

當前世界經濟環境與我國貨幣政策的檢討

侯金英

(作者現為本校商學院銀行學系專任教員兼主任)

壹、當前世界經濟環境

自從一九七五年下半年以來，世界經濟由第二次世界大戰後最嚴重的衰退，緩慢走向復甦。不過，一九七六年下半年以後世界主要工業國家的經濟成長率已減緩。就美國經濟而言，與上年同期比較，一九七六年國民生產毛額的年成長率在第一季為九·一%，第二季為四·五%，第三季為三·九%，第四季為二·四%，逐季下降。如果世界經濟成長的速度繼續減緩，各國普遍採取保護貿易措施，則世界經濟可能再度受到蕭條的威脅。回顧一九七〇年代上半期世界經濟結構的轉變，展望世界經濟變動的可能方向，自可幫助我們了解我國將來經濟發展過程上可能遭遇的困難。

首先回顧民國六十年代上半期的世界經濟金融情況的變動，一九七一年八月尼克森總統發表新經濟政策，對世界經濟發生很大的衝擊以後，主要工業國家均擴張貨幣供給額，以促進有效需要。結果，到了一九七二年第四季與一九七三年，原料與中間產品便發生短缺的現象，導致商品價格的劇烈上漲。為抑制通貨膨脹，各國改而採行通貨緊縮政策，又轉而導致一九七三年以後的世界經濟衰退。而且產油國家大幅度提高原油價格，致使石油進口國家的貿易條件惡化，加深成本膨脹與經濟衰退。

因為長期間的通貨膨脹甚至延續到經濟衰退期間，所以在一九七四年底至一九七五年初，歐美各國政府對於轉向擴張政策的時機與程度，採取謹慎的態度。直至一九七五年年中，每一國家才廣泛地採取擴張性的政策，夏季終了以後，經濟衰退已達谷底。不過，由美國領導的快速的經濟復甦，到了一九七六年春季，却又緩慢下來。

不管就其範圍、深度、抑或期間而言，一九七四至七五年的世界經濟衰退，是第二次世界大戰後所經驗的最嚴重的一次。而且若干構造因素致使世界經濟環境更趨複雜。值得我們注意的構造變動，計有下列三項：

第一、主要國家景氣的同時變動 (Synchronization) ·

此次經濟衰退的谷底特別深，而且衰退期間特別長，其主要原因乃在歐美先進國家同時發生經濟衰退。在戰後國際貨幣基金與關稅貿易總協定的體制之下，商品貿易、資本與技術等國際間交流的障礙不斷被消除。根據聯合國統計年報的資料加以計算，世界國民生產毛額的年成長率，在一九五八至六三年間為五·一%，一九六三至六八年間為五·四%，一九六八至七三年間亦為五·四%。而在這三個期間，世界輸出的年成長率各為七·一，八·七，與九·六%。輸出的年成長率不但超過國民生產毛額的年成長率，而且自從一九六〇年代後半以來，輸出成長率不斷加速。於是，如表一所示，世界各國的貿易依存程度呈現明顯的上升趨勢，尤其已開發國家與東南亞地區的發展中國家的上升程度更是特別顯著。各國經濟相互依存程度的提高，雖然就長期而言，具有加速各國經濟成長的效果，但就中、短期而言，景氣變動的國際間的波及效果却會因此而增強。一旦某一主要國家發生經濟衰退，則透過「主要國家經濟衰退→輸入萎縮→其他國家輸出之減少→輸出國家國民生產毛額之減少」這一國際貿易乘數（註一）發生作用的過程，容易招致各國景氣之同時衰退，經濟衰退的谷底也就變成特別深。各國政府所採取的政策若不能充分協調，則經濟復甦的過程將變成特別緩慢而且軟弱。不過，一旦主要國家走向經濟復甦，則透過「主要國家經濟復甦→輸入增加→其他國家輸出之增加→輸出國家國民生產毛額之增加」這一過程，容易招致世界性的經濟復甦。事實上，自從一九七五年下半年，美國經濟即領導世界經濟的復甦，各國輸出重新呈現增加趨勢。雖然一九七五年年底至一九七六年年

表一 輸出依存程度的變動

(1960=100)

	1965	1970	1975
資本主義國家	108.4	129.9	142.1
已開發國家	110.2	137.7	151.9
北美	106.2	129.4	139.5

西歐	109.8	137.7	157.0
歐洲共同市場	110.4	140.1	162.3
發展中國家	108.2	109.6	117.9
非洲	108.8	108.8	114.5
拉丁美洲	102.6	100.8	96.7
中近東	111.3	116.3	121.5
東南亞	107.3	116.4	144.7

資料來源：United Nations, Statistical Yearbook, 轉引自日本通商產業省編，1976年版通商白書，第1-1-6表。

附註：輸出依存程度 = 輸出 / 國內支出總額

初的世界貿易與經濟復甦的過程較原先一般所預料者快速，但各國政府對於通貨膨脹的禍害已經有深刻的認識，各國經濟的同時擴張，轉而導致各國政府同時採行較為謹慎的需要管理政策。由於各國經濟相互依存關係的加強，國際性景氣循環 (international trade cycle) 盛衰起伏的幅度可能加大，勢必增加經濟的不穩定性。於是，歐美各國朝野人士多認為，政府所採行的措施不宜操之過急，唯有緩慢而持久的經濟擴張 (an economic expansion which is moderate but sustained)，才能同時達成物價穩定與充分就業這兩個主要政策目標 (註1)。

第一、衰退膨脹 (stagflation) 盛困擾。

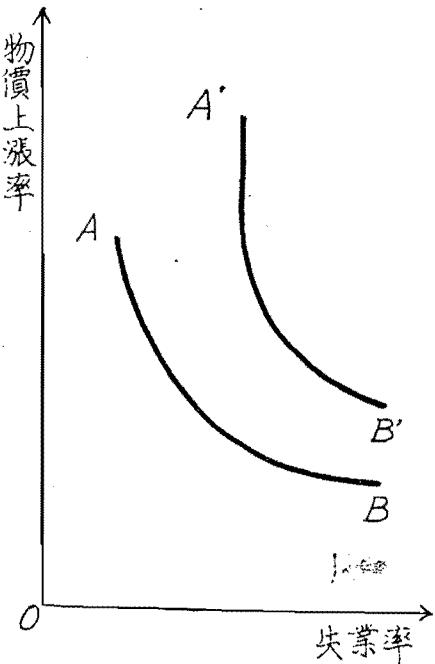
從傳統的經濟學看來，經濟衰退與通貨膨脹的同時發生是一種矛盾的現象。各國政府與經濟學家對於如何應付這新奇的現象均感困擾。在最近的實證研究上頗為一般注意的 Phillips 曲線 (註2)，表示物價變動率與失業率間有負的函數關係。而這種看法支配了大約二十年來的經濟政策的規劃。如圖一 A-B 曲線所示，政府當局可以在失業率與通貨膨脹率的不同組合中間作適當的選擇，而且經濟政策亦可改進市場的競爭性，或消除特定的瓶頸，使 Phillips 曲線往下移動，以便特定的失業率與

