

Chapter

22

第二十二章 國際金融理論與政策

一、研讀目標

22

國際金融理論
與政策

一、研讀目標

二、重點提要

三、走出象牙塔

四、問題與討論

- 瞭解購買力平價理論之要旨
- 看看資產組合平衡分析的匯率理論
- 比較沖銷式干預與非沖銷式干預的功效
- 知道國際收支的調整政策
- 想想如何處理資本流入的問題？
- 思考金融國際化的發展策略

二、重點提要

22

國際金融理論
與政策

一、研讀目標

二、重點提要

三、走出象牙塔

四、問題與討論

- 1.較重要的匯率決定理論
- 2.外匯干預與匯率的關係
- 3.國際收支失衡的調整政策
- 4.資本流入的管理問題
- 5.金融國際化的發展策略

1.較重要的匯率決定理論(1/2)

22

國際金融理論
與政策

一、研讀目標

二、重點提要

三、走出象牙塔

四、問題與討論

- 購買力平價理論
 - 絕對購買力平價理論：認為任二國均衡匯率係由這二國同類商品所編組而成的物價水準的相對比率所決定，亦即物價水準較高（低）之國家的通貨，其匯價應該貶（升）值。
 - 相對購買力平價理論：認為任二國均衡匯率係由這二國物價水準的變動率所決定，亦即物價變動率較高（低）之國家的通貨，其匯價應該貶（升）值。

1.較重要的匯率決定理論(2/2)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

□ 資產分析的匯率理論

- 認為任二國均衡匯率的決定，係取決於這兩國金融資產供需的相對比較，亦即金融資產數量相對較多（少）之幣別，其匯價應該貶（升）值。此一理論，異於過去較重視由貿易帳收支情況來決定匯率之流量模型，而且因金融資產之供需分秒皆在改變，因此按照資產分析的匯率理論，較符合實際所觀察到之匯率的變動情形。

2.外匯干預與匯率的關係(1/2)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

□ 各國中央銀行（或貨幣當局）經常在匯率出現異常或不理性之波動時，或者基於自身利益的考量希望匯率朝向特定方向或價位移動時，介入外匯市場干預匯率。就外匯干預與匯率的關係而言，有以下幾個重點：

- 非沖銷式干預較沖銷式干預有效
 - 非沖銷式干預會伴隨外匯買入而使準備貨幣增加，外匯賣出而使準備貨幣減少，因此透過利率的下跌（上升），促使匯價不過度升（貶）值。至於沖銷式干預因為缺乏此種貨幣性管道，僅能借助其他的管道來發揮效果。

2.外匯干預與匯率的關係(2/2)

22

國際金融理論
與政策

一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 聯合干預較獨自干預有效

– 目前每日在全球外匯上交易的主要通貨規模龐大，因此一國如欲獨自干預匯率，遠不及聯合其他主要國家一起來干預有效。不過，即使是透過聯合干預，最近的經驗亦顯示，其僅有相當短暫的效果。

3.國際收支失衡的調整政策

22

國際金融理論
與政策

一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

對策 \ 失衡情況	逆差失衡	順差失衡
調整匯率	貶值	升值
改變相對價格	降低國內對國外之相對物價	提高國內對國外之相對物價
調整相對所得	降低國內對國外之相對所得	提高國內對國外之相對所得
調整利率或利潤率	提高	降低
直接管制	加強貿易帳及資本移動之外匯管制	放寬貿易帳及資本移動之外匯管制

4. 資本流入的管理問題(1/2)

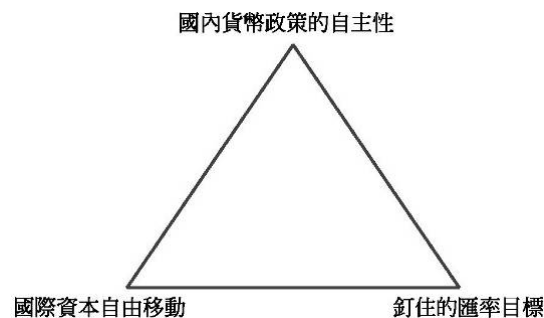
22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 1980年代及1990年代，國際貨幣基金(IMF)及美國財政部嘗試在全球推動國際資本移動的自由化，彼等認為，對於新興市場經濟體而言，國際資本移動的自由化，有助於經濟成長。
- 前世界銀行首席經濟家、現任教於哥倫比亞大學的史蒂格列茲(Joseph Stiglitz)則不以為然，他指出，源自於市場的不完全、行為的不理性，國際資本自由移動的結果，將導致消費及整體經濟活動的波動擴大，也沒有出現較高的投資或經濟成長加快的好處。
- 根據不可能的三角難題(impossible trinity or trilemma)，一國只能在國際資本自由移動、國內貨幣政策的自主性及釘住的匯率目標這三者中擇二，沒有辦法同時兼顧這三個目標（見圖22-3）。

