

經濟定錨、選舉與匯率危機

黃上紡

(美國克萊蒙研究院經濟所博士班)

摘要

由於亞洲金融風暴的衝擊，使得許多學術界經濟理論遭受到真正的考驗。公共選擇學派的定錨論就是少數經得起現實考驗的政治經濟理論。針對台灣現實的需要，筆者將定錨論重新修正，認為修正版是可以找出最優錨定的匯率政策、次優的貨幣政策、以及最末重要的財政政策。倘若執政黨在大選前遭遇經濟風暴，遵從定錨論修正版的經濟策略是可以對不利的經濟選戰作危機控管、並降低敗選的機率。定錨論修正版以經濟政策面及匯率制度面切入，並透過國際間的實例比較來支持公共選擇學派之論點：一旦最該定錨的經濟政策失敗，將導致全面性的政策失敗。此外本文也介紹適用於開發中國家的選舉性物價循環，並披露金融市場與選舉預測其最新的經濟投票研究走向。

關鍵詞：經濟定錨、政治性匯率循環、匯率危機、公共選擇

* * *

壹、前言

由於現有的選舉性經濟循環理論並不能真的滿足台灣的需要，如將西方學界的研究結論硬套用在台灣身上，我們將發現這會對台灣的經濟帶來重創及提前讓執政黨下台，因此筆者大膽地為台灣量身裁造一套適合自己的第三代選舉性經濟循環理論——「政治性匯率循環」(Political Exchange Rate Cycles)。有關政治性匯率循環的現成研究如鳳毛麟角，其主要的原因是西方工業國的經濟體質並不適合運用政治性匯率循環去競逐經濟選票，因此西方學界的研究多著重在較適合其經濟體質之選舉性經濟循環：如第一代的理論政治性景氣循環(Political Business Cycles)，^①以及第二代的理論政治

註① 有關政治性景氣循環的簡介，請參閱黃上紡，「選舉與經濟：政治性景氣循環」，美歐月刊，第十一卷第五期(民國八十五年五月)，頁五一～六六；而詳細的政治性景氣循環研究，請參閱 Bruno S. Frey, ed., *Political Business Cycles* (N.H.: Elgar, 1997); 以及 David Kiefer, *Macroeconomic Policy and Public Choice* (Berlin: Springer, 1997).



性貨幣循環 (Political Monetary Cycles)、政治性預算循環 (Political Budget Cycles) 等等。^②而政治性匯率循環主要的論述是，選前執政黨偏好將貨幣升值、而選後則傾向貶值。^③但是至今學界尚未討論到的是，如果遭遇到像亞洲金融風暴時，執政黨其選舉性經濟政策該如何制訂？相對於早先的「太平版」政治性匯率循環，筆者則要提出新的「風暴版」政治性匯率循環之另類途徑。

貳、定錨論的簡介

首先，讓我們先作一些定義：所謂小型經濟體意指該經濟體小到幾乎沒有能力去影響世界整體利率之改變；而大型經濟體的定義則完全相反。^④所謂開放的經濟體意指該經濟體其對外經濟活動佔GDP的比重大；而封閉的經濟體的定義則完全相反。而麥金諾 (R. McKinnon) 認為，如果國內貿易財部門比非貿易財部門來得重要，則該經濟體的開放性程度大；若國內非貿易財部門比貿易財部門來得重要，則該經濟體的封閉性程度大。^⑤像美國就是典型的大型經濟體；台灣則是典型的小型經濟體；中國大陸則是屬於封閉型經濟體；而香港是屬於開放型經濟體。^⑥

另外要介紹一套公共選擇學派在研究國際金融以及國際政治經濟學的看法，我們稱之為「定錨論」 (Nominal Anchor Argument)。^⑦定錨論最早是奠基於最適通貨區理論 (Theory of Optimum Currency Areas)，^⑧但因時空環境的變化，定錨論已走出自己的一片天空。^⑨定錨論經筆者歸納後其主要論點有六項：第一，愈是大而封閉的經

註② 有關政治性貨幣循環以及政治性預算循環的研究，請參閱黃上紡，「選舉性經濟循環與經濟選票競逐」，美歐月刊，第十一卷第十二期 (民國八十五年十二月)，頁一三四～一五七。政治性貨幣循環主要研究的是執政黨選舉性貨幣政策，而政治性預算循環主要研究的是執政黨選舉性財政政策。

註③ J. Stephan, "Political Exchange Rate Cycles: Theory and Empirical Evidence," in H. J. Vosgerau, ed., *European Integration in the World Economy* (Berlin: Springer, 1992), pp. 775~802. 有關涉及國際政治的匯率政治學，可參考黃上紡，布雷敦渥茨體制之興衰：以理性途徑之分析，碩士論文，台中東海大學政治研究所，民國八十二年五月二十日。

註④ Mankiw 認為，若某個經濟體其借出貸入足以影響到國際金融市場之整體利率水準時可稱作是大型經濟體，例如美國；若某個經濟體其借出貸入不足以影響到國際金融市場之整體利率水準時可稱作是小型經濟體，例如台灣。請參閱 N. Gregory Mankiw，吳文清譯，總體經濟學，第三版 (台北：台灣西書出版社，民國八十六年十一月)，頁二三四～二三五。請留意的是 Mankiw 認為美國是大而開放的經濟體，但公共選擇學派則視美國是大而封閉的經濟體。

註⑤ Ronald I. McKinnon, "Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Vol. 53 (Sep. 1963), pp. 717~725.

註⑥ 在本文中所謂的大型或小型經濟體，開放性或封閉性經濟體，是屬於相對性的比較概念。

註⑦ Thomas D. Willett, "The Public Choice Approach to International Economic Relations," paper prepared for the 11th annual lecture in the Virginia Political Economy Lecture Series, March 15, 1995.

註⑧ Edward Tower & Thomas D. Willett, *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility*, Princeton Special Papers in International Economics, No. 11, May 1976.

註⑨ George S. Tavlás, "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas," *World Economy*, Vol. 16, No. 6 (Nov. 1993), pp. 663~685.



