

出國報告（出國類別：研習）

參加瑞士中央銀行基金會舉辦之  
「貨幣政策、匯率及資本移動」  
研習課程出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張倍瑜/三等專員

派赴國家：瑞士

出國期間：113年3月9日至3月24日

報告日期：113年6月18日

## 目 錄

壹、	過程與目的 .....	1
貳、	瑞士央行貨幣政策與外匯存底操作策略 .....	2
一、	瑞士央行貨幣與外匯政策 .....	2
二、	瑞士央行外匯存底操作策略 .....	3
參、	外匯與貨幣政策之抉擇 .....	6
一、	匯率制度對於貨幣政策之意涵 .....	6
二、	維持物價及財政穩定之「政策賭博」 .....	9
肆、	跨境資本移動之演變 .....	10
一、	國際收支帳與國際投資部位之評價效應 .....	10
二、	先進國家之「過度特權」 .....	11
三、	利率平價假說與跨幣別基差 .....	13
伍、	心得及建議 .....	15
	參考資料 .....	17

# 瑞士中央銀行基金會「貨幣政策、匯率及資本移動」

## 中央銀行人員研習課程出國報告

### 壹、 過程與目的

職奉派於 3 月 11 日至 22 日參加瑞士中央銀行基金會（Foundation of the Swiss National Bank）於瑞士格岑塞所舉辦之「貨幣政策、匯率及資本移動」中央銀行人員研習課程，主講人為 Philipp Harms 教授<sup>1</sup>、Giancarlo Corsetti 教授<sup>2</sup>、Philippe Bacchetta 教授<sup>3</sup>及瑞士中央銀行外匯與貨幣政策相關人員，學員主要為各國中央銀行國際收支統計部門及研究分析人員，共計 28 人。

本課程共有 2 週，第一週主要由 Philipp Harms 教授主講，內容包括國際收支統計表研讀、實質有效匯率及購買力平價理論介紹、各種匯率制度定義及分析、總體經濟政策制定，以及量化經濟分析等；第二週課程前半段由 Giancarlo Corsetti 教授主講，內容主要包括開放經濟體的名目僵固性及最佳貨幣政策選擇；後半段課程由 Philippe Bacchetta 教授主講，主要探討金融危機相關理論與預測及資訊不完全下的外匯市場行為。

除上述課程外，主辦單位亦安排瑞士中央銀行人員分享該國近年執行外匯存底管理、外匯干預及貨幣政策之概況；各學員亦須分組完成課程作業，並口頭報告自身國家在近年主要國家貨幣政策劇烈變化下所受衝擊與因應對策；此外，講者並設計電腦程式，由學員扮演新興市場央行與國際匯率投機者，模擬投機者攻擊新興市場國家貨幣之情境，以體驗市場參與者對於金融情勢變化之動態反應。

透過參與上述課程，學員得以獲知國際收支、外匯政策及國際資本移動等領域之最新研究成果，學習量化經濟分析之研讀與實際操作，並透過彼此積極互動，深入瞭解近年各國經濟金融情勢之發展。

---

<sup>1</sup> Johannes Gutenberg University Mainz.

<sup>2</sup> European University Institute.

<sup>3</sup> University of Lausanne.

## 貳、 瑞士央行貨幣政策與外匯存底操作策略

### 一、 瑞士央行貨幣與外匯政策

- (一) 瑞士央行 (Swiss National Bank, SNB) 貨幣政策策略有三大支柱：
1. 物價穩定之定義：CPI 年增率 2% 以下。
  2. 有條件的通膨預測：依未來經濟動態與政策回應之可能情境，預測未來 3 年通膨路徑，以此做為政策溝通之重要工具。
  3. 貨幣政策之執行：透過貨幣市場執行貨幣政策，必要時亦從事外匯操作，以確保適當的貨幣情勢。
- (二) 自 2019 年 6 月起，SNB 開始以「平均隔夜利率」(Swiss Average Rate OverNight, SARON) 取代瑞郎 LIBOR 作為政策利率，SARON 係基於銀行間附買回交易與報價所編製而成，為瑞士法郎最具代表性之有擔保短期利率。
- (三) 為達成政策利率目標，SNB 對法定存款準備金支付相當於政策利率目標之利息，對於超額準備金則稍作減碼；在當前瑞士銀行體系存款準備金規模龐大之背景下，個別銀行原則上可透過銀行間附買回交易自行調撥準備金需求，如有過剩頭寸，則由 SNB 運用央行票券與期間附買回交易等工具進行公開市場操作予以收回，俾確保政策利率不致偏離目標水準。截至 2023 年第 4 季，銀行間附買回交易餘額大約介於 400 億至 500 億瑞郎之間，SNB 透過公開市場操作收回資金餘額則約 1,500 億瑞郎。
- (四) SNB 藉由編製金融情勢指數 (Swiss Financial Condition Index)，監控各種因素<sup>4</sup>對金融情勢之影響；資料顯示，自 2022 年下半年起，匯率逐漸成為影響瑞士金融情勢之關鍵因素，對於金融情勢之影響程度超過其他所有因素之總和。同期間，受烏俄戰爭等因素影響，輸入型通膨超越國內因素，成為瑞士通膨之主要來源，為抑制輸入型通膨並降低國內需求，SNB 自 2022 年下半年起逐步將政策利率由 -0.5% 調升至 2023 年中之 1.75%，資產負債表規模亦由 2022 年初超過等值 1 兆瑞郎，縮減至約 2023 年底約等值 8,000 億瑞郎；同時，SNB 亦將外匯干預作為貨幣政策工具，自 2022 年下半年起，SNB 一反過去長期買匯阻升之操作模式，改採賣匯阻貶之策略，以壓抑輸入型通膨壓

