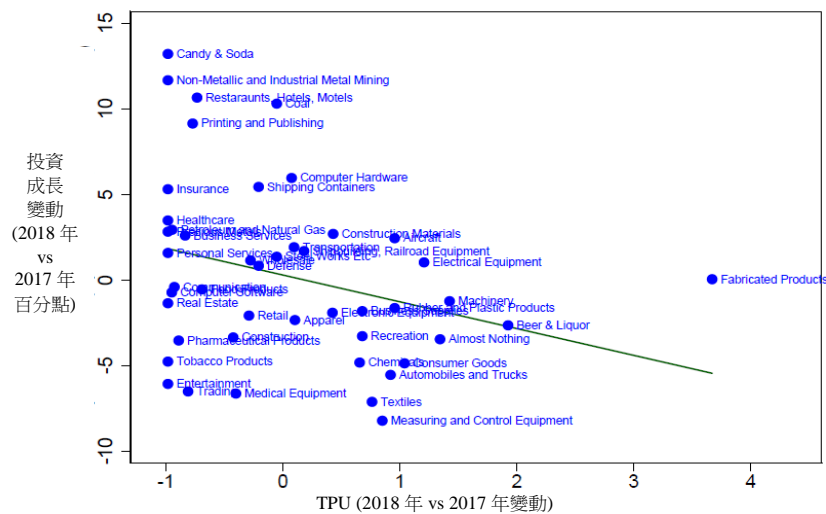
圖 29 產業別之 TPU 指標演進(2010Q4→2018Q4)



註：產業別係根據 Fama-French 12 種行業分類進行分組。  
資料來源：Caldara et al.(2019)

3. 作者進一步實證分析貿易政策不確定性對投資的影響：企業層面之 TPU 增加，將使次年之產業投資成長下滑(圖 30)；2018 年總體層面之 TPU 上揚，估計使美國整體投資降低 1 至 2 個百分點。

圖 30 2018 年產業別投資及貿易政策不確定(TPU)指標



資料來源：Caldara et al.(2019)

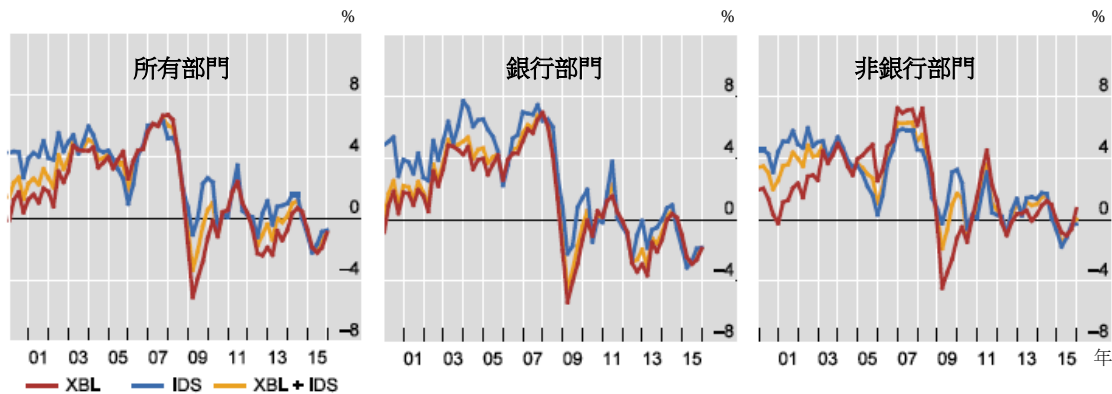
## 五、銀行鏈結之外溢效果

本節探討銀行鏈結之外溢效應的相關議題，其一、影響全球流動性的主要因素為何？銀行體系如何影響全球流動性？其二、在不完全金融市場下，美國貨幣政策如何影響新興市場？其三、影子銀行是否導致傳統銀行退出企業貸款市場並削弱信用額度(credit line)所提供之流動性保險？

### (一)紐約聯邦準備銀行資深副總裁 Linda Goldberg 「全球流動性的驅動因子變化」

1. 國際資本移動為政府與民間部門借款人提供跨境金融資源，其對經濟成長及金融穩定至關重要。政策制定者尤需了解國際資本移動之主要驅動因素，以確保移動有助於經濟成長及國際風險分擔，而不致出現過度波動。近十餘年來，全球流動性(包含透過全球型銀行之國際貸款及資本市場基礎之國際債券)的結構及波動性均經歷巨大的變化(圖 31)；金融危機後，全球流動性銳減，主要係國際貸款大減，惟國際債券市場仍相對活躍。