濟體，愈是該採取浮動匯率制；愈是小而開放的經濟體，愈是該採取固定匯率制。這是因為大而封閉的經濟體應著重在比較重要的非貿易財部門，採取浮動匯率制是有助於消弭來自國外衝擊（貿易財部門）的不利影響；小而開放的經濟體應著重在比較重要的貿易財部門，採取固定匯率制是有助於減少國外衝擊對國內物價、就業率帶來的不穩定。⑩第二，經濟衝擊的型態（Patterns of Shock）也是選擇匯率制度的重要考量。如果重要的貿易夥伴本身有嚴重的通貨膨脹或是嚴重的實質匯率失衡，則浮動匯率會是較優的選擇；如果是肇因於國際性的通貨替換（International Currency Substitution）而導致國內通貨需求的鉅變（如將台幣急兌成美元），則固定匯率的採用是可減少金融性的不穩定。⑪第三，隨著選舉時間的遠近，貶值行動的政治成本會有所變化。距離選舉時間愈近，執政黨愈不願貶值；選舉一結束則貶值機會大增。⑫第四，政治經濟環境的改變將導致更換匯率政策，極易誘發投機性攻擊。⑬第五，所謂的定錨，是說究竟該錨定在固定匯率抑或是簡單貨幣法則（Simple Monetary Rule）？這又和第二項有密切關連。如果經濟衝擊的來源是肇因於貨幣需求的不穩定，則弗里得曼（Milton Friedman）的貨幣法則將大打折扣；如果衝擊的來源是實質匯率失衡，則採行固定匯率會有極大的政經成本。⑭第六，暫時性釘住匯率制度（Pegged Exchange Rate System）以長期的觀點來看是危險而不穩定的，而這種匯率制度會普遍受到許多國家歡迎的主因是短期內其政治成本極低，也因為執政黨在極短期內是可賺取市場相信執政黨穩定經濟的信心，這也誘發了執政黨會追求自利的失衡性經濟政策，一旦市場發現了這種信心危機，極易引爆新一輪貶值浪潮。⑮

定錨論的確是顯現出對於國際金融的特殊看法及貢獻，不過它也有以下四種主要缺陷：第一種也是最主要的缺陷是，一旦該錨定的是國內貨幣政策而非國際貨幣政策，

註⑩ 同註⑧。

註⑪ Jilleen R. Westbrook & Thomas D. Willett, "Exchange Rates as Nominal Anchors: An Overview of the Issues," in Richard J. Sweeney, Clas Wihlborg, and Thomas D. Willett, eds., *Exchange Rate Policies for Emerging Market Economies* (Boulder, Colo.: Westview Press, 1998), forthcoming.

註⑫ Thomas D. Willett, *The Plunge of the Peso: The Dangers of Exchange Rate-Based Stabilization Policy*, Claremont Policy Briefs, No. 95-01 (Claremont, Calif.: Lowe Institute for Economic Policy Studies, 1995).

註⑬ Thomas D. Willett & Clas Wihlborg, "The Relevance of Optimum Currency Area Theory for Exchange Rate Policies in Emerging Market Economics," in Richard J. Sweeney, Clas Wihlborg, and Thomas D. Willett, eds., *Exchange Rate Policies for Emerging Market Economies* (Boulder, Colo.: Westview Press, 1998), forthcoming; 以及 Carsten Hefeker, "The Political Choice and Collapse of Fixed Exchange Rates," *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 152, No. 2 (June 1996), pp. 360~379.

註⑭ Robert P. Flood & Michael Mussa, *Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy*, International Monetary Fund Working Paper: WP/94/61, May 1994; 以及 Guillermo A. Calvo & Carlos A. Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy*, Vol. 12, No. 2 (April 1994), pp. 35~45.

註⑮ 同註⑩。



有許多非高度金融自由化的發展中國家就明顯地不適用定錨論，因為這些國家財政政策往往強過貨幣政策。第二種缺憾是定錨論的擁護者有許多轉向支持固定匯率制度。筆者懷疑這與近來西方經濟民族主義的興起——歐洲貨幣統合浪潮密切相關。第三種缺陷是定錨論將政治因素視為外生性變數，這最終的結論必然是儘可能排除政治變數的影響。而筆者認為將政治因素視為內生性變數較恰當，將政治變數排除到系統外是不實際的作法。第四，定錨論過於強調定錨在名目匯率，而忽略了應錨定在不同的經濟體其不同深化性產業的現實基礎上。例如，對於勞動深化產業為主的經濟體應錨定在單位勞動成本上；對於天然資源深化產業為主的經濟體應錨定在批發價格指數上；而對於進出口深化產業為主的經濟體應錨定在消費者物價指數上。即使定錨論有上述缺失，仍是瑕不掩瑜。只需做一些更改，即可設計出一套適合台灣自己的理論。

為什麼台灣是適合且需要這種政治性匯率循環理論呢？其主因在於台灣的經濟體質與西方工業國有著明顯的不同：台灣的經濟體質是屬於小而開放的，而西方工業國的經濟體質則多屬大而封閉的。也因為經濟體質之不同，造成了某些經濟政策在選舉前後有著不同的效用與缺點。如果我們硬將西方學界的研究成果囫圇吞棗，則執政黨在選舉前後的經濟政策極可能遭到投機性打擊，輕則造成選舉性經濟政策失效而增加敗選的可能，重則引爆金融風暴，為國家的政治經濟帶來無法估算的大災難。這種情況就像是中醫師在為胖子與瘦子用藥一樣，對胖子以「瀉」為主，而對瘦子以「補」為主。如果將胖子的藥方讓瘦子服用，那麼瘦子可能會病況轉劣。同樣的道理，將適用於西方工業國的選舉性經濟循環如法炮製在台灣身上，不免會有意料中的壞處。