---

<sup>4</sup> 包括匯率、短期利率、長期利率、信用利差及股市等。

力；賣匯阻貶除支撐匯率走勢外，亦可產生買回國內貨幣以縮減資產負債表規模之緊縮效果，根據 SNB 資料，該行自 2022 年至 2023 年底間，外匯干預規模大約等值 1,600 億瑞郎，係其資產負債表規模縮減最大因素之一。

- (五) 2023 年中，SNB 評估其先前緊縮貨幣政策已見成效，爰停止升息，惟仍持續進行賣匯阻貶操作至同年第 4 季；2024 年 3 月間，該行考量通膨年增率與通膨預期皆已回落至 0%-2% 區間，且輸入型因素對通膨之影響已轉為負值，不再需要以緊縮政策對抗通膨，爰宣布將政策利率由 1.75% 降息 1 碼至 1.5%。儘管部分市場參與者對該行降息之決策感到意外，惟若依其過往對外溝通內容，其貨幣政策之邏輯實際上具備充分的一致性。

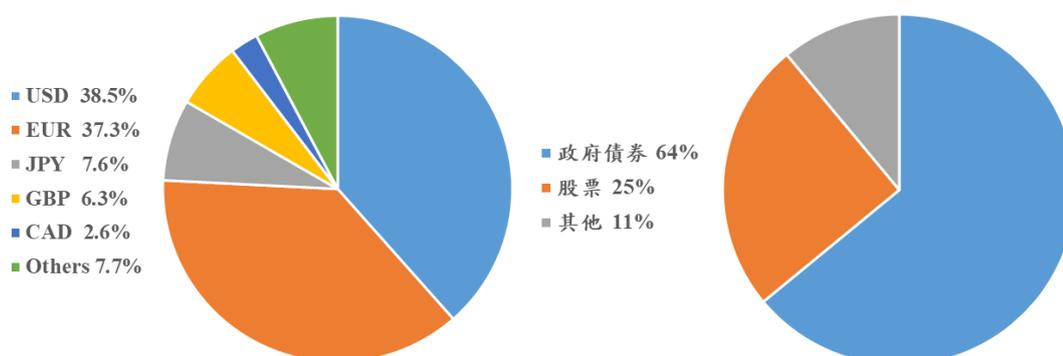
## 二、 瑞士央行外匯存底操作策略

- (一) 2008 年全球金融危機後，主要國家實施大規模寬鬆貨幣政策，鉅額資金湧向被外界視為避險貨幣的瑞士法郎，瑞郎對美元匯率由 2007 年底約 1.16，攀升至 2021 年底之 0.91，對歐元匯率更由 2007 年底之 1.66 攀升至 2021 年底之 1.04，該段期間內，SNB 為降低急遽升值對經濟之衝擊，持續執行買匯阻升；2011 年至 2014 年間，SNB 曾公開宣示，將藉由強力干預手段，堅守瑞郎對歐元匯率 1.2 之下限，惟數年後因歐元貶值壓力過大，迫使 SNB 棄守防線，導致當時瑞郎對歐元匯率一夕之間遽升超過 10%。長期阻升政策使 SNB 累積鉅額外匯存底，自 2007 年底等值 858 億瑞郎，成長至 2021 年底等值 9,445 億瑞郎。
- (二) 2022 年中，SNB 因輸入型通膨壓力攀升而轉向賣匯阻貶，於 2022 年至 2023 年間，該行賣匯阻貶規模將近 1,600 億瑞郎，加以同期間全球資產價格大幅下跌，SNB 所持股債市值亦遭受減損，致 SNB 外匯存底由 2021 年底等值 9,445 億瑞郎，大幅下滑至 2023 年底等值 6,542 億瑞郎。本(2024)年以來，全球資產價格有回穩趨勢，加以瑞士輸入型通膨壓力放緩，SNB 停止賣匯阻貶，其外匯存底逐月回升至 4 月底之等值 7,203 億瑞郎。
- (三) SNB 之外匯存底管理，係由瑞士《國家銀行法》授權與聯邦參議會監督，由 SNB 理事會 (Governing Board) 負責決議外匯存底之幣別

配置，投資委員會決定各幣別之資產配置，再由資產管理部門負責進行各資產級別之管理與操作。

1. 2023 年第 3 季底，瑞士央行外匯存底之幣別配置，以美元資產 38.5%最高，歐元 37.3%稍次之，日圓、英鎊及加幣分占 7.6%、6.3%及 2.6%，其他幣別合占 7.7%。
2. 同期間，瑞士央行之資產配置，以政府債券 64.0%最高，股票 25.0 次之，其他資產（如存款）11.0%再次之。

圖 1：瑞士央行外匯存底幣別與資產配置



(四) SNB 外匯存底管理之原則，主要係支持貨幣政策，確保 SNB 隨時具有擁有調度其外匯存底以支應貨幣政策用途之能力，以及維持穩健的資產負債表，確保其資金長期保值。其操作目標包括：

