

國際貨幣制度與我國貨幣政策

(作者爲本校銀行系專任教授兼系主任)

侯金英

一、前言

第一次石油危機後，世界經濟自一九七五年下半年開始復蘇，惟進展速度滯緩，多數國家至今尚面對高水準的失業與通貨膨脹，以及國際收支的失衡等問題。這些問題的解決需要各國彼此協調，建立一個健全的國際貨幣制度。

現行國際貨幣制度係以國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 為中心。設立基金之目的在於(1)促進國際貨幣合作；(2)便利國際貿易之擴大與平衡發展，藉以提高並維持高水準之就業與實質所得，並開發各會員國之生產資源；(3)促進匯率之穩定，維持有秩序的國際匯兌協定，避免競爭性的貶值；(4)協助建立多邊支付制度，取消外匯限制；(5)為調整國際收支之失衡，以基金資源暫時供給會員國；(6)縮短各會員國國際收支失衡之期間，並減輕其程度。國際貨幣基金對國際貨幣問題提供商討及合作之場所，確有助於國際貨幣之合作及世界貿易之擴張。不過，在一九六〇年代後期國際貨幣制度却開始遭遇困難，發生了多次貨幣危機。反映國際通貨情勢之演變及美國經濟力量之相對低落；最近幾年國際貨幣基金體制之改革主要包括一九七〇年第一次分配特別提款權 (Special Drawing Rights)，以解決國際流動性問題。而且到了一九七三年以後，固定匯率普遍地被浮動匯率所替代；一九七八年第二次修正國際貨幣基金協定條款。

過去我國匯率釘住美元，惟近年來美元兌日圓匯率大幅度波動，影響我國經濟之穩定成長。為緩和當前國際經濟情勢之鉅大變動對我國經濟之不良影響，並提高國內貨幣政策的自主性，政府於一九七八年七月十日宣佈新臺幣匯率不再釘住美元，改採機動匯率制度。

面對國內外經濟金融情勢之變動，本文檢討國際貨幣制度改革之演變過程，分析其背景，目的與業務內容，回顧並展望美元之動向，最後檢討我國因應國際金融情勢鉅大變動所需採行之匯率及貨幣政策措施。

一、金本位制度的回顧

自一八七〇年代至第一次世界大戰前，世界各主要國家都採行金本位制度（gold standard system）。金本位制度之三個基本規則（essential rules）是：（一）規定貨幣單位的黃金價值；例如美國一九〇〇年之金本位法案規定，每一美元含純金一三一·一二一釐。（二）准許黃金之自由輸出入，自由鑄造及自由溶解。（三）貨幣當局隨着黃金的輸出入，自動增減本國貨幣供給額。這些規則足以保證金本位制度具備穩定匯率與維持國際收支均衡的機能。不過，為同時達到對外與對內均衡，還得遵守另一規則，即四工質必須具備伸縮性（註1）。

（一）穩定匯率的機能：

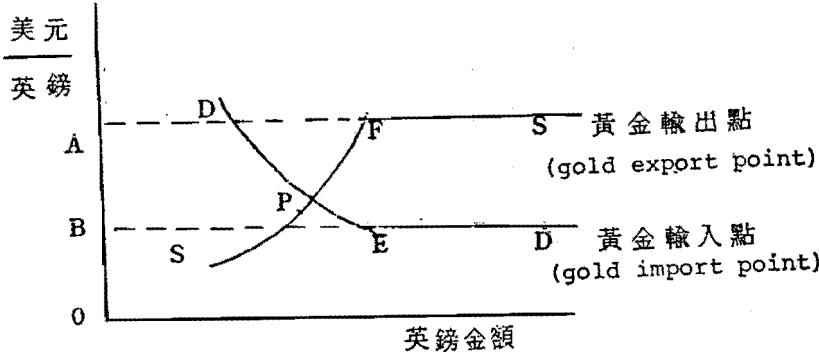
在金本位制度下，各國間的匯率依各國貨幣所含黃金的純量而定。例如美元兌英鎊之黃金平價（gold parity）為四·八六六美元兌一英鎊係表示四·八六六美元所含黃金等於一英鎊所含黃金，兩國貨幣匯率的變動幅度不能超過或低於當時黃金的輸送成本（包括保險、包裝、運費等）。假使英鎊匯率低於四·八六美元減去兩國間的黃金輸送成本，則輸出黃金兌換美金較為有利，英鎊的需要變成完全富於彈性，英鎊匯率不致再下跌。反之，假使英鎊匯率高於四·八六美元加上兩國間的黃金輸送成本，則輸入黃金兌換英鎊較為有利，英鎊的供給變成完全富於彈性，英鎊匯率不致再上漲。於是，在國際金本位制度之下，各國匯率的變動便有一定的範圍，實際匯率與黃金平價之距離，均不會超過輸出與輸入黃金之費用。此項匯率之最高價格與最低價格，一般稱之為黃金輸送點（gold points）。上述情形，得示之如圖一。若以DD與SS分別表示英鎊的需要與供給曲線，則由於英鎊的供給在黃金輸出點OA變為完全富於彈性，供給曲線乃在F點曲折，而與橫軸平行。至於英鎊的需要曲線則由於英鎊的需要在黃金輸入點OB變為完全富於彈性，從而在E點曲折而與橫軸平行。供給曲線與需要曲線的交點P，決定均衡匯率。

（二）維持國際收支均衡的機能：

在金本位制度下，國際收支失衡的調整係依據所謂「黃金流出入—價格自動調節機能（gold specie flow-price mechanism）」

「*ism*」而進行。換言之，這種自動調節機能將國際收支，貨幣數量與物價相結合，自成一套理論，說明了國際收支調整的過程。

假使一個國家的國際收支發生逆差，則國內黃金的流出，導致貨幣數量收縮。貨幣數量的減少，將提高利率，抑制國內經濟之擴張與存貨之減少，因而導致輸入的減少。另一方面，貨幣數量的收縮與國內經濟擴張受到抑制，導致國內物價水準較國外物價水準下跌，提高對外競爭能力，刺激輸出的擴張。這樣，輸入的減少與輸出的擴大將消除逆差，實現對外均衡，或甚至轉而導致順差。如果一國處於順差，則黃金流入，貨幣數量擴張，利率降低，促進經濟之擴張及存貨之累積，導致輸入的增加；另一方面，貨幣數量的增多與國內經濟的擴張，致使國內物價水準較國外物價水準上升，降低對外競爭能力。這樣，輸入的增加與輸出的減少，將消除順差，實現對外均衡，或甚至轉而導致逆差。



圖一 金本位制度下的外匯市場

金本位制度因具備上述自動調節機能，透過黃金流入與流出之循環過程，調整國際收支，維持匯率之安定，有助於國際貿易之拓展，增進世界各國資源之有效利用。然而到了一九三〇年代以後，世界各國却紛紛放棄了金本位制度。在金本位制度下，各國為着維持匯率的安定與對外的均衡，必須遵守其基本規則，忍受國內經濟不穩定的代價。

國際收支順差的國家，必須忍受外來因素所帶來的膨脹壓力，自動使其貨幣供給額、所得及物價水準向上調整。反之，國際收支逆差的國家，却必須忍受外來因素所帶來的緊縮壓力，自動使其貨幣供給額、所得與物價水準向下調整。在這國際收支均衡與國內經濟穩定兩個經濟政策的最終目標不能兼顧而發生矛盾的情況下，各國乃採取各種優先維持國內均衡的對策，違背金本位制度的基本原則。順差國家設法凍結流入之黃金，以防止國內經濟蒙受膨脹的影響；逆差國家則訴諸關稅，進口限制及外匯管制或甚至通貨貶值等措施，避免國內經濟蒙受

緊縮的影響。這些重視國內均衡的對策違背了金本位制度的三個基本原則，再加上市場結構致使物價與工資趨向僵硬，導致國際金本位制度的崩潰。

三一、戰後國際貨幣基金制度之建立與演變

第一次世界大戰後，自由世界所採取的國際貨幣制度即是國際貨幣基金（International Monetary Fund）制度，以國際貨幣基金協定條款為依據。其成立的背景、目的、業務內容及其演變如下。

（一）國際貨幣基金成立的背景：

第一次世界大戰爆發以後，世界各國紛紛採取外匯管制措施，三十年代的國際貨幣紛擾暫時被戰爭的烽火所掩蔽。一九四一年同盟國已有戰勝把握時，為擺脫第一次世界大戰後的紛亂與一九三〇年代的困擾，如何推行國際合作，特別是經濟合作的問題，逐漸被各國政府、學者與專家所注意。一九四二年美國提出「同盟國安定基金的美國計畫（A United States Proposal for a United and Associated Nations Stabilization Fund）」，係以懷特（Harry D. White）為首的美國專家所設計，通稱為懷特方案（White Plan）。英國亦發表了「國際清算同盟計畫（Proposal for an International Clearing Union）」，係以凱因斯（J. M. Keynes）為首的英國專家所設計，通稱為凱因斯方案（Keynes Plan）。此二方案經一年餘的廣泛討論，最後因美國的堅持，以懷特方案為基礎，在一九四四年四月發表了「專家對設立國際貨幣基金的聯合聲明（Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund）」。此項聯合聲明在一九四四年七月一日的布列頓森林（Bretton Woods）四十國會議中被廣泛討論，並作若干修正後成為國際貨幣基金協定的基礎。

