

出國報告（出國類別：其他）

**參加「UBS 30th
Reserve Management Seminar」**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳雅姿 三等專員

張祐禎 三等專員

派赴國家/地區：瑞士 Ermatingen

出國期間：113年6月22日至6月29日

報告日期：113年9月25日

摘要

包括美國在內的不少國家，於全球金融危機及新冠肺炎疫情（COVID-19）期間推出了大規模緊急援助方案，推升了政府債務水平，且其成長速度超過經濟成長率，美國財政部在其財報中亦稱，依未來政府債務占 GDP 比率上升趨勢觀之，目前政策恐無法持續。本報告將探討美國債務水準攀升對美國公債殖利率、美國政府舉債成本及整體社會借貸成本、金融體系穩定度的影響，並就美國是否已走到財政支配（fiscal dominance）機制的臨界點及其可能帶來的影響進行研析。

美、歐等先進經濟體因全球金融循環與全球化趨於同步，因而美國貨幣政策主導全球資金流動，根據近期研究，目前主導新興市場經濟體的資本移動是美元走勢。新興市場經濟體（emerging market economies, EME）在發展經濟之際，還須因應資本移動波動性所造成的衝擊，IMF 等國際機構認同在資本移動驟變時，資本管制有助於總體經濟與金融穩定，惟近期學者指出，外匯干預似能產生更多福祉。

目錄

壹、前言.....	1
貳、 美國債務水準攀升對美國公債殖利率及金融市場可能造成之影響.....	2
一、 過去 20 年之政府債務攀升，顯見舉債已不再為短期過渡性之政策舉措	2
二、 美國債務水準攀升對美國公債殖利率之影響	3
三、 美國債務水準攀升對美國舉債成本之影響	6
四、 美國債務水準攀升對金融體系穩定之影響	8
五、 美國債務水準攀升恐引發財政支配的疑慮	9
參、 新興經濟體的資本流動驅動原因與緩解措施.....	14
一、 透過全球金融循環與全球化，帶動先進經濟體貨幣政策同步性	14
二、 新興經濟體資本移動組成改變，美元成為主要驅動來源	16
三、 外匯干預與金融整合	19
肆、 心得及建議.....	22
伍、 參考資料.....	24

壹、前言

職等奉派於本(113)年 6 月 22 日至 6 月 29 日參加 UBS 資產管理公司於瑞士 Ermatingen 所舉辦之「30th Reserve Management Seminar」，參加學員約 80 人，分別來自歐洲、美洲、亞洲與非洲地區等 37 個國家之央行、主權財富基金及退休基金。課程內容從全球總體經濟展望、外匯存底管理趨勢及資產配置、央行貨幣政策面臨之挑戰、國際準備貨幣之演變及數位貨幣在金融體系扮演的角色，到主要國家選情及其影響分析、全球地緣政治情勢解析、固定收益及黃金投資前景、新興市場與中國投資等，課程議題涵蓋面向頗廣，提升了本行對全球經濟情勢的了解，亦對全球貨幣管理當局與機構投資人關注的焦點議題進行討論及分享。

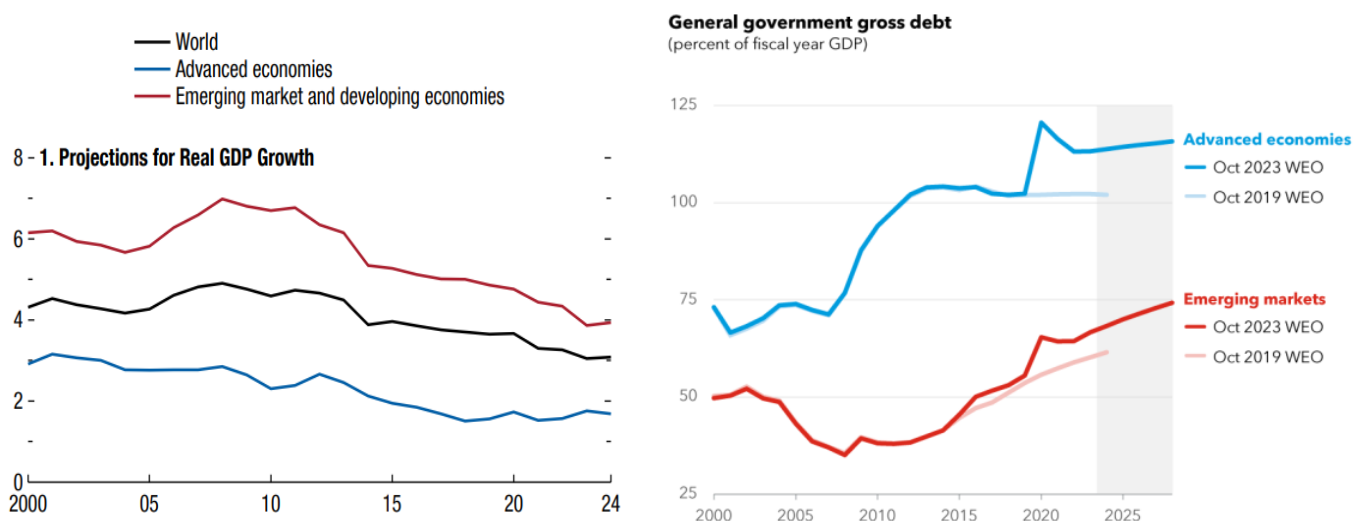
本報告內容共分為兩大部分。第一部分係探討美國債務水準攀升對美國公債殖利率、舉債成本、金融體系穩定度的影響，並就美國是否已走到財政支配（fiscal dominance）機制的臨界點及其可能帶來的影響進行研析。第二部分則探討全球金融循環對新興經濟體的影響，以及分析外匯干預或資本管制措施的效益。

貳、美國債務水準攀升對美國公債殖利率及金融市場可能造成之影響¹

一、過去 20 年之政府債務攀升，顯見舉債已不再為短期過渡性之政策舉措

過去 20 年間，多數國家之政府債務水準尚未引起市場大幅關注，多係因實質利率顯著低於經濟成長率。然而在經歷了金融危機後，加以新冠肺炎疫情（COVID-19）期間，不少國家推出了大規模緊急援助方案，推升了政府債務水平；於此同時，隨著生產力成長趨緩、人口老化、投資動能疲軟，加以受到疫情之重創，經濟成長率則下滑（圖 1 左），先進國家與開發中國家之政府債務²占 GDP 比率上升（圖 1 右），顯見這些債務已不再是為因應危機情境下的短期過渡性政策舉措。據美國國會預算辦公室（US Congressional Budget Office，CBO）發布最新報告顯示，本財年（2024）聯邦政府預算赤字預計將達到 2 兆美元，而到 2034 年公共持有的債務³占 GDP 的比率將會從本年的 99% 攀升至 116%。本次研討會中，甚

圖 1 全球經濟成長率下滑、政府債務占 GDP 比率則上升



資料來源：IMF World Economic Outlook (2024)、Adrian, Vitor and Pierre-Olivier (2024)

¹ 主要參考 Adrian, Tobias, Vitor Gaspar and Pierre-Olivier Gourinchas (2024), "The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World," *IMF Blog*, March 28.

² 指 General Government Gross Debt，依 IMF 之定義，為政府所有債務工具舉借的負債，包括以特別提款權、貨幣和存款、債務證券、貸款、保險、養老金和標準化擔保計畫及其他應付帳款形式的負債。就政府政策角度而言，此比中央政府毛債務更為重要，加以為求比較基礎一致，各國政府債務均採用 IMF 公布的 General Government Gross Debt。

³ 相對於總赤字（Total Deficit）及主要赤字（Primary Deficit），公共持有的債務（Debt Held by the Public）是指政府欠外部投資者的債務，包括個人、企業、銀行、保險公司、州和地方政府、養老基金、共同基金、外國政府和外國個人等，而不包括政府內部的債務。

至有 44%的參與者認為美國的高額債務恐將減少對美國公債之需求，顯見央行及機構投資人均十分關注美國債務水準對美國公債市場的影響。事實上，美國債務水準攀升之影響層面，除了美國公債殖利率外，可能進一步傳導至美國舉債成本與其金融體系之穩定性，甚至引發對於美國落入財政支配（fiscal dominance）機制的擔憂，以下將分節敘述之。