較低的通貨膨脹率相對應。不過，從歐美國家的最近資料看來，由於工會力量的加強，寡占企業之廣泛採行管理價格，以及輸入原料與糧食價格之上漲等原因Phillips曲線却正如A' B'曲線所示，變成很陡，甚至接近垂直線（註四）。Phillips曲線變成愈陡，政府當局愈不能輕易採取擴張性政策以刺激景氣。此時，失業率不但不易減少，而且容易觸發通貨膨脹之加速進行。因爲近年來所遭遇的通貨膨脹的原因是多方面的，而且是一結構性的，所以傳統的金融財政措施受到很大的限制。同時，一般公衆與政府又缺乏耐心，其所願意忍受反膨脹政策的代價的期間，往往不足以使這些政策充分發生預期的效果（註五）。

衰退膨脹的困擾亦表現在短期利率與長期利率的變動趨勢以及個人消費的減少方面，致使經濟復甦更爲困難。由於經濟的衰退，一方面財政收入未能保持以往的增加趨勢，另一方面財政支出却爲着減稅或追加預算等不景氣對策而大幅度增加，多數國家財政赤字對各國國民生產毛額的比率已達空前的高水準並大量發行公債。一九七五年美國聯邦政府的財政赤字超過七〇〇億美元，財政赤字佔國民生產毛額的比率高達百分之五，西德與法國的比率亦超過百分之三。於是，儘管由於貨幣當局採取謹慎的緩和信用措施，短期利率逐步下降，但公債的大量發行，以及對將來通貨膨脹的顧慮，却使長期利率僅作緩慢的下降，對投資需要有不良的影響。衰退膨脹又增加對將來就業情況之不安，消費者喪失信心，對住宅與耐久消費財需要大幅度減少，導致預防性儲蓄（precautionary saving）的增加與經濟復甦的延緩（註六）。

(3) 石油價格的高漲與世界貿易環境的轉變：

石油價格的高漲使石油進口國貿易條件惡化，一九七四年發生了大約六百五十五億美元的經常收支赤字。油價的高漲引起了需要結構與貿易型態的轉變，使各國經濟結構一時不易調整適應。爲減少經常收支赤字，各國便鼓勵出口，限制進口，結果世界貿易萎縮，成長率降低，經濟復甦更趨困難。一九七五年世界貿易量事實上約減少百分之六。雖然由於世界經濟的衰退，



進口的減少以及產油國進口的增加，一九七五年全體石油進口國的經常收支赤字減少為三四五億元，但經常收支獲得改善者却集中於美國、日本、法國、英國與意大利等少數幾個主要工業國家，開發中國家的情況更趨惡化。經濟合作與發展組織（O E C D）會員國家的經常收支赤字，由一九七四年的三三〇億美元大幅度減少為一九七五年的六五億美元。這是經濟衰退所招致的輸入的減少，對產油國家輸出的大幅度增加，以及貿易條件改善的結果。與之相對照，非產油發展中國家的經常收支赤字却由一九七四年的二一五億美元增加為一九七五年的三三五億美元。世界經濟的衰退，減少對初級產品的需要，初級產品生產國家的貿易條件乃惡化。以個人消費的減退為特徵的此次不景氣，又減少對發展中國家的勞動密集的輸出品的需要。

一九七六年世界貿易量，據估計大約增加了百分之十一。與主要工業國家的景氣復甦相平行，自從一九七五年後半，以織維與電氣製品為中心的非產油發展中國家的輕工業製品的輸出開始大幅度增加。自從七五年底至七六年年中，初級產品輸出國家的貿易收支亦由於非鐵金屬、天然橡膠、咖啡等產品價格的上漲與需要的增加而好轉。同時，農業生產亦頗為順利，糧食輸入便大幅度減少。於是，非產油發展中國家的貿易收支赤字，由七五年的三〇〇億美元減少為七六年的二一〇億美元。彌補貿易收支所需資金又順利地藉國際貨幣基金或其他國際機構的借款，先進國家與產油國家政府的援助，以及歐洲美元市場與先進國家商業銀行的借款而加以籌措，一九七六年這些國家的外匯準備甚至增加七〇億美元。不過，石油危機以來迅速累積的非產油發展中國家的外債餘額已達一、七〇〇億美元，構成南北問題國際會議所討論的一個最主要問題。發展中國家一面要求政府開發援助免除還本付息的責任，另一面要求透過商業銀行所借債務展延償還期間。

先進國家與發展中國家的所得水準的差距，似因石油危機而擴大。除了上述償債問題以外，發展中國家期求先進國家、產油國家與國際經濟機構提供援助，並穩定初級商品價格，以建立新的世界經濟秩序（a new world economic order）。不過，先進國家經濟若不能穩定發展，則初級產品價格難免波動，對發展中國家的援助也在其財力上受到很大限制。尤其石油等重要物資價格不按市場供需原則決定，不但容易觸發成本膨脹，延緩經濟復甦，而且會破壞世界貿易的自動調節機能，增加經濟的不穩定性。

石油危機發生以後，值得注意的另一個發展便是，在國際貨幣制度方面，主要工業國家均採行浮動匯率，並已獲得國際貨

幣基金的承認。雖然浮動匯率使世界順利地渡過一九七三—七五年的石油危機，但各國經過世界經濟衰退而在緩慢的復甦過程中掙扎時，却逐漸暴露其缺點。英國、意大利與墨西哥等弱勢貨幣國家的貶值，致使進口成本提高，誘發工資與物價的螺旋型上漲，加深了這些國家的通貨膨脹問題。另一方面，日本等國家在浮動匯率制度之下，不按照其競爭能力而向上調整幣值，以謀取不公平的貿易利益。在目前國際市場互相猜疑的情況下，假使日本與歐洲主要工業國家過度依賴出口的擴張以促進經濟復甦，則可能引發全球性的貿易戰爭，造成嚴重的後果（註七）。貿易的限制將會招致經濟資源的浪費與經濟效率的低落，終而導致經濟停滯。目前最主要的一個問題便是，各個國家必須互相遵守公平的規律，以維護自由的貿易。

關於世界經濟的中期展望，根據經濟合作與發展組織的預測，只要各個國家能够妥善管理國內需要，彼此充分合作，則經濟合作與發展組織會員國家的實質國民生產毛額的年成長率將維持百分之五，世界貿易的年成長率也可能達到百分之十（註八）。不過，如上所述，經濟合作與發展組織所特別強調的是，緩和而持久的經濟成長，在經濟政策上主張採取漸進主義（gradualism）以消除緊縮缺口。卡特總統最近放棄一〇〇億美元的退稅與一〇億美元的投資減稅計劃，反映美國政策從原先擬採行各種激勵措施以迅速降低失業率，轉而對通貨膨脹問題加予更大的注意。

受到這種漸進主義的影響，世界經濟的成長可能較以前減緩。至少在將來一段期間內，世界經濟成長速度的減緩，再加上貿易保護主義的蔓延，將會使貿易依存程度特高的我國經濟面對重要的挑戰。世界經濟的這種結構性的轉變，顯然要求政府與廠商對世界景氣動向予以更密切的注意，經濟政策必須適當地配合，產銷結構必須迅速地調整，以適應新的世界經濟環境。