叁、執政黨選舉性經濟政策的選擇與效用

除了不同的經濟體質當選用不同的經濟政策外，執政黨更應該就國內不同的政治經濟條件限制找出最優與次優的選舉性經濟政策。筆者以下將列舉四種經濟體，嘗試找出執政黨其最優與次優的選舉性經濟政策。第一個經濟體是典型大而封閉的美國：由於美國對外經濟活動佔GDP的比重是明顯地小，換言之，美國的經濟是以對內需求導向為主，所以匯率政策對美國這種經濟體而言就不是很重要，而貨幣政策及財政政策就是合乎美國經濟體質的政策工具。但是加上美國擁有全球獨一無二的鑄幣權（Seigniorage）以及最發達的金融體系，故可判斷出選舉性貨幣政策是優於選舉性財政政策。第二個經濟體是非典型性大而封閉的德國：德國其對外經濟佔GDP的比重就比美國來得大，但國內經濟活動略大於對外經濟活動，因此理論上來講，財政、貨幣、以及匯率政策應均有效。但是加上德國央行基於過去的政經歷史而極端厭惡通貨膨脹而嚴控貨幣政策的條件後，^⑥有效的政策工具就剩下財政與匯率政策了，而再將德國對內經濟活動大於對外經濟活動的因素考慮進去後，我們可以判斷德國的選舉性財政政

註⑥ 德國央行之所以極端厭惡通貨膨脹，威信是與其第一次世界大戰後及二次大戰後所發生在德國的超級通貨膨脹慘痛經驗密切相關，以致於戰後德國對於消除通貨膨脹不遺餘力。



策的效果理應強過選舉性匯率政策。

第三個經濟體是典型小而開放的香港：在暫時摒除中國大陸因素的前提下，香港其對外經濟活動佔GDP的比重相當驚人。根據定錨論第一項，愈是小而開放的經濟體愈是該採用固定匯率機制，這也是香港堅持固定匯率的真正主因。也由於香港對外經濟活動佔GDP的比重相當大，就理論上來講其匯率政策最為有效，而貨幣政策或財政政策的效果則有限。固定匯率的成功就某種程度上與貨幣政策密不可分，特別是在貨幣供給方面，如果在遭到負面的經濟衝擊的情況下，為了錨定固定匯率，貨幣控管當局是必須緊縮貨幣供給以宣示穩定匯率的決心，而這種緊縮貨幣供給的手段將導致國內利率的更進一步上揚，必然予以股票市場重擊。這也是在一九九七年香港在面對亞洲金融風暴時堅守固定匯率，甚至不惜讓短期利率飆升至百分之三百、坐視香港恆生指數重挫的真正原因。^①如此分析，我們應可瞭解香港的貨幣政策是用來從屬、支援匯率政策的附屬地位。而適合香港的最優經濟政策應是匯率政策，次優是貨幣政策，最末才是財政政策。但是香港當權派在匯率政策最優且唯一的選擇是嚴守固定匯率制，而次優的貨幣政策必須用來支援固定匯率，唯一可用的政策工具只剩沒啥成效的財政政策，這也是香港在遭遇金融風暴期間只能「苦撐待變」的主因了。而選民對於政府這種「苦撐待變」的不滿也反映在一九九八年臨立會的選舉上。

第四個經濟體是非典型性小而開放的台灣：台灣的經濟體質雖然不比香港那樣地小而開放，但由於台灣的對外經濟活動仍是大於內向需求性經濟活動，因此匯率政策仍是最優的經濟政策。同樣地，台灣的貨幣政策也有著類似的附屬性及支援性，只是沒有像香港一樣的強度。因此我們可以推演出，匯率政策該是台灣經濟體質下的最優政策，貨幣政策次優，而財政政策最末。也由於台灣和香港比較起來並不是那麼地小而開放，所以財政政策的效果強過香港。此外根據定錨論的第一項，愈是小而開放的經濟體愈是該採用固定匯率，但是台灣又不像香港那般地小而開放，所以現行的暫時性釘住匯率便成為理所當然的最佳、也最折衷的匯率制度了。而這又是問題之所在，根據定錨論第六項，這種暫時性釘住匯率在長期而言極可能會引爆匯率危機，但是在短期來講，卻有著極低的政治經濟成本代價，而執政黨及經濟選民都是短視近利的組合，^②能夠抗拒短期的厚利以追求長期穩定的機率是微乎其微。再加上選舉性貨幣政策及選舉性財政政策確實會增加執政黨蟬聯勝選的可能，而選前寬鬆性經濟政策卻也可能打擊到台灣最該錨定的匯率政策而引發金融危機。最近的一九九七年十月的選舉

註① 要特別注意的是有許多外行的或似是而非的看法認為香港堅守固定匯率制是為了中國大陸的經濟利益，如長谷川慶太郎就堅持這種看法。請參閱長谷川慶太郎著，汪仲譯，*亞洲金融風暴：世紀末經濟危機*（台北：時報文化出版，民國八十七年），頁一二八～一三三，頁一六六。事實上若香港放棄固定匯率制，只會使得其經濟走向完全與大陸經濟融合的後果。我們可以這麼講，一旦香港放棄固定匯率制，也就是一國兩制不再實施之重要指標。

註② 有關經濟選民其特徵與經濟投票行為之研究，請參閱王業立、黃上紡，「變相買票：選舉性經濟循環與經濟選票競逐的均衡」，發表在中央研究院歐美研究所，歐美選舉制度與行為學術研討會，民國八十七年六月十二日。



性經濟政策就是最佳例證：由於在一九九七年十一月底有著縣市長選舉，無可避免地，寬鬆的選舉性經濟政策也是執政黨最佳的選擇。選前執政黨的匯率政策理應略為升值，而這個原因是選前匯率貶值會被選民視為經濟施政的失敗，但是當時有著東亞金融風暴的不利因素，使得央行不得不以堅守目前匯價作為底線，俟選後再放手匯率。但是堅守匯率的代價必是短期利率上揚及貨幣供給的緊張，而選前貨幣政策的收縮是不利於股市表現以及不符合經濟選民與工商界的期望，但是寬鬆的選舉性貨幣政策將腐蝕台灣最該錨定的匯率政策，在十月央行最後抵擋不住各式各樣利益團體的壓力而嘗試調降利率，結果造成投機客算準央行的「棄匯保股」的經濟策略來損壓匯率。就像定錨論的主張一樣，該錨定的經濟政策失敗將帶動其他政策的全面性挫敗。果然，由於該錨定的選舉性匯率政策的失敗並沒保住央行預期能挽救股市的選舉性貨幣政策，^①這種股、匯市慘況大大傷透經濟選民對執政黨的期盼，這也是為何國民黨第一次大敗給在野黨的原因之一。

