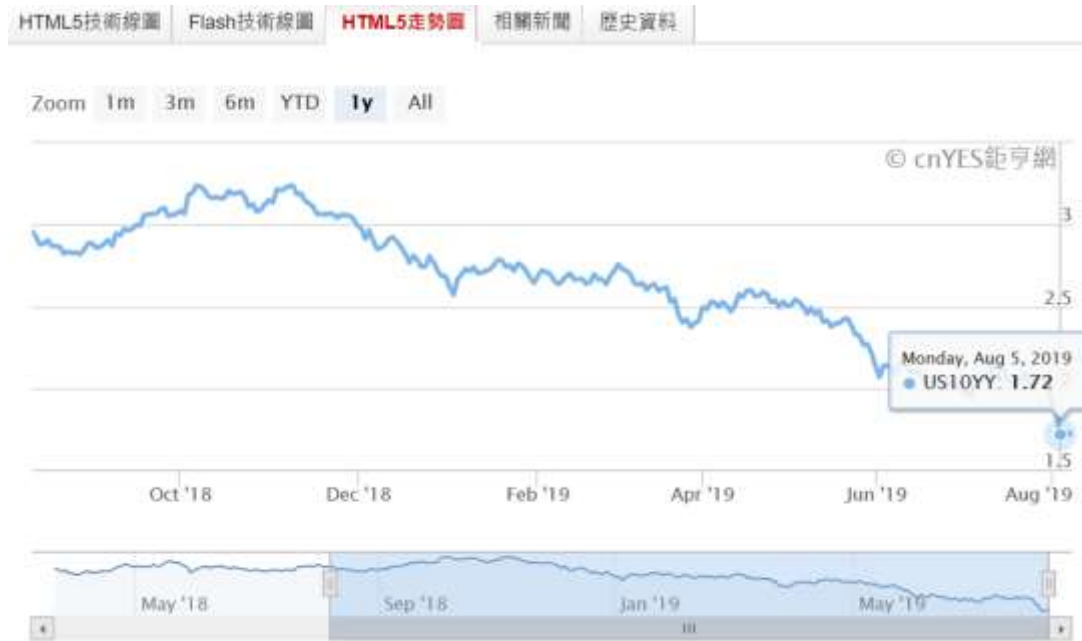


# 貨幣政策不是萬能！

首席經濟學家 邱志昌博士

## 壹、前言



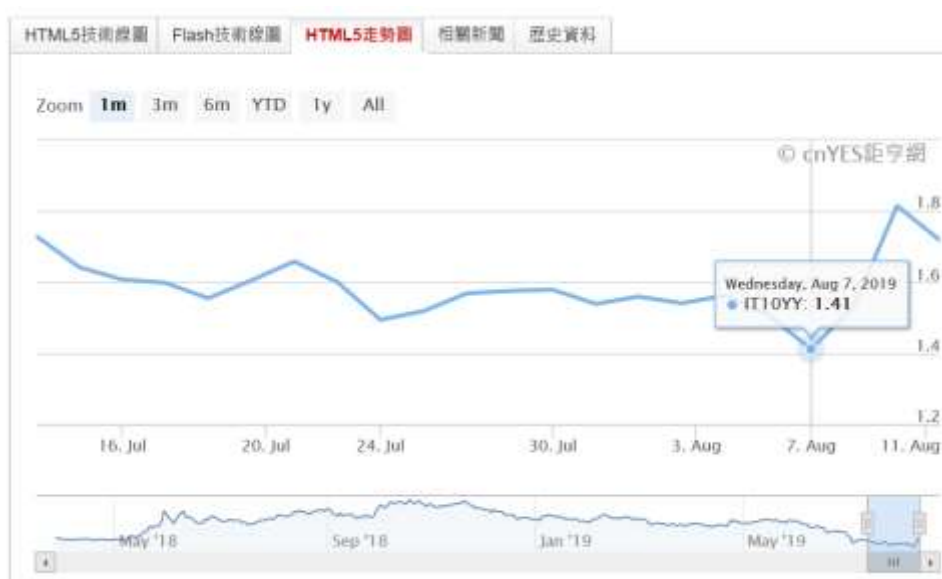
(圖一：美國 10 年期公債殖利率曲線圖，鉅亨網)

