

## 第二章 文獻回顧

在不考慮經濟全球化的情境下，無論凱因斯學派或重貨幣學派皆將貨幣供給視之為外生變數，即一國貨幣政策具有完全自主性。所以，一國貨幣供給及其政策意圖會產生衝突很大可能是肇因於開放經濟所致。為此，本研究以下將探討開放經濟對一國貨幣政策自主性的影響，同時並檢視目前經濟學界對於完全開放與漸進開放的經濟體系下的貨幣政策自主性衡量方式，以期找出評估中國貨幣政策自主性的最佳途徑。

### 第一節 「不可能三位一體」原則

根據 Mundell-Fleming 模型可知，在資本完全自由流動且一國實行固定匯率制度的條件下，當該國貨幣當局採取增加貨幣供給量用以降低市場利率，達到刺激總需求的同時，由於利率下降將促使資本外流，進而形成匯率貶值壓力，貨幣當局為維繫匯率穩定，被迫於外匯市場收購本國貨幣，從而減少貨幣發行，反轉當初貨幣擴張的政策意圖。

同理，貨幣當局採取緊縮性貨幣政策會對利率形成上升壓力，資本將流入並造成國際收支順差，進一步產生匯率升值壓力，貨幣當局必須買入外匯賣出本國貨幣，直至貨幣供給量回到最初均衡。因此，固定匯率制度下，貨幣當局無法自主決定貨幣供給與利率水準，貨幣政策的鬆緊僅能引起外匯存底等比例增減而已。

如圖 2-1 左所示，資本完全移動時，BP 線<sup>14</sup>呈一水平線；且原來的均衡點為  $E_0$ ，均衡利率與所得分別為  $r_0$  與  $Y_0$ 。當一國政府採取增加貨幣供給量而使 LM 線<sup>15</sup>右移至  $LM_1$ ，國內均衡也從  $E_0$  點移動至  $E_1$  點。此時  $E_1$  居 BP 線下方，表國際收支發生赤字 ( $B < 0$ ) 現象。而一國欲維持固定匯率制度，將減少其貨幣供給從而迫使  $LM_1$  線再度左移，直至回復原來為止，結果所得  $Y$  與利率  $r$  均維持不變，證明固定匯率下貨幣政策將流於完全無效。

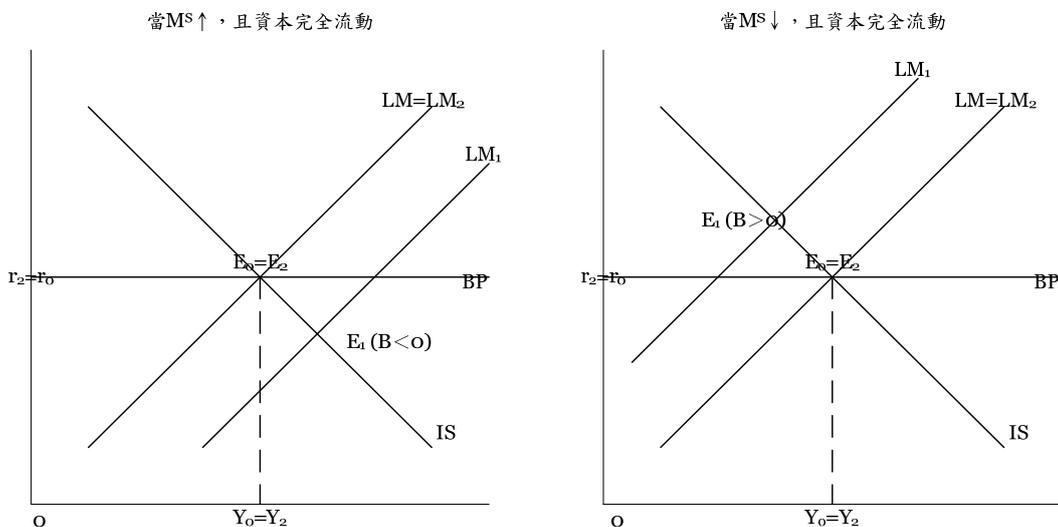
或者，如圖 2-1 右所示，當一國政府採取減少貨幣供給量而使 LM 線左移至  $LM_1$ ，國內均衡也從  $E_0$  點移動至  $E_1$  點。此時  $E_1$  居 BP 線上方，表國際收支發生盈餘 ( $B > 0$ ) 現象。而一國欲維持固定匯率制度，將增加其貨幣供給從而迫使  $LM_1$  線再度右移，直至回復原來的均衡點  $E_0$  為止，結果所得  $Y$  與利率  $r$  均維持

<sup>14</sup> BP 線表國際收支達到平衡時，其均衡利率與均衡所得彼此間之關係。

<sup>15</sup> LM 線是指在貨幣市場達到均衡時所得與利率的關係。

不變，證明固定匯率下貨幣政策將流於完全無效。

圖 2-1：固定匯率暨資本完全流動下的貨幣供給變化



資料來源：本研究自行整理。

反之，若一國採行浮動匯率制度，資本流動所造成的國際收支變化將較易直接由匯率的升貶來吸收，而不會影響到該國貨幣當局的政策操作，即浮動匯率較易發揮隔絕外部經濟衝擊的作用。在此情境下，貨幣當局可藉由貨幣政策的鬆緊來穩定物價與促進經濟成長，達到內部均衡的政策目標。因此，浮動匯率制度下，貨幣政策較易具有完全自主性。<sup>16</sup>