圖 31 全球流動性之成長率(季增率之 4 季移動平均)



2. Avdjiev, Gambacorta, Goldberg and Schiaffi (2019)實證發現，美國政策利率與全球風險(以 VIX 衡量)提高，均使全球流動性下滑；並進一步發現全球金融危機後，全球流動性對該等因素的感敏度發生變化。危機後，全球流動性對美國貨幣政策的敏感度大幅上升，於 2013 年美國聯準會暗示縮減量化寬鬆後之「縮減恐慌」(taper tantrum)達到頂峰；敏感度上升主要與先進經濟體貨幣政策走向趨於一致，擴大美國貨幣政策訊號有關。相反地，全球流動性對全球風險的敏感度在危機後大幅下降，此則主要與銀行健



全度、監管變化有關；隨法規變革，資本不足及規模較小的銀行降低波動較大且短期的跨境借貸，使國際貸款結構轉向資本充足的銀行體系，致對全球風險的敏感度下降。

## (二)紐約聯邦準備銀行經濟學家 **Ozge Akinci**「不完全金融市場下的匯率動態與貨幣政策外溢效果」

1. 近期美國展開貨幣緊縮循環已導致若干新興市場(如土耳其和阿根廷)波動加劇，促使外界重新關注美國貨幣政策對他國的外溢效果。量化跨境外溢效應的實證文獻迅速發展，常見結論是美國政策立場變化對新興經濟體的經濟活動產生可觀的影響，此主要係透過金融管道產生的外溢效應。即美國利率上升，導致海外金融情勢緊縮，海外借貸成本上揚、資本價格下滑、新興市場匯率貶值，致新興市場(借款人)資產負債表惡化，並進一步促使新興市場借貸成本上揚，減緩其投資及經濟成長。
2. 與此同時，政界及學術界對於新興市場如何採取妥適貨幣政策以因應美國政策變動展開辯論。在開放經濟體下之新凱因斯模型(如 Gali and Monacelli, 2005)認為，政策應著重於國內目標並允許匯率波動；惟此處方與新興經濟體之中央銀行的實際做法並不同，其通常採取穩定匯率作法，主要係基於借款人的資產負債表存在以美元計價的負債，匯率波動將會使借款人遭受不利影響。
3. **Akinci and Queralto(2019)**建構考量金融摩擦及銀行資產負債表包含美元債務之新凱因斯模型，以探討美國貨幣政策之外溢效應及其政策意涵。其證明幣別錯置越嚴重、外幣債務越高的經濟體，其所受之外溢效果越大；且若採取貨幣政策以穩定匯率(減緩匯率貶幅)，將適得其反，反使匯率波動加劇。其主要理由如下：貨幣當局越穩定匯率，將使國內名目利率上揚越多，擴大國內信用利差及國內外利差，銀行資產負債表將更形惡化；且帶來鼓勵國內銀行承擔更多外幣債務之副作用。

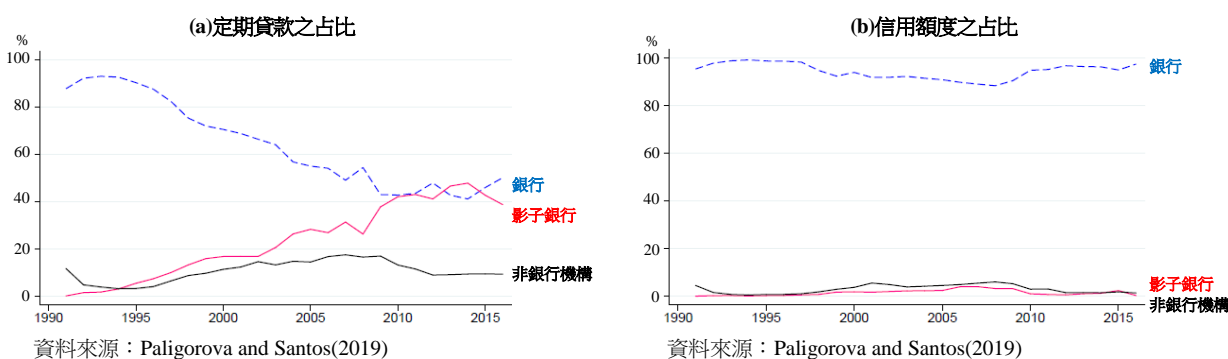
## (三)紐約聯邦準備銀行資深副總裁 **João Santos**「影子銀行不利於企業貸款之流動性提供」