1. 流動性：

- 大量持有流動性最高的資產。
- 對於股票投資採取市場中立之觀點。
- 限制持有單一市場與發行人之集中度。

2. 安全性與收益性：

- 對幣別與市場採取風險分散。
- 投資部分帶來風險溢酬之資產，如股票、公司債。
- 在上述限制下提高收益。

(五) 基於上述原則與目標，SNB 對於各資產級別採取下列投資策略：

1. 股票：SNB 持股涵蓋已開發市場大、中、小型上市公司，以及新興市場大型股與中型股，合計超過 6,600 檔上市股票，涵蓋全球股票市值之 96%；SNB 原則上採取被動型投資策略，依市值權重進行投資，持股權重將隨股價波動自動調整，反映公司經營績效。

2. **債券**：SNB 投資固定收益商品範圍涵蓋 76% 全球債券市場，並在許多國家扮演重要的資金貸放者。該行主要參考依債券發行量所編製之指數作為投資指標，惟仍會以主動管理方式對發行人債信評等及債務餘額進行調整篩選，避免盲目被動跟隨指數權重，導致不當地在發行人陷入財務危機時加碼投資。以西方石油公司 (Occidental petroleum) 公司為例，該公司因經營不善，導致股價於 2018 年至 2020 年間持續下跌，占 S&P500 指數權重由 0.27% 下降至約 0.05%；相對地，由於該公司陷入財務問題，需大量增發債券，因此其債券占 ICE 美國公司債指數之權重，反而由 0.2% 攀升至 0.47%，若盲目地被動跟隨指數投資，恐將於 2020 年間遭遇該公司債務違約之重大損失。

3. **非金融層面 (如 ESG)：**

- 在實行投資前，SNB 會將不符瑞士法規之企業予以排除，例如該行依規定不得投資挪威漁業；此外，考量瑞士國情，SNB 亦自行將煤礦開採業排除於投資組合外。然而，該等排除措施係基於投資組合管理之主動操作，而非依循明文訂定之環保或永續目標。
- 2015 年起，SNB 開始針對公司治理議題行使股東投票權。
- 2024 年起，SNB 將於永續報告新增章節，揭露氣候相關事宜。
- 就已和解之集體訴訟收回資金 (僅限美國)。
- 進行諸如「綠化金融系統網路」(The Network for Greening the Financial System, NGFS) 等國際合作。

(六) 自 2000 年至 2023 年間，SNB 外匯存底投資部位若以投資標的當地貨幣計價，年化投資報酬率為 4.0%，反映其多元投資組合所帶來之良好報酬率，惟因瑞郎長年呈升值趨勢，若將匯率因素納入考量，則將有年化 2.6% 之匯損；因此，SNB 外匯存底以瑞郎計價之投資年化投資報酬率僅約 1.4%，該等報酬之一部分，已依法分配予瑞士聯邦與地方政府。

## 參、 外匯與貨幣政策之抉擇

### 一、 匯率制度對於貨幣政策之意涵

(一) 一般而言，經濟體選擇匯率制度之考量，主要包括：

1. **國際貿易與投資**：經濟發展係制定匯率制度之重要考量，例如各界經常認為壓抑匯率有助出口競爭力，或升值有助吸引外資等，因此，央行在必要時影響匯率走勢，以支持經濟發展之能力，可能被納入政府制定匯率制度之考量。
2. **物價穩定**：匯率波動可能影響輸入型通膨，而外匯干預所導致之貨幣供給數變動，亦可能對國內物價產生影響，因此，維持物價穩定之能力可能係匯率制度之重要考量。
3. **貨幣政策自主性**：在「不可能的三頭馬車」架構下，經濟體必須在貨幣政策自主性、資本自由移動及固定匯率制之間作出抉擇，因此，採取固定匯率制雖可降低貿易商報價之不確定性，惟亦將降低貨幣政策之操作空間。
4. **金融穩定**：浮動匯率在傳統上被經濟學者視為外部衝擊之緩衝，惟匯率波動過大亦可能對市場參與者的行為帶來非線性的影響，反而可能擴大外部衝擊；例如匯率短期大幅波動引發投機客攻擊，以及全球金融循環下資本集體大規模移動之行為模式，可能對新興經濟體帶來嚴重衝擊。

上述考量因素並無明確權重獲優先順序，而是隨情境、時間、國家經濟發展階段及各國特殊因素而有所不同。

(二) 匯率制度有許多不同分類基準，Ghosh et al.(2002)將匯率制度概分為硬性盯住、傳統盯住、中間制度及浮動匯率制等 4 類，大致反映經濟學家對於匯率制度分類之普遍觀點；IMF 所發布之《匯率制度與外匯限制年度報告》將匯率制度細分為 10 類，由匯率波動最低的「無獨立法定貨幣」、「聯繫匯率制」等硬性盯住制度，到「爬行盯住」、「匯率區間」等軟性盯住制度，乃至於「管理浮動」與「自由浮動」主要基於市場供需之匯率制度。根據 Rose(2011)統計，若以國家數量計算，全球約有半數國家採取固定匯率制度，約 35%採取中間制度，15%採取浮動匯率制度；若依 GDP 權重計算，採取浮動匯率制度者約占 60%，固定匯率與中間制度各約 20%。