（二）國際貨幣基金的目的與業務內容：

依據國際貨幣基金協定條款第一條規定，國際貨幣基金的目的計有下列六項：(1)建立永久性的國際貨幣機構，促進國際貨幣合作，(2)促進國際貿易的擴大與平衡發展，藉以提高及維持高水準的就業與實質所得，並開發各會員國的生產資源，(3)促進

匯率的安定，維持有秩序的國際匯率協定，防止貶值競爭，(4)協助建立多邊支付制度，消除外匯限制，(5)將基金的資金暫時供予會員國，以調節各會員國國際收支的失衡，(6)縮短各會員國國際收支失衡的期間，並減輕其失衡的程度。

為達到這些目的，基金的資本由各會員國分攤。各會員國的攤額則依各國國民所得、貿易總額、黃金與外匯準備的大小而定。各會員國的攤額，原則上百分之廿五以黃金或美元，其餘以本國貨幣繳納。基金得動用這些資金從事短期融通，使各會員國國際收支暫時維持平衡，避免採取足以破壞其國內與國際經濟繁榮的措施。

為穩定各國匯率，在基金協定中規定各會員國通貨間的平價 (Par Value)，應一律以黃金或根據一九四四年七月一日之重量及成色為準之美元表示之。此項平價一經基金公佈，即不得任意變更。惟會員國的國際收支發生基本失衡 (fundamental disequilibrium)，則可改變平價。若平價的變更幅度未超過最初平價的百分之十，各會員國可自行調整，若變更幅度超過百分之十以上，則須經基金同意始得調整。並且為維持平價的穩定，基金又規定各會員國的美元現貨交易之兌價變動幅度上下各不得超過百分之一。因此，國際貨幣基金制度被稱為「可調整的釘住匯率制度 (adjustable peg system)」，匯率短期固定而長期維持適當的彈性。

由上面說明可知，基金匯率制度的特點，除了匯率釘住於外匯平價上下窄狹的變動幅度之外，黃金在國際貨幣制度上的地位仍屬極重要。外匯平價釘住美元，實際上仍以黃金為準。因為當時黃金與美元之間有一盎司三十五美元的固定等價關係。惟基金的平價係基金與各會員國所決定，此與金本位制度下由各國貨幣含金量比率所決定的黃金平價有所不同，故通常稱為基金平價 (IMF Par Value)。

二 國際貨幣基金制度的動搖：

自一九四七至一九七一年的廿四年間，各會員國中，只有美國依一盎斯黃金卅五美元的價格，釘住美元的黃金平價。其他會員國則不直接規定黃金平價，其通貨在美元平價匯率上下各百分之一的範圍內，在國際外匯市場上從事交易，美元扮演了國際貨幣 (international money) 的角色，作為現行國際貨幣制度之關鍵貨幣 (key currency)。因此在一九六〇年代，美元

是最常用的國際價值標準，廣泛使用於貿易及其他國際交易的結算上，各國準備資產的絕大部分係以美元保持，為各國用於預外匯市場的工具。一九六〇年代的國際貨幣制度的主要問題即是美元的問題。

(1) 從美元不足到美元過多：

如所週知，二次世戰結束初期，雖然世界各國極需重建其飽受戰火摧毀的經濟，但各國物資短缺國內生產力未恢復。貿易收支發生鉅額入超。各國都沒有足夠的美元以進口經濟重建所需物資。因此，除了動用黃金以外，即主要由美國歐洲復興計劃取得彌補貿易差額的融通資金。在一九四六至一九四九年間，各國對於美國貨的輸入，大部分均由美國以貸款及贈與方式協助其他國家。

不過，自一九五〇年後，歐洲經濟逐漸復興，美國亦停止了其援歐計劃，除了軍援計劃外，對歐援助及贈與急劇下降，再加上歐洲貨幣貶值的影響，一九五〇年美國的輸出較前大為減少，而輸入則增加甚多，經常賬的順差減少。另一方面，由於歐洲經濟快速復興，美國企業在歐洲的投資劇增，資本流出增多。結果，美國的國際收支開始呈現赤字。自一九五八年後，美國國際收支繼續惡化，貨幣性黃金繼續外流。美國國際收支問題首次成為世界性的問題，導致對美元信心之動搖。美國國際收支惡化的主要原因大致有下列幾項：(甲) 經常帳收支順差有限，不足彌補美國對外投資、貸款及對外援助所招致的資本流出。

(乙) 在長期經濟繁榮中，美國人民到國外旅行的支出大量增加。(丙) 資本外流增多。包括對外投資及貸款在內的民間資本，為覓求更高的利潤，在美國以外的國家繼續擴大投資，使得美國的資金大量外流。(丁) 美國政府的國外防務支出，援外贈與及貸款等支出，自停止馬歇爾計劃以來，迄未見減縮，而自越戰擴大後，更大幅度增加。

(2) 黃金風潮與黃金兩價制度：

由於美國國際收支逆差成為長期現象，其他國家中央銀行的外匯準備遞增，不斷累積對美元的請求權，其中若干部分係向美國財政部購買黃金，美國黃金存量劇減。到了一九六〇年，美國對外國的短期美元負債，事實上已超過其黃金存量的總值。國際黃金市場開始憂慮美國可能貶值美元，以增加其存金的價值，倫敦金價便漲至每盎斯四十美元。美國為應付此局面，邀同英、法、意、比、西德、荷蘭、瑞士等國組成黃金中心(gold pool)，自一九六三年起，在倫敦黃金市場於金價漲逾官價時

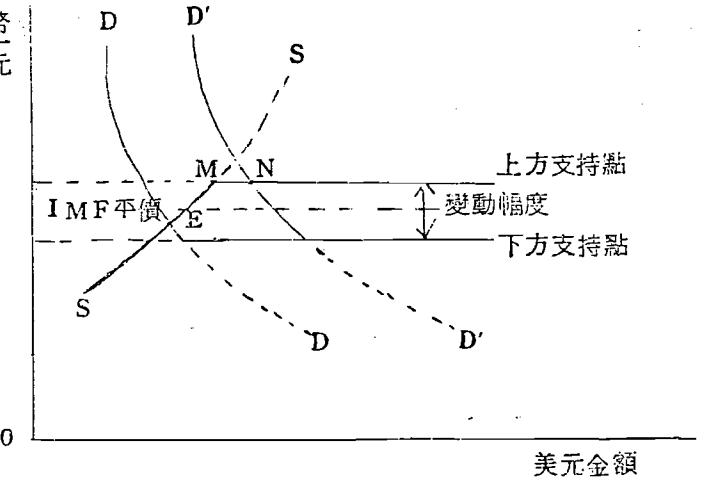
拋售黃金。儘管黃金市場的投機浪潮時常出現，黃金中心的成立却表示美國保衛美元的決心。迨至一九六七下半年，美國因捲入越南戰爭，美元加速外流，國際間對美元充當國際關鍵貨幣的信心動搖。同時，英鎊又在同年十一月貶值了百分之十四·五。由於英鎊係戰後國際貨幣制度中的兩大關鍵貨幣之一，且一向作爲美元的防波堤，其貶值導致對美元價值的猜疑，因而發生把大量美元兌換爲其他強勢貨幣及黃金的行動。自英鎊貶值至一九六八年三月，出現爲期達四個月的黃金大風潮，不但使黃金中心國家的官方貨幣性黃金外流三十億，而且倫敦黃金市場亦關閉了四個月十二天。

一九六八年三月十七日黃金中心七國中央銀行總裁（法國已退出）在華盛頓會議的公報宣佈：第一、黃金中心不再對倫敦及歐洲市場供應黃金；第二、繼續維持政府間黃金交易價格每盎斯三十五美元；第三、自由市場的黃金價格允許自由變動，亦即採取黃金兩價制度（two-tier gold price system）。簡單地說，所謂黃金兩價制度即指黃金有兩種價格，一種限於各國中央銀行間的交易，每盎斯黃金仍維持三十五美元的價格，另一種係自由市場上的民間交易，價格自由決定，未設上下限。於是，黃金兩價制度隔離了各國貨幣性黃金與市場黃金間的流動，容許黃金官價與市價並存。

四、戰後國際貨幣基金制度的三個缺陷

戰後國際貨幣制度，以美元爲最重要的關鍵貨幣。惟如上所述自一九六〇年代以來，美國國際收支情勢繼續惡化，尤其在國際黃金風潮及貨幣危機的衝擊下，其地位漸趨微弱，因而產生許多國際貨幣制度改革的主張。這些主張不外乎針對着其營運上所遭遇的下列三個困難，即〔一〕國際收支失衡的調整問題（adjustment problem），〔二〕國際流動性問題（international liquidity problem），以及〔三〕信心問題（confidence problem）提出對國際貨幣基金制度的批評。

〔一〕國際收支失衡的調整問題：國際收支失衡的調整，主要依賴各國價格與成本的相對變動而達成，其進行方式或者經由黃金及外匯流入而影響國內價格水準，或者經由匯率調整而影響相對物價水準。不過，在固定匯率制度下，各國却放棄憑藉匯率之變動迅速地達成調整失衡的可能性。以管理通貨制度（managed currency system）爲前提，在國際貨幣基金的可調整的釘住匯率制度之下，國際收支的調整機能可示之如圖二一。假定外匯需要曲線DD與供給曲線SS的交點E在匯率允許變動的