貳、當前我國經濟金融情況的檢討

一、總體指標與個體指標的不調和

從總體指標看來，自從一九七五年第二季，國內經濟即逐漸由經濟衰退的谷底復甦。根據主計處的估計，一九七六年國民生產毛額的成長率達百分之一一·八，經濟已脫離七四年的停滯與七五年的低成長的困境。出口的持續擴張顯然是景氣快速復甦的一個主要原因。根據海關資料，一九七六年出口值為八、一六六百萬美元，較上年同期增加百分之五三·八。以出口商品

而言，紡織品、電器機械器材、塑膠及其製品、機械及一般金屬製品、與夾板木材製品及傢俱等五項主要製造業產品的出口，均較上年增加百分之五〇以上。

由於工業產品出口的迅速擴張，工業生產顯著增加，全年增加率達百分之二三・七，不僅較七五年增加率百分之五・八大幅度提高，而且為二十二年來僅次於七一年（百分之二四・一）的最高成長紀錄。在農業生產方面，由於政府之鼓勵糧食生產，氣候又良好，農業成長率高達七・三%，為近十年來成長率最高的一年。

對外貿易與工業生產大幅增加的結果，政府稅收，就業人數亦均有增加。七六年賦稅收入較七五年增加百分之二〇，或二一六億元，就業人口總數為五六六萬人，較七五年增加約一四萬人。而在貿易與生產快速上升的過程中，物價仍維持相當的穩定。七六年指數平均與上年比較，躉售物價上升百分之二・八，都市消費者物價上升百分之二・五。儘管由於貿易出超與國外資本的流入，國外資產淨額大幅增加，以各月底平均餘額計算之貨幣供給額年增率為百分之一八・七，介於一般認為理想的貨幣供給額的年成長率百分之十五至二十之間。

就上述種種總體指標看來，經濟在穩定中達成高度成長。不過，就一九七六年各月加以觀察，上半年景氣快速復甦，下半年景氣却呈現不穩定的動向。而且就個別企業看來，大多數企業的利潤率微薄，廠商資金週轉困難，競銷殺價，財務結構未能因產銷增加而獲改善，經營殊感困難。若干艱苦工業亟待依「當前艱苦工業處理方針」重整或和解改組，形成總體指標與個體指標不調和的現象。

令 $Y = \text{國民所得}$

$W = \text{各業受雇員工每年平均薪資}$

$L = \text{各業受雇員工人數}$

$K = \text{資本存量}$

$I = \text{資本形成淨額}$

並假定平均所得投資比率 (Y/K) 與邊際所得投資比率 ($\Delta Y/I$) 相等，則資本投資報酬率 (r) 得利用下列公式予以

$$r = \frac{Y - WL}{K}$$

$$= \frac{(Y - WL) / Y}{K / Y}$$

$$= \frac{\Delta Y \times Y - WL}{I \times Y}$$

如圖一與附表一所示，在一九七四年以前資本投資報酬率歷年多在百分之10以上。七五年却降低為百分之四，遠低於利率水準。

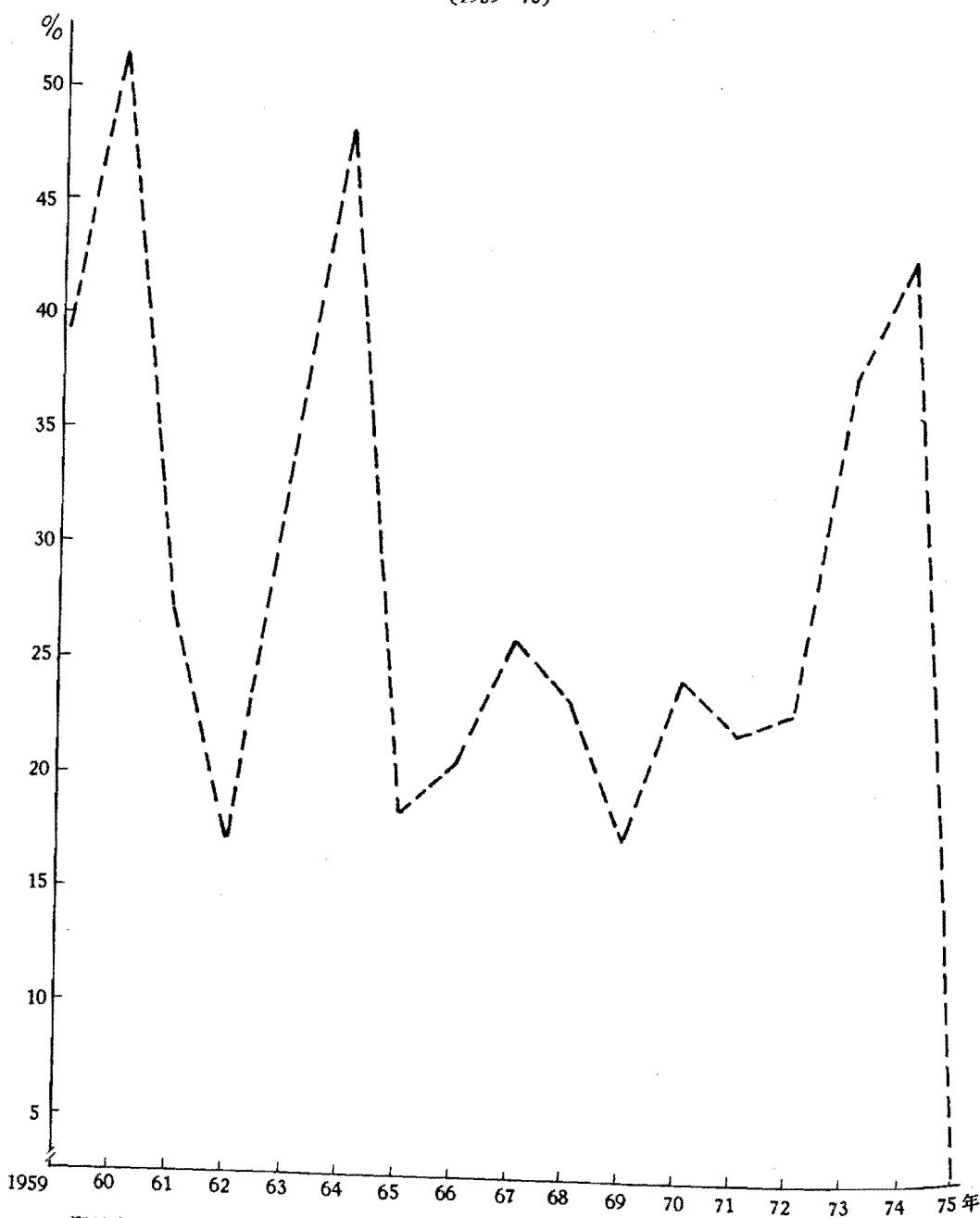
以往我國物價的變動，在通常情況下，躉售物價較為平穩，消費者物價上漲較快（註十）。不過，一九七六年躉售物價的上漲率却與消費者物價大致相等。此種現象可能反映生產成本的提高，部分由廠商以減少銷售利潤的方式予以吸收。

如果廠商的資本投資報酬率維持偏低的水準，則在短期間財務結構未能因產銷增加而獲改善，資金週轉將更形困難，正如患貧血病者一樣的虛弱無力，不斷需要輸血，以債養債。而且就長期而言，偏低的資本投資報酬率必將影響廠商的投資意願，有礙我國經濟發展與國際競爭能力的改進。