二、 美國債務水準攀升對美國公債殖利率之影響

以美債殖利率的組成觀之，名目殖利率為預期短期名目利率及名目期限溢酬（term premium）之和，若暫不考慮通膨對美債殖利率的影響，可簡化為實質短期利率（即實質均衡利率⁴）（ r^* ）及實質期限溢酬之和。近十年來，實質均衡利率已因人口老化、投資人對安全性資產的需求、生產力的提升等結構性因素而下滑，維持於較低的水平，然家戶及企業的投资成本仍可能居高不下，係因期限溢酬已上揚至 2008 年全球金融危機前之水準（圖 2），而此趨勢料將持續，主因為：

圖 2 長期借款成本變動趨勢及其組成



資料來源： Adrian, Vitor and Pierre-Olivier (2024)

⁴ 實質均衡利率，指當所有資源已完全利用，經濟充分發展，且通膨穩定時之利率水準。

- (一) 即使部分主要國家央行正在考慮採取較為鴿派的政策立場，渠等仍在對抗通膨，將其控制於穩定水準的路上，故實質利率仍將持續波動一段時間。
- (二) 全球主要國家央行的縮表，增加了公債市場上較長期債券的供給量，仍有待投資人消化，此可能推升實質期限溢酬。
- (三) 政府採取擴張性的財政政策，若通膨持續升溫，可能促使央行基於法定職責（維持物價穩定）而採取緊縮貨幣政策，進一步導致公債殖利率升高；而財政擴張亦可能引發公債投資人對政府財政（尤其是長期債務的可持續性）之擔憂，進而要求較高的期限溢酬。

其次，美國公債的供給需求與過往已有極大的變化，現今面臨的情況與「葛林斯潘難題 (Greenspan Conundrum)」截然不同。當時聯邦公開市場委員會 (FOMC) 於 2004 年 6 月至 2005 年 2 月間將聯邦基金利率提高了 150 個基點，但 10 年期美國公債殖利率卻反而下降超過 50 個基點。此等長短天期利率的背離現象，或許可從供需面解釋：

- (一) 需求增加：全球儲蓄過剩，導致大量外國資金流入美國資本市場，尤其是中國大陸和部分中東國家因有龐大的經常帳盈餘，積累了不少外匯存底，並將其投資於美國公債。
- (二) 供給減少：2004 年美國財政部因財政盈餘、債務管理需求⁵及因應市場需求變化而暫停發行 30 年期公債，導致長天期債券供給減少，壓低了長債殖利率。

反觀現今的美國公債供需變化，則推升了美債殖利率：

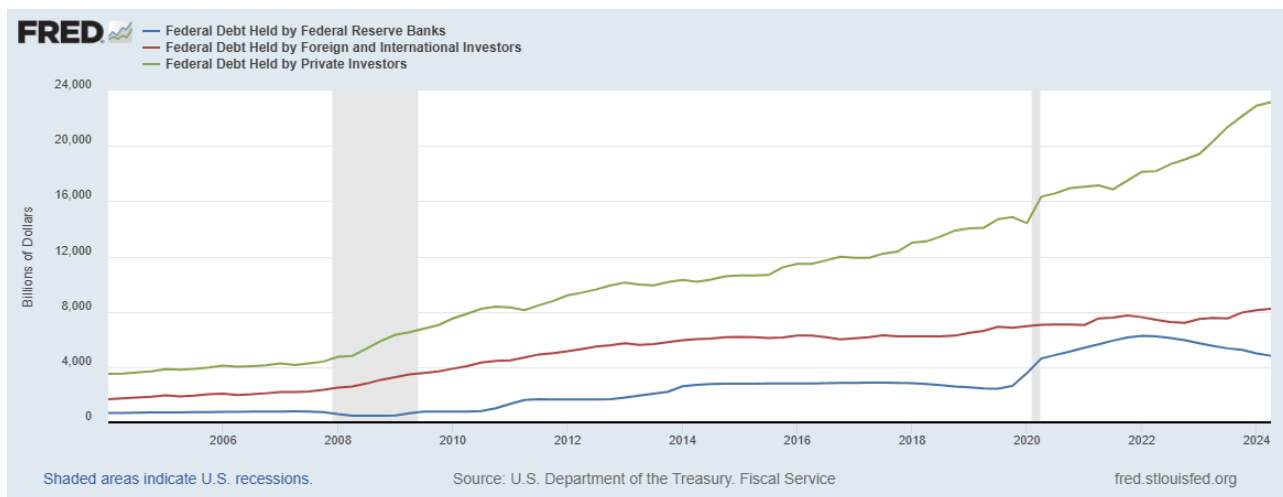
- (一) (外國投資人) 需求減少：美債主要持有人向來以國內投資人為主，投資規模較大的外國投資人包括日本及中國大陸。近年來隨著中國大陸經常帳盈餘減少，外匯存底自 2014 至 2015 年高點下滑後持平，影響了對美債的需求，致美債持有人的國內外占比差距持續擴大 (次頁圖 3)。
- (二) 供給增加：近年來，除了現有政府債務即將面臨到期牆⁶ (maturity wall) (次頁圖 4) 之外，隨著聯邦政府赤字擴大，加以因應經濟挑戰 (包括新冠肺炎疫情) 所推出的大

⁵ 當時美國財政部將目標集中於發行較短天期的公債，以有效管理國家財政。

⁶ 據美國財政部資料顯示，截至 2024 年 7 月 31 日，約有 33% 的美債將於 1 年內到期、54% 將於 3 年內到期，過去 2 年內此比率持續攀升。

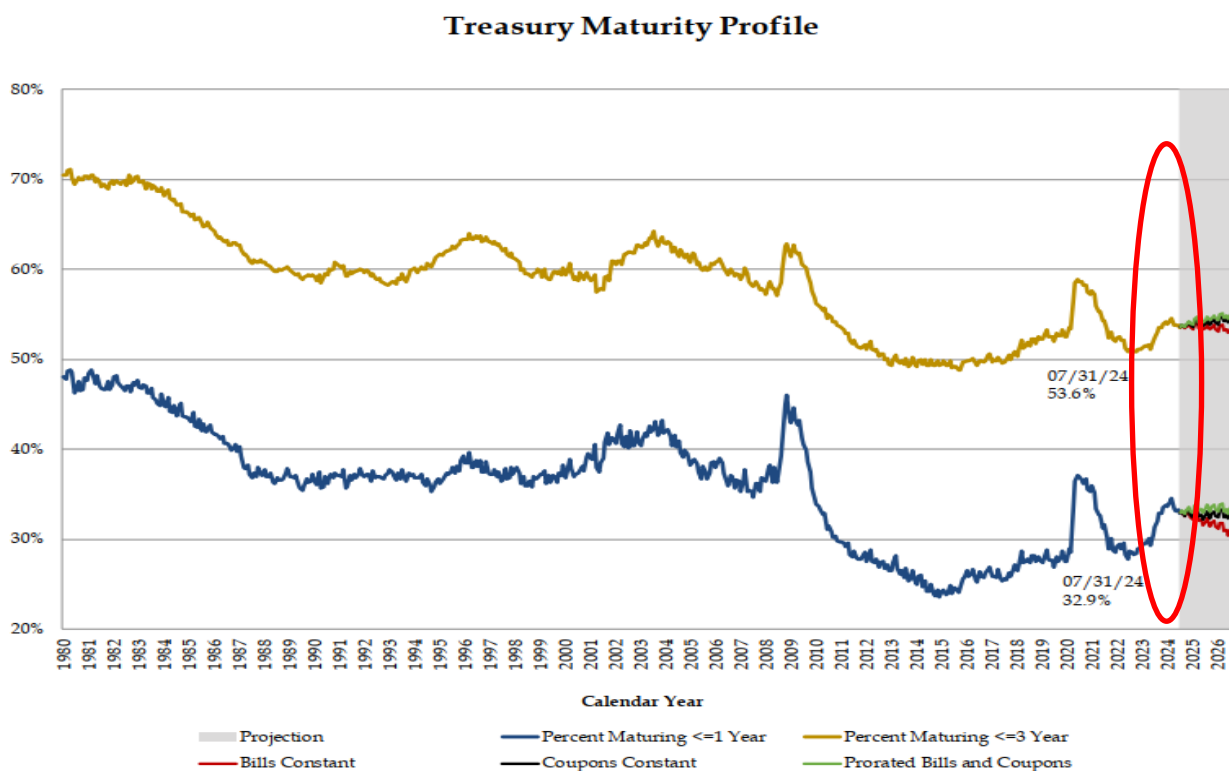
規模激勵措施，均促使財政部發債量增加以彌補資金缺口；而 Fed 開始縮表，亦使得市場上流通在外的公債增加，前述因素均驅使殖利率上行。