- (三) 由於部分國家法定匯率制度與實際情況存在明顯差異，IMF 爰另就各國「法定」與「實質」匯率制度進行區分，法定匯率制度依循該國官方論述分類，實質匯率制度則由 IMF 人員判斷；例如瑞士法定匯率制度為自由浮動，但其實質匯率制度則被 IMF 認定為「類爬行盯住」，主要反映該國貨幣過去歷史走勢與其他重要貨幣之高度相關性。依 IMF 統計，在其全球 190 個會員國和其它 5 個納入統計的經濟體<sup>5</sup>中，實質採行浮動匯率制者占 34.0%，軟性盯住 46.9%，硬性盯住 13.4%，另有 5.7%採取其他管理制度。
- (四) 根據經濟學上經典的「不可能的三頭馬車」理論，採行固定匯率制度之經濟體，除非實施極為嚴厲的資本管制，否則必將喪失若干貨幣政策自主性。Obstfeld et al. (2005)研究發現，採取盯住匯率制度之經濟體，在遭遇外部衝擊時，利率將發生更加劇烈的波動；Klein and Shambaugh (2015)亦指出，無論對於資本移動相對開放或封閉的經濟體，採取浮動匯率制度之經濟體，遭受外部衝擊影響的程度皆較採取盯住匯率制度者輕微，顯示浮動匯率制度確實可能具有吸收外部衝擊之效果。
- (五) 然而，亦有學者對「不可能的三頭馬車」理論提出質疑，Rey (2015)及 Passari and Rey (2015)指出，近年全球各國經濟表現係由「全球金融循環」所主導，彼此間呈現高度連動，經濟體無論採行何種匯率制度，國內信用都會不可避免地隨著全球金融循環而擴張與緊縮，導致資本在景氣擴張時期流向新興市場，在景氣緊縮時期流出新興市場，迫使央行採行相應貨幣政策；因此，過去認為浮動匯率制度可以隔絕外部衝擊之功能已不復存在，若要隔絕外部衝擊，只能由強化資本管制著手，央行必須在喪失貨幣政策自主性與壓抑資本移動之間，作出艱難的抉擇，亦即所謂「無法調和的二元對立」。
- (六) Obstfeld et al. (2019) 對於「無法調和的二元對立」論點提出回應指出，全球金融衝擊確實會對新興/開發中國家之信用成長、房價、存放比率、資本移動淨額及實質 GDP 成長等指標產生影響，惟該等影響對於採行固定匯率制之新興/開發中國家影響較大，對於已開發經濟體之影響則相對輕微；Obstfeld and Zhou (2022)進一步指出，當新

---

<sup>5</sup> 包括香港、澳門、荷屬阿魯巴、庫拉索及荷屬聖馬丁。

興/開發中國家面臨已開發國家貨幣升值 10%之衝擊時，採取浮動匯率制的新興/開發中經濟體在 12 季內實質 GDP 與資本形成毛額遭受影響的幅度，遠較採行固定匯率制度之新興/開發中經濟體輕微，顯示浮動匯率制對於吸收外部衝擊，仍扮演重要角色。

- (七) 上述「不可能的三頭馬車」與「無法調和的二元對立」兩派觀點對於實證資料之解讀顯有差異，部分或可歸因於不同研究者對於各國匯率制度分類方式有所不同。誠然，各國外匯管理制度皆有其獨特性，以既定框架將各國匯率制度進行分類，絕非易事，例如部分研究者或依 IMF 分類將歐元區國家認定為自由浮動，而部分可能直接將歐元區視為單一經濟體，不考慮其內部交易；惟亦有研究者認為，歐元區國家所施行之貨幣制度，應被視為「無獨立法定貨幣」之硬性盯住制度，如此截然不同的分類方式，無疑將使研究結果產生巨大差異，因此，就匯率制度尋求合理且具一致性之分類基準，具有其重要性。
- (八) 相較於前述採取實質匯率制度分類之研究成果，Ghosh et al. (2011a:13)將各國以 IMF 法定匯率制度分類，此分類方法雖與實際匯率制度稍有出入，但因標準明確，爰具備跨期/跨國比較之良好基礎。研究發現，對於已開發國家而言，在法律上採行盯住匯率制度或中間匯率制度者，通膨率皆略高於採取浮動匯率制度者約 2%，而實質經濟成長則較採取浮動匯率制度者低 2%，顯示採取浮動匯率制之已開發國家，經濟表現普遍較佳；然而，在其他條件不變下，採取盯住匯率制度之新興經濟體，通膨率相較採取浮動匯率制度者低 10%，而經濟成長率則高 2%；採取中間匯率制度之新興經濟體，通膨率相較採取浮動匯率制度者低 4%，經濟成長率高出 11%，顯示對於新興市場而言，採取盯住匯率制度或中間匯率制度，可能係較佳選擇。
- (九) Harms and Knaze (2021b)考量上述各研究之匯率制度分類具有相當程度之主觀性，可能高度左右研究結果，爰轉而採取標準化方法，依各國貿易對手權重計算平均雙邊匯率波動性，認定該國所採取之實質匯率制度。研究結果顯示，對於已開發經濟體而言，採取軟性盯住策略之平均通膨率高於其他匯率制度，爰對於抑制通膨似無正面效果；對於中低收入經濟體而言，採行硬性盯住匯率制度者，通膨率遠低於採取其他制度者，此發現與 Ghosh et al. (2011a:13)結論相近。