1. 近 20 年來，美國影子銀行(包含擔保貸款憑證(CLO)、貸款基金(loan funds)、退休基金(pension funds)及對沖基金(hedge funds)等)在企業貸款業務之占比大幅擴增，至 2016 年，其占未償還企業定期貸款之 45%，接近傳統銀行之占比，至於非銀行機構(如保

險公司、金融公司)之占比則長期持穩於 10%(圖 32(a))。

2. 根據 Holmstrom and Tirole(1998)與 Kashyap, Rajan and Stein(2002)的觀點，銀行因具有存款融通的基礎，因此更有能力保障企業抵禦流動性衝擊，故預期信貸額度(credit line)業務不受影子銀行出現所影響。惟 Paligorova and Santos(2019)實證則指出，儘管影子銀行尚未在信用額度業務占有一席之地(占比不到 10%，圖 32(b))，卻對信用額度所提供企業的流動性保險產生負面影響。此因影子銀行在企貸業務積極競爭，拉低利率，並使傳統分期付款業務被大額尾付貸款(bullet loan)所取代，而使低風險偏好之銀行退出企業貸款與信用額度聯貸業務，致信用額度聯貸業務集中於高風險偏好之銀行，此將不利於保障企業抵禦流動性衝擊。

圖 32 美國企業聯貸市場之貸款者分析



## 肆、心得及建議

本次參加 2019 年韓國央行國際研討會，透過講者分享政策執行經驗與觀察、學術實證研究，以及與會者間之討論，有助明瞭全球化下，貿易鏈結、金融鏈結、政策外溢帶來之影響及政策因應之道。個人參與該會議之心得與建議如下：

- 一、政府宜積極運用國內政策組合及與國際合作，以擴大全球貿易鏈結帶來效益，並同時減少相關危害

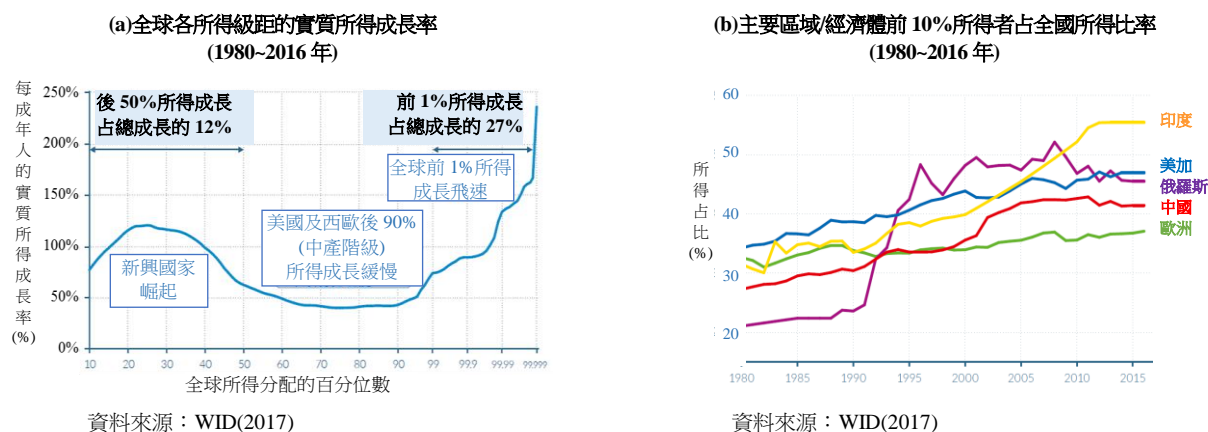
### (一)全球貿易鏈結帶來所得成長之效益，惟亦帶來所得不均惡化等挑戰

全球化主要是各國透過商品與服務、資本、人員的自由流動，所帶來全球高度的經

濟整合現象。企業為了降低成本、提升附加價值及競爭力，基於比較利益，結合各國生產要素，在各產業及地理區域交織形成網絡架構，進行專業分工；全球化與全球供應鏈/全球價值鏈發展相輔相成<sup>18</sup>。