圖 3 國內外之美國聯邦政府債務持有人變化



資料來源：FRED

圖 4 短期內即將到期之公債比率近年攀升



資料來源：美國財政部

再者，據過往就政府債務及其對長期實質利率影響之相關文獻⁷顯示，政府債務占 GDP 比率每增加 1%，將分別、甚或同時影響短期利率之預期及期限溢酬，平均而言將推升實質利率 3bps（表 1）；但該研究亦顯示，當市場參與者對於未來政府債務變化的預見能力隨時間而降低時，前述對實質利率及公債殖利率之影響亦將降低。

表 1 政府債務及其對長期實質利率的影響及傳導途徑

研究文獻	政府債務占 GDP 比率 每增加 1% 對實質利率影響	傳導途徑 (預期短期利率或期限溢酬)
Engen and Hubbard (2004)	3bps	兩者
Gale and Orszag (2004)	4-6bps	兩者
Kinoshita (2006)	4-5bps	兩者
Laubach (2009)	3-4bps	兩者
Chadha et al. (2013)	2bps	兩者
Gamber and Seliski (2019)	2-3bps	兩者
Coenen et al. (2012)	1bps	預期短期利率
Mian et al. (2022)	1-2bps	預期短期利率
Li and Wei (2013)	6bps	期限溢酬

資料來源：Gust and Skaperdas (2024)

三、 美國債務水準攀升對美國舉債成本之影響

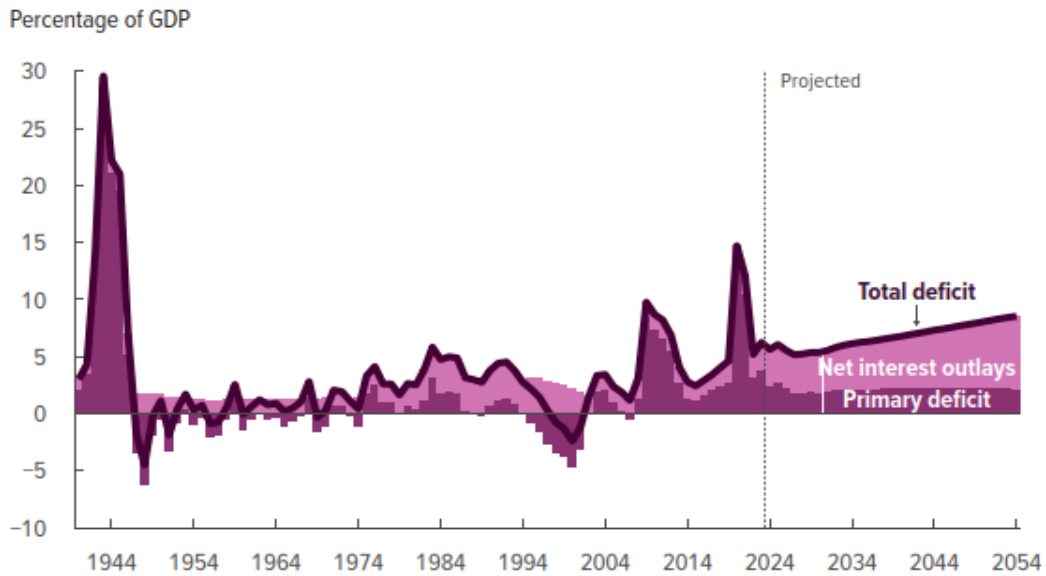
承前所述，美國債務水準攀升將使美債殖利率面臨上行壓力，不管是透過預期短期利率、或是期限溢酬的傳導，對於利率水準的影響勢將推升美國政府的舉債成本，甚至可能改變家戶消費及儲蓄決定與企業投資決策。前述 CBO 最新報告揭露，除了主要赤字⁸ (Primary Deficit)

⁷ Gust and Skaperdas (2024)。

⁸ 主要赤字是指政府在扣除利息支付後的赤字。換言之，此為政府的支出（不包括利息）超過收入的部分，可用於評估政府的基本財政狀況，而不考慮債務利息的影響。

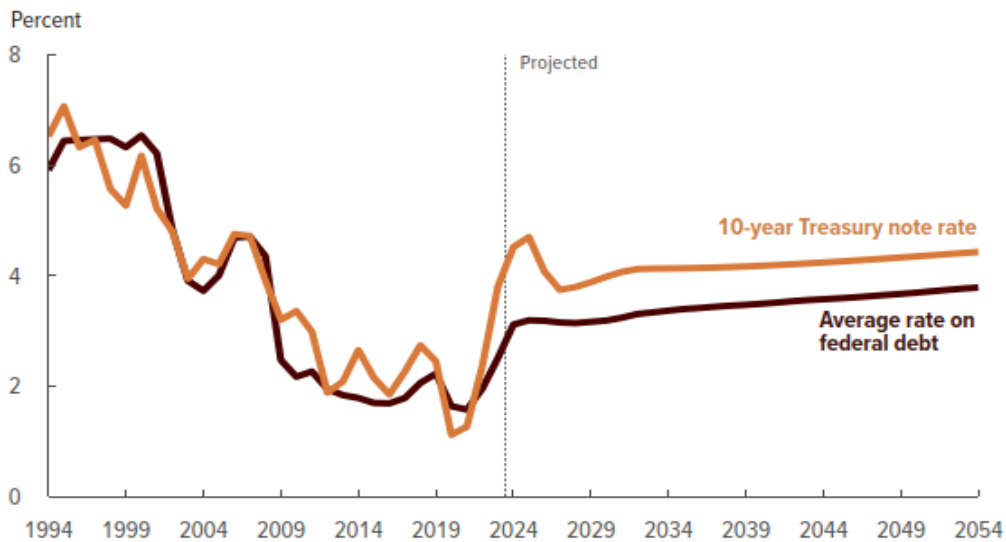
外，未來政府總赤字（Total Deficit）占 GDP 比率的攀升主要來自於利息支出（圖 5），且受

圖 5 總赤字、主要赤字及淨利息支出占 GDP 比率走勢



資料來源：美國國會預算辦公室

圖 6 10 年期美國公債利率及聯邦政府債務平均利率水準



資料來源：美國國會預算辦公室

到美債殖利率的帶動，聯邦政府債務的利率水準已較過去 30 年之平均值大幅上升（圖 6），預計到 2054 年時，政府在利息方面的支出將超過在社會安全方面的支出。而政府舉債成本上揚，伴隨著利息支付增加，勢將減少國家收入，甚至可能：

- (一) 因龐大的政府赤字，影響了投資人對美國償債能力的信心，渠等恐進而要求更高的利率補償，而使美國財政情況更易受利率上升衝擊。
- (二) 限制了面對未來經濟下行、或對銀行體系提供支持之政策空間，甚或產生外溢效應，推升對通膨的預期或使投資人對美元的信心動搖。
- (三) 若未來運用財政政策之空間受限，使得未來年輕世代取得公共財和服務的機會減少，或將產生跨世代的剝奪感。

此外，利率水準的上升帶動整體社會的借款成本上揚，可能使得民間投資下滑，長此以往將不利於經濟成長。

四、美國債務水準攀升對金融體系穩定之影響

如前所述，在外國投資人對美債之需求並未顯著增加下，新發行的美國公債供給量，以及 Fed 縮表所減持之美債部位，勢必得由國內主要交易銀行承接，此將透過兩個層面影響國內金融體系：

(一) 對民間信貸產生排擠效果：

銀行主要的資金用途為投資，包括投資美國公債（主係著眼於公債為相對安全且具流動性之資產，有助於銀行達到法定資本要求及因應流動性管理需求）及進行放貸。對於資本較不充裕的銀行、或當多家大型銀行投資美債部位增加時，將會對民間信貸產生排擠效果。

(二) 可能使銀行與主權連結（bank-sovereign nexus）惡化

銀行與主權連結，是泛指銀行和政府之間的金融關係，而當銀行持有更多公債時，將強化此種連結，若在經濟危機或金融壓力時期可能會導致雙方的風險相互傳遞，包括：

1. 鑒於銀行持有大量政府公債，若主權信用惡化，公債部位之價值減損，將對銀行資產負債表有負面影響，且將使銀行的資本適足性下降⁹。
2. 主權信用風險上升（或是主權信評被調降），可能連帶使得銀行信用風險與其融資

⁹ Hardy and Zhu (2023).