## 二、 維持物價及財政穩定之「政策賭博」

- (一) 央行的政策目標，通常包括促進就業、穩定物價及穩定金融情勢等，當國家財政或金融情勢遭遇突發性衝擊時，央行經常被要求挺身而出，緩解經濟所遭受之負面影響，例如從事公開市場操作、提供紓困貸款、流動性機制，或實施更加廣泛的貨幣政策等；該等因應措施並非毫無成本，實際上，此舉形同以央行自身信用為政府或金融業者的財務狀況提供擔保，直到財政或金融情勢渡過艱困時期。
- (二) 然而，上述「情勢終將好轉」之期待並不總是能夠實現，財政或金融衝擊固然可能隨時間逐漸緩解，但亦可能長期持續或進一步惡化，若最終財政或金融情勢不幸惡化至央行不足以負擔的程度，經濟體恐將面臨更加嚴重的打擊。換言之，央行必須在放任危機發生而立即遭受衝擊，或積極介入延遲衝擊時點卻導致未來風險持續擴大之間，做出政策選擇。
- (三) 央行對於金融情勢擁有相對全面的資訊，外界普遍信任央行對經濟前景的專業預測具有公允基礎；然而，歷史經驗顯示，央行在面臨危機時的預測，經常與後續實際發展有所出入。以 2021 年美國通膨攀升為例，Fed 在通膨攀升初期稱其係供給面因素所導致之「暫時性」現象，因而選擇延遲啟動緊縮貨幣政策，此誤判最終成為通膨持續居高不下的重要原因之一，廣受各界批評，此外，Fed 在 Covid-19 危機初期，曾一度因經濟前景不確定性過高而停止發布季度經濟估測 (SEP)，此舉雖非戰之罪，惟亦側面證實央行在危機期間確實無法完全掌握決策所需之充分資訊。
- (四) 因此，若央行在危機當下尚不具備判斷經濟前景發展的充分資訊，其「延遲衝擊」決策之成敗便形同訴諸於機運，此舉被 Giancarlo Corsetti 教授稱為維持物價與財政穩定之「政策賭博」，並就此建立簡化動態模型，以呈現事態可能發展路徑，概述如下：
1. 市場參與者包括政府及風險中立的民間投資人，物價水準穩定。
  2. 期初( $t=0$ )發生一次性、不可預測之預算赤字衝擊。
  3. 各期有一定機率發生預算赤字改善之外生事件；私部門對於預算赤字改善事件發生時點的樂觀程度，將影響其發生率之高低。
  4. 政府發新債還舊債實質利率 $>0$ ，若預算赤字改善未能發生，預算

赤字將逐期擴大。

5. 政府面臨下列 2 種情況之一的機率將隨預算赤字攀升而逐期增加：

- 政府債務違約。
- 提高通膨率以融通債務赤字。

(五) Corsetti 教授就上述簡化模型設定多種情境參數，獲致下列結論：

1. 若財政修正無望發生，應儘早承擔衝擊，以免潛在衝擊持續擴大。
2. 私部門預測財政修正發生的時點（亦即對前景之樂觀程度），將對財政修正發生「自我實現」的影響，例如私部門若預期改善將於  $t=2$  時發生，將顯著提前預算改善事件發生時點，若私部門預期改善將延後至  $t=10$  之後發生，則央行很有可能將無法支持經濟到改善事件發生。亦即，央行的「政策賭博」最終能否成功，很大程度取決於私部門之樂觀程度。

#### 肆、 跨境資本移動之演變

##### 一、 國際收支帳與國際投資部位之評價效應

###### (一) 經常帳

國際收支帳分為經常帳、資本帳與金融帳，其中，經常帳係指涉及跨境商品與服務貿易、使用生產要素（資本、勞動力）和金融資源的國際支付以及國際移轉的交易，主要項目包括商品貿易、服務貿易，主要收入(BPI)及次要收入(BSI)等。

媒體普遍將經常帳順差解讀為貿易輸出，惟此觀點並不全然正確，貿易出入超固然是經常帳中的重要項目，但其他經常帳項目亦可能對經常帳餘額產生關鍵性影響；例如某國有大量國民於外國工作並匯回薪資所得，在此情況下，主要收入（居民海外薪資匯回）或次要收入（非居民移轉支付）可能成為左右該國經常帳餘額方向之關鍵因素；另外，某些國家的外國直接投資企業基於稅務考量或資本管制規定，傾向於保留盈餘而非配發股利，該等保留盈餘依 BPM6 應列為「收益再投資」，同時列計於主要收入及金融帳的直接投資項下，構成經常帳餘額的重要科目<sup>6</sup>。

###### (二) 資本帳

資本帳涵蓋涉及資本移轉，以及收購與處置非生產、非金融資產（例

<sup>6</sup> Philipp Harms 教授批評現行 BPM6 對於 PFI 所持股份保留盈餘份額之處理方式，並未比照 FDI「收益再投資」科目辦理，從而可能大幅低估「主要收入」金額，導致經常帳餘額產生偏誤。