由於總體指標與個體指標發生上述不調和的現象，儘管輸出的擴張帶動總體指標的顯著回升，但外銷廠商所面對的却是一種無利潤的出口所引導的景氣復甦（a profitless export-led recovery）。

圖二 資本投資報酬率

(1959—75)



資料來源：附表一

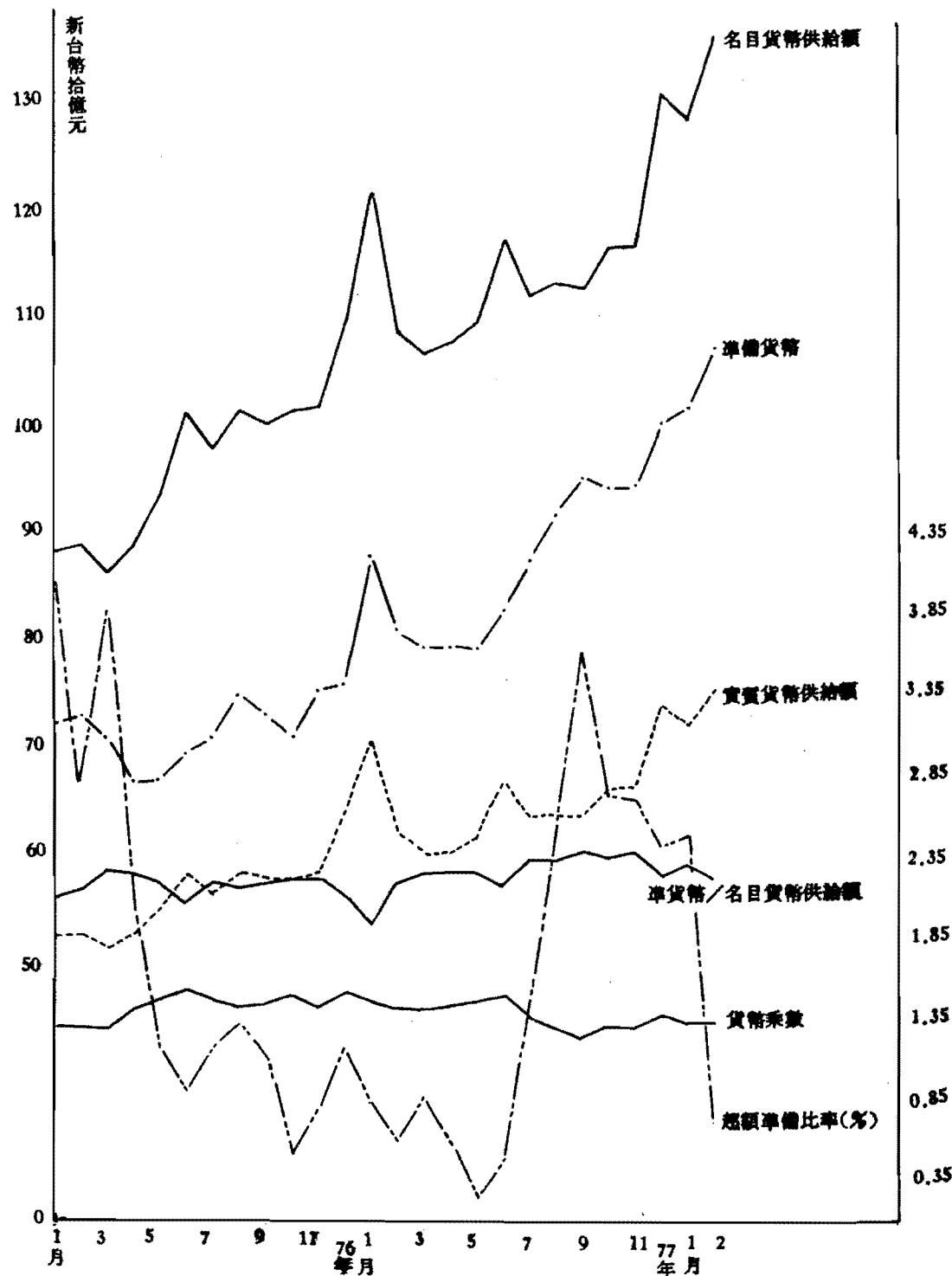
二、當前我國金融情況的檢討

我國是輸出導向的經濟，對外貿易依存程度很高，容易遭受國際經濟情況變動的衝擊。面對着國際經濟環境的改變，國內經濟與金融情況也隨之變動。在世界性經濟衰退膨脹的衝擊下，我國經濟自一九七四年下半年出現二十餘年未有的衰退現象。如圖三所示，自從七五年三月，國內經濟蕭條達到谷底後，貨幣供給額始呈現遞增的趨勢。由於經濟衰退，資金需要減少，七五年第一季，各銀行之超額準備居高不下，平均每月接近九十億元，但四月以後，由於銀行放款之增加，各銀行之超額準備漸次收縮，超額準備佔全體銀行應提準備金存款餘額的比率便急速下降。貨幣乘數由七五年第一季的一·二提高到一·四左右。

不過，七五年九月以後，經濟復甦進展遲緩，九、十、十一月間名目貨幣供給額的變動情形又回平。由於應付款項之陸續到期，以及企業利潤之微小，甚或虧損，廠商資金調度漸感困難。十一月下旬政府採取若干因應措施，提高外銷貸款融通金額，降低外銷貸款利率，允許企業延緩特專案及進口機器融資之償還，並繼續執行各指定銀行對重要生產事業輔導貸款辦法。於是，十二月間銀行放款增加頗多，名目貨幣供給額在十二月底較七四年底增加百分之二六·二。

一九七六年一月底適逢農曆春節，貨幣供給額升至一、二二一億元之新高峯，二月及三月呈現季節性的減少。第一季貨幣供給情勢尚稱平穩，中央銀行並沒有採取任何新的金融措施。第二季貨幣供給額恢復增加，但以各月變動趨勢而言，與上年同月比較的增加率却呈逐月下降的現象。造成此現象的主要原因有二：(1)由於稅收增加及發行公債關係，超額準備比率大幅度下降，影響銀行的信用擴張能力。(2)啓達企業集團案發生後，銀行放款態度趨審慎，授信之擴充趨緩。第三季貨幣供給額，除八月增加外，七、九兩月均屬減少。雖然中央銀行與財政部一再勸導各銀行積極供應工商界的正當融資，並放寬融資作業程序，但由於景氣復甦發生頓挫現象企業求貸條件惡化，授信擴充緩慢，銀行之準備狀況鬆弛，尤其八月以後，每月之淨超額準備均在八五億元以上，九月最高達一二五億元，貨幣乘數下降為一·二。十月以後，貨幣供給額恢復增加，十一月之增幅與十一月比較達百分之一二·四。為減輕廠商財務負擔，縮短我國與國際利率間的差距，中央銀行於十月下旬及十一月中旬兩次降低利率。

圖三 重要金融指標



表二
六十五年貨幣供給額變動之分析

單位：新台幣百萬元

貨幣供給額變動之因素	使貨幣供給額增加	使貨幣供給額減少
1. 有關國外部門 國外資產淨額增加	40,286	
2. 有關政府部門 對政府債權增加 政府存款（包括中 美發展基金存款） 增加	9,391	10,080
3. 有關企業及個人部門 對公營事業債權增 加 對民營事業等債權 增加 準貨幣性存款增加 進口結匯保證金減 少	8,438 49,405 540	60,537
4. 其他因素		16,178
合計 貨幣供給額增加	108,060 (+)21,265	86,795