過去 30 年間，先進及新興經濟體均從全球貿易鏈結拓展中獲得經濟成長的利益，許多新興經濟體人民得以脫離貧窮；惟亦帶來挑戰，如經濟成長效益未能全民共享，中低技術勞工遭受負面衝擊、所得不均程度惡化(圖 33)，亦肇致近來貿易保護主義聲浪激增，全球鏈結前景的不確定性逐漸增長，對於高度倚賴貿易的經濟體將承受更多不利影響。

圖 33 全球所得不均程度惡化



## (二) 宜積極運用政策組合，促使全球化貿易拓展，並降低全球化對所得分配不均之衝擊

與會之韓國央行總裁 Juyeol Lee 及哈佛大學教授 Pol Antràs 均對政府因應全球貿易鏈結之挑戰提出建言，值得參考：

1. 政府宜積極推動有助激勵創新及外人直接投資(FDI)之政策、提供便捷化貿易措施，並致力營造穩定成長的經營環境，包括降低匯率風險、政治風險及政策不確定性，以成為全球價值鏈中的關鍵角色。
2. 妥適運用總體經濟政策組合(包括貨幣政策、財政政策、所得政策)，促使經濟持續成長，並循序漸進推動結構改革，改善經濟基本面，以提升國內經濟對外部衝擊的抵禦能力。

<sup>18</sup> 參考中央銀行(2016)「全球化的發展、問題與未來挑戰」、中央銀行(2017)「全球供應鏈之發展—兼述近年美國製造業回流之議題」、楊金龍(2019a)「央行貨幣政策與台灣經濟發展」。

3. 採取重分配政策，擴大弱勢者的社會安全網；改善勞動市場制度，採取積極性勞動市場政策(active labor market policy)<sup>19</sup>，協助劣勢之中低技術勞工轉型至更具競爭力的領域。經由國內政策協調及與國際合作，舒緩民眾對全球化的不滿情緒，致力以更公平、更安全及更具包容性的方式，促進全球鏈結。

(三)台灣的全體供應鏈參與程度高<sup>20</sup>，美中貿易衝突加速全球供應鏈重組，政府宜協助企業持續深化自主關鍵能力，強化投資動能，以鞏固在全球價值鏈的關鍵地位；並適時採行所得政策，增加移轉收支，改善所得分配，維繫經濟永續及穩健成長。

近期美中貿易衝突持續，全球供應鏈加速重組。台商跨國企業加速調整全球布局，或擴大投資美國，形成供應鏈短鏈化與在地化；或重新調整亞洲各地產能，轉向新南向國家布局；或擴大回台投資。美中貿易衝突雖可能衝擊台灣經濟，卻也促成政府吸引投資、落實產業升級的良機。為鞏固台灣在全球價值鏈的關鍵地位，政府宜鼓勵企業跨國併購，取得關鍵技術及戰略性資源，強化技術能力與提高生產力；亦宜創造友善投資環境，讓企業擴大投資；並積極洽簽雙邊或多邊貿易協定，參與區域經濟整合，以利維持台廠競爭力，也增加國際大廠來台投資的誘因<sup>21</sup>。

如同全球面臨所得分配不均程度擴大的問題，1981年至2000年台灣每戶5等分位可支配所得差距倍數<sup>22</sup>亦呈上揚趨勢；2001年及2009年則分別受網路泡沫、全球金融危機衝擊，所得分配不均度明顯上揚；2010至2014年間，政府推動各項改善所得分配措施，擴大社會救助，所得分配多趨改善；近年則因國內景氣及就業市場回溫，政府社福措施回歸常態，所得分配不均度大致持穩(圖34)。

政府甫於本年8月15日宣布提高明(2020)年基本工資，為改善家庭所得差距，未來

---

<sup>19</sup> 係指政府介入勞動市場以協助失業者找到工作的各項計畫。如提供公共就業服務(如就業中心)，協助就業媒合；提供職業訓練及培訓計畫，協助失業者提升就業能力；提供公、私部門就業補助，為失業者創造(短期)就業機會。