成本上揚，在銀行體系孱弱且財政狀況較差之國家尤甚。銀行借款成本的攀升將壓縮其獲利空間，進而影響其貸放能力，使得信用供給減少¹⁰。

3. 當金融危機發生時，政府通常扮演著銀行體系的安全網角色，雖有助於迅速穩定並讓銀行體系回歸正常運作，但此易使銀行產生道德風險——銀行或將恃於政府會於緊急情況下提供援助，而承擔了超過其理應承擔的風險。然在銀行體系面臨金融壓力時，此亦可能產生外溢效果，尤其當政府須提供銀行援助時，將增加政府債務負擔，反而影響政府財政，若進一步衝擊該國政府的信用，將導致惡性循環。在目前政府債務負擔已然沉重的情況下，或許未來能夠提供金融體系支持的能力將受限。

尤有甚者，在政府財政政策施展的空間有限下，將對職司貨幣政策的央行產生壓力，或許將被迫容忍較高水準的通膨，才能維護金融體系穩定且不致讓政府財政雪上加霜。若此情況發生在主要國家，全球金融市場波動度將上升，將連帶提高了全球家戶及企業之融資成本；若此情況發生在新興市場國家，高債務水準倘動搖投資人對該國的信心，甚至可能引發資本流出、貨幣貶值並提升該國之通膨預期。

有鑒於此，IMF 經濟財政事務團隊在本年春季會議就龐大政府債務的影響提出專題報告，呼籲（1）各國應開始逐步建立財政緩衝空間，以確保主權債務的長期可持續性；（2）金融體系（包含銀行及非銀行）應對較高的利率水準進行壓力測試，增加應對利率風險的資本，並籲請政策制定者研議銀行在壓力情境下能取得央行流動性支持之機制。

五、美國債務水準攀升恐引發財政支配的疑慮¹¹

早在美國財政部於 2023 年提交 2022 財年之財報中，就提及「在目前政策及本報告的假設下，（政府債務占 GDP 比率）預期在 2097 年將達 566%；該比率預期將持續增長，顯示目前政策無法持續」。但是否美國在不遠的將來，即會落入財政支配的窘境¹²？一旦落入該等境地，其他政策將會如何因應呢？

¹⁰ IMF Monetary and Capital Markets Department (2022).

¹¹ 主要參考 Calomiris (2023)；Leeper (2023)；陳倩如、郭涵如、郭恬吟(2024) 及陳倩如(2024)。

¹² 簡言之，即其他政策（包括貨幣政策）之推行都是為了因應或抵消財政政策所帶來的影響。

(一) 何謂財政支配

財政政策的可持續性，是指公共持有債務占 GDP 比率維持穩定或長期呈現下降趨勢；換言之，就是在考量物價水準及其未來的變化（通膨）下，維持政府債務在穩定且可控的水平。為達到此目的，貨幣及財政政策可能的搭配方式如下：

1. 貨幣支配（monetary dominance）機制：貨幣政策可靈活運用以控制通膨於目標水準，而當政府實質債務超過理想水平時，財政政策將被動的調整以達到主要盈餘¹³（primary surplus）。在此機制下，政府負責施行財政政策，而央行能自由的調整貨幣政策，並獨立的追求其維持物價穩定的目標。
2. 財政支配機制：與貨幣支配機制相反，政府所設定的主要盈餘，並未考量目前實質政府債務多寡，而貨幣政策的施行（即所設定之利率）須確保政府債務不會急遽攀升。在此機制下，若政府有財政赤字、公共持有債務之規模大幅增加，恐迫使央行須大規模購買政府債券（即採取量化寬鬆措施），以支應擴張性財政政策，但卻以犧牲物價穩定為代價，無法自由調升利率，以對抗財政擴張所引發的通膨上揚。

然而，並非所有設定通膨目標的央行，就能稱該國係採取貨幣支配機制，畢竟還需要財政政策的相應配合。就美國而言，自新冠肺炎疫情後，貨幣政策與財政政策的協調日增，已使得 Fed 的獨立性備受挑戰：

1. Fed 採取的寬鬆貨幣政策與實施購債計畫，協助政府以低廉的成本融資，但亦引發論者對此產生貨幣融通的質疑。
2. 為調節疫情對經濟的衝擊，美國通過諸多法案提供激勵措施，但也同步使得政府債務攀升，而此等債務負擔將使未來 Fed 採緊縮性貨幣政策的成本更高，因升息可能將大幅加重政府的償債成本，進而限縮 Fed 政策操作空間。

(二) 財政支配、財政赤字貨幣化與可能採取的因應政策

在財政支配的機制下，政府可能先透過「財政赤字貨幣化」（deficit monetarization）的方

¹³ 相對於主要赤字，主要盈餘是當政府扣除應支付的利息後仍有盈餘之情況。

式支應其支出，甚或可能透過其所產生的「通膨稅」(inflation tax)來進一步挹注政府財政，以下將簡要說明其傳導機制。

當政府債務已高達無法持續之水準，致政府無法再以市場要求的利率水準發行公債時，其將轉向印鈔¹⁴來支應所需支出(即財政赤字貨幣化)，但此所增加的貨幣供給將推升通膨，而產生通膨稅(inflation tax)，可進一步拆解其組成如式 1。

$$\begin{aligned} \text{通膨稅} &= \text{預期通膨稅} + \text{非預期通膨稅} \dots\dots\dots \text{(式 1)} \\ &= (\text{名目利率} \times \text{通膨稅基}) + \text{非預期通膨稅} \end{aligned}$$

其中：(1) 預期通膨稅衡量的是不付息的政府債務¹⁵(即通膨稅基，主要由現金及銀行存放在央行的零息準備金所組成)，在通膨上升後，實質債務價值減少所能受惠的部分；而(2) 非預期通膨稅，則是當通膨無預警的上升時，政府債務價值下滑，形同對現有公債之持有人所課之稅。

若政府是以外幣舉債，對通膨的影響將更為複雜，因為除了國內的政策因素外，若該國政府外債對未來淨出口的比率過高，政府為避免外債違約，亦可能透過發行本幣債券支應，而進一步推升通膨；Cantor 及 Packer (1996) 的研究即發現，在國家外債信用評等惡化前，其國內通膨常加速成長，即可為證。

話雖如此，通膨稅對於支應實質的政府支出效果仍然有限，理由如下：

1. 預期通膨稅的效果，主要來自於通膨稅基受通膨的影響，但因通膨稅基的本質，是零息的實質貨幣需求，故長久而言，該等需求亦會隨著通膨的上升而下降，使得預期通膨稅效果有限。
2. 非預期通膨稅的效果，主要來自於意料之外之通膨上升，故為一次性的影響；此外，因現今的市場參與者對政經動態的關注及討論均較以往為高，對造成通膨的各種

¹⁴ 以美國而言，實務上可能係由 Fed 透過公開市場買入美債方式進行；換言之，Fed 此時係以一般投資人不願接受的報酬(利率水準)提供政府資金。

¹⁵ 不考慮付息債務，因該等債務支付的利息將與通膨同步成長。

傳導機制也較了解，故非預期通膨稅之效果亦有限。

承前所述，通膨稅雖能支應政府支出，但其效果仍受通膨上揚的幅度影響，那麼在財政支配的機制下，政府印鈔所提升通膨的效果能否預測？通膨水準上升多少時，恰好能使政府得以因應其支出呢？在 Calomiris (2023) 的研究¹⁶中，其假設美國以流通在外政府債務之 5% 印鈔，且每年之實質政府赤字僅仰賴預期通膨稅的支應，當搭配以下三種可能採取的銀行準備金政策因應時，分析各種情境下的均衡通膨水準，發現：

1. Fed 對銀行存放之準備金不再支付利息時，均衡通膨水準約 16.3%。
2. Fed 對銀行存放之準備金不再支付利息，且 Fed 對所有存款的準備比率提高至 40% 時，均衡通膨水準約 8.1%。
3. Fed 仍持續就銀行準備金付息時，均衡通膨水準將超過 41%。

綜上，該研究認為，若美國已落入財政支配機制時，出於均衡通膨水準的考量，政府採取零息準備金並搭配提高存款準備金比率的政策將頗具誘因。雖然 2008 年以前，美國也未對準備金付息¹⁷，但倘真的回歸舊制，可能對銀行體系有不良影響，除了衝擊銀行獲利外，銀行也可能因此調整其提供予存戶之存款利率，加以通膨將隨之上揚，致銀行存款提供之實質報酬低於其他流動性資產，可能進一步造成金融去中介化。