資料來源：中央銀行經濟研究處編：中華民國台灣金融統計月報

如表二所示，一九七六年促使貨幣供給額增加之最主要因素為對民營事業債權增加四九四億元。國外資產淨額自六月起持續大幅增加，全年增加額達四〇三億元，構成貨幣供給額增加的另一主要因素。對政府債權及對公營事業債權之增加亦為擴充性因素。至於抵消貨幣供給額增加之主要因素為準貨幣性存款增加六〇五億元，及政府存款增加一〇一億元。準貨幣性存款，

平均每月增加百分之一，雖然第四季先後兩次降低利率，但其穩定成長之趨勢並未受到影響，始終為穩定金融的主力因素。物價的平穩顯然加強經濟單位以儲蓄性存款的形態保有其財富的信心。

長期看來，貨幣供給額的適當成長率應如何決定，對貨幣當局來講，是一個極為重要的問題。我國產業結構正值調整時期，經濟復甦速度又趨於減緩的目前情況下，特別值得強調的是，金融面宜採取較為放鬆的政策，以緩和廠商在其經營調整上所遭遇的困難。

在景氣緩慢復甦的過程中，特別是在一九七六年第二至第三季，企業資金需要殷切的原因，計有下列七項：

第一、合成纖維等工業的設備投資擴充過速，國際市場供過於求，資本設備利用度低落，同業間自相殺價，利潤微薄，甚至虧損，發生以債養債的現象。這些廠商除了籌措陸續到期的機器設備分期付款以外，為彌補虧損而維持生產，自迫切需要週轉資金。

第二、一九七四年年底以來，對國內主要生產事業，分由各商業銀行予以輔導，並給予必要的融資。對輔導企業一再允許貸款之展期並增加融資，雖然避免了景氣衰退的加深，但支持了部份經營不健全的企業。尤其企業集團間資金之流用更往往將賺錢企業的資金用之於原應整頓或淘汰的虧損企業，致使企業償還能力普遍地降低。

第三、長期處於成長順境，我國企業經營以經濟之快速成長，國內外市場的迅速擴大為前提，設備投資的很大部分係藉外來資金籌措。所得稅法第七十六條之一對公司未分配盈餘的限制又過嚴，致使公司財務結構極為脆弱，稍遇經濟不景氣，即陷困境。

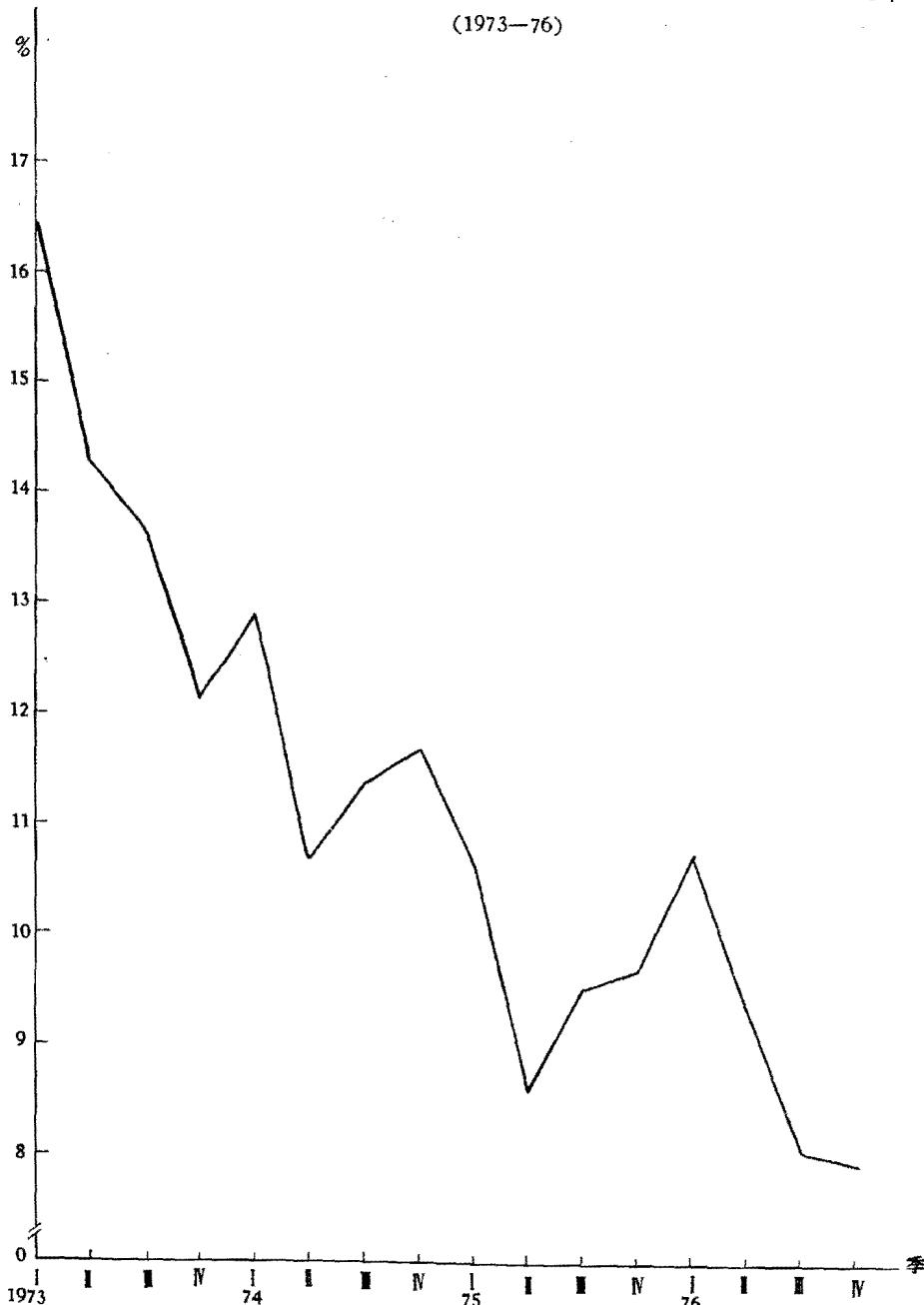
第四、企業互保制度容易發生連鎖反應。一旦被保證企業週轉失靈，銀行往往要求那些加以保證的企業先履行保證責任，然後始予繼續融資，正常企業的經營基礎有時會因此而發生動搖。

第五、對重要國際商品價格動向缺乏充分的了解，以致在一九七四年高價購進若干大宗物資，增加了生產成本與財務週轉上的困難，影響出口競爭能力。

第六、企業倒閉的傳聞，招致民間票據信用的萎縮，原料廠往往要求中小型加工廠以現金購料。

第七、因受企業營運長期未能突破困局與啓達案的影響，銀行對生產事業融資的擴張趨緩。至於出口信用狀融資比率，則一面因有效期間縮短，另一面因須另提擔保品而呈現明顯的下降趨勢，如圖四所示，自從一九七五年第二季趨於逐月上升的「銀行外銷貸款佔出口結匯額乘以生產週轉期」之比率，到了七六年第二季以後又呈現明顯的下降趨勢。