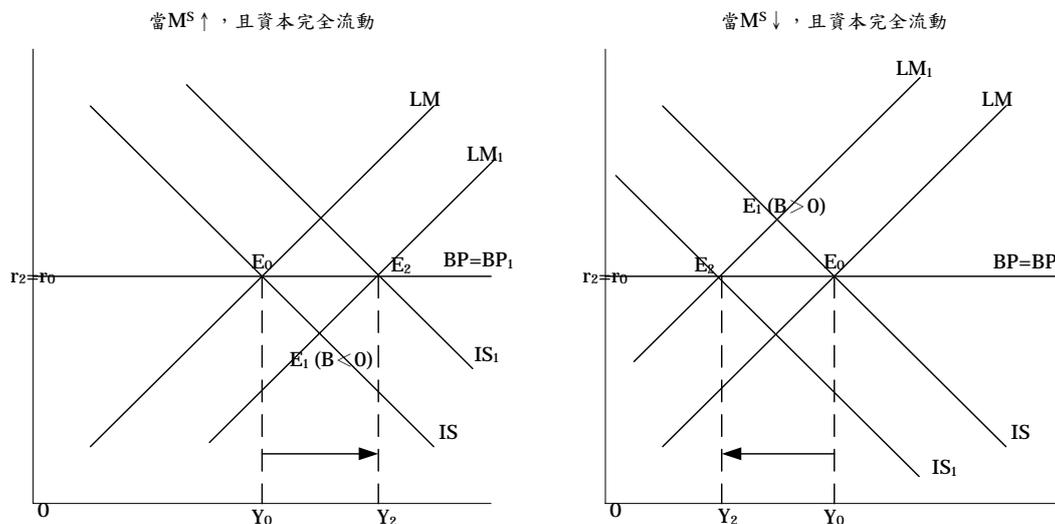
如圖 2-2 左所示，當一國政府採取增加貨幣供給量而使 LM 線右移至 LM<sub>1</sub>，國內均衡也從 E<sub>0</sub> 點移動至 E<sub>1</sub> 點。此時 E<sub>1</sub> 居 BP 線下方，表國際收支發生赤字 (B < 0) 現象，造成匯率貶值。若一國採取的是浮動匯率制度，則會放任其 IS 線<sup>17</sup> 右移至 IS<sub>1</sub>，BP<sub>1</sub>、LM<sub>1</sub> 與 IS<sub>1</sub> 重新相交於 E<sub>2</sub>，結果所得 Y<sub>0</sub> 增加至 Y<sub>2</sub>，而利率 r 維持不變，證明浮動匯率下貨幣政策效用顯著。

或者，如圖 2-2 右所示，當一國政府採取減少貨幣供給量而使 LM 線左移至 LM<sub>1</sub>，國內均衡也從 E<sub>0</sub> 點移動至 E<sub>1</sub> 點。此時 E<sub>1</sub> 居 BP 線上方，表國際收支發生盈餘 (B > 0) 現象，造成匯率升值。若一國採取的是浮動匯率制度，則會放任其 IS 線左移至 IS<sub>1</sub>，BP<sub>1</sub>、LM<sub>1</sub> 與 IS<sub>1</sub> 重新相交於 E<sub>2</sub>，結果所得 Y<sub>0</sub> 減少至 Y<sub>2</sub>，而利率 r 維持不變，證明浮動匯率下貨幣政策效用顯著。

<sup>16</sup> J. K. Fleming, "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," *IMF Staff Papers*, Vol. 9, No. 3 (September 1962), pp. 369-379. Robert A. Mundell, "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science* (Canada), Vol. 29, No. 4 (November 1963), pp. 475-485.

<sup>17</sup> IS 線是指財貨市場在均衡狀態下，所得與利率之間的關係。

圖 2-2：浮動匯率暨資本完全流動下的貨幣供給變化



資料來源：本研究自行整理。

特別是，儘管 J. Fleming 與 Robert Mundell 對於資本流動性大小與貨幣當局是否實施沖銷政策各有不同的假定 (assumption)，不過，他們二者卻對於貨幣政策產出效果無論是在浮動匯率或是在固定匯率的情境之下，皆有著高度的一致性。其中，在資本於國際間不完全流動及貨幣當局實施完全沖銷措施的前提下，J. Fleming 發現，不管資本流動性大小如何，貨幣政策在浮動匯率下的產出效果一定大於固定匯率下的產出效果。而 Robert Mundell 則採用相反的假定，即國際間資本完全流動且貨幣當局不採取任何沖銷措施，也得出貨幣政策在固定匯率下完全無效，但在浮動匯率最為有效。<sup>18</sup>

據此，James Meade 指出，在開放經濟下，實施固定匯率的國家由於無法通過匯率政策的調整，以致一國經濟將陷於內外均衡（充分就業、物價穩定、經濟成長與國際收支平衡）相互衝突的困境。另外，Jan Tinbergen 也表示，一國政府必須通過控制資本流動的方式來替代固定匯率制度的侷限，方得以同時實現內外均衡的總體經濟目標。<sup>19</sup> 這意味著在維持貨幣政策自主性的前提下，固定匯率制度與資本自由流動是不能共同存在的。

在此基礎上，Paul Krugman 更進一步提出「不可能的三位一體」、「不可能三角」(impossible triangle) 或「三元困境」(trilemma)，強調在貨幣政策自主性、匯率穩定性及資本完全流動三個重要目標不可能同時實現，任何國家僅能從

<sup>18</sup> 賴景昌，《總體經濟學》，第 2 版（台北：雙葉書廊，2004），頁 240。

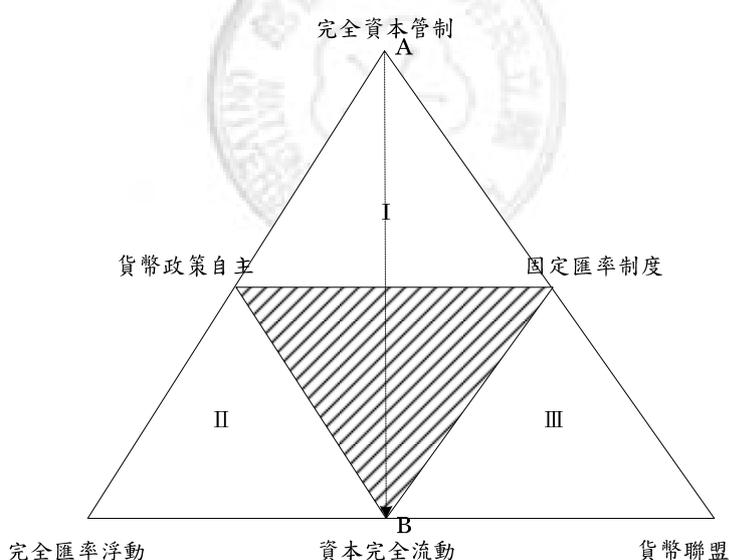
<sup>19</sup> 鍾丹，〈開放經濟下政策搭配理論綜述〉，《商業研究》（哈爾濱），2002 年第 8 期（2002 年 8 月），頁 1-4。

中選擇其二。

進一步而言，如果要使固定匯率制度與貨幣政策自主性同時兼得，則需實行資本管制（如區域 I），亦即該國必須放棄國際資本市場整合所帶來的資源最佳配置效益。欲同時獲取貨幣政策自主性與資本完全流動的經濟利益，則需實行匯率完全浮動（如區域 II），亦即該國必須承受因幣值的過度波動對實體經濟所造成的干擾。欲維持匯率穩定與開放資本流通則需實行「具有強硬承諾機制的固定匯率」（如單一貨幣聯盟）（如區域 III），亦即一國貨幣當局將失去通過靈活調整貨幣供給量與利率的方式用以控制通貨膨脹或防禦經濟衰退。<sup>20</sup>