IMF制度下的外匯市場

圖二

範圍以內。在點E，外匯供需相等，中央銀行自無介入外匯市場之必要。假定由於輸入的增加，外匯需求曲線由DD往右移至D'D'。結果，匯率將上升至上方支持點，發生MN之國際收支赤字。為維持此一匯率，中央銀行必須出售外匯準備，以彌補外匯供給之不足。假使價格之向下調整具有僵硬性，則外匯準備之減少所招致之貨幣供給額的減少，將導致實質貨幣餘額的減少與利率的上升，進而出總額，生產與所得便減少。於是，輸入減少，貿易收支獲得改善。另一方面，利率的上升亦會透過資本的流入而改善資本收支。這就是，國際貨幣基金制度下之國際收支的自動調節機能。

從圖一與圖二之比較可知，金本位制度與國際貨幣基金制度具有類似的自動調節機能。不過，物價的穩定，高水準的就業，以及經濟的成長係管理通貨制度之下各國經濟政策所追求的最終目標，多數國家均不願遵守自動調節機能所依賴的短絀國家緊縮信用，盈餘國家膨脹信用的調整規律，寧願犧牲國際收支的均衡，維護國內經濟之安定，以致國際收支失衡的調整遭遇困難。

(1) 國際流動性問題：為使國際貿易與收支順利進行，各國必須保持適當的國際貨幣或國際準備資產。在一九七〇年特別提款權 (Special Drawing Rights) 創造以前，國際準備資產係由下列三部分構成：(1) 各國中央銀行所保持的貨幣性黃金；(2) 各國中央銀行所保持的美元與英鎊等具有一般接受性的外匯資產；(3) 各國在國際貨幣基金的基本提款權。其中，貨幣性黃金的增加主要依賴黃金生產國的供給，外匯資產的增加則依賴關鍵貨幣國家的國際收支的逆差。至於基本提款權則取決於國際貨幣基金攤額的增加。在戰後國際貨幣基金制度之下，國際流動性的供應不能保證其足夠應付世界貿易擴張的將來需要。黃金增加率與世界貿易增加率間有很大的差異 (註一)，部分黃金甚至流入非貨幣性用途。因此，國際流動性的增加只有依賴外匯資產的增加，即依賴關鍵貨幣國家的國際收支逆差。事實上關鍵貨幣以美元佔最重要地

位，為使國際流動性增加，即需美國海外負債增加，美元外流。然而美國國際收支長期逆差，美元大量外流，則如上節所述，將招致美元過多的問題。在國際外匯市場上某種貨幣數量增多，易招致對其貨幣價值的懷疑，引起激烈的投機活動。甚至進而喪失其國際關鍵貨幣的資格。

(三)信心問題：所謂信心問題，係表示對任一準備貨幣失去信心，就會招致擠兌的現象，準備貨幣的持有者希望把他們所保持的準備貨幣兌換為黃金或其他強勢貨幣而發生國際貨幣危機。為維持對於準備貨幣的信心，準備貨幣國家的國際收支，不得長期呈現短絀。因為這將招致準備貨幣的過剩供給。相反地，準備貨幣國家的國際收支，長期呈現盈餘，則會招致國際準備金的短缺。這就是一般所謂國際流動性的矛盾 (Liquidity dilemma)。在一九六〇年代，美元過多現象逐漸顯著，各國貨幣當局產生對美元價值有所疑懼，各國貨幣當局紛紛將其美元兌換黃金或其他強勢貨幣，加重國際貨幣危機。

五、國際貨幣基金制度的改革

自從一九五七年美國國際收支產生鉅額赤字以來，戰後國際貨幣基金制度所遭遇的上述三個問題變成極為明顯，因而產生了許多國際貨幣制度改革的主張。一般地說，一九六〇年代的改革重點在於解決長期流動性問題，到了一九七〇年代，國際貨幣改革着重國際收支的調整問題。

〔一〕國際貨幣基金協定條款的第一次修正：

如上所述，第二次世界大戰後的國際貨幣制度，係以國際貨幣基金為中心，基金協定條款於一九四四年制定，以當時唯一仍具有黃金兌換性的美元作為關鍵貨幣，補充世界貨幣性黃金供給的不足，以支持國際貨幣制度。

在一九五〇年代，美國透過軍經援助，海外駐軍及基地支出，長短期資本的外流，以及韓戰時期的戰費支出等途徑，解決了美元短缺，亦即國際流動性問題。因此，在此期間國際貨幣制度的運行頗為順利，渡過了約十五年之久的小康時期。惟進入一九六〇年代之後却日益面臨困難。各主要國家已擁有過多的美元資產，而美國却超越黃金準備之限制而繼續供應美元，無法

停止其國際收支逆差。任一貨幣要充當準備貨幣，自須具備下列兩個條件：(1)該貨幣價值必須十分穩定，(2)其國際收支必須維持逆差。不過，要維護國際貨幣的地位而具備這兩個條件却會遭遇愈來愈大的矛盾。於是，為醫治這些矛盾，乃有(1)恢復國金本位制，(2)提高黃金價格，以及(3)改革國際貨幣基金，加強其融資能力與活動等主張。

一九六九年的基金協定條款第一次修正的目的在於發行特別提款權，以滿足國際流動性的需要。如所週知，國際收支失衡調整的難易與國際流動性的充裕與否有密切關聯。由於基金平價不易調整，一九六〇年代的國際貨幣改革乃着重國際流動性的補充。一九六〇年，屈里芬 (Robert Triffin) 刊行「黃金與美元危機，兌換性的前途」一書，討論全球性國際準備貨幣不足的可能性 (註三)，強調國際流動性不足的危機。一九六三年，國際貨幣基金華盛頓年會，多數國家財政部長決議基金與十國集團分別對國際流動性問題作深入的研究。一九六四年，遂分別提出東京年會報告及十國部長巴黎報告 (註四)。這兩篇報告的共同特點肯定了國際流動性不足的現象，並提出創造新國際準備資產的建議。一九六七年九月的年會通過「國際貨幣基金特別提款權大綱」 («Outline of a Facility on Special Drawing Rights in the IMF»)。一九六八年基金根據「大綱」修改基金協定條款，其修正草案在同年四月十六日及六月二日，分別經基金執行幹事會及基金理事會通過，正式同意創造特別提款權。

特別提款權是國際貨幣基金新創造的特別提款帳戶 (Special Drawing Account) 的帳上信用，與基金傳統業務的一般帳戶 (General Account) 分開。這樣創造的信用便利 (credit facility) 對現有的國際準備資產是半永久性的追加部分，可供長期使用。特別提款權係以共同會計單位表示的一種國際準備資產，原先附有黃金價值的保證，每一單位特別提款權的價值等於純金〇·八八八六七一公克，與一九四四年七月一日的美元等值，亦即每三十五單位特別提款權等於一盎斯黃金。為鼓勵各會員國保有特別提款權，國際貨幣基金對持有特別提款權國家給予適當的利息。惟在分配特別提款權時，基金向接受分配的會員國收取手續費 (註五)。於是，會員國在其分配額內的特別提款權的收入，正與其所支付的特別提款權手續費相互抵銷。超過其分配額者，可享有利息收入；而低於其分配額者，則有手續費淨支出。國際貨幣基金在國際流動性發生不足時即透過分配方式，創造若干數量的特別提款權，以滿足國際流動性需要的增加，避免因國際準備資產不足，而導致世界經濟衰退或停滯。至於在國際流動性過多時，則停止創造，甚至予以取消，來適應國際流動性需要的減少，避免世界性的通貨膨脹危機。在一九

六九年，當國際流動性呈現不足時，國際貨幣基金決定在三年間創造九十五億單位的特別提款權，以補充國際流動性的不足。可是，後來美國國際收支却繼續惡化，逆差擴大，國際流動性發生過剩現象。一九七三年乃暫停特別提款權的創造與分配。

如上節所述，國際貨幣基金制度在其運營上所遭遇的困難有國際收支的調整、國際流動性以及對國際貨幣機能的信心等問題。不過，在這三個問題中，國際收支的調整可以說是最基本的問題。假使這個問題能夠解決，則所謂流動性及信心問題自然會消失。更具體地說，假使一國國際收支能順利調整，就無須保有很多的國際準備，也因而不致於產生國際流動性不足與當前國際貨幣制度的信心問題。然而一九六〇年代的改革措施，正如特別提款權的創造，却集中於流動性問題。因此，當美國國際收支逆差，自一九七〇年的三十九億美元巨幅提高到一九七一年的二百廿億美元時，國際貨幣基金制度的基礎便發生動搖。

二 斯密松寧協議：

一九六〇年代美國國際收支繼續惡化，大量美元外流。儘管美國試圖藉黃金兩價制防止黃金的大量消耗，外國中央銀行仍得向美國財政部以美元兌換黃金，故美國黃金存量劇減。一九七一年美國政府對外國中央銀行短期負債達二五〇億美元而貨幣性黃金只有一〇〇億美元。於是，該年八月十五日美國政府宣佈新經濟政策，停止美元兌換性；同年十二月十國集團財政部部長及中央銀行總裁在華盛頓斯密松寧博物館 (Smithsonian Institution) 舉行會議，達成協定。根據該協定，美國同意將黃金官價提高為每盎斯三八美元，將美元對黃金貶值。至於其他主要國家之通貨，則分別對美元升值，升值幅度在百分之七至百分之十七之間，依加權平均計算美元對各主要通貨約貶值百分之十一。各國雖然繼續採取固定匯率制度，但同意將匯率變動幅度放寬至對美元中心匯率 (central rates) 上下各一·一五%，合計一·五%的範圍內，美元不再兌換黃金。