圖四 全體銀行每月外銷貸款餘額佔每月出口結匯金額乘生產週轉期之比率
(1973—76)



資料來源：附表二

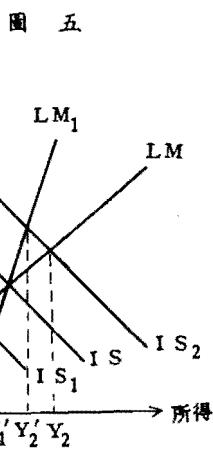
參、對我國貨幣政策的若干建議

貨幣政策的最終目標 (final objectives) 在於達成物價的穩定，充分就業，國際收支的均衡，以及適度的經濟成長。不過，中央銀行依賴重貼現率，公開市場活動，存款準備率規定，以及直接融資額的調整管理工具所直接影響的是，金融市場利率等信用條件或貨幣供給額，然後透過這些貨幣變數，進而影響生產、就業、物價或國際收支等最終目標。因此，貨幣供給額或金融市場利率乃被稱為中間目標 (intermediate targets)。在貨幣政策的運用上，中間目標必須具備兩個條件：

- (1) 貨幣政策的中間目標必須為貨幣當局所能加以控制，
- (2) 中間目標與最終目標之間必須存在穩定的關係。

經過一九六〇年代後半的通貨膨脹期間，以及受到貨幣主義者的影響，一九七〇年以來歐美各國與若干發展中國家貨幣當局多選擇貨幣供給額等貨幣總量指標 (monetary aggregates) 為中間目標 (註十一)。根據以往經濟發展與物價變動的經驗，我國政府亦認為理想的貨幣供給額的年成長率應維持在百分之十五至二十之間。

為有效管理貨幣供給額以達到經濟的穩定，則利率必須具有市場機能而自由變動，以作為主要的政策指標，並影響資金成本或資產價格，進而招致投資與消費行為的必要的調整。利率的自由化對經濟穩定的積極意義，可利用邏輯的 $LM = IS$ 模型說明如下 (註十二)。如圖五所示，假定 IS 曲線在 IS_1 與 IS_2 的範圍內移動，貨幣需求函數具有穩定性。假使貨幣當局將貨幣供給額維持不變，則國民所得在 Y_1 與 Y_2 的範圍內變動。不過，在利率上升時，假使貨幣當局減少貨幣供給額，則利率將會更大幅度地上升。相反地，當利率下跌時，假使增加貨幣供給額，則利率將會更大幅度地下跌。於是，



圖五

助於經濟之穩定。因此，我國應逐步克服制度上的困難，走向利率水準的自由化，以期貨幣政策更有效地達成經濟穩定等最終目標。爲期放款利率更具彈性，銀行公會宜儘速將放款利率伸縮幅度加以放寬，逐漸促進利率結構的形成，鼓勵廠商改善其財務結構。

如上節所強調，我國產業結構正值調整時期，金融面宜採取較爲放鬆的政策，以緩和廠商在其經營調整上所遭遇的困難。而且當前貨幣政策的另一個主要課題便是，及時採取適當的管理工具，設法緩和短期間主要金融變數的各季成長率的波動幅度，以免發生信用過度緊縮與過度放鬆的交替現象。如圖六所示，經季節調整後之貨幣供給額的年成長率大致符合理想的成長率的要求，但以季成長率折算的貨幣供給額年成長率却顯示很大的波動。以一九七六年第二季爲例，與上年同季比較之貨幣供給額年成長率爲百分之一八·四，但以季成長率折算之年成長率僅達百分之七·三。就貨幣供給額以外的銀行信用餘額與準備貨幣而言，圖六顯示同樣的變動型態。七六年第二季與第三季貨幣供給額與銀行信用餘額的短期成長率的急速下降，招致當時金融緊俏的局面，致使廠商在其經營調整上遭遇困難。中央銀行今後必須努力的一個主要工作便是，促進貨幣市場的健全發展，與公開市場操作制度的建立，以緩和主要金融變數的短期波動，維護穩定成長的金融環境。靈活的貨幣市場不僅將無組織的（unorganized）民間借貸市場的資金導入於有組織的金融市場，而且有助於利率的自由化與貨幣管理的有效執行。爲擴大短期票券之交易，對票券金融公司之業務經營所加上的銀行融資與保證總額等限制，宜予適當的放寬。管理規則不宜過份偏重於消極性的管制與防弊。

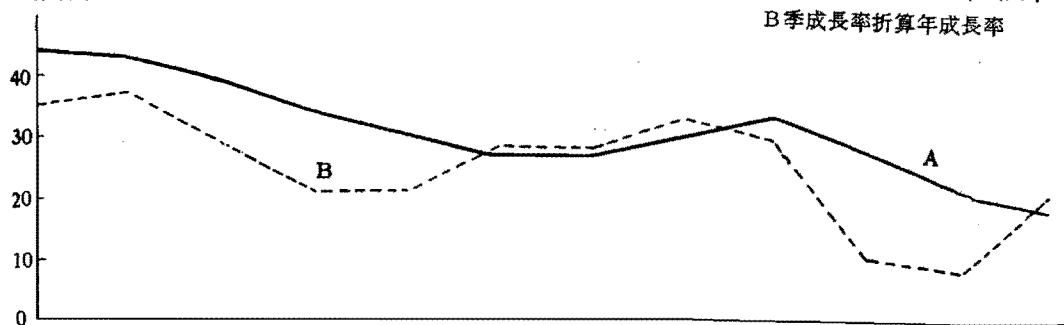
最後，站在長期經濟發展的觀點而言，金融事業能否切實奉行政策，爲廠商提供最適切的服務，關係重大，有待努力之處尚多。在以往經濟快速成長的過程中，不可否認地，銀行曾扮演了極其重要的角色，支持了企業以其有限的自有資金，積極進行設備投資，擴大生產規模，引進新技術，提高其生產效率。不過，如第一節所述，當前經濟環境與一九六〇年代或七〇年代早期，已有很大的差異。年來我國經濟受到國際經濟變化的巨大衝擊，產業結構又正值調整時期，政府、工商界與銀行業必須密切配合，以克服困難。尤其銀行業務與制度，必須澈底革新，就有關法令規章，銀行內部作業組織及授信程序，以及工商界應行配合等事項應分別檢討並予儘速改進。

圖六 銀行信用、貨幣供給額與準備貨幣之年成長率

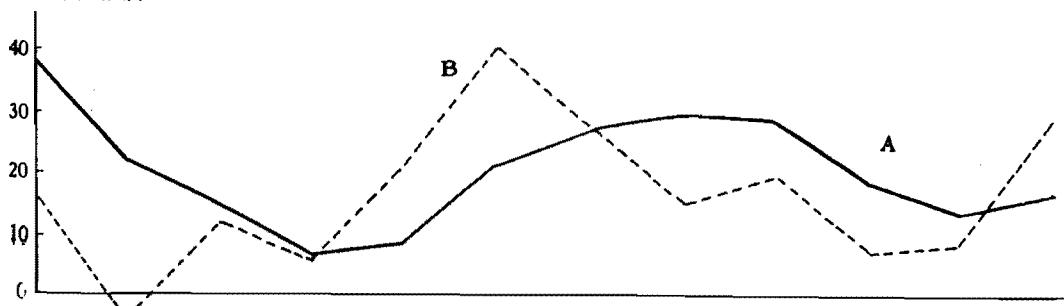
(1974—76)