Barry Eichengreen、Paul Masson 與 Jeffrey Frankel 進一步強調，隨著全球資本市場的逐漸整合，亦即由點 A 逐步向點 B 過渡，致使每個經濟體將更難以維繫資本管制，而被迫在「完全自由浮動」或「具有強硬承諾機制的固定匯率」的選項中擇一實施，用以避免短期資本流動（short-run capital mobilizing）或國際熱錢（hot money）的狙擊。<sup>21</sup>（見圖 2-3）

圖 2-3：「不可能三位一體」原則



資料來源：本研究自行繪製。

但值得一提的是，圖 2-3 表示的是一種角點解（corner solution）。然而，在現實世界中，一國還是可能選擇中間匯率機制（intermediary exchange rate

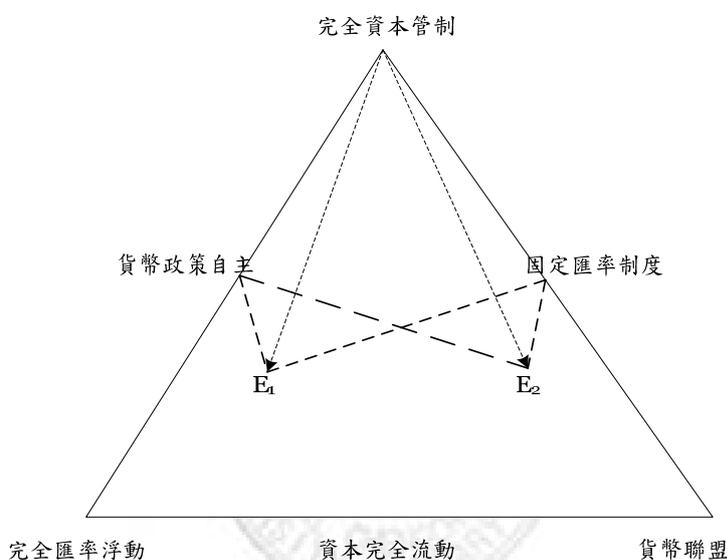
<sup>20</sup> Paul Krugman and Maurice Obstfeld 著，林柏生譯，《國際經濟學下冊》，頁 22-43。

<sup>21</sup> Barry J. Eichengreen and Paul Masson, "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility," *IMF Occasional Papers*, No. 168 (August 1998), pp. 1-56. Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times," *NBER Working Papers*, No. W7338 (September 1999), <http://www.nber.org/papers/w7338>, accessed on April 19, 2007.

regimes)，也就是使其政策目標處於「不可能三角」的內部某處，呈現出一種政策綜合（policy mix）的狀態。<sup>22</sup>

如圖 2-4 所示，隨全球資本市場整合日益深化，一國政府被迫逐步放寬其資本管制程度。此時，該國的政策目標可能位移至  $E_1$ ，這意味著該國必須使其貨幣政策部分受制於他國，但同時也必須犧牲更多的匯率穩定作為代價。或是，選擇  $E_2$  作為政策目標，表示該國通過大幅放棄其貨幣政策自主性來換取將匯率控制在有限的變動範圍之內。（見圖 2-4）

圖 2-4：中間匯率機制



資料來源：本研究自行繪製

基於此，「不可能三位一體」定律或可提供解釋當前中國緊縮性貨幣政策與貨幣供給擴張相互衝突的研究途徑。因為只要中國政府尚未完全允許人民幣匯率自由浮動，則中國經濟的逐漸開放必定會在一定程度上削弱中國貨幣政策自主性，迫使其貨幣政策由完全自主向「不可能三角」的內部移動。倘若中國還以維繫人民幣匯率相對穩定為優先目標，勢必須放棄更多的貨幣政策自主性以為因應。本研究以下將進一步探討目前經濟學界對於貨幣政策自主性的衡量方式，而這有可分為開放經濟體與漸進開放經濟體兩種途徑。

<sup>22</sup> Damyana Bakardzhieva and Bassem Karmar, "Economic Trilemma and Exchange Rate Management in Egypt," *Review of Middle East Economic and Finance*, Vol. 3, No. 2 (August 2005), pp. 91-114.

## 第二節 開放經濟下的貨幣政策自主性

在實證方法上，Marc Miles 早在 1978 年便透過通貨替代（currency substitution）的角度論證開放經濟對一國貨幣政策自主性所造成的影響。亦即，當兩國利率差距與預期匯率貶值率產生變動時，將會改變一國居民所持由的各種貨幣資產的比例，造成國內貨幣需求的不穩定，從而影響到貨幣當局的政策操作。<sup>23</sup>因此，通貨替代程度愈高，則貨幣供給的微小變化都可能促使匯率大幅度波動，一國的貨幣政策自主性明顯受到制約。

Marianne Baxter 與 Alan Stockman 於 1989 年則採用一種間接的方法來檢證一國的貨幣政策自主性，他們分別比較不同匯率制度下實際匯率、產出、消費、貿易流量以及政府消費支出行為之間的關係。他們發現實行浮動匯率制度的國家確實較實行固定匯率制度的國家更能夠防禦來自外部經濟的衝擊。<sup>24</sup>

至於 Vera Troeger 則自行發展出一組包含本國經濟要素變動、利益集團互動、主要貿易伙伴間彼此關係以及國際貨幣市場整合的政經交互影響模型，用以分析浮動匯率制度下的小型開放經濟體之貨幣政策自主性。他發現一國貨幣當局的政策自主性高低主要取決於該國對於國際金融與貿易的開放與整合程度。<sup>25</sup>

然而，目前經濟學界最常見的方式，仍以利率平價條件出發，分析做為一國貨幣政策最重要目標——利率是否受到他國牽制，藉以判定一國貨幣政策自主性的程度，其公式如下：

$$R - R^* = \frac{(E^e - E)}{E}$$

其中， $R$  為本國利率； $R^*$  為外國利率； $E^e$  與  $E$  則分別表示本國預期與即期匯率。此均衡式表明，在假設資本完全流動的前提下，本國貨幣報酬率應等於外國貨幣存款利率加上對預期匯率的變動幅度；否則，當兩國貨幣報酬率不一致時，將促使市場交易者調整自身貨幣資產組合的比例，造成貨幣供需的變化，進而影響到匯率的波動。

另外，市場交易者也會關心風險（risk）問題，亦即某項資產的預期報酬率

<sup>23</sup> Marc A. Miles, "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence," *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3 (June 1978), pp. 428-436.

<sup>24</sup> Marianne Baxter and Alan C. Stockman, "Business Cycles and the Exchange Rate Regime: Some International Evidence," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 23, No. 3 (May 1989), pp. 377-400.