斯密松寧協議雖然希望由於匯率波動幅度的放寬，而恢復原有的固定匯率精神，然而協定本身是暫時性的，因為其中對於匯率的調整以及國際流動性等問題均不及討論。此一臨時性的制度，勉強維持了一年，一九七三年二月，美元再貶值一%，黃金官價提高為每盎斯四二·一二美元。一個月後，即該年三月，美元匯率即成為管理下的浮動匯率。至此，國際貨幣基金最初協定條款所制定的國際貨幣制度已經名存實亡。

(三) 國際貨幣基金協定條款的第二次修正：

如上所述，第二次大戰以後，自從發生美元問題以來，各國爲國際貨幣改革花費了很多的精力。一九六〇年代的改革重點在於解決長期流動性問題。到了一九七〇年代，國際貨幣改革以調整的問題爲其重點。一九七一年八月美國實施新經濟政策，停止美元的黃金兌換。在國際外匯市場動盪不安的環境中，各主要通貨普遍實施浮動，原來的國際貨幣基金體制，已經名存實亡。至於國際貨幣改革方面，在一九七二年國際貨幣基金組織「國際貨幣制度改革委員會」，至一九七四年結束改革委員會之工作，發表其改革大綱。以此爲基礎，一九七六年一月基金理事會臨時委員會的牙買加會議中達成協定條款的第二次修正協議，同年四月基金理事會通過修正草案。其後分送各會員國，以完成最後立法程序，自一九七八年四月一日起正式生效實施。

基金協定條款第二次修正之內容，主要包括下列各點（註六）

(甲) 較具伸縮性的匯率制度：

(1) 會員國必須力圖採行適當的經濟及金融政策，以促進有秩序的經濟成長，並維持物價的穩定。會員國不得操縱匯率，以規避有效的國際收支調整，或對其他會員國取得不公平的競爭利益。

(2) 除不得以黃金表示其通貨價值外，會員國得自由選擇其匯率制度 (exchange arrangements)。會員國一經決定其匯率制度或嗣後有所變更時，應通知基金並接受基金的監督 (surveillance)。基金應監督並與各會員國諮詢其匯率政策，以保證國際貨幣制度的有效運營。

(3) 如果國際經濟情勢允許，根據特定準則，基金得經大多數票決而採用穩定而可調整，並且調整幅度較大的平價制度。惟會員國得自由決定是否建立其通貨平價。協定修正案生效後，所有舊平價一律終止適用。

(乙) 降低黃金之國際貨幣地位並處分基金本身持有的部分存金：

- (1) 取消黃金官價，會員國得在市場自由買賣黃金。
- (2) 取消黃金作爲平價及特別提款權價值標準的功能。

(3)廢止會員國與基金間以黃金支付的義務。

(4)基金仍須繼續處分五千萬盎司存金，其中二千五百萬盎司按每盎司三十五特別提款權的前官價及攤額比例售還會員國。其餘二千五百萬盎司依市場價格出售。並授權基金得按前官價或市價增售黃金。其按市價出售者，超過前官價之利潤存入「特別支出帳戶」以供基金經常業務及交易之用，或用以協助國際收支有特別困難之發展中國家。

(5)基金應避免管理黃金市場價格或建立其固定價格。

(丙) 變更特別提款權之特徵並擴大其使用範圍：

- (1)特別提款權有關條款之修正，其目的在於促進特別提款權取代黃金與美元而成爲主要準備資產。
- (2)各會員國得彼此協議，自由進行特別提款權交易，不必獲得基金之事先同意。
- (3)基金得隨時檢討特別提款權制度，經七〇%之多數決採行新規則，修改或廢止各項有關規則。
- (4)除在基金與會員國間的若干交易以特別提款權替代黃金外，例如攤額之繳納或償還，基金購入或出售會員國通貨，一般準備金或淨收入之分配等透過基金一般帳戶之業務與交易，擴大特別提款權之適用範圍，並另行擴大特別提款權之新業務。
- (5)基金一般資金帳戶(General Resources Account)中所持有之通貨，應以特別提款權表示其價值。

(丁) 簡化及擴充基金業務及交易方式：

(1)爲調節國際收支所需，會員國得直接或間接向基金購買可自由使用或兌換之其他會員國通貨。信用交易之償還，通常不得超過三至五年。

(2)舊協定中會員國應否履行購回義務之貨幣準備計算公式及支付媒介之決定有關之規定，在新協定中已予刪除。惟新協定

條款中規定，若會員國之國際收支及準備部位獲得改善時，會員國應履行購回其本國通貨義務。

(3)如果本國通貨被其他會員國從基金直接購入或與其購入之其他會員國通貨交換而被持有，則該會員國必須與基金或持有本國通貨之其他會員國合作，使其所持有之本國通貨得與可自由使用之其他會員國通貨相交換。根據新協定之此一規定，基金所保有之通貨均變成可自由使用。

(4) 依照舊協定，基金持有會員國之通貨低於其攤額百分之七十五時，基金對該部分應支付利息。新協定規定此項水準將逐漸提高至百分之二而。

(5) 基金得透過一般部門之「投資帳戶」從事投資，以該項投資收益挹注基金之營業及管理費用。

(戊) 基金可能創設審議委員會

經總投票權八五%之大多數同意，基金理事會得設立一個新的審議委員會，不僅是諮詢機構，而且有決策權利。

國際貨幣基金協定條款第二次修正的主要內容，乃如上述。這是國際貨幣制度改革之一個重要的進展。不過，修正之內容，基本上係追認現況，並非從事基本的改革。當然依據協定條款的第二次修正，特別提款權若能發展為國際貨幣制度的主要準備資產，則國際貨幣基金對國際流動性之長期管理將扮演日益重要之角色。而且國際貨幣基金又可透過監督各國匯率制度之有關規定，對國際收支之調整加強其影響力。

最後，還有一點值得一提的便是，美元做為準備資產之重要性，應反映世界經濟之發展趨勢而逐漸予以降低。國際貨幣基金研擬已久的一個方案，便是設立「替代帳戶 (substitution account)」，接受過剩美元的存款，換取以特別提款權計價之對替代帳戶的債權。因此，設立替代帳戶的目的在於吸收過剩美元，同時藉特別提款權之增加使用，減輕美元承擔國際準備貨幣之負荷，促進國際金融之穩定。

總而言之，國際貨幣制度繼續不斷地在變化。雖然其變化主要反映市場壓力，但某些程度受到官方政策的引導。這些政策應該引導國際貨幣制度的發展，有助於促進國際金融的穩定以及國際貿易與投資的成長（註七）。

以往國際貨幣基金，對我國曾提供良好的諮詢服務，但我國與基金之金融交易，除準備部門 (reserve tranche) 以外，並無其他往來。我國經濟之穩定成長，端賴本身之努力。我國於今年四月退出國際貨幣基金後，儘管減少一個融通國際收支短期失衡之途徑，財金政策與產業結構只要能適時調整，自可避免國際收支發生嚴重失衡之情況。不過，對國際貨幣改革之發展及國際貨幣基金之活動，仍應加以密切的注意，隨時作適當的因應。

儘管國際貨幣基金協定條款已第二次修正，當前的國際貨幣制度仍以美元為最重要的關鍵貨幣。美元是最常用的國際價值標準，廣泛使用於貿易及其他國際交易的結算上；各國準備資產的絕大部分係以美元保持，為各國用於干預外匯市場的工具。因此，有關國際貨幣制度及國際金融情勢的討論，最主要的問題便是美元匯率的動向與美國的對策。世界經濟的穩定成長需要健全的國際貨幣制度，而穩定的美元是健全國際貨幣制度的必要條件。

一九七七年國際外匯市場行情發生幅度相當大的變動。由於美國經常收支出現二〇二億美元的鉅額逆差，美元地位日形削弱。一九七七年十二月與一九六六年同月比較，以貿易值加權計算的有效匯率指數，美元貶值一〇·三%，日圓升值一二·八%，瑞士法郎升值一三·一%，西德馬克升值七·〇%，英鎊升值五·九%（註八）。

進入一九七八年以來，美元對日圓、瑞士法郎、西德馬克及法郎等主要通貨之匯價，續呈跌勢，其中尤以對日圓貶值幅度為最大。十月十五日美國國會通過能源法案及同月廿八日美國總統宣佈反通貨膨脹方案後，美元對主要通貨之匯價仍續大幅下跌。瑞士中央銀行於十月一日宣佈之抑制瑞士法郎過份升值的措施，西德馬克於十月十六日對聯合浮動的其他會員國通貨升值，及各國中央銀行的干預均不能遏止美元之跌勢，顯示一般對美元普遍喪失信心。歐洲貨幣制度的構想亦構成美元匯價大幅下跌之另一原因。因為一般認為美國反通貨膨脹方案不能收效。歐洲貨幣制度的順利的運行需要德國馬克相對於英鎊、法郎、里拉等其他通貨升值。於是，投機資金集中於德國馬克，導致馬克的升值與美元的貶值。