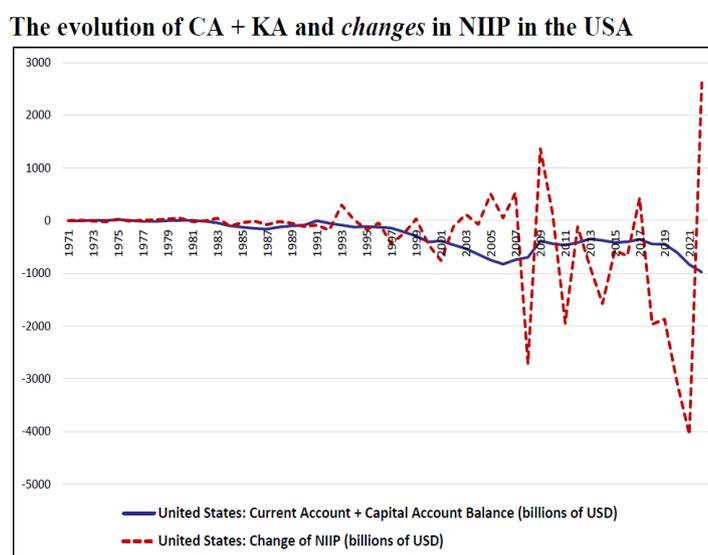
如土地、品牌、專利)之國際交易,大多數國家資本帳金額相對較低。

### (三) 金融帳

根據定義,金融帳包括居民與非住民間取得與處分資產與負債之交易,金融帳流出代表一國增持對外資產或減少對外負債,金融帳流入意味一國減持對外資產或增加對外負債。金融帳主要項目包括直接投資、證券投資、其他投資(主要為非關係企業間借貸)、衍生性金融商品及央行外匯存底變動數等。

Lane and Milesi-Ferretti (2021) 及 IMF 發現,近數十年以來,各國金融市場規模擴張,國際投資部位之評價效應,成為國際投資部位波動之主要原因(圖 2)。國際投資部位評價效應之來源,可分為匯率波動及資產價格變動,資產價格變動係指投資標的市場價格波動導致對外資產與負債部位產生相對變化,而匯率波動對國際投資部位之影響,主要來自於對外資產與負債金額與幣別配置之差異,例如:假使一國居民所持境外資產皆以外幣計價,而非居民所持境內資產皆以本幣計價,則本幣貶值將使其對外淨部位增加,反之亦反。

圖 2：經常帳及資本帳與國際投資部位變動



資料來源：Philipp Harms 課程投影片, 引用 Lane and Milesi-Ferretti

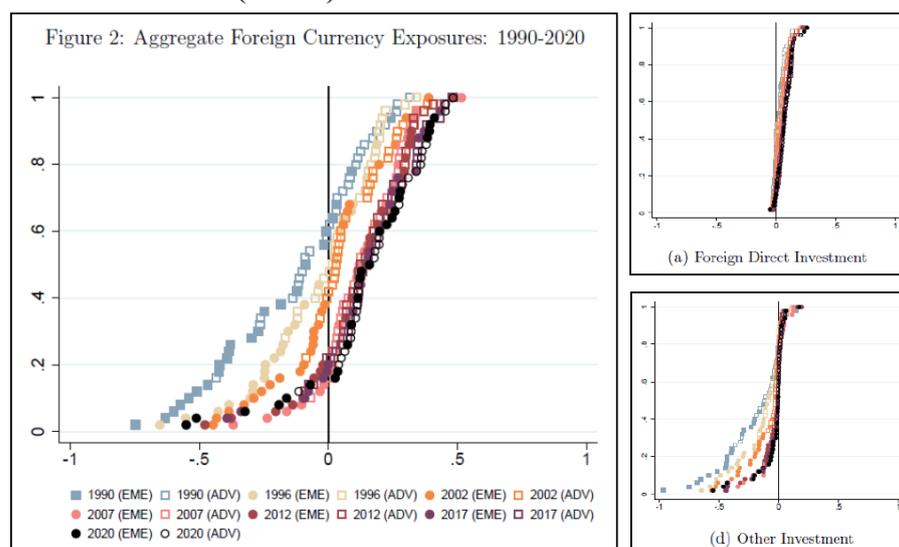
## 二、 先進國家之「過度特權」

- (一) 早期新興市場國家資本存量不足,經濟發展必須仰賴已開發國家之資本流入,儘管資本流入確實可創造新興市場之榮景,惟其弊病亦在 20 世紀晚期浮現,國際資金之突發性集體外流,導致新興市場貨幣

貶值，推升政府債務違約風險，最終引發 1980 年代拉丁美洲危機、1997 年亞洲金融風暴，以及其他局部性金融危機事件。

- (二) 上述危機後，新興市場國家警醒到資本流入可能導致經濟面臨脆弱性，紛紛進行結構性改革，包括強化總體審慎監理及改革國際籌資結構等。Allen et al. (2023a)發現，該等危機結束以來，新興市場國家外幣曝險部位，已逐漸由過去淨負債趨於淨資產部位，其中以「其他投資」項目變化尤為明顯，反映新興市場國家籌資管道，逐漸由外幣貸款轉變為股權投資（圖 3）；Observation (Engel and Park 2022)發現，自 2004 年至 2019 年間，新興市場國家主權債務以本幣計價之比重，已有所攀升，亦有助降低其外幣負債部位；除資產面外，新興市場國家亦致力於累積高額外匯存底，該等資金主要來自於央行外匯市場干預，此舉除有助壓抑匯率，改善報議條件外，並可累積大量外匯存底，於金融情勢面臨壓力時之提供緩衝機制。

圖 3：已開發市場與新興市場淨外幣部位演變情形  
Valuation effects (contd.)