<sup>25</sup> Vera E. Troeger, "Monetary Independence in Flexible Exchange Rate Regimes," presented for the annual meeting of the American Political Science Association (Washington, DC: American Political Science Association, September 1, 2005), [http://www.allacademic.com/meta/p40105\\_index.html](http://www.allacademic.com/meta/p40105_index.html), accessed on July 10, 2007.

變動幅度；<sup>26</sup>而這主要又可分為政治風險（political risk）與匯率風險（exchange rate risk）兩種。（見表 2-1）此意味著當一國總體經濟市場的不確定性增加時，將造成該國的政治風險與匯率風險上升，加大其貨幣預期報酬率的變動幅度，進而影響到市場交易者的判斷與預期，使之降低持有該國貨幣的意願。

表 2-1：不同利率平價檢驗法

| 方法      | 適用條件                                       | 檢驗方程式  | 定義   |
|---------|--|--|--|
| 封閉利率平價  | 1. 同種貨幣<br>2. 不同國家(如國內-海外)                 | $i = \alpha_1 + \beta_1 i^* + \beta_2 (pr)$  | $i$ =國內利率<br>$i^*$ =外國利率<br>$pr$ =政治風險                                       |
| 拋補利率平價  | 1. 不同貨幣<br>2. 相同或不同國家<br>3. 市場交易者在遠期市場上對衝  | $i = \alpha_2 + \beta_3 i^* + \beta_4 (pr) + \beta_5 (fd)$                                     | $fd$ =遠期匯率   |
| 無拋補利率平價 | 1. 不同貨幣<br>2. 相同或不同國家<br>3. 市場交易者不在遠期市場上對衝 | $i = \alpha_3 + \beta_6 i^* + \beta_7 (pr) + \beta_8 E(\Delta s) + \beta_9 (er)$               | $er$ =匯率風險<br>$E(\Delta s)$ =預期匯率變動幅度  |
| 實際利率平價  | 1. 不同貨幣<br>2. 相同或不同國家<br>3. 實際利率符合購買力平價    | $r = \alpha_4 + \beta_{10} r^* + \beta_{11} (pr) + \beta_{12} E(\Delta rs) + \beta_{13} (rer)$ | $r$ =國內實際利率<br>$r^*$ =外國實際利率<br>$E(\Delta rs)$ = 預期匯率實際變動幅度<br>$rer$ =實際匯率風險 |

資料來源：王曉春，〈資本流動程度估計方法及其在發展中國家的應用〉，《世界經濟》（北京），2001 年第 7 期（2001 年 7 月），頁 20-26。

也就是說，當假設不存在任何政治與匯率風險的情形下，某一開放經濟體欲維持固定匯率，則該經濟體必須使其國內利率水準與其盯住匯率的經濟體之利率水準維持一致，以避免國際資本流動衝擊到固定匯率的維繫；這時，該開放經濟體與其盯住匯率的經濟體之雙邊利率相關係數（correlation coefficient）將為一。退一步而言，即便存在政治與匯率風險，一國貨幣當局也必須視外國利率水準的升降而即時調整本國利率，以防止預期匯率變動率進一步擴大，故兩國利率仍呈現高度相關。

事實上，除非該開放經濟體允許匯率完全浮動，該國貨幣當局才得以完全自主地決定貨幣政策的收放。換言之，在資本完全流動的前提下，一國貨幣當局欲維持固定匯率，勢必將徹底放棄自主調整利率幅度來平抑景氣波動的權力，而將

<sup>26</sup> Paul Krugman and Maurice Obstfeld 著，林柏生譯，《國際經濟學下冊》，頁 13-15。

本國的利率政策依賴於外國利率的走勢。據此，Richard Clarida、Jordi Gali 與 Mark Gertler 建議，可通過分析一國的利率水準究竟是受到本國的產出與物價水準的影響，還是受到外國利率的牽制，用以衡量貨幣政策自主性程度。<sup>27</sup>

但值得注意的是，此種方法雖可比較全面反應一國貨幣當局的政策操作究竟是依賴於國內經濟走勢或外國貨幣政策調整，然其卻也存在一項致命的缺點：即產出與失業率等總體經濟變數一般僅能獲取季度數據，但利率衝擊往往在短時間就能通過市場發生作用。因此，利用這些數據進行檢驗難以呈現出貨幣迅速傳遞的特性。<sup>28</sup>

因而，多數研究只探討兩國利率相關性，並不將國內經濟情勢變化納入考量。例如，Jeffrey Frankel、Sergio Schmukler 與 Luis Servin 在分析各國利率對美國利率的依賴程度及其調整速度時，發現 1970 年代至 1980 年代浮動匯率制度具有明顯阻絕外國利率干擾以及增加貨幣政策自主性的作用。但對於 1990 年代開發中國家而言，此種論點卻不一定成立，亦即無論採行何種匯率制度，各國貨幣政策皆難杜絕美國貨幣政策的衝擊。<sup>29</sup>

不過，這可能是因為開發中國家普遍具有害怕浮動（fear of floating）的恐懼心態所致。例如：Andrew Rose 便指出，無論實施何種匯率制度，各國的匯率波動皆與其官方發言有著更為緊密的關係。<sup>30</sup>這表示部分國家儘管宣稱其採行的是浮動匯率制度，實質上匯率升貶的決定乃立基於政策考量而非市場供需，最終形成「固定有餘、浮動有限」的現象。<sup>31</sup>

Ricardo Hausmann、Ugo Panizza 與 Ernesto Stein 也發現實行浮動匯率的國家，其匯率變化仍受制於本國資產負債結構與貨幣當局目標函數等因素影響，從而造成實行浮動匯率的國家對於美元利率的敏感度並不遜於實施固定匯率的

<sup>27</sup> Richard Clarida, Jordi Gali, and Mark Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory," pp. 174-180.

<sup>28</sup> 爲此，Oscar Jorda 與 Paul Bergin 利用工業生產指數代替國內生產總值，將序列的時間間隔由季度資料縮短爲月度資料，再通過檢視觀察國的利率目標是受到本國總體經濟變數的影響，還是外部的衝擊，用以評估一國的貨幣政策自主性程度。Oscar Jorda and Paul Bergin, "Measuring Monetary Policy Interdependence," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, No. 5 (September 2004), pp. 761-783.

<sup>29</sup> Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times." Jeffrey A. Frankel, Sergio L. Schmukler and Luis Servin, "Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime," *NBER Working Papers*, No. W8828 (March 2002), <http://www.nber.org/papers/w8828/>, accessed on May 22, 2007.

<sup>30</sup> Andrew K. Rose, "Explaining Exchange Rate Volatility: An Empirical Analysis of 'the Holy Trinity' of Monetary Independence, Fixed Exchange Rates and Capital Mobility," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 15, No. 6 (December 1996), pp. 925-945.