銀行信用

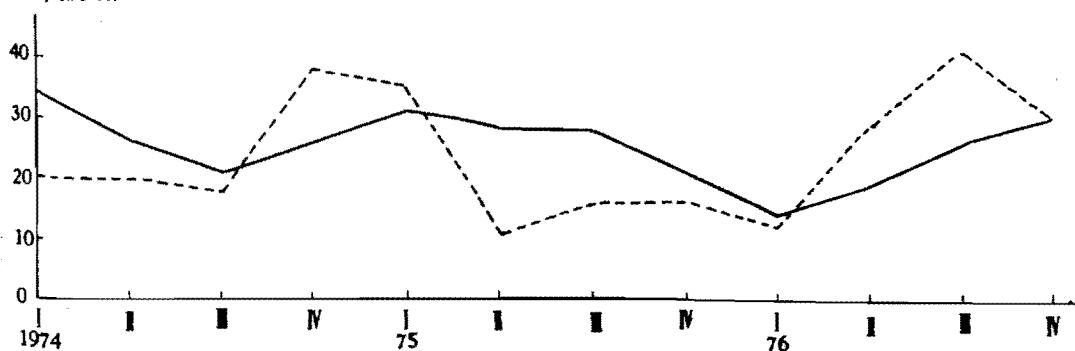
A與上年同季比較之年成長率
B季成長率折算年成長率



貨幣供給額



準備貨幣



關於法令規章，銀行一面受到政府的過度保護，另一面却受到政府主管機構的過度干涉。就銀行所受到的保護而言，金融機構設立分機構，受到嚴格的限制。第一、彰化與華南等三家商業銀行的股息，每年均維持同一水準。各種存放款利率係由中央銀行核定實施，利率不具備調節市場供需的機能，以促進銀行間的競爭，提高資金分配的效率。不過，政府對銀行的保護却也伴隨政府主管機構的過度干涉。我國銀行多屬公營，視同一般行政單位。一般行政機構的管理法令幾乎全部適用於銀行，不能機動處理業務。預算財務方面，須依預算法與會計法之規定，無法配合業務需要彈性運用。人員編制亦受公務人員服務法之嚴格限制，難以適應實際需要。不過，行政單位與事業機構畢竟有其本質上的差異。如果對銀行的預算、財務與人員編制，限制過嚴，則必受官場積習的影響，但求無過，不求有功，無法推行銀行業務的現代化，配合經濟發展的需要。銀行的經營是對存款人負責，政府監督銀行，無論是公營或民營銀行，應處於同等地位，一切以銀行法為基礎。而且為提高從業人員的素質，銀行公會宜設立銀行人員訓練所，不僅注重專業訓練，更應培養其敬業精神。

銀行業務的改進，以授信業務的改進為主題。不過，銀行業務的改進，絕不是僅以向銀行求貸是否容易而予以衡量。統一銀行會計科目，應予修改以切合實際。資本支出的貸款，應依照「條件貸款 (term loan)」的方式，按產銷計劃分段辦理。週轉性授信則按個別交易行為，應具備高度的清償性，以避免流用或重複融資之弊。除了以設備投資為中心的生產融資以外，配合世界經濟環境的改變，今後銀行融資必須對廠商銷售產品，拓展新市場予以更多的協助。為避免廠商偏好進口的加工原料，對於生產事業在國內購買輸出品加工所需原料而開立之國內遠期信用狀，應該給予國外信用狀大致相同的融資條件。關於呆賬之處理，將每筆超過一百萬元以上者，應專案呈報財政部核轉審計部同意辦理一節，宜予適當的放寬，似可由主管機關核定標準，由金融檢查人員證明，授權董事會核銷。

最後，關於工商界之配合，企業經營者應排除賺錢由股東分享，虧損則仰賴政府或銀行救濟等不健全心理。目前多數企業，尤其中小企業，往往欠缺週詳可靠之財務報表與長期資金運用計劃。銀行因無法明白了解其財務及營業實況，只有重視抵押品及人事背景，授信作業慎重繁瑣，致難配合企業迫切之需要，引起雙方之誤解與困擾。改進銀行授信業務之一個基本問題，乃在促使企業脫離家庭企業方式，健全會計財務制度，以配合銀行融資業務之需要。尤其艱困工業必須面對現實，自行提出可行

的整頓方案，按公司法重整或民法和解，在其組織上作必要之調整。

肆、結語

不管就其範圍、深度、抑或期間而言，一九七四至七五年世界經濟衰退，是第二次世界大戰後所經驗的最嚴重的一次。主要國家景氣的同時變動、衰退膨脹的困擾，以及石油價格的高漲與世界貿易環境的轉變等構造性的變動，特別值得我們的注意。至少在將來一段期間內，受到漸進主義的影響，世界經濟成長速度可能減緩。再加上貿易保護主義的蔓延，貿易依存程度特高的我國經濟將面對重要的挑戰。世界經濟的這種結構性的轉變，顯然要求政府與廠商對世界景氣動向予以更密切的注意，經濟政策必須適當地配合，產銷結構必須迅速地調整，以適應新的世界經濟環境。

我國是輸出導向的經濟，面對着國際經濟環境的改變，國內經濟與金融情況也隨之變動。而且在一九七六年，總體指標與個體指標發生不調和的現象。儘管輸出的擴張帶動總體指標的顯著地回升，但外銷廠商所面對的却是一種無利潤或低利潤的出口所引導的景氣復甦。如果廠商的資本報酬率繼續維持偏低的水準，則在短期間財務結構未能因產銷增加而獲改善，資金週轉更形困難，正如患貧血病者一樣的虛弱無力，不斷需要輸血，以債養債。而且就長期而言，偏低的資本投資報酬率必將影響廠商的投資意願，有礙我國經濟發展與國際競爭能力的改進。

我國產業結構正值調整時期，經濟復甦速度又趨於減緩的目前情況下，金融面宜採取較為放鬆的政策，以緩和廠商在其經營調整上所遭遇的困難。利率的構成因素計有下列四項：(1)來自資本利潤的純粹利息，(2)貸放手續費，(3)對賴債或倒閉的保險費，以及(4)貶值補償費。在利潤率大幅度下降，物價又相當穩定的目前情況下，利率自須加以向下調整，以減輕廠商的成本，加強其對外競爭能力。不過，我國目前所遭遇的許多困難是結構性的，這些問題並非單靠利率的降低即能加以解決，而必須在財政與貿易方面採取配合的措施。至於就貨幣政策而言，至少有下列三個主要課題必須由貨幣當局努力加以達成。第一，貨幣當局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波動，以免發生信用過度緊縮與過度放鬆的交替現象，維護穩定成長的金融環境。第二，貨幣當局應逐步克服制度上的困難，促進貨幣市場的健全發展，走向利率水準的自由化，以期貨幣

政策更有效地達成經濟穩定成長的最終目標。銀行公會宜儘速將放款利率伸縮幅度加以放寬，以期放款利率更具彈性，逐漸促進利率結構的形成，鼓勵廠商改善其財務結構。第三，為期銀行切實奉行政策，為廠商提供最適切的服務，銀行業務與制度必須澈底革新，就有關法令規章，銀行內部作業組織及授信程序，以及廠商應行配合等事項，應予分別檢討，並儘速予以改進。尤其配合世界經濟環境的改變，今後銀行融資，除了設備投資以外，對於廠商銷售產品，拓展新市場應給予更多的協助。為提高銀行從業人員素質，銀行公會宜設立銀行人員訓練所，不僅注重專業訓練，更應培養其敬業精神。

註一 R.E. Caves and R.W. Jones, *World Trade and Payment*

Business Week, (Nov. 22, 1976), pp. 140-42.