(一) 美元匯率趨跌的三個主要原因：

在這一段期間美元匯率趨跌的主要原因，計有下列幾點（註九）：(1)一九七七年美國石油輸入價款約值四四二億美元。一九七八年石油輸入價款為四一六億美元。如果對石油進口不實施有效的限制，則原油進口價款將會構成美國貿易收支上的一個重大負擔。(2)美國經濟從一九七四年至七五年的景氣蕭條領先其他國家而快速復甦，以致產生循環性的經常賬赤字（the current account deficit of a cyclical character）。美國與其貿易夥伴之間的經濟成長率之差異，是美國貿易收支產生鉅額赤字的一個主要原因。在這意義上，美國經濟因其自身的成功反而遭遇困難。任何一個國家如果相對於其他國家而選擇較低的失業率與較高的通貨膨脹率，則勢必導致經常收支的赤字。(3)除了原油進口價款以及循環性的經常賬赤字以外，美國貿易收支逆差日

趨擴大，似乎反映美國商品對外競爭能力的低落。為避免匯率變動所招致的計算上的誤差，就輸出數量的變動而言，在一九七五至七八的三年期間，美國輸出數量增加了二二%，西德輸出數量增加了廿一%，日本輸出數量增加了卅一%。美國國內市場的擴張對其他工業國家的輸出增加雖然有所貢獻（註十），但上述資料明白地顯示，美國輸出增加率之落後於其他工業國家輸出增加率，並不能完全藉循環性因素加以說明。除了價格因素以外，更基本的問題在於美國公司的經理人員通常認為輸出業務只是邊際性的（Exports are marginal business.）。就主要工業國家間的貿易構造加以觀察，電氣機械、運輸設備、與精密機械等商品所佔比重不斷在提高。商標、品質管理、售後服務、技術能力等非價格競爭能力，對這些商品的貿易佔極重要的地位。而且就一九七三至七七年平均言，美國個人儲蓄年率僅達六·七%，遠低於英國之一四·一%，西德之一五·一%，法國之一七·三%，以及日本之廿四·九%。低儲蓄率限制了投資的擴張。而且民間企業過份着重短期之業績，偏向於回收期間較短之投資，延緩風險較大之新投資，盛行既存企業之收買合併。國會與政府又以法令對輸出的拓展加以許多限制。美國政府有時為國內物價的安定而阻止農產品出口，有時因政治理由而限制出口；反獨占法案不允許苦于美國公司對國外重要計劃聯合投標；美國政府又曾建議廢止對多國籍公司國外業務的減稅優待。美國並非出口導向的國家（註十一）。根據苦于指標，表一明白地指出美國在世界經濟中漸次喪失其優勢的地位。

〔二〕美國政府態度的轉變及其因應措施..

對美元匯率的貶低，一般認為美國政府基於下列理由原先採取「等閒視之」（benign neglect）」的態度。（1）美國經濟對外依存程度低於其他主要工業國家，（2）美元一旦被低估，在國際外匯市場上自然會回升，（3）匯率水準及其動向決定於更基本的經濟與金融因素。市場干涉不但無實效，而且會蒙受鉅額的匯兌損失。不過，國內外情勢的演變迫使美國政府不得不注意美元匯價大幅貶低所招致的種種嚴重的問題。（1）美元貶值將導致國內通貨膨脹。過去的經驗顯示，貶值的影響超越對外貿易部門。而且對外貿易佔美國國民生產毛額的比率已經由一九七一年的六%上升為一九七八年的一七·七%，美國經濟的開放程度逐漸提高。美元匯率的貶低，一面提高美國的進口成本，另一面汽車與鋼鐵等製造業，當與其相競爭的進口品價格提高後，通常隨之上調整其國內售價。假使匯率的貶低，導致國內物價上漲的惡性循環，則匯率變動的調整效果將會受到很大的限制。匯率的

表一、在世界經濟中美國所佔地位

	美 國	美 國 以 外 之 最 大 國 家
GNP佔全世界GNP之百分比	一九五〇 一九五二 一九七九 一九六五 一九七八 一九七九 一九八〇 一九七四 一九八〇 一九七九	三六 一三 一四七 一一〇 二七五 一、四一 一〇三 一、〇〇七 一、〇〇〇 約
金 匯 準 備 (億美元)	英 國 日 本 西 西 德 德 西 日 本 本 約 一、八〇〇 一、八〇〇 九、二四七	五 一〇 五三六 一七九 一、四二〇 九三 一一〇 六六〇 一、〇〇〇 一、〇〇〇 蘇 聯 沙烏地阿拉伯
輸 出 額 (億美元)	英 國 日 本 西 西 德 德 西 日 本 本 約 一、八〇〇 一、八〇〇 九、二四七	一〇 一一〇 五三六 一七九 一、四二〇 九三 一一〇 六六〇 一、〇〇〇 一、〇〇〇 九、二四七
鋼 鐵 產 量 (百萬噸)	英 國 日 本 西 西 德 德 西 日 本 本 約 一、八〇〇 一、八〇〇 九、二四七	一〇 一一〇 五三六 一七九 一、四二〇 九三 一一〇 六六〇 一、〇〇〇 一、〇〇〇 九、二四七
汽 車 產 量 (萬部)	英 國 日 本 西 西 德 德 西 日 本 本 約 一、八〇〇 一、八〇〇 九、二四七	一〇 一一〇 五三六 一七九 一、四二〇 九三 一一〇 六六〇 一、〇〇〇 一、〇〇〇 九、二四七
石 油 生 產 (千桶／日)	英 國 日 本 西 西 德 德 西 日 本 本 約 一、八〇〇 一、八〇〇 九、二四七	一〇 一一〇 五三六 一七九 一、四二〇 九三 一一〇 六六〇 一、〇〇〇 一、〇〇〇 九、二四七

資料來源：根據美國總統報告及聯合國統計資料編製。轉引自日本經濟新聞（一九八〇年五月三日），二頁。

貶低，在短期間又可能招致J曲線效果（J-curve effect）。理論上，美元貶值對美國輸出有利，輸入不利，貿易收支將改善。不過，在短期間內，由於匯率的貶低，輸入價格上升，輸入量却未必減少，反而招致輸入金額的增加。至於在輸出方面，由於契約或管理價格等影響，在短期間內美元輸出價格可能維持不變，輸出數量也不會立即增加，以強勢貨幣折算的輸出金額反而會減少。匯率貶低的調整效果必須經過一段時間落後才能生效，在短期間內貿易收支甚至反而會惡化，稱之為J曲線效果（註十一）。(2)原油價格將由於美元貶值而向上調整。石油漲價將會影響美國國際收支的赤字與國內物價的穩定。(3)作為準備貨幣，美元匯率必須維持穩定。否則，政府與民間投資者對美元一旦失去信心，則會拋棄美元而以其他強勢貨幣資產替代，導致國際外匯市場的紊亂。做為最常用的國際價值標準，美元匯價的變動，將會增加經濟計算之困難，影響企業與一般家庭的投資

與消費行為，企業家喪失信心，投資意願低落，妨礙投資計劃，延緩世界景氣的全面復甦。

由上面分析可知，不管從美國本身的利益或對世界經濟的影響加以衡量，美國政府應該維護美元幣值的穩定。美元之將來動向依存於循環因素，美國商品輸出競爭能力的消長，以及美國政府所採取的保衛美元的政策。首先就循環因素而言，假使美國經濟活動的成長速度較其他國家緩慢，則美元將升值。相反地，假使美國經濟活動較為旺盛，則美元將貶值。從世界經濟的觀點看來，不管採取機關車理論 (*locomotive theory*) 抑或護衛船隊理論 (*convoy theory*) 的立場，主要工業國家應避免保護主義措施，彼此合作以維持相對穩定的國內物價上漲率，並縮短國際收支失衡之差距，由此而帶動世界經濟的持續擴張，維護國際貨幣制度的穩定。一九七九年一月一日創立區域性的歐洲貨幣制度（註十三），正是反映歐洲各國為維護區域內通貨價值的穩定，避免美元匯價激烈變動的衝擊所作的一種努力。其次為拓展輸出，一九七八年九月間美國政府發表了促進輸出的苦干政策措施，提供輸出業者融資保證及商情等多方面的直接協助，放寬輸出限制，並與各國洽商擴大限制政府補貼出口的範圍。最後就美國政府對外匯市場的態度而言，一九七八年三月間，美國與西德達成協議，增加貨幣交換金額並動用特別提款權購買馬克。十一月十日美國總統所宣佈的維護美元的緊急對策，更是改變以往「等閒視之」的態度，建立大規模干預外匯市場的制度，並進一步強化金融緊縮措施。就國際外匯市場對策言，美國政府向國際貨幣基金提款，出售特別提款權，增加與西德、日本與瑞士的貨幣交換金額，發行外幣債券，以籌措三百億美元的干預資金，並自十二月份起每月至少出售一百五十萬盎司黃金。同時，為進一步緊縮信用，將聯邦準備銀行貼現率由原先八・五%調整為九・五%，並提高存款準備率。

維護美元的緊急對策收到預期的短期效果。一直到一九七九年六月，美國聯邦準備銀行及其他主要國家中央銀行積極干預外匯市場。而且伊朗政變後，美國對原油進口的依賴程度低於其他工業國家。這個安全保障上的優越地位，抵銷了經常賬赤字以及國內通貨膨脹之加速進行等不利因素，美元匯價回升。不過，到了一九七九年下半年，歐美利率差距縮小，美國通貨膨脹率快速上升，美元兌主要歐洲貨幣之匯價回跌，尤其在九月中旬至下旬急劇下降。於是，在十月六日聯邦準備銀行進一步加強了信用的緊縮，提高重貼現率為一二%，對大額可轉讓定期存單及歐洲美元借入款的增加額加收八%之準備金。同時，公開市場之日常操作，重視銀行準備金之管理，容許聯邦資金利率較大幅度的短期變動。