<sup>31</sup> Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," *NBER Working Papers*, No. W7993 (November 2000), <http://www.nber.org/papers/w7993/>, accessed on May 22, 2007.

國家。<sup>32</sup>因此，只要一國匯率的決定並非完全由市場供需所決定時，則該國利率就始終無法藉由匯率的浮動以完全隔絕來自外部情勢變化的衝擊。<sup>33</sup>

不過，值得一提的是，即使在相同盯住美元匯率制度下，有限浮動的匯率制度仍比完全固定的匯率制度來得更具貨幣政策自主性。Eduardo Borensztein、Jeromin Zettelmeter 與 Thomas Philippon 便指出，對於實施固定匯率的國家，其利率水準受到美國利率的影響較實施浮動匯率制度的國家所受到之衝擊更為顯著。<sup>34</sup>

另外，Jes'us Cuaresma 在分析中歐與東歐各國利率對美國利率變化的敏銳性時，同樣發現各國利率或多或少皆受到美國利率走勢的影響，但允許匯率浮動的國家，例如波蘭與捷克則表現出一定程度的貨幣政策自主性；而匈牙利的貨幣政策自主性卻明顯受制於固定匯率的羈絆。<sup>35</sup>

Jong-Wha Lee 也證實在亞洲金融危機後，泰國與韓國由於改採浮動匯率制度的緣故，該二國利率對美國利率的依賴關係有明顯下降的趨勢；而香港則因為持續維持盯住美元的限制，貨幣政策自主性仍無法完全發揮，顯示浮動匯率制度確實可擴大一國貨幣政策自主性。<sup>36</sup>

Maurice Obstfeld、Kenneth Rogoff、Alan Taylor 與 Jay Shambaugh 更進一步擴大研究範圍，對各國利率與美國利率間相互關係進行兩次全球性實證，結果一致證實採行固定匯率制度國家的迴歸係數（regression coefficient）與判定係數（ $R^2$ ）皆明顯高於採行浮動匯率制度的國家，表明「不可能的三位一體」基本是成立，匯率的浮動性與貨幣政策自主性之間存在正向因果關係。<sup>37</sup>

---

<sup>32</sup> Ricardo Hausmann, Ugo Panizza, and Ernesto Stein, "Why Do Countries Float the Way They Float?" *Journal of Development Economics*, Vol. 66, No. 2 (December 2001), pp. 387-414.

<sup>33</sup> Sebastian Edwards and Eduardo L. Yeyati, "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers," *NBER Working Papers*, No. W9867 (July 2003), <http://www.nber.org/papers/w9867/>, accessed on July 10, 2007.

<sup>34</sup> Eduardo Borensztein, Jeromin Zettelmeter, and Thomas Philippon, "Monetary Independence in Emerging Market: Do Exchange Rate Regime Make a Difference," *IMF Working Papers*, No. WP/01/01 (January 2001), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0101.pdf>, accessed on May 22, 2007.

<sup>35</sup> Jes'us Crespo Cuaresma, "Measuring Monetary Independence: Evidence from a Group of New EU Member Countries," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 34, No. 1 (March 2006), pp. 24-43.

<sup>36</sup> Jong-Wha Lee, "Exchange Rate Regime and Monetary Independence in the Post-Crisis East Asia: An Application of Regime-Switching with Endogenous Explanatory Variables," International Center for Korean Studies, [http://www.korea.ac.kr/~jwlee/papers/kim\\_lee\\_2004615\\_.pdf](http://www.korea.ac.kr/~jwlee/papers/kim_lee_2004615_.pdf), accessed on June 22, 2007.

<sup>37</sup> Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4 (Autumn 1995), pp. 73-96. Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, and Jay C. Shambaugh, "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility," *NBER Working Papers*, No. W10396 (March 2004), <http://www.nber.org/papers/w10396/>, accessed on May 22, 2007.

### 第三節 逐漸開放經濟下的中國貨幣政策自主性

在相同使用利率平價條件的基礎上，劉元春與黃族勝藉由比較亞洲金融危機期間中國、香港、泰國、新加坡與韓國的銀行業同業拆借利率與美國的銀行業同業拆借利率相互關係時發現，與各國相比，中國的短期調整參數值最大，顯示中國的短期反應速度並不敏銳；同時中國長期的傳導參數極低，表示外國的貨幣政策對中國的長期影響微弱，故中國的貨幣政策自主性最佳。<sup>38</sup>

但值得一提的是，這很大可能是肇因於中國迄今仍實施高度的資本管制，以致利率平價條件的假設前提（資本完全流動）無法在中國成立，進而造成在計量分析上所產生的系統性誤差。例如：和萍通過 Feldstein-Horioka 檢驗<sup>39</sup>分析中國資本流動程度時發現，中國國內儲蓄率每變動一個百分點，則投資率相應變動 0.98 個百分點，亦即中國資本管制程度大約為 98%，逼近於完全管制。<sup>40</sup>

然而，中國政府維繫固定匯率與貨幣政策自主性的經濟成本將因為經濟的漸進開放而隨之加重。<sup>41</sup>賈俊雪與郭慶旺在分析 1992 年至 2005 年美國實體經濟與金融波動通過國際貿易與金融市場傳導渠道對中國宏觀經濟的影響時，即指出證券市場與資本帳戶自由化將進一步削弱中國的貨幣政策自主性。<sup>42</sup>

Bernard Laurens 與 Rodolfo Maino 也認為隨經濟開放與金融自由化程度的日益提升，將使得中國貨幣政策操控能力日趨下降。<sup>43</sup>因為在維持匯率穩定的前提下，中國貨幣當局必須主動調節外匯市場中的本國貨幣，從而影響到貨幣當局自主決定貨幣供給投放的區間，最終波及貨幣政策傳導渠道的正常運作。<sup>44</sup>

因此，為能進一步檢證逐漸開放經濟下的中國貨幣政策自主性之真實表現，

<sup>38</sup> 劉元春、黃族勝，〈中國貨幣政策獨立性之研究〉，雷達、劉元春主編，《人民幣匯率與中國貨幣政策研究》（北京：中國經濟出版社，2006），頁 137-155。

<sup>39</sup> M. Feldstein 與 C. Horioka 認為在資本完全流動的國家，國內儲蓄與投資之間並無相關或者僅有微弱的關聯，因而可通過檢定國內儲蓄率與投資率的關係來測度資本的流動性。M. Feldstein and C. Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," *The Economic Journal*, Vol. 90, No. 358 (June 1980), pp. 314-329.