美國目前是否已落入財政支配機制呢？Fed 研究¹⁸認為，此機制的臨界點實務上難以判斷，因取決於對經濟成長、未來稅收、政府支出及實質利率等因素的預測，而與其關注此臨界值，更應留意的是如何確保公共持有政府債務占 GDP 比率的可持續性，避免此比率持續升高，使得美債持有人要求更高的通膨風險溢酬，進而推升實質利率。通膨的上升雖將減少現有實質債務，但因發行新債可能須適用較高的利率水準，使得政府赤字擴大；而實質利率上升亦可能減緩 GDP 成長，將促使公共持有政府債務占 GDP 比率上升，並引發自我實現

¹⁶ 研究中為簡化計算，假設起始之通膨率、實質利率及未來經濟成長率均為 0%，而銀行存放於 Fed 的付息超額準備為 3、民眾持有現金為 2.2，且須透過通膨稅（僅考慮預期通膨稅的部分）支應的實質政府赤字為 0.73，分析銀行存放準備金之相關因應政策對通膨的效果。

¹⁷ 歷史上也曾有其他國家採行零利息準備金政策，對銀行體系「課稅」以支應政府支出；而因此無需透過立法程序增加稅收，對施政者而言較具誘因，只要金融管理當局（如央行）調整準備金政策即可，且當時的民眾對於高通膨等同課稅效果一事較無概念。

¹⁸ Calomiris (2023)。

（self-fulfilling）效果而陷入財政支配之窘境。值得注意的是，若外界對於美國落入財政支配機制的趨避程度超乎預期的高，亦可能導致通膨風險溢酬提前上升，加速了前述自我實現的進程。

（三）財政支配可能將進一步影響公債市場

自全球金融危機以來，為提供總體經濟所需的支持、抑或解決市場機能失調，Fed 進行了大規模的資產購買，其中也包括美國公債。然當政府所發行的公債並無稅收資金支持，就落入了財政支配機制，而此等債務將被市場視為「風險性債務」，最終將使債券持有人（美債投資人）對債券成本重新定價，恐導致市場殖利率大幅變化。Gomez-Cram, Kung and Lustig（2024）的研究即發現，投資人似已改用風險性債務模型對美債定價¹⁹，使得美債的估值下調，不僅損害公債市場的價格發現功能，在 2020 年 1 月至 2023 年 10 月期間，由於通膨及利率上升，壓低債券價格，導致美國政府未償還債務的實質價值下降 26%，甚至可能使政府高估自身的真實財政能力。

¹⁹ 2020 年 3 月新冠肺炎疫情爆發，外國投資人並未將資金轉向美債，反而拋售美國長期公債，當時美債似不再被視為全球最安全的交易性資產，而是無異於其他先進經濟體發行的主權債券。

參、新興經濟體的資本流動驅動原因與緩解措施

美、歐等先進經濟體因全球金融循環與全球化趨於同步，因而美國貨幣政策主導全球資金流動，根據近期研究，目前主導新興市場經濟體（emerging market economies, EME）的資本移動是美元走勢。EME 在發展經濟之際，還須因應資本移動波動性所造成的衝擊，IMF 等國際機構認同在資本移動驟變時，資本管制有助於總體經濟與金融穩定，惟近期學者指出，外匯干預似能產生更多福祉。

一、透過全球金融循環與全球化，帶動先進經濟體貨幣政策同步性

（一）全球金融循環係指全球的資產價格、國際資本移動及槓桿等變動趨同

三難困境（trilemma），或謂不可能的三位一體（impossible trinity），係指匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性等目標，無法同時達成，最多僅能三者取其二，若想達成貨幣政策自主性與資本自由移動，應採取浮動匯率；此一論述係國際總體經濟學的基石，為政策制定者提供了具體明確的建議。

然而，英國倫敦商學院教授 H el ene Rey 於 2013 年指出，美國貨幣寬鬆或緊縮促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對風險偏好（risk on）或嫌惡（risk off）態度，以及槓桿化（leverage）或去槓桿化（deleverage）的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球的資產價格、國際資本移動及槓桿等變動趨同，稱此反覆循環現象為「全球金融循環」（global financial cycle, GFC），因此即便在資金自由進出環境下，採取浮動匯率也難以達成貨幣政策自主性，成為近年著名的全球金融循環研究課題之濫觴。

（二）美國貨幣政策與全球金融循環傳遞管道

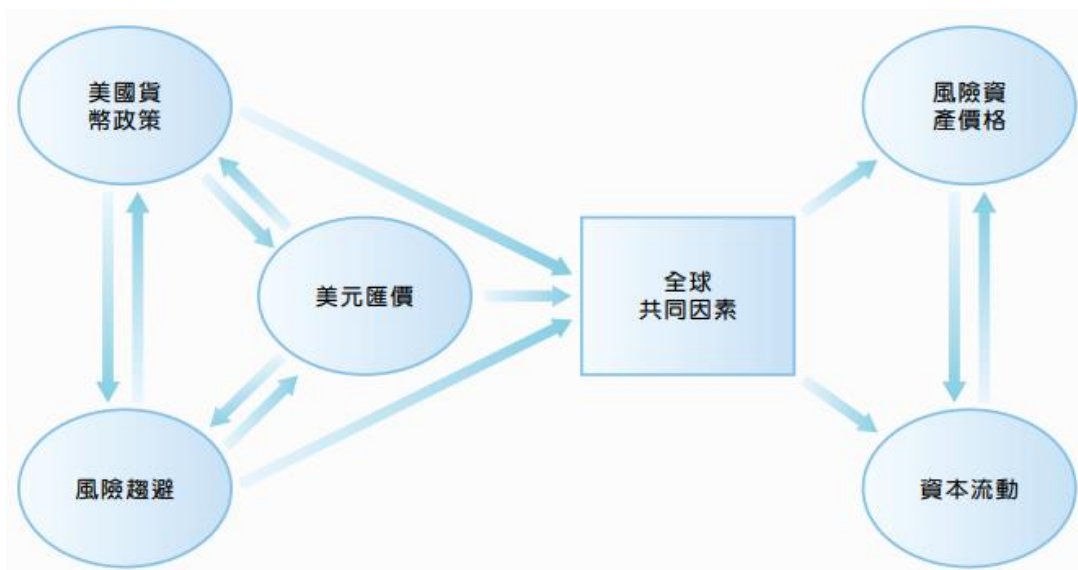
美國貨幣政策及全球風險趨避行為是驅動全球金融循環之兩股主要力量，其中之中介因素就是美元，並在三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球資本流動及風險資產價格（圖 7）。

鑑於當前美國係全球經濟規模最大的國家及國際金融中心，且美元為全球最主要之國際貨幣；若 Fed 緊縮貨幣政策，恐使風險性資產價格下跌，並透過全球資本移動對全球經濟金

融產生緊縮力道，反之若 Fed 採寬鬆貨幣政策，則提升投資人風險情緒，並推升風險性資產價格，透過全球資本移動使全球金融情勢趨於寬鬆。

1. 全球金融循環擴張階段：Fed 採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲；
2. 全球金融循環緊縮階段：Fed 加速緊縮貨幣政策，全球投資者嫌惡風險，風險性資產價格齊跌，美元短缺，國際資本移動緊縮。