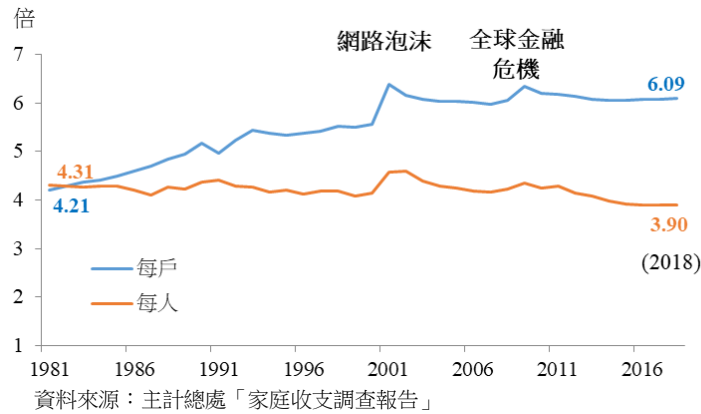
<sup>20</sup> 全球價值鏈參與程度係根據附加價值貿易所計算之各國在跨國供應鏈參與的程度，2015年台灣為56.8%。詳中央銀行(2019a)，「美中貿易衝突台商回台實質投資的意義」。

<sup>21</sup> 引述自中央銀行(2019b)「美中貿易衝突下台灣的機會與挑戰」。

<sup>22</sup> 將全國家庭依每戶全年可支配所得由低至高排序後，再按戶數分為5等分，最高20%家庭所得除以最低20%家庭所得計算得之；差距倍數越大，表示所得分配越不平均。惟國內家庭結構改變，高低所得家庭人數不一(2018年最高所得組每戶4.19人，最低所得組每戶1.68人)，低所得家庭多為老年及未就業人口(每戶就業人數僅0.44人)；每戶所得無法正確衡量每人可支配所得，故另計算每人5等分位可支配所得差距倍數(用「戶所得/戶人數」之「戶內平均每人可支配所得」並重新排列)，較能合理反映每人購買力。

仍宜適時合理提高基本工資；鼓勵企業在員工生產力提升的前提下，為員工合理加薪；並透過教育及職訓，增進低所得家庭之就業及薪資。此外，政府社福及租稅措施均具改善所得分配效果，惟租稅重分配效果遠低於社福<sup>23</sup>；政府宜續將有限社福資源合理分配予低所得家庭，並強化租稅之重分配效果。

圖 34 台灣每戶及每人 5 等分位可支配所得差距倍數(1981-2018 年)



## 二、政府宜妥適運用總體審慎政策、資本移動管理措施，以減緩全球金融鏈結及政策外溢對國內經濟金融之不利影響

### (一)國際金融市場高度整合、主要經濟體之貨幣政策外溢效應，加劇國內金融波動及景氣榮枯循環，並影響本國貨幣政策的有效性

過去十餘年間，跨境資本移動顯著增加，頻繁的資本移動透過相互鏈結的金融市場增加了經濟衝擊傳遞及金融不穩定的可能性。與會之 BIS 主管 Claudio Borio 即指出，全球金融危機後，跨國間的金融循環相關性提高，且金融循環顯著改變景氣循環之特徵。此外，韓國央行總裁 Juyeol Lee 亦指出，新興經濟體面臨無論採何種匯率制度，在無資本管制下，均難以行使貨幣政策自主權之兩難困境。

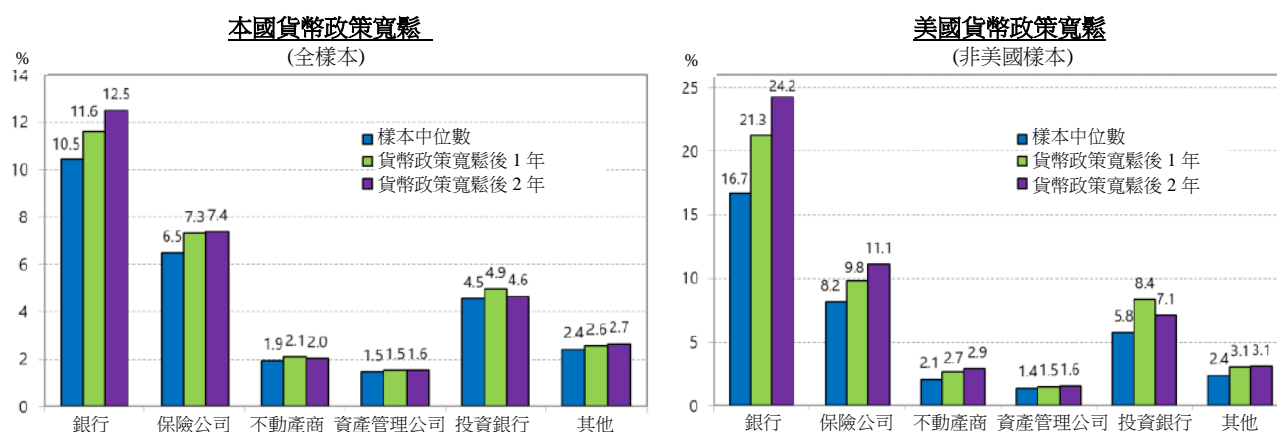
### (二)妥適運用總體審慎政策、資本移動管理措施，以強化國內金融體系的韌性、緩和全球金融情勢波動之外溢效應