這一波帶動新興市場貨幣匯率貶值，表面上看來是美國聯準會(Fed)；它在物價無憂背景下，為了平衡美中貿易逆差、及貿易談判所帶來的衝擊，所進行的寬鬆貨幣政策使然。美總統川普從 2019 年初起，便希望 Fed 可以放下緊縮貨幣政策；也就是停止自 2017 年 9 月以來，Fed 收縮央行資產負債表，與 2015 年底開始每次一碼的 Federal 升息腳步；不要在這個時間點再一路做下去了，以免造成美元指數上揚，刺激貿易逆差。川普在總統的 Twitter、或是公開談話表白，對於獨立於政治事務之外的中央銀行，形成一個偏離政策的期望或是干擾。貨幣政策不是萬能鑰匙，既能夠壓抑通貨膨脹、又能夠使匯率貶值、且可增加外銷產品競爭力、推動股價上揚、刺激廠商增加資本支出。在經濟或是財金理論，不管是用芝加哥學派唯貨幣學派 Rule 原則、或是菲利浦斯曲線理論。其實所有直接與貨幣政策橫衝直撞的總體經濟變數，只有物價；消費者物價、批發者物價或是對外進出口物價。也不管 Fed 是管理所為價格利率、還是控制數量貨幣供給，

在固定匯率時代的貨幣政策，Fed 對於全球各種匯率變化，從沒有這大的影響力。貨幣政策不是三頭六臂，可以驅動所有經濟變數多往正面發展；尤其是匯率的生或是貶值。各國貨幣或財經政策多是以美元為前瞻，但是各國也有貨幣政策主導權。

## 貳、當凱因斯有效需求理論被貨幣政策取代後？

在 1930 年的經濟不景氣中，各國所用的財經政策是，凱因斯的有效需求理論；當時推動有效需求效應還強有力，最有效率的是政府的公共支出。在國民所得方程式中，公共支出  $G$  是獨立於消費  $C$ 、及貿易出超  $X-M$ 、及固定投資  $I$ ，那是在固定匯率時代的主流政策。公共支出  $G$  的內生變數，只有政府累積的稅收，及其所承擔的利息支出多寡；政府可以依賴稅收與發債執行它的建設，直接帶動民間的投資  $I$ ，最後使得失業率降低、所得增加，進一步導致  $C$  消費支出信心上揚。這樣的反覆執行結果，會使稅收增加、又會使人民收入增多；這就是當時財政政策、公共支出  $G$  的魅力。但自從歐盟福利經濟路線確定、工會組織抬頭、及美國財政與貿易赤字浮現後，財政政策逐漸因債務餘額增加，成為政黨政治操作中反對黨的攻擊目標；因此逐漸被執政黨視為第二線財經政策，退居於貨幣政策之後。尤其是財政政策被當成福利政策之後，雖然理論上是可以帶動消費；但是真正的實情是，需要失業津貼或是福利津貼的，多在貧窮線收入的邊緣，只夠日常生活支出、或是償還家庭負債等等，沒有聚焦性、也無法發揮消費  $C$  的乘數效果。



(圖二：義大利政府 10 年期公債殖利率曲線圖，鉅亨網)

如同近期的歐洲第三大經濟體義大利，其國債攀高為 GDP 的 130% 以上，而且年度赤字預算，無法吻合歐盟的財政規定，超過 GDP 的 3% 以上。歐盟或是歐元區國家，自 1999 年起統一使用歐元交易後，的確享受一段貨暢其流，貿易與投資皆同步增加的美好時光。但好景不常，2007 年因為資產價格過高，引爆次級房貸金融體系危機。南歐幾國陷入債務危機；義大利雖然 GDP 規模強大，但還是被債務所困、也引發政黨政治間更替不斷。資本市場為政府與企業的發債需要，建立債務籌資財務工具，提供給投資者與需要資金的政府與企業運作。於是衍生出一堆周邊財務商品，例如無擔保公司債、利率期貨、可轉換公司債、可提前贖回公司債；及政府各期間結構公債，2 年的、10 年的、20 年的、30 年的等等，這些債務工具多非一次性、大多循環性發行。2008 年更是由財務工程人員，發明與房地產價格連動的表外融資債券結構債、因為房地產價格下跌，最後釀成次級房貸金融風暴。