圖22-3 不可能的三角難題

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

一國只能在國際資本自由移動、國內貨幣政策的自主性及釘住的匯率目標這三者中擇二，沒有辦法同時兼顧這三個目標。

4.資本流入的管理問題(2/2)

22

國際金融理論
與政策

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

- 中央銀行如果不希望看到因熱錢流入，導致準備貨幣快速擴充的通膨壓力，有許多方法可自市場中沖銷過多的流動性（見表22-3）。

表22-3 管理資本流入的工具

22

國際金融理論
與政策

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

國別	基於公開市場操作目的而進行的 換匯交易	基於公開市場操作目的而發行的 央行票據	轉存中央 銀行	移轉政府 存款	托責稅	應提 準備金
南韓		✓				
秘魯		✓		✓		
中國		✓				✓
巴西					✓	
智利		✓			✓	✓
哥倫比亞		✓				✓
泰國	✓	✓		✓		✓
新加坡	✓			✓		
馬來西亞	✓	✓	✓	✓	✓	
印尼		✓		✓		
臺灣*	✓	✓	✓			✓
波蘭		✓				

*臺灣資料業根據實際情況修正。

5.金融國際化的發展策略(1/5)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 循序漸進、按部就班的發展模式：境內管制、境外自由→境內逐步開放、境外完全自由→境內與境外完全自由。我國即係採行此種金融國際化的發展模式。
- 自由放任的發展策略：既無外匯管制，金融市場亦無境內、境外之分。香港即屬於此種類型。
- 建立臺北成爲亞太金融中心，須具備下列幾項基本條件：
 - 國家政治穩定。
 - 國家經貿與金融實力強大。
 - 資金、資訊及人員自由進出國境。
 - 外匯市場、貨幣市場與資本市場健全，並具備一定的深度。

5.金融國際化的發展策略(2/5)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 基礎設施完善，電訊與交通設施便捷，費用亦合理。
- 累積豐富的金融資源，經常帳又持續呈現盈餘，足以在世界舞臺上扮演重要角色。
- 租稅減免措施優惠或至少符合國際慣例。
- 與金融業務有關之法令規章完備，且符合國際慣例。
- 金融管理健全。
- 有足夠的兼具專業金融知識與嫻熟外語等素質優秀人才。
- 會計師與律師等相關服務業能充分支援。
- 適切的地理位置，並擁有特定腹地。

5.金融國際化的發展策略(3/5)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

□ 推動通貨國際化

● 國際通貨之功能

通貨用途	民間部門	官方部門
交易媒介	媒介通貨 (vehicle currency)	干預通貨 (intervention currency)
記帳單位	報價通貨 (invoice currency)	釘住通貨 (pegging currency)
價值貯藏	銀行業務通貨 (banking currency)	準備通貨 (reserve currency)

5.金融國際化的發展策略(4/5)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

● 新台幣國際化的效益

- 新台幣國際化之後，臺灣得以發行新台幣之方式取得外國提供之產品及勞務，因而享有國際鑄幣權 (international seigniorage)，同時因進口無需動用外匯，可節省外匯存底。
- 新台幣國際化之後，貸款、投資及進出口均以新台幣計價，交易亦透過本國金融機構來進行，因而有助於我國金融市場之成長及國際競爭力之增強。
- 新台幣國際化之後，因為國人可以新台幣進行國際交易，因此可享有無匯率風險之比較利益。
- 新台幣國際化可顯著提升臺灣的國際金融地位。

5.金融國際化的發展策略(5/5)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 新台幣國際化的負面影響
 - 新臺幣國際化之後，資金得自由進出，因而削弱中央銀行管理匯率之能力，使匯率產生較大的波動，進而吸引投機性資金進出，造成匯率更大波動，不利經濟之穩定成長（對於臺灣這種小型而開放的經濟體尤甚）。
 - 由於資金進出自由，增加國內、外利率間之連動關係，可能削弱中央銀行對國內貨幣供給額管理之能力，貨幣政策之自主性因而受到不利影響。
 - 因中央銀行匯率政策及貨幣政策自主性降低，國內經濟及金融發展容易受到國外因素的影響，一旦國外經濟、金融、政治或外交等因素發生任何變動，皆可能對國內產業活動及長期經濟發展帶來不利的衝擊。

三、走出象牙塔(1/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 亞洲通貨危機
- 何謂通貨危機？亞洲通貨危機發生後，區內主要經濟體的受創情形如何？
 - 通貨危機係指一個外匯市場因遭受投壓性攻擊，致迫使一國通貨匯價劇貶，或使中央銀行耗費大量外匯存底或巨幅調升利率來支撐匯價的現象。
 - 亞洲通貨危機發生後，區內主要經濟體股、匯價的受創情形，以印尼、馬來西亞、南韓及泰國最為嚴重，至於菲律賓、新加坡、香港及臺灣亦受到程度不等的傷害。就1998年6月底與危機發生前的1997年6月底比較，印尼的股、匯價合計下跌了122%，另外馬來西亞、南韓及泰國，則分別下跌了97%、95%及88%。至若菲律賓、新加坡、香港及臺灣，下跌幅度依序為75%、62%、44%及35%。