肆、暫時性釘住匯率對選舉的影響

而這種暫時性釘住匯率對於選舉的直接影響，主要有下列幾項：^②第一，不同的匯率制度是會對通貨膨脹及失業率有其不同程度的影響。在浮動匯率制度下其通貨膨脹與失業率的關係是陡峭的，這便意味著在浮動匯率制度下欲控制住通貨膨脹的成本較高；而在固定匯率制度下其通貨膨脹與失業率的關係則是平坦的，在這種匯率制度下執政黨控制通貨膨脹的成本較低；^③而暫時性釘住匯率是在短期內追求類似固定匯率制，也正說明了執政黨的匯率政策僅是偏好在短期內獲益而忽略了國家總體經濟政策的長治久安。第二，延續前面的論述，我們可知在暫時性釘住匯率機制下作貶值的政治成本遠大於在浮動匯率制度下作貶值的政治成本。透過這種短期性固定匯率的好處，使得通貨膨脹與失業率的關係可保持平坦，因此執政黨在選前絕對有動機去製造政治性景氣循環，在選後執政黨將以貶值的手段去矯正因政治性景氣循環所造成的國際收支的失衡。第三，藉由這種暫時性釘住匯率的短期性固定的好處，執政黨更有把

註^① 一九九八年一月吾校曾舉辦一次亞洲金融風暴研討會，會中吾就台灣的選舉性貨幣政策及選舉性匯率政策專案報告。Thomas D. Willett 對於台灣的選前棄守匯率感到不解，與南韓不同的是台灣具備了堅守匯率的足夠外匯存底，選前的棄守匯率是違反定錨論第三項論點，而在墨西哥披索危機時該政府是撐到選後才貶值。筆者對Willett的解釋是，當時央行總裁很難應付來自工商界利益團體的壓力以及抗拒上級「關愛的眼神」，使得央行不得不調降利率而腐蝕市場對於堅守匯率的信心，雖然違反公共選擇學派的定錨論，但絕對合乎利益團體的「逐利論」(Rent Seeking)，Willett聽罷哈哈大笑。

註^② 本段節錄自 Thomas D. Willett, *International Money and Finance*, course package provided by Huntley Bookstore of the Claremont Colleges, 1996.

註^③ 所謂通貨膨脹與失業率的陡峭或平坦的關係，是指短期非利浦曲線 (Short-run Phillips Curve) 其斜率是否陡峭或平坦。可參閱 Dennis D. Mueller, *Public Choice II: A Revised Edition of Public Choice* (New York: Cambridge University Press, 1989), pp. 301~306. 暫時性釘住匯率在短期內是可讓非利浦曲線變得平坦，但長期下其非利浦曲線仍是陡峭的。



握在選前去創造信用效果，而信用創造的增加會使得通貨膨脹與失業率的關係變得平坦，如此更有利於執政黨在選前降低反通貨膨脹的成本。

伍、投機性資本攻擊與經濟危機

在討論匯率制度時，免不了涉及到投機性資本流動這個問題，特別注意的是執政黨的選舉性經濟政策失敗的主因往往是遭到投機性攻擊所造成的。一般的觀點總是認為攻擊性的資本移動是不穩定性的投機活動，事實上攻擊性的資本移動應細分成兩種：非穩定性投機及穩定性投機。^②首先談論的是非穩定性投機，由於市場投機客的特質是部分理性及不完全訊息的，因此在引爆投機浪潮後，這些投機客的更進一步攻擊性行為又稱作是蜂擁效果（Bandwagon Effect）。但這種非穩定性投機往往是隨著穩定性投機產生而後發生的，大多數攻擊性的資本移動之產生卻是穩定性投機，這也是我們該留心的部分，只要降低這種穩定性投機發生的可能，就可減少選前金融風暴的機率。自一九九〇年代以降，那些頗具規模性的投機性資本移動其實是穩定性投機，而此類投機的發生均有共通點：執政黨總體經濟政策與政治經濟環境的失衡。最著名的實例是一九九二～九三年的歐洲匯率危機、一九九四～九五年的墨西哥披索危機以及一九九七～九八年亞洲金融風暴等等。要注意的是引爆投機浪潮的皆是國際性著名的避險基金，這些最早引爆投機風暴的投機客是絕對理性及具備充分資訊，他們往往事前就做好經年累月的觀察與研究，一旦發現到政府的總體經濟政策與政治經濟環境的失衡，這些基金往往會呼朋引伴地等待投機性攻擊的發動時機，一旦這種先知先覺的穩定性投機發生，隨後各式各樣後知後覺的投機客所造成的蜂擁效果將會使不知不覺的政府財經部門慘遭修理、並重創國內經濟。找出每種經濟體的定錨經濟政策並遵守原則，^③是可以降低這種穩定性投機攻擊的可能。

回顧在歐洲匯率危機之前，參與該匯率機制的國家固顧相互經貿比重不大而唐突地錨定了不當的經濟政策，當時這些歐洲國家應錨定的是國內貨幣政策而非匯率政策，果然被避險基金發覺政策失當而慘遭投機打擊；墨西哥的例子則是該錨定在緊縮性財政政策而非匯率政策，墨西哥選前寬鬆的經濟政策主要是為了討好經濟選民，但卻也

註② Thomas D. Willett 和 Clas Wihlborg 認為投機是穩定的活動，請參閱 Thomas D. Willett & Clas Wihlborg, "International Capital Flows, the Dollar, and U.S. Financial Policies," prepared for A.E.I. Conference on Monetary Policy in an Era of Change, November 16~17, 1988. 筆者以曾從事金融性投機的工作經驗，不太相信學術界這種看法。比較合理的看法是，最先發動的若是非穩定性投機，則這種投機泡沫很快就消失了。如果是穩定性投機引爆的話，情況便相當嚴重了，請詳閱本文隨後的論述。