儘管油價、金銀及其他原料價格急激上升，在一九七九年十月以後，美元匯價大致保持穩定而略為回升。不過，受到伊朗、阿富汗等國際政治情勢急速變化等影響，一九七九年年底以來，外匯市場呈現不穩的情勢，美元匯價又回跌。一九七九年十一月至一九八〇年元月間的金價波動更是前所未見，曾高漲到每盎斯八五〇美元。

一九七九年第四季，消費者物價指數較上年同期上升一三一·七%，一九八〇年第一季上升一八·一%。消費者物價上升的主要原因，一般都認為是能源價格及抵押放款利率之急激上升。不過，更根本的原因是，美國民間部門勞動生產力的上升速度大幅度下降。一九七九年與一九七八年比較，勞動生產力甚至下降二%。面對能源價格的急激上升，美國企業以相對便宜的勞動加以替代。於是，在非農業企業部門，單位勞動成本 (unit labor cost) 在一九七九年第四季上升一一·三%，一九八〇年第一季上升九·九%。在長期通貨膨脹的環境下，生產效率的低落是無法避免的現象。而且生產效率的低落所導致的成本的提高，企業家得以較高的銷售價格轉嫁給消費者。除此而外，美國金融制度又發生了一些創新，提高貨幣流通速度。舉例來講，一九七八年十一月以來，美國相繼創造了一些新的貨幣性資產，例如自動轉賬儲蓄賬戶 (automatic transfer from savings accounts)、NOW 賬戶 (negotiable order of withdrawal accounts，即付息支票存款)，貨幣市場證書 (money market certificates)，以及貨幣市場投資信託資金 (money market mutual fund) 等。商業銀行間的隔夜購回協定亦非常發達 (註十四)。這些金融制度上的創新導致 M_1 流通速度的上升。雖然表面上 M_1 增加率不算太高，但流通速度的提高却招致過多的流動性，加強通貨膨脹壓力。

由此可知，在美國輸入型膨脹與國內自行製造的膨脹壓力結合在一起，構成嚴重的經濟問題。儘管美國經濟已經從戰後最長的擴張期間進入衰退局面，本年三月十四日美國總統宣佈了新的反通貨膨脹措施。其主要內容包括：(1)削減聯邦財政支出，以達到一九八一會計年度預算的平衡，甚至呈現少許的剩餘。(2)加強能源節約，對進口原油每桶增收四·六二美元的進口稅。(3)加強信用管制。聯邦準備銀行理事會所採取的配合措施主要包括：(1)實施雙重貼現率，即重貼現率維持在一三%，但對於全美二七〇家存款在五億美元以上的商業銀行，如其連續一週以上，或在一季中合計有四週以上向聯邦準備銀行重貼現，則徵收三%的附加利率。(2)抑制銀行放款增加率在六~九%的範圍內，(a)限制汽車及住宅以外的消費者信用，以三月十四

日為基準，貸出機構應就其增加的消費者信用（包括信用卡及支票透支信用）餘額提存一五%的特別準備金；(b) 規定貨幣市場投資信託資金的增加額亦提存一五%的特別準備金；(c) 提高會員銀行存款準備金比率，對運用債務 (managed liabilities) 一億美金以上的非會員銀行及在美外國銀行亦課以提存準備金的義務。除此而外，美國總統亦加強工資與物價之指導準則，並且為促進生產力、儲蓄率、研究發展投資而採取中長期獎勵措施，以改善經濟結構。

卡特所宣佈的財政政策，無法期待抑制通貨膨脹的短期效果。相反地，為達成預算平衡而課徵汽油稅，却立即引起消費者物價指數上升〇·五%左右。不過，對於聯邦準備銀行進一步緊縮信用，美國國內的短期利率與歐洲美元利率却有敏感的反應，引發短暫的國際利率戰爭。因為美元匯價之上升迫使其他國家輸入通貨膨脹，所以為防止本國貨幣對外匯價的繼續下跌，勢必向上調整利率，以促進資本的流入。美國銀行基本利率與歐洲美元利率於四月初創下年息廿%之空前高峰，美元匯價亦急激上升。惟三月份景氣指標顯示景氣衰退的明顯跡象，在四月中旬以後美國銀行基本利率開始回降。五月六日聯邦準備銀行廢止了懲罰性的三%附加重貼現率的規定。由於短期利率急激下落，歐美利率差距縮小，美元匯價亦大幅度下落。今後景氣的衰退是否會緩和物價上漲趨勢，國內利率水準與防衛美元的政策目標如何調整，都是目前聯邦準備銀行所面對的難於找出確切答案的問題。

長期看來，反通貨膨脹與維護美元的基本政策，應該在於促進生產力的提高。除了需要面的管理以外，今後更應注重供給面的管理，透過適當的獎勵措施，以促進資本的累積與生產力的提高。假使經濟進入衰退局面而採取消極的保護貿易措施，則經濟資源勢必發生浪費，延緩經濟結構的調整，招致經濟效率的低落，從呆滯膨脹的局面要走向經濟的穩定成長必定變成更為困難。

七、我國因應當前國際貨幣情勢所應採取的貨幣政策

面對國際金融情勢的鉅大變動，我國因應措施應設法緩和美元匯率及美國經濟情勢之變動對我國經濟可能招致的不良影響。年來我國最主要的美、日兩個貿易往來國家匯率大幅度變動，新臺幣匯率釘住美元已不能配合國內經濟政策目標的達成。適

當的匯率政策的選擇，對國內與國際經濟政策之有效推行具有重大的意義。而且如上所述，國際貨幣基金協定條款第二次修正案，自一九七八年四月起生效，會員國得自由選擇其匯率制度。因此，為保持我國經濟之穩定成長，行政院乃於七月十日宣佈新臺幣匯率不再釘住美元而改採機動匯率制度，籌建外匯市場，以期匯率順應市場供需情勢而隨時作溫和的調整，發揮國際收支的調節機能，提高金融財政政策的自主性，更有效地控制貨幣供給額。

(一) 採行機動匯率制度，建立外匯市場：

新臺幣匯率不再釘住美元，係指我國對外匯率不再與美元維持長期固定的關係。過去新臺幣匯率一直釘住美元，係因美國是我國最主要的貿易夥伴，同時對外貿易大部分係以美元為計價單位，故制度上較為單純，亦可減少廠商計算其成本收益的風險。惟這種制度却有下列兩個缺點：第一、在釘住美元制度下，新臺幣匯率僅反映美國對外收支情況的變動，並不反映我國本身對外收支情況的實際演變。中、美兩國影響均衡匯率的因素未必有密切的關聯。第二、新臺幣匯率釘住美元，致使匯率完全由外在因素決定，透過對外貿易，國內經濟容易遭受不可預期的國外通貨膨脹或通貨緊縮的衝擊，阻碍國內經濟政策目標的達成。

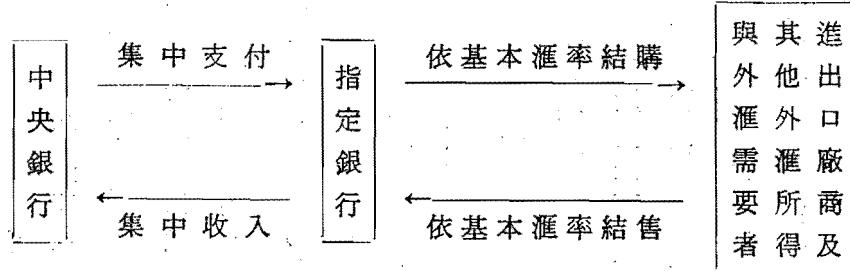
在釘住美元的固定匯率制度下，匯率係作間歇而跳躍性的調整。以往匯率的調整必須經由財政部會同中央銀行，報經行政院核定，每一次調整，往往經過很長的期間，而且一旦調整，其變動幅度甚大，對進出口廠商之影響亦較深遠。在機動匯率制度下，匯率係作連續輕微的變動，在短期內不致發生劇烈的變動。在國內外經濟金融穩定的情況下，機動匯率可以穩定而不變動。在國內外經濟金融紊亂情況下，固定匯率亦可由政府隨時予以向上或向下調整。

改採機動匯率制度，建立外匯市場，將促使匯率順應市場供需情勢隨時作溫和的調整，發揮國際收支的調節機能。為協助廠商因應新的匯率制度，減輕匯率變動的風險，中央銀行自一九七八年八月十一日起開辦美元期貨買賣業務，以期更能適應廠商需要，使進出口廠商容易計算其成本與利潤。