- (三) 然而，上述改革措施並非毫無成本。外資投資當地貨幣股權資產，相較於過去的外幣融資，固然有助降低資產負債幣別錯配、強化國際風險分攤及技術轉移等眾多優勢，但亦無可避免地使多數經濟發展的果實流向國外；此外，央行為提供經濟緩衝而累積大量外匯存底，其資產配置自係以高評等、高流動性之政府債券為主，投資該等商品大多僅能獲取無風險報酬，從而，一來一往之間，導致新興市場國家對外資產與負債之報酬率，呈現不成比率之落差。

為證實上述現象，Blanchard and Das (2017)彙整多國對外資產與負債之自 1980 年代至 2015 年間長期報酬率，發現已開發國家對外資產報酬率確實經常高於對外負債資金成本，新興市場則反之，暗示已開發國家受惠於相對較低融資成本之「過度特權」(Exorbitant Privilege)現象確實可能存在(表 1)。

另一方面，Atkeson et al. (2022)則發現，自 2008 年全球金融海嘯後，美國對外債務攀升速度快於其對外資產，導致其 NIIP 呈下滑趨勢，此現象主要係因美股近年漲勢強勁之評價效應，導致美國對外淨負債迅速攀升，然而，此現象是否意味美國「過度特權」現象之終結，抑或僅係反映近年美國生產力攀升，仍待後續觀察。

表 1：各國對外資產與負債部位資金成本

		rA	rL
Australia	1989-2015	4.0%	5.1%
Belgium	1996-2015	4.0%	4.0%
Brazil	2002-2015	2.7%	5.4%
Canada	1991-2015	3.3%	4.6%
China	2005-2015	3.8%	6.9%
France	1981-2015	4.5%	3.9%
Germany	1989-2015	3.2%	3.3%
India	1997-2015	3.7%	4.8%
Indonesia	2002-2015	3.7%	4.8%
Italy	1999-2015	4.0%	3.7%
Japan	1996-2015	3.5%	1.8%
Malaysia	1981-2015	5.7%	9.4%
Mexico	2002-2015	2.5%	4.1%
Netherlands	1989-2015	4.9%	4.9%
Poland	1995-2015	7.2%	5.5%
Russia	2000-2015	4.2%	9.4%
South Africa	1989-2015	8.4%	6.6%
Spain	1989-2015	5.4%	4.6%
Thailand	1999-2015	4.1%	6.9%
Turkey	1997-2015	3.9%	3.6%
United Kingdom	1989-2015	4.4%	4.3%
United States	1979-2015	5.8%	4.7%

資料來源：Philipp Harms 課程投影片，引用 Blanchard and Das

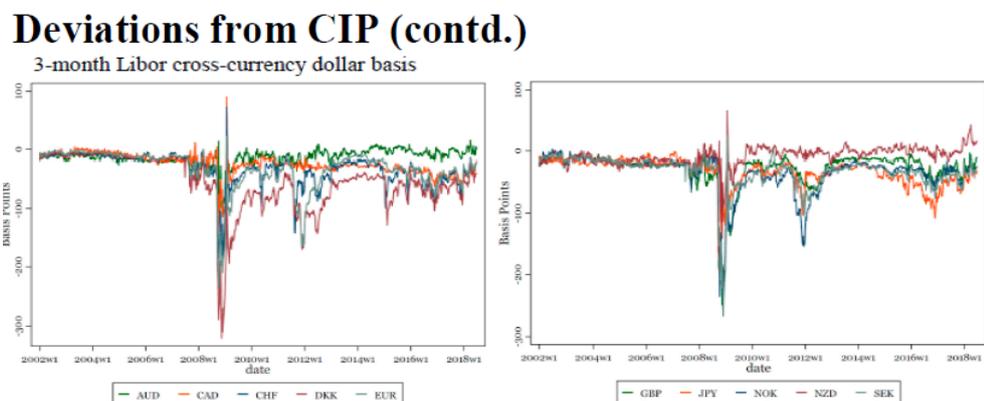
### 三、利率平價假說與跨幣別基差

(一) 依照利率平價假說，假設市場具有效率且持有各幣別之風險相當，則

理論上高息貨幣未來應看貶，以使持有二貨幣之預期報酬率相當；然而，資料顯示，高息貨幣相對低息貨幣不但不會貶值，反而傾向於走升，此現象被稱為「遠匯溢酬之謎」(forward premium puzzle)。學術理論對此現象有多種解釋，包括：

1. 風險溢酬隨時間而變化。
  2. 貨幣對可能存在某種不定時發生之罕見風險，影響投資人持有該幣別之意願，亦即所謂「披索問題」(Peso problems)。
  3. 儘管利率平價假說成立，但因利率走勢會受匯率波動影響，因此存在內生變數問題。
  4. 新資訊傳遞速度緩慢，使消息靈通的市場參與者具有超額報酬。
- (二) 2008 年以前，主要貨幣遠匯點數報價，大致符合「有拋補的利率平價假說」(Covered interest rate parity) 所預測之水準，亦即遠匯點數反映交易貨幣對之利差；然而，全球金融危機爆發後，市場參與者發現，遠匯點數報價開始大幅偏離理論水準，該偏離幅度被稱為跨幣別基差 (Cross-Currency Basis)，此現象在危機平息後仍長期持續，引發各界關注。傳統上而言，學術界係以交易成本與幣別間之不完全替代性解釋跨幣別基差明顯偏離理論預測之現象，惟近年跨幣別基差偏離與波動幅度過大，上述原因不足以提供完整解釋，因此，近年學術界對此現象提出多種新觀點，如 Du et al. (2018)認為，此現象主要反映金融危機後的相關法規限制市場參與者之套利行為；Borio et al. (2016)認為此反映市場參與者基於風險考量，更願意持有穩健的美元；Ceruttiet al. (2021)則主張此係總體經濟因素之影響。