圖 7 全球金融循環傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

(三) 過去 20 多年來貨幣政策之同步性 (synchronization) 受全球化與全球金融循環發展影響

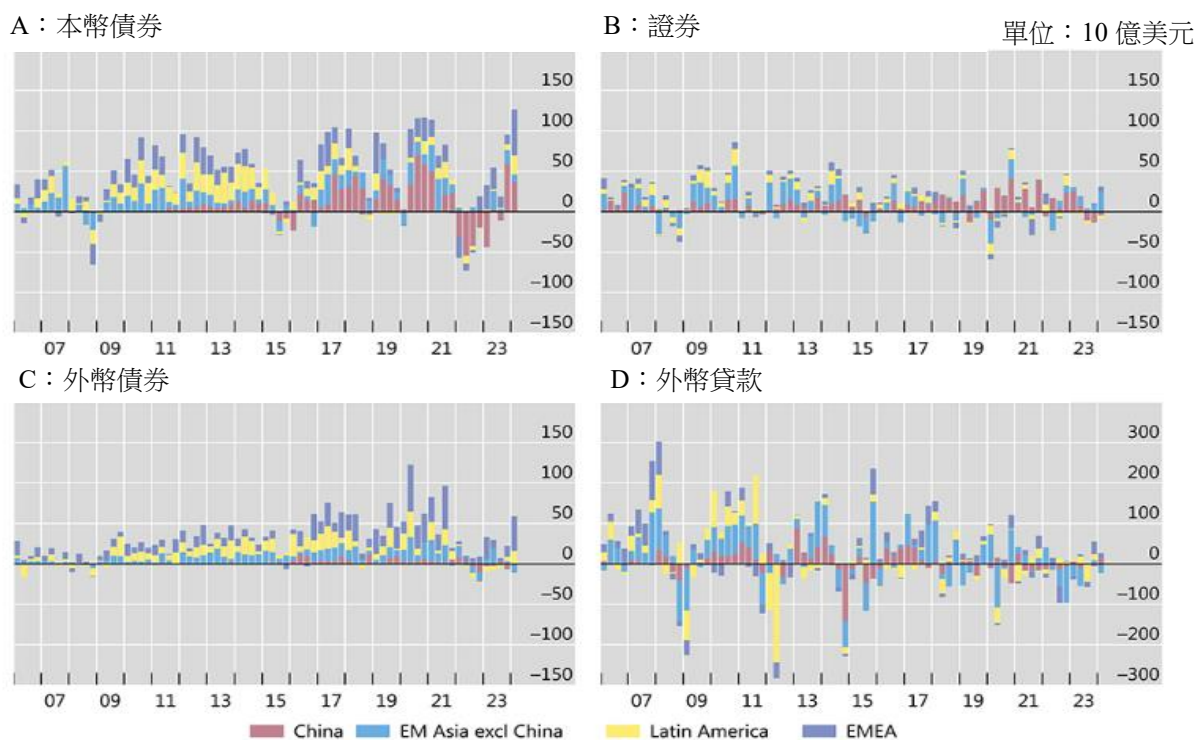
時期	全球貨幣政策走向
2000~2007 年 大溫和時期，全球化加速與技術進步，全球低通膨且經濟溫和成長	中國大陸加入 WTO，加以貿易與金融市場之全球化快速進展，強化美元之國際貨幣地位，Fed 貨幣政策驅動全球金融循環具有較大外溢效應，Fed 引領全球貨幣政策走向，美、歐貨幣政策步調相近。
2008 年至 2019 年 全球金融危機後，全球經濟經歷低成長、低通膨之長期停滯時期 (Secular Stagnation)	2008 年美國次貸危機與 2012 年歐債危機，致全球經濟陷入長期停滯時期；惟 2016 年英國決議脫歐，加以 2018 年美中貿易衝突升溫，貿易保護主義興起，全球化遭遇逆風。
2020 年至 2022 年	受 COVID-19 疫情、俄烏戰爭等非預期事件影響，全球通膨自底部攀升，美、歐與全球貨幣政策同步由疫情期間的極寬鬆快速轉向緊縮，美、歐貨幣政策被迫重新併軌。

二、新興經濟體資本移動組成改變，美元成為主要驅動來源

(一) 新興經濟體於全球金融危機後，資本移動改以本幣債券及證券投資為主

全球金融危機後，EME 資本移動產生結構性變化，流入本幣債券及證券投資金額明顯增加，超越外幣計價債券與銀行外幣貸款（圖 8）。

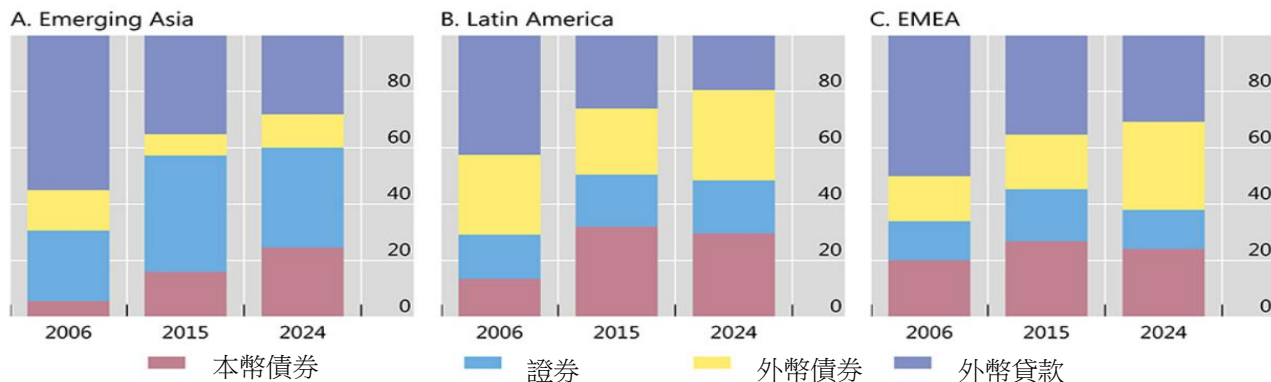
圖 8 EME 資本移動金額-各類別



資料來源：Gelos, Gaston et al. (2024)

亞洲新興國家與拉丁美洲的外部融資比重，本幣債券及證券投資增加最多，2024 年 Q1 分別為 60%及 50%，取代部分外幣貸款比重（圖 9）。

圖 9 EME 外部融資比重變化



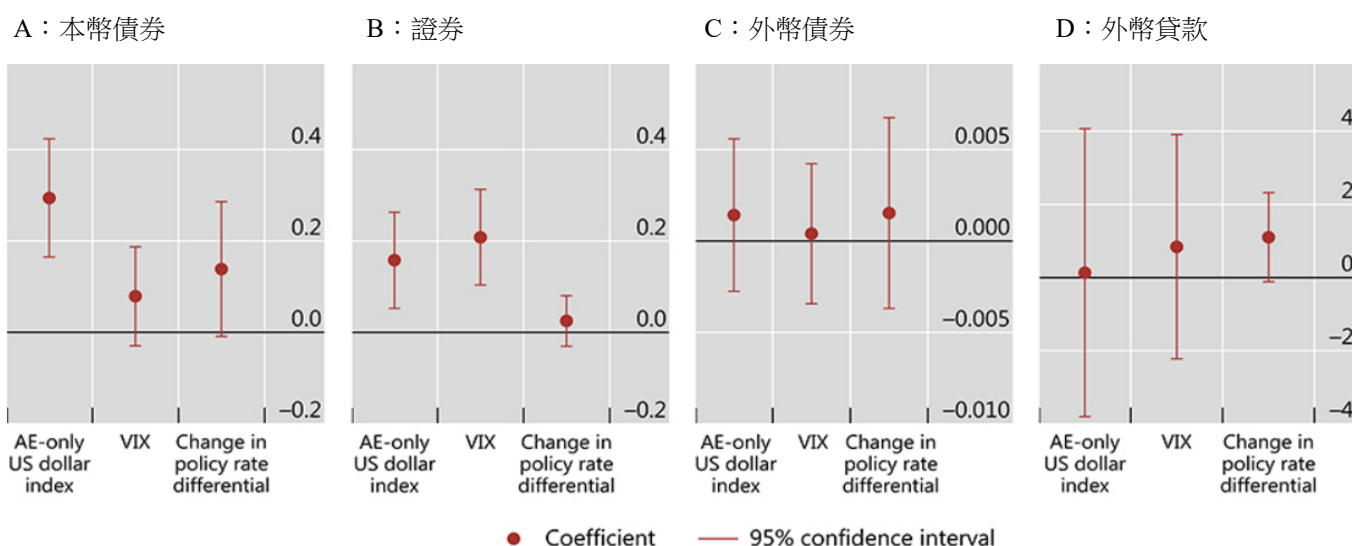
資料來源：Gelos, Gaston et al. (2024)

本幣債券的資金流入增加可能是因為 EME 努力發展本地債券市場、減少對外幣貸款依賴的努力，以及全球銀行業監管變化；一國外部融資來源若以本幣債券為主，或可避免借款人的幣別錯配，增加金融穩定，但匯率波動仍會影響投資者的風險偏好，因此 EME 的金融情勢仍受到全球因素的顯著影響。

(二) 美元推動 EME 資本移動

以 (1) 最被文獻廣為討論、代表全球投資者風險偏好 VIX、(2) 近期 Hofmann et. al (2022)、Bruno et. al (2022) 提出美元對其他貨幣匯率走勢，代表以美元資產為主的投資者之風險胃納量、(3) EME 與美國的政策利率差異，進行 EME 資本移動驅動原因分析。

圖 10 驅動因素與各類別資金流入分析



資料來源：Gelos, Gaston et al. (2024)

結果顯示，三個驅動因素的重要性因資金流入類別而異（圖 10）：

1. 本幣債券：先進經濟體美元指數影響最大，其貶值 1 個標準差，當月本幣債券資金流入增加 0.29 個百分點，而政策利率差異每增加一個標準差，則下個月本幣債券資金入增加 0.14 個百分點。
2. 證券：VIX 驅動力量與先進經濟體美元指數各下降 1 個標準差，當月股票資金流入將分別增加 0.21 個百分點與 0.16 個百分點。