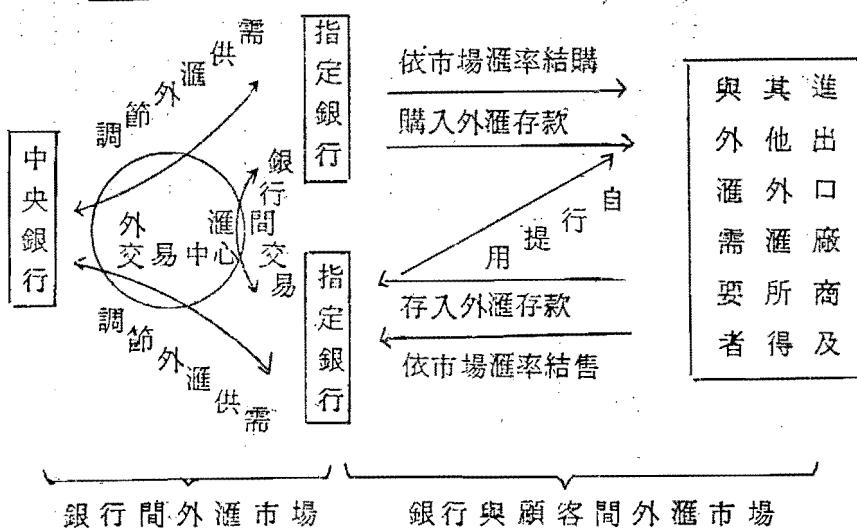
原先外匯集中收付及外匯市場交易之主要差異，可圖示如下：

我國原先採行外匯集中收付制度，各項外匯所得應悉數透過指定銀行結售中央銀行，各項外匯支付均應透過指定銀行向外匯市場買賣。外匯存款分活期與定期兩種，對定期存款戶支付適當利率，以鼓勵外匯所得人以定期存款方式持有外匯。外匯不再由中央銀行集中收付。

外匯之集中收付



外匯市場之交易



外匯市場分「銀行與顧客間市場」及「銀行間市場」兩種。銀行與顧客間市場處理指定銀行依市場匯率對顧客買賣外匯之交易。銀行間市場處理指定銀行相互間及中央銀行與指定銀行間新臺幣與外匯之兌換交易。

中央銀行指定臺灣銀行、中國商銀、第一銀行、華南銀行及彰化銀行共同設置外匯交易中心。交易中心設執行小組，由五銀行各指派代表一人會同組成，於每營業日以前集會，參照外匯供需情況，逐日商訂銀行與顧客間之當日即期美元交易之買賣匯率。每一營業日匯率之調整，以不超過前一營業日買賣匯率中價上下一%為限。交易中心並擔任指定銀行間買賣外匯之中介，彙總辦理指定銀行間外匯買賣交割，會商外匯交易各項手續並決定銀行對顧客出口押滙利息的收取標準等事宜。為調節外匯供需及國內金融，中央銀行於必要時在外匯市場買入或賣出外匯，以避免匯率之過度波動。

各指定銀行外匯累積額度，由中央銀行外匯局訂定。指定銀行之持有外匯，除供國內外匯交易調度之用以外，尚得供承辦買方遠期信用狀及購料貸款等之用。

建立外匯市場，改採機動匯率制度係我國金融發展史上的新紀元。儘管外匯市場之初期發展階段仍由政府予以適當的管理與輔導，我國謹慎地踏出外匯自由化之第一步，其主要目的在於以市場替代政府的管理。自由化的發展策略將會排除廠商對政府的過度依賴，促使廠商更謹慎地計算成本與收益，有助於輸出結構之改進，並允許貨幣當局採取較為獨立有效的政策，以擔負起維護幣值的對內與對外的責任。

現行外匯操作辦法，須如改進之處尚多。例如目前指定銀行間外匯交易均由各銀行間自覓對象，不但費時，且成交價格不能確切反映外匯市場之供需情況，各銀行僅將交易金額與匯率事後具報外匯交易中心，彙總統計，外匯交易中心並未充分發揮外匯交易之中介功能。為充分發揮外匯交易之中介功能，外匯交易中心宜制定「外匯交易規則」，要求銀行間所有外匯交易必須經過外匯交易中心辦理，以期銀行間外匯買賣匯率更能反應外匯之供需而隨時調整。其次，目前指定銀行對其當日買賣外匯交易結算後之淨買超或賣超，如由中央銀行買入或出售，均予減碼新臺幣一分之處罰。事實上，依照規定，外匯指定銀行所保持之外匯，若超過中央銀行所允許之累積持有外匯買超額度，而且確無法經外匯交易中心之中介出售其持有外匯時，中央銀行宜至少按成本購入超過買超額度而持有之外匯，不予減碼處罰。同時，為提高銀行保持外匯之興趣，在不超過中央銀行所允許

之累積持有外匯買超額度的範圍內，各銀行買超部位，似可考慮計入各銀行之流動準備。最後，即期美元匯率之議訂，除了外匯供需之變動情形以外，對國內經濟情勢及出口廠商之對外競爭能力等因素，應予適當的考慮。遠期外匯匯率亦除了利率平價以外，對預期因素應予適當的考慮。外匯交易中心宜設計一套公式，以爲即期與遠期匯率調整之客觀依據。

雖然匯率並非對外收支變動的唯一決定因素，匯率調整對貿易收支的影響又需要經過一段時間的落後，但與其他適當的政策相配合，匯率的調整却會發揮調節外匯供需及緩和外來衝擊的功能。^(註十五)在當前經濟環境下，爲避免國外通貨膨脹波及國內，自須升高對外匯價。不過，升值雖有降低進口成本的作用，但出口競爭能力却會受到不良的影響。因此，對貿易依存程度特高的我國來講，不能輕易升高對外匯價。今年三、四兩月貿易收支呈現逆差後，更是如此。國際油價與初級原料價格的上漲，我們祇有接受它，儘速把成本的增加反映到有關物品價格上面。任何延誤國內價格合理調整的努力，徒勞無功，而且會導致資源之浪費。我國民間消費性能源僅佔國內能源消費之百分之二十左右。產業用能源消費之比重高，正是表示各產業有很大的餘地從事節約能源之努力，以價制量之政策容易發揮其預期效果。相反地，如同美國，民間消費性能源所佔比重高，則除非一般民衆願意付出生活水準下降的代價，不易節約能源。

二 貨幣政策與其他政策措施的有效配合

雖然進口價格上漲所引起的成本膨脹的壓力，有絕大部分並非國內財金措施所能抵消，但政府必須採取適當政策，以避免國內自行製造的通貨膨脹 (home-made inflation) 與輸入型通貨膨脹 (imported inflation) 相結合，演變成惡性通貨膨脹。通貨膨脹在根本上係一種貨幣現象。貨幣當局應適當控制貨幣供給額的增加率，以維持相對穩定的物價水準與出口競爭能力，促進經濟在穩定中繼續成長。所謂適當的貨幣供給額的增加率，視貨幣需要的相對情況而定。假使實質所得的成長率高，則貨幣需要的增加率亦要提高。相反地，實質所得成長率下降，則貨幣需要的增加率亦會降低。

表二以十年移動平均推算實質國民生產毛額成長率的趨勢值，由此而與貨幣供給額增加率相比較，計算貨幣供給額供給的比率。一般來講，假使某一年貨幣超額供給的比率超過物價上漲率很大，則第二年之物價有加速上漲的趨向。因此，一九七三、七四及七九等三年物價的快速上漲，不能完全以輸入型通貨膨脹加以說明。一九七一、七三及七八年貨幣供給額增加率未能

表二 貨幣供給額增加率與物價上漲率

年	M_1 增加率(1) (%)	實質 GNP 成長率趨勢值 (十年移動平均)(2)	M_1 超額供給之比率(3) (1) - (2)	GNP 平減指數上升率(4)
一九六二	六·九	七·五	一·三·四	二·二
一九六三	二〇·九	七·八	一·七·七	三·四
一九六四	二五·五	八·一	一·七	四·二
一九六五	六·四	八·四	二·八	○·七
一九六六	一九·七	九·〇	三·三	二·二
一九六七	一九·八	九·二	一·三	一·一
一九六八	一九·六	九·六	一·七	一·一
一九六九	一九·七	九·二	一·七	一·一
一九七〇	一一·三	九·六	一·七	一·一
一九七一	一二·一	九·七	一·七	一·一
一九七二	一二·一	九·七	一·七	一·一
一九七三	一·一·三	九·六	一·七	一·一
一九七四	二四·八	八·四	一·七	一·一
一九七五	三七·九	八·四	一·七	一·一
一九七六	四九·三	八·四	一·七	一·一
一九七七	二六·九	八·四	一·七	一·一
一九七八	三四·一	八·四	一·七	一·一
一九七九	二九·一	九·八	一·七	一·一
七·〇	三三·一	九·三	一·七	一·一
七·一	二九·一	九·七	一·七	一·一
一〇·一	一〇·二	九·七	一·七	一·一
一·一	一〇·〇	九·八	一·七	一·一
一·二	一〇·二	九·三	一·七	一·一
一·三	一·三·三	九·三	一·七	一·一
一·四	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·五	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·六	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·七	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·八	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·九	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·〇	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·一	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·二	一·三·九	九·四	一·七	一·一
一·三	一·三·九	九·四	一·七	一·一

資料來源：中央銀行經濟研究處，中華民國臺灣地區金融統計月報，行政院主計處，中華民國國民所得。

適當地加以控制，係這三年物價快速上漲的主要原因。依此推論，一九七九年及早採取緊縮措施，貨幣供給額增加率大幅度下降，貨幣超額供給的比率甚至變成負數，應該有助於緩和今年國內通貨膨脹壓力。