註③ 定錨在本文有兩種意義，首先須找出經濟體不同的錨定的經濟政策，該政策可能是非匯率政策的其他政策，此時定錨的意義就是最該穩定、或是最容易賺取市場信心的經濟政策；如果已找出該錨定的是匯率政策，在本文中只有小而開放的經濟體才會錨定在匯率政策，此時定錨的狹義解釋可以是固定匯率，這也是小而開放的經濟體在經濟危機發生時最該穩定、或是最容易賺取市場信心的政策。



腐蝕了其暫時性釘住匯率政策的穩定而慘遭投機攻擊，^②在總統大選後只好乖乖地向投機客投降棄守匯率；同樣地在亞洲金融風暴中最慘的印尼也是該錨定在財政政策而非匯率政策。而台灣及南韓應是錨定在匯率政策而非貨幣政策，在這種小而開放的經濟體質下為了提振股市的短期行情而採寬鬆性貨幣政策只會更危及最該錨定的匯率政策。在亞洲危機中特別注意的是像台灣有一九九七年縣市長選舉、南韓的一九九七年總統大選、以及印尼的一九九八年總統選舉等政治環境，使得機構投機客算定了執政黨在選前的可能政策組合才敢大舉攻擊。這些投機客的精明狡捷更使得執政黨選舉性經濟政策容易被預期而失效、甚至誘發投機性攻擊的主因。

陸、定錨論修正版

對於定錨論的基本論調，原則上筆者大多認同。定錨論其終極的結論是，小而開放的經濟體應錨定在對外經濟政策上；大而封閉的經濟體應偏好錨定在對內經濟政策上。但是美中不足的是，即使知道該定錨的是國內政策或是國際政策，仍然無法判斷國內政策孰是最優錨定孰是次優？以及孰是次優抑或是最末重要？針對這項不足，筆者認為只要加上該經濟體金融自由度成熟與否的條件限制，^③就可迎刃而解。舉例來講，一個大而封閉再加上高度金融自由化的經濟體其最該錨定的國內政策是貨幣政策，次優才是財政政策，就像是美國；而一個大而封閉再加上低度金融自由化的經濟體，其最該錨定的國內政策是財政政策，次優才是貨幣政策，就像是印尼和中國大陸；一個小而開放再加上高度金融自由化的經濟體其次優的國內政策是貨幣政策，最末才是財政政策，就像是香港、台灣與南韓；一個小而開放再加上低度金融自由化的經濟體，其次優的國內政策是財政政策，最末才是貨幣政策，就像是波羅的海三小國。當然，經濟體質及金融自由度會隨著時空轉移而改變，執政黨的經濟政策當根據主客觀環境去因應制訂。

註^② 也有人認為墨西哥的貨幣政策在當時是該採取緊縮，請參閱 Steven B. Kamin & John H. Rogers, *Monetary Policy in the End-Game to Exchange Rate Based Stabilizations: The Case of Mexico*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers: 540, February 1996. 事實上墨西哥當局如欲堅持這種暫時性釘住匯率制度，當時應該是以緊縮性財政政策及貨幣政策去支撐暫時性釘住匯率。相似的例子也發生在一九八〇年代的以色列，請參閱 Haim Barkai, *The Role of Monetary Policy in Israel's 1985 Stabilization Effort*, International Monetary Fund Working Paper: WP/90/29, April 1990. 只是筆者強調的是當時墨西哥的財政政策的效果是大於貨幣政策，這也就是該定錨在財政政策之緣故。

註^③ 所謂金融自由化的高低評斷，根據 Hallwood & MacDonald 的看法，是有兩種定義：第一種是國內利率是否自由度較大，或是直接受到政府的指導性控管程度較小。第二種是資本帳的管制性是否較低，或是國內與國際間資本移動的自由度是否較高。請參閱 C. Paul Hallwood & Ronald MacDonald, *International Money and Finance*, 2nd edition (MA: Blackwell, 1994), pp. 340~341 & pp. 345~346. 經濟體僅須滿足其中任一種定義即可稱作是高度金融自由化之經濟體。但筆者認為，若以選舉因素考慮判斷，則應傾向第一種定義較為合適。



柒、選舉性物價循環

研究選舉性經濟循環的學者普遍對於發展中國家的案例最為頭痛，這主要是因為發展中國家一方面其自由的金融體制不完備，還有不民主威權政治的現實環境。但是沛瓦（C. Paiva）卻發現發展中國家即使在政治不民主、經濟不自由的條件下仍然有著另類的選舉性經濟循環效應，他稱作是「選舉性物價循環」（Electoral Price Cycles）。^{②⑥}他以巴西為研究對象發現每逢選舉年，其物價調整幅度與頻率明顯地降低，而選後則顯著地上升。即使發展中國家普遍有著寡頭政治的優勢地位，但也不可避免地在裝模作樣的假民主政治下，不忘調降必需民生商品的價格來拉攏百姓、增加威權執政的正當性。就以金融體制既不健全、也不自由的條件下，貨幣政策的效果其實很有限，而財政政策反而異常地有效。^{②⑦}這也是西方學界慣用的衡量指標如貨幣供給、利率等等較不適用在發展中國家的主因。將沛瓦的研究予以無限上綱，是否發展中國家的軍公教薪資亦有類似的循環？其必需民生能源價格（如油、電）或必需民生商品價格（如食物、蔬果）是否亦有相似的循環？這些極具潛力性的研究正是一片尚未開發的沃土。選舉性物價循環的實證在最近則有印尼蘇哈托總統下台的實際案例：一九九八年蘇哈托下台的真正肇因並非匯率或金融政策的失敗，而是蘇哈阿在總統選舉後貿然提高油、電價格至 30 % 到 40 % 以上，引起全國性的人民反蘇哈托暴動所致。由於印尼的金融體制並不完備且非高度自由，因此匯率政策及貨幣政策的失敗只是降低對寡頭政府的支持度及執政正當性。隸屬財政政策的油電能源價格政策對人民的影響截然不同，因貧窮的印尼百姓一直仰賴政府的低物價政策，蘇哈托誤以為總統選舉後又可掌握政權而在選後立即提高物價，只是他沒預料到選前經濟施政的失敗已導致其執政正當性接近臨界值，選後物價政策更是引爆人民對蘇哈托的憤怒和不信任，也就像筆者先前談論的，印尼政府該錨定的財政政策失敗導致全面性的失敗，這也正是吾等公共選擇學派所強調的，一個大而封閉且低度金融自由化的經濟體應錨定在財政政策而非其他政策。