<sup>40</sup> 和萍，〈漸進資本開放下中國貨幣政策獨立性〉，《經濟理論與經濟管理》（北京），2006 年第 11 期（2006 年 11 月），頁 26-31。

<sup>41</sup> 中國社會科學院經濟研究所經濟增長前沿課題組，〈國際資本流動、經濟扭曲與宏觀穩定〉，《經濟研究》（北京），2005 年第 4 期（2005 年 4 月），頁 1-16。

<sup>42</sup> 賈俊雪、郭慶旺，〈經濟開放、外部衝擊與宏觀經濟穩定〉，《中國人民大學學報》（北京），2006 年第 6 期（2006 年 6 月），頁 65-73。

<sup>43</sup> Bernard J. Laurens and Rodolfo Maino, "China: Strengthening Monetary Policy Implementation," *IMF Working Papers*, No. WP/07/14 (January 2007), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0714.pdf>, accessed on May 29, 2007.

<sup>44</sup> 范從來、廖曉萍，〈開放經濟下貨幣政策有效性的實證研究〉，《江蘇行政管理學報》（南京），2003 年第 3 期（2003 年 6 月），頁 34-44。

Vincent Bouvatier 利用向量誤差修正模型 (vector error correction model, VECM) 分析 1995 年至 2005 年國際熱錢流入對中國貨幣政策衝擊的影響，他發現即使中國實行高度的資本管制，但仍無法阻卻國際熱錢的持續湧入；特別是，外匯存底的迅速擴張正逐步弱化中國貨幣當局沖銷政策的執行效果，最終造成中國境內的信貸擴張。<sup>45</sup>

Zhiyong Dong 則在自行演算的貨幣政策有效乘數 (monetary policy effectiveness multiplier) 的基礎上，利用向量自我迴歸模型分析中國貨幣政策與國際熱錢流動二者間關係，他發現國際熱錢流動每增加一個百分點，中國貨幣政策有效乘數則相應上升 0.35% 左右，這顯示中國的貨幣政策僅為被動地反應國際熱錢流動的變化。特別是，他還進一步強調中國貨幣政策的實施並無法有效影響國際熱錢流入中國的速度。<sup>46</sup>

事實上，通過國際熱錢的估計及其對貨幣政策的衝擊兩步驟，用以評估不完全資本流動下的匯率制度與貨幣政策自主性二者間關係，在研究方法上更趨嚴謹，並可克服利率平價條件的假設限制，但也同時產生一項重大問題：即目前經濟學者對於國際熱錢的衡量方法，彼此間差異極大。<sup>47</sup>

是以，Alan Stockman 與 Lee Ohanian 建議將貨幣政策自主性定義為「一國貨幣當局對本國貨幣供給總量的控制與自主性調節的幅度」，主要衡量本國貨幣總量與國際收支中外匯存底的變動關係。<sup>48</sup> 如此一來，不僅克服利率平價條件的假設限制，同時也迴避了關於國際熱錢的認定問題。

據此，童振源 (Chen-yuan Tung) 綜合「不可能三位一體」與自我實現預

<sup>45</sup> Vincent Bouvatier, "Hot Money Inflows and Monetary Stability in China: How the People's Bank of China Took up the Challenge," *TEAM Working Papers* (Paris), No. Bla06010 (November 2006), [http://team.univ-paris1.fr/seminaire/2006\\_Bouvatier.pdf](http://team.univ-paris1.fr/seminaire/2006_Bouvatier.pdf), accessed on May 26, 2007.

<sup>46</sup> Zhiyong Dong, "Capital Flight and Monetary Policy Effectiveness in China," Hawaii International Conference on Business, <http://www.hicbusiness.org/biz2003proceedings/Dong%20Zhiyong.pdf>, accessed on May 26, 2007.

<sup>47</sup> M. L. Anthony and Andrew J. Hughes Hallett, "How Successfully Do We Measure Capital Flight? The Empirical Evidence from Five Developing Countries," *The Journal of Development Studies*, Vol. 28, No. 3 (April 1992), pp. 538-556.

<sup>48</sup> Alan C. Stockman and Lee E. Ohanian, "Short-Run Independence of Monetary Policy under Pegged Exchange Rates and effects of Money on Exchange Rates and Interest Rates," <http://www.nber.org/papers/w4517/>. 事實上，Robert Cumby 與 Maurice Obstfeld 於 1983 年也曾使用相同概念以衡量一國貨幣政策自主性程度，其認為一國實施固定匯率，則該國貨幣當局的貨幣擴張行為將引起國際套利資本的流動，進而反轉當初貨幣政策的意圖，從而失去貨幣政策自主性。因此，在國際套利資本完全流動的情形下，則一國貨幣存量與外匯存底間抵銷係數 (Offset Coefficient) 將達到負 1；相反地，若一國實施資本管制的話，此抵銷係數則會不顯著，藉以衡量固定匯率制度下，國際套利資本流動對一國貨幣政策自主性的衝擊，Robert E. Cumby and Maurice Obstfeld, "Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 1970's," in Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch, and Maurice Obstfeld eds., *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries* (Chicago: University of Chicago Press, 1983), pp. 245-269.

言式國際收支危機模型 (self-fulfilling balance-of-payments crises models)，詳盡分析中國內外經濟失衡的原因。他發現國際熱錢與經常帳順差的迅速增加，已經造成中國國際收支順差與外匯存底的急遽增加與擴大，從而導致中國基礎貨幣的急速擴張，進一步加劇經濟失衡與泡沫危機。特別是，童振源強調，目前中國仍陷在升息的兩難困境：一方面，中國的經濟失衡與泡沫危機有賴於調升利率等緊縮性貨幣政策的施行；但另一方面，利率的調升卻也會擴大中美利差，進而吸引更多熱錢流入中國。因此，無論就貨幣供給量或利率而言，中國的貨幣政策明顯受到外部經濟干擾嚴重衝擊其貨幣政策自主性。<sup>49</sup>

Yue Ma 與 Hua-yu Sun 也抱持相同的觀點。他們指出目前中國實際存款利率已為負數，再加上中國貨幣當局為壓抑國內經濟過熱的交互影響下，以致中國貨幣當局已無法再藉由存款利率的調降來遏制熱錢的湧入，從而造成中國的外匯存底迅速增加。這導致外匯存底躍升為貨幣發行的最主要原因，亦即國際熱錢業已嚴重衝擊到中國貨幣當局的政策自主性。<sup>50</sup>

方先明、斐平與張誼浩分別通過 Johansen 最大概似估計 (Johansen maximum likelihood) 與 Granger 因果檢定 (Granger causality test)，也證實了快速積累的外匯存底業已迫使中國貨幣當局被動發放更多的基礎貨幣，同時貨幣當局亦頻於進行公開市場操作，以期減緩過多的貨幣供給對國內經濟的衝擊。即便如此，未沖銷的貨幣供給量仍直接作用於通貨膨脹之上。<sup>51</sup>

另外，趙鎮全等則利用向量自我迴歸模型 (vector autoregression model, VAR model)，同樣發現由於中國國際收支狀況的變化會因為現行強制結售匯制度的實施而引致外匯存底大為增加，從而對以外匯占款型式的貨幣投放構成影響。更嚴重的是，隨著外匯存底的持續擴增，將進一步削弱中國貨幣當局沖銷的有效性，從而影響到中國基準利率的走勢，最終對通貨膨脹產生作用，中國貨幣政策自主性正受到嚴重侵蝕。<sup>52</sup>

<sup>49</sup> Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

<sup>50</sup> Yue Ma and Hua-yu Sun, "Hot Money Inflows and Renminbi Revaluation Pressure," *Journal of Chinese Economic and Business Studies* (London), Vol. 5, No. 1 (February 2007), pp. 19-36.