不管結構債或是公債、公司債簡單地說就是，持有人與發行人的借條或是借據；繼續買賣就是再次融資，無法償還的風險應該不小。但是公債頭頂著還是國家的信用，公司債則是以財產擔保或公司信用卓著；前者違約機率遠遠小於後者。大國政府公債才是債發行主體，公司債的最久年限常見的只有五、或十年。就金融市場投資者，股票與債券多與貨幣政策息息相關；由於每個國家央行、美國央行貨幣政策開會日期大多固定、至少每一季開會一次，因此債券市場對利率變化敏感度，要比股票靈活與敏感；而因此會對未來一次的央行會議，做出寬鬆或緊縮等預期。而這種預期就落實在債券價格與股價之上，一直到做完決議、或是市場的預期反應效果殆盡為止。

### 參、 川普為何要使美國再偉大？

自二戰終止戰爭之後，美元匯率走它的美金路線，中國貨幣最後由人民幣成為國幣；兩國多處於固定匯率與政治軍事冷戰中。但自 1944 年之後、不到 30 年的時光，1970 年之後美元所主導的全球貨幣系統，已被大量美元的橫行而失控，

失去黃金與美元直接兌換價值、貨幣成為黃金基礎上的浮萍。這迫使 IMF 依照美國產學意思，改變貨幣匯率制度；各國匯率需要選擇固定、半浮動半干預、或完全浮動匯率制度。針對問題、思考問題根源、動手改變遊戲規則一向是，美國在二戰後的軍事與經濟發展原則。川普的偉大國家背後動機，就是要改變美國財政與貿易雙赤字，使美國再真實富有。外債與流通在外的美元貨幣，其實多是美國政府與人民的實物債務；就是要以對等的物資去償還。當然這與期貨市場的遊戲規則是一樣的，很少商品期貨的結算、或是平倉是用實體物資去交易。1970 年美國尼克森總統，會在 8 月 15 日突然宣告，美元與黃金切斷直接兌換關係，是因為戴高樂想要以法國央行的美元存底，全部去美國央行兌換黃金。如果以阿拉伯世界「天方夜譚」詮釋；如果全球各國多約定在同一期間，拋售美國境外流通國債，那美國的財政信用是否能夠支撐？或許美國財長會說，全球美國外債約美元 40 兆以上，即使大量贖回、會有幾兆？

以美國的科技與金融高度，絕對不會去想像類似近期阿根廷的金融危機；外債於 1983 年引爆後至今，這個國家的隱憂仍然存在。美國政府也曾經因國債餘額超過 GDP，國會反對黨不願意修改發債限額，政府部門被迫短期關門。但美國絕對不相信，全球還有哪一種貨幣比美元、美債還更有信用？全球各國若仿效當年法國戴高樂做法，一起擠兌美元拋售美債？全球金融市場勢必得需要 IMF 重組。人們對貨幣或債務的信用，通常是對它的發行者信賴程度大小；美元信用是來自於持有者對美國的信任，因此即使債務餘額超過 GDP，或是政府無法支付公務員的薪水，美元仍然是最被信任的貨幣。武力最強、政治張力最大、科技更是最先進，最重要的是一切攸關財富與武力，遊戲規則都是由它制定。英國投資銀行認為，全球擁有美國國債的強大賣壓，是 Fed 在貨幣政策鬆緊取捨考量之一？理論上預期 Fed 升息者賣出債券，預期降息者則買進債券；除非 Fed 在政策上採取驟然強烈緊縮政策；在此預期下才會引發強烈賣壓。這在目前的 Fed 溫和步調中，是很不可能發生的事。除非出現高度通貨膨脹的預期，Fed 才會這樣運作；通膨的發生是需要時間或時機。因此 Fed 是以美國本身，自己的經濟利益為政策依據，至於對第三者是否形成經濟的利多或利空？則取決於對手國自己的政策是跟進與否？還是變或不變。

#### 肆、 結論：寬鬆貨幣政策無法解決貿易戰爭！

截至目前可以定論的是，大多數的經濟或貨幣專家，多不認為美 Fed 今年的一次降息，會是另外一次降息循環的開始。而且也不認為，所謂的短期與長期公債殖利率倒掛是不景氣的信號。Fed 的心態充分表現在股票與債券投資，股價與債券多在宣告之際利多出盡、由高價區回落。Fed 必然認為，未來幾次若再度降息，則其邊際效應已經不像是 QE 時代翻騰了；美國本身經濟成長是受到貿易爭端，或是美國重新訂定貿易遊戲規則影響，寬鬆貨幣政策與之起舞是不智的。

**(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；只為說明用，對任何貨幣與政策、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)**