另一個相反的例子就是中國大陸。在前面曾歸納出中國大陸最該錨定的是財政政策、次優的是貨幣政策、最後才是匯率政策。貨幣政策的效果不如財政效果的主因是近百分之七十的大陸經濟是由信用暨貸款市場所宰制，只有近百分之三十的大陸經濟才是自由市場。信用暨貸款市場的信用鬆緊是由政府指導性控制。在亞洲金融風暴發生後，中國大陸因應美國及東南亞國家的要求挺住人民幣匯率，不讓東亞貨幣更進一步貶值，大陸財經當局的經濟策略是犧牲匯率政策而以擴張性財政政策來啟動經濟成

註②⑥ Claudio A. C. Paiva, "Electoral Price Cycles in Regulated Industries," *World Development*, Vol. 24, No. 10 (October 1996), pp. 1673~1680.

註②⑦ Pierre-Richard Agenor & Carlos M. Asilis, "Price Controls and Electoral Cycles," *European Journal of Political Economy*, Vol. 13, No.1 (February 1997), pp. 131~142. 在此需留意的是本文的財政政策並非僅是狹義的租稅政策，而是廣義的財政政策，除了租稅政策外，也包括了物價管制、預算支出、社會福利及保險、能源政策、軍公教薪資調整、或政府公債等等。



長的引擎。西方、日本、以及台灣某些經濟學者預言大陸的匯率政策只會更傷害大陸經濟以及製造新一波貶值的預期，吾等公共選擇學派與這些「叫衰派」則有迥然相反的看法：首先，中國大陸所犧牲的匯率政策並不是最該錨定的經濟政策，而是最末重要的經濟政策，即使短期內有礙經濟成長，但損失不重。^②其次，在此次風暴後中國對外貿易競爭力必因匯率之故有所衰退，此時發動擴張性財政政策擴大內需來增加經濟成長正是恰逢其時。^③再者，這種擴張性財政政策更是強化現階段定錨的政策效果、強化執政的正當性，除了在風暴後這幾年間爭取國營企業民營化的時間資源及成功機率外，更可趁勢孕育加速金融自由化的基礎。最後，現階段擴張性財政政策更加深化開發內向性需求經濟，使得大陸更朝向大而封閉的經濟體質脫胎換骨，配合前述的加速金融自由化的基礎，我們所看到的是中國大陸正朝向長期發展大而封閉且高度金融自由化的最適穩定經濟型態，而這種最適穩定經濟型態正提供了下世紀東亞國家出口的新市場，吾等反而與那些「叫衰派」有著完全不同的判斷。

捌、台灣的實例

現在就讓我們反觀台灣。翻開台灣的匯率史，台幣曾維繫在一美元兌 36 台幣極長的時間，當時的固定匯率對減少貿易不確定性有很大的貢獻。姑且稱作是錨定住匯率政策吧。而當時經濟學的主流是鼓吹以擴張性財政政策增加經濟成長的凱因斯經濟學，對台灣重要的影響有十大建設、十二項建設等等擴張性財政計畫。台灣當時的金融體制既幼稚又受管制，貨幣政策並非有效且非當道。這些主客觀條件再加上在錨定匯率政策下大力推動擴張性支出的財政政策，豈不是正合乎我們先前所提倡的最適經濟穩定政策：一個小而開放再加上低度金融自由化的經濟體最該錨定的是匯率政策，而次優的國內政策是財政政策，最末才是貨幣政策。也由於政策的僥倖才奠基了今日台灣飛躍的經濟成長及邁向高度金融自由化契機。現在將鏡頭拉回到最近高度金融自由化的台灣：台灣真正開始有明顯選舉性經濟政策還是在一九九六年第一次總統大選時，當時黨政基金入市護盤以及力守 27.5 台幣兌一美元的匯率令人印象深刻。特別注意的是即使當時有中共的文攻武嚇，台灣錨定在匯率政策是成功的，這也是台灣在總統大選後經濟迅速復甦、股市衝破萬點的真正根基；第二次實施選舉性經濟政策是在一九九七年縣市長選舉時，當時有著亞洲金融風暴的不利情勢，就像之前曾分析的，放棄最該錨定的匯率政策轉而錨定在次優的貨幣政策，最終將因定錨的錯誤而造成所有政策的潰敗，最好的明證是股、匯市同步大跌；在一九九八年台灣財經當局又犯了相同的錯誤：在風暴尚未平息下，為了年底都會市長以及立委選舉的政治性考慮，六

註② 大陸主要財經領導人既然已允諾不將人民幣貶值，就算遭逢短期內經濟成長嚴重損失也應該堅持承諾，這是因為長期性政府威望及信心穩定的政治效益遠大於短期內經濟損失。

註③ 由於中國大陸並沒有來自民主選舉的壓力，所以擴張性預算支出的財政政策是容易成功且不必受到民意的監督節制。此外，一九九八年下旬大陸水災的災後重建工作更是為擴張財政支出提供了最好的口實，如修治水利、遷村造鎮、造橋鋪路——使得擴張性財政政策更具急切性與正當性。