<sup>51</sup> 方先明、斐平、張誼浩，〈外匯儲備增加的通貨膨脹效應與貨幣沖銷政策的有效性〉，《金融研究》(北京)，2006年第7期(2006年7月)，頁13-21。

<sup>52</sup> 趙鎮全、劉柏，〈我國國際收支對通貨膨脹傳導機制的經濟計量檢驗〉，《數量經濟技術經濟研究》(北京)，2006年第5期(2006年5月)，頁47-54。張荔、田崗、侯利英，〈外匯儲備、外匯交易量與CHIBOR利率的VAR模型(2000-2004)〉，《國際金融研究》(北京)，2006年第10期(2006年10月)，頁55-63。

## 第四節 小結

在不考慮經濟全球化的情境下，無論凱因斯學派或重貨幣學派皆將貨幣政策視為具有完全的自主性。所以，一國貨幣供給及其政策意圖會產生衝突很大可能是肇因於經濟開放所致。因為在國際貨幣理論中內含一項「不可能的三位一體」的鐵律，強調在貨幣政策自主性、匯率穩定性及資本完全流動三個重要目標不可能同時實現，任何國家僅能從中選擇其二。特別是，隨著全球資本市場的逐漸整合，將使得每個經濟體將更難以維繫資本管制，而被迫於「完全自由浮動」或「具有強硬承諾機制的固定匯率」的選項中擇一實施。即便一國採取一種「政策綜合」的方式作為因應，也仍必須放棄部分的貨幣政策自主性，由完全自主向「不可能三角」的內部移動。更甚者，該國還以堅持匯率控制在一定限度內浮動作為政策優先目標，則勢必放棄更多的貨幣政策自主性以為因應。

不過，在實證研究上，如何將三度空間的命題轉換成二維向度的實務操作，則產生貨幣政策自主性的衡量問題，而這大致可歸類為利率平價與國際收支兩類。其中，主張利率平價的經濟學者建議可通過分析一國的利率水準是否受到外國利率的牽制，用以衡量貨幣政策自主性程度。利率平價的實證方法旨在鎖定資本流動為外生變數，僅探討不同匯率制度下的貨幣政策自主性之表現。但是，利率水準的最大限制亦在於其假設資本為完全流動，這顯然與目前國際經濟現勢不合，以致容易產生計量分析上的系統性誤差。為此，主張國際收支的經濟學者建議將貨幣政策自主性定義為一國貨幣當局對本國貨幣供給總量的控制與自主性調節的幅度；其中，當資本為完全流動的情境下，一國貨幣當局的外匯存底與其貨幣存量將產生等量的反方向變動，亦即貨幣供給收放將完全為國際資本的流動所抵銷，貨幣政策自主性最差。（見表 2-2）

表 2-2：貨幣政策自主性衡量方式

| 項目類別 | 利率平價條件                                       | 國際收支平衡  |
|------|--|---|
| 研究前提 | 將資本流動設為外生變數<br>(即假設資本為完全流動)                  | 將匯率制度設為外生變數<br>(只探討固定匯率或浮動匯率)                     |
| 研究定義 | 貨幣政策自主性定義為一國的利率水準是否受到外國利率的牽制                 | 貨幣政策自主性定義為一國貨幣當局對本國貨幣供給總量的控制與自主性調節的幅度             |
| 研究目的 | 資本完全流動下，不同匯率制度對貨幣政策自主性的影響                    | 相同匯率制度下，資本流動對貨幣政策自主性的影響                           |
| 研究限制 | 資本為完全流動的基本假設，顯然與目前國際經濟現勢不合，以致容易產生計量分析上的系統性誤差 | 難以通過單一計量模型的建立來比較不同匯率制度下的各國貨幣政策自主性之表現，從而無法獲致普遍性的論證 |

資料來源：本研究自行整理。

承前所述，由於中國仍處於資本管制尚未完全開放的國家，因此本研究認為通過剖析一國國際收支變動對其貨幣當局的貨幣控制所造成的衝擊程度，是研究當前中國貨幣政策自主性的最佳途徑。

進一步而言，在不完全浮動匯率與經濟漸進開放的背景下，一國貨幣當局維繫匯率穩定與貨幣政策自主的經濟成本將隨著該國經濟漸趨開放所衍生出的國際收支失衡問題而逐步增大，從而容易促使該國的名目匯率偏離其應有的基礎均衡匯率（fundamental equilibrium exchange rate）水準，<sup>53</sup>亦即產生匯率失衡的現象。其中，一國匯率被低估將通過馬婁條件（Marshall-Lerner condition）<sup>54</sup>與國際熱錢的湧入<sup>55</sup>，進而擴大一國的經常帳、資本帳下的其他投資以及誤差與遺漏項金額，最終加劇該國的國際收支失衡。

此時，一國貨幣當局為控制其該國匯率浮動區間，則必須收購所有的超額外匯，同時釋放等額的基礎貨幣，進而衝擊第 1 層的貨幣政策自主性——自主決定基礎貨幣發行的權力。為避免過量的貨幣發行對經濟產生負面的影響，貨幣當局僅能被動地採取各種貨幣政策工具以進行沖銷，但倘若還存在無法完全回收過多的貨幣發行之情況，這表示貨幣當局將喪失第 2 層的自主性——有效實施貨幣政策工具的權力。當然，貨幣當局還可以通過各種行政調控的措施來阻絕過量的基礎貨幣發行進一步衝擊到總體經濟與資產市場。不過，貨幣當局仍無法有效維持第 3 層政策自主性——有效實施行政調控的權力，則意味著貨幣當局失去抑制景氣循環的能力，這會加劇內部經濟的失衡與泡沫化危機，從而吸引更多的國際熱錢流