根據與會之 IMF 主管 Ratna Sahay 研究，美國持續寬鬆貨幣政策引發之本國風險承受行為(金融機構之財務槓桿持續上揚)，更勝於國內持續寬鬆貨幣政策之效應(圖 35)；

<sup>23</sup> 如 2018 年國內政府移轉收支之重分配效果為 1.16 倍，其中 1.02 倍來自政府對家庭提供之社福補助，僅 0.14 倍來自家庭對政府移轉支出之租稅效果。

為管控外溢效應可能帶來之金融風險，多數國家採行總體審慎政策，部分國家則採取外匯干預及資本移動管理措施；而無論當局選擇何種政策組合，重要的是架構應具全面性<sup>24</sup>，以避免部分金融活動規避監管，從而增加金融體系風險。此外，韓國央行總裁 Juyeol Lee 建言，因應緊密全球鏈結帶來的政策環境變化，央行應致力業務改革，並擴大其政策工具組合，則是未來全球貨幣當局努力的方向。

圖 35 寬鬆貨幣政策後，金融機構之財務槓桿(以資產總額對權益比率衡量)變化



註：全樣本為 1998-2014 年 21 國、988 家上市金融機構；非美國樣本為 20 國、613 家上市金融機構。

資料來源：Cecchetti, Mancini Griffoli, Narita, and Sahay(2018)；研討會簡報 Sahay(2019)

### (三)因應資本快速移動，央行宜適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護金融穩定

1990 年代以來台灣逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，使目前台灣外匯市場主要參與者從早期的進、出口商轉為跨境資本交易者(如 2018 年跨境資本交易約為商品貿易收支金額的 10 倍)，短期跨境資本移動亦成為近年影響新台幣匯率的重要因素。新台幣匯率常受到國際美元強弱、市場預期心理及外匯買賣投機行為等非經濟基本面因素影響，不利經濟金融穩定<sup>25</sup>。

央行宜適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護外匯市場秩序；新台幣匯率動態穩定有利市場參與者從事交易，進而優化國內經濟資源配置，並促進金融穩定，協助國內經濟發展。

<sup>24</sup> 針對本國法規漏洞(如非銀行之金融機構)，應與本國其他金融監理當局協調合作，採取擴大總體審慎適用之金融機構範圍；針對跨境法規漏洞(如國外金融機構)，則需透過跨國政策協調合作。