月上旬貿然釋出具強力貨幣功能的郵政儲金兩百億，期盼這種寬鬆性貨幣政策為搖搖欲墜的股市添注新動力。同樣地，本末倒置的錨定政策並不會帶來信心穩定及預期效果。果然，貨幣供給的寬鬆只是為投機客提供了更便宜的子彈去狙擊匯率，使得台幣一度貶破 35 元重要心理關卡。而匯率的潰敗只會加速讓股市的資金外逃（Capital Flight），不但原先預期股市復甦的政策效果落空，反而製造了股、匯市的新危機；在一九九八年八月初財經當局調低存款準備率以因應工商界急需資金的寬鬆性貨幣政策又使歷史重演，所幸風暴已逐漸緩和，只造成股市連續下滑以及再探 34.8 元匯率的政策後果；在一九九八年九月底財經當局強力釋放貨幣供給的寬鬆性貨幣政策又造成股市連跌一週，所幸央行在匯率市場強力錨定並拉抬匯率，使得連連下滑的股市戲劇性地狂飆衝破 7200 點。^⑩透過以上台灣財經當局的政策成敗歷史，公共選擇學派更篤定台灣最該錨定的是匯率政策而非其他政策。^⑪

玖、金融市場與選舉預測的關係

對於經濟投票研究的新發展，主要討論究竟金融市場與選舉預測彼此之間是否存在有一定的影響？政治經濟學者提出一種假說，最早是由海耶克（F. A. Hayek）提出的，在此姑且稱作海耶克假說（Hayek hypothesis），這種假說的立論根基是，即使市場參與者對於市場環境或是其他市場參與者的了解有限，仍然不妨礙整個市場的有效而正確地運作。某些政治經濟學者認為 Iowa Presidential Stock Market（IPSM）不失為預測美國總統大選的另類指標。^⑫由於這些政治經濟學者對於目前的民意調查的準確度並不是很滿意，如果海耶克假說是可行的，那麼金融市場應可充分消化並反映所有的政經訊息及市場參與者的行為，他們認為 IPSM 可能比民意調查更為精準。^⑬而 IPSM 與民意調查的不同在於使用間接途徑去衡量母體，也就是所謂「觀樹影而知樹高」的

註⑩ 此次寬鬆性貨幣政策在信心不穩定的情況下是不會達到預期的成效，就以台灣的經濟體質來看，是應該先在匯率市場上建立信心，隨後在股票市場上建立信心才是正確的步驟，本末倒置的市場信心定錨策略並不會提昇選舉性政策的預期成效。就以公共選擇學派的選前策略來看，還不如先拉抬匯率至目標價位後，再實施寬鬆性貨幣政策，此時央行必須在匯率上強力錨定，如此選舉性貨幣政策的效果才會顯著。

註⑪ 在一九九八年十月民進黨提出三仟億減稅方案為何會很快地煙消雲散，其主因在於錯誤地錨定在財政政策上，而財政政策卻也是台灣最末重要的定錨政策。民進黨的經濟選戰策略是應當建築在「強本西進」的基礎上。西進的政策主張是可奪取執政黨的經濟選票，因這種政策主張是定錨在台灣最重要的對外經濟政策上（會影響到最優錨定的匯率政策），但卻會對原有的政治選票有所削弱。所以民進黨的政治經濟選戰策略是應先建立一套意識形態，該意識形態須結論出唯有西進才能強本，這樣子民進黨方能鞏固政治選票、又可攫取經濟選票，有效提昇勝選機率。

註⑫ Robert Forsythe et al., "Anatomy of an Experimental Political Stock Market," *American Economic Review*, Vol. 82, No. 5 (Dec. 1992), pp. 1142~1161.

註⑬ Robert Forsythe et al., "The Explanation and Prediction of Presidential Elections: A Market Alternative to Polls," in Thomas R. Palfrey, ed., *Laboratory Research in Political Economy* (Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1991), pp. 69~111.



另類預測法。^④除了 IPSM 的預測法之外，魁林 (O. A. Gwilym) 以及巴寇 (M. Buckle) 也利用股票市場及選擇權市場來測試一九九二年英國的選舉，結果他們發現股市是可用來推估執政黨的選舉勝負而選擇權則否。而且以金融市場來預測選舉結果也會隨著時間的不同而改變，一九九二年的選舉預測就比一九八七年來得有效。^⑤界密爾 (G. Gemmill) 的研究也得到相類似的結果。^⑥政治經濟學者利用 UBC Election Stock Market (UBC-ESM) 來對一九九三年加拿大聯邦選舉的預測亦有不錯的效果。^⑦布蘭德 (J. Brander) 在研究加拿大選舉時也發現到，一九八八年多倫多股票市場的表現似乎事先反映出保守黨勝選的可能。^⑧另外也有股票與選舉的相關研究，曼寧 (D. Manning) 在研究英國 British Telecom 被提議收歸國有時發現，British Telecom 股價在選舉前後的確展現出政治力量消長的不同。^⑨而美國股市的興旺為一九九六年克林頓總統的蟬聯勝選奠定基礎更是眾所皆知的事實。

這些政治經濟學者的開創性研究是值得稱許的，但是筆者也要提出一些看法：在海耶克假說存真的條件下，選擇權市場應和股票市場一樣地有效，而非做出相反的預測；界密爾所提出的解釋是倫敦選擇權市場充斥投機泡沫，而筆者的解釋是散戶並非該市場主要參與者，利用選擇權來做避險的基金法人才是主要玩家。但這又牽引出一個矛盾，為什麼美國的選擇權市場卻又可用 IPSM 來有效預測總統大選呢？是否海耶克假說根本不成立呢？其次，無論 UBC-ESM 或 IPSM 皆是利用交易員 (traders) 作為被觀察的對象，這種與選民習性截然不同的交易員，即使在金融市場中也與散戶有著迥異的特質。這是因為交易員的特性是絕對前瞻性的，而選民或散戶的特性是回顧性的。並且交易員在市場上的投機是有策略，但選民或散戶卻比較漫無章法。因此無論 UBC-ESM 或 IPSM 的預測選舉的另類途徑，仍是值得爭議的。再者，所謂「觀樹影而知樹高」的另類預測法，有一個尚待克服的問題是，陽光移動也會造成樹影長短的改變。也就是說，因不同時間而隨之改變的政經情境將會使得另類預測法的效果改變，這也是魁林和巴寇發現一九九二年的選舉預測就比一九八七年來得有效的原因。此外，「觀樹影而知樹高」的預測法最大的缺陷是屬於非因果性模型，雖然股價指數的枯榮

註④ Robert Forsythe et al., "The Iowa Presidential Stock Market: A Field Experiment," *Research in Experimental Economics*, Vol. 4 (1991), pp. 1~43.