3. 外幣債券：皆不顯著。
4. 外幣貸款：政策利率差異每增加一個標準差，下一季外幣貸款資金流入增加 1.1 個百分點。

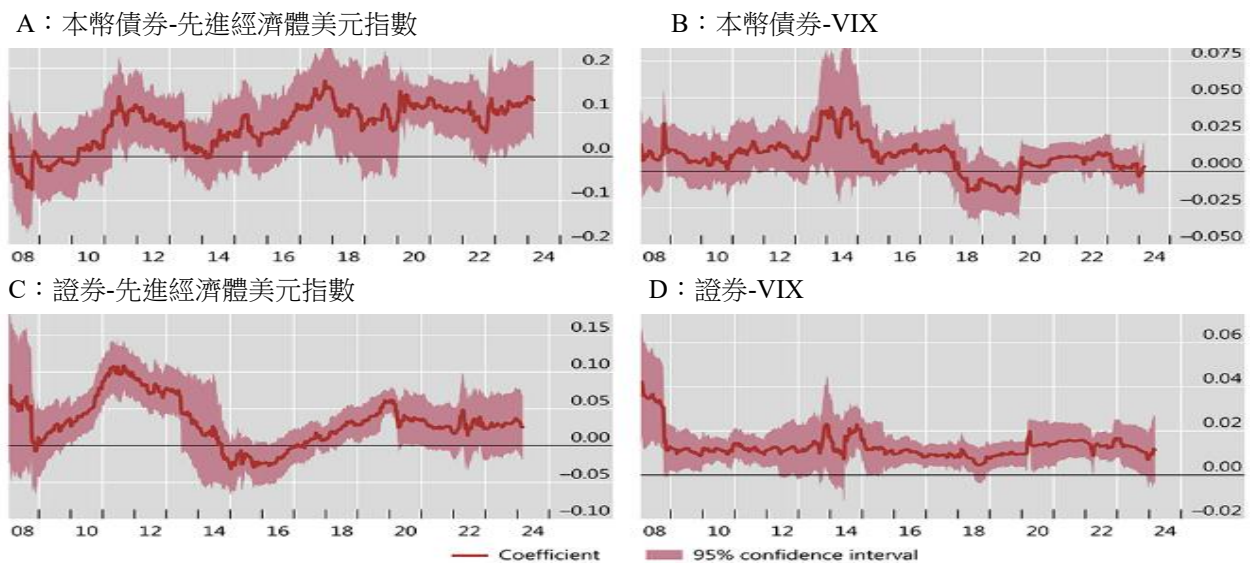
整體而言，美元指數驅動以本幣計價資產的資本移動，若美元走強外資將減持 EME 本幣資產，可能係因美元走強影響投資者的資產負債表與風險偏好，限縮以美元計價的資產報酬率之投資者，且該效果比政策利差還大；相較之下，美元指數對於外幣計價的資本移動重要性不大，而 EME 政策利率上升會吸引更多外幣貸款流入，因為美元借貸變得更具成本效益。

此外，相較於 EME 金融情勢指數，美元指數對本幣債券的資金移動影響最大，可窺知匯率機制對投資者的資產負債表有相當顯著影響。

(三) 美元指數對 EME 本幣債券與股票影響日益增加

全球金融危機後，EME 本幣債券與股票的資本移動對先進經濟體美元指數敏感度攀升，於 2011~2012 年達到高峰，惟在 2013~2014 年縮減恐慌 (taper tantrum) 驟降至零 (圖 11)，反映出該時期美元貶值、資本大量異常流入 EME，且該時期先進經濟體貨幣政策同步性，因而對美國貨幣政策特別敏感。

圖 11 全球因素改變對證券投資流入之影響



資料來源：Gelos, Gaston et al. (2024)

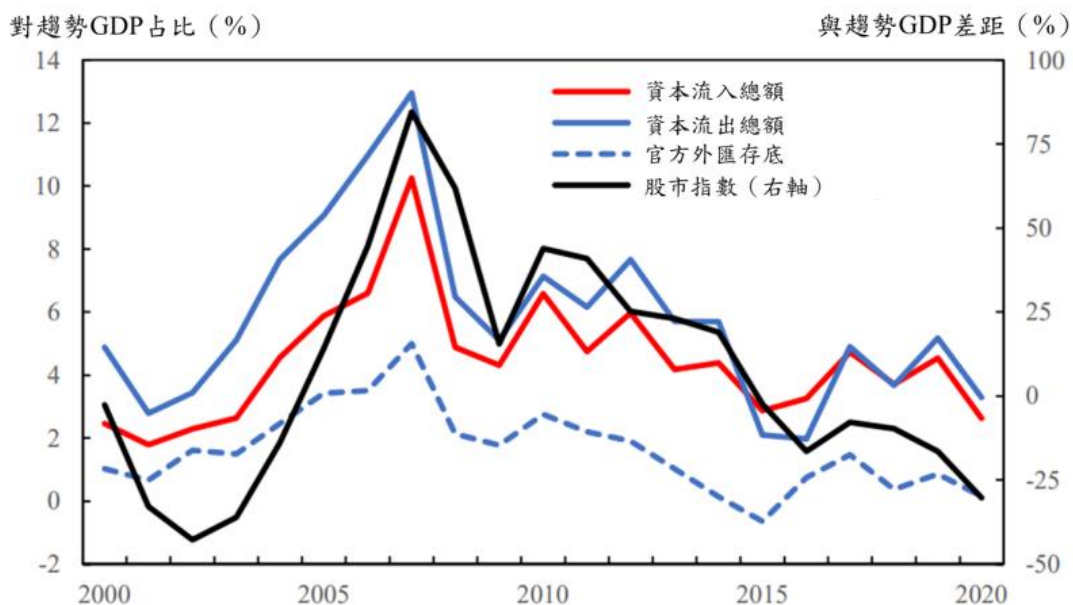
自 2014 年觸底以來，本幣債券與股票的資本移動對先進經濟體美元指數敏感度逐漸回升，該敏感度可歸因於全球投資者與全球性 ETF 對 EME 本幣債券與股票持有比重增加，尤其是 ETF 對美元的敏感度更高，且 EME 本幣債券的存續期間拉長更可能加劇對美元波動的敏感度。

相較之下，VIX 對本幣債券的影響從 2014 年左右開始下降，並自 2017 年以來一直疲軟，亦即極端資本流動事件與 VIX 關係在 2010 年後減弱，或許與過去 10 年許多 EME 信用風險下降與政策透明度提高有關，惟對 EME 股票仍是高度相關，可能係美國和其他主要 EME 股票市場緊密相關，故受美國市場波動的外溢效應影響。

三、 外匯干預與金融整合

受到全球金融循環影響，EME 取得國外資金易大幅波動，以 2007 年為例，流入 EME 資本總額較過去增加逾 3 倍（圖 12）。為緩解資本移動波動造成經濟體的衝擊，EME 時常採取資本管制或外匯干預等資本移動措施，如 2009-2014 年巴西實施資本管制措施，就對大量的資本流入課稅，而 IMF 近年逐漸認同先發制人的資本管制措施，以維護自身國家的經濟金融穩定。

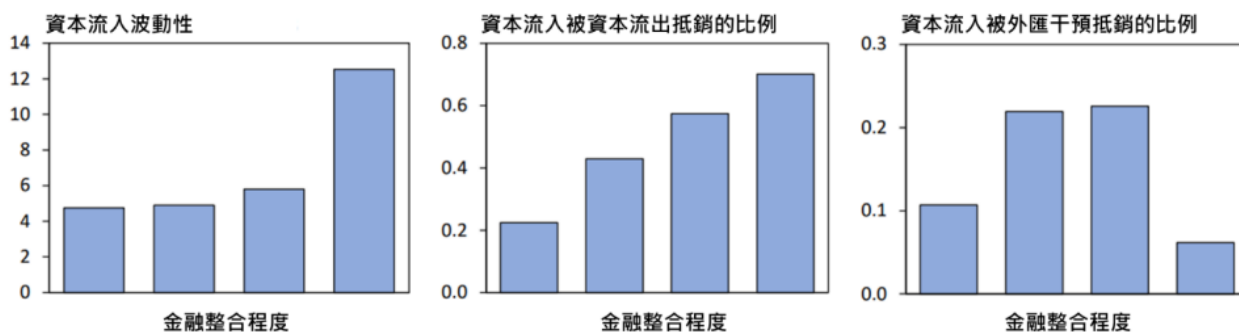
圖 12 EME 資本移動狀況



資料來源：Sandri and Jeanne (2023)