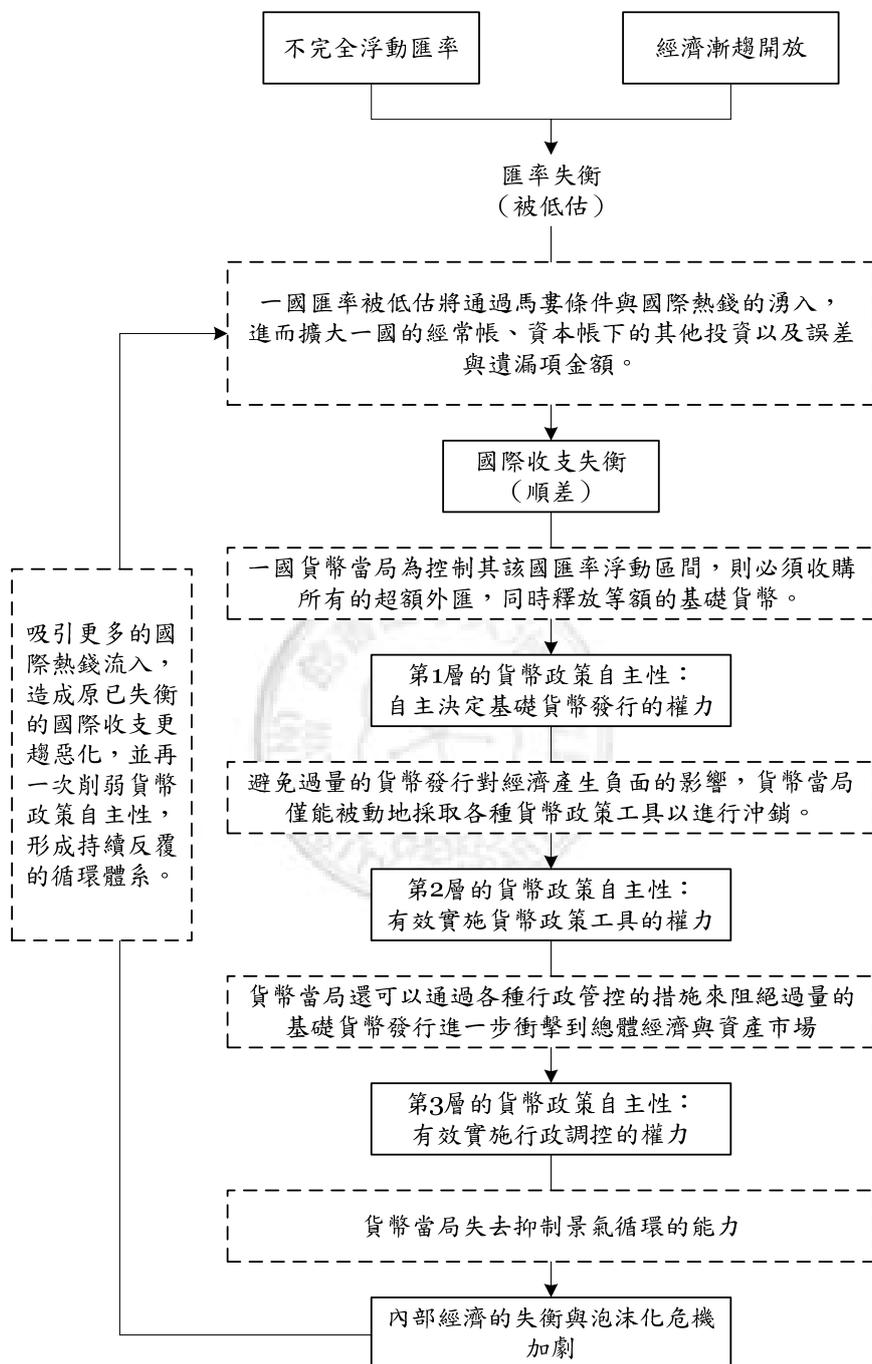
<sup>53</sup> 基礎均衡匯率強調，高估的匯率會使經濟出現緊縮；而低估的匯率則會造成經濟膨脹，而唯有基礎均衡匯率能同時實現內部平衡（充分就業與低通貨膨脹）及外部平衡（經常帳可持續與理想的收支平衡）的狀態。Williamson John, "Estimates of FEERs," in Williamson John eds., *Estimating Equilibrium Exchange Rates* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1994), pp. 177-244.

<sup>54</sup> 根據馬婁條件可知，在進出口商品的需求彈性之總和大於一的前提下，則一國貨幣貶值可以改善該國的對外貿易情況，進而促使該國經常帳順差大為增加。李榮謙，《國際貨幣與金融》，頁 119。

<sup>55</sup> 部分企業為了匯入資金以投資投機性資產也會通過浮報出口的方式再進一步擴大該國經常帳的順差。例如，在一國實施嚴格的資本管制情況下，該國企業還是可通過低報進口與高報出口來賺取更多的出口退稅，從而獲取更多的該國貨幣以進行套匯。因此，國際熱錢也會造成一國經常帳順差的擴張。另外，國際熱錢也將趁機湧入藉以套取匯差，從而衝高一國國際收支平衡表中的誤差與遺漏項金額。更甚者，進入該國的熱錢很大部分可能是本國自身居民所匯入，因此即便該國政府採取嚴格的資本管制也很難阻絕這部分資金的流入。這些國際熱錢不僅預期人民幣升值可以套匯獲利，更將大量資金投入經濟過熱產業投機，而這可能反映在以及資本帳項下的其他投資。王曉然，〈李德水曝順差真相〉，《北京商報》（北京），2007 年 1 月 22 日，[http://www.china.com.cn/economic/txt/2007-01/22/content\\_7691972.htm](http://www.china.com.cn/economic/txt/2007-01/22/content_7691972.htm)。John T. Cuddington, "Capital Flight: Estimates, Issues, and Explanation," Princeton University: *Studies in International Finance*, No. 85 (December 1986), pp. 1-44. Chen-yuan Tung, "The Renminbi Exchange Rate in the Increasingly Open Economy of China: A Long-Term Strategy and a Short-Term Solution," pp. 79-114.

入，造成原已失衡的國際收支更趨惡化，並再一次削弱貨幣政策自主性，形成持續反覆的循環體系。（見圖 2-5）

圖 2-5：不完全浮動匯率與經濟漸進開放下的貨幣政策自主性



註：一國同時採行不完全浮動匯率與經濟漸進開放也並非一定會引起國際收支大幅度的失衡。唯有再加上匯率發生被低估或被高估時，國際熱錢才會藉機進行套利，進而加大國際收支失衡的規模。因此，在圖中匯率失衡以「無框線」來表示。

資料來源：本研究自行繪製。