中央銀行調節金融，除了傳統的利率政策以外，已開始着重公開市場操作。今年三月一日成立貼現窗口，四月一日復成立銀行同業拆放中心，金融制度益趨健全。中央銀行今後努力的一個主要工作便是，加強貨幣變動的計量分析，以便及時採取適當的管理工具，設法緩和主要金融變數的短期變動，一面避免貨幣供給額的快速增加所可能加諸物價的壓力，另一面亦不可過度緊縮信用而妨礙對正常用途之資金需要提供融資，以兼顧穩定與成長。尤其為有效管理貨幣供給額，以達到經濟的穩定，一面必須健全外匯市場，以期匯率順應市場供需情勢而隨時作溫和的調整，發揮國際收支的調節機能，提高貨幣政策的自主性，另一方面利率必須具有市場機能而自由變動，以影響資金成本或資產價格，進而導致投資與消費行為的必要調整。如果政府要有效地控制貨幣供給額，則不能同時控制其價格。我國應逐步克服制度上的困難，先從放款利率幅度之擴大或可轉讓定期存單利率之自由化着手，以期存放款利率更具彈性，促進合理的利率結構的形成。利率水準的自由化，不但將資金加以更有效的分配，並且使貨幣管理有效地達成預期效果（註十六）。

由上面分析可知，貨幣供給額的有效管理係最重要的反通貨膨脹對策。不過，今後原油進口價格假使持續上升，則貨幣政策的穩定效果將會受到很大的限制。原油價格的上升將引起總供給曲線往左上方移動。假使為維持物價的穩定而緊縮信用，則總需要曲線將往左下方移動，至少在短期間內無法避免生產的萎縮與失業的增加。因此，長期看來，更基本的措施便是節約能源，促進資本累積，以提高生產力，儘量抑制總供給曲線往左上移動的幅度。

八、結語

本文檢討國際貨幣制度改革之演變過程，分析其背景，目的與業務內容，回顧並展望美元之動向，最後檢討我國因應國際金融情勢鉅大變動所需採行之貨幣政策措施。本文主要結論可摘述如下：

(1) 國際貨幣基金制度與金本位制度具有類似的自動調節機能。不過，物價的穩定，高水準的就業以及經濟的成長係管理通貨制度之下各國經濟政策所追求的最終目標，多數國家均不願遵守自動調節機能所依賴的逆差國家緊縮信用，順差國家膨脹信用的調整規律，寧願犧牲國際收支的均衡，維持國內經濟之安定，以致發生國際收支失衡不易調整的問題。而且從戰後美元的

短缺，國際流動性過少轉而發生美國國際收支長期逆差，美元大量外流，招致國際流動性過多的問題。在國際外匯市場上美元增加過多，又導致對其貨幣價值的懷疑，發生所謂信心問題。

(2)因為戰後國際貨幣基金制度遭遇上述三個問題，所以產生了國際貨幣制度改革的許多主張。而且一九七三年以後，各主要國家普遍地實施浮動匯率制度。原先國際貨幣基金所依據的固定匯率制度，已經名存實亡。一般來講，一九六〇年代的改革重點在於解決長期流動性的問題。一九六九年基金協定條款第一次修正的目的，即在於發行特別提款權，以滿足國際流動性的需要。到了一九七〇年代，國際貨幣改革着重國際收支的調整問題。一九七八年基金協定條款第二次修正的目的，在於建立較具伸縮性的匯率制度，並擴大特別提款權的使用範圍。依據協定條款的第二次修正，特別提款權若能發展為國際貨幣制度的主要準備資產，則國際貨幣基金對國際流動性的長期管理，將扮演日益重要的角色。而且國際貨幣基金又可透過監督各國匯率制度的有關規定，對國際收支的調整加強其影響力。

(3)儘管國際貨幣基金協定條款已第二次修正，當前的國際貨幣制度仍以美元為最重要的關鍵貨幣。有關國際貨幣制度及國際金融情勢的討論，最主要的問題便是美元匯率的動向與美國的對策。美元之將來動向依存於循環因素，美國商品輸出能力的消長，以及美國政府所採取的保衛美元的政策。最近幾年在美國，輸入型通貨膨脹與國內自行製造的膨脹壓力結合在一起，構成嚴重的經濟問題。除了採行緊縮性財金政策外，反通貨膨脹與保衛美元的基本政策應該促進資本的累積與生產力的提高。

(4)面對國際金融情勢的鉅大變動，我國政府必須採取適當的政策，以避免國內自行製造的通貨膨脹與輸入型通貨膨脹相結合，演變成惡性通貨膨脹。通貨膨脹在根本上係一種貨幣現象。一般來講，假使某一年貨幣超額供給的比率超過物價上漲率很大，則第二年的物價有加速上漲的趨勢。因此，中央銀行應及時採取適當的管理工具，設法緩和主要金融變數的短期變動，一面避免貨幣供給額的快速增加所可能加諸物價的壓力，另一面亦不可過度緊縮信用而妨礙對正常用途的資金需要提供必要的融資，以兼顧穩定與成長。不過，今後原油進口價格假使持續上升，則貨幣政策的穩定效果將會受到很大的限制。長期看來，更基本的對策便是節約能源，促進資本累積，以提高生產力，儘量抑制總供給曲線往左上移動的幅度。

註 1.. J. E. Meade, *The Balance of Payments* (London: Oxford University Press, 1951), p. 178.

註 11.. 貨幣性黃金的每年增加率大約爲百分之五，但國際流動性

變動的增加率却大約爲百分之三。

註 111.. R. Triffin, *Gold and Dollar Crisis: The Future of Convertibility* (New Haven: Yale University Press, 1961).

註 因一東原年會報告係一九四四年東原年會的基金年報第三章及第四

章，請參看 IMF, 1964 Annual Report, pp. 25-39。十國

詒即已察報告係 *Ministerial Statement of the Group*

of Ten and Annex Prepared by Deputies (Paris,

1964)。

註 111.. 一九七四年六月十一日，貨幣機構新國際貨幣制度大綱定於十一

國財政部長會議，原則上接受以特別提款權取代黃金作為國際

價值的基本單位。因此，特別提款權不再以黃金表示其價值，

而以六國通貨的加權平均價值為根據，其中美元的權數爲百分之

之二。此外，在同一會議中決定特別提款權的利率為年息百分之五，且隨其他利率之變動而變動。

註 1.. IMF Survey (April 3, 1978); IMF, *Proposed Second Amendment to the Articles of Agreement* (March

1976).

註 2.. H. C. Wallich, "Exchange Rates, Inflation and the Dollar," *Economic Impact*, No. 30 (1980), p. 40.

註 3.. Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets* (Dec. 1977), p. 2, Table 1.

註 4.. H. C. Wallich, "Reflection on the U. S. Balance of Payments," *Challenge* (March/April 1978), pp. 56-59;

EMB (Ltd.), Research Economists, "The Deterioration in the U. S. Payments Position," Report No. 78/7

(April 10, 1978).

註 5.. 德國美聯由占其總面額低於七%，但日本美聯由貢佔其總面額低於三%。

註 6.. "The Reluctant Exporter," *Business Week* (April 10, 1978), pp. 54-56.

註 7.. "The Case for Stronger Dollar," *Business Week* (Oct. 2, 1978), pp. 98-9.

註 8.. 歐洲貨幣制度由下列三部分構成，第一，對內採取固定匯率，限制各國通貨匯率的波動幅度，對外聯合浮動。第二，發行歐洲通貨單位。第三，成立歐洲貨幣基金，提供短期融資，並對外匯市場進行干預。歐洲貨幣制度之成功，依存於下列三個

條件。第一，各國政策應予適當地協調，以避國際收支呈現太大的失衡，並縮小各國通貨膨脹率與經濟成長率的差異。第二，各國經濟應加強更密切的相互依存關係，追求同樣的經濟政策目標。第三，匯率制度不可過份嚴格而導致若干國家的退出。而且匯率制度亦不能拘束力過小，以致給予投機者太大的自由。參考 W. E. Scherpenhuijsen Rom, "The European

Monetary System," *Economic Impact* No. 30 (1980), p. 30.

註十四.. 聯邦準備銀行業已重新修正各項貨幣供給額的定義。M-1B

之涵蓋範圍較廣，包括上列貨幣性資產。參見 T.D. Simpson,

"The Redefined Monetary Aggregates," *Federal Reserve Bulletin* (Feb. 1980), pp. 97-114.

註十五.. O. Emininger, "The Exchange Rate as an Instrument of Policy," *Economic Impact* No. 30 (1980), pp. 14-20.

註十六.. 利率應具備市場資金供給的調整機能，其理由計有下列幾點..

(1) 貨幣當局選擇貨幣供給額等貨幣總量指標為中間目標以後，更是需要利率具有更大彈性，以便影響各經濟單位的支出活動，發揮資源分配的調整機能。

(2) 國外資金的流入，對國內外利率的差距相應的敏感。國內利率應具備更大彈性，以免國外資金之流入擾亂國內金融。

(3) 假使無法避免不確定性 (uncertainty)，則在理論上，利

率的自由化，未必招致資金的最適當的分配，不過，與其嚴格管制利率水準，不如改進金融組織，以期利率發生更大功能，以便資源更接近最適當的分配。

(4) 假使過份抑低銀行利率，過度縮短銀行存放款利率的差距，則可能招致銀行間的不健全的過度競爭，或以補償性存款等方式將低收入的負擔轉嫁給借款人。

(本論文之完成，得國家科學委員會之研究補助，謹此註明，並由謝忱。)