註⑤ Owain Ap Gwilym and Mike Buckle, "The Efficiency of Stock and Options Markets: Tests Based on 1992 UK Election Opinion Polls," *Applied Financial Economics*, Vol. 4 (1994), pp. 345~354.

註⑥ Gordon Gemmill, "Political Risk and Market Efficiency: Tests Based in British Stock and Options Markets in the 1987 Election," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 16 (1992), pp. 211~231.

註⑦ Robert Forsythe et al., "Using Market Prices to Predict Election Results: the 1993 UBC Election Stock Market," *Canadian Journal of Economics*, Vol. 28, No. 4 (Nov. 1995), pp. 770~793.

註⑧ James A. Brander, "Election Polls, Free Trade, and the Stock Market: Evidence From the 1988 Canadian General Election," *Canadian Journal of Economics*, Vol. 24, No. 4 (Nov. 1991), pp. 827~843.

註⑨ D. N. Manning, "The Effect of Political Uncertainty on the Stock Market: the Case of British Telecom," *Applied Economics*, Vol. 21 (1989), pp. 881~889.



與執政黨其滿意度強弱或許存有某種非線性的對應關係，但是股價指數的時間序列並非可有效地預測選舉結果。大體上來講，在大選前一年欣欣向榮的金融市場至少對執政黨而言應該不是壞事，而繁榮的經濟表現更是增添執政黨的正當性、提昇效率及蟬聯勝選的機率。

拾、結 論

選舉性經濟循環的研究包括了第一代理論的政治性景氣循環、第二代理論的政治性貨幣循環以及政治性預算循環、還有第三代理論政治性匯率循環以及選舉性物價循環。本文正是闡述第三代理論的先鋒性文章。相較於西方工業國普遍性的經濟特質是大而封閉且高度金融自由化，發展中國家則是或缺乏高度金融自由化，或其經濟特質是小而開放，這使得第一代及第二代理論並不完全適用於非西方工業國的經濟體。這也是筆者鼓吹並倡議有必要讓第三代理論的研究更加精煉之主因，而政治性匯率循環是較適合像台灣、南韓等這種小而開放且高度金融自由化的經濟體；選舉性物價循環則是較適合發展中國家伴隨著威權政治及低度金融自由化的經濟體。

在沒有經濟危機的情況下，這些小而開放且高度金融自由化的經濟體在總統大選前最好將貨幣微幅升值，這是因為一方面貨幣在選前的貶值會讓選民視為經濟施政的失敗，另一方面貨幣在選前的升值可消除部分輸入性通貨膨脹壓力以及讓選民得以享受更廉價的舶來品而刺激消費來振興經濟景氣。選後則該相對貶值以促進出口去矯正選前對國際支出的負面影響，並為下次大選儲蓄經濟動量。筆者稱之為「太平版」的政治性匯率循環。如果執政黨在選前所遭遇到的是強性負面經濟衝擊，本文的定錨論修正版就是最好的經濟逐票危機處理準則，筆者藉由公共選擇的政策比較分析，認為匯率政策該是台灣最該錨定的最優政策，貨幣政策為次優，最末是財政政策。即使在經濟危機下執政黨很難有效地競逐經濟選票，但遵守這種定錨論修正版是可以讓執政黨能有效地作損害控管並渡過危機、降低敗選的機率。筆者稱之為「風暴版」的政治性匯率循環。也由於國際性資本流動的自由度與日俱增，且執政黨在實施選舉性經濟政策極易背離政治經濟的平衡，財力雄厚的機構投機客往往能算準執政黨所製造的失衡性經濟措施而拿捏時機發動穩定性投機攻擊，一旦這種穩定性投機引爆，勢將帶動各式各樣投機客的蜂擁效果而重創國內經濟。這也正是「風暴版」的價值所在，遵守定錨論修正版可以挽救穩定信心，並減少降低經濟風暴的時間與範圍。

在風和日麗時，執政黨財經部會在行駛全國經濟這艘巨輪時可以不必太顧慮最該定錨的匯率政策，甚至在選前可藉由執政優勢之便製造選舉性經濟循環來競逐更多的經濟選票，此時船上的經濟選民必然為執政黨卓越的經濟航技歡呼喝采。然而當風雲變色之際，經濟巨輪受到暴風雨來襲而東倒西歪，船上選民此刻不是歡呼而是驚叫，執政黨財經舵手優先該做的是立即下錨來固定船位，接下來將船頭對準經濟風暴、利用所剩的政策工具來穩定船身、撐過經濟風暴。如果不先定錨而僅使用政策工具來設法穩定船身，則極有可能因使用不當而翻覆甚或觸礁，一九九七年的南韓與一九九八



年的印尼就是各國執政黨的最佳借鏡。公共選擇學派的終極結論是：一旦遭遇風暴，就先來個定錨！

* * *

(收件：87年9月2日，修訂：87年11月18日，接受：87年11月20日)



Nominal Anchors, Elections, and Exchange-Rate Crises

Shang-Fang Huang

Abstract

Many economic theories that have enjoyed broad support in the academic world have been seriously challenged by the Asian economic crisis. Public choice arguments in support of the use of a nominal anchor, however, still appear valid. This article revises the original nominal anchor argument developed by Thomas D. Willett (1998) and applies it to the case of Taiwan. The results suggest that the most effective nominal anchor prior to an election is the exchange rate, the second most effective is monetary, and the least effective is fiscal. Through a comparison of economic and exchange rate policies in several countries, the most important finding of this paper is that if the most effective nominal anchor fails, domestic political and economic performance would be seriously impaired. In addition, this paper introduces the theory of Electoral Price Cycles, which appears especially relevant for developing economies, and extends previous economic voting studies concerning the relationship between financial market performance and election forecasting.

Keywords: Nominal Anchor, Political Exchange Rate Cycles, Exchange-Rate Crises, Public Choice