然而，一國金融整合（**financial inclusion**）程度越高，私部門越有能力抵禦資本流入的波動性（圖 13），亦即當國外投資者增持 EME 資產時，當地居民開始累積國外資產，當國外投資者撤資時，當地居民資金回流購買更便宜資產，進而抵銷國際資金所造成的衝擊。

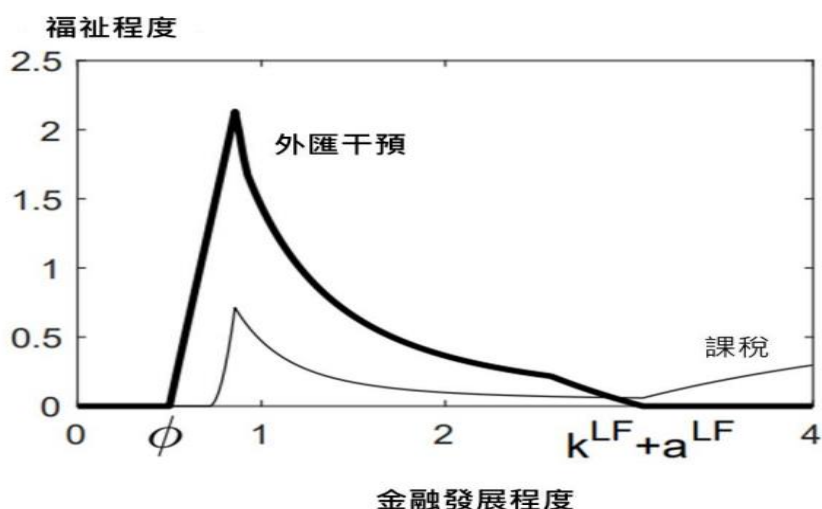
圖 13 金融整合程度與資本移動的關係



資料來源：Sandri and Jeanne (2023)

Sandri and Jeanne (2023) 指出，對於資本流入，實施外匯干預措施較資本管制產生更多福祉，因兩者運作管道不同，採取資本管制在私部門的財務限制（**financial constraint**）下，將重分配實物資本（**physical capital**）與國外流動性，而外匯干預則是透過政府的資產負債表管理，整體限制較少，且在李嘉圖均等定理下，對金融發展程度較低的國家，產生福祉更多（圖 14）。

圖 14 金融發展與外匯干預福祉程度



資料來源：Sandri and Jeanne (2023)

Sandri and Jeanne (2023) 指出，金融發展水準較低的國家，其私部門較難發行國際債券，EME 可透過自身的資產負債表，緩解全球金融循環所造成的衝擊—在全球金融情勢寬鬆時累積外匯存底，緊張時出售外匯存底；惟隨著金融發展與私部門茁壯，以及金融整合程度的提升，資本流入可透過私部門資本流出沖銷，政府或可淡出資本移動的緩衝角色。

肆、心得及建議

一、美國債務水準的攀升對美國公債殖利率及其金融體系穩定度均有一定程度的影響，應持續關注其債務可持續性

包括美國在內的不少國家，於全球金融危機及新冠肺炎疫情期間推出了大規模緊急援助方案，推升了政府債務水平，且其成長速度超過經濟成長率，美國財政部在其財報中亦稱，依未來政府債務占 GDP 比率上升趨勢觀之，目前政策恐無法持續。事實上，美國的高額債務將透過預期短期利率、或是期限溢酬的傳導，使美債殖利率面臨上行壓力，且將推升美國政府的舉債成本，甚至可能改變家戶消費及儲蓄決定與企業投資決策。另一方面，新發行的美債供給量，以及 Fed 縮表所減持之美債部位，主要由國內投資人（包括主要交易銀行）承接，此不僅對民間信貸產生排擠效果，亦可能強化銀行與主權連結，在經濟危機或金融壓力時期或導致雙方的風險相互傳遞，不利金融體系穩定。而自新冠肺炎疫情後，貨幣政策與財政政策的協調日增，已使得 Fed 的獨立性備受挑戰，部分論者對 Fed 的相關舉措產生貨幣融通的質疑，甚至引發美國將落入財政支配的疑慮。此外，近來研究發現，投資人似已改用風險性債務模型對美債定價，使得美債的估值下調，不僅損害公債市場的價格發現功能，甚至可能使政府高估自身的真實財政能力。投資人宜持續關注美國之債務可持續性，並適時進行幣別分散或多元投資其他資產類別。

二、美國與歐洲開始降息形成全球金融循環新走向，臺灣為小型開放經濟體除適時進場調節外匯市場，應持續提升金融發展與金融整合，提高金融體系韌性

美、歐等先進經濟體近期通膨率多已自歷史高點回降，惟受過去高利率影響，經濟逐步放緩，渠等央行為避免過度緊縮對經濟產生負面影響而開始降息，逐步降低貨幣政策緊縮程度，將造成全球金融循環新走向。

臺灣屬小型開放經濟體，資本市場波動多受國際熱錢與外資進出所主導，面對資金於短期間大量且頻繁地進出，恐使匯率偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定，除

適時進場調節維持外匯市場秩序外，臺灣應持續提升金融發展與金融整合程度，降低私部門財務限制，擁有良好的國際籌資能力，提高金融體系韌性。

伍、參考資料

1. Adrian, Tobias, Vitor Gaspar and Pierre-Olivier Gourinchas (2024), “The Fiscal and Financial Risks of a High-Debt, Slow-Growth World,” *IMF Blog*, Mar. 28.
2. Calomiris, Charles W. (2023), “Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Fourth Quarter 2023, Vol. 105, No. 4, pp. 223-33.*
3. Dell’Ariccia et al. (2018), “Managing the Sovereign-Bank Nexus”, *IMF Monetary and Capital Markets Department.*
4. Gaston, Gelos, Pietro Patelli and Ilhyock Shim (2024), “The US Dollar and Capital Flows to EMEs,” *BIS Quarterly Review*, Sep. 16.
5. Gust, Christopher, and Arsenios Skaperdas (2024), “Government Debt, Limited Foresight, and Longer-term Interest Rates,” *Finance and Economics Discussion Series 2024-027, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.*
6. Habib, M. and F. Venditti (2018), "The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," Economic Bulletin Issue 6, European Central Bank.
7. Hardy, Bryan and Sonya Zhu (2023), “Covid, Central Banks and the Bank-Sovereign Nexus”, *BIS Quarterly Review*, Feb. 27.
8. IMF (2022), “The Sovereign-Bank Nexus in Emerging Markets”, Monetary and Capital Markets Department, Apr. 19.
9. IMF (2024), “World Economic Outlook”, Apr..
10. Jeanne, Olivier and Damiano Sandri(2023), “Global Financial Cycle and Liquidity Management”, *BIS Working Papers* No. 1069, Jan..
11. Leeper, Eric M. (2023), “Fiscal Dominance: How Worried Should We Be?”, *Policy Brief, Mercatus Center George Mason University*, Mar..
12. Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the Jackson Hole Symposium, Aug..
13. US Congressional Budget Office (2024), “The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054”, Mar.
14. US Treasury (2024), “Treasury Presentation to TBAC—Fiscal Year 2024 Q3 Report”, Office of Debt Department.

15. 中央銀行 (2024), 「當前主要央行貨幣政策分歧之分析」, 央行理監事會後記者參考資料, 6 月 13 日。
16. 彭于娟 (2023), 「全球金融循環下的流動性管理, 阻止資本移動並非最佳選擇」, *國際貨幣金融資訊簡報*第 511 期, 2 月。
17. 陳倩如 (2024), 「Lustig 等人: 先進經濟體的政府債務已被視為風險性債務」, *國際貨幣金融資訊簡報*第 548 期, 8 月。
18. 陳倩如、郭涵如、郭恬吟 (2024), 「全球金融危機 15 年後的舊問題與新挑戰之探討」, *台北外匯市場發展基金會專案研究計畫*, 5 月。
19. 鄭漢亮 (2018), 「亞洲主要國家政府債務成長與經濟成長關聯—排擠效應傳遞管道及門檻效果之探討」, *中央銀行季刊*, 第 41 卷第 1 期, 3 月。
20. 黃麗倫 (2013), 「全球合作因應外溢效應難度雖高, 惟並非無計可施」, *國際貨幣金融資訊簡報*第 275 期, 8 月。