三、走出象牙塔(2/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 迨至1999年6月，除了印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國的股、匯價仍未明顯回升之外，大部分的經濟體均已回升至接近受創前的水準，其中尤以南韓及新加坡的復原情況最為迅速。

三、走出象牙塔(3/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 亞洲通貨危機的成因中，若干經濟學者將之歸因於係資本帳快速解除管制的結果，從而主張應對資本帳加以管制。你同意這樣的說法嗎？

- 雖然亞洲通貨危機再次提醒世人資本帳自由化的相關風險，但對許多開發中經濟體而言，資本帳自由化比起資本管制仍是較具有吸引力的選擇。首先，諸多證據顯示，資本管制無法防止資本外流；再者，去除資本管制之初期，通常會吸引更多的資本流入，這是因為原本將資金投資於國外的國際投資者和本國居民，對改善的國內投資環境所做出的良性反應。因此，撇開資本逆轉的可能傷害不談，資本流入有助於改善一個經濟體的國際收支，緩和對所得和消費的暫時性衝擊，降低借貸成本並刺激經濟成長。

三、走出象牙塔(4/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 然而，資本帳自由化並非完全無風險，如果無法有效地使用流入的資金，市場可能會對是否持續投資，以及對資本流入國償付外債的能力產生質疑，一旦喪失信心，將會引起流入的資本反轉流出，造成國際收支困難，導致通貨危機。關於此，就流入資本的型態觀之，短期資本的不安定性顯然較高，因此資本帳的自由化過程中，應避免有鼓勵引進短期外資的偏失。導致亞洲通貨危機的原因固然不一而足，但亞洲諸多經濟體的政府當局，長期以來錯誤地以直接或間接方式誘導短期資本的流入，誠屬最大的缺失。

三、走出象牙塔(5/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 通貨危機何以具有擴散效果？又現行國際貨幣制度的主要缺失為何？
 - 一般而言，當一國幣值大幅下跌，將會使其貿易對手國受到直接的衝擊，因此這些國家的通貨匯價遭受投機攻擊的可能性將大為提高。職是之故，如果外部競爭力是一項重要因素，則具擴散性的通貨危機將會傾向於特定區域，因為同一區域之成員通常貿易往來相當頻繁。羅斯(Andrew K. Rose)曾對此一論點進行實證分析，結果證明透過貿易關聯性是導致通貨危機擴散的最主要管道，且貿易變數所帶來對通貨匯價的壓力，其效果遠較總體經濟變數來得大。

三、走出象牙塔(6/6)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 至若論及現行國際貨幣制度的缺失，主要為國際最後貸款者機制的健全，因之無法迅即處理通貨危機的問題，導致投機客有恃無恐並一再得逞。面對來自國際間的壓力，IMF在亞洲通貨危機之後已強化在這方面所扮演的角色。IMF首於1997年底引入補充性準備融資辦法(Supplemental Reserve Facility, SRF)，據以對處於通貨危機的國家，依懲罰性利率，進行大額的短期融資。此外，IMF復於1999年4月底，引進緊急信用額度(Contingent Credit Lines, CCL)，據以在危機發生前提供資金予可能受到通貨危機擴散傷害的國家。

四、問題與討論(1/3)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 比較名詞異同
 - 絕對購買力平價 vs. 相對購買力平價
 - 沖銷式干預 vs. 非沖銷式干預
- 一國之國際收支如發生逆差，除貶值外，有哪些調整對策，試列舉分析說明之。(78年高考、79年乙特)
- 試述國際收支順差失衡的意義，並列舉說明矯正此種失衡的各種方法。(75年高考、76年央特、93年特考)
- 試詳述「購買力平價學說」之內容，並評論之。(72、74、96年高考)

四、問題與討論(2/3)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 何謂非沖銷式外匯干預？沖銷式外匯干預？假定中央銀行原先的資產負債表如下：

資 產		負 債	
國外資產	\$1,200	銀行體系存款	\$750
國內資產	\$1,850	通貨	\$2,300

若民間出售 \$ 100 外匯給銀行體系以換取本國通貨，而中央銀行採行沖銷式外匯干預，則其資產負債表會如何變化，試列表說明之。（82年高考國貿人員）

四、問題與討論(3/3)

22

國際金融理論
與政策一、研讀目標
二、重點提要
三、走出象牙塔
四、問題與討論

- 在不可能的三合一(trinity)中，貨幣政策的自主性，浮動匯率與資本自由移動有密切關係，請說明之。再依此理論說明，在什麼情況下，央行不可能同時控制匯率與利率？再以此理論說明，中國與臺灣目前的貨幣政策、外匯政策及資本流動。（92年高考）