(Boston : Little, Brown and Company, 1973), ch. 17.

註八 OECD, "A Growth Scenario to 1980," *Economic Outlook*

註九 A.W. Phillips, "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates

(July 1976), pp. 126-52.

註十 E.S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973), p.

in the U.K. 1861-1957," *Economica*, Vol. 25 (100), 1958,

81.

pp. 283-99.

註四 "Hunting New Remedies," *Newsweek*, (May 17, 1976),

pp. 45-7.

註五 H.G. Johnson, "What is Wrong With Economics:

(長十四年九月), 111-144頁。

An Alternative View," *The Banker*, (May 1976), p. 465.

註六 *Economic Report of the President* (Washington D.C.: Government Printing Office, January 1976), p. 130.

註七 "Foreign Exchange: Why the Float Gets Dirtier"

現代經濟金融月刊，第四卷第八期（KII年八月）。一一九頁。
註八 指著「貨幣政策的政策指標」，中國經濟學會六十四年年會論文集

with Monetary Aggregate Objectives," Federal Reserve

Bank of New York, *Monthly Review* (July 1973), pp. 171-2.

資 本 投 資 報 酬 率 的 推 估
(按當年價格計算)

時 間	國民所得 Y (1)	受僱人員 報酬 WL (2)	Y - WL (3)	ΔY (4)	I (5)	I_{t-1} (6)	$\Delta Y / I_{t-1}$ (7)	$Y - WL / Y$ (8)	$r = (7) \times (8)$
民國47年	36,149	16,778	19,371	-	7,898	-	0.7167	0.5466	0.3917
48	41,810	18,954	22,856	5,661	9,768	7,898	0.9486	0.5436	0.5156
49	51,076	23,308	27,768	9,266	12,587	9,768	0.5110	0.5388	0.2753
50	57,508	26,518	30,990	6,432	13,887	12,587	0.3305	0.5222	0.1725
51	62,098	29,668	32,430	4,590	14,554	13,887	0.6237	0.5309	0,3311
52	71,176	33,384	37,792	9,078	15,459	14,554	0.8988	0.5371	0.4827
53	85,071	39,494	45,577	13,895	19,674	15,459	0.3575	0.5175	0.1850
54	92,095	44,431	47,664	7,024	25,995	19,647	0.4099	0.5107	0.2093
55	102,751	50,275	52,476	10,656	29,308	25,995	0.5219	0.2621	0.2387
56	118,047	58,745	59,302	15,296	37,014	29,308	0.4892	0.4880	0.1763
57	136,157	69,704	66,453	18,110	45,319	37,014	0.4845	0.4804	0.2461
58	152,795	79,387	73,408	16,638	49,229	45,319	0.4845	0.4589	0.2223
59	178,255	93,400	84,855	25,460	58,946	49,229	0.5106	0.4523	0.2309
60	206,816	111,903	94,913	28,561	67,565	58,946	0.4845	0.4290	0.4301
61	241,320	132,150	109,170	34,504	72,815	67,565	0.4231	0.4122	0.0426
62	303,573	168,751	134,822	62,253	106,552	72,815	0.4441	0.3796	
63	410,422	234,327	176,095	106,849	200,812	106,552	0.4290		
64	431,150	253,413	177,737	20,728	163,186	200,812	0.1032		

資料來源：行政院主計處，中華民國國民所得

附表二

全體銀行每月外銷貸款餘額佔每月出口結匯金額乘生產週轉期之比率

單位：新台幣千元

季 別	項 目	出 口 結 匯 金 額 (季 之 月 平 均) (1)	生 產 週 期 期 四 個 月 (2)=(1)×4	全 體 銀 行 外 銷 貸 款 (季 之 月 平 均) (3)	央 行 外 銷 貸 款 貼 現 (4)	(5)=(3)/(2) %
1973	I	11,619,805	46,479,220	7,649,982	—	16.45
	II	14,768,548	59,074,192	8,428,522	—	14.26
	III	15,958,898	63,835,592	8,712,224	1,482,637	13.64
	IV	17,344,353	69,377,412	8,425,054	1,549,707	12.14
1974	I	16,869,935	67,479,740	8,703,042	1,613,150	12.89
	II	18,412,140	73,648,560	7,846,325	2,235,923	10.65
	III	17,828,688	71,314,752	8,099,718	3,813,655	11.35
	IV	16,580,451	66,321,804	7,730,524	3,773,932	11.65
1975	I	15,478,464	61,913,856	6,558,314	2,312,666	10.59
	II	17,297,030	69,188,120	5,917,373	1,460,966	8.55
	III	18,403,945	73,615,780	7,007,379	1,953,658	9.51
	IV	19,494,000	77,796,000	7,563,146	2,760,129	9.69
1976	I	20,928,579	83,714,304	8,984,129	4,712,282	10.73
	II	25,119,089	100,476,356	9,366,014	4,894,075	9.32
	III	27,049,444	108,197,776	8,704,690	4,405,525	8.05
	IV	27,457,811	109,831,244	8,684,588	3,021,773	7.91

附表三

銀行信用、貨幣供給額與準備貨幣之成長率(1974—76年)

季 別 項 目	與上年同季比較之年成長率			以季成長率折算之年成長率		
	銀 行 信 用	貨 幣 供 給 額	準 備 貨 幣	銀 行 信 用	貨 幣 供 給 額	準 備 貨 幣
1974						
I	44.0	37.4	33.9	35.0	15.6	20.4
II	43.4	21.4	25.7	37.1	-4.2	20.4
III	38.9	14.6	21.2	28.6	12.0	18.0
IV	34.2	7.4	26.5	21.4	5.8	38.4
1975						
I	29.9	8.9	31.0	21.4	21.3	35.2
II	27.2	21.2	28.1	28.0	40.4	11.2
III	26.9	25.6	27.5	27.5	27.2	16.0
IV	30.5	28.6	21.0	33.3	15.3	16.0
1976						
I	32.7	28.0	14.4	28.6	19.4	12.0
II	27.2	18.4	19.1	10.1	7.3	28.0
III	21.3	13.0	26.3	7.7	7.9	40.8
IV	17.6	16.5	30.4	20.4	27.9	29.6

資料來源：中央銀行經濟研究處：中華民國台灣金融統計月報

註：1.銀行信用係指中央銀行以外所有金融機構（不包括外商在台分行與信託投資公司）之放款與投資；貨幣供給額為通貨淨額與存款貨幣淨額之合計。

2.銀行信用、貨幣供給額與準備貨幣資料均就六十一年七月至六十五年十二月資料，採用X-11方法調整季節變動。