圖 4：FX Swap 點數與理論價格之落差



資料來源： Philipp Harms 課程投影片，引用 Cerutti et al. (2021)

## 伍、心得及建議

- 一、近年各國在 COVID-19 疫情、主要國家貨幣政策急遽變化、供應鏈瓶頸及地緣政治衝突等諸多因素影響下，無不深受通膨問題所困擾，瑞士與我國係少數相對得以有效抵禦輸入型通膨壓力之國家。SNB 對於通膨趨勢反應敏銳，在烏俄戰爭爆發及 Fed 啟動升息循環之初期，即意識到該等因素將導致輸入性通膨攀升，明快採取跟進升息與強力阻貶等因應措施，展現抑制通膨之強烈決心，爰得以將通膨率峰值抑制於 3.5%，優於多數主要國家。我國對於通膨壓力採取更為多元之因應措施，相較於 SNB，本行雖同樣進行若干次升息與賣匯阻貶，惟二者幅度皆遠低於 SNB；同時，本行長期對國際熱錢持有新台幣流動性部位實施限制，有助抑制資金流反轉時之貶值力道，降低輸入型通膨壓力；此外，我國國營事業在政府主導下，一度實施油價凍漲政策，有效抑制物價漲勢；儘管該等措施僅係暫時性，且支出最終將由納稅人承擔<sup>7</sup>，惟該等價格上限措施於國際通膨壓力最高時，有效降低油電等重要民生物資漲價壓力，抑制通膨預期之連鎖效應，對於我國抵禦通膨之貢獻，不宜輕忽。
- 二、儘管「不可能的三頭馬車」與「無法調和的二元對立」之爭論尚無定論，惟「無法調和的二元對立」理論仍可對央行貨幣政策帶來重要啟示：在當前國際金融環境下，新興國家無論採行何種匯率制度，皆需搭配有效的資本移動管理措施，否則貨幣政策自主性將高度受限，從而難以達成物價穩定與促進成長等政策目標。Ghosh et al. (2011a:13)與 Harms and Knaze (2021b)之發現亦反映相似意涵：對於新興國家而言，採行固定匯率或爬行盯住等波動相對受限的匯率制度，可能更有助於促進經濟發展與抑制通膨，已開發國家則反之。此觀察無疑與實務現象較為相符，在經濟發展早期快速開放經常帳、浮動匯率及資本自由移動的開發中國家，無論改革措施係基於自主判斷或迫於外界壓力，皆容易陷入反覆不斷的金融危機或經濟發展長期停滯之困境，相對地，審慎漸進開放上述限制的新興國家，經濟表現通常較為穩健。究其原因，或係由於新興市場與已開發市場貨幣價值之來源不盡相同。已開發國家貨幣價值，主要來自於市場參與者對經濟體持續生產力之信心，市場參與者透過自行買賣創造流動性與市場深度，不必隨時依靠央行進場維持幣值，與浮動匯率之機制較為相符；相對地，

<sup>7</sup> Corsetti 教授將油電凍漲政策稱為「非傳統型財政政策」，依李嘉圖均等理論，儘管該措施可能暫時壓抑通膨，惟最終通膨壓力仍將透過納稅人之理性預期或其他管道，反映於實體經濟。

新興國家貨幣幣值，主要來自於央行持有外匯存底或黃金等擔保品，一旦幣值出現波動，市場參與者可能蜂擁拋售當地貨幣部位，出現擠兌現象，從而難以輕易形成價格支撐，經常需要央行親自以擔保品(外匯存底)出面支撐幣值，其市場角色與固定匯率或爬行盯住等制度較為相符。

- 三、近年新興市場主權債務逐漸改採本幣計價，以及新興市場企業逐漸由債務融資轉為股權融資等趨勢，使新興市場國家對外幣別錯配之風險降低，有助維持穩健貨幣金融體系，並擴大貨幣政策之緩衝空間；然而，新興市場國家為維持對外金融資產的流動性與安全性，大量持有報酬率偏低之已開發國家公共債務，無形間壓抑新興市場整體對外資產報酬率，反而成為限制新興市場發展的潛在因素之一；相對地，部分已開發國家藉由利率低廉的國際資金挹注公共預算與企業融資，近年反而隱然有加速成長之趨勢。為促進長期發展，新興市場國家似宜考量調整資本運用策略，以穩健方式挑選更多元的對外金融投資標的，並適度引導資金投資國內關鍵產業，以跳脫窮國對富國授信之「過度特權」陷阱。

## 參考資料

1. IMF(2023). “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022”
2. IMF(2013) “Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual”
3. Swiss National Bank(2024), “Monetary Policy Implementation at the Swiss National Bank.”課程投影片
4. Swiss National Bank(2024), “Reserve Management at SNB”課程投影片
5. Philipp Harms(2024),”The Balance of Paymentsand Current Account Dynamics”課程投影片
6. Philipp Harms(2024),”Exchange rate regimes”課程投影片
7. Giancarlo Corsetti (2024),” Gambling to preserve price (exchange rate) and fiscal stability”課程投影片