<sup>25</sup> 參考中央銀行(2019b)「本行匯率政策相關議題之說明」、楊金龍(2019b)「台灣資金運用的戰略思考」。

## 參考文獻

- 中央銀行(2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，*央行理監事會後記者會參考資料*，12月22日。
- 中央銀行(2017)，「全球供應鏈之發展—兼述近年美國製造業回流之議題」，*央行理監事會後記者會參考資料*，3月23日。
- 中央銀行(2019a)，「美中貿易衝突台商回台實質投資的意義」，*央行理監事會後記者會參考資料*，3月21日。
- 中央銀行(2019b)，「美中貿易衝突下台灣的機會與挑戰」，*央行理監事會後記者會參考資料*，6月20日。
- 中央銀行(2019c)「本行匯率政策相關議題之說明」，*央行理監事會後記者會參考資料*，6月20日。
- 楊金龍(2019a)「央行貨幣政策與台灣經濟發展」，於中華民國工商協進會會員大會「央行貨幣政策與台灣經濟發展」專題演講，7月12日。
- 楊金龍(2019b)「台灣資金運用的戰略思考」，於「回流資金，再造產業成長契機」研討會演講，7月2日。
- Akinci, Ozge and Albert Queralto(2019), “Exchange Rate Dynamics and Monetary Spillovers with Imperfect Financial Markets,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Antràs, Pol(2019), “Global Value Chains: The Economics of Spiders and Snakes,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Antras, Pol, Teresa C. Fort, and Felix Tintelnot(2017), “The Margins of Global Sourcing: Theory and Evidence from US Firm,” *American Economic Review*, 107(9), pp. 2514-64.
- Antràs, Pol and Alonso de Gortari(2017), “On the Geography of Global Value Chains,” *National Bureau of Economic Research*, No. w23456.
- Appelbaum, Binyamin(2019), “America’s Most Profitable Export: Money,” *The New York Times*, March 9.
- Arellano, Cristina, Yan Bai, and Gabriel Mihalache(2019), “Monetary Policy and Sovereign Risk in Emerging Economies,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Avdjiev, Stefan, Leonardo Gambacorta, Linda S. Goldberg and Stefano Schiaffi(2019), “The Shifting Drivers of Global Liquidity,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Borio, Claudio(2014), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?” *Journal of Banking & Finance*, vol. 45, issue C, pp.182-198.
- Borio, Claudio, Drehmann, Mathias and Xia, Fan Dora(2018), “The Financial Cycle and Recession Risk,” *BIS Quarterly Review*, December. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3316364>.
- Borio, Claudio(2019), “A Tale of Two Financial Cycles: Domestic and Global,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Bredenkamp, Hugh, Ricardo Hausmann, Alex Pienkowski, and Carmen Reinhart(2019), “Challenges Ahead”. Forthcoming in *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, Ali Abbas, Alex Pienkowski, and Kenneth Rogoff, editors, Chapter 9 (London: Oxford University Press, 2019).
- Caldara, Dario, Iacoviello, Matteo, Molligo, Patrick., Prestipino, Andrea, and Raffo, Andrea(2019), “The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Cecchetti, Stephen G., Tommaso Mancini-Griffoli, Machiko Narita and Ratna Sahay(2018), “U.S. or



- Domestic Monetary Policy: Which Matters more for Financial Stability?” IMF, October 23.
- Claessens, Stijn(2019), “Fragmentation in Global Financial Markets: Good or Bad for Financial Stability?” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni, and, Andrea Tambalotti (2018),“Global Trends in Interest Rates,” *Journal of International Economics*, 118, pp.248-262.
- Devereux, Michael, Karine Gente, and Changhua Yu(2019), “Production Network and International Fiscal Spillovers,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Engel, Charles(2019), “Safe U.S. Assets and U.S. Capital Flows,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Formai, Sara and Filippo Vergara Caffarelli(2017), “Quantifying Productivity Effects of Global Sourcing,” *OECD Global Forum on Productivity*, Budapest, 26-27 June.
- Gali, Jordi and Tommaso Monacelli(2005), “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy,” *Review of Economic Studies*, 72 (3), pp.707-734.
- Ghosh, Atish and Jun Il Kim(2019), “Why Is International Macroeconomic Policy Coordination So Rare?” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Holmstrom, Bengt R., and Jean Tirole(1998), “Private and Public Supply of Liquidity,” *Journal of Political Economy*, 106, pp.1-40.
- Horn, Sebastian, Carmen Reinhart, and Christoph Trebesch(2019), “China’s Overseas Lending,” Reinhart, Carmen(2019), “A Short Tour of Global Risks and Will the USD Remain the World’s Reserve Currency?” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Huo, Zhen, Andrei A. Levchenko, and Nitya Pandalai-Nayar(2019), “The Global Business Cycle: Measurement and Transmission,” *National Bureau of Economic Research*, No. w25978.
- Kashyap, Anil K., Raghuram G. Rajan and Jeremy C. Stein(2002), “Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking,” *Journal of Finance*, 57, pp.33-73.
- Lee, Juyeol(2019), *Opening Address, Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Levchenko, Andrei(2019), “The Global Business Cycle: Measurement and Transmission,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Lewis, Karen and Edith X. Liuy(2019), “How Are Exchange Rates, Asset Returns, and International Risk-Sharing Related?” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 3.
- Paligorova, Teodora and João Santos(2019), “Side Effects of Shadow Banking on Liquidity Provision,” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- Rey, Helene(2013), “Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, pp. 1-2.
- Rey, Helene(2016), “International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma,” *IMF Economic Review*, Vol. 64, No. 1, pp. 6-35.
- Sahay, Ratna(2019), “U.S. or Domestic Monetary Policy: Which Matters more for Financial Stability?” *Bank of Korea International Conference 2019*, June 4.
- WID(2017), “World Inequality Report 2018”, World Inequality Lab, Dec.